

受益于船舶和海洋油气行业高景气，23 年业绩实现高增长

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报，23 年公司实现营收 19.3，同比+27.3%；归母净利润 2.4 亿，同比+58.7%。23Q4 营收 4.4 亿，同比-1.3%，归母净利润 0.61 亿，同比+15.2%；24Q1 营收 4.5 亿，同比-8.1%，归母净利润 0.68 亿，同比+15.3%。24Q1 营收小幅下滑，毛利率净利率持续提升。
- **23 年船舶和海洋油气行业回暖，船用锚链、系泊链业务高景气，助推公司营收增长。**23 年，我国造船完工量、新接订单量、手持订单量以载重吨计分别占世界总量的 50.2%、66.6%和 55.0%，市场份额首次全超 50%；随着国际油价走强，2023 年全球海洋油气勘探开发投资约 1869 亿美元，同比+14%，超 2019 年水平。公司系全球锚链龙头，受益于船舶大周期和海工高景气，业绩实现高增长：23 年，公司承接订单 18.1 万吨，同比+12.7%，其中系泊链 2.9 万吨，船用链及附件 15.2 万吨；系泊链板块实现营收 5.6 亿，同比+41.0%，毛利率+7.5pp 至 41.6%，销售 13.3 万吨，同比+23.6%；船用链及附件板块实现营收 13.5 亿，同比+23.0%，毛利率+3.2pp 至 25.5%，实现销售 3.2 万吨，同比+1.6%。
- **产品结构优化、毛利率提升，叠加理财投资收益及公允价值变动带动公司盈利能力显著提升。**23 年综合毛利率为 30.6%，同比+4.6pp，毛利率提升主要系公司原材料价格波动，公司系泊链、船用链毛利率双提升，且毛利率较高的系泊链业务占比提升 2.8pp 至 29%；期间费用率为 16.6，同比+3.8pp，其中细分来看，销售、管理、研发和财务费用率分别同比+0.72pp、+0.09pp、+0.43pp、+2.50pp，管理和财务费用率提升系开拓矿用链市场费用投入增加、汇兑收益减少；费用率提升较多，但公司理财投资收益及公允价值变动同比显著增加，净利率为 12.1%，同比+2.25pp。24Q1 综合毛利率为 27.5%，同比+1.1pp；净利率为 15.3%，同比+2.9pp，期间费用率为 15.1%，同比+0.6pp。
- **亚星锚链系全球锚链龙头，聚焦船用锚链、系泊链、矿用链三大核心产品，持续提升竞争力。**目前公司传统优势船用锚链、系泊链业务受益于船舶、海工油气高景气，产销两旺，且持续深耕矿用链、漂浮式风电系泊链业务，积极进行品类拓展，打开成长天花板。高强度矿用链有望持续受益于国产替代，目前我国近 80%的大规格高强度圆环矿用链依赖进口，公司的高强度矿用链条主要用于国内主流煤矿企业，国产替代空间巨大。海上风电系泊链有望打造新成长级，漂浮式海上风电前景广阔，全球风能理事会预测到 2026 年预计全球每年新增漂浮式海上风电装机容量将超过 1GW；系泊链成本占海风平台初期建设成本的 6%，在全生命周期成本占比约为 5%，未来漂浮式海上风电的快速增长，将带来对系泊链的大量需求，公司业务有望受益于海风景气度持续提升实现高增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.9、3.8、4.8 亿元，对应 EPS 为 0.31、0.39、0.50 元，当前股价对应 PE 为 28、22、17 倍，未来三年归母净利润复合增长率 26%，维持“持有”评级。
- **风险提示：**船舶、海工行业景气不及预期风险、海上浮式风电发展不及预期、原材料价格波动风险、汇率波动风险，投资收益及公允价值波动风险。

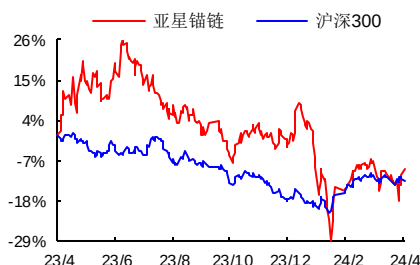
指标年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1931.11	2399.57	2984.48	3653.91
增长率	27.34%	24.26%	24.38%	22.43%
归属母公司净利润（百万元）	236.51	293.69	375.52	475.27
增长率	58.71%	24.18%	27.86%	26.56%
每股收益 EPS（元）	0.25	0.31	0.39	0.50
净资产收益率 ROE	6.49%	7.65%	8.04%	10.43%
PE	34	28	22	17
PB	2.35	2.19	2.02	1.83

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：邵桂龙
执业证号：S1250521050002
电话：021-58351893
邮箱：tgl@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)	9.59
流通 A 股(亿股)	9.59
52 周内股价区间(元)	6.6-11.73
总市值(亿元)	80.78
总资产(亿元)	48.48
每股净资产(元)	3.66

相关研究

1. 亚星锚链（601890）：Q3 业绩超预期，持续受益船舶行业景气提升（2023-11-01）
2. 亚星锚链（601890）：海工船舶高景气，公司新签订单快速提升（2023-08-30）
3. 亚星锚链（601890）：业绩稳定增长，船用链、系泊链下游高景气（2023-04-25）

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司船用链全球领先，公司下游造船业景气，业务营收将保持稳定增长。预计 2024-2026 年该业务订单增速分别为 24%、22%、18%，毛利率稳中有升。

