

香山股份(002870)

报告日期: 2025年06月13日

## 业绩短期承压，布局卡位低空经济

### ——香山股份点评报告

#### 事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报

##### 2025 年 Q1，豪华车市场波动及成本上升导致短期盈利承压。

1) 2024 年，公司营收 59.0 亿元，同比+2.0%；归母净利润 1.6 亿元，同比-3.7%；扣非归母净利润 1.5 亿元，同比-27.5%。净利润下滑主要系：1) 加大研发投入；2) 海外新建产能仍在爬坡，对海外子公司盈利能力产生负面影响。

2) 2025 年 Q1，公司营收 14.4 亿元，同比-2.9%；归母净利润 2264 万元，同比-49.1%；扣非归母净利润 2012 万元，同比-52.3%。净利润下滑主要系：1) 2025 年 Q1 全球豪华车市场销量同比下滑，公司汽车零部件板块毛利率有所下降；2) 衡器业务营业成本上升。

##### 2024 年及 2025 年 Q1，公司费用率有所上升。

1) 2024 年，公司销售毛利率 24.2%，同比-0.2pcts；归母净利率 2.6%，同比-0.2pcts；销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.5%、6.6%、7.3%、2.0%，同比持平、+0.6pcts、+1.4pcts、+0.5pcts。研发费用增长较多，主要系公司加大前沿科技投入，智能化、电动化、集成化产品快速迭代，增强行业竞争力。

2) 2025 年 Q1，公司销售毛利率 22.7%，同比-1.1pcts；归母净利率 1.6%，同比-1.4pcts；销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.6%、6.9%、6.8%、1.8%，同比+0.2pcts、+0.8pcts、+0.6pcts、+0.1pcts。销售费用增加主要系加大市场拓展力度，管理费用增加主要系社保基数上调。

##### 汽车零部件业务：客户矩阵强化，新产品、新业务布局打开成长空间。

1) 2024 年汽车零部件业务收入 50.9 亿元，占比 86.2%，公司持续优化客户矩阵，聚焦智能化升级，并延展业务领域。

2) 新客户：持续强化与自主品牌客户的合作，在保持与奔驰、宝马、奥迪等传统豪华品牌长期合作的同时，已与吉利、蔚来、理想、小鹏、赛力斯、江淮等国内主流整车制造商建立合作关系。

3) 新产品：智能化产品持续升级，电动出风口、智能表面等产品已陆续获取项目定点，同时加强对智能清洗系统等新产品的应用场景落地及客户推广。

4) 新业务：低空经济业务突破，新能源充配电系统延展至低空经济，获得小鹏汇天飞行汽车项目定点。

##### 衡器业务：技术持续突破，多领域应用推进。

1) 2024 年衡器业务收入 7.7 亿元，占比 13.0%。公司通过积极开展多项客户拓展计划和优化产品结构，持续保持较好的品牌溢价和产品竞争力。

2) 公司正积极对关税政策可能造成的后续影响寻求应对方案，以控制关税可能造成的负面影响。

##### 控股股东变更为均胜电子，协同效应可期

1) 均胜电子于 2024 年底成为公司控股股东，截至 2025 年一季报，均胜电子持股比例达 29.0%。

2) 后续公司有望通过与均胜电子在汽车零部件业务以及新兴业务的战略协同效应，加快推进公司在智能座舱、新能源汽车产业链等领域的战略布局。

##### 盈利预测：预计未来 3 年归母净利润复合增速为 15%

预计公司 2025-2027 年归母净利为 1.6、2.0、2.4 亿元，同比增长 5%、24%、19%，CAGR=15%，对应 PE 为 26、21、18 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**1) 传统主机厂客户销量持续下滑风险；2) 新能源业务发展不及预期风险。

#### 投资评级：买入(维持)

分析师：邱世梁  
执业证书号：S1230520050001  
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：刘巍  
执业证书号：S1230524040001  
liuwei03@stocke.com.cn

分析师：郑景毅  
执业证书号：S1230523060001  
zhengjingyi@stocke.com.cn

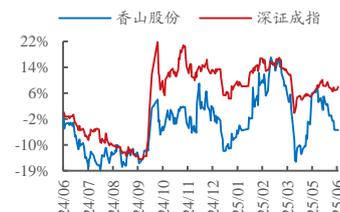
分析师：周向昉  
执业证书号：S1230524090014  
zhouxiangfang@stocke.com.cn

分析师：白浪  
执业证书号：S1230525010003  
bailang@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 31.34
总市值(百万元)	4,139.25
总股本(百万股)	132.08

