

增持 (维持)

钢研高纳 (300034)

营收加速增长，加快产业布局

2023年05月30日

市场数据

日期	2023-05-29
收盘价(元)	38.34
总股本(百万股)	485.67
流通股本(百万股)	453.29
净资产(百万元)	3,186.91
总资产(百万元)	6,465.33
每股净资产(元)	6.56

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《钢研高纳 2022 三季报点评: 三季度业绩环比提升, 回款加强科研来款增加》2022-10-26

《钢研高纳 2022 中报点评: 成果转化成效显著, 军品保供增加存货》2022-08-25

《钢研高纳 2021 年报及 2022 一季报点评: 原料涨价影响毛利率, 新产品成果持续转化》2022-05-04

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

投资要点

- 公司发布 2022 年年报: 营收 28.79 亿元, 同比增长 43.77%; 归母净利润 3.37 亿元, 同比增长 10.48%; 扣非后归母净利润 2.81 亿元, 同比增长 57.24%; 基本每股收益 0.70 元/股, 同比增长 8.71%; 加权平均净资产收益率 11.23%, 同比减少 0.41pct。
- 公司发布 2023 年一季报: 营收 6.21 亿元, 同比增长 18.88%, 环比减少 36.71%; 实现归母净利润 0.60 亿元, 同比减少 2.13%, 环比减少 49.74%; 扣非后归母净利润 0.55 亿元, 同比减少 4.25%, 环比减少 68.70%; 基本每股收益 0.12 元/股, 同比减少 4.51%。
- **高温合金产品原材料成本提升。**2022 年, 铸造高温合金实现营收 17.32 亿元, 同比增长 44.27%, 占总营收的 60.16%, 毛利率为 26.28%, 同比增加 1.83pct; 变形高温合金实现营收 6.94 亿元, 同比增长 37.89%, 占总营收的 24.12%, 毛利率为 19.51%, 同比减少 1.83pct。新型高温合金实现营收 3.99 亿元, 同比增长 39.92%, 占总营收的 13.85%, 毛利率为 46.04%, 同比减少 8.90pct。有色金属冶炼及压延加工产品均价为 18.03 万元/吨, 同比增长 19.97%。有色金属冶炼及压延加工产品原材料成本为 14.80 亿元, 同比增长 61.87%, 占营业成本的 71.08%, 同比增加 7.50pct。
- **期间费用率降低, 持续加大研发投入。**2022 年, 公司期间费用总额 3.90 亿元, 同比增长 18.41%, 期间费用占营收比重 13.55%, 同比减少 2.90pct; 其中研发费用 1.46 亿元, 同比增长 20.27%。2023 年第一季度, 公司期间费用总额为 8823.23 万元, 同比增长 27.79%, 占营收比重 14.21%, 同比增加 0.99pct, 其中研发费用 2502.42 万元, 同比增长 39.58%。
- **分主营业务占利润总额比例降低。**2022 年, 公司投资收益-1593.43 万元, 上年同期 5997.56 万元, 主要为对联营企业的投资损益(21 年其他符合非经常性损益定义的损益项目 7173.77 万元, 主要为确认的联营企业政府补贴相关的投资收益, 22 年此科目为 56.63 万元); 资产减值损失 1473.21 万元, 同比增长 1134.79%; 其他收益 6878.04 万元, 同比减少 5.81%, 主要为政府补助。
- **经营性现金流大幅增长。**2022 年, 公司经营活动产生的现金流净额 5.61 亿元, 同比增长 1043.35%; 2023 年第一季度, 公司经营活动产生的现金流净额-4.36 亿元, 同比减少 1.91 亿元。
- **应收账款大幅增长。**截至 2022 年末, 公司应收账款 6.90 亿元, 同比增长 44.48%; 应收票据 13.24 亿元, 同比增长 23.30%; 公司存货 10.52 亿元, 同比增长 22.57%; 合同负债 1.32 亿元, 同比增长 63.60%, 较 2022 年三季度末减少 24.01%。截至 2023 年一季度末, 公司存货 13.08 亿元, 较 2022 年末增长 24.38%; 公司应收账款 11.11 亿元, 较 2022 年末增长 61.06%, 应收票据 11.60 亿元, 较 2022 年末减少 12.37%。公司合同负债 1.57 亿元, 较 2022 年末增长 18.40%。
- **前五大客户占比提升。**2022 年, 公司向前五名客户销售额 11.56 亿元, 同比增长 58.41%, 占年度销售总额 40.14%, 同比增加 3.70pct。
- **子公司收入业绩持续快速增长, 新设子公司加快布局。**2022 年, 子公司河北凯德实现营收 9.57 亿元, 同比增长 66.15%, 净利润 1.62 亿元, 同比增长 79.98%, 净利率为 16.93%, 同比增加 1.30pct。子公司青岛新力通实现营收 8.62 亿元, 同比增长 51.95%, 净利润 0.57 亿元, 同比增长 72.88%, 净利率为 6.62%, 同比增加 0.80pct。2022 年, 公司新设合资子公司西安钢研高纳航空部件有限公司和全资子公司四川钢研高纳锻造有限责任公司。
- 我们根据最新财报调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.68/6.46/8.79 亿元, EPS 分别为 0.96/1.33/1.81 元/股, 对应 5 月 29 日收盘价 PE 为 39.8/28.8/21.2 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 高端民品业务拓展低于预期; 原材料价格波动; 新产品生产交付低于预期。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2879	4097	5601	7565
同比增长	43.8%	42.3%	36.7%	35.1%
归母净利润(百万元)	337	468	646	879
同比增长	10.5%	39.2%	38.0%	36.1%
毛利率	27.7%	28.5%	29.3%	29.5%
ROE	10.8%	13.4%	16.1%	18.7%
每股收益(元)	0.69	0.96	1.33	1.81
市盈率	55.4	39.8	28.8	21.2

