

## 内伸和外延双轮驱动，空悬业务放量可期

### 投资要点

- 事件:** (1) 公司发布2023年年度报告, 2023年实现营收172.44亿元, 同比+15.63%; 归母净利润11.31亿元, 同比+16.78%。其中, 2023Q4实现营收44.70亿元, 同环比分别-3.95%/-2.51%; 归母净利润2.56亿元, 同环比分别+17.02%/-25.80%。(2) 公司发布2024年一季度报告, 2024Q1实现营收46.92亿元, 同环比分别+21.58%/+4.97%; 归母净利润3.61亿元, 同环比分别+37.56%/+41.02%。(3) 2024年以来, 公司已公告空气悬挂系统总成产品项目订单全生命周期总金额约为16.66亿元。
- 海外并购项目中国落地业绩超预期。** 2023年, 公司在亚洲、欧洲、美洲三大区域生产占比分别为61.18%、30.01%、8.81%。通过对全球资源的有效整合, 实现了内伸和外延的双轮驱动。公司积极推进海外企业并购业务的国内落地战略, 业绩增速超预期。(1) 密封业务: KACO中国(无锡嘉科、安徽嘉科) 2023年实现营收7.85亿元, 同比+24.70%, 净利润1.23亿元, 同比+41.94%。(2) NVH业务: WEGU国产化进展顺利, 业绩增长趋势良好。2023年, 安徽威固实现营收2.62亿元, 同比+10.44%, 净利润0.37亿元, 同比增长58.79%。(3) 冷却管路业务: 公司通过并购TFH完成冷却系统管路总成升级并开拓海外市场, 同时设立安徽特思通, 实现TFH国产化落地运营。2023年, 安徽特思通实现营收9.49亿元, 同比增长67.53%, 净利润0.62亿元, 同比增长59.96%。
- 新能源领域业务发展势头良好。** 公司积极布局新能源汽车领域, 以智能底盘系统为核心, 同时在热管理管路、电池包电机密封等多个新能源板块处于国际领先水平。2023年新能源领域业务已经达到59.76亿元销售额, 占2023年汽车业务营业收入比例为36.27%, 同比提升10.52pp, 其中国内新能源领域业务销售额为43.23亿元, 占2023年国内营业收入比例为53.10%。
- 三大增量业务新获订单充足。** 根据公司年报披露, 截至目前, 公司国内空悬业务已获订单总产值约为121亿元, 其中总成产品订单总产值约为17亿元, 未来有望拿到更多项目定点; 轻量化业务累计获得订单约为85亿元; 热管理系统业务累计获得订单约为120亿元。
- 盈利预测与投资建议。** 随着公司各板块业务国内落地公司业绩稳步提升, 业务订单持续放量量产, 业绩保持快速增长。预计公司2024-2026年归母净利润分别为14.09/16.71/19.12亿元, CAGR为19.1%。给予公司2024年18倍PE, 对应目标价19.26元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 市场竞争加剧、原材料价格波动、海外经营环境变化、增量业务项目落地不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	172.44	196.37	225.21	258.20
增长率	15.63%	13.87%	14.69%	14.65%
归属母公司净利润(亿元)	11.31	14.09	16.71	19.12
增长率	16.78%	24.5%	18.6%	14.4%
每股收益EPS(元)	0.86	1.07	1.27	1.45
净资产收益率ROE	9.20%	10.30%	11.06%	11.43%
PE	15	12	10	9
PB	1.43	1.29	1.16	1.05

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声  
执业证号: S1250522040001  
电话: 010-57758531  
邮箱: zllans@swsc.com.cn  
联系人: 冯安琪  
电话: 021-58351905  
邮箱: faz@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)	13.16
流通A股(亿股)	13.14
52周内股价区间(元)	8.8-13.8
总市值(亿元)	173.12
总资产(亿元)	231.34
每股净资产(元)	9.39

### 相关研究

- 中鼎股份(000887): 非轮胎橡胶制品龙头, 三大增量业务放量可期 (2024-04-13)

## 盈利预测

### 关键假设：

**(1) 密封业务：**公司通过海外收购成行业龙头，国内落地公司业绩稳步提升。公司于 2011 年收购 COOPER 油封公司，于 2012 年收购全球知名高端密封件供应商美国 ACUSHNET，并在 2014 年收购全球领先的高精度密封公司德国 KACO，借此掌握了国际前三的密封系统技术，并拓展了优质客户，确立行业龙头地位。同时通过收购海外高端技术开拓国内市场，国内落地公司 KACO 中国（无锡嘉科、安徽嘉科）业绩近年来保持稳步提升。预计 2024-2026 年密封业务营收分别同比增长 10%/ 10%/ 10%，毛利率分别为 26.6%/ 26.8%/ 27.0%。

**(2) 降噪减震业务：**NVH 模块是中鼎股份五大核心战略业务板块之一，公司于 2015 年收购了欧洲抗震降噪技术领跑者德国 WEGU 并进入宝马、奔驰等高端品牌汽车的供应领域，其核心产品硅胶动力吸振技术在橡胶减振降噪领域位居全球同行前列，2021 年控股股东中鼎集团收购日本普利司通股份有限公司旗下减震业务公司以开拓日本市场。公司积极推进海外企业并购业务的国内落地战略，业绩处于良好增长态势。预计 2024-2026 年营收分别同比增长 10%/ 10%/ 10%，毛利率分别 20.5%/ 21.0%/ 21.0%。

**(3) 空悬业务：**国内安徽安美科项目持续放量，海外 AMK 稳健增长，预计 2024-2026 年营收同比分别增长 64.6%/ 21.3% /23.8%，（2024 年 AMK 中国客户放量，增幅较大）毛利率分别 24.0%/ 23.0% /23.0%。

**(4) 轻量化业务：**国内安徽望锦产能利用率提升，预计 2024-2026 年营收同比分别增长 14.4%/ 18.2%/ 11.5%。随着业务规模扩大，毛利率持续向好，预计 2024-2026 年毛利率分别 13.0%/ 16.0% /16.0%。

**(5) 冷却管路业务：**凭借 TFH 的品牌、技术、客户资源及质量，公司在国内冷却管路市场快速占据一席之地，在手订单充足。随着新能源车市场放量及配套管路单车价值量提升，营收有望持续提升。预计中鼎流体、特思通国外、特思通国内 2024-2026 年合计营收同比分别增长 15.4%/ 22.3%/ 22.8%，毛利率分别 16.3%/ 16.5%/ 17.0%。

**(6) 其他业务：**预计 2024-2026 年营收均同比增长 3%，毛利率分别维持 33%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
密封业务	收入	36.34	39.97	43.97	48.37
	增速	14.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	26.0%	26.6%	26.8%	27.0%
降噪减震业务	收入	36.00	39.60	43.56	47.92
	增速	4.84%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	18.73%	20.50%	21.00%	21.00%
空悬业务	收入	8.22	13.53	16.42	20.32
	增速	20.1%	64.6%	21.3%	23.8%
	毛利率	22.7%	24.0%	23.0%	23.0%

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
轻量化业务	收入	19.23	22.00	26.00	29.00
	增速	71.94%	14.4%	18.2%	11.5%
	毛利率	9.40%	13.0%	16.0%	16.0%
冷却管路业务	收入	51.86	59.85	73.20	89.87
	增速	19.9%	15.4%	22.3%	22.8%
	毛利率	16.5%	16.3%	16.5%	17.0%
其他	收入	20.79	21.41	22.06	22.72
	增速	-1.4%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	45.1%	33.0%	33.0%	33.0%
合计	收入	172.44	196.37	225.21	258.20
	增速	16.11%	13.87%	14.69%	14.65%
	毛利率	22.0%	21.2%	21.4%	21.4%

数据来源：公司公告，西南证券

## 相对估值

我们选取与公司主营业务相近的拓普集团、浙江仙通、川环科技、保隆科技、天润工业作为可比公司，2024-2026 年 5 家公司平均 PE 分别为 18/ 14/ 12 倍。考虑到公司海外并购项目中国落地业绩持续向好，传统密封、减震业务稳健发展，空悬、冷却管路、轻量化底盘三大增量业务放量可期，公司业绩有望快速增长。给予公司 2024 年 18 倍 PE，对应目标价 19.26 元。维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2024.4.30）

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
601689.SH	拓普集团	731.50	62.91	1.95	2.50	3.33	3.99	32.26	25.12	18.91	15.75
603239.SH	浙江仙通	42.61	15.74	0.56	0.82	1.06	1.32	28.11	19.14	14.87	11.94
300547.SZ	川环科技	40.13	18.50	0.75	1.09	1.35	1.43	24.75	16.94	13.69	12.95
603197.SH	保隆科技	86.89	40.98	1.82	2.49	3.27	3.85	22.52	16.46	12.52	10.63
002283.SZ	天润工业	58.57	5.14	0.35	0.47	0.57	0.69	14.69	10.93	9.09	7.45
平均值								24.46	17.72	13.81	11.74
000887.SZ	中鼎股份	173.12	13.15	0.86	1.07	1.27	1.45	15.30	12.28	10.36	9.05

数据来源：Wind 一致性预期，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	172.44	196.37	225.21	258.20	净利润	11.13	13.86	16.44	18.81
营业成本	134.59	154.69	176.99	202.99	折旧与摊销	6.92	6.26	6.49	6.73
营业税金及附加	1.03	1.24	1.39	1.60	财务费用	1.69	2.24	1.97	1.84
销售费用	4.89	5.61	6.29	7.30	资产减值损失	-0.60	-0.60	-0.72	-0.64
管理费用	9.92	21.12	24.11	27.12	经营营运资本变动	-3.89	-1.04	-8.13	-9.68
财务费用	1.69	2.24	1.97	1.84	其他	-0.79	-1.21	-2.65	-4.19
资产减值损失	-0.60	-0.60	-0.72	-0.64	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>14.45</b>	<b>19.52</b>	<b>13.40</b>	<b>12.87</b>
投资收益	1.63	4.42	4.42	4.42	资本支出	-6.18	-7.00	-8.00	-9.00
公允价值变动损益	-0.44	-0.10	-0.18	-0.20	其他	-2.37	4.70	4.24	4.22
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-8.55</b>	<b>-2.30</b>	<b>-3.76</b>	<b>-4.78</b>
<b>营业利润</b>	<b>13.77</b>	<b>16.39</b>	<b>19.43</b>	<b>22.21</b>	短期借款	2.62	-1.30	-2.00	-2.00
其他非经营损益	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	长期借款	4.74	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>13.69</b>	<b>16.31</b>	<b>19.34</b>	<b>22.13</b>	股权融资	-0.32	0.00	0.00	0.00
所得税	2.56	2.45	2.90	3.32	支付股利	-2.63	-1.91	-2.38	-2.82
净利润	11.13	13.86	16.44	18.81	其他	-10.49	-3.22	-1.97	-1.84
少数股东损益	-0.19	-0.23	-0.27	-0.31	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-6.09</b>	<b>-6.43</b>	<b>-6.35</b>	<b>-6.66</b>
归属母公司股东净利润	11.31	14.09	16.71	19.12	<b>现金流量净额</b>	<b>-0.99</b>	<b>10.79</b>	<b>3.29</b>	<b>1.43</b>
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	21.77	32.55	35.85	37.28	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	49.39	55.35	63.84	73.16	销售收入增长率	16.11%	13.87%	14.69%	14.65%
存货	35.09	39.25	44.14	51.56	营业利润增长率	22.91%	19.02%	18.51%	14.34%
其他流动资产	25.87	18.65	20.66	22.96	净利润增长率	17.64%	24.55%	18.60%	14.40%
长期股权投资	2.74	2.74	2.74	2.74	EBITDA 增长率	16.66%	11.27%	12.00%	10.39%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	52.99	55.09	57.96	61.60	毛利率	21.95%	21.23%	21.41%	21.38%
无形资产和开发支出	31.01	29.73	28.45	27.17	三费率	9.57%	14.75%	14.37%	14.05%
其他非流动资产	9.59	9.50	9.42	9.33	净利率	6.45%	7.06%	7.30%	7.28%
<b>资产总计</b>	<b>228.44</b>	<b>242.87</b>	<b>263.06</b>	<b>285.80</b>	ROE	9.20%	10.30%	11.06%	11.43%
短期借款	25.30	24.00	22.00	20.00	ROA	4.87%	5.71%	6.25%	6.58%
应付和预收款项	44.84	50.27	58.14	66.60	ROIC	8.69%	10.26%	11.29%	11.69%
长期借款	25.90	25.90	25.90	25.90	EBITDA/销售收入	12.98%	12.68%	12.38%	11.92%
其他负债	11.43	8.12	8.38	8.68	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>107.48</b>	<b>108.29</b>	<b>114.42</b>	<b>121.18</b>	总资产周转率	0.78	0.83	0.89	0.94
股本	13.16	13.16	13.16	13.16	固定资产周转率	3.84	4.18	4.79	5.48
资本公积	33.93	33.93	33.93	33.93	应收账款周转率	4.37	4.38	4.38	4.38
留存收益	75.22	87.40	101.73	118.03	存货周转率	3.85	4.10	4.09	4.10
归属母公司股东权益	120.64	134.49	148.82	165.12	销售商品提供劳务收到现金营业收入	91.23%	—	—	—
少数股东权益	0.32	0.09	-0.18	-0.50	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>120.96</b>	<b>134.58</b>	<b>148.64</b>	<b>164.62</b>	资产负债率	47.05%	44.59%	43.50%	42.40%
负债和股东权益合计	228.44	242.87	263.06	285.80	带息债务/总负债	47.64%	46.08%	41.87%	37.88%
					流动比率	1.76	1.92	2.00	2.08
					速动比率	1.29	1.40	1.46	1.50
					股利支付率	23.27%	13.57%	14.25%	14.77%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	22.38	24.90	27.89	30.78	每股收益	0.86	1.07	1.27	1.45
PE	15.30	12.28	10.36	9.05	每股净资产	9.16	10.22	11.30	12.54
PB	1.43	1.29	1.16	1.05	每股经营现金	1.10	1.48	1.02	0.98
PS	1.00	0.88	0.77	0.67	每股股利	0.20	0.15	0.18	0.21
EV/EBITDA	8.56	7.10	6.15	5.46					
股息率	1.52%	1.10%	1.38%	1.63%					

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

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
	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
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	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
	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
北京	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
	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	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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

---