假设 2：系泊链主要用于传统海洋油气作业平台支撑和海上漂浮式风电，目前海洋油气板块景气度高，后续随着国内外海上漂浮式风电爆发有望为公司带来大量订单；预计 2024-2026 年该业务的订单增速有望为 26%、31%和 31%，毛利率稳中有升。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表1：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
船用链及附件	收入	1352.27	1671.41	2031.43	2406.22
	增速	23.00%	23.60%	21.54%	18.45%
	毛利率	25.52%	26.00%	27.00%	28.00%
系泊链	收入	559.13	704.50	924.66	1213.62
	增速	41.02%	26.00%	31.25%	31.25%
	毛利率	41.59%	43.00%	44.00%	44.00%
其他	收入	19.71	23.65	28.38	34.06
	增速	-4.18%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	66.87%	67.00%	67.00%	67.00%
合计	收入	1931.11	2399.56	2984.47	3653.90
	增速	27.34%	24.26%	24.38%	22.43%
	毛利率	30.59%	31.11%	32.37%	33.41%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1931.11	2399.57	2984.48	3653.91	净利润	234.42	295.26	377.52	477.80
营业成本	1340.33	1653.08	2018.35	2433.23	折旧与摊销	75.96	88.42	88.42	88.42
营业税金及附加	15.37	19.20	25.37	32.89	财务费用	-1.02	26.99	37.17	47.10
销售费用	82.76	95.98	119.38	146.16	资产减值损失	-24.59	30.00	30.00	40.00
管理费用	131.07	273.55	337.25	412.89	经营营运资本变动	58.88	-742.66	-336.18	-430.27
财务费用	-1.02	26.99	37.17	47.10	其他	-95.31	41.94	-74.54	-44.81
资产减值损失	-24.59	30.00	30.00	40.00	经营活动现金流净额	248.34	-260.06	122.38	178.24
投资收益	22.82	18.57	17.48	18.73	资本支出	-101.19	-80.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	30.71	30.00	10.00	0.00	其他	68.56	48.57	27.48	18.73
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-32.64	-31.43	-22.52	-31.27
营业利润	276.53	349.34	444.44	560.37	短期借款	-125.10	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.12	-8.00	-8.00	-8.00	长期借款	445.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	270.41	341.34	436.44	552.37	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	35.99	46.08	58.92	74.57	支付股利	-47.97	-47.30	-58.74	-75.10
净利润	234.42	295.26	377.52	477.80	其他	-239.07	-30.99	-37.17	-47.10
少数股东损益	-2.09	1.56	2.00	2.53	筹资活动现金流净额	32.96	-78.29	-95.91	-122.21
归属母公司股东净利润	236.51	293.69	375.52	475.27	现金流量净额	238.81	-369.78	3.95	24.76
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1613.29	1243.51	1247.47	1272.23	成长能力				
应收和预付款项	566.14	771.28	937.09	1148.92	销售收入增长率	27.34%	24.26%	24.38%	22.43%
存货	976.87	1186.47	1469.03	1766.29	营业利润增长率	56.44%	26.33%	27.22%	26.09%
其他流动资产	886.61	878.59	894.00	911.65	净利润增长率	54.24%	25.96%	27.86%	26.56%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	66.16%	32.23%	22.65%	22.08%
投资性房地产	0.76	0.76	0.76	0.76	获利能力				
固定资产和在建工程	626.65	636.81	616.97	597.14	毛利率	30.59%	31.11%	32.37%	33.41%
无形资产和开发支出	141.64	123.10	104.55	86.00	三费率	11.02%	16.52%	16.55%	16.59%
其他非流动资产	91.21	91.18	91.14	91.11	净利率	12.14%	12.30%	12.65%	13.08%
资产总计	4903.17	4931.69	5361.02	5874.09	ROE	6.49%	7.65%	9.04%	10.43%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.78%	5.99%	7.04%	8.13%
应付和预收款项	237.18	377.68	461.01	536.22	ROIC	14.83%	15.73%	16.11%	17.54%
长期借款	451.24	451.24	451.24	451.24	EBITDA/销售收入	18.20%	19.37%	19.10%	19.05%
其他负债	604.03	244.10	271.31	306.48	营运能力				
负债合计	1292.46	1073.02	1183.57	1293.94	总资产周转率	0.41	0.49	0.58	0.65
股本	959.40	959.40	959.40	959.40	固定资产周转率	3.54	4.35	6.19	8.87
资本公积	1384.01	1384.01	1384.01	1384.01	应收账款周转率	4.09	4.27	3.97	4.05
留存收益	1101.29	1347.68	1664.46	2064.63	存货周转率	1.43	1.52	1.51	1.50
归属母公司股东权益	3444.70	3691.09	4007.87	4408.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.11%	—	—	—
少数股东权益	166.02	167.58	169.58	172.11	资本结构				
股东权益合计	3610.71	3858.67	4177.45	4580.15	资产负债率	26.36%	21.76%	22.08%	22.03%
负债和股东权益合计	4903.17	4931.69	5361.02	5874.09	带息债务/总负债	34.91%	42.05%	38.13%	34.87%
					流动比率	5.37	7.65	7.06	6.76
					速动比率	4.07	5.42	4.78	4.42
					股利支付率	20.28%	16.11%	15.64%	15.80%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	351.47	464.75	570.03	695.90	每股收益	0.25	0.31	0.39	0.50
PE	34.16	27.51	21.51	17.00	每股净资产	3.59	3.85	4.18	4.59
PB	2.35	2.19	2.02	1.83	每股经营现金	0.26	-0.27	0.13	0.19
PS	4.18	3.37	2.71	2.21	每股股利	0.05	0.05	0.06	0.08
EV/EBITDA	17.10	13.72	11.18	9.12					
股息率	0.59%	0.59%	0.73%	0.93%					

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。

公司评级	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
	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
行业评级	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
	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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@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
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn