

2024年10月22日

豪24转债（113690.SH）申购分析

主题报告

布局“汽车+航空航天”双主业

投资要点

- ◆ 豪24转债本次发行规模10.5亿元，期限6年，发行与主体评级为AA-/AA-（中证鹏元）。转股价为8.43元，到期补偿利率为10.9%，属较高水平。下修条款15/30, 80%和强赎条款15/30, 130%均为市场化条款。以2024年10月21日中债6YAA-企业债到期收益率4.0247%贴现率计算，纯债价值93.29元，对应YTM为2.81%，债底保护性较充足。总股本稀释率为17.64%、流通股本稀释率17.64%，有一定摊薄压力。
- ◆ 从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为750万户，单户申购上限金额100万元，则中签率预计为0.0049%。
- ◆ 截至2024年10月21日，公司市盈率PE(TTM)为19.49，低于同行业可比公司平均值（剔除负值）；同时处于自身上市以来32.19%分位数，估值弹性较高。净资产收益率ROE为6.97%，高于同行业可比公司平均值（剔除负值）。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于较低水平为3.86%。
- ◆ 公司流通市值占总市值比例为100%，不存在限售股解禁风险。
- ◆ 年初至2024年10月21日，公司股价上升8.36%，行业指数（底盘与发动机系统-申万三级）下降10.05%，公司跑赢行业指数。
- ◆ 综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为29%左右，对应价格为122.55元~135.45元。

◆ 风险提示：

- 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
- 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
- 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
- 4、正股股价波动风险。
- 5、定价模型可能失效，预测结果与实际可能存在较大差异。

分析师

牛逸

SAC 执业证书编号: S0910523040001

niuyi@huajinsec.cn

相关报告

- 化债与退名单，城投与城投债 2024.10.21
中低压断路器关键部附件行业研发、生产、服务企业-洛凯转债（113689.SH）申购分析 2024.10.17
综合性检验认证机构-国检转债（113688.SH）申购分析 2024.10.17
10.12 财政部发布会点评 2024.10.12
2024年9月信用债市场跟踪 2024.10.1



内容目录

一、豪 24 转债分析	3
(一) 转债分析	3
(二) 中签率分析	4
二、正股分析	4
(一) 公司简介	4
(二) 行业分析	5
1、汽车零部件行业	5
2、航空零部件行业概述	6
(三) 财务分析	8
(四) 估值表现	11
(五) 募投项目分析	12
三、定价分析	12
四、风险提示：	13

图表目录

图 1：汽车零部件及配件制造业销售利润率及增长率全行业平均值（%）	7
图 2：2024 年一季度同行业可比上市公司财务状况（百万元）	8
图 3：营业收入情况	10
图 4：归母净利润情况	10
图 5：公司经营现金流情况（万元）	11
图 6：近一年行业指数及豪能股份股价走势	12
图 7：豪能转债及正股表现情况（%）	13
图 8：升 24 转债及正股表现情况（%）	13

表 1：豪 24 转债基本要素	3
表 2：募集资金用途（万元）	3
表 3：主营业务收入按产品构成（万元，%）	5
表 4：公司主要财务指标	10
表 5：期间费用情况（万元）	10
表 6：同行业可比上市公司（亿元，%）	11

一、豪 24 转债分析

(一) 转债分析

豪 24 转债本次发行规模 10.5 亿元, 期限 6 年, 发行与主体评级为 AA-/AA- (中证鹏元)。转股价为 8.43 元, 到期补偿利率为 10.9%, 属较高水平。下修条款 15/30, 80% 和强赎条款 15/30, 130% 均为市场化条款。以 2024 年 10 月 21 日中债 6YAA- 企业债到期收益率 4.0247% 贴现率计算, 纯债价值 93.29 元, 对应 YTM 为 2.81%, 债底保护性较充足。总股本稀释率为 17.64%、流通股本稀释率 17.64%, 有一定摊薄压力。

表 1: 豪 24 转债基本要素

基本要素			
债券简称	豪 24 转债	债券代码	113690.SH
正股简称	豪能股份	正股代码	603809.SH
发行/主体信用评级	AA-/AA- (中证鹏元)	认购代码	754809
发行金额 (亿元)	10.50	发行期限 (年)	6
转股价 (元/股)	8.43	起息日	2024-10-23
转股起始日	2025-04-29	转股结束日	2030-10-22
下修条款	15/30, 80%	强赎条款	15/30, 130%
回售条款	最后两个计息年度, 60%	补偿利率	10.90%
利率	0.2%、0.4%、0.8%、1.5%、1.9%、2.1%		
发行方式	优先配售和网上定价	优先配售 (元/股)	0.945
总股本稀释率	17.64%	流通股本稀释率	17.64%
主要指标			
转股价 (元)	8.4300	折现率 (2024/10/21)	4.0247%
债券面值 (元)	100	平价溢价率	8.59%
正股收盘价 (元) (2024/10/22)	8.46	转股溢价率	-1.29%
纯债价值 (元)	93.29	纯债溢价率	7.19%
平价 (元)	101.30	纯债 YTM	2.81%
总股本	581,676,308.00		
非限售流通股	581,676,308.00		

资料来源: iFinD, 华金证券研究所

表 2: 募集资金用途 (万元)

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
1	新能源汽车关键零部件生产基地建设项目	55,038.03	39,000.00
2	补充流动资金	16,000.00	16,000.00
	合计	71,038.03	55,000.00

资料来源: 可转债募集说明书, 华金证券研究所

(二) 中签率分析

根据公司最新中报，豪能股份前十大股东持股比例合计 **50.61%**，持股较为集中。假设前十大股东参与比例为 **80%**，剩余股东参与比例为 **50%**，则股东优先配售比例为 **40.49%**。网上申购额度为 **3.66** 亿元。从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 **750** 万户，单户申购上限金额 **100** 万元，则中签率预计为 **0.0049%**。

二、正股分析

(一) 公司简介

截至 **2024** 年 **6** 月 **30** 日，向朝东先生持有公司 **18.15%** 的股份，是公司的控股股东。截至 **2024** 年 **6** 月 **30** 日，公司共同实际控制人为向朝东先生、向星星女士、向朝明先生。**2017** 年 **9** 月，公司股东向朝东先生、向星星女士、向朝明先生、徐应超先生和杜庭强先生共同签署了《一致行动暨共同控制协议》，各方约定行使公司重大事项股东表决权时保持一致行动并对公司实施共同控制。**2021** 年 **11** 月，公司股东向朝东先生、向星星女士、向朝明先生、徐应超先生、杜庭强先生经共同协商，签署了《关于部分一致行动人解除一致行动关系的协议》，自本协议生效之日起，徐应超先生、杜庭强先生解除一致行动关系，向朝东先生、向星星女士和向朝明先生继续履行《一致行动暨共同控制协议》，公司一致行动人变更为向朝东先生、向星星女士和向朝明先生，三人所持公司的股份仍合并计算。截至 **2024** 年 **6** 月 **30** 日，共同实际控制人合计持有公司股份 **166,038,891** 股，占公司总股本的 **28.54%**。公司无股权质押风险。

公司主要从事汽车传动系统相关零部件产品的研发、生产和销售以及航空航天零部件的高端精密制造。公司的核心产品为同步器，近三年及 **2024** 年 **1-6** 月占比在 **42%** 以上。近年来，公司依托在同步器系统产品中已形成的研发设计、技术、客户以及制造、品控等优势，一方面不断延展覆盖汽车零部件产品品类，一方面不断加大新能源汽车领域的客户开发，公司在汽车零部件相关业务板块的布局日臻丰富完善，品牌认知度和知名度日益提升。同时，随着 **2020** 年对昊轶强收购的完成，公司顺利切入航空板块，且不断发挥公司已有业务优势以及与昊轶强优势互补，协同共促，昊轶强盈利能力不断提升。此外，公司充分利用自身精密制造业务优势，成功参股坤科技，设立豪能空天，布局航天零部件精密制造板块。

公司产品内销为主，外销为辅。近三年及 **2024** 年 **1-6** 月，公司内销收入占主营业务收入的比例在 **87%** 以上。在巩固、扩大境内市场份额的基础上，公司不断加强自身产品品质以及境外业务开拓，公司境外收入稳中有升。

钢材、铜锭、毛坯件、配套件、生铁等是生产公司主要产品汽车同步器、差速器等的主要原材料，占生产成本比例较高，行业利润水平受上游钢材、铜材、生铁价格波动影响较大。近年来，上游行业钢材以及铜材等价格波动较大，公司也加强原材料价格管理，合理安排生产节拍，降低采购价格波动给企业经营成本带来的影响。

自设立以来，公司始终围绕高端装备精密制造，致力于不断延伸产品品类，积极丰富客户覆盖，从广度和深度横纵方面不断提升经营实力，业务布局日趋完善。公司主要为整车制造公司以及航空航天器等高端装备提供相关零部件产品或配套产品的研发、设计和生产制造，通过直接产品销售或受托加工方式实现盈利。经过多年发展，公司已建有比较独立、完整的业务承接、研发设计、产品开发、原辅材料采购、精密制造以及销售和售后服务等业务体系和流程。**采购模式方面**，公司本着“稳定合作、互利共赢”的理念和“比质比价，货比三家”的原则，从供应商管理、采购流程和进货检验等三方面对采购过程进行管理，满足生产经营需要。通过与供应商建立长期战略伙伴关系，并引入信息化管理平台，以及供应商全面评价、评级体系，公司基本实现为公司产品生产提供了质量优良、价格合理、供应及时、货源稳定的零部件和原材料，实现了公司供应链的高效与稳定。**生产模式方面**，公司主要采用“以销定产”的生产方式，即根据客户订单的具体需求进行定量生产，产品直接销售给客户。制造部根据销售部的月度销售计划制定月度生产计划，公司严格按照生产控制程序和质量控制体系组织生产。公司存在少部分生产工序的委外加工，主要包括粘碳、热处理，不存在整个产品委托外协厂商生产的情形。**销售模式方面**，公司主要从事汽车传动系统相关零部件产品的研发、生产和销售以及航空航天零部件的高端精密制造。公司主要销售模式为直接面向整车厂或主机厂等进行销售或通过受托加工方式为客户提供相关产品或服务，根据行业惯例，客户通常会在公司开具发票后，按照一定周期滚动付款。

