

儒竞科技 (301525)

收购少数股权增厚盈利，热泵控制器龙头加速发展

买入 (维持)

2023年12月03日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书: S0600523060001
xiezd@dwzq.com.cn

研究助理 许钧赫

执业证书: S0600123070121
xujunhe@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 1,614 | 1,745 | 2,268 | 3,027 |
| 同比 | 25% | 8% | 30% | 33% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 211 | 255 | 376 | 528 |
| 同比 | 58% | 20% | 48% | 41% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 2.24 | 2.70 | 3.99 | 5.60 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 40.55 | 33.66 | 22.79 | 16.22 |

关键词: #兼并重组

投资要点

- **事件:** 公司拟以 5000 万元作价收购张炜先生持有的儒竞电控 26.67% 股权, 交易完成后, 公司将持有儒竞电控 100% 股权
- **新能源车热管理处于高速成长期、收购股权增厚归母利润。** 儒竞电控成立于 2016 年, 主营新能源车热管理业务 (压缩机控制器), 客户涵盖华域三电、上海光裕等头部压缩机 Tier1, 终端客户覆盖 Tesla、赛力斯、上汽、吉利、大众、蔚来等主流车企。21-22 年新能源车客户定点放量, 公司收入分别 0.87/1.7 亿, 同比+295%/+97%, 23 年有望进一步达到 3 亿。展望后续空间, 22 年公司市占率不到 6% (压缩机控制器销量/新能源车销量), 随热泵在新能源车渗透率提升+新车型放量带来份额提升, 我们预计 24-26 年收入 CAGR 近 60%。23H1 规模效应之下、毛利率已提至 24%, 24-26 年有望量利齐升, 公司收购少数股权有望增厚车业务的净利。
- **HVAC/R 热泵业务静待去库完成、Q2 起预计进入复苏轨道。** 公司热泵业务供应欧洲市场大客户为主, 当前核心客户库存仍在消化, 导致 Q3 订单增长不及预期。我们预计去库过程持续到 24Q1。热泵欧美政策及补贴刺激+下游龙头客户加大热泵中长期产能布局, 赛道具备中长期的确定性, 公司客户卡位好, 短期压力不改长期向上趋势。
- **盈利预测与投资评级:** 此次股权收购将增厚公司归母净利润, 我们上调公司 23-25 年归母净利润至 2.6/3.8/5.3 亿元 (原值为 2.6/3.5/4.9 亿元), 同比+20%/+48%/+41%, 对应 PE 为 34/23/16 倍。给予 24 年 30 倍 PE, 目标价 120.0 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行, 新能源车销量不及预期, 热泵去库不及预期等。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元) | 90.87 |
| 一年最低/最高价 | 77.10/144.00 |
| 市净率(倍) | 2.79 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 2,033.05 |
| 总市值(百万元) | 8,570.11 |

基础数据

| | |
|--------------|-------|
| 每股净资产(元,LF) | 32.56 |
| 资产负债率(% ,LF) | 22.50 |
| 总股本(百万股) | 94.31 |
| 流通 A 股(百万股) | 22.37 |

相关研究

《儒竞科技(301525): 热泵控制器龙头加速海外渗透, 工业伺服蓄势待发》

2023-11-08

《儒竞科技(301525): 热泵控制器龙头海外加速渗透, 工业伺服蓄势待发》

2023-11-01

儒竞科技三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 1,576 | 3,857 | 4,341 | 5,093 | 营业总收入 | 1,614 | 1,745 | 2,268 | 3,027 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 501 | 2,646 | 2,800 | 3,066 | 营业成本(含金融类) | 1,229 | 1,325 | 1,701 | 2,235 |
| 经营性应收款项 | 650 | 766 | 966 | 1,283 | 税金及附加 | 9 | 5 | 8 | 12 |
| 存货 | 390 | 413 | 535 | 697 | 销售费用 | 28 | 31 | 39 | 48 |
| 合同资产 | 5 | 3 | 6 | 8 | 管理费用 | 31 | 31 | 39 | 48 |
| 其他流动资产 | 30 | 29 | 34 | 39 | 研发费用 | 78 | 91 | 116 | 151 |
| 非流动资产 | 258 | 424 | 602 | 785 | 财务费用 | (15) | (28) | (48) | (50) |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 8 | 9 | 12 | 16 |
| 固定资产及使用权资产 | 122 | 250 | 377 | 505 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 17 | 9 | 7 | 6 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 71 | 106 | 146 | 189 | 减值损失 | (2) | (1) | (1) | (1) |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 14 | 18 | 21 | 24 | 营业利润 | 260 | 297 | 425 | 597 |
| 其他非流动资产 | 33 | 41 | 51 | 61 | 营业外净收支 | (14) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 1,834 | 4,282 | 4,943 | 5,878 | 利润总额 | 246 | 297 | 425 | 597 |
| 流动负债 | 1,002 | 1,048 | 1,348 | 1,768 | 减:所得税 | 27 | 33 | 49 | 69 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 26 | 12 | 12 | 12 | 净利润 | 219 | 264 | 376 | 528 |
| 经营性应付款项 | 902 | 958 | 1,233 | 1,625 | 减:少数股东损益 | 7 | 10 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 8 | 12 | 15 | 18 | 归属母公司净利润 | 211 | 255 | 376 | 528 |
| 其他流动负债 | 67 | 67 | 88 | 113 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 2.24 | 2.70 | 3.99 | 5.60 |
| 非流动负债 | 97 | 80 | 66 | 52 | EBIT | 243 | 269 | 377 | 547 |
| 长期借款 | 58 | 44 | 30 | 16 | EBITDA | 276 | 305 | 423 | 604 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 23.84 | 24.06 | 25.00 | 26.17 |
| 租赁负债 | 24 | 24 | 24 | 24 | 归母净利率(%) | 13.10 | 14.59 | 16.58 | 17.45 |
| 其他非流动负债 | 16 | 13 | 13 | 13 | 收入增长率(%) | 25.06 | 8.13 | 29.98 | 33.47 |
| 负债合计 | 1,099 | 1,129 | 1,414 | 1,821 | 归母净利润增长率(%) | 58.03 | 20.48 | 47.66 | 40.53 |
| 归属母公司股东权益 | 722 | 3,131 | 3,507 | 4,036 | | | | | |
| 少数股东权益 | 12 | 22 | 22 | 22 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 734 | 3,153 | 3,529 | 4,057 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 1,834 | 4,282 | 4,943 | 5,878 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 245 | 225 | 392 | 520 | 每股净资产(元) | 10.21 | 33.20 | 37.19 | 42.79 |
| 投资活动现金流 | (126) | (203) | (224) | (240) | 最新发行在外股份(百万股) | 94 | 94 | 94 | 94 |
| 筹资活动现金流 | (26) | 2,117 | (14) | (14) | ROIC(%) | 29.50 | 11.74 | 9.78 | 12.56 |
| 现金净增加额 | 97 | 2,146 | 154 | 266 | ROE-摊薄(%) | 29.26 | 8.13 | 10.72 | 13.09 |
| 折旧和摊销 | 33 | 36 | 46 | 57 | 资产负债率(%) | 59.95 | 26.36 | 28.61 | 30.97 |
| 资本开支 | (120) | (190) | (211) | (227) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 40.55 | 33.66 | 22.79 | 16.22 |
| 营运资本变动 | (4) | (76) | (31) | (67) | P/B(现价) | 8.90 | 2.74 | 2.44 | 2.12 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>