

# 银轮股份 (002126.SZ)

**增持 (维持评级)**

## 公司点评

证券研究报告

## 业绩超预期，经营质量持续提升

### 业绩简评

10月25日，公司发布三季报：2023年前三季度，公司实现营收79.9亿元，同比+33%，归母净利润4.4亿元，同比+92%，扣非净利润4.1亿元，同比+124%。

### 经营分析

**业绩超预期，Q3毛利率环比提升1pct。**23Q3，公司营收27.3亿元，环比+1%，主要系Q3新能源车需求旺盛，商用车需求下滑，叠加所致；扣非净利润1.55亿元，环比+5%。

1) 净利率持续提升，经营质量超市场预期。不考虑汇兑影响，Q3扣非净利润环比+22%，扣非净利率5.7%，环比+1pct，超预期，主要系新能源车业务规模效应带动利润率提升。

2) 乘用车：新能源业务需求旺盛，终端增长+份额提升，未来可期。Q3收入环比提升，主要系公司下游需求旺盛。预计23年收入36亿元，同比翻倍，主要增量来自于北美大客户、广汽、宁德、比亚迪2亿、蔚来、小鹏等。

3) 商用车：市占率持续提升，天然气重卡、换电重卡销量增加带动公司量利齐升。Q3收入环比略降，主要系商用车需求季度波动，但公司市占率持续提升。此外，公司换电重卡、天然气重卡车单配套价值量高，未来两者需求增长，带动公司业绩增长。

**Q3费用率上涨，主要系汇兑收益下降+销售、研发费用增加。**Q3，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为2.4%/5.5%/4.9%/0.8%，环比分别+0.4%/+0.3%/+0.6pct，其中销售、研发费用增加主要系在手项目增多。

### 盈利预测、估值与评级

公司新能源业务市场份额提升空间大，同时规模效应有望带动公司提升利润率，有望实现超越终端增速的业绩增长。我们预计公司23/24/25年归母净利润分别为6.0/8.2/11.4亿元，同比增加56%/36%/40%，对应PE25/19/13倍，给予“增持”评级。

### 风险提示

汽车销量不及预期；行业竞争加剧；降本控费效果不及预期。

### 汽车组

分析师：陈传红 (执业 S1130522030001)

chenchuanhong@gjzq.com.cn

分析师：江莹 (执业 S1130523090005)

jiangying2@gjzq.com.cn

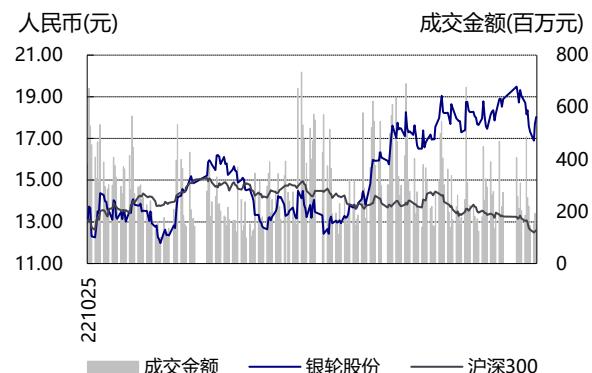
**市价 (人民币): 18.03 元**

### 相关报告：

1.《银轮股份23年半年报点评》，2023.8.27

2.《银轮股份公司点评：业绩符合预期，内部管理效果显现》，  
2023.4.30

3.《银轮股份点评》，2023.4.14



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,816	8,480	11,063	13,069	15,446
营业收入增长率	23.60%	8.48%	30.46%	18.14%	18.18%
归母净利润(百万元)	220	383	599	817	1,144
归母净利润增长率	-31.47%	73.92%	56.26%	36.33%	40.06%
摊薄每股收益(元)	0.278	0.484	0.746	1.017	1.424
每股经营性现金流净额	0.47	0.70	0.39	1.31	1.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.01%	8.19%	11.80%	14.09%	16.77%
P/E	45.15	25.65	25.33	18.58	13.26
P/B	2.26	2.10	2.99	2.62	2.22

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	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	货币资金	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
	<b>6,324</b>	<b>7,816</b>	<b>8,480</b>	<b>11,063</b>	<b>13,069</b>	<b>15,446</b>	应收账款						
增长率		23.6%	8.5%	30.5%	18.1%	18.2%	存货						
主营业务成本	-4,812	-6,224	-6,798	-8,744	-10,166	-11,805	其他流动资产						
%销售收入	76.1%	79.6%	80.2%	79.0%	77.8%	76.4%	流动资产	5,965	7,223	8,003	9,397	10,771	12,490
毛利	1,513	1,592	1,682	2,319	2,904	3,641	%总资产	60.5%	60.2%	59.2%	63.0%	65.2%	67.7%
%销售收入	23.9%	20.4%	19.8%	21.0%	22.2%	23.6%	长期投资	636	746	678	680	683	688
营业税金及附加	-37	-36	-42	-55	-65	-77	固定资产	2,439	3,004	3,512	3,745	3,962	4,163
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	%总资产	24.7%	25.1%	26.0%	25.1%	24.0%	22.6%
销售费用	-305	-341	-279	-365	-444	-541	无形资产	701	664	969	973	976	978
%销售收入	4.8%	4.4%	3.3%	3.3%	3.4%	3.5%	非流动资产	3,891	4,766	5,521	5,528	5,745	5,947
管理费用	-411	-453	-472	-620	-738	-880	%总资产	39.5%	39.8%	40.8%	37.0%	34.8%	32.3%
%销售收入	6.5%	5.8%	5.6%	5.6%	5.7%	5.7%	<b>资产总计</b>	<b>9,856</b>	<b>11,989</b>	<b>13,524</b>	<b>14,925</b>	<b>16,516</b>	<b>18,437</b>
研发费用	-269	-326	-386	-509	-608	-726	短期借款	1,407	1,562	1,846	2,563	2,644	2,531
%销售收入	4.3%	4.2%	4.6%	4.6%	4.7%	应付款项	3,277	4,056	4,751	5,274	5,929	6,767	
息税前利润（EBIT）	491	435	504	770	1,048	1,417	其他流动负债	433	410	546	298	352	417
%销售收入	7.8%	5.6%	5.9%	7.0%	8.0%	流动负债	5,117	6,027	7,143	8,136	8,925	9,715	
财务费用	-84	-83	-30	-93	-123	-126	长期贷款	202	246	214	244	244	244
%销售收入	1.3%	1.1%	0.4%	0.8%	0.9%	其他长期负债	175	841	933	834	815	803	
资产减值损失	0	0	0	0	0	负债	5,495	7,115	8,291	9,214	9,985	10,763	
公允价值变动收益	-32	-38	3	2	3	<b>普通股股东权益</b>	3,938	4,400	4,680	5,076	5,796	6,819	
投资收益	92	24	22	30	35	其中：股本	792	792	792	803	803	803	
%税前利润	22.0%	8.4%	4.5%	4.1%	3.5%	未分配利润	2,046	2,186	2,483	3,002	3,722	4,745	
营业利润	430	291	486	735	991	1,368	<b>少数股东权益</b>	424	474	553	635	735	855
营业利润率	6.8%	3.7%	5.7%	6.6%	7.6%	<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,856</b>	<b>11,989</b>	<b>13,524</b>	<b>14,925</b>	<b>16,516</b>	<b>18,437</b>	
营业外收支	-11	-7	-3	5	5								
税前利润	419	284	483	740	996								
利润率	6.6%	3.6%	5.7%	6.7%	7.6%								
所得税	-53	-20	-34	-59	-80								
所得税率	12.6%	7.0%	7.1%	8.0%	8.0%								
净利润	366	264	449	681	917	1,264							
少数股东损益	44	44	66	82	100	120							
非现金支出	382	456	498	381	416	453							
非经营收益	2	80	38	179	173	162							
营运资金变动	-294	-425	-429	-928	-455	-572							
<b>经营活动现金净流</b>	<b>456</b>	<b>375</b>	<b>557</b>	<b>313</b>	<b>1,050</b>	<b>1,307</b>							
资本开支	-411	-770	-1,076	-425	-621	-639							
投资	52	-428	235	0	0	0							
其他	29	4	49	30	35	40							
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-330</b>	<b>-1,194</b>	<b>-792</b>	<b>-395</b>	<b>-586</b>	<b>-599</b>							
股权融资	14	19	41	-122	0	0							
债权融资	215	939	391	726	81	-113							
其他	-191	-100	-189	-266	-317	-338							
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>38</b>	<b>858</b>	<b>242</b>	<b>338</b>	<b>-236</b>	<b>-452</b>							
<b>现金净流量</b>	<b>162</b>	<b>29</b>	<b>7</b>	<b>257</b>	<b>228</b>	<b>257</b>							

现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
净利润	366	264	449	681	917	1,264	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	44	44	66	82	100	120	每股收益	0.406	0.278	0.484	0.746	1.017	1.424
非现金支出	382	456	498	381	416	453	每股净资产	4.971	5.555	5.908	6.321	7.218	8.492
非经营收益	2	80	38	179	173	162	每股经营现金净流	0.576	0.473	0.703	0.390	1.308	1.628
营运资金变动	-294	-425	-429	-928	-455	-572	每股股利	0.080	0.080	0.080	0.100	0.120	0.150
<b>经营活动现金净流</b>	<b>456</b>	<b>375</b>	<b>557</b>	<b>313</b>	<b>1,050</b>	<b>1,307</b>	<b>增长比率</b>						
资本开支	-411	-770	-1,076	-425	-621	-639	主营业务收入增长率	14.55%	23.60%	8.48%	30.46%	18.14%	18.18%
投资	52	-428	235	0	0	0	EBIT增长率	25.50%	-11.43%	15.72%	52.93%	36.04%	35.24%
其他	29	4	49	30	35	40	净利润增长率	1.23%	-31.47%	73.92%	56.26%	36.33%	40.06%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-330</b>	<b>-1,194</b>	<b>-792</b>	<b>-395</b>	<b>-586</b>	<b>-599</b>	总资产增长率	17.00%	21.64%	12.80%	10.36%	10.66%	11.63%
股权融资	14	19	41	-122	0	0	<b>资产管理能力</b>						
债权融资	215	939	391	726	81	-113	应收账款周转天数	113.2	102.0	121.2	105.0	105.0	105.0
其他	-191	-100	-189	-266	-317	-338	存货周转天数	76.3	74.1	89.8	81.0	75.0	73.0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>38</b>	<b>858</b>	<b>242</b>	<b>338</b>	<b>-236</b>	<b>-452</b>	应付账款周转天数	141.4	127.5	133.0	130.0	130.0	130.0
<b>现金净流量</b>	<b>162</b>	<b>29</b>	<b>7</b>	<b>257</b>	<b>228</b>	<b>257</b>	固定资产周转天数	125.0	112.1	118.6	88.7	72.8	59.2
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	11.09%	14.81%	22.30%	29.58%	23.95%	15.78%
							EBIT利息保障倍数	5.8	5.2	16.9	8.3	8.5	11.2
							资产负债率	55.75%	59.35%	61.31%	61.74%	60.46%	58.38%

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	2022-08-07	增持	14.21	21.70~21.70
2	2022-08-25	增持	14.25	N/A
3	2022-10-27	增持	13.80	N/A
4	2023-04-14	增持	13.23	N/A
5	2023-04-30	增持	13.53	N/A
6	2023-08-27	增持	17.29	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。

### 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



**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。

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**

电话：021-80234211  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
紫竹国际大厦5楼

**北京**

电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建内大街26号  
新闻大厦8层南侧

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心  
18楼1806