

**评级：买入（维持）**

市场价格：17.92元

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

分析师：刘欣畅

执业证书编号：S0740522120003

分析师：毛奕玄

执业证书编号：S0740523020003

Email: hejunyi@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)	8,480	11,018	13,139	16,539	19,492
增长率 yoy%	8%	30%	19%	26%	18%
净利润(百万元)	383	612	845	1,164	1,376
增长率 yoy%	74%	60%	38%	38%	18%
每股收益(元)	0.47	0.74	1.03	1.42	1.67
每股现金流量	0.68	1.12	1.53	1.63	2.24
净资产收益率	7%	10%	13%	15%	15%
P/E	38.5	24.1	17.0	12.4	10.7
P/B	3.1	2.7	2.5	2.1	1.8

备注：数据统计日期截至2024年4月19日收盘价

**投资要点**

■ 事件：公司发布2023年年度报告，23年实现营收110.18亿元，同比+29.93%，归母净利润6.12亿元，同比+59.71%。其中Q4实现营收30.26亿元，同比+22.05%，归母净利润1.69亿元，同比+11.05%，表现优秀。

■ 23年营收、净利均创历史新高，规模效应下毛利持续提升。

1) 营收端：23年实现营收110.18亿元，同比+29.93%。分地区看：国内/国外营收同比+32.64%/+21.38%，分别占总营收77.58%/22.42%。主要原因：①23年国内汽车市场低开高走，下半年需求逐步释放，产销量均创新高；②战略客户配套份额和整体占比持续提升；③海外布局效果初显，波兰与墨西哥工厂均已开始投产，且后者已于23Q4实现盈亏平衡。

2) 利润端：23年实现归母净利润6.12亿元，同比+59.71%，实现扣非归母净利润5.81亿元，同比+90.36%。整体毛利率稳中有增达到21.57%，同比+1.73pct。分行业看，乘用车/商用车毛利率达到17.28%/24.42%，同比+2.37/+2.08pct，目前四川宜宾、陕西西安、波兰等地工厂均已投产，规模效应下毛利率有望持续提升。

■ 全球化效果布局渐显，海外业务开始放量。

①报告期内获得国际订单25.88亿元，占比42%，随着波兰工厂与墨西哥工厂的陆续投产，属地产能持续提升，国际客户订单呈明显加速，墨西哥工厂已在第四季度实现盈亏平衡；②24年4月发布公告，将在北美投资8400万建立北美银轮总部，以配合墨西哥工厂快速服务国际战略客户需求；③公司于23年8月调整组织架构，针对海外业务的发展“33322”部门各自组成由领导挂帅的海外支持小组，加速海外发展。

■ 数字与能源业务增长加速，探索“第四曲线”持续打开成长空间。

23年数字与能源业务实现高速增长，贡献营收6.96亿元，同比+37.36%，在公司组织架构调整后成为与乘用车、商用车部门平行的第三大业务部门。报告期内公司在数字与能源方面继续加大研发投入，结合自身汽车零部件产业优势，聚焦数据中心、液冷超充、储能等热管理产品，陆续获得国际客户发电机组冷却模块、国内头部客户储能液冷等项目。同时公司已成立工作室积极探索“第四曲线”的算力及人工智能领域。

■ 盈利预测与投资评级：23年公司业绩符合预期，24/25年预测保持不变并新增26年盈利预测。预计24/25/26年公司营收分别为131.39/165.39/194.92亿元，同比增速分别为+19.25%/+25.88%/+17.86%，实现归母净利润8.45/11.64/13.76亿元，同比增速分别为+38.09%/+37.76%/+18.18%，对应24/25/26年PE分别为17.05/12.38/10.71X，维持“买入”评级。

■ 风险提示：原材料价格波动风险；汇率波动风险；项目进度不及预期。

**基本状况**

总股本(百万股)	822
流通股本(百万股)	774
市价(元)	17.92
市值(百万元)	14,738
流通市值(百万元)	13,863

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

《【中泰汽车】银轮股份深度：深耕热管理，基于平台能力持续打开成长曲线》2024.02.03

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,919	3,942	4,962	5,848	营业收入	11,018	13,139	16,539	19,492
应收票据	466	0	0	0	营业成本	8,642	10,137	12,652	15,076
应收账款	4,001	4,828	6,028	7,046	税金及附加	63	79	99	117
预付账款	60	152	190	226	销售费用	291	394	496	507
存货	2,063	2,311	2,955	3,552	管理费用	606	736	926	1,072
合同资产	85	139	170	191	研发费用	490	631	794	877
其他流动资产	1,410	2,078	2,474	2,820	财务费用	82	90	95	100
流动资产合计	9,918	13,311	16,609	19,491	信用减值损失	-56	-56	-56	-56
其他长期投资	40	76	76	76	资产减值损失	-70	-36	-36	-36
长期股权投资	324	394	394	394	公允价值变动收益	-1	5	3	3
固定资产	3,577	2,907	3,056	3,185	投资收益	20	23	23	23
在建工程	606	856	756	656	其他收益	77	60	60	60
无形资产	766	904	1,022	1,055	<b>营业利润</b>	816	1,068	1,470	1,737
其他非流动资产	925	447	449	451	营业外收入	1	7	7	7
非流动资产合计	6,238	5,583	5,753	5,817	营业外支出	29	10	10	10
<b>资产合计</b>	<b>16,156</b>	<b>18,895</b>	<b>22,362</b>	<b>25,308</b>	<b>利润总额</b>	788	1,065	1,467	1,734
短期借款	2,111	4,691	5,243	5,098	所得税	87	107	147	174
应付票据	2,337	2,728	3,472	4,208	<b>净利润</b>	701	958	1,320	1,560
应付账款	3,335	3,072	3,872	4,659	少数股东损益	88	113	156	184
预收款项	0	5	8	0	<b>归属母公司净利润</b>	612	845	1,164	1,376
合同负债	44	237	298	351	NOPLAT	774	1,039	1,406	1,650
其他应付款	42	51	51	51	EPS (按最新股本摊薄)	0.74	1.03	1.42	1.67
一年内到期的非流动负债	277	291	291	291					
其他流动负债	585	706	849	969	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	8,731	11,781	14,084	15,626	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	291	218	220	222	<b>成长能力</b>				
应付债券	635	0	0	0	营业收入增长率	29.9%	19.0%	25.9%	17.9%
其他非流动负债	409	269	269	269	EBIT 增长率	69.7%	34.5%	35.3%	17.4%
非流动负债合计	1,335	487	489	491	归母公司净利润增长率	59.7%	37.6%	37.8%	18.2%
<b>负债合计</b>	<b>10,066</b>	<b>12,268</b>	<b>14,573</b>	<b>16,117</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	5,459	5,879	6,885	8,103	毛利率	21.6%	22.8%	23.5%	22.7%
少数股东权益	631	748	904	1,088	净利率	6.4%	7.3%	8.0%	8.0%
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,090</b>	<b>6,627</b>	<b>7,789</b>	<b>9,191</b>	ROE	10.1%	12.8%	15.0%	15.0%
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,156</b>	<b>18,895</b>	<b>22,362</b>	<b>25,308</b>	ROIC	10.8%	10.8%	12.6%	13.5%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	单位:百万元				资产负债率	39.9%	41.5%	62.3%	64.9%
<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	债务权益比	61.1%	82.5%	77.3%	64.0%
<b>经营活动现金流</b>	921	1,257	1,339	1,842	流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2
现金收益	1,280	1,504	1,893	2,170	速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0
存货影响	-200	-248	-644	-596	<b>营运能力</b>				
经营性应收影响	-838	-418	-1,201	-1,018	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8

经营性应付影响	962	142	1,547	1,514	应收账款周转天数	118	123	118	121
其他影响	-283	277	-255	-227	应付账款周转天数	124	101	99	102
<b>投资活动现金流</b>	-605	-610	-620	-554	存货周转天数	82	76	75	78
资本支出	-1,167	-173	-644	-571	<b>每股指标 (元)</b>				
股权投资	71	-71	0	0	每股收益	0.74	1.03	1.42	1.67
其他长期资产变化	491	-366	24	17	每股经营现金流	1.12	1.53	1.63	2.24
<b>融资活动现金流</b>	551	-16	301	-402	每股净资产	6.64	7.15	8.37	9.85
借款增加	646	232	555	-143	<b>估值比率</b>				
股利及利息支付	-150	-669	-955	-1,058	P/E	24	17	12	11
股东融资	124	0	0	0	P/B	3	2	2	2
其他影响	-69	421	701	799	EV/EBITDA	3	2	2	2

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。