

# 信质集团（002664. SZ）：电驱动绑定核心优质客户，新能源业务步入增长快车道

2023 年 10 月 22 日

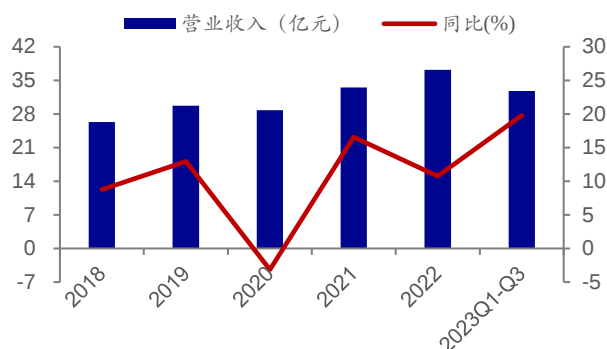
- **事件：**公司发布 2023 三季报，2023 年前三季度公司实现营收 32.8 亿元，同比+19.8%；归母净利润 1.7 亿元，同比+24.7%；扣非归母净利润 1.7 亿元，同比+25.9%。23Q3 毛利率 13.5%，同比+2.9pct；净利率 5.8%，同比-0.4pct。

## 点评：

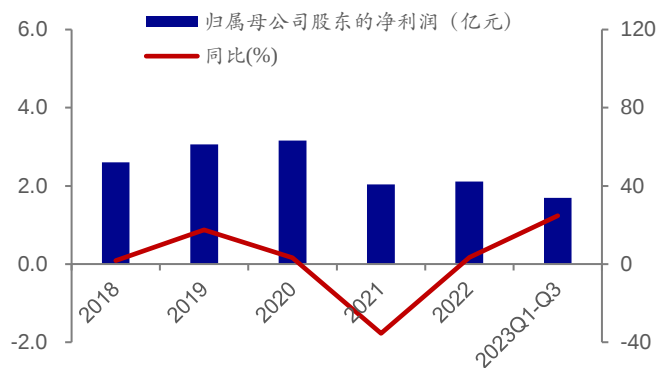
- **23Q3 公司业绩同环比持续正增长，盈利能力逐季修复。**23Q3 公司单季度实现营收 12.6 亿元，同比+20.7%，环比+22.0%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比+12.9%，环比+34.6%。随着产能利用率提高，公司汽车业务盈利能力持续提升，带动整体销售毛利率向上修复，23Q1、23Q2、23Q3 单季度销售净利率分别为 3.9%/5.3%/5.8%。费用率方面，23Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.6%、3.1%、2.4%、-0.2%，同比分别+0.1pct、+0.9pct、-0.2pct、+1.8pct，保持基本稳定。
- **单车价值量提升及客户新车型上量，有望带动公司汽车业务快速增长。**新能源汽车对电机综合工况效率及动力需求更高，电驱动系统呈现集成化趋势，公司供应产品也逐渐从电芯逐步拓展至电驱动定转子总成，价值量有望大幅提升。汽车业务领域公司客户结构优质，包括吉利、比亚迪、联电、上海电驱动、东风电驱动等主机厂及 Tier 1。同时，公司深度合作华为，配套赛力斯、奇瑞、长安、江淮等车企与华为合作车型的定转子总成产品，对应的单车价值量在 2000 元及以上。我们认为随着华为合作新车型发布及上量，公司新能源汽车业务有望迎来较强共振。
- **传统业务具备强韧性，新场景应用多点开花。**公司传统业务两轮车发展稳定，已具备较高的市场占有率，对雅迪、爱玛、绿源等一二线客户已基本实现覆盖。此外，公司加速拓展无人机等新的应用场景，取得大疆等头部客户定点，未来有望贡献业绩增量。同时，公司积极深耕新能源领域新技术及产品，在电池结构精密件、轮毂电机等领域持续开拓并有望陆续实现产品落地。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为，公司传统业务稳步发展、新能源汽车及新场景应用加速突破，有望持续为业绩增长提供强有力支持。我们预计公司 2023-2025 年净利润 2.5、3.5、4.9 亿元，对应 EPS 分别为 0.6、0.9、1.2 元，对应 PE 分别为 26.6、19.2、13.6 倍。
- **风险因素：**原材料价格波动风险；客户及项目拓展不及预期；汇率波动风险；新能源汽车业务推进不及预期等。

| 重要财务指标            | 2021A  | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元)        | 3,356  | 3,717 | 4,770 | 6,052 | 7,362 |
| 增长率 YoY           | 16.6%  | 10.8% | 28.3% | 26.9% | 21.6% |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 204    | 211   | 249   | 346   | 486   |
| 增长率 YoY           | -35.5% | 3.4%  | 18.0% | 39.0% | 40.4% |
| 毛利率               | 13.6%  | 11.6% | 13.3% | 13.8% | 14.5% |
| 净资产收益率ROE         | 7.0%   | 6.8%  | 7.4%  | 9.3%  | 11.6% |
| EPS(摊薄)(元)        | 0.50   | 0.52  | 0.61  | 0.85  | 1.20  |
| 市盈率 P/E(倍)        | 32.46  | 31.40 | 26.62 | 19.15 | 13.64 |
| 市净率 P/B(倍)        | 2.28   | 2.12  | 1.97  | 1.79  | 1.58  |

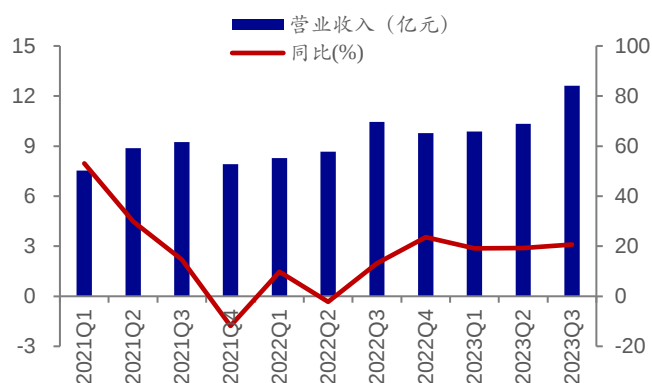
资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为2023年10月20日收盘价

**图 1：公司历年收入&同比增速**


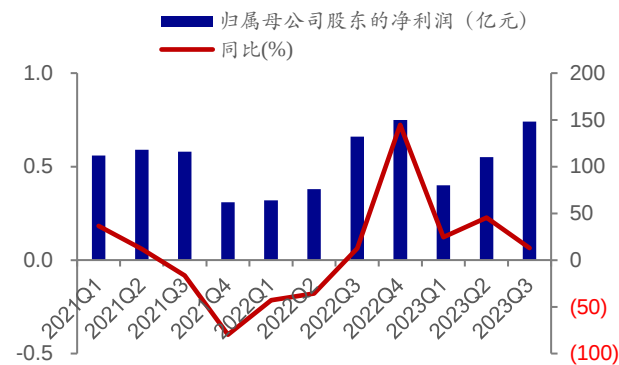
资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 2：公司历年归母净利润&同比增速**


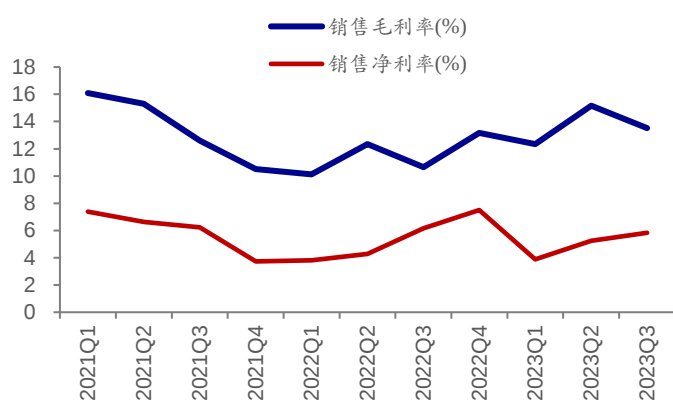
资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 3：公司分季度收入&同比增速**


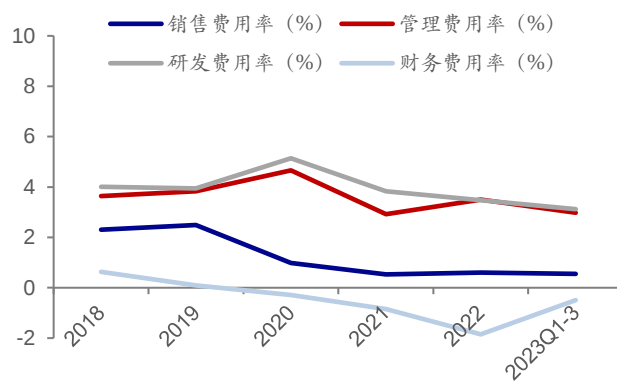
资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 4：公司分季度归母净利润&同比增速**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 5：公司分季度销售毛利率&净利率**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 6：公司历年费用率**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

## 财务模型

| 资产负债表          |       |       |       |       |        |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       |        |
| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E  |
| <b>流动资产</b>    | 3,435 | 4,729 | 4,615 | 5,386 | 6,327  |
| 货币资金           | 726   | 938   | 948   | 1,263 | 1,758  |
| 应收票据           | 242   | 213   | 186   | 252   | 307    |
| 应收账款           | 636   | 791   | 1,052 | 1,300 | 1,518  |
| 预付账款           | 239   | 354   | 331   | 443   | 516    |
| 存货             | 710   | 920   | 858   | 957   | 962    |
| 其他             | 882   | 1,512 | 1,241 | 1,169 | 1,267  |
| <b>非流动资产</b>   | 3,260 | 3,052 | 3,609 | 3,911 | 4,304  |
| 长期股权投资         | 0     | 0     | 26    | 56    | 86     |
| 固定资产(合计)       | 976   | 1,418 | 1,571 | 1,821 | 2,151  |
| 无形资产           | 142   | 193   | 247   | 295   | 346    |
| 其他             | 2,141 | 1,441 | 1,765 | 1,739 | 1,720  |
| <b>资产总计</b>    | 6,695 | 7,781 | 8,224 | 9,297 | 10,631 |
| <b>流动负债</b>    | 3,776 | 4,076 | 3,573 | 4,288 | 5,121  |
| 短期借款           | 2,177 | 1,694 | 1,114 | 1,214 | 1,314  |
| 应付票据           | 1,215 | 1,668 | 1,585 | 2,029 | 2,623  |
| 应付账款           | 277   | 579   | 597   | 754   | 874    |
| 其他             | 108   | 134   | 276   | 291   | 309    |
| <b>非流动负债</b>   | 6     | 583   | 1,296 | 1,297 | 1,298  |
| 长期借款           | 0     | 523   | 1,223 | 1,223 | 1,223  |
| 其他             | 6     | 60    | 73    | 74    | 75     |
| <b>负债合计</b>    | 3,782 | 4,658 | 4,869 | 5,585 | 6,418  |
| 少数股东权益         | 9     | 6     | 1     | 12    | 27     |
| 归属母公司股东权益      | 2,904 | 3,117 | 3,354 | 3,700 | 4,186  |
| <b>负债和股东权益</b> | 6,695 | 7,781 | 8,224 | 9,297 | 10,631 |

| 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      | 3,356  | 3,717 | 4,770 | 6,052 | 7,362 |
| 同比(%)      | 16.6%  | 10.8% | 28.3% | 26.9% | 21.6% |
| 归属母公司净利润   | 204    | 211   | 249   | 346   | 486   |
| 同比(%)      | -35.5% | 3.4%  | 18.0% | 39.0% | 40.4% |
| 毛利率(%)     | 13.6%  | 11.6% | 13.3% | 13.8% | 14.5% |
| ROE%       | 7.0%   | 6.8%  | 7.4%  | 9.3%  | 11.6% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.50   | 0.52  | 0.61  | 0.85  | 1.20  |
| P/E        | 32.46  | 31.40 | 26.62 | 19.15 | 13.64 |
| P/B        | 2.28   | 2.12  | 1.97  | 1.79  | 1.58  |
| EV/EBITDA  | 34.74  | 29.26 | 26.16 | 17.33 | 12.31 |

| 利润表             |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元          |       |       |       |       |       |
| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| <b>营业总收入</b>    | 3,356 | 3,717 | 4,770 | 6,052 | 7,362 |
| 营业成本            | 2,899 | 3,286 | 4,136 | 5,217 | 6,294 |
| 营业税金及附加         | 15    | 17    | 24    | 24    | 29    |
| 销售费用            | 18    | 22    | 28    | 34    | 44    |
| 管理费用            | 98    | 130   | 143   | 188   | 236   |
| 研发费用            | 129   | 129   | 157   | 194   | 221   |
| 财务费用            | -29   | -69   | -21   | -16   | -39   |
| 减值损失合计          | -33   | -38   | -27   | -30   | -30   |
| 投资净收益           | 8     | 2     | -1    | 6     | 7     |
| 其他              | 20    | 4     | -1    | 11    | 12    |
| <b>营业利润</b>     | 221   | 169   | 274   | 399   | 566   |
| 营业外收支           | -1    | -5    | -3    | -3    | -3    |
| <b>利润总额</b>     | 220   | 165   | 271   | 396   | 562   |
| 所得税             | 18    | -42   | 27    | 40    | 62    |
| <b>净利润</b>      | 202   | 207   | 244   | 357   | 501   |
| 少数股东损益          | -2    | -4    | -5    | 11    | 15    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 204   | 211   | 249   | 346   | 486   |
| EBITDA          | 273   | 225   | 313   | 460   | 616   |
| EPS (当年)(元)     | 0.50  | 0.52  | 0.61  | 0.85  | 1.20  |

| 现金流量表          |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| <b>经营活动现金流</b> | -90   | 199   | 446   | 651   | 935   |
| 净利润            | 202   | 207   | 244   | 357   | 501   |
| 折旧摊销           | 95    | 120   | 63    | 80    | 92    |
| 财务费用           | -56   | -78   | 54    | 60    | 62    |
| 投资损失           | -8    | -2    | 1     | -6    | -7    |
| 营运资金变动         | -340  | -48   | 19    | 127   | 251   |
| 其它             | 18    | 1     | 65    | 34    | 36    |
| <b>投资活动现金流</b> | 71    | -472  | -652  | -376  | -479  |
| 资本支出           | -300  | -464  | -649  | -352  | -455  |
| 长期投资           | 328   | 0     | -26   | -30   | -30   |
| 其他             | 43    | -8    | 23    | 6     | 6     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 207   | 118   | 217   | 41    | 39    |
| 吸收投资           | 27    | 1     | 14    | 0     | 0     |
| 借款             | 568   | 1,134 | 120   | 100   | 100   |
| 支付利息或股息        | -52   | -49   | -79   | -60   | -62   |
| <b>现金流净增加额</b> | 183   | -148  | 10    | 316   | 495   |



## 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）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                         | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                         | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                         | <b>卖出</b> ：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。