

业绩符合预期，多元发展驱动增长

投资要点

- **事件:** 公司 2023 年实现营业收入 67.5 亿元，同比增长 23.3%；实现归母净利润 6.3 亿元，同比增长 33.1%；扣非归母净利润 3.6 亿元，同比增长 39%。2024 年第一季度公司实现营收 18.3 亿元，同比增长 17.3%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比下降 14%；扣非归母净利润 1.2 亿元，同比增长 25.6%。
- **盈利水平进一步提升，研发投入维持高位。** 盈利端：2023 年公司销售毛利率/净利率分别为 24.9%/9.3%，同比增长 1.2pp/0.5pp；24Q1 毛利率/净利率分别为 25.9%/7.7%，分别同比+1.8pp/-2.6pp。费用端：公司 2023 年销售/管理（不含研发）/财务/研发费用率分别为 4.8%/3.1%/0.4%，分别同比+0.6pp/+0.4pp/+0pp。销售费用率增长主要系公司人员增长、展会及差旅费用增加所致。2023 年公司研发费用率为 11.4%，维持高位，加厚产品竞争“护城河”。
- **海外市场快速拓展，盈利性更好。** 公司 2023 年海外实现收入 19.5 亿元，同比增长 15%，毛利率为 29.5%，同比增长 3pp，比国内毛利率高 6.4pp。公司已将“加速海外布局、扩展海外市场”当作未来发展的重要战略方向，目前已在美国、德国建立海外研发中心，已在泰国、印度、美国投入产能建设，完善公司全球供应链布局，可满足客户的海外地区制造与交付需求。相较于国际同行，公司具备更优的性价比和更快的相应速度，国际化进程有望进一步加快。
- **工业自动化业务快速增长，电车定点持续增加。** 2023 年公司工业自动化/电车及轨交分别实现收入 5.8/7.1 亿元，同比增长 53.7%/34.8%，毛利率分别同比增长 3.5pp/1.7pp。电车业务拓展金康、一汽等客户，应用场景亦有拓展，助力销售规模增长。此外，公司电源产品业务目前已逐步从投入期走向收获期，有望持续提供业绩增量。
- **持续围绕电力电子技术进行上下游产业链投资，通过“并购+孵化”不断拓展业务领域。** 2023 年公司新增参股公司 9 家，对外股权投资总金额为 1.5 亿元；报告期内因投资公司估值提升而获得公允价值变动收益、投资收益共 2.8 亿元。截至 23 年年报，公司对外股权投资的公司达到 42 家，通过该商业模式有望逐步拓展公司业务范围，实现产业链一体化发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2024-2026 年营收分别为 83.7 亿元、101.2 亿元、120.1 亿元，未来三年归母净利润增速分别为 23.8%/30%/22%。公司扎根电力电子行业，业务多点开花，充分受益下游多行业高景气，推动公司业绩持续向好，给予公司 2024 年 20 倍 PE，对应目标价 31.00 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济形势波动的风险；原材料结构性价格和供应风险；汇率波动影响公司海外业务的风险；下游需求不及预期的风险；新产品研发出货不及预期的风险；对外股权投资及公允价值变动影响公司业绩的风险。

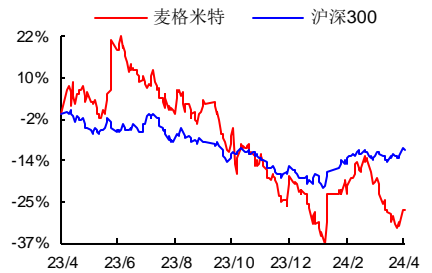
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6754.24	8369.41	10121.19	12005.88
增长率	23.30%	23.91%	20.93%	18.62%
归属母公司净利润 (百万元)	629.32	779.17	1012.84	1235.75
增长率	33.13%	23.81%	29.99%	22.01%
每股收益 EPS (元)	1.26	1.55	2.02	2.47
净资产收益率 ROE	13.77%	15.75%	17.36%	17.99%
PE	17	14	11	9
PB	2.47	2.24	1.91	1.62

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn
联系人: 李昂
电话: 021-58351923
邮箱: liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.01
流通 A 股(亿股)	4.13
52 周内股价区间(元)	18.92-36.47
总市值(亿元)	109.32
总资产(亿元)	106.28
每股净资产(元)	8.71

相关研究

1. 麦格米特 (002851): 盈利能力恢复向上, 多元布局持续兑现 (2023-08-30)
2. 麦格米特 (002851): 专注电能转换与控制, 产业链延伸促多极成长 (2023-08-22)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司智能家电板块为老牌核心业务，变频家电海外需求高，智能卫浴有望拓展受益大客户放量，预计 2024-2026 年智能家电电控产品交付订单同比增速分别约为 21%/18%/16%。

假设 2：公司工业电源业务产品系列丰富，下游覆盖多领域，该板块共包括显示电源、医疗电源、工业电源、通信电源、光储充业务。预计 2024-2026 年工业定制电源交付订单同比增速分别约为 22%/21%/18%，毛利率受益产品结构优化，趋稳向上。

假设 3：公司新能源车的车载电源等业务已和北汽、哪吒、零跑等客户深度绑定，受益终端销量提升，预计 2024-2026 年新能源车及轨交产品交付订单同比增速分别为 30%/25%/20%。

假设 4：公司在工业自动化领域深耕多年，积极配套新兴领域产品应用，打开成长空间，预计 2024-2026 年工业自动化产品交付订单同比增速分别为 40%/30%/25%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
智能家电电控	收入	2619.1	3176.9	3739.3	4353.8
	增速	25.3%	21.3%	17.7%	16.4%
	毛利率	25.5%	26.0%	26.0%	26.0%
工业定制电源	收入	2122.0	2585.1	3120.2	3678.5
	增速	12.6%	21.8%	20.7%	17.9%
	毛利率	24.3%	25.0%	25.5%	26.0%
新能源及轨交	收入	710.3	923.3	1154.2	1385.0
	增速	34.8%	30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	22.9%	23.0%	23.0%	23.0%
工业自动化	收入	584.13	817.78	1063.12	1328.90
	增速	53.7%	40.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	32.9%	33.0%	33.0%	33.0%
智能装备	收入	365.89	439.07	526.88	632.26
	增速	23.2%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	27.9%	28.0%	28.0%	28.0%
精密连接器	收入	315.55	378.66	454.39	545.27
	增速	15.77%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	7.8%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务	收入	37.39	48.61	63.19	82.15
	增速	40.4%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	56.7%	56.7%	56.7%	56.7%
合计	收入	6754.3	8369.4	10121.2	12005.9

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
	增速	23.3%	23.9%	20.9%	18.6%
	毛利率	24.9%	25.6%	25.8%	26.0%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

我们选取与公司电能转换为基础的主营业务相关的 6 家可比公司，2024 年可比公司平均 PE 为 30 倍。公司为国内电气自动化领先企业，产品系列丰富，电车、工业自动化、新能源等业务充分受益需求端高景气，并积极布局海外市场，出口占比有望逐步提升。预计未来三年公司归母净利润增速分别为 23.8%/30%/22%，给予公司 2024 年 20 倍 PE，对应目标价 31.00 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值 (2024/04/30)

可比公司	证券代码	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A/E	24E	25E	26E	23A/E	24E	25E	26E
汇川技术	300124	59.50	1.77	2.17	2.66	3.08	33.62	27.42	22.37	19.32
英杰电气	300820	50.17	1.96	2.63	3.28	4.01	25.60	19.08	15.30	12.51
英搏尔	300681	15.13	0.33	0.33	0.68	0.88	45.85	45.85	22.25	17.19
欣锐科技	300745	16.21	-1.01	-	-	-	-16.05	-	-	-
和而泰	002402	12.07	0.36	0.65	0.89	1.08	33.53	18.57	13.56	11.18
永贵电器	300351	17.68	0.26	0.47	0.62	0.62	68.00	37.62	28.52	28.52
平均值							31.76	29.71	20.40	17.74

