

23年营收稳步增长, 24Q1盈利能力环比改善

投资要点

- **事件:** 2023年公司实现营收21.0亿元, 同比+16.3%, 实现归母净利润2.4亿元, 同比-3.9%。分拆单季度看, Q4实现营收6.0亿元, 同比+10.9%, 环比+7.2%, 实现归母净利润0.5亿元, 同比-32.6%, 环比-17.4%。24Q1公司实现营收5.0亿元, 同比+12.4%, 环比-15.7%, 实现归母净利润0.5亿元, 同比+1.8%, 环比-5.3%。
- **23年毛利率承压, 24Q1盈利能力环比改善。** 23年公司毛利率/净利率分别为25.6%/11.2%, 同比-2.8pp/-2.5pp。分业务来看, 锥齿轮业务毛利率29.6%, 同比-3.7pp, 结合齿业务毛利率18.8%, 同比-0.04pp, 总成类业务毛利率24.6%, 同比-1.0pp, 毛利率整体承压, 预计主要受规模效应未充分显现以及产品“年降”影响。24Q1盈利能力有所改善, 公司毛利率27.4%, 同比-0.7pp, 环比+3.3pp; 期间费用率15.7%, 同比-1.0pp, 其中财务费用率为1.9%, 同比-1.2pp, 主要系增加可转债利息所致(利息收入: 本期864.31万元, 上期486.73万元)。
- **总成产品持续放量, 新能源布局兑现高业绩。** 23年公司锥齿轮类/结合齿类/总成类产品收入8.5/2.0/4.1亿元, 同比+1.4%/+3.1%/+40.3%。具体来看, 总成产品增长强劲, 占营业收入比重达19.7%, 同比+3.4pp, 主要受益于北美大客户项目放量增长以及沃尔沃等客户新项目的进入批量生产。长期看, 公司于2023年2月发行可转债募集资金, 新募投资项目包括年产能180万套的差速器总成项目, 建成周期为两年, 产能扩张将助力差速器总成业务实现新突破。此外, 公司积极拥抱新能源时代并开展相关产品类开发与客户拓展, 23年新能源车配套产品销量490万件, 产销量基本接近1:1, 实现收入4.7亿元, 占营业收入22.4%, 同比+1.3pp。公司23年其他产品类销量同比增长34.5%至1142.5万件, 对应收入5.9亿元, 同比+36.4%, 主要系轴类件、异形件、盘类件等产品客户需求增长和新项目进入批量生产, 未来有望进一步利好公司业绩增长。
- **项目储备充足, 24年有望兑现不低于25%营收增速。** 公司年报披露, 23年新立项的新产品项目41项; 完成样件提交/小批量试生产的项目64项; 实现批产的新项目35项, 客户覆盖北美、日韩、欧洲等外资客户以及国内的各大主机厂及Tier1的零部件供应商, 获得了通用、长城、伊顿、沃尔沃、GKN、ZF、H公司等新项目的定点, 今年预计仍有望实现超25%的营收增长。2024年, 公司将积极拓展新能源电动车领域和铝合金轻量化领域的新客户新产品; 完成泰国工厂一期项目的厂房建设和生产线安装调试; 并针对北美及欧洲客户逐步开展当地生产基地的调研规划。伴随公司对海外布局的持续推进, 公司业绩有望实现新的突破。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年归母净利润分别为3.0/3.5/4.0亿元, 24-26年归母净利润复合增长率为19.14%, 对应PE分别为16/13/12倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争风险, 原材料价格波动风险, 下游客户销量不及预期风险, 政策调整风险, 地缘政治风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2103.39	2629.23	3256.58	3948.62
增长率	16.32%	25.00%	23.86%	21.25%
归属母公司净利润(百万元)	237.61	304.38	354.25	401.80
增长率	-3.94%	28.10%	16.39%	13.42%
每股收益EPS(元)	0.49	0.63	0.74	0.83
净资产收益率ROE	6.29%	7.94%	8.60%	9.06%
PE	20	16	13	12
PB	1.26	1.24	1.15	1.07

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: zlans@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)	4.82
流通A股(亿股)	4.64
52周内股价区间(元)	7.66-16.22
总市值(亿元)	47.26
总资产(亿元)	64.42
每股净资产(元)	7.54

相关研究

1. 精锻科技(300258): Q3收入持续增长, 电动化配套顺利推进 (2023-10-23)
2. 精锻科技(300258): Q2业绩亮眼, 差速器总成高增 (2023-08-31)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：考虑新能源汽车渗透率逐步提升，叠加公司积极开发新客户新项目，特别是以电动差速器总成为主的电动化配套业务有望保持增长态势，预计 24/25/26 年锥齿轮类销量同比增长 10%/9%/8%，结合齿类产品销量同比增长 8%/7%/6%，总成类产品销量 320/400/440 万件。受行业竞争加剧影响，产业链面临降价趋势，故假设 24/25/26 年锥齿轮类均价 20/19/18 元/件，结合齿类均价 29.5/28.0/26.5 元/件，总成类产品均价 200/200/200 元/件（公司在差速器总成产品具备一定市场竞争力，价格有望维持稳定）。

假设 2：考虑单价下降，假设 24-26 年公司锥齿类、结合齿毛利率分别为 29.60%/29.55%/29.50%、18.80%/18.77%/18.74%。总成类产品方面，公司产能利用率稳步提升，规模效应显现，叠加主要原材料成本可控，预计 24-26 年毛利率为 25.0%/25.3%/25.6%。

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：分业务收入及毛利率

单位：万元		2023A	2024E	2025E	2026E
锥齿轮类	收入	85260.79	88959.83	92117.90	94251.16
	增速	1.35%	5.74%	3.55%	2.32%
	成本	60015.07	62627.72	64897.06	66447.07
	毛利率	29.61%	29.60%	29.55%	29.50%
结合齿类	收入	19710.09	20920.52	21246.74	21315.03
	增速	3.12%	6.14%	1.56%	0.32%
	成本	15998.68	16987.46	17258.72	17320.59
	毛利率	18.83%	18.80%	18.77%	18.74%
差速器总成	收入	41407.62	64000.00	80000.00	88000.00
	增速	40.31%	54.56%	25.00%	10.00%
	成本	31225.48	48000.00	59760.00	65472.00
	毛利率	24.59%	25.00%	25.30%	25.60%
其他产品类	收入	58839.50	83768.66	126,861.20	185,700.63
	增速	36.38%	42.37%	51.44%	46.38%
	成本	49066.26	69946.83	105929.10	155060.03
	毛利率	16.61%	16.50%	16.50%	16.50%
其他业务	收入	5120.66	5274.28	5432.51	5595.48
	增速	3.9%	3.00%	3.00%	3.00%
	成本	119.31	105.49	108.65	111.91
	毛利率	97.67%	98%	98%	98%
合计	收入	210338.65	262923.29	325658.34	394862.30
	增速	16.32%	25.00%	23.86%	21.25%
	成本	156424.80	197667.50	247953.54	304411.60
	毛利率	25.63%	24.82%	23.86%	22.91%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取了行业中与精锻科技业务最相近的双环股份、豪能股份及新坐标 3 家公司作比较，截止 5 月 10 日收盘，2024-2026 年 3 家公司平均 PE 分别为 17/13/11 倍。结合可比公司和行业估值，考虑公司产能释放、降本增效持续推进、铝合金材料及铝合金锻件产品持续推广，给予公司 2024 年 20 倍 PE，对应目标价 12.60 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002472.SZ	双环传动	23.97	0.97	1.21	1.51	1.82	24.71	19.76	15.87	13.17
603809.SH	豪能股份	12.71	0.47	0.74	0.94	1.16	27.28	17.18	13.59	10.93
603040.SH	新坐标	21.26	1.38	1.62	1.93	2.23	15.41	13.16	10.99	9.53
平均值							22.47	16.70	13.48	11.21
300258.SZ	精锻科技	9.81	0.49	0.63	0.74	0.83	19.89	15.53	13.34	11.76

数据来源：Wind（可比公司股价截止 2024 年 5 月 10 日收盘价），西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2103.39	2629.23	3256.58	3948.62	净利润	236.12	303.67	353.20	400.47
营业成本	1564.20	1976.67	2479.54	3044.12	折旧与摊销	296.28	483.97	539.44	570.04
营业税金及附加	19.95	24.94	30.89	37.45	财务费用	18.76	7.50	-1.72	-14.22
销售费用	13.67	13.15	16.28	15.79	资产减值损失	-3.36	-3.30	-3.00	-2.70
管理费用	135.36	262.92	328.91	406.71	经营营运资本变动	-71.88	-124.16	-155.84	-172.78
财务费用	18.76	7.50	-1.72	-14.22	其他	68.82	1.38	0.50	1.53
资产减值损失	-3.36	-3.30	-3.00	-2.70	经营活动现金流净额	544.74	669.06	732.58	782.34
投资收益	5.66	8.51	8.51	8.51	资本支出	-603.79	-340.00	-340.00	-340.00
公允价值变动损益	1.43	1.38	1.36	1.38	其他	-371.59	9.89	9.88	9.89
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-975.38	-330.11	-330.12	-330.11
营业利润	277.71	357.24	415.56	471.36	短期借款	-572.67	-31.54	30.48	42.64
其他非经营损益	0.72	0.85	0.94	0.88	长期借款	166.73	-80.00	-80.00	-80.00
利润总额	278.43	358.09	416.50	472.24	股权融资	-44.18	0.00	0.00	0.00
所得税	42.32	54.42	63.30	71.77	支付股利	-59.06	-56.73	-72.68	-84.59
净利润	236.12	303.67	353.20	400.47	其他	989.82	-133.78	1.72	14.22
少数股东损益	-1.49	-0.71	-1.05	-1.33	筹资活动现金流净额	480.64	-302.05	-120.47	-107.73
归属母公司股东净利润	237.61	304.38	354.25	401.80	现金流量净额	63.54	36.90	281.99	344.51
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1103.22	1140.12	1422.11	1766.62	成长能力				
应收和预付款项	580.19	735.94	907.05	1101.45	销售收入增长率	16.32%	25.00%	23.86%	21.25%
存货	542.17	728.41	918.91	1131.47	营业利润增长率	-1.05%	28.63%	16.33%	13.43%
其他流动资产	189.98	193.62	201.85	210.94	净利润增长率	-4.72%	28.61%	16.31%	13.38%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	10.18%	43.18%	12.32%	7.75%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3307.95	3160.43	2961.03	2734.64	毛利率	25.63%	24.82%	23.86%	22.91%
无形资产和开发支出	278.50	283.68	285.26	283.24	三费率	7.98%	10.79%	10.55%	10.34%
其他非流动资产	253.86	252.23	250.60	248.98	净利率	11.23%	11.55%	10.85%	10.14%
资产总计	6255.87	6494.43	6946.82	7477.32	ROE	6.29%	7.94%	8.60%	9.06%
短期借款	565.91	534.37	564.85	607.49	ROA	3.77%	4.68%	5.08%	5.36%
应付和预收款项	663.29	888.47	1104.10	1348.61	ROIC	6.60%	7.47%	8.43%	9.29%
长期借款	231.16	151.16	71.16	-8.84	EBITDA/销售收入	28.18%	32.28%	29.27%	26.01%
其他负债	1039.28	1095.95	1101.71	1109.18	营运能力				
负债合计	2499.64	2669.96	2841.82	3056.44	总资产周转率	0.36	0.41	0.48	0.55
股本	481.78	481.78	481.78	481.78	固定资产周转率	0.86	0.89	1.06	1.39
资本公积	1245.90	1245.90	1245.90	1245.90	应收账款周转率	4.65	4.83	4.77	4.74
留存收益	1844.32	2091.97	2373.54	2690.75	存货周转率	2.81	2.93	2.88	2.86
归属母公司股东权益	3750.68	3819.64	4101.22	4418.43	销售商品提供劳务收到现金营业收入	98.02%	—	—	—
少数股东权益	5.54	4.83	3.78	2.45	资本结构				
股东权益合计	3756.23	3824.47	4105.00	4420.88	资产负债率	39.96%	41.11%	40.91%	40.88%
负债和股东权益合计	6255.87	6494.43	6946.82	7477.32	带息债务/总负债	65.99%	57.61%	52.38%	47.48%
					流动比率	1.91	1.85	1.95	2.04
					速动比率	1.48	1.37	1.43	1.49
					股利支付率	24.86%	18.64%	20.52%	21.05%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	592.76	848.71	953.28	1027.19	每股收益	0.49	0.63	0.74	0.83
PE	19.89	15.53	13.34	11.76	每股净资产	7.80	7.94	8.52	9.18
PB	1.26	1.24	1.15	1.07	每股经营现金	1.13	1.39	1.52	1.62
PS	2.25	1.80	1.45	1.20	每股股利	0.12	0.12	0.15	0.18
EV/EBITDA	8.25	5.65	4.68	3.97					
股息率	1.25%	1.20%	1.54%	1.79%					

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
	卞黎旸	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
