



主营业务稳健, 新产品放量助推增长

投资要点

- **推荐逻辑:** 冰箱、冷柜、空调等需求稳定, 保障公司主营制冷压缩机配件产品业绩稳健增长; 小家电市场将进入快速成长期, 公司温度控制器业务业绩将持续受益; 新能源汽车市场长期趋势向好, 公司新能源汽车空调及电机配件业绩或出现爆发性增长。
- **压缩机零配件老牌龙头, 布局新品类协同增长。** 星帅尔及全资子公司欧博电子主营产品为热保护器与起动机, 主要应用于冰箱、冷柜、空调、制冷饮水机等领域的制冷压缩机; 近年来公司以压缩机配件为主线拓展品类, 先后在2013年、2017年收购华锦电子、浙特电机, 引入密封接线柱及电机产品, 同时进入新能源汽车、清洗剂、厨余粉碎机等领域; 2017年公司收购主营温度控制器的新都安, 借其切入小家电行业。公司与子公司下游客户重合度高, 各品类间具有协同效应。
- **制冷压缩机配件产品需求稳定, 研发投入稳毛利增长。** 公司制冷压缩机配件产品盈利稳定性极强: **1、下游行业需求及竞争格局稳健:** 2019年公司营收中制冷压缩机配件产品占比超65%, 其终端产品主要是冰箱、冷柜、空调等, 冰箱市场更新周期到来及空调行业30%-40%的出货增长空间将给公司提供增长基础。**2、公司市场地位稳固:** 起动机及热保护器产品具有定制化特点, 下游客户对新合作者审核认证周期长, 一般不会轻易更换供应商。同时起动机及热保护器产品均价低, 规模效应明显, 行业CR3约80%, 公司市占率在25%-30%左右, 市场地位较为稳固。**3、研发投入维持高毛利率:** 得益于公司在产品研发、原材料研发及产品线升级方面持续多年投入资金, 公司毛利率水平近年来维持在较高水平, 盈利能力位居行业前列。
- **新产品终端方兴未艾, 助推业绩增长可期。** **1、温度控制器:** 终端产品主要是咖啡机、微波炉、饮水机等小家电, 此前我们在报告中论述了小家电将进入快速成长期, 公司温控器业务也将持续受益。**2、光通信、传感器组件:** 当前营收占比较小, 但终端产品品类丰富, 涵盖玩具、开关、ETC、GPS、额温枪等, 未来有望爆发贡献业绩增量。**3、新能源汽车空调及电机配件:** 公司子公司华锦电子及浙特电机近年来在新能源汽车领域进展顺利, 虽然2019年新能源汽车行业短期承压, 但长期趋势仍然向好, 公司新能源汽车驱动电机、空调压缩机电机、空调压缩机密封接线柱等产品仍具广阔成长空间。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到公司主营制冷产品经营较为稳健且新产品增长较快, 我们预计公司2020-2022年归母净利润复合增速为8.0%, EPS分别为0.69元、0.75元和0.83元。参考2020年可比公司的一致预期, 首次覆盖给予公司“持有”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动, 新品放量不及预期。

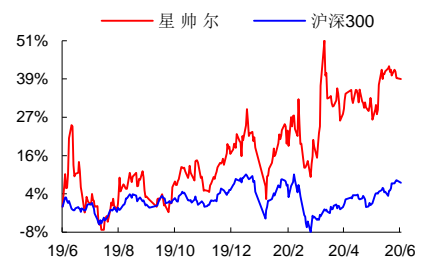
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	708.20	904.12	1071.92	1253.73
增长率	73.08%	27.67%	18.56%	16.96%
归属母公司净利润(百万元)	131.40	136.73	149.02	165.27
增长率	37.71%	4.06%	8.99%	10.91%
每股收益EPS(元)	0.66	0.69	0.75	0.83
净资产收益率ROE	17.48%	12.78%	12.48%	12.39%
PE	24	23	21	19
PB	2.88	2.93	2.63	2.36

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@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)	1.99
流通A股(亿股)	1.32
52周内股价区间(元)	14.33-29.23
总市值(亿元)	31.32
总资产(亿元)	14.81
每股净资产(元)	7.60

相关研究

目 录

1 压缩机零配件老牌龙头，布局新品类协同增长	1
1.1 以压缩机为主线拓展品类，股权结构稳定	1
1.2 多产品客户重合，各品类协同增长	1
2 制冷压缩机配件产品需求稳定，研发投入稳毛利增长	3
2.1 终端制冷行业成熟，压缩机配件出货需求稳定	3
2.2 规模效应形成竞争优势，行业经营模式构筑坚实壁垒.....	5
2.3 “新品研发+原材料成本控制+产线技改”降本提效，研发投入维持毛利率优势	6
3 新产品终端方兴未艾，助推业绩增长可期	8
3.1 温控器：产销两旺，受益小家电行业增长	8
3.2 光通信、传感器组件：应用广泛，有望贡献业绩增量.....	9
3.3 新能源汽车空调及电机配件：进展顺利，未来可期.....	10
4 盈利预测与估值	11
4.1 盈利预测.....	11
4.2 相对估值.....	12
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 星帅尔历史沿革.....	1
图 2: 星帅尔股权结构.....	1
图 3: 公司 2012-2019 营业收入 (百万元)	3
图 4: 公司 2019 营业收入构成.....	3
图 5: 2013-2018 年全国居民平均每百户电冰箱 (柜) 保有量 (台)	4
图 6: 2003-2019 年冰箱内销量及同比增速 (万台)	4
图 7: 2013-2018 年全国居民平均每百户空调保有量 (台)	5
图 8: 2003-2019 年空调内销量及同比增速 (万台)	5
图 9: 2012-2019 年公司起动机均价 (元)	5
图 10: 2013-2019 年公司热保护器均价 (元)	5
图 11: 2012-2019 公司及天银机电总体毛利率 (%)	7
图 12: 2012-2019 年公司主营产品毛利率 (%)	7
图 13: 公司与天银机电起动机、保护器毛利率对比 (%)	7
图 14: 公司与天银机电制冷压缩机产品毛利率对比 (%)	7
图 15: 公司原材料在成本中占比下降.....	8
图 16: 公司制造费用、人工费用在成本中占比提升.....	8
图 17: 2017-2019 年新都产能、产量及销量 (万只)	9
图 18: 中国小家电市场规模不断扩张(亿元).....	9
图 19: 2017-2019 年新都产能、产量及销量 (万只)	9
图 20: 中国小家电市场规模不断扩张(亿元).....	9
图 21: 2011-2019 年中国新能源汽车产量 (万台)	11
图 22: 2011-2019 年中国新能源汽车销量 (万台)	11

