

2024年04月25日

恒勃股份 (301225.SZ)

公司快报

提速布局混动汽车及推进摩托车智能化发展，公司业绩预期向好

汽车 | 汽车零部件III

投资评级

增持-A(首次)

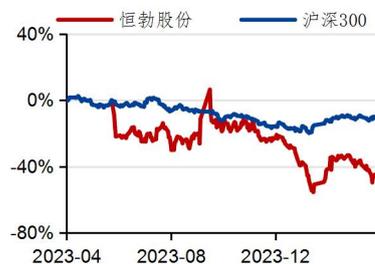
股价(2024-04-24)

26.09元

交易数据

总市值(百万元)	2,697.18
流通市值(百万元)	651.78
总股本(百万股)	103.38
流通股本(百万股)	24.98
12个月价格区间	45.50/21.90

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.78	-14.25	-15.26
绝对收益	-11.44	-6.79	-26.84

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

恒勃股份: 恒勃股份-新股专题覆盖报告(恒勃股份)-2023年第99期-总第296期
2023.5.30

投资要点

- ◆ **事件内容:** 4月21日晚,公司披露2023年度报告。2023年公司实现营业收入7.85亿元,同比增长10.15%;实现归属于母公司的净利润1.15亿,同比增长10.44%;同时,公司公布2023年利润分配方案,拟每10股派发现金红利4.0元(含税)。
- ◆ **公司2023年营收及净利润均实现稳步增长。**2023年公司实现营业收入7.85亿元、同比增长10.15%,实现归属于母公司的净利润1.15亿元、同比增长10.44%。1) 公司营收稳健增长,其中汽车应用领域是公司营收增长的贡献主力。分应用领域来看,2023年公司来自汽车、摩托车、以及通用机械应用领域的收入增速分别实现19.41%、0.57%、-17.56%,汽车领域需求向好是推升公司营收增长的主要原因。2) 2023年公司营收增速与净利润增速基本持平,同期毛利率率31.33%、较2022年略降1.65个百分点,期间费用率14.53%、同比略降0.56个百分点。
- ◆ **2023Q4公司单季度营收及净利润同比增速均有所加快。**2023Q4公司实现营收2.16亿元、同比增长8.84%、较第三季度抬升6.64个百分点,实现单季度归母净利润0.36亿元、同比增长38.86%、较第三季度抬升42.37个百分点。1) 第四季度收入增速较第三季度有所抬升,主要或系下游汽车行业季节性因素导致;结合中汽协的统计数据,2023年第三季度汽车销量685.99万辆、同比增长3.45%;而第四季度各大车企不断加强促销力度,汽车销量达788.42万辆、同比增长19.98%。2) 对于2023Q4净利润增速较营收增速更为显著,预计主要系2023年公司上市后,募集资金到账、利息收入增加,以及本期政府补贴金额较大。2023年第四季度确认利息收入496.06万元、政府补贴612.30万元;若剔除上述两项的新增金额影响,2023Q4税前净利润较2022Q4同比增加13.58%。
- ◆ **公司深度布局新能源汽车领域,一方面积极开拓混动汽车品牌客户,另一方面拓展汽车热管理系统新产品线。**1) 在原有的进气系统产品方面,公司积极开拓混动汽车品牌客户,零跑、问界、理想等多个品牌车型将陆续进入量产阶段。其中,零跑汽车相关进气系统产品已进入批量销售;问界M5、M9进气系统相关产品已进入量产、问界M7、M8进气系统相关产品将于2024年下半年量产;理想汽车进气系统相关产品则于2024年4月开始量产。2) 公司积极布局汽车热管理系统相关产品。其中,冷却水壶、膨胀箱产品已对广汽集团和吉利集团实现批量销售;正在开发的产品则包括水侧分流板和冷却液流体模块,对应的新客户为浙江三花汽车零部件有限公司,报告期内取得了11项定点开发,其中1项已实现量产交付;另外,冷却管路产品亦取得合创、青禾、利信能源等客户项目定点。
- ◆ **摩托车领域,公司延伸现有产品线,积极布局智能仪表等相关产品。**公司积极布局智能仪表等摩托车配套产品,并于2023年12月新设全资子公司浙江恒勃智能电子有限公司负责智能仪表产品的产研销活动;一方面,通过布局智能仪表产品进一



步延伸公司现有产品线，另一方面亦助推公司由单一的燃油二轮摩托车应用，向摩托车、电动车、沙滩车及四轮车等多元应用场景覆盖。截至目前，相关智能仪表产品的量产及在研项目已遍及金浪、豪进，奔达、凯越、元图、保时捷和本田等国内外知名厂商，并于 2023 年初对国内规模最大的中大排量摩托车企业钱江摩托实现批量供货。

- ◆ **投资建议：**公司 2023 年业绩基本符合预期；展望 2024 年，新能源汽车行业有望保持景气，结合零跑、问界、理想等新拓客户的混动车型进气系统产品陆续进入量产阶段，预期公司业务稳定向好。长期来看，公司作为我国汽车进气系统及配件的核心国产供应商之一，其渗透率有望持续抬升；同时，公司积极布局汽车热管理系统、摩托车智能仪表等相关产品，有望为公司带来新的增长点。我们预计 2024-2026 年营业总收入分别为 9.38 亿元、11.40 亿元、13.53 亿元，同比增速分别为 19.4%、21.5%、18.7%；对应归母净利润分别为 1.34 亿元、1.67 亿元、2.00 亿元，同比增速分别为 17.2%、24.0%、19.8%；对应 EPS 分别为 1.30 元、1.61 元、1.93 元，对应 PE 分别为 20.1x、16.2x、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、新业务及新客户拓展不及预期风险、产品价格年降风险、宏观经济和产业政策风险、原材料供应和价格波动风险、技术升级迭代风险、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)	713	785	938	1,140	1,353
YoY(%)	12.6	10.2	19.4	21.5	18.7
归母净利润(百万元)	104	115	134	167	200
YoY(%)	8.9	10.4	17.2	24.0	19.8
毛利率(%)	33.0	31.3	31.1	30.7	30.2
EPS(摊薄/元)	1.00	1.11	1.30	1.61	1.93
ROE(%)	21.0	8.0	8.6	9.6	10.3
P/E(倍)	26.0	23.5	20.1	16.2	13.5
P/B(倍)	5.4	1.9	1.7	1.6	1.4
净利率(%)	14.6	14.6	14.3	14.6	14.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

1、汽车进气系统及配件：汽车行业或有望维持当前增速，同时考虑到公司新增日产轩逸及现代起亚等合资客户、以及零跑、问界、理想等造车新势力客户，预期核心的汽车进气系统及配件业务有望继续向好。预计汽车流体管路及总成 2024-2026 年对应收入分别为 5.56 亿元、7.07 亿元、8.71 亿元，同比增速分别为 21.48%、27.02%、23.15%。

2、摩托车进气系统及配件：2022-2023 年摩托车需求逐步走弱；预计未来公司摩托车进气系统及配件业务有望借助下游需求回暖，2024-2026 年对应收入分别为 3.03 亿元、3.37 亿元、3.70 亿元，同比增速分别为 13.21%、11.45%、9.52%。

3、通用机械进气系统及配件：预期伴随着经济恢复，通用机械行业营收有望持续走高；公司作为通用机械进气系统及配件的厂商，有望继续受益。预计通用机械进气系统及配件业务 2024-2026 年对应收入分别为 0.32 亿元、0.34 亿元、0.35 亿元，同比增速分别为 3.80%、3.50%、3.20%。

4、其他业务收入：公司积极开发新能源汽车、摩托车等领域配套产品，同时持续围绕氢燃料电池领域进行研发储备。预计其他业务 2024-2026 年对应收入分别为 0.46 亿元、0.62 亿元、0.78 亿元，同比增速分别为 61.70%、33.56%、25.77%。

综上，我们预计营业总收入 2024-2026 年对应收入分别为 9.38 亿元、11.40 亿元、13.53 亿元，同比增速分别为 19.43%、21.51%、18.67%，对应总体毛利率分别为 31.08%、30.67%、30.23%。

表 1：收入成本拆分

业务收入 (百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
汽车进气系统及配 件	295.87	383.64	458.11	556.51	706.90	870.57
yoy	17.01%	29.66%	19.41%	21.48%	27.02%	23.15%
毛利率	36.63%	32.54%	27.72%	27.40%	27.00%	26.50%
摩托车进气系统及 配件	250.36	265.88	267.41	302.74	337.41	369.54
yoy	34.10%	6.20%	0.57%	13.21%	11.45%	9.52%
毛利率	38.10%	38.27%	32.80%	32.50%	32.20%	32.00%
通用机械进气系统 及配件	42.83	37.89	31.24	32.42	33.56	34.63
yoy	15.90%	1.42%	4.28%	3.80%	3.50%	3.20%
毛利率	40.65%	39.89%		39.50%	38.50%	38.30%
其他业务收入	44.09	25.64	28.67	46.36	61.92	77.88
yoy	-56.39%	-41.85%	11.85%	61.70%	33.56%	25.77%
毛利率	70.29%	62.47%		60.00%	60.00%	60.00%
营业总收入	633.14	713.04	785.43	938.04	1139.79	1352.62
yoy	10.43%	12.62%	10.15%	19.43%	21.51%	18.67%

业务收入 (百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	35.06%	32.98%	31.33%	31.08%	30.67%	30.23%

资料来源: Wind、华金证券研究所

二、可比公司估值

公司专注于进气系统及配件领域；根据主营产品的相似性，我们选取浙江仙通（汽车密封条等汽车零部件）、标榜股份（汽车用塑料流体管路）、溯联股份（汽车用流体管路及汽车塑料零部件）为恒勃股份的可比上市公司；相较可比公司而言，恒勃股份的估值略高，但各公司在具体产品类型、下游客户等方面存在一定差异。考虑到下游汽车行业需求景气大概率仍将延续，叠加公司新定点项目逐步落地及新业务的协同开展，公司业绩有望继续向好，或带动整体估值提升。

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
603239.SH	浙江仙通	42.50	0.8	1.02	19.63	15.39
301181.SZ	标榜股份	25.31	1.5	1.76	14.42	12.29
301397.SZ	溯联股份	33.60	2.02	2.54	16.63	13.22
	平均值	33.80	1.44	1.77	16.40	16.89
301225.SZ	恒勃股份	26.97	1.30	1.61	20.07	16.20

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、恒勃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 24 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	468	1359	1525	1745	1963	营业收入	713	785	938	1140	1353
现金	39	600	653	804	898	营业成本	478	539	647	790	944
应收票据及应收账款	184	200	258	299	362	营业税金及附加	6	6	8	9	11
预付账款	3	5	5	7	7	营业费用	15	16	19	21	24
存货	149	154	209	234	295	管理费用	52	59	63	69	75
其他流动资产	94	400	400	400	401	研发费用	41	46	52	61	70
非流动资产	310	400	416	457	496	财务费用	-1	-7	-12	-12	-13
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-10	-8	0	0	0
固定资产	154	275	298	332	365	公允价值变动收益	0	2	1	1	1
无形资产	39	42	45	49	53	投资净收益	1	1	1	1	1
其他非流动资产	117	83	74	76	77	营业利润	114	129	168	208	250
资产总计	778	1759	1941	2201	2458	营业外收入	2	3	0	0	0
流动负债	273	322	370	464	521	营业外支出	0	1	0	0	0
短期借款	0	2	2	2	2	利润总额	116	131	168	208	250
应付票据及应付账款	224	269	322	401	462	所得税	12	16	34	42	50
其他流动负债	49	51	46	61	57	税后利润	104	115	134	167	200
非流动负债	10	5	5	5	5	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	104	115	134	167	200
其他非流动负债	10	5	5	5	5	EBITDA	146	148	188	220	264
负债合计	283	327	375	469	526						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	78	103	103	103	103	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	45	841	841	841	841	成长能力					
留存收益	372	487	622	788	988	营业收入(%)	12.6	10.2	19.4	21.5	18.7
归属母公司股东权益	495	1431	1566	1732	1932	营业利润(%)	5.8	12.6	30.7	24.0	19.8
负债和股东权益	778	1759	1941	2201	2458	归属于母公司净利润(%)	8.9	10.4	17.2	24.0	19.8
						获利能力					
						毛利率(%)	33.0	31.3	31.1	30.7	30.2
						净利率(%)	14.6	14.6	14.3	14.6	14.8
						ROE(%)	21.0	8.0	8.6	9.6	10.3
						ROIC(%)	20.5	6.9	7.6	8.6	9.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	36.3	18.6	19.3	21.3	21.4
						流动比率	1.7	4.2	4.1	3.8	3.8
						速动比率	0.8	3.4	3.2	3.0	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	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1
						应付账款周转率	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2
						估值比率					
						P/E	26.0	23.5	20.1	16.2	13.5
						P/B	5.4	1.9	1.7	1.6	1.4
						EV/EBITDA	18.2	12.3	9.4	7.3	5.7

现金流量表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	116	142	95	212	158
净利润	104	115	134	167	200
折旧摊销	31	35	38	34	40
财务费用	-1	-7	-12	-12	-13
投资损失	-1	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-29	-15	-65	25	-66
其他经营现金流	11	15	-0	-0	-0
投资活动现金流	-99	-415	-54	-73	-78
筹资活动现金流	-20	791	12	12	13
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.11	1.30	1.61	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.12	1.37	0.91	2.05	1.53
每股净资产(最新摊薄)	4.79	13.84	15.14	16.76	18.69

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