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6754.24	8369.41	10121.19	12005.88	净利润	625.11	787.84	1018.52	1242.38
营业成本	5069.71	6226.54	7508.24	8882.25	折旧与摊销	159.73	191.37	191.37	191.37
营业税金及附加	36.42	37.90	46.63	82.84	财务费用	26.13	8.37	10.12	12.01
销售费用	325.14	359.88	404.85	456.22	资产减值损失	-36.89	-28.71	-31.15	-31.30
管理费用	206.19	1171.72	1366.36	1560.76	经营营运资本变动	208.18	269.03	-256.88	-173.56
财务费用	26.13	8.37	10.12	12.01	其他	-672.33	-132.91	-226.44	-195.18
资产减值损失	-36.89	-28.71	-31.15	-31.30	经营活动现金流净额	309.93	1094.98	705.54	1045.73
投资收益	-7.54	5.43	1.97	1.84	资本支出	-639.21	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	281.17	216.23	232.61	235.24	其他	347.32	221.66	234.58	237.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-291.90	-78.34	-65.42	-62.92
营业利润	632.66	815.37	1050.72	1280.17	短期借款	-72.98	-24.39	0.00	0.00
其他非经营损益	4.25	1.59	2.07	2.27	长期借款	162.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	636.91	816.96	1052.79	1282.45	股权融资	108.27	0.00	0.00	0.00
所得税	11.80	29.12	34.26	40.06	支付股利	-24.72	-125.86	-155.83	-202.57
净利润	625.11	787.84	1018.52	1242.38	其他	-90.07	-275.23	-10.12	-12.01
少数股东损益	-4.21	8.67	5.68	6.63	筹资活动现金流净额	82.49	-425.49	-165.96	-214.57
归属母公司股东净利润	629.32	779.17	1012.84	1235.75	现金流量净额	106.72	591.15	474.17	768.23
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	595.51	1186.66	1660.82	2429.06	成长能力				
应收和预付款项	2436.83	2930.07	3564.13	4238.20	销售收入增长率	23.30%	23.91%	20.93%	18.62%
存货	1917.67	2334.57	2838.07	3351.91	营业利润增长率	24.99%	28.88%	28.86%	21.84%
其他流动资产	1191.05	833.00	853.02	874.56	净利润增长率	30.40%	26.03%	29.28%	21.98%
长期股权投资	181.73	181.73	181.73	181.73	EBITDA 增长率	26.17%	24.02%	23.36%	18.47%
投资性房地产	81.29	81.29	81.29	81.29	获利能力				
固定资产和在建工程	1789.50	1935.08	2080.66	2226.24	毛利率	24.94%	25.60%	25.82%	26.02%
无形资产和开发支出	362.90	330.34	297.78	265.23	三费率	8.25%	18.40%	17.60%	16.90%
其他非流动资产	1556.94	1552.55	1548.16	1543.77	净利率	9.26%	9.41%	10.06%	10.35%
资产总计	10113.41	11365.27	13105.67	15191.97	ROE	13.77%	15.75%	17.36%	17.99%
短期借款	324.39	300.00	300.00	300.00	ROA	6.18%	6.93%	7.77%	8.18%
应付和预收款项	3639.75	4552.71	5406.07	6426.45	ROIC	18.74%	21.33%	25.78%	27.83%
长期借款	162.00	162.00	162.00	162.00	EBITDA/销售收入	12.12%	12.13%	12.37%	12.36%
其他负债	1446.76	1347.46	1371.82	1397.93	营运能力				
负债合计	5572.90	6362.18	7239.88	8286.38	总资产周转率	0.73	0.78	0.83	0.85
股本	501.10	501.25	501.25	501.25	固定资产周转率	6.49	7.04	9.79	13.65
资本公积	1143.97	1143.82	1143.82	1143.82	应收账款周转率	3.41	3.40	3.39	3.35
留存收益	2642.55	3295.86	4152.86	5186.05	存货周转率	2.62	2.91	2.89	2.87
归属母公司股东权益	4417.01	4870.93	5727.94	6761.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.56%	—	—	—
少数股东权益	123.50	132.16	137.85	144.48	资本结构				
股东权益合计	4540.51	5003.10	5865.78	6905.60	资产负债率	55.10%	55.98%	55.24%	54.54%
负债和股东权益合计	10113.41	11365.27	13105.67	15191.97	带息债务/总负债	28.30%	24.41%	21.45%	18.74%
					流动比率	1.47	1.47	1.52	1.58
					速动比率	1.01	1.00	1.04	1.09
					股利支付率	3.93%	16.15%	15.39%	16.39%
					每股指标				
					每股收益	1.26	1.55	2.02	2.47
					每股净资产	8.81	9.72	11.43	13.49
					每股经营现金	0.62	2.18	1.41	2.09
					每股股利	0.05	0.25	0.31	0.40
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	818.52	1015.11	1252.20	1483.55					
PE	17.37	14.03	10.79	8.85					
PB	2.48	2.24	1.91	1.62					
PS	1.62	1.31	1.08	0.91					
EV/EBITDA	11.59	8.67	6.65	5.10					
股息率	0.23%	1.15%	1.43%	1.85%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