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

事件

- 公司发布 2022 年年报: 营收 28.79 亿元, 同比增长 43.77%; 归母净利润 3.37 亿元, 同比增长 10.48%; 扣非后归母净利润 2.81 亿元, 同比增长 57.24%; 基本每股收益 0.70 元/股, 同比增长 8.71%; 加权平均净资产收益率 11.23%, 同比减少 0.41pct。
- 公司发布 2023 年一季报: 营收 6.21 亿元, 同比增长 18.88%, 环比减少 36.71%; 实现归母净利润 0.60 亿元, 同比减少 2.13%, 环比减少 49.74%; 扣非后归母净利润 0.55 亿元, 同比减少 4.25%, 环比减少 68.70%; 基本每股收益 0.12 元/股, 同比减少 4.51%, 加权平均净资产收益率 1.90%, 同比减少 0.23pct。
- 2022 年利润分配方案: 公司拟以 4.86 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 2.08 元, 合计派发 1.01 亿元, 占归母净利润的 29.99%; 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 6 股, 完成后公司总股本将增加至 7.77 亿股。

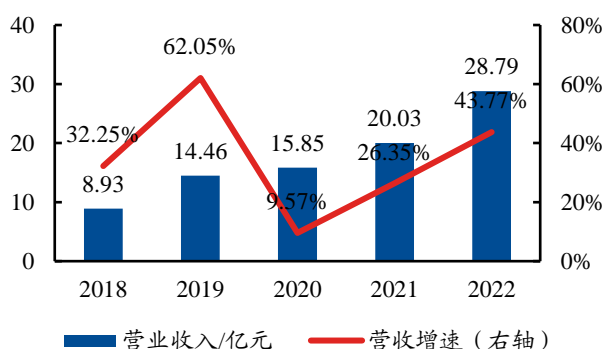
点评

● 营收加速增长, 毛利率小幅降低

2022 年, 公司全年实现营收 28.79 亿元, 同比增长 43.77%; 归母净利润 3.37 亿元, 同比增长 10.48%; 扣非后归母净利润 2.81 亿元, 同比增长 57.24%; 非经常性损益 5586.35 万元, 同比减少 55.71%, 主要为其他符合非经常性损益定义的损益项目 (2021 主要为确认的联营企业 2021 年政府补贴相关的投资收益) 同比减少 7117.14 万元; 基本每股收益 0.70 元/股, 同比增长 8.71%。

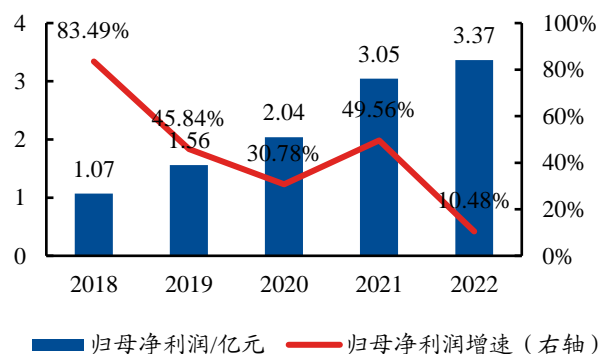
分季度看, 公司 2022 年四个季度分别实现营收 5.22 亿元 (同比+49.21%, 下同)、6.19 亿元 (+29.00%)、7.57 亿元 (+27.17%)、9.81 亿元 (+69.86%); 公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 0.61 亿元 (+10.39%)、0.63 亿元 (-47.49%)、0.92 亿元 (+19.70%)、1.20 亿元 (+132.82%)。

图 1、2018-2022 年营收及增速



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2018-2022 年归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况

年份	季度	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润
2020	Q1	37.81	2.44	15.42%	0.28	13.87%
	Q2	33.99	4.24	26.76%	0.61	29.77%
	Q3	34.90	4.00	25.23%	0.41	20.21%
	Q4	33.36	5.17	32.60%	0.74	36.15%
2021	Q1	32.43	3.50	17.48%	0.56	18.25%
	Q2	32.28	4.80	23.95%	1.21	39.58%
	Q3	27.66	5.95	29.73%	0.77	25.32%
	Q4	22.76	5.78	28.84%	0.51	16.85%
2022	Q1	29.04	5.22	18.14%	0.61	18.24%
	Q2	26.77	6.19	21.49%	0.63	18.81%
	Q3	27.00	7.57	26.30%	0.92	27.43%
	Q4	28.06	9.81	34.08%	1.20	35.52%
2023	Q1	28.55	6.21	-	0.60	-

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2022 年，公司整体毛利率为 27.68%，同比减少 0.50pct；净利率为 13.27%，同比减少 3.20pct；加权平均净资产收益率 11.23%，同比减少 0.41pct。分季度看，公司 2022 年四个季度毛利率分别为 29.04%（同比-3.39pct，环比+6.28pct，下同）、26.77%（-5.51pct，-2.27pct）、27.00%（-0.66pct，+0.23pct）、28.06%（+5.31pct，+1.06pct）；公司 2022 年四个季度净利率分别为 12.46%（同比-4.55pct，环比+2.71pct，下同）、10.28%（-17.04pct，-2.18pct）、14.21%（+0.27pct，+3.94pct）、14.87%（+5.12pct，+0.65pct）。

2023 年第一季度，公司实现营收 6.21 亿元，同比增长 18.88%，环比减少 36.71%；实现归母净利润 0.60 亿元，同比减少 2.13%，环比减少 49.74%；扣非后归母净利润 0.55 亿元，同比减少 4.25%，环比减少 68.70%；基本每股收益 0.12 元/股，同比减少 4.51%，加权平均净资产收益率 1.90%，同比减少 0.23pct。

2023 年第一季度，公司整体毛利率为 28.55%，同比减少 0.48pct，环比增加 0.49pct；净利率为 11.83%，同比减少 0.63pct，环比减少 3.03pct。

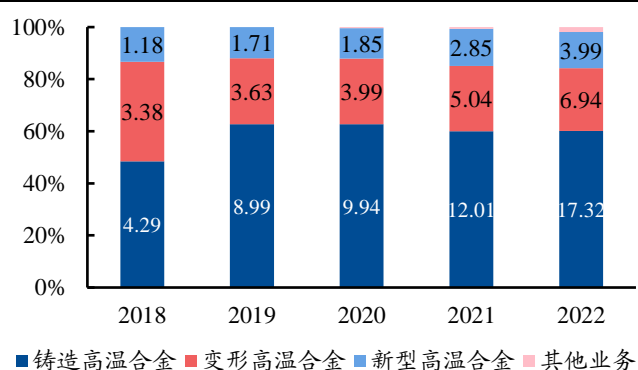
● 高温合金产品原材料成本提升

2022 年，公司铸造高温合金实现营收 17.32 亿元，同比增长 44.27%，占总营收的 60.16%，同比增加 0.21pct，毛利率为 26.28%，同比增加 1.83pct。变形高温合金实现营收 6.94 亿元，同比增长 37.89%，占总营收的 24.12%，同比减少 1.03pct，毛利率为 19.51%，同比减少 1.83pct。新型高温合金实现营收 3.99 亿元，同比增长 39.92%，占总营收的 13.85%，同比减少 0.39pct，毛利率为 46.04%，同比减少

8.90pct。其他业务实现营收 0.54 亿元，同比增长 305.03%，占总营收的 1.87%。

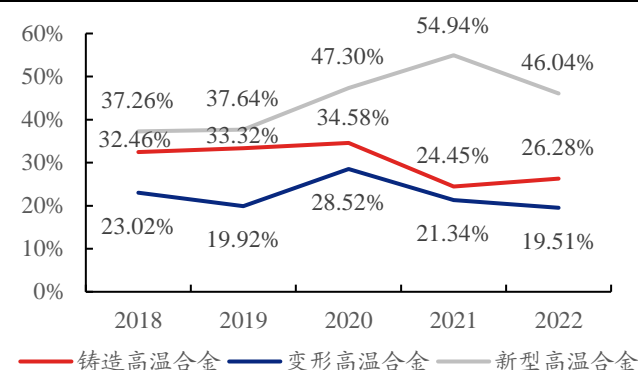
从产销情况看，公司有色金属冶炼及压延加工产品生产量、销售量分别为 1.59 万吨、1.60 万吨，分别同比增长 18.07%、19.84%，产销率为 100.57%，同比增加 1.48pct。有色金属冶炼及压延加工产品均价为 18.03 万元/吨，同比增长 19.97%。有色金属冶炼及压延加工产品原材料成本为 14.80 亿元，同比增长 61.87%，占营业成本的 71.08%，同比增加 7.50pct。

图 3、2018-2022 年分产品营收（亿元）



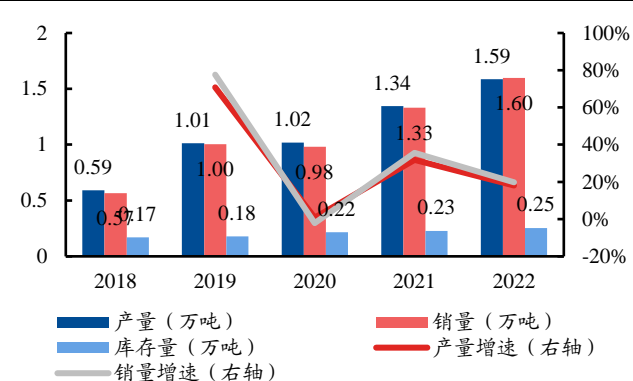
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2018-2022 年分产品毛利率



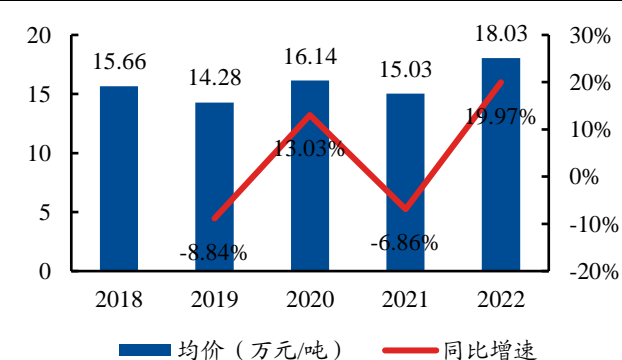
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2018-2022 年有色金属冶炼及压延加工产品产、销、库存情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2018-2022 年有色金属冶炼及压延加工产品均价及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 期间费用率降低，持续加大研发投入

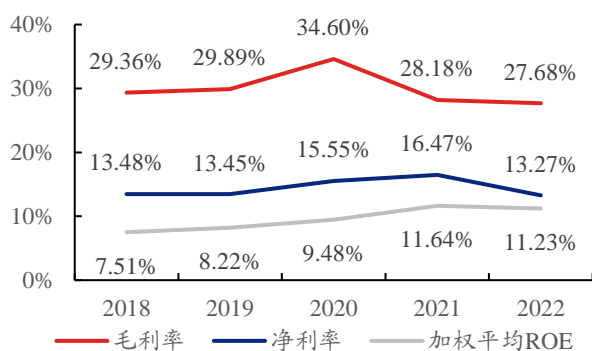
2022 年，公司期间费用总额 3.90 亿元，同比增长 18.41%，期间费用占营收比重 13.55%，同比减少 2.90pct；其中，销售费用 3261.70 万元，同比增长 14.51%，主要为销售规模增长所致，占营业收入的 1.13%，同比减少 0.29pct；管理费用 1.86 亿元，同比增长 10.75%，主要为经营规模扩大及人工成本增长所致，占营业收入的 6.45%，同比减少 1.92pct；财务费用 2561.43 万元，同比增长 117.84%，主要为 2022 年新增借款 2 亿元，占营业收入的 0.89%，同比增加 0.59pct；研发费用 1.46

亿元，同比增长 20.27%，主要为公司加大研发投入所致，占营业收入的 5.08%，同比减少 0.99pct。随着公司研发投入的持续加大、科研体系改革、新增产业项目需求等原因，导致研发人员需求增长，2022 年公司大量引进本科及以上学历研发人员，其中新增本科学历研发人员较多，截至 2022 年末，公司研发人员 369 人，同比增长 15.67%，研发人员中本、硕、博分别为 124、135、64 人，分别同比增长 53.09%、减少 15.63%、增长 16.36%。

2022 年，公司投资收益-1593.43 万元，上年同期 5997.56 万元，主要为对联营企业的投资损益（21 年其他符合非经常性损益定义的损益项目共计 7173.77 万元，主要为确认的联营企业政府补贴相关的投资收益，22 年此科目为 56.63 万元）；资产减值损失 1473.21 万元，同比增长 1134.79%；其他收益 6878.04 万元，同比减少 5.81%，主要为政府补助。

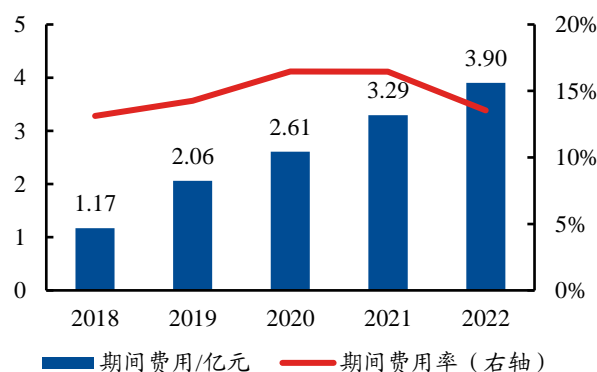
2023 年第一季度，公司期间费用总额为 8823.23 万元，同比增长 27.79%，占营收比重 14.21%，同比增加 0.99pct，其中研发费用 2502.42 万元，同比增长 39.58%，主要为研发投入增加所致，占营收比重 4.03%，同比增加 0.60pct；管理费用 5150.23 万元，同比增长 25.83%，占营收比重 8.29%，同比增加 0.46pct；销售费用 618.03 万元，同比增长 2.63%，占营收比重 1.00%，同比减少 0.16pct；财务费用 552.55 万元，同比增长 32.64%，主要为有息负债的增加导致利息费用增加所致，占营收比重 0.89%，同比增加 0.09pct。

图 7、2018-2022 年毛利率、净利率及加权平均 ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2018-2022 年期间费用及期间费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

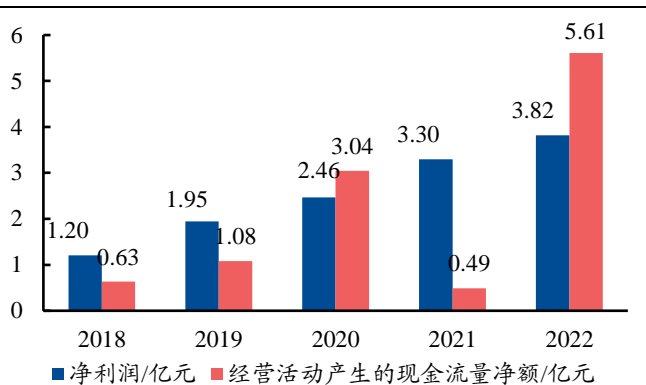
● 2022 年经营性现金流同比大幅增长

2022 年，公司经营活动产生的现金流净额 5.61 亿元，同比增长 1043.35%，主要为 2022 年销售规模扩大及应收款项回款较好所致；投资活动现金流量净额-2.11 亿元，同比增加 0.58 亿元；筹资活动现金流量净额 0.69 亿元，同比减少 83.66%，主要是 2021 年向中国钢研定向增发股票所致。

2023 年第一季度，公司经营活动产生的现金流净额-4.36 亿元，同比减少 1.91 亿

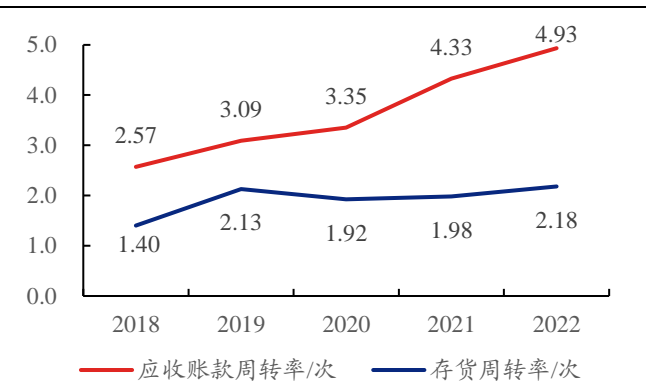
元，主要为一季度销售回款减少，同时采购原材料、设备，支付期初应付职工薪酬以及支付的各项税费均增加所致。

图 9、2018-2022 年净利润及经营活动产生的现金流量净额



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2018-2022 年应收账款周转率及存货周转率

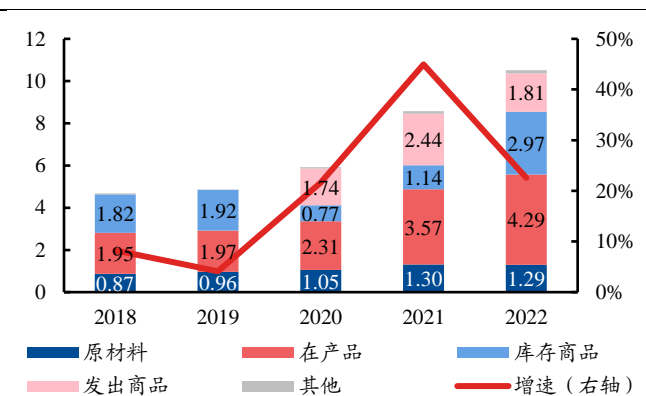


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 应收账款大幅增长

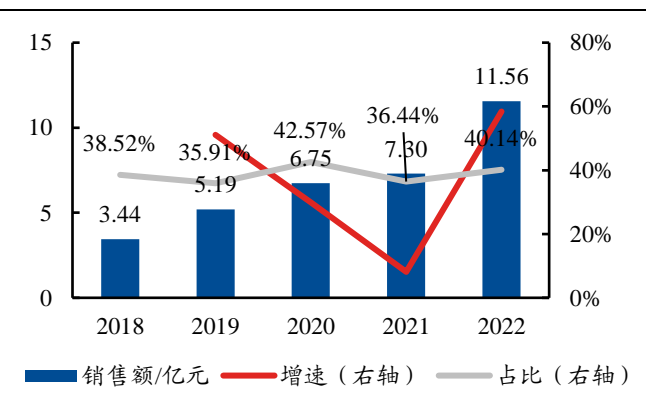
截至 2022 年末，公司应收账款 6.90 亿元，同比增长 44.48%，主要为销售规模扩大所致，应收账款周转率 4.93 次，同比增加 0.61 次；应收票据 13.24 亿元，同比增长 23.30%。公司存货 10.52 亿元，同比增长 22.57%，其中原材料 1.29 亿元，同比减少 0.79%，在产品 4.29 亿元，同比增长 20.02%，库存商品 2.97 亿元，同比增长 160.02%，发出商品 1.81 亿元，同比减少 25.95%，存货周转率 2.18 次，同比增加 0.20 次。公司合同负债 1.32 亿元，同比增长 63.60%，较 2022 年三季度末减少 24.01%。

图 11、2018-2022 年存货（万元）及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2018-2022 年前五名客户销售额、增速及占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2023 年一季度末，公司存货 13.08 亿元，较 2022 年末增长 24.38%，同比增长 28.20%；公司应收账款 11.11 亿元，较 2022 年末增长 61.06%，主要为销售规模扩大所致，应收票据 11.60 亿元，较 2022 年末减少 12.37%。公司合同负债 1.57

亿元，较 2022 年末增长 18.40%。

● 前五大客户占比提升

2022 年，公司向前五名客户销售额 11.56 亿元，同比增长 58.41%，占年度销售总额 40.14%，同比增加 3.70pct。

表 2、2018-2022 年公司前五名客户销售额（亿元）及全年销售占比

客户	2018		2019		2020		2021		2022	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
客户 1	1.11	12.39%	1.38	9.53%	1.88	11.89%	2.22	11.10%	4.07	14.14%
客户 2	0.70	7.81%	1.17	8.07%	1.58	9.94%	1.82	9.09%	2.82	9.81%
客户 3	0.58	6.46%	0.99	6.82%	1.42	8.99%	1.27	6.36%	1.92	6.65%
客户 4	0.54	6.05%	0.98	6.79%	0.93	5.89%	1.14	5.69%	1.67	5.79%
客户 5	0.52	5.81%	0.68	4.70%	0.93	5.87%	0.84	4.20%	1.08	3.75%
合计	3.44	38.52%	5.19	35.91%	6.75	42.57%	7.30	36.44%	11.56	40.14%

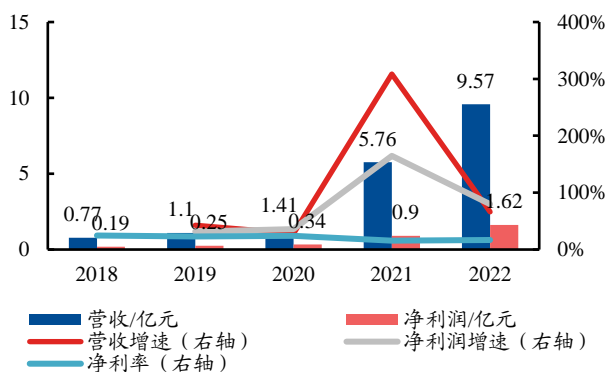
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 子公司收入业绩持续快速增长，新设子公司加快布局

2022 年，母公司实现营收 18.94 亿元，同比增长 41.64%，净利润 2.21 亿元，同比减少 9.35%，毛利率为 11.67%，同比减少。子公司河北凯德实现营收 9.57 亿元，同比增长 66.15%，净利润 1.62 亿元，同比增长 79.98%，净利率为 16.93%，同比增加 1.30pct。子公司青岛新力通实现营收 8.62 亿元，同比增长 51.95%，净利润 0.57 亿元，同比增长 72.88%，净利率为 6.62%，同比增加 0.80pct。

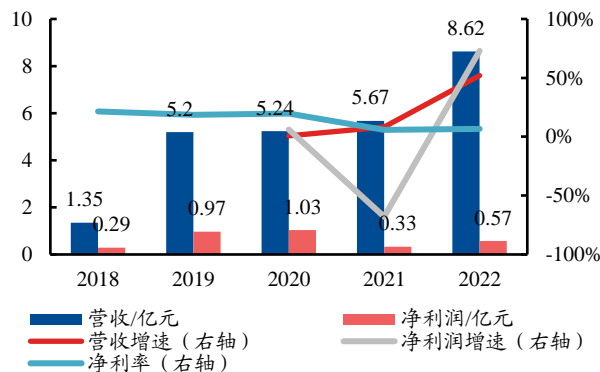
2022 年 4 月 23 日、2022 年 6 月 9 日，公司分别发布的《关于对外投资设立合资公司的公告》、《关于公司对外投资设立全资子公司的公告》，公司与中国航发动力股份有限公司合资成立控股子公司西安钢研高纳航空部件有限公司，以自有资金成立全资子公司四川钢研高纳锻造有限责任公司，截至 2022 年 6 月 24 日，西安高纳、四川高纳均完成工商登记手续，并领取营业执照。

图 13、2018-2022 年河北德凯营收、净利润及增速



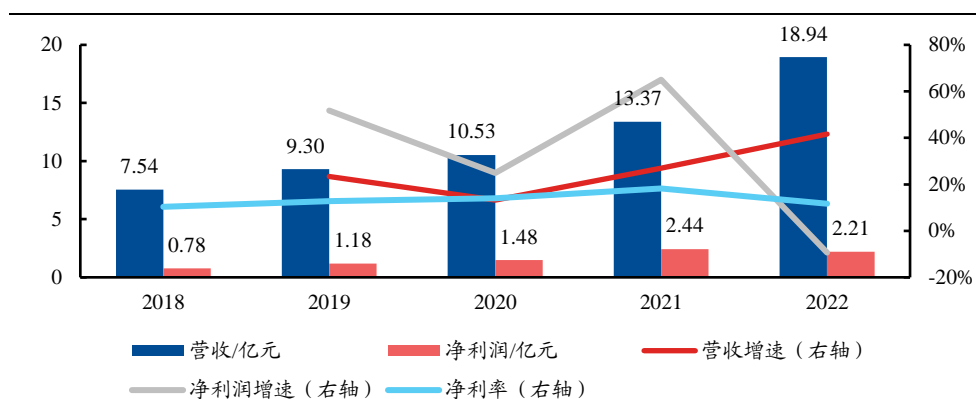
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、2018-2022 年青岛新力通营收、净利润及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、2018-2022 年母公司营收、净利润、增速及净利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利预测与投资建议

我们根据最新财报调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.68/6.46/8.79 亿元，EPS 分别为 0.96/1.33/1.81 元/股，对应 5 月 29 日收盘价 PE 为 39.8/28.8/21.2 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示

高端民品业务拓展低于预期；原材料价格波动；新产品生产交付低于预期。

表 3、钢研高纳分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

报告期	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	522	619	757	981	621	18.9%	2003	2879	43.8%
营业成本	371	453	553	706	444	19.7%	1438	2082	44.8%
毛利	152	166	204	275	177	16.9%	564	797	41.2%
销售费用	6	8	8	11	6	2.6%	28	33	14.5%
管理费用	41	40	45	59	52	25.8%	168	186	10.7%
财务费用	4	7	8	7	6	32.6%	12	26	117.8%
研发费用	18	32	32	64	25	39.6%	122	146	20.3%
资产减值	1	0	0	-16	1	-13.1%	-1	-15	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	-5	0	-7	-4	-7	-	60	-16	-126.5%
营业利润	79	77	123	146	85	7.9%	359	425	18.5%
利润总额	79	78	123	146	85	7.9%	358	425	18.6%
归母净利润	61	63	92	120	60	-2.1%	305	337	10.5%
EPS	0.13	0.13	0.19	0.25	0.12	-2.1%	0.63	0.69	10.5%
销售费用率	1.2%	1.2%	1.0%	1.2%	1.0%	-0.2pcts	1.4%	1.1%	-0.3pcts
管理费用率	7.8%	6.5%	5.9%	6.0%	8.3%	0.5pcts	8.4%	6.4%	-1.9pcts
财务费用率	0.8%	1.1%	1.0%	0.7%	0.9%	0.1pcts	0.6%	0.9%	0.3pcts
研发费用率	3.4%	5.2%	4.3%	6.5%	4.0%	0.6pcts	6.1%	5.1%	-1.0pcts
所得税率	17.2%	18.3%	12.4%	-0.2%	13.4%	-3.8pcts	7.9%	10.1%	2.1pcts
毛利率	29.0%	26.8%	27.0%	28.1%	28.6%	-0.5pcts	28.2%	27.7%	-0.5pcts
净利率	11.8%	10.2%	12.2%	12.2%	9.7%	-2.1pcts	15.2%	11.7%	-3.5pcts

资料来源：天软投资系统，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	4376	5714	7349	9540	
货币资金	1043	882	936	918	
交易性金融资产	0	0	0	0	
应收票据及应收账款	2014	2968	4011	5439	
预付款项	34	60	76	105	
存货	1052	1567	2079	2818	
其他	233	236	247	259	
非流动资产	1916	1809	1701	1594	
长期股权投资	166	172	170	171	
固定资产	872	795	719	642	
在建工程	107	107	107	107	
无形资产	169	151	132	114	
商誉	320	320	320	320	
长期待摊费用	9	-3	-16	-28	
其他	274	266	269	268	
资产总计	6292	7523	9050	11134	
流动负债	2269	2966	3781	4928	
短期借款	230	378	452	632	
应付票据及应付账款	1455	2075	2793	3768	
其他	583	512	536	528	
非流动负债	643	739	824	912	
长期借款	389	504	582	673	
其他	254	235	242	240	
负债合计	2911	3705	4605	5840	
股本	486	486	486	486	
资本公积	1253	1253	1253	1253	
未分配利润	1251	1586	2056	2689	
少数股东权益	256	333	444	598	
股东权益合计	3381	3818	4446	5293	
负债及权益合计	6292	7523	9050	11134	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
归母净利润	337	468	646	879	
折旧和摊销	114	96	97	96	
资产减值准备	13	12	16	20	
资产处置损失	0	-1	-1	-1	
公允价值变动损失	0	0	0	0	
财务费用	28	37	52	70	
投资损失	16	18	11	-7	
少数股东损益	46	77	110	154	
营运资金的变动	-15	-966	-838	-1251	
经营活动产生现金流量	561	-249	89	-38	
投资活动产生现金流量	-211	-34	-5	5	
融资活动产生现金流量	69	122	-30	15	
现金净变动	419	-162	54	-18	
现金的期初余额	542	1043	882	936	
现金的期末余额	961	882	936	918	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	2879	4097	5601	7565	
营业成本	2082	2927	3958	5332	
税金及附加	22	31	42	57	
销售费用	33	47	66	89	
管理费用	186	269	377	505	
研发费用	146	212	297	398	
财务费用	26	37	52	70	
其他收益	69	63	67	66	
投资收益	-16	-18	-11	7	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
信用减值损失	2	1	2	0	
资产减值损失	-15	-8	-7	-7	
资产处置收益	0	1	1	1	
营业利润	425	614	861	1182	
营业外收入	1	0	0	0	
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	425	613	860	1181	
所得税	43	67	103	148	
净利润	382	546	756	1034	
少数股东损益	46	77	110	154	
归属母公司净利润	337	468	646	879	
EPS(元)	0.69	0.96	1.33	1.81	

主要财务比率					
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
成长性					
营业收入增长率	43.8%	42.3%	36.7%	35.1%	
营业利润增长率	18.5%	44.5%	40.1%	37.4%	
归母净利润增长率	10.5%	39.2%	38.0%	36.1%	
盈利能力					
毛利率	27.7%	28.5%	29.3%	29.5%	
归母净利率	11.7%	11.4%	11.5%	11.6%	
ROE	10.8%	13.4%	16.1%	18.7%	
偿债能力					
资产负债率	46.3%	49.2%	50.9%	52.5%	
流动比率	1.93	1.93	1.94	1.94	
速动比率	1.47	1.40	1.39	1.36	
营运能力					
资产周转率	50.7%	59.3%	67.6%	75.0%	
应收账款周转率	480.0%	478.8%	470.6%	468.3%	
存货周转率	216.1%	220.9%	214.8%	215.3%	
每股资料(元)					
每股收益	0.69	0.96	1.33	1.81	
每股经营现金	1.15	-0.51	0.18	-0.08	
每股净资产	6.43	7.17	8.24	9.66	
估值比率(倍)					
PE	55.4	39.8	28.8	21.2	
PB	6.0	5.3	4.7	4.0	

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn