

# 中熔电气(301031.SZ)深度研究报告

## 国产熔断器龙头，新能源属性纯粹

中国银河证券研究院 汽车团队

石金漫、杨策

特别鸣谢 秦智坤

2023.03

一、深耕十五载，成就国产熔断器龙头

二、熔断器是保障电路安全的关键，在新能源领域广泛应用

三、核心客户群基础坚实，产能扩张释放业绩潜力

四、盈利能力稳步向好，产能稳步有序提升

五、盈利预测与风险提示

# 核心观点

- **国内电力熔断器领军者，持续受益于新能源行业发展。**公司在2007年成立起深耕电力熔断器研产，产品配套新能源汽车、新能源风光发电及储能、通信、轨道交通和工业控制等多个领域，并建立了以特斯拉、比亚迪、宁德时代、阳光电源、华为等国内头部企业为核心的客户群。受益于新能源市场的繁荣发展，公司业绩自2021年以来迎来爆发，2022年前三季度，公司实现营业收入4.84亿元，同比+82.18%，实现归母净利润9475.67万元，同比+68.91%。
- **电力熔断器是电路保护关键零部件，在新能源领域应用广泛。**熔断器可提供最有效的大幅值短路电流保护，根据电力强弱和应用场景的不同，熔断器可分为电子熔断器和电力熔断器。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，电力熔断器一般适用高电压、大功率电路，适用于新能源汽车和风光发电及光伏领域。公司依靠先发优势与国内新能源市场的快速发展成为自主电力熔断器龙头，在国内处于领先地位，有望深度受益于新能源发展。
- **新能源业务未来市场空间广阔，公司核心客户群稳定，下游需求稳中有升。**新能源汽车与风光发电及储能市场仍处于快速发展阶段，未来市场空间广阔，预计2025年全球/中国新能源汽车用电力熔断器市场规模可达46.73亿元/25.90亿元，2021-2025年CAGR为42.19%/43.52%，新能源风光发电及储能用电力熔断器市场规模可达29.55亿元/11.36亿元，2021-2025年CAGR为28.41%/33.20%。公司较早打入新能源市场头部企业供应链，与客户建立了稳定的合作关系，有望依靠核心客户群优势受益于市场集中度提升带来的业绩增长机会，实现产品销售规模与盈利能力的提升。
- **投资建议：**公司是国产熔断器龙头，技术水平和核心指标在行业内处于领先水平，市占率遥遥领先。在国家“双碳”政策实施推进的过程中，新能源汽车、光伏、风电、储能等行业飞速发展为公司产品下游需求起到了强有力的支撑作用，公司深度绑定各细分行业龙头企业，产能扩张将进一步释放业绩弹性。结合公司基本面和业绩预告，我们预计2022-2024年公司营业收入分别为7.06亿元、11.87亿元、17.52亿元，归母净利润分别为1.46亿元、2.46亿元、3.58亿元，EPS分别为2.20、3.72、5.41元每股，对应PE分别为60.70、35.82、24.64倍，给予“推荐”评级。

财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	384.92	705.98	1187.23	1752.25
YOY	70.14	83.41	68.17	47.59
归母净利润（百万元）	80.48	145.57	246.63	358.64
YOY	45.30	80.88	69.43	45.41
EPS（元）	1.21	2.20	3.72	5.41
PE	109.79	60.70	35.82	24.64

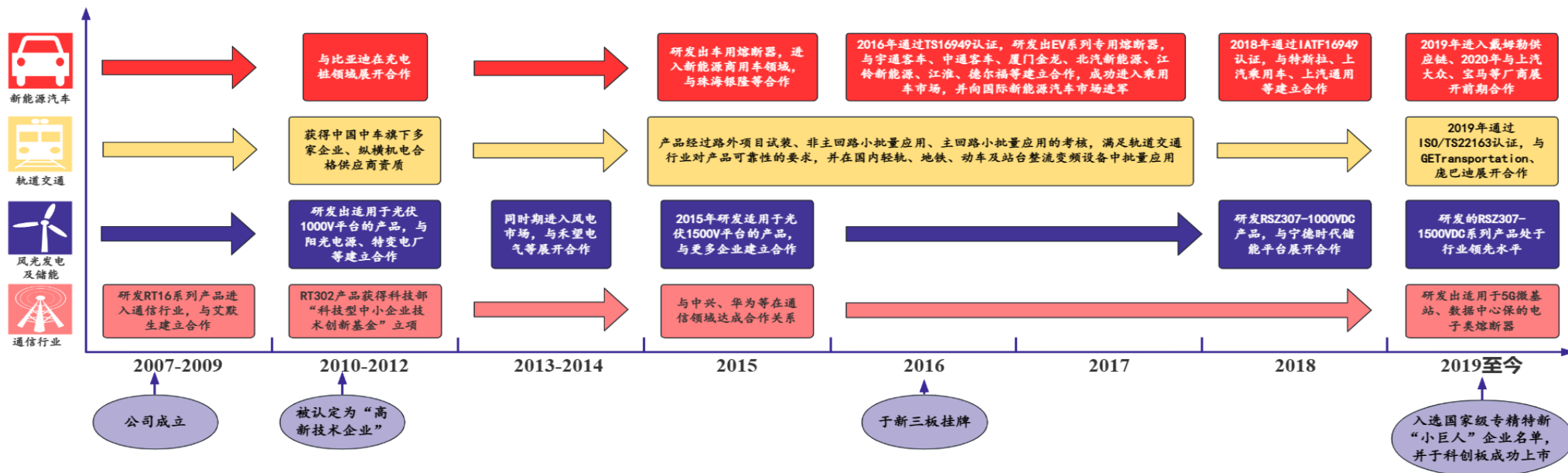
- **风险提示：**1、新能源汽车销量不及预期的风险。2、公司产品下游的风电、光伏等行业客户需求不及预期的风险。3、原材料价格上涨导致成本抬升的风险。

# 一 深耕十五载，成就国产熔断器龙头

# 深耕熔断器研产十五年，技术实力获得国家级认可

■ 国家级专精特新“小巨人”，深耕专业领域15年。公司自2007年成立以来，聚焦熔断器及相关配件的研发、生产和销售，公司产品广泛应用于新能源汽车、光伏、风力发电及储能、通信、轨道交通等领域，为上述领域中涉及的各类高低压电源、配电系统、控制系统以及用电设备等提供电路保护。公司熔断器产品在技术更新迭代过程中不断进入新客户供应链，产品质量得到认可。依靠出色的技术创新能力，公司先后于2010年和2021年被评为“高新技术企业”和国家级专精特新“小巨人”，并于2021年7月于科创板成功上市。

图：公司发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

# 产品覆盖风、光、储及新能源车，与各领域龙头合作紧密



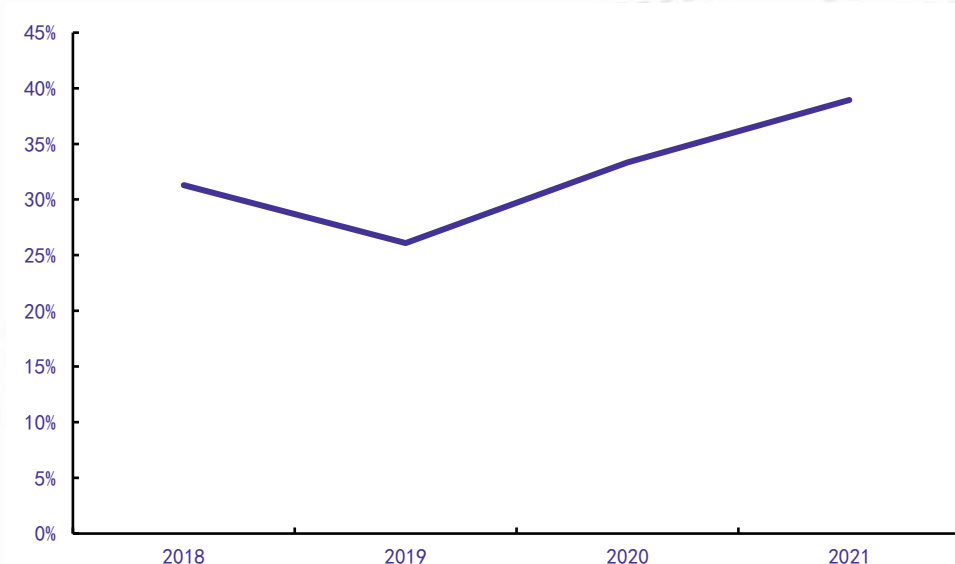
- 产品进入各领域龙头企业供应链，营收结构符合行业集中度提升趋势。依靠高质量的产品，公司持续打通各领域的龙头客户，公司产品成功进入电池龙头宁德时代、整车龙头比亚迪、风光储领军企业阳光电源、通信领域龙头华为等企业供应链。
- 新能源汽车与风光储处于快速发展阶段，行业龙头技术实力领先，市场份额提升迅速，产品销售规模扩张为公司下游需求提供了有力支撑。公司前五大客户营收占比稳定提升，坚实的客户基础推动公司收入和行业地位稳步提升。2021年，公司前五大客户营收占比为38.93%，同比+5.61pct，深度受益于行业集中度提升。

图：公司客户质地优秀，客户基础坚实

领域	主要客户
新能源汽车	宁德时代、捷普电子、上海候璞、瑞可达、苏州基钷、比亚迪供应链、顺科新能源、众隆源宏舟新能源、洛阳焯翔、和中普方等
新能源风光储	阳光电源、上能电气、宁德时代、禾望电气、苏州基钷、维谛、上海辉园、华为等
通信	华为、维谛、华海联能、绵阳恒奥、台达电子、中恒电气等
轨道交通	GE Transportation、庞巴迪等
工业控制及其他	英杰电气、维谛、汇川技术、西安源爱、大众凯帆、上海候璞、杭州现代、众隆源等

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：公司前五大客户营收占比稳定提升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

# 聚焦熔断器产品，丰富产品系列拓展多业务领域

■ 主营熔断器产品，产品系列丰富以满足不同领域及客户需求。公司主营熔断器产品，种类包括电力熔断器、电子类熔断器和激励熔断器，其中电力熔断器可广泛应用于新能源汽车、风光发电及储能、轨道交通和通信领域，类别最为丰富，包括圆管熔断器、方体熔断器、片式熔断器，各系列产品用途各异，能够满足不同业务领域内的客户差异化需求。

表：公司主要产品序列

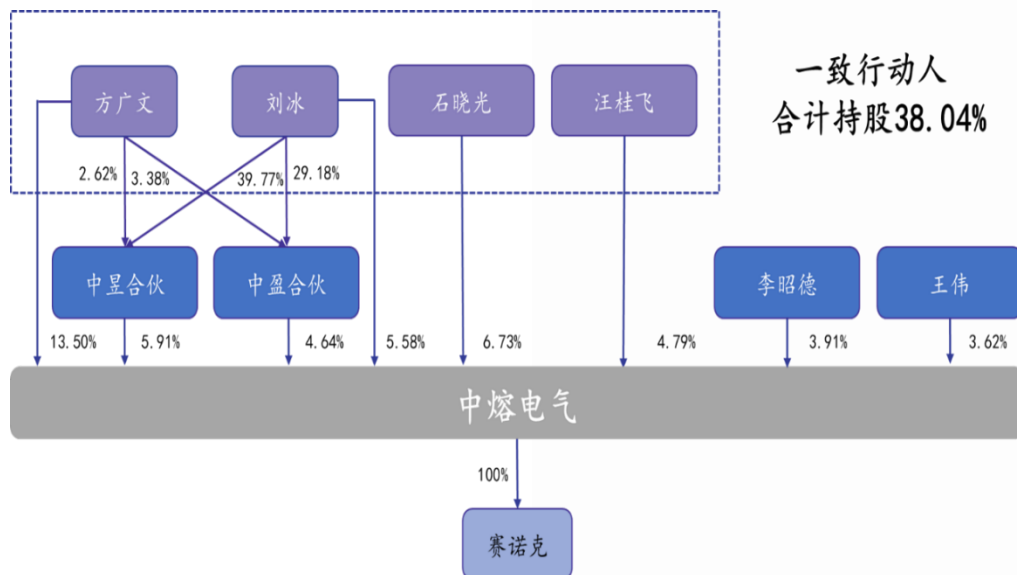
类别	产品系列	产品应用
电力熔断器	圆管熔断器	RS309系列 城市轨道交通、新能源汽车、充电桩
		RS308系列 城市轨道交通、新能源汽车
		EV系列 新能源车
		RS308-PV 系列 光伏
		RT16 (NH) 系列 通信
	方体熔断器	RT302系列 通信
片式熔断器		RS306系列 新能源风光发电及储能
		PV312系列 光伏
		RSZ307系列 轨道交通、风电、电化学储能
	底座及其他配件	EV320系列 新能源汽车 熔断器配套设备
电子类熔断器	电子系列	通信、充电桩
	RT303系列	通信、工业电源
激励熔断器	SFM系列	新能源汽车

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

# 管理层履历丰富，股权绑定公司核心利益

- 公司一致行动人过往履历丰富，核心管理层稳定。公司实际控制人为一致行动人方广文、刘冰、石晓光、汪桂飞，截止2022年9月30日，一致行动人合计持股比例为38.04%。
- 公司一致行动人位于核心管理层，方文长担任董事长、总经理；刘冰担任董事、董事会秘书、副总经理；汪桂飞担任董事、副总经理；石晓光担任董事、副总经理，另有持股3.62%的王伟担任董事与采购部经理，核心管理层自公司成立起便担任重要职位，并通过持有公司股权与公司核心利益形成绑定，提升公司稳健经营质量。

图：公司股权结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：公司管理层简介

姓名	职位	年龄	学历	简介
方文长	董事长、总经理	51	本科	2016年11月至今，历任赛诺克董事长、执行董事、总经理。
刘冰	董事、董事会秘书 副总经理	48	硕士	2016年11月至2021年8月，历任赛诺克董事、总经理。
汪桂飞	董事、副总经理	47	硕士	2016年11月至2019年10月，兼任赛诺克董事、副总经理。
王伟	董事、采购部经理	45	大专	2019年12月至今，任中熔电气董事。
石晓光	董事、副总经理	50	本科	2016年11月至2019年10月，兼任赛诺克监事。
雷磊	职工代表监事、总 经办主任、人力行 政部经理	42	本科	2018年2月至今，任中熔电气总经办主任。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院



# 股权激励彰显信心，与骨干员工分享公司发展红利

■ 公司对核心骨干实行股权激励计划，为公司未来技术创新与业务稳健经营奠定基础。2022年底，公司对包括副总经理和海外市场部总监在内的共158人实行股权激励计划，计划限制性股票总量占股本总额的5%，授予价格为99.98元/股，授予对象包括核心管理、技术、业务骨干人员，共计授予数量306.41万股，占计划授予数量的92.46%，计划设置5年考核期，营业收入年符合增速不低于25%，公司以股权激励绑定骨干员工，提升了公司未来包括管理、技术、业务在内的全方位发展稳定性，并兼顾海外市场，为公司前景打下良好基础。

图：公司股权激励计划主要内容

项目	详细内容			
授予价格	99.98元/股			
总计数量	向激励对象授予的限制性股票总量为 331.3871 万股，占公司股本总额的 5.00%。其中，首次授予限制性股票数量 306.4135 万股，占授予权益总额的 92.46%；预留限制性股票数量 24.9736 万股，占权益总额的 7.54%。			
授予对象	侯强	WANG, XIAOJUN	核心管理人员、核心技术（业务）骨干及董事会认为需要激励的其他人员（156人）	合计
职位	副总经理	海外市场部总监		
授予数量（万股）	66.2774	12.0000	228.1361	306.4135
授予比例	20%	3.62%	68.84%	92.46%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：公司股权激励计划考核要求

项目	详细内容				
公司层面考核要求	第一个归属期（2023）	以2021年营业收入为基数，2023年营业收入复合增长率不低于25%，且不低于2022年营业收入			
	第二个归属期（2024）	以2021年营业收入为基数，2024年营业收入复合增长率不低于25%，且不低于2023年营业收入			
	第三个归属期（2025）	以2021年营业收入为基数，2025年营业收入复合增长率不低于25%，且不低于2024年营业收入			
	第四个归属期（2026）	以2021年营业收入为基数，2026年营业收入复合增长率不低于25%，且不低于2025年营业收入			
	第五个归属期（2027）	以2021年营业收入为基数，2027年营业收入复合增长率不低于25%，且不低于2026年营业收入			
个人层面考核要求	考评结果	A	B	C	D
	解除限售比例	100%	100%	90%	50%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

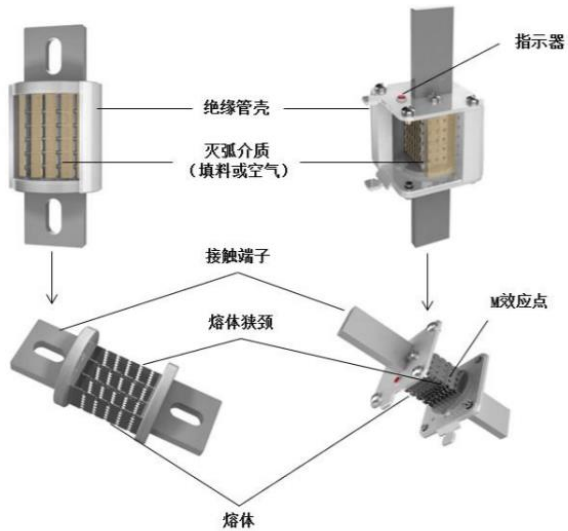
## 二 熔断器是保障电路安全的关键，在新能源领域广泛应用



# 熔断器是电流保护关键性器件

- 熔断器是对电路进行过电流保护的器件。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。
- 根据电力强弱和应用场景的不同，熔断器可分为电子熔断器和电力熔断器。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。

图：熔断器结构示意图



表：熔断器可分为电力熔断器和电子熔断器

项目	电力熔断器	电子熔断器
保护目的	保护大能量回路	保护电信号和小能量回路
适用场景	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、各类输电线缆、电力变压器、电力互感器、电力电容器、电力机、电力电子器件、功率整流器、逆变器、变频器、电力滤波器、大功率电池回路、轨道交通车辆驱动回路、新能源汽车高压电路、各类工业电源、通信电源、充电桩等充电回路保护等	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、小型微型电池供电回路、电测量及控制等电子回路、汽车低压电路等。此外，电力熔断器适用场景中大功率设备系统若涉及电测量及控制等电子回路、小型微型电源回路则应用电子熔断器
应用市场领域	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	主要应用于各类电子产品、家用电器、汽车低压电路等领域

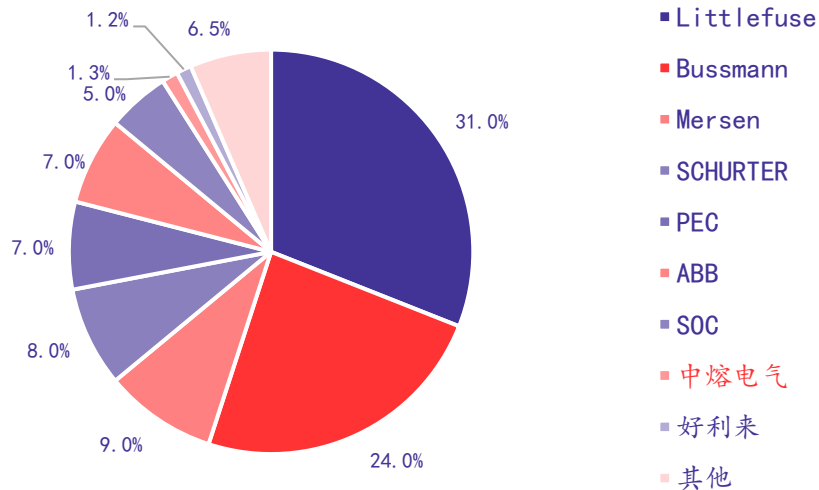
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

# 熔断器行业长期由外资品牌占领，国产替代空间广阔

- 外资品牌占据熔断器行业主要地位。根据 Paumanok Publications Inc. 统计数据，2019年全球熔断器行业中，Littelfuse、伊顿巴斯曼/Bussmann、美尔森/Mersen、PEC、SCHURTER、ABB、SOC 合计占有全球约 90%的市场份额，中熔电气在全球份额为1.3%，处于加速追赶进程中。
- 公司是国内最大的熔断器生产公司，有望深度受益于国产替代。据公司招股说明书中测算，2019年，公司在新能源汽车的全球市场占有率超过20%，国内市场占有率约40%，新能源风光发电及储能全球市场占有率约5%，国内市场占有率超过15%。

图：2019年全球熔断器市场占有率情况



资料来源：Paumanok Publications Inc.，中国银河证券研究院  
注：；中熔电气、好利来市场占有率根据其 2019 年营收规模与 Paumanok Publications Inc. 的统计数据计算所得

图：2019年公司在细分市场的占有率情况

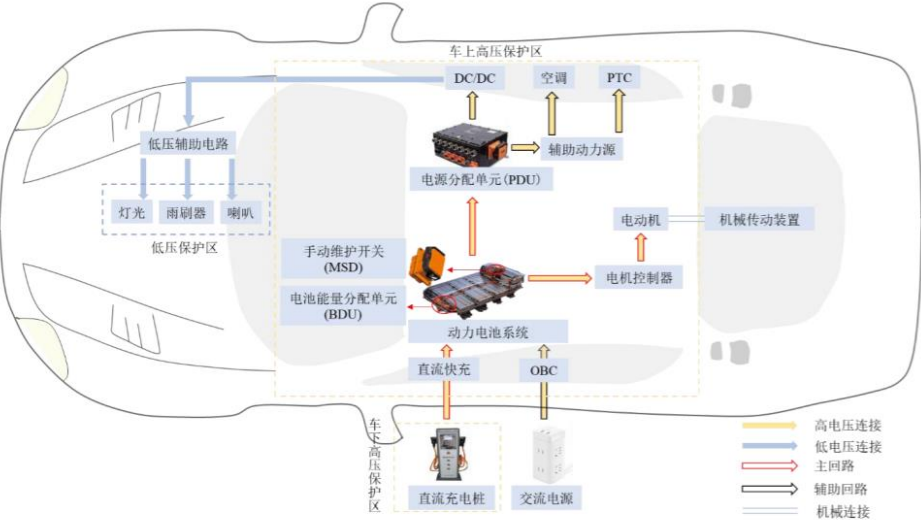
应用市场	全球市场规模	国内市场规模	2019年公司 销售额	全球市场 占有率	国内市场 占有率
新能源汽车	约4.5-5.3亿	约2.4-2.8亿	1.02亿	超过20%	约40%
新能源风光发电及储能	约7.5亿	约2.3亿	0.35亿	约5%	超过15%
通信	-	约1亿	0.33亿	-	约30-35%
轨道交通、工控及其他等	-	约9亿	0.20亿	-	超过2%
合计	6.8亿美元	约15亿	1.90亿	约4%	约10-13%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

# 熔断器应用①新能源汽车

■ 熔断器可以在短路电流发生时快速切断回路，防止事故扩大，保护财产、生命安全，是新能源汽车回路系统中必不可少的安全保护装置。新能源汽车储能采用高压直流电，过电流保护主要依靠高性能熔断器来完成。汽车用熔断器分为低压和高压两部分，汽车低压熔断器应用电压一般低于60VDC，主要是电子熔断器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，这类保护在传统车辆和新能源汽车上均有应用。高压保护主要适用于新能源汽车，应用电压一般为 60VDC-1500VDC，主要是电力熔断器（新能源汽车高压熔断器）对主回路和辅助回路进行保护。

图：熔断器应用于新能源汽车电路保护



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：新能源汽车对熔断器提出高压保护需求

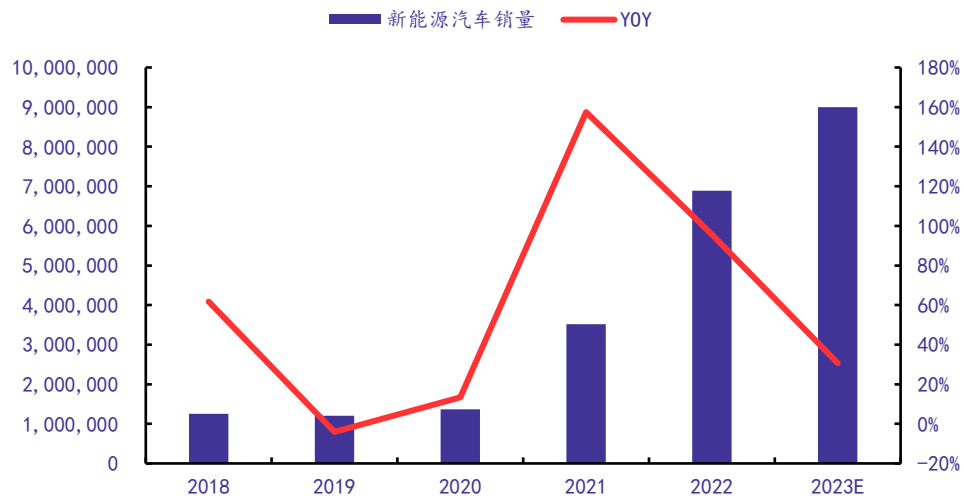
类型	应用电压	介绍
传统汽车	低压保护	应用电压低于 60VDC，主要对车用的低压负载进行保护，如车灯、车窗电机、雨刷器电机、喇叭等
新能源汽车	低压保护	应用电压低于 60VDC，主要对车用的低压负载进行保护，如车灯、车窗电机、雨刷器电机、喇叭等
新能源汽车	高压保护	应用电压一般为 60VDC-1,000VDC，分主回路、辅助回路。主回路保护指对电池大电流充放电、车辆驱动回路进行过电流保护。辅助回路保护指对车辆的辅助功能回路，如空调、DC/DC（直流转直流电源）、PTC（加热）、气泵等，OBC（慢充）等进行保护
新能源汽车充电桩	高压保护	应用电压一般为 150VDC-1,000VDC，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

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

# 新能源汽车市场规模快速增长，国产熔断器需求广阔

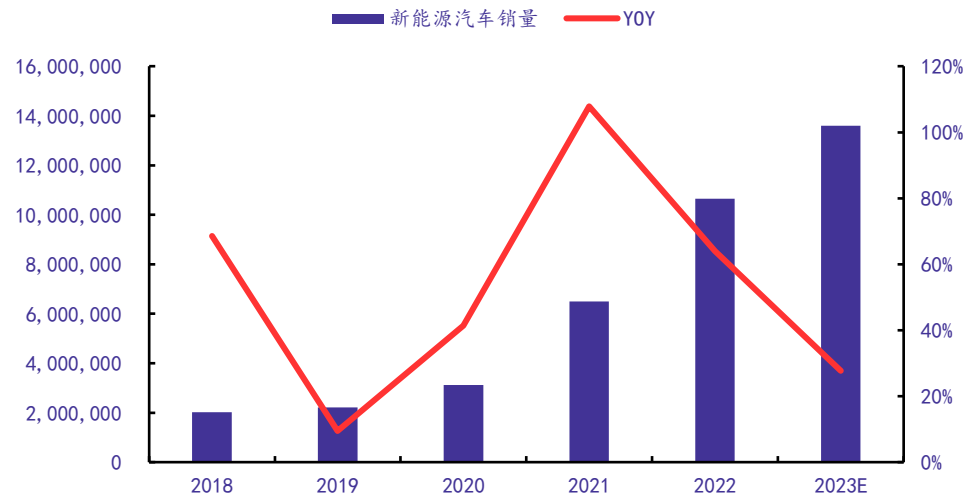
- 国内新能源汽车市场引领全球增长，配套电力熔断器规模仍有提升空间。在经历了技术进步与产品迭代后，新能源汽车逐渐具备了一定的市场竞争力，获得消费者认可，渗透率快速提升。2022年国内新能源汽车销量为688.66万辆，同比+95.61%，据中汽协预测，2023年国内新能源汽车销量有望达到900万辆。2022年全球新能源乘用车销量1065万辆，同比+64%，据彭博社预测，2023年全球新能源乘用车销量可达1360万辆，渗透率进一步上升。
- 持续扩容的新能源车市场将为熔断器行业提供装车量基础，未来高压充电技术推广以及激励熔断器落地普及后，电力熔断器市场规模仍有提升空间。

图：预计2023年国内新能源汽车销量可达900万辆



资料来源：中汽协，中国银河证券研究院

图：预计2023年全球新能源乘用车销量可达1360万辆

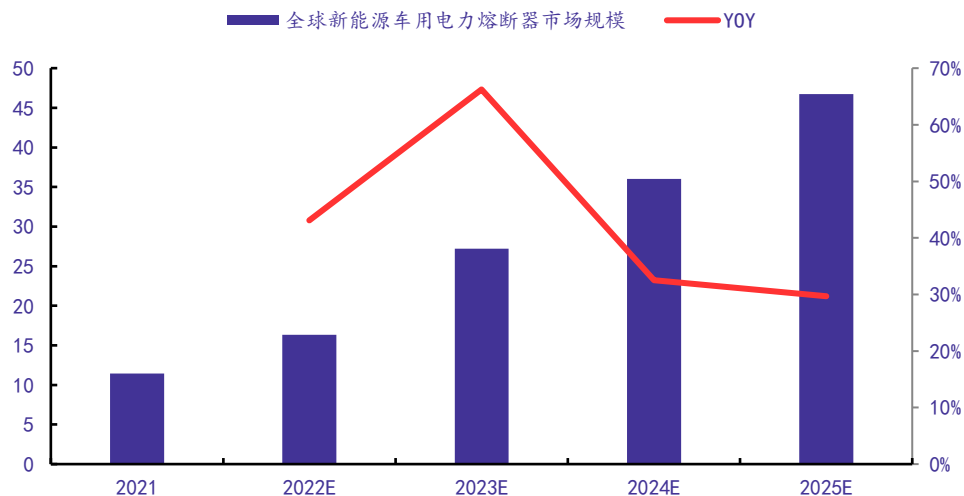


资料来源：EV sales, BloombergNEF, Trend Force, 中国银河证券研究院

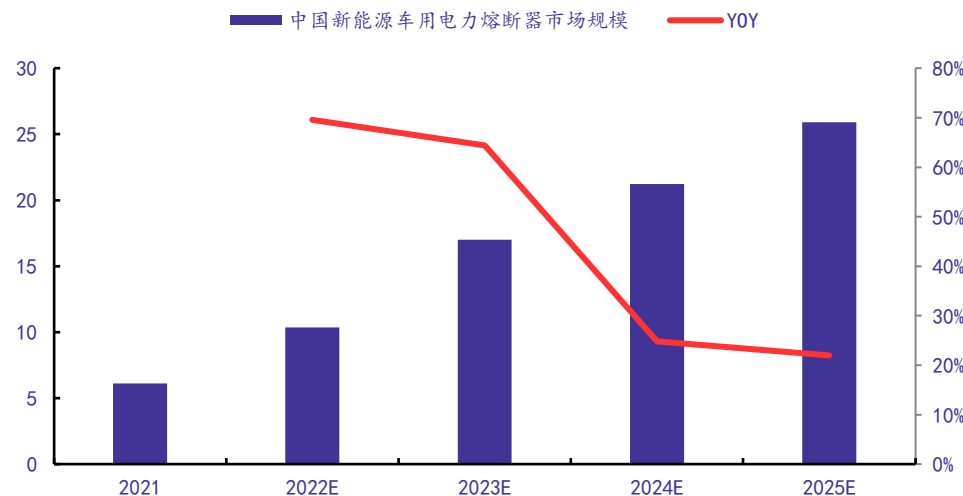
# 新能源汽车-电力熔断器市场规模测算

■ 预计全球/中国新能源汽车用电力熔断器市场规模在2025年可达46.73亿元/25.90亿元，2021-2025年CAGR为42.19%/43.52%。基于全球政策层面对新能源汽车的大力支持与新能源汽车产品竞争力的快速提升，我们预测2025年全球/中国新能源汽车销量可达2102/1234万辆，电力熔断器单车价值量方面，参考公司招股说明书，并综合考虑产品年降及激励熔断器带来的单车价值量提升，预计电力熔断器单车价值量整体平稳态势，基于以上假设，我们预计全球/中国新能源汽车用电力熔断器市场规模在2025年可达46.73亿元/25.90亿元，2021-2025年CAGR为42.19%/43.52%。

图：全球新能源车用电力熔断器市场规模预测（亿元）



图：中国新能源车用电力熔断器市场规模预测（亿元）



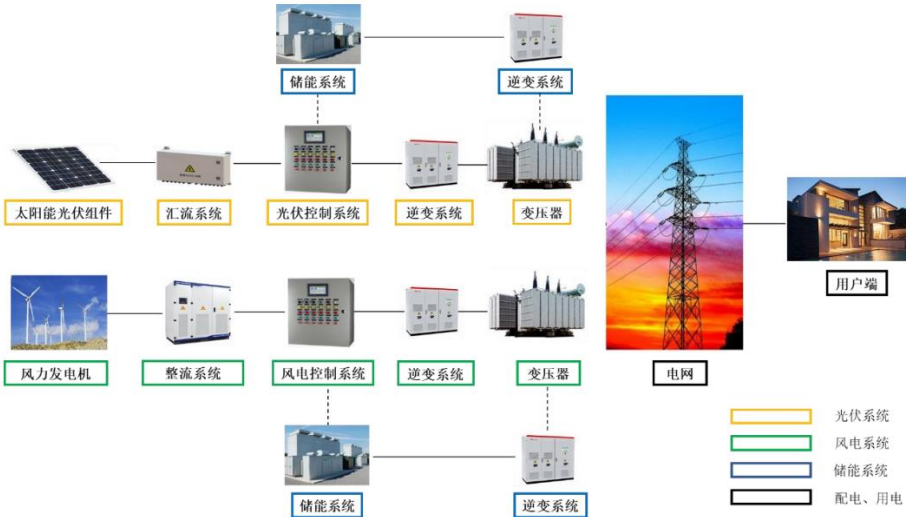
资料来源：TrendForce, CleanTechnica, OICA, IEA, 公司公告, 中国银河证券研究院

资料来源：乘联会, 中汽协, 公司公告, 中国银河证券研究院

# 熔断器应用② 风、光等可再生能源建设及储能配套

- 电力熔断器能够对风光发电及储能系统进行相应电路保护。但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，需加入储能系统配合平滑电力分配，提高资源使用效率。
- 政策对风光发电与储能系统的协同给予大力支持，熔断器应用场景拓展确定性较高。风、光发电等可再生能源发电环保属性较强，对于我国实现“碳达峰、碳中和”的双碳目标具有重要意义。我国西藏、新疆、青海、内蒙古、江苏、安徽、浙江、湖南、山东等省份陆续出台政策，对按比例配置储能的可再生能源场站给予优先并网、增加发电小时数等激励政策，发展前景确定性强。

图：新能源发电配置储能系统示意图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：熔断器在风光储能各领域的应用情况

市场	应用部件	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

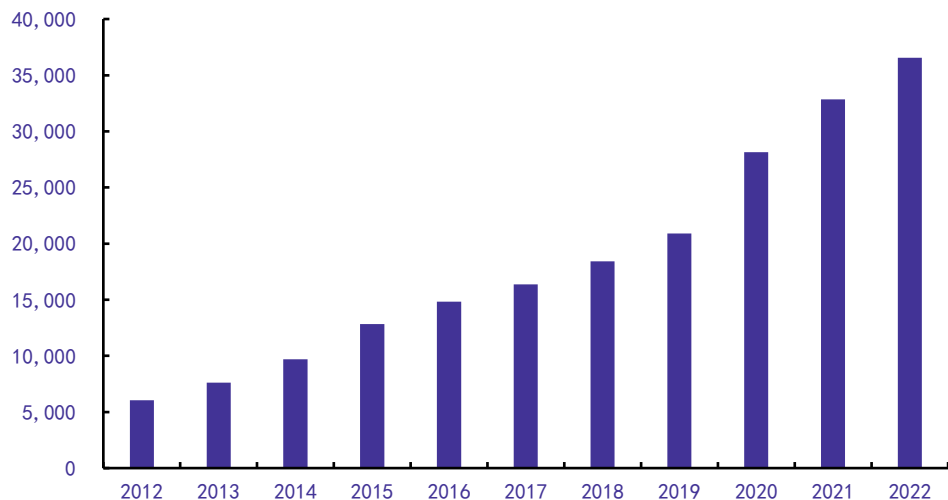
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院



# 风光储发展潜力十足，增长势头强劲

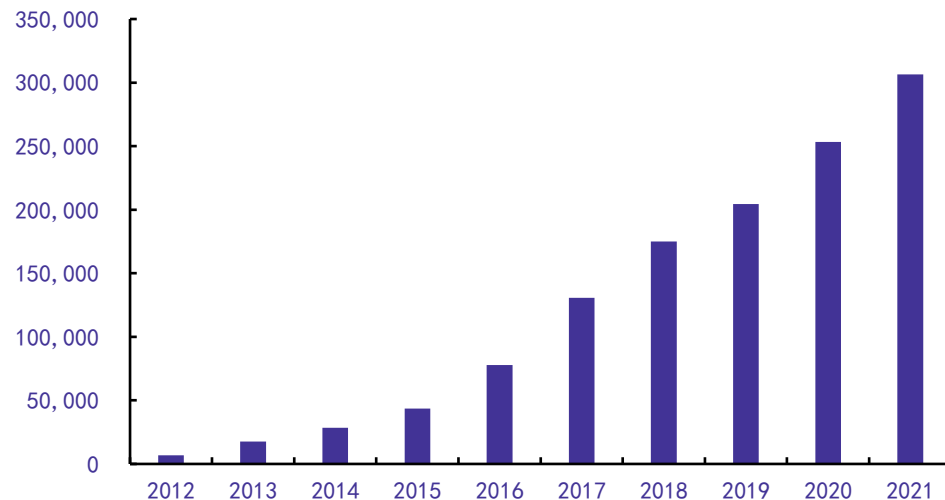
■ 风光发电累计装机容量近年持续上涨，即将进入高速增长周期。2021年，全国风电装机容量达365.44GW，太阳能光伏累计装机容量达306.40GW，近年来规模持续上涨。据中国可再生能源学会风能专业委员会秘书长、世界风能协会副主席秦海岩预测，2023~2025年全国风电年均新增装机容量约60GW~70GW；据中国光伏行业协会CPIA预测，保守估计下，2025年国内新增装机容量可达90GW，乐观估计下可达110GW，风电及光伏市场规模在2023-2025年间仍将保持高速扩充趋势，公司熔断器产品下游应用市场空间广阔。

图：全国风电累计装机容量不断提升（万KW）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：全国太阳能光伏装机容量不断提升（MW）

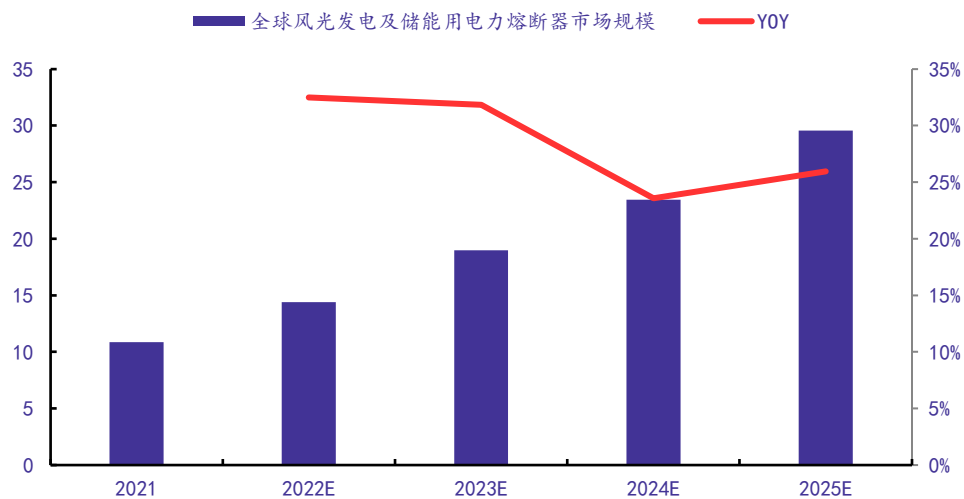


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

# 风光储能所需熔断器配套规模复合增速在30%左右

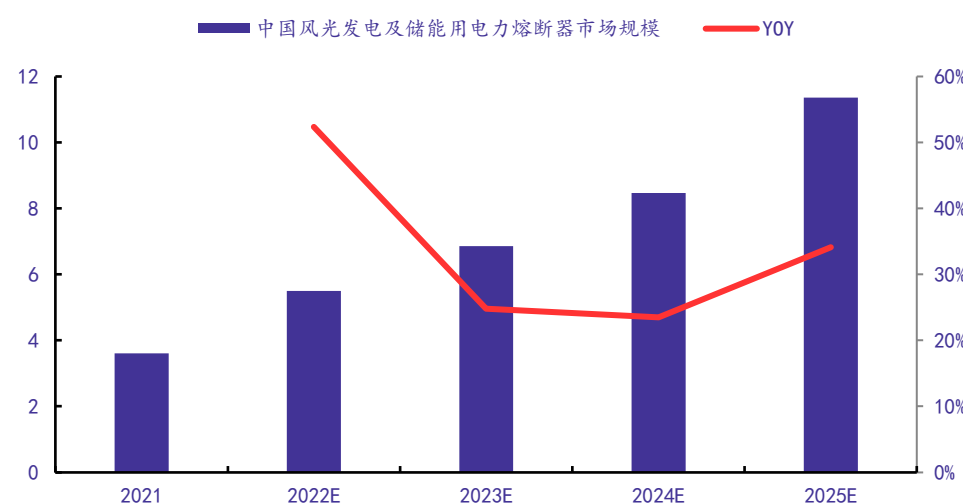
■ 预计全球/中国风光发电及储能用电力熔断器市场规模在2025年可达29.55亿元/11.36亿元，2021-2025年CAGR为28.41%/33.20%。全球新能源发电市场处于繁荣期，市场潜力巨大，叠加政策补贴支持，预计未来仍将保持快速扩容状态，预计2025年全球/中国光伏新增装机容量为505GW/200GW，风电新增装机容量为200GW/95GW；储能新增装机容量为80GW/25GW。参考公司招股说明书，预计电力熔断器金额未来保持小幅度年降。基于以上假设，我们预计全球/中国风光发电及储能用电力熔断器市场规模在2025年可达29.55亿元/11.36亿元，2021-2025年CAGR为28.41%/33.20%。

图：全球风光发电及储能用电力熔断器市场规模预测（亿元）



资料来源：中国产业经济信息网，国家能源局，中国化学与物理电源行业协会储能应用分会，工信部，中国光伏行业协会，中电联，公司公告，中国银河证券研究院

图：中国风光发电及储能用电力熔断器市场规模预测（亿元）

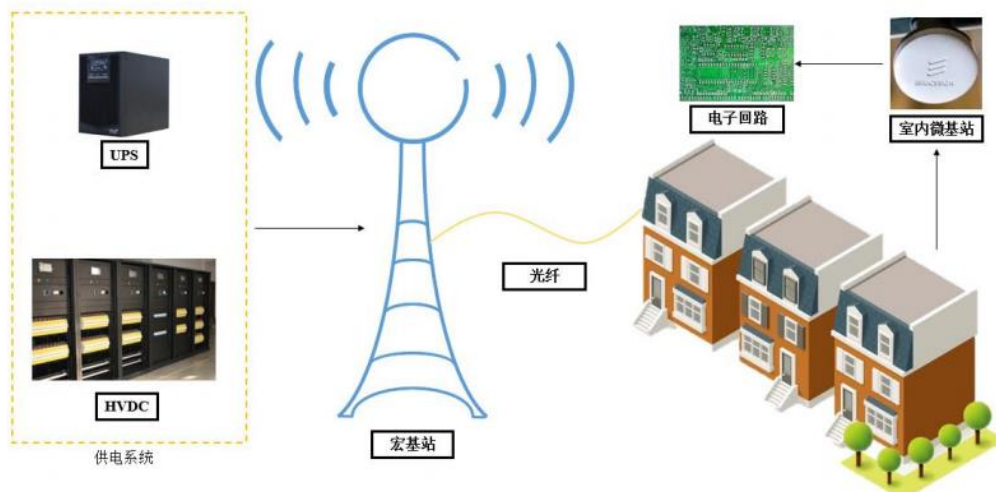


资料来源：GWEC, CWEA, TrendForce, 工信部，公司公告，中国银河证券研究院

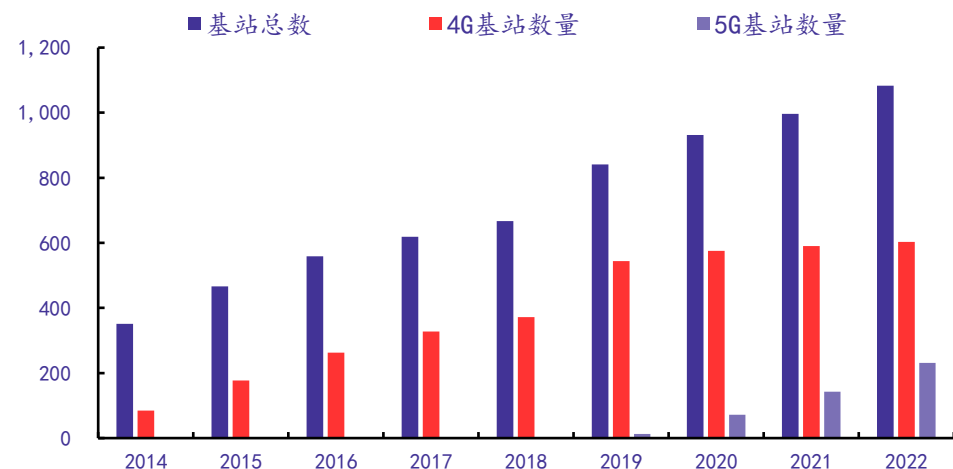
# 熔断器应用③5G应用为通信市场带来二次爆发，熔断器配套需求增长

- 5G网络建设推动通信基站继续保持高速增长。据工信部数据，截止2022年底，我国现有移动通信基站1083万个，全年净增87万个，其中5G基站增长89万个，总数达231万个，占比21.33%，同比增长6.97pct。
- 熔断器主要对宏基站中的供电系统进行保护，对微基站中的电子回路进行保护。据公司招股说明书，单个宏基站一般应用电力熔断器约6-10只、应用电子熔断器6-10只，所用熔断器金额约为160-170元；单个微基站一般应用电子熔断器约10-20只，所用熔断器金额约为15-30元，微基站的数量约为宏基站的2-3倍，据此测算2022年国内通信市场熔断器需求规模约为0.5-0.7亿元。

图：熔断器对供电系统和电子回路进行保护



图：5G基站在新建基站中贡献度提升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

资料来源：工信部，中国银河证券研究院

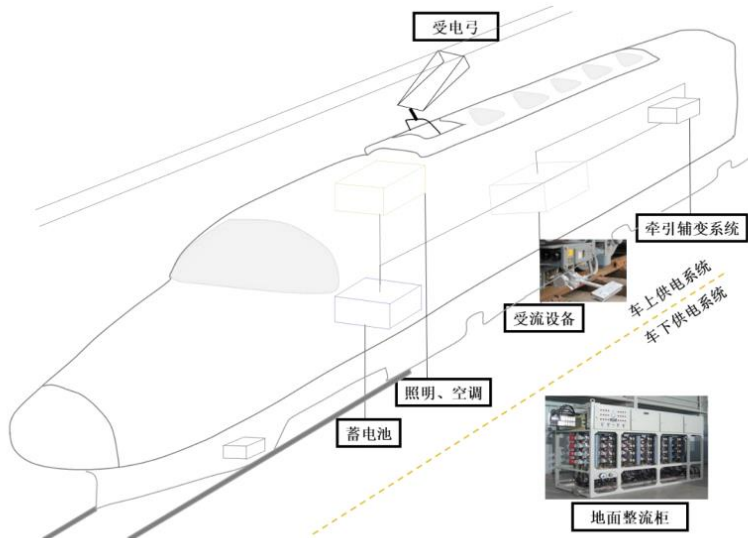
# 熔断器应用④交通强国建设稳步推进，轨道交通行业获得高度重视

■ 交通强国建设计划为稳步推进，轨道交通是建设现代化城市的重要基础，获得政策高度重视。

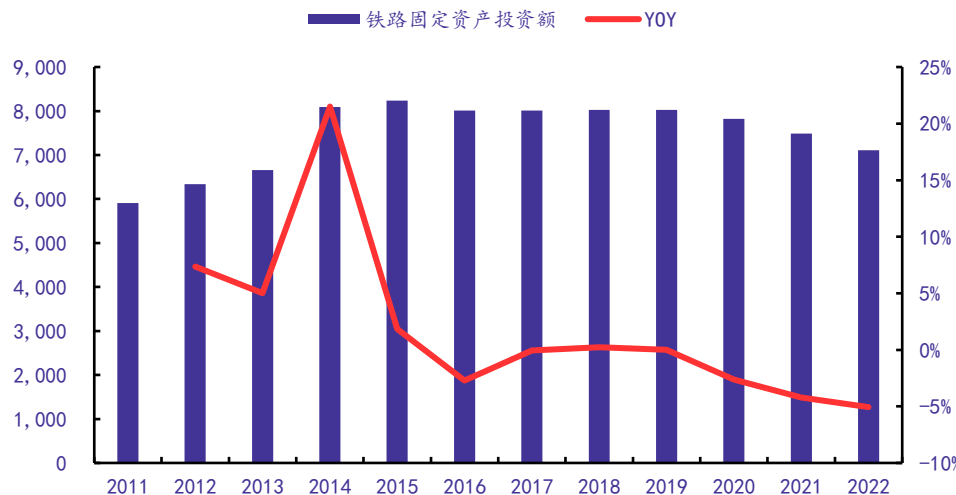
《交通强国建设纲要》要求，到2035年，我国基本建成交通强国，现代化综合交通体系基本形成，拥有发达的快速网、完善的干线网、广泛的基础网，城乡区域交通协调发展达到新高度；基本形成“全国123出行交通圈”（都市区1小时通勤、城市群2小时通达、全国主要城市3小时覆盖）。

■ 轨道交通领域熔断器主要应用于对车上和车下供电系统进行保护。轨道交通配套熔断器项目对产品安全性要求极高，验证周期长、成本高，形成较高准入门槛，竞争格局更优，项目制下毛利率稳定，但主要由国际厂商占据，国产替代空间较大。

图：熔断器应用于轨道交通车上及车下供电系统保护



图：铁路固定资产投资额（亿元）



### 三、核心客户群基础坚实，产能扩张释放业绩潜力

# 产品性能领先竞品，比较优势明显

■ **核心产品性能领先竞品，得到下游客户广泛认可。**公司产品具有明显的比较优势，体现在同等尺寸下额定电流可选择范围、额定电压、可靠性等多方面的性能优势，在头部客户技术进步与产品开发的过程中能够更好满足其特定需求，因此得到客户和市场的认可。另外，公司在开发周期上领先外资品牌，可达3-6个月开发新品、6-12个月批量交付，在拓展新项目、新客户、新市场方面享有速度优势。

表：公司核心产品竞争优势

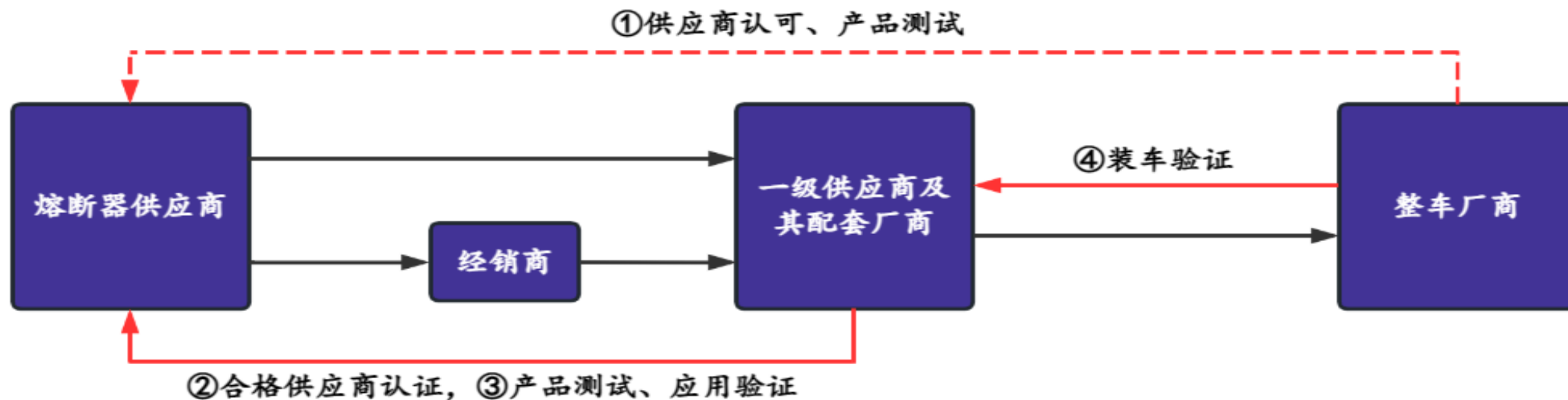
应用细分市场	重点客户/整车终端客户	公司典型产品	与竞品性能对比情况/客户或终端用户应用情况
新能源汽车	上汽乘用车、吉利汽车	RS309-MD-EV 系列	同等尺寸下，与竞品相比，公司该系列产品额定电流可选择范围更大，过载及冲击电流耐受能力更强
	宁德时代、北汽新能源、比亚迪汽车、上汽乘用车、德尔福、联合汽车电子、奇瑞新能源、长安新能源、广汽新能源等	EV315-L/M-3E/3EB 系列	同等尺寸下，与竞品相比，公司该系列产品额定电压更高、分断能力更大、可覆盖更多应用场景
新能源光伏	特斯拉	RS309-MF-14LB63A	与竞品相比，公司该产品可靠性更高，机械结构强度余量充足
	阳光电源、特变电工	PV312 系列	同等尺寸下，与竞品相比，公司该系列产品额定电流可选择范围更大。在更高的系统电感量下，公司该系列产品分断能力更大、覆盖应用场景更广
新能源储能	阳光电源、正泰电源	RS308-PV-5F 系列	同等尺寸下，与竞品相比，公司该系列产品分断能力更大、覆盖应用场景更广；在其他性能同等条件下，公司该系列产品可实现体积更小，节约客户使用成本
	宁德时代、阳光电源	RSZ307-3-RAZ 系列	同等尺寸下，与竞品相比，公司该系列产品分断能力更大，可覆盖更多应用场景、满足储能领域更大的故障电流保护需求
通信	华为、中兴	RT302-00 系列	额定电流范围内，与竞品相比，公司该系列产品体积更小，结构安装形式更灵活，曾获得科技部“科技型中小企业技术创新基金”奖励，目前为国内通信市场主流应用产品系列
轨道交通	庞巴迪、纵横机电	RSZ307-M-EHL2 系列、RSZ307-2-ENL2 系列	综合性能指标完全满足客户应用要求

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

# 电力熔断器行业壁垒高，公司享有先发优势

■ 新能源汽车产业链对认证标准和电力熔断器定制化程度具有高要求，公司已成功进入整车厂产业链，行业地位有望稳步提升。在熔断器行业，整车厂需要进行对供应商的考核评价、产品测试、装车检验等测试，验证周期持续2-3年，对供应商产品质量与资金技术实力提出高要求。同时，不同车型的电池容量、电压等级不同，其所需要的电力熔断器规格不同，需针对每款车型开发出适配的熔断器产品，对公司的技术和定制化服务要求较为严格，因此该行业壁垒较高，逐渐形成头部集中度高的寡头垄断竞争格局，公司自2007年起专注熔断器产品的研发生产，具备先发优势，是目前国内少有的能够满足主机厂认证标准与定制化需求的供应商。

图：熔断器通过动力电池、电控系统及其配套厂商进入整车厂供应链体系



# 较早打入新能源汽车龙头供应链，市占率遥遥领先

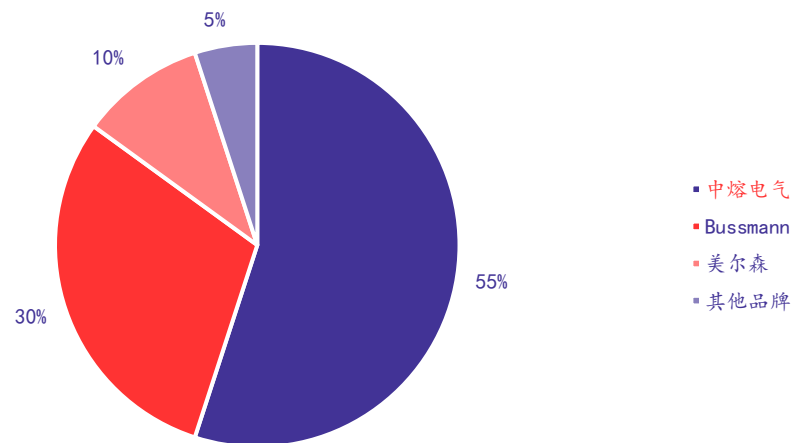
■ 公司在国内新能源汽车市场的熔断器产品市场份额排名第一，较早打入特斯拉、比亚迪、宁德时代等新能源汽车头部企业供应链。据中国电动车百人会的研究报告，2019年公司在新能源汽车用熔断器市场份额达55%，位居行业第一。2015年，公司与宁德时代达成合作，此后先后进入其商用车、乘用车、储能平台供应链；2018年，公司与特斯拉首次建立合作，定点“Model 3 车型电池包高压控制组件用熔断器”项目，公司与核心客户的密切关系延续至今，受益于核心客户产品放量带来的业绩增长机遇。

图：2019年公司熔断器配套新能源汽车品牌合作情况

整车厂	公司目前合作情况
奔驰	批量供应
宝马	需求沟通
丰田	需求沟通
特斯拉	批量供应
上汽大众	项目定点
上汽集团	批量供应
比亚迪汽车	批量供应
北汽新能源	批量供应
吉利汽车	批量供应
蔚来	需求沟通
广汽新能源	批量供应
奇瑞新能源	批量供应

资料来源：中国电动汽车百人会，公司公告，中国银河证券研究院

图：2019年国内新能源汽车用熔断器市场竞争格局



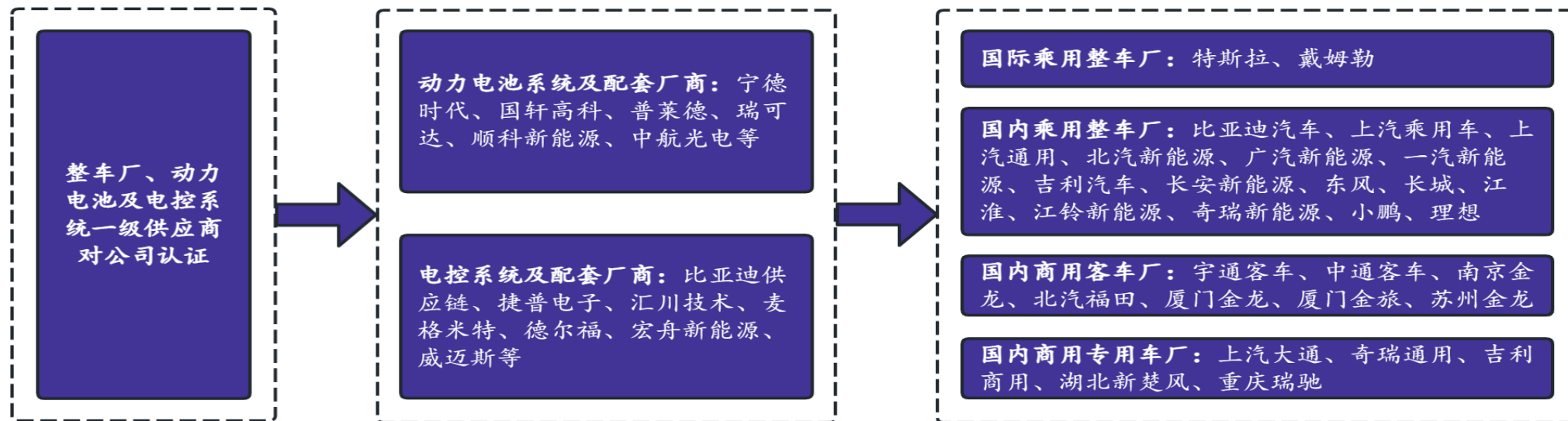
资料来源：中国电动汽车百人会，公司公告，中国银河证券研究院



# 现有客户覆盖国内外知名整车厂商，海外业务潜力十足

- 公司通过动力电池和电控系统进入主机厂供应链，已覆盖国内外众多知名整车厂。公司动力电池系统客户包括宁德时代、国轩高科等头部企业，电控系统下游客户包括比亚迪供应链、捷普电子（特斯拉）、汇川技术等知名企业，通过动力电池及电控系统进入整车厂供应链，目前已经覆盖特斯拉、比亚迪、上汽、广汽等国内外乘用车整车厂和宇通客车、中通客车等国内商用车厂。公司定制化能力强，具备丰富的产品开发经验，可快速满足主机厂需求，随着下游客户的全球化发展战略推进，以及公司逐步深入国际厂商供应链，未来公司海外发展空间广阔。

