

斯菱股份(301550.SZ)/汽车

证券研究报告/公司点评

2024年4月21日

评级: 买入(维持)

市场价格(元): 29.72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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	749.7	738.1	901.8	1,100.4	1,405.3
增长率 yoy%	4.9%	-1.5%	22.2%	22.0%	27.7%
净利润(百万元)	122.6	149.7	193.7	231.1	287.4
增长率 yoy%	35.2%	22.2%	29.3%	19.3%	24.4%
每股收益(元)	1.11	1.36	1.76	2.10	2.61
每股现金流量	2.13	1.10	1.41	2.06	2.32
净资产收益率	23.7%	9.4%	11.0%	11.9%	13.1%
P/E	26.7	21.8	16.9	14.1	11.4
P/B	6.3	2.0	1.9	1.7	1.5

备注: 每股指标按照最新股本数全面摊薄

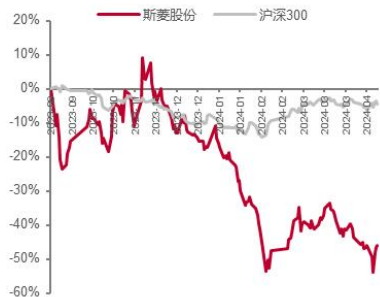
投资要点

- **事件:** 4月20日, 公司发布2023年年报、关于使用部分超募资金投资建设新项目的公告等。(1) 2023年公司实现营业收入7.38亿元, 同比下降1.55%, 实现归母净利润1.50亿元, 同比增长22.16%, 实现扣非后归母净利润1.47亿元, 同比增长17.21%。单四季度实现营收2.08亿元, 同比增长20.9%, 实现归母净利润0.43亿元, 同比增长43.02%; (2) 公司新增募投项目——机器人零部件智能化技术改造, 计划使用募投资金1.17亿元, 建设谐波减速器、执行器模组、滚珠丝杠、行星滚柱丝杠产品的生产线。

基本状况

总股本(百万股)	110.0
流通股本(百万股)	27.50
市价(元)	29.72
市值(百万元)	3,269.20
流通市值(百万元)	817.30

股价与行业-市场走势对比

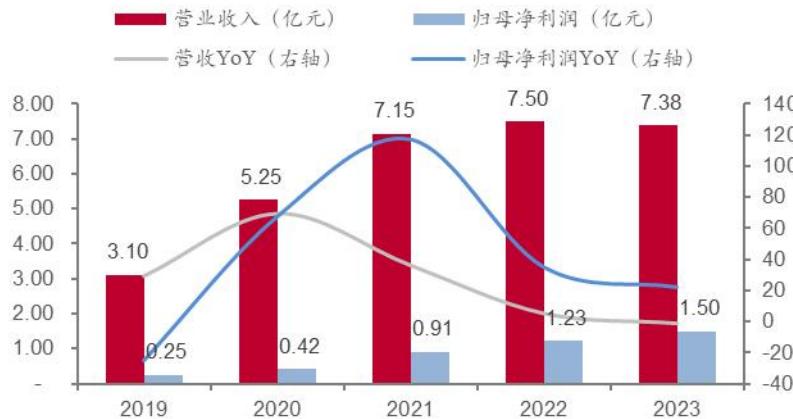


相关报告

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

2 斯菱股份(301550): 2023年业绩略超预期, 盈利能力显著提升 -20240219

图表 1: 2019-2023 年公司业绩情况 (单位: 亿元、%)



来源: wind, 中泰证券研究所

- **2023年下半年公司营收增速转正, 全年业绩符合预期:**

(1) 收入分业务来看: ①制动系统类轴承全年收入5.67亿元, 同比增长2.7%; ②传动系统类轴承全年收入0.95亿元, 同比下降21%; ③动力系统类轴承全年收入0.55亿元, 同比增长10.9%; ④非汽车类轴承全年收入0.12亿元, 同比下降27%。

图表 2: 2021-2023 年公司分业务收入情况 (单位: 亿元)



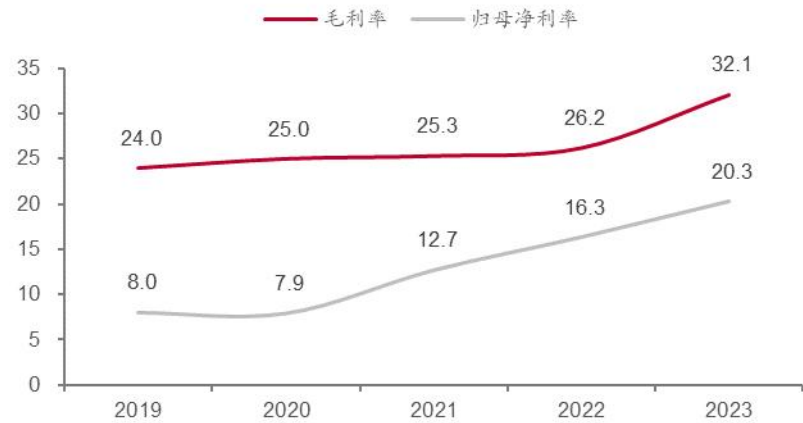
来源：wind，中泰证券研究所

(2) 收入分季度来看，2023 年公司一至四季度单季度营收分别为 1.5/1.9/2/2.1 亿元，收入水平逐季抬升，同比变动分别为-24.7%/-2.1%/2.1%/20.9%。

(3) 2023 年公司整体毛利率为 32.1%，较 2022 年提升 5.9pct，主要原因系原材料价格的下降。公司的主要原材料为钢材，2023 年国内钢材价格指数平均值较 2022 年下降 9.7%，由此影响公司营业成本由 2022 年的 5.5 亿下降至 5 亿，同比下降 9.4%。

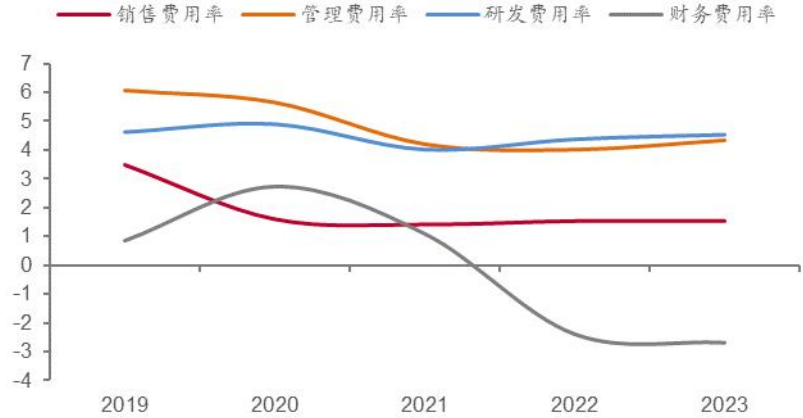
(4) 2023 年，公司整体净利率为 20.3%，较 2022 年提升 3.9pct，主要受益于毛利率提升。公司销售费用/管理费用/研发费用/财务费用分别为 0.11/0.32/0.33/-0.2 亿元，分别同比变化-1.7%/+6.6%/+2%/-10.7%。

图表 3：2019-2023 年公司利润率情况（单位：%）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 4：2019-2023 年公司费用率情况（单位：%）



来源: wind, 中泰证券研究所

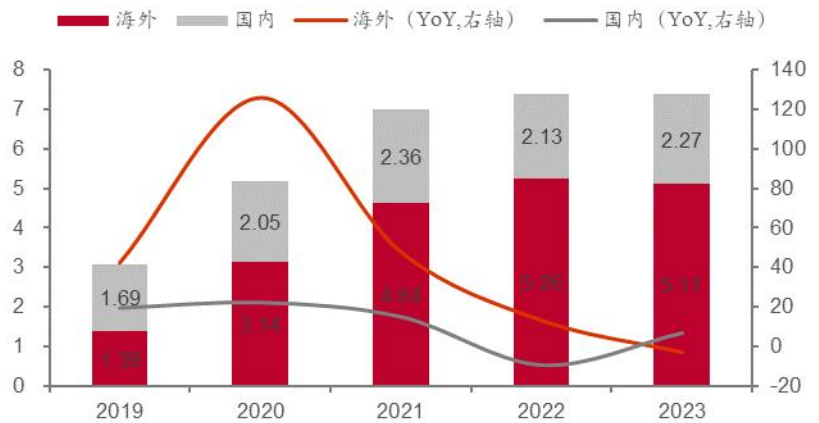
■ **制动系统业务持续增长，成长空间广阔：**

制动系统类轴承是公司的主要业务，2021-2023 年营收占比分别为 73.5%/73.7%/76.9%，2022-2023 年营收分别同比增长 5.2%/2.6%，均小幅快于公司整体营收增长。公司的制动系统类轴承主要包括轮毂轴承、轮毂轴承单元及重卡轴承，产品销量在国内同类产品后市场领域排名前列。全球汽车轮毂单元后市场规模超 500 亿，公司市占率不足 2%，未来市场份额提升潜力大。

■ **深耕海外市场，持续加快全球化布局：**

海外市场是公司主要收入来源，2021-2023 年海外收入占比分别为 65.9%/70.1%/69.2%。

图表 5：2019-2023 年公司海内外收入情况（单位：亿元、%）



来源: wind, 中泰证券研究所

2023 年公司加大海外工厂建设力度，对泰国子公司进行了第二期投资建设，当期增加在建工程 3446 万元，达成工程进度 81%，预计 2024 年第一季度新工厂可以投产。此外，公司已初步建立北美市场的本地服务能力，进一步加快公司主业全球化产业布局的节奏。

■ **设立机器人事业部，系统布局机器人核心零部件：**

2023年，公司完成组建专门的研发、技术团队，对机器人关节零部件产品进行研究开发，并取得相应成果。目前，公司谐波减速器已处于量产前期筹备阶段，丝杠类产品和执行器模组产品已初步实现样品打造。2024年，公司将成立事业三部（机器人零部件），负责规划机器人零部件发展方向及整体布局。

公司在人形机器人领域立足谐波/丝杠两大核心零部件，并进一步向上延伸至执行器模组领域。人形机器人产业快速发展，已涌现出 Figure AI、Optimus、优必选、智元、宇树等国内外知名玩家，供应链在 tier1 即模组环节对供应商的系统集成能力和产业资源均提出了更高的要求，门槛显著提升。公司定位为人形机器人供应链的一级供应商，其产业定位可类比三花智控、拓普集团，后续产业化进展值得期待。

- **盈利预测：**公司是汽车轮毂轴承单元后市场领先企业，盈利能力突出，同时积极布局机器人核心零部件。我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 1.9/2.3/2.9 亿元（2024-2025 年前值分别为 1.8/2.3 亿元），对应 PE 分别为 17/14/11 倍。当前公司估值水平已明显低于机器人行业估值，其业务布局可对标人形机器人领域的三花智控、拓普集团；产业链稀缺性突出，给予“买入”评级。

图表 6：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价（元）	PE			
			2023A/E	2024E	2025E	2026E
688017.SH	绿的谐波	111.80	224.0	116.9	80.1	-
603667.SH	五洲新春	16.06	46.0	35.6	24.6	19.0
002050.SZ	三花智控	20.82	25.0	24.8	20.0	16.2
601689.SH	拓普集团	52.70	28.5	20.3	15.1	-
平均估值			80.9	49.4	35.0	17.6
301550.SZ	斯菱股份	29.72	21.8	16.9	14.1	11.4

来源：wind，中泰证券研究所；注：可比公司估值均来自wind一致预期，其中2023年估值情况除斯菱股份外其余均为预测值

- **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	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,214	1,483	1,810	2,312	营业收入	738	902	1,100	1,405
应收票据	0	0	0	0	营业成本	501	611	755	975
应收账款	205	250	305	390	税金及附加	5	6	8	10
预付账款	0	0	0	1	销售费用	11	12	12	14
存货	189	230	284	367	管理费用	32	34	37	42
合同资产	0	0	0	0	研发费用	33	39	44	51
其他流动资产	111	119	124	132	财务费用	-20	-20	-18	-15
流动资产合计	1,719	2,083	2,524	3,201	信用减值损失	-3	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-3	-3	-3	-3
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	156	137	120	105	投资收益	0	1	1	1
在建工程	36	36	36	36	其他收益	5	7	7	7
无形资产	53	48	43	39	营业利润	174	225	268	334
其他非流动资产	9	9	9	9	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	255	231	209	190	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	1,974	2,313	2,733	3,391	利润总额	174	225	268	334
短期借款	3	130	250	520	所得税	24	31	37	47
应付票据	157	191	236	305	净利润	150	194	231	287
应付账款	177	198	255	323	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	150	194	231	287
合同负债	3	4	5	7	NOPLAT	133	176	215	275
其他应付款	1	0	1	0	EPS (按最新股本摊薄)	1.36	1.76	2.10	2.61
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	31	29	32	34	主要财务比率				
流动负债合计	373	553	780	1,189	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
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	-1.5%	22.2%	22.0%	27.7%
其他非流动负债	4	4	4	4	EBIT增长率	33.9%	33.0%	22.1%	27.6%
非流动负债合计	4	4	4	4	归母公司净利润增长率	22.2%	29.3%	19.3%	24.4%
负债合计	377	557	784	1,193	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,597	1,756	1,949	2,198	毛利率	32.1%	32.2%	31.4%	30.6%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	20.3%	21.5%	21.0%	20.4%
所有者权益合计	1,597	1,756	1,949	2,198	ROE	9.4%	11.0%	11.9%	13.1%
负债和股东权益	1,974	2,313	2,733	3,391	ROIC	10.3%	11.5%	11.9%	12.2%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	19.1%	24.1%	28.7%	35.2%
会计年度	单位:百万元				债务权益比	0.5%	7.7%	13.1%	23.9%
	2023	2024E	2025E	2026E	流动比率	4.6	3.8	3.2	2.7
经营活动现金流	121	155	226	255	速动比率	4.1	3.4	2.9	2.4
现金收益	152	198	235	292	营运能力				
存货影响	-10	-42	-54	-83	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营性应收影响	-46	-42	-52	-81	应收账款周转天数	88	91	91	89
经营性应付影响	0	55	103	136	应付账款周转天数	122	110	108	107
其他影响	25	-15	-6	-9	存货周转天数	132	123	123	120
投资活动现金流	-140	0	1	1	每股指标 (元)				
资本支出	-54	0	0	0	每股收益	1.36	1.76	2.10	2.61
股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	1.10	1.41	2.05	2.32
其他长期资产变化	-86	0	1	1	每股净资产	14.52	15.97	17.72	19.98
融资活动现金流	866	114	100	246	估值比率				
借款增加	-63	127	120	270	P/E	22	17	14	11
股利及利息支付	-1	-42	-59	-79	P/B	2	2	2	1
股东融资	1,033	0	1,033	0	EV/EBITDA	30	23	20	16
其他影响	-103	29	-994	55					

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。