

麦格米特 (002851.SZ)

电气自动化平台型企业，受益于智能家电与 AI 产业发展

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 其他电源设备 II

◆ 投资评级: 优于大市(首次)

证券分析师: 王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

执证编码: S0980520080003

证券分析师: 陈抒扬

0755-81982965

chenshuyang@guosen.com.cn

执证编码: S0980523010001

事项:

公司于7月12日晚间发布公告称,根据战略规划及业务发展需要,公司拟使用自有资金2亿元对全资子公司浙江麦格米特电气技术有限公司(以下简称“浙江电气”)进行增资,全部计入注册资本。本次增资完成后,浙江电气的注册资本由2亿元变更为4亿元,由公司100%持股。本次增资不构成关联交易,也不构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组情形。

国信电新观点: 1) 随着技术的不断发展应用,智能化已经成为提升家电产品核心价值的重要手段,中国家电市场智能家电产品的占比持续增长。智能家电电控产品融合了功率变换、逻辑控制以及变频控制技术,是家用电器实现智能化的核心部件。公司作为平台型技术研发企业,智能家电电控产品有望受益于智能家电渗透率提升带来的需求高增。2) AI及云计算快速发展带动服务器行业高速增长,为满足高算力、高功率密度的要求,电源作为影响服务器稳定性的关键零部件,结构设计及材料材质要求不断提高,具有研发及技术优势的企业份额有望提升。公司在服务器电源模块有深厚的技术积累,已为服务器国际头部企业实现长期供货,并持续深耕服务器电源国产替代市场,未来有望受益于服务器行业快速发展带来的电源需求高增;3) 预计公司2024-2026年实现营业收入81/104/130亿元,同比增长20%/28%/25%;实现归母净利润7.3/9.0/11.0亿元,同比增长16%/23%/23%。当前股价对应PE分别为17/13/11倍。综合考虑FCFF估值和相对估值,我们认为公司股价合理估值区间为26.1-27.1元,对应2024年动态PE区间为18.0-18.7倍,较公司当前股价有9%-14%的溢价空间。首次覆盖,给予“优于大市”评级。

公司概况

公司介绍

深圳麦格米特电气股份有限公司是电气自动化领域硬件和软件研发、生产、销售与服务的一站式解决方案提供商,以电力电子及自动控制为核心技术,业务涵盖电源产品、工业自动化、新能源&轨道交通、智能装备、智能家电电控、精密连接六大板块。

2023年公司实现营业收入67.5亿元,同比增长23%;实现归母净利润6.3亿元,同比增长33%。受益于智能家电电控及电源产品业务快速增长,2020-2023年公司营业收入CAGR约26%,归母净利润CAGR约16%。

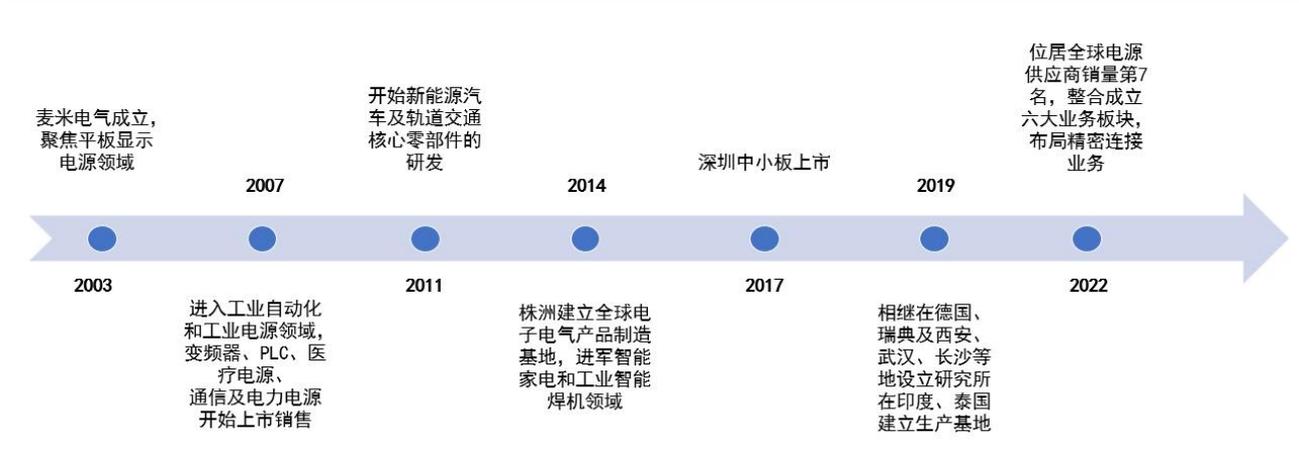
分业务类型来看,智能家电电控产品及电源产品收入占比较大,合计占比约70%。其中2023年1)智能家电电控产品实现收入26.2亿元,占比39%;2)电源产品实现收入21.2亿元,占比31%;3)新能源及轨道交通产品实现收入7.1亿元,占比11%;4)工业自动化实现收入5.8亿元,占比9%;5)智能装备实现收入3.7亿元,占比5%;6)精密连接实现收入3.2亿元,占比5%。

分地区来看,2023年公司国内收入48.0亿元,占比71%,毛利率23%;海外收入19.5亿元,占比29%,毛利率29%。毛利率较高的海外业务收入比例由2020年的25%逐步提升至2023年的29%,带动公司毛利率上行。

历史沿革

公司成立于 2003 年，并于 2017 年于中小板上市。作为自主创新的科技型企业，截至 2023 年底公司拥有授权专利 1,000 余项，其中发明专利 96 项。经过多年的研发投入，公司建立了以电力电子及相关控制技术为基础的功率变换硬件技术平台、数字化电源控制技术平台和自动化系统控制与通讯软件等三大核心技术平台，并继续向机电一体化和热管理集成方向拓展。通过技术平台的不断交叉应用，完成了在智能家电领域、工业电源领域、工业自动化和新能源汽车及轨道交通产品领域的多样化产品布局，建立了跨领域的生产经营模式，也不断丰富了相关新产品快速拓展的技术平台基础。

图1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

股权结构

截至 2024 年 3 月 31 日，童永胜先生为公司控股股东、实际控制人，担任公司董事长兼总经理。童永胜先生与王萍女士系夫妻关系，两人一致行动人，共同持有公司 26.41% 的股份。

表1：公司前十大股东明细（2024.3.31）

股东名称	持股数量(亿股)	占总股本比例(%)
童永胜	0.96	19.18%
香港中央结算有限公司	0.39	7.81%
王萍（董事长童永胜之妻）	0.36	7.23%
张志	0.16	3.18%
李升付	0.15	2.99%
招商银行股份有限公司－兴全合润混合型证券投资基金	0.15	2.95%
招商银行股份有限公司－兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金（LOF）	0.10	1.91%
林普根	0.08	1.52%
王晓蓉（首席技术官沈楚春之妻）	0.06	1.29%
王建方	0.06	1.17%
合计	2.47	49.23%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

管理团队

表2: 公司董事及高级管理人员的情况 (2024. 3. 31)

姓名	职务	性别	简介
董永胜	董事长、总经理	男	1964年生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 南京航空航天大学航空电气工程博士, 浙江大学电力电子学科博士后。1996年至2001年任深圳市华为电气技术有限公司副总裁; 2001年至2005年任艾默生网络能源有限公司副总裁; 2005年至今任公司董事长、总经理。
张志	董事、副总经理	男	1969年生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。1997年至1998年在深圳市华为电气技术有限公司任研发部项目经理; 1998年至2003年在深圳市康达炜电子技术有限公司任研发部经理、首席技术官; 2003年至今历任公司董事长、首席技术官、首席运营官。现任公司董事、副总经理。
王雪芬	董事	女	1976年生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 大专学历。2011年1月至今担任浙江怡和卫浴有限公司董事、常务副总经理兼营销中心总经理; 2021年3月至今担任杭州怡智芯科技有限公司执行董事兼总经理。2019年至今任公司董事。
沈楚春	首席技术官	男	1966年生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 武汉大学硕士研究生学历。1996年10月至2001年10月, 华为电气股份有限公司一次电源产品线产品经理、成本经理、总工程师; 2001年10月至2005年3月, 深圳艾默生网络能源电气公司 DC GLOBAL 部成本经理、总工程师; 2005年至今历任公司项目经理、研发部副总经理, 现任公司首席技术官。
王涛	首席财务官、董事会秘书	男	1972年生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士研究生学历。1997年至2001年在深圳市华为电气技术有限公司任成本及预算管理部经理、财务总监助理; 2001年至2010年在艾默生网络能源有限公司任司库及分支机构管理部总监; 2010年至今任公司首席财务官、董事会秘书。

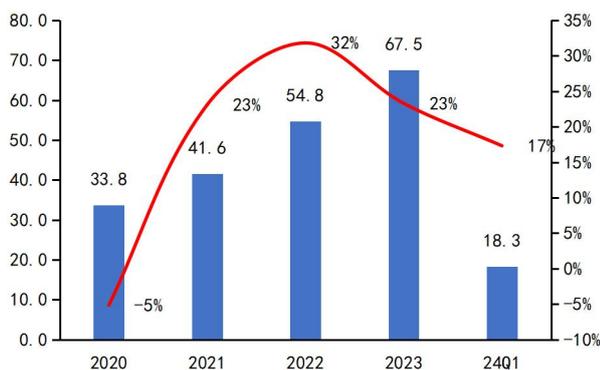
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司业务

公司主营业务包括智能家电电控、电源产品、新能源及轨道交通部件、工业自动化、智能装备及精密连接。2023年公司实现营业收入67.5亿元, 同比增长23%; 实现归母净利润6.3亿元, 同比增长33%。受益于智能家电电控及电源产品业务快速增长, 2020-2023年公司营业收入CAGR约26%, 归母净利润CAGR约16%。

