

2023年08月11日

儒竞科技（301525.SZ）

新股覆盖研究

投资要点

◆ 下周二（8月15日）有一家创业板上市公司“儒竞科技”询价。

◆ **儒竞科技（301525）：**儒竞科技是专业的变频节能与智能控制综合方案提供商，专注于电力电子及电机控制领域综合产品的研发、生产与销售。公司2020-2022年分别实现营业收入7.93亿元/12.90亿元/16.14亿元，YOY依次为27.67%/62.79%/25.06%，三年营业收入的年复合增速37.49%；实现归母净利润0.33亿元/1.34亿元/2.11亿元，YOY依次为245.04%/311.04%/58.03%，三年归母净利润的年复合增速181.94%。最新报告期，2023年1-6月公司实现营业收入7.85亿元，同比增加39.17%；归母净利润1.16亿元，同比增加111.70%。根据初步预测，2023年1-9月公司预计可实现的归属于母公司股东的净利润约为23,611.55万元至27,258.59万元，同比增长约44.71%至67.07%。

① **投资亮点：**1、公司产品与海尔、艾默生等客户形成稳定合作，在暖通空调及冷冻冷藏领域市占率取得领先；随着经济性 & 环保性突出的空气源热泵在国内及欧洲市场的应用逐步推进，公司热泵业务增长有望持续。公司与海尔、艾默生及三菱重工海尔分别于2008年、2010年、2014年建立合作关系并保持稳定合作至今，其中，出于供应链稳定性考虑，艾默生与公司于2014年合资成立了儒竞艾默生（后儒竞科技收购艾默生在其中的40%股权，该公司成为公司全资子公司）；2022年公司来自海尔、艾默生及三菱重工海尔的收入占比分别达到24.98%、17.90%、10.17%，报告期内来自上述三大客户的合计收入占比维持在50%以上。依托与知名客户的合作，公司控制器及变频驱动器产品在商用变频空调、空气源热泵领域市占率取得领先，包括2021年国内商用变频空调领域市占率达到13.72%、国内及欧洲热泵市场市占率达到7.50%（根据产业在线、欧洲热泵EHPA数据统计）。全球“碳中和”及“碳达峰”发展背景下，具备高能量转化效率及显著环保优势的热泵应用渗透提速，2016-2021年欧洲及国内热泵产品销量CAGR分别达到17.08%及54.07%；随着热泵应用未来持续推进，公司作为细分领域领先者有望较好受益。2、公司持续拓展新能源车热管理系统产品线，报告期内贡献了较好的业绩增长。公司于2014年开始布局新能源车领域，新能源汽车电动压缩机变频驱动器、新能源汽车PTC电加热控制器分别于2017年、2020年实现量产，作为新能源汽车热管理系统关键部件，报告期内随着新能源汽车市场快速发展，公司相应业务拓展较为迅速，2020-2022年新能源车业务收入同比增速分别为15.08%、294.57%、96.82%，2022年公司在国内新能源车变频驱动器市场占有率达到5.76%。

② **同行业上市公司对比：**根据主营业务的相似性，选取麦格米特、汇川技术、三花智控、和而泰为儒竞科技的可比上市公司。从上述可比公司来看，2022年可比公司的平均收入规模为139.50亿元，可比PE-TTM（算术平均）为35.83X，销售毛利率为26.25%；相较而言，公司营收规模与销售毛利率均未及同行业平均水平。

◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	70.72
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师

李惠

SAC执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsec.cn

相关报告

泰凌微-新股专题覆盖报告（泰凌微）-2023年第173期-总第370期 2023.8.8
多浦乐-新股专题覆盖报告（多浦乐）-2023年第171期-总第368期 2023.8.6
众辰科技-新股专题覆盖报告（众辰科技）-2023年第172期-总第369期 2023.8.6
锆威特-新股专题覆盖报告（锆威特）-2023年第170期-总第367期 2023.8.1
恒达新材-新股专题覆盖报告（恒达新材）-2023年第169期-总第366期 2023.8.1



公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	792.7	1,290.4	1,613.7
同比增长(%)	27.67	62.79	25.06
营业利润(百万元)	75.8	153.5	259.5
同比增长(%)	117.42	102.41	69.03
净利润(百万元)	32.5	133.7	211.3
同比增长(%)	245.04	311.04	58.03
每股收益(元)	0.55	1.89	2.99

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、儒竞科技	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	9
(四) 募投项目投入	10
(五) 同行业上市公司指标对比	10
(六) 风险提示	11

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化	4
图 2：公司归母净利润及增速变化	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4：公司 ROE 变化	5
图 5：2016 年度至 2021 年度中国商用空调产销量	6
图 6：2016 年度至 2021 年度中国商用变频空调产销量	6
图 7：2016 年度至 2021 年度中国空气源热泵产销量	7
图 8：2016 年度至 2021 年度中国变频空气源热泵产销量	7
图 9：2016 年度至 2021 年度中国家用空调产销量	8
图 10：2016 年度至 2021 年度中国家用变频空调产销量	8
图 11：2013 年至 2022 年中国新能源汽车产销量（万辆）	9
表 1：公司 IPO 募投项目概况	10
表 2：同行业上市公司指标对比	11

一、儒竞科技

儒竞科技是专业的变频节能与智能控制综合方案提供商，专注于电力电子及电机控制领域综合产品的研发、生产与销售，主要产品包括暖通空调及冷冻冷藏设备（HVAC/R）领域的变频驱动器及系统控制器、新能源汽车热管理系统领域的变频驱动器及控制器、工业伺服驱动及控制系统领域的伺服驱动器及伺服电机。

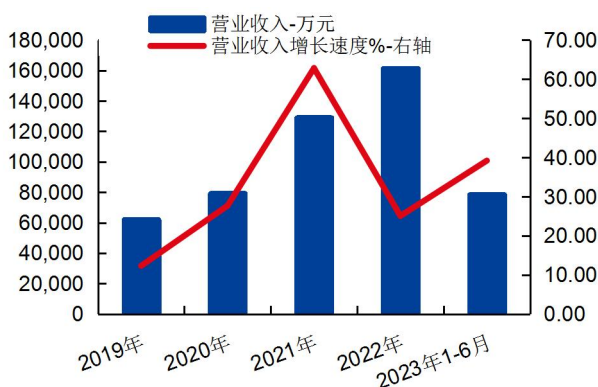
儒竞科技作为自主创新的研发驱动型企业，以电力电子及电机控制技术作为基础，成功研发了以电机控制、电源控制及系统控制技术、数字电源及电力电子变换硬件平台、电机设计平台为代表的三大技术领域，在细分技术领域内掌握了多项核心技术，并通过核心技术的交叉应用与延伸，形成了多元化的产品布局，建立了跨领域的经营模式。截至报告期末，公司拥有发明专利 53 项。

（一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 7.93 亿元/12.90 亿元/16.14 亿元，YOY 依次为 27.67%/62.79%/25.06%，三年营业收入的年复合增速 37.49%；实现归母净利润 0.33 亿元/1.34 亿元/2.11 亿元，YOY 依次为 245.04%/311.04%/58.03%，三年归母净利润的年复合增速 181.94%。最新报告期，2023 年 1-6 月公司实现营业收入 7.85 亿元，同比增加 39.17%；归母净利润 1.16 亿元，同比增加 111.70%。

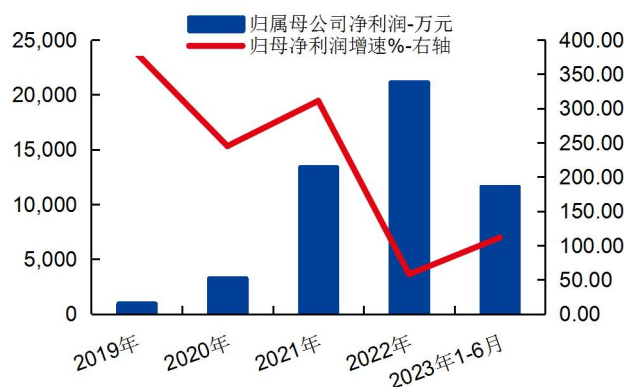
2022 年，公司主营业务收入按产品类型可分为三大板块，分别为 HVAC/R 领域（14.05 亿元，87.24%）、新能源汽车热管理系统领域（1.70 亿元，10.58%）、工业伺服驱动及控制系统领域（0.35 亿元，2.18%）；报告期间，HVAC/R 领域始终是公司的核心产品，销售收入占比保持在 87%以上。

图 1：公司收入规模及增速变化



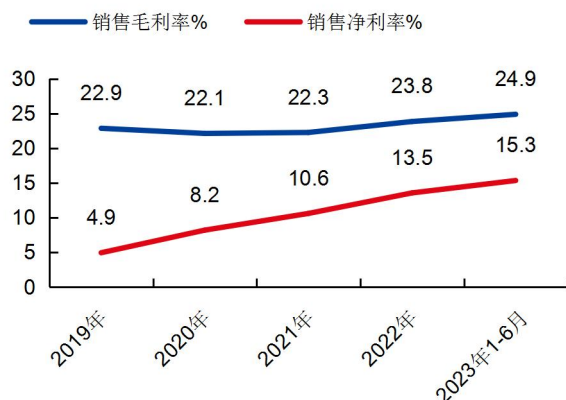
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



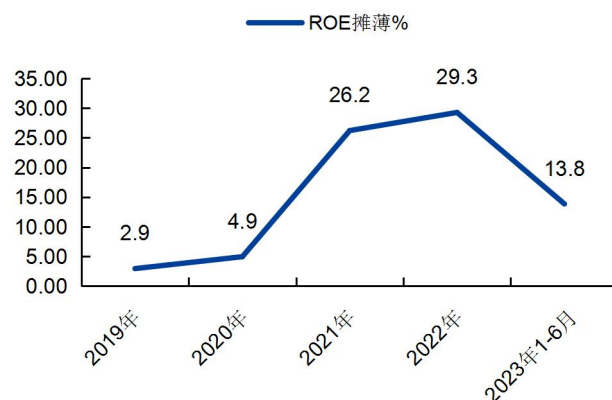
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司专注提供变频节能与智能控制综合解决方案；根据公司核心技术特点，公司属于电力电子及电机控制领域，公司产品根据应用领域不同，可分为暖通空调及冷冻冷藏设备领域、新能源汽车热管理系统领域、工业伺服驱动及控制系统领域。

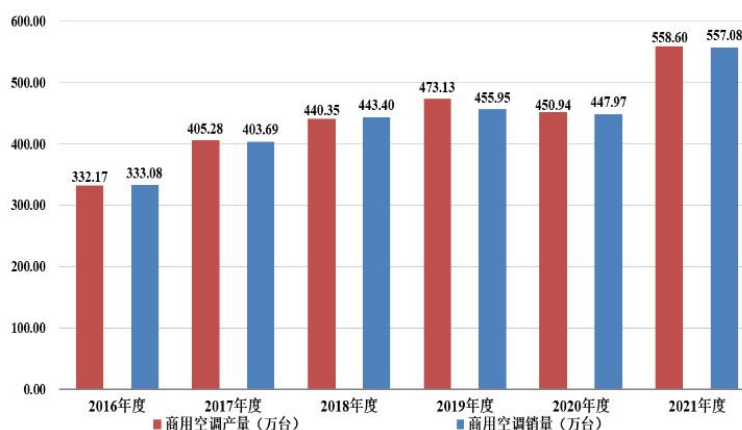
1、暖通空调及冷冻冷藏设备行业

商用空调是指依据公共、商用等领域的要求定制化设计、安装和调试的设备，通过中央控制集成，精确控制多个空间的温度湿度，是综合考虑换气次数、环境、噪音和运行经济性等要素的空调设备，具备高效节能、噪声低、振动小等优点。受益于国民经济的快速增长，环境舒适度与高效节能要求的不断提高，商用空调广泛应用于写字楼、商场、酒店等商业配套设施以及图书馆、体育馆、电影院等公共基础设施，其技术要求高、进入壁垒大，属于空调市场的高端产品。

近年来，我国城镇化率持续增长，城镇化率从2013年的53.73%持续上升至2021年的64.72%，其极大地拉动了基础设施及配套设施建设投资，带动大量的新建商业配套设施与新建公共基础设施对于商用空调的新增需求，商用空调市场持续保持稳定发展趋势。

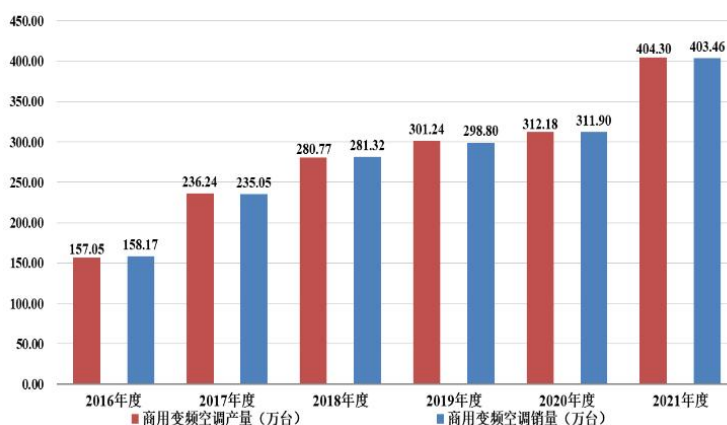
根据产业在线数据统计，中国商用空调产销量分别由2016年的332.17万台及333.08万台增长至2021年的558.60万台及557.08万台，年均复合增长率分别达10.96%及10.83%。其中，受益于国家对节能减排产品的支持，中国商用变频空调产销量分别由2016年的157.05万台及158.17万台增长至2021年的404.30万台及403.46万台，年均复合增长率分别达20.82%及20.60%。

图 5：2016 年度至 2021 年度中国商用空调产销量



资料来源：产业在线，华金证券研究所

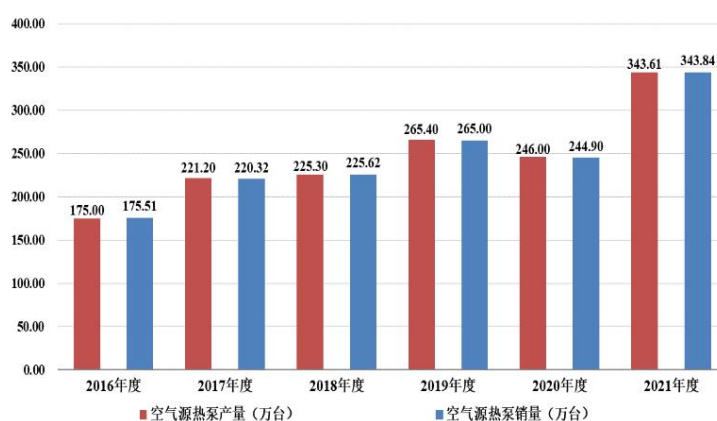
图 6：2016 年度至 2021 年度中国商用变频空调产销量



资料来源：产业在线，华金证券研究所

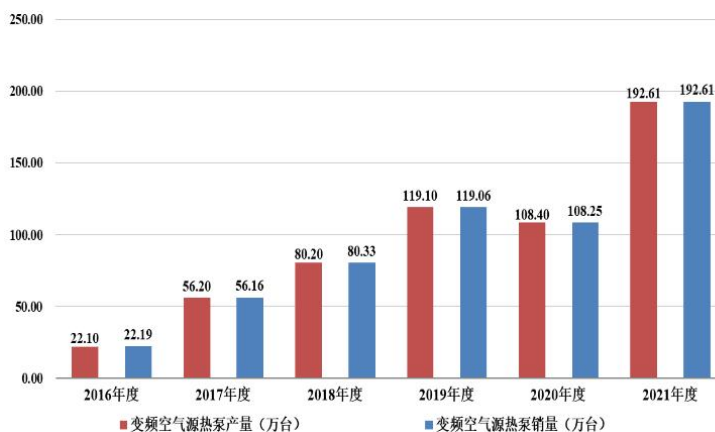
近年来，以空气源热泵为代表的清洁供暖产品的市场需求呈稳步发展趋势，根据产业在线数据统计，中国空气源热泵产销量分别由 2016 年的 175.00 万台及 175.51 万台增长至 2021 年的 343.61 万台及 343.84 万台，年均复合增长率分别达 14.45% 及 14.40%。其中，受益于变频热泵具备高能效比、节能环保等优势，中国变频空气源热泵产销量由 2016 年的 22.10 万台及 22.19 万台增长至 2021 年的 192.61 万台及 192.61 万台，年均复合增长率分别达 54.19% 及 54.07%，体现出较大的市场空间与良好的增长潜力。

图 7：2016 年度至 2021 年度中国空气源热泵产销量



资料来源：产业在线，华金证券研究所

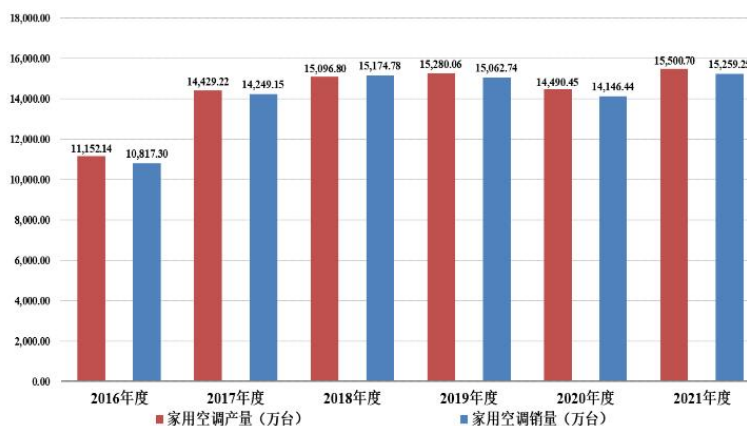
图 8：2016 年度至 2021 年度中国变频空气源热泵产销量



资料来源：产业在线，华金证券研究所

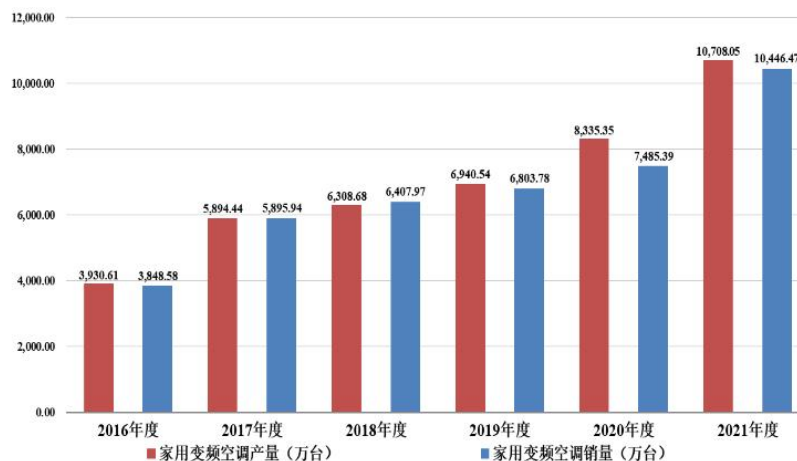
根据产业在线数据统计，中国家用空调产销量分别由 2016 年的 11,152.14 万台及 10,817.30 万台增长至 2021 年的 15,500.70 万台及 15,259.25 万台，年均复合增长率分别达 6.81% 及 7.12%。其中，中国家用变频空调产销量分别由 2016 年的 3,930.61 万台及 3,848.58 万台增长至 2021 年的 10,708.05 万台及 10,446.47 万台，年均复合增长率分别达 22.19% 及 22.11%。

图 9：2016 年度至 2021 年度中国家用空调产销量



资料来源：产业在线，华金证券研究所

图 10：2016 年度至 2021 年度中国家用变频空调产销量

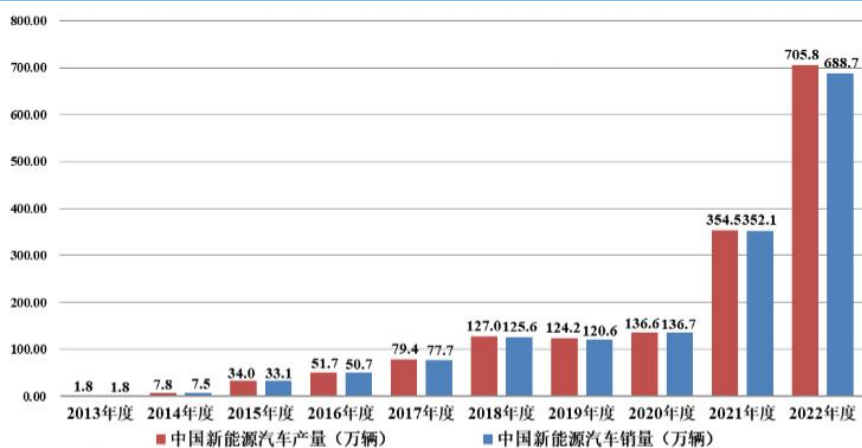


资料来源：产业在线，华金证券研究所

2、新能源汽车热管理系统领域

近年来，国家对于环保治理的要求日益严格，中国汽车产业正处于转变发展方式、优化产业结构、转换增长动力的关键时期，新能源汽车有望保持长期持续发展态势。根据中国汽车工业协会统计，2022 年，我国新能源汽车产销量分别为 705.8 万辆及 688.7 万辆，较上年同期分别增长 99.10%及 95.60%。其中，纯电动汽车产销量分别达 546.7 万辆和 536.5 万辆，较上年同期分别增长 85.83%和 83.98%；插电式混合动力汽车产销量分别达 158.8 万辆和 151.8 万辆，较上年同期分别增长 164.23%和 151.74%。

图 11：2013 年至 2022 年中国新能源汽车产销量（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，华金证券研究所

3、工业伺服驱动及控制系统领域

工业伺服驱动及控制系统是指以物体的位移、速度、角度等控制量组成的，能够跟踪目标任意变化的自动化控制系统，是基于变频技术的延伸产品，其不仅可进行速度、转矩控制，还可实现精确、快速、稳定的位置控制。

工业伺服驱动及控制系统主要由伺服驱动器、伺服电机、编码器三部分组成。伺服驱动器负责将从控制器接收到的信息分解为单个自由度系统可执行的命令，再传递给执行机构（伺服电机）；伺服电机将收到的电流信号转化为转矩和转速以驱动控制对象，实现每一个关节角度、角速度和关节转矩的控制；编码器作为伺服系统的反馈装置，很大程度上决定伺服系统精度。编码器安装在伺服电机上，与电机同步旋转，转动的同时将编码信号送回控制器，控制器据以判断伺服电机的转向、转速、位置信息。

伺服系统按照执行元件的不同可分为液压伺服系统、电气伺服系统以及气动伺服系统，目前应用最为广泛的是电气伺服系统。电气伺服系统又可进一步分为直流伺服系统和交流伺服系统。其中，直流伺服电机可实现精确和快速的启动或停止功能，故多用于能通过微控制器或计算机控制的装备上。交流伺服电机包含编码器，与控制器一起提供闭环控制和反馈，其工作电压更高、扭矩更大、精度更高，主要运用于机器人、自动化装备等机械设备上。

（三）公司亮点

1、公司产品与海尔、艾默生等客户形成稳定合作，在暖通空调及冷冻冷藏领域市占率取得领先；随着经济性及环保性突出的空气源热泵在国内及欧洲市场的应用逐步推进，公司热泵业务增长有望持续。公司与海尔、艾默生及三菱重工海尔分别于 2008 年、2010 年、2014 年建立合作关系并保持稳定合作至今，其中，出于供应链稳定性考虑，艾默生与公司于 2014 年合资成立了儒竞艾默生（后儒竞科技收购艾默生在其中的 40% 股权，该公司成为公司全资子公司）；2022 年公司来自海尔、艾默生及三菱重工海尔的收入占比分别达到 24.98%、17.90%、10.17%，报告期内来自上述三大客户的合计收入占比维持在 50% 以上。依托与知名客户的合作，公司控制器及变频驱动器产品在商用变频空调、空气源热泵领域市占率取得领先，包括 2021 年国内商用

变频空调领域市占率达到 13.72%、国内及欧洲热泵市场市占率达到 7.50%（根据产业在线、欧洲热泵 EHPA 数据统计）。全球“碳中和”及“碳达峰”发展背景下，具备高能量转化效率及显著环保优势的热泵应用渗透提速，2016-2021 年欧洲及国内热泵产品销量 CAGR 分别达到 17.08%及 54.07%；随着热泵应用未来持续推进，公司作为细分领域领先者有望较好受益。

2、公司持续拓展新能源车热管理系统产品线，报告期内贡献了较好的业绩增长。公司于 2014 年开始布局新能源车领域，新能源汽车电动压缩机变频驱动器、新能源汽车 PTC 电加热控制器分别于 2017 年、2020 年实现量产，作为新能源汽车热管理系统关键部件，报告期内随着新能源汽车市场快速发展，公司相应业务拓展较为迅速，2020-2022 年新能源车业务收入同比增速分别为 15.08%、294.57%、96.82%，2022 年公司在国内新能源车变频驱动器市场占有率达到 5.76%。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目以及补充流动资金。

- 1、**新能源汽车电子和智能制造产业基地：**本项目计划新建生产制造基地，在项目建设期内完成生产厂房等主要建筑及室外工程的建设，SMT、DIP 等生产线的扩建，双轨高速贴片机、锡膏印刷机、涂覆机、制氮机、自动点胶机等硬件设备及生产平台、E-SOP 系统等配套软件的购置等，新增 HVAC/R、新能源汽车热管理系统、工业伺服驱动及控制系统领域达产年产能 610 万套、180 万套、30 万套。
- 2、**研发测试中心建设项目：**本项目计划建设研发测试中心，购置相关研发设备，配置专业人才，以满足公司产品开发、技术升级等需求，开发出高能效、高节能性、高智能化及小型化的产品，满足下游应用领域未来更新换代的需求，为公司的可持续发展提供必要的技术储备与支持。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	新能源汽车电子和智能制造产业基地（注）	52,378.00	52,378.00	36 个月
2	研发测试中心建设项目	15,809.20	15,809.20	36 个月
3	补充流动资金	30,000.00	30,000.00	--
	合计	98,187.20	98,187.20	--

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 16.14 亿元，同比增长 25.06%；实现归属于母公司净利润 2.11 亿元，同比增长 58.03%。根据初步预测，公司预计 2023 年 1-9 月可实现的营业收入约为 145,815.02 万元至 162,815.02 万元，同比增长约 24.89%至 39.45%；预计可实现的归属于母公司股东的净利润约为 23,611.55 万元至 27,258.59 万元，同比增长约 44.71%至 67.07%；预计可

实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润约为 23,064.36 万元至 26,711.40 万元，同比增长约 34.35%至 55.60%。

公司主要提供变频节能与智能控制综合产品的研发、生产与销售；根据主营业务的相似性，选取麦格米特、汇川技术、三花智控、和而泰为儒竞科技的可比上市公司。从上述可比公司来看，2022 年可比公司的平均收入规模为 139.50 亿元，可比 PE-TTM（算术平均）为 35.83X，销售毛利率为 26.25%；相较而言，公司营收规模与销售毛利率均未及同行业平均水平。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2022 年收入 (亿元)	2022 年 收入增速	2022 年归 母净利润 (亿元)	2022 年净 利润增长 率	2022 年 销售毛利 率	2022 年 ROE 摊 薄
002851.SZ	麦格米特	160.80	28.70	54.78	31.81%	4.73	21.56%	23.76%	12.76%
300124.SZ	汇川技术	1,845.55	42.43	230.08	28.23%	43.20	20.89%	35.01%	21.80%
002050.SZ	三花智控	1,056.38	38.81	213.48	33.25%	25.73	52.81%	26.08%	19.88%
002402.SZ	和而泰	149.48	33.38	59.65	-0.34%	4.38	-20.93%	20.15%	10.48%
301525.SZ	儒竞科技	/	/	16.14	25.06%	2.11	58.03%	23.84%	29.26%

资料来源：Wind（数据截至日期：2023 年 8 月 11 日），华金证券研究所

（六）风险提示

客户集中风险、应收账款、应收票据及应收款项融资余额较大的风险、生产经营场所租赁的风险、规模扩张引致的管理风险、子公司分红能力的风险、技术创新无法适应市场变化的风险、产品研发无法满足客户需求的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn