

凌云股份(600480)

报告日期: 2025 年 05 月 03 日

汽车业务订单充沛、经营稳健，机器人传感器大力布局

——凌云股份 24&25Q1 点评报告

投资要点

□ 公司公告:

2024 年: 营收 188.37 亿元, 同比+0.72%; 归母净利润 6.55 亿元, 同比+3.77%; 扣非净利润 5.45 亿元, 同比-4.14%。销售毛利率 17.60%, 销售净利率 5.04%, 分别同比+1.26pct/+0.40pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.87%/5.36%/4.26/1.10%, 分别同比-0.30/+0.80/+0.07/+0.74pct; 本期财务费用增长明显, 主要系汇率变动导致汇兑损失同比增加 (本期汇兑损益 1.27 亿元, 23 年同期-0.41 亿元)。

24Q4: 营收 54.90 亿元, 同比/环比+3.63%/+24.48%; 归母净利润 1.55 亿元, 同比/环比-18.33%/+52.24%; 扣非净利润 1.12 亿元, 同比/环比-25.03%/+38.01%。

25Q1: 营收 43.39 亿元, 同比+0.92%; 归母净利润 2.15 亿元, 同比-2.91%; 扣非净利润 1.89 亿元, 同比-5.08%。销售毛利率 17.59%, 销售净利率 6.42%, 分别同比-0.37pct/+0.21pct。

□ **汽车业务绑定优质客户、在手订单充沛。**2024 年公司汽车金属及塑料零部件业务实现营收 171.12 亿元, 同比增长 2.78%; 毛利率 17.88%, 同比+1.11pct。公司作为国内规模靠前的汽车结构件供应商, 客户覆盖奔驰、宝马、TSL 等国内外知名车企; 实现收入端稳健增长。

公司全年获得新订单 510 亿元, 其中汽车金属件超过 350 亿元, 在宝马及一汽红旗等客户方面获得谱系突破。同时, 公司成功进入小鹏汇天低空飞行项目配套体系。汽车管路方面, 公司新获订单超过 150 亿元, 在新能源储能领域新项目订单量大幅增加。公司加大电池封装业务的产品能力。公司新能源电池 BMS 及封装系统完成首台电池包系统封装和测试, 初步具备了系统设计、封装产线设计规划能力。

市政管路业务国内需求疲软, 积极开拓海外市场。2024 年公司市政管路业务营收 11.11 亿元, 同比-15.13%; 毛利率 14.97%, 同比+1.90pct。公司海外市场取得新突破, 中标阿布扎比国家石油公司油田注海水主体工程。

坚持国际化布局, 加强成本控制能力。

2024 年, 德国子公司 WAG 实现净利润-2.31 亿元 (2023 年为-1.45 亿元), 同比亏损幅度略有增长。公司拟提升新项目质量, 同时加强采购端、费用端的成本控制。摩洛哥作为辐射欧洲和北非市场的生产基地, 以 STLA、奔驰、TSL 等为目标客户, 公司积极推进项目落地。

工信部未来产业项目牵头方, 打造凌云传感器平台、布局智能关节和机械臂。公司作为牵头方联合相关单位开展的传感器业务入围揭榜挂帅项目, 完成了拉压力传感器批量样件送货和小规模产线布局, 六维力传感器设计任务也在进行中。同时, 公司积极布局机器人智能关节及机械臂等关键部件的研发销售。

□ 盈利预测与估值

投资评级: 买入(维持)

分析师: 刘巍

执业证书号: S1230524040001

liuwei03@stocke.com.cn

研究助理: 张逸辰

zhangyichen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥ 17.51

总市值(百万元) 16,464.26

总股本(百万股) 940.28

股票走势图



相关报告

1 《多细分赛道龙头主业稳健向上, 布局传感器广阔赛道》
2025.04.10

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 200.92/216.06/233.39 亿元，YOY 为 6.7%/7.5%/8.0%；预计 2025-2027 年归母净利分别为 8.51/9.66/10.92 亿元，YOY 为 29.9%/13.4%/13.1%，PE 为 19.34/17.05/15.07 倍。维持“买入”评级。

□ 风险提示

重点配套核心车型销量不达预期；下游核心客户采购降价幅度大于预期；新技术落地进展不及预期。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	18837	20092	21606	23339
(+/-) (%)	0.7%	6.7%	7.5%	8.0%
归母净利润	655	851	966	1092
(+/-) (%)	3.8%	29.9%	13.4%	13.1%
每股收益(元)	0.70	0.91	1.03	1.16
P/E	25.12	19.34	17.05	15.07

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 凌云股份 2024 年报及 2025 年一季报分析.....	5
2 海外子公司盈利情况及盈利预测	8
3 风险提示	9

图表目录

表 1: 业绩摘要 (百万元)	5
表 2: 单季度业绩摘要 (百万元)	6
表 3: 现金流情况	7
表 4: 资产回报率	7
表 5: 负债情况	7
表 6: 固定资产和在建工程 (百万元)	8
表 7: 公司海外子公司盈利情况 (百万元)	8
表 8: 凌云股份盈利预测.....	8
表附录: 三大报表预测值.....	10

1 凌云股份 2024 年报及 2025 年一季报分析

公司公告:

2024 年: 营收 188.37 亿元, 同比+0.72%; 归母净利润 6.55 亿元, 同比+3.77%; 扣非净利润 5.45 亿元, 同比-4.14%。销售毛利率 17.60%, 销售净利率 5.04%, 分别同比 +1.26pct/+0.40pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.87%/5.36%/4.26%/1.10%, 分别同比 -0.30/+0.80/+0.07/+0.74pct; 本期财务费用增长明显, 主要系汇率变动导致汇兑损失同比增加 (本期汇兑损益 1.27 亿元, 23 年同期-0.41 亿元)。

财务分析:

1) 毛利率: 2024 年毛利率为 17.60%, 同比+1.26pct; 净利率为 5.04%, 同比+0.40pct。毛利率水平提升系公司产能利用率提升、规模效应提升所致。2025 年 Q1 毛利率为 17.59%, 同比-0.37pct, 环比-0.43pct。

2) 费用率: 2024 年费用率合计 12.59%, 同比+1.31pct, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.87%、5.36%、4.26%、1.10%, 同比-0.30、+0.80、+0.07、+0.74pct。2024 年, 公司职工薪酬、咨询认证费及折旧费同比增加, 管理费用同比增长; 同时公司加大了新能源车型产品、热成型产品、高强度汽车轻量化产品的研发投入, 研发费用同比增长。

25Q1 费用率合计 11.11%, 同比/环比-0.44/-2.93pct。营收的快速增长, 摊薄公司期间费用率。

3) 固定资产和在建工程: 截止 2024 年末, 公司固定资产为 39.89 亿元, 同比增长 3.47%; 在建工程为 3.44 亿元, 同比下降 13.25%。在建工程逐渐转固定资产, 产能逐渐得以释放。

4) 现金流情况: 公司 2024 年赊销比、存货营收比、销售商品和劳务获得现金/营收、经营现金流净额/税后净利润分别为 28.15%、11.00%、81.57%、341.90%, 同比分别变化 +1.90pct/-0.36pct/-1.12pct/+127.04pct。经营现金流净额/税后净利润指标提升明显, 现金流较为健康。

表1: 业绩摘要 (百万元)

	2022 年	2023 年	2024 年	23 年同比变化(%)	24 年同比变化(%)
营业收入	16688.81	18701.91	18837.43	12.06	0.72
营业成本	14221.94	15645.68	15521.11	10.01	-0.80
毛利润	2466.86	3056.23	3316.33	23.89	8.51
销售税金	81.80	91.92	84.06	12.36	-8.55
毛利润 (扣除销售税金)	2385.06	2964.31	3232.27	24.29	9.04
销售费用	363.19	405.42	352.37	11.63	-13.09
管理费用	707.20	852.66	1009.15	20.57	18.35
研发费用	622.30	782.70	801.77	25.78	2.44
经营利润	692.37	923.52	1068.98	33.38	15.75
资产和信用减值损失	-30.48	-41.62	-38.36	36.56	-7.84
财务费用	62.83	68.75	207.80	9.42	202.26
投资收益	57.55	64.62	97.28	12.28	50.54
资产处置收益	-0.04	0.45	9.92	/	2087.61

