

证券研究报告

公司研究

深度报告

溯联股份(301397.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

陆嘉敏 汽车行业首席分析师

执业编号: S1500522060001

联系电话: 13816900611

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 溯联股份(301397.SZ): 利润率短期承压, 新能源业务占比持续提升

2024年4月15日

**事件:** 公司发布2023年度报告, 2023年公司实现营收10.1亿元, 同比+19%; 归母净利润1.5亿元, 同比-1.7%; 扣非归母净利润1.3亿元, 同比-13.3%, 非经常性损益主要来自政府上市扶持资金。2023年公司销售毛利率28.1%, 同比-4.6pct, 销售净利率14.9%, 同比-3.1pct。

**点评:**

- **营收增长基本符合预期, 利润率短期有所承压。** 公司营业收入同比增长19%, 主要得益于公司新客户增加, 原有客户长安、比亚迪等项目上量。净利率同比-3.1pct, 主要原因: 1) 客户终端降价导致公司年降压力增大, 2) 研发投入增多, 用于储能管路、阀、新一代快速接头/国产材料试制等; 3) 管理费用增加, 主要是支付上市相关费用支出和奖金增加。4) 新项目延迟等。**单季度看, 23Q4单季度毛利率22.3%, 同比-10.3pct, 环比-6.3pct; Q4净利率12.0%, 同比-6.5pct, 环比-1.5pct。**
- **采购降本多措并举, 新产能新项目释放, 利润率有望维稳向上。** 采购方面, 公司围绕新品寻源、保供降本和供应商管理, 积极开展各项工作, 全年成功引入20多家新供应商, 进一步控制采购成本, 加大国产材料替代。产能方面, 公司23年完成了募投工厂主要产能建设与对应客户的工厂审核; 完成溧阳过渡工厂的内部改造与装修以及辅助设备安装调试; 对原自有工厂和零部件注塑及装配车间进行一系列扩容改造, 增加了有效生产面积和产能, 公司预计2024年的产能同比有望增加30%以上。我们认为, 24年公司年降压力有望边际减弱, 相较23年一次性费用减少, 新项目增多, 加之多项降本措施齐发, 新建产能释放, 利润率有望维稳向上。
- **新能源领域优势扩大, 客户开拓进展较快。** 作为汽车尼龙流体管路供应商, 在新能源领域, 公司作为Tier 1直接向比亚迪、长安、赛力斯、岚图、小鹏等车企供货; 作为Tier 2向宁德时代、欣旺达、瑞浦能源、国轩高科、孚能科技、蜂巢能源、纳百川等新能源汽车零部件企业交付电池冷却管路总成产品, 终端配套蔚来、理想、东风、长城、北汽极狐、吉利等品牌新能源车型。2023年公司新能源车型收入约4.4亿元(收入占比达43.1%), 同比+28%, 新开拓主机厂客户理想、合众等, 同时获得储能领域海博思创、采日能源正式审核, 有望进一步夯实新能源领域优势。
- **加速拓展尼龙管路产品应用范围, 有望成为新能源流体控制系统集成商。** 公司紧跟新能源汽车技术发展趋势, 积极开发储能电池热管理、氢能源燃料电池等领域管路, 积极布局换电、空调、空气悬架等领域, 除流体管路产品外, 公司还利用自身在轻量化材料应用和生产工艺等方面的优势, 开发了一系列独立销售的紧固件、连接件、流体控制件、覆盖件、结构件等产品, 广泛应用于车身、油箱、电气系统、电池包和电机

壳体、液冷板等，市场前景广阔，有望实现向汽车和新能源流体控制系统集成商的升级。

- **盈利预测与投资评级：**公司作为国内尼龙管路龙头，深耕以尼龙等高分子材料为主要原材料的管路总成以及汽车流体控制件及紧固件二十余年，核心产品自制率高，绑定多家头部自主品牌车企及储能厂商。我们预计公司 2024-2026 年净利润 1.9、2.2、2.9 亿元，对应 EPS 分别为 1.88、2.17、2.89 元，对应 PE 分别为 19、16、12 倍，维持买入评级。
- **风险因素：**原材料价格波动风险；客户年降压力；核心材料国产化不及预期；新项目上量不及预期、新客户拓展不及预期等。

| 重要财务指标        | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元)    | 849   | 1,011 | 1,229 | 1,448 | 1,953 |
| 增长率 YoY %     | 17.0% | 19.0% | 21.6% | 17.9% | 34.8% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 153   | 151   | 188   | 217   | 289   |
| 增长率 YoY%      | 39.0% | -1.7% | 24.5% | 15.7% | 33.2% |
| 毛利率%          | 32.7% | 28.1% | 28.5% | 28.7% | 28.0% |
| 净资产收益率 ROE%   | 24.7% | 7.7%  | 8.8%  | 9.2%  | 11.0% |
| EPS(摊薄)(元)    | 1.53  | 1.51  | 1.88  | 2.17  | 2.89  |
| 市盈率 P/E(倍)    | 22.85 | 23.26 | 18.67 | 16.14 | 12.12 |
| 市净率 P/B(倍)    | 5.65  | 1.79  | 1.64  | 1.49  | 1.33  |

资料来源：ifind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 12 日收盘价

| 资产负债表          |       | 单位:百万元 |       |       |       |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2022A | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |  |
| <b>流动资产</b>    | 638   | 1,725  | 1,148 | 1,443 | 1,917 |  |
| 货币资金           | 90    | 995    | 264   | 507   | 623   |  |
| 应收票据           | 57    | 20     | 66    | 73    | 99    |  |
| 应收账款           | 198   | 235    | 248   | 283   | 424   |  |
| 预付账款           | 1     | 4      | 4     | 3     | 4     |  |
| 存货             | 231   | 209    | 277   | 277   | 380   |  |
| 其他             | 61    | 263    | 289   | 300   | 387   |  |
| <b>非流动资产</b>   | 352   | 574    | 1,388 | 1,381 | 1,332 |  |
| 长期股权投资         | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| 固定资产(合计)       | 260   | 309    | 1,105 | 1,080 | 1,024 |  |
| 无形资产           | 33    | 39     | 40    | 42    | 45    |  |
| 其他             | 59    | 226    | 244   | 259   | 263   |  |
| <b>资产总计</b>    | 991   | 2,299  | 2,536 | 2,824 | 3,249 |  |
| <b>流动负债</b>    | 360   | 343    | 399   | 469   | 603   |  |
| 短期借款           | 43    | 70     | 72    | 73    | 90    |  |
| 应付票据           | 82    | 26     | 93    | 112   | 142   |  |
| 应付账款           | 171   | 198    | 169   | 216   | 283   |  |
| 其他             | 65    | 49     | 65    | 68    | 89    |  |
| <b>非流动负债</b>   | 10    | 1      | 2     | 2     | 3     |  |
| 长期借款           | 7     | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| 其他             | 3     | 1      | 2     | 2     | 3     |  |
| <b>负债合计</b>    | 370   | 343    | 401   | 472   | 607   |  |
| 少数股东权益         | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| 归属母公司          | 620   | 1,956  | 2,135 | 2,353 | 2,642 |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 991   | 2,299  | 2,536 | 2,824 | 3,249 |  |

| 重要财务指标     |       | 单位:百万元 |       |       |       |  |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度       | 2022A | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |  |
| 营业总收入      | 849   | 1,011  | 1,229 | 1,448 | 1,953 |  |
| 同比(%)      | 17.0% | 19.0%  | 21.6% | 17.9% | 34.8% |  |
| 归属母公司净利润   | 153   | 151    | 188   | 217   | 289   |  |
| 同比(%)      | 39.0% | -1.7%  | 24.5% | 15.7% | 33.2% |  |
| 毛利率(%)     | 32.7% | 28.1%  | 28.5% | 28.7% | 28.0% |  |
| ROE%       | 24.7% | 7.7%   | 8.8%  | 9.2%  | 11.0% |  |
| EPS(摊薄)(元) | 1.53  | 1.51   | 1.88  | 2.17  | 2.89  |  |
| P/E        | 22.85 | 23.26  | 18.67 | 16.14 | 12.12 |  |
| P/B        | 5.65  | 1.79   | 1.64  | 1.49  | 1.33  |  |
| EV/EBITDA  | -0.11 | 16.59  | 10.02 | 8.11  | 6.21  |  |

| 利润表             |       | 单位:百万元 |       |       |       |  |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度            | 2022A | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |  |
| <b>营业总收入</b>    | 849   | 1,011  | 1,229 | 1,448 | 1,953 |  |
| 营业成本            | 571   | 727    | 878   | 1,033 | 1,406 |  |
| 营业税金及附加         | 5     | 6      | 10    | 12    | 18    |  |
| 销售费用            | 21    | 30     | 34    | 37    | 51    |  |
| 管理费用            | 41    | 57     | 61    | 71    | 110   |  |
| 研发费用            | 38    | 51     | 74    | 89    | 100   |  |
| 财务费用            | 2     | -9     | -7    | 1     | -1    |  |
| 减值损失合计          | -2    | -3     | -3    | -2    | -2    |  |
| 投资净收益           | -1    | -3     | -3    | -1    | -4    |  |
| 其他              | 2     | 26     | 35    | 37    | 56    |  |
| <b>营业利润</b>     | 168   | 168    | 207   | 241   | 321   |  |
| 营业外收支           | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| <b>利润总额</b>     | 168   | 168    | 207   | 241   | 321   |  |
| 所得税             | 15    | 18     | 20    | 24    | 32    |  |
| <b>净利润</b>      | 153   | 151    | 188   | 217   | 289   |  |
| 少数股东损益          | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 153   | 151    | 188   | 217   | 289   |  |
| EBITDA          | 201   | 217    | 331   | 379   | 480   |  |
| EPS(当年)(元)      | 2.04  | 1.72   | 1.88  | 2.17  | 2.89  |  |

| 现金流量表          |       | 单位:百万元 |       |       |       |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2022A | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 121   | 88     | 226   | 376   | 216   |  |
| 净利润            | 153   | 151    | 188   | 217   | 289   |  |
| 折旧摊销           | 30    | 58     | 131   | 137   | 160   |  |
| 财务费用           | 2     | 1      | 4     | 4     | 4     |  |
| 投资损失           | 0     | 3      | 3     | 1     | 4     |  |
| 营运资金变动         | -65   | -132   | -105  | 13    | -244  |  |
| 其它             | 1     | 8      | 6     | 3     | 3     |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -78   | -371   | -948  | -131  | -114  |  |
| 资本支出           | -79   | -66    | -946  | -130  | -110  |  |
| 长期投资           | 0     | -90    | 0     | 0     | 0     |  |
| 其他             | 0     | -215   | -2    | -1    | -4    |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 14    | 1,183  | -8    | -2    | 14    |  |
| 吸收投资           | 0     | 1,222  | -8    | 0     | 0     |  |
| 借款             | 103   | 80     | 2     | 1     | 17    |  |
| 支付利息或股息        | -2    | -1     | -4    | -4    | -4    |  |
| <b>现金流净增加额</b> | 57    | 901    | -731  | 243   | 116   |  |

## 研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018年金牛奖第1名、2020年新财富第2名、2020新浪金麒麟第4名团队核心成员。4年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达证券汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

徐国铨，中国社会科学院大学应用经济学硕士，主要覆盖智能驾驶、商用车等领域。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级                       | 行业投资评级                  |
|---|------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；  | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；  | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。   |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。