

伊之密 (300415.SZ)

强烈推荐 (维持)

通用注塑、压铸机仍处磨底阶段，看好全年业绩复苏

伊之密发布 2022Q1 季报，单季度实现营业收入 8.55 亿元，yoy-4.89%，实现归母净利润 0.90 亿元，yoy-18.76%。尽管 Q1 业绩承压，但合同负债相比期初增长了 7%，表明 Q1 签单趋势有所好转。另一方面，通用注塑机磨底阶段已进入尾声，叠加 Q1 注塑机出口持续向好+下游汽车固定资产开支增长，我们继续看好公司全年业绩弹性。通过分部估值分析，我们认为 2023 年仍有 32.7% 的估值提升空间，由此，我们继续维持对伊之密“强烈推荐”评级。

伊之密发布 2023Q1 季报，单季度实现营业收入 8.55 亿元，yoy-4.89%，qoq+2.23%，实现归母净利润 0.90 亿元，yoy-18.76%，qoq+14.98%。公司 2023Q1 销售毛利率为 32.29%，同比下降 0.53pct，环比下降 2.32pct，高于 2022 年整体销售毛利率 1.17pct；销售净利率 11.01%，同比下降 1.54pct，环比提升 0.54pct，低于 2022 年整体净利率 0.45pct。受周期底部需求不足的影响，伊之密 Q1 业绩依然承压，但净利润下滑幅度已经弱于 22 全年，且合同负债达到 4.6 亿元，相比期初增长了 7%，表明一季度签单趋势有所好转。

通用注塑机尚未进入明显的复苏阶段，单月数据已呈现边际改善。从国家统计局经济数据来看，1-3 月通用设备增长 1.6%，低于伊之密 Q1 营收增速，考虑到 3 月单月通用设备增速已经提升至 4.6%，通用磨底的阶段已经行至尾声，向上增长的预期更强。鉴于注塑机是通用复苏的后阶段品种，反映到伊之密的业绩改善，预计将略为延后。

从进出口角度来看，Q1 注塑机出口继续保持增长。根据海关数据，注塑机 2023 年 Q1 出口金额为 4.08 亿美元，同比增长 1.49%，环比增长 4.37%，其中 23 年 1 月份出口 1.59 亿美元，3 月份出口 1.47 亿美元，在 2022 年中分别为第二、第四高的水平。以上表明全年注塑机出口趋势将持续向好，伊之密 22 年完善了印度工厂的建设，产能有效释放，后续有望在国内通用复苏的背景下，为公司业绩锦上添花。

从终端下游来看，注塑机、压铸机的最大下游均是汽车，23 年 Q1 汽车制造业固定资产投资完成额持续高位增长。1/2/3 月累计同比分别为 19%/23.8%/12.6%，在整体制造业中居于前列，表明汽车制造业整体处于快速扩产周期中。汽车产业链的扩产趋势也有望在后续蔓延至一体化压铸产业链，促进该领域的订单增长。

继续对伊之密维持“强烈推荐”评级。伊之密 Q1 业绩虽有承压，但承压幅度在可接受范围内，且后续反弹预期更强。近期，工信部、国家发改委、生态环境部联合发文，指出支持铸造和锻压行业优质企业发展，引导金融机构对其提供精准支持。伊之密作为国内压铸行业的次龙头，兼具一体化压铸设计制造能力，有望在 23 年受通用复苏+一体化压铸出货量+政策引导支持的多面刺激。我们预计 23 年公司实现归母净利润 5.43 亿元，分部估值下（拆分 23 年各分部利润，注塑机、压铸机 20 倍 PE，一体化压铸 70 倍 PE），预计 23 年目标市值达到 121 亿元，仍存在 32.7% 的提升空间。继续强烈推荐伊之密！

风险提示：制造业资本开支持续下滑；海外市场增长不及预期；行业竞争加

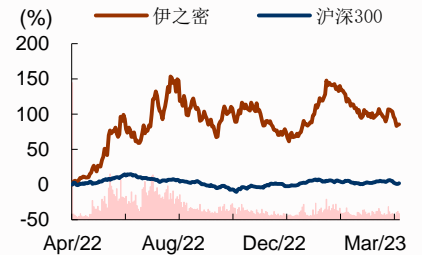
中游制造/机械
目标估值：25.80 元
当前股价：19.46 元

基础数据

总股本 (万股)	46861
已上市流通股 (万)	42170
总市值 (亿元)	91
流通市值 (亿元)	82
每股净资产 (MRQ)	5.3
ROE (TTM)	15.6
资产负债率	55.2%
主要股东	佳卓控股有限公司
主要股东持股比例	29.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-12	89
相对表现	-7	-20	85



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《伊之密 (300415) Q4 利润降幅收窄，23 年通用顺周期，注塑板块有望修复》2023-04-16
- 《伊之密 (300415) 1-9 月收入增长领先行业，一体化压铸连续斩获订单》2022-10-26
- 《伊之密 (300415) 上半年注塑机业务超预期，一体化压铸进展出色》2022-08-30

胡小禹 S1090522050002
 huxiaoyu1@cmschina.com.cn
 吴洋 研究助理
 wuyang2@cmschina.com.cn
 朱艺晴 研究助理
 zhuyiqing@cmschina.com.cn

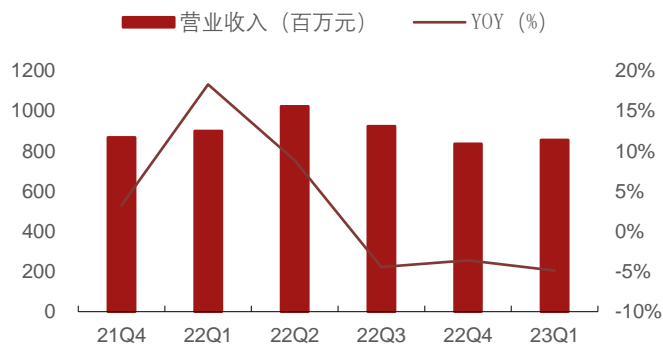
剧影响终端售价；一体化压铸项目拓展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3533	3680	4642	5985	6924
同比增长	30%	4%	26%	29%	16%
营业利润(百万元)	604	467	629	878	899
同比增长	56%	-23%	35%	40%	2%
归母净利润(百万元)	516	405	543	755	772
同比增长	64%	-21%	34%	39%	2%
每股收益(元)	1.10	0.86	1.16	1.61	1.65
PE	17.7	22.5	16.8	12.1	11.8
PB	4.2	3.9	3.3	2.7	2.4

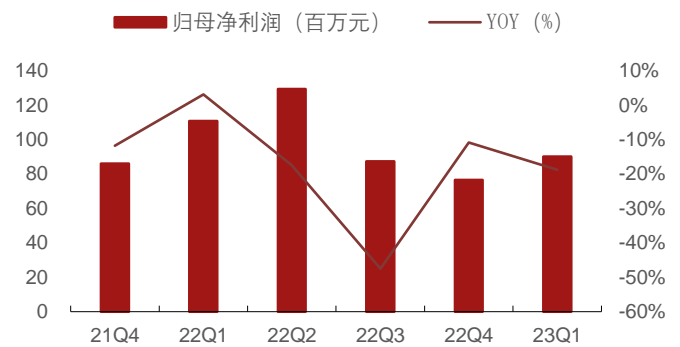
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：伊之密分季度的营收和增长状况



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：伊之密分季度的归母净利润和增长状况



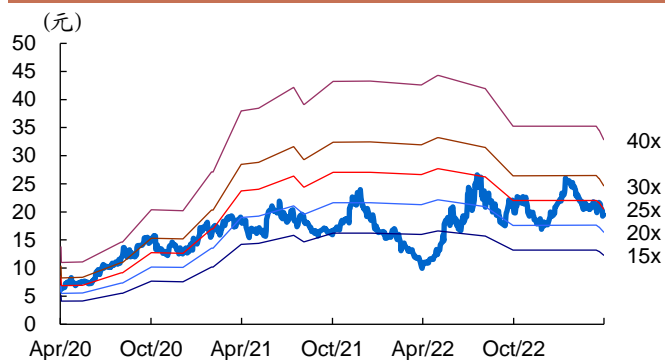
资料来源：公司公告、招商证券

表 1：各季度业绩回顾

(百万元)	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业收入	867	899	1022	924	836	855
营业成本	599	604	733	651	547	579
营业费用	77	74	89	101	108	84
管理费用	57	46	41	54	50	51
研发费用	47	38	44	48	50	41
财务费用	6	11	-11	-10	18	8
投资收益	9	5	14	10	11	10
营业利润	100	137	142	106	80	112
归母净利润	86	111	129	87	76	90
主要比率						
毛利率	31.0%	32.8%	28.3%	29.5%	34.6%	32.29%
营业费用率	8.9%	8.2%	8.7%	10.9%	12.9%	9.87%
管理费用率	6.6%	5.2%	4.0%	5.8%	6.0%	6.01%
研发费用率	5.4%	4.2%	4.4%	5.2%	6.0%	4.79%
财务费用率	0.7%	1.2%	-1.1%	-1.1%	2.2%	0.94%
营业利润率	11.5%	15.3%	13.9%	11.5%	9.6%	13.09%
有效税率	14.7%	17.9%	10.9%	14.7%	-7.6%	16.22%
净利率	9.9%	12.3%	12.6%	9.4%	9.1%	10.53%
YoY						
收入	3.3%	18.3%	8.8%	-4.5%	-3.6%	-4.89%
归属母公司净利润	-11.8%	3.1%	-17.5%	-47.5%	-10.9%	-19%

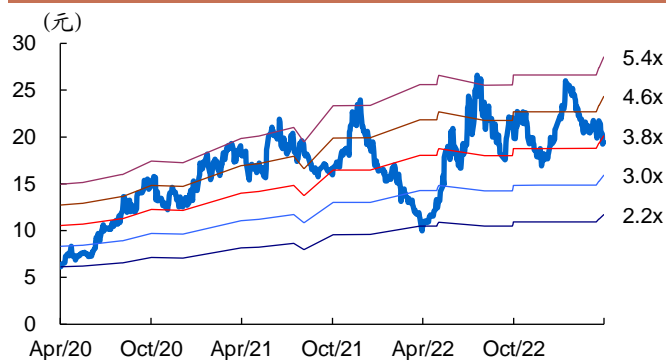
资料来源：公司数据、招商证券

图 3: 伊之密历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 4: 伊之密历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《伊之密 (300415): 单季度业绩创新高, 新系列压铸机对标国际品牌》2021-08-10
- 2、《伊之密 (300415) —继续看好下游制造业和出口复苏》2021-04-27
- 3、《伊之密 (300415) —顺周期下将释放业绩弹性》2021-02-07
- 4、《伊之密 (300415) 上半年注塑机业务超预期, 一体化压铸进展出色》2022-08-30
- 5、《伊之密 (300415) 1-9 月收入增长领先行业, 一体化压铸连续斩获订单》2022-10-26
- 6、《伊之密 (300415) Q4 利润降幅收窄, 23 年通用顺周期, 注塑板块有望修复》2023-04-16

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2741	3297	4075	5370	6477
现金	386	564	711	1041	1440
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	63	37	46	60	69
应收款项	515	722	886	1142	1321
其它应收款	11	14	18	23	27
存货	1260	1353	1650	2118	2479
其他	506	607	764	985	1141
非流动资产	1750	2140	2041	1943	1854
长期股权投资	361	396	396	396	396
固定资产	724	1036	982	923	870
无形资产商誉	368	363	327	294	265
其他	298	346	337	329	324
资产总计	4491	5437	6117	7312	8331
流动负债	1842	2038	2317	2890	3332
短期借款	144	94	50	50	50
应付账款	855	1045	1290	1656	1938
预收账款	413	430	530	681	797
其他	430	469	446	504	548
长期负债	415	977	977	977	977
长期借款	239	784	784	784	784
其他	175	193	193	193	193
负债合计	2257	3015	3294	3867	4309
股本	469	469	469	469	469
资本公积金	180	183	183	183	183
留存收益	1537	1713	2092	2684	3229
少数股东权益	49	57	79	109	140
归属于母公司所有者	2186	2365	2744	3336	3881
负债及权益合计	4491	5437	6117	7312	8331

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	317	348	361	416	550
净利润	516	405	543	755	772
折旧摊销	98	109	140	130	120
财务费用	33	14	28	23	20
投资收益	(33)	(41)	(123)	(131)	(126)
营运资金变动	(293)	(182)	(256)	(403)	(276)
其它	(5)	43	29	42	40
投资活动现金流	(374)	(415)	83	101	96
资本支出	(297)	(452)	(40)	(30)	(30)
其他投资	(76)	37	123	131	126
筹资活动现金流	14	268	(297)	(186)	(247)
借款变动	(130)	505	(105)	0	0
普通股增加	34	(0)	0	0	0
资本公积增加	170	4	0	0	0
股利分配	(87)	(235)	(164)	(163)	(226)
其他	28	(5)	(28)	(23)	(20)
现金净增加额	(43)	201	147	331	399

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3533	3680	4642	5985	6924
营业成本	2314	2535	3129	4016	4700
营业税金及附加	30	31	39	50	58
营业费用	346	371	464	568	671
管理费用	186	191	248	299	362
研发费用	155	181	228	282	340
财务费用	27	8	28	23	20
资产减值损失	(9)	(20)	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0	0
其他收益	105	85	83	91	86
投资收益	34	40	40	40	40
营业利润	604	467	629	878	899
营业外收入	2	6	6	6	6
营业外支出	(2)	2	2	2	2
利润总额	608	472	633	883	904
所得税	82	50	69	98	100
少数股东损益	10	16	22	31	31
归属于母公司净利	516	405	543	755	772

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	30%	4%	26%	29%	16%
营业利润	56%	-23%	35%	40%	2%
归母净利润	64%	-21%	34%	39%	2%
获利能力					
毛利率	34.5%	31.1%	32.6%	32.9%	32.1%
净利率	14.6%	11.0%	11.7%	12.6%	11.2%
ROE	23.6%	17.1%	19.8%	22.6%	19.9%
ROIC	20.1%	12.5%	15.9%	18.6%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	50.3%	55.5%	53.9%	52.9%	51.7%
净负债比率	10.1%	17.3%	13.6%	11.4%	10.0%
流动比率	1.5	1.6	1.8	1.9	1.9
速动比率	0.8	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	2.2	1.9	2.1	2.1	2.0
应收账款周转率	5.9	5.5	5.5	5.6	5.3
应付账款周转率	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6
每股资料(元)					
EPS	1.10	0.86	1.16	1.61	1.65
每股经营净现	0.67	0.74	0.77	0.89	1.17
每股净资产	4.66	5.05	5.85	7.12	8.28
每股股利	0.50	0.35	0.35	0.48	0.49
估值比率					
PE	17.7	22.5	16.8	12.1	11.8
PB	4.2	3.9	3.3	2.7	2.4
EV/EBITDA	14.4	18.2	12.7	9.8	9.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商机械团队：7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018年福布斯中国最佳分析师50强。2019年获WIND和金牛最佳分析师第一名。2020年获WIND最佳分析师第四名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队第二名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；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。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。