

中熔电气 (301031)

2024 年三季度报点评：股权支付减少，规模效应释放，Q3 业绩超预期

2024 年 10 月 24 日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 马天翼

执业证书：S0600522090001
maty@dwzq.com.cn

证券分析师 朱家佟

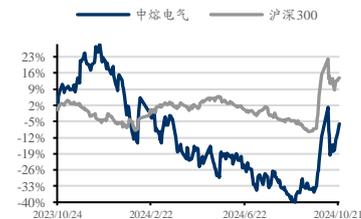
执业证书：S0600524080002
zhujt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	754.60	1,059.56	1,395.61	1,819.41	2,325.55
同比 (%)	96.04	40.41	31.72	30.37	27.82
归母净利润 (百万元)	153.80	116.98	191.45	296.75	416.07
同比 (%)	91.11	(23.94)	63.66	55.00	40.21
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.32	1.77	2.89	4.48	6.28
P/E (现价&最新摊薄)	44.21	58.13	35.52	22.92	16.34

投资要点

- 三季度业绩超预期。**公司 24Q1-3 营收 9.7 亿元，同增 27%，归母净利润 1.2 亿元，同增 40%，毛利率 38.6%，同降 2.1pct，归母净利率 12.4%，同增 1.1pct；其中 24Q3 营收 3.7 亿元，同环比+42%/+15%，归母净利润 0.5 亿元，同环比+91%/+42%，毛利率 39.1%，同环比-1.6/+0.4pct，归母净利率 14.7%，同环比+3.8/+2.8pct。股权支付减少+规模效应释放，费用率环比大幅下降，三季度业绩超预期。
- 车端收入环增 15-20%，Q3 毛利率环比微增。**公司 Q1-3 车端收入我们预计 6 亿元，占比超 60%，Q3 车端收入我们预计 2.5 亿元，环增 15-20%，受益于国内销量超预期，毛利率我们预计 37%左右，环比微增。Q1 已反应车企年降+系铜银价上涨影响，公司 4 月底开展铜银套期保值，H2 价格我们预计维持稳定，并随着规模效应的释放，以及产线端降本增效，后续毛利率我们预计恢复至 40%。此外，公司逐渐从熔断器转向能量保护系统，我们预计激励熔断器 24-25 年维持 1-2 倍增长，海外熔断器定点 25-26 年放量，Efuse 持续重点布局，后续有望迎来突破。
- 风光储端产品竞争加剧，megepack 后续进展可期。**公司 Q1-3 风光储收入我们预计 2.6 亿元，占比 25-30%，其中 Q3 风光储端收入我们预计 0.9 亿元，占比 25%，毛利率 40%，环比基本稳定。我们预计 24 年国内光伏装机量同增 10%+、储能装机量同增 40%+，行业需求近 20%。该市场竞争相对激烈，竞争对手好利科技等价格激进，我们预计公司 24 年价格降幅 10%+，后续推出的新方案降本空间大，且订单集中高盈利产品，预计毛利率仍可维持 40%。此外，公司与 tesla 持续合作，我们预计 25 年供应上海 megepack 工厂，储能产品预计保持高速增长。
- 股权支付环降 60%+，规模效益带动费用率下降。**公司 24Q1-3 期间费用 2.3 亿元，同增 15%，费用率 23.6%，同降 2.5pct，其中 Q3 期间费用 0.8 亿元，同环比+8.5%/-0.5%，我们预计含股权支付 1200 万元，环比下降超 60%，费用率 20.3%，同环比-6.2/-3.1pct；24Q1-3 经营性净现金流 0.8 亿元，同降 2880%，其中 Q3 经营性现金流 0.3 亿元，同环比-26%/-53%；24Q1-3 资本开支 1 亿元，同降 40%，其中 Q3 资本开支 0.4 亿元，同环比-45%/+47%；24Q3 末存货 2.2 亿元，较年初降 3.7%。
- 盈利预测与投资评级：**考虑到下游需求超预期，我们预计 24-26 年归母净利 1.9/3.0/4.2 亿元 (原预测 1.5/2.6/4.4 亿元)，同增 64%/55%/40%，对应 PE 36/23/16 倍，考虑到公司电力熔断器龙头地位，给予 25 年 30 倍 PE，目标价 134 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动、市场竞争加剧风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	102.60
一年最低/最高价	65.01/158.00
市净率(倍)	6.26
流通 A 股市值(百万元)	4,453.48
总市值(百万元)	6,800.06

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.39
资产负债率(% ,LF)	43.75
总股本(百万股)	66.28
流通 A 股(百万股)	43.41

相关研究

- 《中熔电气(301031): 业绩略低于市场预期，出海+激励熔断器占比提升》
2024-04-24
- 《中熔电气(301031): 国内电力熔断器龙头，海外+800V 打开增长空间》
2024-04-17

中熔电气三大财务预测表

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	1,134	1,448	1,733	2,262	营业总收入	1,060	1,396	1,819	2,326
货币资金及交易性金融资产	216	209	216	324	营业成本(含金融类)	626	850	1,109	1,417
经营性应收款项	687	931	1,116	1,426	税金及附加	11	15	19	24
存货	228	303	395	505	销售费用	74	81	104	116
合同资产	0	0	0	0	管理费用	82	92	102	121
其他流动资产	2	5	6	7	研发费用	121	133	146	167
非流动资产	549	647	761	865	财务费用	4	6	4	2
长期股权投资	0	0	10	20	加:其他收益	5	7	7	7
固定资产及使用权资产	369	442	522	592	投资净收益	1	0	0	0
在建工程	71	81	91	101	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	30	44	58	72	减值损失	(12)	(7)	(8)	(9)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	22	22	22	22	营业利润	134	220	345	486
其他非流动资产	58	58	58	58	营业外净收支	2	0	0	0
资产总计	1,683	2,095	2,493	3,127	利润总额	136	220	345	486
流动负债	696	909	1,005	1,256	减:所得税	19	29	48	68
短期借款及一年内到期的非流动负债	184	215	100	100	净利润	117	191	297	418
经营性应付款项	440	597	780	996	减:少数股东损益	0	0	0	2
合同负债	1	2	2	3	归属母公司净利润	117	191	297	416
其他流动负债	70	94	123	157	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.77	2.89	4.48	6.28
非流动负债	2	2	32	32	EBIT	138	226	340	480
长期借款	0	0	30	30	EBITDA	167	265	391	541
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.88	39.10	39.03	39.08
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	11.04	13.72	16.31	17.89
其他非流动负债	2	2	2	2	收入增长率(%)	40.41	31.72	30.37	27.82
负债合计	698	911	1,037	1,288	归母净利润增长率(%)	(23.94)	63.66	55.00	40.21
归属母公司股东权益	986	1,184	1,456	1,837					
少数股东权益	0	0	0	2					
所有者权益合计	986	1,184	1,456	1,839					
负债和股东权益	1,683	2,095	2,493	3,127					

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	85	103	278	302	每股净资产(元)	14.87	17.87	21.97	27.72
投资活动现金流	(135)	(137)	(165)	(165)	最新发行在外股份(百万股)	66	66	66	66
筹资活动现金流	101	27	(116)	(39)	ROIC(%)	11.63	15.27	19.58	23.22
现金净增加额	51	(7)	(4)	98	ROE-摊薄(%)	11.87	16.17	20.38	22.65
折旧和摊销	29	40	51	61	资产负债率(%)	41.45	43.47	41.59	41.18
资本开支	(192)	(135)	(155)	(155)	P/E(现价&最新股本摊薄)	58.13	35.52	22.92	16.34
营运资本变动	(75)	(144)	(73)	(178)	P/B(现价)	6.90	5.74	4.67	3.70

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>