

王舫朝 非银&中小盘首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

武子皓 中小盘分析师

执业编号: S1500522060002

联系电话: 15001884486

邮箱: wuzihao@cindasc.com

相关研究

《征和工业：进击中的稀缺链传动龙头》20221110

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

半年报业绩符合预期，车辆链快速增长

2023年08月23日

事件: 2023年8月22日, 公司发布2023年半年报: 2023年上半年营业收入7.85亿元, yoy+4.3%, 归母净利润6018万元, yoy-11.0%; 2023Q2营业收入4408万元, yoy+5.8%, 归母净利润3452万元, yoy-14.4%。

点评:

- **2023H1 业绩符合预期, 车辆链增速亮眼。**在海外下游需求较弱的情况下, 公司收入录得整体增长, 利润略有下滑。分地区来看, 国内收入4.70亿元, yoy+15.5%, 国外收入3.15亿元, yoy-8.8%; 分产品看, 公司2023年上半年车辆链/农机链/工业链/其他收入占比分别为59%/17%/16%/8%, 2022年同期收入占比分布为49%/21%/21%/8%, 结构变化主要原因为车辆链增速较高, 达25%。由于原材料价格稳定, 公司2023H1整体毛利率达23.1%, 较上年同期上升1.45pct, 其中车辆链/农机链/工业链分别为24.9%/29.0%/20.7%。
- **专精特新小巨人, 下游广泛抗压能力强。**公司作为行业隐形冠军, 获评专精特新小巨人; 下游广泛, 使得公司摆脱了对某一特定行业的景气度依赖; 公司未来将依托现有摩托车链的市场竞争地位和良好品牌度, 积极开拓后市场, 寻找机会伴随主机厂出海进行前装配套; 汽车链赋能上海瀚通提升高附加值发动机链条产品组合收入; 农机链开拓品类, 工业链积极开拓使用场景。同时现有市场加强核心零部件进口替代, 叠加公司产品本质上有较强的“耗材”属性, 有望持续保持较强竞争力。
- **高端摩托车市场空间大, 静候新产能扩建落地。**消费升级驱动大排量摩托车作为个性化消费品购买浪潮涌现购买量提升, 同时全球摩托车景气度回升, 后装市场容量大, 摩托车链市场广阔。公司在2022年通过“征和链传动有限公司产能扩建项目”议案, 项目对应产品为高端摩托车链条、大排量摩托车链条、高端摩托车链轮等摩托车链系统, 我们认为随着产能落地公司高端摩托车链收入有望持续增长。
- **盈利预测与投资评级:**征和工业的主营业务包含车辆链系统、农业机械链系统和工业设备链三大类。受益于工艺水平提升、产品品类丰富、下游景气度上行以及客户不断开拓等, 公司业绩有望持续增长。我们预计公司2023-2025年营收为17.02/21.78/28.09亿元, 同比增长6%/28%/29%; 归母净利润为1.82/2.29/3.17亿元, 同比增长7%/25%/39%。当前股价对应23年PE 13.3x, 维持“买入”评级。
- **风险因素:**工业设备链条发展不及预期风险; 原材料价格上涨风险; 汇兑风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,362	1,607	1,702	2,178	2,809
增长率 YoY %	39.4%	18.0%	5.9%	28.0%	29.0%
归属母公司净利润 (百万元)	79	170	182	229	317
增长率 YoY%	-27.6%	115.7%	7.3%	25.4%	38.5%
毛利率%	16.9%	23.0%	23.8%	24.1%	24.6%
净资产收益率ROE%	8.3%	15.6%	14.3%	15.2%	17.3%
EPS(摊薄)(元)	0.98	2.08	2.23	2.80	3.88
市盈率 P/E(倍)	28.11	21.35	13.31	10.61	7.66
市净率 P/B(倍)	2.38	3.34	1.91	1.61	1.33

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年08月23日收盘价

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	853	904	956	1,252	1,662
货币资金	351	343	365	500	700
应收票据	37	33	42	54	69
应收账款	185	263	242	317	403
预付账款	16	8	19	24	31
存货	241	238	261	323	414
其他	23	20	27	35	45
非流动资产	530	840	880	889	889
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	350	589	613	627	630
无形资产	30	30	30	30	30
其他	150	222	237	233	229
资产总计	1,383	1,744	1,836	2,142	2,551
流动负债	354	549	454	527	615
短期借款	60	248	126	107	98
应付票据	44	0	50	63	81
应付账款	149	190	160	190	232
其他	102	111	118	167	205
非流动负债	84	108	108	108	108
长期借款	0	0	0	0	0
其他	84	108	108	108	108
负债合计	438	657	562	635	724
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东	945	1,087	1,274	1,506	1,827
负债和股东权益	1,383	1,744	1,836	2,142	2,551

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,362	1,607	1,702	2,178	2,809
同比(%)	39.4%	18.0%	5.9%	28.0%	29.0%
归属母公司净利润	79	170	182	229	317
同比(%)	-27.6%	115.7%	7.3%	25.4%	38.5%
毛利率(%)	16.9%	23.0%	23.8%	24.1%	24.6%
ROE%	8.3%	15.6%	14.3%	15.2%	17.3%
EPS(摊薄)(元)	0.98	2.08	2.23	2.80	3.88
P/E	28.11	21.35	13.31	10.61	7.66
P/B	2.38	3.34	1.91	1.61	1.33
EV/EBITDA	15.78	15.77	7.38	5.75	4.03

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,362	1,607	1,702	2,178	2,809
营业成本	1,132	1,237	1,297	1,654	2,118
营业税金及附加	3	11	10	13	17
销售费用	34	45	43	59	76
管理费用	57	77	77	105	135
研发费用	55	64	63	87	112
财务费用	3	-1	2	-5	-11
减值损失合计	-1	-12	-8	-10	-12
投资净收益	1	1	0	0	0
其他	8	2	-2	-1	2
营业利润	85	166	200	254	352
营业外收支	1	1	0	0	0
利润总额	85	167	200	254	352
所得税	7	-3	18	25	35
净利润	79	170	182	229	317
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	79	170	182	229	317
EBITDA	125	225	298	356	456
EPS(当年)(元)	0.98	2.08	2.23	2.80	3.88

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	17	164	285	269	323
净利润	79	170	182	229	317
折旧摊销	38	60	86	95	105
财务费用	5	1	13	8	7
投资损失	-1	-1	0	0	0
营运资金变动	-112	-77	-16	-85	-130
其它	7	11	20	22	24
投资活动现金流	-148	-326	-127	-107	-107
资本支出	-119	-142	-125	-105	-105
长期投资	-30	-186	-2	-2	-2
其他	1	1	0	0	0
筹资活动现金流	427	150	-135	-28	-16
吸收投资	436	0	0	0	0
借款	79	248	-122	-19	-9
支付利息或股息	-33	-37	-13	-8	-7
现金流净增加额	292	-8	22	135	200

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，历任民生证券、国泰君安证券分析师，2022年加入信达证券负责中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

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。