

毛利率维持高位, 盈利能力持续提升

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年半年报, 2024年上半年实现营收5.9亿元, 同比增长26.4%; 归母净利润为0.6亿元, 同比增长24.0%。单二季度营收3.3亿元, 同比增长21.2%, 环比增长24.3%, 实现归母净利润0.3亿元, 同比增长39.1%, 环比下降-0.4%, 业绩稳步提升, 盈利能力持续向好。
- 海外收入占比持续提升, 毛利率维持高位。** 上半年公司综合毛利率30.9%, 同比增长7.0个百分点, 主要系公司出口收入占比提升所致。上半年公司海外营收4.0亿(2023年全年不足400万), 外销收入占比67.8%, 国际市场拓展顺利。上半年净利率10.3%, 同比下降0.1个百分点, 主要系财务费用、信用减值损失增加所致。
- 受可转债利息摊销影响, 期间费用率有所上升。** 2024年上半年公司期间费用率为15.4%, 同比增加2.7个百分点, 主要系可转债费用摊销导致财务费用增加所致。其中销售、管理、研发、财务费用分别同比-0.3、+0.1、-0.2、+3.1个百分点, 除财务费用外, 其他三项费用率同比持平。
- 海外市场拓展顺利, 在手订单屡创新高。** 2023年以来, 公司跟随出海与主动出海同步推进, 2023年公司成功中标宝武集团西芒杜铁矿项目, 中标金额12.8亿元; 2024年6月中标西部水泥乌干达项目, 预计实现1.1亿元收入, 海外拓展节奏顺利。目前公司在手订单充足, 可以满足未来1-2年的经营所需, 其中海外订单占比超过60%, 高毛利率的出口业务有望带动公司盈利能力持续提升。
- 产能逐步释放, 业绩有望迎来高速增长。** 公司自IPO以来持续受到产能不足影响, 2021-2023年产能利用率均在110%以上, 需要部分外协方可满足日常经营。2024年初, 公司IPO募投项目唐山曹妃甸基地投产, 在原有9万平米产能基础上释放额外2万平米, 产能限制得到缓解, 上半年业绩增速提升。随着下半年自贡基地逐步投产, 将继续释放7万平米产能, 瓶颈被打破, 业绩有望迎来高速增长期。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.9、2.9、4.2亿元, 对应EPS分别为1.2、1.8、2.59元, 未来三年归母净利润复合增速为59.5%。公司全球化布局加速中, 有望受益于海外市场需求增长, 给予公司2024年25倍估值, 对应目标价30.0元, 上调至“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格波动风险; 海外市场拓展不及预期风险; 汇率变动风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1053.46	1444.14	1950.53	2644.81
增长率	15.20%	37.09%	35.06%	35.59%
归属母公司净利润(百万元)	102.29	191.79	288.31	415.04
增长率	18.48%	87.50%	50.33%	43.95%
每股收益EPS(元)	0.64	1.20	1.80	2.59
净资产收益率ROE	4.91%	8.80%	12.26%	16.00%
PE	39	21	14	9
PB	1.90	1.82	1.68	1.53

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
联系人: 叶明辉
电话: 13909990246
邮箱: ymh@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)	1.60
流通A股(亿股)	0.59
52周内股价区间(元)	12.17-29.43
总市值(亿元)	39.43
总资产(亿元)	35.35
每股净资产(元)	11.88

相关研究

- 运机集团(001288): 牵手川发证券基金, 引入国资优化股权结构 (2024-07-29)
- 运机集团(001288): 与华为签署全面合作协议, 共同打造AI+传统产业融合示范项目 (2024-07-17)
- 运机集团(001288): 海外市场拓展加速, 开启增长新纪元 (2024-04-23)

盈利预测

关键假设：

- 1) 随着公司 IPO 募投项目投产，产能瓶颈突破，预计未来输送机设备业务稳步向上；同时公司积极布局智能化产线，数字孪生智能输送机项目达产后将贡献额外 4 万米产能。综合公司在手订单情况和产能释放节奏，预计 2024-2026 年公司输送机设备营收同比分别增加 38.74%、36.32%、37.11%。
- 2) 随着公司海外市场开拓、智能化产线放量，未来产品毛利率有望逐步提升，预计公司 2024-2026 年输送机设备毛利率分别为 30.5%、30.8%、31.0%。

基于以上假设，预计公司 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：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
输送机设备整机	收入	960.67	1332.80	1816.92	2491.16
	增速	11.05%	38.74%	36.32%	37.11%
	毛利率	22.87%	30.50%	30.80%	31.00%
其他业务	收入	92.79	111.34	133.61	153.66
	增速	87.67%	20.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	35.14%	32.00%	32.00%	32.00%
合计	收入	1053.46	1444.14	1950.53	2644.82
	增速	15.20%	37.09%	35.06%	35.59%
	毛利率	23.95%	30.62%	30.88%	31.06%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

选取与公司主营业务相似的三家公司作为可比公司：华电重工，主营业务为物料输送工程；耐普矿机，主营业务为矿山机械；振华重工，主营业务为物料搬运设备。

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.9、2.9、4.2 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 59.5%。公司全球化布局加速中，有望受益于海外市场需求增长，给予公司 2024 年 25 倍估值，对应目标价 30.0 元，上调至“买入”评级。

表 2：可比公司估值（2024 年 8 月 27 日收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
601226.SH	华电重工	4.61	0.08	0.23	0.29	0.36	57.63	20.04	15.90	12.81
300818.SZ	耐普矿机	20.12	0.76	1.03	1.41	1.88	26.47	19.53	14.27	10.70
600320.SH	振华重工	3.63	0.10	0.15	0.20	0.23	36.30	24.20	18.15	15.78
平均值							40.13	21.26	16.11	13.10

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	1053.46	1444.14	1950.53	2644.81	净利润	101.82	190.84	286.88	412.97
营业成本	801.11	1002.01	1348.16	1823.38	折旧与摊销	19.54	23.79	23.79	23.79
营业税金及附加	6.83	10.11	13.65	18.51	财务费用	-5.96	17.40	9.97	0.49
销售费用	46.21	60.65	78.02	105.79	资产减值损失	-0.73	20.90	15.90	10.90
管理费用	56.26	119.86	159.94	214.23	经营营运资本变动	-99.23	70.69	-70.96	-159.63
财务费用	-5.96	17.40	9.97	0.49	其他	14.70	18.75	15.85	73.38
资产减值损失	-0.73	20.90	15.90	10.90	经营活动现金流净额	30.14	342.38	281.43	361.91
投资收益	-0.25	3.00	3.00	3.00	资本支出	-78.41	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-64.13	-0.24	1.22	3.51
其他经营损益	0.00	5.00	5.00	5.00	投资活动现金流净额	-142.53	-100.24	-98.78	-96.49
营业利润	116.08	221.20	332.88	479.50	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.26	0.70	0.70	0.70	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	117.34	221.90	333.58	480.20	股权融资	0.62	0.00	0.00	0.00
所得税	15.52	31.07	46.70	67.23	支付股利	-25.00	-61.37	-115.07	-172.99
净利润	101.82	190.84	286.88	412.97	其他	835.31	-51.55	-4.97	4.51
少数股东损益	-0.47	-0.95	-1.43	-2.06	筹资活动现金流净额	810.93	-112.93	-120.04	-168.48
归属母公司股东净利润	102.29	191.79	288.31	415.04	现金流量净额	698.55	129.21	62.61	96.95
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	1445.49	1574.70	1637.31	1734.26	成长能力				
应收和预付款项	1216.31	1269.72	1489.84	1906.74	销售收入增长率	15.20%	37.09%	35.06%	35.59%
存货	182.00	202.67	282.71	384.13	营业利润增长率	16.02%	90.56%	50.49%	44.05%
其他流动资产	81.80	50.24	55.30	58.05	净利润增长率	18.63%	87.43%	50.33%	43.95%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	26.98%	102.38%	39.73%	37.41%
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	326.96	409.77	492.58	575.40	毛利率	23.95%	30.62%	30.88%	31.06%
无形资产和开发支出	54.19	47.66	41.13	34.59	三费率	9.16%	13.71%	12.71%	12.12%
其他非流动资产	233.73	233.66	233.59	233.52	净利率	9.67%	13.21%	14.71%	15.61%
资产总计	3540.49	3788.43	4232.47	4926.68	ROE	4.91%	8.80%	12.26%	16.00%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.88%	5.04%	6.78%	8.38%
应付和预收款项	704.65	962.53	1221.27	1659.96	ROIC	10.46%	20.13%	26.88%	32.19%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.31%	18.17%	18.80%	19.05%
其他负债	761.01	657.32	670.82	686.36	营运能力				
负债合计	1465.67	1619.85	1892.09	2346.32	总资产周转率	0.34	0.39	0.49	0.58
股本	160.00	160.14	160.14	160.14	固定资产周转率	6.25	8.02	11.97	18.14
资本公积	689.33	689.19	689.19	689.19	应收账款周转率	0.84	1.02	1.26	1.40
留存收益	939.78	1070.20	1243.44	1485.49	存货周转率	5.13	5.01	5.26	5.25
归属母公司股东权益	2074.83	2169.53	2342.77	2584.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.75%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.95	-2.39	-4.45	资本结构				
股东权益合计	2074.83	2168.57	2340.38	2580.37	资产负债率	41.40%	42.76%	44.70%	47.62%
负债和股东权益合计	3540.49	3788.43	4232.47	4926.68	带息债务/总负债	37.92%	34.31%	29.37%	23.68%
					流动比率	3.50	3.14	2.77	2.40
					速动比率	3.28	2.94	2.54	2.17
					股利支付率	24.44%	32.00%	39.91%	41.68%
					每股指标				
					每股收益	0.64	1.20	1.80	2.59
					每股净资产	12.96	13.55	14.63	16.14
					每股经营现金	0.19	2.14	1.76	2.26
					每股股利	0.25	0.38	0.72	1.08
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	129.66	262.40	366.64	503.78					
PE	38.54	20.56	13.67	9.50					
PB	1.90	1.82	1.68	1.53					
PS	3.74	2.73	2.02	1.49					
EV/EBITDA	21.44	10.09	7.04	4.94					
股息率	1.02%	1.56%	2.92%	4.39%					

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
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
	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	zymf@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	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@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
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
