



买入（首次）

所属行业：电子
当前价格(元)：19.13

证券分析师

陈海进

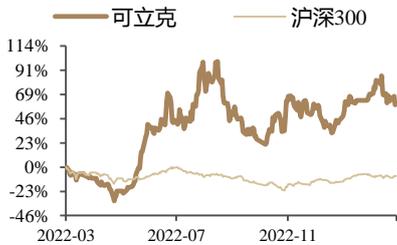
资格编号：S0120521120001
邮箱：chenhj3@tebon.com.cn

陈蓉芳

资格编号：S0120522060001
邮箱：chenrf@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.38	20.04	14.13
相对涨幅(%)	5.70	18.01	8.00

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

可立克 (002782.SZ)：光伏/充电桩/新能源车多景气叠加，收购海光享行业红利

投资要点

●**深耕行业二十年，国内磁性元件、电源技术解决方案供应商。**公司成立于1995年，主营业务为磁性元件与开关电源。近年来随着新能源行业的快速发展，公司进入发展快车道。目前，公司在光伏、储能、新能源汽车、充电桩等景气赛道布局完善，同时2022年控股磁性元件老牌强企海光电子。公司在2021年与2022年前三季度分别实现营收16.49亿、19.81亿，同比增长28.83%、68.82%。我们认为，随着下游新能源行业应用放量，公司通过整合海光电子客户资源，磁性元件业务布局将不断深化，协同效应明显共享行业红利。

●**新能源行业爆发，公司磁性元件业务将由此获益。**

(1) **光储方面**，光伏逆变器与储能变流器是磁性器件的重要应用领域之一，我们预计到2025年中国光伏储能侧磁性元件市场空间在42亿元左右。公司在光储领域的主要客户包括SolarEdge、阳光电源、古瑞瓦特等国内外知名光伏逆变器企业，已经形成光伏用升压电感、逆变电感、共模电感等系列产品矩阵，并通过收购海光电子进入华为供应链。

(2) **新能源汽车方面**，磁性元件能广泛应用于新能源汽车OBC、DC-DC、电驱电控系统、逆变器等系统中。我们预计到2025年中国新能源汽车侧磁性元件市场空间在187亿元。目前公司已通过IATF16949汽车质量管理体系认证并于2018年成为大众MEB平台主力供应商，此外公司也通过入股中车电动在轨道交通、智能装备等磁性元件高端应用领域实现业务拓展。

(3) **充电桩方面**，“建桩换桩潮”将为磁性元件市场带来强劲发展动力，我们预计到2025年中国充电桩侧磁性元件市场空间在33亿元以上。目前公司已打造15KW-350KW全功率充电桩用磁性元件设计平台，掌握了高功率磁集成变压器技术、50KV高压高频变压器技术、大电流水冷电感器技术等关键技术，并与行业TOP企业英飞源、优优绿能等达成合作关系。

●**收购海光电子，实现强强联合。**公司于2022年7月底实现对海光电子的控制，未来有望在多方面与海光电子产生协同效应：**1) 客户方面**，海光电子与下游众多行业头部企业具有合作关系，通过本次收购能帮助可立克加速布局国内市场；**2) 采购方面**，可立克与海光电子在诸如漆包线、磁芯等磁性元件原材料上具有一致性，通过本次收购能提高公司对上游供应商的议价能力；**3) 研发方面**，通过本次收购能够增强公司在新能源领域的优势并能在通讯业务上实现进一步延伸。

●**投资建议：**我们预计公司2022-2024年归母净利润为1.5/3.9/5.8亿元，对应PE 64.5/24.0/16.1倍。考虑到下游新能源行业快速发展打开磁性元件市场空间，同时公司通过并购海光电子有望成为国内磁性元件龙头企业，首次覆盖给予“买入”评级。

●**风险提示：**原材料价格波动风险；宏观经济复苏未达预期风险；下游新能源行业发展不及预期风险



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	490.37		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	474.16	营业收入(百万元)	1,280	1,649	3,137	5,879	7,834
52 周内股价区间(元):	8.21-24.01	(+/-)YOY(%)	15.4%	28.8%	90.2%	87.4%	33.3%
总市值(百万元):	9,900.56	净利润(百万元)	206	26	145	392	582
总资产(百万元):	3,278.06	(+/-)YOY(%)	824.4%	-87.3%	453.4%	169.4%	48.7%
每股净资产(元):	3.13	全面摊薄 EPS(元)	0.42	0.05	0.30	0.80	1.19
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	23.3%	19.0%	15.5%	17.2%	18.6%
		净资产收益率(%)	14.1%	1.8%	9.1%	17.8%	20.8%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 可立克：国内磁性元件、电源技术解决方案供应商.....	6
1.1. 深耕行业二十载，国内磁性元件老牌厂商.....	6
1.2. 公司股权集中，收购海光提升实力.....	7
1.3. 新能源需求旺盛，公司业绩持续增长.....	8
1.4. 募投项目脉络清晰，公司综合实力有望提升.....	9
2. 磁性元件：新能源行业带来广阔空间.....	10
2.1. 全球能源结构调整，光伏储能迎来发展黄金期.....	11
2.2. 新能源汽车渗透率不断提升，高压架构引领价值提升.....	13
2.3. 建桩换桩潮势头强劲，大功率&模块化成主流趋势.....	15
3. 收购海光电子：珠联璧合、携手并进.....	17
4. 开关电源：行业增速稳定，公司研发体系完备.....	19
5. 盈利预测与投资建议.....	22
5.1. 盈利预测.....	22
5.2. 投资建议.....	23
6. 风险提示.....	23

图表目录

图 1 : 公司业务发展与部分重大事宜一览.....	6
图 2 : 公司各业务的营业收入 (亿元)	7
图 3 : 公司国内外营收占比 (%)	7
图 4 : 公司股权架构图 (截止至 2023/2/22)	7
图 5 : 公司投资子公司结构图	7
图 6 : 公司营业收入情况	8
图 7 : 公司归母净利润情况	8
图 8 : 公司毛利率情况	8
图 9 : 可比公司间毛利率情况	8
图 10 : 公司费用率情况.....	9
图 11 : 公司研发费用情况	9
图 12 : 全球电子变压器市场竞争情况 (2020)	10
图 13 : 全球电感市场竞争情况 (2021)	10
图 14 : 磁性元件下游关系图.....	11
图 15 : 全球光伏新增装机量及增长率.....	11
图 16 : 中国光伏新增装机量预测	11
图 17 : 全球储能装机累计预测	12
图 18 : 全球新增储能装机量及预测	12
图 19 : 2021 年光伏逆变器市占率情况	13
图 20 : 新能源汽车中磁性元件的应用	13
图 21 : 部分车企高电压车型推出情况.....	14
图 22 : 全球新能源车销量及预测	14
图 23 : 中国新能源汽车销量及预测.....	14
图 24 : 充电桩中磁性元件的应用	16
图 25 : 全球新增公共充电桩数量预测.....	16
图 26 : 全球公共直流充电桩模块磁性元器件需求量预测.....	16
图 27 : 公司部分充电桩客户.....	17
图 28 : 海光电子发展历程	17
图 29 : 海光电子营业收入情况	18
图 30 : 海光电子净利润情况	18
图 31 : 海光电子股权图 (截止至 2023/2/22)	18
图 32 : 可立克与海光电子客户间的协同效应.....	19

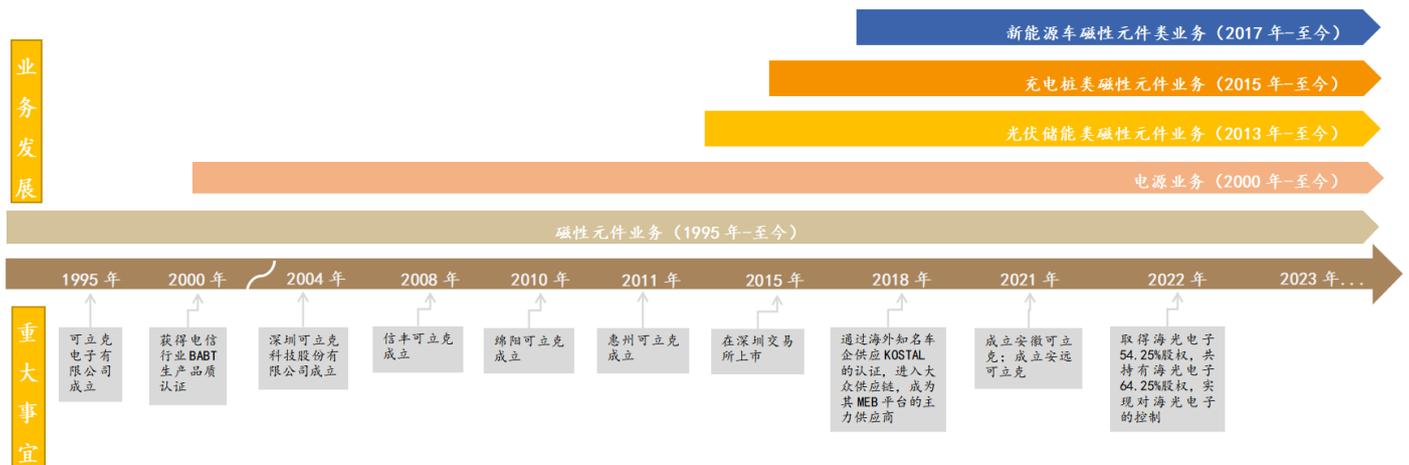
图 33 : 中国电源与开关电源行业市场规模预测	20
图 34 : 2020 年中国电源产品市场结构分布	20
图 35 : 2020 年中国开关电源下游应用领域占比	20
图 36 : 2020 年全球开关电源市场竞争格局 (按收入口径)	20
表 1 : 磁性元件分类	10
表 2 : 中国汽车侧磁性元件市场空间测算	14
表 3 : 部分基于 MEB 平台的车型	15
表 4 : 中国充电桩侧磁性元件市场空间测算	16
表 5 : 海光电子磁性元件产品一览	18
表 6 : 电源分类、原理、功能特点一览	19
表 7 : 可立克在开关电源上的研发能力	21
表 8 : 公司开关电源研发项目	21
表 9 : 可立克营收拆分及费用率假设 (百万元)	22
表 10 : 可比公司估值情况	23

1. 可立克：国内磁性元件、电源技术解决方案供应商

1.1. 深耕行业二十载，国内磁性元件老牌厂商

深耕行业二十年，国内磁性元件、电源技术解决方案供应商。可立克成立于1995年，最初主要从事电子变压器的开发、生产和销售，2000年公司正式切入电源行业，从此实现磁性元件与开关电源双轮驱动发展。近年来随着新能源行业的兴起，公司牢牢抓住发展机遇拓宽业务领域：公司于2013年切入光伏储能类磁性元件业务，2015年切入充电桩类磁性元件业务，2018年切入大众新能源车MEB平台。后续随着对海光电子的收购完毕，可立克有望在整合两家客户资源的基础上，进一步提升竞争力。

图1：公司业务发展与部分重大事宜一览



资料来源：公司公告、公司官网，德邦研究所

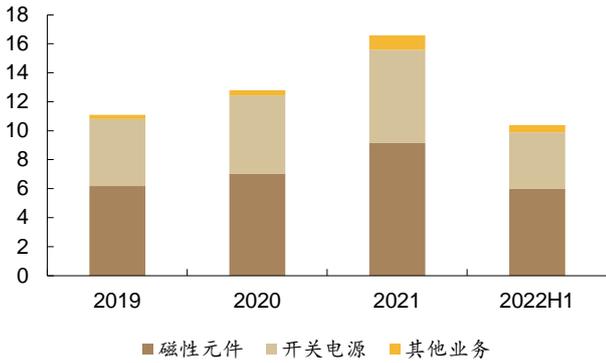
公司主要业务为磁性元件与开关电源两大板块。根据可立克2022年半年报中披露的数据，2022年上半年磁性元件业务与开关电源业务分别实现收入6.01亿元与3.88亿元，对应占比57.9%与37.4%。展望未来两年，随着下游光伏、储能等新能源产业的蓬勃发展以及后疫情时代工业与泛消费类的复苏，我们预计公司面向新能源领域的磁性元件产品以及开关电源类产品将继续快速放量，推动公司规模体量和行业地位迈上新的台阶。

磁性元件：公司磁性元件产品包括电源变压器、开关电源变压器与电感三大类，其中电源变压器、开关电源变压器等电子变压器为公司主导产品，公司电感类产品包括光伏逆变电感、PFC电感、谐振电感等多种产品。

开关电源：公司开关电源产品包括电源适配器、动力电池充电器和定制电源三大类，具体产品涉及电源适配器、动力电池充电器、网络通信电源等多个系列。

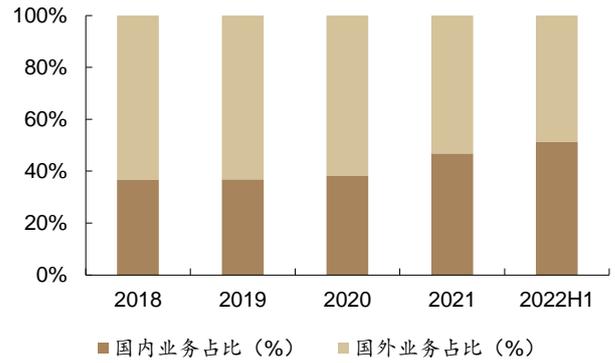
公司国外业务占比高，近年来国内业务发展迅速。公司2018-2021年国内业务占比分别为36.7%、36.9%、38.3%与46.8%，2022年上半年国内业务占比为51.4%。

图 2: 公司各业务的营业收入 (亿元)



资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

图 3: 公司国内外营收占比 (%)



资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

1.2. 公司股权集中, 收购海光提升实力

公司股权架构稳定。截止 2023 年 3 月 4 日, 公司前两大股东分别为赣州盛妍投资有限公司 (盛妍科技) 与可立克科技有限公司 (可立克科技)。分别占有公司 30.9% 与 29.09% 的股份。公司实控人肖铿持有盛妍科技 90% 的股份, 同时可立克科技为公司实控人肖铿的一致行动人。股权结构集中有利于公司经营决策与战略方向的执行。

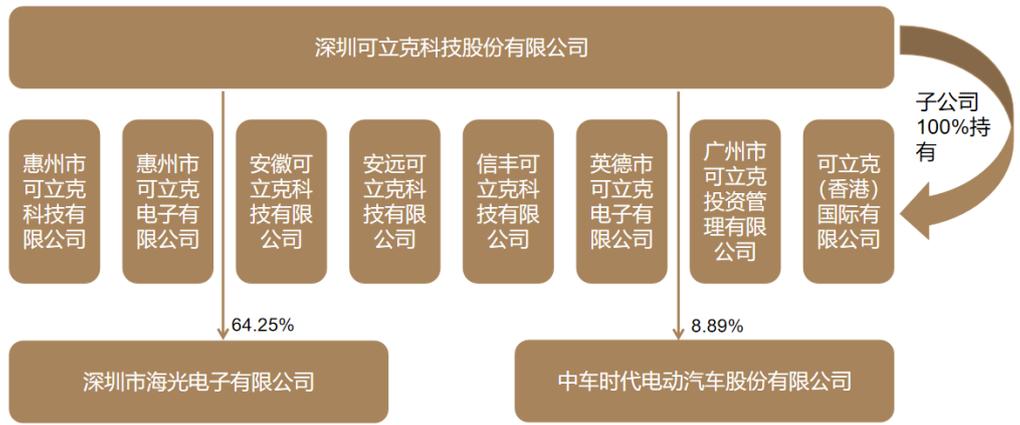
图 4: 公司股权架构图 (截止至 2023/3/4)



资料来源: Wind, 德邦研究所

公司入股海光、中车电动增强竞争力。除了 100% 控股子公司外, 公司通过收购海光 64.25% 的股份进一步巩固磁性元件领域的市场竞争力, **在客户方面**, 海光电子与下游众多行业头部企业具有合作关系, 通过本次收购能帮助可立克加速布局国内市场; **在采购方面**, 可立克与海光电子在诸如漆包线、磁芯等磁性元件原材料上具有一致性, 通过本次收购能提高公司对上游供应商的议价能力; **在研发方面**, 通过本次收购能够增强公司在新能源领域的优势并能在通信业务上实现进一步延伸。此外公司通过收购中车电动 8.89% 的股份增强主营业务发展能力, 并在轨道交通、智能装备等磁性元件高端应用领域实现进一步拓展。

图 5: 公司投资子公司结构图

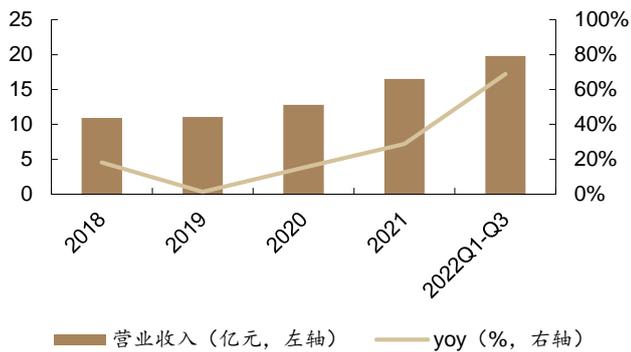


资料来源: Wind, 德邦研究所

1.3. 新能源需求旺盛, 公司业绩持续增长

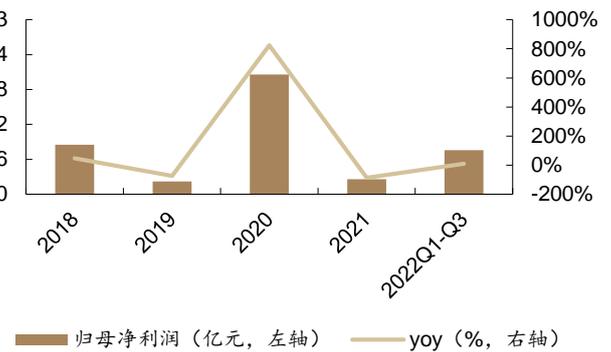
业务布局不断深入, 业绩表现未来可期。营业收入方面, 2017-2021 年间公司在营收上均实现了正增长, 2022 年前三季度公司在海光并表的基础上实现营业收入约 19.81 亿, 同比增长约 68.8%。归母净利润方面, 2021 年受上游原材料价格拖累影响公司归母净利润明显下滑, 2022 年则有所缓解, 前三季度实现归母净利润约 0.7 亿元, 同比增长 7%, 全年约实现 1-1.3 亿元。整体而言, 未来随着公司在下游新能源领域的进一步发展, 公司业绩有望保持增长。

图 6: 公司营业收入情况



资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

图 7: 公司归母净利润情况



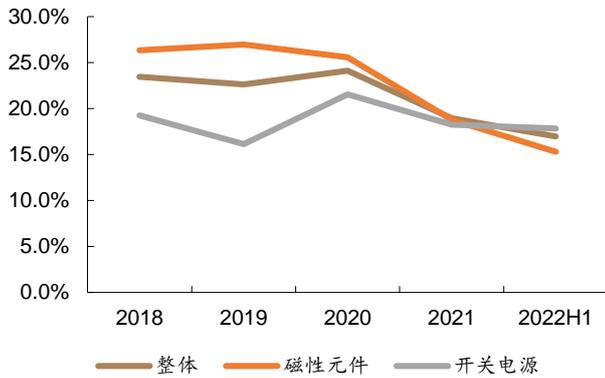
资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

