

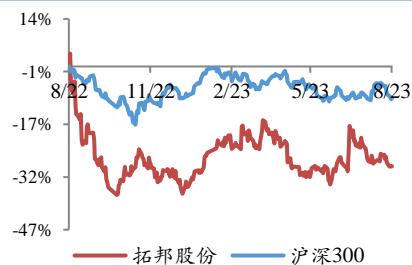
# 下游复苏仍需时日，盈利能力稳步提升

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2023-08-17

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 收盘价（元）          | 11.22      |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 16.34/9.91 |
| 总股本（百万股）        | 1,270      |
| 流通股本（百万股）       | 1,050      |
| 流通股比例（%）        | 82.74      |
| 总市值（亿元）         | 142        |
| 流通市值（亿元）        | 118        |

## 公司价格与沪深 300 走势比较


**分析师：陈晶**

执业证书号：S0010522070001

邮箱：chenjing@hazq.com

**分析师：张天**

执业证书号：S0010520110002

邮箱：zhangtian@hazq.com

## 相关报告

1. 新能源扩产、家电/工具复苏，有望受益边缘 AI 和终端智能化 2023-05-07

## 主要观点：

### ● 事件回顾：

公司发布半年报，2023年上半年实现营业收入 43.56 亿元，同比增长 0.67%；实现归母净利润 2.58 亿元，同比增长 4.62%，扣非后归母净利润 2.54 亿元，同比增长 24.07%。单季度来看，公司 Q2 实现营业收入 22.61 亿元，同比下滑 4.20%、环比增长 13.33%，实现归母净利润 1.62 亿元，同比增长 6.17%、环比增长 68.75%。2023年上半年，工具和家电板块分别实现收入 16.20 亿元和 15.00 亿元，较去年同期基本持平，新能源板块实现收入 9.14 亿元，同比增长 6.56%，低于预期，下游去库存或需求复苏仍需时日。但是，公司上半年综合毛利率 21.58%，较去年同期增加了 2.5 个百分点，上述三大业务板块毛利率均有改善，盈利能力进一步提升。此外，公司上半年经营性现金流净额 5.28 亿元，较去年同期增加了 604.86%，财务状况更加健康，预计下半年公司整体经营逐季向好态势。

### ● 控制器市场大而分散，公司份额稳步提升，智能化趋势提供成长动能

2022 年智能控制器全球市场规模约 1.8 万亿美元，中国市场规模约 3 万亿元人民币。控制器行业竞争格局十分分散，主要有三类竞争者，一类是英维斯、代傲等专门为跨国电气电子整机厂商提供高端智能控制器厂商，核心是技术优势；另一类是富士康、伟创力等代加工厂或者 EMS 企业，核心是成本优势；一类是拓邦股份、和而泰、振邦智能、朗特智能等国内本土控制器厂商，核心是客户，在研发和成本方面取得良好的平衡、做到及时响应，剩下的主要是一些小规模厂商。智能控制器行业天花板较高、公司市占率提升空间较大，随着下游市场向头部客户集中，公司份额有望稳步提升。此外，智能化趋势不可阻挡，产品不断更新迭代给智能控制器厂商带来持久的成长动能。

### ● 公司看点：

- 1) **下游家电、工具和新能源需求复苏。** 家电行业需求恢复趋势明确，上半年刚需家电品类优先回暖，品类恢复节奏上存在差异；工具行业去库存持续至 2023 年上半年，随着应用场景增加，需求恢复指日可待；新能源上半年受欧美市场去库存影响低于预期，工商业储能有望成为新增长点。
- 2) **绑定优质大客户，公司份额提升仍有空间。** 家电客户包括伊莱克斯、苏泊尔、松下、博西华、日立等，营收过亿的客户数量快速增长；工具客户 TTI 占比七成，其他工具客户份额仍有较大提升空间。
- 3) **前瞻性布局空心杯电机，工业板块是潜在增长点。** 公司 IPO 阶段开始布局电机产品和工控产品，电机产品包括空心杯有刷电机、无刷电机，可用于家电、工具和机器人领域。

### ● 投资建议

公司工具、家电两大下游下半年有望看到更加明显的复苏，新能源作为第二增长曲线有望重回高增长，公司目前估值处于历史低位。我们预计调整公司 2023-2025 年归母净利润预测值为 7.62、9.91、12.74 亿元（前值为 8.47、11.91、16.49 亿元），对应 EPS 为 0.60、0.78、1.00 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 18.69X/14.37X/11.18X，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

1) 下游家电、工具和新能源复苏不及预期；2) 新能源扩产不及预期。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 8875  | 9863  | 11511 | 14243 |
| 收入同比 (%)  | 14.3% | 11.1% | 16.7% | 23.7% |
| 归属母公司净利润  | 583   | 762   | 991   | 1274  |
| 净利润同比 (%) | 3.1%  | 30.8% | 30.1% | 28.5% |
| 毛利率 (%)   | 20.1% | 21.2% | 22.1% | 23.0% |
| ROE (%)   | 10.2% | 11.9% | 13.5% | 14.9% |
| 每股收益 (元)  | 0.46  | 0.60  | 0.78  | 1.00  |
| P/E       | 22.54 | 18.69 | 14.37 | 11.18 |
| P/B       | 2.30  | 2.22  | 1.94  | 1.67  |
| EV/EBITDA | 17.62 | 13.63 | 9.23  | 4.86  |

资料来源：Wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表           |              |              |              | 单位:百万元       | 利润表      |       |       |       | 单位:百万元 |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------|-------|-------|-------|--------|
| 会计年度            | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 会计年度     | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E  |
| 流动资产            | 6881         | 8585         | 9329         | 12421        | 营业收入     | 8875  | 9863  | 11511 | 14243  |
| 现金              | 1403         | 2673         | 2207         | 4158         | 营业成本     | 7087  | 7768  | 8966  | 10973  |
| 应收账款            | 2550         | 2481         | 3362         | 3500         | 营业税金及附加  | 59    | 66    | 77    | 95     |
| 其他应收款           | 78           | 59           | 101          | 97           | 销售费用     | 260   | 286   | 311   | 342    |
| 预付账款            | 53           | 59           | 67           | 82           | 管理费用     | 370   | 404   | 437   | 470    |
| 存货              | 1993         | 2324         | 2655         | 3395         | 财务费用     | -123  | 9     | -18   | -8     |
| 其他流动资产          | 805          | 989          | 936          | 1188         | 资产减值损失   | -70   | 1     | -3    | -42    |
| 非流动资产           | 3483         | 3701         | 3877         | 4013         | 公允价值变动收益 | 88    | 0     | 0     | 0      |
| 长期投资            | 24           | 24           | 24           | 24           | 投资净收益    | 1     | 1     | 1     | 1      |
| 固定资产            | 1840         | 1968         | 2077         | 2168         | 营业利润     | 636   | 831   | 1080  | 1387   |
| 无形资产            | 547          | 637          | 705          | 749          | 营业外收入    | 6     | 3     | 3     | 3      |
| 其他非流动资产         | 1072         | 1072         | 1072         | 1072         | 营业外支出    | 9     | 6     | 6     | 6      |
| 资产总计            | 10365        | 12285        | 13206        | 16434        | 利润总额     | 633   | 828   | 1077  | 1384   |
| 流动负债            | 3823         | 5058         | 5064         | 7094         | 所得税      | 52    | 66    | 86    | 111    |
| 短期借款            | 283          | 283          | 283          | 283          | 净利润      | 582   | 762   | 991   | 1274   |
| 应付账款            | 1606         | 2278         | 2206         | 3281         | 少数股东损益   | -1    | 0     | 0     | 0      |
| 其他流动负债          | 1933         | 2497         | 2575         | 3530         | 归属母公司净利润 | 583   | 762   | 991   | 1274   |
| 非流动负债           | 720          | 720          | 720          | 720          | EBITDA   | 725   | 924   | 1414  | 2282   |
| 长期借款            | 582          | 582          | 582          | 582          | EPS (元)  | 0.46  | 0.60  | 0.78  | 1.00   |
| 其他非流动负债         | 138          | 138          | 138          | 138          |          |       |       |       |        |
| <b>负债合计</b>     | <b>4543</b>  | <b>5778</b>  | <b>5783</b>  | <b>7814</b>  |          |       |       |       |        |
| 少数股东权益          | 93           | 93           | 93           | 93           |          |       |       |       |        |
| 股本              | 1270         | 1270         | 1270         | 1270         |          |       |       |       |        |
| 资本公积            | 2266         | 2266         | 2266         | 2266         |          |       |       |       |        |
| 留存收益            | 2193         | 2879         | 3794         | 4991         |          |       |       |       |        |
| 归属母公司股东权        | 5729         | 6414         | 7329         | 8527         |          |       |       |       |        |
| <b>负债和股东权益</b>  | <b>10365</b> | <b>12285</b> | <b>13206</b> | <b>16434</b> |          |       |       |       |        |
| 现金流量表           |              |              |              |              | 单位:百万元   |       |       |       |        |
| 会计年度            | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |          |       |       |       |        |
| 经营活动现金流         | 491          | 1888         | 153          | 2569         |          |       |       |       |        |
| 净利润             | 582          | 762          | 991          | 1274         |          |       |       |       |        |
| 折旧摊销            | 299          | 283          | 323          | 364          |          |       |       |       |        |
| 财务费用            | -3           | 38           | 38           | 38           |          |       |       |       |        |
| 投资损失            | -1           | -1           | -1           | -1           |          |       |       |       |        |
| 营运资金变动          | -408         | 902          | -1219        | 599          |          |       |       |       |        |
| 其他经营现金流         | 1012         | -236         | 2231         | 970          |          |       |       |       |        |
| 投资活动现金流         | -777         | -504         | -504         | -504         |          |       |       |       |        |
| 资本支出            | -731         | -505         | -505         | -506         |          |       |       |       |        |
| 长期投资            | -40          | 0            | 0            | 0            |          |       |       |       |        |
| 其他投资现金流         | -6           | 1            | 1            | 1            |          |       |       |       |        |
| 筹资活动现金流         | -125         | -114         | -114         | -114         |          |       |       |       |        |
| 短期借款            | -126         | 0            | 0            | 0            |          |       |       |       |        |
| 长期借款            | 106          | 0            | 0            | 0            |          |       |       |       |        |
| 普通股增加           | 13           | 0            | 0            | 0            |          |       |       |       |        |
| 资本公积增加          | 126          | 0            | 0            | 0            |          |       |       |       |        |
| 其他筹资现金流         | -244         | -114         | -114         | -114         |          |       |       |       |        |
| <b>现金净增加额</b>   | <b>-362</b>  | <b>1270</b>  | <b>-465</b>  | <b>1950</b>  |          |       |       |       |        |
| 主要财务比率          |              |              |              |              |          |       |       |       |        |
| 会计年度            | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |          |       |       |       |        |
| <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |          |       |       |       |        |
| 营业收入            |              |              | 14.3%        | 11.1%        | 16.7%    | 23.7% |       |       |        |
| 营业利润            |              |              | 2.0%         | 30.7%        | 30.0%    | 28.4% |       |       |        |
| 归属于母公司净利润       |              |              | 3.1%         | 30.8%        | 30.1%    | 28.5% |       |       |        |
| <b>盈利能力</b>     |              |              |              |              |          |       |       |       |        |
| 毛利率 (%)         |              |              | 20.1%        | 21.2%        | 22.1%    | 23.0% |       |       |        |
| 净利率 (%)         |              |              | 6.6%         | 7.7%         | 8.6%     | 8.9%  |       |       |        |
| ROE (%)         |              |              | 10.2%        | 11.9%        | 13.5%    | 14.9% |       |       |        |
| ROIC (%)        |              |              | 5.7%         | 7.8%         | 11.9%    | 18.3% |       |       |        |
| <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |          |       |       |       |        |
| 资产负债率 (%)       |              |              | 43.8%        | 47.0%        | 43.8%    | 47.5% |       |       |        |
| 净负债比率 (%)       |              |              | 78.0%        | 88.8%        | 77.9%    | 90.6% |       |       |        |
| 流动比率            |              |              | 1.80         | 1.70         | 1.84     | 1.75  |       |       |        |
| 速动比率            |              |              | 1.22         | 1.20         | 1.27     | 1.24  |       |       |        |
| <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |          |       |       |       |        |
| 总资产周转率          |              |              | 0.89         | 0.87         | 0.90     | 0.96  |       |       |        |
| 应收账款周转率         |              |              | 3.75         | 4.00         | 4.00     | 4.00  |       |       |        |
| 应付账款周转率         |              |              | 4.55         | 4.00         | 4.00     | 4.00  |       |       |        |
| <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |          |       |       |       |        |
| 每股收益            |              |              | 0.46         | 0.60         | 0.78     | 1.00  |       |       |        |
| 每股经营现金流         |              |              | 0.39         | 1.49         | 0.12     | 2.02  |       |       |        |
| 每股净资产           |              |              | 4.51         | 5.05         | 5.77     | 6.72  |       |       |        |
| <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |          |       |       |       |        |
| P/E             |              |              | 22.54        | 18.69        | 14.37    | 11.18 |       |       |        |
| P/B             |              |              | 2.30         | 2.22         | 1.94     | 1.67  |       |       |        |
| EV/EBITDA       |              |              | 17.62        | 13.63        | 9.23     | 4.86  |       |       |        |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。