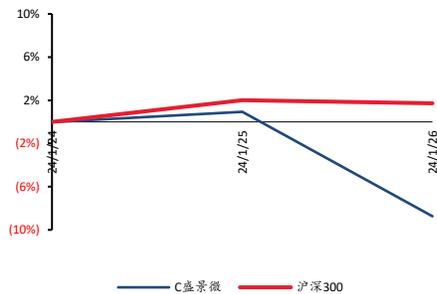


电子 其他电子零部件 II

爆破专用电子模块龙头，份额提升+区域扩展带动公司业绩增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本(百万股)	100.67
总市值/流通(百万元)	5,416.00
12个月内最高/最低价	67.00/53.45

相关研究报告

证券分析师: 张世杰

E-MAIL: zhangsj@tpyzq.com

执业资格证书编号: S1190523020001

爆破专用电子控制模块龙头企业，紧抓电子雷管替代机遇快速发展。公司销售的产品包括电子控制模块、起爆控制器、放大器等。其中，电子控制模块主要应用于爆破领域，起爆控制器一般与电子控制模块配套使用，二者是电子雷管起爆系统的关键组成部分。公司紧抓我国电子雷管替代机遇，公司业绩实现了较快速增长，2020-2022年分别实现营收2.11亿元、3.56亿元、7.71亿元，CAGR高达117.32%；实现归母净利润0.63亿元、0.88亿元、1.85亿元，CAGR达127.08%。受原材料成本价格及产品结构调整影响，公司毛利率有所波动，2020-2023H1毛利率分别47.56%、46.00%、42.11%及45.66%。

民爆行业转型升级持续，市场份额有望稳步提升。近年来，国家颁布了各种政策，大力支持电子雷管的推广应用。在政策和市场的推动下，电子雷管市场迎来爆发式增长。2018年以来，电子雷管产量从2018年的0.16亿发增长至2022年的3.44亿发，平均年化复合增长率为115.33%；电子雷管替代率（电子雷管产量/工业雷管总产量）逐年上升，从2018年的1.28%提升至2022年的42.73%。2023年1-6月，电子雷管产量为3.03亿发，同比增长219.17%；电子雷管替代率为91.27%，较上年同期提高71个百分点。同时，由于下游应用领域在安全性与可靠性方面要求较高，下游客户普遍倾向于选择经过长期使用验证、安全性及可靠性较高的电子控制模块。对于新进入市场的电子控制模块产品，下游客户普遍持谨慎态度，需经过长期的技术和实际工程应用验证，才考虑更换产品。因此，行业具有较强的客户资源壁垒，公司先发优势显著，2023H1电子控制模块产品在爆破领域的市占率达23.10%，后续有望伴随凭借前期获得的客户粘性，与上游企业持续推进转型升级，提升公司的市场份额。同时，公司目前产品主要为高质高价的高端电子控制模块产品，能够满足客户在小断面爆破等特殊场景的需求，为应对市场竞争及客户多层次的需求，公司凭借积累的技术和市场优势，不断向中低端领域全面渗透，进一步提升公司的市场份额。

“一带一路”民爆出海，新市场、新领域带来新增长点。民爆行业在“十三五”期间积极响应“一带一路”号召，积极推进民爆生产、爆破服务的一体化发展，加强国际交流合作。2021年初，民爆行业生产总产值前20名生产企业集团中，有8家分别在亚洲、非洲、南美洲的14个国家有建厂或并购等投资计划，总投资额近7.1亿元，随着技术、产品的不断成熟，国内电子控制模块在产品性能上与国外同类产品相比差距逐步缩小，而销售价格远远低于国外同类产品。电子控制模块已具备走向国门、走向国际市场的条件，在南非、南美与澳洲等矿产资源丰富的国家和地区具备中高端应用市场的竞争力，海外市场具有良好的发展空间。公司有望跟随国内电子雷管生产企业拓展海外市场，为公司业绩带来新的增长点。同时，公司现有产品在技术上与地质勘探、石油开采、应急管理处置、新能源汽车安全系统等领域具备一定的共通性，并已取得较好进展，公司在新领域业务的拓展，与公司主营业务具有良好的技术共通性，有利于公司发挥现有

技术平台的研发和技术实力，进一步拓展市场成长空间。

盈利预测

公司在爆破专用电子控制模块市场的行业领先地位稳固,已成为爆破专用电子控制模块市场的龙头企业。在技术、客户资源、产业链资源等方面具有显著优势。我们预计,公司 2023-25 年分别实现营收 8.89、10.69、13.32 亿元,实现归母净利润 2.13、2.65、3.33 亿元。选择力芯微、有方科技、力合微、东软载波作为同行业电子控制模块业务可比公司。截止 2024 年 1 月 19 日,剔除异常值后,平均 PE 44.05x, 2023、2024 年预测 PE 一致预期分别 32.08、24.47x。

■ 盈利预测和财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	770.8	889.4	1068.6	1332.3
(+/-%)	116.8	15.4	20.2	24.7
归母净利(百万元)	185.1	213.0	265.2	333.4
(+/-%)	111.6	15.1	24.5	25.7
摊薄每股收益(元)	0.9	1.8	2.1	2.6
市盈率(PE)	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

风险提示

新业务拓展不及预期；下游需求不及预期

经营活动现金流	24.4	64.2	159.8	220.3	296.5	ROE(%)	25.8	35.1	28.8	17.5	18.0
净利润	86.8	181.2	210.2	261.2	328.2	ROIC(%)	47.5	52.1	41.1	23.8	25.5
折旧摊销	5.5	8.5	13.8	48.3	89.1	偿债能力					
财务费用	-1.3	-0.4	-6.1	0.5	-1.4	资产负债率(%)	25.8	38.6	26.8	25.4	17.3
投资损失	-1.1	-1.8	-1.3	-1.4	-1.4	净负债比率(%)	1.5	1.2	1.0	37.6	0.8
营运资金变动	-73.4	-139.7	-61.8	-90.3	-116.0	流动比率	3.2	2.3	3.0	2.6	3.8
其他经营现金流						速动比率	2.6	1.6	2.2	2.0	2.9
流	7.8	16.3	5.0	2.0	-1.9	营运能力					
投资活动现金流	-55.0	-34.0	-98.1	-955.7	52.9	总资产周转率	0.9	1.2	1.0	0.7	0.6
资本支出	10.1	36.1	100.0	550.0	150.0	应收账款周转率	7.2	5.5	4.5	4.8	4.7
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款周转率	4.8	3.7	2.8	3.1	3.1
其他投资现金流						每股指标(元)					
流	-45.0	2.1	1.9	-405.7	202.9	每股收益(最新					
筹资活动现金流	-1.3	-5.5	4.7	703.2	-189.2	摊薄)	0.9	1.8	2.1	2.6	3.3
短期借款	0.0	0.0	0.0	190.6	-190.6	每股经营现金流					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(最新摊薄)	0.2	0.6	1.6	2.2	2.9
普通股增加	0.0	0.0	0.0	25.2	0.0	每股净资产(最					
资本公积增加	2.2	3.4	0.0	487.7	0.0	新摊薄)	3.4	5.2	7.4	15.1	18.4
其他筹资现金流						估值比率					
流	-3.6	-8.9	4.7	-0.2	1.4	P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金净增加额	-32.0	24.7	66.4	-32.1	160.3	P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						EV/EBITDA	-1.7	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

公司地址

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七号

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 17 楼 太平洋证券

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904

广州大道中圣丰广场 988 号 102 太平洋证券



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。