注: 2020 年公司归母净利润大幅增长系交易性金融资产投资收益及公允价值增加; 2021 年公司归母净利润大幅下降系公司确认股权激励费用

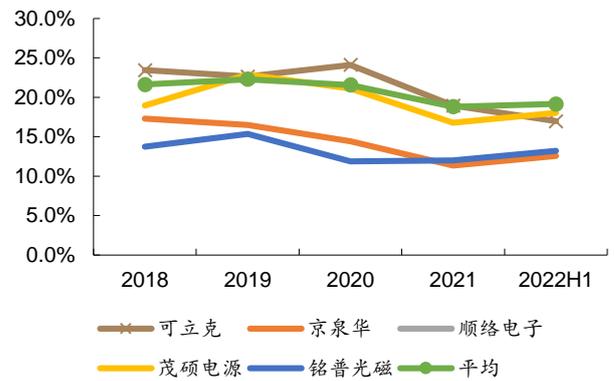
毛利率短期承压, 预计未来将得到改善。与可比公司对照而言, 公司在 2018 年-2020 年整体毛利率都保持在平均水平以上。2021 年毛利率有所下降的原因因为上游大宗商品原材料价格上涨以及客户涨价传导滞后, 2022 年海光电子并入报表后整体毛利率有所拖累。未来随着公司在新能源业务上规模效应的逐步显现以及大宗商品材料价格的回落, 预计未来公司毛利率将有所反弹。

图 8: 公司毛利率情况

图 9: 可比公司间毛利率情况



资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

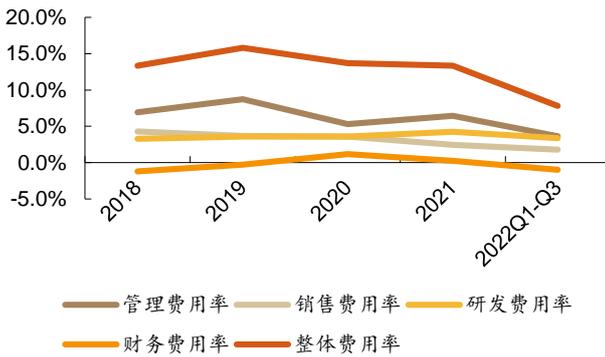


资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

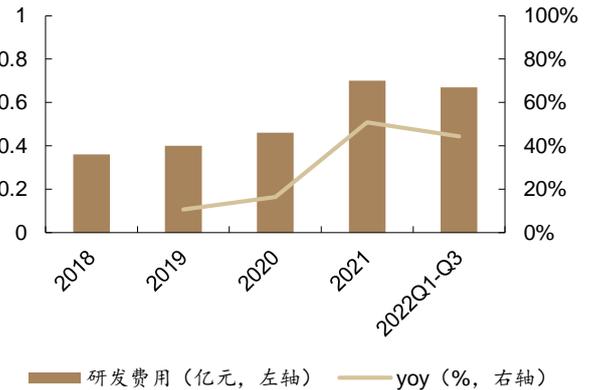
公司费用率逐步下行, 研发费用逐年上升。公司 2018-2021 年整体费用率为 13.3%、15.8%、13.7%与 13.3%, 2022 年前三季度为 7.8%, 整体呈下降态势, 一方面体现公司费用管控效果良好, 另一方面也表现出市场景气度高, 公司收入规模上量快。研发费用方面, 公司重视研发投入, 研发费用呈现逐年递增态势。在磁性元件领域, 公司凭借自身设计与研发优势能够快速为客户提供一站式解决方案, 帮助客户缩短研发周期; 在开关电源领域, 公司配置了较为完备的研发与测试设备, 能够提高产品研发验证效率。

图 10: 公司费用率情况

图 11: 公司研发费用情况



资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所



资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

1.4. 募投项目脉络清晰, 公司综合实力有望提升

公司通过募投项目提升公司竞争力。磁性元件方面, 新能源车、光伏、储能、充电桩等下游新能源市场快速发展, 为磁性元件带来广阔市场空间。公司通过募投项目一方面增强自身研发能力以便更好应对下游新能源技术的快速发展, 另一方面扩充产能以便更好满足快速增长的市场需求。开关电源方面, 公司通过募投项目进一步提高生产自动化水平, 进而实现降本增效, 推动公司竞争力的提升。

表 1: 公司 2022 年募投项目

2022 年募投项目			
项目	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	项目简介
安徽光伏储能磁性元件智能制造项目	24137.05	20633.5	新建厂房及配套设施, 建设光伏储能用磁性元件智能制造产线。项目建成后将提升公司光伏储能用磁性元件生产能力, 提升区域客户响应速度。
惠州充电桩磁性元件智能制造项目	15306.04	1910	利用公司自有厂房装修改建并购置自动化机器设备, 新建充电桩用磁性元件智能制造产线。项目实施后, 将提升公司充电桩用磁

资料来源：公司公告，德邦研究所

2. 磁性元件：新能源行业带来广阔空间

磁性元件是保障电器电子设备安全稳定工作的重要基础元器件。磁性元件是指以法拉第电磁感应定律为原理，由磁芯、导线、基座等组件构成，实现电能和磁能相互转换的电子元器件，是属于电子元器件行业领域的重要分支。按用途磁性元件主要可分为电子变压器与电感，电子变压器是指利用电磁感应原理实现电能变换或把电能从一个电路传递到另一个电路的静止电磁装置，将输入的高电压转化为低电压，而电感器是一种利用电磁感应原理的储能元件，主要起筛选信号、过滤噪声、稳定电流及抑制电磁波干扰等功能。

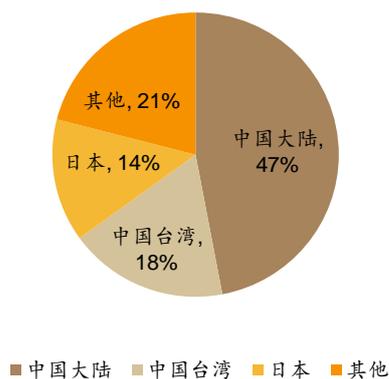
表 1：磁性元件分类

	用途	分类
电子变压器	利用电磁感应原理实现电能变换或把电能从一个电路传递到另一个电路的静止电磁装置。	电源变压器、开关电源变压器、音频变压器、脉冲变压器、其他功能变压器
电感器	把电能转化为磁能而存储起来的元件，主要功能是筛选信号、过滤噪声、稳定电流及抑制电磁波干扰等，一般由骨架、绕组、屏蔽罩、封装材料、磁芯或铁芯等组成	小型电感器、电感滤波器、扼流圈、发射或接收线圈、空心线圈等。

资料来源：京泉华招股说明书，德邦研究所

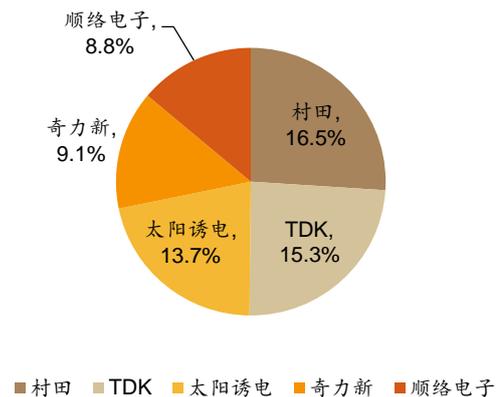
全球电子产业飞速迭代引领磁性元件行业发展。电子变压器方面，磁性元件全球电子变压器制造商主要集中在中国大陆、中国台湾与日本，主要企业包括 TDK、台达、可立克、京泉华等。国内市场方面，根据中研普华的数据，2020 年我国电子变压器供给规模达 812.3 亿元，预计到 2025 年将达到 1124.3 亿元，年均复合增长率约为 6.7%。电感方面，据中国电子元件行业协会预计，2021 年全球电感市场规模约为 53 亿美元，到 2026 年全球市场规模将达到 76 亿美元左右。

图 12：全球电子变压器市场竞争情况（2020）



资料来源：中国电子元件行业协会，德邦研究所

图 13：全球电感市场竞争情况（2021）



资料来源：研精智库，德邦研究所

磁性元器件主要应用于电源和电子设备，下游应用场景包括通信、能源、医疗、汽车等。近年来，随着包括光伏发电、新能源等在内的下游领域市场需求的快速增长，带动电子变压器、电感等磁性元器件产品需求大幅增长。此外，随着各行各业对自动化、智能化要求的不断提高，磁性元件的使用量也保持增长态势。

图 14: 磁性元件下游关系图

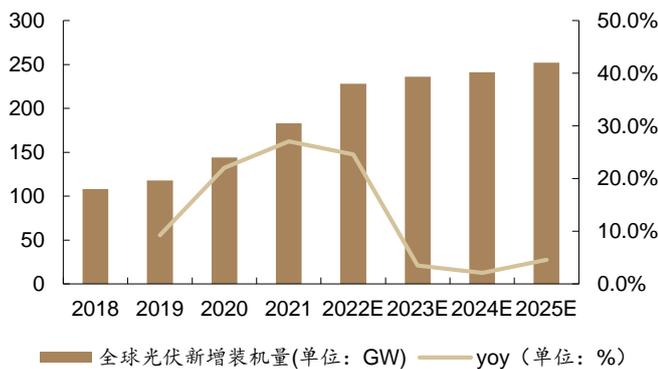


资料来源：格利尔招股书，德邦研究所

2.1. 全球能源结构调整，光伏储能迎来发展黄金期

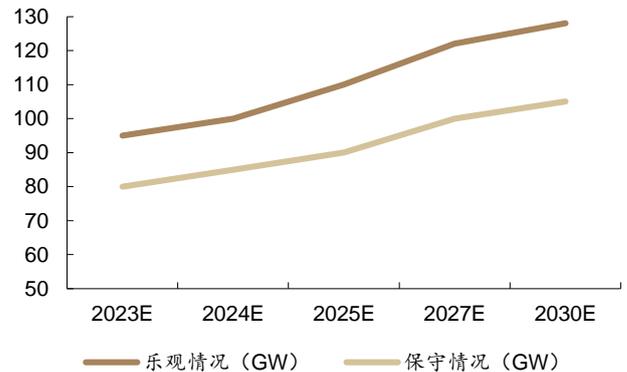
能源危机叠加碳中和期限渐进，光伏装机量需求激增。根据 BNEF 彭博新能源财经公布的数据，受到光伏发电成本近年来大幅下降的影响，全球光伏新增装机量快速增长，2022 年全球新增光伏装机量有望达到 228GW。此外，受到俄乌冲突影响下能源价格大涨、碳中和期限渐进等外在因素影响，预计各国将进一步扩大对可再生能源的需求，全球光伏新增装机量在 2025 年有望达到 252GW。作为全球最大的光伏装机市场，我国光伏装机数量增长迅速。2015 年我国光伏产业在低迷能源市场中逆市上扬，新增装机量达到 15GW，并超越德国成为全球光伏累积装机量最高的国家，2022 年我国光伏新增装机量在 87.4GW 左右。根据中国光伏行业协会助理秘书长预测，预计 2023-2025 年我国年均新增光伏装机有望达到 83-99GW 左右。

图 15: 全球光伏新增装机量及增长率



资料来源：BNEF, OFweek, 德邦研究所

图 16: 中国光伏新增装机量预测

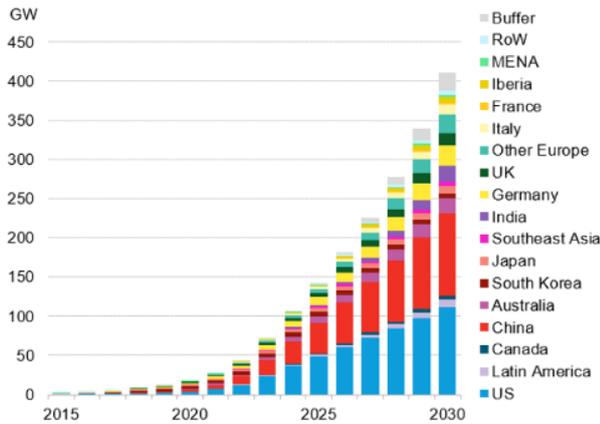


资料来源：中国光伏行业协会，德邦研究所

随着新能源发电渗透率的逐步提升，储能需求也相应快速增长。根据彭博新能源预测，2030 年全球储能累计装机量有望达到 411GW，是 2021 年全球储能累计装机量的 15 倍。在政策方面，各国对于储能装机支持力度不减。美国方面于 2021 年颁布了 1.75 万亿美元的刺激法案 (Build Back Better Act)，根据该法案，储能将获得单独的 ITC 退税，并于 2022 年通过了通胀削减法案 (Inflation Reduction Act)，将投入 3690 亿美元投资于气候变化与新能源项目，有望在 2022-2030 年新增 30GW 的储能新装机量；欧盟于 2022 年提出 REPowerEU 计划用以摆脱对于其他国家能源的依赖，根据欧洲储能协会的预测到 2030 年欧洲需要部署总装机容量为 187GW 储能系统；中国自 2005 年首次将储能发展写入法案开始，到如今十四五发展阶段，推出许多政策推进本国储能行业发展。根据

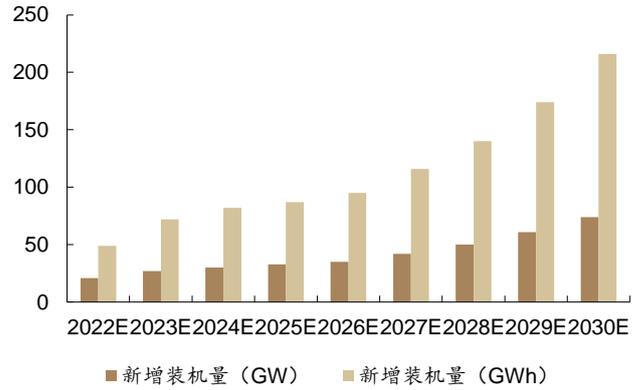
WoodMac 的预测，至 2031 年，中国储能市场新增装机累计量将达到 165GW/435GWh。

图 17：全球储能装机累计预测



资料来源：彭博新能源财经公众号，德邦研究所

图 18：全球新增储能装机量及预测



资料来源：伍德麦肯兹 WoodMac 公众号，德邦研究所

光伏储能装机量提升有望带动磁性元件需求。磁性元件是光伏逆变器与储能变流器的重要元件之一，根据固德威招股书中披露的数据，磁性元件占光伏逆变器与储能变流器价值量的比重约为 15.6%。价格方面，根据华经产业研究院的数据，光伏逆变器价格近年来呈现下降趋势，组串式逆变器价格要高于集中式逆变器。储能逆变器的价格则远远高于光伏逆变器，根据阳光电源的数据，2021 年储能逆变器平均价格近 1.26 元/W。通过测算，我们估计 2025 年中国光伏储能侧磁性元件市场空间在 42 亿元左右。

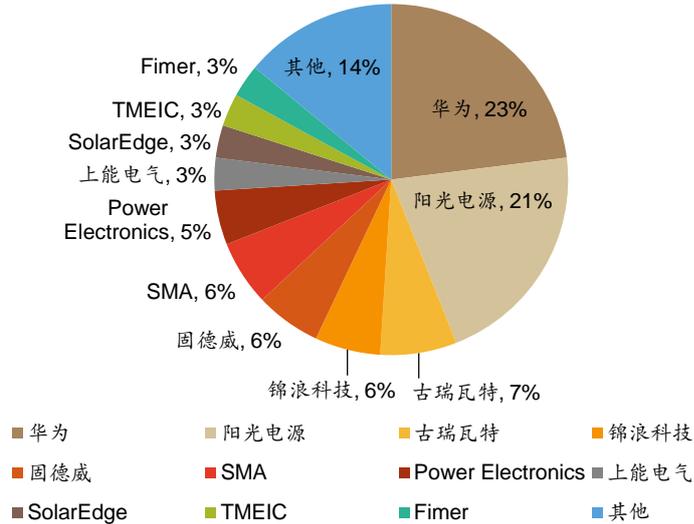
表 2：中国光伏储能侧磁性元件市场空间测算

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
中国光伏侧磁性元件市场规模					
中国新增光伏装机量 (GW)	54.9	87.4	87.5	92.5	100.0
光伏逆变器替换需求 (GW)	3.0	4.5	12.9	10.6	15.1
光伏逆变器总需求 (GW)	57.9	91.9	100.4	103.1	115.1
集中式逆变器占比 (%)	29%	32%	32%	32%	32%
组串式逆变器占比 (%)	67%	64%	64%	65%	66%
集中式逆变器需求 (GW)	16.8	29.4	32.1	33.0	36.8
组串式逆变器需求 (GW)	38.8	58.8	64.3	67.0	76.0
集中式逆变器价格 (元/W)	0.12	0.12	0.11	0.11	0.1
组串式逆变器价格 (元/W)	0.24	0.23	0.22	0.21	0.2
磁性元件占比 (%)	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%
集中式逆变器中磁性元件价格 (元/W)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
组串式逆变器中磁性元件价格 (元/W)	0.04	0.04	0.03	0.03	0.03
中国光伏侧磁性元件市场规模 (亿元)	17.8	26.3	27.1	27.0	29.0
中国储能侧磁性元件市场规模					
电化学储能装机量 (GW)	2.9	4.7	6.1	7.3	8.2
储能变流器价格 (元/W)	1.26	1.20	1.14	1.08	1.03
磁性元件占比 (%)	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
磁性元件价格 (元/W)	0.20	0.19	0.18	0.17	0.16
中国储能侧磁性元件市场规模 (亿元)	5.7	8.7	10.8	12.3	13.2
中国光伏储能侧磁性元件市场规模 (亿元)					
合计	23.5	35	37.9	39.3	42.2

资料来源：中国光伏行业协会公众号、前瞻产业研究院、北极星太阳能光伏网、国家能源局官网、固德威 2022 年度向特定对象发行股票证券募集说明书、华经产业研究院、BNEF、上能电气 2021 年年报、索比储能网、CNESA、阳光电源 2021 年年报、北极星储能网、华经情报网、固德威招股书，德邦研究所测算
注：光伏逆变器与储能变流器单价以及磁性元件占比数据使用行业较有代表性的公司数据进行测算，可能与行业均值存在一定区别

下游光储客户配置豪华，收购海光电子进入华为供应链。截止 2022 年 6 月 30 日，可立克光伏储能类主要客户包括 SolarEdge、阳光电源、古瑞瓦特、锦浪科技、上能电气、固德威、禾望电气等国内外知名光伏逆变器企业，同时通过收购海光电子进入华为供应链。此外，截止 2022 年 6 月 30 日，可立克累计授权 40 余项磁性元件产品相关专利中有 20 项可用于光伏储能领域，并且已经形成光伏用升压电感、逆变电感、共模电感、差模电感、驱动变压器以及辅助变压器等系列产品矩阵。

图 19：2021 年光伏逆变器市占率情况

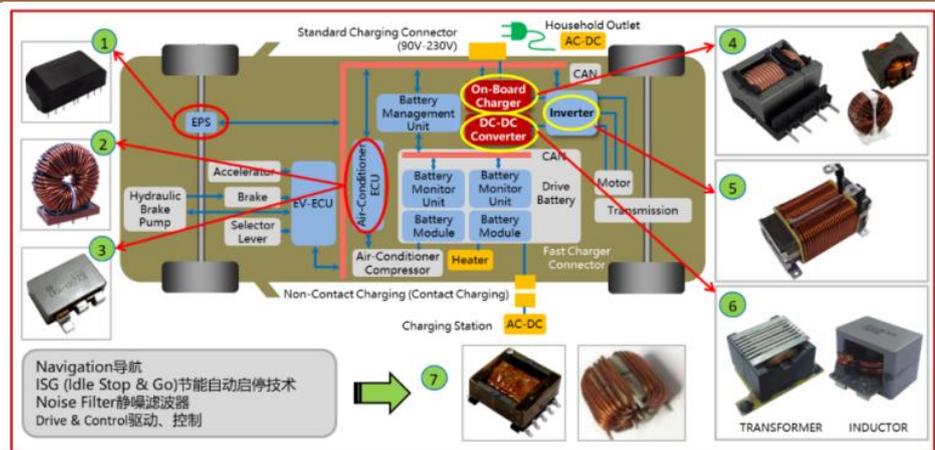


资料来源：Wood Mackenzie、固德威 2022 年度向特定对象发行股票证券募集说明书，德邦研究所

2.2. 新能源汽车渗透率不断提升，高压架构引领价值提升

磁性元件是新能源汽车的重要元器件。随着汽车智能化与电动化趋势不断发展，汽车电子应用领域不断从动力系统、娱乐系统向高级驾驶辅助系统和自动驾驶拓展，汽车电子成本占整车成本的比例也逐步提升。作为保障电子设备安全稳定工作的重要元器件，磁性元件能广泛应用于 OBC、DC-DC、电驱电控系统、逆变器系统中。以特斯拉为例，一辆特斯拉需要的磁性元件数量在 160-200 个之间，根据大比特产业研究室测算，2025 年全球新能源汽车市场磁性元件市场需求量将达到 30 亿颗。

图 20：新能源汽车中磁性元件的应用



资料来源：可立克 2020 年非公开发行 A 股股票预案，德邦研究所

中国新能源车销量 (万辆)	352.1	688.7	999.2	1333.5	1676.9
中国新能源车渗透率 (%)	13%	26%	35%	45%	55%
中国纯电动车销量 (万辆)	290.1	535.3	776.7	1036.5	1303.4
800V 渗透率 (%)	2.2%	2.4%	4%	6%	8%
800V 车销量 (万辆)	7.7	16.5	40.0	80.0	134.2
400V 车销量 (万辆)	282.4	518.8	736.7	956.5	1169.2
磁性元件单车价值量(800V, 元)	1500	1500	1500	1500	1500
磁性元件单车价值量(400V, 元)	1250	1250	1250	1250	1250
新能源车端磁性元件市场空间 (亿元)	36.5	67.3	98.1	131.6	166.3
燃油车销量 (万辆)	2275.4	1997.7	1855.7	1629.9	1372.0
磁性元件单车价值量 (元)	150	150	150	150	150
燃油车端磁性元件市场空间 (亿元)	34.1	30.0	27.8	24.4	20.6
汽车端磁性元件市场空间 (亿元)	70.6	97.3	125.9	156.0	186.9

资料来源：中国汽车工业协会、亿欧智库、汽车之家、保时捷官网、现代汽车集团公众号、车主指南网、CWIEME 上海展公众号、Wind，德邦研究所测算

汽车电子产品品质高，顺利进入众多车企供应链。汽车电子产品具有研发技术高，认证周期长等特点，对于供应商综合能力的要求极高。可立克已通过 IATF16949 汽车质量管理体系认证，并于 2022 年建成按 AEC-Q200 标准要求的汽车电子产品实验室，从而确保公司汽车电子领域产品的安全性和可靠性。客户方面，公司在新能源车领域直接或间接配套的客户有大众、奥迪、比亚迪、现代等，其中公司为大众 MEB 平台的主力供应商。自 2019 年底首款 MEB 车型 ID.3 首秀以来，基于 MEB 平台打造的 ID.车型在全球已交付超 50 万辆，根据大众“goTOzero”电气化战略规划以及 2020 年至 2024 年五年投资计划，到 2025 年大众预计在全球量产 33 款基于 MEB 平台的新能源车，到 2029 年大众预计年产 2000 万台基于 MEB 平台的新能源车。

表 3：部分基于 MEB 平台的车型

斯柯达 ENYAQ iV	2020 年发布
奥迪 Q5 e-tron	2021 年发布
Cupra Born	2021 年发布
大众 ID.3	2021 年上市
大众 ID.4 CROZZ	2021 年上市
大众 ID.4 X	2021 年上市
大众 ID.5	2021 年发布
大众 ID.6 CROZZ	2021 年上市
大众 ID.6 X	2021 年上市
斯柯达 ENYAQ COUPE iV	2022 年发布
奥迪 Q4 e-tron	2022 年上市
大众 ID.BUZZ	预计 2023 年上市

资料来源：斯柯达中国公众号、汽车之家、爱卡汽车、大众官网、太平洋汽车、太平洋汽车公众号、第一电动、新浪汽车，德邦研究所

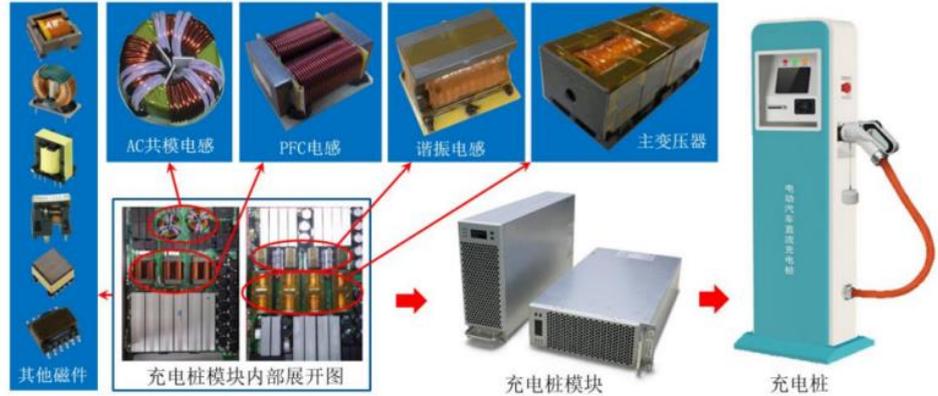
收购中车电动股权增加竞争力。中车电动主要从事电动客车及电控系统的研发、生产及销售，是国内领先的新能源商用车企业。可立克收购中车电动股权一方面是因为双方在新能源领域存在产品协同关系，公司已与中车电动签署《合作框架协议》，将在 OBC、DC-DC、逆变器等领域开展广泛合作。另一方面，公司希望通过此次合作能够挖掘在轨道交通、智能装备等磁性元件高端应用领域的市场潜力，目前公司已成功进入时代电气的供应链体系。

2.3. 建桩换桩潮势头强劲，大功率&模块化成主流趋势

磁性元件是充电桩的核心元器件之一，起到功率因数校正、电压变换、安全隔离、消除 EMI 重要作用。随着快充的普及，高压快充直流桩的铺开将带动

直流充电桩中磁性元件的价值量：一般为提升直流充电桩的充电功率，通常采用并联多个充电模块的方式来获得更高的充电功率。价值量方面，根据大比特产业研究室的数据，一个 30kW 的充电模块所需的磁性元件价值量在 600 元左右，则配套于 800V 平台下 480kW 快充桩的磁性元件价值量约为 9600 元左右。

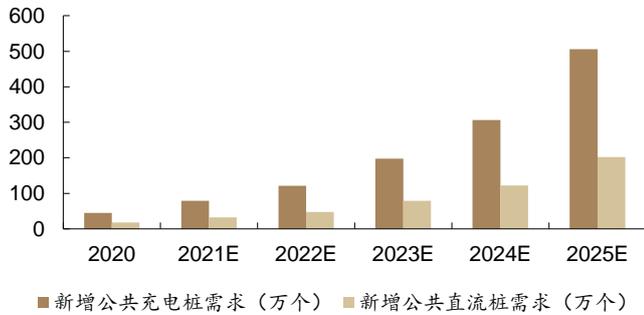
图 24：充电桩中磁性元件的应用



资料来源：可立克非公开发行股票募集资金使用可行性分析报告，德邦研究所

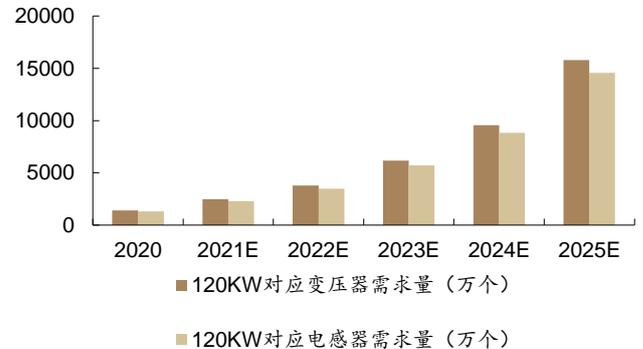
充电桩“建桩换桩潮”将为磁性元件市场带来强劲发展动力。根据大比特产业研究室预测，2021-2025 年间全球累计需要新增约 1,200 万个公共充电桩，其中公共直流充电桩新增约 480 万个。同时相较传统交流充电桩，一些车企在推出 800V 架构新车时也在布局 480kW 快充桩。此类充电桩对磁性元件的需求量更大，性能要求更高，大功率、模块化将成为充电桩磁性元件行业未来技术发展的大趋势。根据测算，我们预计 2025 年中国充电桩侧磁性元件的市场空间在 33 亿元以上。

图 25：全球新增公共充电桩数量预测



资料来源：大比特产业研究室、可立克 2020 年非公开发行 A 股股票预案，德邦研究所

图 26：全球公共直流充电桩模块磁性元器件需求量预测



资料来源：大比特产业研究室、可立克 2020 年非公开发行 A 股股票预案，德邦研究所

表 4：中国充电桩侧磁性元件市场空间测算

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
新能源车保有量 (万辆)	784	1310	2049.3	2978.2	4115.8
车桩比 (%)	300%	250%	230%	210%	190%
充电桩保有量 (万桩)	262	521	891	1418	2166
公共桩保有量占比 (%)	44%	35%	35%	35%	35%
公共桩保有量 (万桩)	115	180	307	489	747
公共直流桩保有量占比 (%)	41%	42%	42%	42%	42%
公共直流桩保有量 (万桩)	47	75	129	206	314
新增公共直流充电桩数量 (万台)	16.1	28.5	53.6	76.4	108.4
150kW 直流桩磁性元件	3000	3000	3000	3000	3000

价值量 (元)

充电桩侧磁性元件市场规模 (亿元)	5	9	16	23	33
-------------------	---	---	----	----	----

资料来源：亿欧智库、大比特产业研究室、Wind，德邦研究所测算

技术储备充足，客户资源丰富。在技术储备方面，公司已打造 15KW-350KW 全功率充电桩用磁性元件设计平台，掌握了高功率磁集成变压器技术、50KV 高压高频变压器技术、大电流水冷电感器技术等关键技术，截至 2022 年 6 月 30 日，公司累计授权 40 余项磁性元件产品相关专利，其中 10 余项应用于充电桩相关领域。客户方面，公司与英飞源、优优绿能等下游充电桩头部企业达成了合作关系，并通过“惠州充电桩磁性元件智能制造项目”扩充产能，预计公司将充分受益于充电桩磁性元件带来的巨大市场空间。

图 27：公司部分充电桩客户

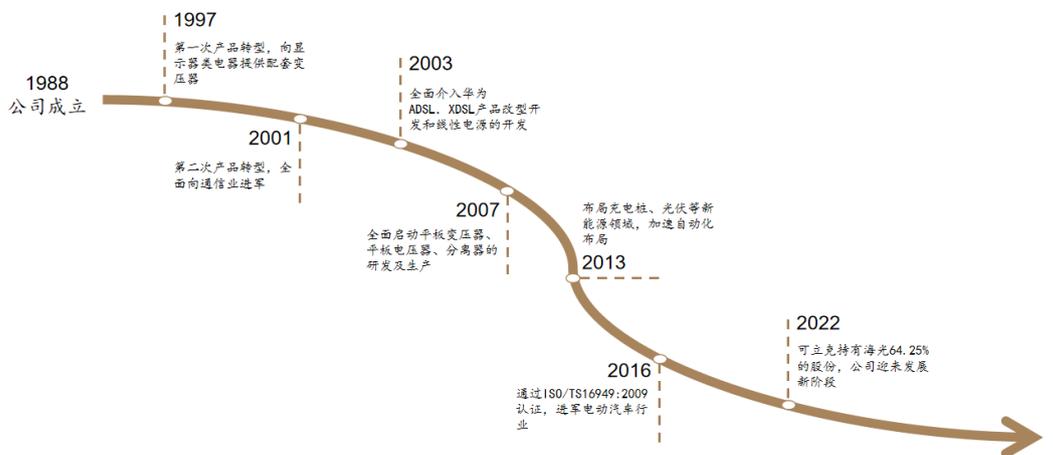


资料来源：公司公告，德邦研究所

3. 收购海光电子：珠联璧合、携手并进

国资背景底蕴悠长，老牌磁性元件公司。海光电子成立于 1988 年，由天津国资委旗下的天津光电集团有限公司、深圳国资委旗下深圳南油集团以及国资委旗下的中国通广电子公司共同成立。自成立以来，海光电子专注于研发、制造、销售包括各类变压器与电感在内的磁性元件，业务范围涉及通讯、汽车电子、光伏、充电桩等领域。

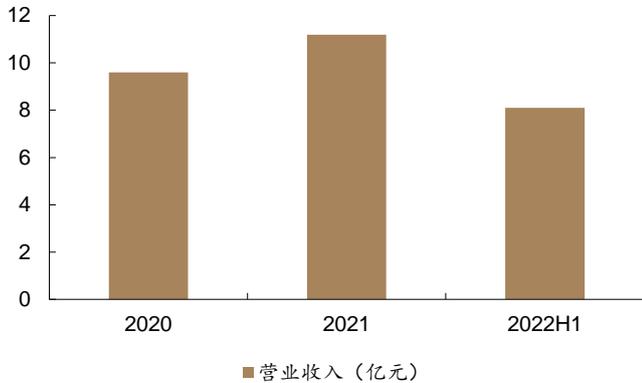
图 28：海光电子发展历程



资料来源：海光电子官网，可立克公告，德邦研究所

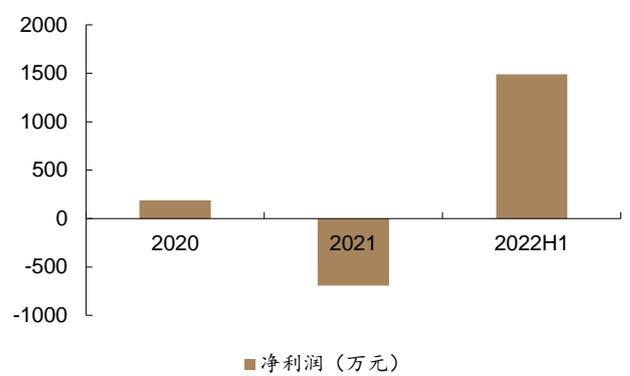
营业收入逐年递增，海光业绩未来可期。海光电子 2020 年与 2021 年营业收入分别为 9.6 亿元、11.2 亿元，2022 年上半年营业收入实现 8.1 亿元。净利润方面，大宗原材料价格快速猛涨叠加客户议价能力强导致价格传导机制不畅，海光于 2021 年发生亏损。随着上游大宗原材料价格的回落，海光于 2022 年上半年成功扭亏为盈，未来业绩有望持续向好。

图 29：海光电子营业收入情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 30：海光电子净利润情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

产品矩阵完整，客户资源丰富。产品方面，海光电子产品品类齐备，能够为客户提供定制化及个性化的各类磁性元器件解决方案。客户方面，海光电子凭借其过硬的技术与出色的产品质量与包括华为、比亚迪在内的众多头部企业建立了合作关系。整体而言，海光电子是磁性元件行业的领先企业之一。

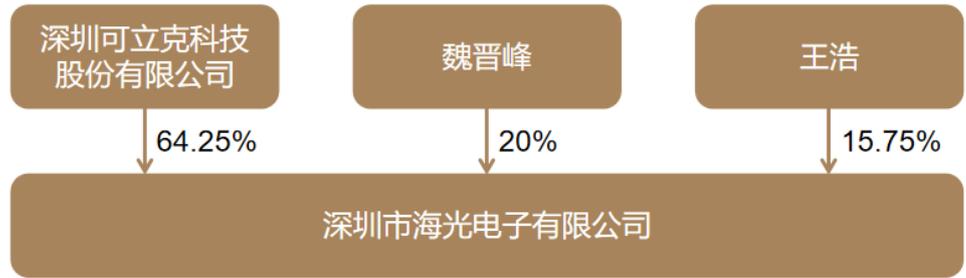
表 5：海光电子磁性元件产品一览

产品种类	产品用途	特点
光伏逆变电感器	工业电源、光伏产业、风能、太阳能、军工产品、医疗器械等	电压变动率低，节能降耗，噪音小，温升小，过载能力强，环流小，耐冲击能力强，可长期负载使用等
平板系列变压器、电感器	通信电源、无线基站电源、二次电源、一次电源、500-700W 全砖模块电源	体积小、功率大。使用范围广、低漏感、低涡流损耗、高效率、高功率密度、散热性强等
平板大电流功率电感器	新一代移动设备、笔记本电脑、多媒体设备、开关电源、分布式电源等	体积小、高度低、工作时通过高脉冲电流时不饱和，噪声低
贴片变压器、电感器	通信设备、UPS 电源、高端工业设备、智能家电	体积小，适用范围广、种类多包括辅助变压器、驱动变压器、电流互感器、功率电感、空芯电感等
工频变压器、电感器	工业电源、UPS 与 EPS 电源、光伏产业、军工产品、医疗器械等	电压变动率低，节能降耗，噪音小，温升小，过载能力强，环流小，耐冲击能力强，可长期负载使用等
高频变压器、电感器、电抗器	通信设备、UPS 电源、家用电器、医疗仪器、彩电、显示器、计算机、工业设备、汽车电子设备等	高功率密度、低噪音、谐波抑制能力强等
分离器，网络变压器、电感器	PCMCIA 网卡、集线器、以太网交换机路由器、光纤收发器、光端机、ADSL/VDSL 集成式滤波电路等	小型化、大电流、低阻值、集成化集合、高能量存储。

资料来源：海光电子公众号，德邦研究所

可立克成为海光电子最大的股东。2021 年 12 月可立克以 1.9 亿竞买海光电子 54.25% 的股份，之后为实现更好的协同效应，可立克于 2022 年 7 月再次完成海光电子 10% 股份的收购。目前可立克总计直接持有海光电子 64.25% 的股份，实现对海光电子的控制，并于 2022 年 8 月 1 日开始将海光电子并入报表。

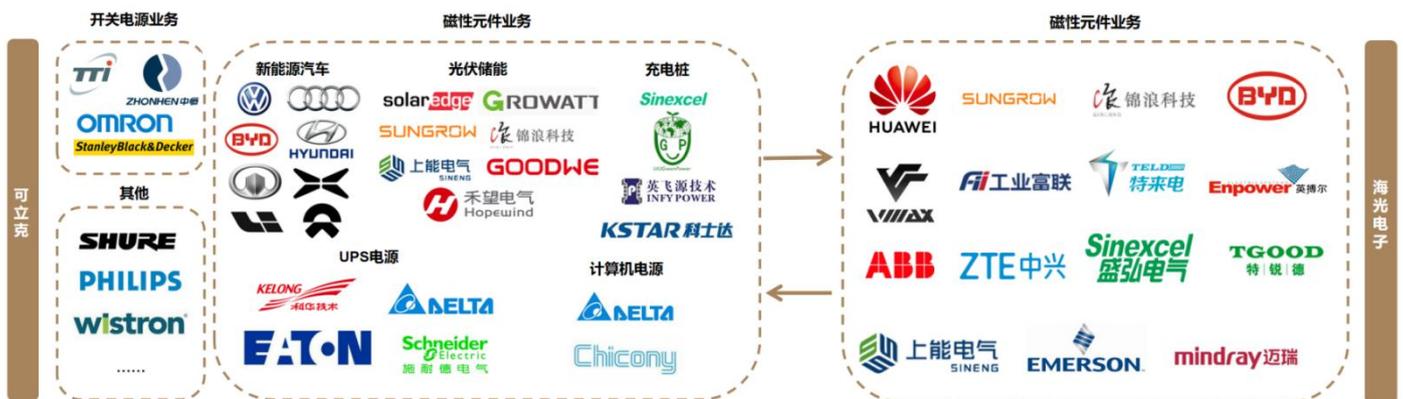
图 31：海光电子股权图（截止至 2023/2/22）



资料来源：企查查，德邦研究所

可立克收购海光电子可在客户、采购、技术研发方面实现协同效应。客户方面，海光电子与下游众多行业头部企业具有合作关系，通过本次收购能帮助可立克加速布局国内市场。采购方面，可立克与海光电子在诸如漆包线、磁芯等磁性元件原材料上具有一致性，通过本次收购能提高公司对上游供应商的议价能力。技术研发方面，可立克在消费电子、资讯、新能源等领域具有研发优势，海光电子在通讯、新能源等领域具有丰富研发经验，通过本次收购能够增强公司在新能源领域的优势并能在通讯业务上实现进一步延伸。除此之外，通过本次收购也能够满足海光电子日益增长的经营性资金需求。

图 32：可立克与海光电子客户间的协同效应



资料来源：公司公告，各公司官网，德邦研究所

4. 开关电源：行业增速稳定，公司研发体系完备

开关电源是利用高频脉冲宽度调制(PWM)技术或高频脉冲频率调制(PFM)等开关变压技术，维持稳定输出电压的一种电源。开关电源大致可分为三类：1) 交流直流转换器(AC/DC)；2) 直流直流转换器(DC/DC)；3) 直流交流转换器(DC/AC)。与其他种类电源相比，开关电源具有小型化、重量轻、功率密度/转换效率高、输入电压范围广、功率损耗较少等众多优点。

表 6：电源分类、原理、功能特点一览

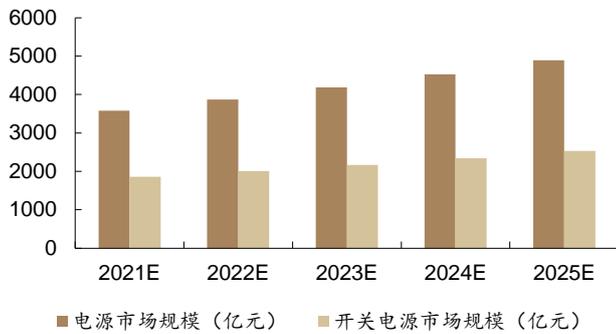
电源类型	原理	功能特点
线性电源	一种先将交流电经过变压器降低电压幅值，再经具有性能稳定，没有高频纹波干扰等过整流电路整流后，得到脉冲直流电，后经滤波优点。缺点为发热、能源利用率低，得到带有微小纹波电压的直流电压的电源	没有超大功率的电源供选择。

UPS 电源	指利用变换器、控制部件和储能部件, 实现为电子设备提供持续、稳定、不间断电能供应的装置	主要用于备用电源, 防止重要设备的突然断电带来的重大损失。缺点是供电时间有限。
开关电源	指利用现代电力电子技术, 控制开关管开通和关断的时间比率, 维持稳定输出电压的一种电源	优点是功耗小, 效率高; 体积小、重量轻; 稳压范围宽。缺点是存在开关干扰、电路结构复杂, 故障率高。
逆变器	一种将直流电 (DC) 转化为交流电 (AC) 的装置	转换效率高、启动快, 安全性能好, 产品具备短路、过载、过/欠电压、超温 5 种保护功能。
变频器	指利用电力半导体器件的通断作用将工频电源转换为另一频率的电能控制装置。	节能、调速功能、还有过流、过压、过载保护等很多保护功能。
其他电源	除以上电源外, 具有特定功能的电源。	

资料来源: 亿渡数据, 德邦研究所

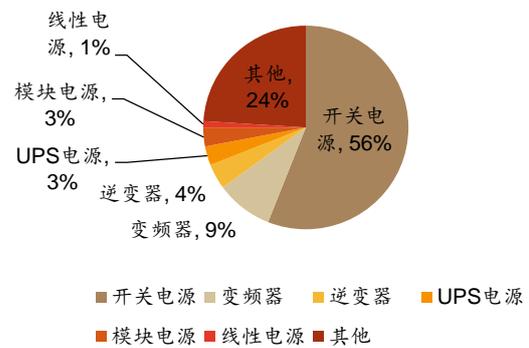
开关电源市场规模呈现稳步增长态势。随着上游元器件技术水平和电力电子关键技术的不断发展, 开关电源迅速成长为电子工业的重要基础产品。根据中国电源学会披露的数据, 2020 年中国电源行业市场规模达 3288 亿元, 其中开关电源行业市场规模达到 1832 亿元, 占比达到 56%。展望未来, 随着下游应用领域不断增加以及电子设备向小型化、轻薄化、节能化发展, 开关电源行业将随着电源行业的良好发展得到快速成长。根据亿渡数据的预测, 到 2025 年中国电源行业市场规模将达到 4887 亿元, 其中开关电源行业市场规模将达到 2532 亿元。

图 33: 中国电源与开关电源行业市场规模预测



资料来源: 亿渡数据, 德邦研究所

图 34: 2020 年中国电源产品市场结构分布



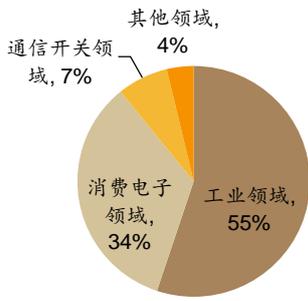
资料来源: 中国电源学会, 华经产业研究院, 德邦研究所

开关电源应用领域主要集中在工业领域与消费电子领域。根据亿渡数据的资料显示, 国内开关电源需求主要集中在工业领域, 占比约 55% 左右。其次是消费电子领域, 占比约为 34%。

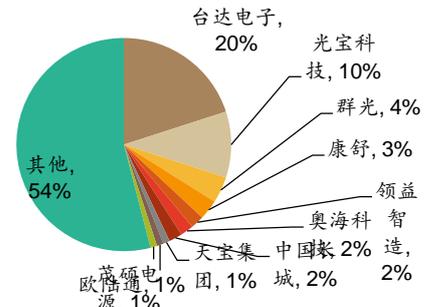
中国是全球开关电源重要的生产地。全球竞争格局方面, 目前全球电源产业已基本转移至我国, 其中中国台湾企业进入行业较早, 技术积累丰富, 市占率较高。国内竞争方面, 目前生产开关电源的企业超过一千家, 行业竞争较为充分。由于国内开关电源行业标准仍然存在欠缺、行业标准制定未覆盖全面等, 导致行业门槛较低, 产品同质化严重且盈利空间小, 目前产业利润主要集中于头部企业。在下游行业需求提升的背景下, 通过技术研发推出高附加值产品是开关电源企业脱颖而出的关键。

图 35: 2020 年中国开关电源下游应用领域占比

图 36: 2020 年全球开关电源市场竞争格局 (按收入口径)



资料来源：亿渡数据，德邦研究所



资料来源：中国电源协会，华经产业研究院，德邦研究所

在开关电源领域公司具有完善的技术研发体系。技术研发方面，公司目前拥有谐振变换技术、准谐振变换技术、反激变换技术、正激变换技术、全（半）桥变换技术等多项电源技术，全部系自主开发并拥有产权，此外公司还建立了 EMC 实验室、EMS 实验室、环境实验室、性能和安规测试实验室，能快速、有效地解决新产品开发所需的测试和验证进而提升产品效率。

表 7：可立克在开关电源上的研发能力

电气设计	a. 电路设计与分析
	b. 组合电源及复杂电源设计
	c. 电路模型和多层电源 PCB 设计
	d. EMC/EMI 分析和测试
	e. 自定义电源状态和控制通讯界面
	f. 客户电路一体化
结构设计	a. 产品概念构想的 CAD 模型处理、外形设计
	b. 电源产品热建模及散热系统设计
	c. 机架和定制外壳设计、钣金及五金零件设计
	d. 环境适应性解决方案
新产品研发周期	a. 5W-500W 电源项目工程样机开发周期：2-4 周
	b. 500W-1500W 电源项目工程样机开发周期：4-8 周
	c. 1000W 以上特种定制电源项目工程样机开发周期：8-12 周
	d. 动力电池充电器工程样机开发周期：4-8 周
设计质量保证能力：	可立克拥有 EMC 实验室、EMS 实验室、环境实验室、性能测试实验室和安规测试实验室。拥有行业最先进的试验及检测仪器和设备，二十多名产品测试验证、可靠性评估分析和安规检测的专业工程师严格按照产品设计验证流程对产品进行全面的验证和可靠性评估。

资料来源：公司官网，德邦研究所

表 8：公司开关电源研发项目

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟定目标	预期影响
锂电池 84V/12A 快速充电器研发项目	设计一款适用于野外供电的移动电源等产品	完成项目产品研发	防水、高效能、可编程、小型化的智能充电模块，	持续增强公司在大功率智能充电产品开发设计能力，拓展户外移动电源及户外储能的应用市场，提升公司的竞争力。
绿色高效 PD45W 智能适配器电源研发	利用公司在开关电源研发设计技术方面的优势及公司现有的市场和客户资源，建立高性能低成本的 PD 标准电源平台，保持公司在高智能适配器领域的竞争力	完成项目产品研发	最新能效要求，冷静工作、高性价比，全球认证，满足高端消费电子产品的应用需求。	建立高性能 PD 标准电源平台，丰富公司产品线，拓宽应用市场，促进公司业绩持续增长。
高效率的 350W 激光投影开关电源研发	研发一种可靠性高的激光投影电源电路，降低功率上的损耗	完成项目产品研发	高效率、高功率密度、紧凑型内置电源，优良的 EMC 电磁兼容性能和抗干扰能力	丰富公司高端定制电源产品线，拓展公司在智能家居、激光投影、激光加工等应用
低噪音的 120W 音响电源研发	解决现有技术中音响电源的功率转换效率低下且，输出纹波噪音干扰的缺陷	完成项目产品研发	电源效率高、峰值功率大，动态响应好，纹波噪音低，性价比高。	丰富公司定制电源产品线，增强公司在高端音视频产品应用市场竞争力。

资料来源：公司公告，德邦研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

公司业务主要专注于磁性元件与开关电源系列产品，并于 2022 年 8 月起并入海光电子。针对以上两大业务以及并表部分我们做出如下假设：

- 磁性元件业务：**公司磁性元件系列产品为主营业务收入主要组成部分，占主营业务收入的比重始终在 55% 以上。近年来新能源行业在全球发展迅猛，光伏储能、新能源汽车、充电桩等多个领域市场规模的不断扩大带动上游磁性元件需求增加。**光伏储能方面**，公司下游客户包括 SolarEdge、阳光电源、古瑞瓦特、锦浪科技等行业头部客户，并通过收购海光进入华为供应链，我们预测 2022-2024 年营收为 4.2/8.5/14.8 亿元；**新能源汽车方面**，公司为大众 MEB 平台主力供应商，并直接或间接供应奥迪、比亚迪、现代、小鹏等知名车企，我们预测 2022-2024 年营收为 2.6/5.2/9.1 亿元；**充电桩方面**，公司与英飞源、优优绿能等下游充电桩龙头企业达成了合作关系，并通过“惠州充电桩磁性元件智能制造项目”扩充产能，我们预测 2022-2024 年营收为 1.4/2.7/4.7 亿元；**传统消费类方面**，我们预测 2022-2024 年营收为 6.4/7.7/8.8 亿元。整体而言，我们预测公司磁性元件业务 2022-2024 年营收为 14.6/24.0/37.5 亿元，同比增长 59%/65%/56%。
- 开关电源业务：**公司在开关电源领域具有完善的技术研发体系，自主开发多项电源技术并建造 EMC 实验室、EMS 实验室等配套实验室提升产品验证配套效率。我们预计公司开关电源业务 2022/2023/2024 年实现营业收入 7.7/9.3/10.9 亿元，同比增长 20%/20%/18%。
- 海光电子：**公司自 2022 年 7 月起实现对海光电子的控制，总计直接持有海光电子 64.25% 的股份，并于 2022 年 8 月 1 日开始将海光电子并入报表。我们预计海光电子 2022-2024 年营业收入为 20.0 亿/24.2 亿/28.4 亿，同比增长 79.2%/21.0%/17.4%，其中 2022 年预计并入报表 8 亿元。

综上，我们预计公司 2022/2023/2024 年实现营业收入分别为 31.4/58.8/78.3 亿元，同比增长 90.3%/87.4%/33.3%，整体毛利率为 15.5%/17.2%/18.6%，归母净利润为 1.5/3.9/5.8 亿元，同比增长 453.4%/169.4%/48.7%。

表 9：可立克营收拆分及费用率假设（百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
合计营业收入	1279.89	1648.92	3137.01	5878.81	7834.43
yoy (%)	15.36%	28.83%	90.25%	87.40%	33.27%
整体毛利率 (%)	24.11%	18.95%	15.55%	17.21%	18.62%
磁性元件业务	703.02	916.41	1458.00	2404.00	3746.20
yoy (%)	16.2%	30.4%	59.1%	64.9%	55.8%
毛利率	25.58%	18.78%	18.66%	20.63%	21.68%
1) 新能源汽车端营收	/	/	260.00	520.00	910.00
yoy (%)	/	/		100%	75%
毛利率 (%)	/	/	18%	22%	26%
2) 光储端营收	/	/	422.82	845.64	1479.87
yoy (%)	/	/		100%	75%
毛利率 (%)	/	/	15%	18%	18%
3) 充电桩端营收	/	/	135.18	270.36	473.13
yoy (%)	/	/		100%	75%
毛利率 (%)	/	/	25%	28%	28%

4) 传统端营收 (UPS、资讯类)	/	/	640.00	768.00	883.20
yoy (%)	/	/		20%	15%
毛利率 (%)	/	/	20%	20%	20%
开关电源业务	542.09	643.99	772.79	927.35	1094.27
yoy (%)	17.29%	18.80%	20.00%	20.00%	18.00%
毛利率 (%)	21.53%	18.25%	17.00%	18.25%	18.25%
其他业务	34.78	88.52	106.22	127.47	152.96
yoy (%)	22.04%	154.51%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	34.81%	25.83%	26.00%	26.00%	26.00%
海光电子 (并表部分)	/	/	800	2420	2841
yoy (%)	/	/	/	/	17.40%
毛利率 (%)	6.3%	6.1%	7.08%	12.96%	14.34%
费用率					
销售费用率	3.57%	2.46%	1.60%	1.60%	1.60%
管理费用率	5.32%	6.40%	3.50%	3.50%	3.50%
研发费用率	3.61%	4.22%	3.40%	3.50%	3.60%
财务费用率	1.14%	0.23%	-0.11%	-0.09%	-0.10%

资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 海光电子从 2022 年 8 月 1 日起开始并表

5.2. 投资建议

我们选取京泉华、顺络电子、麦捷科技为可比公司, 各公司主要从事磁性元件业务。可比公司 2022-2024 年平均 PE 倍数为 39.2/22.9/16.8, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.5/3.9/5.8 亿元, 同比增长 453.4%/169.4%/48.7%, 对应当前 PE 64.5/24.0/16.1 倍。考虑到下游新能源行业快速发展打开磁性元件市场空间, 同时公司通过并购海光电子有望成为国内磁性元件龙头企业, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 10: 可比公司估值情况

证券代码	公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			P/E (X)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002885.SZ	京泉华	37.85	68.67	1.44	3.40	5.22	37.53	20.17	13.15
002138.SZ	顺络电子	25.64	206.74	4.33	7.80	10.55	48.75	26.52	19.60
300319.SZ	麦捷科技	9.93	85.83	2.74	3.89	4.91	31.30	22.09	17.76
			行业平均				39.19	22.93	16.84
002782.SZ	可立克	19.13	93.81	1.45	3.92	5.80	64.53	23.95	16.11

资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 收盘价信息截至 2023 年 3 月 3 日, 京泉华、麦捷科技 2022-2024 年盈利预测均采用 wind 一致预期, 顺络电子 2023、2024 年盈利预测采用 wind 一致预期, 可立克采用德邦预测数据

6. 风险提示

原材料价格风险: 公司主要原材料为漆包线、磁材、半导体、矽钢片等, 上游原材料价格剧烈波动将对公司供应链稳定产生威胁, 对公司盈利影响较大。

宏观经济复苏未达预期风险: 世界通胀高企, 叠加俄乌冲突影响外溢, 后疫情时代全球经济仍面临较强下行压力。若宏观经济复苏未及预期, 则公司磁性元件下游需求将受到影响。

下游新能源行业发展不及预期风险。 公司业务拓展与下游光伏、储能、新能源汽车等新能源行业的发展密切相关, 若下游新能源行业发展不及预期, 则对公司业务发展将带来不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.05	0.30	0.80	1.19
每股净资产	3.09	3.25	4.49	5.70
每股经营现金流	-0.28	0.38	-0.10	1.65
每股股利	0.05	0.32	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	327.89	64.53	23.95	16.11
P/B	5.79	5.89	4.26	3.36
P/S	5.53	2.91	1.60	1.20
EV/EBITDA	69.98	34.96	16.06	9.66
股息率%	0.3%	1.7%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	19.0%	15.5%	17.2%	18.6%
净利润率	1.6%	4.8%	6.9%	7.7%
净资产收益率	1.8%	9.1%	17.8%	20.8%
资产回报率	1.3%	5.4%	9.6%	11.9%
投资回报率	9.4%	10.6%	17.7%	21.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	28.8%	90.2%	87.4%	33.3%
EBIT 增长率	-47.0%	194.6%	128.6%	54.7%
净利润增长率	-87.3%	453.4%	169.4%	48.7%
偿债能力指标				
资产负债率	29.0%	41.2%	45.5%	42.4%
流动比率	2.2	1.7	1.8	2.0
速动比率	1.6	1.4	1.3	1.6
现金比率	0.8	0.5	0.4	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	88.1	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	65.0	50.0	45.0	45.0
总资产周转率	0.8	1.2	1.4	1.6
固定资产周转率	7.4	13.4	24.3	31.5

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	26	145	392	582
少数股东损益	0	4	12	18
非现金支出	57	37	48	81
非经营收益	40	38	1	0
营运资金变动	-257	-40	-504	128
经营活动现金流	-134	184	-51	809
资产	-70	-42	-43	-43
投资	26	16	-9	-10
其他	66	-30	7	9
投资活动现金流	22	-56	-44	-44
债权募资	112	0	1	1
股权募资	0	-1	217	0
其他	-81	-29	-6	-6
融资活动现金流	31	-30	212	-5
现金净流量	-90	98	116	761

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 2 日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,649	3,137	5,879	7,834
营业成本	1,336	2,649	4,867	6,376
毛利率%	19.0%	15.5%	17.2%	18.6%
营业税金及附加	9	9	18	24
营业税金率%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	40	50	94	125
营业费用率%	2.5%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	106	110	206	274
管理费用率%	6.4%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用	70	107	206	282
研发费用率%	4.2%	3.4%	3.5%	3.6%
EBIT	77	227	519	803
财务费用	4	-3	-5	-8
财务费用率%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-8	-5	-10	-30
投资收益	2	-31	6	8
营业利润	13	187	505	750
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	13	187	505	750
EBITDA	117	256	550	836
所得税	-13	37	101	150
有效所得税率%	-95.2%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	0	4	12	18
归属母公司所有者净利润	26	145	392	582

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	454	552	669	1,429
应收账款及应收票据	513	949	1,789	1,861
存货	312	419	782	771
其它流动资产	29	18	43	58
流动资产合计	1,307	1,939	3,283	4,119
长期股权投资	13	13	13	13
固定资产	223	234	242	249
在建工程	1	1	1	1
无形资产	54	55	57	59
非流动资产合计	768	778	785	790
资产总计	2,075	2,717	4,069	4,909
短期借款	112	112	112	112
应付票据及应付账款	364	770	1,312	1,415
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	120	231	419	548
流动负债合计	596	1,112	1,844	2,075
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	6	6	6	6
非流动负债合计	6	6	6	6
负债总计	603	1,119	1,850	2,082
实收资本	477	477	490	490
普通股股东权益	1,473	1,593	2,202	2,793
少数股东权益	0	4	17	35
负债和所有者权益合计	2,075	2,717	4,069	4,909

信息披露

分析师与研究助理简介

陈海进，电子行业首席分析师，6年以上电子行业研究经验，曾任职于民生证券、方正证券、中欧基金等，南开大学国际经济研究所硕士。电子行业全领域覆盖。

陈蓉芳，电子行业研究助理，曾任职于民生证券、国金证券，香港中文大学硕士，覆盖汽车电子、车载半导体等领域。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1.投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2.市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。