

收入稳健增长, 研发费用导致净利率下降

投资要点

- 事件:** 8月23日, 公司发布2024年半年报, 24H1实现营业收入27.71亿元, 同比+22.93%; 实现归母净利润2.16亿元, 同比+1.84%, 实现扣非归母净利润1.97亿元, 同比+2.83%。其中, 2024Q2实现营收14.04亿元, 同环比分别+15.98%/+2.65%; 实现归母净利润1.02亿元, 同环比分别-17.91%/-11.12%; 实现扣非归母净利润0.95亿元, 同环比分别-19.57%/-7.33%。
- 车载电源收入稳健提升, 盈利水平保持稳定, 第四代产品性能与成本优势强化。** 2024H1, 公司车载电源产品收入23.24亿元, 同比增长15.20%, 占总营收的83.86%, 其中集成产品收入22.98亿元, 占车载电源产品收入的98.91%。公司车载电源产品在市场竞争加剧的大环境下保持稳定, 整体综合毛利率为20.63%。公司800V车载集成电源产品客户包括小鹏、某头部造车新势力、岚图、智己等, 其中, 小鹏G9、X9, 某头部造车新势力的MPV, 智己LS6、改款LS7车型均已实现量产发货。公司第四代产品的体积功率密度在前一代产品基础上继续提高33.6%, 成本进一步降低, 并已量产发货。
- 电驱多合一总成产品快速放量。** 公司电驱系统已取得上汽集团、长城汽车、奇瑞汽车等多家境内外知名企业的定点, 实现了电机控制器、电驱三合一总成产品和“电源+电驱”电驱多合一总成产品的量产出货。2024H1, 公司电驱系统产品收入2.85亿元, 同比增长299.99%, 占总营收的10.27%。其中, 电驱多合一总成产品在2024年上半年实现营收2.06亿元, 同比增长368.24%, 在集成化技术方案的推动与新能源汽车降本增效的大背景下, 公司电驱多合一总成产品快速放量。
- 积极拓展海外客户, 出口业务未来可期。** 出口方面, 车载电源集成产品已向Stellantis集团量产发货, 并取得雷诺、阿斯顿马丁、法拉利等海外车企定点。2024H1, 公司出口业务收入2.68亿元, 同比下降16.49%, 占总收入的9.66%, 同比下降4.56pp。主要系海运环境影响下公司国外销售寄售方式占比上升, 实际最终出口产品收入占比要比统计数据高。随着公司推进海外客户拓展与新客户、新车型定点, 未来出口业务有望成为主要的增长动力之一。
- 研发投入加大, 导致短期费用率较高。** 2024H1, 公司研发投入1.79亿元, 同比增长62.43%, 研发费用占总营收的6.45%, 同比提升1.57pp。公司期间费用率为12.05%, 同比提升2.06pp, 其中研发费用率提升贡献最大占76%。截至2024年6月30日, 公司取得授权专利439项(其中境内发明专利62项、境外发明专利21项), 以及计算机软件著作权241项。经过十多年持续的研发投入和技术创新, 积累了16项具有自主知识产权的核心技术, 使公司在产品性能上实现了较强的竞争力。
- 盈利预测与投资建议:** 随着新能源汽车渗透率持续提升, 公司新增产能的逐步释放, 快充和出海有望打开公司成长空间。预计公司2024-2026年归母净利润分别为5.5/7.1/8.3亿元, CAGR为18.3%。给予公司2024年22倍PE, 对应目标价28.60元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 新能源汽车销量不及预期、市场竞争加剧、国际贸易摩擦等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	55.23	64.36	79.63	90.03
增长率	44.09%	16.53%	23.73%	13.07%
归属母公司净利润(亿元)	5.02	5.46	7.07	8.32
增长率	70.42%	8.63%	29.61%	17.58%
每股收益EPS(元)	1.19	1.30	1.68	1.98
净资产收益率ROE	14.78%	14.16%	15.82%	16.05%
PE	15.34	14.12	10.90	9.27
PB	2.28	2.01	1.73	1.49

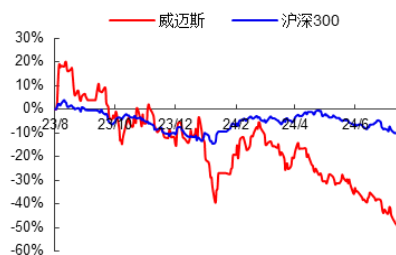
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn

联系人: 王金源
电话: 13691013950
邮箱: wangjy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.21
流通A股(亿股)	1.93
52周内股价区间(元)	18.18-48.40
总市值(亿元)	77.08
总资产(亿元)	68.45
每股净资产(元)	7.95

相关研究

- 威迈斯(688612): 受益于电动化趋势, 快充和出海打开成长空间 (2024-07-22)

盈利预测与估值

关键假设：

(1) 车载电源业务：公司车载电源拥有深圳宝龙、芜湖创业园、芜湖花津三大生产基地。2023 年年报披露设计产能分别为 170.62、87.86、73.08 万台/年。截至 2023 年年底，公司通过深圳宝龙生产基地的建设已经形成自动化生产能力，芜湖花津工厂已于 2023 年 7 月投产，已基本达产。后期，随着新增产能的逐步释放，以及新能源汽车销量的提升，公司车载电源产品销量有望迎来增长。预计 2024-2026 年公司车载电源产品销量分别为 232/ 296/ 340 万台，考虑行业年降，假设车载电源产品单价逐年下降 3%/ 1%/ 1%，成本端受益于产品技术迭代也将有所下降，所以假设毛利率维持在 20%的水平。

(2) 电驱业务：电驱作为公司协同发展的业务板块，公司积极向电驱系统领域进行拓展和产业布局，已取得上汽集团、长城汽车、三一重机等多家境内外知名企业的定点，实现了电机控制器、电驱三合一总成产品和“电源+电驱”电驱多合一总成产品的量产出货。预计 2024-2026 年销量分别为 8.65/ 9.08/ 9.54 万台，受益于集成化趋势单价逐年上升 2%，且随着规模变大，毛利率逐步小幅提升分别为 14.0%/ 14.2%/ 14.4%。

(3) 液冷充电桩模块及其他业务：公司其他业务包括电动汽车通信控制器以及液冷充电桩模块等。EVCC 是新能源汽车出口必要的元器件，随着新能源汽车出口增长，EVCC 市场增长空间较大。预计 2024-2026 年营收均同比增长 10%，毛利率维持在 33%的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
车载电源业务	收入	4932.31	5518.92	6968.20	7923.98
	增速	45.24%	11.89%	26.26%	13.72%
	毛利率	18.91%	20.00%	20.00%	20.00%
电驱业务	收入	184.29	469.95	503.31	539.05
	增速	-15.12%	155.00%	7.10%	7.10%
	毛利率	13.93%	14.00%	14.20%	14.40%
液冷充电桩模块及其他业务	收入	406.06	446.67	491.337	540.4703
	增速	114.34%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	33.86%	33.00%	33.00%	33.00%
合计	收入	5522.66	6435.54	7962.85	9003.49
	增速	44.09%	16.53%	23.73%	13.07%
	毛利率	19.84%	20.46%	20.44%	20.45%

数据来源：公司公告，西南证券

随着新增产能的逐步释放，以及新能源汽车销量的提升，公司相关产品销量有望保持快速增长。预计公司 2024-2026 年营业总收入分别为 64.4/ 79.6/ 90.0 亿元，增速分别为 16.5%/ 23.7%/ 13.1%，归母净利润分别为 5.5/ 7.1/ 8.3 亿元，增速分别为 8.6%/ 29.6%/ 17.6%。

我们选取与公司主营业务相近的欣锐科技、英搏尔、汇川技术作为可比公司，2024-2026 年三家公司平均 PE 分别为 28/ 17/ 12 倍。随着新能源汽车渗透率持续提升，公司新增产能的逐步释放，快充和出海有望打开成长空间，业绩增长可期。由于英搏尔 PE 偏高过多，采用欣锐科技和汇川技术的平均值作为标准，给予公司 2024 年 22 倍 PE，对应目标价 28.60 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2024.08.26）

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
300681.SZ	英搏尔	32.90	13.04	0.29	0.33	0.68	0.88	45.11	39.77	19.28	14.74
300745.SZ	欣锐科技	22.21	13.25	0.91	0.53	0.89	1.52	14.61	25.06	14.95	8.73
300124.SZ	汇川技术	1085.45	40.53	1.82	2.07	2.53	3.05	22.25	19.63	16.04	13.28
平均值								27.32	28.15	16.75	12.25
688612.SH	威迈斯	77.08	18.31	1.19	1.30	1.68	1.98	15.34	14.12	10.90	9.27

数据来源：Wind 一致性预期，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	55.23	64.36	79.63	90.03	净利润	5.02	5.46	7.07	8.32
营业成本	44.27	51.19	63.36	71.63	折旧与摊销	0.93	1.06	1.21	1.35
营业税金及附加	0.18	0.19	0.24	0.27	财务费用	0.01	-0.35	-0.63	-0.88
销售费用	1.30	1.55	1.88	2.14	资产减值损失	-0.21	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.36	5.79	7.01	7.74	经营营运资本变动	-0.05	2.41	-1.04	0.52
财务费用	0.01	-0.35	-0.63	-0.88	其他	1.59	-0.37	0.24	0.17
资产减值损失	-0.21	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	7.27	8.21	6.86	9.48
投资收益	-0.04	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3.52	-1.17	-2.00	-1.56
公允价值变动损益	0.03	0.00	0.00	0.00	其他	-13.46	11.49	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-16.97	10.32	-2.00	-1.56
营业利润	5.54	5.99	7.77	9.13	短期借款	0.89	0.65	0.78	0.93
其他非经营损益	-0.01	0.00	0.00	0.00	长期借款	-0.06	0.00	0.00	0.00
利润总额	5.54	5.99	7.77	9.13	股权融资	18.45	0.00	0.00	0.00
所得税	0.52	0.53	0.69	0.81	支付股利	0.00	-0.85	-0.92	-1.20
净利润	5.02	5.46	7.07	8.32	其他	-0.17	-0.13	0.63	0.88
少数股东损益	-0.01	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	19.11	-0.33	0.48	0.62
归属母公司股东净利润	5.02	5.46	7.07	8.32	现金流量净额	9.44	18.20	5.34	8.54
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	15.57	33.76	39.10	47.64	成长能力				
应收和预付款项	17.98	20.63	25.84	29.30	销售收入增长率	44.09%	16.53%	23.73%	13.07%
存货	11.65	17.82	22.30	25.12	营业利润增长率	66.69%	8.06%	29.61%	17.58%
其他流动资产	13.56	1.52	1.88	2.12	净利润增长率	70.75%	8.78%	29.61%	17.58%
长期股权投资	1.04	1.04	1.04	1.04	EBITDA 增长率	56.30%	3.42%	24.55%	15.05%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	9.67	9.92	10.86	11.22	毛利率	19.84%	20.46%	20.44%	20.45%
无形资产和开发支出	0.84	0.73	0.62	0.51	三费率	4.84%	10.86%	10.37%	10.00%
其他非流动资产	2.01	1.97	1.93	1.89	净利率	9.08%	8.48%	8.88%	9.24%
资产总计	72.31	87.39	103.58	118.84	ROE	14.78%	14.16%	15.82%	16.05%
短期借款	3.24	3.88	4.66	5.59	ROA	6.94%	6.25%	6.83%	7.00%
应付和预收款项	29.22	41.28	50.51	57.70	ROIC	36.70%	33.27%	39.32%	40.83%
长期借款	2.43	2.43	2.43	2.43	EBITDA/销售收入	11.73%	10.41%	10.48%	10.67%
其他负债	3.48	1.23	1.26	1.28	营运能力				
负债合计	38.36	48.83	58.87	67.01	总资产周转率	0.98	0.81	0.83	0.81
股本	4.21	4.21	4.21	4.21	固定资产周转率	7.94	6.78	7.66	8.15
资本公积	20.64	20.64	20.64	20.64	应收账款周转率	4.44	3.96	4.05	3.86
留存收益	8.94	13.55	19.70	26.82	存货周转率	4.00	3.42	3.16	3.02
归属母公司股东权益	33.78	38.39	44.54	51.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	68.14%	—	—	—
少数股东权益	0.16	0.16	0.16	0.16	资本结构				
股东权益合计	33.95	38.56	44.71	51.83	资产负债率	53.05%	55.88%	56.84%	56.39%
负债和股东权益合计	72.31	87.39	103.58	118.84	带息债务/总负债	14.78%	12.94%	12.05%	11.98%
					流动比率	1.69	1.63	1.61	1.64
					速动比率	1.35	1.23	1.21	1.25
					股利支付率	0.00%	15.56%	13.04%	14.37%
					每股指标				
					每股收益	1.19	1.30	1.68	1.98
					每股净资产	8.03	9.12	10.58	12.27
					每股经营现金	1.73	1.95	1.63	2.25
					每股股利	0.00	0.20	0.22	0.28
业绩和估值指标									
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	6.48	6.70	8.35	9.60					
PE	15.34	14.12	10.90	9.27					
PB	2.28	2.01	1.73	1.49					
PS	1.40	1.20	0.97	0.86					
EV/EBITDA	8.42	7.17	5.21	3.74					
股息率	0.00%	1.10%	1.20%	1.55%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所
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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@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
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
