

# 中熔电气 (301031)

## 业绩略低于市场预期, 出海+激励熔断器占比提升

2024年04月24日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001  
maty@dwzq.com.cn

研究助理 朱家佟

执业证书: S0600122080076  
zhujt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	754.60	1,059.56	1,400.21	1,852.10	2,510.00
同比 (%)	96.04	40.41	32.15	32.27	35.52
归母净利润 (百万元)	153.80	116.98	153.75	256.02	435.90
同比 (%)	91.11	(23.94)	31.43	66.52	70.26
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.32	1.77	2.32	3.86	6.58
P/E (现价&最新摊薄)	39.34	51.73	39.36	23.64	13.88

### 投资要点

- **年报&一季报业绩低于市场预期。**公司 23 年营收 10.6 亿元, 同增 40%, 归母净利 1.2 亿元, 同减 24%, 毛利率为 41%, 同减 1pct, 其中 Q4 营收 3.0 亿元, 同环+11%/+15%, 归母净利 0.3 亿元, 同环-47%/+10%, 毛利率 41%, 同环-2.3/+0.6pct, 略低于市场预期。公司 24 年 Q1 营收 2.7 亿元, 同环比+16%/-11%, 归母净利 0.3 亿元, 同环比-17%/-15%, 毛利率 38%, 同环比-3/-3pct, 受股权支付和海外销售费用影响, 略低于市场预期。
- **受铜价波动影响, 毛利率略有下降, 出海+激励熔断器占比提升。**公司 23 年车端收入 6.0 亿元, 同增 55%, 占比 56%, 毛利率 39.3%, 同增 0.8pct, 24 年 Q1 我们预计车端收入 1.5 亿元, 占比维持 55%, 毛利率降至 37%左右, 主要系铜银价上涨影响, 随着套期保值的开展, 产线端降本增效, 后续毛利率我们预计恢复至 40%。公司 23 年激励熔断器销售 45 万只, 同增 202%, 贡献收入近 0.5 亿元, 占比总收入 4-5%, 海外销售 0.6 亿元, 同增 102%, 占比总收入 5.7%, 同增 1.7pct, 激励熔断器 24-25 年我们预计维持 1-2 倍增长, 海外熔断器定点 25-26 年放量, 总体我们预计 24 年电动车收入增长 35%+, 25 年将恢复至 40%+。
- **风光储端产品竞争加剧, 储能需求仍保持高增长。**公司 23 年风光储端收入 3.5 亿元, 同增 24%, 占比 33%, 同减 4.4pct, 毛利率 44.8%, 同减 3.6pct, 24 年 Q1 我们预计风光储端收入 0.9 亿元, 占比维持 33%, 毛利率降至 40%左右, 系行业竞争加剧影响。我们预计公司 23 年国内新能源市占率 30-40%, 储能市占率 40%。24 年国内光伏装机我们预计同增 15%、储能装机同增 60%+, 行业需求近 30%。该市场竞争相对激烈, 竞争对手好利科技等价格激进, 预计公司 24 年价格降幅 10%+, 后续推出的新方案降本空间大, 且订单集中高盈利产品, 预计毛利率仍可维持 40%。
- **期间费用率大涨, 主要系海外拓展增加销售费用, 以及股权费用支付。**24 年 Q1 期间费用 0.8 亿元, 同环比+28%/-9%, 期间费用率 28.4%, 同环比+2.7/+0.6pct; 24 年 Q1 经营活动净现金流净额为-0.3 亿元, 同+59%; 24Q1 资本开支为 0.3 亿元, 同-42%, 在手现金 1.4 亿元, 较 24 年初下降 35%; 24Q1 末公司存货 2.1 亿元, 较 24 年初增长 7%。
- **盈利预测与投资评级:**考虑到原材料价格波动、行业竞争加剧, 我们下修 24-25 年归母净利润至 1.54/2.56 亿元 (原预测 2.17/4.18 亿元), 同增 31%/67%, 对应 PE 39/24 倍, 新增 26 年归母净利润预测 4.36 亿, 同增 70%, 对应 PE 14 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动、市场竞争加剧风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	91.30
一年最低/最高价	81.10/158.00
市净率(倍)	5.87
流通 A 股市值(百万元)	3,332.35
总市值(百万元)	6,051.13

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	15.56
资产负债率(% ,LF)	38.97
总股本(百万股)	66.28
流通 A 股(百万股)	36.50

### 相关研究

《中熔电气(301031): 国内电力熔断器龙头, 海外+800V 打开增长空间》

2024-04-17

中熔电气三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,134</b>	<b>1,303</b>	<b>1,683</b>	<b>2,321</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,060</b>	<b>1,400</b>	<b>1,852</b>	<b>2,510</b>
货币资金及交易性金融资产	216	58	136	219	营业成本(含金融类)	626	856	1,137	1,556
经营性应收款项	687	935	1,136	1,540	税金及附加	11	15	19	26
存货	228	305	405	554	销售费用	74	87	107	125
合同资产	0	0	0	0	管理费用	82	95	111	120
其他流动资产	2	5	6	8	研发费用	121	157	185	176
<b>非流动资产</b>	<b>549</b>	<b>647</b>	<b>761</b>	<b>865</b>	财务费用	4	2	(1)	0
长期股权投资	0	0	10	20	加:其他收益	5	1	7	8
固定资产及使用权资产	369	442	522	592	投资净收益	1	0	0	0
在建工程	71	81	91	101	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	30	44	58	72	减值损失	(12)	(11)	(13)	(15)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	22	22	22	22	<b>营业利润</b>	<b>134</b>	<b>179</b>	<b>298</b>	<b>509</b>
其他非流动资产	58	58	58	58	营业外净收支	2	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,683</b>	<b>1,950</b>	<b>2,444</b>	<b>3,186</b>	<b>利润总额</b>	<b>136</b>	<b>179</b>	<b>298</b>	<b>509</b>
<b>流动负债</b>	<b>696</b>	<b>798</b>	<b>1,027</b>	<b>1,368</b>	减:所得税	19	25	42	71
短期借款及一年内到期的非流动负债	184	100	100	100	<b>净利润</b>	<b>117</b>	<b>154</b>	<b>256</b>	<b>438</b>
经营性应付款项	440	601	799	1,094	减:少数股东损益	0	0	0	2
合同负债	1	2	2	3	<b>归属母公司净利润</b>	<b>117</b>	<b>154</b>	<b>256</b>	<b>436</b>
其他流动负债	70	95	126	172	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.77	2.32	3.86	6.58
非流动负债	2	2	32	32	EBIT	138	191	292	506
长期借款	0	0	30	30	EBITDA	167	231	343	567
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.88	38.88	38.62	38.02
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	11.04	10.98	13.82	17.37
其他非流动负债	2	2	2	2	收入增长率(%)	40.41	32.15	32.27	35.52
<b>负债合计</b>	<b>698</b>	<b>800</b>	<b>1,059</b>	<b>1,400</b>	归母净利润增长率(%)	(23.94)	31.43	66.52	70.26
归属母公司股东权益	986	1,150	1,385	1,784					
少数股东权益	0	0	0	2					
<b>所有者权益合计</b>	<b>986</b>	<b>1,150</b>	<b>1,385</b>	<b>1,786</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,683</b>	<b>1,950</b>	<b>2,444</b>	<b>3,186</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	85	61	227	279	每股净资产(元)	14.87	17.35	20.90	26.91
投资活动现金流	(135)	(137)	(165)	(165)	最新发行在外股份(百万股)	66	66	66	66
筹资活动现金流	101	(82)	6	(41)	ROIC(%)	11.63	13.57	18.18	25.39
现金净增加额	51	(158)	68	73	ROE-摊薄(%)	11.87	13.37	18.49	24.44
折旧和摊销	29	40	51	61	资产负债率(%)	41.45	41.02	43.33	43.95
资本开支	(192)	(135)	(155)	(155)	P/E(现价&最新股本摊薄)	51.73	39.36	23.64	13.88
营运资本变动	(75)	(149)	(84)	(227)	P/B(现价)	6.14	5.26	4.37	3.39

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>