

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

香山股份 (002870)

投资评级

上次评级

陆嘉敏 汽车行业首席分析师

执业编号: S1500522060001

联系电话: 13816900611

邮箱: lujiamin@cindas.com

王欢 汽车行业分析师

执业编号: S1500522100003

联系电话: 18643122434

邮箱: wanghuan1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

香山股份：23Q2 汽零业务表现亮眼，海外业务有望带来新动能

2023年08月22日

事件：公司发布 2023 年半年报，公司 2023 年上半年实现营收 25.62 亿元，同比+17.3%；实现归母净利润 0.60 亿元，同比+39.3%；实现扣非净利润 0.81 亿元，同比+48.7%。

点评：

- **23H1 公司汽零业务表现稳健，衡器业务暂时承压。**23H1 公司汽零业务实现营收 22.2 亿元，同比+22.3%；拆分汽零业务来看，**1) 智能座舱业务：**实现收入 18.6 亿元，同比+15.5%，主要系公司智能座舱业务在豪华车中份额提升，且电动出风口等智能化产品渗透率提升带来 ASP 上行；**2) 新能源汽车充配电业务：**实现收入 3.6 亿元，同比+76.3%。主要系：公司直流桩产品矩阵不断完善、多个充配电产品订单实现量产、配套新能源客户出海产品需求旺盛，快速放量。衡器业务主要受海外通胀、地区冲突等影响，年初压力较大。衡器业务实现营收 3.2 亿元，同比-8.0%，暂时承压。
- **规模化效应释放，汽零业务盈利提升。**公司 23H1 毛利率为 24.38%，同比+2.24pct。汽零业务毛利率 23.54%，同比+2.43pct。分业务来看，智能座舱业务毛利率为 23.72%，同比+2.68pct；新能源汽车充配电业务毛利率为 22.63%，同比+0.92pct。主要系规模化效应逐步释放，盈利能力有所提升。我们认为随着新能源汽车充配电业务海外项目逐步落地，以及产能逐步释放，公司盈利能力有望进一步提升。
- **海外业务有望为公司提供新动能。****1) 订单方面：**公司已获得外海新能源头部客户订单，下半年部分订单将实现量产；**2) 充电桩业务方面：**公司预计在下半年完成美标充电桩的产品认证，同时积极推进海外销售渠道建设、重点客户开发、数字化营销平台搭建，扩大品牌影响力，有望提升公司市占率。**3) 产能方面：**公司扩建了墨西哥以及欧洲产能，有助于公司进一步巩固海外竞争优势。
- **盈利预测与投资评级：**公司在手订单饱满，新能源业务快速增长，海外工厂产能有序推进，我们看好公司长期发展。我们预测公司 2023 年-2025 年归母净利润为 1.4 亿元、2.0 亿元、2.6 亿元，同比增长 64.9%、42.6%、29.3%，对应 EPS 为 1.08、1.54、1.99 元，PE 为 29/20/16 倍。
- **风险因素：**海外市场开拓不及预期风险；衡器产品海外订单减少风险；汇率波动风险等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,890	4,817	6,161	7,485	9,220
增长率 YoY %	400.7%	-1.5%	27.9%	21.5%	23.2%
归属母公司净利润 (百万元)	50	86	142	203	262
增长率 YoY%	-33.3%	72.2%	64.9%	42.6%	29.3%
毛利率%	23.2%	23.9%	25.1%	25.5%	25.8%
净资产收益率ROE%	5.9%	5.6%	8.4%	10.7%	12.1%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.65	1.08	1.54	1.99
市盈率 P/E(倍)	81.41	47.28	28.67	20.11	15.55
市净率 P/B(倍)	4.82	2.65	2.40	2.15	1.89

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 21 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	2,562	3,242	4,045	5,280	7,027	
货币资金	462	800	1,057	1,731	2,814	
应收票据	161	146	248	230	359	
应收账款	799	988	1,300	1,476	1,949	
预付账款	58	55	65	84	103	
存货	801	1,042	1,136	1,497	1,543	
其他	280	211	239	262	259	
非流动资产	3,818	4,162	4,359	4,214	3,896	
长期股权投资	5	9	13	17	21	
固定资产(合)	1,285	1,410	1,537	1,550	1,434	
无形资产	965	944	876	782	676	
其他	1,563	1,800	1,933	1,864	1,766	
资产总计	6,379	7,404	8,404	9,494	10,923	
流动负债	3,185	3,563	4,119	4,652	5,385	
短期借款	665	886	1,036	1,086	1,136	
应付票据	225	259	279	372	427	
应付账款	859	1,019	1,289	1,501	1,921	
其他	1,436	1,399	1,514	1,693	1,900	
非流动负债	1,288	1,103	1,177	1,227	1,267	
长期借款	436	521	591	641	681	
其他	852	582	586	586	586	
负债合计	4,473	4,666	5,295	5,879	6,652	
少数股东权益	1,059	1,199	1,412	1,716	2,109	
归属母公司	847	1,539	1,696	1,899	2,162	
负债和股东权益	6,379	7,404	8,404	9,494	10,923	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,890	4,817	6,161	7,485	9,220	
同比(%)	400.7%	-1.5%	27.9%	21.5%	23.2%	
归属母公司净利润	50	86	142	203	262	
同比(%)	-33.3%	72.2%	64.9%	42.6%	29.3%	
毛利率(%)	23.2%	23.9%	25.1%	25.5%	25.8%	
ROE%	5.9%	5.6%	8.4%	10.7%	12.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.65	1.08	1.54	1.99	
P/E	81.41	47.28	28.67	20.11	15.55	
P/B	4.82	2.65	2.40	2.15	1.89	
EV/EBITDA	8.17	6.63	6.13	4.59	3.05	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,890	4,817	6,161	7,485	9,220	
营业成本	3,756	3,664	4,615	5,580	6,845	
营业税金及	21	21	31	37	51	
销售费用	156	165	216	262	323	
管理费用	417	321	431	524	655	
研发费用	235	305	400	457	562	
财务费用	98	52	90	97	96	
减值损失合计	9	-9	-16	-1	-1	
投资净收益	15	12	18	22	18	
其他	-103	-90	13	10	16	
营业利润	127	202	394	559	723	
营业外收支	-2	4	-3	-2	-2	
利润总额	125	206	391	557	721	
所得税	0	-3	35	50	65	
净利润	125	209	356	507	656	
少数股东损益	75	123	213	304	393	
归属母公司净利润	50	86	142	203	262	
EBITDA	672	700	851	1,010	1,193	
EPS(当	0.45	0.69	1.08	1.54	1.99	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	425	510	729	883	1,162	
净利润	125	209	356	507	656	
折旧摊销	352	367	360	365	388	
财务费用	81	78	99	109	115	
投资损失	-15	-12	-18	-22	-18	
营运资金变	-180	-180	-91	-84	16	
其它	62	48	24	8	5	
投资活动现金流	-246	-713	-599	-200	-54	
资本支出	-296	-535	-523	-202	-52	
长期投资	4	-200	-78	-20	-20	
其他	47	22	1	22	18	
筹资活动现金流	-252	522	128	-9	-25	
吸收投资	1	589	0	0	0	
借款	672	1,125	220	100	90	
支付利息或股息	-198	-92	-99	-109	-115	
现金流净增加额	-78	326	257	674	1,083	

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018年金牛奖第1名、2020年新财富第2名、2020新浪金麒麟第4名团队核心成员。4年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达证券汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

曹子杰，信达证券汽车行业研究助理，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖智能汽车、车联网、造车新势力等。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。