

银轮股份（002126.SZ）-2023年三季报点评

盈利能力持续改善，热管理产品多点开拓

买入

核心观点

乘用车板块新项目、新客户放量，降本增效成效显著。公司2023年三季度实现营业收入27.30亿元，同比增长27.9%，环比增长0.9%，实现归母净利润1.58亿元，同比增长58.1%，环比-0.3%。公司新能源汽车订单持续释放，工业及民用业务拓展顺利，营收同比实现高增长。公司的盈利能力持续改善，2023Q3实现销售毛利率21.99%，同比+1.01pct，环比+1.08pct；归母净利率5.79%，同比+1.10pct，环比-0.06pct，主要得益于销售提升带来的规模效应，以及公司深入推进“承包经营，利润提成”管理考核机制，推动卓越运营体系2.0建设等举措。

新能源汽车业务保持高增长，国内外生产基地陆续投产，提升属地化制造能力和综合竞争力。公司新能源业务中前端模块、空调箱等模块化产品持续放量，向系统集成供应商升级，提升配套价值量与综合竞争力。产能方面，公司国内四川宜宾工厂已投产，筹建陕西西安工厂，生产新能源汽车空调箱和冷却模块产品，拟建设安徽工厂，生产前端模块、电池冷却器等产品。海外墨西哥工厂已经完成团队组建和产线建设，已于2023年二季度投产，主要配套北美客户。波兰工厂10月首批HVAC产品开始生产发运交付，配套北美客户德国工厂以及捷豹路虎等客户，后期将陆续建成热泵板换、储能液冷机组、电池液冷板等产能，配套更多欧洲本地客户。2023年上半年公司持续获得新项目，公司预计新项目达产后新增年销售收入超36亿元，其中新能源业务约28亿元，数字与能源热管理业务约5亿元。

发展工业及民用业务，开拓新的成长点。工业及民用上半年实现营收3.09亿元，同比增长41%。公司成立“数字与能源热管理事业部”，获得了奥克斯、同飞、英维克等客户热泵及储能板换订单、阳光电源储能及光伏逆变器液冷机组、三变和江变等客户铝片式变压器换热器、日立能源等风电变压器换热器。公司集装箱式数据中心温控系统已与下游客户签订合作协议。预计工业及民用业务随着客户的逐步导入保持高增。

盈利预测与估值：上调盈利预测，维持“买入”评级。预测公司2023-2025年归属母公司净利润6.02/8.13/10.70亿元（原为6.02/7.96/10.20亿元），同比增长57.0%/35.1%/31.5%，维持“买入”评级。

风险提示：新能源汽车销量不及预期，行业竞争加剧的风险，原材料上涨的风险，估值的风险，财务风险，政策风险等。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,816	8,480	10,822	13,220	15,499
(+/-%)	23.6%	8.5%	27.6%	22.2%	17.2%
净利润(百万元)	220	383	602	813	1070
(+/-%)	-31.5%	73.9%	57.0%	35.1%	31.5%
每股收益(元)	0.28	0.48	0.76	1.03	1.35
EBIT Margin	5.6%	5.9%	7.6%	8.4%	9.3%
净资产收益率(ROE)	5.0%	8.2%	12.0%	14.9%	17.7%
市盈率(PE)	68.8	39.6	25.2	18.6	14.2
EV/EBITDA	29.0	26.8	20.8	17.2	14.4
市净率(PB)	3.45	3.24	3.03	2.78	2.51

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

联系人：王少南

021-60375446

wangshaonan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

19.14元

总市值/流通市值

15370/14438百万元

52周最高价/最低价

19.83/11.93元

近3个月日均成交额

265.18百万元

市场走势

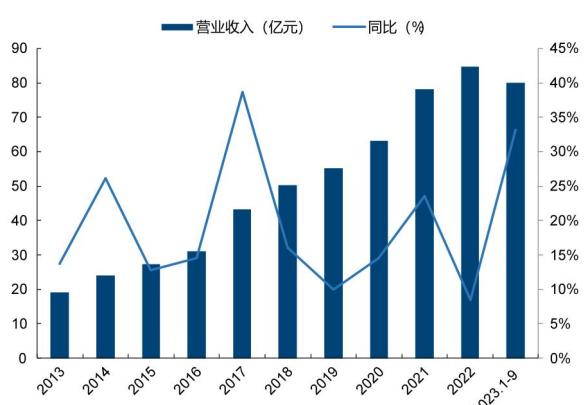


乘用车板块新项目、新客户放量，降本增效成效显著。公司2023年三季度实现营业收入27.30亿元，同比增长27.9%，环比增长0.9%，实现归母净利润1.58亿元，同比增长58.1%，环比-0.3%，实现扣非归母净利润1.55亿元，同比增长69.7%，环比增长4.6%。公司2023年前三季度实现营业收入79.92亿元，同比增长33.2%，实现归母净利润4.44亿元，同比增长91.6%。公司营收拆分来看，国内商用车三季度销量环比下滑有所影响，国内商用车行业2023Q3年销量96.77万辆，环比-6.29%；新能源汽车订单持续释放，工业及民用业务拓展顺利，整体营业收入同比保持高增长。

深化改革，降本增效成果显著。公司2023Q3实现销售毛利率21.99%，同比+1.01pct，环比+1.08pct；归母净利率5.79%，同比+1.10pct，环比-0.06pct。归母净利率保持改善，环比有所下滑预计主要相较于二季度有汇兑收益减少。费用端，2023Q3销售、管理、研发、财务费用率分别为2.41%、5.54%、4.92%、0.80%，同比-0.82pct、-0.24pct、-0.13pct、+0.78pct，环比+0.42pct、-0.01pct、+0.34pct、+0.59pct。销售费用率同比下降主要系三包费用及市场推广费减少，财务费用率同比上升主要系本期汇兑收益较去年同期减少。

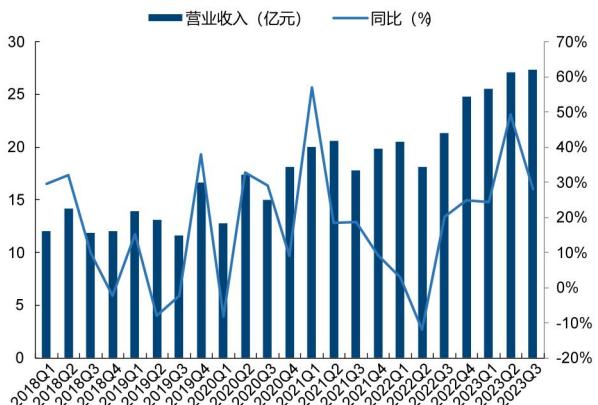
公司深入推进进“承包经营，利润提成”管理考核机制，推动卓越运营体系2.0建设等举措，报告期内选取了三家经营体签约试点“卓越效益经营体建设”（对应的经营体年度净利润提升幅度50%以上），加强降本增效措施。公司的盈利能力改善在2022Q3开始持续兑现，2022Q3-2023Q3归母净利率分别为3.42%/3.38%/4.69%/6.12%/4.97%/5.86%/5.79%，盈利能力稳步向好。

图1：公司营业收入（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

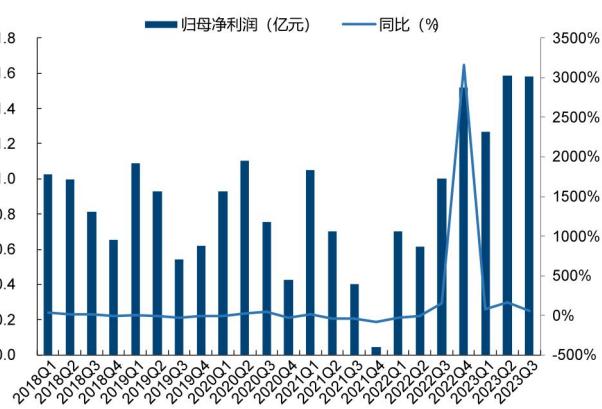
图2：公司季度营业收入（亿元，%）



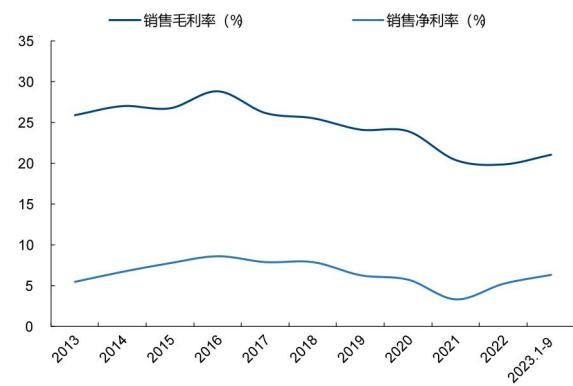
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润（亿元，%）


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司季度归母净利润（亿元，%）


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率与净利率


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司季度毛利率与净利率


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司2022年股权激励计划授予权益总计388人，强化对净利润的要求。本次股权激励计划对于归母净利润率的考核权重占55%，具体的，对于2022-2025年，公司营收分别不低于90、108、130、150亿元，归母净利润不低于4.0、5.4、7.8、10.5亿元。

表1：2022年股权激励计划

行权期	归母净利润	营业收入	摊销费用（万元）
各绩效指标权重	55%	45%	
第一个行权期	2022年归母净利润不低于4.0亿元	2022年营业收入不低于90亿元	1580.52
第二个行权期	2023年归母净利润不低于5.4亿元	2023年营业收入不低于108亿元	1724.67
第三个行权期	2024年归母净利润不低于7.8亿元	2024年营业收入不低于130亿元	1191.09
第四个行权期	2025年归母净利润不低于10.5亿元	2025年营业收入不低于150亿元	641.95

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

产品谱系拓展，由零部件向集成模块升级，完善产能布局，提高属地化制造能力和综合竞争力。

2020 年公司新能源产品形成了 1+4+N 的产品体系，其中 1 为新能源热管理系统，4 为前端冷却模块、冷媒冷却液集成模块、空调箱模块、车载电子冷却系统，N 为热交换器、水冷板、PTC、泵、阀、管路等零部件。公司从单一换热器零部件供应商逐步向系统集成供应商升级，提升配套价值量与综合竞争力。

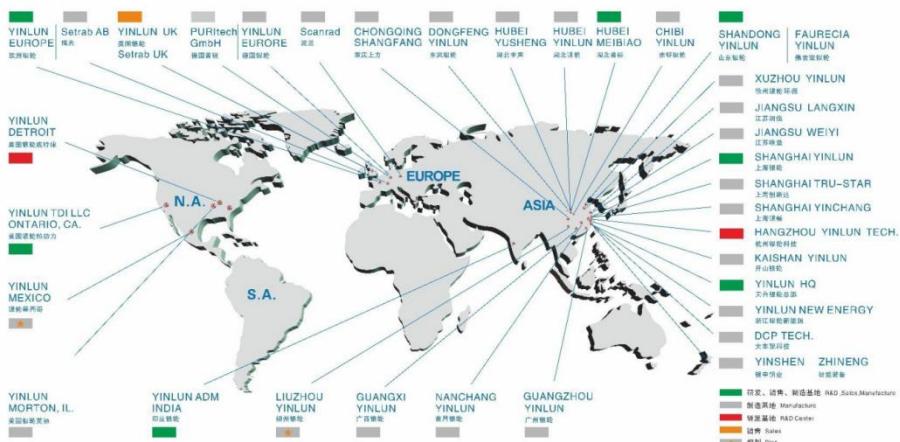
加大国内外产能建设与属地化布局。目前公司在浙江、上海、山东、湖北、江苏、广东、广西、江西、四川等地建有子公司和生产基地。并在美国、墨西哥、瑞典、波兰等建有研发分中心和生产基地。

国内方面：1、四川宜宾工厂已投产，用于配套宁德时代、沃尔沃等战略客户。2、公司 2023 年 7 月发布公告使用自有资金在陕西西安设立全资子公司，预计 2024 年贡献销售收入 2.81 亿元，主要生产新能源汽车空调箱和冷却模块产品。3、公司 2023 年 10 月拟在安徽合肥设立全资子公司，首期投资 1.3 亿元，生产前端模块、电池冷却器产品，该项目计划 2024 年 12 月开始投产，预计 2025 年贡献销售收入 2.5 亿元。

海外方面：1、墨西哥工厂已经完成团队组建和产线建设，2 季度已投产，目前还处于产能爬坡阶段，主要配套北美客户。2、波兰工厂于 2023 年 10 月份首批 HVAC 产品开始生产发运交付，开始投产，配套北美客户德国工厂以及捷豹路虎批量车型，后期将陆续建成热泵板换、储能液冷机组、电池液冷板等产能，配套更多欧洲本地客户。3、欧洲客户方面，公司于 2023 年 10 月披露收到了汉格斯特(Hengst)客户德国总部的定点通知书，获得其客户乘用车铝油冷器项目的授权，与汉格斯特共同为奔驰配套产品，预计于 2024 年 7 月开始批量供货，生命周期内销售额约 7085 万元人民币。

墨西哥工厂增资扩产，公司 2023 年 7 月发布公告，同意公司使用自有资金向上海银顾投资合伙企业（有限合伙）增资 32,500 万元，用于墨西哥生产基地建设，主要用于新能源乘用车热管理产品项目、商用车热管理产品项目、铝铸件项目。主要生产供北美客户的新能源汽车空调箱、冷却模块、液冷板等热管理产品。本次增资后，预计银轮蒙特雷公司 2025 年预计销售收入可达 16.75 亿元人民币。

图7：全球化布局



资料来源：公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

2023年上半年公司持续获得新项目，新增项目达产后预计为公司新增年销售收入超36亿元，其中：新能源业务约28.1亿元，占比约78%，数字与能源热管理业务约5亿元，占比约14%。

公司于2017年开始布局新能源业务，2018年开始获得部分液冷板定点，2019年获得宁德时代的水冷板定点，2020年披露与特斯拉合作，供应换热模块产品，2020、2021、2022年公司新能源汽车热管理产品销量分别为291万台、499.79万台、1448万台，收入分别为2.89亿、8.38亿元、17.23亿元，占营业收入比重分别为5%、11%、20%。

1、新能源汽车热管理领域

2023年上半年公司获得了北美客户芯片冷却系统及超充冷却模块、比亚迪前端模块和无刷风扇、宁德时代水冷板、沃尔沃前端模块、国内造车新势力前端模块及集成模块、理想汽车空调管路总成和无刷风扇等订单。

2、商用车与非道路热管理领域

2023年上半年公司获得了卡特彼勒冷却模块、康明斯水空中冷器、中国重汽冷却模块等订单。

3、数字与能源热管理领域

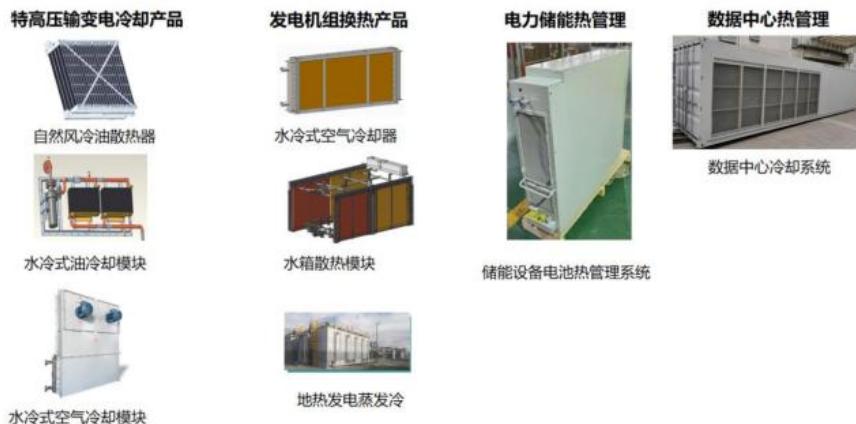
2023年上半年公司获得了奥克斯、同飞、英维克等客户热泵及储能板换订单、阳光电源储能及光伏逆变器液冷机组、三变和江变等客户铝片式变压器换热器、日立能源等风电变压器换热器。

发展第三成长曲线（工业及民用板块），培育新的盈利增长点。

2021年公司开始发展工业及民用板块热管理产品，围绕特高压输变电、地热发电、储能、风力发电、制氢储氢、化工、中央空调、家用热泵空调、数据中心等领域提前布局和发展。

具体的，在工业及民用板块：1、在水氟板式换热器、采暖热泵产品水路侧换热器等业务获得了美的、格力等客户批量订单；2、储能领域中已量产电池冷却板、电子风扇、电子水阀，储能客户主要有北美新能源标杆车企和宁德时代；3、特高压输变电设备新型铝片换、风力发电变压系统外循环冷却机组等产品研发也在持续推进中；4、数据中心液冷方面，公司的集装箱式数据中心冷却采用“液冷+风冷”的散热方式，目前集装箱式数据中心温控系统已与下游客户签订合作协议。

公司成立了“数字与能源热管理事业部”，新事业部将专注于数据中心液冷、发电及输变电、储能及PCS液冷系统等智能热管理产品的技术研发、生产制造与工程交付。目前公司已研发了“集装箱式数据中心液冷系统”。2023年上半年工业及民用业务实现营收3.09亿元，同比增长40.5%，预计工业及民用产品随着客户的逐步导入保持较高的增速。

图8：新兴领域：工业用、民用产品系列


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议：小幅上调盈利预测，维持“买入”评级。

公司新能源业务放量，降本增效有效实施，工业级民用新增项目持续落地，结合公司盈利改善情况，小幅上调公司盈利预测，预测公司2023-2025年归属母公司净利润6.02/8.13/10.70亿元（原为6.02/7.96/10.20亿元），同比增长57.0%/35.1%/31.5%，每股收益分别为0.76/1.03/1.35元，对应PE分别为25/19/14倍，维持“买入”评级。

表2：同类公司估值比较（20231026）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002050.SZ	三花智控	买入	27.6	1028.3	0.72	0.88	1.07	38	31	26
601689.SH	拓普集团	买入	63.2	696.6	1.54	2.18	3.00	41	29	21
000887.SZ	中鼎股份	无评级	12.2	160.2	0.73	0.88	1.08	17	14	11
	平均				1.00	1.31	1.72	32	25	19
002126.SZ	银轮股份	买入	19.1	153.7	0.48	0.76	1.03	40	25	19

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：无评级标的盈利预测来自Wind一致预期

风险提示：新能源汽车销量不及预期，行业竞争加剧的风险，原材料上涨的风险，估值的风险，财务风险，政策风险等。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	934	972	1000	1200	1320	营业收入	7816	8480	10822	13220	15499
应收款项	3256	3617	4447	5433	6369	营业成本	6224	6798	8582	10447	12148
存货净额	1481	1863	2005	2444	2845	营业税金及附加	36	42	50	62	72
其他流动资产	817	1022	1132	1383	1621	销售费用	341	279	335	397	465
流动资产合计	7223	8003	9085	10960	12656	管理费用	453	472	540	638	709
固定资产	3004	3512	4016	4270	4481	研发费用	326	386	487	568	666
无形资产及其他	471	767	725	682	639	财务费用	83	30	96	101	95
投资性房地产	850	847	847	847	847	投资收益	24	22	25	25	25
长期股权投资	441	394	434	474	514	资产减值及公允价值变动	37	39	40	40	40
资产总计	11989	13524	15106	17233	19137	其他收入	(448)	(435)	(487)	(568)	(666)
短期借款及交易性金融负债	1562	1846	2055	2217	2107	营业利润	291	486	796	1072	1408
应付款项	4014	4701	5583	6805	7921	营业外净收支	(7)	(3)	(8)	(8)	(8)
其他流动负债	451	597	614	747	868	利润总额	284	483	788	1064	1400
流动负债合计	6027	7143	8252	9769	10896	所得税费用	20	34	79	106	140
长期借款及应付债券	828	823	823	823	823	少数股东损益	44	66	107	145	190
其他长期负债	259	325	409	493	577	归属于母公司净利润	220	383	602	813	1070
长期负债合计	1087	1147	1231	1315	1399	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	7115	8291	9484	11084	12295	净利润	220	383	602	813	1070
少数股东权益	474	553	612	691	796	资产减值准备	3	(5)	21	14	10
股东权益	4400	4680	5011	5458	6047	折旧摊销	332	372	358	414	462
负债和股东权益总计	11989	13524	15106	17233	19137	公允价值变动损失	(37)	(39)	(40)	(40)	(40)
						财务费用	83	30	96	101	95
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(122)	(51)	(79)	(223)	(245)
每股收益	0.28	0.48	0.76	1.03	1.35	其它	16	44	38	66	95
每股红利	0.16	0.19	0.34	0.46	0.61	经营活动现金流	411	705	900	1044	1352
每股净资产	5.55	5.91	6.33	6.89	7.63	资本开支	0	(881)	(800)	(600)	(600)
ROIC	6%	7%	10%	12%	15%	其它投资现金流	(406)	205	29	0	0
ROE	5%	8%	12%	15%	18%	投资活动现金流	(480)	(630)	(811)	(640)	(640)
毛利率	20%	20%	21%	21%	22%	权益性融资	(10)	41	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	8%	8%	9%	负债净变化	44	(32)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	10%	11%	12%	12%	支付股利、利息	(129)	(153)	(271)	(366)	(481)
收入增长	24%	8%	28%	22%	17%	其它融资现金流	385	293	209	162	(110)
净利润增长率	-31%	74%	57%	35%	32%	融资活动现金流	205	(37)	(62)	(204)	(592)
资产负债率	63%	65%	67%	68%	68%	现金净变动	136	38	28	200	120
股息率	0.8%	1.0%	1.8%	2.4%	3.2%	货币资金的期初余额	798	934	972	1000	1200
P/E	69	40	25	19	14	货币资金的期末余额	934	972	1000	1200	1320
P/B	3.4	3.2	3.0	2.8	2.5	企业自由现金流	614	(92)	223	589	912
EV/EBITDA	29.0	26.8	20.8	17.2	14.4	权益自由现金流	1043	168	346	660	713

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032