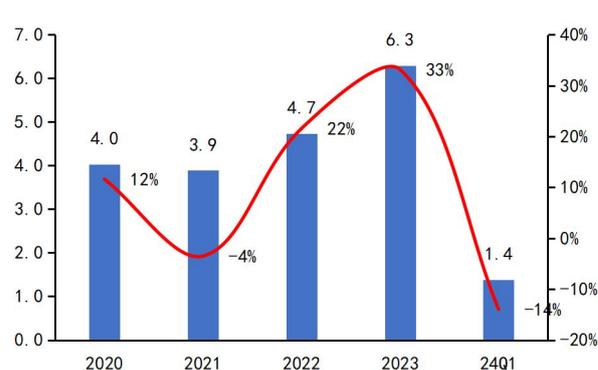
2024年一季度公司实现营业收入18.3亿元, 同比增长17%, 环比下滑3%; 实现归母净利润1.4亿元, 同比下滑14%, 环比下滑6%, 主要由于公司收入确认的季节性波动所致。

图2: 公司营业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

分业务类型来看, 智能家电电控产品及电源产品收入占比较大, 合计占比约70%。其中2023年1) 智能家电电控产品实现收入26.2亿元, 占比39%; 2) 电源产品实现收入21.2亿元, 占比31%; 3) 新能源及轨道交通产品实现收入7.1亿元, 占比11%; 4) 工业自动化实现收入5.8亿元, 占比9%; 5) 智能装备实现收入3.7亿元, 占比5%; 6) 精密连接实现收入3.2亿元, 占比5%。

分地区来看, 2023年公司国内收入48.0亿元, 占比71%, 毛利率23%; 海外收入19.5亿元, 占比29%, 毛利率29%。毛利率较高的海外业务收入比例由2020年的25%提升至2023年的29%, 带动公司毛利率上行。

表3: 公司历年营业收入、毛利润及毛利率明细 (亿元、%)

按业务分类	2021					2022					2023				
	营收 (亿元)	占比 (%)	毛利润 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	营收 (亿元)	占比 (%)	毛利润 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	营收 (亿元)	占比 (%)	毛利润 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
智能家电电控	15.8	38%	3.9	36%	25%	20.9	38%	5.1	39%	24%	26.2	39%	6.7	40%	25%
电源产品	15.1	36%	3.7	33%	25%	18.8	34%	4.1	32%	22%	21.2	31%	5.2	31%	24%
新能源及轨交	2.7	7%	0.7	7%	28%	5.3	10%	1.1	9%	21%	7.1	11%	1.6	10%	23%
工业自动化	2.7	6%	0.9	8%	34%	3.8	7%	1.1	9%	29%	5.8	9%	1.9	11%	33%
智能装备	3.7	9%	1.6	14%	42%	3.0	5%	1.0	7%	32%	3.7	5%	1.0	6%	28%
精密连接	1.3	3%	0.1	1%	11%	2.7	5%	0.5	3%	16%	3.2	5%	0.3	1%	8%
其他业务	0.2	0%	0.0	0%	13%	0.3	0%	0.2	1%	62%	0.4	1%	0.2	1%	57%
合计	41.6	100%	11.1	100%	27%	54.8	100%	13.0	100%	24%	67.5	100%	16.8	100%	25%

按地区分类	2021					2022					2023				
	营收 (亿元)	占比 (%)	毛利润 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	营收 (亿元)	占比 (%)	毛利润 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	营收 (亿元)	占比 (%)	毛利润 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
国内	30.8	74%	8.5	77%	28%	37.8	69%	8.5	66%	23%	48.0	71%	11.1	66%	23%
海外	10.8	26%	2.6	23%	24%	17.0	31%	4.5	34%	26%	19.5	29%	5.8	34%	29%
合计	41.6	100%	11.1	100%	27%	54.8	100%	13.0	100%	24%	67.5	100%	16.8	100%	25%

资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

公司业务分析

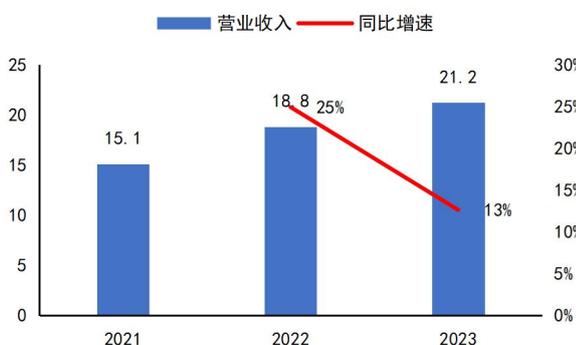
公司专注于电能的转换、自动化控制和应用，主营业务包括智能家电电控、电源产品、新能源及轨道交通部件、工业自动化、智能装备及精密连接。

一、电源产品

公司电源业务主要包括医疗电源、通信及服务器电源等网络能源产品、电力电源、工业导轨电源、光伏储能及充电桩核心部件、LED 显示电源、显示设备相关电源及 OA 电源等产品。2023 年，公司电源产品实现收入 21.2 亿元，同比增长 13%；2021-2023 年 CAGR 约为 19%。2023 年电源产品业务毛利率为 24%，同比增长 2pcts。

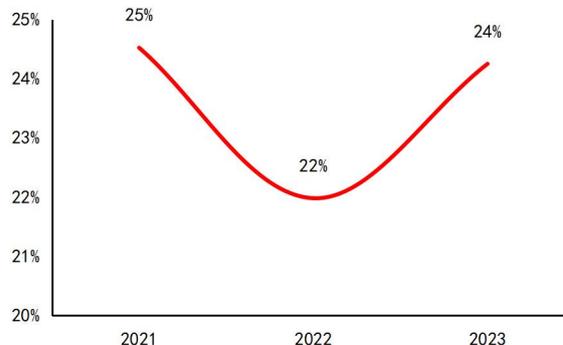
公司在电源产品领域经过多年积累，持续为爱立信、诺基亚、GE、飞利浦、魏德米勒、西门子、ABB、Cisco、Juniper、施耐德、EnerSys、特变电工、小米、长虹、创维等国内外知名企业提供产品和研发及生产服务。

图4: 公司电源产品收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司电源产品毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

- **网络电源（通信电源及服务器电源）**：通信电源为基站通信设备、光通信网络设备、宽带通信设备、程控和网络交换机、环境及监控设备等提供电源保障，是整个通信网络的关键基础设施。此外，公司在服务器电源模块有着长时间的技术积累，在为服务器国际头部企业长期供货的同时，国内服务器厂商对配套零部件全国产替代的趋势需求也逐步显现。公司已获得行业领先的国内服务器厂商的准入，后续将持续深耕服务器电源国产替代市场。

图6: 公司通信电源产品示意图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司服务器电源产品示意图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

- **医疗电源：**电源产品和技术在医学成像、诊断、监控设备 and 治疗业务中发挥着至关重要的作用，故医疗电源具有高可靠性、稳定性、安全性和精度的特征。目前公司提供开放式电源、定制电源、电池包等零部件和针对超声影像设备、电动医疗床等的电源解决方案，客户以海外龙头企业为主。
- **平板显示\商业显示\LED 及 OA 电源：**公司作为显示电源的专业厂家，在国内外市场都有着较高的市占率，相关电源技术也在进一步向办公自动化（OA）设备延伸，办公自动化领域涉及打印机、复印机等。2023 年公司显示电源业务实现了稳健增长：日本 OA 市场开拓成果初显，OA 电源 2023 年增势较好，核心客户项目进展顺利，为将来的订单批量增长奠定了基础；商显电源始终保持行业头部，业务发展持续稳步向前；公司还在 PC 电源领域有新的布局与发展，并已获得头部客户的供应商准入，助力核心客户的国产化需求，为公司低功率电源业务的后续增长打开新的增长极。

图8：公司医疗电源产品示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图9：公司显示电源产品示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- **光伏及储能核心部件：**公司现已开始在工商业储能、便携储能等领域实现核心部件产品的批量供应，在手订单充足，坚持以服务 B 端客户为定位，持续扩大客户覆盖与销售规模。
- **充电桩：**公司在充电桩领域坚持被集成战略，定位于做好充电模块，目前在国内市场实现乘用车和商用多领域应用，同时瞄准欧美等海外市场进行前期布局。

图10：公司光伏及储能核心部件产品示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图11：公司充电桩模块产品示意图

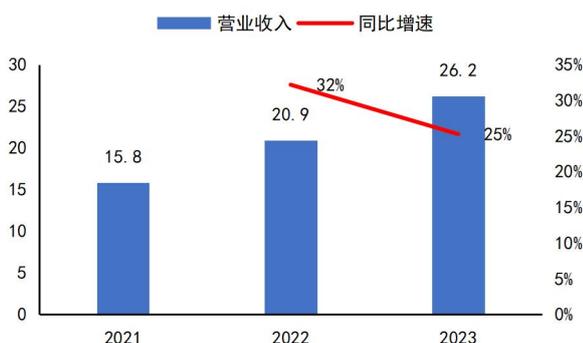


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

二、智能家电电控产品

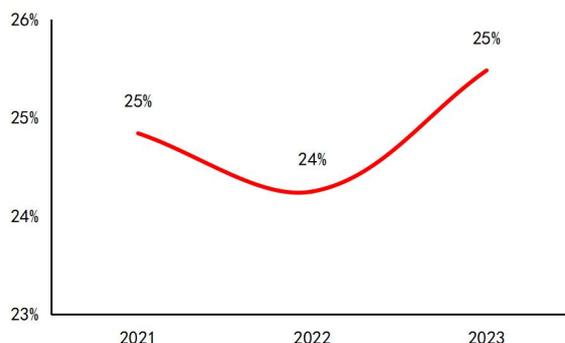
公司智能家电电控业务主要包括智能家用空调变频驱控系统，商用暖通空调驱控系统，空气源热泵驱控系统，热泵型洗干一体机驱控系统，及各类家电控制器；智能卫浴整机及组件系统等消费类产品。2023年，公司智能家电电控产品实现收入 26.2 亿元，同比增长 25%，主要受益于海外新兴市场对变频家电的需求加大；2021-2023 年 CAGR 约为 29%。2023 年智能家电电控产品业务毛利率为 25%，同比增长 1pcts。

图12: 公司智能家电电控产品收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

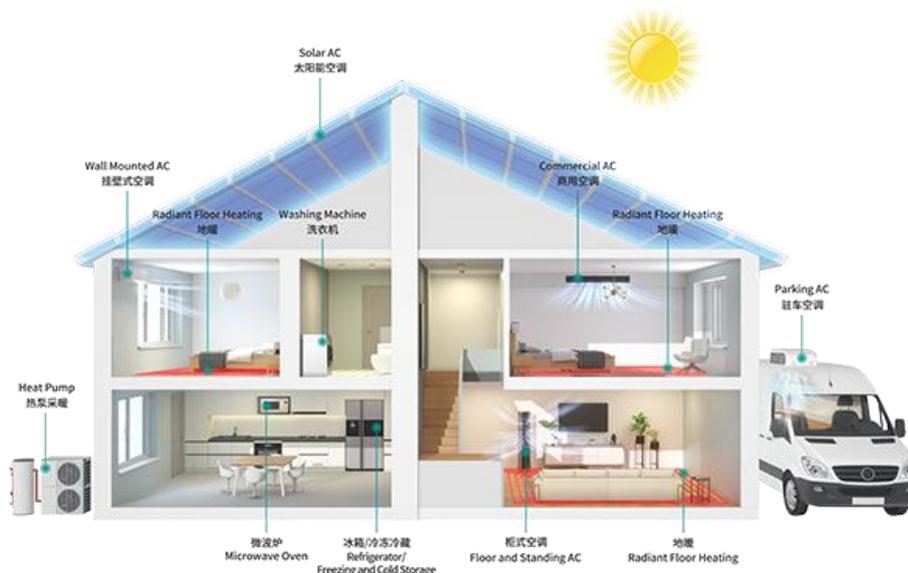
图13: 公司智能家电电控产品毛利率（%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

- **智能卫浴：**智能坐便器主要分为智能马桶盖和智能一体机两个品类，相比普通马桶具有座圈加热、自动清洗、自动冲水、除臭杀菌、感应翻盖等功能，是卫浴智能化的代表单品。
- **变频家电：**变频技术核心是变频器，是利用电力半导体器件的通断作用将固定频率电源变换为另一频率的电能控制装置，具有节能的优势。公司变频家电功率转换器等产品已成功应用于格兰仕变频微波炉、松下空调、新科空调、大金空调、VOLTAS 空调、惠达卫浴等品牌产品。

图14: 公司变频驱动与控制系统解决方案示意图

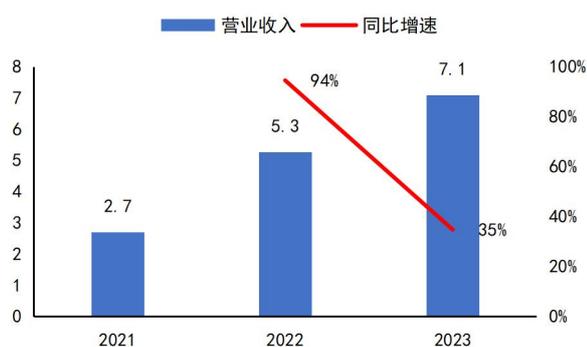


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

三、新能源及轨道交通部件

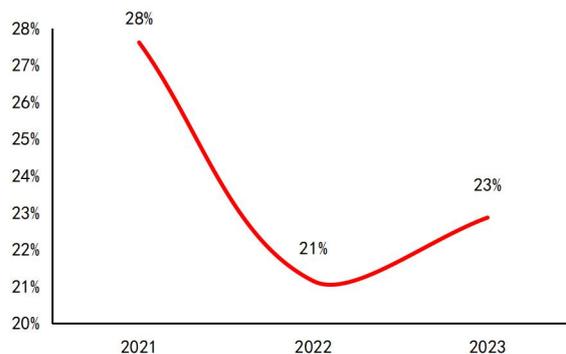
公司新能源及轨道交通业务主要包括新能源汽车电力电子集成模块（PEU）、电机驱动器（MCU）、车载充电器（OBC）、DCDC 电源及轨道交通车辆空调电气部件等产品，并在车载压缩机、热管理系统核心部件等方向不断探索和突破。2023 年，公司新能源及轨道交通部件实现收入 7.1 亿元，同比增长 35%；2021-2023 年 CAGR 约为 62%。2023 年新能源及轨道交通部件毛利率为 23%，同比增长 2pcts。

图15: 公司新能源及轨道交通部件收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

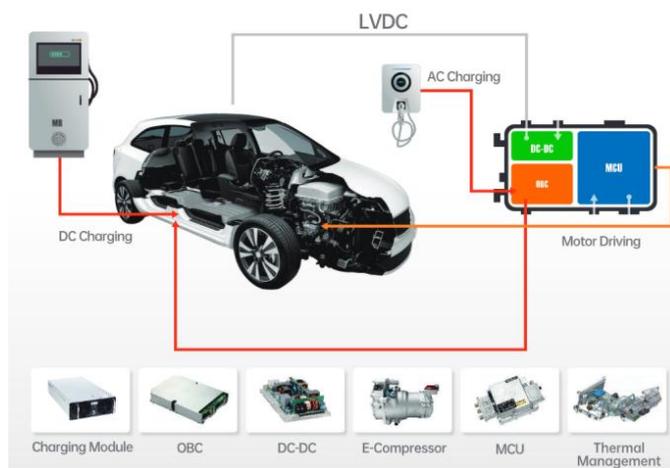
图16: 公司新能源及轨道交通部件毛利率（%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

- **新能源汽车：**公司新能源汽车解决方案包括车载充电机，电机控制器，电动压缩机及控制器，热管理系统设计及零部件等。受益于公司产品品类的拓展，整车价值量不断提升。公司近年来持续拓展新能源汽车领域的新客户，现已与北汽新能源、零跑、吉利、金康、东风、一汽等整车厂客户建立合作。另外，公司也在不断拓展下游应用场景，现已有乘用车、商用车、工程车辆及轻型电动车等多领域产品推出，可满足客户各类应用场景的需求，并已具备相应批量交付能力。

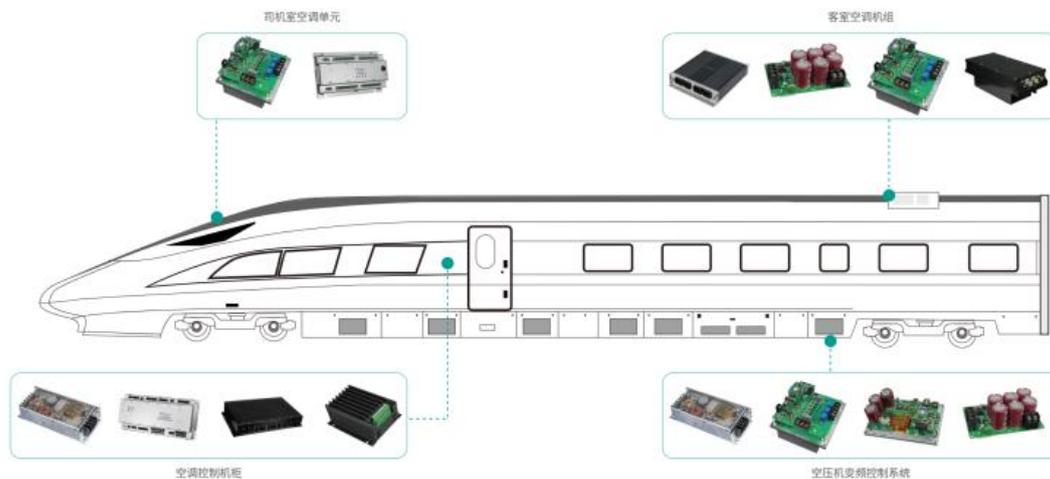
图17: 公司新能源汽车解决方案示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- **轨道交通：**公司为高铁、动车、城轨和地铁等轨道交通空调设备提供电气和电子部件，包括电动压缩机、空调控制器、电机驱动器及空调电控柜。

图18：公司轨道交通解决方案示意图

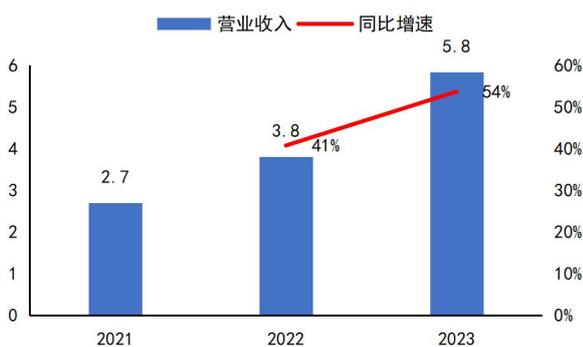


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

四、工业自动化

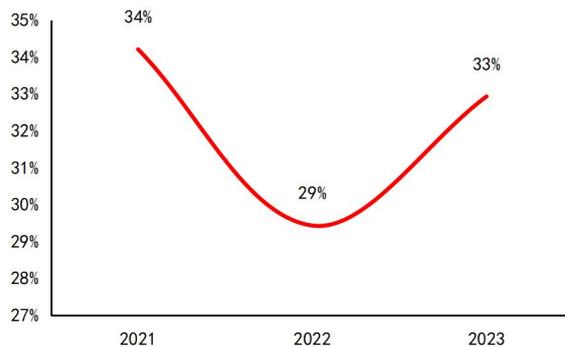
公司工业自动化业务主要包括变频器、伺服、PLC（可编程逻辑控制器）、液压伺服泵、直线电机、编码器等产品。2023年，公司工业自动化产品实现收入5.8亿元，同比增长54%；2021-2023年CAGR约为47%。2023年工业自动化产品业务毛利率为33%，同比增长4pcts。

图19：公司工业自动化产品收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图20：公司工业自动化产品毛利率（%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

- **变频器：**一种改变电机的供电频率控制交流电机转速，从而实现对电机精确控制的节能电子设备，可广泛应用于风机、水泵、卷筒机、机床等设备中。
- **PLC（可编程逻辑控制器）：**PLC是一种采用一类可编程的存储器，用于内部存储程序，执行逻辑运算、顺序控制、定时、计数与算术操作等面向用户的指令，并通过数字或模拟式输入/输出控制各种类型的机械或生产过程。

