

儒竞科技 (301525)

热泵去库或接近尾声，新能源车持续高增

买入 (维持)

2024年09月12日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784
zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书: S0600523060001
xiezd@dwzq.com.cn

研究助理 许钧赫

执业证书: S0600123070121
xujunhe@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1614	1545	1507	1878	2328
同比 (%)	25.06	(4.28)	(2.40)	24.57	23.99
归母净利润 (百万元)	211.33	216.38	219.27	288.37	360.57
同比 (%)	58.03	2.39	1.34	31.52	25.04
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.24	2.29	2.32	3.06	3.82
P/E (现价&最新摊薄)	23.49	22.94	22.64	17.22	13.77

投资要点

■ **深耕热泵控制器领域，业绩不及预期。**公司成立于2003年，专注于电力电子技术领域的驱动&控制器产品，布局暖通空调及冷冻冷藏设备(HVAC/R)、新能源车热管理(热泵/PTC)、伺服驱动系统三大下游应用。公司2024H1营业收入6.58亿元，同比-16%，归母净利润0.94亿元，同比-19%，毛利率22.63%，同比-2.25pct，归母净利率14.21%，同比-0.56pct。其中，24Q2营业收入3.64亿元，同比-14%，归母净利润0.50亿元，同比-30%，毛利率21.67%，同比-3.04pct，归母净利率13.83%，同比-3.61pct，业绩不及市场预期。

■ **HVAC/R: 短期去库周期影响，不改能效提升趋势。**24H1公司暖通空调及冷冻冷藏设备领域营收4.4亿元，同比-32%，毛利率21.7%，同比-3.7pct，主要系前期能源价格回落导致短期需求下降，行业持续处于去库周期。但低碳转型背景下各国节能环保长期趋势明确，政策端不断加持，如23年11月欧盟推出电网行动计划，以适应能源系统中包括热泵在内更多的可再生能源与电气化需求。

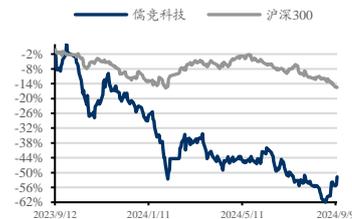
■ **新能源汽车热管理：业绩持续高增，市占率进一步提升。**24H1公司新能源汽车热管理领域营收2.0亿元，同比+69%，毛利率25.1%，同比+0.9pct，主要系公司产品应用于众多主流车型，公司将继续加大新能源汽车热管理领域智能控制器、多合一控制器的研发，我们预计市占率有望进一步提升。

■ **期间费用持续管控，研发投入保持高位。**公司24H1期间费用0.65亿元，同比+16%，期间费用率9.9%，同比+2.7pct。其中24H1研发费用0.55亿元，同比+37%，主要系公司在自动化领域加大应用行业及机器人等细分市场的研发投入，开发客户定制化、行业定制化以及驱控一体的伺服产品。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到热泵仍处于去库周期，我们下修公司24-25年归母净利润至2.19/2.88亿元(原值为3.76/5.28亿元)，预计26年为3.61亿元，同比+1%/+32%/+25%，对应PE为23x、17x、14x，考虑到能效提升长期趋势不变，热泵市场长期需求广阔，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行，新能源车销量不及预期，热泵去库不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	52.64
一年最低/最高价	41.00/115.19
市净率(倍)	1.60
流通A股市值(百万元)	2,600.48
总市值(百万元)	4,964.57

基础数据

每股净资产(元,LF)	32.96
资产负债率(% ,LF)	19.26
总股本(百万股)	94.31
流通A股(百万股)	49.40

相关研究

- 《儒竞科技(301525): 收购少数股权增厚盈利, 热泵控制器龙头加速发展》
2023-12-03
- 《儒竞科技(301525): 热泵控制器龙头加速海外渗透, 工业伺服蓄势待发》
2023-11-08

1. 深耕热泵控制器领域，业绩不及市场预期

1.1. 公司发展历程

儒竞科技于 2003 年成立，专注于电力电子技术领域的驱动&控制器产品，布局暖通空调及冷冻冷藏设备（HVAC/R）、新能源车热管理（热泵/PTC）、伺服驱动系统这三大下游应用：公司于 2006 年自主研发的变频驱动器等产品开始扩展国内市场、2009 年开始扩展海外市场；2014 年 5 月与艾默生合资成立儒竞艾默生，海外热泵控制器等业务进入快速发展期，艾默生以外的客户拓展至博世、麦克维尔、阿里斯顿等巨头；公司于 2014 年 8 月成立儒竞自控，发力工业伺服驱动业务；2016 年 12 月成立儒竞电控，发力新能源汽车热管理系统业务。

