

国内熔断器行业领导者，外延打开全新增长空间

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

基本数据

2023-03-03

收盘价(元)	31.44
流通股本(亿股)	1.75
每股净资产(元)	2.52
总股本(亿股)	1.83

最近 12 月市场表现



分析师 张益敏

SAC 证书编号: S0160522070002
zhangym02@ctsec.com

相关报告

核心观点

- 深耕电路保护三十年，外延布局高景气赛道打开全新增长空间：**好利科技深耕熔断器领域，产品在全球得到广泛认可。公司 2022 年前三季度实现营业收入 1.80 亿元，同比增长 8.08%；实现归母净利润 0.21 亿元，同比增长 29.19%，业绩整体增长迅速。公司 2021 年经历管理层重组后，在大力拓展原有业务向新能源电力熔断器延伸的基础上通过外延收购积极布局 GPU、ADAS、数字化车服平台等高景气赛道，未来有望打开全新增长空间。
- 夯实熔断器基本盘，发力新能源：**公司大力发展风光储和新能源汽车电力熔断器产品，已积累阳光电源、南瑞电气、禾望电气等大量优质客户，2022H1 公司电力熔断器营收同比增加 108.52%，未来有望持续保持高增态势。
- 收购合肥曲速，布局 GPU、ADAS 高增长赛道：**公司收购合肥曲速，布局数据中心服务器及自动驾驶识别领域，合肥曲速与国家工程技术研究中心深度合作，技术和研发实力未来将持续提升。目前合肥曲速业务拓展迅速，已于 2022 年 9 月签订芯片相关产品销售合同，预计未来产品将有进一步突破。
- 拟收购上海嘉行，发力新能源汽车租赁管理数字化车服平台：**好利科技公告拟以现金+股份合计取得上海嘉行 54.48% 股权。上海嘉行是全国第二大网约车平台 T3 出行子公司，背靠一汽、东风、长安和腾讯，上海嘉行在全国设有 100 多家分公司，拥有车辆两万余台，目前正处于由平台建设转向平台+SAAS 高速发展期，未来嘉行自有+代持结合模式将充分发挥数字化管理平台规模效应优势，有望实现业绩不断突破。根据预案披露的业绩承诺，2022 年-2026 年上海嘉行预计实现净利润 CAGR 将不低于 41.4%。
- 收入预测与投资建议：**不考虑嘉行并表影响，预计公司 2022-2024 年实现营业收入 2.75/4.00/5.87 亿元，归母净利润 0.33/0.55/0.81 亿元。对应 PE 分别为 172.64/104.04/71.36 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**市场需求不及预期风险；产品品质风险；原材料价格波动风险，商誉减值风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	169	223	275	400	587
收入增长率 (%)	-4.99	31.56	23.73	45.19	46.74
归母净利润(百万元)	11	24	33	55	81
净利润增长率 (%)	-50.09	123.85	38.02	65.93	45.80
EPS (元/股)	0.16	0.26	0.18	0.30	0.44
PE	290.88	179.38	172.64	104.04	71.36
ROE (%)	2.59	5.46	7.05	10.48	13.25
PB	7.46	9.85	12.18	10.90	9.46

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

内容目录

1	好利科技：国内熔断器龙头，外延布局高景气赛道打开全新增长空间.....	4
1.1	深耕熔断器三十年，外延布局高景气赛道打开全新增长空间.....	4
1.2	财务分析：新能源发力，驱动业绩增长.....	5
1.3	全新管理层团队助力业务开拓.....	8
2	熔断器：夯实基本盘，发力新能源.....	10
2.1	熔断器：电路保护元器件.....	10
2.2	风光储与新能源汽车推动熔断器行业高速发展.....	13
2.3	公司战略：从产品体系到市场领域全面转型升级.....	17
3	外延收购布局全新赛道.....	18
3.1	收购合肥曲速，布局 GPU、ADAS 高增长赛道.....	18
3.2	拟收购上海嘉行，发力新能源汽车租赁管理数字化车服平台.....	20
4	收入预测和投资建议.....	24
4.1	收入预测.....	24
4.2	投资建议.....	25
5	风险提示.....	25

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	4
图 2.	公司营业收入情况（亿元）.....	6
图 3.	公司归母净利润情况（百万元）.....	6
图 4.	公司毛利率情况.....	6
图 5.	2021 年公司分业务毛利率情况.....	6
图 6.	公司净利率.....	7
图 7.	公司期间费用率情况.....	7
图 8.	公司研发人员数量（人）及占比.....	8
图 9.	公司股权架构（截至 2022 年 11 月 11 日）.....	9
图 10.	熔断器结构示意图.....	10
图 11.	熔断器常见种类.....	11
图 12.	全球熔断器市场规模（亿美元）.....	12

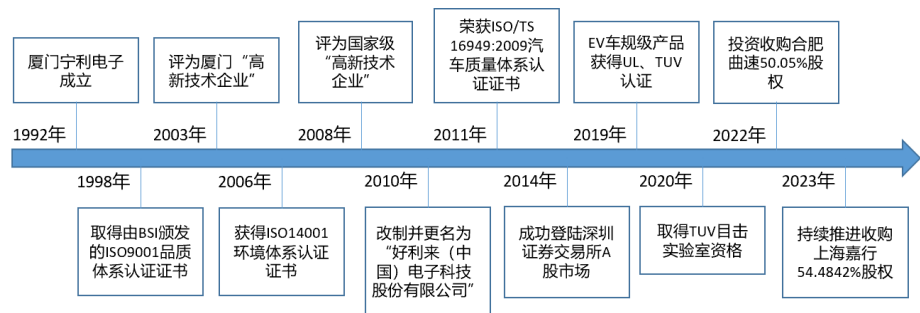
图 13. 2019 年全球熔断器市场竞争格局.....	13
图 14. 中国光伏发电新增装机量预计持续增长 (GW)	14
图 15. 中国风力发电累计装机量持续增长 (GW)	14
图 16. 中国电化学储能累计装机量持续增长 (GW)	14
图 17. 全球风光储用熔断器市场规模 (亿元)	15
图 18. 中国新能源汽车产量持续增长 (万辆)	16
图 19. 新能源汽车电力熔断器市场规模 (亿元)	16
图 20. 中国充电桩累计数量持续增长 (万个)	17
图 21. 公司收购合肥曲速流程.....	18
图 22. ADAS 市场规模预期持续增长 (十亿美元)	19
图 23. GPU 市场规模预期持续增长 (十亿美元)	19
图 24. 公司收购上海嘉行流程及进展.....	20
图 25. 上海嘉行股权结构示意图.....	21
图 26. 上海嘉行主营业务介绍.....	22
图 27. 嘉行成长阶段变化与服务车辆数增长态势模拟示意图.....	22
图 28. 以新能源汽车为核心的业务协同.....	23
图 29. 上海嘉行业绩承诺 (万元)	23
表 1. 公司主要产品梳理.....	4
表 2. 公司管理层介绍.....	9
表 3. 电子熔断器和电力熔断器介绍.....	11
表 4. 熔断器对新能源风光发电及储能系统的保护情况.....	13
表 5. 熔断器对新能源风光发电及储能系统的保护情况.....	15
表 6. 合肥曲速竞争优势.....	19
表 7. 好利科技营收拆分预测.....	24
表 8. 可比公司 PE 估值.....	25

1 好利科技：国内熔断器龙头，外延布局高景气赛道 打开全新增长空间

1.1 深耕熔断器三十年，外延布局高景气赛道打开全新增长空间

国内熔断器龙头，拥有众多专利产品和技术认证。好利来（中国）电子科技股份有限公司（好利科技）成立于1992年，于2014年在深圳证券交易所中小板上市。公司主营业务为研发、生产、销售电路保护器产品，包括熔断器、温度保险丝、自恢复保险丝等，拥有众多专利产品。经过30年的发展，公司已成为全球知名的电路保护器制造商，产品通过多项国际认证，获得全球客户广泛认可。公司2021年经历管理层重组后，在大力拓展原有业务向新能源电力熔断器延伸的基础上通过外延收购积极布局GPU、ADAS、智能车服平台等高景气赛道，未来有望打开全新增长空间。

图1.公司发展历程




数据来源：公司公告，财通证券研究所

产品丰富，遍布传统市场和新能源领域。公司目前主要产品包含轴向引线式保险丝、低压熔断器、径向引线式保险丝、表面贴装保险丝、新能源专用熔断器、温度保险丝、自恢复保险丝等，产品广泛应用于消费电子、家电、风光储、新能源车等领域。

表1.公司产品梳理

产品类别	图例	用途
轴向引线式保险丝		为空间受限的应用提供二级保护，如平板显示电视、液晶显示器、LCD背光逆变器、电源供应器、音频/视频系统、照明系统、医疗设备
低压熔断器		用于低电压、小电流保护，如所有汽车的电路保护，发电机、电动机、变电站等电气化设备的控制回路、保护回路、信号回路、测量回路，所有工业、民用的小功率电器

径向引线式保险丝		常用于电子、电器产品的电源、电路保护，如电源、充电器、电源变化器等，特别是消费电子类的电源适配器
表面贴装保险丝		用于体积微小的各类精细型电子产品，如电脑及周边、视听设备、通信设备、电源变换器、数码类个人电子产品
新能源专用熔断器		专用于新能源汽车及充电桩、风光储系统，如光伏发电的汇流系统、逆变系统、控制系统，新能源汽车充电桩直流侧回路
温度保险丝		常用于易发热电器，如电吹风、电熨斗、电饭锅、电炉、变压器、电动机、饮水机、咖啡壶等
自恢复保险丝		故障异常排除后，恢复到低阻状态，无需人工更换。常用于输入与输出接口的保护，CPU 保护、电机过载、过热保护，音频电路的保护

