

2 季度毛利率同环比提升，拓展机器人等新业务

核心观点

- 业绩符合预期。**上半年营业收入 136.76 亿元，同比增长 9.2%；归母净利润 15.15 亿元，同比增长 8.6%；扣非归母净利润 15.27 亿元，同比增长 4.1%。2 季度营业收入 72.37 亿元，同比增长 5.6%，环比增长 12.4%；归母净利润 8.67 亿元，同比增长 9.2%，环比增长 33.8%；扣非归母净利润 8.56 亿元，同比减少 6.0%，环比增长 27.5%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元。
- 2 季度毛利率同环比向上，费用率同比提升。**上半年毛利率 27.5%，同比提升 1.7 个百分点；2 季度毛利率 27.8%，同比提升 1.8 个百分点，环比提升 0.8 个百分点，毛利率提升预计主要得益于销售结构优化及降本增效取得成效。上半年期间费用率 12.9%，同比提升 2.3 个百分点，其中管理费用率同比提升 1.5 个百分点，主要系职工薪酬增加以及中介服务费用上涨所致；财务费用率同比提升 0.8 个百分点，主要系汇兑收益减少所致。上半年实现经营活动现金流净额 11.61 亿元，同比减少 32.4%，主要系职工薪酬及税费现金支出增加所致。
- 汽零业务持续增长，拓展机器人新业务。**上半年汽零业务收入 53.97 亿元，同比增长 11.9%；毛利率 27.3%，同比提升 1.6 个百分点。上半年汽车主机厂竞争加剧，公司通过拓展新客户、研发新技术、精细化运营等方式优化经营业绩。公司与丰田、大众、Stellantis、奔驰、宝马、沃尔沃、本田、比亚迪、吉利、蔚来、小鹏、理想、广汽新能源和上汽等国内外知名车企深度合作，并成为多个车型平台的热管理产品独家供应商。新能源汽车热管理系统单车价值量是传统燃油车的 2-3 倍，公司聚焦整车热管理，立足于全球头部车企热管理发展需求，新能源车渗透率提升将持续带动汽零业务增长。公司在机器人领域聚焦机电执行器，获得客户高度认可，据公司公告，公司拟投资不低于 38 亿元，在杭州钱塘新区建设机器人机电执行器和域控制器研发及生产基地项目，预计机器人业务将为公司打开中长期增长空间。
- 制冷空调业务稳步发展，储能业务获头部客户认可。**上半年制冷空调业务收入 82.79 亿元，同比增长 7.4%；毛利率 27.6%，同比提升 1.9 个百分点。公司在提升产品性能的同时加强成本管控，加大无铜、少铜产品研发力度并推动关键设备自研、精益化生产、数字化转型等手段降本增效。储能业务方面，公司抓住行业需求爆发时间窗口，聚焦主力机型并获得行业头部客户认可，为后续开发具有技术优势产品奠定基础。

盈利预测与投资建议

- 调整收入、毛利率及费用率等，新增 2026 年预测，预测 2024-2026 年净利润 35.86、43.97、51.65 亿元（原 2024-2025 年为 37.94、45.03 亿元），可比公司 24 年 PE 平均估值 21 倍，目标价 20.16 元，维持买入评级。

风险提示

新能源车热管理配套量低于预期、家电制冷配套量低于预期、原材料上涨超预期及汇率波动的风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,348	24,558	29,592	34,981	39,943
同比增长(%)	33.2%	15.0%	20.5%	18.2%	14.2%
营业利润(百万元)	3,067	3,553	4,255	5,216	6,127
同比增长(%)	54.4%	15.8%	19.8%	22.6%	17.5%
归属母公司净利润(百万元)	2,573	2,921	3,586	4,397	5,165
同比增长(%)	52.8%	13.5%	22.8%	22.6%	17.5%
每股收益(元)	0.69	0.78	0.96	1.18	1.38
毛利率(%)	26.1%	27.9%	28.3%	28.7%	29.2%
净利率(%)	12.1%	11.9%	12.1%	12.6%	12.9%
净资产收益率(%)	21.4%	18.9%	18.5%	20.1%	21.3%
市盈率	25.2	22.2	18.0	14.7	12.5
市净率	5.0	3.6	3.1	2.8	2.5

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）	17.34 元
目标价格	20.16 元
52 周最高价/最低价	30.42/15.66 元
总股本/流通 A 股（万股）	373,262/367,045
A 股市值（百万元）	64,724
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2024 年 09 月 01 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	5.73	-3.56	-19.98	-41.5
相对表现%	5.9	-2.14	-12.39	-29.17
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

业绩符合预期，布局储能、机器人等业务	2023-11-04
毛利率同环比改善，预计汽零业务盈利比重提升	2022-10-29

表 1：可比公司估值比较

	代码	最新价格(元) 2024年8月30日	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
拓普集团	601689	33.66	1.28	1.73	2.25	2.76	26.39	19.46	14.94	12.19
旭升集团	603305	8.98	0.77	0.84	1.04	1.28	11.74	10.75	8.63	7.02
上声电子	688533	22.41	0.99	1.54	2.00	2.54	22.55	14.58	11.22	8.84
中科三环	000970	8.24	0.23	0.14	0.21	0.36	36.38	60.95	39.77	22.90
贝斯特	300580	13.79	0.53	0.66	0.85	1.04	26.12	20.76	16.20	13.24
五洲新春	603667	13.48	0.38	0.48	0.61	0.74	35.74	27.81	21.97	18.20
调整后平均							27.70	20.65	16.08	13.12

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	5,878	6,585	8,877	10,145	11,583	营业收入	21,348	24,558	29,592	34,981	39,943
应收票据、账款及款项融资	7,432	8,251	11,245	13,293	15,178	营业成本	15,781	17,708	21,217	24,929	28,273
预付账款	118	134	178	210	240	营业税金及附加	110	140	192	227	260
存货	4,335	4,601	5,729	6,731	7,634	营业费用	513	663	888	1,049	1,198
其他	993	502	434	467	520	管理费用及研发费用	2,256	2,573	3,137	3,708	4,234
流动资产合计	18,756	20,072	26,462	30,845	35,156	财务费用	(178)	(73)	(77)	(81)	(75)
长期股权投资	32	38	38	38	38	资产、信用减值损失	191	107	150	103	96
固定资产	6,375	7,730	8,307	8,364	8,159	公允价值变动收益	(107)	48	40	40	40
在建工程	1,033	2,036	1,195	775	565	投资净收益	(85)	(131)	(20)	(20)	(20)
无形资产	727	844	807	770	734	其他	585	197	151	151	150
其他	1,038	1,171	1,068	1,110	1,103	营业利润	3,067	3,553	4,255	5,216	6,127
非流动资产合计	9,206	11,819	11,416	11,057	10,598	营业外收入	7	15	8	8	8
资产总计	27,961	31,891	37,878	41,903	45,754	营业外支出	22	15	10	10	10
短期借款	1,294	1,212	4,260	4,520	4,250	利润总额	3,051	3,553	4,253	5,214	6,125
应付票据及应付账款	6,465	7,867	8,487	9,972	11,309	所得税	443	620	638	782	919
其他	1,697	2,740	2,323	2,258	2,454	净利润	2,608	2,934	3,615	4,432	5,207
流动负债合计	9,456	11,819	15,070	16,749	18,014	少数股东损益	35	13	29	35	42
长期借款	1,802	1,031	1,031	1,031	1,031	归属于母公司净利润	2,573	2,921	3,586	4,397	5,165
应付债券	2,777	0	0	0	0	每股收益(元)	0.69	0.78	0.96	1.18	1.38
其他	808	977	803	858	866						
非流动负债合计	5,386	2,008	1,834	1,889	1,897	主要财务比率					
负债合计	14,842	13,827	16,903	18,638	19,910		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	178	169	198	234	275	成长能力					
实收资本(或股本)	3,591	3,733	3,733	3,733	3,733	营业收入	33.2%	15.0%	20.5%	18.2%	14.2%
资本公积	(47)	3,032	3,456	3,456	3,456	营业利润	54.4%	15.8%	19.8%	22.6%	17.5%
留存收益	8,997	11,015	13,668	15,913	18,440	归属于母公司净利润	52.8%	13.5%	22.8%	22.6%	17.5%
其他	401	115	(80)	(70)	(60)	获利能力					
股东权益合计	13,119	18,064	20,975	23,265	25,844	毛利率	26.1%	27.9%	28.3%	28.7%	29.2%
负债和股东权益总计	27,961	31,891	37,878	41,903	45,754	净利率	12.1%	11.9%	12.1%	12.6%	12.9%
						ROE	21.4%	18.9%	18.5%	20.1%	21.3%
						ROIC	13.4%	13.9%	14.4%	15.2%	16.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	53.1%	43.4%	44.6%	44.5%	43.5%
净利润	2,608	2,934	3,615	4,432	5,207	净负债率	4.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	343	592	685	761	812	流动比率	1.98	1.70	1.76	1.84	1.95
财务费用	(178)	(73)	(77)	(81)	(75)	速动比率	1.51	1.30	1.36	1.42	1.50
投资损失	85	131	20	20	20	营运能力					
营运资金变动	(1,330)	877	(3,883)	(1,631)	(1,606)	应收账款周转率	4.9	4.5	5.2	5.7	5.6
其它	981	(737)	(162)	80	75	存货周转率	3.9	3.9	4.0	3.8	3.7
经营活动现金流	2,510	3,724	199	3,581	4,433	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
资本支出	(2,187)	(3,087)	(354)	(354)	(354)	每股指标(元)					
长期投资	(9)	(5)	(0)	0	(0)	每股收益	0.69	0.78	0.96	1.18	1.38
其他	(475)	1,883	16	20	20	每股经营现金流	0.70	1.00	0.05	0.96	1.19
投资活动现金流	(2,671)	(1,209)	(338)	(334)	(334)	每股净资产	3.47	4.79	5.57	6.17	6.85
债权融资	(66)	(2,669)	(183)	(169)	173	估值比率					
股权融资	(9)	3,221	423	0	0	市盈率	25.2	22.2	18.0	14.7	12.5
其他	(522)	(1,644)	2,192	(1,811)	(2,833)	市净率	5.0	3.6	3.1	2.8	2.5
筹资活动现金流	(597)	(1,092)	2,432	(1,979)	(2,660)	EV/EBITDA	19.4	15.4	12.9	10.6	9.1
汇率变动影响	119	152	-0	-0	-0	EV/EBIT	21.7	18.0	15.0	12.2	10.4
现金净增加额	(640)	1,575	2,293	1,267	1,439						

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

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。