

溯联股份 (301397.SZ)

公司快报

行业景气叠加新项目的逐步推进, 公司发展预期向好

投资要点

- ◆ **事件内容:**4月10日晚, 公司披露2023年度报告。2023年公司实现营业收入10.11亿元, 同比增长19.00%; 实现归属于母公司的净利润1.51亿, 同比略降1.74%。同时, 公司公布2023年利润分配方案, 拟每10股派发现金红利10.0元(含税), 以资本公积金向全体股东每10股转增2股。
- ◆ **公司2023年营收实现稳步增长, 符合市场预期; 但因年降及费用端影响, 净利润增速有所放缓。**2023年公司实现营业收入10.11亿元、同比增长19.00%, 实现归属于母公司的净利润1.51亿、同比略降1.74%。1) 2023年公司营收稳步增长, 其中新能源汽车业务为营收增长贡献重要增量。2023年, 公司在原有客户的基础上持续研发新能源汽车产品, 并积极开发新增客户, 本报告期内, 作为汽车行业TIER1公司成功进入了包括理想汽车、合众汽车、高合汽车在内的造车新势力客户供应链; 2023年公司新能源汽车业务收入4.35亿元, 同比增长28.32%、远高于公司整体营收增速, 约占总营收的43.05%、是公司营收的重要组成部分。2) 公司毛利率下滑、叠加费用端影响, 净利润增长略有放缓。2023年公司毛利率为28.11%、较2022年同比下滑4.61个百分点, 我们倾向于认为毛利率的下降与2023年以来汽车行业竞争持续加剧有关; 根据公司23年10月公告披露, 公司23年前三季度符合年降条件的老产品占输入比例较高, 且在前面季度符合条件但未年降的部分产品在三季度进行了年降, 因此对毛利率影响较大。与此同时, 公司为维持市场竞争地位、技术领先优势等, 费用投入呈同比增长趋势; 其中, 销售费用金额较2022年同比增长44.45%、管理费用金额同比增长38.95%、研发费用金额同比增长33.50%。
- ◆ **2023Q4公司单季度归母净利润同比增速再度放缓。**2023Q4公司实现营收3.32亿元、同比增长16.28%、较第三季度营收增速略有放缓; 实现单季度归母净利润0.40亿元、同比下滑25.22%, 延续了第三季度的下行态势、降幅再扩15.92个百分点。对于2023Q4出现的净利润同比下滑, 预计主要原因可能有两点; 一是原材料价格波动影响了公司单季度毛利率, 二是单季度的费用投入有明显增长。1) 根据海关总署数据来看, 2023年前三个季度进口聚酰胺的平均单价(包括PA6、PA12等)分别为6187.26美元/吨、6020.39美元/吨、5578.78美元/吨, 而第四季度的进口平均单价涨至6375.00美元/吨、较Q3约抬升14.27%; 2) 与此同时, 为维持自身竞争优势及行业地位, 公司23Q4通过新增销售人员来拓展新客户和新产品, 导致23Q4销售费用较22Q4同比增长84.7%、较23Q3环比增长89%。
- ◆ **行业景气叠加新项目的陆续落地, 公司发展预期向好。**1) 当前来看, 我国新能源汽车产销量延续较快增长势头, 据中国汽车工业协会统计, 2024年1-3月我国新能源汽车销量为209万辆、同比增长31.8%, 其中, 公司核心客户比亚迪继续稳居国内新能源销量冠军, 24年第一季度累计销量62.63万辆、同比上涨13.44%。2) 公司积极推进新客户拓展, 获得了包括理想、合众、东风日产等品牌车企的供应商认证; 另据公司2023年10月公告披露, 公司新增配套问界新M7、M9、启源等

汽车 | 汽车零部件III

投资评级

增持-A(首次)

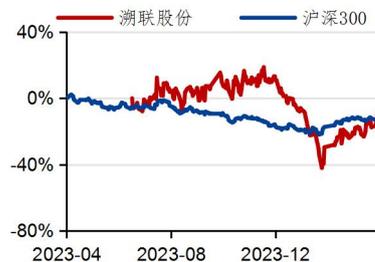
股价(2024-04-12)

35.05元

交易数据

总市值(百万元)	3,506.40
流通市值(百万元)	876.60
总股本(百万股)	100.04
流通股本(百万股)	25.01
12个月价格区间	52.20/28.50

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.2	-22.64	-19.04
绝对收益	-2.18	-16.81	-34.2

分析师

李蕙

SAC执业证书编号: S0910519100001

lihui1@huajinsec.com

报告联系人

戴等等

daizhengzheng@huajinsec.com

相关报告

溯联股份: 溯联股份-新股专题覆盖报告(溯联股份)-2023年第107期-总第304期
2023.6.3

v



车型，其中，2024年1-3月问界累计交付8.58万辆、同比增长高达6倍，发展势头较为强劲。3) 而在新项目定点方面，2023年公司新增1,000余项产品定点，当前在开发项目共计2,000余项。公司配合需求，积极推进产能建设；根据2023年年报及相关公告披露，公司预计2024年产能同比增加30%以上、2025年新增产值5亿元以上。

- ◆ **新业务方向，公司正积极围绕液冷做全面布局。**公司在车辆和非车辆领域的液冷热管理系统，包括流体管路、连接件、控制部件以及热交换领域均投入了大量研发资源。1) 在乘用车领域，公司根据电池、电机和电控三大系统的工况环境和特点而研发出专用于纯电新能源汽车的液冷热管理系统管路；未来将继续推进新产品线的认证和量产工作，进一步增加公司液冷管路的覆盖率。2) 而在非乘用车领域，公司正积极推动液冷产品在储能、充换电设备和重卡及工程设备中的应用，其中在储能业务方面的进展相对较快；根据公司2023年年报披露，目前公司已完成国内头部储能系统集成商海博思创、采日能源的正式审核，转向全面业务合作阶段，预计未来两年内有望实现一定程度的增长。
- ◆ **投资建议：**公司2023年收入基本符合预期；展望2024年，新能源汽车行业有望维持景气，结合公司新增客户及新增定点的逐步落地，预期公司业务稳定向好。长期来看，公司是国内较为稀缺的车用尼龙管路厂商之一，或受益于未来车用尼龙管路的渗透加速；同时，公司积极布局液冷等新业务，有望带来新的增长点。我们预计2024-2026年营业总收入分别为12.33亿元、15.18亿元、18.27亿元，同比增速分别为22.0%、23.2%、20.3%；对应归母净利润分别为1.73亿元、2.19亿元、2.60亿元，同比增速分别为14.7%、26.6%、18.6%；对应EPS分别为1.73元、2.19元、2.60元，对应PE分别为20.3x、16.0x、13.5x，首次覆盖，给予增持-A评级。
- ◆ **风险提示：**新能源汽车行业景气度风险、新业务拓展不及预期风险、宏观经济和产业政策风险、客户集中度高的风险、原材料价格风险、技术创新风险、市场竞争风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	849	1,011	1,233	1,518	1,827
YoY(%)	17.0	19.0	22.0	23.2	20.3
归母净利润(百万元)	153	151	173	219	260
YoY(%)	38.6	-1.5	14.7	26.6	18.6
毛利率(%)	32.7	28.1	28.3	28.2	28.0
EPS(摊薄/元)	1.53	1.51	1.73	2.19	2.60
ROE(%)	24.7	7.7	8.1	9.3	10.0
P/E(倍)	22.9	23.3	20.3	16.0	13.5
P/B(倍)	5.7	1.8	1.6	1.5	1.3
净利率(%)	18.0	14.9	14.0	14.4	14.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

1、汽车流体管路及总成：新能源汽车行业有望维持景气、叠加公司配套新增产能预计于今明两年陆续释放，同时考虑到公司新增理想等造车新势力客户和东风日产等合资客户、新增配套问界新 M7、M9、启源等车型，以及在开发项目 2000 余项，预期核心的汽车流体管路及总成业务有望继续向好。预计汽车流体管路及总成 2024-2026 年对应收入分别为 10.53 亿元、12.57 亿元、14.94 亿元，同比增速分别为 19.56%、19.40%、18.83%。

2、汽车流体控制件及精密注塑件：公司的流体控制件及精密注塑件主要为汽车流体管路及总成业务所配套的快速接头等；结合我国未来汽车销量预期，预计汽车流体控制件及精密注塑件 2024-2026 年对应收入分别约为 1.24 亿元、1.50 亿元、1.83 亿元，同比增速分别为 15.29%、20.79%、21.86%。

3、其他业务收入：公司正积极围绕液冷做全面布局，根据 23 年年报披露，公司液冷产品拟在储能、充换电设备和重卡及工程设备中进行应用推广；其中储能领域液冷产品可能在近两年内贡献一定的收入。预计其他业务 2024-2026 年对应收入分别为 0.56 亿元、1.11 亿元、1.5 亿元。

综上，我们预计营业总收入 2024-2026 年对应收入分别为 12.33 亿元、15.18 亿元、18.27 亿元，同比增速分别为 22.0%、23.2%、20.3%，对应总体毛利率分别为 28.30%、28.20%、28.00%。

表 1：收入成本拆分

业务收入 (百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
汽车流体管路及总成	663.96	758.63	880.67	1052.95	1257.23	1494.01
yoy	27.1%	14.3%	16.1%	19.56%	19.40%	18.83%
毛利率	31.00%	32.97%	27.95%	28.48%	28.37%	28.33%
汽车流体控制件及紧固件	52.54	68.05	107.62	124.07	149.87	182.62
yoy	1.5%	29.5%	58.1%	15.29%	20.79%	21.86%
毛利率	24.71%	27.14%	22.64%	26.50%	26.38%	25.40%
其他业务收入	9.29	22.50	22.23	55.58	111.16	150.00
yoy	-	142.20%	-1.20%	150.02%	100.00%	34.94%
毛利率	-	-	-	28.91%	28.73%	27.88%
营业总收入	725.80	849.18	1010.52	1232.60	1518.26	1826.64
yoy	24.07%	17.00%	19.00%	22.0%	23.2%	20.3%
毛利率	30.53	32.72	28.11	28.30	28.20	28.00