表 3：主营业务收入按产品构成（万元，%）

	2024 年 1-6 月		2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
同步器	47,335.71	42.46	86,104.90	45.19	68667.23	47.79	82,980.79	58.42
结合齿	17,938.22	16.09	33,330.54	17.49	30662.26	21.34	28,394.60	19.99
差速器	19,779.33	17.74	27,196.75	14.27	12111.99	8.43	3910.18	2.75
航空零部件	12,577.32	11.28	22170.67	11.64	19300.28	13.43	13,792.98	9.71
其他主营业务	13,862.28	12.43	21,724.23	11.40	12940.28	9.01	12,960.29	9.12
合计	111,492.85	100	190,527.09	100	143682.04	100	142,038.84	100

资料来源：可转债募集说明书，华金证券研究所

（二）行业分析

公司所处行业主要为汽车零部件及精密零部件加工行业，是汽车制造业和高端零部件加工中的细分行业。同时，公司通过子公司昊轶强进入航空零部件的加工制造行业，并通过子公司豪能空天开展航天零部件的加工制造业务，属于航空零部件制造行业。

1、汽车零部件行业

汽车零部件是汽车工业发展的基础，作为汽车整车行业的上游，是汽车行业的重要组成部分，与汽车行业互相促进、共同发展。近年来，随着我国居民收入水平的不断提升，机动车保有量随之增加，同时，新能源汽车的发展亦加速了我国居民人均机动车的普及率。此外，汽车维修和汽车改装等后市场对零部件的需求也随之扩大，对汽车零部件的性能要求越来越高。汽车零部件行业作为汽车工业的基础，是支撑汽车工业持续健康发展的重要因素。整体来看，整车生产商开始

专注于整车研发、动力总成开发以及提升相关的装配技术，并面向全球零部件供应商采购。零部件供应商承接由整车转移而来的零部件研发与制造任务，在专业化分工的基础上，与整车生产商协同研发，按照类型提供相应的零部件。

燃油车业务竞争格局方面，公司燃油车相关零部件主要为同步器产品，同时有部分 DCT 离合器用支撑和主转毂产品等。新能源汽车业务竞争格局方面，为应对新能源汽车对燃油车市场的替代风险，优化公司产品结构，提升持续盈利能力，公司通过差速器产品进入新能源汽车零部件供应体系。且目前正在建设电机轴的相关产能，进一步丰富新能源汽车相关产品系列。公司在新能源汽车领域布局的差速器系列相关产品和电机轴相关产品，目前市场集中度不高，竞争相对分散。

公司所处汽车零部件及配件行业的上下游关联产业较多，上游行业主要是钢材、铜锭/电解铜、生铁及相关部件制造行业，下游行业主要为商用车、乘用车的发动机制造厂及整车制造业。钢材、铜锭、毛坯件、配套件、生铁等是生产公司主要产品汽车同步器、差速器等的主要原材料，占生产成本比例较高，行业利润水平受上游钢材、铜材、生铁价格波动影响较大。近年来，上游行业钢材以及铜材等价格波动较大，公司也加强原材料价格管理，合理安排生产节拍，降低采购价格波动给企业经营成本带来的影响。

目前，下游整车制造业竞争激烈，整车企业通过降价促销保证市场份额，并依靠在零整关系中的强势地位将成本转嫁给汽车零部件企业。下游行业的价格压力促进公司所在行业企业必须加强产品质量、技术和研发水平以及品牌建设，并努力通过扩大市场规模提高市场竞争力、议价能力和话语权。行业内领先的企业通过与主机配套企业建立稳固的关系，且在市场中树立了良好的品牌价值，上下游行业对其利润水平的影响相对较低。

2、航空零部件行业概述

航空工业是国家战略性高技术产业，是国防空中力量和航空交通运输的物质基础。大力发展战略性高技术产业，是满足国防战略需要和民航运输需求的根本保证，是引领科技进步、带动产业升级、提升综合国力的重要手段。经过 70 多年的开垦耕耘，在国家系列政策的支持和鼓励以及全行业的不懈努力下，我国航空工业得到了长足的发展，并基本建立了独立自主的航空工业体系。我国重点航空装备在“十三五”阶段进入小批量生产交付阶段，在过去五年间保持平稳增长，而随着技术和生产成熟度的逐步提升，有望迎来产能增长的质变，预计在十四五阶段正式进入产能爬坡期，航空航天产业链“十四五”期间的高景气度确定性强。近年来，以 5G、大数据、云计算、人工智能等为代表的信息技术催生数字经济到来，为大飞机的研制、生产和运营带来新机遇。伴随着飞机制造的智能化水平加速推进并不断向外辐射，有望带动航空产业创新生态加快形成，并有望带动产业链的发展壮大。对比美国，我国国防实力仍有较大差距，预计国家会长期保持高投入。此外，目前航空产业链上的民营军工企业主要集中在材料、外协、零部件生产等几个环节。由于行业中上游配套产品相对细分，适合专业化、精细化发展，效率灵活的民营企业有望发挥自身优势，从中获益发展。

