

## 毛利率短期承压，国内外产能建设有序推进

### 核心观点

- 业绩符合预期。**公司上半年营业收入 10.07 亿元，同比增长 6.3%；归母净利润 0.94 亿元，同比减少 27.0%；扣非归母净利润 0.76 亿元，同比减少 33.3%。上半年利润端受毛利率降低以及期间费用增长等因素影响有所承压。2 季度营业收入 5.03 亿元，同比增长 0.8%，环比减少 0.1%；归母净利润 0.47 亿元，同比减少 43.1%，环比减少 0.6%；扣非归母净利润 0.32 亿元，同比减少 54.9%，环比减少 26.3%。2024 年半年度公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.6 元。
- 2 季度毛利率及费用率承压影响盈利。**上半年毛利率 25.6%，同比下降 0.8 个百分点；2 季度毛利率 23.8%，同比下降 1.0 个百分点，环比下降 3.5 个百分点，毛利率下降预计主要系产品结构调整、行业降价压力、部分下游客户销量下降导致产能利用率承压等综合所致。上半年期间费用率 16.4%，同比增长 5.7 个百分点，其中管理费用率提升 0.7 个百分点，研发费用率同比提升 1.7 个百分点，主要系新品项目研发投入加大所致；财务费用率同比提升 3.2 个百分点，主要系汇兑收益减少及可转债利息增加所致。上半年经营活动现金流净额 1.06 亿元，同比降低 52.0%，主要系退税减少及支付的材料款项增加所致。
- 总成产品营收占比继续提升，国内外产能建设有序推进。**上半年公司新立项产品 19 项，完成样件开发 31 项、样件提交/小规模试产 75 项，实现批产新项目 7 项，项目储备充裕。上半年总成类产品营收 2.32 亿元，同比增长 11.7%，占营业收入比例提升至 23.0%，同比增长 1.1 个百分点。公司国内工厂建设稳步推进，同时积极调整优化产能结构改善盈利能力，重庆工厂 1 季度已实现扭亏为盈，新工厂项目主体建设完成，正在安装内部公用机电以及厂区道路施工；天津工厂将推进内部降本增效，预计 24 年将大幅减亏；宁波新工厂部分新品实现 SOP，计划年内完成产线项目搬迁，宁波公司将争取年内扭亏增盈；公司新能源汽车轻量化关键零部件生产项目厂房建设已经完成，预计下半年将持续获得新项目订单。为降低产品出口不确定性，公司加快海外产能布局和基地建设，预计泰国工厂一期将于 2025 年一季度形成出产能力，海外业务拓展将有助于公司培育新增长点、提升整体毛利率水平。

### 盈利预测与投资建议

- 调整收入、毛利率及费用率等，预测 2024-2026 年 EPS 分别为 0.54、0.69、0.85 元（原 0.62、0.77、0.91 元），可比公司 24 年 PE 平均估值 15 倍，目标价 8.1 元，维持买入评级。

### 风险提示

齿轮业务配套量低于预期、原材料价格波动、乘用车行业需求低于预期。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,808	2,103	2,572	2,980	3,469
同比增长(%)	27.0%	16.3%	22.3%	15.9%	16.4%
营业利润(百万元)	281	278	302	384	480
同比增长(%)	40.8%	-1.1%	8.6%	27.2%	25.0%
归属母公司净利润(百万元)	247	238	259	330	411
同比增长(%)	44.0%	-3.9%	8.8%	27.7%	24.7%
每股收益(元)	0.51	0.49	0.54	0.69	0.85
毛利率(%)	28.4%	25.6%	26.0%	26.4%	27.0%
净利率(%)	13.7%	11.3%	10.1%	11.1%	11.9%
净资产收益率(%)	7.6%	6.7%	6.8%	8.3%	9.5%
市盈率	14.1	14.7	13.5	10.6	8.5
市净率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月30日）	7.26元
目标价格	8.10元
52周最高价/最低价	16.24/6.85元
总股本/流通A股（万股）	48,178/46,273
A股市值（百万元）	3,498
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2024年08月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	0.55	-4.97	-21.85	-47.31
相对表现%	0.72	-3.55	-14.26	-34.98
沪深300%	-0.17	-1.42	-7.59	-12.33



### 证券分析师

姜雪晴	jiangxueqing@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860512060001
袁俊轩	yuanjunxuan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523070005

### 相关报告

在手订单充裕，加快国际化布局	2024-05-12
产品和客户结构持续优化	2023-10-22
2季度盈利环比增长，新项目拓展顺利	2023-09-02

**表 1：可比公司估值比较**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2024年8月30日	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E
旭升集团	603305	8.98	0.77	0.86	1.07	1.32	11.74	10.46	8.35	6.78
双环传动	002472	20.97	0.97	1.21	1.52	1.83	21.72	17.27	13.83	11.45
拓普集团	601689	33.66	1.28	1.73	2.25	2.76	26.39	19.46	14.94	12.19
爱柯迪	600933	12.3	0.93	1.16	1.47	1.80	13.16	10.56	8.39	6.83
星宇股份	601799	116.7	3.86	5.21	6.69	8.31	30.25	22.40	17.44	14.04
岱美股份	603730	9.19	0.40	0.54	0.64	0.77	23.22	17.05	14.37	11.94
常熟汽饰	603035	12.52	1.44	1.64	2.01	2.46	8.71	7.64	6.24	5.08
调整后平均							19.25	14.96	11.98	9.84