资料来源：Wind、华金证券研究所

二、可比公司估值

公司专注于车用尼龙管路等产品；根据主营产品的相似性，我们选取凌云股份（车用塑料尼龙压力管及总成等）、标榜股份（汽车用塑料流体管路）为溯联股份的可比上市公司；相较可比公司而言，溯联股份的估值略高，但由于各公司在产品结构、下游客户、经营模式等方面存在一定差异，我们倾向于认为其参考性或较为有限。考虑到下游新能源汽车行业需求景气大概率仍将延续，叠加公司配套产能预期逐步释放，公司业绩有望继续向好，带动整体估值提升。

表 2: 可比公司估值

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS (元)		对应 PE	
			2024E	2025E	2024E	2025E
600480.SH	凌云股份	87.66	0.78	0.93	12.10	10.15
301181.SZ	标榜股份	25.33	1.57	1.85	14.08	11.95
	平均值	57.32	1.18	1.39	13.09	11.05
301397.SZ	溯联股份	35.06	1.73	2.19	20.27	16.01

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期、溯联股份盈利预测来自华金证券研究所; 表中数据截至日期: 2024 年 4 月 12 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	638	1725	1991	2170	2529	营业收入	849	1011	1233	1518	1827
现金	90	995	1033	1169	1278	营业成本	571	727	884	1090	1315
应收票据及应收账款	255	255	367	399	522	营业税金及附加	5	6	8	9	11
预付账款	1	4	2	5	3	营业费用	21	30	40	49	60
存货	231	209	326	334	463	管理费用	41	57	59	66	75
其他流动资产	61	263	263	263	264	研发费用	38	51	66	74	90
非流动资产	352	574	613	661	707	财务费用	2	-9	-26	-29	-32
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-6	0	0	0
固定资产	260	309	344	392	436	公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
无形资产	33	39	44	44	45	投资净收益	-1	-3	-2	-2	-2
其他非流动资产	59	226	225	225	227	营业利润	168	168	217	274	325
资产总计	991	2299	2604	2831	3237	营业外收入	1	0	0	0	0
流动负债	360	343	474	481	627	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	43	70	70	70	70	利润总额	168	168	217	274	325
应付票据及应付账款	252	224	356	359	503	所得税	15	18	43	55	65
其他流动负债	65	49	49	52	53	税后利润	153	151	173	219	260
非流动负债	10	1	1	2	2	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	7	0	1	2	2	归属母公司净利润	153	151	173	219	260
其他非流动负债	3	1	1	1	1	EBITDA	195	197	230	294	351
负债合计	370	343	476	483	629	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	1	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	75	100	100	100	100	成长能力					
资本公积	76	1236	1236	1236	1236	营业收入(%)	17.0	19.0	22.0	23.2	20.3
留存收益	469	620	793	1012	1272	营业利润(%)	33.0	0.1	28.7	26.5	18.6
归属母公司股东权益	620	1956	2128	2347	2607	归属于母公司净利润(%)	38.6	-1.5	14.7	26.6	18.6
负债和股东权益	991	2299	2604	2831	3237	获利能力					
						毛利率(%)	32.7	28.1	28.3	28.2	28.0
						净利率(%)	18.0	14.9	14.0	14.4	14.2
						ROE(%)	24.7	7.7	8.1	9.3	10.0
						ROIC(%)	22.3	6.3	6.9	8.1	8.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	37.4	14.9	18.3	17.1	19.4
						流动比率	1.8	5.0	4.2	4.5	4.0
						速动比率	1.0	3.9	3.1	3.4	3.0
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	0.6	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	3.6	4.0	4.0	4.0	4.0
						应付账款周转率	2.4	3.1	3.1	3.1	3.1
						估值比率					
						P/E	22.9	23.3	20.3	16.0	13.5
						P/B	5.7	1.8	1.6	1.5	1.3
						EV/EBITDA	17.9	12.7	10.7	7.9	6.3

现金流量表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	121	88	93	204	182
净利润	153	151	173	219	260
折旧摊销	26	54	40	49	59
财务费用	2	-9	-26	-29	-32
投资损失	1	3	2	2	2
营运资金变动	-65	-132	-95	-37	-105
其他经营现金流	4	23	-1	-1	-1
投资活动现金流	-78	-371	-81	-98	-107
筹资活动现金流	14	1183	26	30	33
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.53	1.51	1.73	2.19	2.60
每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	0.88	0.93	2.04	1.82
每股净资产(最新摊薄)	6.20	19.55	21.28	23.47	26.06

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn