

## 高端 TEC 国内先行者，业绩短期承压

### 核心观点

- **消费需求疲软，业绩短期承压。**根据快报，公司 22 年实现收入 5.0 亿元，同比下滑 28%，实现归母净利润 0.54 亿元，同比下滑 39%。公司 22 年业绩承压主要系公司产品多为消费类产品，行业景气度与国内外宏观经济形势密切相关。终端消费需求疲软、疫情以及经济下行等因素影响，国内外市场消费需求下降，公司消费类产品居多，因此导致销售不及预期，利润降幅更大主要受费用率提升影响所致。公司毛利率整体稳定，受大环境影响小，22 前三季度整体毛利率 25.8%，较 21 年末小幅下滑 1pct，凸显公司较为优质的营收质量和成本管控。
- **消费升级趋势明确，半导体热电技术需求不断涌现。**消费电子领域是目前半导体热电制冷技术最大的应用市场，其最典型的应用是在有限的空间内制冷或通过制冷、制热实现精确控温，如公司生产的恒温酒柜、电子冰箱、啤酒机、恒温床垫、除湿机等。22H1 恒温床垫销售收入同比增长 171%，冻奶机同比增长 63%，而啤酒机、恒温酒柜、冰淇淋机因受到国内外疫情的影响，销售收入有所下降。未来伴随宏观环境改善，公司消费类产品销售有望回暖。除此以外，公司研发生产的半导体热电器件和系统，通过局部、精准制冷的方式，还可应用于手机散热背夹、水离子吹风机、美容仪等产品上，新兴应用场景拓展助力扩大公司营收规模。
- **高端 TEC 国内先行者，受益国产替代及数字基建建设。**通信领域，公司已成功实现用于 5G 网络中光模块温控的高性能微型热电制冷器件批量生产。截至 22H1 成功开发了光通讯器件客户超 20 家，少数光模块型号器件获得客户的中标订单。医疗、红外等工业器件方面，截至 22H1 新引进的医疗等工业客户 28 家，其中，6 家已开始批量供货，3 家已小批量供货，19 家已下样品订单。通讯、汽车、医疗等工业领域对半导体热电技术性能要求高，日本 Ferrotec、KELK Ltd.，美国 Phononic 等外资企业掌握话语权，公司是少数几家国产品牌的先行者，受益供给侧国产替代及需求侧数据中心、基站等旺盛需求，公司高性能 TEC 有望实现从零到一突破。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 0.60/0.82/1.17 元(原 22-24 年预测分别为 1.44/2.05/2.86 元，主要下调消费类热电机及系统收入，上调费用率，下调毛利率预测)，根据可比公司 24 年 39 倍 PE 估值，对应目标价 45.63 元，给予买入评级。

### 风险提示

- 需求复苏不及预期、高端产品拓展不及预期、海外业务不及预期、汇率波动风险、热电机产品大客户占比过高风险。

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	624	697	502	627	820
同比增长(%)	-0.3%	11.6%	-28.0%	25.1%	30.7%
营业利润(百万元)	86	100	60	82	117
同比增长(%)	5.3%	16.5%	-40.2%	36.4%	42.9%
归属母公司净利润(百万元)	74	88	53	72	103
同比增长(%)	3.1%	18.9%	-40.2%	36.4%	43.2%
每股收益(元)	0.84	1.00	0.60	0.82	1.17
毛利率(%)	28.4%	26.7%	26.5%	27.4%	27.9%
净利率(%)	11.9%	12.7%	10.5%	11.5%	12.6%
净资产收益率(%)	22.7%	16.6%	7.3%	9.5%	12.6%
市盈率	48.9	41.1	68.7	50.4	35.2
市净率	10.4	5.1	5.0	4.6	4.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2023年04月17日)	41.17 元
目标价格	45.63 元
52 周最高价/最低价	50.65/20.2 元
总股本/流通 A 股 (万股)	8,824/5,423
A 股市值 (百万元)	3,633
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2023 年 04 月 18 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	9.48	43.21	43.3	48.92
相对表现	8.39	38.4	43.01	49.86
沪深 300	1.09	4.81	0.29	-0.94



### 证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860514050005 香港证监会牌照: BPT856
李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860522090002

### 联系人

韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn
杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn
张释文	zhangshiwen@orientsec.com.cn
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn

### 相关报告

热电技术领跑者，高端领域打开天花板 2022-04-03

## 盈利预测与投资建议

我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 0.60/0.82/1.17 元(原 22-24 年预测分别为 1.44/2.05/2.86 元，主要下调消费类热电整机及系统收入，上调费用率，下调毛利率预测)，根据可比公司 24 年 39 倍 PE 估值，对应目标价 45.63 元，给予买入评级。

图 1：核心假设及盈利预测变动分析表

	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
<b>半导体热电整机</b>						
销售收入（百万元）	479	561	641	259	331	461
变动幅度				-45.9%	-41.0%	-28.1%
毛利率	25.7%	26.7%	26.7%	22.7%	23.3%	23.3%
变动幅度				-3.0%	-3.4%	-3.4%
<b>半导体热电系统和器件</b>						
销售收入（百万元）	360	500	662	172	225	287
变动幅度				-52.1%	-55.0%	-56.7%
毛利率	31.4%	33.8%	36.9%	29.7%	31.9%	34.1%
变动幅度				-1.6%	-1.9%	-2.9%
<b>其他类</b>						
销售收入（百万元）	83	104	130	66	66	66
变动幅度				-20.0%	-36.0%	-48.8%
毛利率	31.7%	31.7%	31.7%	31.7%	31.7%	31.7%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
<b>整体收入（百万元）</b>						
销售收入	925	1,170	1,438	502	627	820
变动幅度				-45.8%	-46.4%	-43.0%
综合毛利率	28.5%	30.2%	31.9%	26.5%	27.4%	27.9%
变动幅度				-2.0%	-2.8%	-4.0%
<b>费用率</b>						
管理费用率	5.6%	4.7%	4.0%	6.6%	5.5%	4.7%
变动幅度				1.0%	0.7%	0.6%
研发费用率	5.1%	5.1%	5.1%	6.3%	6.1%	5.9%
变动幅度				1.2%	1.0%	0.8%

数据来源：东方证券研究所预测

图 2：主要财务数据变动分析表

	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	925	1,170	1,438	502	627	820
变动幅度				-45.8%	-46.4%	-43.0%
营业利润(百万元)	144	205	285	60	82	117
变动幅度				-58.2%	-60.0%	-59.0%
归母净利润(百万元)	127	181	253	53	72	103
变动幅度				-58.5%	-60.2%	-59.1%
每股收益(元)	1.44	2.05	2.86	0.60	0.82	1.17
变动幅度				-58.5%	-60.2%	-59.1%
毛利率	28.5%	30.2%	31.9%	26.5%	27.4%	27.9%
变动幅度				-2.0%	-2.8%	-4.0%
净利率	13.8%	15.5%	17.6%	10.5%	11.5%	12.6%
变动幅度				-3.2%	-4.0%	-5.0%

数据来源：东方证券研究所预测

图 3：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
		2023/4/17								
英维克	002837	41.13	0.47	0.64	0.86	1.17	87.18	63.78	47.65	35.23
鼎龙股份	300054	27.20	0.23	0.41	0.56	0.76	120.73	66.10	48.36	35.75
晶瑞电材	300655	24.55	0.34	0.27	0.39	0.54	71.47	90.06	62.63	45.72
上海新阳	300236	41.26	0.33	0.47	0.85	1.36	124.20	87.36	48.61	30.35
仕佳光子	688313	15.98	0.11	0.14	0.24	0.33	146.20	110.36	65.76	48.88
	最大值						146.20	110.36	65.76	48.88
	最小值						71.47	63.78	47.65	30.35
	平均数						109.96	83.53	54.60	39.19
	调整后平均						110.70	81.17	53.20	38.90

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 风险提示

需求复苏不及预期、高端产品拓展不及预期、海外业务不及预期、汇率波动风险、热电整机产品大客户占比过高风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	100	340	277	135	123	营业收入	624	697	502	627	820
应收票据、账款及款项融资	136	152	97	121	158	营业成本	447	510	369	455	591
预付账款	3	3	3	3	4	营业税金及附加	5	4	3	4	5
存货	124	184	100	123	160	销售费用	26	19	16	19	24
其他	9	78	76	77	78	管理费用及研发费用	56	76	65	73	87
<b>流动资产合计</b>	<b>372</b>	<b>757</b>	<b>552</b>	<b>459</b>	<b>523</b>	财务费用	8	(2)	(3)	(2)	(1)
长期股权投资	9	9	9	9	9	资产、信用减值损失	4	3	(1)	0	0
固定资产	100	102	188	311	394	公允价值变动收益	1	1	(3)	(3)	(3)
在建工程	0	2	101	150	125	投资净收益	1	8	5	2	2
无形资产	8	10	8	7	6	其他	6	5	5	5	5
其他	9	16	16	16	16	<b>营业利润</b>	<b>86</b>	<b>100</b>	<b>60</b>	<b>82</b>	<b>117</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>127</b>	<b>139</b>	<b>322</b>	<b>493</b>	<b>550</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>498</b>	<b>896</b>	<b>874</b>	<b>952</b>	<b>1,073</b>	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	0	5	5	5	11	<b>利润总额</b>	<b>86</b>	<b>100</b>	<b>59</b>	<b>81</b>	<b>116</b>
应付票据及应付账款	103	121	74	91	118	所得税	11	10	6	8	12
其他	45	52	60	66	76	<b>净利润</b>	<b>75</b>	<b>90</b>	<b>53</b>	<b>73</b>	<b>105</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>148</b>	<b>178</b>	<b>139</b>	<b>163</b>	<b>206</b>	少数股东损益	1	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>74</b>	<b>88</b>	<b>53</b>	<b>72</b>	<b>103</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.84	1.00	0.60	0.82	1.17
其他	0	1	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>						
<b>负债合计</b>	<b>148</b>	<b>179</b>	<b>139</b>	<b>163</b>	<b>206</b>						
少数股东权益	2	3	4	5	6	<b>主要财务比率</b>					
实收资本(或股本)	66	88	88	88	88		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	111	397	397	397	397	<b>成长能力</b>					
留存收益	171	229	247	299	376	营业收入	-0.3%	11.6%	-28.0%	25.1%	30.7%
其他	0	0	0	0	0	营业利润	5.3%	16.5%	-40.2%	36.4%	42.9%
<b>股东权益合计</b>	<b>351</b>	<b>717</b>	<b>735</b>	<b>789</b>	<b>867</b>	归属于母公司净利润	3.1%	18.9%	-40.2%	36.4%	43.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>498</b>	<b>896</b>	<b>874</b>	<b>952</b>	<b>1,073</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率	28.4%	26.7%	26.5%	27.4%	27.9%
						净利率	11.9%	12.7%	10.5%	11.5%	12.6%
						ROE	22.7%	16.6%	7.3%	9.5%	12.6%
						ROIC	25.3%	16.5%	7.0%	9.4%	12.5%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	29.6%	19.9%	15.9%	17.1%	19.2%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.52	4.25	3.98	2.82	2.54
						速动比率	1.68	3.21	3.25	2.05	1.76
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	5.9	5.3	4.3	6.2	6.3
						存货周转率	3.7	3.3	2.6	4.0	4.1
						总资产周转率	1.3	1.0	0.6	0.7	0.8
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.84	1.00	0.60	0.82	1.17
						每股经营现金流	0.99	0.63	1.89	0.87	1.23
						每股净资产	3.96	8.09	8.29	8.89	9.76
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	48.9	41.1	68.7	50.4	35.2
						市净率	10.4	5.1	5.0	4.6	4.2
						EV/EBITDA	29.3	27.7	44.6	30.1	20.7
						EV/EBIT	34.8	33.5	57.5	41.1	28.3

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。