

研究所  
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005  
 xueyh@ghzq.com.cn  
 联系人：王琛 S0350121120086  
 wangl15@ghzq.com.cn

## 盈利能力改善，新能源热管理 ASP 提升

### ——腾龙股份（603158）2022 年报点评

#### 最近一年走势



相对沪深 300 表现		2023/04/04		
表现	1M	3M	12M	
腾龙股份	-12.1%	-0.8%	-2.0%	
沪深 300	-0.7%	5.4%	-4.0%	

市场数据		2023/04/04
当前价格(元)		7.16
52 周价格区间(元)		6.50-12.29
总市值(百万)		3,514.12
流通市值(百万)		3,514.12
总股本(万股)		49,079.93
流通股本(万股)		49,079.93
日均成交额(百万)		168.35
近一月换手(%)		2.33

#### 相关报告

《——腾龙股份（603158）点评报告：发布可转债预案，深化热管理集成模块布局（增持）\*汽车零部件\*薛玉虎》——2022-12-18

#### 事件：

**腾龙股份发布 2022 年年度报告：**2022 年公司实现营收 26.70 亿元，同比+14.47%；实现归母净利润 1.23 亿元，同比+34.90%；实现扣非后归母净利润 0.87 亿元，同比+17.84%。

#### 投资要点：

- **营收业绩稳步增长，期间费用率下降，盈利能力提升。** 2022 年 Q4，1) 公司实现营收 9.51 亿元，同比+4.76%，环比+46.42%；实现归母净利润 0.19 亿元，同比+281.41%，环比-60.08%；2) 盈利方面，毛利率 22.24%，同比+4.8pct，净利率 2.38%，同比+4.4pct；3) 费用端，销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.88%/7.57%/3.82%/-0.34%，同比-1.72/+0.37/+0.08/-1.43pct。销售费用率下降，主要系报告期内售后服务费及业务推广费减少所致，财务费用率下降主要受报告期内汇兑收益同比增加影响，管理费用率上升主要系 2021 年北京天元发生超业绩奖励所致。此外，由于公司持续加大研发投入，研发费用率有所上升，研发费用同比+24.25%。
- **积极拓展新能源车市场，加速布局新能源热管理。** 由于新能源车热管理系统单车价值量相比传统燃油车热管理大幅提升，公司深耕新能源车市场，产品线从传统热管理部件向新能源热管理产品扩展，客户拓展至蔚来、小鹏、理想、零跑等新能源品牌。2022 年，公司热管理系统零部件的营收中新能源汽车产品实现收入 6.67 亿元，占比 41.12%。此外，受产品集成化趋势影响，公司提供的产品从热管理零部件往热管理总成化方向发展。2022 年，公司热管理产品实现收入 16.21 亿元，同比+30.96%，热管理产品毛利率 22.11%，同比+0.33pct，单件价格同比+2.2%。随着热管理产品种类的丰富和热管理产品集成度的进一步提升，将带动单车配套价值量的提升以及公司产品毛利率的提高。
- **稳步推进各项产能建设，完善国内外产能布局。** 公司在建项目主要包括波兰工厂、安徽工厂、湖北工厂、广东工厂、陕西工厂。2022 年 12 月，公司发布可转债预案，拟募资不超过 6 亿元，其中 2.7 亿元用于新能源汽车热管理集成模块及核心零部件项目，1 亿元用于智能化炼胶中心及汽车空调胶管建设项目，0.5 亿元用于腾龙股份本部汽车热管理系统技改项目。本次发行可转债，公司再度重点

加码新能源汽车热管理集成模块，项目总投资 3.7 亿元，计划建设周期 3 年，建成后可实现年产 245 万套（件）新能源汽车热管理集成模块及其他核心零部件产能，对应营收 10.43 亿元，利润 1.12 亿元，利润率 10.69%。此外，公司已在海外布局营销中心和工厂，并与众多欧洲整车厂建立了良好的合作关系，公司海外新车型、新产品的同步开发订单呈明显增加趋势。公司将继续加快推进海外扩能建设，我们期待海外业务为公司带来业绩增量。

- **积极布局氢燃料电池产业。** 公司目前为新源动力第一大股东，报告期内，公司利用客户资源、制造能力、管理经验等为新源动力的产品提升了市场竞争力，与新源动力在氢燃料电池汽车领域实现优势互补，形成了良好的协同效应，增强了公司在氢燃料电池产业领域的影响力，为公司在后续快速发展的氢能市场中取得先机打下坚实基础。2023 年，公司与新源动力将开展更深入的合作，通过战略性投资新源动力加强氢能产业链布局，不断加大研发投入，布局氢燃料电池及其核心零部件市场。
- **盈利预测和投资评级** 新能源汽车热管理集成化趋势确定性强，产能建设稳步推进将满足公司热管理和胶管业务增长需求。本次盈利预测有调整，我们预计公司 2023-2025 年实现主营业务收入 33.24、40.23、47.99 亿元，同比增速为 24%、21%、19%；实现归母净利润 1.95、2.42、3.12 亿元，同比增速为 58%、24%、29%；对应 EPS 分别为 0.40、0.49、0.64 元，对应当前股价的 PE 估值分别为 18、15、11 倍，我们看好公司未来业绩增长，维持“增持”评级
- **风险提示** 下游汽车销量不及预期；原料价格继续上行；项目研发进展不及预期；客户拓展不及预期；市场竞争趋于激烈；拟投建项目进度及业务收入或不及预期；汇率波动风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2670	3324	4023	4799
增长率（%）	14	24	21	19
归母净利润（百万元）	123	195	242	312
增长率（%）	35	58	24	29
摊薄每股收益（元）	0.25	0.40	0.49	0.64
ROE（%）	6	9	10	12
P/E	28.36	17.99	14.53	11.25
P/B	1.81	1.66	1.49	1.32
P/S	1.30	1.06	0.87	0.73
EV/EBITDA	11.89	7.78	6.54	5.17

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：腾龙股份盈利预测表

证券代码:	603158		股价:	7.16	投资评级:	增持	日期:	2023/04/04	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	6%	9%	10%	12%	EPS	0.25	0.40	0.49	0.64
毛利率	23%	23%	24%	25%	BVPS	3.91	4.31	4.80	5.44
期间费率	9%	10%	11%	10%	<b>估值</b>				
销售净利率	5%	6%	6%	7%	P/E	28.36	17.99	14.53	11.25
<b>成长能力</b>					P/B	1.81	1.66	1.49	1.32
收入增长率	14%	24%	21%	19%	P/S	1.30	1.06	0.87	0.73
利润增长率	35%	58%	24%	29%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
总资产周转率	0.65	0.72	0.79	0.84	营业收入	2670	3324	4023	4799
应收账款周转率	2.96	3.84	4.06	4.29	营业成本	2066	2543	3041	3591
存货周转率	3.32	3.45	3.66	3.83	营业税金及附加	17	20	28	38
<b>偿债能力</b>					销售费用	68	86	121	144
资产负债率	47%	48%	47%	47%	管理费用	160	199	262	312
流动比	1.48	1.57	1.64	1.74	财务费用	20	43	41	39
速动比	1.00	1.05	1.11	1.19	其他费用/(-收入)	113	143	181	230
					<b>营业利润</b>	<b>179</b>	<b>271</b>	<b>335</b>	<b>433</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业外净收支	2	0	0	0
现金及现金等价物	474	726	877	1130	<b>利润总额</b>	<b>181</b>	<b>271</b>	<b>335</b>	<b>433</b>
应收款项	1045	1036	1190	1348	所得税费用	28	32	40	52
存货净额	805	962	1099	1253	<b>净利润</b>	<b>153</b>	<b>238</b>	<b>295</b>	<b>381</b>
其他流动资产	221	295	355	420	少数股东损益	29	43	53	69
<b>流动资产合计</b>	<b>2544</b>	<b>3018</b>	<b>3521</b>	<b>4152</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>123</b>	<b>195</b>	<b>242</b>	<b>312</b>
固定资产	754	779	786	777					
在建工程	60	68	74	80	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
无形资产及其他	512	511	510	509	<b>经营活动现金流</b>	<b>145</b>	<b>442</b>	<b>402</b>	<b>505</b>
长期股权投资	216	216	216	216	净利润	123	195	242	312
<b>资产总计</b>	<b>4087</b>	<b>4592</b>	<b>5108</b>	<b>5734</b>	少数股东权益	29	43	53	69
短期借款	681	681	681	681	折旧摊销	107	171	188	206
应付款项	855	903	1080	1276	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-210	-49	-165	-165
其他流动负债	181	340	385	436	<b>投资活动现金流</b>	<b>-32</b>	<b>-231</b>	<b>-231</b>	<b>-231</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1717</b>	<b>1924</b>	<b>2146</b>	<b>2393</b>	资本支出	-198	-185	-182	-178
长期借款及应付债券	150	209	208	206	长期投资	48	-29	-29	-29
其他长期负债	69	69	69	69	其他	117	-16	-20	-24
<b>长期负债合计</b>	<b>219</b>	<b>278</b>	<b>277</b>	<b>276</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-24</b>	<b>11</b>	<b>-49</b>	<b>-49</b>
<b>负债合计</b>	<b>1936</b>	<b>2203</b>	<b>2423</b>	<b>2668</b>	债务融资	145	59	-1	-1
股本	491	491	491	491	权益融资	2	0	0	0
股东权益	2151	2390	2685	3066	其它	-171	-47	-48	-48
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4087</b>	<b>4592</b>	<b>5108</b>	<b>5734</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>94</b>	<b>223</b>	<b>122</b>	<b>225</b>

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【汽车小组介绍】

薛玉虎，研究所食品饮料行业首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

王琿，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及特斯拉产业链。

## 【分析师承诺】

薛玉虎，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。