

锯切、电源双轮驱动，电源业务加速成长

买入（首次）

2023年12月14日

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 鲍娴颖

执业证书: S0600521080008

baoxy@dwzq.com.cn

研究助理 王润芝

执业证书: S0600122080026

wangrz@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	978	2,287	3,617	4,916
同比	86%	134%	58%	36%
归属母公司净利润(百万元)	130	155	298	410
同比	87%	19%	92%	38%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.52	0.62	1.18	1.63
P/E(现价&最新股本摊薄)	49.03	41.16	21.47	15.61

关键词: #第二曲线

投资要点

- 公司营收稳定增长，22年通过资产重组切入电源行业：**泰嘉股份营收稳定增长，18-21年营收从3.5亿元增长至5.3亿元，CAGR14%，归母净利润从0.56亿元增长至0.70亿元，CAGR7.8%。2022年9月与铂泰电子和美特森并表，公司营收达9.8亿元同比提升86%，归母净利润1.3亿元同比增长87%，23H1公司营收9.45亿元，同比增长228%，归母净利润0.61亿元，同比增长46%。公司在巩固锯切主业的同时积极拓展电源业务产能，消费电子、新能源电源业务有望贡献远期增量。
- 锯切龙头优势巩固，电源业务加速成长：**锯切行业中低端产品国产替代基本完成，高端产品国内外差距逐步缩小，公司作为国内双金属带锯条国家标准、硬质合金带锯条行业标准的起草单位，技术领先，率先切入重要客户获得先发优势，积极开拓海外市场。公司收购消费电子电源知名企业雅达电子，与行业头部客户合作顺利，充分受益消费电子景气度回暖，新能源电源业务产能扩张中。公司2023年8月公告拟投入定增募集资金6.1亿元巩固锯切业务，扩建锯切业务产线，同时扩大新能源、储能电源业务产能。
- 公司与大客户合作顺利，有望受益客户逆变器等业务市场份额扩大：**公司有望凭借与客户在消费电子领域的良好合作关系扩大服务器电源及新能源电源订单，电源产品认证周期久，公司作为供应链内厂商先发优势明显。国内厂商逆变器优势持续巩固，根据Wood Mackenzie及S&P Global数据，2022年全球逆变器出货量326.6GW，华为出货量95GW占全球出货量30%，市场份额保持第一，龙头优势巩固。国内厂商光伏优化器、储能产品也有望提高出货量，公司作为产业链内代工合作商有望受益。
- 盈利预测与投资评级：**公司在锯切领域优势不断巩固，在电源领域服务行业头部企业，客户资源优质打开第二成长曲线。我们预计公司2023/2024/2025年营收分别为22.87/36.17/49.16亿元，同比增长133.85%/58.18%/35.92%，归母净利润分别为1.55/2.98/4.10亿元，同比增长19.12%/91.70%/37.58%。公司2023/2024/2025年的PE分别为41.16/21.47/15.61倍，2025年公司估值略高于可比公司估值均值，看好公司在锯切领域龙头地位的保持以及电源市场的开拓，考虑到公司与客户在电源领域的良好合作关系有望带来远期增量，给予公司一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**消费需求恢复不及预期；新能源景气度不及预期；锯切业务竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.43
一年最低/最高价	14.89/29.07
市净率(倍)	4.55
流通A股市值(百万元)	5,382.94
总市值(百万元)	6,398.48

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.59
资产负债率(% ,LF)	46.02
总股本(百万股)	251.61
流通A股(百万股)	211.68

相关研究

内容目录

1. 锯切领域龙头，“锯切+电源”双主业助力长期增长.....	4
1.1. 公司概况.....	4
1.2. 公司营收稳健，电源业务占比快速提升.....	5
1.3. 定增加码锯切业务，积极扩产新能源项目.....	7
2. 锯切行业国产化加速，公司龙头优势明显	8
2.1. 锯切业务：国内锯切市场持续成长，国产替代向高端渗透.....	8
2.1.1. 国内制造业规模庞大，锯条作为基础耗材需求广阔.....	8
2.1.2. 国产替代加速推进，向海外市场进军，同时高端产品差距缩小.....	8
2.2. 公司是国内锯切龙头，产品结构持续优化加速开拓海外市场.....	10
2.2.1. 公司作为标准制定起草单位技术领先，率先切入重要客户先发优势明显.....	10
2.2.2. 收购美特森巩固龙头地位，国内外协同发展.....	12
3. 并购雅达开启双轮驱动，消费电子、新能源电源齐头并进.....	14
3.1. 消费电子电源：服务海内外优质大客户，主打中高端产品.....	15
3.1.1. 消费电子存量空间广阔.....	15
3.1.2. 服务海内外优质客户，受益大客户手机销量增长.....	16
3.2. 新能源电源：市场空间广阔，公司积极扩产，有望形成未来远期增量.....	17
3.2.1. 逆变器市场规模增长迅速，国产厂商占据较大份额.....	17
3.2.2. 大客户全方位合作，积极推进新能源业务产能爬坡.....	18
4. 盈利预测与投资评级	21
4.1. 核心假设.....	21
4.2. 估值与投资建议.....	21
5. 风险提示	23

图表目录

图 1: 泰嘉股份发展历程.....	4
图 2: 泰嘉股份主要产品.....	5
图 3: 公司股权结构及子公司情况（截至 2023 年 9 月 3 日）.....	5
图 4: 2018-2023H1 泰嘉股份营收情况（单位：亿元）.....	6
图 5: 2018-2023H1 泰嘉股份归母净利润（单位：亿元）.....	6
图 6: 2018-2023H1 泰嘉股份期间费用率.....	6
图 7: 2018-2023H1 泰嘉股份销售毛利率、净利率.....	6
图 8: 泰嘉股份分业务营收情况（单位：亿元）.....	7
图 9: 泰嘉股份分业务毛利率情况.....	7
图 10: 中国制造业月度增加值增速.....	8
图 11: 中国双金属带锯条进出口数据.....	9
图 12: 双金属带锯条图示.....	11
图 13: 双金属带锯条生产流程繁复.....	12
图 14: 高端产品营收提升.....	13
图 15: 公司电源产品类型多样.....	14
图 16: 电源研发流程久.....	15
图 17: 电源适配器生产流程复杂.....	15
图 18: 全球消费电子充电器市场规模（亿美元）.....	15
图 19: 中国智能手机出货量.....	16
图 20: 公司进入苹果供应商名单.....	17
图 21: 苹果充电配件.....	17
图 22: 中国光伏逆变器产量规模（GW）.....	18
图 23: 2020-2022 年全球前十大逆变器厂家出货量及同比增长率（GW, %）.....	18
图 24: 公司新能源电源产品布局.....	19
图 25: 中国充电桩市场规模（亿元）.....	20
图 26: 2022 年中国充电桩市场竞争格局.....	20
图 27: 中国新能源汽车保有量.....	20
图 28: 中国充电桩保有量.....	20
表 1: 募集资金用途.....	7
表 2: 双金属带锯条行业竞争格局.....	10
表 3: 硬质合金钢锯条特点.....	11
表 4: 公司为华为代工新品型号.....	17
表 5: 我国各地光储一体化相关政策.....	19
表 6: 公司收入预测（百万元）.....	21
表 7: 可比公司估值.....	22

