



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

电力电子领域平台型企业，多极发展打 开增长空间

— 麦格米特（002851）深度报告

2023年2月21日

武浩 电力设备与新能源行
业首席分析师

S1500520090001

010-83326711

wuhao@cindasc.com

张鹏 电力设备与新能源行
业分析师

S1500522020001

010-83326711

zhangpeng1@cindasc.com

孙然 电力设备与新能源行
业研究助理

S1500520090001

18721956681

sunran@cindasc.com

证券研究报告

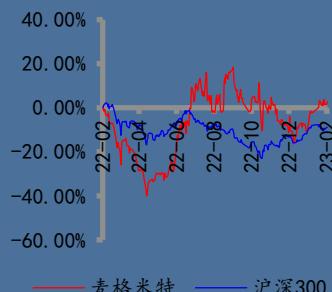
公司研究

深度报告

麦格米特(002851)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价（元）	30.28
52 周内股价	16.25-33.80
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	9.59
总股本(亿股)	4.98
流通 A 股比例(%)	82.49
总市值(亿元)	150.66

资料来源：万得，信达证券研发中心

电力电子领域平台型企业，多极发展打开增长空间

2023 年 2 月 21 日

报告内容摘要：

◆公司以电力电子及自动控制为核心技术，布局四大业务领域。公司建立了以电力电子及相关控制技术为基础的功率变换硬件技术平台、数字化电源控制技术平台和自动化系统控制与通讯软件等三大核心技术平台，以三大技术平台为核心发展了工业电源、工业自动化、智能家电电控、新能源汽车及轨道交通四大业务领域。近年来，受原材料涨价等原因影响，公司利润有所承压，公司 2022 年 Q1-Q3 营业收入为 39.86 亿元，同比增长 36.41%，归母净利润为 3.04 亿元，同比增长-5.15%。

◆中国智能家电市场规模不断增加，智能卫浴空间广阔。智能家电业务板块是公司的核心收入板块，2022H1 智能家电电控营收占比 53.00%，营收同比增长 36.88%，毛利率 21.97%。市场方面，中国智能家电渗透率快速提升，2022 年 H1，中国的智能家电渗透率达到了 50%，领先于全球的平均水平 37%，市场规模方面 2021 年为 4141 亿元，相比 2017 年增长 26%。智能卫浴方面，目前整体渗透率较低 22 年底约为 5%，相较于日本的接近 90%（21 年）的渗透率，未来前景广阔，有望带动公司智能家电相关业务快速增长。

◆需求+政策双轮驱动，工业电源市场前景较好。在工业电源领域，受益于全球医疗器械行业的发展，全球医疗电源行业市场规模扩大，中国医疗电源行业增速明显；在通信领域，随着全球 5G 时代的来临，应用于 5G 相关基站和数据设备的电源需求也将稳步增长。在客户方面，目前公司与飞利浦、迈瑞医疗、爱立信、富士康、思科、魏德米勒、西门子等国内外知名企业展开了合作，工业电源领域有望实现稳步增长，同时公司光伏逆变器等业务有望起量。

◆工业自动化产品国产替代趋势明显，精密连接业务增长较快。工业自动化市场规模受各应用领域对工业自动化设备的需求增加以及国家政策双向推动，国产替代趋势明显，公司有望受益，未来市场将保持稳步增长，同时随着疫情影响的逐渐减弱，未来工控市场有望触底反转。此外，公司精密连接业务快速发展，拓展宁德时代等客户，未来增长潜力大。

◆受益于国内新能源汽车行业的高速发展，公司未来收入体量有望进一步上升。受北汽销量下滑影响，2021 年公司新能源与轨交业务受到一定影响，但公司不断开拓新能源汽车领域新客户，与宁波菲仕（应用于哪吒汽车）、零跑等客户已建立合作。我们认为，随着公司不断开拓新的客户，订单金额有望快速增长，客户结构进一步优化，未来收入体量有望进一步提升。

◆盈利预测与投资评级：我们预计公司 2022-2024 年归母利润为 4.25、6.26、8.52 亿元，同比增长 9.3%、47.3%、36.0%，22-24 年 PE 为 35/24/18 倍，与可比对象相比估值水平较低，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素：原材料供应短缺风险；原材料涨价风险；海外需求下滑风险；公司新业务产能扩张不及预期；行业竞争加剧风险。

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

重要财务指标	单位: 百万元				
主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,376	4,156	5,519	7,441	9,963
同比(%)	-5.1%	23.1%	32.8%	34.8%	33.9%
归属母公司净利润	403	389	425	626	852
同比(%)	11.6%	-3.5%	9.3%	47.3%	36.0%
毛利率(%)	28.4%	26.6%	24.0%	24.3%	24.0%
ROE(%)	13.1%	12.3%	11.8%	14.8%	16.8%
EPS(摊薄)(元)	0.84	0.78	0.85	1.26	1.71
PE	40.37	41.18	35.44	24.05	17.69
P/B	5.57	5.05	4.19	3.57	2.97
EV/EBITDA	35.69	35.12	27.68	19.05	13.85

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 ; 股价为 2023 年 2 月 20 日收盘价

目 录

<u>公司核心聚焦</u>	6
<u>一. 电力电子领先企业，多点布局促发展</u>	7
1.1 聚焦电子控制技术，构建全球研发体系	7
1.2 多点开花，协同效应促发展	10
<u>二. 消费领域：智能化趋势渐显，中长期成长空间广阔</u>	13
2.1 智能家电渗透率持续提升，公司市占率有望提升	13
2.2 欧洲高能源价格或成新常态，推动热泵出口量上涨	14
2.3 中国智能坐便器渗透率有望大幅提高，公司主流 ODM 厂商优势明显	15
<u>三. 工业领域：工业电源与工业自动化领域协同发展</u>	17
3.1 需求+政策推动工业电源市场发展，通信电源满足 5G 快速部署	17
3.2 工业自动化国产替代趋势明显，精密连接器业务增长较快	20
<u>四. 新能源领域：破除长期发展瓶颈，业务重回高增长</u>	23
<u>五. 盈利预测、估值与投资评级</u>	26
盈利预测及假设	27
估值与投资评级	28
<u>六. 风险因素</u>	29

图 表 目 录

图表 1: 公司发展历程	7
图表 2: 公司股权结构	7
图表 3: 公司主要高管情况	8
图表 4: 公司研发费用情况（亿元）	8
图表 6: 公司股权激励情况	9
图表 7: 可转债募投项目（亿元）	10
图表 8: 公司主要产品	10
图表 9: 公司营业收入（亿元）、归母净利润（亿元）及增长率(%)	11
图表 10: 公司销售毛利率与净利率情况 (%)	11
图表 11: 公司分业务营收（万元）	11
图表 12: 公司分产品毛利率 (%)	11
图表 13: 公司各项费用率情况	12
图表 14: 中国智能家电市场规模	13
图表 15: 2022H1 家电类智能产品渗透率	13
图表 16: 中国变频空调渗透率	14
图表 17: 中国微波炉产量及同比增长	14
图表 18: 公司智能家电电控解决方案	14
图表 19: 荷兰 TTF 天然气期货 (€/MWh)	15
图表 20: 中国空气源热泵出口量	15
图表 21: 热泵/热风机系列控制器应用领域	15
图表 22: 怡和卫浴智能卫浴整机产品	16
图表 23: 公司智能卫浴部件产品	16
图表 24: 公司智能卫浴整机产销量及库存量 (件)	16
图表 25: 全球医疗电源市场分区域增速	17
图表 26: 中国医疗电源市场规模	17
图表 27: 我国 5G 基站总数 (万个)	17
图表 28: 公司工业电源产品	18
图表 29: 公司 2021 年位居全球电源供应商销量第 8 名	18
图表 30: 光伏充电模块 MS48300HG 的光伏发电应用	19
图表 31: 公司 Mango 系列适配器和 MP 系列内置电源	19
图表 32: 2020-2025 年全球工业自动化市场规模 (亿美元)	20
图表 33: 2017-2023 年中国工业自动化市场规模 (亿元)	20
图表 34: 国内工控行业本土品牌市占率提高	21
图表 35: 公司工业自动化产品	21
图表 36: 中国连接器市场规模	22
图表 37: 公司精密连接产品及客户布局	23
图表 38: 中国新能源汽车销量 (万辆)	24
图表 39: 全球新能源汽车销量 (万辆)	24
图表 40: 全球公共快充桩 (千台)	24
图表 41: 全球公共慢充桩 (千台)	24

图表 42: 公司新能源汽车业务主要产品	25
图表 43: 公司产品批量应用车型	25
图表 44: 公司 PEU 销量情况	25
图表 45: 零跑汽车销量情况 (万辆)	25
图表 46: 哪吒汽车销量情况 (万辆)	25
图表 47: 公司成为特变电工战略合作供应商	26
图表 48: 公司光伏逆变器在大型工商业屋顶电站应用	26
图表 49: 公司收入预测	27
图表 50: 可比公司估值	28

公司核心聚焦

公司采用多极化发展战略，依托电力电子、控制技术等领域积淀，以功率变换硬件技术、数字化电源技术、系统控制与通讯软件三大技术平台为核心拓展四大业务领域。我们认为公司多极化发展战略有望平衡业务风险，实现稳定增长。公司未来多领域有望实现协同发展，从中短期来看公司有望在以下几点方面受益：

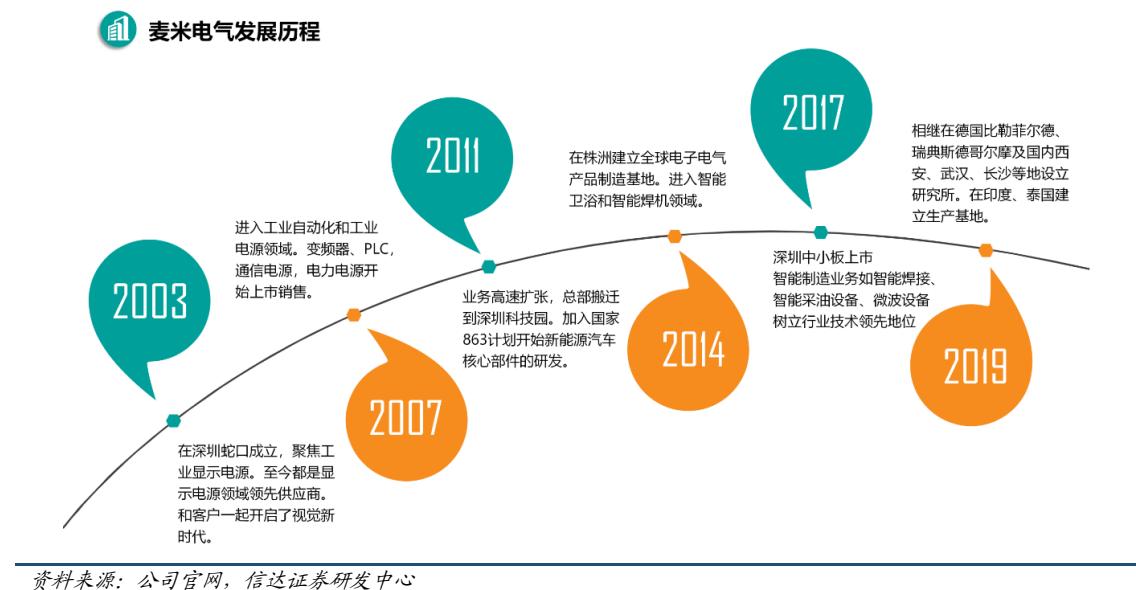
- 1) 受益于新能源客户拓展。相比原先单一客户，公司拓展哪吒、零跑等新能源客户，在收入体量上有望实现较快增长。
- 2) 工控自动化方面，公司在精密连接等领域拓展宁德时代等客户，有望实现较快增长。
- 3) 随着疫情影响的逐渐减弱，智能家居、5G 通讯电源等有望维持较好的增长，同时消费芯片等原料供应有望宽松，推动公司毛利率提升。

一. 电力电子领先企业，多点布局促发展

1.1 聚焦电子控制技术，构建全球研发体系

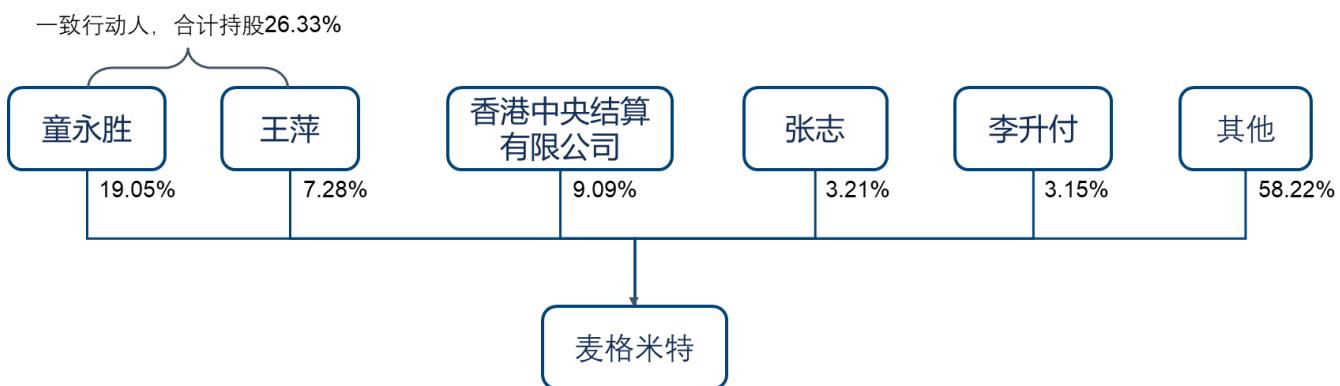
公司成立于 2003 年，以电力电子及自动控制为核心技术，从事电气自动化领域硬件和软件研发、生产、销售与服务。公司业务遍布海内外，产品广泛应用于工业自动化设备、家用及商业显示、变频家电、智能卫浴、新能源汽车、轨道交通、制冷制热、工业视觉、传感器、数字化智能焊机、精密连接、5G 通信、医疗设备、服务器、光伏、风力发电、储能、锂电池包、工业微波、石油装备等消费和工业的众多行业。2007 年进入工业自动化和工业电源领域，2011 年业务高速扩张，加入国家 863 计划开始新能源汽车核心部件研发，2014 年在株洲建立全球电子电气产品制造基地，进入卫浴和智能焊机领域，2017 年在深圳中小板上市。

图表 1：公司发展历程



公司股权结构稳定，董永胜为实际控制人，董永胜及其配偶王萍为一致行动人。公司第一大股东及公司实际控制人为董永胜先生，持股比例为 19.05%，担任公司董事长、总经理职务。此外，其配偶王萍女士持有公司 7.28% 的股份，童永胜先生与王萍女士为一致行动人，截至 2022 年三季报，两人合计持有公司 26.33% 的股份。

图表 2：公司股权结构



资料来源：iFinD，信达证券研发中心，截止 2022 年三季报

公司拥有一支专业化电力电子管理、研发团队。董永胜先生为公司董事长、总经理，具有博士学位和博士后研究工作经历，曾任深圳市华为电气技术有限公司副总裁和艾默生网络能源有限公司副总裁，先后从事研发、市场、管理等各方面工作，拥有二十多年电力电子行业研发和管理经验；张志先生为公司副总经理，曾任深圳市康达伟电子技术有限公司研发部经理、首席技术官。公司拥有一支高学历、高水平并具有国际化背景和视野的管理团队，能够把握公司战略布局，推动公司持续稳定发展。

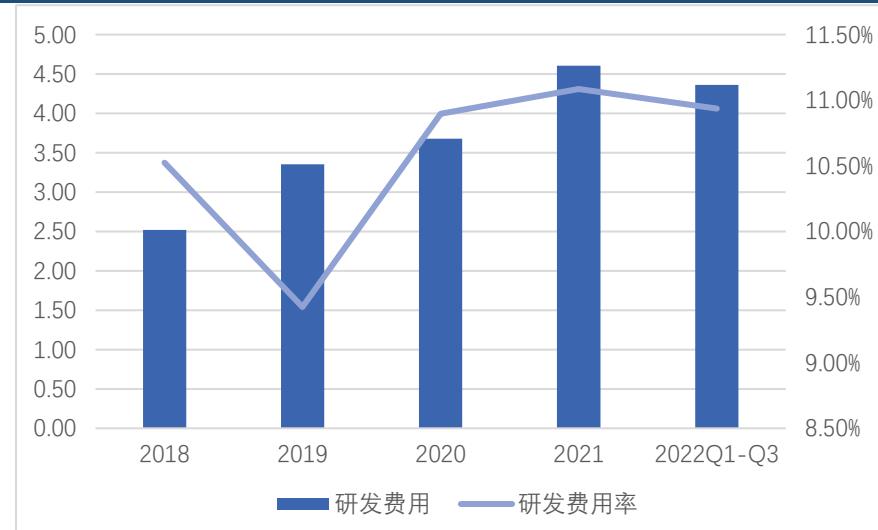
图表 3：公司主要高管情况

姓名	职务	简介
董永胜	总经理	1964年12月生，南京航空航天大学航空电气工程博士，浙江大学电力电子学科博士后。1996年至2001年任深圳市华为电气技术有限公司副总裁；2001年至2005年任艾默生网络能源有限公司副总裁；2005年至今任深圳麦格米特电气股份有限公司董事长、总经理。
张志	副总经理	1969年12月生，本科学历。1997年至1998年任深圳市华为电气技术有限公司研发部项目经理；1998年至2003年任深圳市康达伟电子技术有限公司研发部经理、首席技术官；2003年至今历任深圳麦格米特电气股份有限公司董事长、首席技术官，现任深圳麦格米特电气股份有限公司董事、副总经理、首席运营官。
王涛	首席财务官,董事会秘书	1972年4月生，硕士研究生学历。1997年至2001年任深圳市华为电气技术有限公司成本及预算管理部经理、财务总监助理；2001年至2010年任艾默生网络能源有限公司司库及分支机构管理部总监。2010年至今任深圳麦格米特电气股份有限公司首席财务官、董事会秘书。
沈楚春	首席技术官	1966年2月生，武汉大学硕士研究生学历。1996年10月至2001年10月任华为电气股份有限公司一次电源产品线产品经理、成本经理、总工程师；2001年10月至2005年3月任深圳艾默生网络能源电气公司DC GLOBAL部成本经理、总工程师；2005年至今历任深圳麦格米特电气股份有限公司项目经理、研发部副总经理，现任深圳麦格米特电气股份有限公司首席技术官。

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

公司高度重视研发投入，近几年研发费用率保持在10%以上，并拥有高效稳定的研发团队。公司坚持以“研发创新”为主线的经营模式，通过持续高强度的研发，建立强大的研发体系，实现公司产品的竞争力。公司保持了高强度的研发投入，2020年、2021年、2022Q1-Q3研发费用分别为36,792.34、46,067.42和43591.58万元，占营业收入的比重分别为10.90%、11.09%和10.94%。根据2021年度披露报告，公司拥有1443名研发人员，占总员工人数的33.68%，博士学历研究人员8名，硕士学历研究人员132名。公司作为自主创新的科技型企业，拥有授权专利1,000余项，其中发明专利90余项。

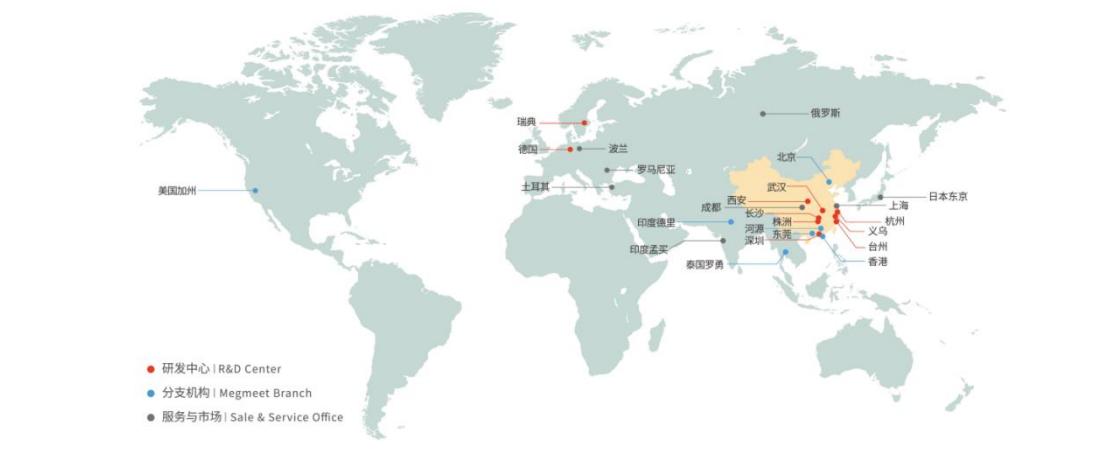
图表 4：公司研发费用情况（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

公司建立了强大的研发、制造、市场及服务平台，构建了全球研发布局。公司业务遍布海内外，覆盖全球40多个国家和地区，在深圳、株洲、长沙、武汉、西安、杭州、台州、义乌建立了研发中心，在德国和瑞典建立了海外研究院；在株洲、东莞、河源、杭州、台州、义乌建立了生产制造中心，在泰国和印度建立了海外工厂；在美国、日本、俄罗斯、德国、波兰、罗马尼亚、土耳其、印度设立海外营销及服务资源。各研发机构通过多地联动、各有侧重、合作开发，实现研发资源的有效配置。

图表 5: 全球研发布局



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

股权激励绑定核心管理及技术人才，提高公司经营效益。1) 公司在 2017 年 6 月，针对公司（含控股子公司）核心管理人员、核心业务（技术）骨干及董事会认为应当激励的其他核心人员共计 120 人发布股权激励计划，股权激励数量 300 万股，占比 1.69%，考核目标为 2017、2018 和 2019 净利润增长率不低于 75%、105% 和 135%。2) 2022 年 6 月公司发布新的股权激励计划，激励人员为公司（含子公司）任职的核心管理人员及核心技术（业务）人员，首次授予对象共计 605 人，股权激励数量为 2000 万份，占比高达 4.02%，考核目标为 2022-2025 年营收增长率目标分别不低于 30%、50%、70% 和 100%，或年度扣除非经常性损益的净利润增长率不低于 15%、30%、60% 和 90%。公司股权激励计划股权逐步提高，激励人员范围扩大，考核目标设定营收和净利润双重指标，业绩指引清晰，保持了公司核心经营团队的长期稳定。

图表 6: 公司股权激励情况

时间	激励对象	股权激励 数量	占股本比例	考核目标
2022 年 5 月	公司（含子公司）任职的核心管理人员及核心技术（业务）人员，首次授予对象共计 605 人	2000 万份	占公司股本总额 49756.93 万股的 4.02%	首次授予的股票期权各年度业绩考核目标：2022 年年度营业收入增长率相比 2019-2021 年三年平均值不低于 30.00%，或年度扣除非经常性损益的净利润增长率相比三年平均值不低于 15.00%。2023 年分别不低于 50.00%，或不低于 30.00%。2024 年分别不低于 70.00%，或不低于 60.00%。2025 年分别不低于 100.00%，或不低于 90.00%
2017 年 6 月	公司（含控股子公司）核心管理人员、核心业务（技术）骨干及董事会认为应当激励的其他核心人员，共计 110 人	300 万股	占公司股本总额 17772.51 万股的 1.69%	首次授予的限制性股票第一个解除限售期，业绩考核目标相比 2014~2016 年平均值，2017 年净利润增长率不低于 75%；第二个解除限售期，2018 年净利润增长率不低于 105%；三个解除限售期，2019 年净利润增长率不低于 135%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司 2022 年可转债顺利发行，为公司可持续发展提供强有力的支持。公司 2022 年公开发行可转换公司债券于 2022 年 10 月 13 日成功在网上发行，此次可转债融资总规模达 12.2 亿元人民币，募投项目包括 4 个项目。麦格米特杭州高端装备产业中心项目打造集团杭州产业中心，加快拓展采油系统业务和扩大智能卫浴生产能力；株洲基地扩展项目（二期）将在株洲市新建生产基地，在现有生产经验和技术储备的基础上，组建变频控制器和工业电源生产线，提升整机系统供应能力；智能化仓储项目的实施进一步提高管理水平，降低运营成本和提高盈利水平；补充流动资金可增强资本实力，降低财务成本，提升公司经营业绩。

图表 7：可转债募投项目（亿元）

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金
1	麦格米特杭州高端装备产业中心项目	5	3
2	麦格米特株洲基地扩展项目（二期）	3.5	3.1
3	智能化仓储项目	2.5	2.5
4	补充流动资金	3.6	3.6
	合计	14.6	12.2

资料来源：公司可转债募集说明书，信达证券研发中心

1.2 多点开花，协同效应促发展

公司以三大核心技术平台为核心拓展业务领域。公司建立了以电力电子及相关控制技术为基础的功率变换硬件技术平台、数字化电源控制技术平台和自动化系统控制与通讯软件等三大核心技术平台，并向机电一体化和热管理集成方向拓展。通过技术平台的不断交叉应用，公司建立了消费工业跨领域的生产经营模式，也不断丰富了相关新产品快速拓展的技术平台基础。

公司主要业务包括工业电源、工业自动化、智能家电电控、新能源汽车及轨道交通四大领域，并不断在电气自动化领域逐步外延产品和技术范围，目前新增了智能采油设备、电击器等新兴领域。**1) 工业电源**主要细分产品包括医疗设备电源、通信及电力设备电源、工业导轨电源、商业显示电源等；**2) 智能家电电控**产品的主要细分产品包括平板显示电源、变频家电功率转换器、智能卫浴整机及部件等；**3) 工业自动化**主要细分产品包括伺服、变频驱动器、可编程逻辑控制器、数字化焊机、工业微波设备等；**4) 新能源汽车及轨道交通**包括新能源汽车电机驱动器、DCDC 模块、车载充电桩、电力电子集成模块（PEU）、充电桩模块、轨道交通车辆空调控制器等。

图表 8：公司主要产品

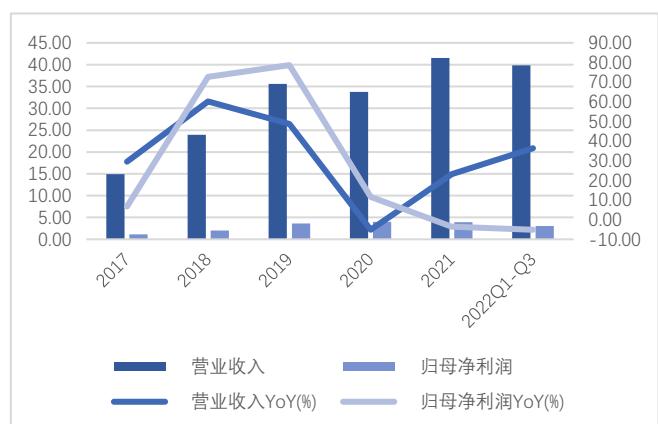
					
工业自动化 <ul style="list-style-type: none"> 伺服/变频驱动器 PLC 内啮合齿轮泵 直线电机 编码器 轨道交通空调核心部件 <ul style="list-style-type: none"> 空调控制器 变频器 电源模块 全封闭涡旋压缩机 	交通 <ul style="list-style-type: none"> EV&轻型电动车核心电子部件 <ul style="list-style-type: none"> • MCU • DC-DC / OBC电源 • 充电桩模块及整机 • 热管理及空调压缩机 	定制电源 <ul style="list-style-type: none"> 工业电源 <ul style="list-style-type: none"> • 服务器电源 • 光伏核心组件 • 通信电源 • 医疗设备电源 • 导轨电源 低功率电源 <ul style="list-style-type: none"> • 显示/LED电源 • 打印/复印机电源 • PC电源 	智能装备 <ul style="list-style-type: none"> 数字化智能焊机 智能采油设备 工业微波设备 	智能家电电控 <ul style="list-style-type: none"> 变频家电功率控制器 <ul style="list-style-type: none"> • 变频空调 • 变频微波炉 • 冰箱洗衣机控制器 空气源热泵控制器 智能卫浴整机及组件 	精密连接 <ul style="list-style-type: none"> 电磁线/同轴线 超细微扁线 FFC/CCS FPC 连接器 电感

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司营业收入保持良性增长，智能家电电控为公司主要营收来源。公司 2022 年 Q1-Q3 营业收入为 39.86 亿元，同比增长 36.41%，归母净利润为 3.04 亿元，同比增长-5.15%。公司近两年销售毛利率与净利率水平略微下降，2020/2021/2022Q1-Q3 毛利率为 28.39%/26.59%/23.53%，2021 年和 2022 年 Q1-Q3 随着半导体等大宗原材料价格上涨，公司毛利率有所下降，2020/2021/2022Q1-Q3 净利率为 11.95%/9.94%/7.70%。

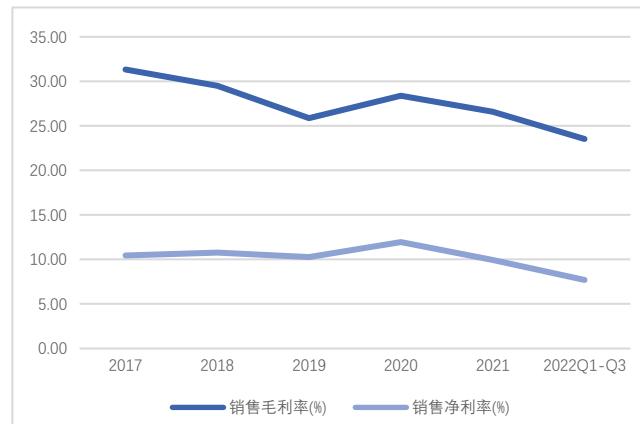
公司工业自动化与工业电源产品毛利率较高，智能家电电控产品毛利率较为稳定。2022H1 智能家电电控营收占比 53.00%，营收同比增长 36.88%，毛利率 21.97%；工业电源占比 20.76%，营收同比增长 43.24%，毛利率 25.77%；工业自动化占比 16.71%，营收同比增长 11.63%，毛利率 28.31%；新能源及轨道交通占比 9.24%，营收同比增长 185.64%，毛利率 16.98%。公司工业自动化与工业电源产品技术要求高，具有高毛利率；智能家电电控产品由于下游家电行业本身的价格竞争激烈、利润率低，其毛利率也相对较低。

图表 9：公司营业收入（亿元）、归母净利润（亿元）及增长率(%)



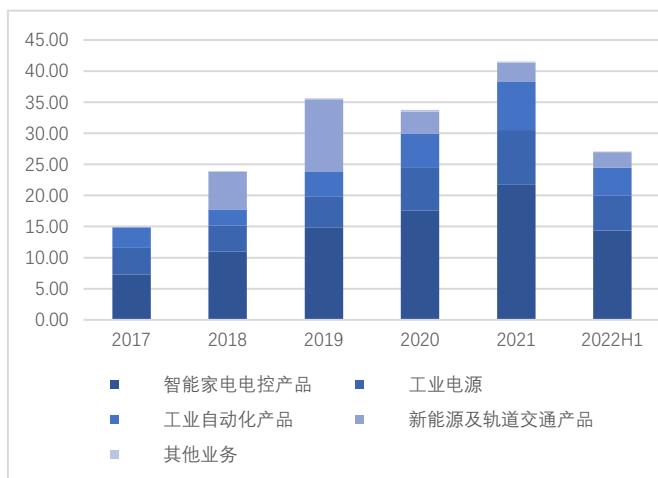
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图表 10：公司销售毛利率与净利率情况 (%)



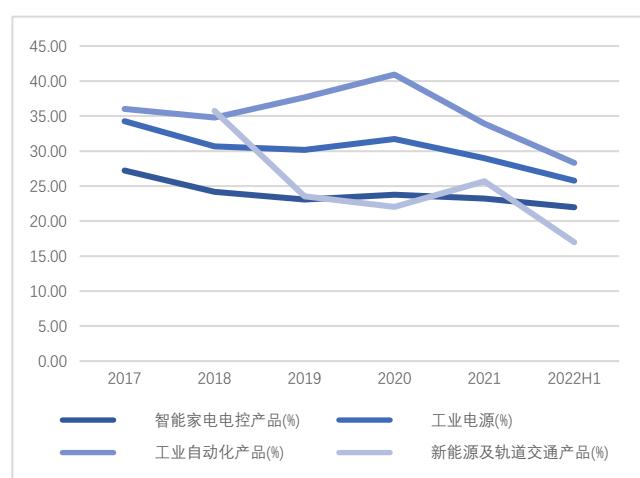
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图表 11：公司分业务营收 (万元)



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

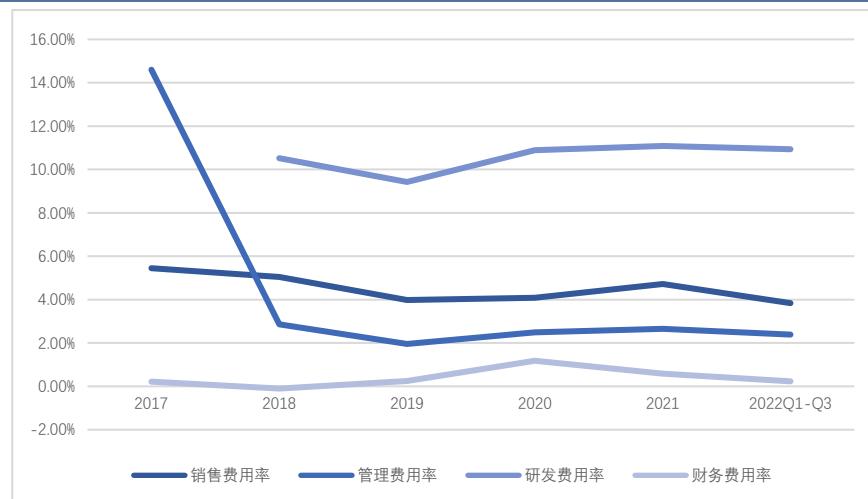
图表 12：公司分产品毛利率 (%)



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

公司研发费用率保持较高水平，管理费用率与财务费用率有所下降，销售费用率较为稳定。在 2020/2021/2022Q1-Q3，公司研发费用率为 10.90%/11.09%/10.94%，保持较高水平；销售费用率为 4.08%/4.72%/3.84%，管理费用率为 2.50%/2.65%/2.39%，财务费用率为 1.18%/0.58%/0.24%。

图表 13：公司各项费用率情况



资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：2017 年管理费用包含研发费用

二. 消费领域：智能化趋势渐显，中长期成长空间广阔

2.1 智能家电渗透率持续提升，公司市占率有望提升

中国智能家电的市场规模增速领先整体家电，占比也在不断提升。中国智能家电市场规模从2017年的3284亿元增长至2021年的4141亿元，2021年增速达到17%，领先于整体家电的7%；2022年H1，中国的智能家电渗透率达到了50%，领先于全球的平均水平37%。

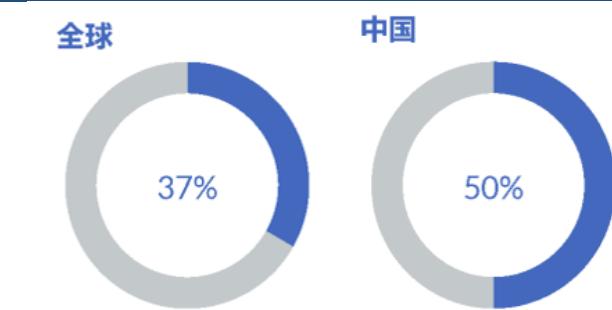
2022年12月，中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》，并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。政策中涉及家电部分，提出要加快消费提质升级，促进居住消费健康发展，增加智能家电消费。在下游家电市场发展及政策推动下，公司有望进一步扩张智能家电电控业务，提高公司的业绩水平。

图表 14：中国智能家电市场规模



资料来源：GFK 中国，金融观察家，信达证券研发中心

图表 15：2022H1 家电类智能产品渗透率



资料来源：GFK 中国，金融观察家，信达证券研发中心

在能效、性能及智能控制等方面具有优势的高能效变频家电产品日益受到消费者的青睐。近年来，变频家电正处在全面发展的阶段，主要应用于空调、微波炉等耗电较大的电器。相较于传统的定频家电，变频家电的压缩机不会频繁开启，变频家电驱动电机的核心半导体元件主要由IGBT、IPM、二极管等组成的电路构成，并由处理器和驱动芯片进行控制，因此变频家电具有寿命长、高能效、静音等优点。

从量上来看，中国变频空调产量由2017年的5,912万台增长到2021年的10,708万台，变频空调渗透率从2017年的41.79%增长到2021年的69.08%；2021年中国微波炉产量达8,171.33万台，较2020年增加了539.33万台，同比增长7.07%。随着消费者观念的转变以及购买力的提升，高能效变频家电产品日益受到消费者的青睐，变频家电的核心变频部件呈现较大的发展潜力。

图表 16: 中国变频空调渗透率


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图表 17: 中国微波炉产量及同比增长


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

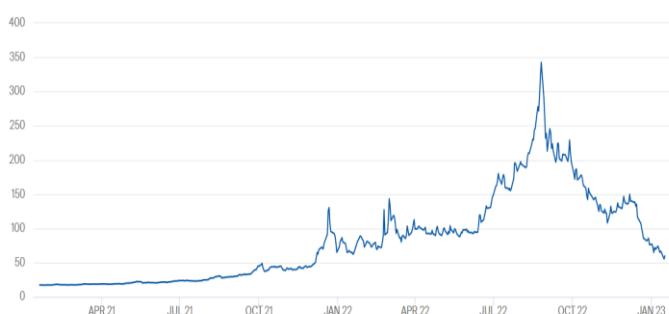
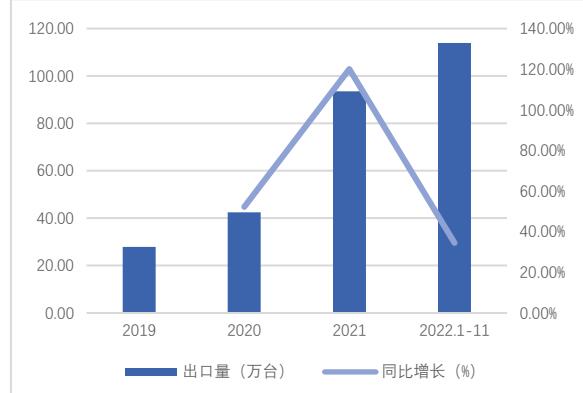
2.2 欧洲高能源价格或成新常态，推动热泵出口量上涨

公司智能家电电控产品的主要细分产品包括平板显示电源、变频家电功率转换器、智能卫浴整机及部件等，显示电源的主要客户包括长虹、小米、康冠、东芝等，变频家电功率转换器等产品已成功应用于格兰仕变频微波炉、松下空调、新科空调、大金空调、VOLTAS 空调等品牌产品，卫浴客户包括惠达、摩恩、法恩莎等。主要竞争对手包括台达电子集团、明纬企业股份有限公司、深圳和而泰智能控制股份有限公司、深圳拓邦股份有限公司等。

图表 18: 公司智能家电电控解决方案


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

欧洲天然气价格经过 2022 年前三季度暴涨后开始持续下跌，但高能源价格或成新常态，我国热泵出口量持续上涨。欧洲基准荷兰 TTF 天然气期货 2022 年 9 月达到最高值 342€/MWh，价格较 21 年上涨 10 多倍。而在天气、库存和需求的多重因素影响下，欧洲的能源短缺压力近期大为缓和，欧洲天然气期货价格在岁末年初继续下跌，到 2023 年 1 月 17 日跌到 60 €/MWh 左右。2022 年 1-11 月我国空气源热泵出口量达到 113.96 万台，同比增长 35%。根据欧盟的相关计划，为减少对俄罗斯化石燃料的依赖，未来 5 年内或将大幅提升热泵的安装数量。

图表 19: 荷兰 TTF 天然气期货 (€/MWh)

图表 20: 中国空气源热泵出口量


资料来源: ICE 期货交易所, 信达证券研发中心

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

热泵/热风机系列控制器是公司变频家电领域的核心产品。公司利用独有的自学习自适应底层核心算法，采用超低温 EVI 喷气增焓控制方案，能够在-25°C 应用环境下高效稳定运行；适用于热泵采暖机、热泵烘干机，热泵热水机、泳池机和特种机等系列产品。热泵是一种将低位热源的热能转移到高位热源的装置，可以从空气、土壤、水源等自然界中吸收热量，把处在较低温度下的热量提升到较高的温度水平下释放出来，以满足热量的使用要求。基于这个原理，空气能热泵采暖比直接将电能转化成热能效率要高很多，一般来说泵的热效率很高，通常可达 300%以上，即 1 份电能可搬运 3 至 4 份低位热能，因此理论上比直接用电取暖要节省 75%的电费，跟燃气供暖相比效率也更高，跟散煤供暖比则更加低碳环保。

图表 21: 热泵/热风机系列控制器应用领域
应用领域

适用于热泵采暖机、热泵烘干机，热泵热水机、泳池机和特种机等系列产品



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

2.3 中国智能坐便器渗透率有望大幅提高，公司主流 ODM 厂商优势明显

中国智能坐便器目前渗透率较低，其未来渗透率有望大幅增长。2022 年前三季度，智能坐便器线上零售额和零售量分别同比实现 23.9%和 18.4%的增长，在家电整体市场中表现优秀。参考光明网新闻，日本的普及率接近 90%，在韩国和美国的普及率约为 60%。奥维云网联合中国家电网指出智能坐便器正在加速进入中国家庭，到 2022 年末，智能坐便器在我国的市场普及率已达 5%左右，在北上广等一线城市，智能坐便器的普及率已经处于 5%-10% 区间，新一线城市的普及率也达到 3%-5%，在三线及以下市场，我国智能坐便器未来前景广阔。基于中国智能坐便器的广阔市场空间，公司有望在智能卫浴方面实现较快增长。

公司及下属子公司浙江怡和卫浴有限公司拥有一支专业从事智能坐便器设计、开发研究团队，提供智能马桶从部件到整机的完整产品链。在生产方面，怡和卫浴有年产 150 万套从部件到整机联动生产的自动化流水线和亚太地区自主开发的智能化的成套部件检测及整机测试设备。在质量标准方面，拥有国家认可的 CNAS 检测实验室，是国家级高新技术企业、智能坐便器新国标 GB/T34549 和 GB/T23131 的主要起草单位之一。在零部件方面，公司为市场提供主控板、加热器、分配阀、清洗器等产品，并可根据客户需求提供成套的机芯设计方案；在整机方面，公司作为国内智能卫浴主流 ODM 厂商，在国内外品牌商和电商方面的客户覆盖越来越广。公司 2021 年智能卫浴整机销售量达到 359701 件，同比增加 31.51%；生产量 349530 件，同比增加 28.40%；库存量 55123 件，同比减少 15.58%，反映智能卫浴品类产销情况良好。

图表 22：怡和卫浴智能卫浴整机产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图表 23：公司智能卫浴部件产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图表 24：公司智能卫浴整机产销量及库存量（件）

	2021 年	2020 年	同比增减
销售量	359,701	273,526	31.51%
生产量	349,530	272,216	28.40%
库存量	55,123	65,294	-15.58%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

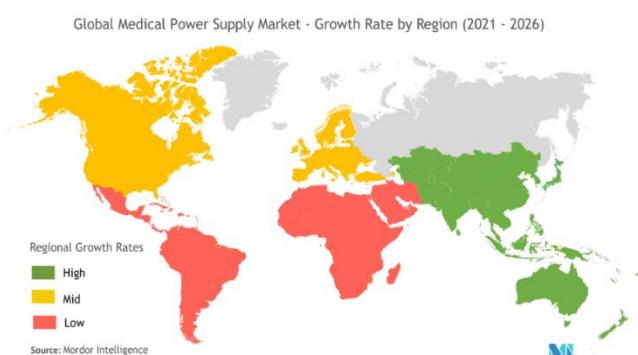
三. 工业领域：工业电源与工业自动化领域协同发展

3.1 需求+政策推动工业电源市场发展，通信电源满足 5G 快速部署

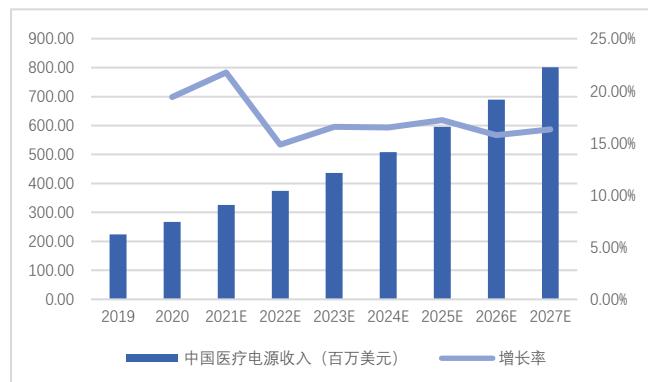
工业电源应用于医疗设备、通信设备等关键设备，一旦发生故障很有可能造成重大损失，因此需要极高的稳定性。近年我国工业企业产业升级、新兴行业需求增长以及国家政策扶持等因素对我国工业电源市场的发展产生积极的推动作用。国际市场研究机构 Markets and Markets 发布报告称，到 2021 年，全球工业电源市场规模预计将达到 70 亿美元，到 2026 年这一数据将增至 97 亿美元，复合增长率为 6.9%。

受益于全球医疗器械行业的发展，全球医疗电源行业市场规模扩大，中国医疗电源行业增速明显。根据 Mordor Intelligence 的研究报告，2021-2026 年全球医疗电源市场中，中国医疗电源市场呈现高增速。根据 QYResearch《2021-2027 中国医疗设备电源市场现状及未来发展趋势》，2020 年中国医疗设备电源市场规模达到了 267.67 百万美元，预计 2027 年将达到 801.46 百万美元，年复合增长率（CAGR）为 16.18%。

图表 25：全球医疗电源市场分区域增速



图表 26：中国医疗电源市场规模

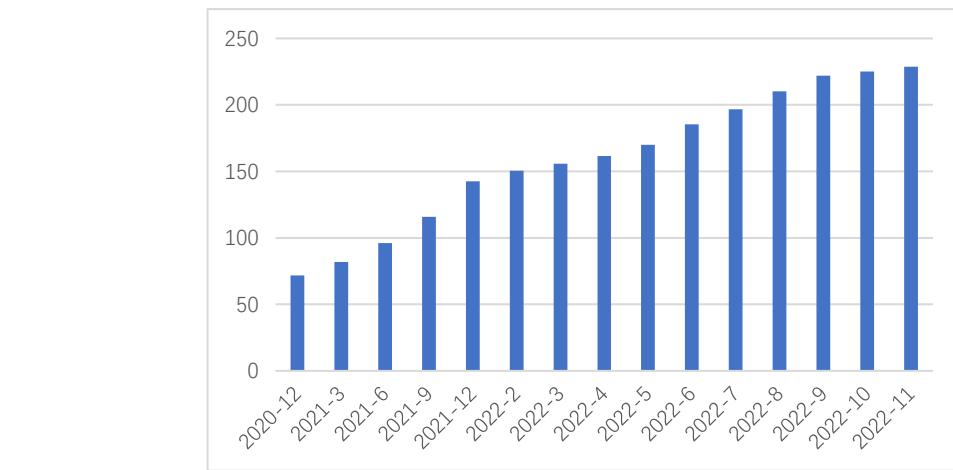


资料来源：Mordor Intelligence，信达证券研发中心

资料来源：QYResearch，信达证券研发中心

随着全球 5G 时代的来临，应用于 5G 相关基站和数据设备的电源需求也将稳步增长。截至 2022 年 11 月末，5G 基站总数达 228.7 万个，比上年末净增 86.2 万个，占移动基站总数的 21.1%，占比较 2021 年末提升 6.8 个百分点，我国 5G 基站建设规模仍有较大的上升空间，带动通信基站市场对电源系统的需求，促进通信电源行业的发展。

图表 27：我国 5G 基站总数 (万个)



资料来源：工信部，信达证券研发中心

公司工业电源主要细分产品包括医疗设备电源、通信及电力设备电源、工业导轨电源、商业显示电源等。目前公司与飞利浦、迈瑞医疗、爱立信、富士康、思科、魏德米勒、西门子等国内外知名企展开了合作，体现了一定的市场地位。在工业电源领域，主要竞争对手包括杭州中恒电气股份有限公司、北京动力源科技股份有限公司等。根据全球知名电源市场调查机构 MTC (Micro-Tech Consultants) 的电源市场报告显示，公司 2021 年位居全球电源供应商销量第 8 名，较 2019 年前进 3 名。

图表 28：公司工业电源产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图表 29：公司 2021 年位居全球电源供应商销量第 8 名

**Top-17 Merchant PS Manufacturers
CY 2021 Worldwide Sales
OEM/Embedded (O) Power + Telecom (T) Power**

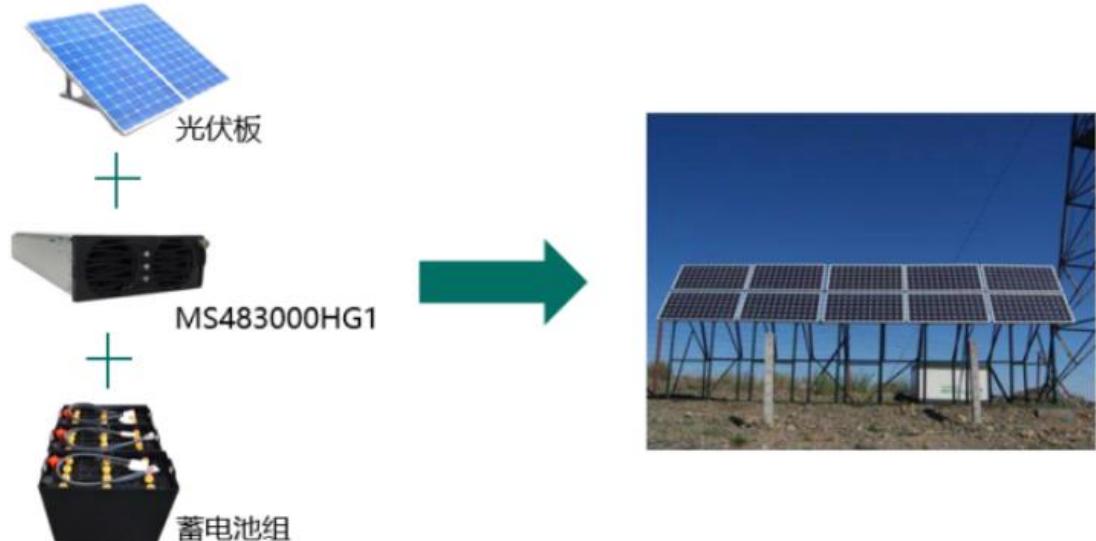
No	PS Companies	Sales
1	Delta Electronics	~\$5690
2	Lite-On	~\$1700-1750
3	Chicony Power	~\$1425
4	MEAN WELL	~\$1340
5	Flex™	~\$950-990
6	Salcomp	~\$725-750
7	FSP Group	~\$648
8	Shenzhen Megmeet (Megmeet)	~\$620
9	Advanced Energy	~\$600-605
10	TDK-Lambda	~\$600
11	AcBel	~\$581
12	Phihong	~\$442
13	Channel Well Technology	~\$370-385
14	Vicor	~\$359
15	Tridonic	~\$340-350
16	XP Power	~\$329
17	Murata Power Solutions	~\$300-325

资料来源：Micro-Tech Consultants，信达证券研发中心

公司最新的通信电源产品运用最新的开关电源技术和强大的 DSP 软件控制技术，研发出体

积小、效率高、可靠性高的产品，可减少使用成本。针对 5G 应用的特点，公司推出多款防护等级高达 IP65、自然冷却的高可靠通信电源，满足 5G 快速部署的要求。在电网不达的地方，利用太阳能发电，构成独立光伏发电系统为基站供电，是一项可行且成本可控的偏远基站电源解决方案。公司的光伏充电模块 MS48300HG1 很好地满足了此类场景对电源模块的要求。

图表 30：光伏充电模块 MS48300HG 的光伏发电应用



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

随着新型诊疗技术逐渐推广，B 超机、彩超机行业需求有望保持快速增长，尤其是有能力实现进口替代的国产彩超机品牌，未来发展空间较大，公司产品应用于彩超设备中，有望进一步实现收入增长。

图表 31：公司 Mango 系列适配器和 MP 系列内置电源



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

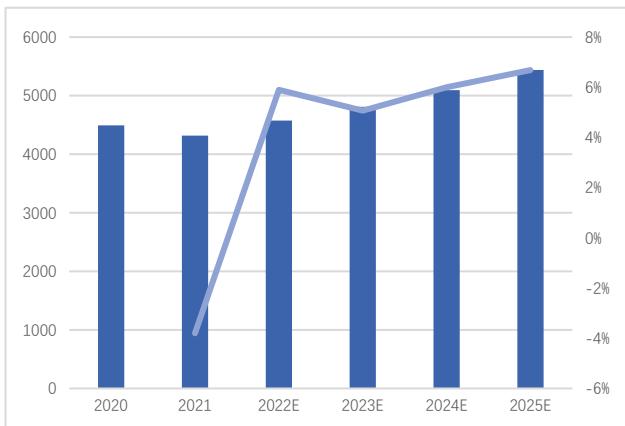
3.2 工业自动化国产替代趋势明显，精密连接器业务增长较快

3.2.1 工控自动化：国产替代成趋势

工业自动化是指机器设备或生产过程在不需要人工直接干预或较少干预的情况下，按预期的目标实现测量、操纵等信息处理和过程控制的统称。工业自动化产品中的 PLC、电机驱动器（低压）、智能焊机是各种自动化机械设备中的核心部件，技术含量高，且属于进口替代产品，整体毛利率较高。

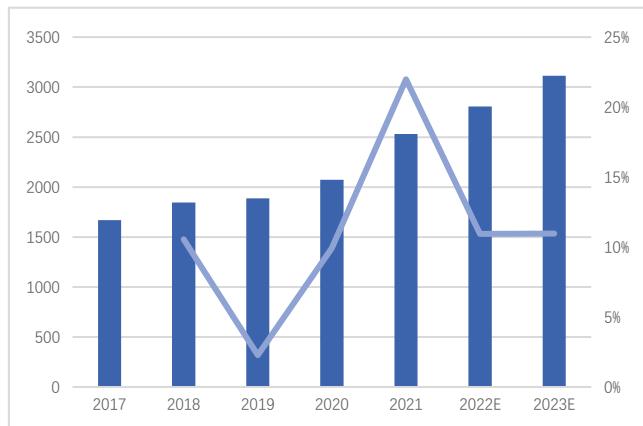
工业自动化市场规模受需求与政策双向推动。 Frost&Sullivan 数据显示，2021 年全球工业自动化市场规模达到 4320.5 亿美元，随着全球工业 4.0 时代的持续推进，各应用领域对工业自动化设备的需求将进一步增加，预计到 2025 年全球工业自动化市场规模将达 5436.6 亿美元。中国工业自动化市场规模预计增速明显，2022 年及 2023 年增速超 10%。同时，中国工业自动化控制行业受到各级政府的高度重视和国家产业政策的重点支持。2021 年工信部发布《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023 年）》，提出到 2023 年，工业互联网新型基础设施建设量质并进，新模式、新业态大范围推广，产业综合实力显著提升；2021 年《关于支持“专精特新”中小企业高质量发展的通知》提出促进数字化网络化智能化改造，业务系统向云端迁移，并通过工业设计促进提品质和创品牌。

图表 32：2020-2025 年全球工业自动化市场规模（亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，中商产业研究院，信达证券研发中心

图表 33：2017-2023 年中国工业自动化市场规模（亿元）



资料来源：工控网，中商产业研究院，信达证券研发中心

工业自动化产品国产替代趋势明显。近年来，国内工控厂商的研发能力和综合实力显著增强，获得了进口替代方面的很多机会。根据工控网相关资料，2021 年中国工业自动化市场规模达到 2530 亿，同比增长 22%，仍有较大的成长空间。中国自动化市场国产化进程也不断加快。根据 MIR DATABANK 数据，2021 年在中国低压变频器、伺服、传感器、小 PLC 市场中，本土品牌份额均有提升，以伺服市场为例，本土品牌市占率由 2016 年的 27.6% 提升至 2021 年的 43.3%。

图表 34: 国内工控行业本土品牌市占率提高


资料来源: MIR DATABANK, 信达证券研发中心

公司工业自动化主要细分产品包括伺服、变频驱动器、可编程逻辑控制器、数字化焊机、工业微波设备等，公司产品已获得三一、徐工、中集、发那科、中国化学、中石油、中海油等多个行业知名客户的认可。

在工控领域，公司采用差异化定位、定制化战略，使得公司避免了直接在伺服、变频器等传统工控领域的激烈竞争。在国家实现“双碳”目标、构建双循环新发展格局的背景下，电动叉车、电动起重机、电动挖掘机等新能源工程机械开始步入客户的视野，公司在工程机械电动化上逐步开展布局，在市场上崭露头角，同时在风能市场也开始了核心部件的供应，相关产品包括各类工程装备控制器、风电变桨驱动器等。

图表 35: 公司工业自动化产品

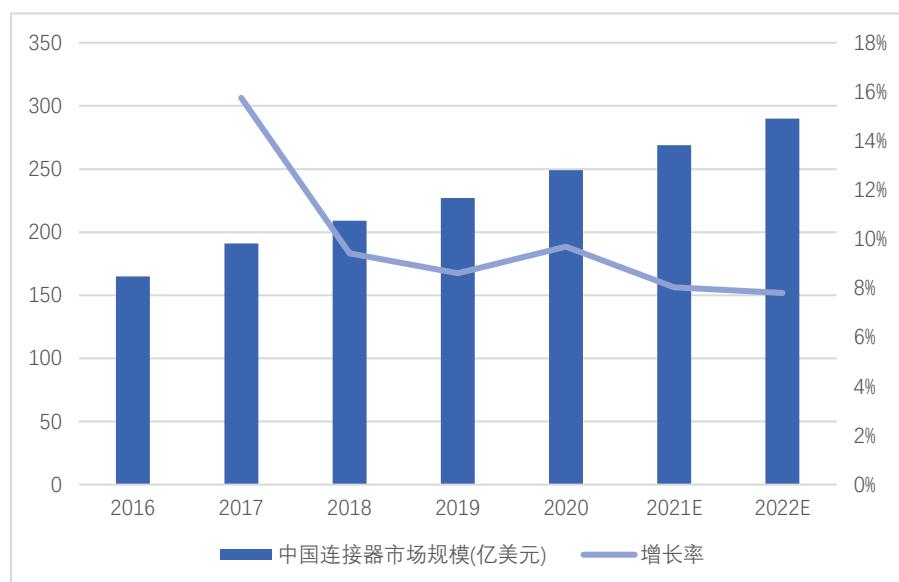

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

3.2.2 精密连接产品：开拓动力电池领域，收入有望高增

精密连接产品主要为连接器件，是电子系统设备之间电流或信号传输与交换的电子部件。连接器作为节点，通过独立或与线缆一起，为器件、组件、设备、子系统之间传输电流或光信号，并且保持各系统之间不发生信号失真和能量损失的变化，是构成整个完整系统连接所必须的基础元件。

中国连接器市场规模保持增长态势。中商产业研究院的数据显示，中国连接器市场规模从2016年的165亿美元持续增长，未来在连接器下游行业产品换代升级加速、市场需求广阔、生产基地逐渐向中国转移以及国家产业政策支持的背景下，预计2022年中国连接器市场规模将会达到290亿美元，维持8%左右的增速。

图表 36：中国连接器市场规模



资料来源：中商产业研究院，公司可转债募集说明书，信达证券研发中心

公司精密连接业务不仅能优化公司内部的磁性器件供应，同时也可直接对外销售线材和相关连接部件产品。公司精密连接产品包括各类扁线、微扁线及相关连接部件，公司精密连接业务在2022年上半年取得了阶段性新进展，一季度公司通过新控股子公司田津电子，完成了公司从精密线材到精密连接的业务整合，由田津电子开发的应用于新能源汽车动力电池的安全信号连接组件，已与宁德时代建立合作关系，我们预计未来或将为公司带来新的收入增长点。2022年1-6月，公司精密连接器业务增长较快，其毛利率与其他工业自动化产品相比较低，从而拉低了工业自动化产品整体毛利率水平，导致毛利率低于同行业。

图表 37: 公司精密连接产品及客户布局

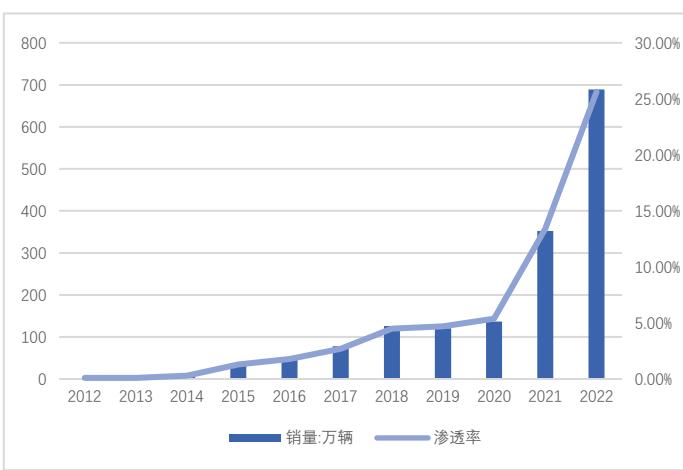


资料来源：公司可转债募集说明书，信达证券研发中心

四. 新能源领域：破除长期发展瓶颈，业务重回高增长

新能源汽车保持高增长，行业持续高景气。随着我国新能源汽车由补贴驱动向需求驱动转变，以及补贴退坡影响的减缓，2020年我国新能源汽车市场重回增长轨道，2021年销量同比增长165.5%，2022年，我国新能源汽车销量为688.7万辆，同比增长93.4%，新能源车渗透率达到25.64%，保持高增长。全球新能源汽车市场保持增长趋势，2022年1-11月全球新能源汽车销量为880.87万辆，同比增长59.16%。在新能源汽车需求持续拉动下，公司新能源汽车业务有望维持增长趋势。

图表 38：中国新能源汽车销量（万辆）



图表 39：全球新能源汽车销量（万辆）

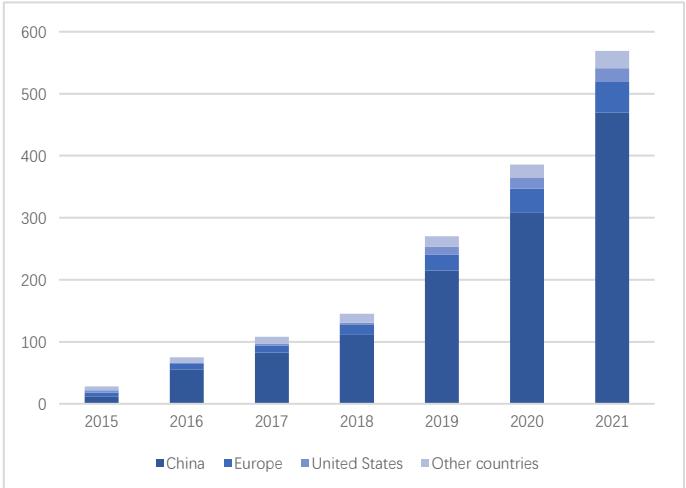


资料来源：工信部，中汽协，信达证券研发中心

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

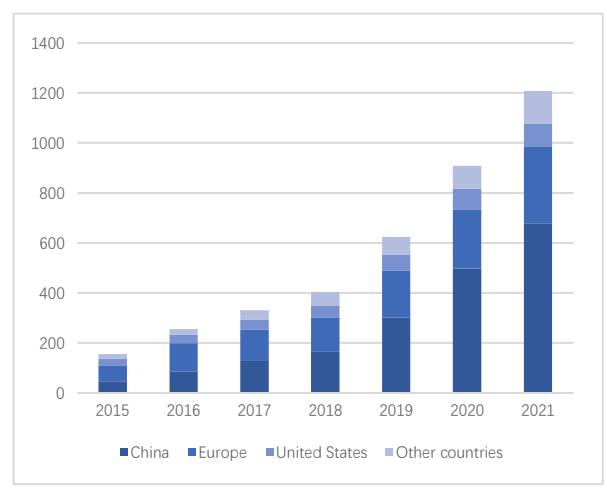
受益新能源车高景气，充电桩市场快速增长。根据IEA数据，2021年全球公共快充桩约569千台，同比增长47.41%，其中中国的占比为82.60%，相比2020年增加2.5pct；2021年全球公共慢充桩约1208千台，同比增加32.9%，其中中国的占比为56.04%，相比2020年增加1.3pct。我们预计，随着新能源车渗透率的提升，未来充电桩市场有望维持较快增速。

图表 40：全球公共快充桩（千台）



资料来源：IEA，信达证券研发中心

图表 41：全球公共慢充桩（千台）



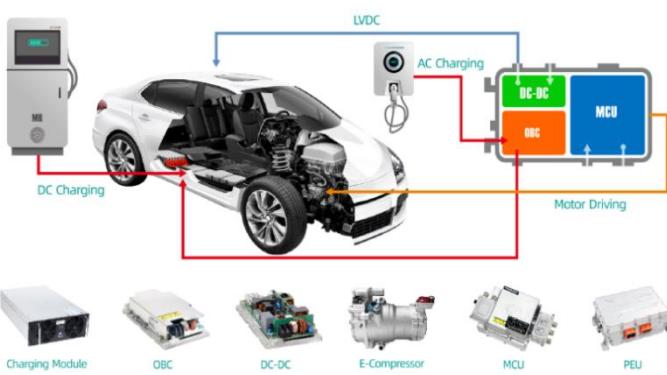
资料来源：IEA，信达证券研发中心

公司新能源汽车及轨道交通业务可以分为充电桩充电模块、新能源汽车、轨道交通三个领域，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 24

产品包括新能源汽车电机驱动器（MCU）、DCDC 模块、车载充电机（OBC）、电力电子集成模块（PEU）、充电桩模块、轨道交通车辆空调控制器等。

图表 42：公司新能源汽车业务主要产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图表 43：公司产品批量应用车型

实现装车25万余辆，服务十多家车企客户，20余款车型



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

受北汽销量下滑影响，**2021** 年公司新能源与轨交业务收入下滑。公司新能源汽车产品以电力电子集成模块（PEU）及电机驱动器（MCU）为主，技术含量较高，单价较高。因新能源汽车市场补贴减少、疫情爆发及汽车芯片短缺等多重因素的影响，北汽新能源电动汽车销量从 2020 年有所下降，导致采购公司 PEU 量有所下降。参考公司公告，公司 2019 年 PEU 销售量为 11.50 万台，2021 年为 1.56 万台，下滑较大。

图表 44：公司 PEU 销量情况

	2022 年 1-3 月	2021 年	2020 年	2019 年
PEU 销量（万台）	0.42	1.56	3.09	11.5
北汽新能源电动汽车销量（万辆）	0.91	2.61	2.59	15.06
占比	45.70%	59.87%	119.24%	76.36%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

积极开拓新客户，新能源业务大幅增长。公司不断开拓新能源汽车领域新客户，与宁波菲仕（应用于哪吒汽车）、零跑等客户已建立合作，其他一些车企正在审厂认证中。截至 2022 年 3 月 31 日，公司新能源汽车及轨道交通产品未发货订单金额为 58,437.16 万元。我们认为，公司积极拓展新客户，拓展了哪吒汽车等企业客户，订单金额快速增长，客户结构进一步优化，未来收入体量有望进一步上升。

图表 45：零跑汽车销量情况（万辆）

图表 46：哪吒汽车销量情况（万辆）



资料来源：太平洋汽车网，信达证券研发中心



资料来源：太平洋汽车网，信达证券研发中心

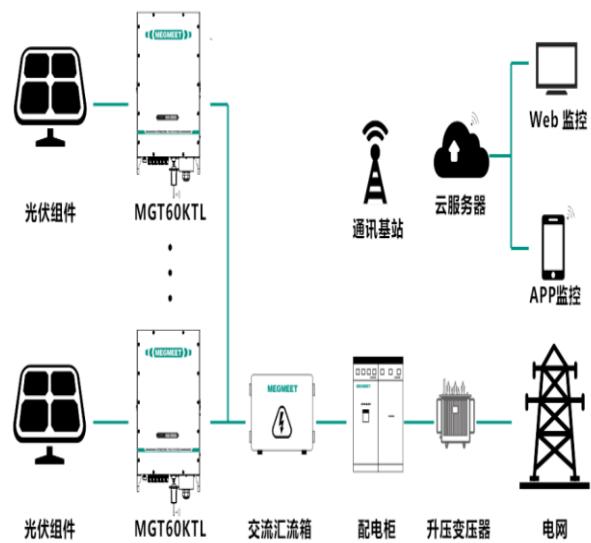
光伏、风电、储能等领域持续投入，未来有望贡献收入。公司产品包括风电变桨驱动器、光伏逆变组件、PCS。1) 精密连接领域，公司动力及储能电池安全信号采集传输组件产品已与宁德时代建立合作。2) 光伏领域，公司全资子公司 2022 年与特变电工签订销售合同，约定 2022 年至 2023 年特变电工向公司全资子公司采购组串式光伏逆变器核心电路板，合同金额约 2.5 亿元。同时公司成为特变电工战略合作供应商，未来光伏领域公司有望实现收入放量。

图表 47：公司成为特变电工战略合作供应商



资料来源：公司微信公众号，信达证券研发中心

图表 48：公司光伏逆变器在大型工商业屋顶电站应用



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

五. 盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

我们测算公司 2022-2024 年整体收入为 55.2/74.4/99.6 亿元，同比增长 32.8%、34.8%、33.9%，整体毛利率分布为 24.05%、24.25%、23.97%。分业务来看：1) 智能家电电控是公司核心收入模块，随着智能马桶渗透率的提升，未来收入有望维持一定增速，同时由于未来原材料、芯片价格有望下行，毛利率整体有望增长。2) 工业电源方面，整体收入由于光伏逆变器等业务的起量，未来收入保持较高增速，同时由于规模效应等，毛利率有望提升；3) 工业自动化方面，公司积极拓展精密连接相关业务，但由于精密连接业务毛利率相对较低，我们预计公司毛利率或将小幅下行；4) 新能源与轨交板块，我们预计公司持续拓展客户，未来有望随着客户群的扩展，收入保持高增速，毛利方面随着业务体量上升，23-24 年整体毛利率有望改善。

图表 49：公司收入预测

类别	项目	2021	2022E	2023E	2024E
公司整体					
	营业收入（亿元）	41.6	55.2	74.4	99.6
	YOY	23.08%	32.80%	34.84%	33.88%
	毛利率	26.58%	24.05%	24.25%	23.97%
智能家电					
	营业收入（亿元）	21.7	27.6	34.3	43.1
	YOY	23.69%	27.32%	24.14%	25.52%
	毛利率	23.2%	22.5%	23.5%	23.5%
工业电源					
	营业收入（亿元）	8.8	12.2	16.6	22.2
	YOY	26.09%	38.37%	36.00%	34.00%
	毛利率	29.0%	28.7%	28.5%	28.4%
工业自动化					
	营业收入（亿元）	7.8	9.3	12.2	15.5
	YOY	45.38%	19.50%	30.72%	27.31%
	毛利率	33.9%	28.0%	28.2%	28.3%
新能源与轨交					
	营业收入（亿元）	3.0	5.8	11.1	18.6
	YOY	-14.32%	92.68%	91.31%	67.40%
	毛利率	25.7%	15.5%	16.0%	16.2%
其他					
	营业收入（亿元）	0.2	0.2	0.2	0.2
	YOY	/	/	/	/
	毛利率	17.6%	18.0%	18.0%	18.0%

资料来源：wind，信达证券研发中心

估值与投资评级

我们选择汇川技术、新雷能、信捷电气作为可比对象。我们预计公司 2022-2024 年归母利润为 4.25、6.26、8.52 亿元，同比增长 9.3%、47.3%、36.0%，22-24 年 PE 为 35/24/18 倍，与可比对象相比估值水平较低，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 50：可比公司估值

证券简称	证券代码	股价	市值	EPS			PE		
		(元)	(亿元)	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
汇川技术	300124.SZ	73.10	1,943.3	1.58	2.04	2.59	46.21	35.83	28.18
新雷能	300593.SZ	35.58	147.23	0.98	1.43	2.03	36.13	24.95	17.55
信捷电气	603416.SH	52.25	73.4	1.88	2.46	3.20	27.78	21.24	16.33
可比公司平均							36.71	27.34	20.68
麦格米特	002851.SZ	30.28	150.66	0.85	1.26	1.71	35.44	24.05	17.69

资料来源：wind，信达证券研发中心

备注：其他公司来自万得一致预期，日期为 2023 年 2 月 20 日

六. 风险因素

原材料供应短缺风险；原材料涨价风险；海外需求下滑风险；公司新业务产能扩张不及预期；行业竞争加剧风险。



资产负债表			单位:		百万元	利润表			单位:		百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
流动资产	3,829	4,454	6,058	7,620	9,669	营业收入	3,376	4,156	5,519	7,441	9,963		
货币资金	549	492	992	1,449	2,149	营业成本	2,418	3,051	4,191	5,637	7,575		
应收票据	105	114	151	204	273	营业税金及附加	19	18	14	19	25		
应收账款	846	1,240	1,497	1,917	2,432	销售费用	138	196	193	253	319		
预付款项	19	56	84	113	151	管理费用	84	110	121	164	219		
存货	845	1,653	2,172	2,693	3,310	研发费用	368	461	579	744	996		
其他	1,465	899	1,162	1,245	1,354	财务费用	40	24	16	29	22		
非流动资产	1,377	1,759	1,987	2,077	2,185	减值损失合计	-14	-8	-10	-10	-10		
长期股权投资	83	107	107	107	107	投资净收益	12	41	8	11	15		
固定资产(合计)	409	578	693	726	773	其他	125	110	40	54	75		
无形资产	235	259	278	305	336	营业利润	432	439	442	652	886		
其他	650	816	909	939	969	营业外收支	-1	-2	0	0	0		
资产总计	5,206	6,213	8,044	9,696	11,854	利润总额	431	437	442	652	886		
流动负债	2,058	2,914	3,084	4,104	5,402	所得税	28	24	13	20	27		
短期借款	97	182	130	150	100	净利润	403	413	429	632	860		
应付票据	835	1,105	1,148	1,544	2,075	少数股东损益	0	24	4	6	8		
应付账款	889	1,315	1,493	2,008	2,698	归属母公司净利润	403	389	425	626	852		
其他	236	313	313	402	529	EBITDA	467	447	560	790	1,032		
非流动负债	54	107	1,327	1,327	1,327	EPS(当年) (元)	0.84	0.78	0.85	1.26	1.71		
长期借款	10	0	0	0	0								
其他	44	107	1,327	1,327	1,327								
负债合计	2,112	3,021	4,411	5,431	6,729								
少数股东权益	25	35	39	44	52								
归属母公司股东权益	3,069	3,157	3,595	4,221	5,073								
负债和股东权益	5,206	6,213	8,044	9,696	11,854								
重要财务指标						单位:	百万元	现金流量表					
主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E			经营活动现金流	464	-113	-77	672	1,015
营业收入	3,376	4,156	5,519	7,441	9,963			净利润	403	413	429	632	860
同比(%)	-5.1%	23.1%	32.8%	34.8%	33.9%			折旧摊销	67	105	106	115	132
归属母公司净利润	403	389	425	626	852			财务费用	44	21	23	41	40
同比(%)	11.6%	-3.5%	9.3%	47.3%	36.0%			投资损失	-12	-41	-8	-11	-15
毛利率(%)	28.4%	26.6%	24.0%	24.3%	24.0%			营运资金变动	11	-555	-652	-135	-36
ROE(%)	13.1%	12.3%	11.8%	14.8%	16.8%			其它	-49	-58	25	30	35
EPS(摊薄)(元)	0.84	0.78	0.85	1.26	1.71			投资活动现金流	-777	160	-580	-194	-225
PE	40.37	41.18	35.44	24.05	17.69			资本支出	-213	-242	-330	-205	-240
P/B	5.57	5.05	4.19	3.57	2.97			长期投资	-592	357	-255	0	0
EV/EBITDA	35.69	35.12	27.68	19.05	13.85			其他	29	45	5	11	15
								筹资活动现金流	592	-96	1,158	-21	-90
								吸收投资	654	14	13	0	0
								借款	375	819	-52	20	-50
								支付利息或股息	-84	-113	-23	-41	-40
								现金净增加额	264	-56	500	457	700

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，2年行业研究经验，2022年7月加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

胡隽颖，新能源与电力设备行业研究助理，中国人民大学金融工程硕士，武汉大学金融工程学士，曾任兴业证券机械军工团队研究助理，2022年加入信达证券研发中心，负责风电设备行业研究。

曾一赟，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责新型电力系统和电力设备行业研究。

孙然，团队成员，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

陈政洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	huijeying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

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）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20%以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5%以下。	看高： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

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。