

明阳科技 (837663)

2024 年三季报点评：业绩环比高速增长，盈利能力显著提升

买入 (维持)

2024 年 10 月 30 日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书：S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书：S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书：S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书：S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书：S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值        | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元)    | 207.40 | 257.81 | 322.34 | 406.76 | 517.32 |
| 同比 (%)         | 28.42  | 24.31  | 25.03  | 26.19  | 27.18  |
| 归母净利润 (百万元)    | 50.95  | 66.53  | 86.72  | 106.99 | 138.41 |
| 同比 (%)         | 34.59  | 30.59  | 30.34  | 23.38  | 29.37  |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.49   | 0.64   | 0.84   | 1.04   | 1.34   |
| P/E (现价&最新摊薄)  | 33.51  | 25.66  | 19.68  | 15.95  | 12.33  |

投资要点

- **业绩环比高速增长，盈利能力显著提升。**公司发布 2024 年三季报，2024Q1-3 实现营收 2.09 亿元，同比+17.18%；归母净利润 0.60 亿元，同比+34.01%；扣非归母净利润 0.54 亿元，同比+23.39%。单季度来看，2024Q3 实现营收 0.82 亿元，同比+17.79%，环比+19.86%；归母净利润 0.26 亿元，同比+42.36%，环比+59.55%；扣非归母净利润 0.22 亿元，同比+21.26%，环比+41.67%。从利润率水平来看，2024Q1-3 公司销售毛利率为 44.54%，同比-1.01pct；销售净利率为 28.46%，同比+3.57%。
- **期间费用率持续优化，经营性现金流净额同比大幅增长。**2024Q1-3 公司期间费用率有所下降，销售/管理/财务费用率分别为 1.74%/7.60%/-0.24%，同比-0.25/-1.01/-0.39pct。其中，公司财务费用同比-289.69%，主要系公司偿还借款利息费用支出下降所致。现金流方面，公司经营/投资/筹资活动产生的现金流净额分别为 0.92/-0.14/-0.97 亿元，同比+146.76%/-58.88%/-202.47%。其中，公司经营性现金流净额同比大幅增长主要系客户产品需求增加，产销量继续提升，回款较好、现金流入增加所致；筹资活动现金流净额同比大幅下降主要系公司支付现金股利、偿还银行借款、回购股票所致。
- **高毛利构筑核心护城河，客户放量+产能扩展贡献未来增量。**1) **高毛利优势：**2019-2023 年公司毛利率分别为 46.13%/46.72%/43.92%/45.06%/46.19%，显著高于同业公司(东睦股份、海昌新材、双飞股份和长盛轴承)平均毛利率 33.43%/32.09%/28.77%/27.06%/27.86%。除产品种类、客户结构等固有差异外，公司高毛利的来源主要有：①先进的技术研发实力提升公司产品附加值；②强大的成本控制能力使公司不惧年降压力从而保持稳定的盈利能力。2) **客户优势：**公司汽车领域客户以大中型汽车座椅企业为主，包括业内头部的华域汽车、中航精机、申驰实业、佛吉亚、日哈精密、李尔等，有望乘座椅行业空间增长之东风，促进自身业绩成长。3) **募投扩产：**公司募投年产 2.05 亿件自润滑轴承、0.53 亿件汽车零部件、2.42 亿件金属零部件项目以及新功能座椅及关键部件研发中心，将于 2025 年 5 月建成，达产后新增 5 亿件汽车座椅关键零部件产品的生产能力，以匹配公司不断增长的订单需求，从而提升公司经济效益和业绩增长。
- **盈利预测与投资评级：**公司为小而美的座椅核心零部件供应商，客户结构较优，产品结构升级，业绩增长可期。我们维持公司 2024~2026 归母净利润预测为 0.87/1.07/1.38 亿元，对应最新 PE 为 19.68/15.95/12.33 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 下游乘用车销量不及预期；2) 产品价格年降风险；3) 客户集中风险。

股价走势



市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 16.54      |
| 一年最低/最高价      | 7.60/17.63 |
| 市净率(倍)        | 4.86       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 844.02     |
| 总市值(百万元)      | 1,706.93   |

基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 3.41   |
| 资产负债率(%,LF) | 16.94  |
| 总股本(百万股)    | 103.20 |
| 流通 A 股(百万股) | 51.03  |

明阳科技三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |            |            |            |            | 利润表 (百万元)       |            |            |            |            |
|------------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|
|                  | 2023A      | 2024E      | 2025E      | 2026E      |                 | 2023A      | 2024E      | 2025E      | 2026E      |
| <b>流动资产</b>      | <b>326</b> | <b>414</b> | <b>542</b> | <b>691</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>258</b> | <b>322</b> | <b>407</b> | <b>517</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 136        | 189        | 237        | 315        | 营业成本(含金融类)      | 139        | 173        | 218        | 274        |
| 经营性应收款项          | 160        | 185        | 253        | 314        | 税金及附加           | 3          | 4          | 4          | 6          |
| 存货               | 29         | 40         | 51         | 61         | 销售费用            | 4          | 6          | 8          | 9          |
| 合同资产             | 0          | 0          | 0          | 0          | 管理费用            | 20         | 25         | 33         | 44         |
| 其他流动资产           | 1          | 1          | 1          | 1          | 研发费用            | 13         | 17         | 22         | 28         |
| <b>非流动资产</b>     | <b>138</b> | <b>163</b> | <b>166</b> | <b>174</b> | 财务费用            | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 长期股权投资           | 0          | 0          | 0          | 0          | 加:其他收益          | 2          | 0          | 0          | 2          |
| 固定资产及使用权资产       | 107        | 129        | 137        | 145        | 投资净收益           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 在建工程             | 3          | 6          | 1          | 1          | 公允价值变动          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 无形资产             | 11         | 11         | 11         | 11         | 减值损失            | (5)        | 0          | 0          | 0          |
| 商誉               | 0          | 0          | 0          | 0          | 资产处置收益          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 长期待摊费用           | 4          | 4          | 4          | 4          | <b>营业利润</b>     | <b>76</b>  | <b>99</b>  | <b>123</b> | <b>159</b> |
| 其他非流动资产          | 13         | 14         | 14         | 14         | 营业外净收支          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>资产总计</b>      | <b>464</b> | <b>577</b> | <b>708</b> | <b>865</b> | <b>利润总额</b>     | <b>76</b>  | <b>99</b>  | <b>122</b> | <b>158</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>103</b> | <b>132</b> | <b>156</b> | <b>175</b> | 减:所得税           | 10         | 12         | 15         | 20         |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 32         | 18         | 18         | 18         | <b>净利润</b>      | <b>67</b>  | <b>87</b>  | <b>107</b> | <b>138</b> |
| 经营性应付款项          | 38         | 73         | 87         | 99         | 减:少数股东损益        | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 合同负债             | 0          | 0          | 0          | 1          | <b>归属母公司净利润</b> | <b>67</b>  | <b>87</b>  | <b>107</b> | <b>138</b> |
| 其他流动负债           | 33         | 42         | 51         | 57         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.64       | 0.84       | 1.04       | 1.34       |
| 非流动负债            | 6          | 5          | 5          | 5          | EBIT            | 77         | 99         | 122        | 158        |
| 长期借款             | 4          | 4          | 4          | 4          | EBITDA          | 91         | 112        | 139        | 177        |
| 应付债券             | 0          | 0          | 0          | 0          | 毛利率(%)          | 46.19      | 46.48      | 46.34      | 46.95      |
| 租赁负债             | 0          | 0          | 0          | 0          | 归母净利率(%)        | 25.81      | 26.90      | 26.30      | 26.76      |
| 其他非流动负债          | 2          | 2          | 2          | 2          | 收入增长率(%)        | 24.31      | 25.03      | 26.19      | 27.18      |
| <b>负债合计</b>      | <b>109</b> | <b>138</b> | <b>162</b> | <b>180</b> | 归母净利润增长率(%)     | 30.59      | 30.34      | 23.38      | 29.37      |
| 归属母公司股东权益        | 355        | 439        | 546        | 685        |                 |            |            |            |            |
| 少数股东权益           | 0          | 0          | 0          | 0          |                 |            |            |            |            |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>355</b> | <b>439</b> | <b>546</b> | <b>685</b> |                 |            |            |            |            |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>464</b> | <b>577</b> | <b>708</b> | <b>865</b> |                 |            |            |            |            |

| 现金流量表 (百万元) |       |       |       |       | 重要财务与估值指标       |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |                 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流     | 50    | 107   | 68    | 104   | 每股净资产(元)        | 3.44  | 4.26  | 5.29  | 6.63  |
| 投资活动现金流     | (45)  | (38)  | (20)  | (26)  | 最新发行在外股份(百万股)   | 103   | 103   | 103   | 103   |
| 筹资活动现金流     | 98    | (18)  | 0     | 0     | ROIC(%)         | 21.53 | 20.37 | 20.81 | 21.73 |
| 现金净增加额      | 103   | 52    | 48    | 78    | ROE-摊薄(%)       | 18.76 | 19.74 | 19.59 | 20.22 |
| 折旧和摊销       | 15    | 13    | 17    | 19    | 资产负债率(%)        | 23.57 | 23.89 | 22.84 | 20.85 |
| 资本开支        | (31)  | (37)  | (20)  | (26)  | P/E (现价&最新股本摊薄) | 25.66 | 19.68 | 15.95 | 12.33 |
| 营运资本变动      | (36)  | 9     | (56)  | (53)  | P/B (现价)        | 4.81  | 3.89  | 3.13  | 2.49  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>