数据来源：公司官网，财通证券研究所

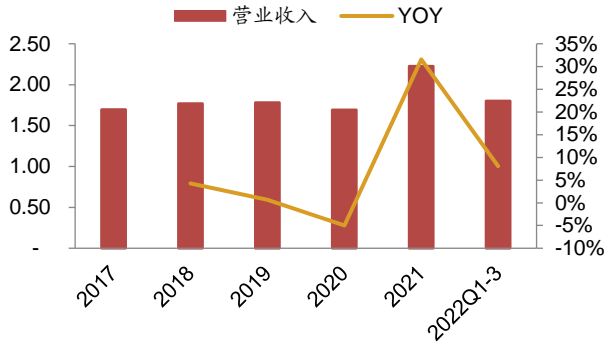
1.2 财务分析：新能源发力，驱动业绩增长

营收整体稳中增长。2018、2019 年，公司营业收入分别为 1.77、1.78 亿元，同比增速为 4.30%、0.69%，整体保持小幅增长。2020 年公司营业收入为 1.69 亿元，同比下降 4.99%，其缘于疫情影响，下游客户需求量减少。2021 年公司顺应市场需求不断拓宽产品应用领域，发力电力熔断器产品，实现营业收入 2.23 亿元，同比增长 31.56%。根据公司 2022 年三季报显示，公司实现营业收入 1.80 亿元，同比增长 8.08%。

业务扩张带动利润上升。2018、2019 年，公司归母净利润分别为 2063、2161 万元，整体利润较为稳定。2020 年公司归母净利润大幅下降，主要系新冠疫情影响，下游客户需求量减少，同时公司结合市场情况停止集团运营中心项目，因而造成前期投入的装修、租赁等资金损失。2021 年公司在新能源领域扩张带动利润上升，实现归母净利润 2414 万。根据公司 2022 年度业绩预告，公司预计实现归母净利润 2950 万元到 3600 万元，同比增长 22.20% 到 49.12%，盈利能力大

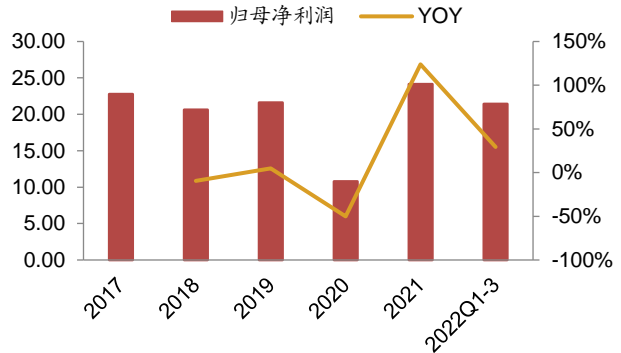
幅增长，主要系公司积极拓展新能源领域业务，电力熔断器产品及配件同比大幅增长，同时公司加快生产自动化进程，降本增效下整体盈利能力显著提高。

图2.公司营业收入情况（亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

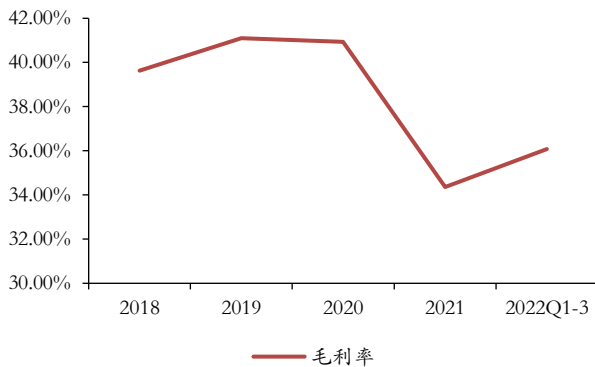
图3.公司归母净利润情况（百万元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

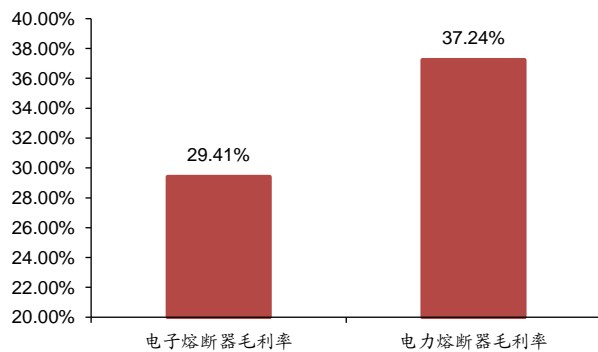
公司毛利率受原材料价格影响较大，伴随材料逐渐恢复稳定以及公司电力熔断器产品拓展，整体毛利率有望持续回升。2018年-2020年，公司毛利率分别为39.63%、41.10%、40.93%，波动较小，基本维持在40%左右。2021年公司毛利率下降至34.36%，主要系原材料金属铜、锡的价格受国际金属市场价格波动影响，以及工程塑料受国际原油价格波动影响。2022年三季度报显示，公司毛利率已回升至36.08%，从原材料供应角度看，目前原材料国际市场逐渐恢复稳定，助力公司毛利率提升；从业务经营角度看，2021年公司电子熔断器毛利率为29.41%，而新产品电力熔断器毛利率达到37.24%，较电子熔断器高出7.83%。伴随公司电力熔断器产品不断拓展，高毛利产品营收占比持续提升，以及原材料价格企稳，公司毛利率未来有望持续回升。

图4.公司毛利率情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

图5.2021年公司分业务毛利率情况

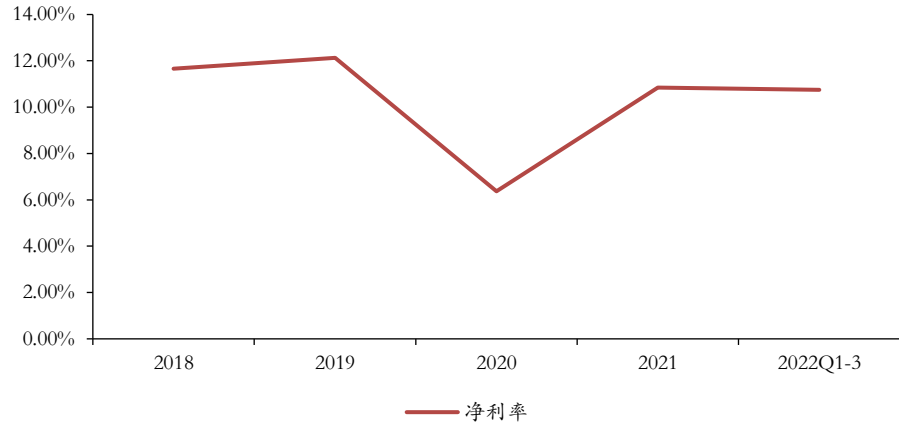


数据来源：Wind，财通证券研究所

公司净利率已基本回升至疫情前水平。2020年公司净利率受前期投入的装修、租赁费用影响较大，降至6.37%，目前已基本回升至疫情前水平。随着公司毛利

率不断回升，净利率有望继续增长。从经营角度看，公司自动化水平不断提升实现降本增效，规模效应助力长期盈利能力增强。

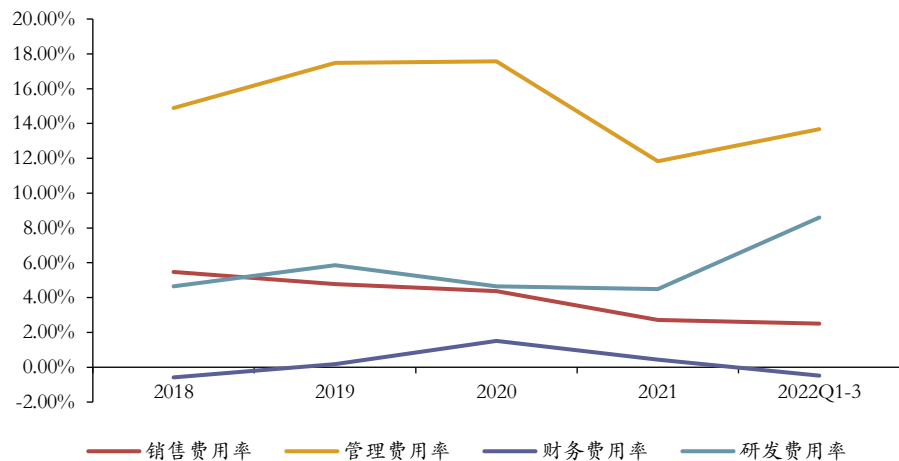
图6.公司净利率



数据来源：Wind，财通证券研究所

公司期间费用率控制良好。2018年-2021年，公司期间费用率整体保持较低水平，2021年，公司管理费用率、销售费用率均有所下降主要系人员调整后实现降本增效以及营业收入增长同比费用率摊薄。2022年公司围绕“XYZ”发展战略，加大在风能、光伏、储能市场、IDC以及新能源汽车行业的研发投入。根据2022年三季报显示，公司研发费用率大幅提升至8.60%，研发投入的不断增长有利于公司加速从固有元器件向新能源产业渗透，实现升级转型。

图7.公司期间费用率情况

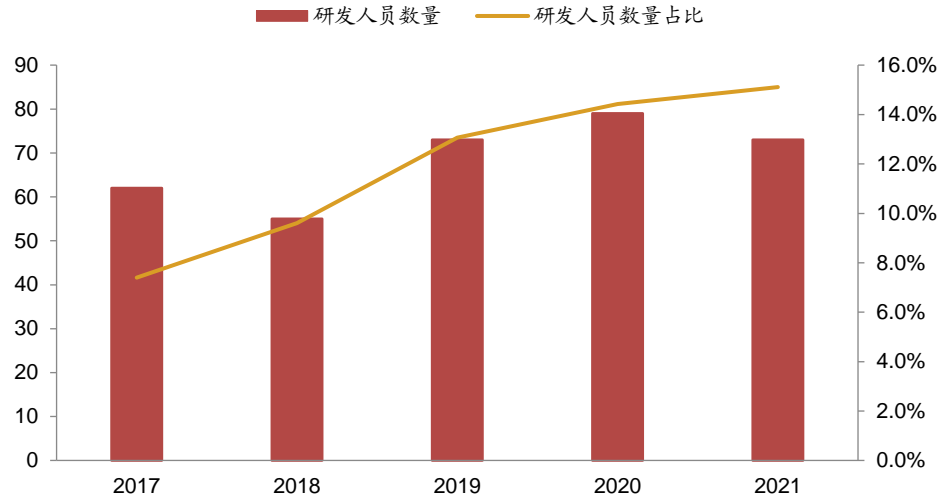


数据来源：Wind，财通证券研究所

公司人员调整背景下，研发人员数量、占比持续上升。2017年-2021年，公司员工数量逐年递减，由2017年的838人下降至2021年的483人，而研发人员数量总体呈上升趋势，研发人员数量占比逐年递增，由2017年的7.4%上升至2021

年的 15.1%。公司长期专注于电路保护元器件的研发，强调研发与市场的互动，在人员调整背景下研发人员数量、占比的提升体现公司对产品研发的重视。

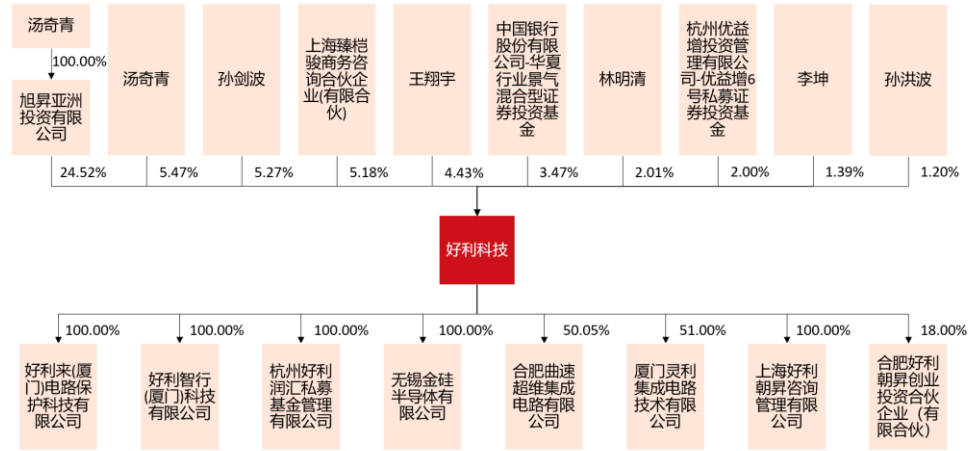
图8.公司研发人员数量（人）及占比



数据来源：Wind，公司年报，财通证券研究所

1.3 全新管理层团队助力业务开拓

公司经历管理层重组，汤奇青为公司实控人。2014年上市之初，公司实控人为以黄汉侨为首的黄氏家族。2015年，董事长兼总经理黄汉侨因病去世后，黄汉侨的女儿黄舒婷接替公司董事长、总经理职务，黄舒婷和其母郑倩龄共同间接持有公司 73.49% 股权。在 2017 和 2019 年黄舒婷、郑倩龄相继辞去公司职务。2021 年 4 月，汤奇青耗资 1.81 亿元受让好利科技原控股股东好利来控股所持的 5.47% 股权。2021 年 5 月，汤奇青通过其控制的东山投资控股有限公司受让的旭昇投资 100% 股权，间接持有好利科技 24.52% 股权，两次受让股权合计 29.99%，目前汤奇青为公司实控人。

图9.公司股权架构（截至 2022 年 11 月 11 日）


数据来源: Choice, 天眼查, 财通证券研究所

公司管理层背景多元化，协同效应强。公司管理层经历换届后，董事及高管整体拥有丰富企业管理经验，履历背景涵盖管理、投资、战略、信息技术、金融、财务领域，彼此互补协同，有利于公司现阶段业务扩张以及外延收购战略的快速实施。

表2.公司管理层介绍

姓名	职务	任职起始日	履历
陈修	董事长	2021/6/17	曾任浙江省经济建设投资公司部门经理、浙江省发展化工有限公司副总经理、杭州诚和创业投资有限公司执行董事兼总经理、杭州乐丰投资管理有限公司执行董事兼总经理，现任杭州乐丰投资管理有限公司执行董事。2021年6月17日起担任公司董事，现任公司董事长。
芮斌	董事、总经理	2021/6/17	曾任英特尔亚太研发有限公司战略拓展总监、百视通新媒体股份有限公司高级副总裁、华为技术有限公司首席战略官兼消费者BG副总裁、深圳市前海芮邦企业管理咨询股份有限公司董事长兼总经理。2021年6月起担任好利来(中国)电子科技股份有限公司董事、总经理。
赵斌	董事、副总经理	2021/6/17	曾任浦东软件园系统工程师、联合证券股份有限公司上海分公司高级工程师、交银人寿保险有限公司信息科技部高级技术经理。2021年6月17日起担任公司董事,现任公司董事、副总经理。
刘昊德	副总经理 董事会秘书	2021/6/18	曾就职于海航地产、中海地产、远洋地产、西证股权投资有限公司、西南证券股份有限公司。2021年6月18日起担任公司副总经理兼董事会秘书。
张东杰	财务总监	2022/7/26	曾任华为技术有限公司销售会计、欢乐互娱(上海)科技股份有限公司高级财务经理兼董事会秘书、飞书深诺数字科技(上海)股份有限公司财务总监。2022年7月26日起任公司财务总监。

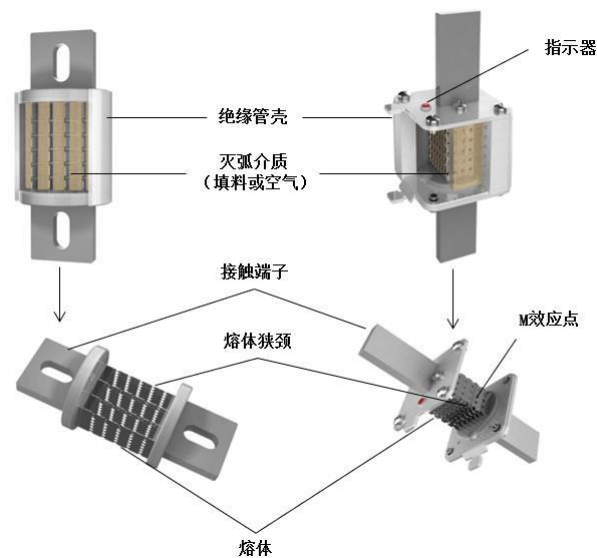
数据来源: Wind, 财通证券研究所

2 熔断器：夯实基本盘，发力新能源

2.1 熔断器：电路保护元器件

熔断器是对电路进行过电流保护的器件。熔断器是连接在电路上用以保护电路的元件，通常采用低熔点的铅锡合金、锌、铜、银的丝状或片状材料制成。工作时，熔断器串接在电路中，负载电流流经熔断器，当电路发生短路或过载，过电流的热效应使熔体熔化、气化产生断口，断口产生电弧，熔断器通过熄灭电弧切断故障电路，起到电路保护的作用。熔断器广泛应用于高低压配电系统和控制系统以及用电设备中，作为短路和过电流的保护器，是应用最普遍的保护器件之一。熔断器主要由熔体、灭弧介质、M效应点、绝缘管壳、接触端子和指示器组成，其中熔体是核心部件，可以利用电流热效应分断系统故障电流；灭弧介质可以吸收电弧能量，隔绝缓冲电弧对熔断器外壳的高温冲击；M效应点可降低熔化温度，缩短过电流通流时间，防止熔断器温度过高；绝缘管壳能够抗击电弧高温，防止电弧和高温物质外泄；接触端子帮助熔断器接入电路；指示器可以指示熔断器状态。

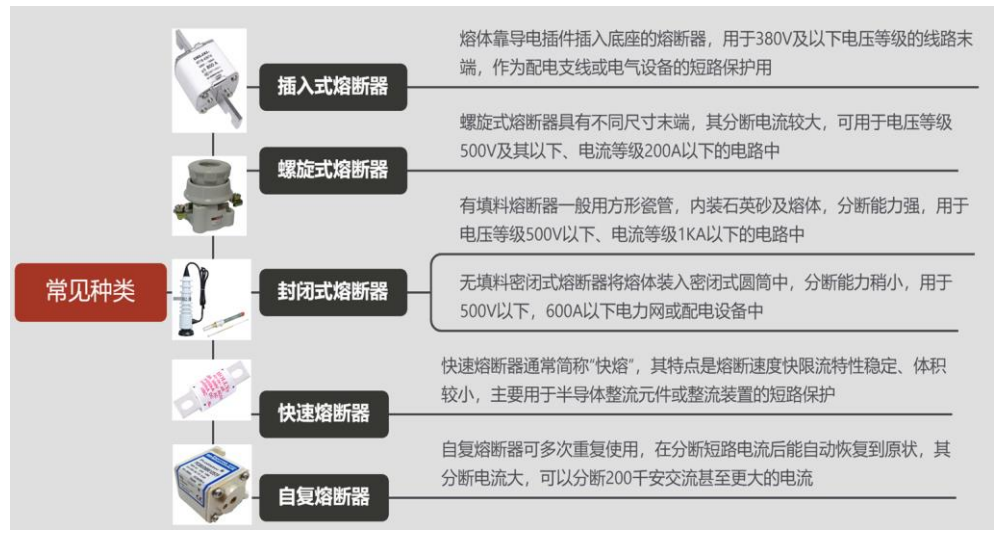
图10.熔断器结构示意图



数据来源：中熔电气招股说明书，财通证券研究所

熔断器种类繁多，各具特色。常见的熔断器包括：插入式熔断器、螺旋式熔断器、封闭式熔断器、快速熔断器、自复熔断器等。封闭式熔断器又分为有填料熔断器和无填料熔断器两种。其各自特点和使用场景如下图所示：



图11.熔断器常见种类



数据来源：华强电子网，财通证券研究所

根据电力强弱和应用场景的不同，熔断器可分为电子和电力熔断器。电子熔断器一般适用于低电压、小功率以及电子控制等电路，主要应用于各类电子产品、家用电器、车用低压电路等领域；电力熔断器一般适用高电压、大功率电路，主要应用于传统发电、输配电、冶金、采矿、电化工、通信、新能源风光发电及储能、新能源汽车、轨道交通、船舶等工业领域。根据各个国家、地区、行业的标准和应用要求不同，电力熔断器具有多种不同特性的产品系列和外形结构，按照外形结构，电力熔断器一般可分为圆管熔断器、方体熔断器、片式熔断器等。

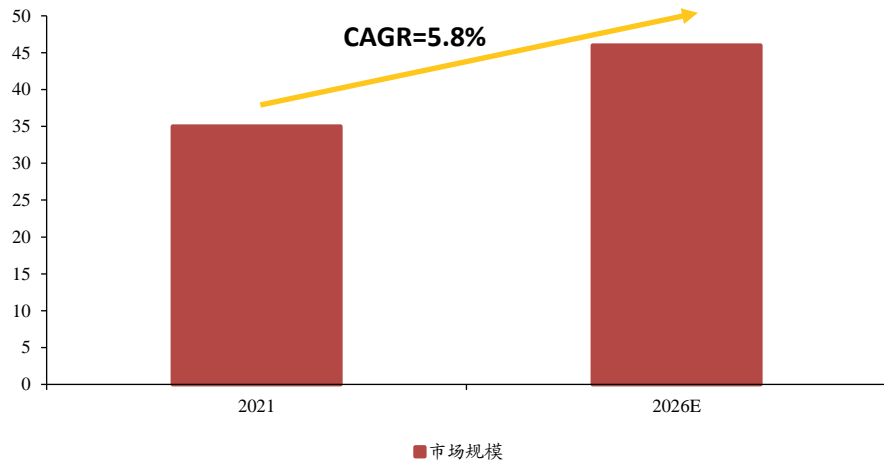
表3.电子熔断器和电力熔断器介绍

项目	保护目的	适用场景	应用市场领域	示意图
电子熔断器	保护电信号和小能量回路	一般适用于低电压、小功率以及电子控制等电路。保护对象如各类家用电器、各类电子产品、小型微型供电设备	主要应用于各类电子产品、家用电器、汽车低压电路等领域	 (电子回路保护)
电力熔断器	保护大能量回路	一般适用于高电压、大功率电路。保护对象如发电设备、电力储能设备、电力变压器、功率整流器、逆变器、变频器、电力滤波器、新能源汽车高压电路、各类工业电源、充电桩等充电回路保护等	主要应用于传统发电、输配电、冶金、采矿、电化工、通信、新能源风光发电及储能、新能源汽车、轨道交通、船舶等工业领域	 (用于光伏领域的圆管熔断器)

数据来源：中熔电气招股说明书，财通证券研究所

熔断器市场保持平稳增长。根据 Markets and Markets 数据，2021 年全球熔断器市场规模为 35 亿美元，年复合增长率为 5.8%，2026 年市场规模预计将达到 46 亿美元，风电光伏领域和新能源汽车的快速发展是熔断器市场增长的关键因素。

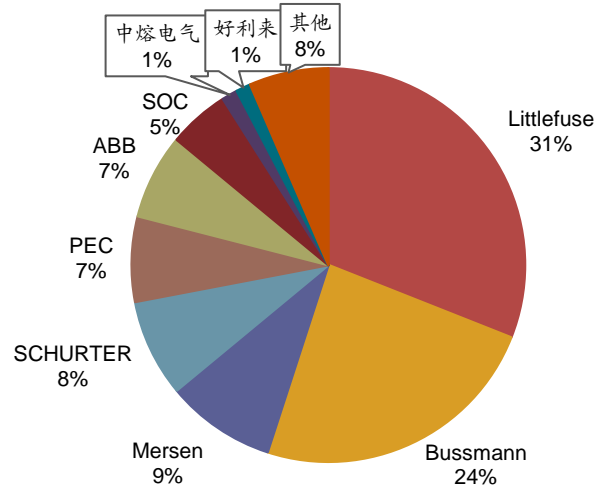
图12.全球熔断器市场规模（亿美元）



数据来源：Markets and Markets，财通证券研究所

欧美企业占据全球 90% 的市场份额，国产替代空间广阔。熔断器行业存在安规认证壁垒、市场壁垒和规模壁垒，只有拥有长期良好安全保护历史的企业，才能逐步形成品牌效应。经过 100 多年的发展，熔断器行业已成为欧美寡头竞争市场。据中熔电气招股说明书披露，2019 年熔断器生产商 Littelfuse、伊顿/Bussmann、美尔森/Mersen、SCHURTER、PEC、ABB、SOC 合计占有全球约 90% 的市场份额，老牌欧美企业占统治地位。国内厂商仅有中熔电气和好利科技（好利来）分别占 1.3%、1.2% 的全球市场份额，全球市占排名分别为第 8、第 9 名。随着中国进入新能源转型时期，“双碳”目标给光伏、风电、储能等新能源领域带来了巨大的市场机遇，对于熔断器行业，尤其对于国内市场增长有重大驱动作用，国产熔断器品牌有机会突破现有的欧美品牌垄断格局，并以新能源风光储产品为基础进军全球市场。

图13.2019 年全球熔断器市场竞争格局



数据来源：中熔电气招股说明书，财通证券研究所

2.2 风光储与新能源汽车推动熔断器行业高速发展

电力熔断器前景广阔。新能源风光发电直接输出的电流与输电网不匹配，如果经并网输送（交流高压网）电力，电流需要经逆变器变流为交流电输送至电网。同时，新能源风光发电功率波动大，需要配置储能系统达到峰谷功率均衡，其中光伏发电由于单电池功率较小，一般通过汇流系统增加发电功率。因此，所有的发电系统、变流系统、储能系统都需要控制系统进行配合，电力熔断器对各系统的保护必不可少。

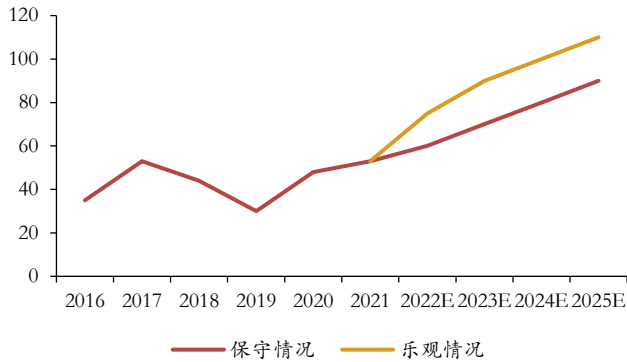
表4.熔断器对新能源风光发电及储能系统的保护情况

市场	应用部位	具体说明
光伏	汇流系统	对太阳能电池板及各个支路保护
	逆变系统	对逆变器直流侧和交流侧电路保护
	控制系统	对控制、测量等回路进行保护
风能	控制系统	对控制、测量等回路进行保护
	整流-逆变系统	对整流器、逆变器直流侧和交流侧电路保护
储能	储能系统	对电池系统、充放电回路进行保护
	逆变系统	对逆变器直流侧和交流侧电路保护

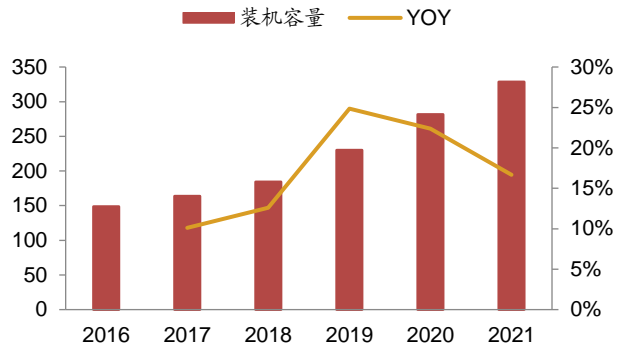
数据来源：中熔电气招股说明书，财通证券研究所

我国光伏、风电产业高速发展。由于光伏发电成本的持续大幅下降、以及地面电站、分布式光伏、BIPV 等应用场景的不断拓宽，未来全球光伏发电的装机容量有望持续快速增加。根据中国光伏行业协会（CPIA）的预测，保守情况下 2025 年我国新增光伏装机容量将达到 90GW，相比 2020 年 48.2GW，复合增速为

13.3%。随着中国风电技术能力的提升，风电装机容量也在不断上涨。2017年-2021年，中国风电装机量年增速均在10%以上，最高达25%。据国家能源局发布2022年1-11月份全国电力工业统计数据，风电装机容量约3.5亿千瓦，同比增长15.1%，全国风力发电行业市场持续向上发展。

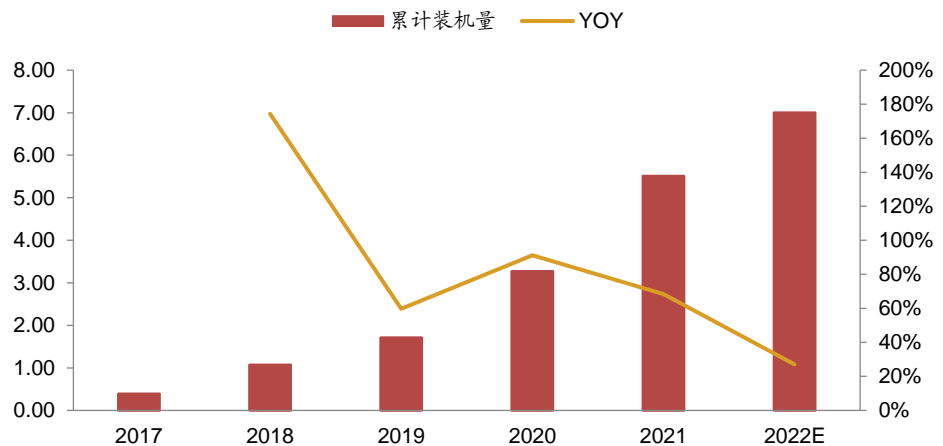
图14.中国光伏发电新增装机量预计持续增长 (GW)


数据来源：CPIA，中商产业研究院，财通证券研究所

图15.中国风力发电累计装机量持续增长 (GW)


数据来源：中商产业研究院，财通证券研究所

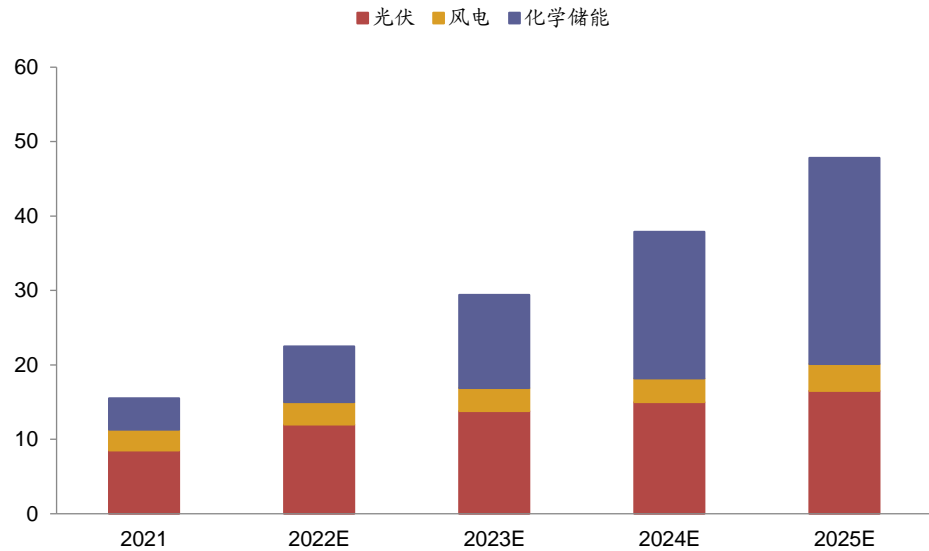
储能市场伴随风光发电快速增长。由于新能源风光发电具有波动性、间歇性、不可预测性等特点，配合储能系统能够更好地减少和平滑波动，实现更高的使用效率。随着可再生能源装机量的快速增长，可再生能源的储能装机量也将持续增加。2021年全国能源工作会议明确提出要大力提升新能源消纳和储存能力，大力发展储能产业。2021年，中国电化学储能累计装机量达到5.51GW，同比增长68.5%。随着分布式光伏、分散式风电等分布式能源的大规模推广，电化学储能累计装机量将继续提升，根据中商产业研究院预测，2022年电化学储能累计装机量将达7GW。

图16.中国电化学储能累计装机量持续增长 (GW)


数据来源：中商产业研究院，财通证券研究所

伴随下游应用的扩张，风光储应用领域熔断器市场保持高速发展。全球风电、光伏、化学储能装机需求持续提升，推动风光储用熔断器市场规模不断扩张。根据华经产业数据，2021年全球风光储用熔断器市场规模为15.5亿元，2025年市场空间预计达到47.8亿元，CAGR为32.52%。

图17.全球风光储用熔断器市场规模（亿元）



数据来源：华经产业研究院，财通证券研究所

新能源汽车持续渗透带动电动汽车及充电桩专用熔断器需求快速上升。传统汽车一般只需要低压电子熔断器对车用的低压负载进行保护，而新能源汽车增加了对高压电力熔断器的需求。新能源汽车储能采用高压直流电，在车辆长期运动过程中，电路工作环境复杂，需要耐受机械振动、温度变化、化学腐蚀、电流冲击、车辆碰撞等状况，以上状况极有可能造成短路故障。因此，需要高性能的高压电力熔断器来完成过电流保护。同时，新能源汽车充电桩也需要熔断器保护。

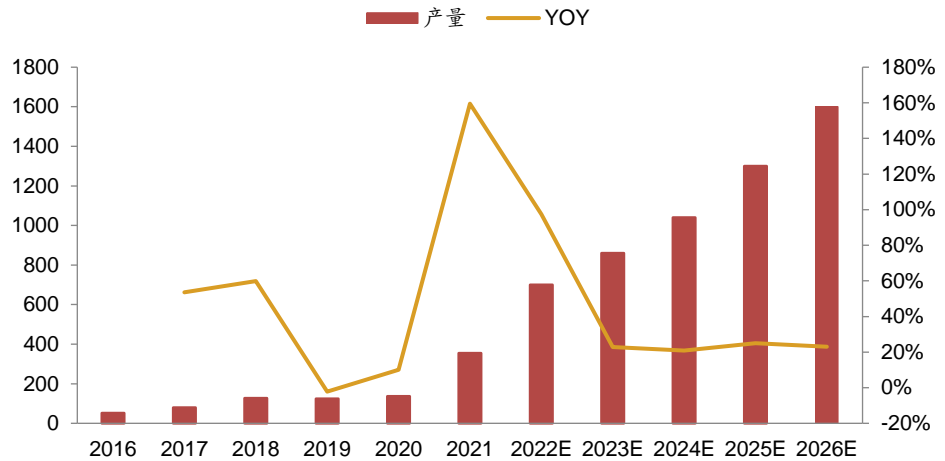
表5.熔断器对新能源风光发电及储能系统的保护情况

类型	应用电压	介绍
传统汽车	低压保护	应用电压低于 60VDC，主要对车用的低压负载进行保护，如车灯、车窗电机、雨刷器电机、喇叭等
新能源汽车	低压保护	应用电压低于 60VDC，主要对车用的低压负载进行保护，如车灯、车窗电机、雨刷器电机、喇叭等
	高压保护	应用电压一般为 60VDC-1,000VDC，分主回路、辅助回路。主回路保护指对电池大电流充放电、车辆驱动回路进行过电流保护。辅助回路保护指对车辆的辅助功能回路，如空调、DC/DC（直流转直流电源）、PTC（加热）、气泵等，OBC（慢充）等进行保护
新能源汽车充电桩	高压保护	应用电压一般为 150VDC-1,000VDC，熔断器主要对充电桩直流侧回路进行短路保护

数据来源：中熔电气招股说明书，财通证券研究所

历经十多年国家财政补贴扶持后，我国新能源汽车行业发展由政策驱动转变为市场驱动，发展持续。根据中国汽车工业协会数据，我国 2021 年全年新能源汽车销量为 352.1 万辆，同比增长 1.58 倍。根据中商产业研究院数据，中国新能源汽车市场整体产量将在 2026 年达到 1600 万辆的水平，年复合增长率 35.52%。

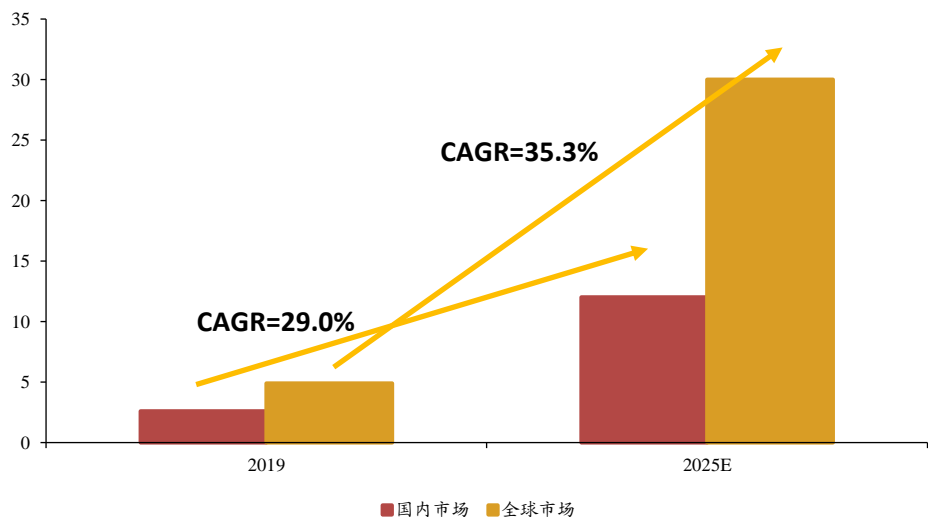
图18.中国新能源汽车产量持续增长（万辆）



数据来源：中商产业研究院，财通证券研究所

国内外新能源汽车电力熔断器市场保持高景气。根据中熔电气招股书，2019 年新能源汽车电力熔断器国内市场规模约 2.4-2.8 亿元，全球市场需求规模约 4.5-5.3 亿，预计到 2025 年新能源汽车电力熔断器国内市场规模将达 12 亿元，全球市场需求规模将超过 30 亿元。

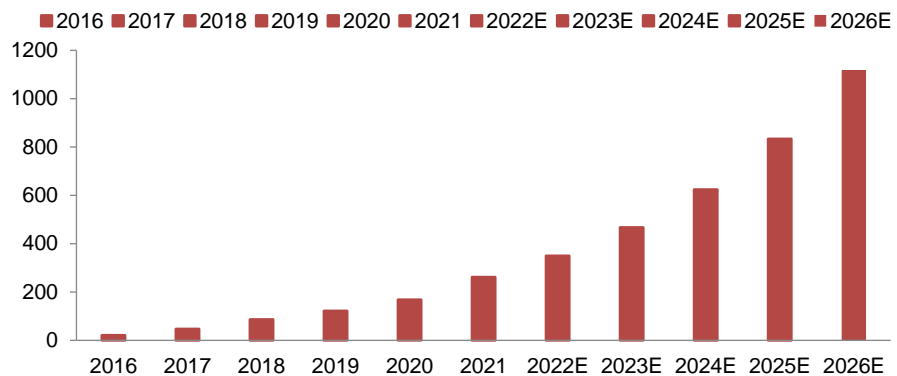
图19.新能源汽车电力熔断器市场规模（亿元）



数据来源：中熔电气招股书，财通证券研究所
 注：2019年市场规模数据取预测中值

根据中国政府网数据，截至 2021 年底，全国新能源汽车保有量 784 万辆，根据 EVCIPA 数据，全国充电桩保有量 262 万个，车桩比 3:1，仍存在较大的缺口。完善充电基础设施建设有助于缓解消费者对新能源汽车的里程焦虑，支持扩大新能源汽车消费。根据前瞻产业研究院推算，2026 年，中国新能源汽车的保有量将达到 3350 万辆左右，根据车桩比为 3:1 的比例保守估计，2026 年中国电动汽车充电桩累计需求量将超过 1116 万个，预计 2020 年至 2026 年的复合增长将率达到 33.6% 左右。

图20.中国充电桩累计数量持续增长（万个）



数据来源：EVCIPA，前瞻产业研究院，财通证券研究所

2.3 公司战略：从产品体系到市场领域全面转型升级

推进从单一熔断器产品向系统解决方案提供商转型。公司围绕核心熔断器产品，积极探索和关联行业的生态布局，凭借熔断器的市场优势向电路保护整体解决方案供应商转型。目前公司已与上海灵动微电子股份有限公司完成项目签约，双方投资设立合资公司厦门灵利集成电路技术有限公司，共同合作“MCU+熔断器”解决方案技术的研发，打造电路保护系统解决方案。同时，公司积极寻求先进科技力量的支持，该项目还与中科（厦门）数据智能研究院合作，三方共同推动基于开源芯片技术的电力行业“MCU+熔断器”解决方案落地。

夯实主业，持续发力新能源领域。公司在稳定经营电子熔断器业务的基础上，正在加大对风光储市场以及新能源汽车行业的投入。在电子熔断器领域，公司与美的、格力、奥克斯等知名家电品牌保持长期合作。在电力熔断器领域，光伏方面，阳光电源等龙头客户已批量使用公司产品；储能方面，公司与上能电气等多家龙头企业建立了合作关系；风电方面，公司已向金风科技等整机厂批量供货；新能源汽车领域，公司正积极推进与比亚迪等领先新能源汽车生产商的合作。

3 外延收购布局全新赛道

3.1 收购合肥曲速，布局 GPU、ADAS 高增长赛道

通过股权转让和增资收购合肥曲速。2022年5月25日，好利科技召开第四届董事会第二十次会议，审议通过了《关于拟变更对外投资浙江曲速科技有限公司有关事项的议案》。基于后续业务发展及资本运作考虑，公司拟调整变更对外投资浙江曲速科技有限公司（曲速科技）的具体方案，将投资标的由曲速科技变更为曲速科技新设的全资子公司合肥曲速超维集成电路有限公司（合肥曲速），通过股权转让和增资取得合肥曲速 50.05% 股权。根据协议，曲速科技将其 GPU 芯片、ADAS 芯片的相关业务、知识产权全部注入合肥曲速，并将其核心领域及业务所涉核心业务人员的劳动关系全部转移至合肥曲速。

图21.公司收购合肥曲速流程



数据来源：公司公告，财通证券研究所

合肥曲速科研力量雄厚，已初步获得市场认可。合肥曲速主要产品与服务为 GPGPU 芯片及车载视觉处理芯片的研发销售工作，主要应用于数据中心服务器以及自动驾驶识别领域，其产品具有较高的性价比优势。与其他 GPU 创业公司相比，合肥曲速主要具有如下几方面竞争优势：

研发方面，合肥曲速技术团队均毕业于国内外顶尖高校，具有丰富的芯片设计开发经验、人工智能研究和应用经验、视频处理加速经验，从事相关领域研发的平均时间达十年以上。同时，合肥曲速与国家工程技术研究中心进行深度合作，一方面借助国家工程技术研究中心在国内的影响力，争取更多的支持与合作，另一方面可以将中国工程技术研究中心在汽车操作系统方面的研究成果纳入体系，实现软件与芯片的结合，进而推动在 GPU 领域、ADAS 芯片领域的技术创新与发展。

供应链方面，合肥曲速凭借团队多年的上下游产业链经营积累，通过自身的产品力及成长性，得到了供应链的认可与支持，从激烈的产能争夺战中保证自身的产能供给，获取充足的芯片产能，在与同赛道对手竞争中脱颖而出。

市场方面，合肥曲速将在曲速科技第一颗芯片技术的基础上研发第二颗芯片，针对不同的应用方向对设计架构和应用性能进行升级优化。

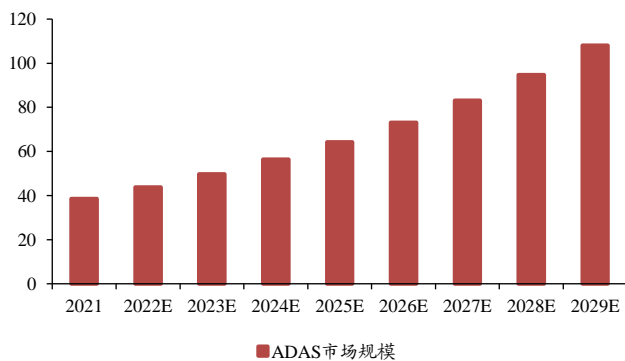
表6.合肥曲速竞争优势

合肥曲速产品	优势领域	具体表现
GPU 芯片 ADAS 芯片	研发团队	合肥曲速在 6 座城市建立了研发中心，技术团队均毕业于国内外顶尖高校，拥有 100 余位具有硕士、博士学历的员工；合肥曲速还与国家工程技术研究中心进行了深度合作
	供应链环节	脱胎于曲速科技，合肥曲速凭借多年的上下游产业链经营积累，通过自身的产品力及成长性，得到了供应链的认可与支持
	市场认可度	市场对合肥曲速第一颗芯片的认可降低了第二颗芯片的推广难度，也为第二颗芯片的性能提供了一定程度的信用背书

数据来源：公司公告，财通证券研究所

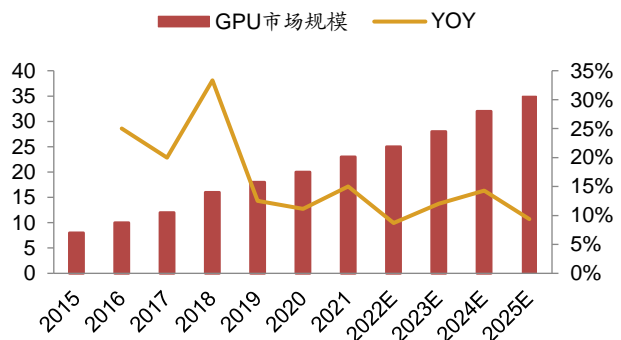
ADAS、GPU 市场规模快速扩张。近年来随着自动驾驶、人工智能等技术的成熟发展，ADAS、GPU 的市场规模呈逐年上升趋势，且有广阔的发展空间，据 Precedence Research 和 T4 预测，2025 年两者将分别达到 641.9、350 亿美元。其中 ADAS 芯片行业增速较快，原因是汽车智能化带动的自动驾驶、辅助驾驶相关芯片的需求提升。

图22.ADAS 市场规模预期持续增长（十亿美元）



数据来源：Precedence Research，财通证券研究所

图23.GPU 市场规模预期持续增长（十亿美元）



数据来源：T4，财通证券研究所

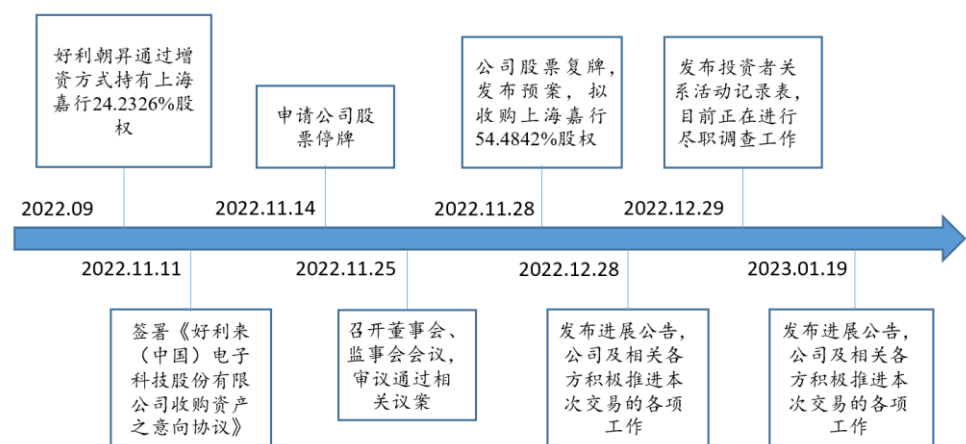
合肥曲速积极储备人才，业务开展加速。2022 年 6 月 30 日，公司公告与曲速科技、戴斌签署《合肥曲速超维集成电路有限公司投资意向协议之补充协议（一）》，出台关于合肥曲速的激励计划，激励对象为合肥曲速管理团队，包

括公司董事、高管及核心技术（业务）骨干，以充分发挥合肥曲速管理团队积极性，促进合肥曲速业务高速发展。同时合肥曲速与国家可信嵌入式软件工程技术研究中心开展深度合作，未来将进一步提升曲速的技术和研发实力，有利于推动公司在 GPU 领域、ADAS 芯片领域的技术创新与发展。目前合肥曲速业务拓展迅速，公司于 2022 年 9 月签订芯片相关产品的销售合同，合同金额为 1,700.30 万元，预计未来公司产品将有进一步突破。

3.2 拟收购上海嘉行，发力新能源汽车租赁管理数字化车服平台

好利科技拟通过股权转让和增资收购上海嘉行。2022 年 9 月 29 日，公司发布设立私募投资基金的公告，全资子公司“好利润汇”与“宜兴工业区公司”、“宜兴新动能”、“宜兴科产谷”、“宜兴交通能源”约定共同投资设立私募投资基金——好利朝昇，通过增资方式持有上海嘉行 24.2326% 股权。2022 年 11 月 11 日，公司与领行汽服签署了《好利来（中国）电子科技股份有限公司收购资产之意向协议》。2022 年 11 月 28 日，公司发布购买资产并募集配套资金预案，拟收购领行汽服所持上海嘉行 35.9705% 股权，其中以现金方式支付 25,000 万元，以股份方式支付 24,999 万元；拟以股份方式支付 19,896 万元、5,838 万元，收购上海符英、嘉合知行分别所持上海嘉行 14.3134%、4.2003% 股权。本次交易中公司合计取得上海嘉行 54.4842% 股权，上海嘉行将成为公司的控股子公司。2022 年 12 月 29 日，根据公司发布的投资者关系活动记录表，公司表示目前券商、会计师、律师等中介机构正在进行收购上海嘉行的尽职调查工作。

图 24. 公司收购上海嘉行流程及进展



数据来源：公司公告，财通证券研究所

上海嘉行原控股股东实力雄厚。2019年，一汽、东风、长安联合腾讯等知名企业共同成立南京领行科技股份有限公司（领行科技），领行科技通过南京领行汽车服务有限公司间接控股上海嘉行汽车服务有限公司。

背靠三大主机厂和腾讯，T3出行已成为全国第二大网约车平台。T3出行平台是领行科技打造的智慧出行生态平台，主要为用户提供网约车等相关服务。T3出行平台重点布局网约车、巡网一体化出租车、自动驾驶三大战略板块，从多样化的出行产品到丰富的数据生态，持续构建出行生态。截至目前，已进驻上海、广州、杭州、深圳、武汉、成都等100余座城市，完成对长三角、珠三角、环渤海、成渝、海峡西岸五大核心经济圈的布局，是全国第二大网约车平台。

图25.上海嘉行股权结构示意图



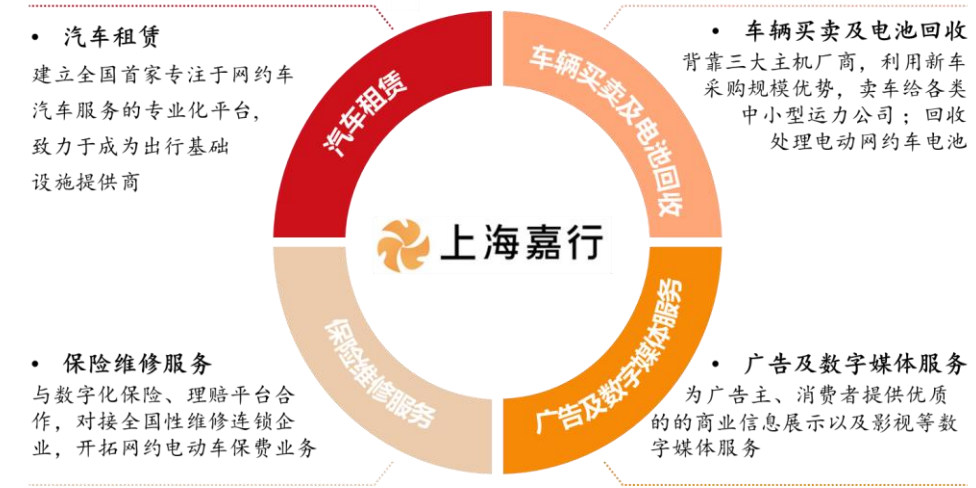
数据来源：好利科技发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案公告，财通证券研究所

自有车辆众多，车辆管理经验丰富。上海嘉行专业致力于系统化为企业提供汽车服务与管理方案，为企业构建更高效的用车服务与管理解决方案。作为T3出行优质合规运力，上海嘉行在全国设有100多家分公司，拥有车辆21,000余台，业务延展服务覆盖全国。

主营业务面广，增长空间广阔。上海嘉行主营业务主要有：汽车租赁、车辆买卖及电池回收、保险维修服务、广告及数字媒体服务。在汽车租赁方面，上海嘉行与T3出行积极合作，建成全国首家专注于网约车汽车服务的专业化平台，在2020-2022年期间，上海嘉行快速扩张到主要一线城市，建立自有车队2万辆，获取了大量网约车稀缺牌照资源。在车辆买卖及电池回收方面，上海嘉行背靠三大主机厂商，利用电动网约车新车采购规模优势，采购车辆并销售至各类中小型运力公司，并且凭借自身和T3平台的规模优势建立全国渠道，回收处理大型运力公司的退役网约车电动车，对电池梯次循环利用。在保险维修服务方面，上海嘉行与太平洋保险等数字化保险、理赔平台合作，对接全国性维修连锁企业，开拓网约电动车保费业务。运用行业领先的数字化平台，通过读取车辆、电池信

息，实现控制保费成本，赋能出行运力公司。在广告及数字媒体服务方面，上海嘉行能够为广告主、消费者提供优质的商业信息展示以及影视等数字媒体服务。

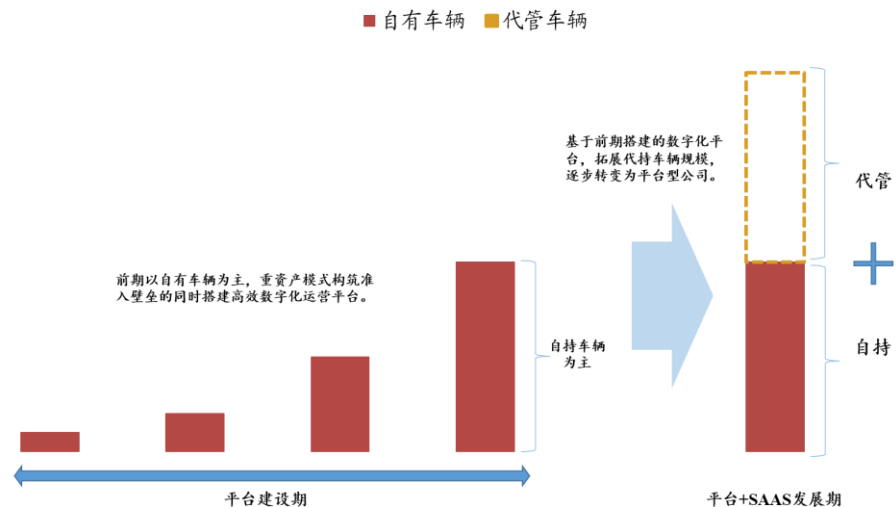
图26.上海嘉行主营业务介绍



数据来源：公司公告，财通证券研究所

由平台建设转向平台+SAAS 高速发展。目前上海嘉行运营的新能源汽车为自有车辆加部分代管理车辆，在基于大数据搜集处理搭建数字化平台后，未来除了运营自有车辆外，上海嘉行将着力扩大车辆代管规模，目标客户为资本方、持车方以及涉及车辆的金融机构等。目前，上海嘉行自持车辆的重资产模式是积累车辆管理经验、构建数字化平台的基础，同时，重资产模式既抬高了进入门槛，也构建了前期的壁垒。后期公司将依靠自身平台能力在代管车辆上迅速扩张，发挥 SAAS 轻资产模式优势，持续保持增长动力与竞争优势。

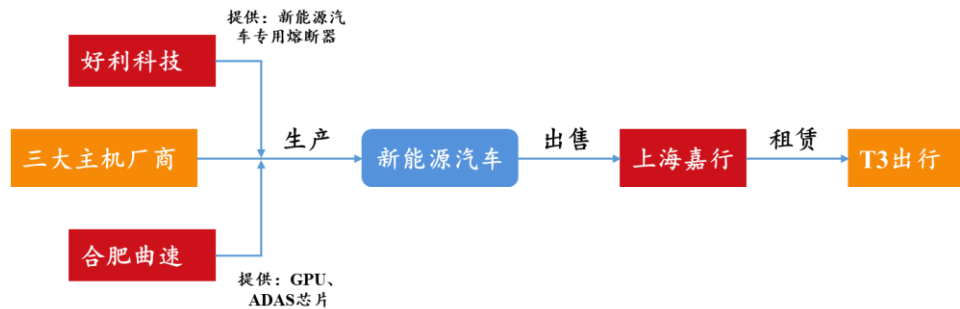
图27.嘉行成长阶段模拟示意图



数据来源：公司公告，财通证券研究所

合作开拓新能源汽车，发挥协同效应。公司与上海嘉行分属于不同行业，通过本次交易，公司将增加汽车租赁业务，快速切入交通运输服务领域，实现公司主营业务多元化发展。收购上海嘉行有利于促成公司与 T3 出行的深度合作，推动公司与长安、东风、一汽三大主机厂商在新能源汽车领域的深度合作，形成以新能源汽车为核心的产业链。在新能源汽车生产环节，好利科技新能源汽车专用熔断器产品以及合肥曲速 GPU、ADAS 芯片与主机厂间业务有一定协同。上海嘉行正处于高速扩张阶段，自身消化大量新能源汽车，并租赁至以 T3 出行为首的网约车平台，由此，公司可以实现在新能源汽车产业链布局，为公司带来上下游产业链的协同发展，形成产业链上下游一体化格局，进而为上市公司主业协同运营创造价值，拓展新的利润增长点，提升持续盈利能力和抗风险能力。

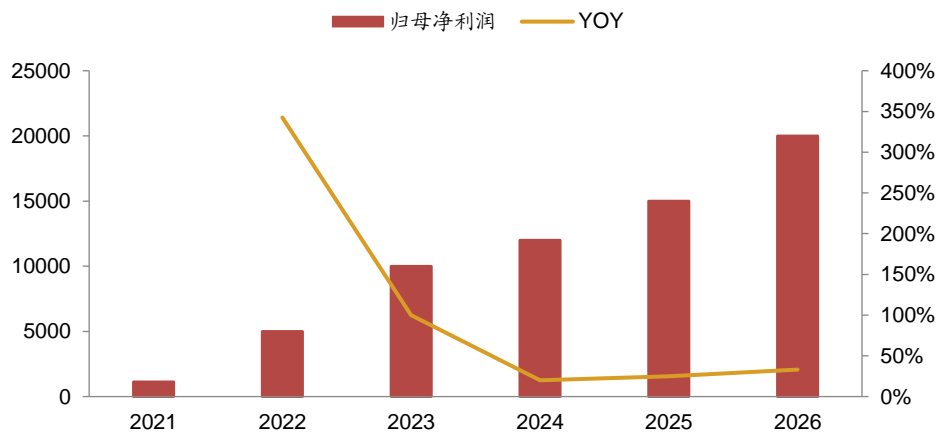
图28.以新能源汽车为核心的业务协同



数据来源：公司公告，财通证券研究所

平台建设完成，国内防疫政策持续优化，上海嘉行运营迅速恢复。根据预案披露的初步业绩预测，2022年-2026年上海嘉行实现的净利润将分别不低于5,000万元、10,000万元、12,000万元、15,000万元和20,000万元，2022年-2026年的复合增长率将不低于41.4%。

图29.上海嘉行业绩预测（万元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

4 收入预测和投资建议

4.1 收入预测

好利科技深耕熔断器三十年，公司顺应市场需求不断投入研发，拓宽产品应用领域，在新能源领域电力熔断器产品持续发力，以下我们将逐一分析和预测公司主营业务收入：

电子熔断器：公司电子熔断器主要应用于家用电器、车用低压电路、消费类电子领域，公司在全球市场中具有较强的市场竞争优势，与国内外领先的电子产品制造商建立了长期稳定的合作伙伴关系。随着未来整体下游消费电子市场回暖的节奏，公司电子熔断器有望保持稳定增长。我们预计公司 2022/23/24 年电子熔断器业务收入将同比增长-27.00%、30.00%和 30.00%，对应毛利率分别为 31.5%、33.00%和 34.00%。

电力熔断器：公司电力熔断器主要应用于光伏、储能、风电、新能源汽车、工业、通信等领域，公司已积累阳光电源、南瑞电气、禾望电气等大量优质客户。基于风光储和新能源汽车的快速发展是熔断器市场增长的关键因素，2022 年以来公司大力发展新能源业务，客户不断开拓，产品持续上量。我们预计公司 2022/23/24 年电力熔断器业务收入将同比增长 200.00%、60.00%和 60.00%，对应毛利率分别为 39.00%、40.00%和 41.00%。

表7.好利科技营收拆分预测

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入合计	169.20	222.59	275.41	399.87	586.77
YoY	-4.99%	31.56%	23.73%	45.19%	46.74%
毛利率	40.93%	34.36%	38.49%	39.68%	40.67%
电子熔断器及配件	122.48	161.87	118.17	153.62	199.70
YoY	0.00%	32.16%	-27.00%	30.00%	30.00%
毛利率	38.15%	29.41%	31.50%	33.00%	34.00%
电力熔断器及配件	35.40	46.48	139.45	223.13	357.00
YoY	0.00%	31.30%	200.00%	60.00%	60.00%
毛利率	39.18%	37.24%	39.00%	40.00%	41.00%
其他业务	11.31	14.23	17.79	23.12	30.06
YoY	-1.39%	25.80%	25.00%	30.00%	30.00%
毛利率	76.61%	81.36%	81.00%	81.00%	81.00%

数据来源：Wind，财通证券研究所

根据好利科技发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金公告中对于上海嘉行的业绩预测，2022年-2026年上海嘉行实现的净利润将分别不低于5,000万元、10,000万元、12,000万元、15,000万元和20,000万元，2022年-2026年的复合增长率将不低于41.4%。目前收购推进顺利，但考虑到未来项目仍存在不确定性，暂不将上海嘉行纳入好利科技业绩预测考量范围内。

4.2 投资建议

公司目前主营业务主要为电子熔断器、电力熔断器外加收购曲速增加的GPU芯片，因此我们选取所属同行业的电路保护元件、电子元器件以及GPU厂商中熔电气、景嘉微、瑞可达和法拉电子作为可比公司，22/23/24年平均PE为69.05/45.62/32.43倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表8.可比公司 PE 估值

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
中熔电气	301031.SZ	110.79	1.48	2.49	3.88	74.64	44.50	28.56
景嘉微	300474.SZ	364.96	2.89	4.23	5.77	126.33	86.21	63.20
瑞可达	688800.SH	106.83	2.55	4.03	5.76	41.93	26.54	18.55
法拉电子	600563.SH	339.89	10.20	13.46	17.51	33.31	25.24	19.41
平均						69.05	45.62	32.43

数据来源：Wind，财通证券研究所。可比公司预测数据来源于Wind一致预期（截止2023/03/03收盘）

5 风险提示

市场需求不及预期风险：

电路保护元器件行业发展受宏观经济波动和电子电力技术及产品的整体发展状况制约。未来如果国内外宏观经济环境恶化导致电子产品、汽车电子、工业及电力设备等相关下游行业的市场需求下降，从而影响公司产品的市场需求，将对公司收入的成长产生不利影响，影响公司的业绩。

产品品质风险:

公司产品为过流或过温保护元件，所保护电路一旦出现异常，保护元件应及时安全切断电路以保护电路及整机，同时在电路正常工作情况下，保护元件应能持续正常工作。公司产品应用范围涵盖众多下游领域，公司产品电路保护元器件一旦出现故障，将影响下游终端产品的使用，检修成本高，且对终端产品的品牌造成损害。因此，下游客户对电路保护元器件的品质要求很高，属安全元器件。若公司发生重大品质事故，将对公司的品牌和声誉造成损害，并因产品品质问题要求公司赔偿，导致公司出现重大赔偿支出，对公司的持续经营能力造成重大不利影响。

原材料价格波动风险:

公司主要原材料为铜帽、焊锡、径向引线式熔断器的盖及座，金属铜和锡的价格受国际金属市场价格波动影响，径向引线式熔断器的盖及座的原材料为工程塑料，其价格主要受国际原油价格波动影响。原材料价格波动增加了公司的生产经营的难度，并可能导致产品销售成本、毛利率的波动。如受市场供需变动、经济周期等因素影响，公司主要原材料的价格出现持续上涨，而公司不能及时消化由此引起的成本上升压力，将对公司的盈利能力带来不利影响，将可能导致公司经营业绩下滑甚至亏损。

商誉减值风险:

公司近期外延收购交易频繁，公告收购上海嘉行预计将确认较大金额商誉，如果拟收购标的公司上海嘉行未来经营状况未达预期，则该等商誉存在减值风险，预计商誉减值会对上市公司当期损益产生不利影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	169.20	222.59	275.41	399.87	586.77	成长性					
减:营业成本	99.94	146.10	169.39	241.19	348.15	营业收入增长率	-5.0%	31.6%	23.7%	45.2%	46.7%
营业税费	3.42	3.79	4.68	6.80	9.98	营业利润增长率	-13.7%	35.1%	37.2%	64.9%	45.4%
销售费用	7.41	6.04	7.16	10.20	14.67	净利润增长率	-50.1%	123.9%	38.0%	65.9%	45.8%
管理费用	29.73	26.34	45.44	57.98	88.02	EBITDA 增长率	-6.3%	14.9%	7.4%	55.1%	42.5%
研发费用	7.85	10.00	12.94	23.99	38.14	EBIT 增长率	-7.4%	28.1%	28.5%	65.3%	47.1%
财务费用	2.56	0.97	-0.63	-1.06	-0.43	NOPLAT 增长率	-20.3%	45.7%	28.5%	65.3%	47.1%
资产减值损失	-0.22	-1.37	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	-6.9%	9.8%	4.0%	11.4%	14.9%
加:公允价值变动收益	0.00	-0.45	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	-7.1%	6.3%	6.9%	11.7%	15.3%
投资和汇兑收益	0.72	0.60	0.83	1.20	1.76	利润率					
营业利润	21.59	29.16	40.00	65.96	95.88	毛利率	40.9%	34.4%	38.5%	39.7%	40.7%
加:营业外净收支	-7.08	-0.64	-0.63	-0.63	-0.63	营业利润率	12.8%	13.1%	14.5%	16.5%	16.3%
利润总额	14.50	28.52	39.37	65.33	95.25	净利润率	6.4%	10.8%	12.1%	13.8%	13.7%
减:所得税	3.72	4.38	6.05	10.04	14.64	EBITDA/营业收入	21.8%	19.0%	16.5%	17.6%	17.1%
净利润	10.78	24.14	33.32	55.29	80.61	EBIT/营业收入	13.8%	13.5%	14.0%	15.9%	16.0%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	134.84	109.21	154.59	76.65	132.19	固定资产周转天数	417	309	243	162	106
交易性金融资产	0.00	2.99	2.99	2.99	2.99	流动营业资本周转天数	158	234	155	235	180
应收账款	53.69	57.53	80.17	119.76	173.62	流动资产周转天数	543	499	445	394	347
应收票据	0.00	3.59	0.85	5.82	3.96	应收帐款周转天数	105	90	90	90	90
预付帐款	3.92	1.10	1.69	2.41	3.48	存货周转天数	134	120	120	120	120
存货	40.71	56.73	56.20	104.60	127.50	总资产周转天数	1023	801	700	535	428
其他流动资产	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03	投资资本周转天数	919	766	644	494	387
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	2.6%	5.5%	7.1%	10.5%	13.3%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.3%	4.6%	6.1%	8.7%	10.6%
投资性房地产	5.71	4.55	4.55	4.55	4.55	ROIC	4.1%	5.4%	6.7%	10.0%	12.7%
固定资产	193.12	188.53	183.37	177.00	170.63	费用率					
在建工程	3.78	4.76	4.76	4.76	4.76	销售费用率	4.4%	2.7%	2.6%	2.6%	2.5%
无形资产	13.37	13.65	13.65	13.15	12.65	管理费用率	17.6%	11.8%	16.5%	14.5%	15.0%
其他非流动资产	0.00	0.34	0.34	0.34	0.34	财务费用率	1.5%	0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.1%
资产总额	470.21	519.99	550.35	638.81	757.58	三费/营业收入	23.5%	15.0%	18.9%	16.8%	17.4%
短期债务	10.01	25.03	15.03	15.03	15.03	偿债能力					
应付帐款	25.22	24.90	33.45	49.63	70.29	资产负债率	11.6%	15.0%	14.2%	17.4%	19.7%
应付票据	6.48	8.99	8.89	16.57	20.18	负债权益比	13.1%	17.7%	16.5%	21.0%	24.5%
其他流动负债	0.18	0.26	0.36	0.36	0.36	流动比率	4.67	3.93	4.24	3.83	3.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	3.84	3.18	3.51	2.88	2.83
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	55.70	56.92	160.33	353.14	519.34
负债总额	54.34	78.11	77.88	111.04	149.20	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.04	0.04	0.00	0.00	0.00
股本	66.68	93.35	182.97	182.97	182.97	分红比率					
留存收益	210.74	197.21	227.80	283.09	363.70	股息收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	415.87	441.89	472.47	527.76	608.37	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.16	0.26	0.18	0.30	0.44
净利润	10.78	24.14	33.32	55.29	80.61	BVPS(元)	6.24	4.73	2.58	2.88	3.32
加:折旧和摊销	13.43	12.36	6.96	6.87	6.87	PE(X)	290.9	179.4	172.6	104.0	71.4
资产减值准备	0.52	2.69	0.00	0.00	0.00	PB(X)	7.5	9.9	12.2	10.9	9.5
公允价值变动损失	0.00	0.45	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.42	1.35	0.24	0.18	0.18	P/S	18.3	19.6	20.9	14.4	9.8
投资收益	-0.72	-0.60	-0.83	-1.20	-1.76	EV/EBITDA	80.8	100.8	123.3	80.6	56.0
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	3.35	-20.84	25.63	-140.10	-31.94	PEG	—	1.4	4.5	1.6	1.6
经营活动产生现金流量	30.14	19.85	65.95	-78.33	54.59	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	23.02	-55.39	-5.60	0.57	1.13	REP					
融资活动产生现金流量	-5.09	11.71	-15.97	-0.18	-0.18						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。