公允价值变动净收益	0.07	-0.00	0.00	/	/
其他收益	62.68	86.99	139.12	38.77	59.93
营业外收入	7.90	6.16	13.96	-22.05	126.80
营业外支出	4.11	13.09	12.85	218.06	-1.81
利润总额	723.12	958.28	1070.25	32.52	11.68
所得税	119.33	90.26	120.13	-24.36	33.09
税后净利润	603.79	868.02	950.12	43.76	9.46
少数股东损益	264.98	236.39	294.69	-10.79	24.66
归母净利润	338.81	631.63	655.43	86.43	3.77
非经常性损益	51.00	62.64	109.99	22.83	75.59
扣非归母净利润	287.81	568.99	545.44	97.70	-4.14
主要比率	23 年百分点变化(%) 24 年百分点变化(%)				
毛利率	14.78	16.34	17.60	1.56	1.26
销售费用率	2.18	2.17	1.87	-0.01	-0.30
管理费用率	4.24	4.56	5.36	0.32	0.80
研发费用率	3.73	4.19	4.26	0.46	0.07
财务费用率	0.38	0.37	1.10	-0.01	0.74
经营利润率	4.15	4.94	5.67	0.79	0.74
所得税率	17.93	10.10	12.35	-7.83	2.25
净利率	3.62	4.64	5.04	1.02	0.40
扣非净利率	1.72	3.04	2.90	1.32	-0.15

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表2: 单季度业绩摘要(百万元)

百万元	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q1 同比 (%)	25Q1 环比 (%)
营业收入	5297.36	4299.45	4638.40	4409.97	5489.62	4338.84	0.92	-20.96
营业成本	4407.27	3527.52	3836.53	3656.56	4500.50	3575.73	1.37	-20.55
毛利润	890.09	771.93	801.87	753.41	989.12	763.11	-1.14	-22.85
销售费用	118.99	88.58	77.33	83.55	102.91	84.48	-4.63	-17.91
管理费用	249.15	214.71	241.69	231.93	320.82	212.76	-0.91	-33.68
研发费用	265.11	164.64	189.26	195.88	251.99	177.33	7.71	-29.63
财务费用	30.37	28.76	25.03	58.99	95.02	7.40	-74.27	-92.21
所得税	-2.56	45.07	43.02	41.01	-8.97	44.07	-2.22	-591.25
归母净利润	189.37	221.59	177.60	101.59	154.66	215.13	-2.91	39.10
非经常性损益	39.80	22.57	24.55	20.34	42.53	26.22	16.15	-38.36
扣非归母净利润	149.57	199.02	153.04	81.24	112.13	188.92	-5.08	68.48
							百分点同比变动	百分点环比变动
毛利率	16.80	17.95	17.29	17.08	18.02	17.59	-0.37	-0.43
销售费用率	2.25	2.06	1.67	1.89	1.87	1.95	-0.11	0.07
管理费用率	4.70	4.99	5.21	5.26	5.84	4.90	-0.09	-0.94
研发费用率	5.00	3.83	4.08	4.44	4.59	4.09	0.26	-0.50
财务费用率	0.57	0.67	0.54	1.34	1.73	0.17	-0.50	-1.56

所得税率	-1.12	15.73	15.53	21.74	-4.06	14.56	-1.17	18.62
归母净利率	3.57	5.15	3.83	2.30	2.82	4.96	-0.20	2.14
扣非净利率	2.82	4.63	3.30	1.84	2.04	4.35	-0.27	2.31
费用率合计	12.53	11.55	11.50	12.93	14.04	11.11	-0.44	-2.93
销售净利率	4.82	6.22	5.59	3.90	4.58	6.42	0.21	1.84

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表3：现金流情况

	2022	2023	2024	23 年百分点变化 (%)	24 年百分点变化 (%)
赊销比	24.71	26.25	28.15	1.53	1.90
存货营收比	12.61	11.36	11.00	-1.25	-0.36
销售商品、劳务获现金(百万元)	14315.01	15465.19	15366.24	8.03	-0.64
销售商品、劳务获现金/营收	85.78	82.69	81.57	-3.08	-1.12
经营性现金流净额(百万元)	1392.51	1357.14	2240.95	-2.54	65.12
经营现金流净额/税后净利润	411.00	214.86	341.90	-196.14	127.04

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表4：资产回报率

	2022	2023	2024	23 年百分点变化 (%)	24 年百分点变化 (%)
归母净利率(%)	2.03	3.38	3.48	1.35	0.10
总资产周转率(%)	0.97	1.01	0.98	0.05	-0.03
权益乘数	3.06	2.74	2.65	-0.32	-0.09
ROE(%)	6.00	9.38	9.05	3.38	-0.33
ROA(%)	3.50	4.70	4.94	1.20	0.24
ROIC(%)	5.98	7.96	8.58	1.98	0.62

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表5：负债情况

	2022	2023	2024	23 年百分点变化 (%)	24 年百分点变化 (%)
负债率%	52.67	52.41	50.21	-0.26	-2.20
短期借款(百万元)	1,640.65	1,564.14	816.66	-4.66	-47.79
一年内到期的非流动负债(百万元)	744.14	287.86	813.55	-61.32	182.62
长期借款(百万元)	200.15	156.40	0.00	-21.86	/
应付债券(百万元)	500.00	500.00	0.00	0.00	/
长期应付款(百万元)	15.55	9.50	2.00	-38.91	-78.95
在手现金(百万元)	3,472.66	3,292.09	3,447.07	-5.20	4.71

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表6: 固定资产和在建工程 (百万元)

	2022	2023	2024	23年百分点变化(%)	24年百分点变化(%)
固定资产	3,529.11	3,855.53	3,989.43	9.25	3.47
在建工程	528.09	396.30	343.79	-24.96	-13.25

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 海外子公司盈利情况及盈利预测

德国 WAG: 主营车身结构件及新能源电池壳业务, 客户以德系供应商体系为主。

墨西哥 WAM: 主营铝合金防撞梁和减震塔支架等, 客户以宝马、奔驰及北美新能源头部车企为主。

表7: 公司海外子公司盈利情况 (百万元)

子公司	位置	控股权	2022	2023	2024	经营业务	客户
WAG	德国	100%	-22958.82	-14489.3	-23155.14	车身结构件、新能源电池壳	德国供应商体系 (宝马、保时捷等)
WAM	墨西哥	100%			-8,713	主要产品是铝合金防撞梁和减震塔支架等	宝马、奔驰以及北美新能源头部车企

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

汽车金属及塑料零部件业务: 在手订单充沛、客户优质广泛, 随海外盈利能力改善、产品结构改善, 毛利率稳步向上趋势。

市政管道业务: 2024 年毛利率回升、且进一步开拓出口市场, 供需结构改善带来稳中上行趋势。

表8: 凌云股份盈利预测

	百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
汽车金属及塑料零部件	营业收入	17111.73	18307.27	19744.43	21394.14
	YOY	2.8%	7.0%	7.9%	8.4%
	毛利率	17.7%	17.9%	18.0%	18.2%
市政管道	营业收入	1110.54	1132.75	1157.67	1184.30
	YOY	-15.1%	2.0%	2.2%	2.3%
	毛利率	15.0%	15.1%	15.2%	15.3%
合计	营业收入	18837.43	20092.09	21606.34	23339.02
	YOY	0.7%	6.7%	7.5%	8.0%
	毛利率	17.6%	17.6%	17.8%	18.0%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3 风险提示

重点配套核心车型销量不达预期：凌云股份为众多汽车品牌提供配套零部件，核心车型的销量情况直接关系到公司相关零部件产品的订单数量和销售收入。

下游核心客户采购降价幅度大于预期：凌云股份的下游核心客户在采购零部件时，通常会考虑成本控制等因素，存在采购降价的可能性。如果下游核心客户要求公司降低产品价格，且降价幅度大于预期，将对公司的利润空间造成严重挤压。

新技术落地进展不及预期：公司作为牵头方联合相关单位成立传感器项目工作组，考虑到新技术壁垒较高，进度可能不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12521	14949	17133	19432
现金	3447	5932	7416	8856
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	5303	5212	5641	6298
其它应收款	38	48	48	52
预付账款	328	304	337	373
存货	2073	2210	2371	2555
其他	1333	1243	1320	1298
非流动资产	6858	6346	5761	5128
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	513	492	503	497
固定资产	3988	3998	3988	3904
无形资产	339	298	259	219
在建工程	344	258	147	82
其他	1674	1300	864	426
资产总计	19379	21295	22893	24560
流动负债	9101	9610	10183	10680
短期借款	817	1807	1722	1510
应付款项	5769	5527	6119	6699
预收账款	0	0	0	0
其他	2516	2275	2342	2471
非流动负债	630	958	898	829
长期借款	0	0	0	0
其他	630	958	898	829
负债合计	9731	10568	11080	11508
少数股东权益	2179	2544	2948	3394
归属母公司股东权	7469	8183	8865	9658
负债和股东权益	19379	21295	22893	24560

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2241	2040	2481	2447
净利润	950	1216	1370	1538
折旧摊销	1129	768	790	834
财务费用	208	(12)	(18)	(38)
投资损失	(97)	(81)	(89)	(85)
营运资金变动	295	(105)	207	(10)
其它	(244)	253	222	207
投资活动现金流	(568)	(554)	(549)	(555)
资本支出	(81)	(181)	(152)	(138)
长期投资	(39)	15	(8)	5
其他	(447)	(388)	(389)	(422)
筹资活动现金流	(1581)	999	(449)	(452)
短期借款	(747)	990	(85)	(212)
长期借款	(156)	0	0	0
其他	(677)	9	(364)	(240)
现金净增加额	92	2485	1484	1440

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	18837	20092	21606	23339
营业成本	15521	16547	17754	19133
营业税金及附加	84	93	99	107
营业费用	352	416	440	465
管理费用	1009	1001	1052	1132
研发费用	802	815	900	971
财务费用	208	(12)	(18)	(38)
资产减值损失	(38)	(37)	(39)	(38)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	97	81	89	85
其他经营收益	149	100	111	119
营业利润	1069	1377	1541	1735
营业外收支	1	(3)	(1)	(2)
利润总额	1070	1374	1540	1733
所得税	120	158	170	195
净利润	950	1216	1370	1538
少数股东损益	295	365	404	446
归属母公司净利润	655	851	966	1092
EBITDA	2142	2112	2273	2466
EPS（最新摊薄）	0.70	0.91	1.03	1.16

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	0.72%	6.66%	7.54%	8.02%
营业利润	10.77%	28.77%	11.91%	12.61%
归属母公司净利润	3.77%	29.86%	13.44%	13.13%
获利能力				
毛利率	17.60%	17.64%	17.83%	18.02%
净利率	5.04%	6.05%	6.34%	6.59%
ROE	7.01%	8.36%	8.57%	8.79%
ROIC	9.44%	10.73%	11.35%	11.79%
偿债能力				
资产负债率	50.21%	49.63%	48.40%	46.86%
净负债比率	16.75%	22.92%	20.70%	18.92%
流动比率	1.38	1.56	1.68	1.82
速动比率	1.15	1.33	1.45	1.58
营运能力				
总资产周转率	0.98	0.99	0.98	0.98
应收账款周转率	4.16	4.39	4.67	4.56
应付账款周转率	3.89	3.94	4.14	4.05
每股指标(元)				
每股收益	0.70	0.91	1.03	1.16
每股经营现金	2.38	2.17	2.64	2.60
每股净资产	7.94	8.70	9.43	10.27
估值比率				
P/E	25.12	19.34	17.05	15.07
P/B	2.20	2.01	1.86	1.70
EV/EBITDA	5.11	7.56	6.49	5.53

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>