1. 锯切领域龙头，“锯切+电源”双主业助力长期增长

1.1. 公司概况

公司为国内锯切工具龙头，开拓电源业务为第二增长曲线。公司成立于 2003 年，并于当年第一条双金属复合钢带生产线正式投产，2006 年延伸产业链，双金属带锯条生产线正式投产；2010 年完成年产 800 万米双金属带锯条项目；2013 年，双金属带锯条产能突破 1300 万米，生产规模跻身世界前列。2017 年公司登陆深交所中小板，以“双五十战略”为指导，加快国际化发展布局。2018 年，公司入股德国 AKG 公司、设立欧洲（荷兰）孙公司，2019 年设立印度孙公司。官网数据显示，公司目前已在全球 50 多个国家或地区建立销售服务网络，在新西兰、日本、韩国等地拥有品牌独家代理，锯切产品远销包含欧美日在内的 50 多个国家和地区。此外，公司于 2020 年开始布局精密电子制造业务、消费电子产品。2022 年 9 月底，公司完成了对东莞市铂泰电子有限公司的重大资产重组，增加了电源业务，并凭借既有技术和经验开拓光伏、储能电源业务；公司于 2022 年 9 月完成对带锯条业内新秀美特森的全资收购，至此已经形成“锯切+电源”双主业发展的新格局。

图1：泰嘉股份发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

夯实主业，打造“锯切+电源”双轮驱动模式。在锯切产品方面，公司目前主要产品包括硬质合金带锯条和高速钢双金属带锯条 2 大品类，包括 7 大品牌、10 种规格、33 大系列和 429 种齿型，覆盖高、中端及经济型产品。在第二主业电源业务方面，公司主营业务为消费性电子电源、光伏新能源电源、储能电源、站点能源电源、数据中心电源及其他特种电源产品的研发、生产和销售。

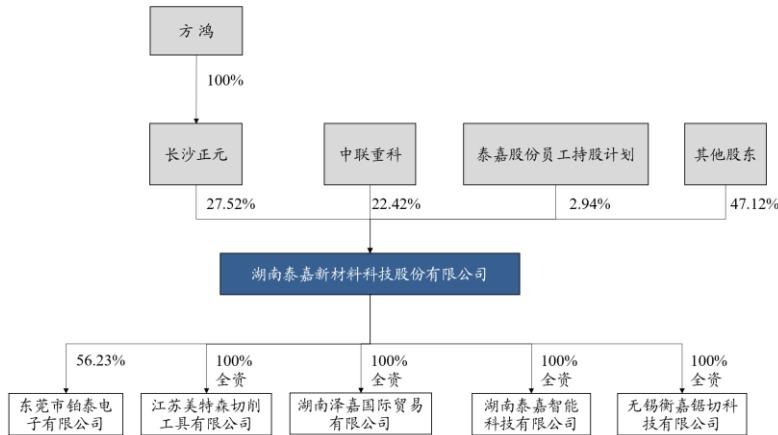
图2：泰嘉股份主要产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构稳定，保证经营策略的连续性。截止 2023 年 9 月 3 日，公司董事长方鸿通过长沙正元持股 27.52%，是公司实际控制人。公司第二大股东为工程机械龙头中联重科，持有公司 22.42% 的股份。公司于 2022 年入股电源及锯切资产，收购国内锯切领域新秀江苏美特森 100% 股权，并持有铂泰电子 56.23% 的股权，通过其全资子公司雅达电子顺利切入电源业务。

图3：公司股权结构及子公司情况（截至 2023 年 9 月 3 日）



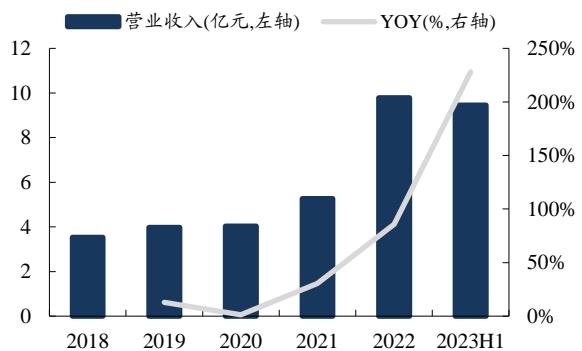
数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

1.2. 公司营收稳健，电源业务占比快速提升

公司营收稳定增长，2022 年并表后营收大幅提升。泰嘉股份营收稳定增长，18-21 年营收从 3.5 亿元增长至 5.3 亿元，CAGR14%，归母净利润从 0.56 亿元增长至 0.70 亿

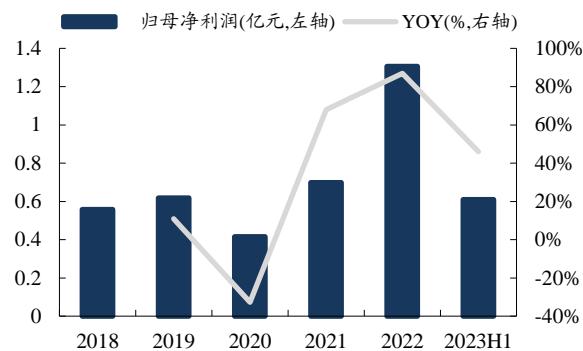
元，CAGR7.8%。2022年9月与铂泰电子和美特森并表，公司营收达9.8亿元同比提升86%，归母净利润1.3亿元同比增长87%，23H1公司营收9.45亿元，同比增长228%，归母净利润0.61亿元，同比增长46%，随着新能源电源产线产能爬坡完成，公司远期空间有望打开。

图4：2018-2023H1 泰嘉股份营收情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

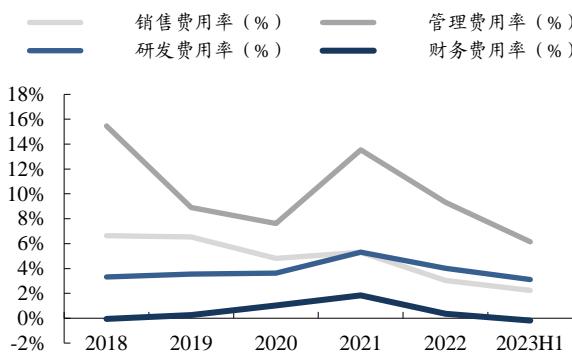
图5：2018-2023H1 泰嘉股份归母净利润（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

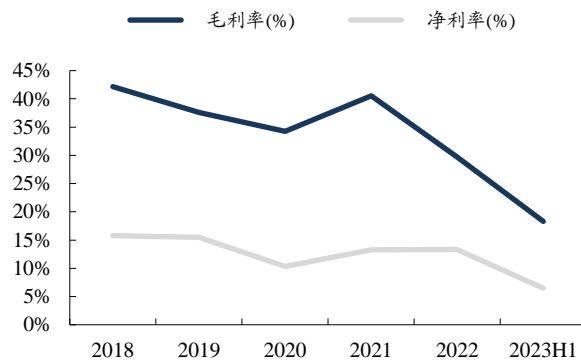
23H1公司费用率持续降低，盈利水平受行业景气度影响暂时承压。2022年因电源业务的并入以及汇兑损益的减少，公司期间费用率大幅度下降至16.7%，2023年H1期间费用率持续降至11.3%，主要系低毛利率的电源业务并入，且上半年消费电子市场低迷，消费电子电源业务进一步承压所致。受消费电子景气度降低以及新能源市场波动影响，公司23H1毛利率持续降低至18.31%，同比减少20pct，销售净利率6.25%，同比减少8pct。

图6：2018-2023H1 泰嘉股份期间费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

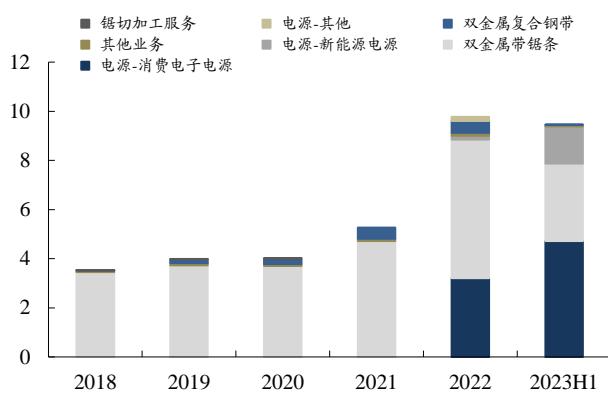
图7：2018-2023H1 泰嘉股份销售毛利率、净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

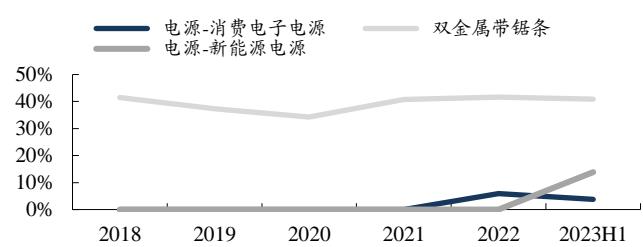
公司22年开拓电源业务后，电源业务占比快速提升。23H1公司电源业务占比65.9%，超过原金属制品主业的34.1%。公司锯切业务毛利率水平稳定在40%+，电源业务处在起步初期且受到23H1宏观环境影响存在一定波动，23H1消费电子电源毛利率为3.83%，新能源电源毛利率13.85%。

图8：泰嘉股份分业务营收情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：泰嘉股份分业务毛利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 定增加码锯切业务，积极扩产新能源项目

募集资金巩固锯切优势，扩产新能源电源项目蓄力长期增长。公司2023年8月发布《向特定对象发行股票募集说明书（注册稿）》，拟投入募集资金不超过6.08亿元，主要用于锯切业务的巩固和新能源电源业务的产能扩张。

表1：募集资金用途

投资方向	项目名称	项目总投资（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
智能锯切领域	高速钢双金属带锯条产线建设项目	1.2	1.0
	硬质合金带锯条产线建设项目	1.1	1.0
	新能源电源及储能电源生产基地	2.4	2.0
先进电源制造领域	研发中心建设	0.3	0.3
	补充流动资金及偿还银行贷款	1.8	1.8
	合计	6.9	6.1

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 锯切行业国产化加速，公司龙头优势明显

2.1. 锯切业务：国内锯切市场持续成长，国产替代向高端渗透

2.1.1. 国内制造业规模庞大，锯条作为基础耗材需求广阔

国内制造业规模庞大、增长稳健，为锯条行业发展提供了坚实基础。作为国家产业政策扶持的重点对象，国内双金属带锯条生产企业不断加大对新材料、新工艺、新产品的研发投入，不仅缩短与国外产品技术差距，也扩大了国内产品的市场占有率。在我国从制造业大国到制造业强国转型的关键阶段，制造业向着提高国产化率、提高国产工业产品质量、优化产业结构的方向不断发展，并鼓励发展有助于节能减排的新技术和新材料。

图10：中国制造业月度增加值增速



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

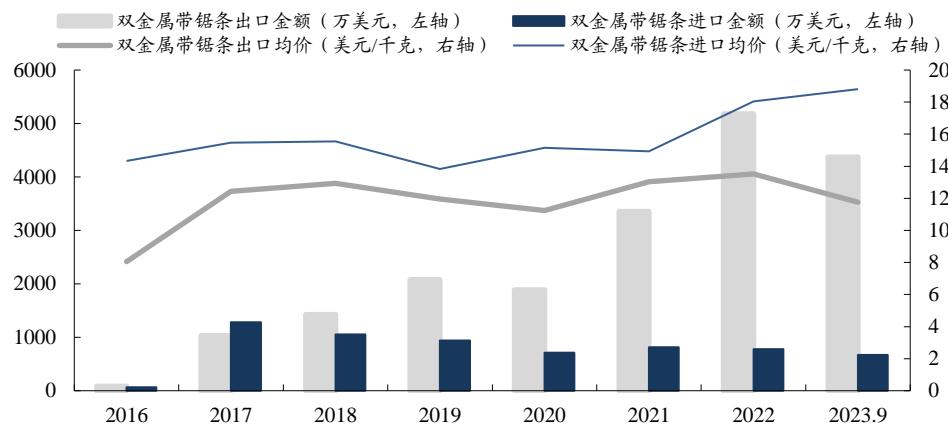
锯条作为装备制造的基础性耗材，需求广阔。双金属锯条主要用于切割各种钢材和有色金属，如铸铁、铸钢、轧制圆钢、方钢、管材，以切割精度高、表面质量好、切割效率高等特点而受到制造业青睐。其制作工艺是将两种不同特性的合金钢焊接在一起，再经机加工、热处理等一系列工艺制作而成的消耗性刀具，其锯齿部分为一种金属，其余部分为另一种金属，按齿材和生产工艺可主要又可以分为高速钢带锯条和硬质合金带锯条。受益于国内装备制造业、建材业、汽车制造业等领域的快速发展和巨大需求，根据尚普咨询集团的数据显示，2022年中国锯切市场规模达到41亿元人民币，同比增长9%，占全球市场份额的4.1%，预计到2023年中国锯切市场规模将增长到54.2亿元人民币，同比增长32.2%。

2.1.2. 国产替代加速推进，向海外市场进军，同时高端产品差距缩小

国产替代加速推进，海外市场开拓卓有成效。随着欧美等地区通货膨胀加剧以及地缘冲突导致的能源价格上涨，欧美带锯条企业制造成本大幅上升、产品交付周期延长，市场竞争力明显下降，海外市场的需求持续向国内生产端快速转移。根据中国海关统计数据显示，2017年至2022年我国双金属带锯条的进口金额从0.2亿美元下降至0.1亿美

元；而出口金额从 0.2 亿美元增至 0.7 亿美元，复合年均增长率达 32.23%。2023 年，预计净出口额将进一步扩大，国内双金属带锯条领先企业“走出去”的步伐速度加快。

图11：中国双金属带锯条进出口数据



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

在中低端产品领域国产替代已经完成，竞争格局稳定。国内企业随着产品品质提升，价格和地域优势，逐渐占领了中低端双金属带锯条市场，泰嘉、本溪工具、福建恒而达等企业凭借先进的生产工艺、稳定的产品质量逐渐成为行业的领先企业。其他规模较小的市场竞争者受生产工艺、生产设备、产品质量、品牌知名度等条件限制较难对领先企业的市场地位造成威胁。

在高端产品领域国内外差距逐步缩小，海外厂商仍占主导地位。长期以来，以美国雷诺仕、日本天田株式会社、德国威库斯等为代表的国外企业凭借先进生产工艺、过硬的产品质量占据我国高端双金属带锯条市场。近年来，随着我国双金属带锯条生产工艺的发展，逐渐出现了以泰嘉股份引领的一批掌握高端双金属带锯条生产工艺的企业，并在高端产品领域与国外企业形成竞争。

表2：双金属带锯条行业竞争格局

企业名称	国家	成立时间	主营业务及特点
雷诺仕 (LENOX)	美国	1915 年	从事锯切工具的生产和服务，在超过 70 个国家开展业务
施泰力 (Starrett)	美国	1880 年	锯类产品包括双金属带锯条、曲线锯、往复锯及手锯片等
天田株式会社 (AMADA)	日本	1946 年	专业生产金属加工机械，其产品的研发、生产处于国际领先水平
百固 (BAHCO)	美国	1886 年	已发展成为全球最大的切割工具、手动工具和电动气动工具产品系列的工具设备制造商之一，产品包括双金属带锯条、手弓锯、孔锯以及其他切割产品
威库斯(WIKUS)	德国	1958 年	主要提供工具钢带锯条、双金属带锯条、硬质合金带锯条和金钢砂带锯条四种产品。
罗特根 (RONTGEN)	德国	1899 年	业务范围覆盖金属切割工具、金属切割工具测试设备等领域。该公司的双金属带锯条和硬质合金带锯条用户遍布全球，是国际市场上主要的带锯条生产企业之一。
本溪工具	中国	1998 年	主要产品为复合钢带、双金属带锯条、高精度硬质合金带锯条，品牌有 LION 雄狮、FORK 三叉、SHARE 斯尔、ROMANCE 诺漫斯等
福建恒而达新材料	中国	1995 年	主要从事模切工具、锯切工具、裁切工具等金属切削工具研发、生产和销售
泰嘉股份	中国	2003 年	公司第一主业为金属加工锯切工具的研发、生产、销售和金属锯切技术服务，主要产品为双金属带锯条。以及从事电源类产品的研发、生产和销售。

数据来源：公司定增公告，东吴证券研究所

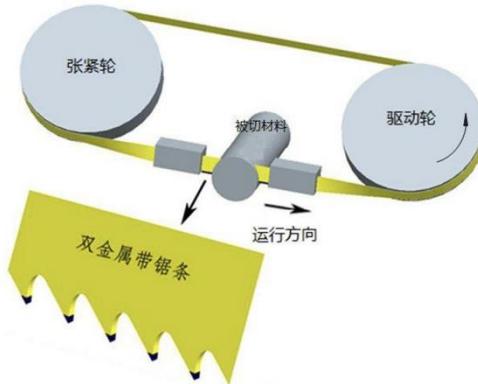
未来材料进步带动更多新材料锯切需求，行业向规模化、高质量发展。材料工业的进步带来更多难切材料的应用和对硬质合金带锯条的需求增长，同时新能源等行业的发展带来了新的材料锯切需求。原材料和能源成本上涨进一步加剧行业竞争，倒逼企业经营管理能力提升，将促进行业向高质量和规模化发展。下游企业效率提升和智能制造提速，高速、自动化和智能化锯切成为发展趋势。

2.2. 公司是国内锯切龙头，产品结构持续优化加速开拓海外市场

2.2.1. 公司作为标准制定起草单位技术领先，率先切入重要客户先发优势明显

双金属带锯条标准起草单位，率先切入重要客户卡位国产替代。目前绝大多数带锯床使用的锯条均为双金属带锯条，公司是掌握双金属带锯条生产工艺并实现规模化生产的业内领先企业，系双金属带锯条国家标准和硬质合金带锯条行业标准的起草单位，中国航天中国运载火箭技术研究院认可的硬质合金带锯条合格供应商，实现硬质合金带锯条规模生产与进口替代的国内企业。2022 年，获评工信部“制造业单项冠军示范企业”称号。

图12：双金属带锯条图示



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司掌握高端锯条生产技术，打破海外垄断受益国产替代。国内双金属带锯条的宽一般在 27~41mm 之间，27mm 以下、41mm 以上的高端双金属带锯条主要依赖进口。公司掌握 80mm 宽型双金属带锯条和 13mm 超窄双金属带锯条技术，打破海外厂商垄断受益供应链国产化趋势。

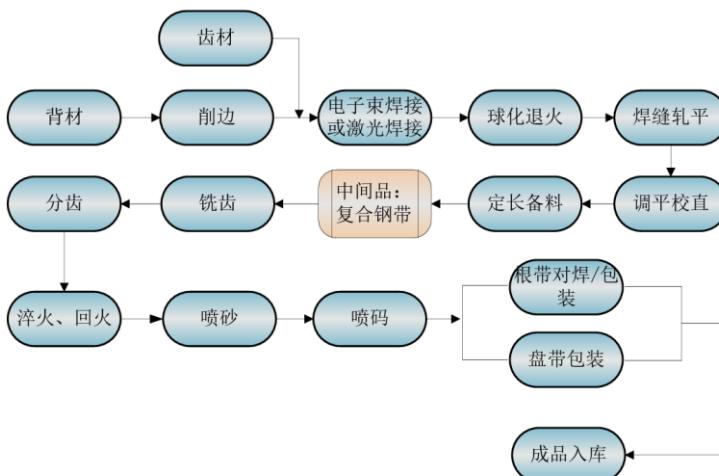
表3：硬质合金钢锯条特点

产品类别	构成	优势	应用范围
普通双金属带锯条（高速钢）	齿部材料：高速钢 背部材料：冷轧合金钢	成本低	碳钢合金钢等
硬质合金钢锯条	齿部材料：硬质合金 背部材料：冷轧合金钢	硬度高，耐磨性好；切割效率高，精度高	普通锯条无法切割的高硬材料

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

双金属带锯条工艺繁复、误差逐级累加，公司技术壁垒难以被新进入者短期超越。双金属带锯条行业是技术密集型行业，需要较为深厚的技术积淀，其生产工艺涉及十余道工序，每个环节的误差都会持续往下累积，任何环节的偏差都会导致最终产品性能方面的缺陷，这种对繁复工序技术一致性的严格要求，目前国内仅有少数企业能够做到。除了生产技术以外，双金属带锯条企业还需具备持续研发能力，针对下游客户切割材料材质和要求方面的变化对锯条的齿型、材质进行相应的升级和改进，以适应市场的新需求。而新进入市场的竞争者，短时间内难以全面掌握锯条生产所需的技术和工艺要领，也缺乏广泛的客户基础以便根据客户反馈进行新产品研发，因此产品规格有限且质量一致性较差。

图13：双金属带锯条生产流程繁复



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

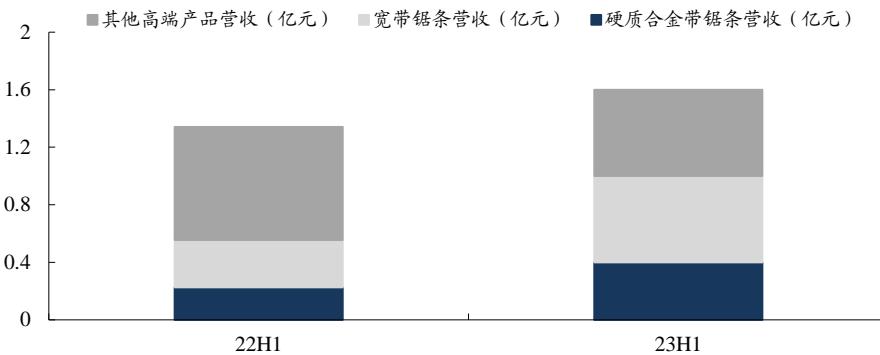
双金属带锯条产品种类多样、客户价格敏感度低，公司作为业内龙头先发优势明显。双金属带锯条属于金属切削加工环节的易耗品，是带锯床的基础配件。相对于切削材料和加工机械而言，双金属带锯条单位价格较低，因此最终用户在决定选取哪种品牌的双金属带锯条时，价格敏感度相对不高，产品的业内认知度、口碑和品牌影响力是其作出选择的重要依据。由于形成和提升一个产品的品牌影响力是一个长期的过程，行业新进入者较难在短期内树立稳固的品牌形象。同时针对不同材质的切削对象，双金属带锯条设计有较大区别。而行业新入者很难在短期内掌握多种规格的双金属带锯条生产工艺，根据下游需求开发新规格齿型的能力也相对较差，竞争中处于劣势。而公司作为双金属带锯条的龙头企业，率先打入客户供应链，先发优势明显，形成良性循环。

2.2.2. 收购美特森巩固龙头地位，国内外协同发展

收购美特森巩固龙头地位，整合资源发挥协同优势。公司于2022年9月底完成对美特森的全资收购，通过资源整合和协同发展，公司在产能布局、制造能力、营销网络、供应链管理、技术研发等方面对美特森融合、赋能，发挥协同优势。

发力中高端产品，持续优化销售结构。2023H1中高端产品销售收入1.6亿元，同比增长16.22%，占锯切营业收入比51.03%，同比提升1.94pct，其中，硬质合金带锯条销售收入0.4亿元，同比增长43.49%，占锯切营业收入比13.34%，同比提升2.95pct；宽带锯条销售收入0.6亿元，同比增长45.24%，占锯切营业收入比17.96%，同比提升4.13pct。

图14：高端产品营收提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

扩展销售网络，实现国内+国际协同发展。在国内，公司已经完成了全国范围内的七大区域布局，设立了香港子公司，并在华东区和华北区设立全资子公司并建立了物流配送中心和技术服务中心，拥有400多家产品经销服务商，同时设立大客户部和电商团队以直销方式作为补充。在海外，战略入股德国百年名企AKG公司，设立荷兰、印度孙公司，在欧洲市场布局多年，建立较为完善的渠道体系，同时在加拿大、新西兰、日本、韩国、越南、新加坡、马来西亚、印尼、泰国、阿根廷、墨西哥等地拥有品牌独家代理或者品牌代理。目前与全球50多个国家和地区的经销商建立了销售合作关系，全球化布局初现。

3. 并购雅达开启双轮驱动，消费电子、新能源电源齐头并进

收购罗定雅达布局电源业务，围绕消费电子+新能源打造全品类电源业务。罗定雅达由雅达能源设立于 1995 年，自成立日起即专注于电源产品，拥有接近 30 年的从业经验和行业积淀，在历史上是全球电源行业头部企业美国艾默生公司（Emerson）的全资子公司，作为在中国的主要生产基地之一，其客户广泛分布于消费电子、半导体设备、通信、制造业、服务器中心和医疗领域，具有深厚的技术储备和产品生产能力。罗定雅达与全球一线品牌客户长期保持合作和供应关系，拥有较高行业知名度和先进的大规模制造能力，在全球电源行业有着突出的品牌和市场地位优势，是电源行业的领先企业之一。

图15：公司电源产品类型多样



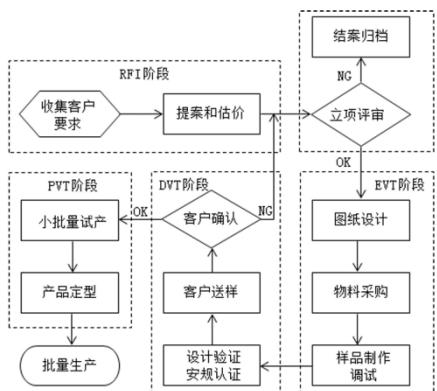
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

产品品质过硬，率先受益国产化浪潮。公司拥有高度自动化的电源成品生产线，可以为客户提供电源一站式解决方案；拥有完整的智能制造系统，自主研发工厂管控和数字云端预警系统，IT 防呆系统，实现制程 KPI 可视化；同时研发的可追溯系统可以赋予产品 ID，ID 回溯制程信息以及每个元器件的供应商，生产周期，批量号，为产品的一致性提供了坚实的保障。

电源产品认证周期久，公司先一步打入大客户供应链取得先发优势。凭借多年稳定、先进的大规模制造能力和良好的声誉，罗定雅达赢得了众多国内外知名品牌客户的信赖。国际顶级客户对供应商的选择和要求非常严苛，认证周期长，通常只会考虑业内头部的电源厂商。电源属于日常使用频率较高的安规器件，产品质量直接关系到人身安全，电源产品的安规认证为强制性要求，企业需要投入大量时间获取认证。公司目前已通过中国、美国、欧盟、日本、德国、澳大利亚、新加坡、瑞士等多个国家/地区的的产品认证。

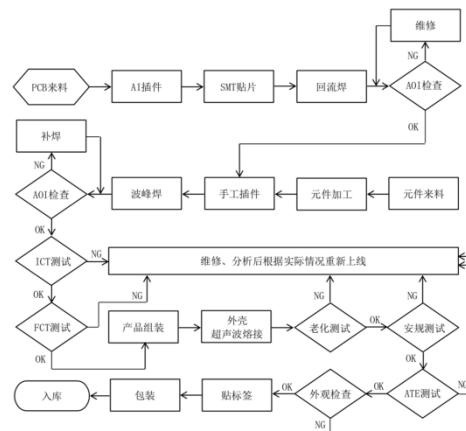
此外，也取得了 IATF16949 车规认证，能够向车载电源拓展业务。

图16：电源研发流程久



数据来源：欧陆通招股书，东吴证券研究所

图17：电源适配器生产流程复杂



数据来源：欧陆通招股书，东吴证券研究所

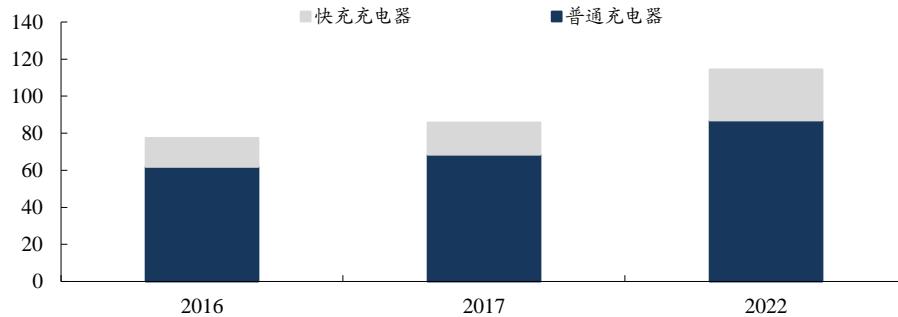
产能持续扩张，继消费电子后开拓新能源领域作为新兴增长点。目前公司电源业务拥有广东罗定、东莞大岭山、东莞谢岗三大生产制造基地，专注于电源行业产品的大规模生产制造，在研发创新、生产运营、快速响应等方面具有显著竞争优势。截至 23H1，广东罗定基地充电器年生产能力最高达到 1.6 亿只，全球出货量累计超过 20 亿只，具有长期稳定、大规模高质量生产的历史纪录。公司产能持续扩张，23H1 已经投产部分新能源电源产线，随着新能源业务的产能扩张预计未来盈利状况会得到改善。

3.1. 消费电子电源：服务海内外优质大客户，主打中高端产品

3.1.1. 消费电子存量空间广阔

消费电子电源产品以充电器为主，市场空间庞大。消费电子电源产品以有线充电器为主，主要应用于消费电子行业，包括智能手机、平板电脑、智能电视等智能终端产品。根据 BCC Research 测算，2022 年普通充电器市场规模将达到 86.88 亿美元，占有线充电器市场的 76%; 快充充电器市场规模将达到 27.43 亿美元，占有线充电器市场的 24%。

图18：全球消费电子充电器市场规模（亿美元）

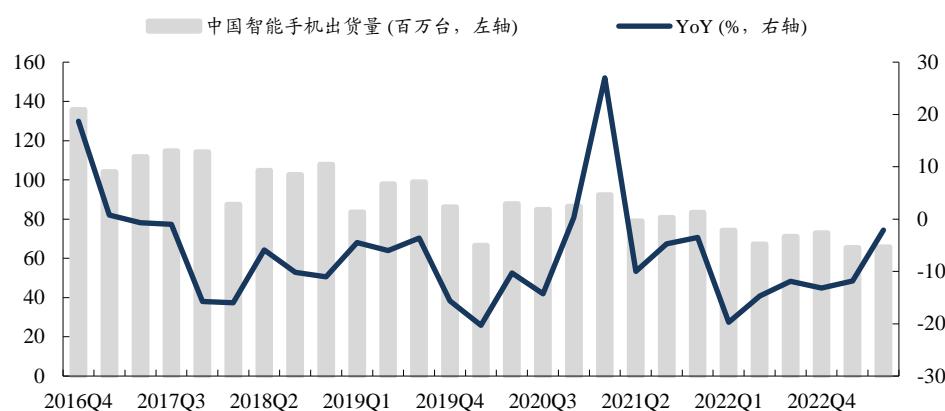


数据来源：BCC Research，东吴证券研究所

智能手机年出货量基数庞大，随着充电功率增长充电器市场有望扩大。由于通货膨

胀、汇率波动等经济不确定性抑制消费者需求，23Q2 中国智能手机出货量 0.66 亿台，同比减少 2.1%，环比小幅提升 0.4%，景气度仍然较低，但是出货量基数仍然庞大。在手机市场总量未明显增长的情况下，手机充电器市场主要依赖于存量市场。一方面，当前手机快充平均功率仍有较大增长空间，尤其是中低端中大功率快充的渗透率还处于较低水平，快充迭代升级有望提升手机充电器市场销量。此外，随着快充功率的增加，手机充电器单价快速提升，中高功率手机快充渗透率的增加，有助于电源制造企业收入提升。此外，GaN（氮化镓）充电器具有体积小、功率大、散热好等优点，价格明显高于普通快充。随着各主流厂商陆续发布 GaN 快充产品，市场调研机构 BCC Research 预计 2025 年全球 GaN 充电器市场规模将超过 600 亿元。

图19：中国智能手机出货量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.1.2. 服务海内外优质客户，受益大客户手机销量增长

公司业务开展顺利，国产手机出货量提升将带动公司电源业务增长。公司 2021 年为华为终端与公司子公司罗定雅达业务开展过程中的债权提供 2000 万元最高额度担保，未来随着消费电子行业的复苏以及华为手机市场份额的提升，公司电源产品出货量有望进一步提升。根据 Counterpoints 数据，华为 Mate 60 Pro 手机在发布后的六周内售出了 160 万部，2023 年 10 月 Jefferies 预测华为手机出货量已经超越苹果并且增长趋势会延续到 24 年。公司控股子公司罗定雅达作为消费电子电源龙头有望率先受益国产手机出货量增长。

表4：公司为华为代工新品型号

申请单位	生产单位	产品名称	发证日期
华为终端	雅达电子（罗定）	开关电源适配器（支持 88W 快充）	2023/01/18
华为终端	雅达电子（罗定）	全能充车载充电器（支持 25W 快充）	2023/03/21

数据来源：中国质量认证中心，电信终端产业协会，东吴证券研究所

入围苹果供应链，有望依托苹果庞大出货量持续提升业绩。根据苹果 2022 财年公布的供应商名单，泰嘉股份被纳入苹果供应链，鉴于苹果对供应商综合实力的严苛要求，被纳入供应链表明公司在消费电子电源领域的技术水平已经达到业界领先水平，未来有望依托苹果庞大出货量持续提升业绩。

图20：公司进入苹果供应商名单

Supplier List	
SUPPLIER NAME	PRIMARY LOCATIONS WHERE MANUFACTURING FOR APPLE OCCURS
Analog Devices Incorporated	Guangdong, Jiangsu, Munster, MI, Singapore, Taiwan, Bangkok, Chongqing, California, Oregon, Texas, Washington, Changsha, Inner Mongolia Autonomous Region (IMAR), Zhejiang, Guangdong, Bac Ninh
AT & S Austria Technology & Systemtechnik AG	Austria
Baoda Iron Magnetic New Materials Co., Ltd.	Inner Mongolia Autonomous Region (IMAR)
Beijing Zhong Fei San Huan High Tech Co., Ltd.	Zhejiang
Beilunp Cutting Technology (Shantou) Co., Ltd	Guangdong
Bei Crystal Manufacturing Limited	Vietnam

图21：苹果充电配件



数据来源：苹果官网，东吴证券研究所

数据来源：苹果官网，东吴证券研究所

3.2. 新能源电源：市场空间广阔，公司积极扩产，有望形成未来远期增量

3.2.1. 逆变器市场规模增长迅速，国产厂商占据较大份额

光伏逆变器市场空间庞大，而逆变器寿命较短，更换需求有望推动新一轮出货量增长。根据 Wood Mackenzie 统计数据，预计到 2025 年全球光伏逆变器市场空间将达到 300GW，营收超过 180 亿美元。根据中国光伏协会、中商情报网数据，中国光伏逆变器产量由 2017 年的 62GW 预计增长到 2023 年的 130GW，CAGR 达 13%，市场容量庞大。根据泓达光伏数据，光伏组件的寿命虽然可以达到约 25 年，但光伏逆变器寿命仅在 10-15 年，逆变器所采用的电解电容寿命在 15 年左右，而导热硅脂寿命仅约 10 年。逆变器更换周期接近有望推动逆变器出货量增长。

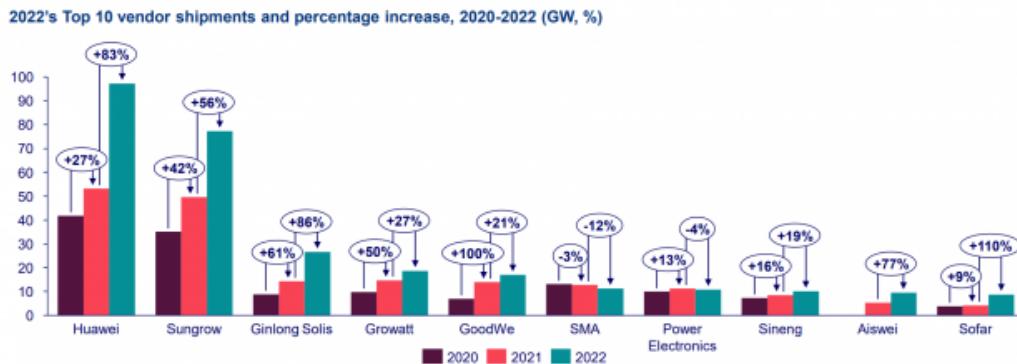
图22：中国光伏逆变器产量规模（GW）



数据来源：中国光伏协会，中商情报网，东吴证券研究所

逆变器行业集中度高，国内厂商优势巩固。根据 Wood Mackenzie 数据，2022 年，全球前五大光伏逆变器厂家华为、阳光电源、锦浪科技、古瑞瓦特和固德威出货量占全球光伏逆变器总出货量的 71%，华为在全球光伏逆变器市场的份额保持第一，出货量接近 95GW，同比大幅增长 83%，根据 S&P Global 数据，2022 年全球逆变器出货量 326.6GW，华为出货量占全球出货量 30%。

图23：2020-2022 年全球前十大逆变器厂家出货量及同比增长率（GW，%）



数据来源：Wood Mackenzie，东吴证券研究所

3.2.2. 大客户全方位合作，积极推进新能源业务产能爬坡

公司积极推进新能源业务产能爬坡，逆变器、优化器、充电桩、储能产能快速扩张。公司基于优良的品质表现、规模化的制造能力、领先的检测能力和大客户开发与服务能力，正积极拓展新能源光伏电源、站点能源电源等电源业务。23H1 公司已投产部分新能源电源业务产线，新增固定资产投资 4000 万元；新增员工约 260 人。已投产线部分开始陆续投入生产，部分正在产能爬坡过程中，预计 23H2 公司继续产能扩张，加大投资力度，随着新能源电源业务的产能释放和订单交付公司业绩有望持续改善。

图24：公司新能源电源产品布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

储能重要性提升，政策支持下成长空间广阔。储能逆变器集成了光伏并网发电和储能电站的功能，克服了光伏组件受天气变化发电不稳定的缺点，提高电网品质。与此同时，通过波谷储存电能、波峰输出电能，大幅削减电网峰值发电量，大幅增加电网容量，提高电网利用率。由于储能对光伏发电稳定性和可行性的重要程度，2021年3月国家发改委和能源局共同发布了《关于推进电力源网荷储一体化和多能互补发展的指导意见》，提出：优化整合本地电源侧、电网侧、负荷侧资源，严控火电-储能增量，鼓励风光水储一体化。

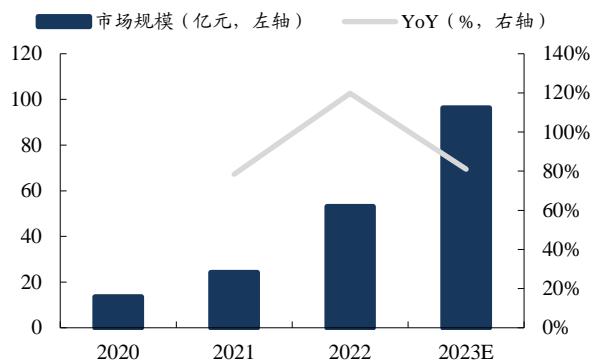
表5：我国各地光储一体化相关政策

地区	光储一体化政策
新疆	新增光伏项目，原则上储能配套不低于 15%，时长不低于 2 小时
甘肃	存量项目，部分地区需配套 10-20%的储能，其他地区配套 5%-10%的储能，时长不低于 2 小时
宁夏	新建新能源项目，储能配套不低于 10%，时长连续 2 小时
青海	新建新能源项目，储能配套不低于 10%，时长连续 2 小时
贵州	2021 年在消纳受限区域的光伏项目，需配套 10%
内蒙古	2020 年竞价项目，储能配套不低于 5%，时长不低于 1 小时
陕西	关中、陕北新增项目，储能配套不低于 10%
湖北	百万千瓦基地，基地规模与可配置的新能源项目规模之差大于 10%，时长大于 2 小时
湖南	新增项目配套 10%储能
河北	2021-2025 年光储示范工程，支持项目按照 10%比例配套建设储能
山东	新建新能源项目，储能不低于 10%
河南	新能源项目，储能不低于 10%，时长不低于 2 小时

数据来源：中国光伏行业协会，东吴证券研究所

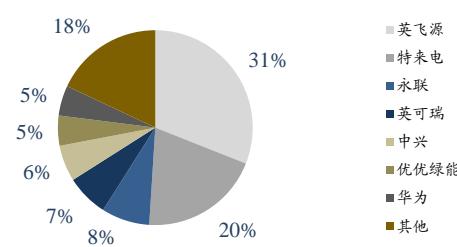
充电模块是充电桩核心部件，公司产品出货量有望随着充电桩市场扩容释放。根据中商情报网数据，中国充电桩市场在 2023 年预计超过 96 亿元，同比增长 81%，而充电模块作为充电桩的核心器件占整体成本 50%左右，充电桩市场的快速增长有望消化公司快速扩张的新能源电源业务产能，提高公司业绩。

图25：中国充电桩市场规模（亿元）



数据来源：中商情报网，东吴证券研究所

图26：2022年中国充电桩市场竞争格局



数据来源：中商情报网，东吴证券研究所

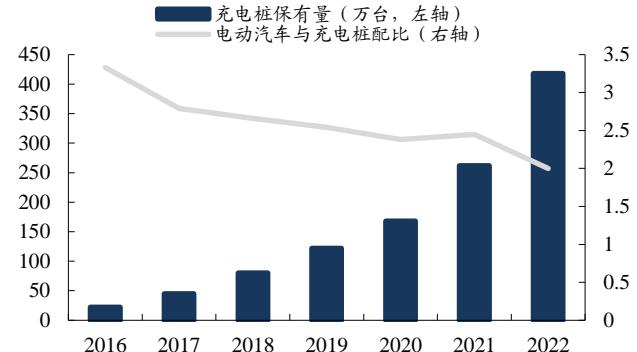
中国新能源汽车保有量增长迅速且车桩比不断缩小，充电桩模块有望成为公司远期增量。根据中国政府网数据，2022年全国新能源汽车保有量达1310万辆，占汽车总量的4.10%，扣除报废注销量后同比增长67.13%，纯电动汽车保有量1045万辆，占新能源汽车总量的79.78%。在新能源汽车保有量迅速增长的同时，电动汽车与充电桩的配套比例也不断缩小，根据发改委和中国充电联盟数据，中国车桩比从2016年的3.3下行到2022年的2.06，按照工信部2030年车桩比达到1的目标仍然有巨大提升空间。随着公司充电桩产能提升以及客户逐步导入，充电桩对公司业绩的贡献有望逐步显现。

图27：中国新能源汽车保有量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图28：中国充电桩保有量



数据来源：发改委，中国充电联盟，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 核心假设

消费电子电源业务: 2023 年华为新品销售强劲, 有望带动国产手机产业链加速发展, 公司控股子公司罗定雅达作为电源行业知名企业充分受益。预计 2023-2025 年消费电子电源业务营业收入 12.98/15.25/20.02 亿元, 2023-2025 年同比增长 304.45%/17.48%/31.25%。

新能源电源业务: 23H1 公司新能源电源产能开始释放, 预计随着公司新能源电源产能逐步扩大, 公司新能源电源业务有望保持增长。预计 2023-2025 年该业务实现营收 3.01/12.34/19.03 亿元, 同比增长 812.73%/309.76%/54.20%。

双金属带锯条业务: 公司是锯切领域传统龙头, 该业务增长稳健, 预计公司 2023-2025 年双金属带锯条业务营收 6.80/8.50/10.04 亿元, 同比增长 20.61%/25.06%/18.05%。

表6: 公司收入预测 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
消费电子电源	321.0	1298.3	1525.2	2001.8
YOY		304.45%	17.48%	31.25%
毛利率	5.91%	4.62%	13.77%	18.23%
营收占比	32.83%	56.78%	42.17%	40.72%
新能源电源	33.0	301.2	1234.2	1903.1
YOY		812.73%	309.76%	54.20%
毛利率	36.40%	16.60%	18.07%	19.18%
营收占比	3.37%	13.17%	34.12%	38.71%
双金属带锯条	563.8	680.0	850.4	1003.9
YOY		20.61%	25.06%	18.05%
毛利率	41.65%	41.60%	42.00%	42.00%
营收占比	57.66%	29.74%	23.51%	20.42%
其他业务	60.0	7.0	7.0	7.0
YOY		-88.33%	0.00%	0.00%
毛利率	32.68%	33.00%	35.00%	35.00%
营收占比	6.14%	0.31%	0.19%	0.14%
合计	977.8	2286.5	3616.8	4915.8
YOY	85.64%	133.85%	58.18%	35.92%
毛利率	29.72%	17.28%	21.91%	23.48%
归母净利润	130.50	155.45	297.99	409.99

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 估值与投资建议

我们采用 PE 估值法对公司进行估值, 目前 A 股市场中与公司业务接近、具备可比

性的公司有奥海科技、欧陆通、恒而达。奥海科技主要从事充电器、移动电源等智能终端充储电产品的设计、研发、生产和销售；欧陆通主要生产开关电源,开关适配器、充电器、直流转换器、电子变压器、感应器和 LED 电源等电子消费产品；恒而达主要从事模切工具、锯切工具、裁切工具等金属切削工具研发、生产和销售。

公司在锯切领域优势不断巩固，在电源领域客户资源优质打开第二成长曲线。我们预计公司 2023/2024/2025 年营收分别为 22.87/36.17/49.16 亿元，同比增长 133.85%/58.18%/35.92%，归母净利润分别为 1.55/2.98/4.10 亿元，同比增长 19.12%/91.70%/37.58%。公司 2023/2024/2025 年的 PE 分别为 41.16/21.47/15.61 倍，2025 年公司估值略高于可比公司估值均值，我们看好公司在锯切领域龙头地位的保持以及电源市场的开拓，考虑到公司与客户在电源领域的良好合作关系有望带来远期增量，给予公司一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：可比公司估值

公司代码	名称	总市值 (亿元)	归母净利润(百万元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002993.SZ	奥海科技	103.71	524.05	567.98	737.94	923.60	19.79	18.26	14.05	11.23
300870.SZ	欧陆通	46.04	48.31	132.61	233.40	345.70	95.29	34.71	19.72	13.32
300946.SZ	恒而达	38.91	102.60	119.43	165.76	205.97	37.92	32.58	23.47	18.89
行业均值							57.54	26.49	16.89	12.27
002843.SZ	泰嘉股份	63.98	130.50	155.45	297.99	409.99	49.03	41.16	21.47	15.61

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：奥海科技、欧陆通、恒而达数据来自 Wind 一致预期，总市值、PE 数据截止至 2023 年 12 月 13 日收盘价

5. 风险提示

消费电子需求恢复不及预期: 若消费电子需求恢复不及预期，则公司消费电子电源的需求也相应受到影响。

新能源景气度不及预期: 若新能源行业景气度降低，则公司新能源电源业务会受到一定负面影响。

锯切业务竞争加剧: 若锯切行业竞争加剧，则公司的优势地位可能受到挑战。

泰嘉股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,064	2,501	3,749	5,171	营业总收入	978	2,287	3,617	4,916
货币资金及交易性金融资产	202	583	742	1,068	营业成本(含金融类)	687	1,891	2,824	3,762
经营性应收款项	574	1,188	1,902	2,623	税金及附加	8	30	61	88
存货	275	698	1,060	1,419	销售费用	30	51	72	98
合同资产	0	0	0	0	管理费用	91	125	181	246
其他流动资产	14	31	46	61	研发费用	39	69	109	172
非流动资产	905	1,243	1,422	1,549	财务费用	3	12	11	13
长期股权投资	19	29	44	62	加:其他收益	6	0	0	0
固定资产及使用权资产	511	829	975	1,066	投资净收益	31	0	0	0
在建工程	25	27	32	37	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	26	34	43	53	减值损失	(8)	50	50	50
商誉	134	134	134	134	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	9	9	9	9	营业利润	155	159	409	586
其他非流动资产	180	181	185	188	营业外净收支	(1)	0	0	0
资产总计	1,969	3,743	5,172	6,720	利润总额	154	159	409	586
流动负债	1,102	2,103	3,163	4,172	减:所得税	15	13	41	47
短期借款及一年内到期的非流动负债	373	505	643	794	净利润	139	146	368	539
经营性应付款项	557	1,264	1,999	2,678	减:少数股东损益	8	(9)	70	129
合同负债	4	14	22	28	归属母公司净利润	130	155	298	410
其他流动负债	168	320	499	672	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.52	0.62	1.18	1.63
非流动负债	89	91	91	91	EBIT	126	171	420	600
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	180	296	553	742
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.72	17.28	21.91	23.48
租赁负债	16	16	16	16	归母净利率(%)	13.35	6.80	8.24	8.34
其他非流动负债	73	75	75	75	收入增长率(%)	85.64	133.85	58.18	35.92
负债合计	1,192	2,193	3,254	4,263	归母净利润增长率(%)	86.90	19.12	91.70	37.58
归属母公司股东权益	705	1,487	1,785	2,195					
少数股东权益	72	63	133	262					
所有者权益合计	777	1,550	1,918	2,457					
负债和股东权益	1,969	3,743	5,172	6,720					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	141	42	304	418	每股净资产(元)	3.33	5.91	7.09	8.72
投资活动现金流	(29)	(406)	(263)	(218)	最新发行在外股份(百万股)	252	252	252	252
筹资活动现金流	(19)	743	119	126	ROIC(%)	12.04	9.71	16.25	18.88
现金净增加额	92	381	160	326	ROE-摊薄(%)	18.51	10.45	16.70	18.68
折旧和摊销	54	125	134	142	资产负债率(%)	60.52	58.60	62.92	63.43
资本开支	(27)	(402)	(244)	(196)	P/E(现价&最新股本摊薄)	49.03	41.16	21.47	15.61
营运资本变动	(27)	(187)	(167)	(238)	P/B(现价)	7.64	4.30	3.58	2.92

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提供。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：

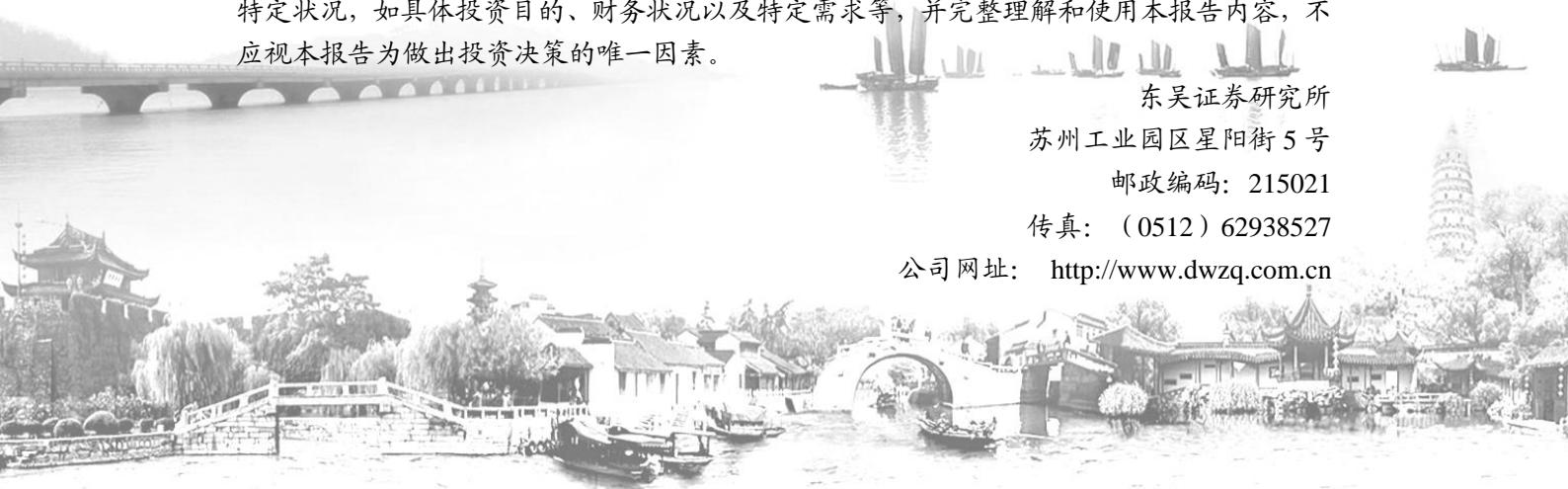
公司投资评级：

- 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>