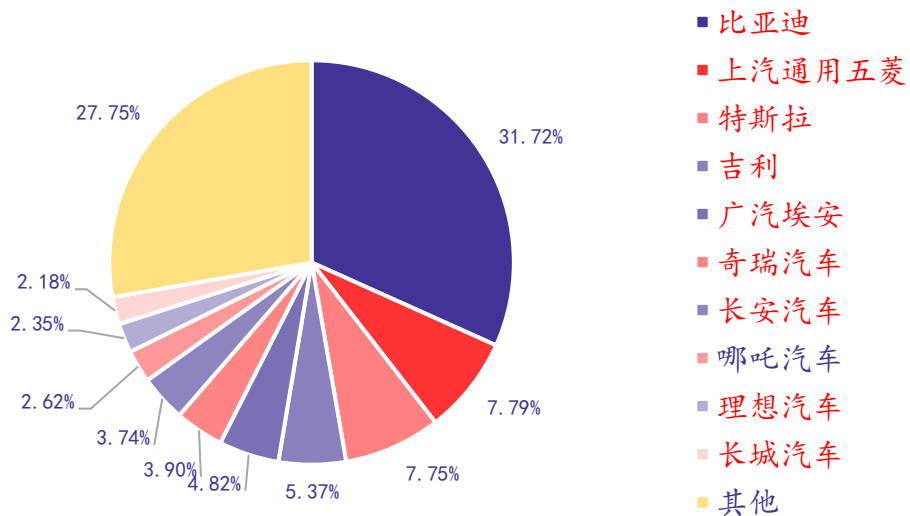
图：公司通过动力电池和电控系统进入国内外知名整车厂供应链



# 新能源汽车行业集中度提升，公司客户群优势有望展现

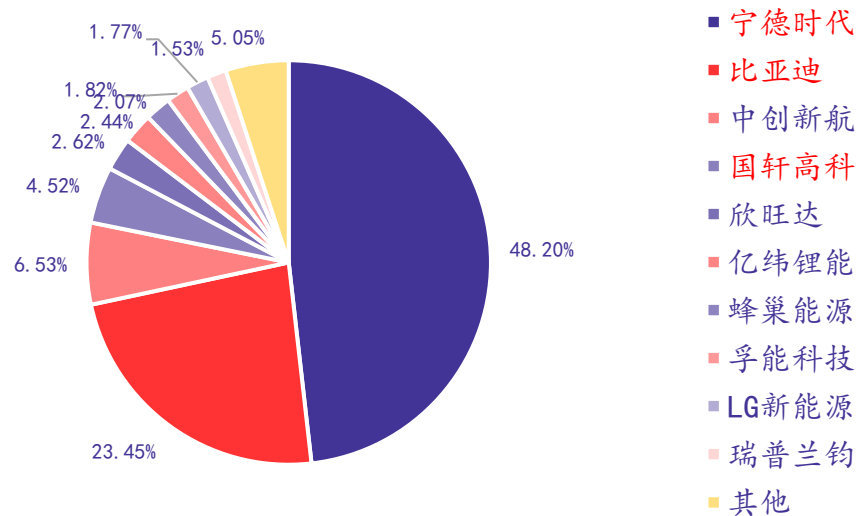
■ 新能源汽车头部效应逐步体现，公司有望伴随核心客户成长，进一步提升行业地位。在新能源汽车业务领域，公司客户群包括以比亚迪、特斯拉为代表的主机厂和以宁德时代、国轩高科为代表的电池供应商。2022年，新能源整车与电池行业集中度继续提升，比亚迪、特斯拉新能源汽车销售合计占比接近40%，其他如上汽通用、奇瑞等主机厂公司也均有供货，宁德时代、比亚迪、国轩高科合计占有超过75%的国内电池装机量份额，头部效应明显。新能源汽车行业龙头企业在技术实力、产品质量、品牌声誉、市场认可度方面均有明显优势，公司较早打入头部企业供应链，建立核心客户群，在新能源汽车行业集中度不断提升的过程中，公司产品销量弹性可观。

图：2022年国内新能源汽车竞争格局



资料来源：乘联会，公司公告，中国银河证券研究院  
备注：标红为公司客户

图：2022年国内新能源汽车电池装机量竞争格局



资料来源：公司公告，中国动力电池产业联盟，中国银河证券研究院  
备注：标红为公司客户

# 开发激励熔断器有望提高单车价值量与毛利率

■ 开发安全性更高的激励熔断器产品，提高单车价值量与毛利率水平。在电力熔断器之外，公司于2019年成功研发激励熔断器，2020年对下游客户宁德时代实现小批量装车。与传统熔断器相比，激励熔断器解决了载流发热和动作速度、保护范围的矛盾，提供了在碰撞情况下，不依据短路电流大小动作的可靠断电方案，公司在未来产能扩充与研发中心建设中将激励熔断器作为重点产品。相比于电力熔断器，激励熔断器在单价与毛利率方面占优，有助于推动公司盈利能力的提升，并以高性能产品构建更牢固的技术护城河。

表：激励熔断器与电力熔断器对比

产品名称	技术参数	产品性能	应用产品	下游客户	产品单价 (2020年)	毛利率 (2020年)
激励熔断器	电流: 350A~400A; 电压: 500V、1000V	动作时间在控制信号发出后<2ms; 在5~6KA 以下, 动作比现有电力熔断器更迅速; 可以主动切断故障电流, 预期发生故障即可保护; 功耗低, <10W	新能源汽车主回路	下游客户主要为宁德时代, 终端用户为戴姆勒	88.70元/只	52.06%
电力熔断器	电流: 400A; 电压: 500V、750V、1000V	分断时间随电流大小变化, 小电流动作时间很长, 5~6KA 下降到 2kA, 其保护速度由5~10ms 增大到超过 1000ms; 且只能在故障电流发生后保护; 功耗大, >30W	新能源汽车主回路	下游客户主要为宁德时代, 国轩等, 终端用户为吉利、上汽等	24.40元/只	44.28%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

注: 上表中选取电力熔断器中与激励熔断器同用于主回路保护的 EV 系列进行对比

# 风光储能产品开发迅速，客户拓展顺利

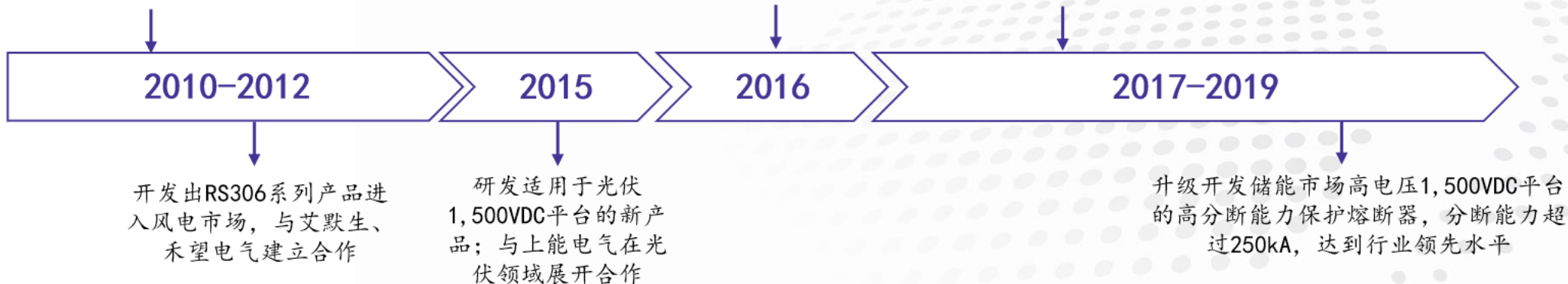
■ 公司产品开发迅速，客户拓展进程顺利。公司在2010-2012年年间开发出适用于光伏1,000VDC平台的RS308-PV、PV312系列产品和风电市场RS306系列产品，2015年研发适用于光伏1,500VDC平台的新产品，2017-2018年开发出RSZ307-1,000VDC进入储能市场，随后升级开发RSZ307-1,500VDC系列产品，产品开发进展迅速。依靠高质量产品，公司在风光发电及储能领域相继与阳光电源、艾默生、上能电气、宁德时代等开展合作，建立了稳定了客户关系。

图：公司自2010年起开始建立风光发电及储能领域合作

开发出适用于光伏1,000VDC平台的RS308-PV、PV312系列产品，进入光伏市场，与阳光电源、特变电工、许继电气等企业建立合作关系

与苏州基钜在光伏领域展开合作

开发出RSZ307-1,000VDC系列，应用于宁德时代储能平台；与禾望电气在风电领域展开合作；与上海辉源在光伏领域展开合作

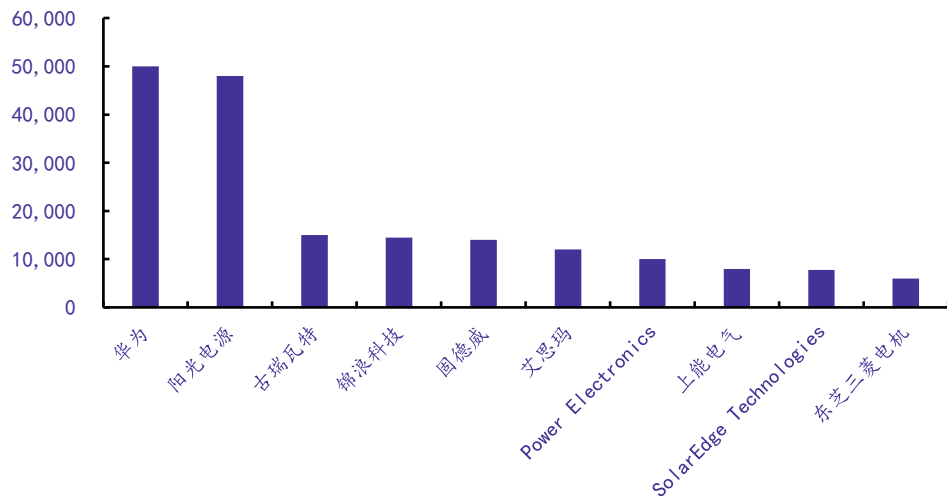


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

# 风光储能市场头部效应明显，公司成功布局大客户

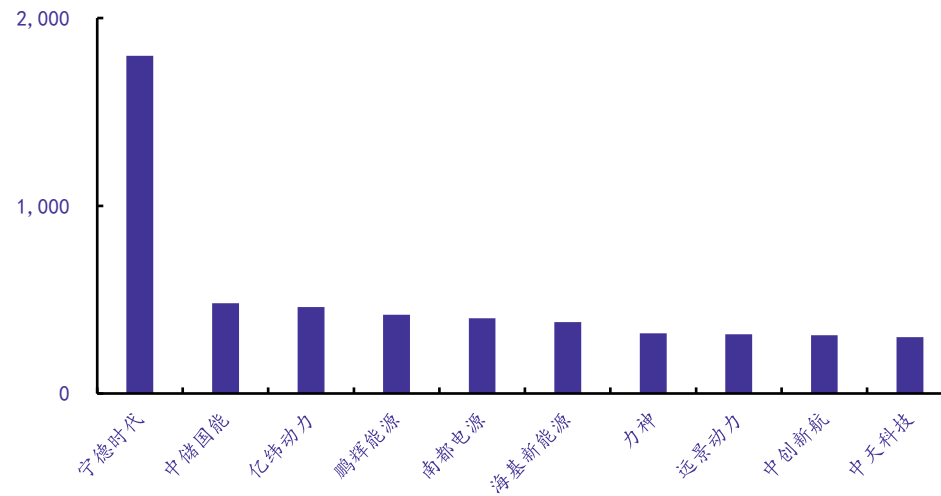
■ 光伏及储能市场竞争头部效应明显，公司已与大客户形成稳定合作。据伍德麦肯兹数据，2021年全球光伏逆变器供应商出货量排行中，华为与阳光电源排名前两名，合计市场份额超过40%，华为与阳光电源均为公司光伏领域核心客户。据CNESA数据，2021年新增投运的新型储能项目装机量排行中，宁德时代以绝对优势排名首位，公司自2015年起与宁德时代在新能源汽车与储能领域陆续展开合作，联系密切，有望受益于宁德时代在储能市场的头部领先优势，产品放量潜力十足。

图：2021年光伏逆变器装机量排行（MWac）



资料来源：Wood Mackenzie，中国银河证券研究院

图：2021年新增投运的新型储能项目装机量排行（Mwh）



资料来源：CNESA，中国银河证券研究院

# IPO融资提升产能及科研实力，激发业绩潜力

■ IPO融资主要用于扩建产能及研发中心建设，项目落地有望兑现业绩潜力。公司于2021年7月在科创板上市，融资资金主要用于智能电气产业基地建设项目、研发中心建设项目和补充流动资金，其中，智能电气产业基地建设项目建成后可新增合计6686.10万只/年的熔断器产能，其中包括圆管熔断器1120.20万只/年、电子类熔断器5200万只/年，圆管熔断器主要应用于新能源汽车和风光发电及储能领域，电子类熔断器可应用于新能源汽车低压保护及充电桩，均属于公司战略性重点布局领域。预计该项目建成后可在正常年增加营业收入3.89亿元，增加年税后利润0.79亿元，经济效益显著，有望助力公司挖掘业绩潜力。

图：公司募集资金主要用于产能扩张与提升研发能力

项目名称	项目投资总额 (万元)	建成后新增产能
智能电气产业基地 建设项目	22448.40	圆管熔断器 1120.20万只/年
		方体熔断器 163.50万只/年
		激励熔断器 100万只/年
		电子类熔断器 5200万只/年
		底座及其他产品 102.40万只/年
		合计 6686.10万只/年
研发中心建设项目	3784.65	-
补充流动资金	10000.00	-
合计	36233.05	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：公司现有产能利用率高，产能扩张提升营收规模

指标	单位	数据和指标
年营业收入（正常年）	万元	38,897.50
年利润总额（正常年）	万元	9,345.83
所得税（正常年）	万元	1,404.87
年税后利润（正常年）	万元	7,943.95
资本金净利润率	%	30.26%
财务内部收益率	%	26.24%
所得税前 现金流量	万元	19,622.36
投资回收期（含建设期2年）	年	6.09
财务内部收益率	%	23.07%
所得税后 现金流量	万元	14,722.43
投资回收期（含建设期2年）	年	6.48
盈亏平衡点（生产能力利用率）	%	39.14%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

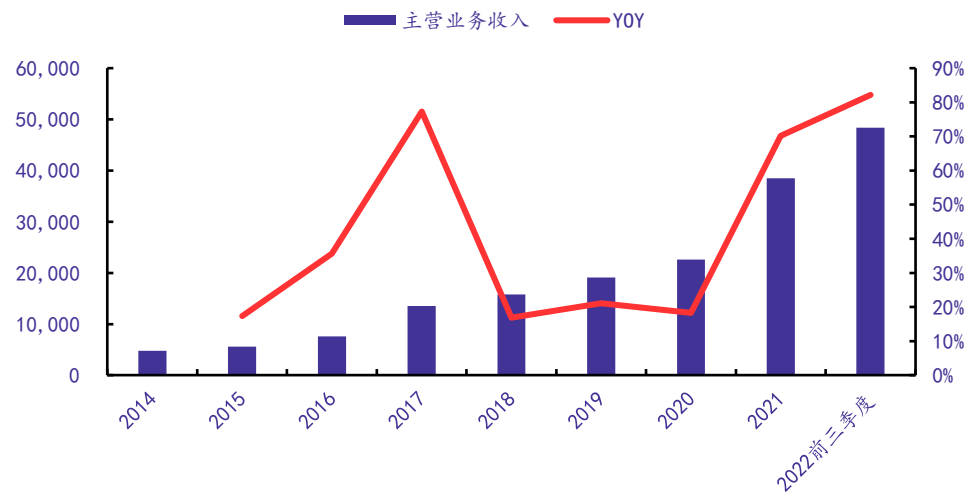
## 四、盈利能力稳步向好，产能稳步有序提升



# 紧跟新能源市场发展趋势，业绩飞速提升

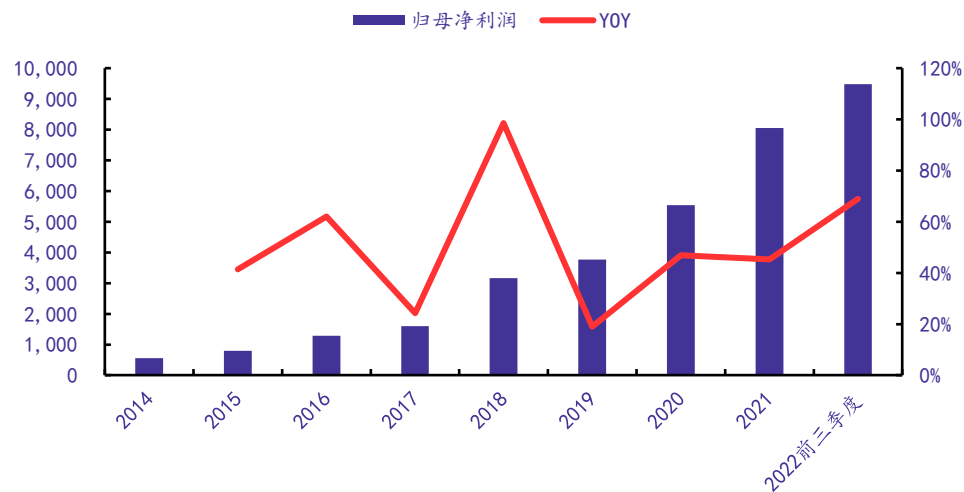
■ 受益于新能源市场快速扩容，公司近两年业绩得到飞速发展。2022年前三季度，公司实现营业收入4.84亿元，同比+82.18%，在2021年取得靓丽表现后增速再上新台阶。自2021年以来，新能源汽车与风力光伏发电及储能快速扩容，公司充分受益于新能源汽车销量、风电光伏装机量的快速提升所带来的熔断器产品需求上涨，业绩表现亮眼。2022年前三季度，公司实现归母净利润0.95亿元，同比+68.91%，增速处于不断提升态势，上涨幅度不及营收的主要原因在于上游铜、银等原材料价格上涨造成的成本压力抬升。

图：公司主营业务收入（万）近两年飞速提升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：公司归母净利润（万）近两年保持高速增长



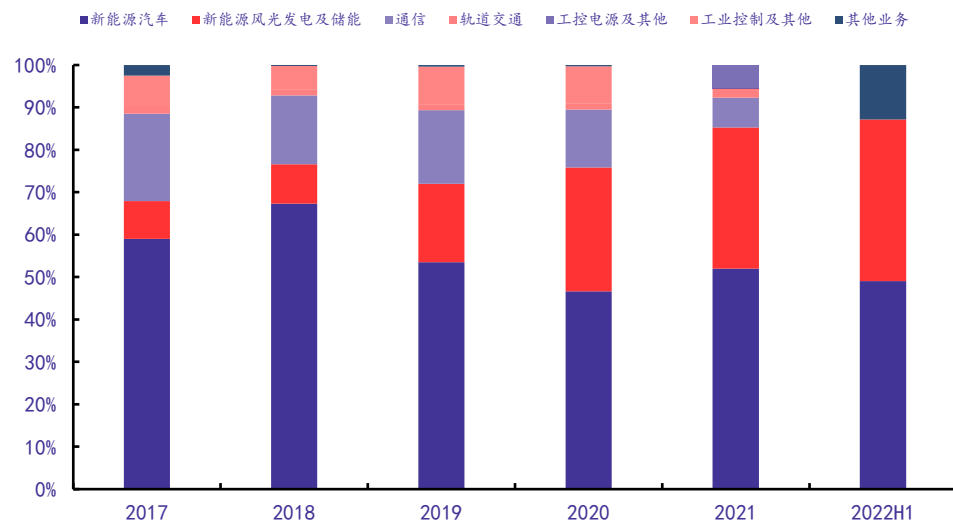
资料来源：Wind，中国银河证券研究院



# 电力熔断器贡献核心收入，新能源属性纯粹

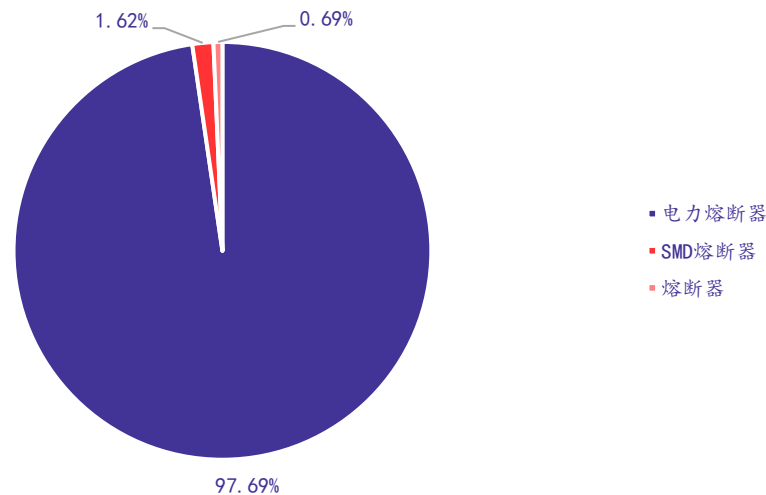
■ 新能源业务占比提升至85%以上，电力熔断器是公司核心产品。2022年H1，公司业务收入中新能源汽车相关业务展播49.04%，新能源风光发电及储能相关业务占比38.11%，合计占比87.15%，同比2021年提升4.97pct，主要系新能源行业扩容带来的业务增长机遇。2022年H1，公司业务产品中电力熔断器贡献了97.69%，是公司最核心的产品，也是新能源业务领域中主要应用的产品种类，预计未来公司仍将以电力熔断器为核心，重点布局新能源汽车与风光发电及储能领域。

图：新能源业务收入占比提升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：电力熔断器为公司核心业务产品

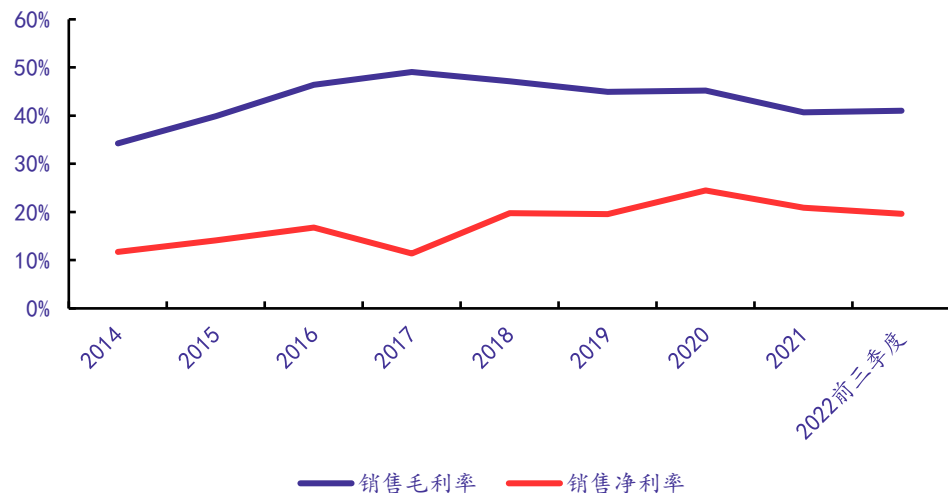


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

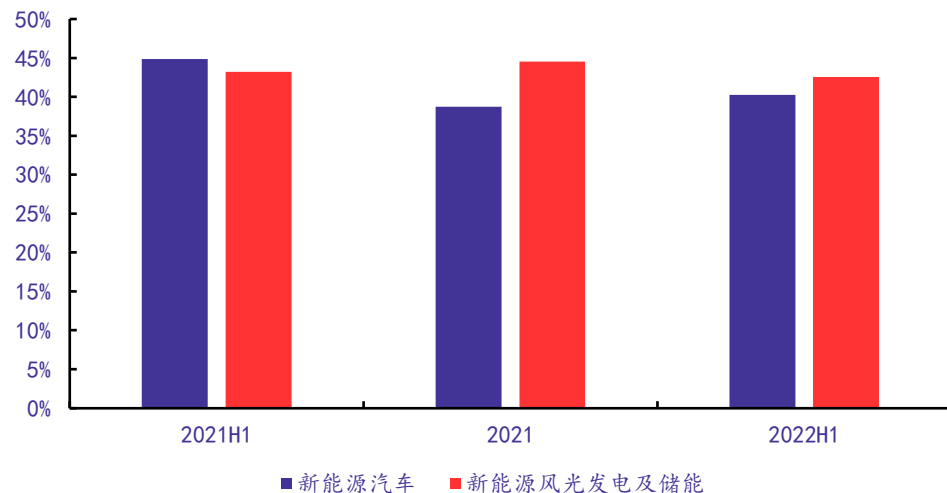
# 毛利率水平较高，新能源汽车配套产品毛利率改善明显

■ 原材料价格上涨抬升成本压力，新能源汽车配套产品毛利率回升显著。2022年前三季度，公司毛利率为41.01%，同比下滑1.43pct，净利率为19.59%，同比下滑1.54pct，毛利率与净利率下滑幅度基本一致，主要是由于铜、银等原材料价格上涨造成的成本压力抬升，公司熔断器产品的材料成本占总成本比重超过70%，是影响毛利率的关键因素。2022年H1，新能源汽车和新能源风光发电及储能业务毛利率分别为40.26%和42.54%，较2021年分别+1.52pct和-1.99pct，新能源汽车业务毛利率回升较为明显。

图：毛利率有所回升，净利率短期承压，但仍能维持高位水平



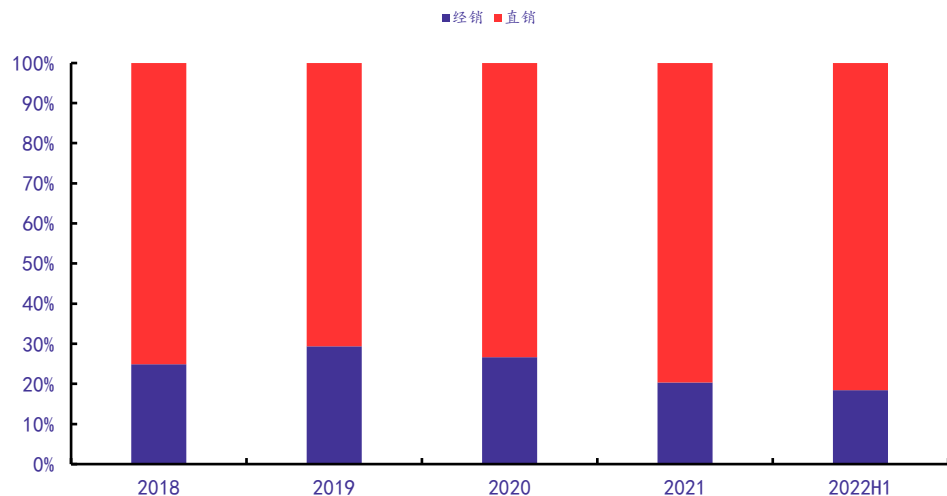
图：新能源汽车配套熔断器毛利率回升明显



# 直销模式收入占比持续提升，进一步呵护毛利率

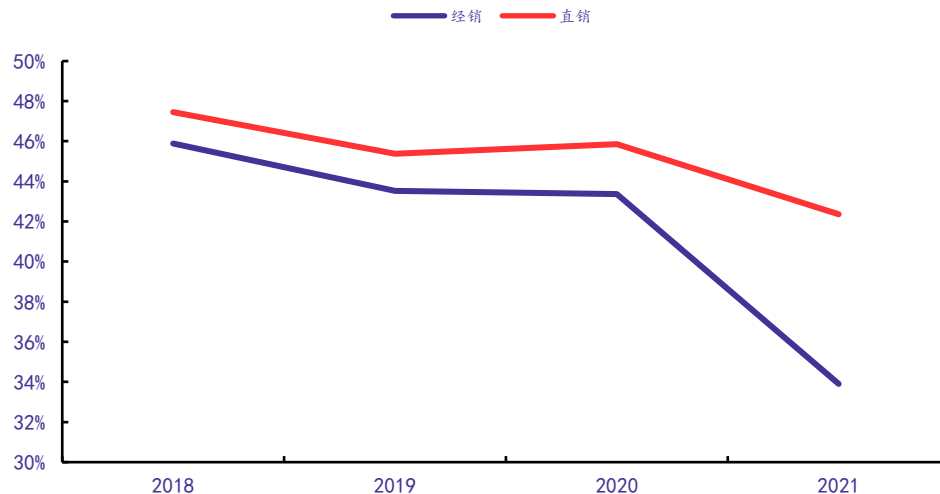
■ **直销模式收入占比持续提升，毛利率韧性更强。**公司采用“直销为主、经销为辅”的销售模式，对重要客户采用直销模式，直接与客户沟通，精准把握、快速响应客户需求，向客户提供优质的应用设计、产品选型、交付速度、技术支持服务。2022年H1，公司直销模式收入占总收入比重为81.61%，较2021年提升1.96pct，2021年直销模式毛利率为42.36%，高于经销模式8.46pct，在原材料价格上涨与客户降价需求双重压力下，直销模式的毛利率韧性更强，直销模式收入占比的上升更有助于未来公司毛利率的稳步上升。

图：直销模式收入占比持续提升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：直销模式能够为公司带来更稳定的盈利水平

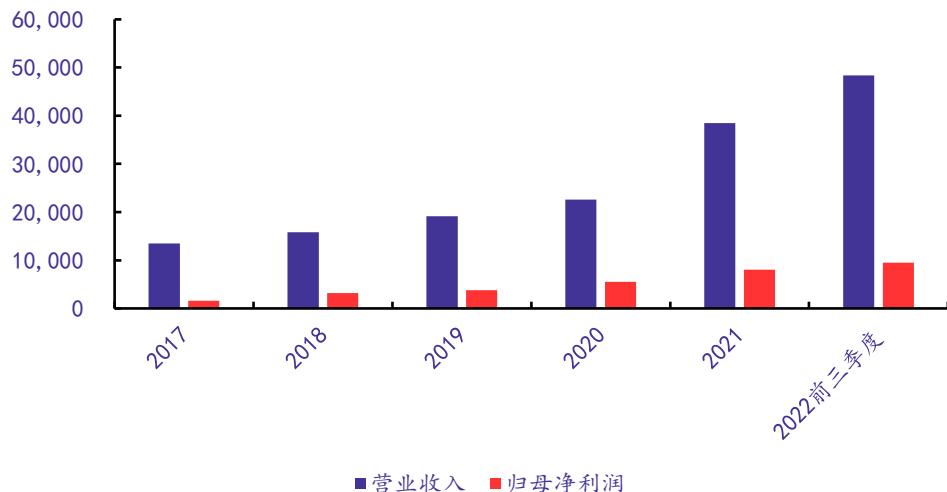


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

# 期间费用率持续优化，助力业绩释放

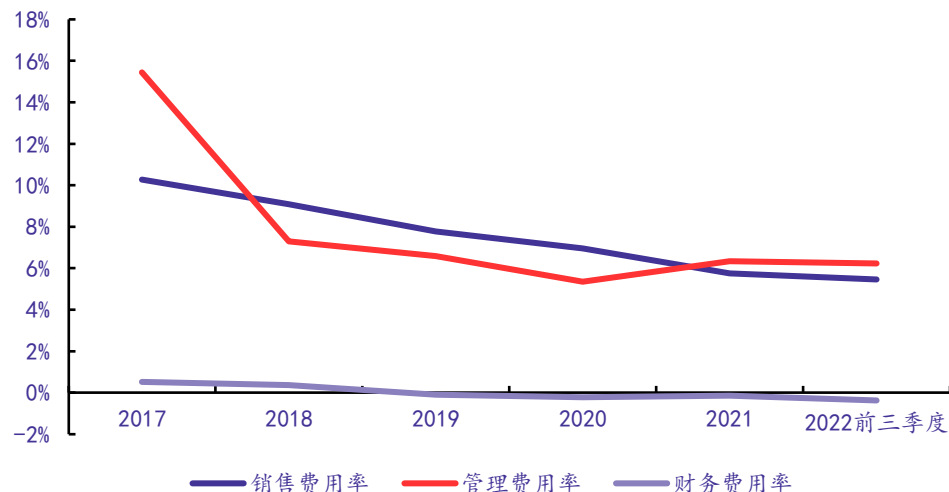
■ 新能源市场爆发推动公司营利齐升，期间费用率持续优化带来业绩高景气度。2022年前三季度，公司实现营业收入4.84亿元，同比+82.18%，实现归母净利润0.95亿元，同比+68.91%，主要系新能源汽车及风光发电和储能市场爆发式增长推动。2017-2022年，公司期间费用率持续优化，2022年前三季度，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为5.46%/6.23%/-0.37%，同比分别-1.43pct/-0.22pct/-0.18pct，公司产品质量位居行业前列，核心客户群稳定，销售费用端支出持续减少，市场地位稳固，另外内部管理结构的持续优化也推动管理费用率快速下行。

图：公司营收及归母净利润快速增长（万元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：公司期间费用率持续优化

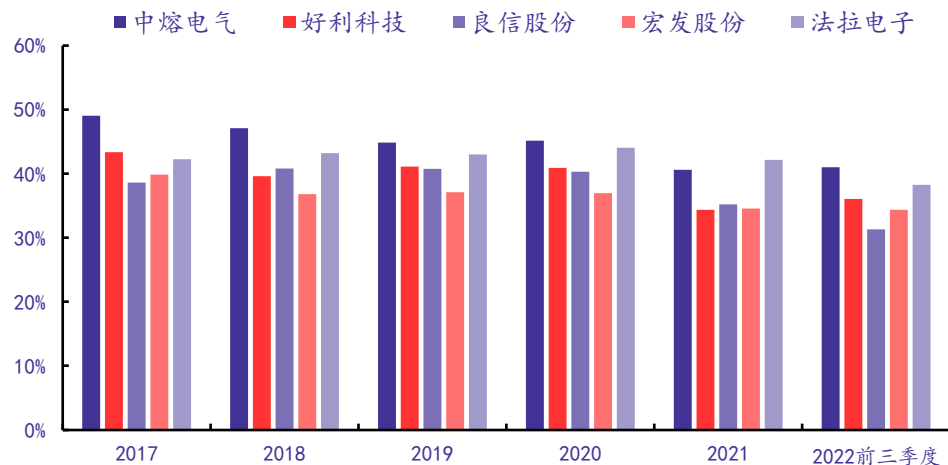


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

# 毛利率领先可比公司，净利率处于行业中上游

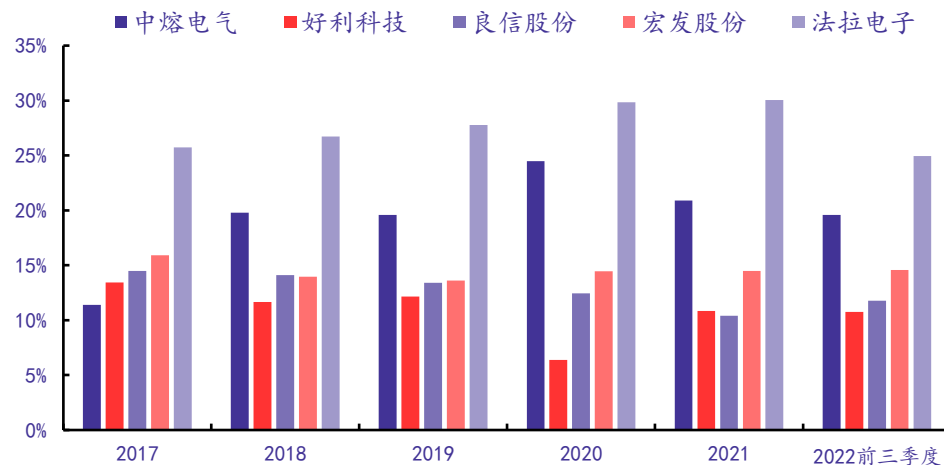
■ 毛利率较可比公司具有明显领先优势，净利率处于行业中上游水平。公司生产工艺先进，技术实力出色，在毛利率方面领先于可比公司，2022年前三季度，公司毛利率（41.01%）高于可比公司好利科技（36.08%）、良信股份（31.32%）、宏发股份（34.36%）、法拉电子（38.26%）。净利率方面，公司2018年净利率大幅提升至20%左右高位，超越除法拉电子外的其余可比公司，目前维持行业中上游位置，2022年前三季度，公司净利率（19.59%）高于可比公司好利科技（10.75%）、良信股份（11.78%）、宏发股份（14.57%），仅低于法拉电子（24.94%）。

图：公司毛利率领先可比公司



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：公司净利率处于行业中上游

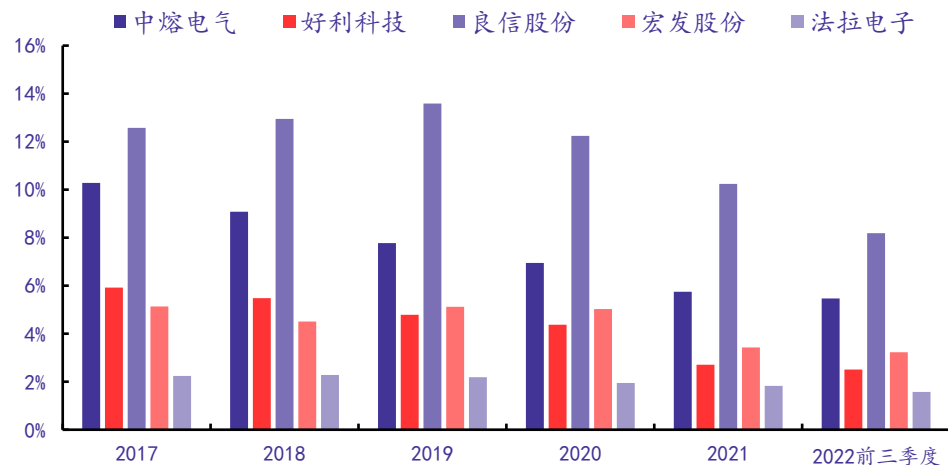


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

# 期间费用率水平处于行业中游，仍有优化空间

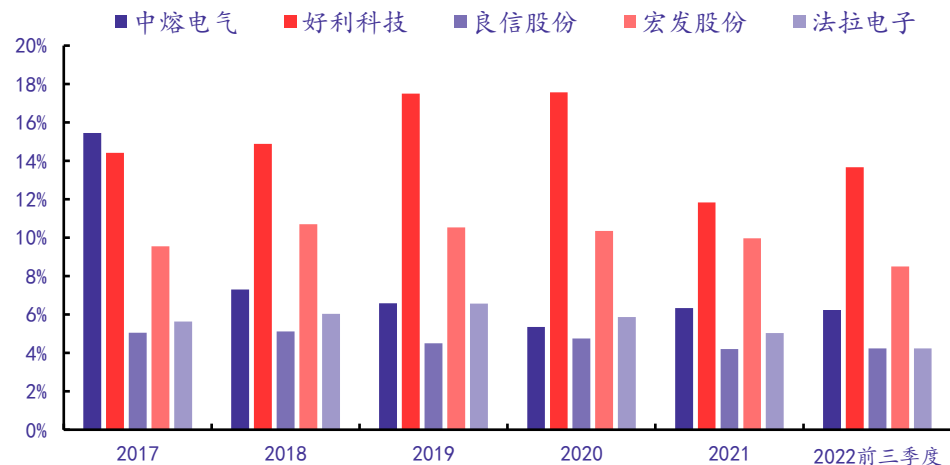
■ 期间费用率处于可比公司中游水平，未来仍具备进一步下行空间。2022年前三季度，公司销售费用率（5.46%）低于可比公司良信股份（8.19%），但高于可比公司好利科技（2.51%）、宏发股份（3.23%）和法拉电子（1.58%），伴随公司产能扩充，未来产品销售规模的扩大有望进一步提高公司的议价能力，销售费用率仍有进一步下行空间。公司管理费用率（6.23%）低于可比公司好利科技（13.66%）和宏发股份（8.50%），高于可比公司良信股份（4.23%）和法拉电子（4.24%），处于行业中游水平，公司未来五年将继续摊销股权激励费用，预计管理费用率波动中改善。

图：公司销售费用率仍有下行空间



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：公司管理费用率预计波动中改善

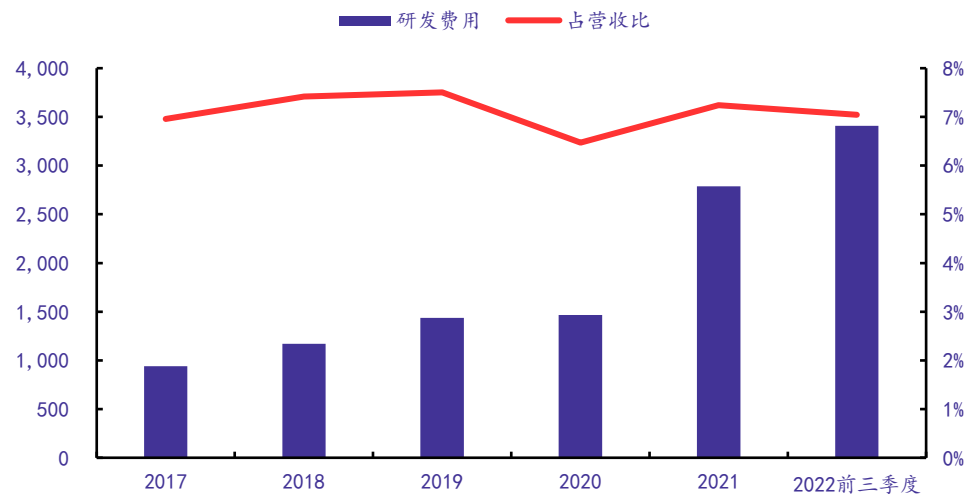


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

# 研发投入与业绩同步增长，大力引进优秀研发人才

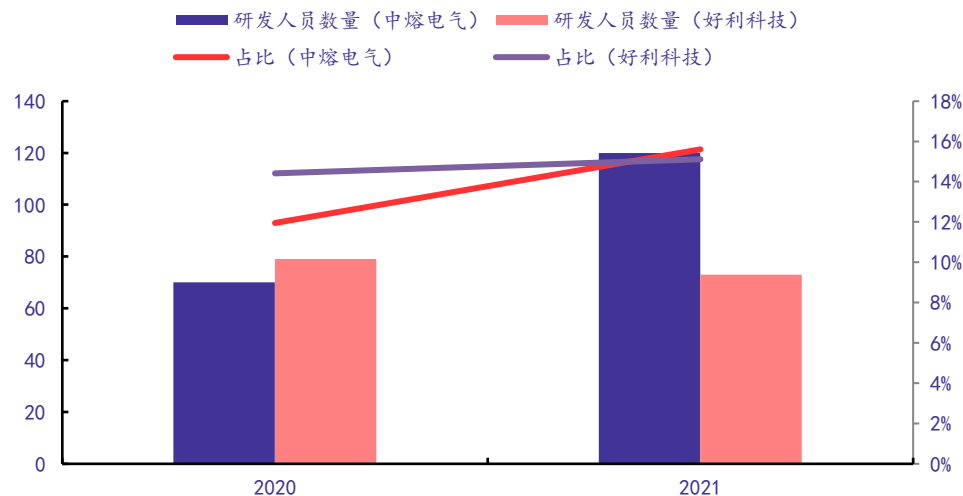
■ 研发费用占营收比保持稳定，研发人员数量增长迅速。2022年前三季度，公司研发费用为0.34亿元，同比增长82.10%，占营收比重为7.05%，同比持平，近年来公司研发投入增速与营收基本保持一致，公司密切关注新能源市场需求的快速变化，并依靠研发能力实现产品竞争力的提升与单车价值量的增长。2021年公司研发人员数量达120人，同比+71.43%，占总员工比重为15.60%，同比+3.65pct，研发人员占比高于同业竞争对手好利科技，公司持续引进优秀研发人才，支撑公司保持市场领先的科研实力与技术水平。

图：公司重视科技研发，投入水平较为稳定



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：公司积极引进研发人才

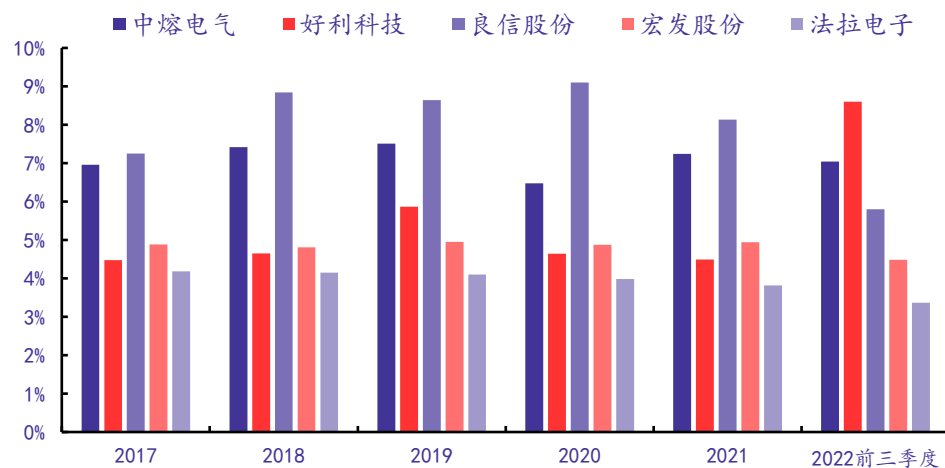


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

# 专利数量领先同业制造商，夯实技术领先优势

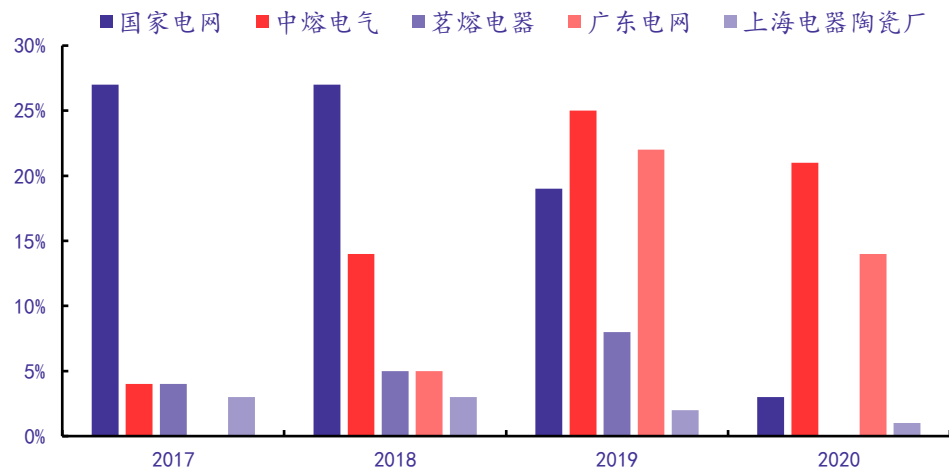
■ 公司研发投入力度在行业处于中上游水平，专利数量在近年来大幅领先同业制造商。2022年前三季度，公司研发费用率（7.05%）高于可比公司良信股份（5.80%）、宏发股份（4.48%）和法拉电子（3.36%），仅低于好利科技（8.60%），研发投入力度较高。公司重视研发，近年来专利数量快速提升，根据公司招股说明书，2019和2020年，公司在熔断器产品中分别取得专利授权25件和21件，在熔断器制造商中排名第一。此外，熔体结构的设计能力及水平是熔断器技术性能的核心因素，是熔断器专业生产制造商技术水平先进性的集中体现，目前与熔体结构相关的有效专利数量为12项，其中公司拥有10项，核心技术处于国内优势领先地位。

图：公司研发投入力度处于行业中上游



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：公司熔断器专利授权数量领先其他制造商



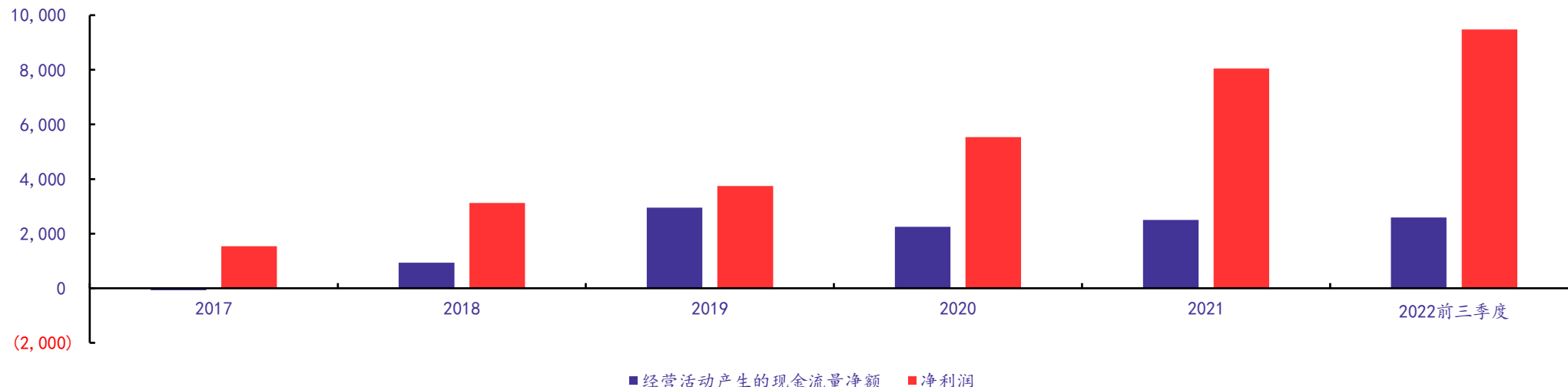
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院



# 经营性现金流较为稳健，符合公司业务扩张需求

■ 经营性现金流较为稳健，符合公司业务扩张需求。2018-2022年前三季度，公司经营性现金流量净额分别为0.09亿元、0.29亿元、0.23亿元、0.25亿元、0.26亿元，公司经营性先进流量净额与净利润的差异主要来源于固定资产折旧、存货、经营性应收项目和经营性应付项目的变动，近两年新能源市场呈现高速发展趋势，公司产品需求量快速提升，对原材料的提前备货以及疫情期间客户回款的延迟造成经营性现金流量净额低于净利润，但公司销售政策、采购政策、信用政策未发生重大变化，现金流情况总体稳健，预计未来不会对公司正常经营造成负面影响。

图：公司经营性现金流情况稳健（万）

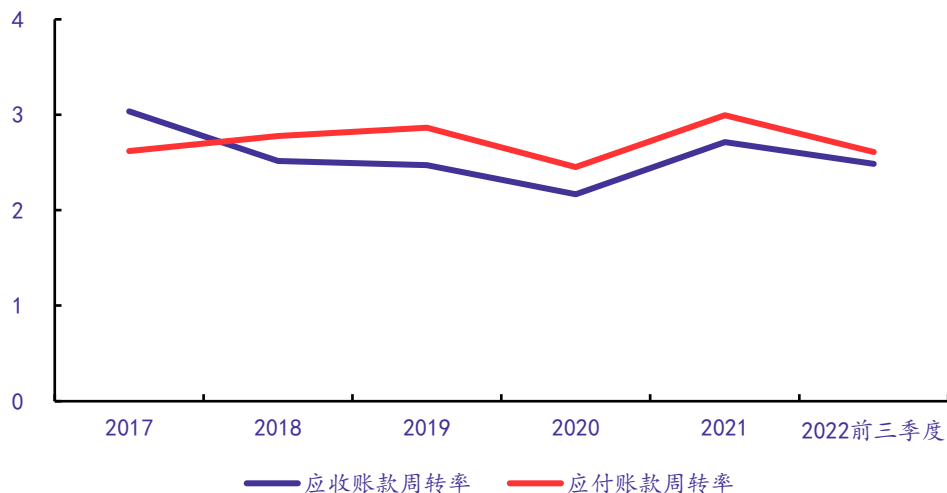


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

# 应收/应付账款周转情况良好，资产负债率短期上行

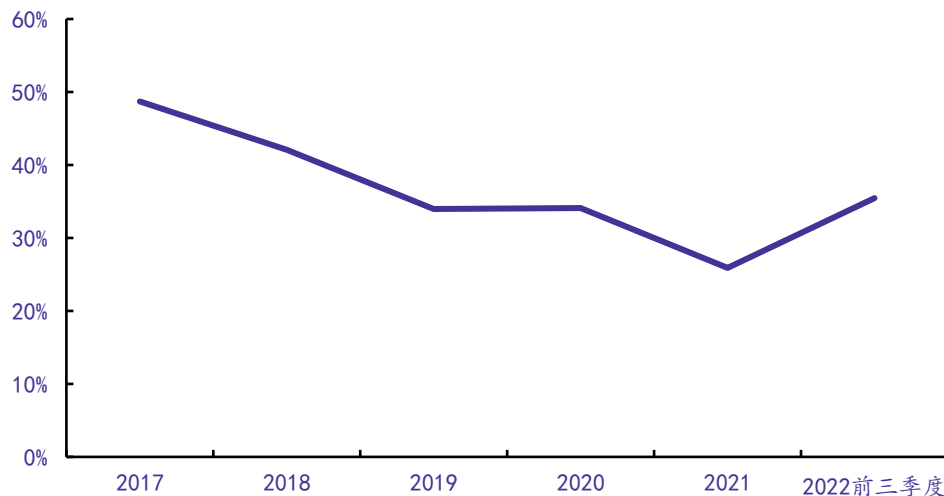
■ 公司应收/应付账款周转情况良好，资产负债率小幅上行。2017-2022年前三季度，公司应收/应付账款周转率在2.5-3次波动，公司对应收/应付账款管理妥当，未出现因重大不利变化造成的营运资金紧张和坏账损失风险。2021年公司成功IPO上市，资产负债率大幅降低至2021年末的25.88%；2022年三季度末，公司资产负债率上行至35.47%，主要系公司为扩大产品销售规模提前备货造成的流动负债提升所致。公司资产负债率虽有所上升，但绝对值水平仍较低，在公司未来业务扩张的背景下，助力公司高质量、可持续发展。

图：公司应收/应付账款周转率在2.5-3次波动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：公司资产负债率小幅上行，但绝对值水平低



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

# 五 盈利预测与风险提示

# 投资建议与盈利预测

■ 公司是国产熔断器龙头，技术水平和核心指标在行业内处于领先水平，市占率遥遥领先。在国家“双碳”政策实施推进的过程中，新能源汽车、光伏、风电、储能等行业飞速发展为公司产品下游需求起到了强有力的支撑作用，公司深度绑定各细分行业龙头企业，产能扩张将进一步释放业绩弹性。结合公司基本面和业绩预告，我们预计2022-2024年公司营业收入分别为7.06亿元、11.87亿元、17.52亿元，归母净利润分别为1.46亿元、2.46亿元、3.58亿元，EPS分别为2.20、3.72、5.41元每股，对应PE分别为60.70、35.82、24.64倍，给予“推荐”评级。

表：公司盈利预测表

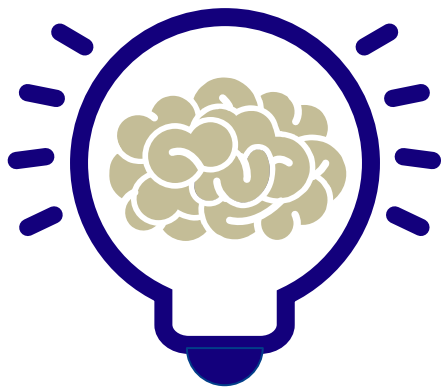
		2021A	2022E	2023E	2024E
新能源汽车	营业收入（百万元）	200.19	400.38	680.64	1,020.96
	YOY	-	100.00%	70.00%	50.00%
	毛利率	38.74%	40.50%	40.20%	40.00%
新能源风光发电及储能	营业收入（百万元）	128.03	243.26	437.87	656.80
	YOY	-	90.00%	80.00%	50.00%
	毛利率	44.53%	42.50%	42.20%	42.00%
其他	营业收入（百万元）	56.70	62.24	68.72	74.48
	YOY	-	9.78%	10.40%	8.39%
	毛利率	-	40.00%	39.50%	39.00%
合计	营业收入（百万元）	384.92	705.98	1187.23	1752.25
	YOY	70.14%	83.41%	68.17%	47.59%
	归母净利润（百万元）	80.48	145.57	246.63	358.64
	YOY	45.30%	80.88%	69.43%	45.41%
	EPS（元）	1.21	2.20	3.72	5.41
	PE	109.79	60.70	35.82	24.64

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

# 盈利预测

表：公司盈利预测表与主要财务指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	786.65	1014.04	1502.99	2010.85	营业收入	384.92	705.98	1187.23	1752.25
现金	78.48	-205.62	-71.79	-251.42	营业成本	228.49	415.44	701.69	1038.96
应收账款	160.51	420.63	562.31	832.45	营业税金及附加	1.92	4.24	5.34	7.89
其它应收款	1.47	79.72	-28.08	124.27	营业费用	22.14	38.48	64.11	92.87
预付账款	4.72	7.83	13.89	20.54	管理费用	24.40	43.77	74.80	112.14
存货	115.98	166.01	323.84	404.74	财务费用	-0.53	0.00	0.00	0.00
其他	425.49	545.47	702.83	880.27	资产减值损失	-2.09	-0.12	-0.16	-0.10
非流动资产	189.27	247.68	323.61	408.46	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	3.24	7.06	14.25	21.03
固定资产	33.35	44.54	60.94	71.39	营业利润	80.20	161.74	274.04	398.49
无形资产	12.39	16.31	21.74	25.06	营业外收入	11.38	0.00	0.00	0.00
其他	143.52	186.83	240.92	312.00	营业外支出	0.98	0.00	0.00	0.00
资产总计	975.91	1261.72	1826.60	2419.31	利润总额	90.60	161.74	274.04	398.49
流动负债	251.98	431.99	750.23	984.31	所得税	10.13	16.17	27.40	39.85
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	80.48	145.57	246.63	358.64
应付账款	95.68	203.98	307.43	426.14	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	156.30	228.01	442.80	558.16	归属母公司净利润	80.48	145.57	246.63	358.64
非流动负债	0.59	0.59	0.59	0.59	EBITDA	86.89	155.04	265.01	383.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.21	2.20	3.72	5.41
其他	0.59	0.59	0.59	0.59					
负债合计	252.57	432.58	750.83	984.90	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	70.14%	83.41%	68.17%	47.59%
归属母公司股东权益	723.34	829.14	1075.77	1434.41	营业利润	46.47%	101.67%	69.43%	45.41%
负债和股东权益	975.91	1261.72	1826.60	2419.31	归属母公司净利润	45.30%	80.88%	69.43%	45.41%
					毛利率	40.64%	41.15%	40.90%	40.71%
					净利率	20.91%	20.62%	20.77%	20.47%
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2033E	2024E	ROE	11.13%	17.56%	22.93%	25.00%
经营活动现金流	25.07	-192.62	200.73	-109.82	ROIC	9.35%	16.78%	21.71%	23.65%
净利润	80.48	145.57	246.63	358.64	资产负债率	25.88%	34.28%	41.11%	40.71%
折旧摊销	10.55	0.15	5.11	6.00	净负债比率	34.92%	52.17%	69.79%	68.66%
财务费用	0.51	0.00	0.00	0.00	流动比率	3.12	2.35	2.00	2.04
投资损失	-1.80	-7.06	-14.25	-21.03	速动比率	1.92	1.52	1.31	1.43
营运资金变动	-68.21	-331.48	-36.88	-453.41	总资产周转率	0.39	0.56	0.65	0.72
其它	3.54	0.21	0.11	-0.01	应收帐款周转率	2.40	1.68	2.11	2.10
投资活动现金流	-378.53	-51.71	-66.91	-69.81	应付帐款周转率	4.02	3.46	3.86	4.11
资本支出	-141.53	-58.77	-81.15	-90.84	每股收益	1.21	2.20	3.72	5.41
长期投资	-238.80	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.38	-2.91	3.03	-1.66
其他	1.80	7.06	14.25	21.03	每股净资产	10.91	12.51	16.23	21.64
筹资活动现金流	396.24	-39.77	0.00	0.00	P/E	109.79	60.70	35.82	24.64
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	12.21	10.66	8.21	6.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	115.15	58.33	33.62	23.70
其他	396.24	-39.77	0.00	0.00	PS	22.95	12.52	7.44	5.04
现金净增加额	42.52	-284.10	133.83	-179.63					



- 风电、光伏等行业客户需求不及预期的风险。公司产品广泛应用于新能源产业，其发展速度对公司产品需求有影响。
- 新能源车销量不及预期的风险。新能源车配套产品对公司收入贡献度较高，补贴退坡背景下新能源汽车销量不及预期或影响公司产品销售。
- 原材料价格上涨导致成本抬升的风险。

# 银河汽车团队介绍

分析师：石金漫，汽车行业分析师，香港理工大学理学硕士、工学学士。7年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所、国海证券研究所，2016-2019年多次新财富、水晶球、II上榜核心组员。2022年1月加入中国银河证券研究院，目前主要负责汽车行业小组研究。

分析师：杨策，汽车行业分析师，伦敦国王大学理学硕士，于2018年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事汽车行业研究工作。

## 分析师承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

# 评级标准

## 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

## 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

# 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。





**谢 谢!**

创造财富 担当责任

股票代码：601881.SH 06881.HK