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《股权结构优化，品类拓展稳步推进中》 2024.12.23
- 《三季度业绩承压，持续开拓自主品牌客户》 2024.11.07
- 《智能座舱+新能源双轮驱动，盈利能力持续提升》 2024.03.31

## 财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,902	5,973	6,502	7,080
(+/-) (%)	1.97%	1.20%	8.85%	8.88%
归母净利润	155	162	201	238
(+/-) (%)	-3.67%	4.53%	23.68%	18.70%
每股收益(元)	1.18	1.23	1.52	1.80
P/E	26.89	25.73	20.80	17.52

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	3,705	4,700	5,743	6,990
现金	967	1,897	2,783	3,743
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,139	1,339	1,434	1,571
其它应收款	68	43	53	63
预付账款	67	62	64	74
存货	1,146	1,203	1,255	1,384
其他	319	155	155	155
<b>非流动资产</b>	4,431	4,243	4,017	3,756
金融资产类	8	8	8	8
长期投资	7	8	7	(4)
固定资产	1,598	1,540	1,391	1,199
无形资产	873	843	809	774
在建工程	342	171	86	43
其他	1,602	1,674	1,716	1,737
<b>资产总计</b>	8,136	8,943	9,760	10,746
<b>流动负债</b>	4,069	4,335	4,526	4,858
短期借款	1,039	1,163	1,255	1,361
应付款项	1,434	1,514	1,595	1,744
预收账款	0	0	0	0
其他	1,596	1,658	1,675	1,754
<b>非流动负债</b>	1,333	1,550	1,819	2,062
长期借款	1,026	1,223	1,456	1,681
其他	307	328	362	382
<b>负债合计</b>	5,401	5,885	6,345	6,921
少数股东权益	1,129	1,277	1,433	1,605
归属母公司股东权益	1,605	1,781	1,982	2,220
<b>负债和股东权益</b>	8,136	8,943	9,760	10,746

### 利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	5,902	5,973	6,502	7,080
营业成本	4,475	4,627	4,985	5,407
营业税金及附加	25	24	26	28
营业费用	207	179	195	212
管理费用	391	358	390	389
研发费用	429	388	455	496
财务费用	117	92	89	104
资产减值损失	(22)	(6)	(8)	(6)
公允价值变动损益	(3)	0	0	0
投资净收益	4	9	8	7
其他经营收益	28	20	29	0
<b>营业利润</b>	262	329	393	447
营业外收支	0	1	(0)	0
<b>利润总额</b>	262	330	393	448
所得税	25	21	35	37
<b>净利润</b>	237	309	357	410
少数股东损益	82	147	157	172
<b>归属母公司净利润</b>	155	162	201	238
EBITDA	890	763	846	920
EPS (最新摊薄)	1.18	1.23	1.52	1.80

### 主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	1.97%	1.20%	8.85%	8.88%
营业利润	-27.12%	25.67%	19.21%	13.92%
归属母公司净利润	-3.67%	4.53%	23.68%	18.70%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.17%	22.53%	23.33%	23.63%
净利率	2.63%	2.72%	3.09%	3.37%
ROE	9.67%	9.11%	10.13%	10.73%
ROIC	5.98%	6.27%	6.24%	6.50%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	66.39%	65.81%	65.01%	64.40%
净负债比率	70.50%	44.19%	24.21%	5.63%
流动比率	0.91	1.08	1.27	1.44
速动比率	0.58	0.76	0.94	1.11
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.75	0.70	0.70	0.69
应收账款周转率	5.57	5.34	5.59	5.62
应付账款周转率	3.51	3.48	3.63	3.61
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.18	1.23	1.52	1.80
每股经营现金	5.40	5.72	5.34	5.81
每股净资产	12.16	13.49	15.01	16.81
<b>估值比率</b>				
P/E	26.89	25.73	20.80	17.52
P/B	2.60	2.34	2.11	1.88
EV/EBITDA	6.81	7.62	6.26	5.09

### 现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	713	755	705	767
净利润	237	309	357	410
折旧摊销	518	341	364	368
财务费用	148	40	46	52
投资损失	(4)	(9)	(8)	(7)
营运资金变动	(163)	76	(60)	(59)
其它	(24)	(2)	5	2
<b>投资活动现金流</b>	(854)	(145)	(135)	(103)
资本支出	(461)	(146)	(143)	(121)
长期投资	(400)	(1)	1	11
其他	8	2	8	7
<b>筹资活动现金流</b>	511	319	315	296
短期借款	99	124	92	105
长期借款	242	197	234	224
其他	170	(2)	(11)	(33)
<b>现金净增加额</b>	374	931	885	960

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>