图21: 公司变频器产品示意图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图22: 公司 PLC 产品示意图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

- **伺服系统:** 伺服系统是一种运动控制部件, 由伺服驱动器、伺服电机、编码器三个部分组成, 以物体的位移、角度、速度为控制量组成的能够动态跟踪目标位置变化的自动化控制系统, 可实现精确、快速、稳定的位置控制、速度控制和转矩控制。

图23: 公司伺服系统产品示意图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图24: 公司编码器产品示意图



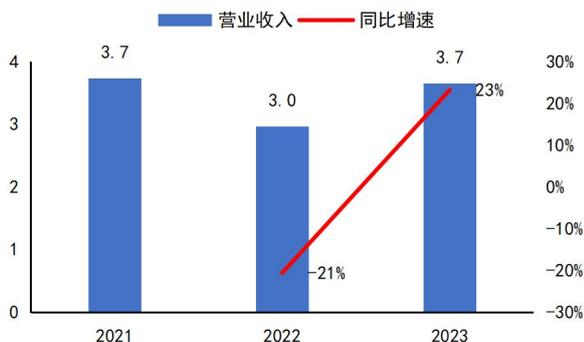
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司近年来聚焦机电液的系统整体解决方案, 并结合在新能源汽车行业的积累, 利用整体平台的优势, 在工程机械电动化的大客户应用上取得突破, 为国内一线龙头企业提供系统解决方案。在风电和再生能源方面, 目前公司已在为行业核心客户批量供应风电变桨驱动器。

五、智能装备产品

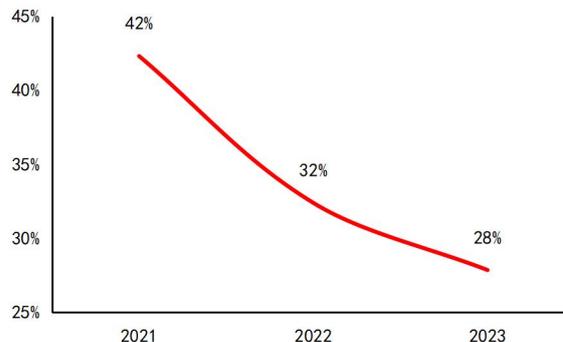
公司智能装备业务主要包括数字化智能焊机、工业微波设备、智能采油电潜螺杆泵设备等产品。2023年，公司智能装备产品实现收入3.7亿元，同比增长23%；2021-2023年CAGR约为-1%。2023年智能装备产品业务毛利率为28%，同比下滑4pcts。

图25：公司智能装备产品收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图26：公司智能装备产品毛利率（%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

- **数字化焊机：**电焊机是指将电能转换成焊接能量并能实现焊接操作的整套装置设备，高端的智能焊接机器人具有高生产效率、低成本、产品质量稳定的特点。中国作为世界最大的焊接设备生产国，高端焊接设备仍然主要依赖进口，行业整体仍处于非充分竞争状态，高端领域仍具备国产替代空间。2023年公司智能焊机着手布局激光焊机领域，已取得初步进展和批量交付。
- **工业微波：**微波在工业化上的应用主要是微波加热，通过极性介质材料对微波的吸收作用从而将微波的电磁能转化为介质的热能，具有加热均匀、升温迅速、选择性加热、穿透性加热、强烈催化、非接触性加热以及绿色节能的特点。2023年工业微波业务进一步向多晶硅制备行业拓展。

图27：公司数字化焊机产品示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

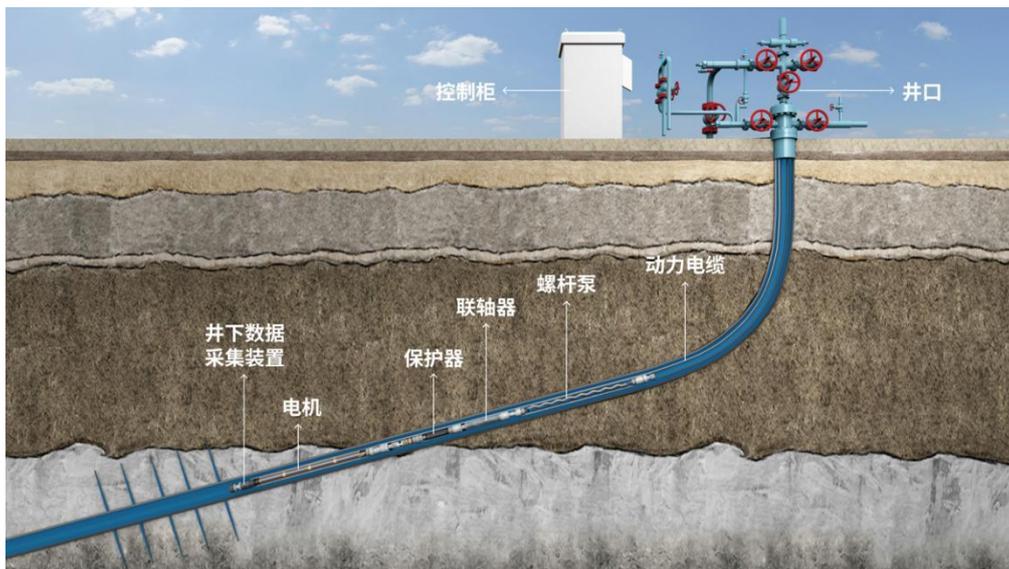
图28：公司工业微波产品示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- **智能采油：**公司的智能采油设备是替代传统抽油机的新型机电一体化的采油装备，其原理是将潜油螺杆泵机组下入井中，利用动力电缆将电力传送给井下潜油电机，由潜油电机驱动螺杆泵旋转，将井液经过螺杆泵增加后，举升到地面。公司的智能采油设备突破了伺服驱动器设计制造、潜油电机设计制造、联轴器设计等众多关键技术，有着整机效率提升，节能效果优异，采油能耗降低的特点，可实现自动化、智能化采油，并且可在众多传统油杆采油设备无法施工的特殊复杂井下作业。智能采油设备受制于订单和交付周期较长，增量并未完全体现，预计后续将持续贡献利润支撑。

图29：公司潜油螺杆泵智能采油系统示意图

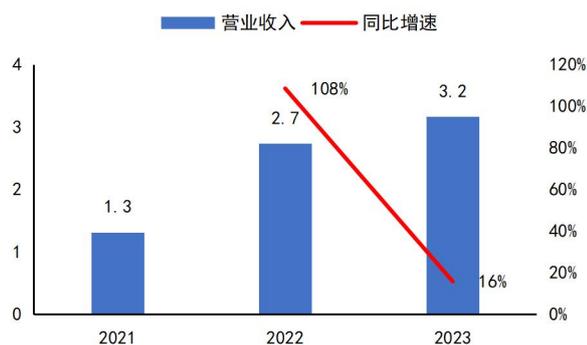


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

六、精密连接

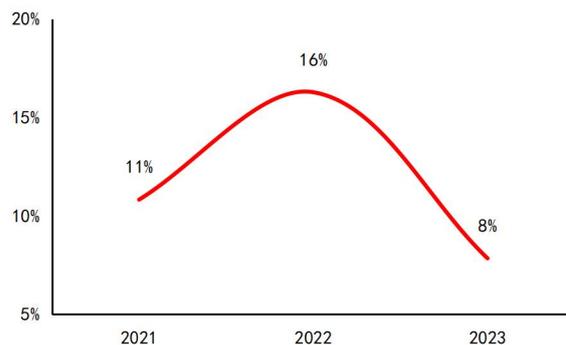
公司精密连接业务主要包括异形电磁线、同轴线、超微细扁线、FFC（柔性扁平软排线）、FPC（柔性电路板）等产品，可广泛应用于通讯、3C 电子、工业、智能办公、安防设备等领域。精密连接组件产品是电子系统设备之间电流或信号传输、交换的桥梁，是构成整个完整系统连接所必需的基础元件。2023 年，公司精密连接产品实现收入 3.2 亿元，同比增长 16%，2021-2023 年 CAGR 约为 55%。2023 年精密连接产品业务毛利率为 8%，同比下滑 8pcts，目前公司精密连接业务还在投入和整合阶段，故毛利率波动较大。

图30：公司精密连接产品收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图31：公司精密连接产品毛利率（%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

公司持续推动精密连接业务向新能源及消费类头部客户的发展，例如应用于新能源汽车动力及储能电池包中的安全信号连接组件，以及消费类头部客户的超精密线材的应用。

- **电磁线：**电磁线是电力设备、家用电器、工业电机和交通设备等产品的重要构件，根据导体形状可以分为圆线与扁线。
- **同轴线：**一种电线及信号传输线，具有用途广泛、品种繁多、门类齐全等特点，是输送电能、传递信息和制造各类电机、仪器、仪表不可或缺的电工产品。

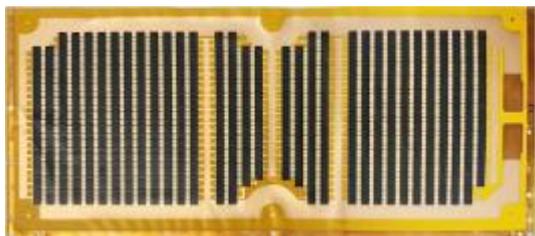
图32: 公司电磁线利兹线产品示意图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

- **FPC:** 与传统 PCB 硬板相比, 具有生产效率高、配线密度高、重量轻厚度薄、可折叠弯曲、可三维布线等优势, 被广泛应用于航天、军事、移动通讯、笔记本电脑、计算机外设、PDA、数字相机等领域。
- **FFC:** 具有可折叠弯曲、厚度薄、体积小、连接简单、拆卸方便、易解决电磁屏蔽等优良特性, 主要应用于各种打印机打印头与主板之间的信号传输及板板连接。

图34: 公司 FPC (柔性电路板) 产品示意图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图33: 公司电磁线漆包扁线产品示意图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图35: 公司 FFC (柔性扁平软排线) 产品示意图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

2022 年公司通过新控股子公司田津电子, 完成了公司从精密线材到精密连接的业务整合, 实现一体化布局。精密连接业务不仅能优化公司内部的磁性器件供应, 同时也可直接对外销售线材和相关连接部件产品。

智能家电电控：消费体验升级，智能化渗透率快速提升

家电行业与房地产行业密切相关，随着房地产行业的增速放缓，中国家电零售市场呈现先快速上升后趋于稳定的局面。2023 年我国家电零售市场规模达到 8,498 亿元，同比增长 4%。

图36: 中国家电零售市场（不含 3C）零售额规模及同比增速（亿元、%）



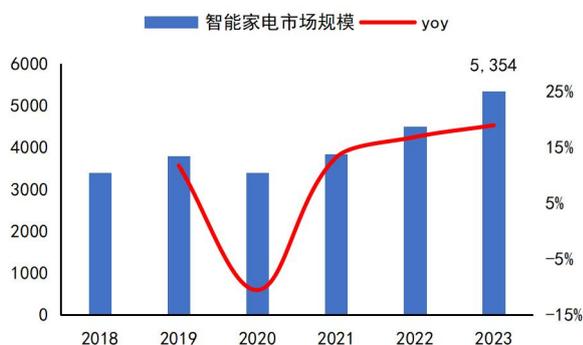
资料来源：奥维云网推总数据（包含电视、白电、厨房大电、厨房小电、环境电器约 30 个家电品类），国信证券经济研究所整理

在居民收入水平不断提高以及对品质生活不断追求的推动下，消费者的消费体验要求已经逐渐从单纯的功能性需求向便利性、舒适性和节能环保需求转变，从而使全球家电产品向智能化、高端化方向升级。随着技术的不断发展应用，智能化已经成为提升家电产品核心价值的重要手段，中国家电市场智能家电产品的占比持续增长。

根据共研产业咨询统计，2023 年我国智能家电市场规模达到 5,354 亿元，同比增长 18%；2018-2023 年 CAGR 约为 9.5%。智能家电电控产品融合了功率变换、逻辑控制以及变频控制技术，是家用电器实现智能化的核心部件。

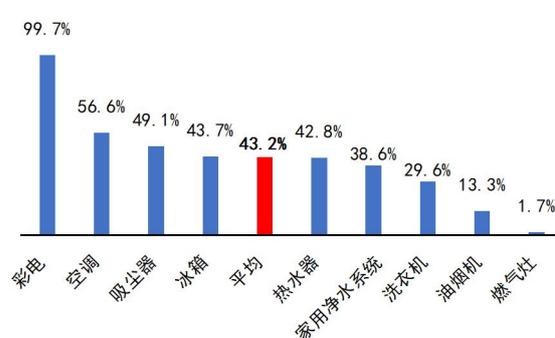
根据 GFK 中怡康统计，2023 年中国整体家电智能化渗透率约为 43.2%，同比提升 4.7pcts。其中彩电、空调等大家电智能化渗透率较高，其他品类家电仍有巨大提升空间。此外，2023 年智能空调渗透率为 56.6%，同比提升 4.7pcts，在能效、性能及智能控制等方面具有优势的智能变频家电产品日益受到消费者的青睐。

图37: 中国智能家电市场规模及同比增速（亿元、%）



资料来源：共研产业咨询，国信证券经济研究所整理

图38: 中国智能家电渗透率（%）



资料来源：GFK 中怡康，国信证券经济研究所整理

数据中心：AI 推动能耗大幅增长，服务器电源要求不断提升

人工智能能耗大幅增长，2022-2026 年全球数据中心用电量有望翻倍

大模型参数规模持续增长，训练阶段用电量大幅提升。近年来推出的 AI 大模型所使用的数据量和参数规模呈现指数级增长，带来智能算力需求爆炸式增加。以 GPT 大模型为例，GPT-3 模型参数约为 1746 亿个，单次训练需要的总算力约为 3640PF-days（以每秒千万亿次计算，需要运行 3640 天），GPT-4 参数规模达到约 1.8 万亿个，训练算力需求达到 GPT-3 的 68 倍。数据显示，仅 GPT-3 模型训练阶段耗电量已高达 1.3GWh，约等于 120 个美国家庭 1 年的用电量。

AI 推理阶段耗电量是通用算力的十倍，推理阶段耗电量预计远超训练阶段。推理阶段耗电量受模型特点、算法、使用频次等综合因素影响，根据国际能源署估算，谷歌单次搜索平均电耗在 0.3Wh，而 ChatGPT 单次搜索平均电耗在 2.9Wh；按照每年全球搜索次数 90 亿次保守估计，仅 ChatGPT 应用每年将带来 10TWh 的额外电耗。根据谷歌报告，2019-2021 年与 AI 相关的能源消耗中大约 60% 来自模型推理阶段；根据 Semi Analysis 分析，GPT-3 推理阶段单日耗电量可达 564MWh，运行 3 天即可超过整个训练阶段耗电量。根据施耐德电气预测，推理阶段占 AI 电力消耗占比将从 2023 年的 80% 提升至 2028 年的 85%。

表4: 典型大模型训练阶段耗电量

模型名称	参数规模 (亿个)	PUE (数据中心能效)	耗电量 (MWh)
GPT-3	1750	1.1	1287
Gopher	2800	1.08	1066
OPT	1750	1.09	324
BL00M	1760	1.2	433

资料来源: Journal for Machine Learning Research, 国信证券经济研究所整理

表5: 全球数据中心训练与推理阶段功率预测

	2023	2028
数据中心总功率	57GW	93GW
AI 消耗功率	4.5GW	14.0-18.7GW
AI 电力消耗占比	8%	15%-20%
训练与推理 AI 负载对比	20%训练, 80%推理	15%训练, 85%推理

资料来源: 施耐德电气, 国信证券经济研究所整理

算力增长推动数据中心用电量增长，22-26 年有望实现翻倍。截至 2022 年全球数据中心数量约为 8000 个，其中 33% 位于美国，16% 位于欧洲，10% 位于中国；按照算力口径划分，中国算力占全球 33%，仅次于美国。2022 年全球数据中心用电量约为 460TWh，占全球用电量 2%；根据国际能源署预测，随着全球 5G 网络、云服务和物联网（IoT）的快速发展，积极场景下 2026 年全球数据中心用电量有望超过 1000TWh，实现翻倍以上增长。

图39: 2022-2026 年美国/欧洲/中国数据中心用电量与占比预测 (单位: %)



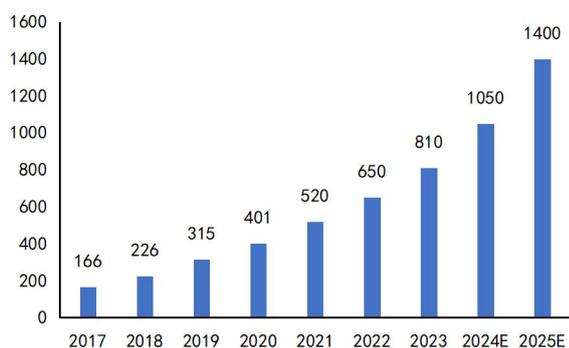
资料来源: 国际能源署, 国信证券经济研究所整理 注: 包括传统数据中心和 AI 专用数据中心, 不含加密货币用途

我国大力推动数据中心发展，2023-2025 年机架数量 CAGR 有望达 48%

数据中心配套政策密集落地，“东数西算”推动基建需求。助力“十四五”以来我国高度重视数据中心产业发展，在京津冀、长三角等 8 地启动建设国家算力枢纽节点，启动实施“东数西算”工程，加快构建全国一体化大数据中心体系，提出“2522”整体框架，明确算力基础设施建设目标，并对数据中心电能比、绿电消费占比提出要求。

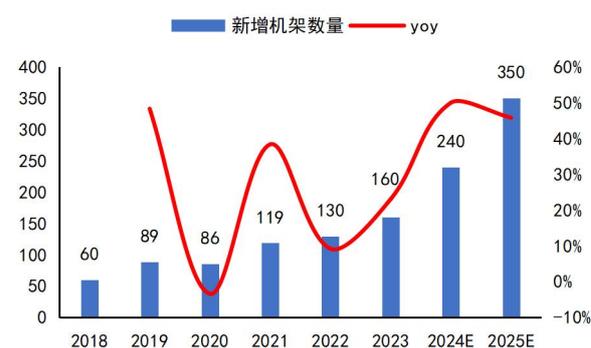
2022-2025 年我国数据中心新增机架数量 CAGR 有望达 48%。根据工信部数据，2022 年底我国数据中心机架数量超过 810 万台；根据中国通服数字基建产业研究院预测，2025 年机架数量有望达到 1400 万台，2023-2025 年新增机架数量 CAGR 高达 48%。

图40：我国数据中心机架累计数量情况（万个）



资料来源：中国信通院，工信部，中国通服数字基建产业研究院，国信证券经济研究所预测与整理

图41：我国数据中心机架新增数量情况（万个，%）



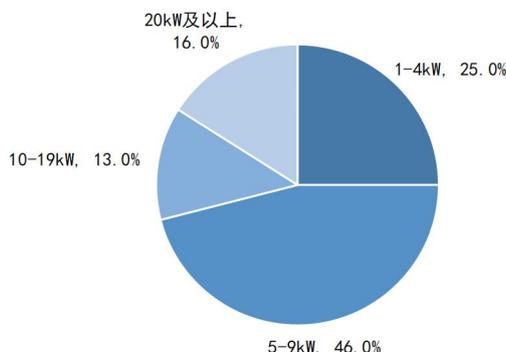
资料来源：中国信通院，工信部，中国通服数字基建产业研究院，国信证券经济研究所预测与整理

高密服务器部署带动机架功耗提升，电源稳定性要求不断提高。服务器作为云计算的上游产业，其发展受到云计算产业发展的极大促进，同时 ChatGPT 带来的 AI 技术发展有望带动服务器行业高速增长，而服务器稳定性的首要影响因素便是电源。

根据 Uptime Institute Intelligence 统计，2020 年全球数据中心机架单位功耗以 5-9kW/机架居多；随着高密服务器部署占比的持续提升，机架单位功耗预计将稳步提升。当前，Intel、IBM、华为、浪潮、曙光等厂商陆续加速推进高密度服务器的产品设计与市场布局。

5G 时代下的服务器电源同样具有高功率密度的特点，因此对其结构设计及材料材质有更高的要求。随着训练数据规模和模型复杂度提升，算力需求推动 AI 服务器需求快速增长，AI 服务器的功率较普通服务器高 6-8 倍，对于电源的需求也将同步提升。

图42：2020 年全球数据中心机架功率分布（单位：%）



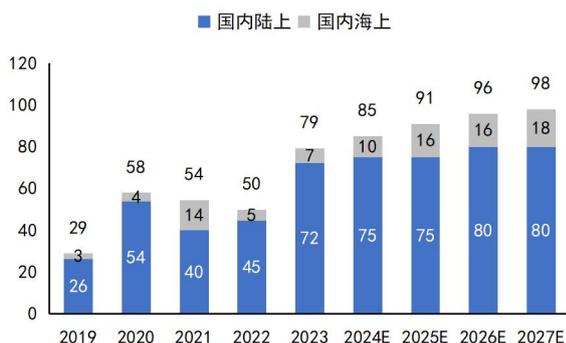
资料来源：Uptime Institute Intelligence，国信证券经济研究所整理

新能源：技术降本带来需求高增，双碳目标引领高质量增长

风电市场展望

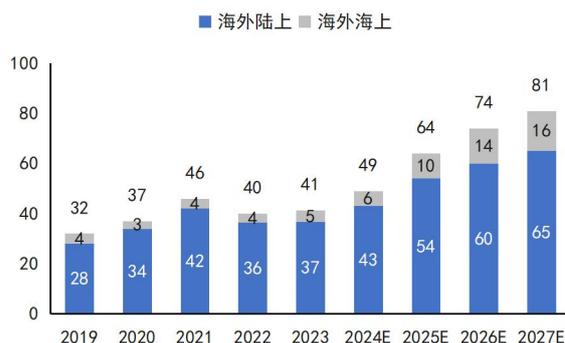
全球风电新增装机从 2013 年的 36GW，到 2023 年的 120GW，十年 CAGR 为 13%。我们预计 2024 年以后国内在风电下乡、海风开发的带动下需求进一步提高，结合海外新兴市场的发展，实现风电需求的景气共振。我们预计 2024-2026 年，全球风电新增装机分别为 134/155/170GW，同比增速 12%/16%/10%。

图43：中国风电新增装机容量预测（单位：GW）



资料来源：历史数据来自 CWEA，国信证券经济研究所整理与预测

图44：海外风电新增装机容量预测（单位：GW）



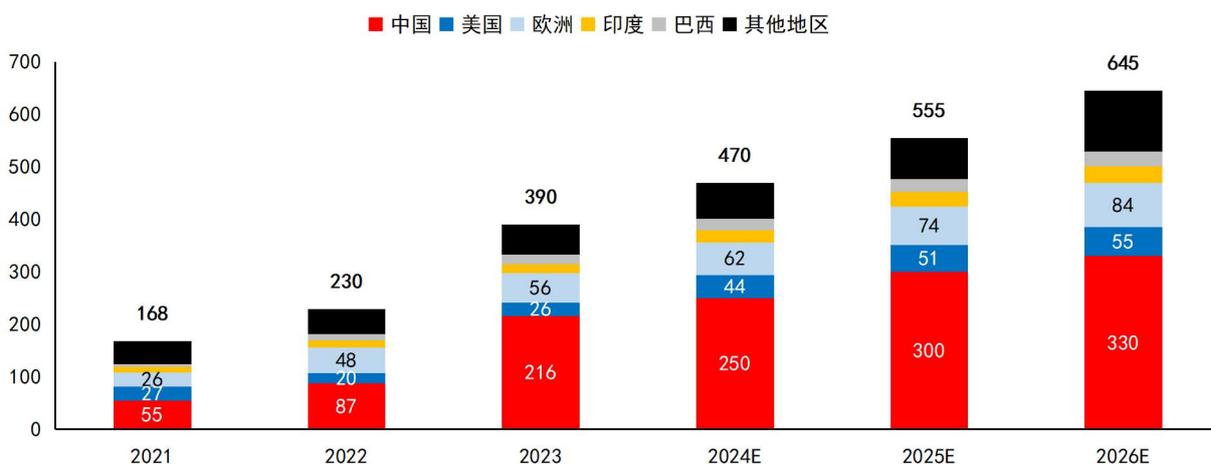
资料来源：GWEC，国信证券经济研究所整理

光伏市场展望

随着光伏发电成本的持续下降，以及世界各国对节能减碳的重视和推动，光伏装机保持连续增长。全球新增装机从 2013 年的 38GW，到 2023 年的 390GW，十年 CAGR 为 26%。

我们预计 2024-2026 年，全球光伏新增装机分别为 470/555/645GW，同比增速 21%/18%/16%。假设 1.2 倍容配比，对应全球组件需求约为 564/666/774GW。

图45：2020-2025 年全球光伏新增装机容量（GW）



资料来源：CPIA、SolarPower Europe，国信证券经济研究所整理及预测

储能系统市场展望

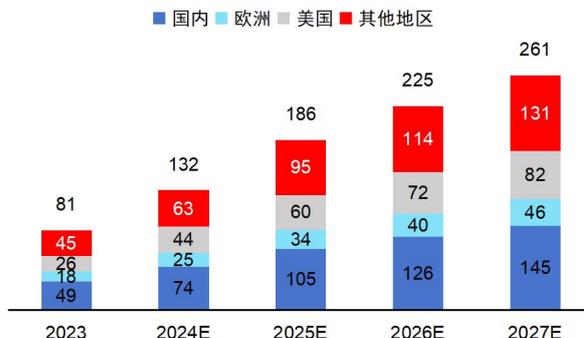
我们预计全球储能新增装机容量从 2023 年的 104GWh 增长到 2027 年的 315GWh，其中全球表前储能系统（大储）市场规模最大，从 2023 年的 882 亿元增长至 2273 亿元，CAGR 为 27%。

图46: 全球储能新增装机容量 (GWh)



资料来源: CPIA, SolarPower Europe, SEIA, 国信证券经济研究所整理与预测

图47: 全球表前储能新增装机容量 (GWh)



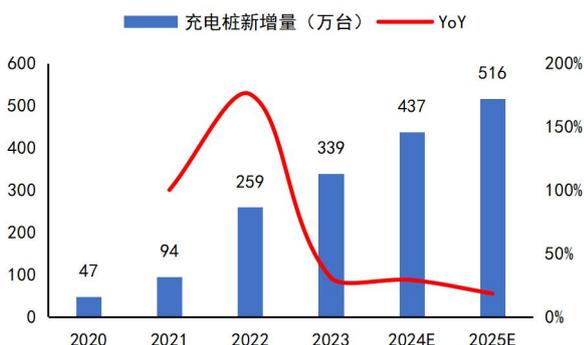
资料来源: CPIA, SolarPower Europe, SEIA, 国信证券经济研究所整理与预测

充电桩市场展望

伴随新能源汽车渗透率快速提升，我国充电桩新增量增长显著。我们预计 2024-2025 年中国充电桩新增 437/516 万台，同比增长 29%/18%，2020-2025 年 CAGR 约为 62%。

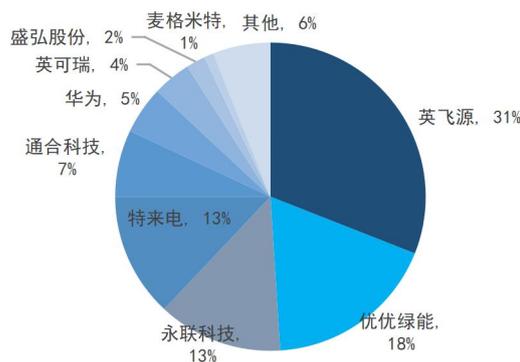
国内充电模块行业格局稳定，头部效应相对明显。充电模块企业一般分为两类，一是自产自用品（特来电、盛弘股份等），二是专业模块供应商（英飞源、优优绿能、通合科技等）。2022 年，英飞源在国内模块行业份额第一，市占率为 31%；前五大企业合计市占率为 82%，竞争格局相对集中。

图48: 中国充电桩新增量及同比增速 (万台、%)



资料来源: 中国产业信息网, 第一电动网, 国信证券经济研究所整理

图49: 2022 年中国充电模块行业竞争格局



资料来源: 中国产业信息网, 第一电动网, 国信证券经济研究所整理

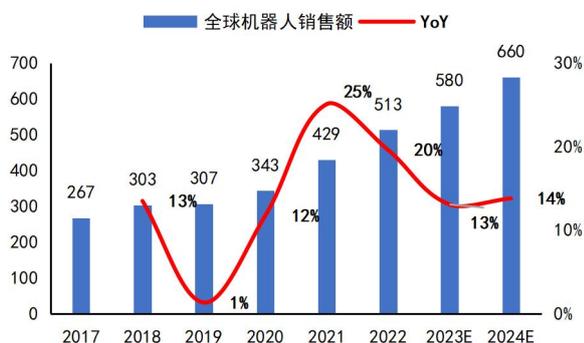
工业自动化控制：自动化渗透率提升带动工控产品需求增长

我国制造业自动化渗透率快速增长，工控产品国产替代进程加速

工业自动化是指机器设备或生产过程在不需要人工直接干预或较少干预的情况下，按预期的目标实现测量、操纵等信息处理和过程控制的统称。工业自动化作为能够实现自动化生产过程的方法和技术被广泛应用于机械制造、电力、建筑、交通运输、信息技术、能源、航空航天等领域，其技术水平的高低已成为衡量一个国家国民经济发展水平和现代化程度的标志。

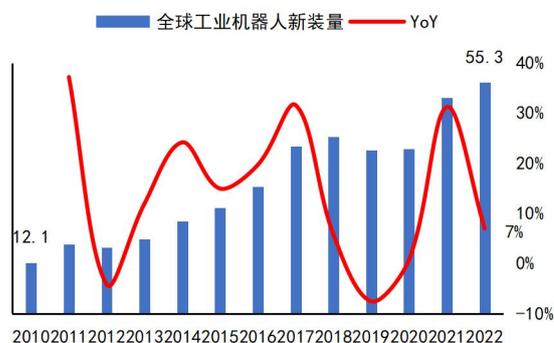
工业自动化产品可以划分为控制系统、驱动系统、执行系统和反馈系统和输出系统，其中输出系统的工业机器人是工业自动化的构成主体，拥有广阔的下游集成空间。国际机器人联合会（IFR）展望，到2024年全球机器人市场规模将继续保持双位数的增长，达到660亿美元。

图50: 全球机器人年销售额及同比增速（亿美元、%）



资料来源：国际机器人联合会（IFR），中国电子学会，2022年为预估值，国信证券经济研究所整理

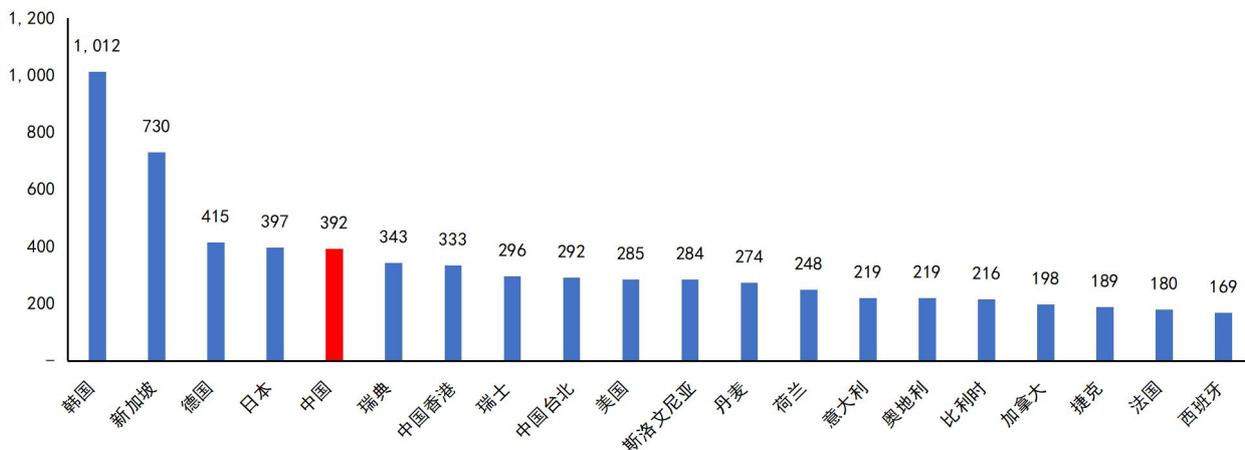
图51: 全球工业机器人年销量（万台）



资料来源：国际机器人联合会（IFR），国信证券经济研究所整理

中国制造业规模居世界首位，但制造业自动化渗透率较低。近年来我国工业机器人密度提升较快，2012-2022年的CAGR约为43%，2022年我国工业机器人密度达到392台/万人，但仍远低于韩国（1012台/万人）、新加坡（730台/万人）等发达国家。

图52: 2022年全球各国家或地区制造业工业机器人密度（台/万人）



资料来源：国际机器人联合会（IFR），国信证券经济研究所整理

国际机器人联合会（IFR）估计 2022 年我国机器人市场规模 174 亿美元，2017-2022 年 CAGR 达到 22%，同时预计 2024 年市场规模会进一步增长到 251 亿美元，保持 20%以上的复合增速。

受益于 3C、光伏、锂电、汽车等高端制造业的蓬勃发展，2021-2022 年我国工业机器人销量大幅提升，从 2020 年的不到 18 万台提升至 2022 年的 28-30 万台，其中三分之一的需求来自电气电子行业，26%来自汽车制造行业；同时单台价值量、操作自由度和可编程性能更高的多关节型机器人销售占比达到 57%。根据 MIR 睿工业预测，2025 年国内工业机器人销量有望达 39.2 万台。

图53: 中国机器人年销售额及同比增速（亿美元、%）



资料来源：国际机器人联合会（IFR），中国电子学会，《中国机器人产业发展报告（2022 年）》，国信证券经济研究所整理 注：2022 年市场规模为预估数。

图54: 中国工业机器人年销量（万台）



资料来源：国际机器人联合会（IFR），CRIA，中国电子学会，国信证券经济研究所整理 注：工艺用途的其他包括装配、涂胶、洁净等；机械结构的其他包括并联机器人和圆柱坐标机器人等。

根据国际机器人联合会（IFR）统计测算，2022 年我国工业机器人市场规模达到 87 亿美元，并且在 2023 和 2024 年继续保持 14%-16%的旺盛增长趋势，在 2024 年达到 115 亿美元。

根据 MIR 睿工业统计数据，2022 年国内工业机器人市场主要被外资厂商所占据。市场份额排名前十的工业机器人厂商中，外资厂商有八家。其中海外四大家族占据约 40%的市场份额。

2021 年我国工业机器人自主品牌份额为 32%，同比增长 0.2 个百分点。在最大的下游领域电子和汽车制造行业，国产化率更低，分别为 27%和 25.6%。同时价值量更高的多关节机器人市场，国产化率为 29%，低于平均水平，我国工业机器人国产替代和高端升级方面拥有充分空间。

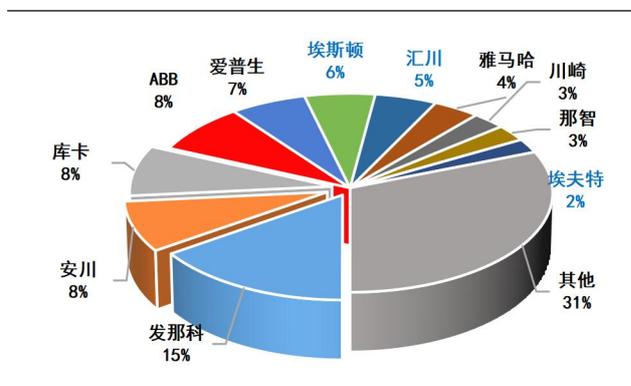
近年来埃斯顿、汇川技术、埃夫特等国内工业机器人头部厂商产品持续迭代升级，凭借本地化供应链、服务响应优势和灵活的定价策略，市场份额也在不断提升。

图55: 中国工业机器人年销售额及同比增速（亿美元、%）



资料来源：国际机器人联合会（IFR），中国电子学会，2022 年为预估数，国信证券经济研究所整理

图56: 国内工业机器人市场份额（2022 年）



资料来源：MIR 睿工业，节卡股份招股说明书，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设条件

1. 智能家电电控产品：

近年来新兴市场经济发展迅速，对白色家电的消费需求持续高涨，公司家电变频驱控系统产品作为上游产业带动受益效果明显；智能卫浴方面，公司怡和卫浴品牌已覆盖国内外大多数头部品牌客户，并持续加强与电商品牌、家电品牌合作，同时布局海外市场，目前订单充足，预计 2024 年会有较好增长。此外，公司在储能驱控系统、冷冻冷藏驱控系统、空气源洗干驱控系统等方面的布局，也有望获得订单突破。

2. 电源产品：

- 网络电源：AI 行业算力和能源需求的快速增长，配套数字硬件设施建设的需求持续加大，带动公司网络电源业务快速增长。公司在为服务器国际头部企业长期供货的同时，国内服务器厂商对配套零部件全国产替代的趋势需求也逐步显现，也为公司网络电源迎来了重要发展机遇，公司已获得行业领先的国内服务器厂商的准入，后续将持续深耕服务器电源国产替代市场。
- 光储充：在政策引导和市场需求双轮驱动下，公司现已开始在工商业储能、便携储能、充电桩等领域实现核心部件产品的批量供应，在手订单充足。公司不仅在国内市场实现乘用车和商用多领域应用，也正瞄准欧美等海外市场进行前期布局，进一步扩大了未来的增长空间。
- 医疗电源：通常医疗电源客户对于新供应商产品的验证周期较长，并且整机设备在更换电源供应商的产品之后需要重新取得相关认证机构的认可。公司凭借在技术、成本和客户定制开发等方面的优势，目前在研项目较多，在医疗电源领域保持着稳步替代海外竞争对手的节奏。
- 显示电源：公司未来将保持在家用电视、激光投影显示、商业显示和 LED 大屏电源的优势市场地位，并在 PC 电源领域有新的布局与发展，已获得头部客户的供应商准入，助力核心客户的国产化需求，为公司低功率电源业务的后续增长打开新的增长极。

3. 新能源及轨道交通部件：

公司不断丰富产品类型，单车价值量不断提升，目前已具备成熟的、可批量供应的新能源汽车电力电子模块相应的技术平台，同时不断拓展下游应用场景，现已有乘用车、商用车、工程车辆及轻型电动车等多领域产品推出，可满足客户各类应用场景的需求，并已具备相应批量交付能力。此外，公司将受益于轨交行业新增运营里程带来的核心部件市场需求，以及存量设备的产品更新和升级换代需求。

4. 工业自动化：

在传统通用工业领域，公司采用差异化定位、定制化战略，加大行业线，聚焦机电液解决方案，使得公司避免了直接在伺服、变频器等传统通用工控领域的激烈竞争；同时，公司紧跟市场发展趋势，推出新一代通用变频器和 PLC 产品，公司结合新能源乘用车控制器制造规模优势结合自动化应用场景的积累在工程机械电动化的产品，为一线龙头企业提供最完善的电动化解决方案，2024 年有望进一步扩大市场份额；同时在风能市场的核心部件供应，液压伺服泵、编码器等相关产品均会在 2024 年持续增长。

5. 智能装备：

公司智能焊机持续拓展激光焊机领域，2024 年有望实现较好成长；智能采油设备由于订单和交付周期长，更多订单将在 2024 年实现交付。

6. 精密连接：

目前公司精密连接业务还在投入和整合阶段，通过提升效率及改善客户结构，逐步形成规模效益，预计未来将为公司带来新的收入增长点。

公司主营业务收入及毛利率假设如下：

表6: 主营业务假设（亿元、%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
智能家电电控					
收入（亿元）	20.9	26.2	32.5	40.0	48.0
YOY	32%	25%	24%	23%	20%
成本（亿元）	15.8	19.5	24.1	29.6	35.5
毛利率（%）	24%	25%	26%	26%	26%
电源产品					
收入（亿元）	18.8	21.2	24.2	35.3	49.2
YOY	25%	13%	14%	46%	40%
成本（亿元）	14.7	16.1	18.2	26.5	36.9
毛利率（%）	22%	24%	25%	25%	25%
新能源及轨道交通产品					
收入（亿元）	5.3	7.1	8.5	10.0	11.5
YOY	94%	35%	20%	18%	15%
成本（亿元）	4.2	5.5	6.5	7.6	8.7
毛利率（%）	21%	23%	24%	24%	24%
工业自动化					
收入（亿元）	3.8	5.8	7.0	8.5	10.0
YOY	41%	54%	20%	21%	18%
成本（亿元）	2.7	3.9	4.7	5.7	6.7
毛利率（%）	29%	33%	33%	33%	33%
智能装备					
收入（亿元）	3.0	3.7	4.8	5.7	6.6
YOY	-21%	23%	30%	20%	15%
成本（亿元）	2.0	2.6	3.3	4.0	4.6
毛利率（%）	32%	28%	30%	30%	30%
精密连接					
收入（亿元）	2.7	3.2	3.5	3.9	4.3
YOY	108%	16%	11%	11%	10%
成本（亿元）	2.3	2.9	3.2	3.5	3.9
毛利率（%）	16%	8%	9%	10%	10%
其他					
收入（亿元）	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
YOY	30%	42%	35%	0%	0%
成本（亿元）	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4
毛利率（%）	62%	57%	25%	25%	25%
合计					
收入（亿元）	54.8	67.5	81.0	103.9	130.1
YOY	32%	23%	20%	28%	25%
成本（亿元）	41.8	50.7	60.3	77.2	96.7
毛利率（%）	24%	25%	26%	26%	26%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下：

表7：公司盈利预测核心假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	23.1%	31.8%	23.3%	19.9%	28.3%	25.2%
营业成本/营业收入	73.4%	76.2%	75.1%	74.4%	74.3%	74.3%
销售费用/销售收入	4.7%	4.2%	4.8%	4.5%	4.4%	4.3%
管理费用/营业收入	2.6%	2.6%	3.1%	2.8%	2.5%	2.3%
研发费用/营业收入	11.1%	11.5%	11.4%	11.0%	11.0%	11.0%
营业税及附加/营业收入	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
所得税税率	5.6%	5.1%	1.9%	5.0%	5.0%	5.0%
股利分配比率	20.3%	5.2%	21.6%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所预测

预测结果

综上，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 81/104/130 亿元，同比增长 20%/28%/25%；实现归母净利润 7.3/9.0/11.0 亿元，同比增长 16%/23%/23%。当前股价对应 PE 分别为 17/13/11 倍。

表8：公司盈利预测及市场重要数据

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,156	5,478	6,754	8,099	10,388	13,010
(+/-%)	23.1%	31.8%	23.3%	19.9%	28.3%	25.2%
净利润(百万元)	389	473	629	728	897	1,099
(+/-%)	-3.5%	21.6%	33.1%	15.7%	23.2%	22.5%
每股收益(元)	0.78	0.95	1.26	1.45	1.78	2.18
EBIT Margin	7.7%	5.1%	5.1%	6.8%	7.3%	7.6%
净资产收益率 (ROE)	12.5%	13.8%	15.5%	15.4%	16.7%	17.7%
市盈率 (PE)	31.6	25.1	19.0	16.5	13.4	10.9
EV/EBITDA	38.6	42.6	35.8	24.7	20.2	17.4
市净率 (PB)	3.85	3.09	2.63	2.34	2.04	1.76

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

绝对估值：26.1-27.1 元

根据以下主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司合理估值区间为 26.1-27.1 元，对应 2024 年动态 PE 区间为 18.0-18.7 倍，较公司当前股价有 9%-14%的溢价空间。

表9：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.20	T	5.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.90%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.36
公司股价	23.83	Ke	12.00%
发行在外股数	503	E/(D+E)	90.00%
股票市值(E)	11990	D/(D+E)	10.00%
债务总额(D)	1653	WACC	11.27%
Kd	5.00%	永续增长率(10年后)	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值法相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为绝对估值的敏感性分析。

表10: 绝对估值的敏感性分析 (元)

FCFF	11.1%	11.2%	11.3%	11.4%	11.5%
1.3%	27.85	27.47	27.09	26.72	26.36
1.2%	27.67	27.29	26.92	26.55	26.19
1.1%	27.49	27.12	26.75	26.39	26.03
1.0%	27.32	26.95	26.58	26.22	25.87
0.9%	27.15	26.78	26.42	26.07	25.72
0.8%	26.98	26.61	26.26	25.91	25.57
0.7%	26.81	26.45	26.10	25.76	25.42

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值：25.4-26.8 元

我们选取机电液综合产品及解决方案供应商汇川技术、主营电源适配器的欧陆通、及主营工业电源设备的英杰电气为可比公司，得到公司 2024 年目标动态 PE 区间为 17.5-18.5 倍，对应公司合理估值区间为 25.4-26.8 元，较公司当前股价有 6%-13%的溢价空间。

表11: 可比公司估值表 (2024.7.18)

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS			PE		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
300124.SZ	汇川技术*	48.92	1,310	1.78	2.13	2.60	27.5	23.0	18.8
300870.SZ	欧陆通*	39.96	40	1.93	2.30	3.03	20.7	17.3	13.2
300820.SZ	英杰电气*	35.78	79	1.99	2.63	3.24	18.0	13.6	11.1
均值							22.1	18.0	14.3
002851.SZ	麦格米特	23.83	120	1.26	1.45	1.78	19.0	16.5	13.4

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测 注：带“*”标的盈利预测为 Wind 一致预期

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

预计公司 2024-2026 年实现营业收入 81/104/130 亿元，同比增长 20%/28%/25%；实现归母净利润 7.3/9.0/11.0 亿元，同比增长 16%/23%/23%。当前股价对应 PE 分别为 17/13/11 倍。综合考虑 FCFF 估值和相对估值，我们认为公司股价合理估值区间为 26.1-27.1 元，对应 2024 年动态 PE 区间为 18.0-18.7 倍，较公司当前股价有 9%-14%的溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

政策风险，新进入者竞争加剧的风险，宏观经济系统性风险，新市场开拓可能低于预期的风险。

相关研究报告：

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	520	596	1053	1656	2742	营业收入	5478	6754	8099	10388	13010
应收款项	1803	2341	2330	2988	3743	营业成本	4176	5070	6027	7723	9673
存货净额	1911	1918	2147	2751	3445	营业税金及附加	18	36	40	52	65
其他流动资产	347	457	482	541	580	销售费用	229	325	364	457	559
流动资产合计	5872	6141	7040	9139	11842	管理费用	144	206	227	260	299
固定资产	1169	1789	2021	1841	1662	研发费用	632	771	891	1143	1431
无形资产及其他	293	289	290	290	291	财务费用	22	26	48	35	13
其他长期资产	994	1712	1620	1558	1301	投资收益	6	(8)	0	0	0
长期股权投资	125	182	182	182	182	资产减值及公允价值变动	(3)	(48)	(40)	(40)	(40)
资产总计	8454	10113	11152	13010	15277	其他收入	249	417	339	300	263
短期借款及交易性金融负债	427	392	400	400	400	营业利润	506	633	761	939	1152
应付款项	2644	3273	3633	4655	5830	营业外净收支	(1)	4	5	5	5
其他流动负债	322	463	529	591	737	利润总额	505	637	766	944	1157
流动负债合计	3443	4182	4643	5750	7097	所得税费用	26	12	38	47	58
长期借款及应付债券	1027	1253	1253	1253	1253	少数股东损益	7	(4)	0	0	0
其他长期负债	152	138	123	123	123	归属于母公司净利润	473	629	728	897	1099
长期负债合计	1179	1391	1376	1376	1376	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4622	5573	6019	7126	8473	净利润	473	629	728	897	1099
少数股东权益	128	123	123	123	123	资产减值准备	(27)	(37)	(30)	(30)	(30)
股东权益	3704	4417	5009	5761	6680	折旧摊销	108	144	180	191	191
负债和股东权益总计	8454	10113	11152	13010	15277	公允价值变动损失	(185)	(281)	(200)	(150)	(100)
关键财务与估值指标						财务费用	22	26	48	35	13
每股收益	0.95	1.26	1.45	1.78	2.18	营运资本变动	(433)	131	212	(240)	(170)
每股红利	0.05	0.27	0.29	0.36	0.44	其它	43	(276)	263	215	143
每股净资产	7.70	9.06	10.20	11.69	13.52	经营活动现金流	(21)	310	1153	883	1134
ROIC	12%	12%	12%	13%	14%	资本开支	(372)	(396)	(412)	(12)	(12)
ROE	14%	15%	15%	17%	18%	其它投资现金流	(825)	104	(108)	(88)	157
毛利率	24%	25%	26%	26%	26%	投资活动现金流	(1197)	(292)	(520)	(100)	145
EBIT Margin	5%	5%	7%	7%	8%	权益性融资	153	108	0	0	0
EBITDA Margin	7%	7%	9%	9%	9%	负债净变化	1183	25	8	0	0
收入增长	32%	23%	20%	28%	25%	支付股利、利息	(102)	(25)	(136)	(146)	(179)
净利润增长率	22%	33%	16%	23%	23%	其它融资现金流	156	(201)	8	0	0
资产负债率	55%	55%	54%	55%	55%	融资活动现金流	1212	82	(175)	(180)	(193)
息率	0.2%	1.1%	1.2%	1.5%	1.8%	现金净变动	(5)	101	458	602	1086
P/E	25.1	19.0	16.5	13.4	10.9	货币资金的期初余额	492	520	596	1053	1656
P/B	3.1	2.6	2.3	2.0	1.8	货币资金的期末余额	520	596	1053	1656	2742
EV/EBITDA	42.6	35.8	24.7	20.2	17.4	企业自由现金流	(432)	218	503	655	943
						权益自由现金流	(296)	154	466	622	930

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032