

差速器业务快速增长, 盈利能力显著改善

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年报, 2023 年公司实现营业收入 19.5 亿元, 同比增长 32.2%, 实现归母净利润 1.8 亿元, 同比下滑 13.9%; Q4 实现营业收入 6.1 亿元, 同比增长 53.2%, 环比增长 20.1%, 实现归母净利润 0.3 亿元, 同比下降 29.0%, 环比下降 46.6%。公司 2024 年一季报披露, 24Q1 实现营业收入 5.5 亿元, 同比增长 44.2%, 环比下滑 10.7%, 实现归母净利润 0.8 亿元, 同比增长 84.2%, 环比增长 146.9%。
- **23Q4/24Q1 毛利率同/环比持续改善。** 23 年公司毛利率 31.1%, 同比-3.5pp, 对应产品来看, 同步器/结合齿/差速器/航空零部件毛利率分别为 28.1%/39.1%/-1.9%/47.6%, 同比分别-1.0pp/+2.8pp/-5.8pp/-16.7pp, 单季度来看, 23Q4 毛利率为 32.8%, 同比+1.0pp, 环比+3.1pp。受益于公司汽车业务产能释放, 24 年以来公司毛利率得到持续改善, Q1 毛利率 36.0%, 同比+4.1pp, 环比+3.2pp, 后续规模效应带来的毛利率改善将进一步支撑公司利润增长。
- **差速器业务高速增长, 积极培育新盈利增长点。** 23 年公司差速器产品快速放量, 实现收入 2.7 亿元, 同比+124.5%。客户方面, 公司与比亚迪、麦格纳、吉利、舍弗勒、博格华纳、汇川、联合电子、蔚来、理想等客户在新能源汽车用差速器产品方面开展了多项合作, 基本实现了对新能源汽车制造商的全覆盖。展望 2024 年, 随着差速器壳体铸造产线调试完成并批量生产, 2024 年差速器总成销售规模及占比有望进一步快速提升。此外, 公司加快推进新能源汽车用空心电机轴、高精度同轴行星减速器的产线建设, 目前, 23 年投资建设 200 万件新能源汽车用空心电机轴可转债项目部分设备已经陆续到位并进行安装调试, 伴随后续项目投产, 公司配套能力有望得到快速提升, 成为公司新的盈利增长点。
- **出口业务成绩亮眼, 航空业务全面推进。** 23 年公司出口业务高速增长, 实现营业收入 2.4 亿元, 同比+53.0%, 占公司汽车零部件主营业务收入的比例达到 14%。当前, 公司为麦格纳(欧洲)、采埃孚多个项目全球独家供货商, 并出口德国、法国、斯洛伐克、意大利、巴西、土耳其等国, 基于公司与麦格纳、采埃孚、GFT 等知名客户的良好信任关系, 预计公司全球竞争力将不断增强。航空业务方面, 23 年公司实现营业收入 2.2 亿元, 同比+14.9%。此外, 公司在成都经开区为昊轶强提供的厂房已于 23 年实现量产; 新都航空产业园航空零部件研发制造项目已初步形成产能。未来, 随着更多新项目的逐渐落地, 以及民用航空业务、飞机加改装业务、商业航天业务的进一步拓展, 航空航天零部件业务的规模有望持续扩大。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.70/0.83/1.05 元, 三年归母净利润年复合增速 31.24%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险、主机厂降价导致利润率大幅下滑风险、新业务进度不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1945.64	2351.48	2716.78	3112.71
增长率	32.20%	20.86%	15.53%	14.57%
归属母公司净利润(百万元)	181.96	273.78	327.42	411.29
增长率	-13.92%	50.46%	19.59%	25.61%
每股收益 EPS(元)	0.46	0.70	0.83	1.05
净资产收益率 ROE	8.06%	11.54%	12.55%	14.14%
PE	27	18	15	12
PB	2.22	2.12	1.93	1.73

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)	3.93
流通 A 股(亿股)	3.93
52 周内股价区间(元)	7.26-13.72
总市值(亿元)	49.95
总资产(亿元)	53.33
每股净资产(元)	5.70

相关研究

1. 豪能股份(603809): 商用车表现亮眼, 航空业务持续推进 (2023-11-04)
2. 豪能股份(603809): 差速器、商用车表现亮眼, 电机轴顺利推进 (2023-08-10)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：受燃油车市场下滑影响，预计 2024-2026 年公司同步器、结合齿收入增速分别为 3%/2%/1%、5%/4%/3%。

假设 2：受益于新能源汽车渗透率提升，公司差速器产能释放，假设差速器收入增速 100%/40%/30%。

假设 3：伴随新项目的逐渐落地，以及民用航空业务、飞机加改装业务、商业航天业务的进一步拓展，航空航天零部件业务规模有望持续扩大，预计公司航空零部件业务收入增速 10%/11%/12%。

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：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
同步器	收入	861.05	886.88	904.62	913.66
	增速	25.39%	3.00%	2.00%	1.00%
结合齿	收入	333.31	349.97	363.97	374.89
	增速	8.70%	5.00%	4.00%	3.00%
差速器	收入	271.97	543.94	761.51	989.96
	增速	124.54%	100.00%	40.00%	30.00%
航空零部件	收入	221.71	243.88	270.70	303.19
	增速	14.87%	10.00%	11.00%	12.00%
其他主营业务	收入	217.24	282.41	367.14	477.28
	增速	67.88%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	收入	40.37	44.40	48.84	53.73
	增速	15.66%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	1,945.64	2,351.48	2,716.78	3,112.71
	增速	35.41%	20.86%	15.53%	14.57%
	毛利率	31.06%	29.52%	30.21%	31.72%

数据来源：公司公告，西南证券

综合考虑业务范围，选择精锻科技、双环传动、新坐标作为可比公司，2024 年三家公司平均 PE 为 16 倍。考虑到公司差速器壳体铸造产线已完成调试并进行试生产，泸州豪能将继续围绕差速器总成产业链进行建设，差速器业务将成未来重要增长点，此外，公司在成都经开区为昊轶强提供的厂房已实现量产，航空零部件业务规模有望进一步增大，给予公司 2024 年 22 倍 PE，对应目标价 15.4 元。24-26 年公司归母净利润年复合增速为 31.24%，对应 PEG 小于 1 (0.70)，处于合理估值范围。

表 2：可比公司估值（截止 2024.5.10 收盘价）

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
300258.SZ	精锻科技	9.81	0.49	0.61	0.77	0.93	19.89	16.02	12.66	10.59
002472.SZ	双环传动	23.97	0.97	1.22	1.52	1.82	24.71	19.72	15.82	13.17
603040.SH	新坐标	21.26	1.38	1.60	1.91	2.23	15.41	13.27	11.14	9.53
平均值							20.00	16.34	13.21	11.09
603809.SH	豪能股份	12.71	0.46	0.70	0.83	1.05	27.45	18.25	15.26	12.15

数据来源：Wind, 西南证券整理

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	1945.64	2351.48	2716.78	3112.71	净利润	181.00	272.33	325.68	409.11
营业成本	1341.37	1657.32	1896.07	2125.24	折旧与摊销	221.64	339.19	394.29	421.29
营业税金及附加	22.60	27.32	31.56	36.16	财务费用	79.08	76.79	78.42	75.46
销售费用	29.48	35.27	41.84	49.80	资产减值损失	-12.95	-7.00	-7.00	-7.00
管理费用	104.06	235.15	285.26	342.40	经营营运资本变动	-441.96	143.52	-182.26	-145.99
财务费用	79.08	76.79	78.42	75.46	其他	294.37	15.58	12.35	13.24
资产减值损失	-12.95	-7.00	-7.00	-7.00	经营活动现金流净额	321.17	840.40	621.49	766.11
投资收益	-58.11	0.59	0.59	0.59	资本支出	-322.17	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-286.20	0.59	0.59	0.59
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-608.38	-299.41	-299.41	-299.41
营业利润	217.02	327.22	391.22	491.24	短期借款	89.06	-25.07	-10.00	-10.00
其他非经营损益	0.17	-0.44	-0.41	-0.32	长期借款	450.46	200.00	150.00	100.00
利润总额	217.19	326.79	390.82	490.92	股权融资	-2.90	0.00	0.00	0.00
所得税	36.20	54.46	65.13	81.81	支付股利	-70.88	-61.01	-91.79	-109.78
净利润	181.00	272.33	325.68	409.11	其他	-138.41	-451.07	-78.42	-75.46
少数股东损益	-0.97	-1.45	-1.74	-2.18	筹资活动现金流净额	327.33	-337.15	-30.21	-95.24
归属母公司股东净利润	181.96	273.78	327.42	411.29	现金流量净额	41.39	203.84	291.87	371.46
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	360.49	564.33	856.20	1227.66	成长能力				
应收和预付款项	787.80	853.92	1007.06	1162.85	销售收入增长率	32.20%	20.86%	15.53%	14.57%
存货	665.67	932.50	1058.29	1168.46	营业利润增长率	-11.27%	50.78%	19.56%	25.57%
其他流动资产	129.50	15.23	17.60	20.17	净利润增长率	-17.22%	50.46%	19.59%	25.61%
长期股权投资	22.96	22.96	22.96	22.96	EBITDA 增长率	10.93%	43.55%	16.25%	14.36%
投资性房地产	1.09	1.09	1.09	1.09	获利能力				
固定资产和在建工程	2647.06	2630.07	2557.98	2458.88	毛利率	31.06%	29.52%	30.21%	31.72%
无形资产和开发支出	402.07	381.59	361.12	340.64	三费率	10.93%	14.77%	14.93%	15.02%
其他非流动资产	288.42	286.69	284.97	283.24	净利率	9.30%	11.58%	11.99%	13.14%
资产总计	5305.05	5688.39	6167.26	6685.96	ROE	8.06%	11.54%	12.55%	14.14%
短期借款	375.07	350.00	340.00	330.00	ROA	3.41%	4.79%	5.28%	6.12%
应付和预收款项	618.54	835.34	953.41	1062.14	ROIC	7.15%	8.88%	10.36%	12.21%
长期借款	913.74	1113.74	1263.74	1363.74	EBITDA/销售收入	26.61%	31.61%	31.80%	31.74%
其他负债	1152.47	1028.92	1015.83	1036.46	营运能力				
负债合计	3059.83	3328.01	3572.99	3792.35	总资产周转率	0.39	0.43	0.46	0.48
股本	393.02	393.02	393.02	393.02	固定资产周转率	1.06	1.01	1.05	1.24
资本公积	296.17	296.17	296.17	296.17	应收账款周转率	3.61	3.30	3.42	3.34
留存收益	1459.83	1672.60	1908.23	2209.75	存货周转率	2.04	2.07	1.89	1.90
归属母公司股东权益	2245.18	2361.78	2597.42	2898.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.89%	—	—	—
少数股东权益	0.05	-1.40	-3.14	-5.33	资本结构				
股东权益合计	2245.23	2360.38	2594.27	2893.61	资产负债率	57.68%	58.51%	57.93%	56.72%
负债和股东权益合计	5305.05	5688.39	6167.26	6685.96	带息债务/总负债	56.25%	56.97%	56.99%	56.06%
					流动比率	1.36	1.58	1.85	2.09
					速动比率	0.90	0.96	1.18	1.41
					股利支付率	38.95%	22.28%	28.03%	26.69%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	517.75	743.20	863.93	987.99	每股收益	0.46	0.70	0.83	1.05
PE	27.45	18.25	15.26	12.15	每股净资产	5.71	6.01	6.60	7.36
PB	2.22	2.12	1.93	1.73	每股经营现金	0.82	2.14	1.58	1.95
PS	2.57	2.12	1.84	1.60	每股股利	0.18	0.16	0.23	0.28
EV/EBITDA	12.45	8.26	6.93	5.77					
股息率	1.42%	1.22%	1.84%	2.20%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	wyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎暘	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	zymf@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	gonggy@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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
北京	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	lmtyf@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
