

银轮股份 (002126.SZ)

一季度归母净利润同比增长 81%，降本增效成果显现

买入

核心观点

银轮股份2023Q1业绩保持高增长。银轮股份2023Q1年实现营业收入25.55亿元，同比增长24.35%，环比增长3.06%，实现归母净利润1.27亿元，同比增长80.73%，环比下滑16.35%，实现扣非归母净利润1.10亿元，同比增长198.94%，环比下滑8.66%。公司业绩增长来源于各业务板块营业收入超预算完成，费用管控取得成效，预计主要得益于：1、国内商用车市场有所恢复；2、新能源汽车热管理业务占比提升，保持高增长，规模效应持续释放；3、民用换热业务开始放量；4、公司推动管理模式及考核模式变革，实施承包经营+利润提成的考核机制，运营管理能力有所提升。

降本控费有所成效，毛利率同环比均实现增长，盈利能力提升。2023Q1公司销售毛利率20.18%，同比+0.94pct，环比+0.84pct，毛利率同环比均实现增长。销售净利率5.48%，同比+1.25pct，环比-1.47pct。费用端，公司2023Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为2.19%/5.23%/4.53%/1.50%，同比变化为-1.40/-0.44/+0.40/+0.05pct，费用率同比继续下降，降本控费成果显现。

新能源汽车业务保持高增长，发展工业及民用板块业务，保障公司成长能力。2022年公司新能源汽车热管理产品收入17亿元，占营业收入比重提升至20%，带动公司业绩增长。公司新能源业务形成1+4+N的产品布局，包括一套新能源热管理系统，前端冷却模块、冷媒冷却液集成模块、空调箱模块、车载电子冷却系统等系统集成，以及热交换器、水冷板等零部件，从单一换热器零部件供应商逐步向系统集成供应商升级，提升配套价值量与综合竞争力。2021年公司开始发展工业及民用板块热管理产品，围绕特高压输变电、地热发电、储能、风力发电、制氢储氢、化工、中央空调、家用热泵空调、数据中心等领域提前布局和发展，预计随着客户的逐步导入保持较高的增速。

盈利预测与估值：维持盈利预测，维持“买入”评级。预测公司2023-2025年归属母公司净利润5.67/7.71/10.20亿元，同比增长47.9%/35.9%/32.4%，每股收益分别为0.72/0.97/1.29元。当前股价对应PE为19/14/11倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源汽车销量不及预期，行业竞争加剧的风险，原材料上涨的风险，估值的风险，财务风险，技术风险，政策风险等。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,816	8,480	10,822	13,220	15,499
(+/-%)	23.6%	8.5%	27.6%	22.2%	17.2%
净利润(百万元)	220	383	567	771	1020
(+/-%)	-31.5%	73.9%	47.9%	35.9%	32.4%
每股收益(元)	0.28	0.48	0.72	0.97	1.29
EBIT Margin	5.6%	5.9%	7.1%	7.8%	8.7%
净资产收益率(ROE)	5.0%	8.2%	11.4%	14.2%	17.1%
市盈率(PE)	48.6	28.0	18.9	13.9	10.5
EV/EBITDA	23.2	21.7	17.9	15.2	13.0
市净率(PB)	2.44	2.29	2.15	1.98	1.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞 联系人：王少南
0755-81981814 021-60375446
tangxx@guosen.com.cn wangshaonan@guosen.com.cn
S0980519080002

基础数据

投资评级 买入(维持)
合理估值 16.00 - 18.00元
收盘价 13.53元
总市值/流通市值 10718/10080百万元
52周最高价/最低价 17.05/7.58元
近3个月日均成交额 275.56百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

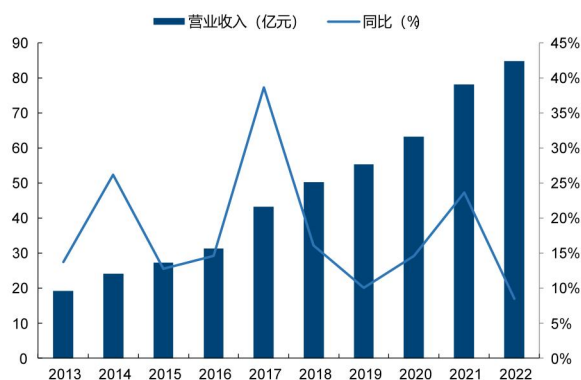
相关研究报告

《银轮股份(002126.SZ)——一季报利润预增71%-85%，降本增效成果显现》——2023-04-16
《银轮股份(002126.SZ)——2022年归母净利润预增63%-77%，盈利能力持续提升》——2023-01-16
《银轮股份(002126.SZ)——2022年三季报点评-盈利能力改善，新能源业务占比提升》——2022-11-02

银轮股份 2023Q1 年实现营业收入 25.55 亿元,同比增长 24.35%,环比增长 3.06%,实现归母净利润 1.27 亿元,同比增长 80.73%,环比下滑 16.35%,实现扣非归母净利润 1.10 亿元,同比增长 198.94%,环比下滑 8.66%。公司业绩增长来源于各业务板块营业收入超预算完成,费用管控取得成效:1、受益于国内商用车市场有所恢复,2023 年 3 月,商用车产销均完成 43.4 万辆,环比分别增长 37.1%和 34.2%,同比分别增长 20.4%和 17.4%。2023 年 1-3 月,商用车产销分别完成 94.8 万辆和 93.8 万辆,同比分别下降 3.9%和 2.9%。2、新能源汽车热管理业务占比提升,保持高增长,规模效应持续释放;3、民用换热业务在家用热泵空调国产替代取得突破,开发了新的增长点;4、公司推动管理模式及考核模式变革,实施承包经营+利润提成的考核机制,运营管理能力有所提升。

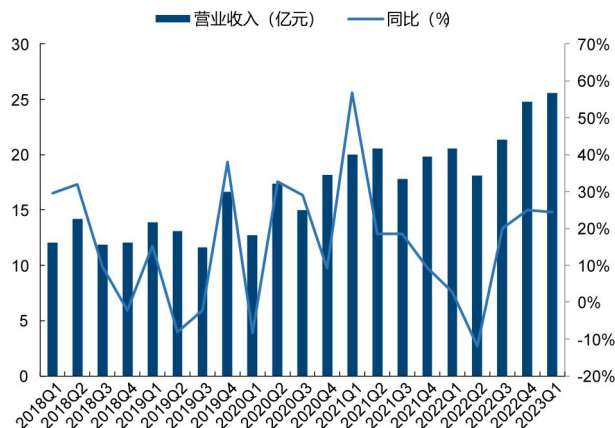
降本控费有所成效,费用率同比下降,盈利能力提升:2023Q1 公司销售毛利率 20.18%,同比+0.94pct,环比+0.84pct,销售净利率 5.48%,同比+1.25pct,环比-1.47pct。费用端,公司 2023Q1 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 2.19%、5.23%、4.53%、1.50%,同比变化为-1.40pct、-0.44pct、+0.40pct、+0.05pct,环比变化为-0.86pct、+0.22pct、+0.48pct、+1.52pct。

图1: 公司营业收入(亿元,%)



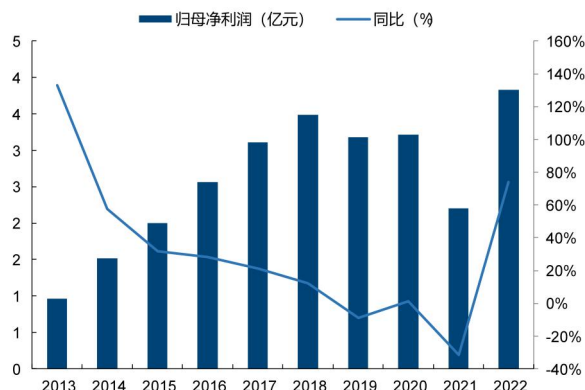
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司季度营业收入(亿元,%)



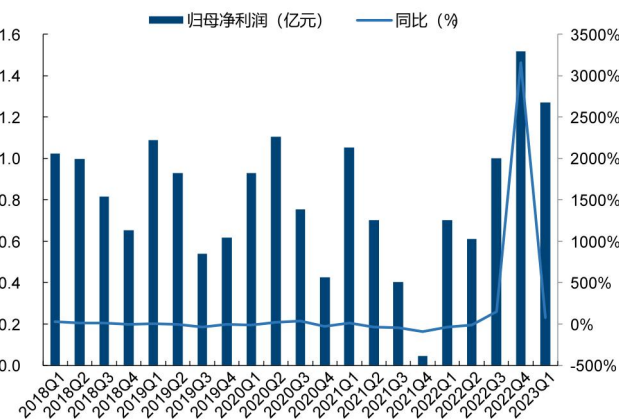
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润(亿元,%)

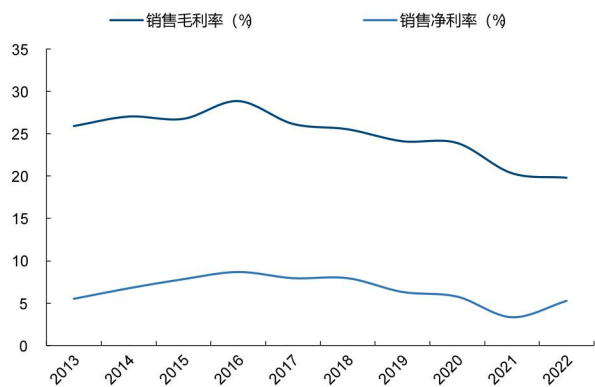


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

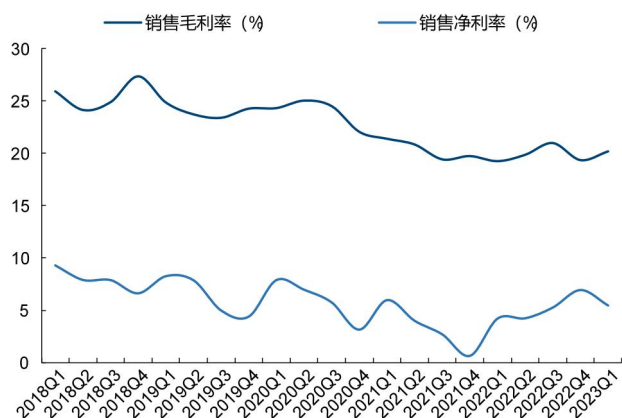
图4: 公司季度归母净利润(亿元,%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率与净利率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司季度毛利率与净利率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司 2022 年股权激励计划授予公司董事、高管、核心员工等共计 388 人, 强化对净利润的要求。本次股权激励计划对于归母净利润率的考核权重占 55%, 具体的, 对于 2022-2025 年, 公司营收分别不低于 90、108、130、150 亿元, 归母净利润不低于 4.0、5.4、7.8、10.5 亿元。

表 1: 2022 年股权激励计划

行权期	归母净利润	营业收入	摊销费用 (万元)
各绩效指标权重	55%	45%	
第一个行权期	2022 年归母净利润不低于 4.0 亿元	2022 年营业收入不低于 90 亿元	1580.52
第二个行权期	2023 年归母净利润不低于 5.4 亿元	2023 年营业收入不低于 108 亿元	1724.67
第三个行权期	2024 年归母净利润不低于 7.8 亿元	2024 年营业收入不低于 130 亿元	1191.09
第四个行权期	2025 年归母净利润不低于 10.5 亿元	2025 年营业收入不低于 150 亿元	641.95

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

产品谱系拓展, 由零部件向集成模块升级, 完善产能布局, 提高属地化制造能力和综合竞争力。

2020 年公司新能源产品形成了 1+4+N 的产品体系, 其中 1 为新能源热管理系统, 4 为前端冷却模块、冷媒冷却液集成模块、空调箱模块、车载电子冷却系统, N 为热交换器、水冷板、PTC、泵、阀、管路等零部件。公司从单一换热器零部件供应商逐步向系统集成供应商升级, 提升配套价值量与综合竞争力。将热管理部件按照功能进行模块划分能够共用通用性高的零部件, 可提高零部件利用率与整车生产效率, 可以实现单个组件替代多个零部件的作用, 集成后的组件产品更加紧凑。产能布局方面: 目前公司在浙江、上海、山东、湖北、江苏、广东、广西、江西、四川等地建有子公司和生产基地。并在美国、墨西哥、瑞典、波兰等建有研发分中心和生产基地。其中, 墨西哥工厂完成批产前准备, 波兰项目工厂已经结项进入内部装修。

上海银轮用于投建热泵空调、电池和芯片热管理项目。公司 2021 年发行可转债募集资金, 投资 3.85 亿元用于建设 70 万套新能源乘用车热泵空调系统项目, 根据公司的估算, 以上热泵空调项目达产后可实现营业收入 6.3 亿元, 对应净利润 6899

万元。公司 2022 年 1 月发布变更资金用途公告，拟将“乘用车 EGR 项目”、“研发中心项目”变更为“新能源汽车电池和芯片热管理项目”，预计 2025 年达产，可形成 468 万套电池热管理产品产能以及 140 万套芯片热管理产品产能。

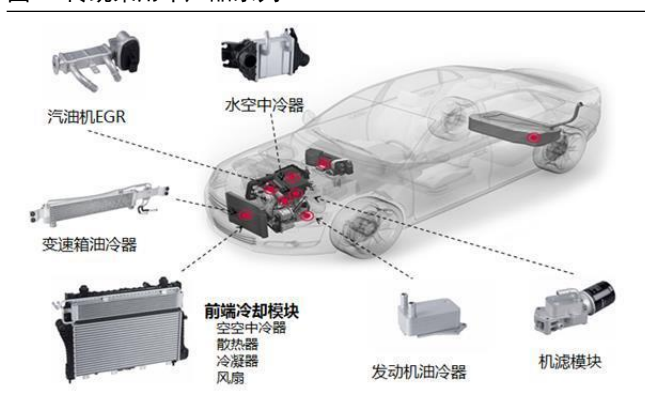
四川银轮用于投建水冷板项目，满足四川时代、成都沃尔沃等客户属地化供货需求，产线可生产满足 CTP/CTC/CTB 集成下的大尺寸水冷板，且覆盖 CTM 冷却下的中小尺寸水冷板产品。项目计划于 2023 年形成水冷板产量 79 万件，24 年形成水冷板产量 121 万件，分别对应销售收入预估约为 2.3 亿元、3.1 亿元。

图7：新能源汽车产品系列



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：传统乘用车产品系列



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新能源乘用车业务占比提升，保障公司的增长动力。

新能源汽车热管理业务占比持续提升。根据公司发布的年报以及定点披露报告，公司于 2017 年开始布局新能源业务，2018 年开始获得部分液冷板定点，2019 年获得宁德时代的水冷板定点，2020 年披露与特斯拉合作，供应换热模块产品，2021 年公司获得共 141 个新项目定点，预计达产后新能源业务收入占比达 49%。2020、2021、2022 年公司新能源汽车热管理产品销量分别为 291 万台、499.79 万台、1448 万台，收入分别为 2.89 亿、8.38 亿元、17.23 亿元，占营业收入比重分别为 5%、11%、20%。

2022 年报告期内公司陆续获得了比亚迪电池冷却板、北美新能源标杆车企电控芯片冷却系统和某新车型空调箱、国内造车新势力水冷板、零跑前端模块、宇通冷却模块、卡特后处理项目、三一重机超大挖冷却模块、约翰迪尔拖拉机冷却模块项目、中联重科冷却模块、上汽红岩智能模块等新项目。上述项目达产后预计为公司新增年销售收入 50.6 亿元，其中新能源业务占比约 69.6%。

发展第三曲线（工业及民用板块），培育新的盈利增长点。

2021 年公司开始发展工业及民用板块热管理产品，围绕特高压输变电、地热发电、储能、风力发电、制氢储氢、化工、中央空调、家用热泵空调、数据中心等领域提前布局和发展：1、在水氟板式换热器、采暖热泵产品水路侧换热器等业务获得了美的、格力等客户批量订单；2、储能领域中已量产电池冷却板、电子风扇、电子水阀，储能客户主要有北美新能源标杆车企和宁德时代；3、特高压输变电设备新型铝片换、风力发电变压系统外循环冷却机组等产品研发也在持续推进中。2022 年工业及民用业务实现营收 5.07 亿元，同比增长 58.3%，预计工业及民用产品随着客户的逐步导入保持较高的增速。

盈利预测与投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。

我们选取三花智控、拓普集团、中鼎股份等作为可比公司。公司盈利能力持续提升，规模效应持续释放，降本增效进展显著。维持公司盈利预测，预测公司2023-2025年归属母公司净利润5.67/7.71/10.20亿元，同比增长47.9%/35.9%/32.4%，每股收益分别为0.72/0.97/1.29元，对应当前市值，公司23-25年分别为19/14/11倍，我们认为随着新能源业务持续放量，以及公司降本增效有效实施，公司未来的成长性和确定性增强，维持“买入”评级。

表2：同类公司估值比较（20230428）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002050.SZ	三花智控	买入	23.3	838.1	0.76	0.87	1.04	31	27	22
601689.SH	拓普集团	买入	50.6	557.6	1.54	2.13	2.97	33	24	17
000887.SZ	中鼎股份	无评级	11.7	153.8	0.73	1.04	1.25	16	11	9
	平均				1.01	1.35	1.75	27	21	16
002126.SZ	银轮股份	买入	13.5	107.2	0.48	0.72	0.97	28	19	14

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：无评级标的盈利预测来自Wind一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	934	972	1304	1646	2159	营业收入	7816	8480	10822	13220	15499
应收款项	3256	3617	4447	5433	6369	营业成本	6224	6798	8608	10514	12246
存货净额	1481	1863	2013	2466	2879	营业税金及附加	36	42	50	62	72
其他流动资产	817	1022	1132	1383	1621	销售费用	341	279	346	397	465
流动资产合计	7223	8003	9397	11428	13528	管理费用	453	472	556	644	694
固定资产	3004	3512	3582	3619	3629	研发费用	326	386	487	568	666
无形资产及其他	471	767	725	682	639	财务费用	83	30	89	85	78
投资性房地产	850	847	847	847	847	投资收益	24	22	25	25	25
长期股权投资	441	394	434	474	514	资产减值及公允价值变动	37	39	40	40	40
资产总计	11989	13524	14984	17050	19157	其他收入	(448)	(435)	(487)	(568)	(666)
短期借款及交易性金融负债	1562	1846	1929	2016	2107	营业利润	291	486	750	1016	1343
应付款项	4014	4701	5606	6866	8015	营业外净收支	(7)	(3)	(8)	(8)	(8)
其他流动负债	451	597	618	754	877	利润总额	284	483	742	1008	1335
流动负债合计	6027	7143	8153	9635	10998	所得税费用	20	34	74	101	133
长期借款及应付债券	828	823	823	823	823	少数股东损益	44	66	101	137	181
其他长期负债	259	325	409	493	577	归属于母公司净利润	220	383	567	771	1020
长期负债合计	1087	1147	1231	1315	1399	现金流量表（百万元）					
负债合计	7115	8291	9385	10951	12398	净利润	220	383	567	771	1020
少数股东权益	474	553	608	684	783	资产减值准备	3	(5)	13	6	3
股东权益	4400	4680	4991	5415	5976	折旧摊销	332	372	350	389	420
负债和股东权益总计	11989	13524	14984	17050	19157	公允价值变动损失	(37)	(39)	(40)	(40)	(40)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	83	30	89	85	78
每股收益	0.28	0.48	0.72	0.97	1.29	营运资本变动	(122)	(51)	(68)	(203)	(229)
每股红利	0.16	0.19	0.32	0.44	0.58	其它	16	44	42	69	97
每股净资产	5.55	5.91	6.30	6.84	7.54	经营活动现金流	411	705	864	992	1271
ROIC	6%	7%	9%	12%	16%	资本开支	0	(881)	(350)	(350)	(350)
ROE	5%	8%	11%	14%	17%	其它投资现金流	(406)	205	29	0	0
毛利率	20%	20%	20%	20%	21%	投资活动现金流	(480)	(630)	(361)	(390)	(390)
EBIT Margin	6%	6%	7%	8%	9%	权益性融资	(10)	41	0	0	0
EBITDA Margin	10%	10%	10%	11%	11%	负债净变化	44	(32)	0	0	0
收入增长	24%	8%	28%	22%	17%	支付股利、利息	(129)	(153)	(255)	(347)	(459)
净利润增长率	-31%	74%	48%	36%	32%	其它融资现金流	385	293	83	87	91
资产负债率	63%	65%	67%	68%	69%	融资活动现金流	205	(37)	(172)	(260)	(368)
股息率	1.2%	1.4%	2.4%	3.2%	4.3%	现金净变动	136	38	332	342	513
P/E	49	28	19	14	11	货币资金的期初余额	798	934	972	1304	1646
P/B	2.4	2.3	2.1	2.0	1.8	货币资金的期末余额	934	972	1304	1646	2159
EV/EBITDA	23.2	21.7	17.9	15.2	13.0	企业自由现金流	614	(92)	629	768	1061
						权益自由现金流	1043	168	631	779	1082

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032