

斯菱股份 (301550.SZ) / 汽车

证券研究报告/公司点评

2024 年 2 月 20 日

评级：买入

市场价格：29.24 元

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

Email: fengsheng@zts.com.cn

联系人：蔡星荷

Email: caixh@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

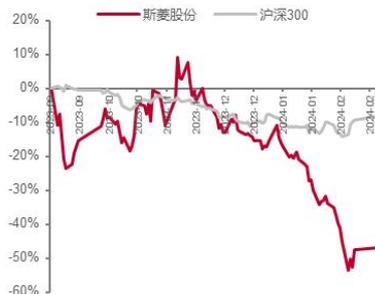
| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|-------|-------|-------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 714.7 | 749.7 | 739.5 | 884.1 | 1,138.6 |
| 增长率 yoy% | 36.0% | 4.9% | -1.4% | 19.6% | 28.8% |
| 净利润 (百万元) | 90.7 | 122.6 | 149.1 | 182.4 | 234.3 |
| 增长率 yoy% | 117.6% | 35.2% | 21.7% | 22.3% | 28.4% |
| 每股收益 (元) | 0.82 | 1.11 | 1.36 | 1.66 | 2.13 |
| 每股现金流量 | 0.58 | 2.13 | 1.50 | 1.70 | 2.20 |
| 净资产收益率 | 23.3% | 23.7% | 23.2% | 22.9% | 23.4% |
| P/E | 35.5 | 26.2 | 21.6 | 17.6 | 13.7 |
| P/B | 8.3 | 6.2 | 5.0 | 4.0 | 3.2 |

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价取自 2024 年 2 月 19 日收盘价。

基本状况

| | |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股) | 110 |
| 流通股本(百万股) | 26.1 |
| 市价(元) | 29.2 |
| 市值(百万元) | 3,216.4 |
| 流通市值(百万元) | 762.6 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 汽车后市场稳扎稳打，新业务拓展可期——斯菱股份 (301550) 深度报告-20231227

投资要点

■ **事件：**公司发布 2023 年度业绩快报，初步核算全年实现归母净利润 1.49 亿元，同比增长 21.79%，扣非归母净利润 1.46 亿元，同比增长 17.24%。单四季度的归母净利润 0.43 亿元，同比增长 43.02%，扣非归母净利润 0.42 亿元，同比增长 31.9%，2023 年第四季度公司业绩略超市场预期。

■ **客户/产品结构优化+新产品落地提升毛利率水平，公司盈利能力显著提升**

2023 年公司毛利率预计同比增长约 6%，是带动净利率由 2022 年的 16.35% 提升至约 20.19% 的主要因素。近几年公司优化客户和产品结构，以及新产品的陆续推出，带来了利润水平的增长。（1）海外收入占比持续提升，下游客户稳定性强化。2020-2022 年，公司海外收入占比分别为 59.7%/64.9%/70.1%，且以成熟的欧美汽车后市场为主战场（其占海外收入的比例超 80%）；（2）轮毂轴承单元/离合器、涨紧轮及惰轮轴承的营收占比持续提升，该两大类产品毛利率水平相对较高（2022 年分别为 26.8%/31.8%，整体毛利率为 26.2%），且新型号的开发预计进一步提升毛利率水平，2023 年 Q3 公司整体毛利率水平已明显提升至 32.5%；（3）公司积极推进新业务的拓展，正进行新能源汽车驱动系统轴承、农机轴承及重卡轴承项目储备等。

■ **2023 年下半年营收增速转正，公司积极投资将解决产能受限带动营收规模进一步扩大**

2023 年上半年公司营业收入同比下降 13.48%，下半年营业收入随着市场行情回暖，较 2022 年同期增长 11.26%，全年营业收入下降幅度收窄至 1.36%。公司营业收入波动主要受全球汽车后市场需求影响，同时近几年公司生产相对饱和使得产能明显受限。2022 年第四季度开始公司陆续投资，其中从 2023 年第四季度对泰国工厂进行投资，打造全产业链工厂，预计 2024 年第一季度新设备可以投产。未来随着 IPO 募投项目等产能建设的逐步推进，公司营收规模有望进一步扩大。

■ **盈利预测：**基于公司已经披露的 2023 年业绩快报，我们调整公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.49/1.82/2.34 亿元（前值分别为 1.46/1.81/2.33 亿元），同比分别增长 21.7%/22.3%/28.4%（前值分别为 19.2%/24.3%/28.5%），根据最新收盘价，对应的 PE 分别为 22/18/14 倍。当前公司估值水平已明显调整至可比公司历史均

值水平附近(雷迪克/兆丰股份/冠盛股份过去1年PE均值分别为22/22/13)，考虑到公司主业经营的稳健性及未来新业务拓展的潜力，我们认为当前公司具有一定的配置性价比，故调整为“买入”评级（前值为“增持”评级）。

- **风险提示事件：宏观政治经济环境变化风险；市场竞争风险；盈利预测假设不及预期的风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-------------|------|-------|-------|-------|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 371 | 459 | 624 | 847 | 营业收入 | 750 | 739 | 884 | 1,139 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业成本 | 553 | 494 | 586 | 753 |
| 应收账款 | 156 | 154 | 184 | 237 | 税金及附加 | 6 | 5 | 7 | 8 |
| 预付账款 | 0 | 4 | 5 | 6 | 销售费用 | 11 | 13 | 15 | 19 |
| 存货 | 179 | 160 | 189 | 243 | 管理费用 | 30 | 34 | 41 | 52 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 研发费用 | 33 | 35 | 44 | 60 |
| 其他流动资产 | 21 | 19 | 22 | 29 | 财务费用 | -18 | -11 | -14 | -16 |
| 流动资产合计 | 728 | 796 | 1,025 | 1,362 | 信用减值损失 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | -4 | -4 | -4 | -4 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动收益 | -4 | -4 | -4 | -4 |
| 固定资产 | 148 | 131 | 115 | 102 | 投资收益 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| 在建工程 | 17 | 17 | 17 | 17 | 其他收益 | 8 | 2 | 2 | 2 |
| 无形资产 | 49 | 44 | 40 | 36 | 营业利润 | 133 | 162 | 198 | 254 |
| 其他非流动资产 | 9 | 10 | 10 | 10 | 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产合计 | 223 | 202 | 182 | 164 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产合计 | 950 | 997 | 1,206 | 1,526 | 利润总额 | 133 | 162 | 198 | 254 |
| 短期借款 | 65 | 10 | 10 | 10 | 所得税 | 10 | 13 | 16 | 20 |
| 应付票据 | 172 | 144 | 177 | 223 | 净利润 | 123 | 149 | 182 | 234 |
| 应付账款 | 163 | 163 | 183 | 242 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 123 | 149 | 182 | 234 |
| 合同负债 | 4 | 5 | 5 | 7 | NOPLAT | 106 | 139 | 170 | 220 |
| 其他应付款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (按最新股本摊薄) | 1.11 | 1.36 | 1.66 | 2.13 |
| 一年内到期的非流动负债 | 1 | 1 | 1 | 1 | | | | | |
| 其他流动负债 | 23 | 27 | 30 | 37 | 主要财务比率 | | | | |
| 流动负债合计 | 429 | 350 | 406 | 520 | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | 4.9% | -1.4% | 19.6% | 28.8% |
| 其他非流动负债 | 5 | 5 | 5 | 5 | EBIT增长率 | 2.8% | 30.7% | 22.4% | 29.5% |
| 非流动负债合计 | 5 | 5 | 5 | 5 | 归母公司净利润增长率 | 35.2% | 21.7% | 22.3% | 28.4% |
| 负债合计 | 434 | 355 | 411 | 525 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 516 | 642 | 795 | 1,001 | 毛利率 | 26.2% | 33.2% | 33.7% | 33.9% |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利率 | 16.3% | 20.2% | 20.6% | 20.6% |
| 所有者权益合计 | 516 | 642 | 795 | 1,001 | ROE | 23.7% | 23.2% | 22.9% | 23.4% |
| 负债和股东权益 | 950 | 997 | 1,206 | 1,526 | ROIC | 19.8% | 23.1% | 22.9% | 23.6% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | | | | | 资产负债率 | 45.7% | 35.6% | 34.1% | 34.4% |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 债务权益比 | 13.9% | 2.5% | 2.1% | 1.6% |
| 经营活动现金流 | 235 | 166 | 187 | 242 | 流动比率 | 1.7 | 2.3 | 2.5 | 2.6 |
| 现金收益 | 127 | 160 | 188 | 236 | 速动比率 | 1.3 | 1.8 | 2.1 | 2.2 |
| 存货影响 | 51 | 19 | -30 | -54 | 营运能力 | | | | |
| 经营性应收影响 | 37 | 2 | -27 | -51 | 总资产周转率 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 经营性应付影响 | -6 | -28 | 52 | 105 | 应收账款周转天数 | 81 | 76 | 69 | 67 |
| 其他影响 | 26 | 12 | 3 | 5 | 应付账款周转天数 | 117 | 119 | 106 | 102 |
| 投资活动现金流 | -26 | -9 | -7 | -7 | 存货周转天数 | 133 | 123 | 107 | 103 |
| 资本支出 | -25 | 0 | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | |
| 股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 1.11 | 1.36 | 1.66 | 2.13 |
| 其他长期资产变化 | -1 | -9 | -7 | -7 | 每股经营现金流 | 2.14 | 1.51 | 1.70 | 2.20 |
| 融资活动现金流 | -53 | -69 | -15 | -13 | 每股净资产 | 4.69 | 5.83 | 7.23 | 9.10 |
| 借款增加 | -46 | -55 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 股利及利息支付 | -4 | -42 | -37 | -48 | P/E | 26 | 22 | 18 | 14 |
| 股东融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 6 | 5 | 4 | 3 |
| 其他影响 | -3 | 28 | 22 | 35 | EV/EBITDA | 32 | 25 | 21 | 17 |

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。