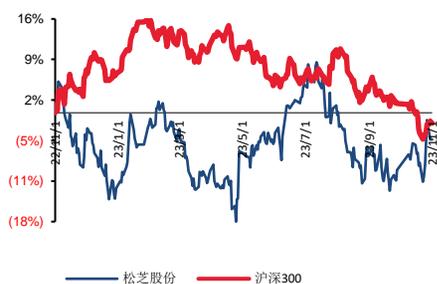


汽车 汽车零部件

松芝股份 2023Q3 点评：新能源车客户多点布局，商转乘放量进行时

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	629/627
总市值/流通(百万元)	4,859/4,845
12 个月最高/最低(元)	8.77/6.65

相关研究报告:

证券分析师: 文姬

电话: 021-58502206

E-MAIL: wenji@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523050001

事件: 公司发布 2023 年三季报, 2023 年 1-9 月公司实现营业收入 36.97 亿元, 同比+26.97%, 归母净利润 1.07 亿元, 同比+90.75%, 业绩表现超预期。

新能源车转型初见成效, 成功突破比亚迪等多款重点车型。公司三季度收入环比增长, 新能源乘用车转型初见成效。2023 年 1-3 季度, 公司切入比亚迪海鸥空调箱、上汽通用 K 平台空调箱、上汽集团海外出口车型空调箱、蔚来等多款车型热泵空调箱项目, 2023H1 披露新增订单超过 25 亿元。2023 年 5 月, 比亚迪海鸥车型首次开启交付, Q3 销量达到 10.29 万辆, 环比+165.26%, 比亚迪海洋网多款车型带动公司收入向上, 展望后续, 公司积极配套比亚迪等多款车型, 多点开花有望显著释放收入弹性。

华为奇瑞热泵空调供应商, 后续增厚想象空间。公司为奇瑞华为车型热管理产品供应商, 供应热泵空调箱系统。首款车型智界 S7 定位中大尺寸纯电轿跑, 预计将于 11 月下旬上市, 搭载鸿蒙 HarmonyOS 4 系统、华为高阶智能驾驶系统 ADS 2.0 等高端智能化配置, 有望复刻问界新 M7 的亮眼表现, 公司为奇瑞华为提供平台化多款车型全系配套, ASP 有望进一步提升至 1500-2000 元 (高于传统空调箱的 1000-1500 元)。

客车龙头积极布局乘用车业务见成效, 双轮驱动稳健向上。公司为客车空调细分领域龙头, 客车出口增长带动客车销量触底回升, 传统业务表现良好, 其他业务包括汽车零配件、压缩机、储能电站电池热管理等多点开花, 其中电池热管理业务已进入宁德时代、比亚迪、远景能源、阳光电源等储能系统集成商配套体系。公司近年商用车转型乘用车扩张转型历经磨砺, 二次成长之路开启, 比亚迪+华为+新势力有望推动公司 2023~2025 年利润大幅增长。

盈利预测与评级: 我们预计公司 2023 年至 2025 年营业总收入为 48.51、63.32、72.94 亿元, 同比增长 14.81%、30.53%、15.20%, 归母净利润为 1.43、2.03、2.74 亿元, 同比增长 52.43%、41.80%、34.90%, 对应 PE 分别为 35.44、24.99、18.52 倍。

风险提示: 新能源汽车销量不及预期; 原材料价格波动风险; 行业竞争加剧等。

■ 盈利预测和财务指标:

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,225.01	4,850.75	6,331.61	7,293.81
(+/-%)	2.46%	14.81%	30.53%	15.20%
归母净利(百万元)	93.79	142.97	202.74	273.50
(+/-%)	-16.68%	52.43%	41.80%	34.90%
摊薄每股收益(元)	0.15	0.23	0.32	0.44
市盈率(PE)	47.33	35.44	24.99	18.52

资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

损益表 (人民币百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,124	4,225	4,851	6,332	7,294
%增长率	21.9%	2.5%	14.8%	30.5%	15.2%
营业成本	3,355	3,460	4,032	5,207	5,943
%销售收入	81.4%	81.9%	83.1%	82.2%	81.5%
毛利	769	765	819	1,124	1,351
%销售收入	18.6%	18.1%	16.9%	17.8%	18.5%
税金及附加	27	23	31	39	44
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	178	171	205	260	294
%销售收入	4.3%	4.0%	4.2%	4.1%	4.0%
管理费用	199	190	216	277	314
%销售收入	4.8%	4.5%	4.5%	4.4%	4.3%
研发费用	253	270	301	385	439
%销售收入	6.1%	6.4%	6.2%	6.1%	6.0%
财务费用	1	-3	-34	-17	-14
%销售收入	0.0%	-0.1%	-0.7%	-0.3%	-0.2%
息税前利润 (EBIT)	131	108	156	263	364
%销售收入	3.2%	2.5%	3.2%	4.2%	5.0%
其他收益	40	21	40	46	50
投资收益	21	19	26	39	39
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	10	3	0	0	0
信用减值损失	-16	-20	0	0	0
资产减值损失	-5	-13	0	0	0
资产处置收益	0	1	2	9	7
营业利润	162	125	167	275	370
%增长率	-29.0%	-22.7%	34.0%	64.2%	34.4%
营业外收支	-5	-1	22	5	9
利润总额	157	124	189	280	378
%增长率	-47.5%	-21.3%	53.3%	48.1%	34.9%
所得税	17	1	19	28	38
所得税率	10.8%	1.1%	10.0%	10.0%	10.0%
合并报表的净利润	140	122	170	252	340
少数股东损益	27	28	27	50	67
归母净利润	113	94	143	203	273
净利率	2.7%	2.2%	2.9%	3.2%	3.7%

现金流量表					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	113	94	143	203	273
少数股东损益	27	28	27	50	67
非现金支出	139	152	0	0	0
非经营收益	-31	-33	-46	-50	-50
营运资金变动	314	-89	-219	-86	-219
经营活动现金净流	563	152	-94	117	71
资本开支	-197	-179	24	15	16
投资	-464	3	-295	-236	-175
其他	27	27	19	39	39
投资活动现金净流	-634	-149	-251	-182	-120
股权融资	0	2	0	0	0
债权融资	24	6	29	39	28
其他	-39	-93	16	-4	-5
筹资活动现金净流	-15	-85	34	22	14
现金净流量	-87	-81	-311	-44	-35
期初现金	705	618	537	226	182
期末现金	618	537	226	182	147

来源: iFind, 太平洋证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	761	725	414	370	335
应收票据	341	427	477	595	713
应收账款	1,034	1,111	1,419	1,702	2,004
其他应收款	11	13	15	19	22
存货	761	921	1,024	1,297	1,524
其他流动资产	1,934	1,706	2,387	2,889	3,236
流动资产	4,841	4,903	5,735	6,870	7,834
长期股权投资	40	35	35	35	35
固定资产	1,234	1,258	1,258	1,258	1,258
在建工程	207	131	131	131	131
无形资产	225	302	302	302	302
商誉	123	114	114	114	114
其他非流动资产	258	303	310	309	307
非流动资产	2,087	2,144	2,151	2,150	2,148
资产总计	6,928	7,046	7,886	9,020	9,982
短期借款	24	31	41	55	65
应付票据	1,180	1,264	1,411	1,852	2,122
应付账款	1,131	1,129	1,456	1,778	2,038
其他应付款	135	76	143	169	178
其他流动负债	249	249	341	407	473
流动负债	2,719	2,748	3,392	4,262	4,875
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
长期应付款	0	0	0	0	0
其他长期负债	106	109	151	163	171
负债	2,825	2,857	3,544	4,425	5,046
股本	629	629	629	629	629
资本公积	743	742	742	742	742
其他综合收益	-3	-9	-7	-7	-7
归母所有者权益	3,689	3,751	3,878	4,080	4,354
少数股东权益	415	438	465	515	582
所有者权益合计	4,104	4,189	4,343	4,595	4,935
负债股东权益合计	6,928	7,046	7,886	9,020	9,982

比率分析					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净资产收益率	3.1%	2.5%	3.7%	5.0%	6.3%
总资产收益率	1.6%	1.3%	1.8%	2.2%	2.7%
投入资本收益率	2.8%	2.5%	3.2%	5.0%	6.5%
成长能力					
营业总收入增长率	21.9%	2.5%	14.8%	30.5%	15.2%
EBIT 增长率	-39.9%	-17.9%	44.8%	69.0%	38.4%
归母净利润增长率	-54.4%	-16.7%	52.4%	41.8%	34.9%
总资产增长率	5.8%	1.7%	11.9%	14.4%	10.7%
资产管理能力					
应收账款周转天数	99	91	94	89	91
存货周转天数	79	88	87	80	85
应付账款周转天数	120	118	115	112	116
总资产周转天数	588	595	554	481	469
偿债能力					
资产负债率	40.8%	40.6%	44.9%	49.1%	50.6%
流动比率	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6
速动比率	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3
EBIT 利息保障倍数	39.7	43.9	57.5	72.9	80.9

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。