

23 年业绩承压，静待海外收获

2024 年 04 月 25 日

➤ **事件:** 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年公司实现收入 10.60 亿元，同比增长 40.41%，实现归母净利润 1.17 亿元，同比下降 23.94%，实现扣非归母净利润 1.14 亿元，同比较下降 22.32%。

单季度来看，23Q4 公司实现收入 3.02 亿元，同比增长 11.43%，实现归母净利润 0.32 亿元，同比下降 46.60%；24Q1 实现收入 2.69 亿元，同比增长 16.10%，实现归母净利润 0.27 亿元，同比下降 17.31%。

➤ **24Q1 毛利率承压，费用主要系海外扩张及股份支付影响。** 2023 年公司整体毛利率为 40.89%，同比下降 1.04pcts，主要与产品收入结构变化有关。24Q1 公司毛利率为 38.04%，我们判断主要与大宗原材料价格上涨有关。费用端，公司 23 年期间费用率为 26.65%，同比提升 9.25pcts，主要系股份支付费用分摊至销售、研发、管理三个项目所致。此外，销售、管理费用还受到公司业务规模增长，海外市场扩张等因素影响，研发费用方面主要系公司新产品、新工艺、新设备开发活动增加所致。

➤ **新能源车+光储下游具备领先优势。** 23 年公司新能源车下游实现收入 5.96 亿元，同比增长 54.66%；风光储下游实现收入 3.45 亿元，同比增长 23.66%，两大新能源下游占比合计 89%。**新能源车:** 在国内市场，公司终端用户已涵盖国内新能源汽车乘用车及商用车主流车企，并与上汽大众、一汽大众等厂商已展开合作；在国际市场，公司已进入特斯拉、戴姆勒等供应链；**风光储:** 主要客户已发展为阳光电源、宁德时代、华为、维谛等客户，在储能市场，公司可以提供包括 pack、高压箱、PCS 等不同位置的的保护方案，备战 2000V 储能系统应用的产品，同时开发储能 pack 专用的 1500V 熔断器以更好得满足安规要求。

➤ **新品正在孵化，后续有望推出。防雷市场:** 公司全面布局防雷市场，推出熔断器型防雷后备专用保护器，应用于风光储充行业。公司与防雷器龙头企业进行深入的合作及联合开发一体化产品，2024 年公司计划在防雷市场占有更大的市场份额；**贴片类产品:** 公司积极布局贴片市场，推出以表面贴装技术为核心的贴片类产品，产品体积相对较小、可巧妙地在有限空间内为工作单位提供可靠的过流保护，2024 年公司计划在贴片市场实现较大突破。

➤ **投资建议: 公司是电力熔断器龙头，EV 高电压趋势有望带来公司产品单车价值量提升，同时海外布局有望打开公司新成长空间**，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 15.01/20.62/27.49 亿元，对应增速分别为 41.6%/37.4%/33.3%；归母净利润分别 2.23/3.14/4.43 亿元（含股权激励费用），对应增速分别为 90.4%/41.2%/41.0%，以 4 月 24 日收盘价作为基准，对应 2024-2026 年 PE 为 26x/18x/13x。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 行业竞争加剧的风险；新能源汽车产业政策变动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,060	1,501	2,062	2,749
增长率 (%)	40.4	41.6	37.4	33.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	117	223	314	443
增长率 (%)	-23.9	90.4	41.2	41.0
每股收益 (元)	1.77	3.36	4.74	6.69
PE	49	26	18	13
PB	5.8	4.8	4.0	3.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 24 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

85.88 元



分析师 邓永康

执业证书: S0100521100006

邮箱: dengyongkang@mszq.com

分析师 李佳

执业证书: S0100523120002

邮箱: lijia@mszq.com

分析师 王一如

执业证书: S0100523050004

邮箱: wangyiru_yj@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书: S0100522120001

邮箱: zhubiye@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书: S0100524010003

邮箱: lixiaopeng@mszq.com

研究助理 许俊哲

执业证书: S0100123020010

邮箱: xujunzhe@mszq.com

相关研究

1. 中熔电气 (301031.SZ) 深度报告: 电力熔断器龙头，发力两大新动能-2023/11/08

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,060	1,501	2,062	2,749
营业成本	626	896	1,238	1,652
营业税金及附加	11	15	21	27
销售费用	74	83	113	151
管理费用	82	98	124	151
研发费用	121	150	196	247
EBIT	138	253	362	508
财务费用	4	6	11	14
资产减值损失	-4	1	0	0
投资收益	1	2	2	3
营业利润	134	250	353	498
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	136	250	353	498
所得税	19	28	39	55
净利润	117	223	314	443
归属于母公司净利润	117	223	314	443
EBITDA	167	292	417	578

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	216	135	145	198
应收账款及票据	685	1,022	1,376	1,796
预付款项	3	18	25	33
存货	228	468	628	815
其他流动资产	2	5	6	8
流动资产合计	1,134	1,647	2,179	2,850
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	367	531	637	696
无形资产	30	30	30	30
非流动资产合计	549	798	981	1,117
资产合计	1,683	2,445	3,161	3,967
短期借款	183	283	403	453
应付账款及票据	440	872	1,170	1,516
其他流动负债	72	110	149	198
流动负债合计	696	1,265	1,723	2,167
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	3	3
非流动负债合计	2	2	3	3
负债合计	698	1,268	1,727	2,171
股本	66	66	66	66
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	986	1,177	1,434	1,796
负债和股东权益合计	1,683	2,445	3,161	3,967

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	40.41	41.64	37.40	33.33
EBIT 增长率	-16.86	82.75	42.93	40.64
净利润增长率	-23.94	90.36	41.22	40.96
盈利能力 (%)				
毛利率	40.88	40.27	39.94	39.91
净利润率	11.04	14.84	15.25	16.12
总资产收益率 ROA	6.95	9.11	9.95	11.17
净资产收益率 ROE	11.87	18.91	21.93	24.68
偿债能力				
流动比率	1.63	1.30	1.26	1.31
速动比率	1.30	0.92	0.89	0.92
现金比率	0.31	0.11	0.08	0.09
资产负债率 (%)	41.45	51.84	54.62	54.72
经营效率				
应收账款周转天数	152.46	150.00	150.00	150.00
存货周转天数	132.87	190.00	185.00	180.00
总资产周转率	0.70	0.73	0.74	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	1.77	3.36	4.74	6.69
每股净资产	14.87	17.76	21.64	27.10
每股经营现金流	1.28	2.14	2.96	4.55
每股股利	0.60	0.87	1.23	1.73
估值分析				
PE	49	26	18	13
PB	5.8	4.8	4.0	3.2
EV/EBITDA	34.35	19.72	13.79	9.94
股息收益率 (%)	0.70	1.01	1.43	2.01

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	117	223	314	443
折旧和摊销	29	39	55	70
营运资金变动	-75	-130	-192	-235
经营活动现金流	85	142	196	301
资本开支	-192	-277	-237	-205
投资	85	0	0	0
投资活动现金流	-135	-282	-235	-202
股权募资	0	0	0	0
债务募资	148	100	119	50
筹资活动现金流	101	59	49	-47
现金净流量	51	-82	11	53

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收到任何形式的补偿。

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