

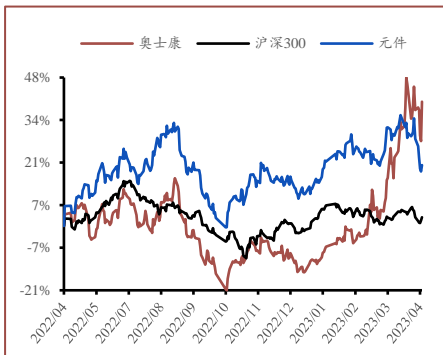
## 产能分布持续优化，聚焦 AI、新能源业务

■ 证券研究报告

**投资评级:增持(维持)**

基本数据	2023-04-28
收盘价(元)	40.17
流通股本(亿股)	2.66
每股净资产(元)	11.38
总股本(亿股)	3.17

最近 12 月市场表现


**分析师 张益敏**

 SAC 证书编号: S0160522070002  
 zhangym02@ctsec.com

**分析师 吴姣晨**

 SAC 证书编号: S0160522090001  
 wujc01@ctsec.com

### 相关报告

- 《不断创新拓展产品类型，下游领域需求有望向好》 2022-11-09
- 《Q3 增长提速，看好 2018 全年表现》 2018-10-26

### 核心观点

- ❖ **【事件】:** 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报业绩，2022 年实现营收 45.67 亿元，同比+2.98%；实现归母净利润 3.07 亿元，同比-37.41%；扣非后归母净利润 4.83 亿元，同比+10.73%。2023Q1 实现营收 10.06 亿元，同比-4.86%，环比-16.39%；实现归母净利润 1.31 亿元，同比-12.06%，环比增长 2.39 亿元。
- ❖ **调整产品结构，全年收入实现小幅上升。** 2022 年，公司在面临消费电子去库存和产线切换的双重压力下，及时调整产品布局，在服务器、汽车电子等领域获得突破，全年收入实现小幅上升。2022Q4，公司实现营收 12.04 亿元，同比-2.02%，环比+12.13%。由于公司终止实施 2021 年股权激励计划，加速行权确认股份支付费用形成非经常性损失，公司 2022Q4 实现归母净利润-1.08 亿元，扣非后归母净利润 1.12 亿元，同比+12.24%，环比-15.98%，符合预期。
- ❖ **产能分布持续优化，毛利率提升显著。** 公司 2022Q4、2023Q1 毛利率分别为 27.77%、25.95%，分别同比改善 6.48 和 2.97 个百分点。毛利率提升显著的主要是因为广东基地是公司重点打造的数字化生产基地，较湖南基地更具备工厂自动化的成本优势，随着广东基地产能利用率的提升，公司边际生产成本迅速下降。为加强地缘供应链的需求，公司拟投资 12 亿元在泰国投建生产基地，第一阶段产能规划 12 万平/月，预计 2023 年 4 月动工、2024 年 2 季度试产。目前，公司初步形成了以湖南益阳、广东肇庆和泰国为主体的全球化布局，公司正积极促进产能分布的持续优化，整体成本优势有望持续。
- ❖ **顺应行业发展，聚焦 AI、新能源业务。** 公司着重高端服务器产品开发，目前导入 Eagle stream、Birch stream 产品小批量生产；成功开发 77G 雷达、5G 天线、双面功放埋铜等技术。**新能源汽车方面**，先后导入逆变器、充电桩、埋铜车载产品、车载雷达、MCU、VCM 等产品，开发半软板制作技术在多家车域转向控制器中批量应用。**在新能源领域**，公司在光伏逆变器、数字能源等领域积极开拓市场，有望在 2023 年迎来放量。此外，公司还布局了埋置导电胶、天线 PI 膜产品、空腔板、机械盲孔、阶梯金手指、大电流凸台板等一系列其他前沿特种产品的开发。公司顺应行业发展前沿动态、结合客户端和市场需求开展新品研发，聚焦高端品类，有望实现业绩的稳定增长。
- ❖ **投资建议:** 公司紧握 AI 服务器以及汽车电动化和智能化的高速发展机会，积极开拓新客户，努力实现市场份额的进一步提升。我们预计公司 2023-25 年营收为 52.08/61.83/73.44 亿元，归母净利为 7.30/9.63/12.46 亿元，对应 PE 分别为 17.46/13.24/10.23 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 下游需求转弱；产能扩张不及预期风险；地缘政治风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4435	4567	5208	6183	7344
收入增长率(%)	52.38	2.98	14.02	18.73	18.77
归母净利润(百万元)	490	307	730	963	1246
净利润增长率(%)	40.35	-37.41	137.98	31.84	29.45
EPS(元/股)	1.63	0.97	2.30	3.03	3.93
PE	48.11	25.12	17.46	13.24	10.23
ROE(%)	13.91	8.10	16.47	17.84	18.76
PB	3.53	2.07	2.88	2.36	1.92

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>4435.47</b>	<b>4567.48</b>	<b>5208.01</b>	<b>6183.35</b>	<b>7343.82</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	3446.11	3488.49	3804.11	4445.71	5197.12	营业收入增长率	52.4%	3.0%	14.0%	18.7%	18.8%
营业税费	15.78	23.67	26.04	30.92	36.72	营业利润增长率	31.8%	-30.3%	121.7%	32.0%	29.6%
销售费用	119.26	166.55	171.86	204.05	242.35	净利润增长率	40.3%	-37.4%	138.0%	31.8%	29.5%
管理费用	110.17	333.47	166.66	191.68	220.31	EBITDA 增长率	39.6%	-4.2%	74.7%	20.2%	20.9%
研发费用	218.64	293.05	312.48	371.00	440.63	EBIT 增长率	37.3%	-30.5%	133.4%	27.1%	26.8%
财务费用	32.85	-69.54	15.83	4.65	-8.48	NOPLAT 增长率	43.2%	-33.8%	141.7%	27.1%	26.8%
资产减值损失	-13.16	-49.58	-13.97	-9.64	-6.97	投资资本增长率	62.6%	17.9%	19.6%	22.0%	21.7%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-6.94</b>	<b>-9.97</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	28.0%	7.5%	17.1%	21.7%	23.1%
投资和汇兑收益	40.41	6.25	10.42	12.37	14.69	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>510.14</b>	<b>355.70</b>	<b>788.61</b>	<b>1041.27</b>	<b>1349.40</b>	毛利率	22.3%	23.6%	27.0%	28.1%	29.2%
加:营业外净收支	15.59	-10.43	5.00	5.00	5.00	营业利润率	11.5%	7.8%	15.1%	16.8%	18.4%
<b>利润总额</b>	<b>525.73</b>	<b>345.28</b>	<b>793.61</b>	<b>1046.27</b>	<b>1354.40</b>	净利润率	11.1%	6.7%	14.0%	15.6%	17.0%
减:所得税	35.57	38.48	63.49	83.70	108.35	EBITDA/营业收入	17.1%	15.9%	24.4%	24.7%	25.1%
<b>净利润</b>	<b>490.16</b>	<b>306.80</b>	<b>730.12</b>	<b>962.58</b>	<b>1246.06</b>	EBIT/营业收入	11.7%	7.9%	16.1%	17.3%	18.5%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	790.36	1183.54	2440.98	3847.90	5695.40	固定资产周转天数	245	289	259	219	183
交易性金融资产	459.93	161.07	151.07	141.07	131.07	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>27</b>	<b>23</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>8</b>
应收帐款	1233.01	1252.57	1447.77	1760.88	2086.47	流动资产周转天数	308	281	364	413	470
应收票据	115.04	131.92	115.42	190.31	173.68	应收帐款周转天数	86	98	94	94	94
预付帐款	22.79	22.43	28.02	30.80	36.33	存货周转天数	65	71	67	68	68
存货	802.37	573.52	835.54	829.91	1133.20	总资产周转天数	481	596	591	598	606
其他流动资产	241.90	108.49	98.49	88.49	78.49	投资资本周转天数	386	442	463	476	488
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	13.9%	8.1%	16.5%	17.8%	18.8%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.6%	4.0%	7.8%	8.6%	9.2%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	10.3%	5.8%	11.7%	12.2%	12.7%
固定资产	2973.65	3612.09	3692.56	3715.75	3685.92	费用率					
在建工程	211.33	120.06	4.27	-77.86	-138.93	销售费用率	2.7%	3.6%	3.3%	3.3%	3.3%
无形资产	193.54	245.62	292.94	339.01	386.49	管理费用率	2.5%	7.3%	3.2%	3.1%	3.0%
其他非流动资产	149.02	30.03	30.03	30.03	30.03	财务费用率	0.7%	-1.5%	0.3%	0.1%	-0.1%
<b>资产总额</b>	<b>7413.96</b>	<b>7702.19</b>	<b>9392.05</b>	<b>11155.58</b>	<b>13549.50</b>	三费/营业收入	5.9%	9.4%	6.8%	6.5%	6.2%
短期债务	413.59	1098.30	1535.24	2029.24	2536.00	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1788.35	1395.56	1872.77	2000.44	2542.43	资产负债率	52.5%	50.8%	52.8%	51.6%	51.0%
应付票据	598.69	492.56	542.63	706.49	766.00	负债权益比	110.4%	103.4%	111.8%	106.7%	104.0%
其他流动负债	1.18	2.22	2.22	2.22	2.22	流动比率	1.23	1.12	1.24	1.40	1.54
长期借款	680.10	640.23	640.23	640.23	640.23	速动比率	0.88	0.89	1.01	1.21	1.34
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	38.53	8.10	21.29	19.99	19.80
<b>负债总额</b>	<b>3890.69</b>	<b>3915.21</b>	<b>4958.11</b>	<b>5759.07</b>	<b>6906.94</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	0.00	0.00	-0.01	-0.01	-0.02	DPS(元)	1.70	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	160.96	317.36	312.80	312.80	312.80	分红比率					
留存收益	1421.06	1458.10	2188.22	3150.80	4396.86	股息收益率	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>3523.27</b>	<b>3786.98</b>	<b>4433.94</b>	<b>5396.51</b>	<b>6642.56</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	1.63	0.97	2.30	3.03	3.93
净利润	490.16	306.80	730.12	962.58	1246.06	BVPS(元)	22.19	11.76	13.97	17.00	20.93
加:折旧和摊销	239.43	366.26	428.05	457.39	489.06	PE(X)	48.1	25.1	17.5	13.2	10.2
资产减值准备	30.87	54.58	23.97	14.64	8.97	PB(X)	3.5	2.1	2.9	2.4	1.9
公允价值变动损失	6.94	9.97	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	19.61	11.50	39.50	53.47	68.48	P/S	2.8	1.7	2.4	2.0	1.7
投资收益	-40.41	-6.25	-10.42	-12.37	-14.69	EV/EBITDA	16.9	11.6	9.8	7.6	5.5
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	-0.01	-0.01	CAGR(%)					
营运资金的变动	63.16	291.52	145.35	-98.23	14.99	PEG	1.2	—	0.1	0.4	0.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>804.55</b>	<b>1038.28</b>	<b>1364.60</b>	<b>1387.92</b>	<b>1826.22</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1555.26</b>	<b>-891.11</b>	<b>-421.44</b>	<b>-421.54</b>	<b>-417.01</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1180.76</b>	<b>-66.94</b>	<b>314.28</b>	<b>440.53</b>	<b>438.29</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰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，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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

看好：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；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。