

公司业绩短期承压，积极拓展新成长空间

投资要点

- 事件：**公司发布2024年三季报，公司实现营业总收入27.7亿元，同比-6.1%，实现归母净利润2.7亿元，同比-13.5%。单季度来看，Q3实现收入8.7亿元，同比-4.8%，环比-7.6%，归母净利润0.8亿元，同比-16.4%，环比-12.0%。
- 商用车市场需求偏弱，公司收入短期承压。**公司核心产品曲轴、连杆收入多年占公司总营收超80%，在国内主流商用车发动机客户配套率达95%以上，Q3国内商用车累计销售82.4万辆，同比-14.9%，环比-20.5%，商用车市场需求偏弱使得公司营收/利润有所下滑，24Q3公司实现营收8.7亿元，同比-4.8%，环比-7.6%，归母净利润0.8亿元，同比-16.4%，环比-12.0%。从盈利能力来看，Q3公司毛利率为20.7%，同比-6.3pp，环比-5.2pp，Q3净利率为9.4%，同比-1.4pp，环比-0.5pp，主要受商用车市场下滑影响。公司加强内功修炼，Q3销售/管理/研发费用率分别为2.2%/5.2%/5.9%，同比-0.4pp/+0.3pp/-1.4pp，环比-0.9pp/-0.4pp/-0.9pp，控费效果有所体现。
- 公司看好海外与插混带来的机遇，并进行积极布局。**公司积极进行全球布局，投资建设泰国工厂，项目计划投资金额不超过人民币1.24亿元。根据公司披露，泰国工厂从24H2开始筹建，目前在泰国所有的建厂手续都已经齐备，建厂后会将国内相关产线搬迁至泰国公司，设备验证周期将会有所缩短，未来泰国工厂若对产能有更大需求，公司也将继续进行下一步投资。此外，公司看好混动车型需求增长带来的机遇，24年1-9月插电混动汽车销量332.8万辆，同比+84.2%，公司计划调整内部产品结构，将部分轻卡生产线转向乘用车曲轴生产，目前公司乘用车曲轴的产能是满产状态，正在通过核心设备、核心工序拉升产能，未来新能源乘用车以及船轴业务或将有力支撑公司业绩。
- 公司加快开发新品，培育未来增长点。**公司前瞻性开发空气悬架业务相关产品，24H1天润智控完成12款项目立项和44款新产品试制交付，24H2重点建设乘用车空气弹簧生产线、乘用车CDC减振器和CDC电磁阀装配生产线等三条产线，将于明年上半年投产，为后续加快认证周期、加快市场布局做好准备。此外，公司电控转向产品正在验证过程，目前有车厂在做路试、里程测试，25年会有批量的供货，长期来看会成为公司的重要增长点。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2024-2026年EPS分别为0.33元、0.42元、0.53元，对应动态PE分别为15倍、11倍、9倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**市场竞争风险，原材料价格波动风险，下游客户销量不及预期风险，政策调整风险，贸易摩擦风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4006.40	3998.41	4646.62	5572.72
增长率	27.74%	-0.20%	16.21%	19.93%
归属母公司净利润(百万元)	390.81	372.77	483.05	602.52
增长率	91.96%	-4.62%	29.58%	24.73%
每股收益EPS(元)	0.34	0.33	0.42	0.53
净资产收益率ROE	6.44%	5.89%	7.20%	8.40%
PE	14	15	11	9
PB	0.90	0.86	0.81	0.76

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：zslans@swsc.com.cn
联系人：郭瑞晴
电话：13379781776
邮箱：grq@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)	11.39
流通A股(亿股)	10.01
52周内股价区间(元)	3.93-6.54
总市值(亿元)	54.47
总资产(亿元)	85.72
每股净资产(元)	5.29

相关研究

- 天润工业（002283）：行业复苏促业绩增长，客+品开拓助持续发展（2024-03-29）
- 天润工业（002283）：重卡行业持续复苏，公司利润翻倍增长（2024-02-01）

盈利预测

关键假设：

假设 1：今年国内商用车市场受宏观经济等方面影响，需求尚未完全释放，故将 24 年销量假设进行下调，且考虑当前国家、地方以推动大型设备更新为导向的政策正在逐步落地，我们认为重卡置换需求将会在后续得到一定释放，预计 24/25/26 年轻、中、重卡销量为 150/160/180 万辆、11/15/17 万辆、98/110/120 万辆。

假设 2：考虑公司 2024 年策划新增 3 条大机曲轴加工线，产能扩张利于公司市占率提升，假设公司曲轴市占率(销量口径)24/25/26 年为 65%/66%/67%，公司曲轴单车价值 24-26 年每年下降 3%。

假设 3：考虑公司 2024 年在潍坊子公司新增 3 条连杆锻造线，假设公司连杆市占率(销量口径)延续之前增势，24/25/26 年市占率为 36.5%/40%/42%，公司连杆单车价值 24-26 年每年下降 3%。

假设 4：随着公司空悬业务的进一步成熟，假设 24/25/26 年公司空悬市占率(收入口径)分别提升 1/2/3pp。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
曲轴	收入	1,929.85	2362.25	2560.20	2804.08
	增速	-36.08%	22.41%	8.38%	9.53%
	成本	1,515.60	1771.69	1907.35	2075.02
	毛利率	21.47%	25.00%	25.50%	26.00%
连杆	收入	734.27	816.94	955.59	1082.55
	增速	-29.54%	11.26%	16.97%	13.29%
	成本	570.62	612.70	716.69	811.91
	毛利率	22.29%	25.00%	25.00%	25.00%
空气悬架	收入	196.80	425.17	710.86	1238.00
	增速	-3.37%	116.04%	67.19%	74.16%
	成本	150.61	314.62	526.03	916.12
	毛利率	23.47%	26.00%	26.00%	26.00%
曲轴毛坯	收入	192.92	201.45	221.59	243.75
	增速	-35.22%	4.42%	10.00%	10.00%
	成本	161.43	161.16	175.06	190.12
	毛利率	16.32%	20.00%	21.00%	22.00%
其他	收入	82.49	192.61	198.39	204.34
	增速	-47.73%	133.48%	3.00%	3.00%
	成本	73.97	169.50	174.58	179.82
	毛利率	10.33%	12.00%	12.00%	12.00%
合计	收入	4,006.40	3,998.41	4,646.62	5,572.72

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
增速		-15.13%	-0.20%	16.21%	19.93%
成本		2,472.23	3,029.67	3,499.71	4,173.00
毛利率		38.29%	24.23%	24.68%	25.12%

数据来源：Wind, 西南证券

根据上述假设，我们测算出公司 2024-2026 年营业收入分别为 40.0、46.5、55.7 亿元，同比增速分别为 -0.2%/+16.2%/+19.9%。

相对估值

考虑业务与客户的相似性以及公司业务与商用车行业景气度的相关性，我们选取福达股份、中鼎股份、中国重汽、福田汽车作为可比公司，4 家公司 2025 年平均 PE 为 13 倍。考虑公司开始布局插电混动，叠加公司对海外市场的积极拓展，给予公司 25 年 14 倍 PE，目标价 5.88 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止 2024.10.29 收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603166	福达股份	6.03	-	0.25	0.36	0.49	-	23.81	16.68	12.37
000887	中鼎股份	13.80	0.88	1.09	1.31	1.54	15.74	12.67	10.50	8.95
000951	中国重汽	16.14	0.83	1.22	1.50	1.85	19.56	13.26	10.73	8.72
600166	福田汽车	2.59	0.15	0.15	0.20	0.26	17.79	17.69	12.70	9.89
平均值							17.70	16.86	12.65	9.98
002283	天润工业	4.78	0.34	0.33	0.42	0.53	13.94	14.61	11.28	9.04

数据来源：Wind, 西南证券整理

风险提示

市场竞争风险，原材料价格波动风险，下游客户销量不及预期风险，政策调整风险，贸易摩擦风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4006.40	3998.41	4646.62	5572.72	净利润	389.41	371.43	481.32	600.36
营业成本	3008.46	3029.67	3499.71	4173.00	折旧与摊销	370.14	373.21	387.13	392.73
营业税金及附加	38.94	31.99	37.17	44.58	财务费用	-2.74	-8.18	-38.81	-48.32
销售费用	82.53	111.96	125.46	144.89	资产减值损失	-17.39	0.00	0.00	0.00
管理费用	188.52	427.83	497.19	601.85	经营营运资本变动	118.15	-91.74	-359.35	-427.36
财务费用	-2.74	-8.18	-38.81	-48.32	其他	59.10	-13.29	8.14	13.32
资产减值损失	-17.39	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	916.68	631.44	478.43	530.72
投资收益	2.57	6.00	6.00	6.00	资本支出	151.22	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	-1.07	0.00	0.00	0.00	其他	-499.83	6.00	6.00	6.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-348.61	-94.00	-94.00	-94.00
营业利润	422.28	411.15	531.90	662.72	短期借款	-536.84	-45.06	-100.00	-50.00
其他非经营损益	-2.98	-2.98	-2.98	-2.98	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	419.29	408.17	528.92	659.74	股权融资	-12.90	0.00	0.00	0.00
所得税	29.88	36.74	47.60	59.38	支付股利	-56.97	-109.37	-104.32	-135.18
净利润	389.41	371.43	481.32	600.36	其他	67.39	2.63	38.81	48.32
少数股东损益	-1.40	-1.33	-1.73	-2.16	筹资活动现金流净额	-539.32	-151.80	-165.51	-136.85
归属母公司股东净利润	390.81	372.77	483.05	602.52	现金流量净额	28.75	385.63	218.92	299.87
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1168.92	1554.56	1773.48	2073.34	成长能力				
应收和预付款项	2032.50	2034.46	2362.36	2832.54	销售收入增长率	27.74%	-0.20%	16.21%	19.93%
存货	1509.65	1532.77	1796.15	2130.53	营业利润增长率	90.62%	-2.63%	29.37%	24.59%
其他流动资产	83.81	78.44	84.76	93.79	净利润增长率	92.44%	-4.62%	29.58%	24.73%
长期股权投资	1.56	1.56	1.56	1.56	EBITDA 增长率	39.72%	-1.71%	13.40%	14.42%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3195.28	2933.15	2657.10	2375.45	毛利率	24.91%	24.23%	24.68%	25.12%
无形资产和开发支出	329.16	318.08	307.01	295.93	三费率	6.70%	13.30%	12.56%	12.53%
其他非流动资产	46.29	46.29	46.29	46.29	净利率	9.72%	9.29%	10.36%	10.77%
资产总计	8367.17	8499.30	9028.70	9849.42	ROE	6.44%	5.89%	7.20%	8.40%
短期借款	345.06	300.00	200.00	150.00	ROA	4.65%	4.37%	5.33%	6.10%
应付和预收款项	1745.22	1686.72	1932.90	2330.61	ROIC	6.90%	6.73%	8.27%	10.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.71%	19.41%	18.94%	18.07%
其他负债	232.17	205.71	211.92	219.76	营运能力				
负债合计	2322.45	2192.43	2344.83	2700.36	总资产周转率	0.49	0.47	0.53	0.59
股本	1139.46	1139.46	1139.46	1139.46	固定资产周转率	1.38	1.37	1.66	2.21
资本公积	1464.66	1464.66	1464.66	1464.66	应收账款周转率	3.30	3.14	3.38	3.43
留存收益	3437.97	3701.37	4080.10	4547.44	存货周转率	2.06	1.96	2.07	2.10
归属母公司股东权益	6023.73	6287.22	6665.94	7133.29	销售商品提供劳务收到现金营业收入	90.79%	—	—	—
少数股东权益	20.99	19.66	17.93	15.77	资本结构				
股东权益合计	6044.72	6306.87	6683.87	7149.06	资产负债率	27.76%	25.80%	25.97%	27.42%
负债和股东权益合计	8367.17	8499.30	9028.70	9849.42	带息债务/总负债	14.86%	13.68%	8.53%	5.55%
					流动比率	2.23	2.57	2.77	2.82
					速动比率	1.53	1.81	1.94	1.98
					股利支付率	14.58%	29.34%	21.60%	22.44%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	789.68	776.18	880.22	1007.13	每股收益	0.34	0.33	0.42	0.53
PE	13.94	14.61	11.28	9.04	每股净资产	5.30	5.53	5.87	6.27
PB	0.90	0.86	0.81	0.76	每股经营现金	0.80	0.55	0.42	0.47
PS	1.36	1.36	1.17	0.98	每股股利	0.05	0.10	0.09	0.12
EV/EBITDA	5.75	5.29	4.30	3.41					
股息率	1.05%	2.01%	1.92%	2.48%					

数据来源: Wind, 西南证券 (注: 管理费用中含研发费用)

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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn