

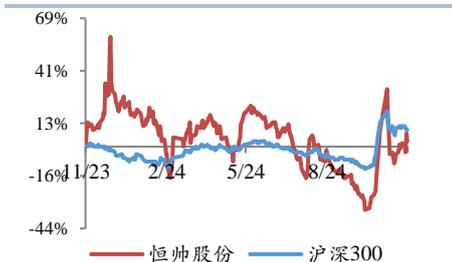
Q3 传统清洗营收承压，智能清洗逐步展现潜力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-01

收盘价(元)	77.14
近12个月最高/低(元)	123.88/48.83
总股本(百万股)	80
流通股本(百万股)	21
流通股比例(%)	26.65
总市值(亿元)	62
流通市值(亿元)	16

公司价格与沪深300走势比较



分析师：姜肖伟

执业证书号：S0010523060002

邮箱：jiangxiaowei@hazq.com

联系人：陈飞宇

执业证书号：S0010123020005

邮箱：chenfeiyu@hazq.com

相关报告

1.Q2 盈利能力稳步上行，智能清洗迎来拐点 2024-08-30

2.2023 及 24Q1 点评：盈利水平持续向上，业务逐步扩张 2024-05-06

3.恒帅股份：紧跟智能化，拓展微电机、ADAS 清洗及热管理 2024-03-11

主要观点：

事件：2024 年 10 月 29 日，恒帅股份 (300969.SZ) 发布 2024 年三季度报告：Q3 实现营业收入 2.41 亿元，同比-8.69%，环比 9.01%；归母净利润 0.48 亿，同比-18.39%，环比-5.83%；扣非净利润 0.46 亿元，同比-18.76%，环比-5.29%。

核心观点：

产品营收盈利增长承压，公司经营费控表现良好

1) 营收端：公司清洗业务受行业趋势及客户结构影响，三季度全球轻型车销量同比-2.69%，其中中国市场同比-7.86%；公司清洗系统主要供应国内市场，作为 Tier1 直接配套主机厂，合资车企作为恒帅的核心客户，市场份额有所下降，进一步影响营收放量。在海外产能布局方面，公司美国工厂的部分定点项目已进入量产爬坡阶段，泰国工厂的设备调试也进展顺利，将有效支持公司后续订单拓展。

2) 盈利端：24Q3 毛利率为 33.94%，同比-3.33 pct，环比-2.26pct，公司持续拓展优质客户，陆续与新势力蔚来、小鹏；北美新能源开展合作，行业竞争加剧，公司三季度采取以价换量策略，做出一定价格让步。公司费控表现良好，销售/管理/财务/研发费用率分别 1.39%/5.63%/0.36%/3.21%，环比-0.83pct/-0.67pct/+2.15pct/-0.41pct，汇率变动导致公司财务费用有所波动。

智能感知系统展现未来潜力

Robotaxi 运营车辆传感器配置数量高，主机厂高阶智驾车型规模体量大，随着 L3+级别的 Robotaxi、无人快递物流小车等自动驾驶商业化应用正在加速落地，公司相关产品已通过客户对 Waymo、美团、北美新能源客户等终端进行适配交样。

电机业务稳步增长，多元布局拓展新市场

电机业务四门两盖领域，已开发了多款电机产品，这些产品仍处于渗透期，整体市场容量持续扩展。同时公司也积极探索电机产品在其他场景的应用，如座椅上针对调角及按摩等舒适性相关的电机品种，在消费升级的背景下，未来会有较大需求。

投资建议：

微电机为核心技术能力，清洗业务规模化发展并前瞻智能化清洗，产业化进程加速；电机业务多品类布局，乘智能化浪潮。结合行业趋势及公司经营情况，我们调整盈利预测，此前预计公司 2024~2026 年营收分别为 11.40/14.42/18.56 亿元，现预计公司 2024~2026 年营收分别为 9.87/11.70/14.61 亿元；对应 2024~2026 年实现归母净利润由 2.64/3.40/4.26 亿元调整为 2.29/2.76/3.19 元；2024~2026 年对应 PE 为 26.94/22.39/19.32x，维持公司“买入”评级。

风险提示:

1) 汽车销量不及预期; (2) 汽车智能化发展不及预期; (3) 原材料成本上涨; (4) 海外工厂建设进度不及预期。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	923	987	1170	1461
收入同比 (%)	25.0%	6.9%	18.5%	24.9%
归属母公司净利润	202	229	276	319
净利润同比 (%)	38.9%	13.3%	20.3%	15.9%
毛利率 (%)	36.2%	36.1%	36.3%	36.0%
ROE (%)	18.4%	17.2%	17.2%	16.6%
每股收益 (元)	2.53	2.86	3.45	3.99
P/E	35.52	26.94	22.39	19.32
P/B	6.55	4.64	3.84	3.21
EV/EBITDA	27.45	19.49	15.92	13.35

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	947	1093	1353	1694	营业收入	923	987	1170	1461
现金	312	423	606	824	营业成本	589	631	746	935
应收账款	255	254	301	376	营业税金及附加	8	8	9	11
其他应收款	2	4	5	6	销售费用	19	20	23	29
预付账款	6	8	10	13	管理费用	61	59	67	80
存货	113	143	170	213	财务费用	-7	-1	-2	-2
其他流动资产	260	260	261	263	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	472	550	619	687	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	8	13	16	0
固定资产	301	307	312	314	营业利润	235	256	309	363
无形资产	85	85	85	85	营业外收入	0	4	4	0
其他非流动资产	86	157	222	287	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1418	1642	1972	2381	利润总额	235	260	313	363
流动负债	289	281	335	424	所得税	33	31	38	44
短期借款	0	8	15	23	净利润	202	229	276	319
应付账款	143	156	183	230	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	147	117	137	171	归属母公司净利润	202	229	276	319
非流动负债	32	31	31	31	EBITDA	251	295	351	403
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.53	2.86	3.45	3.99
其他非流动负债	32	31	31	31					
负债合计	321	312	366	455					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	80	80	80	80	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	495	495	495	495	成长能力				
留存收益	523	756	1032	1351	营业收入	25.0%	6.9%	18.5%	24.9%
归属母公司股东权	1098	1330	1606	1925	营业利润	44.9%	9.1%	20.8%	17.3%
负债和股东权益	1418	1642	1972	2381	归属于母公司净利	38.9%	13.3%	20.3%	15.9%
					获利能力				
					毛利率 (%)	36.2%	36.1%	36.3%	36.0%
					净利率 (%)	21.9%	23.2%	23.6%	21.9%
					ROE (%)	18.4%	17.2%	17.2%	16.6%
					ROIC (%)	17.1%	17.0%	16.9%	16.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	22.6%	19.0%	18.6%	19.1%
					净负债比率 (%)	29.2%	23.4%	22.8%	23.6%
					流动比率	3.27	3.89	4.04	3.99
					速动比率	2.82	3.31	3.46	3.43
					营运能力				
					总资产周转率	0.71	0.64	0.65	0.67
					应收账款周转率	4.15	3.88	4.22	4.32
					应付账款周转率	4.33	4.22	4.39	4.52
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.53	2.86	3.45	3.99
					每股经营现金流	3.20	2.48	3.30	4.00
					每股净资产	13.72	16.63	20.08	24.07
					估值比率				
					P/E	35.52	26.94	22.39	19.32
					P/B	6.55	4.64	3.84	3.21
					EV/EBITDA	27.45	19.49	15.92	13.35

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：姜肖伟，北京大学光华管理学院硕士，应用物理学/经济学复合背景。八年电子行业从业经验，曾在深天马、瑞声科技任职，分管过战略、市场、产品及投研等核心业务部门，多年一级及二级市场投研经验，具备电子+汽车/产业+金融的多维度研究视角和深度洞察能力，汽车行业全覆盖。

联系人：陈飞宇，墨尔本大学硕士，主要覆盖汽车智能化及底盘方向。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。