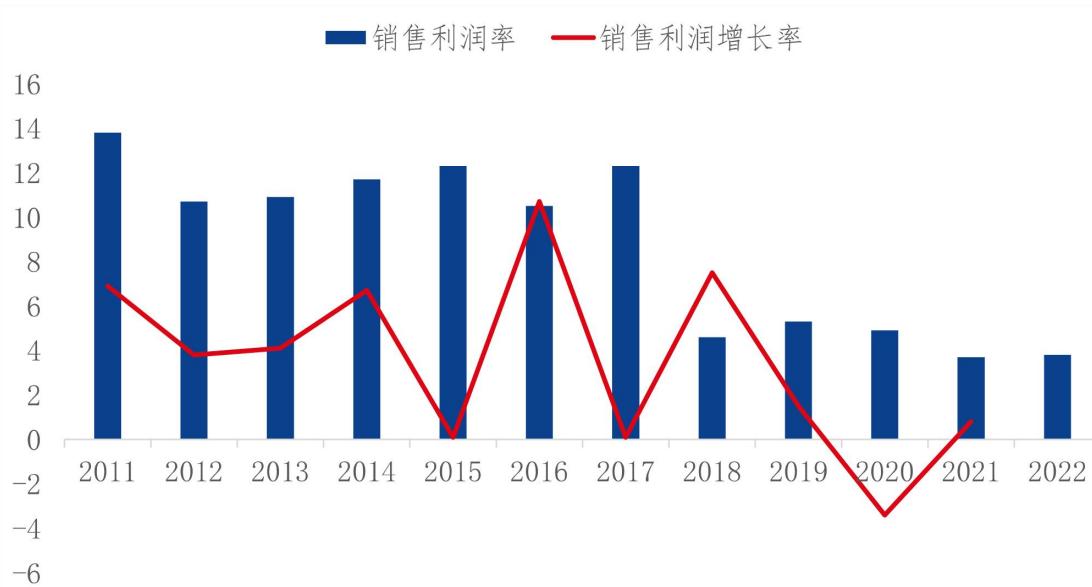
根据航空飞行器相关零部件采购稳定性和延续性的特点，产品一旦应用装备，通常不会轻易变更产品型号和供应商，虽然有持续不断的技术改进，一般也由原厂商完成，故行业竞争格局相对稳定。但随着行业的活跃及社会资本的不断进入，未来不排除越来越多的公司将参与竞争。

公司主要通过子公司昊轶强，从事航空产业链中相关工序的加工制造业务。昊轶强主要作为航空飞行器客户的外协供应商，从事数控加工、钣金成型、工艺装备等外协工作。公司航空零部件业务的上游行业主要包括多种原材料（如铝材）、机械产品和电子元器件行业。上游行业供应较为充足，且昊轶强主要采用“来料加工”的外协生产模式，上游价格调整等对其影响不大。公司航空零部件业务的下游行业主要是航空市场，航空领域分军用及民用两部分，就目前来看，未来市场均有望放量扩充，市场空间大，从而带动昊轶强的业务发展。

公司自创立以来，一直致力于高端装备制造领域。通过自研与外购并举方式，不断拓展业务领域，丰富产品系列，布局“汽车+航空航天”双主业，力争两翼齐飞，协同互促，不断夯实并提升公司业务实力及竞争优势。在汽车零部件及配件加工领域，公司沉浸行业多年，已经逐步成为国内同步器齿环产品行业优势领先企业，品牌及品质获国内众多知名车企认可。根据中金公司出具的研究报告推算，公司在国内同步器市场的占有率已经超过30%。同时，在新能源汽车业务领域，公司系国内为数不多的在差速器生产方面具有包含铸造工艺的较完整产业链的公司之一，且新建的差速器产线以及本次募集资金拟投资建设的电机轴项目，公司均具有一定的后发优势，使用或拟使用的主要是国内先进设备和工艺。此外，公司具有较强的研发技术实力，公司与控股子公司长江机械分别入选工信部第三批和第二批专精特新“小巨人”企业名单。航空航天领域，公司通过收购昊轶强，进军航空高端装备制造领域，通过参股航天神坤，设立豪能空天，进入航天高端装备制造领域。昊轶强在加工质量、交货周期、服务响应速度等方面均得到客户的高度认可，多次荣获客户“优秀供应商”等荣誉。（相关资料来源可转债募集说明书）。

