

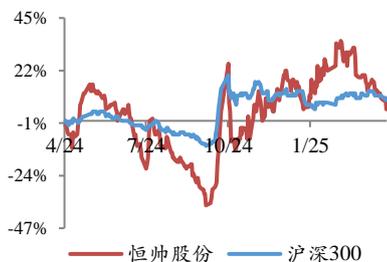
清洗业务有所承压，ADAS 清洗及电机业务有序推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-07

| | |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元) | 82.39 |
| 近12个月最高/最低(元) | 108.00/48.83 |
| 总股本(百万股) | 80 |
| 流通股本(百万股) | 21 |
| 流通股比例(%) | 26.65 |
| 总市值(亿元) | 66 |
| 流通市值(亿元) | 18 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：姜肖伟

执业证书号：S0010523060002

电话：18681505180

邮箱：jiangxiaowei@hazq.com

分析师：陈飞宇

执业证书号：S0010525020001

电话：19842726967

邮箱：chenfeiyu@hazq.com

相关报告

- 恒帅股份：Q3 传统清洗营收承压，智能清洗逐步展现潜力 2024-11-01
- Q2 盈利能力稳步上行，智能清洗迎来拐点 2024-08-30
- 2023 及 24Q1 点评：盈利水平持续向上，业务逐步扩张 2024-05-06

主要观点：

- **事件**：2025 年 4 月 2 日晚，恒帅股份 (300969.SZ) 发布 2024 年度报告：营业收入 9.62 亿元，同比+4.21%；归母净利润 2.14 亿元。同比+5.75%；扣非归母净利润 2.02 亿元，同比+5.63%。

其中，Q4 实现营收 2.58 亿元，同比-1.08%，环比+7.03%；归母净利润 0.50 亿元。同比-3.53%，环比+4.81%；扣非净利润 0.47 亿元，同比-6.08%，环比+2.46%。

核心观点

- **盈利能力稳健**

1) 营收方面：公司围绕清洗业务和电机业务的双主线核心，24 清洗泵/清洗系统/汽车电机营收分别为 2.02/2.38/4.33 亿元，同比+0.95%/-10.61%/+17.26%。境内/境外营收分别为 5.77/3.73 亿元，同比增长+1.32%/+9.31%。

2) 盈利方面：公司 2024 年主营业务毛利率约为 34.79%，同比-1.46pct。其中清洗泵/清洗系统/汽车电机毛利率分别为 36.87%/24.78%/36.64%，同比-1.72/-5.74/-0.52pct。境内/境外毛利率分别为 31.98%/37.61%，同比-1.75/-1.75pct。财务/管理/销售/研发费用率分别同比-0.85pct/-0.44pct/-0.32pct/+0.28pct。其中，财务费用主要系利息收入及汇兑收益增加所致。

- **清洗业务：ADAS 主动感知清洗系统拓展顺利，海外交付能力增强**

1) 产品：流体技术产品 2024 年实现营收 4.40 亿元，同比-5.65%，将积极进行业务结构优化与新技术落地提速。主动感知清洗系统加速多场景商业化落地，与 Waymo、美团、小马智行、菜鸟及北美新能源客户等展开适配验证并斩获定点订单，验证技术竞争力。为匹配需求增长，公司计划新增 25 万套/年气液混合式清洗系统产能，强化智能清洗领域布局。短期收入承压下，商业化落地加速与产能释放有望驱动该板块边际改善，支撑长期增长动能。

2) 产能：两地工厂深化海外市场渗透，支撑全球客户需求。

泰国基地：通过“部件先行+总成拓展”的阶梯式布局。一期厂房 2024 年建成投产，聚焦清洗泵、电机等部件，二期计划延伸至主动感知清洗系统、热管理系统等总成类产品，逐步完善产品矩阵；

美国基地：2024 年已有定点项目进入量产爬坡阶段，产能加速释放。

- **微电机业务多元化布局，技术外延有望实现多点开花**

公司电机业务全年营收 4.33 亿元，同比增长 17.26%，核心产品“四门两盖”系列成为增长主力。依托技术升级，业务由单一电机向“电机+执行器”集成化方案延伸，在汽车领域深化布局内部及底盘电机市场，EPB 电机获项目定点，同时探索与机器人产业的协同机会；横向拓展至物流系统滚筒电机等非车用场景，并逐步渗透工业自动化赛道。为支撑需求，公司规划新增 1600 万台/年产能，夯实供应链能力。2024 年新

能源业务贡献显著，新能源汽车零部件收入 2.80 亿元，占比提升至 29.54%。

● 投资建议

公司以微电机为核心技术能力，清洗业务规模化发展并前瞻智能化清洗，产业商业化进程加速；电机业务多品类布局，乘智能化浪潮。公司积极调整客户结构应对清洗业务承压情况，我们预测公司 2025~2027 年营收分别为 11.01/13.37/17.02 亿元；对应 2025~2027 年实现归母净利润由 2.39/2.90/3.85 亿元；2025~2027 年对应 PE 为 27.58/22.70/17.14x，维持公司“买入”评级。

● 风险提示

1) 汽车销量不及预期；(2) 汽车智能化发展不及预期；(3) 原材料成本上涨；(4) 海外工厂建设进度不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 962 | 1101 | 1337 | 1702 |
| 收入同比 (%) | 4.2% | 14.4% | 21.5% | 27.3% |
| 归属母公司净利润 | 214 | 239 | 290 | 385 |
| 净利润同比 (%) | 5.7% | 11.8% | 21.5% | 32.4% |
| 毛利率 (%) | 34.8% | 34.3% | 34.6% | 34.7% |
| ROE (%) | 16.7% | 15.9% | 16.6% | 18.5% |
| 每股收益 (元) | 2.67 | 2.99 | 3.63 | 4.81 |
| P/E | 30.59 | 27.58 | 22.70 | 17.14 |
| P/B | 5.09 | 4.39 | 3.77 | 3.18 |
| EV/EBITDA | 23.69 | 19.34 | 15.67 | 11.64 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：姜肖伟，北京大学光华管理学院硕士，应用物理学/经济学复合背景。八年电子行业从业经验，曾在深天马、瑞声科技任职，分管过战略、市场、产品及投研等核心业务部门，多年一级及二级市场投研经验，具备电子+汽车/产业+金融的多纬度研究视角和深度洞察能力，汽车行业全覆盖。

分析师：陈飞宇，墨尔本大学硕士，主要覆盖汽车智能化及底盘方向。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。