

差速器增长亮眼，投资电机轴打造新增长点

投资要点

- **事件:** (1) 公司发布 2022 年年报, 全年营收 14.7 亿元, 同比+1.9%; 全年归母净利润 2.1 亿元, 同比+5.9%。分拆看, Q4 营收为 4.0 亿元, 同比+5.3%, 环比+11.0%; Q4 归母净利润 4550.4 万元, 同比+89.0%, 环比-5.6%。(2) 公司发布 23 年一季报, 实现收入 3.8 亿元, 同比-7.5%, 环比-5.2%; 实现归母净利润 4314.4 万元, 同比-49.84%, 环比-4.6%; (3) 公司拟再发 5.5 亿元可转债用于“新能源汽车关键零部件生产基地建设项目”和补充流动资金项目。
- **差速器/航空航天是公司重要增长点, 同步器收入有所下滑。**22 年公司差速器业务实现 1.2 亿元收入, 同比增长 209.8%, 创造了 0.8 亿的收入增量, 是公司 2022 年的最大收入增长点; 航空航天实现收入 1.9 亿元, 同比增长 39.9%, 创造了近 0.6 亿收入增量; 同步器系统(同步器+结合齿)方面, 全年实现收入 9.9 亿元, 同比下滑 10.8%, 收入下滑 1.2 亿元, 主要是受商用车行业不景气影响。
- **Q1 同比下滑主要受基数高影响。**22Q1 公司归母净利润较高主要是受益于航空航天收入高增且利润率较高, 23Q1 预计公司航空航天业务利润率已有所下滑; 此外, 根据中汽协数据, 23Q1 燃油车同比下滑约 16%, 公司同步器系统主要应用领域为燃油车, 推测收入和利润也受到一定程度负向影响。
- **差速器有望继续高增, 投资电机轴打造新增长点。**展望未来, 公司依然具有不错成长性。第一个方面, 公司差速器进展顺利, 公司与比亚迪、德纳、吉利、长城、蔚来、理想等客户开展了多项合作, 部分产品已量产, 23 年预计将受益于比亚迪、德纳、理想等的客户的放量, 差速器收入有望继续高增; 第二个方面, 公司商用车业务在重卡行业复苏的背景下也有望实现不错的增长; 第三方面, 公司正在再发 5.5 亿可转债积极推进 200 万根电机轴项目, 按照 150-200 元每件测算, 该项目完全达产后有望带来 3-4 亿元的收入增量。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.59/0.73/0.99 元, 三年归母净利润年复合增速 22.77%。给予公司 2023 年 22 倍 PE, 对应目标价 12.98 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险、主机厂降价导致利润率大幅下滑风险、新业务进度不及预期风险。

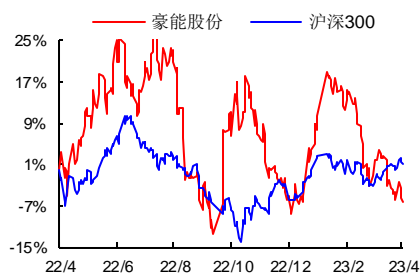
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1471.72	1870.97	2265.32	2702.56
增长率	1.90%	27.13%	21.08%	19.30%
归属母公司净利润(百万元)	211.40	232.89	288.56	391.22
增长率	5.92%	10.17%	23.91%	35.58%
每股收益 EPS(元)	0.54	0.59	0.73	0.99
净资产收益率 ROE	10.35%	10.95%	12.30%	14.74%
PE	19	17	14	10
PB	1.91	1.83	1.66	1.47

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zlsns@swsc.com.cn
联系人: 冯安琪
电话: 021-58351905
邮箱: faz@swsc.com.cn
联系人: 白臻哲
电话: 010-57758530
邮箱: bzzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.94
流通 A 股(亿股)	3.90
52 周内股价区间(元)	9.95-16.76
总市值(亿元)	40.28
总资产(亿元)	41.28
每股净资产(元)	6.37

相关研究

1. 豪能股份(603809): 可转债即将发行, 投资电机轴再造新增长点 (2022-11-24)
2. 豪能股份(603809): Q3 业绩环比明显改善, Q4 快速增长可期 (2022-10-17)
3. 豪能股份(603809): H1 新业务增长亮眼, H2 业绩改善可期 (2022-08-30)
4. 豪能股份(603809): 同步器领先供应商, 新业务打开成长空间 (2022-07-22)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：受燃油乘用车市场下滑影响，预计 2023-2025 年公司传统乘用车零部件销量每年下滑 10%，同时假设单价价值每年下滑 1%。

假设 2：受益于商用车景气度持续提升，预计 2023-2025 年公司商用车零部件销量每年分别增长 30%、20%、15%，同时假设单价价值每年下滑 1%。

假设 3：预计 2023-2025 年公司差速器销量分别 250/350/450 万套，单套价值分别 202、200、198 元。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
传统乘用车与商用车 零部件	收入	1,122.69	1,060.16	1,024.24	992.62
	增速	-10.1%	-5.57%	-3.39%	-3.09%
差速器	收入	121.12	505.00	700.00	891.00
	增速	259.0%	316.94%	38.61%	27.29%
其他新能源汽车业务	收入	-	-	100.00	200.00
	增速	-	-	-	100%
航空业务	收入	193.00	250.90	326.17	424.02
	增速	39.93%	30.00%	30.00%	30.00%
航天业务	收入	-	20.00	80.00	160.00
	增速	-	-	300.00%	100.00%
其他	收入	34.90	34.90	34.90	34.90
	增速	46.5%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	收入	1,471.72	1870.97	2265.32	2702.56
	增速	37.67%	29.55%	21.08%	19.30%
	毛利率	34.55%	28.70%	29.09%	31.13%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业总收入分别为 18.7/ 22.7/ 27.0 亿元，增速分别为 29.6%/ 21.1%/ 19.3%，归母净利润分别为 2.3/ 2.9/ 3.9 亿元，增速分别为 10.2%/ 23.9%/ 35.6%。

综合考虑业务范围，选择精锻科技、双环传动、新坐标作为可比公司，2023 年三家公司平均 PE 为 18 倍。考虑到公司差速器业务和航空航天业务持续快速增长，未来三年业绩复合增速达 22.8%，给予公司 2023 年 22 倍 PE，对应目标价 12.98 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止 2023.04.21）

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E
300258.SZ	精锻科技	47.36	9.83	0.51	0.58	0.79	1.05	19.27	16.95	12.44	9.36
002472.SZ	双环传动	196.95	23.16	0.68	0.95	1.25	1.57	33.84	24.29	18.56	14.72
603040.SH	新坐标	24.61	18.20	1.07	1.34	1.46	-	16.97	13.60	12.43	-
平均值								23.36	18.28	14.48	-
603809.SH	豪能股份	40.28	10.23	0.54	0.59	0.73	0.99	19.05	17.30	13.96	10.30

数据来源：Wind，西南证券整理；注：新坐标未出 2022 年年报，精锻科技、双环传动已出 2022 年年报

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1471.72	1870.97	2265.32	2702.56	净利润	218.64	240.87	298.45	404.63
营业成本	963.23	1334.06	1606.41	1861.23	折旧与摊销	190.87	290.25	348.00	375.00
营业税金及附加	21.49	27.32	33.08	39.46	财务费用	31.29	1.88	2.27	2.71
销售费用	24.17	30.73	37.21	44.39	资产减值损失	-8.83	-7.00	-7.00	-7.00
管理费用	92.84	215.16	260.51	310.79	经营营运资本变动	-53.04	88.09	-124.13	-119.50
财务费用	31.29	1.88	2.27	2.71	其他	-97.32	12.96	12.77	13.22
资产减值损失	-8.83	-7.00	-7.00	-7.00	经营活动现金流净额	281.61	627.05	530.37	669.06
投资收益	-6.53	0.03	0.03	0.03	资本支出	-557.09	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-95.22	0.03	0.03	0.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-652.31	-299.97	-299.97	-299.97
营业利润	244.58	268.86	332.88	451.01	短期借款	-265.68	-15.26	-118.01	-152.75
其他非经营损益	-1.47	-1.04	-1.04	-1.11	长期借款	203.84	0.00	0.00	0.00
利润总额	243.10	267.82	331.84	449.89	股权融资	5.09	0.00	0.00	0.00
所得税	24.46	26.95	33.39	45.27	支付股利	-60.58	-64.16	-70.68	-87.58
净利润	218.64	240.87	298.45	404.63	其他	527.16	-397.53	-2.27	-2.71
少数股东损益	7.24	7.98	9.89	13.40	筹资活动现金流净额	409.83	-476.95	-190.96	-243.04
归属母公司股东净利润	211.40	232.89	288.56	391.22	现金流量净额	40.53	-149.88	39.44	126.06
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	336.98	187.10	226.53	352.59	成长能力				
应收和预付款项	444.63	571.29	685.35	819.26	销售收入增长率	1.90%	27.13%	21.08%	19.30%
存货	635.84	807.45	992.51	1160.04	营业利润增长率	-2.45%	9.93%	23.81%	35.49%
其他流动资产	193.13	130.52	141.16	152.97	净利润增长率	-1.16%	10.17%	23.91%	35.58%
长期股权投资	81.66	81.66	81.66	81.66	EBITDA 增长率	8.51%	20.19%	21.78%	21.31%
投资性房地产	1.14	1.14	1.14	1.14	获利能力				
固定资产和在建工程	2326.10	2357.87	2331.90	2278.92	毛利率	34.55%	28.70%	29.09%	31.13%
无形资产和开发支出	405.65	385.37	365.09	344.81	三费率	10.08%	13.24%	13.24%	13.24%
其他非流动资产	287.77	286.02	284.27	282.53	净利率	14.86%	12.87%	13.17%	14.97%
资产总计	4712.89	4808.43	5109.62	5473.93	ROE	10.35%	10.95%	12.30%	14.74%
短期借款	286.01	270.75	152.75	0.00	ROA	4.64%	5.01%	5.84%	7.39%
应付和预收款项	579.75	708.30	864.88	1012.59	ROIC	8.86%	8.07%	9.88%	12.96%
长期借款	463.29	463.29	463.29	463.29	EBITDA/销售收入	31.71%	29.98%	30.16%	30.66%
其他负债	1271.76	1166.59	1201.44	1253.74	营运能力				
负债合计	2600.81	2608.93	2682.36	2729.62	总资产周转率	0.34	0.39	0.46	0.51
股本	393.75	393.75	393.75	393.75	固定资产周转率	0.96	0.94	0.97	1.17
资本公积	298.33	298.33	298.33	298.33	应收账款周转率	3.88	4.26	4.14	4.13
留存收益	1348.74	1517.47	1735.34	2038.99	存货周转率	1.64	1.82	1.76	1.71
归属母公司股东权益	2111.06	2190.50	2408.38	2712.02	销售商品提供劳务收到现金营业收入	91.76%	—	—	—
少数股东权益	1.02	9.00	18.88	32.29	资本结构				
股东权益合计	2112.08	2199.49	2427.26	2744.30	资产负债率	55.19%	54.26%	52.50%	49.87%
负债和股东权益合计	4712.89	4808.43	5109.62	5473.93	带息债务/总负债	44.46%	43.74%	38.14%	31.89%
					流动比率	1.14	1.19	1.37	1.61
					速动比率	0.69	0.62	0.70	0.86
					股利支付率	28.66%	27.55%	24.50%	22.39%
					每股指标				
					每股收益	0.54	0.59	0.73	0.99
					每股净资产	5.36	5.59	6.16	6.97
					每股经营现金	0.72	1.59	1.35	1.70
					每股股利	0.15	0.16	0.18	0.22
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	466.73	560.98	683.15	828.72					
PE	19.05	17.30	13.96	10.30					
PB	1.91	1.83	1.66	1.47					
PS	2.74	2.15	1.78	1.49					
EV/EBITDA	10.47	8.40	6.67	5.16					
股息率	1.50%	1.59%	1.75%	2.17%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn