

凯立新材 (688269)

证券研究报告

2023年04月03日

22年保持高增多点开花，业务向多元化跨步前进

凯立新材发布 2022 年报，实现营收 18.82 亿元，同比+18.43%，归母净利润 2.21 亿元，同比+36.02%，毛利率 17.97%，同比+1.86PCT；其中 Q4 实现营业收入 5.83 亿元，同比+59.16%，环比+28.71%，归母净利润 0.46 亿元，同比+26.49%，环比-1.94%。

收入利润持续高增，Q4 单季度收入创新高，多应用、多业务多点开花

公司 2022 年收入和利润增长保持较高增速，其中 Q4 收入水平创历史新高，虽然受到新冠病毒蔓延等负面因素影响利润环比略有下滑，但仍保持快速增长区间。公司下游多个领域高增，PVC 实现突破，多种模式多点开花。

按照应用拆分：1、精细化工领域保持高速增长态势，基本盘稳固：医药板块收入增长 23.92%，农药板块增长 18.63%，两个主要板块保持高速增长；2、PVC 等基础化工快速增长贡献增量：PVC 用金炭催化率先实现工业应用，致使多相催化剂销量增长 195%。**按照形态和业务模式拆分：**1、均相催化剂销量下滑 61.6%，而收入则增加 32.1%，单价快速提升，高端化明显；多相催化剂销量增长 195.3%，收入持平，PVC 等基础化工领域明显放量；2、销售、加工多个业务模式均保持收入和毛利率的提升。

财务指标细节满满，存货和合同负债增长是未来成长的先行指标

2022 年底存货余额增长 1.60 亿元，其中库存商品增加 0.59 亿元，周转材料增加 0.72 亿元，公司合同负债余额较 2021 年增长 0.25 亿元，因公司业务为订单销售模式，这部分存货和合同负债有望在未来转化为收入，为未来增长提供有效支撑。

多领域研发齐头并进，人员、专利、在研项目较快增长

凯立新材研发投入保持在较高水平：1、2022 年产生研发费用 5712 万元，保持较高水平；2、新增技术人员 20 人，其中博士增加 9 人；3、2022 年新增多个在研项目，其中不乏新能源、环保和基础化工多个领域的研发。

定增项目瞄准基础化工、氢能多个领域，贵金属非贵均有布局

公司 2023 年 2 月 6 日发布《2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，募集资金不超过 10.75 亿元，用于 PVC 绿色合成用金基催化材料、高端功能催化材料产业化项目等多个项目，产能扩张幅度大，项目向着过去储备的多个在研产品方向扩张，对未来在这些领域的成长充满信心。

盈利预测：考虑资本开支折旧，我们微调 2023-2024 年归母净利润预期为 3.22/4.00 亿元(前值 3.38/4.30 亿元)，预计 2025 年归母净利润为 4.69 亿元，给予 2023 年 40 倍 PE 估值，目标价 98.3 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：行业技术升级迭代的风险；贵金属价格波动及资金占用较高的风险；定增无法发出或项目进展不达预期风险；

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,589.33	1,882.20	2,402.23	2,912.95	3,486.08
增长率(%)	51.05	18.43	27.63	21.26	19.68
EBITDA(百万元)	224.20	306.87	392.07	497.43	602.68
归属母公司净利润(百万元)	162.56	221.11	322.02	400.04	469.28
增长率(%)	54.34	36.02	45.64	24.23	17.31
EPS(元/股)	1.24	1.69	2.46	3.06	3.59
市盈率(P/E)	60.63	44.57	30.60	24.64	21.00
市净率(P/B)	11.70	10.16	8.14	6.52	5.29
市销率(P/S)	6.20	5.24	4.10	3.38	2.83
EV/EBITDA	50.14	35.75	24.56	19.61	16.08

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	73.63 元
目标价格	98.3 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	130.70
流通 A 股股本(百万股)	60.48
A 股总市值(百万元)	9,623.74
流通 A 股市值(百万元)	4,452.84
每股净资产(元)	7.42
资产负债率(%)	36.58
一年内最高/最低(元)	140.25/72.80

作者

郭建奇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522110002
guojianqi@tfzq.com

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

王小芃 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060003
wangxp@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《凯立新材-半年报点评:单季业绩创新高，医药稳扎稳打，PVC 无汞催化落地》 2022-09-06
- 《凯立新材-季报点评:利润超预期创新高，2022 基础化工业务突破之年》 2022-05-05
- 《凯立新材-年报点评报告:市场渗透加快，业绩迅速提升，强研发促长期成长》 2022-04-05

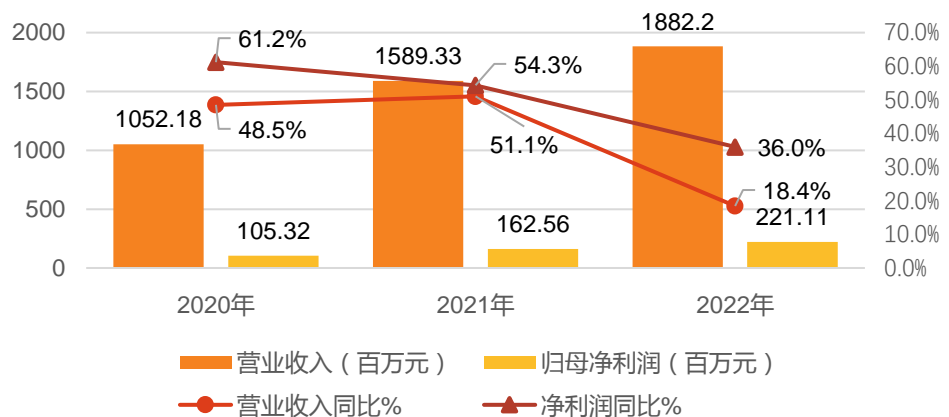
1. 收入利润持续高增，Q4 单季度收入创新高

凯立新材发布 2022 年年度报告，公司 2022 年度实现营业收入 18.82 亿元，同比+18.43%，实现归母净利润 2.21 亿元，同比+36.02%，全年毛利率 17.97%，同比+1.86PCT；其中第四季度实现营业收入 5.83 亿元，同比+59.16%，环比+28.71%，实现归母净利润 0.46 亿元，同比+26.49%，环比-1.94%。第四季度收入水平创历史单季度新高。

1.1. 净利润增速保持较高水平，季节性周期和疫情影响，上半年优于下半年

公司营业收入和归母净利润增长均保持在较快区间，虽然基数增长导致同比增长率较前两年出现下滑，但 2022 年归母净利润增长 5855 万元，较 2021 年增幅的 5724 万元略有提升，增长势头依然强劲。

图 1：收入、利润持续高增

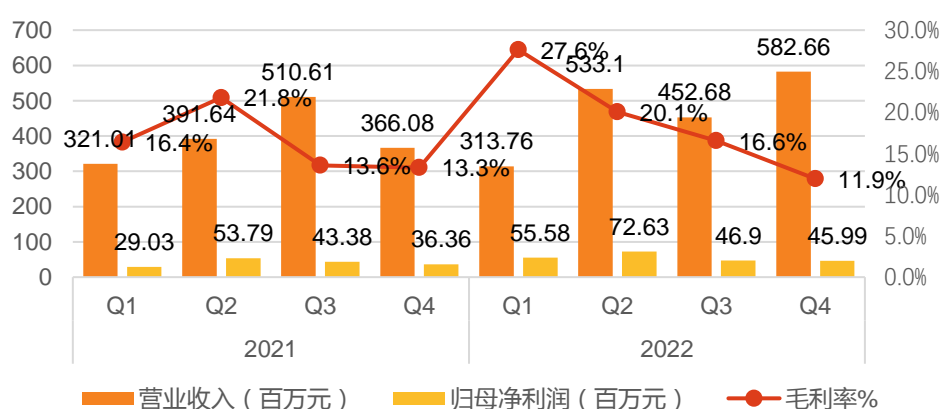


资料来源：Wind，凯立新材 2022 年年报，天风证券研究所

从季度利润增长趋势来看，存在季节性变化，连续两年 Q2 利润为全年高点，而 2022 年多轮疫情蔓延影响部分季度交货，22 年 Q4 预计也受到新冠疫情爆发影响，利润为全年四个季度的最低值。

收入虽然受到销售/加工业务结构、贵金属价格等多个因素影响，参考意义不大，但 Q4 收入创历史新高也体现出单季度销售业务进展保持良好增长状态，为后续订单向加工业务转换提供了支撑。

图 2：单季度营收和利润趋势

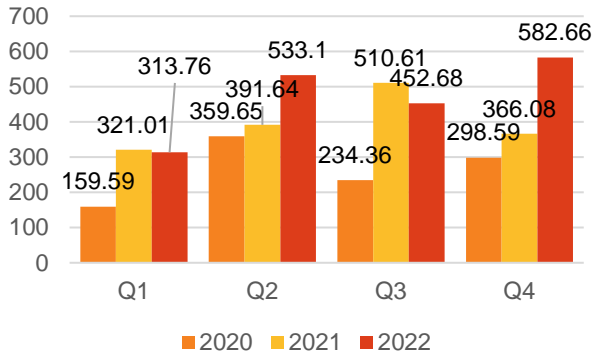


资料来源：Wind，凯立新材 2022 年年报，天风证券研究所

因收入和利润存在季节性（春节效应、夏天高温检修等），按照季度分类拆分来看，归母净利润在每个季度层面均保持了增长趋势，其中 Q4 归母净利润同比增速仍保持了 26.5%

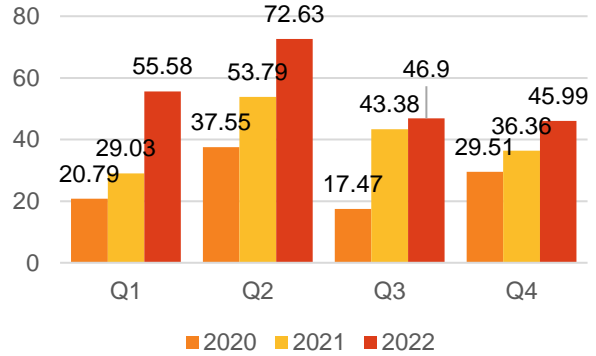
的高效增长。从半年维度来看，一般上半年利润额好于下半年。

图 3：营业收入按季度（百万元）



资料来源：Wind，凯立新材 2022 年年报，天风证券研究所

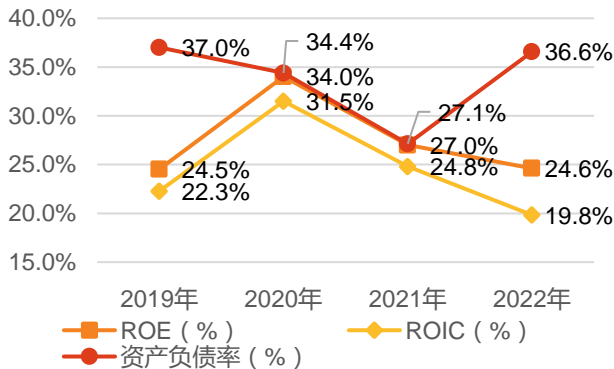
图 4：归母净利润按季度（百万元）



资料来源：Wind，凯立新材 2022 年年报，天风证券研究所

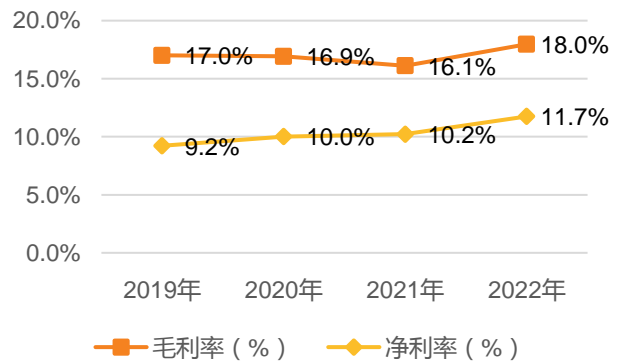
从盈利能力指标来看，凯立 2022 年 ROE24.6%，ROIC19.8%，虽较前几年有所下滑，但仍保持在较高的水平，我们认为主要系业务结构中基础化工业务快速增长和疫情因素影响所致。而销售毛利率和销售净利率全年则保持增长，毛利率 18.0%、净利率 11.7%均创上市以来新高，结合 ROE 变化来看，业务结构变化和销售业务中高附加值的产品增加是毛利率和净利率增长的主要因素，但作为加工型企业，我们仍然强调利润率的指标参考意义不强。

图 5：盈利能力指标和资产负债率



资料来源：Wind，凯立新材 2022 年年报，天风证券研究所

图 6：销售毛利率和净利率



资料来源：Wind，凯立新材 2022 年年报，天风证券研究所

2. 业务多点开花，医药高增 PVC 突破，多形态产品、多业务模式均有增长

2.1. 按照下游领域拆分，医药、农药保持高增，PVC 等基础化工开始放量

精细化工领域保持高速增长态势，基本盘稳固。凯立新材作为医药及精细化工催化剂的主要生产企业，2022 年仍保持较快增长，根据年报中披露，医药板块收入增长 23.92%，农药板块增长 18.63%，作为精细化工两个主要板块仍保持了收入的高速增长。

PVC 等基础化工快速增长贡献增量。根据公司年报披露，2022 年乙炔氢氯化法生产 PVC 用金炭催化剂率先实现工业应用，多相催化剂销量增长 195%主要系基础化工领域新产品 PVC 金基无汞化催化剂、铜氧化铝等产销量增加所致。

2022 年聚氯乙烯生产的无汞化进程加速：1、根据中国招标投标服务平台公示信息，陕西金泰氯碱首套无汞催化技术 60 万吨/年 PVC 完成了首个工段的招标，凯立新材以 3792 万元中标其第一工段的催化剂，成为新建设无汞 PVC 催化剂的供应商；2、根据鄂尔多斯集团媒体发布平台新闻，2022 年 2 月 17 日内蒙古鄂尔多斯电力冶金集团股份有限公司 40 万

吨/年聚氯乙烯及烧碱项目装填无汞催化剂，实现了无汞催化工艺的正式生产。

2.2. 多相催化剂增量提质，均相催化剂收入贡献增量

按照产品形态（均相、多相、技术服务）拆分来看：

1、均相催化剂销量下滑 61.6%，而收入则增加 32.1%，平均单价由 2021 年的 4.58 万元/kg 增长至 15.76 万元/kg，均相整体高端化趋势明显，产品结构调整带来的变化使得收入水平快速增长，其中 2021 年增量明显的非贵金属均相催化剂 2022 年销量下滑 94.77%，是销量减少的主要原因；

2、多相催化剂销量同比增长 195.3%，收入基本持平，均价由 0.62 万元/kg 降至 0.21 元/kg，多相催化剂销量增加 241 吨，主要由 PVC 金基无汞催化剂和铜氧化铝催化剂增加所致，基础化工新项目快速推广，拉动销量快速增长，而基础化工项目多数以加工业务招标为主（PVC 陕西金泰氯碱为例，中标为加工费用）收入增长不明显，但使得整体毛利率提升明显，多相催化剂毛利率由 2021 年的 17.6% 提升至 2022 年的 22.5%。

表 1：按催化剂类型拆分

	销量 (kg)			收入 (万元)			单价 (万元/kg)		毛利率%	
	2022 年	2021 年	同比%	2022 年	2021 年	同比%	2022 年	2021 年	2022 年	2021 年
均相催化剂	6,814.13	17,746.6	-61.6%	107,404.	81,322.1	32.1%	15.76	4.58	14.3%	14.6%
		8		54	1					
多相催化剂	365,084.	123,640.	195.3%	76,234.4	76,428.4	-0.3%	0.21	0.62	22.5%	17.6%
	14	81		6	9					
应用技术服务	-	-	-	1,294.90	272.36	375.4%	-	-	84.7%	96.2%
汇总	371,898.	141,387.	163.0%	184,933.	158,022.	17.0%	0.50	1.12	18.2%	16.2%
	27	49		90	96					

资料来源：Wind，凯立新材 2022 年年报，凯立新材 2021 年年报，天风证券研究所

按照产品销售模式（销售、加工、技术服务）拆分来看：

- 1、催化剂销售业务产生收入 16.98 亿元，同比+16.9%，毛利率 14.8%，较 2021 年提升 1.55PCT；
- 2、催化剂加工业务产生收入 1.39 亿元，同比+10.4%，毛利率 53.7%，较 2021 年提升 4.94PCT；
- 3、应用技术服务产生收入 1295 万元，同比 2021 年提升 375.4%；

公司 2022 年销售业务和加工业务均保持了较高增速，并在应用技术服务上快速增长，销售业务的毛利增速超过 30%，体现出公司新业务快速扩张的趋势，未来有望实现由销售业务到加工业务的转换，为利润增长提供基础。

表 2：按照销售模式拆分

	收入 (万元)			毛利 (万元)			毛利率%	
	2022 年	2021 年	同比%	2022 年	2021 年	同比%	2022 年	2021 年
催化剂销售	169,770.62	145,183.73	16.9%	25,075.12	19,193.29	30.6%	14.8%	13.2%
催化剂加工	13,868.39	12,566.87	10.4%	7,452.87	6,132.63	21.5%	53.7%	48.8%
应用技术服务	1,294.90	272.36	375.4%	1,097.17	262.12	318.6%	84.7%	96.2%
汇总	184,933.91	158,022.96	17.0%	33,620.98	25,583.92	31.4%	18.2%	16.2%

资料来源：Wind，凯立新材 2022 年年报，凯立新材 2021 年年报，天风证券研究所

3. 周转材料、合同负债高增，为后续高速增长提供基础

公司资产负债表细节满满：

- 1、2022 年底存货余额增长 1.60 亿元，其中库存商品增加 0.59 亿元，周转材料增加 0.72

亿元，在产品和发出商品也不同幅度增长，根据报表准则，周转材料主要系加工业务收到客户的贵金属原料，而库存商品和发出商品则为已经完成或发出但尚未产生收入的催化剂产品，考虑到公司合同销售的模式，销售、加工业务的加工时长较短，这部分存货有望在未来几个季度转化为收入和利润，为未来增长提供有效支撑；

表 3：存货快速增长，周转材料增幅明显（单位：元）

	2022 年底余额	2021 年底余额	增加额	增加幅度
原材料	79,497,181.42	75,400,713.13	4,096,468.29	5.43%
在产品	9,210,085.01	2,299,115.03	6,910,969.98	300.59%
库存商品	77,168,326.89	18,549,567.38	58,618,759.51	316.01%
周转材料	160,520,834.06	88,105,720.95	72,415,113.11	82.19%
发出商品	26,374,220.44	8,783,069.39	17,591,151.05	200.28%
合计	352,770,647.82	193,138,185.88	159,632,461.94	82.65%

资料来源：Wind，凯立新材 2022 年年报，天风证券研究所

2、公司合同负债 2022 期末余额较 2021 年增长 0.25 亿元，同存货一样，公司已经收到客户的资金，但尚未交付并形成收入的业务增长较快，也侧面印证公司在手订单尚未确认的收入较多，有望在未来形成收入和利润。

表 4：合同负债（单位：元）

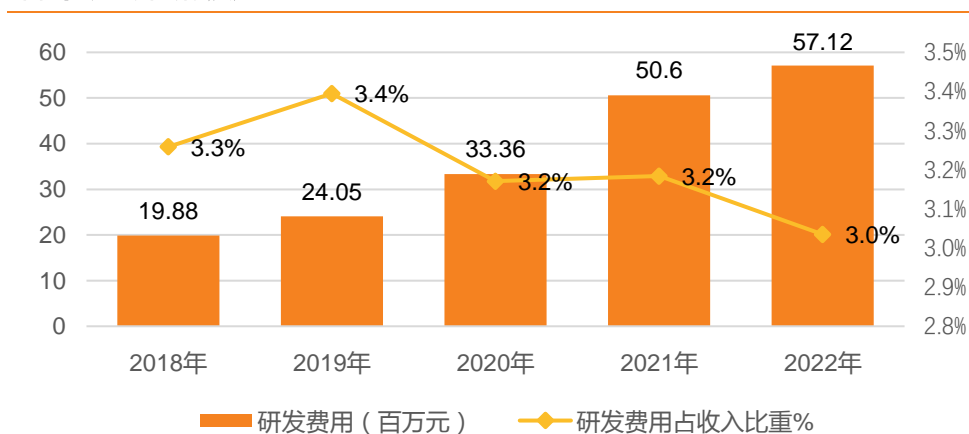
项目	期末余额	期初余额
预收货款	42,179,294.39	20,091,535.00
预收技术服务费	5,846,820.76	3,066,037.74
合计	48,026,115.15	23,157,572.74

资料来源：Wind，凯立新材 2022 年年报，天风证券研究所

4. 多领域研发齐头并进，人员、专利、在研项目较快增长

凯立新材研发投入保持在较高水平，2022 年产生研发费用 5712 万元，占收入比重 3.0%，作为贵金属占收入比重较大的加工费为主要收入来源的公司，占比同向比较意义较小，但其趋势和收入、利润增长趋势一致，占比稳定。

图 7：凯立新材研发费用

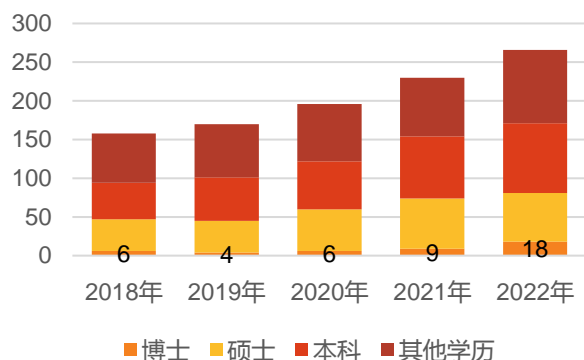
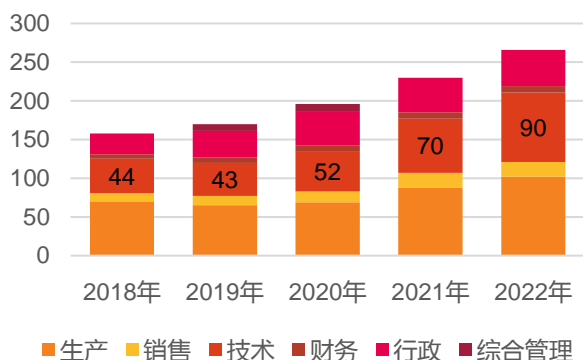


资料来源：Wind，凯立新材 2022 年年报，天风证券研究所

凯立 2022 年进行了人员的扩张，其中技术人员增长 20 人，而按照学历结构来看，博士净增加 9 人，成为技术人员增长中的主要增长贡献。

图 8：凯立新材人员构成（单位：人）

图 9：凯立新材人员学历构成（单位：人）



资料来源: Wind, 凯立新材 2022 年年报, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 凯立新材 2022 年年报, 天风证券研究所

凯立新材 2022 年新增多个在研项目, 其中不乏氢能专项、氢化丁腈橡胶、丙交酯、VOCs 治理(苯系物质)等新能源、环保和基础化工多个领域的研发, 并且向铜系、镍系等非贵金属研发方向进军。

表 5: 2022 年底在研项目一览 (单位: 万元)

序号	项目名称	预计总投资规模	本期投入金额	累计投入金额	22 年新增项目
1	功能介孔碳负载贵金属催化剂的制备研究	280	72.59	186.36	
2	单原子钨催化剂研发	450	68	282.53	
3	新型有机液体储氢体系研发及产业化	330	44.09	144.52	
4	高效清洁催化氧化技术及其催化剂的开发与应用	800	91.85	382.88	
5	精细化工用连续催化加氢技术的开发与应	1,000.00	151.15	459.41	
6	系列催化羰基化合成技术研发与应用	500	97.26	191.18	
7	高性能烷烃脱氢铂系催化剂研发	2,000.00	64.45	269.98	
8	PVC 用高性能铜系催化剂的研发与应用	1,000.00	71.83	164.19	
9	高性能铜系催化剂研发与应用	1,200.00	81.79	96.62	
10	高性能镍系催化剂研发与应用	800	12.86	49.35	
11	复杂有机体系中贵金属的回收工艺研究	800	227.86	303.74	
12	炭载贵金属催化剂制备技术及产品的迭代升级	1,200.00	747.45	747.45	2022 新增项目
13	氢能专项	1,000.00	178.82	178.82	2022 新增项目
14	多相催化加氢制备氢化丁腈橡胶(HNBR)工艺技术及其催化剂的开发	500	163.62	163.62	2022 新增项目
15	金基无汞催化剂的改进与提升	200	118.56	118.56	2022 新增项目
16	苯系物室温氧化催化剂的创制	300	85.19	85.19	2022 新增项目
17	硫酸乙烯酯清洁制备技术研究	200	78.5	78.5	2022 新增项目
18	炭载贵金属催化剂性能及生产工艺的优化研究	320	0	177.98	2022 新增项目
19	质子交换膜燃料电池用铂炭催化剂的研究	600	0	173.86	2022 新增项目
20	氧化铝等多相贵金属催化剂回收技术提升和优化	220	0	183.83	2022 新增项目
21	新型均相催化剂的研制	650	234.1	839.9	2022 新增项目
22	烯烃类氢甲酰化反应催化合成技术研究	250	47.03	280.54	2022 新增项目

23	新型均相催化剂的研制(2022)	1,500	417.63	417.63	2022 新增项目
24	高性能气体分离膜材料分子结构设计与中空纤维制备	500	15.37	15.37	2022 新增项目
25	一步法催化乳酸合成丙交酯技术及其催化材料研究	400	73.12	73.12	2022 新增项目
26	甲醇氧化制甲醛高性能催化材料与技术的研发	300	45.16	45.16	2022 新增项目
合计	/	17,300	3,188.28	6,110.29	

资料来源: Wind, 凯立新材 2022 年年报, 天风证券研究所

5. 定增项目瞄准基础化工、氢能多个领域，贵金属非贵均有布局

公司 2023 年 2 月 6 日发布《2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，向特定对象发行募集不超过 10.75 亿元，用于 PVC 绿色合成用金基催化材料、高端功能催化材料产业化项目、先进催化材料与技术创新中心及产业化建设项目、稀贵金属催化材料生产再利用产业化项目等多个项目。

按照四个主要项目产能规划来看，项目包括：1、PVC 无汞催化剂 3000 吨（及 3500 吨回收产能）；2、铂系催化剂 15 吨（燃料电池）；3、铜系催化剂 2500 吨（煤制乙二醇等）；4、镍系催化剂 1500 吨（联吡啶合成、加氢专用等）；5、碳载催化剂 700 吨（PVC、炼油连续重整等）；6、氧化铝载体催化剂 1300 吨（煤制乙二醇、烷烃脱氢等）。主要扩张领域包括氢能、PVC 无汞催化剂、乙二醇和丙烷脱氢用氧化铝催化剂，以及多个基础化工领域的非贵金属催化剂，定增项目向着过去储备的多个在研产品方向扩张，对未来在这些领域的成长充满信心。

表 6：定增项目拆分

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）	主要产能	应用领域
1	PVC 绿色合成用金基催化材料生产及循环利用项目	30,000.00	30,000.00	金基无汞催化剂：3,000 吨；（及 3,500 吨回收产能）	PVC
2	高端功能催化材料产业化项目	71,000.00	41,500.00	铂系催化材料：15 吨； 铜系催化材料：2,500 吨； 镍系催化材料：1,500 吨；	燃料电池等 加氢、氧化、偶联、聚合等反应；煤制乙二醇酯加氢等 加氢、氧化、偶联、聚合等反应；联吡啶合成
3	先进催化材料与技术创新中心及产业化建设项目	32,000.00	12,000.00		
4	稀贵金属催化材料生产再利用产业化项目	25,000.00	9,000.00	炭载催化剂：700 吨； 氧化铝催化剂：1,300 吨； 废旧贵金属催化剂回收：2,000 吨；	PVC 等 煤制乙二醇、移动床烷烃脱氢
5	补充流动资金	15,000.00	15,000.00		
	合计	173,000.00	107,500.00		

资料来源: Wind, 2023 年度向特定对象发行 A 股股票募集资金使用可行性分析报告, 2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	415.21	460.32	720.67	873.88	1,045.82
应收票据及应收账款	149.84	132.96	249.77	198.86	339.84
预付账款	7.89	3.75	6.90	8.42	9.77
存货	193.14	352.77	189.36	490.32	367.77
其他	170.65	91.67	52.51	78.21	72.28
流动资产合计	936.73	1,041.47	1,219.20	1,649.69	1,835.49
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	83.31	104.16	479.58	678.68	998.29
在建工程	61.82	271.87	171.56	235.78	160.73
无形资产	38.57	38.02	37.50	36.99	36.47
其他	35.16	73.69	40.60	49.82	54.70
非流动资产合计	218.85	487.75	729.24	1,001.26	1,250.20
资产总计	1,155.58	1,529.22	1,948.44	2,650.95	3,085.69
短期借款	69.62	240.48	449.93	705.80	845.74
应付票据及应付账款	58.92	104.99	89.26	129.01	149.45
其他	70.80	66.58	73.36	144.42	95.52
流动负债合计	199.34	412.06	612.55	979.24	1,090.71
长期借款	50.07	50.07	81.39	115.88	86.03
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	40.98	49.22	43.14	44.45	45.60
非流动负债合计	91.05	99.29	124.53	160.32	131.64
负债合计	313.54	559.37	737.08	1,139.56	1,222.34
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	93.36	130.70	130.70	130.70	130.70
资本公积	487.07	449.73	449.73	449.73	449.73
留存收益	260.96	388.71	630.23	930.25	1,282.21
其他	0.64	0.70	0.70	0.70	0.70
股东权益合计	842.03	969.84	1,211.36	1,511.39	1,863.34
负债和股东权益总计	1,155.58	1,529.22	1,948.44	2,650.95	3,085.69

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	162.56	221.11	322.02	400.04	469.28
折旧摊销	3.95	4.91	25.41	37.20	55.95
财务费用	6.70	3.83	8.97	16.37	21.88
投资损失	(1.29)	(1.52)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(179.35)	(195.12)	48.27	(172.49)	(45.85)
其它	55.25	64.89	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	47.81	98.10	404.67	281.11	501.26
资本支出	43.83	227.03	306.08	298.69	298.84
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(197.05)	(351.56)	(607.02)	(599.01)	(598.32)
投资活动现金流	(153.22)	(124.53)	(300.94)	(300.31)	(299.48)
债权融资	64.64	165.24	237.13	272.43	87.48
股权融资	251.84	0.06	(80.51)	(100.01)	(117.32)
其他	84.87	(94.64)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	401.35	70.66	156.63	172.42	(29.84)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	295.93	44.24	260.35	153.21	171.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,589.33	1,882.20	2,402.23	2,912.95	3,486.08
营业成本	1,333.25	1,543.99	1,914.36	2,305.73	2,763.45
营业税金及附加	4.40	6.26	7.99	9.69	11.60
销售费用	9.33	8.75	11.17	13.54	16.20
管理费用	23.38	22.85	29.16	35.36	42.32
研发费用	50.60	57.12	72.90	88.40	105.79
财务费用	6.53	(0.36)	8.97	16.37	21.88
资产/信用减值损失	(1.09)	(1.24)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.29	1.52	0.00	0.00	0.00
其他	(4.45)	(4.92)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	166.07	248.24	357.69	443.86	524.84
营业外收入	16.51	2.27	6.42	8.40	5.70
营业外支出	0.26	0.82	0.46	0.51	0.60
利润总额	182.33	249.69	363.65	451.75	529.94
所得税	19.77	28.58	41.63	51.72	60.67
净利润	162.56	221.11	322.02	400.04	469.28
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	162.56	221.11	322.02	400.04	469.28
每股收益(元)	1.24	1.69	2.46	3.06	3.59

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	51.05%	18.43%	27.63%	21.26%	19.68%
营业利润	39.31%	49.47%	44.09%	24.09%	18.24%
归属于母公司净利润	54.34%	36.02%	45.64%	24.23%	17.31%
获利能力					
毛利率	16.11%	17.97%	20.31%	20.85%	20.73%
净利率	10.23%	11.75%	13.41%	13.73%	13.46%
ROE	19.31%	22.80%	26.58%	26.47%	25.18%
ROIC	59.95%	53.03%	44.70%	41.34%	34.29%
偿债能力					
资产负债率	27.13%	36.58%	37.83%	42.99%	39.61%
净负债率	-34.39%	-17.50%	-15.19%	-3.20%	-5.96%
流动比率	4.21	2.26	1.99	1.68	1.68
速动比率	3.34	1.50	1.68	1.18	1.35
营运能力					
应收账款周转率	13.12	13.31	12.55	12.99	12.94
存货周转率	9.63	6.90	8.86	8.57	8.13
总资产周转率	1.91	1.40	1.38	1.27	1.22
每股指标(元)					
每股收益	1.24	1.69	2.46	3.06	3.59
每股经营现金流	0.37	0.75	3.10	2.15	3.84
每股净资产	6.44	7.42	9.27	11.56	14.26
估值比率					
市盈率	60.63	44.57	30.60	24.64	21.00
市净率	11.70	10.16	8.14	6.52	5.29
EV/EBITDA	50.14	35.75	24.56	19.61	16.08
EV/EBIT	51.04	36.33	26.26	21.20	17.72

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com