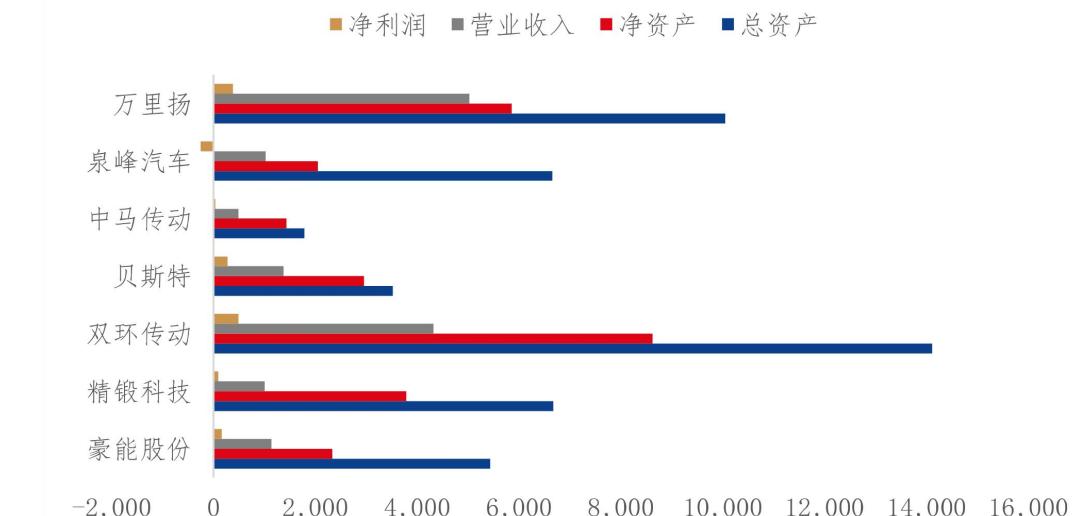
国内可比上市公司则包括精锻科技、双环传动、贝斯特、中马传动、泉峰汽车、万里扬。

图1：汽车零部件及配件制造业销售利润率及增长率全行业平均值（%）



资料来源：iFinD，华金证券研究所

图 2: 2024 年一季度同行业可比上市公司财务状况 (百万元)



资料来源: iFinD, 华金证券研究所

(三) 财务分析

2024 年 1-6 月, 公司实现营业收入 11.36 亿元, 同比上升 37.81%; 实现归母净利润 1.62 亿元, 同比上升 81.71%。近三年及 2024 年 1-6 月, 公司主营产品以同步器和结合齿为主, 是公司主要收入来源。同时, 2020 年以来, 公司不断扩展业务布局, 差速器总成相关产品以及航空零部件产品收入亦逐步增加, 未来有望成为公司新的收入增长贡献点。根据中汽协统计, 2024 年 1-6 月我国汽车产销分别完成 1,389.1 万辆和 1,404.7 万辆, 同比分增长 4.9% 和 6.1%。商用车产销分别完成 200.5 万辆和 206.8 万辆, 同比分增长 2% 和 4.9%; 乘用车产销分别完成 1,188.6 万辆和 1,197.9 万辆, 同比分增长 5.4% 和 6.3%; 新能源汽车产销分别完成 492.9 万辆和 494.4 万辆, 同比分增长 30.1% 和 32%。(2) 差速器产能和订单持续放量, 2024 年上半年差速器收入较去年同期增长 101.23%。(3) 同步器、结合齿同比亦分别实现 31.18% 和 22.51% 的增长。2023 年, 公司营业收入同比增长 32.20%。一方面汽车零部件业务营业收入同比增长 35.35%: (1) 根据中汽协统计, 2023 年商用车产销分别完成 403.7 万辆和 403.1 万辆, 同比分增长 26.8% 和 22.1%, 其中商用车重卡行业反弹强劲, 公司 2023 年商用车重卡相关业务收入同比增长 56%; (2) 随着差速器产能建设的逐步提升, 2023 年公司差速器业务收入同比增长 124.54%, 增幅较大, 未来随着差速器壳体铸造产线调试完成并批量生产, 预计差速器相关业务销售规模有望进一步提升。另一方面航空零部件业务持续增长, 营业收入同比增长 14.87%。同时, 2023 年公司出口业务持续增长, 同比增长 53.15%, 未来亦有望成为公司重要的业绩增长点之一。2024 年 1-6 月, 公司营业收入同比增长 37.81%, 主要由于汽车零部件业务同比增长 42.17%。

整体而言, 近三年及 2024 年 1-6 月, 公司流动比率、速动比率保持在良好的水平, 公司在业务发展利用财务杠杆的同时, 注重提高资金使用效率。且公司合理制订采购和生产计划, 减少采购物资对营运资金的占用, 并加强库存管理, 使得存货在流动资产中的比重维持在较为适度的水平。整体而言, 公司资产的变现能力较强, 流动性风险相对较低。2023 年, 公司流动比率和速动比率有所回升, 主要由于当期流动负债整体保持稳定变化较小, 而流动资产中存货、预付账

款、交易性金融资产等增加所致；公司资产负债率有所提高，主要系公司基于业务发展需求，合理增加借款，充分利用财务杠杆，使用金融工具融资，以及经营性负债增加、并购尾款等其他应付款提高所致；公司应收账款周转率与可比公司平均值较为相近，符合行业特点；公司存货周转率低于可比公司平均值，主要由于各可比公司主营产品、经营模式以及业务规划布局等不同所致。为提升盈利能力，公司一方面纵向延伸产业链，一方面横向扩充丰富产品系列以及服务能力，打造汽车零部件+航空航天零部件制造双主业，故存货规模呈现一定增长趋势，进而影响了存货周转率。公司与精锻科技部分汽车零部件主营产品相近，2023年剔除昊轶强后，公司存货周转率为2.83，与精锻科技、贝斯特和泉峰汽车都较为接近。

整体而言，近三年及2024年1-6月，公司期间费用占营业收入的比例较为稳定，且逐期递减。公司期间费用总额增长较快，主要系公司业务规模扩大、人员增加以及研发投入和财务费用增加等所致。公司销售费用整体不高，占营业收入比例为2%以下，公司销售费用基本持平，主要为三包维修费和职工薪酬。管理费用方面，2022年，公司管理费用较2021年减少22.79%，主要由于股权激励确认的股份支付费用减少所致；2023年以及2024年1-6月管理费用同比增分别加12.08%和13.58%，主要由于职工薪酬同比增加所致。研发费用方面，近年来，为不断强化研发实力，保持提升竞争优势，公司持续加大研发投入2021年、2022年公司研发费用分别增长42.85%和25.21%，2023年公司研发费用同比略有下降，2024年1-6月，研发费用同比增加53.14%。2021年，基于业务以及未来发展需要，公司一方面加大研发检测设备等的投入，相应需要计提的折旧摊销费增加，一方面为拓展客户、延伸品类，公司相应技术服务等费用增加，且随着研发技术队伍的扩张以及薪资福利的提升，职工薪酬增加较多，这些均使得研发费用较上一年同期增加较多。同时，由于当年全年并表昊轶强、青竹机械等，亦会使得当年研发费用有所增加。2022年，为满足业务布局以及客户和项目开发需要，公司继续加大研发投入，相应物料消耗及动力费、需要计提的折旧摊销费均同步增加；同时为保证后续研发动能以及满足客户需求，近年来公司不断引进人才、优化队伍，职工薪酬亦增长明显。2024年1-6月，研发费用同比增加的原因主要系新开发项目投入材料增加所致。财务费用方面，2021年以来，公司财务费用增加较多，主要系公司业务规模扩大、新建项目及改造升级投入增加等因素影响，银行借款及租赁负债增加所致。2023年财务费用同比增加较多，主要由于2022年11月发行可转债，故当期新增计提的财务费用较多以及当期借款增多从而利息费用增加所致。

2021年以来，公司经营活动产生的现金流量净额均为正，经营质量较好；公司投资活动产生的现金流量净额均为净流出，主要由于报告期内，公司业务发展之需投资购建固定资产、无形资产、取得子公司以及其他营业单位支出的金额较高；公司筹资活动产生的现金流量净额2022年金额较高，主要与公司发行可转债有关。近三年及2024年1-6月，公司销售商品收到的现金分别与主营业务收入匹配，实现较高规模的现金流流入，显示了公司运营质量较好。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为政府补助收入和利息收入等项目收到的现金；支付其他与经营活动有关的现金主要为支付的维修费、办公费和水电气费、仓储费、业务招待费、中介机构费等费用。2022年，公司经营活动产生的现金流量净额较2021年有所减少，主要由于当期将收到的承兑汇票更多用于背书支付固定资产购建款项，而购买商品、接受劳务支付的现金以及支付给职工的现金分别增加8,997.75万元和4,140.08万元所致。2023年，随着公司销售规模的扩大，公司经营活动现金流入同比增加；以及当期销售规模扩大对外支付的货款、职工薪酬等增加使得

经营活动现金流出同比增加，但增加幅度小于经营活动现金流入增加的幅度。由此导致 2023 年经营活动现金流量净额增加。

图 3：营业收入情况

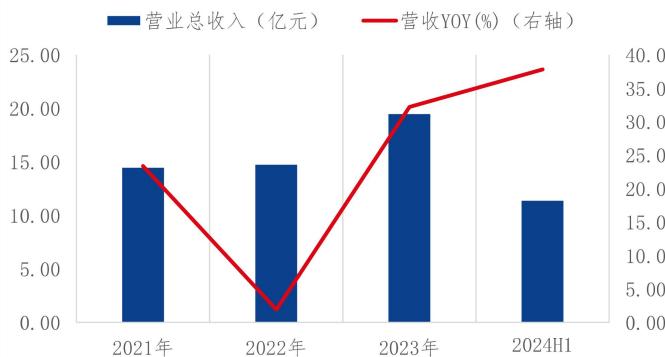
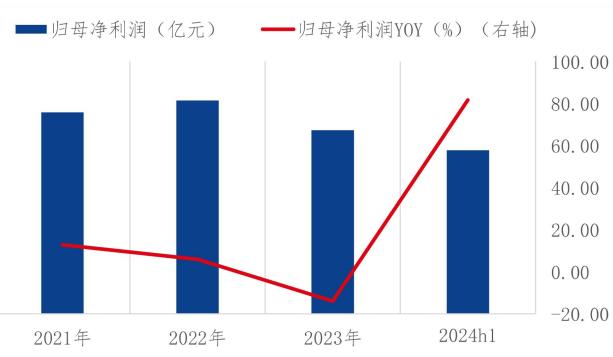


图 4：归母净利润情况



资料来源：iFinD，华金证券研究所

资料来源：iFinD，华金证券研究所

表 4：公司主要财务指标

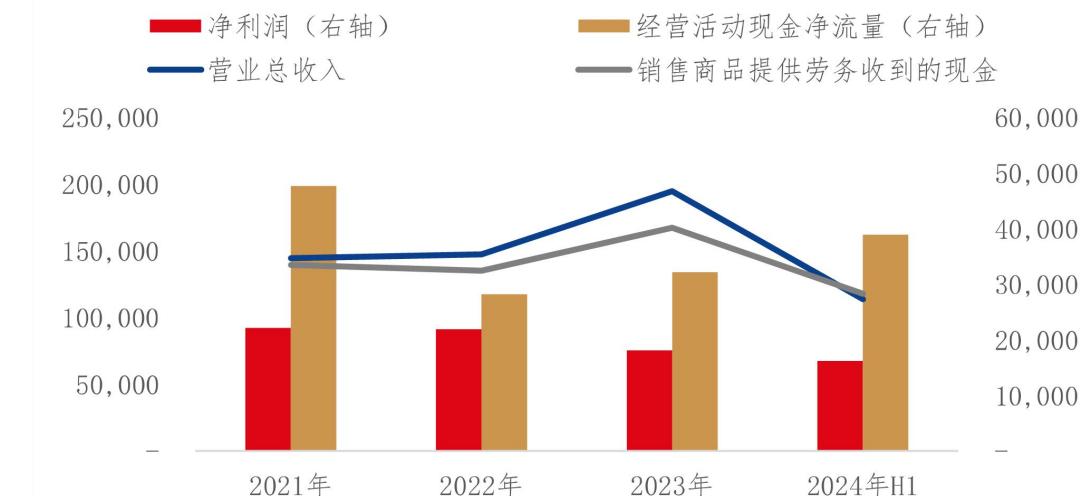
财务指标	2024 年 H1	2023 年	2022 年	2021 年
流动比率	1.03	1.36	1.14	1.00
速动比率	0.62	0.90	0.69	0.64
资产负债率（合并）	57.06%	57.68%	55.19%	49.68%
应收账款周转率	3.49	3.61	3.88	3.94
存货周转率	2.10	2.01	1.64	2.00

资料来源：iFinD，可转债募集说明书，华金证券研究所

表 5：期间费用情况（万元）

项目	2024 年 H1	2023 年	2022 年	2021 年
销售费用	1,698.14	2,948.02	2,417.19	2,448.81
管理费用	5,447.02	10,405.60	9,284.27	12,025.41
研发费用	7,120.88	9,893.53	10,074.14	8,045.97
财务费用	4,667.88	7,908.11	3,128.76	2,853.16
期间费用率	16.67%	16.01%	16.92%	17.57%

资料来源：iFinD，华金证券研究所

图 5: 公司经营现金流情况 (万元)


资料来源: iFinD, 华金证券研究所

(四) 估值表现

截至 2024 年 10 月 21 日, 公司市盈率 PE(TTM) 为 19.49, 低于同行业可比公司平均值 (剔除负值); 同时处于自身上市以来 32.19% 分位数, 估值弹性较高。净资产收益率 ROE 为 6.97%, 高于同行业可比公司平均值 (剔除负值)。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于较低水平为 3.86%。

公司流通市值占总市值比例为 100%, 不存在限售股解禁风险。

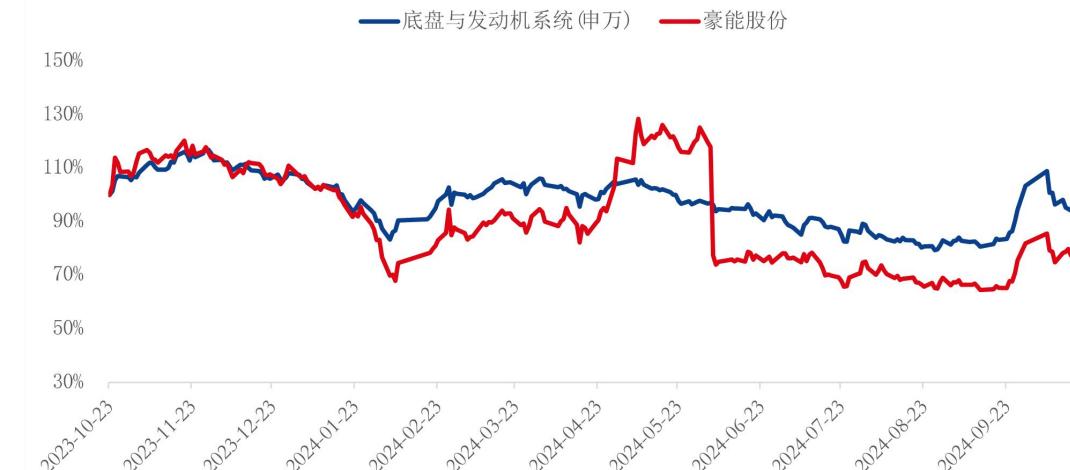
年初至 2024 年 10 月 21 日, 公司股价上升 8.36%, 行业指数 (底盘与发动机系统-申万三级) 下降 10.05%, 公司跑赢行业指数。

表 6: 同行业可比上市公司 (亿元, %)

代码	名称	流通市值	总市值	PE (TTM)	近 1 月涨跌幅	近 3 月涨跌幅	近 6 月涨跌幅	近 1 年涨跌幅	ROE
603809.SH	豪能股份	49.68	49.68	19.49	22.35	14.32	-6.46	-21.36	6.97
300258.SZ	精锻科技	40.40	42.06	25.40	23.48	11.64	-5.42	-31.10	2.54
002472.SZ	双环传动	218.53	246.12	26.73	36.92	32.44	31.48	13.18	5.82
300580.SZ	贝斯特	79.47	84.51	30.44	34.26	23.67	-32.28	-28.87	4.89
603767.SH	中马传动	34.72	34.72	45.59	14.56	0.18	-16.60	-26.61	2.68
603982.SH	泉峰汽车	21.93	21.93	-3.75	17.25	6.77	-7.62	-45.00	-12.36
002434.SZ	万里扬	70.81	70.88	30.26	10.66	13.92	-6.09	-34.47	3.08

资料来源: iFinD, 华金证券研究所

图 6：近一年行业指数及豪能股份股价走势



资料来源：Wind, 华金证券研究所

（五）募投项目分析

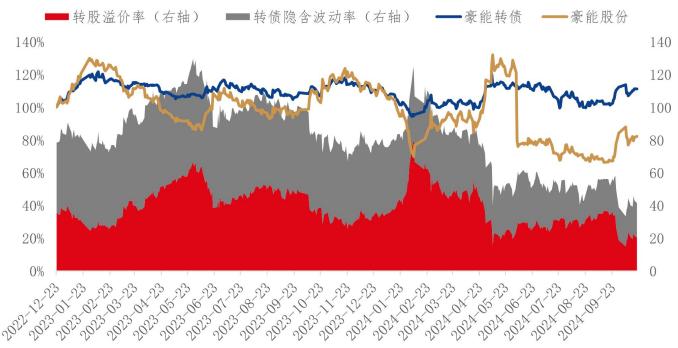
本次募集资金投资项目情况如下：

- 1、新能源汽车关键零部件生产基地建设项目。本项目计划建设期为 2022 年 11 月-2026 年 10 月，共 48 个月。根据本项目可行性分析报告，本项目全部达产达能后，预计可实现年均销售收入 29,000 万元，年均净利润 5,848.14 万元，预期效益较好。截至 2023 年末，公司本次募集资金投资项目已累计投入 2.31 亿元。
- 2、公司拟使用募集资金 16,000.00 万元补充流动资金，主要用于公司主营业务发展，以提升公司运营效率，增加整体抗风险能力，进一步提高公司持续盈利能力。

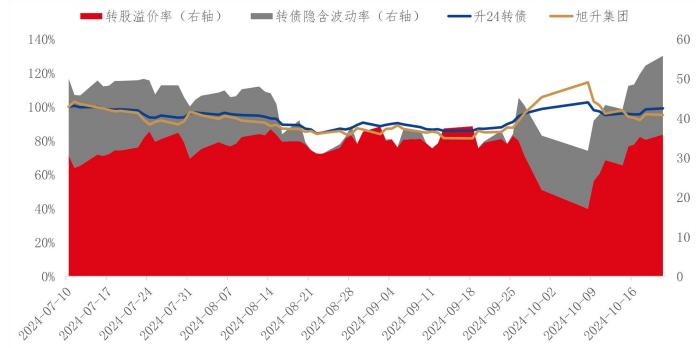
三、定价分析

我们采用同行业可比券和溢价率模型对上市首日价格进行预计情况如下：

(1) 同行业可比券可参考豪能转债（2022 年 12 月 23 日上市，规模 5 亿，期限 6 年，评级为 AA-/AA-，上市后首日收盘价 110.283 元，转股溢价率为 35.52%），升 24 转债（2024 年 7 月 10 日上市，规模 28 亿，期限 6 年，评级为 AA-/AA-，上市后首日收盘价 105.014 元，转股溢价率为 30.53%）。

图 7：豪能转债及正股表现情况 (%)


资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 8：升 24 转债及正股表现情况 (%)


资料来源：Wind, 华金证券研究所

(2) 选取 2019 年 8 月 15 日至 2024 年 8 月 15 日已上市的 669 只可转债数据进行多元回归，因变量为可转债上市首日的转股溢价率 y ，自变量分别为初始转股价格的倒数 (x_1)、起息前 2 日中证转债收盘价 (x_2)、起息前 1 日行业日涨跌幅 (x_3)。模型通过 F 检验，各自变量 t 检验均显著。回归结果显示，初始转股价格的倒数 (x_1) 在 1% 的显著性水平下显著，起息前 1 日行业日涨跌幅 (x_2) 在 5% 的显著性水平下显著，转股价格的倒数 (x_3) 在 5% 的显著性水平下显著，表明选取变量与可转债上市首日的转股溢价率具有相关关系。我们构建出以下模型：

$$y = -68.59x_1 + 0.08x_2 - 1.22x_3$$

通过模型计算出豪 24 转债上市当日的转股溢价率为 23.59%。由于豪 24 转债的债底保护性一般，综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 29% 左右，对应价格为 122.55 元~135.45 元。

四、风险提示：

- 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
- 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
- 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
- 4、正股股价波动风险。
- 5、定价模型可能失效，预测结果可能与实际有较大差异。

分析师声明

牛逸声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn