

评级： 增持

核心观点

曲小溪

首席分析师

SAC 执证编号：S0110521080001

quxiaoxi@sczq.com.cn

电话：010-8115 2676

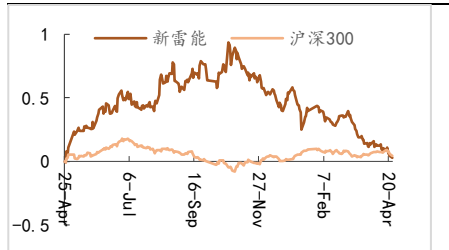
郭祥祥

研究助理

guoxiangxiang1@sczq.com.cn

电话：010-8115 2675

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

| | |
|--------------|-------------|
| 最新收盘价(元) | 28.59 |
| 一年内最高/最低价(元) | 54.11/26.35 |
| 市盈率(当前) | 38.21 |
| 市净率(当前) | 3.83 |
| 总股本(亿股) | 4.14 |
| 总市值(亿元) | 118.30 |

资料来源：聚源数据

相关研究

- 营收高速增长，特种产品毛利率显著提升
- 特种和通信领域高速发展，未来成长空间广阔
- 募集资金以提升产能，助力公司打开成长空间

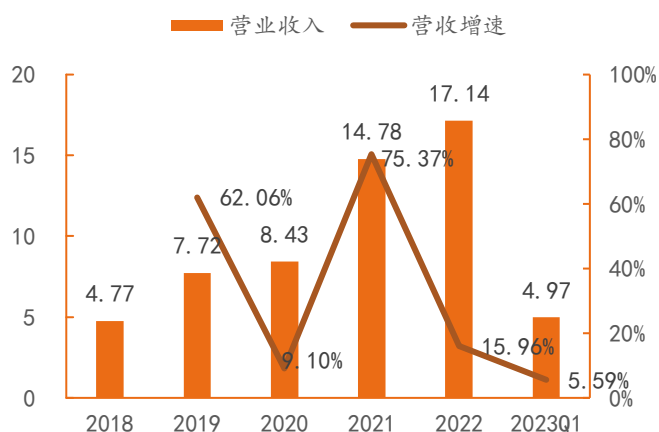
- **事件：**公司发布 2022 年年度报告和 2023 年一季报。2022 年公司实现营业收入 17.14 亿元，同比+15.96%，实现归母净利润 2.83 亿元，同比+3.29%。2023 年一季度，公司实现营业收入 4.97 亿元，同比+5.59%，实现归母净利润 1.14 亿元，同比+31.01%。
- **特种电源营收稳步增长，毛利率提升明显。**分行业看：通信领域增速略快于特种领域，特种领域毛利率提升明显。特种领域实现营业收入 9.98 亿元，同比+13.51%，毛利率为 63.89%，同比+2.98pct。通信领域实现营业收入 6.51 亿元，同比+19.85%，毛利率为 24.80%，同比-1.95pct。分产品看：定制电源、大功率电源及系统营收增速较快，模块电源收入有所下滑。模块电源实现营业收入 7.00 亿元，同比-12.38%，毛利率 60.26%，同比+5.85pct。定制电源实现营业收入 4.52 亿元，同比+73.06%，毛利率 56.13%，同比-2.79pct。大功率电源及系统实现营收 4.48 亿元，同比+33.31%，毛利率 21.29%，同比-4.75pct。分地区看：国内业务实现营业收入 13.03 亿元，同比+18.72%，毛利率 53.61%，同比+0.06pct；国外实现营业收入 4.11 亿元，同比+7.97%，毛利率 29.37%，同比+0.20pct。
- **2022 年研发费用保持较快增长，净利率略有下降。**2022 年，公司期间费用率为 26.35%，同比+2.01pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.23pct/+0.59pct/+1.58pct/+0.07pct。公司研发费用 2.60 亿元，同比+29.47%。公司继续加大模块电源、定制电源、大功率电源及系统研发投入，开展多项高可靠国产化产品研发以及服务器电源研发等。2022 年末，公司研发人员数量 1030 人，同比+41.10%。2022 年，公司整体净利率为 16.98%，同比-2.86pct，主要受公司管理费用和研发费用大幅增长以及计提较多资产减值损失和信用减值损失影响。
- **存货明显提升，或预示下游需求旺盛。**公司 2022 年末存货 9.73 亿元，同比+31.61%。或预示下游需求旺盛，公司积极备货备产。截止 2022 年底，公司使用自有资金建设的永力科技园和深圳西格玛电源生产、研发基地项目实施进度分别达到 100%和 18.51%。公司使用募集资金投入建设的特种电源扩产项目、高可靠性 SiP 功率微系统产品产业化项目、5G 通信及服务器电源扩产项目的实施进度分别为 16.97%/14.92%/32.77%。后续随产能释放，公司业绩有望迈向新台阶。
- **投资建议：**公司产品主要面向航空航天和通信领域。十四五期间，航空航天装备行业维持高景气度，装备电气化水平提升拉动电源产品需求增加；在 5G 通信领域，5G 基站建设规模不断扩大，对电源产品需求旺盛。公司技术实力雄厚，产品质量稳定、可靠性高、国产化率高，满足下游客户严格的要求，新客户和新订单不断增加。我们预测公司 2023 年-2025 年净利润分别 4.12 亿元、5.68 亿元、7.56 亿元，对应 PE 分别为 28.7、20.8、15.6。维持“增持”评级。
- **风险提示：**航空航天装备交付节奏放缓、5G 基站建设进度不及预期。

