

预计汽零业务有望边际改善，机器人进程将加速

核心观点

- **业绩符合预期。**公司前三季度营业收入 205.63 亿元，同比增长 8.4%；归母净利润 23.02 亿元，同比增长 6.6%；扣非归母净利润 22.48 亿元，同比增长 1.1%。3 季度营业收入 68.87 亿元，同比增长 6.8%，环比减少 4.8%；归母净利润 7.87 亿元，同比增长 3.0%，环比减少 9.2%；扣非归母净利润 7.21 亿元，同比减少 4.5%，环比减少 15.7%。
- **三季度毛利率环比改善。**前三季度毛利率 27.7%，同比提升 0.2 个百分点；3 季度毛利率 28.2%，同比降低 2.6 个百分点（按会计准则调整同比降低 2.5 个百分点），环比提升 0.3 个百分点，毛利率同比下降预计主要系原材料、海运费、行业竞争等因素综合影响。前三季度期间费用率 13.9%，同比提升 1.3 个百分点，其中管理费用率同比提升 1.5 个百分点，主要系管理人员薪酬等增加；研发费用率同比减少 0.4 个百分点，主要系收入规模增加；财务费用率同比增长 0.3 个百分点，主要系汇兑收益减少，2024 年前三季度汇兑收益为 1080.26 万元，去年同期为 1.27 亿元。前三季度经营活动现金流净额 19.93 亿元，同比减少 15.7%，预计主要系职工薪酬及税费现金支出增加所致。
- **预计未来汽零业务将逐步改善，机器人产业化进程加速。**3 季度北美地区传统车企电动化转型有所放缓，但国内新能源市场维持较高增长；标杆客户特斯拉 3 季度全球交付量同比增长 6.4%，环比增长 4.3%。马斯克在特斯拉 3 季报电话会上表示，预计特斯拉 2024 年销量将小幅增长（据此测算特斯拉四季度交付量至少为 51.49 万辆，同比增长 18.4%，环比增长 11.2%），2025 年特斯拉销量将增长 20%至 30%，预计后续汽零收入增速将有所修复。机器人方面，特斯拉预计规模化生产的 Optimus 机器人成本在 2-3 万美元区间，计划 2025 年初小批量生产，年底工厂应用数千台，2026 年大幅提升产量并对外销售。公司积极布局仿生机器人执行器业务，随着人形机器人产业化进程加速、公司新基地投产落地，预计机器人业务有望打开业绩增长空间。
- **制冷空调业务有望受益于以旧换新及美国冷媒切换。**3 季度国内家用空调销量同比增长 6.7%，环比减少 33.7%；随着以旧换新政策持续推进，预计公司制冷业务将跟随行业实现稳健增长；此外美国冷媒切换亦有望拉动微通道换热器等产品需求，对公司制冷业务形成积极影响。

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 年净利润 32.19、39.18、45.67 亿元（原 35.86、43.97、51.65 亿元），可比公司 24 年 PE 平均估值 31 倍，目标价 26.66 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	29,216	34,981	39,943
同比增长(%)	33.2%	15.0%	19.0%	19.7%	14.2%
营业利润(百万元)	3,067	3,553	3,820	4,648	5,418
同比增长(%)	54.4%	15.8%	7.5%	21.7%	16.5%
归属母公司净利润(百万元)	2,573	2,921	3,219	3,918	4,567
同比增长(%)	52.8%	13.5%	10.2%	21.7%	16.6%
每股收益(元)	0.69	0.78	0.86	1.05	1.22
毛利率(%)	26.1%	27.9%	27.4%	27.7%	27.9%
净利率(%)	12.1%	11.9%	11.0%	11.2%	11.4%
净资产收益率(%)	21.4%	18.9%	16.8%	18.3%	19.4%
市盈率	36.4	32.0	29.1	23.9	20.5
市净率	7.2	5.2	4.6	4.2	3.8

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11月08日）	25.08元
目标价格	26.66元
52周最高价/最低价	30.29/15.59元
总股本/流通A股（万股）	373,239/367,045
A股市值（百万元）	93,608
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2024年11月10日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	16.49	-0.68	47.73	-8.86
相对表现%	10.99	2.89	24.96	-22.51
沪深300%	5.5	-3.57	22.77	13.65



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

2 季度毛利率同环比提升，拓展机器人等新业务	2024-09-01
业绩符合预期，布局储能、机器人等业务	2023-11-04

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11月8日	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
拓普集团	601689	52.68	1.28	1.75	2.25	2.78	41.30	30.06	23.42	18.93
旭升集团	603305	13.16	0.77	0.64	0.80	1.00	17.20	20.52	16.38	13.14
上声电子	688533	38.6	0.99	1.66	2.08	2.60	38.84	23.19	18.59	14.87
中科三环	000970	11.7	0.23	0.10	0.22	0.35	51.66	119.88	52.37	33.87
贝斯特	300580	19.3	0.53	0.64	0.80	0.99	36.56	30.19	24.00	19.47
五洲新春	603667	18.85	0.38	0.44	0.57	0.69	49.97	42.42	32.79	27.20
调整后平均							41.67	31.46	24.70	20.12

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	8,765	10,145	11,583	营业收入	21,348	24,558	29,216	34,981	39,943
应收票据、账款及款项融资	7,432	8,251	11,102	13,293	15,178	营业成本	15,781	17,708	21,199	25,309	28,788
预付账款	118	134	175	210	240	营业税金及附加	110	140	190	227	260
存货	4,335	4,601	5,724	6,833	7,773	营业费用	513	663	643	770	879
其他	993	502	431	467	520	管理费用及研发费用	2,256	2,573	3,418	4,093	4,673
流动资产合计	18,756	20,072	26,197	30,948	35,295	财务费用	(178)	(73)	17	22	52
长期股权投资	32	38	38	38	38	资产、信用减值损失	191	107	100	83	44
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	150	151	151
其他	1,038	1,171	1,068	1,110	1,103	营业利润	3,067	3,553	3,820	4,648	5,418
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	37,613	42,005	45,893	营业外支出	22	15	10	10	10
短期借款	1,294	1,212	4,375	5,105	5,134	利润总额	3,051	3,553	3,818	4,646	5,416
应付票据及应付账款	6,465	7,867	8,480	10,123	11,515	所得税	443	620	573	697	812
其他	1,697	2,740	2,323	2,258	2,454	净利润	2,608	2,934	3,245	3,950	4,603
流动负债合计	9,456	11,819	15,177	17,486	19,103	少数股东损益	35	13	26	32	37
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	3,219	3,918	4,567
应付债券	2,777	0	0	0	0	每股收益(元)	0.69	0.78	0.86	1.05	1.22
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	17,011	19,375	21,000		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	178	169	195	227	264	成长能力					
实收资本(或股本)	3,591	3,733	3,732	3,732	3,732	营业收入	33.2%	15.0%	19.0%	19.7%	14.2%
资本公积	(47)	3,032	3,454	3,454	3,454	营业利润	54.4%	15.8%	7.5%	21.7%	16.5%
留存收益	8,997	11,015	13,301	15,287	17,503	归属于母公司净利润	52.8%	13.5%	10.2%	21.7%	16.6%
其他	401	115	(80)	(70)	(60)	获利能力					
股东权益合计	13,119	18,064	20,602	22,630	24,893	毛利率	26.1%	27.9%	27.4%	27.7%	27.9%
负债和股东权益总计	27,961	31,891	37,613	42,005	45,893	净利率	12.1%	11.9%	11.0%	11.2%	11.4%
						ROE	21.4%	18.9%	16.8%	18.3%	19.4%
						ROIC	13.4%	13.9%	13.3%	13.9%	15.0%
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%	45.2%	46.1%	45.8%
净利润	2,608	2,934	3,245	3,950	4,603	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	1.73	1.77	1.85
财务费用	(178)	(73)	17	22	52	速动比率	1.51	1.30	1.33	1.36	1.42
投资损失	85	131	20	20	20	营运能力					
营运资金变动	(1,330)	877	(3,688)	(1,707)	(1,538)	应收账款周转率	4.9	4.5	5.2	5.7	5.6
其它	981	(737)	(212)	60	23	存货周转率	3.9	3.9	4.0	3.9	3.8
经营活动现金流	2,510	3,724	68	3,105	3,973	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	0.86	1.05	1.22
其他	(475)	1,883	16	20	20	每股经营现金流	0.70	1.00	0.02	0.83	1.06
投资活动现金流	(2,671)	(1,209)	(338)	(334)	(334)	每股净资产	3.47	4.79	5.47	6.00	6.60
债权融资	(66)	(2,669)	(183)	(169)	173	估值比率					
股权融资	(9)	3,221	421	0	0	市盈率	36.4	32.0	29.1	23.9	20.5
其他	(522)	(1,644)	2,213	(1,223)	(2,374)	市净率	7.2	5.2	4.6	4.2	3.8
筹资活动现金流	(597)	(1,092)	2,451	(1,391)	(2,200)	EV/EBITDA	28.3	22.5	20.3	16.9	14.6
汇率变动影响	119	152	-0	-0	-0	EV/EBIT	31.7	26.3	23.9	19.6	16.7
现金净增加额	(640)	1,575	2,180	1,380	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。