

恒帅股份 (300969.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

业绩符合预期，一体化布局助力盈利能力提升

业绩简评

2023年4月10日，公司披露年报，2022年实现营收7.39亿元，同比+26%；实现归母净利润1.46亿元，同比+26%；实现扣非归母净利润1.30亿元，同比+26%。2022年Q4实现营收2.15亿元，同比+33%，环比+6%；实现归母净利润0.38亿元，同比+50%，环比-7%；实现扣非归母净利润0.36亿元，同比+69%，环比-5%。

经营分析

业绩符合预期。2022年下半年受到汽车销量增长影响，公司2022年Q4营收端创季度新高，同时大宗原材料价格持续下降，推动公司2022年Q4实现毛利率34.79%，环比+1.3pct。此外，22年公司在新能源汽车零部件领域的收入为1.9亿元，占比26.47%，收入实现较快增长。

采用纵向一体化策略，向上下游延申布局。公司以电机为技术核心向下游开拓产品布局，向上游打破核心工艺和材料桎梏，开展以电机为核心的全产业链布局。1)一方面公司以电机技术为核心切入点，不断整合下游客户需求，由单一电机向总成化方向发展，开拓“1+N”的产品局部；2)另一方面，在上游领域，公司已将生产电机、清洗泵、清洗系统产品所必要的一些核心外购部件，逐渐纳入生产环节。磁性材料属于公司主要的核心原材料之一，按计划相关研发项目预计于2023年进行新型磁性材料的产业化落地，逐步搭建小批量中试线。

开发谐波磁场电机，加强产品竞争优势。公司已有部分谐波磁场电机技术成果申请了相关专利。该电机具有功率密度高、体积小、材料成本更节约、电磁干扰少、轴电流腐蚀减少、电机寿命提升等优势，具备较为广泛的应用场景。目前，公司已与德国伦茨(Lenze)合作，开发了应用于物流系统的滚筒电机产品，后续会持续将该电机技术应用于其他应用场景中。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年业绩分别为2.1/2.5/3.2亿元，同比分别为+42%/+22%/+26%，2023-2025年P/E为24/19/15倍。

风险提示

公司配套份额超预期下滑的风险；新产品毛利率不及预期的风险；人民币汇率波动风险。

新能源汽车组

分析师：陈传红 (执业S1130522030001)

chenchuanhong@gjzq.com.cn

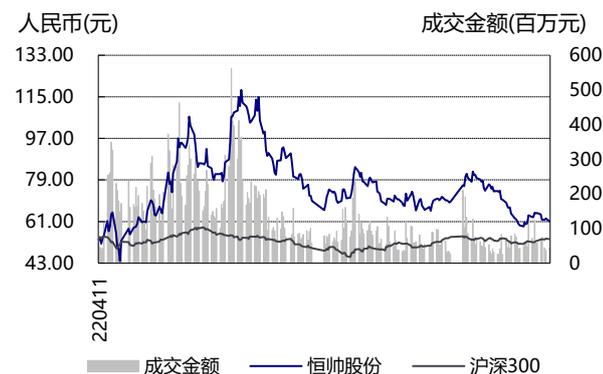
联系人：江莹

jiangying2@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：61.15元

相关报告：

- 《新项目投产，三季度收入再上新台阶-恒帅三季报点评》，2022.10.27
- 《微电机隐形冠军，配套优质客户有望快速成长-恒帅股份深度报告》，2022.9.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	584	739	1,108	1,417	1,833
营业收入增长率	71.33%	26.40%	50.04%	27.80%	29.43%
归母净利润(百万元)	116	146	207	254	320
归母净利润增长率	74.21%	25.90%	42.33%	22.48%	26.23%
摊薄每股收益(元)	1.445	1.819	2.589	3.171	4.003
每股经营性现金流净额	0.85	1.98	1.51	2.75	3.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.70%	15.91%	19.94%	21.30%	23.15%
P/E	69.26	36.31	23.62	19.28	15.28
P/B	10.18	5.78	4.71	4.11	3.54

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	341	584	739	1,108	1,417	1,833
增长率		71.3%	26.4%	50.0%	27.8%	29.4%
主营业务成本	-210	-382	-494	-742	-953	-1,235
%销售收入	61.4%	65.3%	66.9%	66.9%	67.3%	67.3%
毛利	132	203	245	366	464	599
%销售收入	38.6%	34.7%	33.1%	33.1%	32.7%	32.7%
营业税金及附加	-3	-4	-6	-9	-11	-15
%销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-15	-17	-17	-25	-34	-46
%销售收入	4.5%	2.8%	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%
管理费用	-26	-38	-47	-71	-92	-121
%销售收入	7.6%	6.4%	6.3%	6.4%	6.5%	6.6%
研发费用	-12	-20	-28	-42	-55	-73
%销售收入	3.7%	3.5%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	74	124	147	219	271	344
%销售收入	21.8%	21.2%	20.0%	19.8%	19.1%	18.8%
财务费用	-1	-1	4	-1	-4	-6
%销售收入	0.4%	0.1%	-0.5%	0.1%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-2	-5	-3	0	0	0
公允价值变动收益	1	4	-1	0	0	0
投资收益	1	5	12	15	20	25
%税前利润	1.3%	3.7%	7.3%	6.3%	6.9%	6.8%
营业利润	74	128	162	233	287	363
营业利润率	21.8%	22.0%	21.9%	21.0%	20.2%	19.8%
营业外收支	3	5	3	5	5	5
税前利润	77	134	166	238	292	368
利润率	22.5%	22.9%	22.4%	21.5%	20.6%	20.1%
所得税	-11	-18	-20	-31	-38	-48
所得税率	13.7%	13.4%	12.1%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	66	116	146	207	254	320
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	66	116	146	207	254	320
净利率	19.5%	19.8%	19.7%	18.7%	17.9%	17.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	66	116	146	207	254	320
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	17	24	27	27	36	46
非经营收益	1	-1	-13	-26	-18	-21
营运资金变动	-7	-70	-1	-87	-52	-68
经营活动现金净流	79	68	158	120	220	277
资本开支	-73	-114	-116	-119	-149	-171
投资	7	-318	1	0	0	0
其他	1	5	12	15	20	25
投资活动现金净流	-66	-427	-103	-104	-129	-146
股权募资	0	388	0	0	0	0
债权募资	0	0	10	73	35	18
其他	0	-32	-21	-86	-109	-137
筹资活动现金净流	0	356	-11	-13	-74	-119
现金净流量	11	-5	51	3	17	12

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	47	43	118	121	138	149
应收款项	93	156	198	267	341	441
存货	63	96	109	155	198	257
其他流动资产	62	382	385	393	401	410
流动资产	265	677	810	935	1,078	1,258
%总资产	60.1%	71.6%	69.0%	67.1%	65.2%	64.0%
长期投资	0	5	5	5	5	5
固定资产	113	194	285	390	505	630
%总资产	25.5%	20.5%	24.3%	28.0%	30.5%	32.1%
无形资产	60	60	60	61	64	69
非流动资产	176	268	364	458	576	706
%总资产	39.9%	28.4%	31.0%	32.9%	34.8%	36.0%
资产总计	442	945	1,175	1,393	1,654	1,964
短期借款	0	0	11	88	123	141
应付款项	94	110	184	219	282	365
其他流动负债	21	28	38	35	45	58
流动负债	115	139	233	343	449	564
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	19	27	11	14	17
负债	125	158	260	354	463	581
普通股股东权益	317	786	915	1,039	1,191	1,383
其中：股本	60	80	80	80	80	80
未分配利润	105	188	299	423	575	767
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	442	945	1,175	1,393	1,654	1,964

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.106	1.445	1.819	2.589	3.171	4.003
每股净资产	5.277	9.830	11.435	12.988	14.891	17.293
每股经营现金净流	1.309	0.846	1.980	1.505	2.755	3.459
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.036	1.269	1.601
回报率						
净资产收益率	20.96%	14.70%	15.91%	19.94%	21.30%	23.15%
总资产收益率	15.02%	12.24%	12.39%	14.87%	15.33%	16.30%
投入资本收益率	20.02%	13.46%	13.82%	16.90%	17.94%	19.63%
增长率						
主营业务收入增长率	3.06%	71.33%	26.40%	50.04%	27.80%	29.43%
EBIT 增长率	1.76%	66.55%	18.86%	48.49%	23.74%	26.90%
净利润增长率	1.73%	74.21%	25.90%	42.33%	22.48%	26.23%
总资产增长率	32.39%	113.80%	24.32%	18.63%	18.74%	18.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	79.5	73.4	84.0	85.0	85.0	85.0
存货周转天数	96.2	75.6	75.5	76.0	76.0	76.0
应付账款周转天数	103.5	71.4	75.9	76.0	76.0	76.0
固定资产周转天数	111.5	96.0	84.4	74.3	69.7	60.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.77%	-52.92%	-52.40%	-38.93%	-32.47%	-27.48%
EBIT 利息保障倍数	52.0	210.7	-40.7	249.5	62.3	59.7
资产负债率	28.35%	16.76%	22.12%	25.43%	28.00%	29.58%

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

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	2022-09-27	买入	76.49	92.78~92.78
2	2022-10-27	买入	74.99	N/A

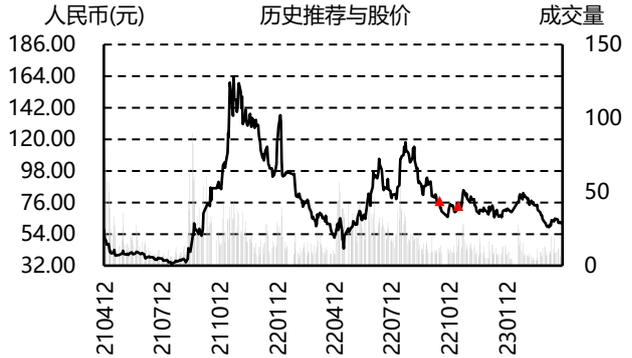
来源：国金证券研究所

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



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