

蓝黛科技 (002765)

证券研究报告

2022年10月29日

22Q3 业绩环比改善显著，新能源车传动业务加速布局

事件：10月28日，公司发布2022年三季报，2022年前三季度实现营业收入20.70亿元，同比-9.01%；实现归母净利润1.46亿元，同比-17.68%；实现扣非归母净利润1.25亿元，同比+8.50%。单季度看，2022Q3公司实现营业收入7.17亿元，同比+9.49%，环比+21.91%；实现归母净利润0.54亿元，同比-4.82%，环比+30.29%；实现扣非归母净利润0.44亿元，同比+16.06%，我们认为三季度归母净利润同比下滑主要受新冠疫情冲击，环比已出现显著改善。盈利能力方面，2022Q3公司实现毛利率18.09%，同比+0.82pct，环比+1.28pct；实现净利率7.78%，同比-2.55pct，环比+0.61pct。费用率方面，2022年前三季度公司销售/管理/财务/研发费用率分别为1.88%/4.39%/-1.23%/4.51%，同比+0.39pct/+1.31pct/-2.16pct/+0.37pct，管理费用变化主要系股权激励费用和员工薪酬增加。

投资设立全资子公司，加速新能源业务布局

2022年10月，公司发布《关于投资设立全资子公司的公告》，拟在马鞍山经开区设立全资子公司马鞍山蓝黛传动机械有限公司，推进“蓝黛科技新能源汽车高精传动齿轮生产制造项目”落地建设运营。该项目计划总投资23亿元，分两期进行，其中一期拟租赁厂房约20,000平方米，预计一期项目建成达产后可实现年销售收入约10亿元；二期项目预留约70亩工业用地。马鞍山为长江三角洲中心区城市，可有效辐射新能源汽车产业聚集的江浙沪皖地区，有利于扩大公司在新能源汽车领域的市场占有率。

客户结构持续优化，动力传动业务冉冉升起

公司深耕动力传动领域20余年，积极推动传统+新能源“两步走”策略，持续丰富产品矩阵，开发自动变速器6AT、发动机平衡轴、新能源减速器等新业务。公司产品结构与客户结构持续优化，已成为吉利、上汽、一汽、丰田、小康、比亚迪、日电产、法雷奥西门子等多家知名品牌供应商。

- 发动机平衡轴：产品销售步入发展的上升轨道，成功为吉利汽车、长城汽车、一汽集团等自主品牌实现国产替代，并向合资、外资品牌拓展；
- 新能源减速器及传动系统：公司以配套国际高端客户为契机，积极推动新能源产品拓展和产能扩张，新能源汽车零部件电机轴生产线量产下线；
- 自动变速器：6AT出口产品取得量产突破，订单稳步增长，形成公司新的增量收益。

投资建议：公司积极开拓新能源车传动市场，接连斩获各知名品牌定点项目，我们预计公司2022-2024年营业收入29.79/37.46/46.40亿元（前值33.21/41.39/50.93亿元），归母净利润2.17/3.25/4.34亿元（前值2.23/3.25/4.33亿元），对应2022-2024年PE 27.8/18.6/14.0x，维持“买入”评级。

风险提示：技术更新/原材料价格波动/市场竞争加剧/商誉减值风险/新项目建设不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,409.45	3,139.49	2,978.73	3,745.58	4,640.09
增长率(%)	112.01	30.30	(5.12)	25.74	23.88
EBITDA(百万元)	350.23	647.60	587.13	715.75	898.85
归属母公司净利润(百万元)	5.19	210.05	217.35	325.02	433.80
增长率(%)	(103.46)	3,944.42	3.48	49.53	33.47
EPS(元/股)	0.01	0.36	0.37	0.56	0.74
市盈率(P/E)	1,163.04	28.76	27.79	18.58	13.92
市净率(P/B)	3.30	2.96	2.67	2.35	2.04
市销率(P/S)	2.51	1.92	2.03	1.61	1.30
EV/EBITDA	8.84	7.26	8.30	7.37	4.86

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/光学光电子
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.36元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	583.05
流通A股股本(百万股)	445.93
A股总市值(百万元)	6,040.35
流通A股市值(百万元)	4,619.87
每股净资产(元)	3.73
资产负债率(%)	50.83
一年内最高/最低(元)	13.80/5.16

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

于特 分析师
SAC执业证书编号：S1110521050003
yute@tfzq.com

卢雨婷 联系人
luyuting@tfzq.com

林毓鑫 联系人
linyuxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《蓝黛科技-半年报点评:22H1 触控显示业务短期承压，动力传动业务冉冉升起》 2022-08-30
- 2 《蓝黛科技-首次覆盖报告:受益汽车智能电动化浪潮，公司传动业务高速增长!》 2022-07-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	452.59	489.92	1,377.85	1,040.10	2,045.67
应收票据及应收账款	613.73	853.69	552.93	1,215.82	975.34
预付账款	25.08	24.94	21.34	37.30	33.38
存货	546.21	736.69	561.90	917.62	941.47
其他	153.33	213.34	182.77	204.27	202.24
流动资产合计	1,790.93	2,318.60	2,696.79	3,415.11	4,198.09
长期股权投资	5.49	4.64	4.64	4.64	4.64
固定资产	1,060.34	1,005.42	882.65	790.07	713.59
在建工程	58.93	45.45	27.27	76.36	105.82
无形资产	346.79	273.82	255.86	237.89	219.92
其他	680.58	725.15	668.65	664.66	667.02
非流动资产合计	2,152.14	2,054.48	1,839.07	1,773.62	1,710.99
资产总计	3,943.07	4,373.08	4,535.86	5,188.72	5,909.07
短期借款	287.19	304.25	238.00	238.00	238.00
应付票据及应付账款	843.14	1,002.96	674.55	1,358.73	1,180.87
其他	164.19	194.53	515.99	149.92	569.37
流动负债合计	1,294.52	1,501.73	1,428.54	1,746.65	1,988.24
长期借款	59.50	145.00	50.00	50.00	50.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	740.81	628.92	716.63	695.46	680.34
非流动负债合计	800.31	773.92	766.63	745.46	730.34
负债合计	2,106.29	2,285.57	2,195.18	2,492.10	2,718.58
少数股东权益	8.24	46.71	74.97	128.80	228.33
股本	575.18	582.63	583.05	583.05	583.05
资本公积	1,044.86	1,065.38	1,065.38	1,065.38	1,065.38
留存收益	208.51	418.56	625.87	930.85	1,329.01
其他	(0.00)	(25.78)	(8.59)	(11.46)	(15.28)
股东权益合计	1,836.79	2,087.50	2,340.68	2,696.62	3,190.49
负债和股东权益总计	3,943.07	4,373.08	4,535.86	5,188.72	5,909.07

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	(0.04)	241.53	217.35	325.02	433.80
折旧摊销	163.28	180.35	158.92	161.46	164.99
财务费用	54.25	27.29	17.55	9.74	6.98
投资损失	0.08	(10.31)	(4.23)	(4.82)	(6.45)
营运资金变动	(194.08)	(564.75)	650.33	(764.86)	448.76
其它	47.91	219.06	29.64	57.36	108.45
经营活动现金流	71.40	93.16	1,069.56	(216.10)	1,156.54
资本支出	218.01	133.89	(87.71)	121.18	115.12
长期投资	(0.07)	(0.85)	0.00	0.00	0.00
其他	(612.47)	(191.96)	91.94	(216.36)	(208.67)
投资活动现金流	(394.53)	(58.93)	4.23	(95.18)	(93.55)
债权融资	62.90	64.89	(192.05)	(0.03)	(9.03)
股权融资	303.37	(26.93)	6.19	(26.43)	(48.38)
其他	15.61	(48.52)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	381.88	(10.56)	(185.86)	(26.47)	(57.42)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	58.75	23.67	887.93	(337.75)	1,005.57

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,409.45	3,139.49	2,978.73	3,745.58	4,640.09
营业成本	2,093.67	2,569.56	2,377.80	2,954.07	3,606.99
营业税金及附加	12.52	15.33	11.91	14.98	18.56
销售费用	38.24	53.39	44.68	56.18	69.60
管理费用	99.03	101.76	74.47	93.64	116.00
研发费用	122.60	125.89	104.26	131.10	162.40
财务费用	45.79	35.06	17.55	9.74	6.98
资产/信用减值损失	(69.06)	(66.62)	(85.31)	(73.67)	(75.20)
公允价值变动收益	0.01	3.22	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.08)	10.31	4.23	4.82	6.45
其他	90.08	28.53	0.00	0.00	0.00
营业利润	(23.33)	263.08	266.98	417.02	590.81
营业外收入	0.02	0.08	0.10	0.10	0.10
营业外支出	1.92	1.83	1.50	1.50	1.50
利润总额	(25.23)	261.33	265.58	415.62	589.41
所得税	(25.19)	19.80	18.59	33.25	47.15
净利润	(0.04)	241.53	246.99	382.37	542.26
少数股东损益	(5.24)	31.48	29.64	57.36	108.45
归属于母公司净利润	5.19	210.05	217.35	325.02	433.80
每股收益(元)	0.01	0.36	0.37	0.56	0.74

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	112.01%	30.30%	-5.12%	25.74%	23.88%
营业利润	-88.53%	-1227.75%	1.48%	56.20%	41.67%
归属于母公司净利润	-103.46%	3944.42%	3.48%	49.53%	33.47%
获利能力					
毛利率	13.11%	18.15%	20.17%	21.13%	22.26%
净利率	0.22%	6.69%	7.30%	8.68%	9.35%
ROE	0.28%	10.29%	9.59%	12.66%	14.64%
ROIC	0.00%	17.27%	14.32%	35.84%	30.50%
偿债能力					
资产负债率	53.42%	52.26%	48.40%	48.03%	46.01%
净负债率	-3.32%	0.08%	-45.32%	-26.45%	-53.94%
流动比率	1.37	1.53	1.89	1.96	2.11
速动比率	0.95	1.05	1.49	1.43	1.64
营运能力					
应收账款周转率	4.34	4.28	4.24	4.24	4.24
存货周转率	5.04	4.89	4.59	5.06	4.99
总资产周转率	0.65	0.76	0.67	0.77	0.84
每股指标(元)					
每股收益	0.01	0.36	0.37	0.56	0.74
每股经营现金流	0.12	0.16	1.83	-0.37	1.98
每股净资产	3.14	3.50	3.89	4.40	5.08
估值比率					
市盈率	1,163.04	28.76	27.79	18.58	13.92
市净率	3.30	2.96	2.67	2.35	2.04
EV/EBITDA	8.84	7.26	8.30	7.37	4.86
EV/EBIT	15.59	9.73	11.37	9.52	5.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com