盈利预测

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|--------|--------|--------|
| 营收(亿元) | 17.14 | 21.55 | 26.71 | 32.45 |
| 营收增速(%) | 16.0% | 25.8% | 23.9% | 21.5% |
| 净利润(亿元) | 2.83 | 4.12 | 5.68 | 7.56 |
| 净利润增速(%) | 3.3% | 45.80% | 37.88% | 33.02% |
| EPS(元/股) | 0.68 | 1.00 | 1.37 | 1.83 |
| PE | 41.8 | 28.7 | 20.8 | 15.6 |

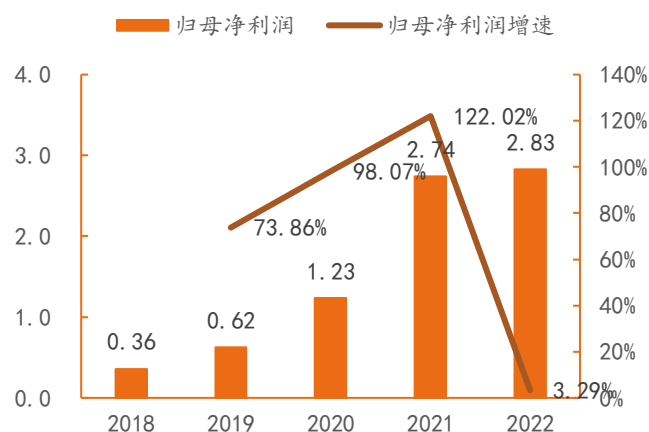
资料来源: Wind, 首创证券

图 1: 新雷能 2018-2023Q1 营收(亿元)及增速



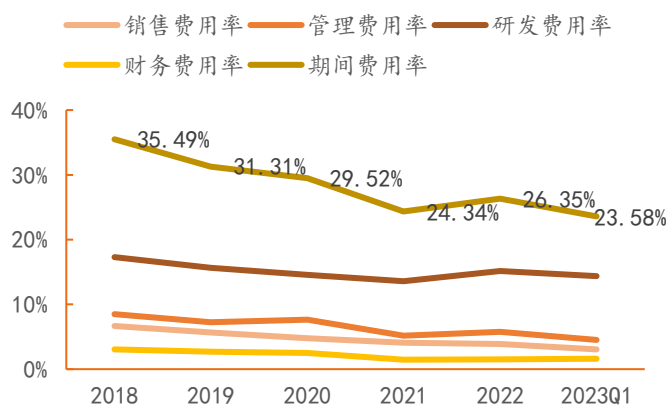
资料来源: Wind, 首创证券

图 2: 新雷能 2018-2023Q1 归母净利润(亿元)及增速



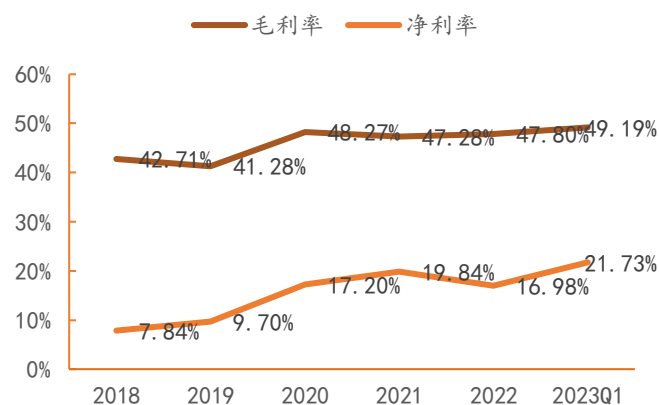
资料来源: Wind, 首创证券

图 3: 新雷能 2018-2023Q1 期间费用率



资料来源: Wind, 首创证券

图 4: 新雷能 2018-2023Q1 整体毛利率、净利率



资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 3,546 | 3,962 | 4,670 | 5,609 | 经营活动现金流 | -303 | 194 | 314 | 519 |
| 现金 | 633 | 607 | 825 | 1,261 | 净利润 | 283 | 412 | 568 | 756 |
| 应收账款 | 676 | 806 | 946 | 1,084 | 折旧摊销 | 68 | 71 | 81 | 87 |
| 其它应收款 | 33 | 41 | 51 | 62 | 财务费用 | 34 | 17 | 18 | 17 |
| 预付账款 | 18 | 21 | 26 | 31 | 投资损失 | -8 | -20 | -21 | -22 |
| 存货 | 973 | 1,172 | 1,397 | 1,631 | 营运资金变动 | -745 | -286 | -351 | -344 |
| 其他 | 1,215 | 1,315 | 1,426 | 1,540 | 其它 | 65 | -0 | 18 | 24 |
| 非流动资产 | 927 | 1,049 | 1,114 | 1,128 | 投资活动现金流 | -969 | -160 | -125 | -81 |
| 长期投资 | 48 | 49 | 50 | 51 | 资本支出 | -243 | -180 | -130 | -95 |
| 固定资产 | 430 | 531 | 556 | 567 | 长期投资 | 35 | -1 | -0 | -1 |
| 无形资产 | 272 | 304 | 334 | 336 | 其他 | -760 | 21 | 5 | 15 |
| 其他 | 177 | 164 | 175 | 175 | 筹资活动现金流 | 1,670 | -60 | 29 | -1 |
| 资产总计 | 4,473 | 5,011 | 5,784 | 6,738 | 短期借款 | -25 | -3 | 21 | 22 |
| 流动负债 | 1,124 | 1,252 | 1,427 | 1,603 | 长期借款 | 50 | -25 | 18 | -3 |
| 短期借款 | 426 | 423 | 445 | 467 | 其他 | 1,645 | -32 | -10 | -20 |
| 应付账款 | 317 | 390 | 474 | 564 | 现金净增加额 | 398 | -27 | 218 | 437 |
| 其他 | 381 | 438 | 509 | 572 | | | | | |
| 非流动负债 | 147 | 133 | 145 | 145 | 主要财务比率 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期借款 | 77 | 80 | 84 | 88 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 70 | 53 | 61 | 57 | 营业收入 | 16.0% | 25.8% | 23.9% | 21.5% |
| 负债合计 | 1,271 | 1,385 | 1,573 | 1,748 | 营业利润 | -1.9% | 46.3% | 37.9% | 33.1% |
| 少数股东权益 | 223 | 235 | 251 | 274 | 归属母公司净利润 | 3.3% | 45.8% | 37.9% | 33.0% |
| 归属母公司股东权益 | 2,979 | 3,391 | 3,960 | 4,716 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 4,473 | 5,011 | 5,784 | 6,738 | 毛利率 | 47.8% | 48.8% | 49.9% | 50.9% |
| | | | | | 净利率 | 17.0% | 19.7% | 21.9% | 24.0% |
| | | | | | ROE | 9.5% | 12.2% | 14.4% | 16.0% |
| | | | | | ROIC | 9.1% | 11.3% | 13.2% | 14.8% |
| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 偿债能力 | | | | |
| 营业收入 | 1,714 | 2,155 | 2,671 | 3,245 | 资产负债率 | 28.4% | 27.6% | 27.2% | 25.9% |
| 营业成本 | 894 | 1,102 | 1,339 | 1,594 | 净负债比率 | 12.9% | 10.7% | 9.8% | 8.6% |
| 营业税金及附加 | 11 | 17 | 19 | 24 | 流动比率 | 3.15 | 3.16 | 3.27 | 3.50 |
| 营业费用 | 66 | 79 | 93 | 106 | 速动比率 | 2.29 | 2.23 | 2.29 | 2.48 |
| 研发费用 | 260 | 316 | 378 | 443 | 营运能力 | | | | |
| 管理费用 | 99 | 121 | 144 | 169 | 总资产周转率 | 0.38 | 0.43 | 0.46 | 0.48 |
| 财务费用 | 26 | 17 | 18 | 17 | 应收账款周转率 | 1.88 | 1.86 | 1.95 | 2.03 |
| 资产减值损失 | -61 | -64 | -67 | -70 | 应付账款周转率 | 2.06 | 2.36 | 2.35 | 2.33 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 每股指标(元) | | | | |
| 投资净收益 | 18 | 19 | 20 | 21 | 每股收益 | 0.68 | 1.00 | 1.37 | 1.83 |
| 营业利润 | 314 | 460 | 634 | 844 | 每股经营现金 | -0.73 | 0.47 | 0.76 | 1.25 |
| 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 | 每股净资产 | 7.20 | 8.20 | 9.57 | 11.40 |
| 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 | 估值比率 | | | | |
| 利润总额 | 315 | 459 | 634 | 844 | P/E | 41.8 | 28.7 | 20.8 | 15.6 |
| 所得税 | 24 | 35 | 49 | 66 | P/B | 3.97 | 3.49 | 2.99 | 2.51 |
| 净利润 | 291 | 424 | 585 | 778 | | | | | |
| 少数股东损益 | 8 | 12 | 17 | 22 | | | | | |
| 归属母公司净利润 | 283 | 412 | 568 | 756 | | | | | |
| EBITDA | 450 | 591 | 779 | 996 | | | | | |
| EPS (元) | 0.68 | 1.00 | 1.37 | 1.83 | | | | | |

分析师简介

曲小溪，首创证券研究发展部机械及军工行业首席分析师，曾先后进入华创证券、方正证券、长城证券研究部从事机械及高端装备行业的研究相关工作，曾获得第九届新财富最佳分析师电力设备新能源行业第二名；第九、第十、第十一届水晶球最佳分析师机械行业分别获得第四、第三、第四名。

郭祥祥，研究助理，北京航空航天大学工学硕士，曾在中国电科下属研究所任设计师，2022年3月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券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，投资者应当考虑到首创证券及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。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|---------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 相对沪深300指数涨幅15%以上 |
| | 增持 | 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 |
| | 中性 | 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 |
| | 减持 | 相对沪深300指数跌幅5%以上 |
| 行业投资评级 | 看好 | 行业超越整体市场表现 |
| | 中性 | 行业与整体市场表现基本持平 |
| | 看淡 | 行业弱于整体市场表现 |