表 目 录

表 1: 公司主要产品介绍.....	2
表 2: 公司各产品应用领域及主要客户.....	3
表 3: 2016-2018 年 1-8 月浙特电机主要产品营业收入 (万元)	4
表 4: 2016-2019 年公司前五大客户变化.....	6
表 5: 光通信、传感器组件应用领域.....	10
表 6: 2016-2019 年公司前五大客户变化.....	10
表 7: 分业务收入及毛利率.....	11
表 8: 可比公司估值.....	12
附表: 财务预测与估值.....	13

1 压缩机零配件老牌龙头，布局新品类协同增长

1.1 以压缩机为主线拓展品类，股权结构稳定

杭州星帅尔电器股份有限公司成立于1997年，公司早期主要从事各种类型的热保护器、起动器的研发生产及销售工作，2013年收购华锦电子，进入密封接线柱产业，2017年开始陆续收购常熟新都安及浙特电机，切入小家电温度控制器、电机领域，拓宽了公司的产业链布局。

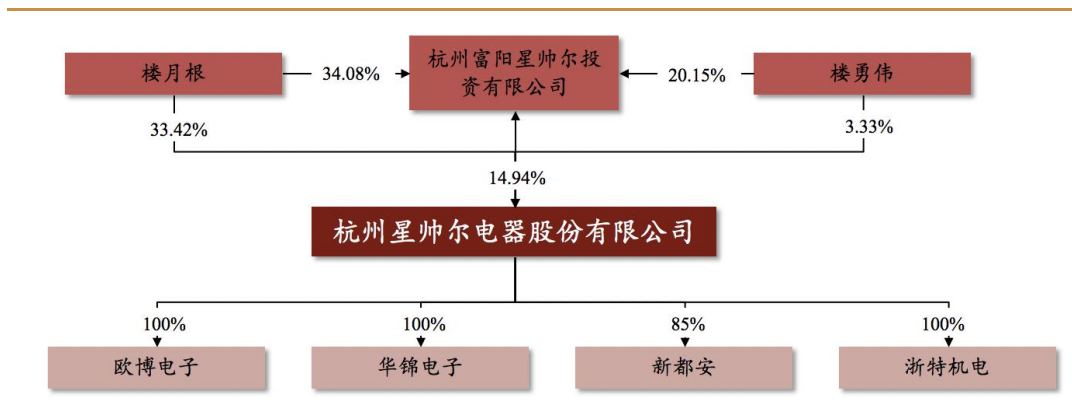
图1：星帅尔历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

截至2020年一季报，楼月根和楼勇伟二人直接持有公司股权的比例为33.42%和3.33%，通过星帅尔投资间接持有公司8.10%的股权，二人合计持股比例为44.85%。公司控股股东及实际控制人为楼月根和楼勇伟父子，股权结构稳定。

图2：星帅尔股权结构










数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 多产品客户重合，各品类协同增长

星帅尔及子公司欧博电子主要生产热保护器与起动器，热保护器主要用于制冷压缩机中电动机的过流、过温保护，起动器主要用于帮助压缩机完成起动动作；子公司华锦电子主营产品为密封接线柱，主要用于实现压缩机内外电源线的连接、绝缘和密封等功能，此外华锦

电子同时经营光通信、光传感器组件，主要应用于通讯信号的发射与接收装置；子公司浙特电机主要经营电机产品，其主要功能为实现电能向机械能的转换；子公司新都安主营温度控制器，其功能为控制、调节产品温度高低及开关。

表 1：公司主要产品介绍

经营主体	产品名称	功能简介	图片
星帅尔	起动机	起动机主要用于帮助压缩机完成起动作。由于压缩机在启动时需要较大的电流和转矩，而正常工作时需要的电流和转矩则大幅下降。因此,为了达到节能效果, 通过给压缩机的电动机加上一组辅助线圈, 并利用起动机的工作原理来达到连通或切断辅助线圈的作用, 从而有效控制压缩机启动和运行时的电流和转矩。	
	热保护器	主要用于制冷压缩机中电动机的过流、过温保护, 一般被串联在压缩机回路中, 当回路中运转的电流或温度超过规定值时, 热保护器中的热敏元件——双金属片, 将变形翻转, 使电路断开, 从而起到防止电动机因温度过高或电流过大而烧毁的作用。	
	组合式起动机热保护器	起动机和热保护器的组合。一方面能够有效缩小产品的占用空间, 适应压缩机不断小型化的趋势; 另一方面, 在组合式起动机热保护器上增加多个接线端, 实现压缩机内外部不同功能部件的电路连接, 保证压缩机的工作安全	
华锦电子	密封接线柱	也称为密封接线座。主要用于实现压缩机内外电源线的连接、绝缘和密封等功能, 保证压缩机在内外气压差较大的环境中工作的稳定性和可靠性, 对气密性、绝缘强度、耐腐蚀性和安全性的要求较高。	
	光通信、光传感器组件	光通信、传感器组件与专用芯片封装, 通过光电转换, 起到信号放大与滤波作用。应用于通讯信号的发射与接收装置。	
浙特电机	电机	应用电磁感应原理运行的旋转电磁机械, 用于实现电能向机械能的转换, 运行时从电系统吸收电功率, 向机械系统输出机械功率	
新都安	温度控制器	双金属片突跳式温控器是一种将定温后的双金属片作为热敏感反应组件, 当产品主件温度升高时所产生的热量传递到双金属圆片上, 达到动作温度设定时迅速动作, 通过机构作用使触点断开或闭合; 当温度下降到复位温度设定时, 双金属片迅速回复原状, 使触点闭合或断开, 达到接通或断开电路的目的, 从而控制电路。	

数据来源：公司公告，西南证券整理

热保护器、起动机、密封接线座主要应用于家用及商用冰箱、冷柜、空调等领域的制冷压缩机上，部分密封接线柱产品应用于电动汽车空调压缩机；浙特电机的微型电机主要应用于冰箱、空调压缩机，中小型电机产品可应用于新能源汽车空调压缩机。从产品应用领域来看，热保护器、起动机、密封接线座及电机产品均应用于制冷压缩机领域，下游产品品类的重合有助于公司各主体协同开展研发活动，增强产品间兼容性，提高产品研发设计的效率。此外，星帅尔和华锦电子的主要客户大面积重合，终端客户的重合有助于公司打包销售产品及提供方案设计，增强客户粘性。

表 2: 公司各产品应用领域及主要客户

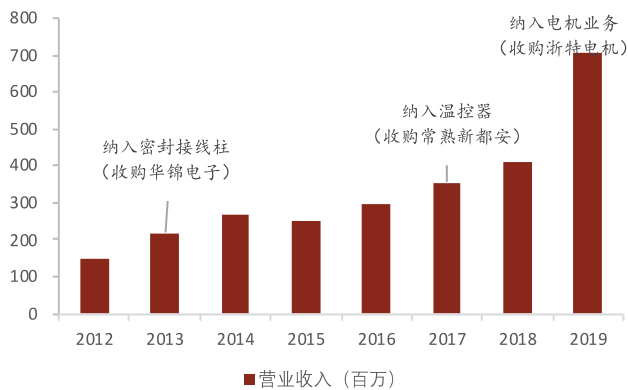
公司	主要产品	应用领域	主要客户
星帅尔	热保护器、起动机	冰箱、冷柜、空调、制冷饮水机等领域的制冷压缩机以及带烘干功能的洗衣机上	已覆盖国内外主要压缩机生产厂家，主要客户包括华意系公司、东贝系公司、美的系公司、钱江公司、四川丹甫、LG电子、尼得科电机、恩布拉科等，为海尔、海信、美的、美菱、奥马、惠而浦、伊莱克斯、三星、LG电子等
华锦电子	压缩机密封接线插座	应用于冰箱、冷柜、空调、制冷饮水机等领域的制冷压缩机上	美的系公司、东贝系公司、华意系公司、万宝系公司、钱江公司等
		新兴领域：新能源、光通信组件、光传感器组件等	湖州骏能、南京银茂、芜湖奇点、上海本菱、重庆航伟、裕丰电子
新都安	温度控制器	变压器、微波炉、饮水机、咖啡机、热水器、吸尘器 etc 小家电领域	美的、格兰仕、千里马、苏泊尔、利仁、科沃斯、方太、松下、夏普、LG、思林菲等
浙特电机	中小型电动机、微型电动机	冰箱、空调、电梯、清洗机、新能源汽车、厨余粉碎机等领域	海立电器、瑞智九江、江苏白雪、上海江菱机电、永大电梯、绿田机械、众联能创、海立新能源、曲阜天科、NEW WORLD、浙江联宜电机等

数据来源：公司公告，西南证券整理

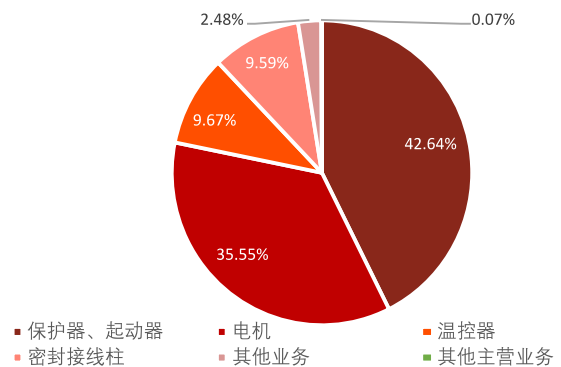
2 制冷压缩机配件产品需求稳定，研发投入稳毛利增长

2.1 终端制冷行业成熟，压缩机配件出货需求稳定

2019 年，公司实现营业收入 7.08 亿元，其中制冷压缩机配件营收占比 52.23%（保护器营收占比 16.25%，起动机营收占比 16.98%，组合式起动机热保护器营收占比 9.41%，密封接线柱营收占比 9.59%），电机业务营收占比 35.55%，温度控制器营收占比 9.67%。

图 3: 公司 2012-2019 营业收入（百万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4: 公司 2019 营业收入构成


数据来源：公司公告，西南证券整理

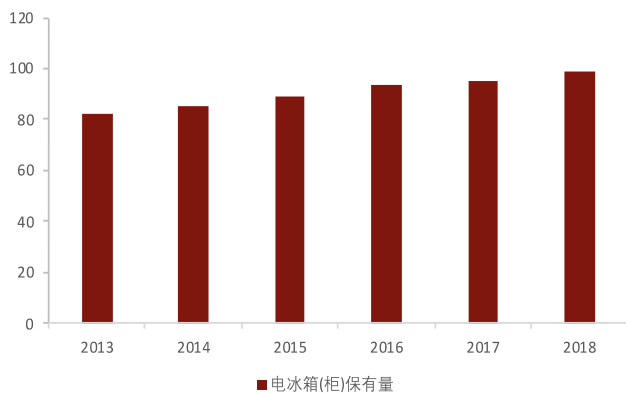
在浙特电机营业收入中，2016-2018 年 1-8 月其空调及冰箱电机营业收入约占总营业收入 40%左右，对应估算 2019 年星帅尔电机业务中制冷压缩机领域收入在合并报表中贡献 14.22%营收，即 2019 年公司制冷压缩机配件营收占总营收超 65%，在三次并购之后仍占主导地位，公司营收增长受终端冰箱、空调销量影响大。

表 3: 2016-2018 年 1-8 月浙特电机主要产品营业收入 (万元)

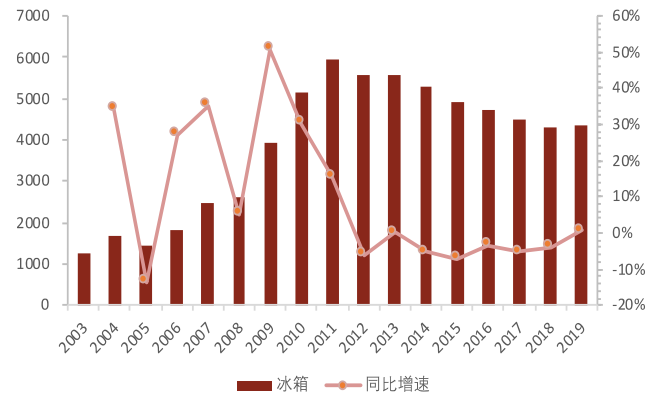
	2018 年 1-8 月	2017 年	2016 年
三相异步电动机	1,337.84	1,874.41	1,779.03
永磁同步电梯曳引机电机	2,851.18	6,884.25	7,452.06
永磁同步新能源汽车驱动电机	757.35	254.62	-
空调压缩机电机	7,660.60	16,053.00	11,596.14
冰箱压缩机电机	968.89	928.57	856.69
高压清洗泵电机	5,026.64	10,042.91	7,628.24
营业收入	20,887.71	40,376.42	32,949.57
冰箱+空调压缩机占比	41.31%	42.06%	37.79%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2009-2011 年“家电下乡”和“以旧换新”的政策透支了我国电冰箱消费需求, 2011 年全国电冰箱内销量达到高点 5930 万台, 此后 8 年销量逐年下滑。2018 年全国居民平均每百户电冰箱保有量达到 98.8 台, 由保有量提升带来的新增需求增长空间有限, 但当前距“家电下乡”政策已过去十年, 更新周期的到来将使得电冰箱销售行业回暖, 给公司带来稳定的订单需求。

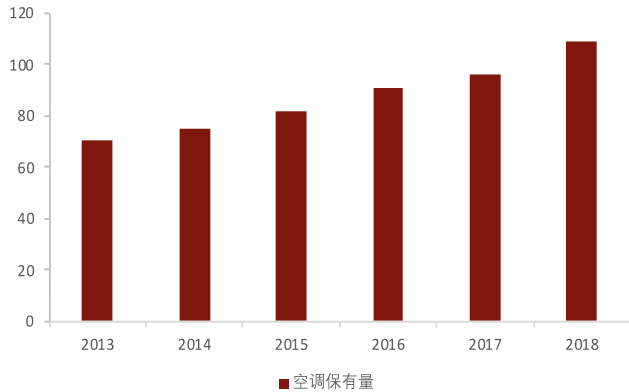
图 5: 2013-2018 年全国居民平均每百户电冰箱(柜)保有量(台)


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

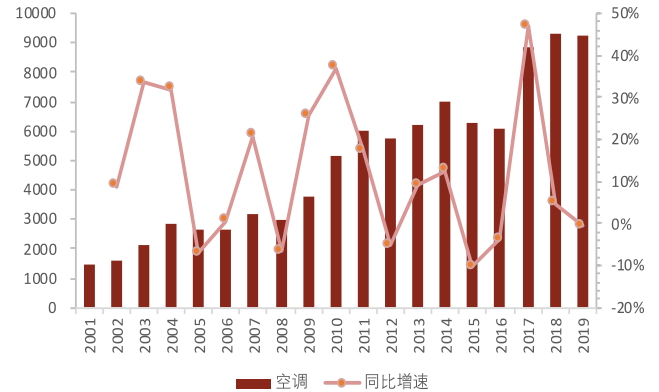
图 6: 2003-2019 年冰箱内销量及同比增速 (万台)


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

2018 年全国居民平均每百户空调保有量 109.3 台, 空调具有一户多机的属性, 对比日本 3 台/户的成熟市场, 我国空调行业仍存在新增需求增长空间。根据我们此前报告的测算, 到 2030 年, 我国家用空调年内需量将达到 1.3-1.4 亿台左右的体量。即使按照 17-18 冷年 1 亿台内销数额计算, 也仍存在 30%-40% 行业成长空间。随着空调户均保有量接近饱和, 新增需求逐渐下降, 更新需求逐步上升并趋于平稳。到 2050 年仅存在约 400 万台空调的新增需求, 但每年仍存在 1.5 亿台左右的空调总需求量, 市场空间仍然广阔。

图 7：2013-2018 年全国居民平均每百户空调保有量（台）


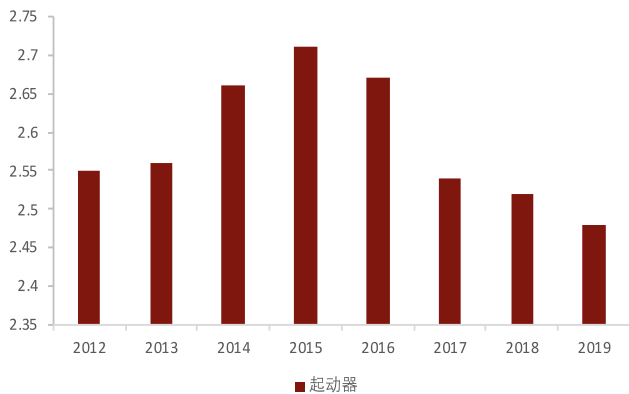
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 8：2003-2019 年空调内销量及同比增速（万台）


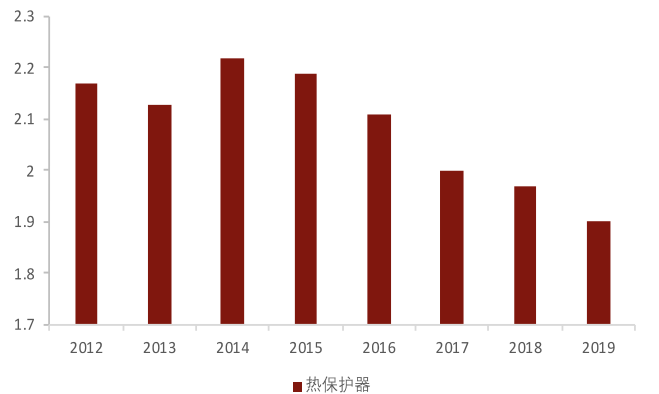
数据来源：国家统计局，西南证券整理

2.2 规模效应形成竞争优势，行业经营模式构筑坚实壁垒

根据调研情况，星帅尔市占率约 25%-30%，热保护器及起动器市场星帅尔、天银机电以及美国森萨塔市占率合计 80% 左右，市场集中度较高。且近年来起动器和热保护器均价逐渐降低，2019 年公司起动器和热保护器均价分别为 2.48 元与 1.9 元，得益于高产销量带来的规模效应，公司近年来毛利仍维持稳定，新进企业与公司相比缺乏竞争优势，公司市场地位较稳固。

图 9：2012-2019 年公司起动器均价（元）


数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 10：2013-2019 年公司热保护器均价（元）


数据来源：国家统计局，西南证券整理

2019 年，美芝系、钱江系、东贝系、华意系客户销售额分别位居公司 2-4 名（销售额第一的客户为电机客户），与 2016 年基本一致。公司与主要客户合作历史长达一二十年，也成为这些主要客户热保护器、起动器及接线柱产品的主要供货商。

表 4：2016-2019 年公司前五大客户变化

公司名称		开始合作年份	2016 年			2019 年
			热保护器、起动机产品占客户同类产品采购金额比例	接线柱产品占客户同类产品采购金额比例	排序	排序
钱江公司	杭州钱江	1994	60%-70%	10%-35%	1	3
	杭州海胜	2013				
	华意压缩	2004	50%-60%	45%-60%	2	5
华意系	荆州华意	2000	50%-60%	50%-90%		
	加西贝拉	1995	5%-15%	10%以下		
东贝系	黄石东贝	2001	25%-40%	30%-90%	3	4
	芜湖欧宝	2008	60%-90%	——		
	东贝机电	2015	45%-70%	——		
美芝系	美芝制冷	2007	60%-70%	60%-70%	4	2
LG	韩国 LG	2013	60%-70%	未供货	5	——
	泰州 LG	2002	50%-60%	未供货		

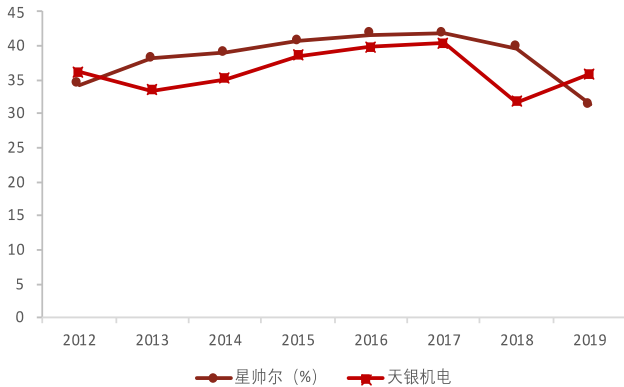
数据来源：公司公告，西南证券整理

热保护器、起动机和密封接线柱作为压缩机的关键零部件，对压缩机的正常运转起着十分重要的作用，下游客户在购买前对产品 & 公司均有严格的认证。此外，不同客户起动机、热保护器和密封接线柱产品的性能、参数有不同的需求，因此公司的各类产品均有众多型号，属于个性化产品。公司销售产品首先需根据客户要求设计、送样、试验并初步报价；在送样、试验都通过的情况下，进行整机 VDE、UL、CCC 等各种产品认证；在通过所有认证并获得客户最终满意后再签订合同。

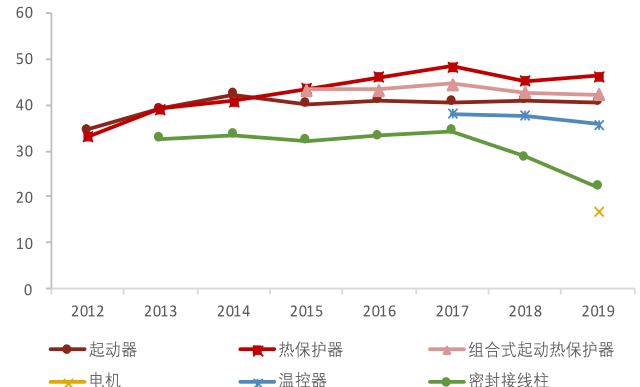
一般而言，整个供应商评估及产品测试周期在 1-2 年以上，一旦确定就不会轻易更改。公司已在行业深耕二三十年，基本覆盖行业主要客户群体，形成了公司稳定经营的坚实壁垒。

2.3 “新品研发+原材料成本控制+产线技改”降本提效，研发投入维持毛利率优势

公司近年来毛利率水平较为稳定，主要产品毛利率保持在 40% 左右高位水平。2018 年公司总体毛利率下降主要是受下游行业不景气影响，2019 年毛利率下降主要系并购低毛利率水平的浙特电机所致。除 2019 年受电机业务拖累毛利率以外，2013-2018 年公司毛利率水平平均高于同业竞争者天银机电，盈利能力较强。公司在产品单价下行的趋势中保持毛利率的稳定，主要得益于公司持续的研发投入带来的产品成本结构优势、对原材料成本的控制以及生产线技改升级对效率的提升。

图 11: 2012-2019 公司及天银机电总体毛利率 (%)


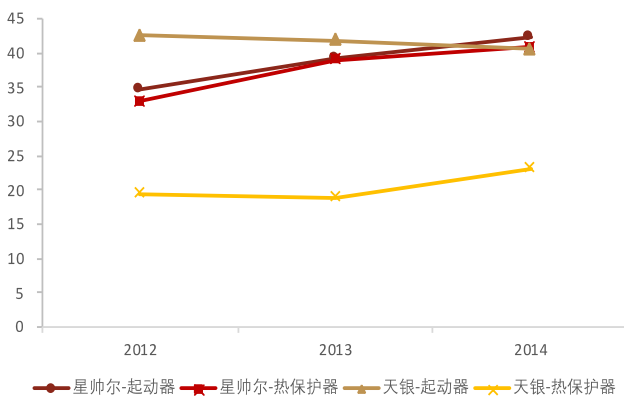
数据来源: wind, 西南证券整理

图 12: 2012-2019 年公司主营产品毛利率 (%)


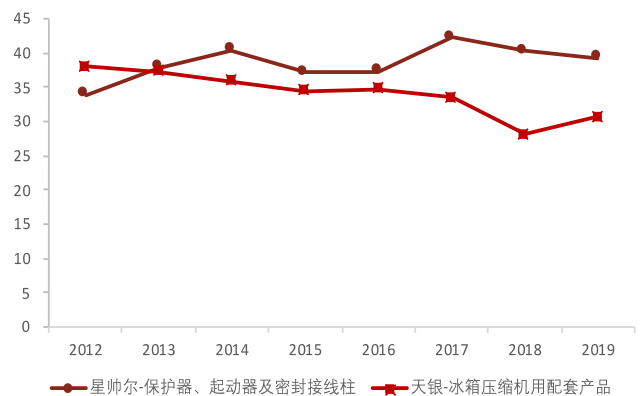
数据来源: wind, 西南证券整理

就同类产品比较来看, 2012-2014 年公司起动机毛利率水平和天银机电起动机毛利率水平较为接近, 但公司热保护器毛利率水平远高于天银机电热保护器水平, 主要系产品结构差异所致。在热保护器方面, 天银机电以圆形热保护器为主; 而星帅尔以自主研发并拥有相关专利的扁形热保护器为主, 较传统的圆形热保护器体积更小, 稳定性和灵敏性更强。两种保护器价格并不存在重大差别, 但扁形热保护器具有较好的成本优势, 因此公司热保护器拥有更高的毛利率水平。

2014 年之后天银机电不再披露细分产品财务信息, 以“冰箱压缩机用配套产品”大类口径披露信息, 而星帅尔对应的制冷压缩机用配套产品主要是保护器、起动机及密封接线柱三类。对比两家公司制冷压缩机配件产品总体毛利率水平, 星帅尔在 2013 年后一直高于天银机电, 且近三年毛利率领先优势大幅提升。

图 13: 公司与天银机电起动机、保护器毛利率对比 (%)


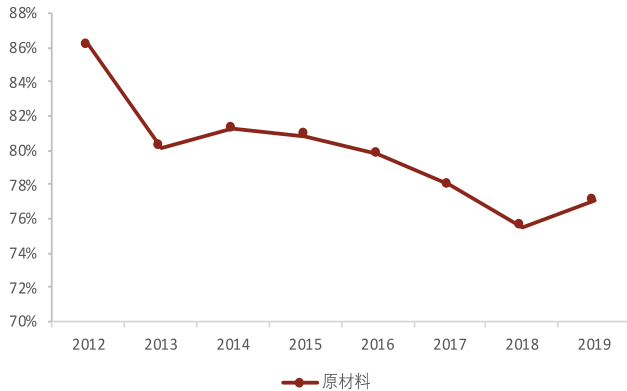
数据来源: wind, 西南证券整理

图 14: 公司与天银机电制冷压缩机产品毛利率对比 (%)


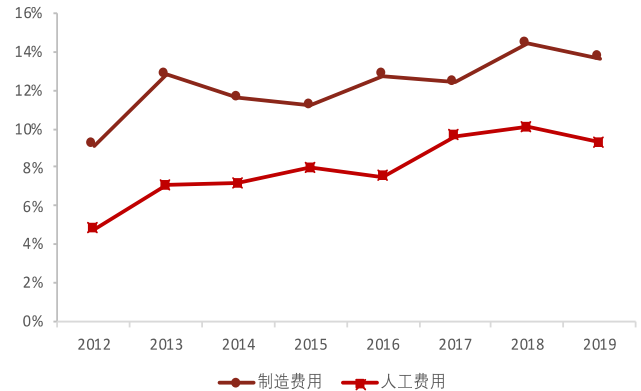
数据来源: wind, 西南证券整理

除了新产品开发外, 公司研发也注重对原材料成本进行控制。公司通过采取更高效的生产技术和使用更能发挥产品性能且价格较低的原材料, 来控制生产成本, 使公司毛利率处于较高水平。此外, 公司原材料采购随公司业务规模增长, 使公司拥有更强的议价能力, 产品采购具备规模优势。近年来公司原材料成本在总成本中的占比逐渐降低, 2012-2019 年从 86.11% 下降至 77.05%, 原材料成本控制卓有成效。

从整个行业来讲，目前实现完全自动化的水平较低，对于部分高端设备，大多数只能通过采购国外设备来实现高精度要求，对具有熟练操作技能的一线员工的需求比较大。公司当前自动化率约 60%-70%，在自动化程度上走在同行业前列，使得公司产品生产具有更高的一致性、稳定性和良品率，减少对人力的需求，降低公司生产成本。

图 15: 公司原材料在成本中占比下降


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16: 公司制造费用、人工费用在成本中占比提升


数据来源：公司公告，西南证券整理

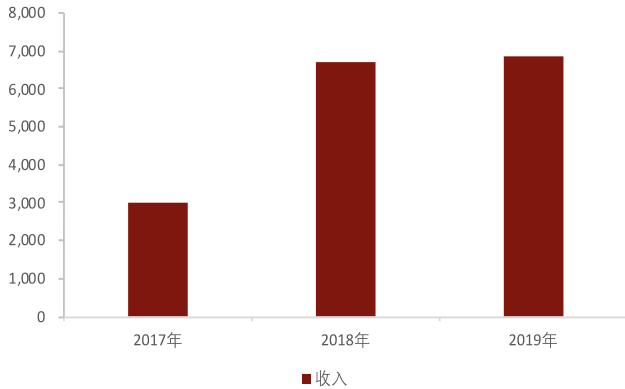
未来公司将持续投入研发以维持产品的高毛利率水平，2020 年公司投资设立杭州星帅尔特种电机研究院，重点对特种电机控制运行控制装置进行研发。星帅尔和浙特电机分别在保护器研发和伺服电机研发方面具备优势，公司未来将对两个研究院进行整合，提高公司研发效率，同时公司将在航天军工领域开展研发，拓展高端化产品。

3 新产品终端方兴未艾，助推业绩增长可期

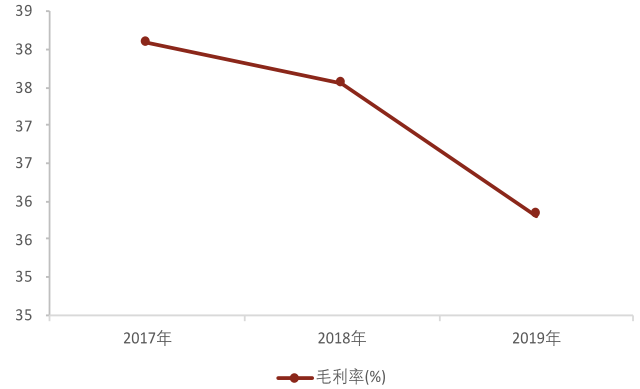
3.1 温控器：产销两旺，受益小家电行业增长

公司控股子公司新都安主要从事温度控制器的研发、生产和销售，主要应用于微波炉、饮水机、咖啡机等小家电领域，主要客户为美的厨房电器、Wako、利仁、小天鹅、松下、格兰仕等公司。

2019 年温度控制器销售 8348 万只，实现营收 6850.55 万元，在公司营收中占比 9.67%，受厂房搬迁影响，2019 年温控器业务产销量下降，因此其营收和毛利率略有下滑。

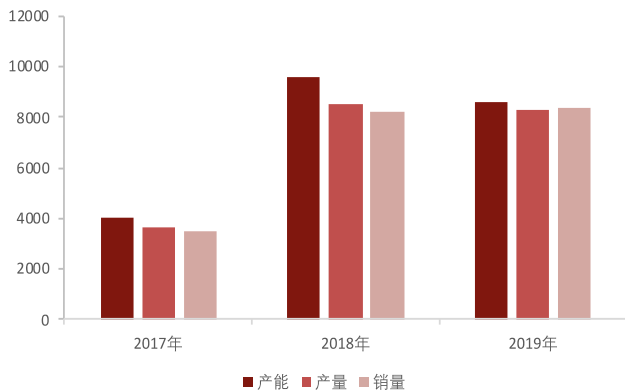
图 17: 2017-2019 年新都产能、产量及销量 (万只)


数据来源: wind, 西南证券整理

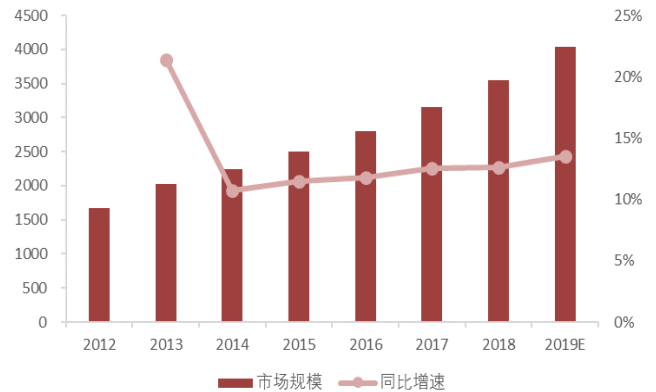
图 18: 中国小家电市场规模不断扩张(亿元)


数据来源: wind, 西南证券整理

近年来小家电市场需求量持续增长, 温度控制器市场一直保持着供需两旺的发展态势。此前我们在报告中论述了小家电仍是消费行业中蓝海, 未来具有广阔成长空间。2020 年受疫情影响, 居民外出就餐减少, 居家做饭的频率上升。受此影响厨房小家电需求旺盛, 如电热火锅类。受媒体宣传, 对抗疫情最好的方式是提高自身免疫力, 健康生活、养生饮食的需求进一步刺激居民对于养生类厨房小家电的购买欲, 如慢炖养生锅。公司的温度控制器业务也将持续受益于小家电市场的发展。

图 19: 2017-2019 年新都产能、产量及销量 (万只)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 20: 中国小家电市场规模不断扩张(亿元)


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

3.2 光通信、传感器组件: 应用广泛, 有望贡献业绩增量

公司子公司华锦电子近年来不断加强在新兴领域的研发投入与市场布局, 目前除了主营产品密封接线柱外, 其产品还进入了光通信组件、光传感器组件等领域。现公司已开发湖州骏能、南京银茂、芜湖奇点、上海本菱、重庆航伟、裕丰电子等客户, 实现小批量供货。

光通信、传感器组件与专用芯片封装, 通过光电转换, 起到信号放大与滤波作用, 广泛应用于通讯信号的发射与接收装置, 其终端产品品类丰富, 涵盖玩具、开关、ETC、GPS、额温枪等。受疫情影响, 2020 年上半年公司额温枪产品销售超过去年全年销售。当前光通

信、光传感器组件业务规模仍然较小，但其下游空间广阔，未来该部分业务有望放量增长，为公司提供业绩增量。

表 5：光通信、传感器组件应用领域

类别	应用领域
低端	儿童玩具车、照明、开关等
中端	电板启动、消磁电路、限流元件、过热保护、恒温发热、超高频电视等
高端	汽车全球定位系统、移动通信、微波通讯、高速公路电子不停车收费系统（ETC）混合集成电路、片式元件、安防产品热释电红外传感器 PIR、线性光耦、红外线传感器透视、人体红外线感应模块等
军工系列	广泛应用于航天、导弹、飞船等

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 新能源汽车空调及电机配件：进展顺利，未来可期

近年来公司子公司华锦电子及浙特电机均在新能源汽车领域发力，且已取得较好进展。

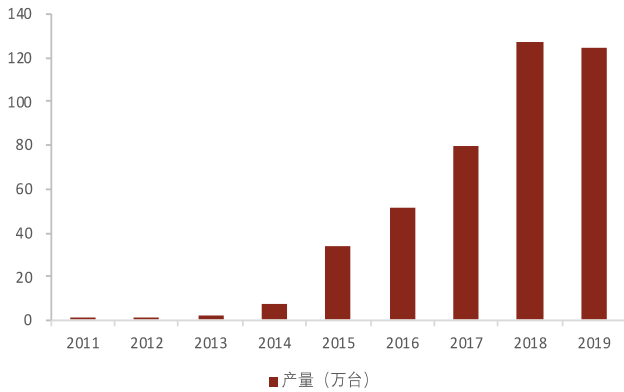
华锦电子主要开发电动汽车空调压缩机密封接线柱、光通信、传感器组件，2019年11月公司压缩机密封接线柱产品获得汽车质量管理体系 IATF16949: 2016 认证证书，标志着公司取得了进入汽车供应链的通行证，当前华锦电子新能源汽车产品已实现小批量供货。浙特电机 2016 年开始开拓新能源汽车驱动电机和新能源汽车空调压缩机电机市场，2019 年向南京银茂压缩机有限公司、海立新能源科技有限公司、无锡众联能创动力科技有限公司、苏州众联能创新能源科技有限公司、曲阜天科电动科技有限公司等销售约 11 万台新能源汽车用电机产品。

表 6：2016-2019 年公司前五大客户变化

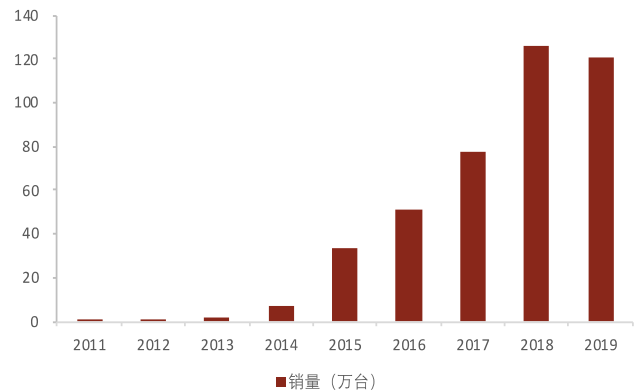
公司名称	相关产品	当前进展
华锦电子	电动汽车空调压缩机密封接线柱、光通信、传感器组件	已实现小批量供货 2019 年获得汽车质量管理体系 IATF16949: 2016 认证证书
浙特机电	新能源汽车驱动电机、新能源汽车空调压缩机电机	在新能源汽车用电机技术上已取得较好进展，获得新能源汽车产品供应商体系认证，2019 年销售约 11 万台新能源汽车用电机产品

数据来源：公司公告，西南证券整理

过去十年，我国新能源汽车产业实现快速增长，产量从 2011 年 0.8 万台/年迅速扩大至 2019 年的 124.2 万台/年，尽管 2019 年新能源汽车受补贴退坡影响产销首次出现负增长，但根据工信部发布《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》征求意见稿，2025 年要实现新能源汽车销量占比 25% 的目标，新能源汽车长期增长趋势不变，公司相关的新能源汽车驱动电机及空调压缩机电机产品也将收益下游行业增长。

图 21：2011-2019 年中国新能源汽车产量（万台）


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 22：2011-2019 年中国新能源汽车销量（万台）


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司起动机、热保护器产品市占率保持稳定，组合式热保护器产品替代率持续提高，“两器”产品营收随终端制冷家电市场稳定增长；小家电市场保持高增长，温度控制器业务维持 10%左右增速；子公司华锦电子新产品将快速放量，密封接线柱板块收入维持 10%左右增速；新能源汽车市场持续蓬勃发展，浙特电机新的管理团队不断开拓新客户，预计未来三年营收增速为 60%、30%、25%。