1.2. 公司主营业务介绍

公司是专业的变频节能与智能控制综合方案提供商，专注于电力电子及电机控制领域综合产品的研发、生产与销售，主要产品包括暖通空调及冷冻冷藏设备的变频驱动器及系统控制器、新能源汽车热管理系统领域的变频驱动器及控制器、工业伺服驱动及控制系统领域的伺服驱动器及伺服电机。

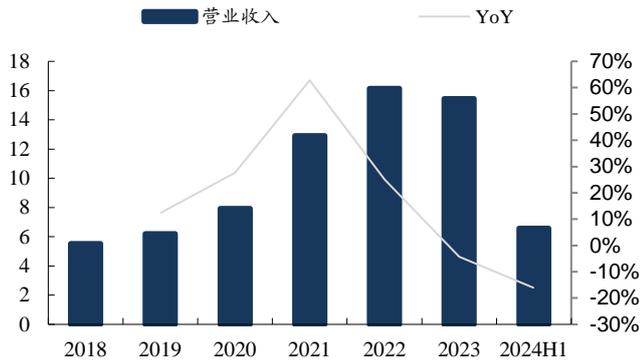
公司秉承“以市场为主导，以创新为核心”的经营理念，成功研发了以电机控制、电源控制及系统控制技术、数字电源及电力电子变换硬件平台、电机设计平台为代表的三大技术领域，全面启用 ERP、MES、WMS、PLM 等数字化系统，实现了产品的柔性化生产与智能化制造。

公司依靠卓越的产品研发实力、高效的生产制造体系、完善的质量管控措施、丰富的市场实践经验拥有了良好的行业知名度，在境内外积累了稳固的客户资源，核心产品已经广泛长期地应用于谷轮、麦克维尔、阿里斯顿、海尔、三菱重工、开利、博世等众多行业知名品牌。

1.3. 欧洲热泵去库影响，业绩不及市场预期

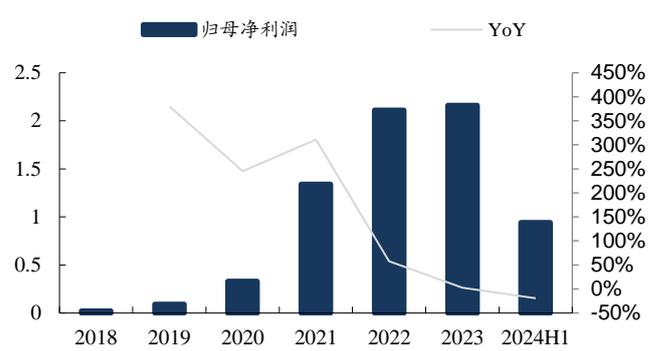
公司 2024H1 营业收入 6.58 亿元，同比-16%，归母净利润 0.94 亿元，同比-19%，毛利率 22.63%，同比-2.25pct，归母净利率 14.21%，同比-0.56pct。其中，24Q2 营业收入 3.64 亿元，同比-14%，归母净利润 0.50 亿元，同比-30%，毛利率 21.67%，同比-3.04pct，归母净利率 13.83%，同比-3.61pct，业绩不及市场预期。

图1: 营业收入情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 归母净利率情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

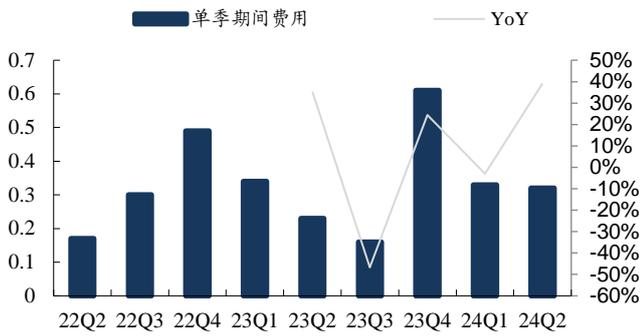
2. 热泵需求有望回暖, 新能源车业务持续高增

HVAC/R: 短期去库周期影响, 不改能效提升趋势。24H1 公司暖通空调及冷冻冷藏设备领域营收 4.4 亿元, 同比-32%, 毛利率 21.7%, 同比-3.7pct, 主要系前期能源价格回落&高通胀率导致短期需求下降, 行业持续处于去库周期。但低碳转型背景下各国节能环保长期趋势明确, 政策端不断加持, 如 23 年 11 月欧盟推出电网行动计划, 以适应能源系统中包括热泵在内更多的可再生能源与电气化需求。

