

提质降本打开量利空间，产能扩张行稳致远

➤ **事件说明。**公司发布 2023 年中报，上半年实现营业收入 3.30 亿元，同比+57.95%；实现归母净利 0.36 亿元，同比+3182.19%；扣非后净利润 0.23 亿元，同比+1217.78%；经营性现金流净额-0.1 亿元，同比+68.41%。

➤ **聚焦新能源充电，提质增效促发展。**新能源汽车行业方兴未艾，保有量攀升带动充电需求日益增长。公司深谙行业发展趋势对充电模块进行八代更迭，产品涵盖 20/30/40KW 功率等级。**坚持技术立身**，研制推出双向充放电模块、液冷及高防护等方案，从而有效满足客户差异化需求。1000V 电压等级产品响应 800V 整车充电需要，技术迭代能力再次彰显。**降本从未止步**，LLC 谐振等一批先进技术应用有力提升产品性能的同时更可以提升器件使用率，从而降低原材料耗用。40kW 高性价比产品在市场中极具竞争力，赢得客户赞誉从而强化接单能力。**量：**2023H1 充电电源实现营业收入 1.89 亿元，同比+142.74%。**利：**2023H1 充电电源毛利率 25.45%，同比大幅提升 19pcts，主要系 1) 产品结构优化，加码大功率充电模块研制销售；2) 行业高景气及有效销售策略带来的规模经济。展望未来，公司修炼内功，深耕国内的同时积极出海，量利格局打开，致力于成为全球充电模块领军者。从整体视角看，公司凭借技术与客户资源横向布局，形成良好协同效应：

1) 电力操作电源：深耕多年获得国网稳定市场份额且领先同业，2023H1 实现营业收入 0.74 亿元，毛利率高达 40.03%，同比提升 4.82pcts。未来随着配网自动化加持，有望继续抬高盈利中枢。

2) 军工定制电源：2019 年收购霍威后成功切入军工赛道，2023H1 毛利率出现下滑主要系行业竞争加剧价格承压。未来随着新品迭代及产能落地，盈利水平有望触底回暖。

➤ **加码产能建设，业绩有望持续兑现。**1) 计划定增不超过 6.2 亿元，融入资金全部用于高功率充电模块产业化建设项目及补流。2) 与石家庄高新区管理委员会签署协议，拟研制高功率充电模块、电力电源、车载电源等系列产品，项目总投资 5.2 亿元。3) 快速推进西安多功能军工电源产业化项目，预计下半年完成土建工程施工及主要设备采购。多个项目快速推进，一方面可以缓解公司现有产能不足的瓶颈，另一方面产能建成后带来的规模经济可以进一步增厚业绩弹性。

➤ **投资建议：**我们预计 2023-2025 年的归母净利润分别为 0.95、1.70、2.78 亿元，增速分别为 113.2%、79.3%、64.1%，2023 年 8 月 29 日股价对应 23-25 年市盈率分别为 48、27、16 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新能源车销量不及预期，充电桩出海进度不及预期，产能建设不及预期，定增发行不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	639	938	1,455	2,228
增长率（%）	51.8	46.7	55.1	53.2
归属母公司股东净利润（百万元）	44	95	170	278
增长率（%）	36.4	113.2	79.3	64.1
每股收益（元）	0.26	0.55	0.98	1.60
PE	103	48	27	16
PB	4.5	4.1	3.6	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

26.20 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 李孝鹏

执业证书：S0100122010020

电话：021-60876734

邮箱：liaxiaopeng@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

电话：021-60876734

邮箱：zhaodan@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

电话：021-60876734

邮箱：xiziyi@mszq.com

相关研究

1. 通合科技 (300491.SZ) 深度报告：充电桩量利双升，定制电源构筑第二增长曲线-2023/05/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	639	938	1,455	2,228
营业成本	442	639	994	1,509
营业税金及附加	4	6	9	14
销售费用	51	66	95	145
管理费用	51	70	102	156
研发费用	59	89	131	201
EBIT	41	96	171	280
财务费用	-0	1	3	4
资产减值损失	-5	-5	-6	-9
投资收益	1	1	1	2
营业利润	42	91	164	269
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	42	91	164	269
所得税	-2	-3	-6	-10
净利润	44	95	170	279
归属于母公司净利润	44	95	170	278
EBITDA	63	123	207	329

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	304	267	259	260
应收账款及票据	567	761	1,124	1,696
预付款项	18	19	30	45
存货	227	310	456	653
其他流动资产	19	29	45	70
流动资产合计	1,136	1,387	1,914	2,725
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	164	194	223	254
无形资产	31	31	31	31
非流动资产合计	421	452	483	515
资产合计	1,556	1,838	2,397	3,240
短期借款	108	143	183	223
应付账款及票据	386	543	885	1,406
其他流动负债	36	39	58	88
流动负债合计	529	724	1,125	1,716
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	15	15	18	18
非流动负债合计	15	15	18	18
负债合计	545	739	1,143	1,734
股本	173	173	173	173
少数股东权益	1	1	1	2
股东权益合计	1,012	1,099	1,254	1,505
负债和股东权益合计	1,556	1,838	2,397	3,240

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	51.79	46.69	55.14	53.20
EBIT 增长率	20.24	133.96	78.83	63.05
净利润增长率	36.36	113.22	79.32	64.08
盈利能力 (%)				
毛利率	30.82	31.85	31.69	32.27
净利润率	6.94	10.08	11.65	12.48
总资产收益率 ROA	2.85	5.14	7.07	8.59
净资产收益率 ROE	4.39	8.61	13.53	18.50
偿债能力				
流动比率	2.14	1.92	1.70	1.59
速动比率	1.66	1.44	1.25	1.16
现金比率	0.57	0.37	0.23	0.15
资产负债率 (%)	34.99	40.20	47.69	53.53
经营效率				
应收账款周转天数	251.84	230.00	220.00	220.00
存货周转天数	187.73	180.00	170.00	160.00
总资产周转率	0.45	0.55	0.69	0.79
每股指标 (元)				
每股收益	0.26	0.55	0.98	1.60
每股净资产	5.83	6.33	7.22	8.67
每股经营现金流	-0.03	0.01	0.21	0.43
每股股利	0.05	0.09	0.16	0.26
估值分析				
PE	103	48	27	16
PB	4.5	4.1	3.6	3.0
EV/EBITDA	68.71	35.90	21.58	13.72
股息收益率 (%)	0.19	0.33	0.60	0.98
现金流量表 (百万元)				
净利润	44	95	170	279
折旧和摊销	22	27	36	49
营运资金变动	-85	-137	-191	-280
经营活动现金流	-6	2	37	75
资本开支	-61	-54	-64	-81
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-60	-53	-63	-78
股权募资	0	0	0	0
债务募资	25	30	38	40
筹资活动现金流	13	15	17	5
现金净流量	-53	-36	-8	1

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026