

短期公司业绩承压，未来成长逻辑不变

投资要点

- 事件:**公司发布2023年三季报，公司实现营收4.2亿元，同比+19.3%，实现归母净利润1.3亿元，同比+20.1%。分拆单季度看，Q3实现营收1.5亿元，同比-1.8%，环比+6.4%，实现归母净利润0.4亿元，同比-12.0%，环比-10.2%。
- Q3收入稳定增长，核心优势赋能下游客户。**Q3公司实现营收1.5亿元，同比-1.8%，环比+6.4%，伴随下游客户需求增长以及订单的持续放量，公司收入有望继续增长。多年来，公司加强经营管理，优化生产运营效率，形成了较为优异的控本增效能力，一方面，在行业竞争加剧的背景下，公司凭借成本/技术优势有望斩获更多优质订单，另一方面，公司也能够赋能下游客户，向客户提供安全可靠、成本集约的产品。
- 公司持续扩大研发投入，盈利能力保持较高水平。**Q3公司毛利率51.3%，同比-0.9pp，环比-3.1pp，预计主要跟业务结构变化有关。销售费用：预计受持续拓客的影响，Q3销售费用率为1.7%，同比+0.2pp，环比+0.2pp；管理费用：Q3管理费用率为10.4%，同比+1.4pp，环比-1.2pp；研发费用：Q3公司研发投入9.4亿元，同比+28.7%，研发费用率达6.2%，同比+1.5pp，公司加大研发力度有利于推动在研项目落地，提升公司中长期竞争力；综合来看，Q3公司净利率为28.2%，同比-4.2pp，环比-4.8pp。湖州工厂在23H1已呈现明显增长趋势，我们预计伴随工艺趋于稳定以及相关客户的持续放量，湖州工厂有望尽快扭亏，实现对公司业绩的正向贡献。
- 业务成长逻辑清晰，新能源成重要增长点。**1)公司前瞻性布局海外市场，伴随海外客户配套比例上升，叠加公司对海外客户的持续开拓，未来成长空间有望打开。2)公司加大对新能源领域的布局，持续开发电池结构件以及热管理等相关产品，在新能源汽车渗透率逐步提升的背景下，公司的相关产品有望在强有力的技术支持下得到落地并获得相应定点，未来新能源板块将成为公司的重要增长点。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.9/2.7/3.6亿元，23-25年归母净利润复合增长率为31.7%，对应PE分别为16/11/8倍，维持“买入”评级。
- 风险提示:**市场竞争风险，原材料价格波动风险，下游客户销量不及预期风险，政策调整风险，地缘政治风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	526.81	653.95	1036.80	1638.09
增长率	21.93%	24.13%	58.55%	57.99%
归属母公司净利润(百万元)	155.76	187.59	269.33	355.76
增长率	10.66%	20.44%	43.57%	32.09%
每股收益EPS(元)	1.15	1.39	1.99	2.63
净资产收益率ROE	14.61%	14.62%	17.78%	19.58%
PE	19	16	11	8
PB	2.66	2.35	1.98	1.65

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zlans@swsc.com.cn
联系人: 冯安琪
电话: 021-58351905
邮箱: faz@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)	1.35
流通A股(亿股)	1.34
52周内股价区间(元)	16.61-27.51
总市值(亿元)	29.35
总资产(亿元)	14.13
每股净资产(元)	8.83

相关研究

- 新坐标(603040): 海外工厂持续发力，新能源板块未来可期 (2023-09-10)

盈利预测

关键假设：

1) 气门传动组业务：考虑公司客户持续开拓，销量不断提升，假设 23/24/25 年气门传动组销量增速为 25%/39%/36%；公司在气门传动组获多个项目定点，部分项目已实现批量供货，在规模效应的影响下，毛利率有望不断提升，23-25 年分别为 55.5%/56.5%/57%。考虑竞争加剧，主机厂年降，假设单价年降 3%。

2) 气门组业务：公司气门组市场率相对稳定，考虑行业下游需求恢复，叠加公司对混动车型的积极开拓以及原有客户产品供货份额的争取，假设 23/24/25 年销量增速为 5%/20%/25%。

3) 其他业务：公司积极开拓新能源汽车相关产品，部分零部件已成功供货长安福特、比亚迪等主机厂。考虑新能源汽车渗透率提升，公司加大研发投入力度，在研产品落地后有望获得新增订单，新能源板块持续为公司贡献业绩。此外，考虑工业环保要求日益提升，具备环保优势的冷锻线材精制加工需求量有望快速增长。基于上述，假设 23/24/25 年收入增速为 54.8%/183.3%/118.2%，毛利率为 51.3%/49.6%/48.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
气门传动组业务	收入	372.36	451.49	608.74	803.05
	增速	20.98%	21.25%	34.83%	31.92%
	毛利率	53.09%	55.50%	56.50%	57.00%
气门组业务	收入	80.79	88.48	105.20	130.49
	增速	-11.73%	9.52%	18.89%	24.04%
	毛利率	66.78%	67.26%	67.63%	67.23%
其他业务	收入	73.65	113.98	322.86	704.55
	增速	124.95%	54.75%	183.27%	118.22%
	毛利率	49.88%	51.28%	49.57%	48.02%
合计	收入	526.80	653.95	1036.80	1638.09
	增速	21.93%	24.14%	58.55%	57.99%
	毛利率	54.74%	56.36%	55.47%	53.95%

数据来源：公司公告，西南证券（其他业务包括其他精密零部件（包括变速器零部件、汽车底盘零部件及产品开发收入等）、冷锻精制线材加工及其他）

根据上述假设，我们测算出公司 2023-2025 年营业收入分别为 6.5、10.4、16.4 亿元，同比增速分别为 24.1%、58.6%、58.0%，归母净利润为 1.9、2.7、3.6 亿元，同比增速分别为 20.4%、43.6%、32.1%。

相对估值

我们选取精锻科技和双环传动作为可比公司，两家公司 2024 年平均 PE 为 18 倍。考虑公司在手订单充足，相关业务持续放量，给予公司 24 年 15 倍 PE，目标价 29.85 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止 2023.10.27 收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）				
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
300258.SZ	精锻科技	12.34	0.51	0.60	0.75	0.95	24.20	20.57	16.45	12.99	
002472.SZ	双环传动	25.02	0.68	0.94	1.23	1.58	36.79	26.62	20.34	15.84	
平均值								30.50	23.59	18.40	14.41
603040.SH	新坐标	21.72	1.15	1.39	1.99	2.63	18.84	15.64	10.90	8.25	

数据来源：Wind，西南证券整理

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	526.81	653.95	1036.80	1638.09	净利润	166.17	187.59	269.33	355.76
营业成本	238.41	285.40	461.68	754.27	折旧与摊销	42.88	36.07	36.07	36.07
营业税金及附加	7.83	9.72	15.41	24.34	财务费用	-7.11	-0.45	-0.53	-1.04
销售费用	9.52	9.81	25.92	65.52	资产减值损失	-1.61	-1.20	-1.30	-1.40
管理费用	57.40	127.52	212.54	368.57	经营营运资本变动	-57.14	79.01	-121.03	-192.40
财务费用	-7.11	-0.45	-0.53	-1.04	其他	-6.43	-2.90	-1.60	-1.43
资产减值损失	-1.61	-1.20	-1.30	-1.40	经营活动现金流净额	136.75	298.12	180.93	195.56
投资收益	0.33	0.00	0.00	0.00	资本支出	-12.04	-20.00	-30.00	-50.00
公允价值变动损益	1.08	4.00	3.12	3.07	其他	-15.97	6.67	5.79	5.74
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-28.01	-13.33	-24.21	-44.26
营业利润	201.27	227.15	326.20	430.90	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.04	0.12	0.09	0.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	201.31	227.27	326.29	430.99	股权融资	-1.97	0.00	0.00	0.00
所得税	35.14	39.67	56.96	75.23	支付股利	-39.89	-31.15	-37.52	-53.87
净利润	166.17	187.59	269.33	355.76	其他	21.29	-11.55	0.17	0.67
少数股东损益	10.41	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-20.57	-42.70	-37.35	-53.19
归属母公司股东净利润	155.76	187.59	269.33	355.76	现金流量净额	92.48	242.09	119.37	98.11
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	317.05	559.14	678.51	776.62	成长能力				
应收和预付款项	129.62	145.15	232.52	372.95	销售收入增长率	21.93%	24.13%	58.55%	57.99%
存货	157.38	181.32	306.76	511.15	营业利润增长率	15.15%	12.86%	43.61%	32.10%
其他流动资产	151.90	75.11	85.00	99.36	净利润增长率	10.88%	12.89%	43.57%	32.09%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.71%	10.85%	37.67%	28.80%
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	443.17	435.22	437.28	459.33	毛利率	54.74%	56.36%	55.47%	53.95%
无形资产和开发支出	70.19	62.24	54.28	46.32	三费率	11.35%	20.93%	22.95%	26.44%
其他非流动资产	12.78	9.94	7.11	4.28	净利润率	31.54%	28.69%	25.98%	21.72%
资产总计	1282.08	1468.13	1801.46	2270.01	ROE	14.61%	14.62%	17.78%	19.58%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.96%	12.78%	14.95%	15.67%
应付和预收款项	107.41	158.55	249.34	398.55	ROIC	20.91%	24.50%	33.61%	35.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	44.99%	40.18%	34.89%	28.44%
其他负债	37.51	26.56	37.28	54.73	营运能力				
负债合计	144.92	185.10	286.61	453.27	总资产周转率	0.44	0.48	0.63	0.80
股本	135.22	135.11	135.11	135.11	固定资产周转率	1.39	1.64	2.80	4.78
资本公积	207.79	207.91	207.91	207.91	应收账款周转率	5.92	5.51	6.44	6.33
留存收益	770.58	927.03	1158.84	1460.73	存货周转率	1.57	1.64	1.86	1.83
归属母公司股东权益	1102.55	1248.42	1480.23	1782.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.07%	—	—	—
少数股东权益	34.61	34.61	34.61	34.61	资本结构				
股东权益合计	1137.16	1283.03	1514.84	1816.73	资产负债率	11.30%	12.61%	15.91%	19.97%
负债和股东权益合计	1282.08	1468.13	1801.46	2270.01	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	流动比率	5.75	5.59	4.76	3.99
EBITDA	237.04	262.76	361.74	465.93	速动比率	4.56	4.53	3.64	2.83
PE	18.84	15.64	10.90	8.25	股利支付率	25.61%	16.61%	13.93%	15.14%
PB	2.66	2.35	1.98	1.65	每股指标				
PS	5.57	4.49	2.83	1.79	每股收益	1.15	1.39	1.99	2.63
EV/EBITDA	10.77	8.79	6.06	4.50	每股净资产	8.16	9.24	10.96	13.19
股息率	1.36%	1.06%	1.28%	1.84%	每股经营现金	1.01	2.21	1.34	1.45
					每股股利	0.30	0.23	0.28	0.40

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。

	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
公司评级	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
	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
行业评级	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。

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	cyrf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@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	cyyyf@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
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	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

广深	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	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
	郑龑	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
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文峰	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	cryf@swsc.com.cn