

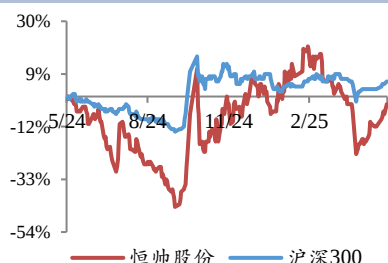
双业务阶段性承压，ADAS 清洗及电机业务待放量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-13

收盘价（元）	60.24
近 12 个月最高/低（元）	108.00/48.83
总股本（百万股）	112
流通股本（百万股）	30
流通股比例（%）	27.11
总市值（亿元）	67
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

- 1.清洗业务有所承压，主动感知清洗及电机业务有序推进 2025-04-07
- 2.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
- 3.Q2 盈利能力稳步上行，智能清洗迎来拐点 2024-08-30

主要观点：

事件：2025 年 4 月 28 日，恒帅股份（300969.SZ）发布 2025 年一季度报告：Q1 实现营业收入 2.03 亿元，同比-16.04%，环比-21.44%；归母净利润 0.42 亿元，同比-35.48%，环比-16.71%；扣非净利润 0.36 亿元，同比-38.93%，环比-22.81%。

核心观点

● 双业务承压致营收利润阶段性下滑

1) 营收端，营收下滑主要受整体经营环境及下游客户需求波动影响，尤其传统清洗业务持续面临下游行业竞争加剧影响，电机板块也出现短期下滑。同时公司基于应收账款风险和账期管控考量，对部分逾期客户暂缓供货。

2) 盈利端：Q1 公司毛利率为 32.22%，同比-4.57pct，环比-0.28pct。去年同期因非持续性科目导致基数较高，环比相对稳定，公司毛利率与传统清洗系统产品年降压力相关，新产品如电机新业务、主动感知清洗陆续放量有望带动盈利上行。费用方面，销售/管理/财务/研发费用率分别同比-0.14pct/+3.15pct/+0.58pct/+0.92pct。收入同比下降带来费用率上行，环比四季度保持平稳。

● 中期新产品待放量，长期重视机器人产业链机会

1) 清洗业务：传统业务仍具挑战，主动感知打开新空间。在国内较高市场份额基础上，公司将积极扩大部分车企配套份额，近年来逐步进行全球化生产布局，以争取海外市场增量空间。主动感知清洗产品的价值增量提升大，公司计划于泰国布局配套产能，期待产品的量产落地带动市场增量空间。

2) 电机业务：公司以电机技术及流体技术为核心原动力，从车身针对性拓展车内及底盘领域电机品种，布局大扭矩谐波无刷电机、ESP 电机、EPB 电机、ABS 电机、EMB 电机、电动门电机、座椅电机、热管 理系统电机执行器、ADAS 清洗系统及相关气泵液泵、EMC 性能、磁路设计、NVH 性能等方面，EPB 领域已获得批量项目定点。

3) 人形机器人产业链：公司基于自身的技术方案，已与部分客户完成实物样件交流，将加速匹配产品需求，开拓新市场与新客户。

● 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 年实现归母净利润为 2.39/2.90/3.85 亿元；2025~2027 年对应 PE 为 27.76/22.84/17.25x，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%	16.0%	16.7%	18.6%
每股收益（元）	2.67	2.13	2.59	3.43
P/E	30.59	27.76	22.84	17.25
P/B	5.09	4.44	3.81	3.21
EV/EBITDA	23.69	19.50	15.81	11.74

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1052	1264	1518	1893	营业收入	962	1101	1337	1702
现金	337	478	641	872	营业成本	628	724	874	1112
应收账款	249	291	353	448	营业税金及附加	9	10	12	16
其他应收款	0	2	2	2	销售费用	16	19	23	29
预付账款	6	7	9	11	管理费用	59	64	74	85
存货	111	137	162	206	财务费用	-16	-1	-2	-2
其他流动资产	349	349	351	354	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	523	594	657	717	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	5	16	11	13
固定资产	366	367	364	357	营业利润	248	273	337	446
无形资产	86	88	90	92	营业外收入	0	4	0	0
其他非流动资产	72	139	204	268	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1576	1858	2175	2610	利润总额	248	277	337	446
流动负债	261	331	402	509	所得税	34	38	46	61
短期借款	0	7	15	22	净利润	214	239	290	385
应付账款	131	165	196	248	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	130	158	191	239	归属母公司净利润	214	239	290	385
非流动负债	31	33	33	33	EBITDA	262	316	380	493
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	2.67	2.13	2.59	3.43
其他非流动负债	31	33	33	33					
负债合计	293	364	435	542					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	80	112	112	112					
资本公积	495	463	463	463					
留存收益	708	919	1166	1493					
归属母公司股东权	1283	1494	1741	2068					
负债和股东权益	1576	1858	2175	2610					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	230	254	298	377	成长能力				
净利润	214	239	290	385	营业收入	4.2%	14.4%	21.5%	27.3%
折旧摊销	38	41	45	50	营业利润	5.6%	10.0%	23.4%	32.4%
财务费用	-3	0	0	0	归属于母公司净利	5.7%	11.8%	21.5%	32.4%
投资损失	-5	-16	-11	-13	获利能力				
营运资金变动	-10	-8	-28	-45	毛利率（%）	34.8%	34.3%	34.6%	34.7%
其他经营现金流	220	246	319	429	净利率（%）	22.2%	21.7%	21.7%	22.6%
投资活动现金流	-170	-92	-99	-96	ROE（%）	16.7%	16.0%	16.7%	18.6%
资本支出	-96	-105	-109	-109	ROIC（%）	15.0%	15.8%	16.4%	18.3%
长期投资	-80	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	5	13	11	13	资产负债率（%）	18.6%	19.6%	20.0%	20.8%
筹资活动现金流	-33	-29	-36	-50	净负债比率（%）	22.8%	24.4%	25.0%	26.2%
短期借款	0	7	7	7	流动比率	4.03	3.82	3.78	3.72
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.52	3.34	3.32	3.26
普通股增加	0	32	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	-32	0	0	总资产周转率	0.64	0.64	0.66	0.71
其他筹资现金流	-33	-36	-44	-58	应收账款周转率	3.82	4.08	4.15	4.25
现金净增加额	33	134	163	231	应付账款周转率	4.58	4.88	4.84	5.01

每股指标（元）					估值比率				
单位:元					单位:元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	2.67	2.13	2.59	3.43	P/E	30.59	27.76	22.84	17.25
每股经营现金流薄)	2.05	2.27	2.66	3.37	P/B	5.09	4.44	3.81	3.21
每股净资产	16.04	13.34	15.54	18.46	EV/EBITDA	23.69	19.50	15.81	11.74

资料来源：公司公告，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+金融的多维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。