

行业复苏促业绩增长,客+品开拓助持续发展

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年度报告,公司实现营业总收入40.1亿元,同比+27.7%,实现归母净利润3.9亿元,同比+92.0%,实现扣非净利润3.8亿元,同比+79.9%。单季度来看,Q4实现收入10.6亿元,同比+33.4%,环比+16.5%,归母净利润0.8亿元,同比+90.6%,环比-19.1%,扣非净利润0.8亿元,同比+109.8%,环比-21.3%。
- **受益于重卡行业复苏,曲轴、连杆量价齐升。** 公司曲轴、连杆产品配套国内外多家主机厂整机,并随主机销往20多个国家和地区,在国内主流商用车发动机配套率高达95%。2023年重卡行业销量达91.1万辆,同比+35.6%,公司曲轴、连杆产品充分受益于重卡行业复苏实现量价齐升,销量:曲轴销量达169.4万支,同比+5.9%,连杆销量达511.1万支,同比+17.6%;单价:曲轴单价为1446.6元/支,同比+20%,连杆单价为178.2元/支,同比+5.5%(注:本文曲轴代表年报中所披露的“发动机及船级曲轴”)。
- **聚力布局空悬业务,第二增长曲线未来可期。** 2023年空气悬架业务实现营业收入2.7亿元,同比+39.3%成为拉动公司业绩增长的重要动力,占公司营业收入比例为6.8%。此外,公司继续加大布局空悬业务,2023年投资新建一条10-13T半挂车空气悬架(带桥)组装生产线,投资新建一条表面涂装生产线,2024年公司计划投资新建半挂车车桥生产线、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,公司聚力空悬业务发展,后续空悬作为第二增长曲线有望为公司贡献更多业绩。
- **积极开拓新品、新客,保障公司可持续发展。** 2023年公司完成了康明斯、潍柴等主机厂共82款曲轴、连杆、铸锻件新产品的开发;完成了外壳制动器、导轮座、下机体、活塞裙等6款铸件毛坯开发;完成了29个自动化装备、设备自动化改造升级、整线自动化设计成套交钥匙方案等外销项目签订,其中设备改造及自动化集成项目14个,再制造机器人15个;完成了林德、潍柴液压、修业、卡特、邦飞利、德纳等客户共计38款铸件新产品开发;完成了重卡板块八气囊、四气囊空气悬架总成、CDC减振器系统等12款,半挂车空气悬架4款,轻卡空气悬架4款,乘用车板块气体分配阀、磁流变减振器2款,共计22款悬架新产品开发。客户方面,2023年公司共开发常发农装、玉柴股司、十堰宏兆、河北华柴、山推等27家新客户,公司在产品端与客户端的双重发力为2024年的市场布局打下坚实基础。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年EPS分别为0.48元、0.59元、0.71元,对应动态PE分别为11倍、9倍、7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,政策调整风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4006.40	5307.80	6377.02	7692.28
增长率	27.74%	32.48%	20.14%	20.62%
归属母公司净利润(百万元)	390.81	544.11	666.90	813.56
增长率	91.96%	39.23%	22.57%	21.99%
每股收益EPS(元)	0.34	0.48	0.59	0.71
净资产收益率ROE	6.44%	8.37%	9.51%	10.65%
PE	16	11	9	7
PB	1.00	0.94	0.87	0.80

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:冯安琪
电话:021-58351905
邮箱:faz@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)	10.04
52周内股价区间(元)	4.18-7.18
总市值(亿元)	61.87
总资产(亿元)	83.67
每股净资产(元)	5.29

相关研究

1. 天润工业(002283):重卡行业持续复苏,公司利润翻倍增长(2024-02-01)
2. 天润工业(002283):Q3盈利持续改善,加码布局线控转向(2023-10-29)
3. 天润工业(002283):中报业绩亮眼,空悬+电动转向顺利推进(2023-08-21)
4. 天润工业(002283):一季报业绩亮眼,未来增长可期(2023-04-26)

盈利预测

关键假设：

假设 1：受宏观经济稳中趋好、消费需求回暖影响，加之各项利好政策刺激，商用车市场处于复苏态势。考虑中国品牌持续拓展海外市场，产品影响力得到海外用户认可，海外市场将对中重卡销量形成有力支撑，此外，在国家、地方以推动设备更新为导向的政策指引下，重卡置换需求有望得到释放，带动内需向上修复，我们预计 24/25/26 年轻、中、重卡销量为 210/230/250 万辆，15/16/17 万辆，105/121/130 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 1%。

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 43%/44%/45%，公司连杆单车价值 24-26 年每年下降 1%。

假设 4：随着公司空悬业务的进一步成熟，假设 24-26 年公司空悬市占率(收入口径)每年提升 5pp。

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	3071.88	3432.30	3733.47
	增速	-36.08%	59.18%	11.73%	8.77%
	成本	1,515.60	2303.91	2557.06	2762.77
	毛利率	21.47%	25.00%	25.50%	26.00%
连杆	收入	734.27	1251.53	1409.21	1544.30
	增速	-29.54%	70.44%	12.60%	9.59%
	成本	570.62	938.65	1056.91	1158.23
	毛利率	22.29%	25.00%	25.00%	25.00%
空气悬架	收入	196.80	590.34	1115.53	1966.42
	增速	-3.37%	199.97%	88.96%	76.28%
	成本	150.61	436.85	825.49	1455.15
	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%

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入	4,006.40	5,307.80	6,377.02	7,692.28
	增速	-15.13%	32.48%	20.14%	20.62%
	成本	2,472.23	4,010.06	4,789.10	5,746.09
	毛利率	38.29%	24.45%	24.90%	25.30%

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 53.1、63.8、76.9 亿元，同比增速分别为+32.5%/+20.1%/+20.6%，归母净利润分别为 5.4、6.7、8.1 亿元，同比增速分别为+39.2%/+22.6%/+22.0%。

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	5307.80	6377.02	7692.28	净利润	389.41	542.16	664.51	810.65
营业成本	3008.46	4010.06	4789.10	5746.09	折旧与摊销	370.14	373.21	387.13	392.73
营业税金及附加	38.94	42.46	51.02	61.54	财务费用	-2.74	4.35	-25.70	-33.92
销售费用	82.53	111.46	159.43	200.00	资产减值损失	-17.39	0.00	0.00	0.00
管理费用	188.52	546.70	675.96	830.77	经营营运资本变动	147.54	-752.52	-574.64	-600.90
财务费用	-2.74	4.35	-25.70	-33.92	其他	29.72	27.79	14.18	19.94
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	195.00	465.48	588.50
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	598.76	733.22	893.81	短期借款	-536.84	-345.06	0.00	0.00
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	595.78	730.23	890.82	股权融资	-12.90	0.00	0.00	0.00
所得税	29.88	53.62	65.72	80.17	支付股利	-56.97	-109.37	-152.27	-186.63
净利润	389.41	542.16	664.51	810.65	其他	67.39	-9.91	25.70	33.92
少数股东损益	-1.40	-1.95	-2.39	-2.91	筹资活动现金流净额	-539.32	-464.34	-126.56	-152.71
归属母公司股东净利润	390.81	544.11	666.90	813.56	现金流量净额	28.75	-363.34	244.92	341.79
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	805.59	1050.50	1392.29	成长能力				
应收和预付款项	2032.50	2700.55	3241.91	3909.69	销售收入增长率	27.74%	32.48%	20.14%	20.62%
存货	1509.65	2031.08	2456.36	2925.99	营业利润增长率	90.62%	41.79%	22.46%	21.90%
其他流动资产	83.81	91.21	101.63	114.46	净利润增长率	92.44%	39.23%	22.57%	21.99%
长期股权投资	1.56	1.56	1.56	1.56	EBITDA 增长率	39.72%	23.63%	12.12%	14.43%
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%	24.45%	24.90%	25.30%
无形资产和开发支出	329.16	318.08	307.01	295.93	三费率	6.70%	12.48%	12.70%	12.96%
其他非流动资产	46.29	46.29	46.29	46.29	净利率	9.72%	10.21%	10.42%	10.54%
资产总计	8367.17	8927.49	9862.36	11061.66	ROE	6.44%	8.37%	9.51%	10.65%
短期借款	345.06	0.00	0.00	0.00	ROA	4.65%	6.07%	6.74%	7.33%
应付和预收款项	1745.22	2232.68	2645.20	3209.35	ROIC	6.90%	9.42%	10.22%	11.68%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.71%	18.39%	17.17%	16.28%
其他负债	232.17	217.22	227.31	238.45	营运能力				
负债合计	2322.45	2449.90	2872.51	3447.80	总资产周转率	0.49	0.61	0.68	0.74
股本	1139.46	1139.46	1139.46	1139.46	固定资产周转率	1.38	1.82	2.28	3.06
资本公积	1464.66	1464.66	1464.66	1464.66	应收账款周转率	3.30	3.58	3.43	3.44
留存收益	3437.97	3872.71	4387.34	5014.28	存货周转率	2.09	2.26	2.13	2.13
归属母公司股东权益	6023.73	6458.55	6973.19	7600.12	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	19.04	16.66	13.75	资本结构				
股东权益合计	6044.72	6477.60	6989.84	7613.87	资产负债率	27.76%	27.44%	29.13%	31.17%
负债和股东权益合计	8367.17	8927.49	9862.36	11061.66	带息债务/总负债	14.86%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.23	2.47	2.53	2.55
					速动比率	1.53	1.58	1.63	1.65
					股利支付率	14.58%	20.10%	22.83%	22.94%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	789.68	976.33	1094.64	1252.62	每股收益	0.34	0.48	0.59	0.71
PE	15.51	11.14	9.09	7.45	每股净资产	5.30	5.68	6.13	6.68
PB	1.00	0.94	0.87	0.80	每股经营现金	0.80	0.17	0.41	0.52
PS	1.51	1.14	0.95	0.79	每股股利	0.05	0.10	0.13	0.16
EV/EBITDA	6.53	5.30	4.50	3.66					
股息率	0.94%	1.80%	2.51%	3.08%					

数据来源: Wind, 西南证券

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
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@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	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	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
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	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
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
