

## 合锻智能 (603011.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 规模效应明显，22 年业绩高增长

## 业绩简评

1月30日，公司发布22年全年业绩预告，22年公司实现归母净利润0.90-1.20亿元（同比+39%-86%）、扣非后归母净利润0.50-0.75亿元；单Q4实现归母净利润约-0.2亿元，略低于预期。

## 经营分析

汽车、军工双轮驱动，看好锻压机板块高速增长。1) 汽车：供货比亚迪、一汽等头部车企，热成型设备和复合材料产线顺应头部车企减重需求；2) 军工：锻压机突破技术瓶颈，产品参数对标进口设备，实现进口替代。预计22-24年液压机、机压机收入分别为7.7/9.9/12.4亿元、2.0/4.6/8.1亿元，锻压机板块合计收入为9.7/14.5/20.5亿元。

规模效应持续凸显，22全年盈利能力同比明显改善。1) 规模效应：随着公司锻压机板块业务放量，公司费用率有望不断压缩，提振整体盈利水平；2) 新业务有望拉动盈利水平：公司近年来军工类锻压机及热成型生产线推进顺利，该类业务盈利能力更强，随着军工业务、汽车热成型产线业务不断放量，公司整体盈利水平有望提升。我们预计公司22-24年公司净利率为6.2%/9.5%/11.0%，盈利能力有望逐年改善。

合同负债同比大幅提升，在手订单充足支撑业绩释放。截至22Q3，合同负债达2.86亿元（相比21年底提升1.08亿元），合同负债大幅提升预示公司当前在手订单充足，订单高增为业绩长期增长提供保障。

## 盈利预测、估值与评级

根据公告，我们调整公司收入、归母净利润预测，预计2022-2024年公司营业收入为18.40/25.51/34.52亿元，归母净利润为1.13/2.44/3.79亿元，对应PE为36/17/11X，维持“买入”评级。

## 风险提示

汽车、航空航天领域需求不及预期、原材料价格上涨风险、新品技术研发进度不及预期、股东减持风险。

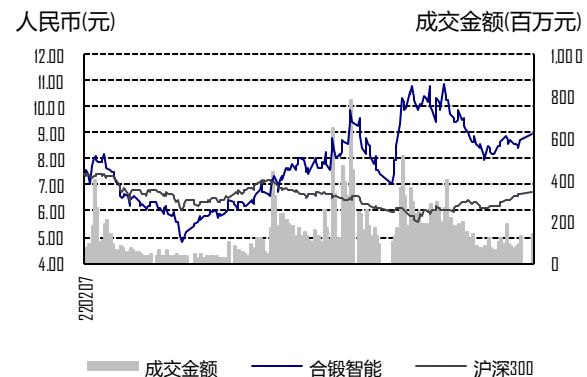
## 机械组

分析师：满在朋（执业S1130522030002）  
manzaipeng@gjzq.com.cn

市价（人民币）：8.94元

## 相关报告：

- 《规模效应带动盈利能力提升，22Q3业绩超预期-合锻智能22年...》，2022.10.28
- 《军工、汽车双轮驱动，22Q3业绩超预期-合锻智能22年三季度...》，2022.10.16
- 《受益下游需求扩张，业绩拐点已至-合锻智能深度报告》，2022.8.30



## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	838	1,206	1,840	2,551	3,452
营业收入增长率	20.58%	43.96%	52.51%	38.67%	35.31%
归母净利润(百万元)	26	64	113	244	379
归母净利润增长率	-5.15%	148.38%	76.22%	115.09%	55.62%
摊薄每股收益(元)	0.057	0.143	0.229	0.493	0.768
每股经营性现金流净额	0.08	-0.04	0.13	0.37	0.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.53%	3.66%	5.10%	10.29%	14.61%
P/E	92.39	56.73	35.63	16.56	10.64
P/B	1.42	2.08	1.82	1.71	1.56

来源：公司年报、国金证券研究所

## 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	货币资金	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率		20.6%	44.0%	52.5%	38.7%	35.3%	应收账款		233	234	581	611	759
主营业务成本	-438	-556	-826	-1,243	-1,729	-2,344	存货	497	530	662	893	1,169	1,418
%销售收入	63.1%	66.4%	68.5%	67.6%	67.8%	67.9%	其他流动资产	491	613	822	1,192	1,421	1,798
毛利	257	282	380	596	822	1,108	流动资产	271	150	182	200	257	330
%销售收入	36.9%	33.6%	31.5%	32.4%	32.2%	32.1%	%总资产	1,377	1,526	1,900	2,866	3,458	4,305
营业税金及附加	-9	-8	-9	-13	-18	-24	长期投资	54.8%	57.3%	61.2%	70.6%	74.2%	78.1%
%销售收入	1.2%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	110	116	160	160	160	160
销售费用	-137	-116	-141	-184	-204	-245	%总资产	388	372	376	369	370	374
%销售收入	19.7%	13.8%	11.7%	10.0%	8.0%	7.1%	无形资产	605	605	608	612	616	620
管理费用	-65	-62	-88	-120	-151	-180	非流动资产	1,135	1,136	1,205	1,196	1,201	1,208
%销售收入	9.3%	7.4%	7.3%	6.5%	5.9%	5.2%	%总资产	45.2%	42.7%	38.8%	29.4%	25.8%	21.9%
研发费用	-50	-51	-70	-110	-148	-200	<b>资产总计</b>	<b>2,512</b>	<b>2,662</b>	<b>3,105</b>	<b>4,062</b>	<b>4,659</b>	<b>5,513</b>
%销售收入	7.1%	6.1%	5.8%	6.0%	5.8%	5.8%	短期借款	329	333	438	476	483	469
息税前利润 (EBIT)	-3	45	72	170	301	459	应付款项	333	430	611	952	1,236	1,675
%销售收入	n. a	5.3%	6.0%	9.2%	11.8%	13.3%	其他流动负债	110	175	245	405	565	765
财务费用	-11	-25	-20	-21	-19	-17	流动负债	772	938	1,295	1,834	2,284	2,909
%销售收入	1.6%	2.9%	1.7%	1.2%	0.8%	0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-11	-45	-15	-20	0	0	其他长期负债	65	33	54	7	8	9
公允价值变动收益	1	0	1	0	0	0	负债	836	971	1,350	1,841	2,292	2,918
投资收益	8	11	2	5	5	5	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,676</b>	<b>1,691</b>	<b>1,757</b>	<b>2,223</b>	<b>2,369</b>	<b>2,597</b>
%税前利润	26.1%	46.4%	3.2%	3.7%	1.7%	1.1%	其中：股本	453	451	449	494	494	494
营业利润	27	24	66	133	287	446	未分配利润	223	240	304	372	518	746
营业利润率	3.9%	2.8%	5.5%	7.3%	11.2%	12.9%	少数股东权益	0	-1	-1	-1	-1	-1
营业外收支	3	1	0	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,512</b>	<b>2,662</b>	<b>3,105</b>	<b>4,062</b>	<b>4,659</b>	<b>5,513</b>
税前利润	30	24	66	133	287	446							
利润率	4.3%	2.9%	5.5%	7.3%	11.2%	12.9%							
所得税	-3	1	-2	-20	-43	-67							
所得税率	9.3%	-4.6%	3.0%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	27	25	64	113	244	379							
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0							
非现金支出	39	75	50	50	32	25							
非经营收益	-5	-1	9	21	27	26							
营运资金变动	-14	-65	-142	-118	-117	-58							
<b>经营活动现金净流</b>	<b>48</b>	<b>35</b>	<b>-19</b>	<b>67</b>	<b>185</b>	<b>373</b>							
资本开支	-38	-21	-48	-39	-37	-32							
投资	-209	150	-11	0	0	0							
其他	3	4	4	5	5	5							
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-244</b>	<b>133</b>	<b>-55</b>	<b>-34</b>	<b>-32</b>	<b>-27</b>							
股权募资	0	0	0	405	0	0							
债权募资	207	7	84	-7	6	-14							
其他	-95	-60	-15	-81	-129	-183							
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>112</b>	<b>-53</b>	<b>68</b>	<b>316</b>	<b>-123</b>	<b>-197</b>							
现金净流量	-84	113	-7	348	30	149							

现金流量表 (人民币百万元)							比率分析							
2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
净利润	27	25	64	113	244	379	<b>每股指标</b>							
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0	每股收益	0.060	0.057	0.143	0.229	0.493	0.768	
非现金支出	39	75	50	50	32	0	每股净资产	3.700	3.752	3.913	4.496	4.792	5.252	
非经营收益	-5	-1	9	21	27	0	每股经营现金净流	0.105	0.077	-0.041	0.135	0.375	0.754	
营运资金变动	-14	-65	-142	-118	-117	0	每股股利	0.110	0.020	0.000	0.092	0.197	0.307	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>48</b>	<b>35</b>	<b>-19</b>	<b>67</b>	<b>185</b>	<b>373</b>	<b>回报率</b>							
资本开支	-38	-21	-48	-39	-37	-32	净资产收益率	1.63%	1.53%	3.66%	5.10%	10.29%	14.61%	
投资	-209	150	-11	0	0	0	总资产收益率	1.09%	0.97%	2.07%	2.79%	5.23%	6.88%	
其他	3	4	4	5	5	0	投入资本收益率	-0.16%	2.30%	3.20%	5.35%	8.98%	12.72%	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-244</b>	<b>133</b>	<b>-55</b>	<b>-34</b>	<b>-32</b>	<b>-27</b>	<b>增长率</b>							
股权募资	0	0	0	405	0	0	主营业务收入增长率	-13.00%	20.58%	43.96%	52.51%	38.67%	35.31%	
债权募资	207	7	84	-7	6	-14	EBIT增长率	N/A	-1378.37%	62.21%	134.71%	77.57%	52.26%	
其他	-95	-60	-15	-81	-129	-183	净利润增长率	-46.92%	-5.15%	148.38%	76.22%	115.09%	55.62%	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>112</b>	<b>-53</b>	<b>68</b>	<b>316</b>	<b>-123</b>	<b>-197</b>	总资产增长率	11.59%	5.96%	16.66%	30.82%	14.70%	18.32%	
现金净流量	-84	113	-7	348	30	149	<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	220.7	174.5	130.0	120.0	110.0	100.0	
							存货周转天数	377.0	362.2	317.1	350.0	300.0	280.0	
							应付账款周转天数	129.0	140.9	143.1	143.0	143.0	143.0	
							固定资产周转天数	197.8	161.7	113.7	73.1	51.5	38.0	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-1.30%	1.33%	8.72%	-7.02%	-7.56%	-13.14%	
							EBIT利息保障倍数	-0.3	1.8	3.5	8.0	15.5	26.6	
							资产负债率	33.28%	36.49%	43.47%	45.31%	49.18%	52.92%	

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

**市场中相关报告评级比率分析说明:**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分, 为“增持”得 2 分, 为“中性”得 3 分, 为“减持”得 4 分, 之后平均计算得出最终评分, 作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照:**

1. 00 =买入; 1. 01~2. 0=增持 ; 2. 01~3. 0=中性

3. 01~4. 0=减持

来源: 聚源数据

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-30	买入	8.18	13.80~13.80
2	2022-10-16	买入	8.52	N/A
3	2022-10-28	买入	10.34	N/A

来源: 国金证券研究所


**投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;

中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402