假设 2：公司产品市占率高，在下游产品成本中占比低，且受制于较长的产品认证周期，客户一般不会轻易更换供应商，预计公司能维持现有毛利率水平。

假设 3：收购浙特电机之后，公司总体管理费用率降低，其他费用率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
起动机	收入	120.24	131.06	137.61	144.50
	增速	7.9%	9.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	40.63%	40.50%	40.50%	40.50%
热保护器	收入	115.10	125.46	127.97	130.53
	增速	14.30%	9.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	46.24%	48.50%	48.50%	48.50%
组合式热保护器	收入	66.61	72.60	88.58	104.52
	增速	4.30%	9.00%	22.00%	18.00%
	毛利率	42.14%	42.10%	42.20%	42.30%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
电机	收入	251.74	402.78	523.62	654.52
	增速	-	60.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	16.70%	17.00%	17.00%	17.00%
温度控制器	收入	68.51	74.68	82.14	90.36
	增速	2.40%	9.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	35.82%	35.00%	35.00%	35.00%
密封接线柱	收入	67.91	74.02	81.42	89.57
	增速	10.40%	9.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	22.19%	23.00%	23.00%	23.00%
其他	收入	18.09	23.52	30.57	39.74
	增速	279.30%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	8.86%	15.76%	20.48%	26.63%
合计	收入	708.2	904.12	1,071.92	1,253.73
	增速	73.08%	27.67%	18.56%	16.96%
	毛利率	31.21%	29.19%	28.15%	27.33%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 9.04 亿元、10.72 亿元、12.54 亿元，归母净利润分别为 1.37 亿元、1.49 亿元、1.65 亿元，EPS 分别为 0.69 元、0.75 元、0.83 元，2020-2022 年对应 PE 分别为 23、21、19 倍。

4.2 相对估值

我们选取家用电器零部件行业中的三家公司，2019 年三家公司平均 PE 为 27 倍，2020 年平均 PE 为 37 倍。考虑到公司主营制冷产品经营较为稳健且新产品增长较快，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润复合增速为 8.0%。参考 2020 年可比公司的一致预期，首次覆盖给予公司“持有”评级。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002050.SZ	三花智控	21.58	0.51	0.42	0.52	0.59	33.72	50.84	41.48	36.73
300342.SZ	天银机电	17.05	0.33	0.41	0.51	0.63	29.04	41.58	33.18	26.98
300403.SZ	汉宇集团	4.89	0.27	0.28	0.33	--	18.93	17.55	14.89	--
平均值							27.23	36.66	29.85	31.86

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

原材料价格大幅波动、新品放量不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	708.20	904.12	1071.92	1253.73	净利润	193.59	138.73	151.12	167.47
营业成本	487.18	640.23	770.16	911.09	折旧与摊销	31.37	37.97	42.63	47.63
营业税金及附加	5.02	6.41	7.60	8.89	财务费用	-4.19	2.50	6.16	6.14
销售费用	13.81	18.08	21.44	25.07	资产减值损失	-0.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	54.39	80.47	95.40	111.58	经营营运资本变动	-24.71	-98.06	-79.79	-72.37
财务费用	-4.19	2.50	6.16	6.14	其他	-5.72	-3.42	-2.93	-2.96
资产减值损失	-0.85	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	189.49	77.71	117.19	145.91
投资收益	-0.08	3.00	3.00	3.00	资本支出	-173.06	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	2.42	0.00	0.00	0.00	其他	148.63	-153.52	-17.00	-17.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-24.43	-233.52	-97.00	-97.00
营业利润	227.27	159.43	174.16	193.96	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.69	0.40	0.04	0.03	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	226.58	159.83	174.19	193.99	股权融资	12.12	0.00	0.00	0.00
所得税	32.98	21.10	23.08	26.52	支付股利	-17.50	-24.10	-25.08	-27.33
净利润	193.59	138.73	151.12	167.47	其他	-40.09	204.25	-6.50	-6.40
少数股东损益	62.19	2.00	2.10	2.20	筹资活动现金流净额	-45.48	180.15	-31.58	-33.74
归属母公司股东净利润	131.40	136.73	149.02	165.27	现金流量净额	119.92	24.34	-11.39	15.17
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	292.08	316.42	305.03	320.20	成长能力				
应收和预付款项	374.59	492.45	580.04	677.63	销售收入增长率	73.08%	27.67%	18.56%	16.96%
存货	163.07	210.90	254.47	301.61	营业利润增长率	98.54%	-29.85%	9.24%	11.37%
其他流动资产	95.45	144.34	156.71	155.36	净利润增长率	91.46%	-28.34%	8.93%	10.83%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	102.31%	-21.44%	11.53%	11.12%
投资性房地产	5.99	5.99	5.99	5.99	获利能力				
固定资产和在建工程	292.83	339.77	382.05	419.33	毛利率	31.21%	29.19%	28.15%	27.33%
无形资产和开发支出	101.49	98.60	95.70	92.81	三费率	9.04%	11.18%	11.47%	11.39%
其他非流动资产	39.93	57.92	75.90	93.89	净利率	27.34%	15.34%	14.10%	13.36%
资产总计	1365.44	1666.38	1855.90	2066.82	ROE	17.48%	12.78%	12.48%	12.39%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.18%	8.33%	8.14%	8.10%
应付和预收款项	206.48	306.15	356.72	420.16	ROIC	29.79%	16.44%	15.58%	15.22%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	35.93%	22.11%	20.80%	19.76%
其他负债	51.77	274.94	287.86	295.19	营运能力				
负债合计	258.26	581.09	644.58	715.35	总资产周转率	0.63	0.60	0.61	0.64
股本	117.17	199.13	199.13	199.13	固定资产周转率	3.46	2.92	3.08	3.24
资本公积	279.17	197.21	197.21	197.21	应收账款周转率	4.66	4.15	3.89	3.91
留存收益	468.27	580.90	704.84	842.78	存货周转率	4.00	3.41	3.30	3.27
归属母公司股东权益	839.27	951.89	1075.83	1213.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	73.40%	—	—	—
少数股东权益	267.91	133.39	135.49	137.69	资本结构				
股东权益合计	1107.18	1085.29	1211.32	1351.47	资产负债率	18.91%	34.87%	34.73%	34.61%
负债和股东权益合计	1365.44	1666.38	1855.90	2066.82	带息债务/总负债	0.00%	35.45%	31.96%	28.80%
					流动比率	3.89	3.28	3.09	2.97
					速动比率	3.20	2.68	2.49	2.35
					股利支付率	13.32%	17.63%	16.83%	16.54%
					每股指标				
					每股收益	0.66	0.69	0.75	0.83
					每股净资产	5.56	5.45	6.08	6.79
					每股经营现金	0.95	0.39	0.59	0.73
					每股股利	0.09	0.12	0.13	0.14
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	254.44	199.90	222.95	247.73					
PE	24.23	23.29	21.37	19.27					
PB	2.88	2.93	2.63	2.36					
PS	4.50	3.52	2.97	2.54					
EV/EBITDA	5.73	14.66	13.11	11.65					
股息率	0.55%	0.76%	0.79%	0.86%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn