

Q3 归母净利润下滑，业绩短期承压

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年三季度报, 2023Q1-Q3 实现营收 2.89 亿, 同比+26.3%; 实现归母净利润 0.76 亿, 同比+1.8%。单季度来看, Q3 实现营收 1.03 亿, 同比+7.7%, 环比+4.7%; 实现归母净利润 0.18 亿, 同比-41.2%, 环比-37.4%。单 Q3 归母净利润下滑, 业绩短期承压。
- **Q3 成本、期间费用率大幅增长, 毛利率、净利率承压明显。** 2023Q1-Q3, 公司综合毛利率为 44.9%, 同比-5.16pp; 净利率为 26.3%, 同比-6.34pp, 期间费用率为 14.4%, 同比-0.57pp, 销售、管理、研发和财务费用率分别为 5.5%、6.6%、4.7%、-2.3%, 同比+0.8pp、+1.0pp、-0.3pp、-2.1pp。单季度来看, Q3 公司综合毛利率为 39.4%, 同比-9.1pp, 环比-7.7pp; 净利率为 17.6%, 同比-14.6pp, 环比-11.8pp; 期间费用率为 19.4%, 同比+6.2pp, 环比+4.1pp; 销售、管理、研发和财务费用率分别为 8.1%、9.7%、5.4%、-3.7%, 同比+3.7pp、+4.5pp、+1.4pp、-3.4pp, 财务费用率下降主要系闲置募集资金利息收入, 销售、管理、研发费用率大幅提升主要系公司加大市场推广、研发投入和员工薪酬提升。
- **公司系国内风电集中润滑系统龙头, 持续拓展海外市场与其他应用领域。** 公司在 2013 年公司推出首套集中润滑系统, 2015 年成为金风供应商, 后续逐步进入东方电气、上海电气、远景能源、三一重能、维斯塔斯、西门子-歌美飒等国内外主流风电主机厂, 目前公司风电集中润滑系统市占率国内超 50%, 国外不足 20%; 公司积极开拓集中润滑系统非风电市场, 与程机械、轨交、盾构机、起重机械等领域的卡特彼勒、中国中车、中国中铁等客户建立良好合作关系, 凭借质量及性价比优势, 近年来海外收入及非风电集中润滑系统收入迅速提升。
- **液压系统国产化步伐有望加速, 打造公司第二增长极。** 风电变桨系统, 海外以液压变桨系统为主流, 国内以电驱变桨系统为主流; 近年来, 风电机组单机容量扩大, 2022 年中国和全球的陆上、海上风电装机平均单机功率分别为 4.3、7.4MW 和 4.2、7.6MW, 风电单机容量提升刺激液压变桨系统需求增加。目前液压变桨系统主要被海外斯凯孚、博世力士乐、哈威、伊内等企业垄断, 国产替代需求迫切。公司积极布局风电液压系统, 液压变桨系统已经进入金风装机测试阶段, 未来有望成为公司业务拓展的核心突破点。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到 2023Q3 风电行业招标下滑, 公司营收约 70% 来自于风电行业, 下游市场需求低迷, 我们下调公司 2023-2025 年归母净利润为 1.16、1.70、2.36 亿元, 未来净利润三年复合增长率为 30%。给予 2024 年 35 倍 PE, 六个月目标价为 40.25 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游风电行业政策调整风险、新产品市场推广低于预期风险、原材料价格波动风险。

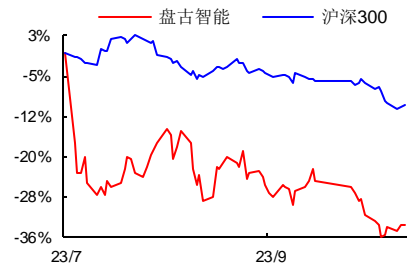
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	343.43	418.52	567.71	828.92
增长率	5.14%	21.86%	35.65%	46.01%
归属母公司净利润(百万元)	108.24	116.16	170.35	235.80
增长率	-21.11%	7.31%	46.65%	38.42%
每股收益 EPS(元)	0.73	0.78	1.15	1.59
净资产收益率 ROE	15.69%	14.81%	18.29%	20.81%
PE	46	43	29	21
PB	7.22	6.35	5.34	4.39

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.49
流通 A 股(亿股)	0.35
52 周内股价区间(元)	32.36-50.48
总市值(亿元)	49.73
总资产(亿元)	21.68
每股净资产(元)	13.68

相关研究

1. 盘古智能 (301456): 国内外市场拓展顺利, 业绩稳定增长 (2023-08-29)
2. 盘古智能 (301456): 集中润滑系统领军者, 开启第二成长曲线 (2023-08-08)

盈利预测

关键假设：

假设 1：集中润滑系统：公司风电行业市占率第一，目前在轨交、工程机械等行业拓展顺利，2023Q3 风电招标装机不及预期，公司业务在风电行业占比超 70%，受影响较大。预计 2023-2025 年风电集中润滑系统产品销量增速为 15%、30%、20%；近年来受风电抢装潮结束、风电平价影响，产品单价下滑较多，总体来看 2023 年产业链降价压力较大、产品单价下滑，该业务综合毛利率仍有下降，预计 2023 年该业务综合毛利率下降。

假设 2：液压系统及设备元件：公司该业务目前主要为液压泵站等产品，公司产品已较快进入到金风科技、上海电气、东方电气等核心客户供应链，且 2023 年已经开始出口海外，预计未来订单将随着客户持续突破保持高增长，叠加公司液压变桨系统有望在 2025 年放量，预计 2023-2025 年订单增速为 100%、80%、120%，规模扩大，毛利率稳定提升。

表 1：分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
集中润滑系统	收入	246.44	270.34	348.80	417.45
	增速	-5.89%	9.70%	29.02%	19.68%
	毛利率	53.36%	48.94%	48.94%	48.95%
液压系统及设备元件	收入	41.40	84.29	142.46	323.70
	增速	86.91%	103.62%	69.02%	127.21%
	毛利率	28.98%	30.18%	31.63%	35.09%
润滑配件及其他	收入	48.57	62.95	75.42	86.64
	增速	16.36%	29.60%	19.80%	14.89%
	毛利率	52.24%	45.72%	45.68%	45.65%
其他业务	收入	0.85	0.93	1.03	1.13
	增速	-1.65%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
合计	收入	343.43	418.52	567.71	828.92
	增速	5.14%	21.86%	35.65%	46.01%
	毛利率	50.18%	44.79%	44.26%	43.26%

数据来源：公司公告，西南证券

根据以上假设，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 4.2 亿元、5.7 亿元和 8.3 亿元，归母净利润分别为 1.16 亿元、1.70 亿元和 2.36 亿元。

相对估值

公司主要产品属于集中润滑系统，集中润滑系统属于液压系统，下游主要应用在风电、工程机械、轨道交通、农业机械等众多行业，公司国内风电行业市占率超 50%、整体盈利能力优秀，参考 A 股目前没有跟公司业务完全一致的可比公司，在 A 股具备稀缺性，因此我们选取工程机械行业液压件龙头恒立液压、破碎锤液压属具龙头艾迪精密作为可比公司，可比

公司 2023-2025 年平均 PE 为 37、30、23 倍。公司为国内集中润滑系统的龙头，风电润滑系统市占率第一、盈利能力优秀，风电润滑领域盈利能力强；非风电润滑系统领域+风电液压系统双拓展，下游客户装机测试顺利，产品放量在即，业绩高增长可期；若 2024 年公司液压变桨产品在金风科技测试通过顺利导入，该业务未来具备高增长性。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.16 亿元、1.70 亿元和 2.36 亿元，对应 EPS 分别为 0.78、1.15、1.59 元，未来净利润三年复合增长率为 30%；可比公司艾迪精密、恒立液压 PEG 分别为 1.67、1.61，液压行业存在高技术壁垒，享受估值溢价；给予公司 2024 年 35 倍 PE，对应 PEG 为 1.18，目标价 40.25 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601100.SH	恒立液压	56.07	2.00	2.39	2.90	28.00	23.44	19.37
603638.SH	艾迪精密	16.49	0.36	0.45	0.62	45.44	36.92	26.70
平均						36.72	30.18	23.03

数据来源：Wind，西南证券整理（公司股价和估值为 2023 年 10 月 25 日数据）

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	343.43	418.52	567.71	828.92	净利润	108.23	116.15	170.34	235.78
营业成本	171.10	231.06	316.46	470.31	折旧与摊销	14.58	12.22	12.22	12.22
营业税金及附加	3.41	4.19	5.68	8.29	财务费用	-1.05	-8.93	-12.09	-4.95
销售费用	20.11	25.11	28.39	33.16	资产减值损失	-0.28	-0.57	-0.52	-0.50
管理费用	18.37	41.85	45.42	65.48	经营营运资本变动	32.32	-28.91	-122.87	-206.32
财务费用	-1.05	-8.93	-12.09	-4.95	其他	-0.77	1.99	10.15	14.36
资产减值损失	-0.28	-0.57	-0.52	-0.50	经营活动现金流净额	153.04	91.95	57.22	50.59
投资收益	2.42	2.00	2.00	2.00	资本支出	-21.41	-18.00	-15.00	-15.00
公允价值变动损益	0.53	0.50	0.50	0.50	其他	-143.34	2.50	2.50	2.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-164.75	-15.50	-12.50	-12.50
营业利润	119.33	128.31	186.88	259.63	短期借款	0.35	-0.35	0.00	0.00
其他非经营损益	2.55	2.19	2.38	2.35	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	121.88	130.50	189.26	261.97	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	13.64	14.36	18.93	26.20	支付股利	0.00	-21.65	-23.23	-34.07
净利润	108.23	116.15	170.34	235.78	其他	-0.95	8.93	12.09	4.95
少数股东损益	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	筹资活动现金流净额	-0.60	-13.07	-11.14	-29.12
归属母公司股东净利润	108.24	116.16	170.35	235.80	现金流量净额	-12.09	63.38	33.58	8.97
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	130.07	193.45	227.04	236.01	成长能力				
应收和预付款项	270.31	322.13	438.10	642.56	销售收入增长率	5.14%	21.86%	35.65%	46.01%
存货	73.24	98.91	133.46	200.32	营业利润增长率	-23.68%	7.53%	45.65%	38.92%
其他流动资产	129.81	106.15	110.65	118.53	净利润增长率	-20.98%	7.31%	46.65%	38.42%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-20.91%	-0.95%	42.10%	42.71%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	148.19	158.06	164.94	171.81	毛利率	50.18%	44.79%	44.26%	43.26%
无形资产和开发支出	40.63	36.58	32.52	28.47	三费率	10.90%	13.87%	10.87%	11.30%
其他非流动资产	8.50	8.46	8.42	8.38	净利率	31.52%	27.75%	30.00%	28.44%
资产总计	800.75	923.74	1115.12	1406.08	ROE	15.69%	14.81%	18.29%	20.81%
短期借款	0.35	0.00	0.00	0.00	ROA	13.52%	12.57%	15.28%	16.77%
应付和预收款项	98.01	127.90	170.54	256.84	ROIC	20.96%	20.75%	26.42%	29.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	38.69%	31.44%	32.94%	32.20%
其他负债	12.53	11.48	13.11	16.05	营运能力				
负债合计	110.88	139.38	183.65	272.90	总资产周转率	0.47	0.49	0.56	0.66
股本	111.43	148.58	148.58	148.58	固定资产周转率	2.64	2.96	4.25	6.61
资本公积	281.05	243.90	243.90	243.90	应收账款周转率	1.46	1.53	1.63	1.67
留存收益	296.77	391.28	538.40	740.13	存货周转率	2.72	2.68	2.70	2.79
归属母公司股东权益	689.26	783.77	930.89	1132.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.28%	—	—	—
少数股东权益	0.61	0.60	0.58	0.56	资本结构				
股东权益合计	689.87	784.37	931.47	1133.18	资产负债率	13.85%	15.09%	16.47%	19.41%
负债和股东权益合计	800.75	923.74	1115.12	1406.08	带息债务/总负债	0.32%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.81	5.45	5.15	4.50
					速动比率	5.11	4.70	4.39	3.75
					股利支付率	0.00%	18.64%	13.64%	14.45%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	132.86	131.60	187.01	266.89	每股收益	0.73	0.78	1.15	1.59
PE	45.94	42.81	29.19	21.09	每股净资产	4.64	5.27	6.27	7.62
PB	7.22	6.35	5.34	4.39	每股经营现金	1.03	0.62	0.39	0.34
PS	14.48	11.88	8.76	6.00	每股股利	0.00	0.15	0.16	0.23
EV/EBITDA	26.33	35.55	24.83	17.37					
股息率	0.00%	0.44%	0.47%	0.69%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
