



## 买入（维持）

所属行业：汽车/其他交运设备  
当前价格(元)：117.60

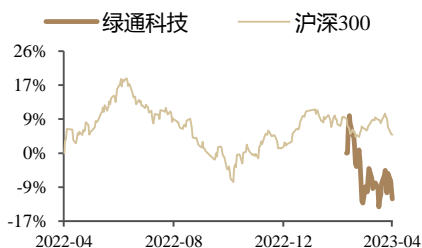
### 证券分析师

俞能飞

资格编号：S0120522120003

邮箱：yunf@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.16	-10.30	-10.30
相对涨幅(%)	2.85	-7.80	-4.99

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《绿通科技(301322.SZ)：高尔夫球车市场广阔，绑定海外客户高速增长》，2023.4.18

# 绿通科技(301322.SZ)：一季报利润超预期，高速成长持续验证

### 投资要点

- 事件：**公司发布2022年年报及2023年一季报，其中2022年实现营收14.7亿，YoY+44.65%，实现归属于股东净利润3.12亿，YoY+145.09%，实现扣非后归属于股东净利润3.1亿，YoY+149.05%；2023年一季度公司实现营收2.7亿，YoY-12.56%，实现归属于股东净利润0.6亿，YoY+32.15%，实现扣非后归属于股东净利润0.6亿，YoY+34.47%；
- 毛利率上涨，一季报利润超预期。**公司一季度归母净利润较公司招股说明书中1-3月预测值上限0.55亿元高出9.51%，主要系公司生产管理效率提升、汇率上涨及海运费率下降等综合因素影响，使得公司一季度毛利率较上期上涨并最终实现超过预期值的净利润。
- 深度绑定海外ODM，高尔夫球车市场高速增长。**公司深度绑定美国高尔夫球车品牌ICON、LVTONG USA，凭借产品技术先进、性价比高等优势，帮助ODM客户快速抢占市场同时实现公司营收及利润快速增长，2022年公司来自ICON及LVTONG USA的销售收入占比达到67.16%，合计9.88亿元，较21年增长55.45%，是公司增长的主要驱动力。
- 扩大产能匹配市场需求，打开成长空间。**为匹配海外客户爆发性的需求增长，公司产能从2019年16700台迅速扩张至2021年42000台并于2022年实际生产58300台，公司IPO募投计划拟投入2.79亿元用于继续扩大产能，新增规划产能1.7万台，同时公司IPO募集资金净额21.01亿元，超募达16.96亿元，公司具备充裕资金用于产能扩大以缓解公司产能瓶颈，匹配行业旺盛需求。
- 持续研发投入，新品或引领新增长。**公司布局多品类场地电动车，广泛应用于高尔夫球场、景区、酒店等场景。根据公司披露，公司2022年已小批量试产UTV电动全地形车并进入销售阶段，有望成为公司营收新增长点，同时公司积极推进C系列高尔夫球车、欧5标准DB款电动车等新品研发、生产及推广，持续增强公司市场竞争力。
- 投资建议：**我们预计绿通科技2023-2025年归母净利润分别为4.47/5.94/7.69亿元，对应当前估值分别为18.4/13.8/10.7倍，考虑公司海外ODM客户持续高速增长，维持“买入”评级。
- 风险提示：**对前两大客户存在较大依赖风险，行业竞争加剧，原材料价格波动

### 股票数据

总股本(百万股)：	69.93
流通A股(百万股)：	16.59
52周内股价区间(元)：	114.91-145.50
总市值(百万元)：	8,224.21
总资产(百万元)：	3,066.17
每股净资产(元)：	40.86

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,017	1,471	2,131	2,796	3,565
(+/-)YOY(%)	82.3%	44.7%	44.8%	31.2%	27.5%
净利润(百万元)	127	312	447	594	769
(+/-)YOY(%)	144.1%	145.1%	43.2%	33.1%	29.4%
全面摊薄EPS(元)	1.82	4.46	6.39	8.50	11.00
毛利率(%)	24.6%	30.4%	30.8%	30.9%	31.4%
净资产收益率(%)	33.1%	44.8%	14.0%	15.9%	17.3%

资料来源：招股说明书，公司年报(2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	5.95	6.39	8.50	11.00
每股净资产	13.28	45.70	53.42	63.56
每股经营现金流	4.82	7.18	8.40	13.09
每股股利	0.90	0.64	0.79	0.86
价值评估(倍)				
P/E	0.00	18.42	13.84	10.69
P/B	0.00	2.57	2.20	1.85
P/S	4.19	3.86	2.94	2.31
EV/EBITDA	-0.49	11.16	8.52	6.27
股息率%	—	0.5%	0.7%	0.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	30.4%	30.8%	30.9%	31.4%
净利润率	21.2%	21.0%	21.3%	21.6%
净资产收益率	44.8%	14.0%	15.9%	17.3%
资产回报率	35.5%	12.4%	14.5%	15.3%
投资回报率	41.3%	13.9%	15.6%	17.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	44.7%	44.8%	31.2%	27.5%
EBIT 增长率	124.3%	52.8%	31.1%	30.0%
净利润增长率	145.1%	43.2%	33.1%	29.4%
偿债能力指标				
资产负债率	20.8%	10.9%	8.9%	11.8%
流动比率	2.9	7.1	7.4	5.2
速动比率	2.0	6.3	6.7	4.5
现金比率	1.0	5.7	5.9	3.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	37.7	35.0	33.0	30.0
存货周转天数	52.2	50.0	48.0	45.0
总资产周转率	1.7	0.6	0.7	0.7
固定资产周转率	11.2	7.4	5.5	4.6

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	312	447	594	769
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	25	31	50	74
非经营收益	-9	-3	1	-1
营运资金变动	-75	28	-57	74
经营活动现金流	253	502	588	915
资产	-130	-500	-620	-650
投资	0	0	0	0
其他	0	1	0	0
投资活动现金流	-130	-499	-620	-650
债权募资	-10	0	0	0
股权募资	0	2,101	0	0
其他	-4	-47	-55	-60
融资活动现金流	-14	2,054	-55	-60
现金净流量	118	2,058	-87	205

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 26 日  
 资料来源：招股说明书，公司年报（2022），德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,471	2,131	2,796	3,565
营业成本	1,024	1,475	1,933	2,445
毛利率%	30.4%	30.8%	30.9%	31.4%
营业税金及附加	5	11	14	18
营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	26	32	45	61
营业费用率%	1.7%	1.5%	1.6%	1.7%
管理费用	32	43	56	71
管理费用率%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	47	64	84	107
研发费用率%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
EBIT	332	507	664	863
财务费用	-28	-1	-11	-11
财务费用率%	-1.9%	0.0%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	360	507	675	874
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	359	507	675	874
EBITDA	348	537	714	937
所得税	47	61	81	105
有效所得税率%	13.1%	12.0%	12.0%	12.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	312	447	594	769

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	173	2,230	2,143	2,348
应收账款及应收票据	181	234	279	315
存货	144	266	250	362
其它流动资产	33	39	42	50
流动资产合计	530	2,769	2,713	3,075
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	132	287	506	783
在建工程	174	488	840	1,139
无形资产	36	36	36	36
非流动资产合计	349	820	1,389	1,966
资产总计	879	3,588	4,102	5,041
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	114	296	241	438
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	67	94	124	156
流动负债合计	181	390	365	595
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	2	2	2	2
非流动负债合计	2	2	2	2
负债总计	182	392	366	596
实收资本	52	70	70	70
普通股股东权益	696	3,196	3,736	4,445
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	879	3,588	4,102	5,041

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

俞能飞：德邦证券研究所智能制造组组长，机械设备首席分析师。厦门大学经济学硕士，曾于西部证券、华西证券、国泰君安等从事机械、中小盘研究，擅长挖掘底部、强预期差、高弹性标的的研究。作为团队核心成员获得 2016 年水晶球机械行业第一名；2017 年新财富、水晶球等中小市值第一名；2018 年新财富中小市值第三名；2020 年金牛奖机械行业最佳行业分析团队。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。