

银轮股份（002126）2022年报点评

盈利能力稳步提升，商乘有望共振

2023年04月20日

【投资要点】

- ◆ **多项业务全面开花，助力业绩持续向上。**2022年，公司营收84.8亿元，同比+8.48%，归母净利润3.8亿元，同比+73.92%，扣非归母3.1亿元，同比+46.78%。其中2022Q4实现营收24.8亿元，同比+24.94%，实现归母净利润1.5亿元，同比+2940%。另外，据公司2023Q1业绩预告，公司一季度实现归母净利润1.2-1.3亿元，同比+70.83%-85.07%，扣非归母净利润1.1-1.2亿元，同比198.06%-225.16%。公司业绩持续向上主要得益于以下方面：（1）新能源汽车热管理业务保持高速增长，规模效应持续释放，产品盈利能力提升；（2）家用热泵空调换热器国产替代方面取得重要突破，市占率进一步提升，营收同比大增；（3）商用车及非道路业务外销较好增长，克服行业大幅下滑的不利影响。
- ◆ **持续推荐治理变革，盈利能力大幅提升。**2022年，公司持续深化变革，将经营指标考核方案进一步优化，重点关注指标完成较差的经营体，逐步消灭亏损经营体、亏损产品、亏损客户。增效降本效果明显，2022年公司销售费用率3.29%，同比下降1.08PCT，管理费用率5.57%，同比下降0.23PCT，财务费用0.35%，同比下降0.72PCT。未来，随着公司持续推进治理变革，公司盈利能力有望持续提升。
- ◆ **新能源热管理产品向高价值、高壁垒升级，商用车复苏有望带动公司业绩共振。**公司在新能源热管理方面围绕“1+4+N”布局，单车价值逐渐提升，相关客户拓展顺利，市占率逐步提升。高价值、高壁垒产品规模效应持续释放将为公司长期发展奠定坚实基础。另外，2023年商用车市场逐步回暖，公司该领域在客户基础深厚，与一汽解放、康明斯等国内外头部客户深度绑定，行业向上将有力带动公司相关收入增长。
- ◆ **工业与民用换热进展顺利，有望打造第三增长曲线。**公司围绕特高压输电变电、地热发电、储能、风力发电、制氢储氢、化工、中央空调、家用热泵空调、数据中心等领域提前布局和发展。2022年，公司在民用换热业务方面，陆续获得了美的、格力等客户批量订单。在数据中心热管理方面，研发持续数年，液冷方案已取得重要进展。在储能方面，与头部客户进行联合开发，目前主要客户有北美新能源标杆车企和宁德时代。未来，工业与民用换热业务有望成为公司业绩增长的第三曲线。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

联系人：刘斌

电话：021-23586316

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	10852.40
流通市值（百万元）	10206.19
52周最高/最低（元）	17.05/7.20
52周最高/最低（PE）	70.06/27.07
52周最高/最低（PB）	3.04/1.39
52周涨幅（%）	57.73
52周换手率（%）	784.81

相关研究

- 《Q4创单季净利新高，商用车触底回升业绩有望共振》
2023.01.20
- 《与宁德时代签署战略合作协议，新能源热管理业务持续推进》
2022.12.06
- 《Q3业绩符合预期，盈利水平有望拾阶而上》
2022.11.14
- 《经营拐点已至，新能源热管理厚积薄发》
2022.09.16

【投资建议】

- ◆ 短期，国内商用车销量逐步触底回升，新能源汽车渗透率逐渐提升，公司盈利情况有望改善。中长期，公司已经形成了较为完善的新能源汽车热管理产品布局，有望成为未来新能源热管理行业 Tier1，同时看好公司在工业与民用板块打造第三增长曲线。考虑到公司盈利能力不断提升，我们上调了 2023-2024 年的净利润预测，并引入 2025 年的预测。预计公司 2023-2025 年营收分别为 102.14、122.34、146.56 亿元，归母净利润分别为 6.08、8.18、10.86（原 5.00、7.89）亿元，对应 EPS 为 0.77、1.03、1.37（原 0.63、1.00），PE 为 19、14、11（原 23、15）倍，维持“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8479.64	10214.00	12234.00	14655.79
增长率(%)	8.48%	20.45%	19.78%	19.80%
EBITDA（百万元）	862.88	1332.47	1689.14	2054.27
归母净利润（百万元）	383.28	608.98	817.64	1085.59
增长率(%)	73.92%	58.89%	34.26%	32.77%
EPS(元/股)	0.48	0.77	1.03	1.37
市盈率 (P/E)	25.85	18.93	14.10	10.62
市净率 (P/B)	2.10	2.18	1.89	1.60
EV/EBITDA	13.49	9.94	7.71	6.01

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 新能源汽车渗透率不及预期
- ◆ 经济复苏不及预期
- ◆ 原材料价格波动风险
- ◆ 汇率波动风险

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8002.78	9136.67	10506.56	12422.79
货币资金	972.21	1228.98	1564.55	2327.76
应收及预付	3618.47	4000.45	4417.91	4882.63
存货	1862.71	2146.28	2436.37	2774.01
其他流动资产	1549.39	1760.96	2087.72	2438.40
非流动资产	5520.75	6114.41	6616.31	7231.76
长期股权投资	394.22	383.72	324.12	423.72
固定资产	2756.14	3128.20	3551.70	4035.76
在建工程	755.96	718.17	682.26	648.15
无形资产	767.21	938.31	1009.41	1080.51
其他长期资产	847.22	946.02	1048.82	1043.62
资产总计	13523.53	15251.08	17122.86	19654.55
流动负债	7143.45	8064.55	8889.21	10033.90
短期借款	1554.56	1628.48	1694.51	1757.91
应付及预收	4700.67	5366.36	5958.58	6910.42
其他流动负债	888.23	1069.71	1236.12	1365.57
非流动负债	1147.44	1237.44	1287.44	1317.44
长期借款	214.09	254.09	274.09	284.09
应付债券	608.47	608.47	608.47	608.47
其他非流动负债	324.88	374.88	404.88	424.88
负债合计	8290.90	9302.00	10176.65	11351.34
实收资本	792.14	792.14	792.14	792.14
资本公积	1047.99	1047.99	1047.99	1047.99
留存收益	2773.55	3382.53	4200.17	5285.76
归属母公司股东权益	4679.75	5288.73	6106.37	7191.97
少数股东权益	552.89	660.36	839.84	1111.24
负债和股东权益	13523.53	15251.08	17122.86	19654.55

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8479.64	10214.00	12234.00	14655.79
营业成本	6797.63	8017.99	9481.35	11299.61
税金及附加	41.53	57.20	68.51	82.07
销售费用	278.85	342.17	406.17	483.64
管理费用	471.95	536.24	638.61	762.10
研发费用	386.12	444.31	528.51	630.20
财务费用	29.74	128.81	135.94	139.81
资产减值损失	-36.09	-49.70	-47.80	52.40
公允价值变动收益	3.14	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.81	45.96	55.05	65.95
资产处置收益	22.50	61.28	73.40	87.93
其他收益	57.62	42.90	48.94	58.62
营业利润	486.46	787.74	1104.50	1523.26
营业外收入	6.96	2.14	2.25	2.36
营业外支出	10.03	19.50	17.00	17.85
利润总额	483.39	770.38	1089.75	1507.77
所得税	34.47	53.93	92.63	150.78
净利润	448.92	716.45	997.12	1356.99
少数股东损益	65.64	107.47	179.48	271.40
归属母公司净利润	383.28	608.98	817.64	1085.59
EBITDA	862.88	1332.47	1689.14	2054.27

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	557.00	1358.33	1413.11	1907.40
净利润	448.92	716.45	997.12	1356.99
折旧摊销	406.01	473.48	529.36	597.48
营运资金变动	-428.80	70.06	-195.69	-11.74
其它	130.87	98.34	82.32	-35.34
投资活动现金流	-792.36	-1126.95	-1045.34	-1082.14
资本支出	-1076.46	-976.91	-976.40	-1095.09
投资变动	234.91	-198.00	-125.00	-50.00
其他	49.18	47.96	56.05	62.95
筹资活动现金流	242.25	25.39	-32.20	-62.05
银行借款	3223.18	113.92	86.03	73.40
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	40.70	0.00	0.00	0.00
其他	-3021.63	-88.53	-118.23	-135.46
现金净增加额	7.15	256.78	335.57	763.20
期初现金余额	698.54	705.69	962.47	1298.04
期末现金余额	705.69	962.47	1298.04	2061.24

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长	8.48%	20.45%	19.78%	19.80%
营业利润增长	67.13%	61.93%	40.21%	37.91%
归属母公司净利润增长	73.92%	58.89%	34.26%	32.77%
获利能力 (%)				
毛利率	19.84%	21.50%	22.50%	22.90%
净利率	5.29%	7.01%	8.15%	9.26%
ROE	8.19%	11.51%	13.39%	15.09%
ROIC	5.29%	8.98%	10.60%	11.44%
偿债能力				
资产负债率 (%)	61.31%	60.99%	59.43%	57.75%
净负债比率	34.62%	28.89%	21.58%	9.99%
流动比率	1.12	1.13	1.18	1.24
速动比率	0.83	0.83	0.87	0.93
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.67	0.71	0.75
应收账款周转率	2.61	2.87	3.12	3.40
存货周转率	4.55	4.76	5.02	5.28
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.77	1.03	1.37
每股经营现金流	0.70	1.71	1.78	2.41
每股净资产	5.91	6.68	7.71	9.08
估值比率				
P/E	25.85	18.93	14.10	10.62
P/B	2.10	2.18	1.89	1.60
EV/EBITDA	13.49	9.94	7.71	6.01

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。