新能源汽车热管理: 业绩持续高增, 市占率进一步提升。24H1 公司新能源汽车热管理领域营收 2.0 亿元, 同比+69%, 毛利率 25.1%, 同比+0.9pct, 主要系公司产品应用于众多主流车型, 公司将继续加大新能源汽车热管理领域智能控制器、多合一控制器的研发, 市占率有望进一步提升。

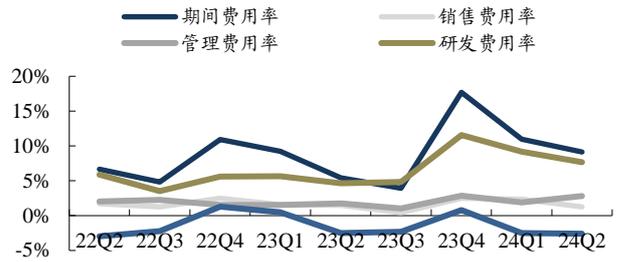
期间费用持续管控, 研发投入保持高位。公司 24H1 期间费用 0.65 亿元, 同比+16%, 期间费用率 9.9%, 同比+2.7pct。其中 24H1 研发费用 0.55 亿元, 同比+37%, 主要系公司在自动化领域加大应用行业及机器人等细分市场的研发投入, 开发客户定制化、行业定制化以及驱控一体的伺服产品。

图3: 单季期间费用情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 单季费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 考虑到热泵仍处于去库周期, 我们下修公司 24-25 年归母净利润至 2.19/2.88 亿元 (原值为 3.76/5.28 亿元), 预计 26 年为 3.61 亿元, 同比 +1%/+32%/+25%, 对应 PE 为 23x、17x、14x, 考虑到能效提升长期趋势不变, 热泵市场长期需求广阔, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 新能源车销量不及预期, 热泵去库不及预期等

儒竞科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,596	3,703	4,008	4,197	营业总收入	1,545	1,507	1,878	2,328
货币资金及交易性金融资产	2,477	2,644	2,712	2,596	营业成本(含金融类)	1,157	1,161	1,425	1,739
经营性应收款项	719	642	797	1,002	税金及附加	8	5	7	8
存货	349	366	443	542	销售费用	22	26	30	40
合同资产	5	4	5	5	管理费用	27	26	30	40
其他流动资产	46	47	50	52	研发费用	100	98	122	144
非流动资产	355	538	730	1,144	财务费用	(16)	(45)	(48)	(49)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	6	12	16	0
固定资产及使用权资产	115	251	388	762	投资净收益	7	0	0	0
在建工程	126	124	123	123	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	74	114	157	198	减值损失	(6)	(1)	(1)	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	9	13	15	15	营业利润	254	248	326	407
其他非流动资产	30	36	46	46	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	3,951	4,241	4,737	5,340	利润总额	254	248	326	407
流动负债	862	930	1,138	1,381	减:所得税	29	28	37	46
短期借款及一年内到期的非流动负债	12	16	16	16	净利润	225	219	288	361
经营性应付款项	786	842	1,036	1,261	减:少数股东损益	8	0	0	0
合同负债	4	10	11	15	归属母公司净利润	216	219	288	361
其他流动负债	60	63	75	90	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.29	2.32	3.06	3.82
非流动负债	32	31	31	31	EBIT	231	203	278	358
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	268	240	326	471
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.12	23.00	24.13	25.32
租赁负债	20	20	20	20	归母净利率(%)	14.01	14.55	15.36	15.49
其他非流动负债	12	12	12	12	收入增长率(%)	(4.28)	(2.40)	24.57	23.99
负债合计	894	962	1,170	1,412	归母净利润增长率(%)	2.39	1.34	31.52	25.04
归属母公司股东权益	3,057	3,279	3,568	3,928					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,057	3,279	3,568	3,928					
负债和股东权益	3,951	4,241	4,737	5,340					

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	81	385	308	411	每股净资产(元)	32.42	34.77	37.83	41.65
投资活动现金流	(97)	(224)	(240)	(527)	最新发行在外股份(百万股)	94	94	94	94
筹资活动现金流	1,999	3	0	0	ROIC(%)	10.43	5.62	7.12	8.39
现金净增加额	1,984	167	68	(116)	ROE-摊薄(%)	7.08	6.69	8.08	9.18
折旧和摊销	37	37	48	113	资产负债率(%)	22.63	22.68	24.69	26.44
资本开支	(104)	(211)	(227)	(527)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.94	22.64	17.22	13.77
营运资本变动	(185)	123	(30)	(63)	P/B(现价)	1.62	1.51	1.39	1.26

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>