

盈利能力承压, 股权激励费用增加

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年半年报, 24H1实现营收31.84亿元, 同比+21.7%; 归母净利润1.48亿元, 同比-19.4%; 毛利率27.1%, 同比-0.7pp, 净利率4.94%, 同比-2.3pp。24Q2实现营收17亿元, 同比+19%, 环比+14.7%; 归母净利润0.8亿元, 同比-11.4%, 环比+18.1%。
- 股权激励影响利润, 盈利能力承压。** 24H1公司归母净利润下降主要是由于计股权激励费用和人力支出增加影响等因素所致, 24Q2毛利率25.1%, 同比-2.3pp, 环比-4.4pp, 净利率5.2%, 同比-1.4pp, 环比+0.6pp, 费用率19.6%, 同比+0.5pp, 环比-2.4pp, 盈利能力承压。从地区来看, 24H1国内收入占比49.7%, 同比+7.3pp, 与海外占比差距不断缩小, 表明国内客户持续放量。
- 乘用车空气悬架和传感器保持快速增长。** (1) 24H1公司空气悬架营收4.2亿元, 同比+44.5%, 保持快速增长。空气悬架系统能大幅提升驾乘舒适性, 当前渗透率较低, 随着30万元以上车型销量占比上升、空悬性价比进一步提升、消费者对该产品的认可度提升, 空悬渗透率有望持续增长。公司空气悬架尤其空气弹簧产品具备多年研发经验和先发优势, 通过高性价比实现国产替代潜力大。(2) 24H1公司传感器营收3.1亿元, 同比+51.7%, 公司拥有包括压力、光学、位置、速度、加速度、电流六大类传感器, 在电动智能化发展趋势下, 传感器需求不断提升, 公司有望凭借丰富的产品类别实现市场份额的快速提升。
- 传统业务市占率稳健提升, 海外经营质量持续向好。** (1) 24H1公司TPMS营收9.9亿元, 同比+19.7%。公司是全球领先的TPMS厂商, 保富电子整合顺利推进, 24H1保富海外实现净利润2443万元, 同比+390%, 盈利能力持续提升。(2) 汽车金属管件营收7.5亿元, 同比+8.4%, 气门嘴营收3.8亿元, 同比+5.1%。在节能减排和汽车电动化加速驱动下, 整车企业对轻量化的需求提升, 公司液压成型结构件和铝质件将呈现快速发展。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年EPS分别为1.86/2.41/3.28元, 对应PE为16/12/9倍, 归母净利润CAGR为22.5%, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 竞争加剧风险; 客户开拓不及预期的风险; 原材料价格上涨风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5897.46	6911.58	8797.01	11008.95
增长率	23.44%	17.20%	27.28%	25.14%
归属母公司净利润(百万元)	378.83	393.74	511.99	696.27
增长率	76.91%	3.94%	30.03%	35.99%
每股收益EPS(元)	1.79	1.86	2.41	3.28
净资产收益率ROE	11.74%	11.42%	13.33%	15.88%
PE	16	16	12	9
PB	2.07	1.93	1.72	1.49

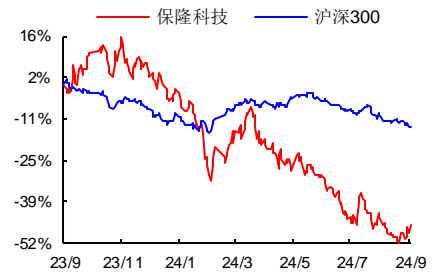
数据来源: Wind, 西南证券

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: zlsns@swsc.com.cn

分析师: 冯安琪
执业证号: S1250524050003
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)	2.12
流通A股(亿股)	2.10
52周内股价区间(元)	26.86-66.15
总市值(亿元)	61.24
总资产(亿元)	92.18
每股净资产(元)	14.29

相关研究

- 保隆科技(603197): 股权激励影响利润, 主业经营持续增长 (2024-05-04)
- 保隆科技(603197): Q4业绩低于预期, 费用计提影响利润 (2024-02-07)
- 保隆科技(603197): Q3业绩超预期, 规模效应带动费用率下降 (2023-11-02)
- 保隆科技(603197): 业绩接近预告上缘, 各项业务多点开花 (2023-09-01)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随着客户不断开拓，预计 24-26 年公司乘用车空气弹簧销量分别为 19/41.5/70 万套；随着产能利用率提升，毛利率不断增长，预计 24-26 年分别为 25%/25.5%/26%；

假设 2：传感器市场规模持续增长，预计 24-26 年公司传感器销量分别为 2700/3000/4000 万只；

假设 3：ADAS 产品开始放量，TPMS、金属管件、气门嘴保持稳健增长。

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：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
TPMS	收入	1910.89	2104.39	2198.17	2414.86
	增速	29.44%	10.13%	4.46%	9.86%
	毛利率	24.31%	24.50%	24.50%	24.50%
汽车金属零部件	收入	1421.02	1492.07	1566.67	1645.01
	增速	6.09%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	29.21%	29.00%	29.00%	29.00%
气门嘴	收入	784.48	893.90	974.65	1057.60
	增速	9.64%	13.95%	9.03%	8.51%
	毛利率	43.11%	43.00%	43.00%	43.00%
空气悬架	收入	700.56	1017.90	2374.69	3761.91
	增速	174.75%	29.75%	133.29%	58.42%
	毛利率	24.57%	25.00%	25.50%	26.00%
传感器	收入	530.58	643.61	715.12	953.50
	增速	45.16%	21.30%	11.11%	33.33%
	毛利率	20.67%	21.00%	21.00%	21.00%
其他业务	收入	549.94	759.72	967.71	1176.09
	增速	-12.15%	38.15%	27.38%	21.53%
	毛利率	21.17%	22.00%	23.00%	24.00%
合计	收入	5897.47	6911.59	8797.02	11008.96
	增速	23.44%	15.55%	27.28%	25.14%
	毛利率	27.40%	27.34%	27.17%	27.11%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 69.1 亿元 (+15.6%)、88 亿元 (+27.3%) 和 110 亿元 (+25.1%)，归母净利润分别为 3.94 亿元 (+3.9%)、5.12 亿元 (+30%)、6.96 亿元 (+36%)，EPS 分别为 1.86 元、2.41 元、3.28 元，对应动态 PE 分别为 16 倍、12 倍、9 倍。

综合考虑业务范围，选取伯特利、拓普集团、德赛西威三家上市公司作为可比公司，可比公司 2024 年平均估值 20 倍。给予公司 2024 年 20 倍 PE，对应目标价 37.20 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
603596.SH	伯特利	225.64	37.20	2.15	1.93	2.50	3.18	17.30	19.30	14.87	11.71
601689.SH	拓普集团	567.52	33.66	1.95	1.73	2.25	2.77	17.26	19.47	14.94	12.17
002920.SZ	德赛西威	506.11	91.19	2.81	3.79	4.92	6.20	32.45	24.09	18.54	14.70
平均值								21.61	20.25	15.61	12.44

数据来源：Wind，西南证券整理。注：股价为 8 月 30 日收盘价

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	5897.46	6911.58	8797.01	11008.95	净利润	381.49	396.50	515.58	701.15
营业成本	4281.47	5022.16	6406.73	8024.90	折旧与摊销	210.83	155.57	155.57	155.57
营业税金及附加	25.53	41.61	51.83	62.46	财务费用	84.63	127.16	137.49	151.75
销售费用	230.59	255.73	316.69	385.31	资产减值损失	-33.32	-30.00	0.00	0.00
管理费用	376.18	1036.74	1275.57	1541.25	经营营运资本变动	-586.70	-406.05	-654.34	-777.71
财务费用	84.63	127.16	137.49	151.75	其他	380.85	-19.35	-81.61	-6.65
资产减值损失	-33.32	-30.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	437.78	223.84	72.69	224.12
投资收益	37.19	40.00	40.00	40.00	资本支出	-819.11	-400.00	-300.00	-200.00
公允价值变动损益	-1.10	3.00	3.00	3.00	其他	-64.69	-11.00	-11.00	-11.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-883.80	-411.00	-311.00	-211.00
营业利润	482.59	501.19	651.70	886.27	短期借款	105.96	120.44	683.44	514.69
其他非经营损益	-0.37	0.00	0.00	0.00	长期借款	1021.24	0.00	0.00	0.00
利润总额	482.21	501.19	651.70	886.27	股权融资	141.32	0.00	0.00	0.00
所得税	100.72	104.69	136.13	185.12	支付股利	-64.77	-114.59	-119.10	-154.86
净利润	381.49	396.50	515.58	701.15	其他	-571.77	-171.12	-137.49	-151.75
少数股东损益	2.66	2.76	3.59	4.88	筹资活动现金流净额	631.99	-165.27	426.85	208.08
归属母公司股东净利润	378.83	393.74	511.99	696.27	现金流量净额	202.06	-352.43	188.54	221.19
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	1043.59	691.16	879.70	1100.90	成长能力				
应收和预付款项	1931.12	2245.53	2882.54	3596.91	销售收入增长率	23.44%	17.20%	27.28%	25.14%
存货	1698.60	2016.04	2632.05	3271.81	营业利润增长率	58.18%	3.86%	30.03%	35.99%
其他流动资产	117.01	99.57	126.74	158.60	净利润增长率	67.87%	3.94%	30.03%	35.99%
长期股权投资	71.53	71.53	71.53	71.53	EBITDA 增长率	33.19%	0.75%	20.52%	26.34%
投资性房地产	17.09	17.09	17.09	17.09	获利能力				
固定资产和在建工程	2466.84	2738.80	2910.76	2982.72	毛利率	27.40%	27.34%	27.17%	27.11%
无形资产和开发支出	539.12	512.20	485.29	458.37	三费率	11.72%	20.54%	19.66%	18.88%
其他非流动资产	590.24	643.62	697.01	750.39	净利率	6.47%	5.74%	5.86%	6.37%
资产总计	8475.14	9035.55	10702.70	12408.32	ROE	11.74%	11.42%	13.33%	15.88%
短期借款	919.05	1039.49	1722.92	2237.62	ROA	4.50%	4.39%	4.82%	5.65%
应付和预收款项	1644.83	1991.35	2556.51	3175.37	ROIC	9.55%	8.61%	9.37%	10.69%
长期借款	2066.60	2066.60	2066.60	2066.60	EBITDA/销售收入	13.19%	11.34%	10.74%	10.84%
其他负债	593.82	466.82	488.89	514.68	营运能力				
负债合计	5224.29	5564.25	6834.92	7994.26	总资产周转率	0.78	0.79	0.89	0.95
股本	211.96	212.06	212.06	212.06	固定资产周转率	3.57	3.72	5.09	6.87
资本公积	1205.67	1205.57	1205.57	1205.57	应收账款周转率	4.34	4.32	4.48	4.43
留存收益	1522.84	1802.00	2194.89	2736.29	存货周转率	2.57	2.63	2.73	2.70
归属母公司股东权益	2953.44	3171.13	3564.02	4105.42	销售商品提供劳务收到现金营业收入	100.12%	—	—	—
少数股东权益	297.41	300.17	303.76	308.64	资本结构				
股东权益合计	3250.85	3471.30	3867.78	4414.06	资产负债率	61.64%	61.58%	63.86%	64.43%
负债和股东权益合计	8475.14	9035.55	10702.70	12408.32	带息债务/总负债	57.15%	55.82%	55.44%	53.84%
					流动比率	1.56	1.48	1.39	1.39
					速动比率	1.01	0.89	0.83	0.83
					股利支付率	17.10%	29.10%	23.26%	22.24%
					每股指标				
					每股收益	1.79	1.86	2.41	3.28
					每股净资产	13.93	14.95	16.81	19.36
					每股经营现金	2.06	1.06	0.34	1.06
					每股股利	0.31	0.54	0.56	0.73
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	778.05	783.92	944.77	1193.59					
PE	16.17	15.55	11.96	8.80					
PB	2.07	1.93	1.72	1.49					
PS	1.04	0.89	0.70	0.56					
EV/EBITDA	9.91	10.40	9.09	7.40					
股息率	1.06%	1.87%	1.94%	2.53%					

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
	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
上海	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
	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
	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