数据来源：Wind、东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	718	1,103	1,284	1,756	2,174	营业收入	1,808	2,103	2,572	2,980	3,469
应收票据、账款及款项融资	470	535	679	773	900	营业成本	1,295	1,564	1,904	2,193	2,533
预付账款	29	42	45	54	65	营业税金及附加	18	20	26	30	35
存货	492	542	688	796	904	营业费用	10	14	21	21	24
其他	336	192	360	298	287	管理费用及研发费用	231	244	321	358	382
<b>流动资产合计</b>	<b>2,046</b>	<b>2,416</b>	<b>3,057</b>	<b>3,677</b>	<b>4,329</b>	财务费用	1	19	28	35	48
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	9	2	9	0	8
固定资产	2,110	2,755	2,815	2,729	2,570	公允价值变动收益	1	1	0	0	0
在建工程	642	553	342	237	184	投资净收益	5	6	8	10	10
无形资产	227	279	268	258	248	其他	31	30	30	30	30
其他	384	254	301	322	280	<b>营业利润</b>	<b>281</b>	<b>278</b>	<b>302</b>	<b>384</b>	<b>480</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,363</b>	<b>3,840</b>	<b>3,726</b>	<b>3,546</b>	<b>3,282</b>	营业外收入	6	2	3	5	5
<b>资产总计</b>	<b>5,409</b>	<b>6,256</b>	<b>6,783</b>	<b>7,223</b>	<b>7,611</b>	营业外支出	4	1	1	1	1
短期借款	1,139	566	826	843	745	<b>利润总额</b>	<b>282</b>	<b>278</b>	<b>304</b>	<b>388</b>	<b>484</b>
应付票据及应付账款	526	577	732	848	963	所得税	35	42	46	58	73
其他	241	120	179	180	160	<b>净利润</b>	<b>248</b>	<b>236</b>	<b>259</b>	<b>330</b>	<b>411</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,906</b>	<b>1,263</b>	<b>1,737</b>	<b>1,871</b>	<b>1,867</b>	少数股东损益	0	(1)	0	0	0
长期借款	64	231	231	231	231	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>247</b>	<b>238</b>	<b>259</b>	<b>330</b>	<b>411</b>
应付债券	0	853	853	853	853	每股收益 (元)	0.51	0.49	0.54	0.69	0.85
其他	87	153	130	134	139						
<b>非流动负债合计</b>	<b>151</b>	<b>1,237</b>	<b>1,214</b>	<b>1,218</b>	<b>1,223</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,057</b>	<b>2,500</b>	<b>2,950</b>	<b>3,089</b>	<b>3,090</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	8	6	6	6	6	<b>成长能力</b>					
实收资本 (或股本)	482	482	482	482	482	营业收入	27.0%	16.3%	22.3%	15.9%	16.4%
资本公积	1,181	1,246	1,246	1,246	1,246	营业利润	40.8%	-1.1%	8.6%	27.2%	25.0%
留存收益	1,666	1,844	2,031	2,313	2,676	归属于母公司净利润	44.0%	-3.9%	8.8%	27.7%	24.7%
其他	16	179	69	88	112	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,352</b>	<b>3,756</b>	<b>3,833</b>	<b>4,134</b>	<b>4,521</b>	毛利率	28.4%	25.6%	26.0%	26.4%	27.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,409</b>	<b>6,256</b>	<b>6,783</b>	<b>7,223</b>	<b>7,611</b>	净利率	13.7%	11.3%	10.1%	11.1%	11.9%
						ROE	7.6%	6.7%	6.8%	8.3%	9.5%
						ROIC	5.6%	5.0%	5.0%	6.0%	7.1%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	38.0%	40.0%	43.5%	42.8%	40.6%
净利润	248	236	259	330	411	净负债率	19.0%	14.9%	18.5%	6.1%	0.0%
折旧摊销	245	295	307	336	357	流动比率	1.07	1.91	1.76	1.97	2.32
财务费用	1	19	28	35	48	速动比率	0.80	1.45	1.33	1.51	1.80
投资损失	(5)	(6)	(8)	(10)	(10)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(51)	(72)	(175)	(88)	(141)	应收账款周转率	5.0	4.9	5.0	4.9	4.9
其它	56	72	(64)	(19)	51	存货周转率	2.8	2.8	2.9	2.7	2.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>493</b>	<b>545</b>	<b>346</b>	<b>585</b>	<b>716</b>	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
资本支出	(596)	(890)	(132)	(132)	(132)	<b>每股指标 (元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.51	0.49	0.54	0.69	0.85
其他	(161)	(85)	(263)	85	50	每股经营现金流	1.02	1.13	0.72	1.21	1.49
<b>投资活动现金流</b>	<b>(758)</b>	<b>(975)</b>	<b>(395)</b>	<b>(46)</b>	<b>(81)</b>	每股净资产	6.94	7.79	7.94	8.57	9.37
债权融资	(19)	882	70	(1)	(23)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(0)	65	0	0	0	市盈率	14.1	14.7	13.5	10.6	8.5
其他	193	(466)	160	(66)	(194)	市净率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>174</b>	<b>481</b>	<b>230</b>	<b>(67)</b>	<b>(217)</b>	EV/EBITDA	6.1	5.5	5.1	4.3	3.7
汇率变动影响	22	14	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.4	10.9	9.8	7.7	6.1
<b>现金净增加额</b>	<b>(68)</b>	<b>64</b>	<b>181</b>	<b>472</b>	<b>418</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。