

增持 (维持)

## 中航西飞 (000768)

### 在手订单充足锁定长期增长, 附加税影响短期利润

2023年04月25日

## 市场数据

日期	2023-04-24
收盘价(元)	24.76
总股本(百万股)	2,781.74
流通股本(百万股)	2,768.64
净资产(百万元)	16,134.21
总资产(百万元)	82,173.55
每股净资产(元)	5.83

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《中航西飞 2022 年三季报点评: 营业收入稳健增长, 税金影响短期利润》2022-10-30

《中航西飞 2022 年中报点评: 合同负债在手订单锚定需求, 净利润率继续保持上升趋势》2022-08-30

《中航西飞 2021 年报点评: 航空营收基本持平, 日最高存款限额大幅提升》2022-03-29

《中航西飞 2021 中报点评: 航空主业营收稳步增长, 提质增效期间费率降低》2021-08-24

## 分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

董昕瑞

dongxinrui@xyzq.com.cn

S0190522120002

## 投资要点

- **公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度业绩预告:** 2022 年营收 376.60 亿元, 同比增长 15.17%; 归母净利润 5.23 亿元, 同比下降 19.84%; 扣非后归母净利润 4.18 亿元, 同比下降 26.33%。2023 年一季度预计实现归母净利润 2.18 亿元至 2.55 亿元, 同比增长 41%至 65%; 扣非后归母净利润 2.01 亿元至 2.38 亿元, 同比增长 33%至 57%。
- **聚焦航空主业, 在手订单充足。**分产品看, 2022 年公司航空产品实现营收 373.08 亿元, 同比增长 15.21%, 占营业收入的 99.07%, 营收占比同比增加 0.04pct, 毛利率 6.83%, 同比减少 0.10pct。公司其他业务实现营收 4.92 亿元, 同比下降 0.30%, 占营业收入的 1.31%, 营收占比同比减少 0.20pct, 毛利率 61.44%, 同比减少 27.84pct。内部抵销 1.40 亿元, 同比下降 20.50%。截至 2022 年 12 月 31 日, 已签订合同, 但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为 544.84 亿元。
- **期间费用率下降, 研发费用显著增长。**2022 年公司整体毛利率为 7.05%, 同比减少 0.44pct; 净利率为 1.39%, 同比减少 0.61pct; 加权平均 ROE 为 3.28%, 同比减少 0.93pct。公司期间费用总额 15.19 亿元, 同比小幅下降 0.28%, 期间费用占营收比重 4.03%, 营收占比同比减少 0.63pct; 其中, 销售费用 4.36 亿元, 同比增长 0.08%, 占营业收入的 1.16%, 营收占比同比减少 0.17pct; 管理费用 8.95 亿元, 同比增长 8.67%, 占营业收入的 2.38%, 营收占比同比减少 0.14pct; 财务费用-1.21 亿元, 上年同期为 0.27 亿元, 较上年同期减少 1.48 亿元。公司研发费用 3.09 亿元, 同比增长 30.31%, 占营业收入的 0.82%, 营收占比同比增加 0.10 pct。
- **经营活动产生的现金流量净额大幅增加。**2022 年公司经营活动产生的现金流净额 292.87 亿元, 上年同期为-149.55 亿元, 同比增加 442.42 亿元; 投资活动现金流量净额-8.23 亿元, 上年同期为-3.76 亿元, 较上年同期减少 4.47 亿元; 筹资活动现金流量净额-87.05 亿元, 上年同期为 85.49 亿元, 较上年同期减少 172.54 亿元。
- **子公司航空工业西飞营收稳步增长, 陕飞净利率大幅提升。**2022 年航空工业西飞营业收入 234.00 亿元, 同比增长 22.89%, 净利润-0.69 亿元, 上年同期为 0.99 亿元, 同比减少 1.68 亿元, 净利率-0.29%, 同比减少 0.81pct。2022 年航空工业陕飞营业收入 135.27 亿元, 同比下降 1.15%, 净利润 3.92 亿元, 同比增长 575.86%, 净利率 2.90%, 同比增加 2.47pct。本期西飞与陕飞营收合计 369.27 亿元, 占公司总营收的 98.05%。
- **应收项目合计大幅下降, 合同负债显著增长。**截至 2022 年末, 公司应收项目合计 78.98 亿元, 同比下降 58.08%, 其中应收账款 77.69 亿元, 同比下降 57.84%; 应收票据 1.29 亿元, 同比下降 68.80%。应收账款周转率 2.87 次, 同比减少 0.05 次。公司存货 262.49 亿元, 同比增长 5.60%, 存货周转率 1.37 次, 同比增加 0.02 次。合同负债 228.62 亿元, 较年初增长 247.12%。
- **关联交易金额持续增长。**2023 年公司预计日常关联交易总金额为 232.06 亿元, 较 2022 年预计额同比增长 26.94%。2022 年公司向关联人销售商品金额为 3.07 亿元, 完成度为 45.89%; 2023 年预计额为 6.76 亿元, 较 2022 年预计额同比增长 1.05%。
- **增值税附加税影响短期利润。**2022 年公司税金及附加 4.87 亿元, 较上期增加 4.00 亿元, 同比增长 456.61%; 其中 2022Q4 为 1.16 亿元, 同比增长 129.95%。截至 2022 年末, 公司应交税费为 7.03 亿元, 同比增长 553.43%, 其中应交增值税 5.01 亿元, 同比大幅增加 4.97 亿元, 占应交税费总额比重的 71.35%。
- **超额完成 2022 年度经营目标, 制定 2023 年经营计划。**公司 2022 年度经营计划预计实现营业收入 365 亿元, 实际实现营业收入 376.60 亿元, 目标完成率为 103.18%; 全员劳动生产率 60.51 万元/人, 完成年计划的 182.86%。公司 2023 年度经营计划预计实现营业收入 431 亿元, 相较于 2022 年度经营计划同比增长 18.08%; 预计全员劳动生产率 43.17 万元/人, 相较于 2022 年度经营计划同比增长 30.46%。
- 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 10.22/13.91/17.81 亿元, EPS 分别为 0.37/0.50/0.64 元/股, 对应 4 月 24 日收盘价 PE 为 67.1/49.3/38.5 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 军品订单增速低于预期; 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)	37660	46944	56379	65874
同比增长	15.2%	24.7%	20.1%	16.8%
归母净利润(百万元)	523	1022	1391	1781
同比增长	-19.8%	95.2%	36.1%	28.1%
毛利率	7.1%	7.4%	7.9%	8.0%
ROE	3.2%	6.1%	7.8%	9.4%
每股收益(元)	0.19	0.37	0.50	0.64
市盈率	131.0	67.1	49.3	38.5

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 376.60 亿元, 同比增长 15.17%; 归母净利润 5.23 亿元, 同比下降 19.84%; 扣非后归母净利润 4.18 亿元, 同比下降 26.33%; 基本每股收益 0.19 元/股, 同比下降 19.85%; 加权平均净资产收益率 3.28%, 同比减少 0.93pct。
- 2022 年利润分配方案: 以 27.82 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元 (含税), 共计分配利润 2.78 亿元, 剩余的未分配利润结转以后年度分配, 本次分配不送红股, 不进行转增股本。本年度现金分红占公司归母净利润的 53.15%。
- 公司发布 2023 年第一季度业绩预告: 预计归母净利润 2.18 亿元至 2.55 亿元, 同比增长 41%至 65%; 扣非后归母净利润 2.01 亿元至 2.38 亿元, 同比增长 33%至 57%; 基本每股收益 0.08 元/股至 0.09 元/股。

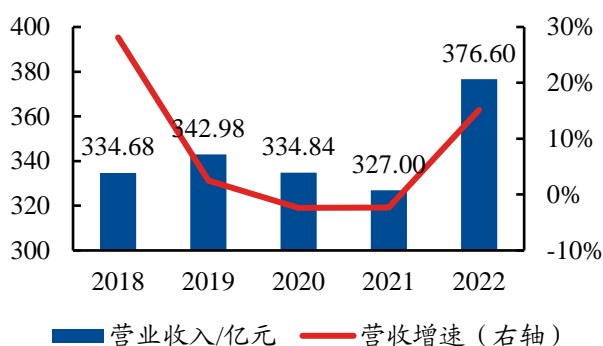
## 点评

### ● 营收稳步增长, 增值税影响归母净利润

2022 年公司实现营收 376.60 亿元, 同比增长 15.17%, 完成年计划的 103.18%; 归母净利润 5.23 亿元, 较上年同期减少 1.30 亿元, 同比下降 19.84%, 主要系本期销售商品缴纳增值税增加, 导致税金及附加较上年同期增加 4 亿元所致。

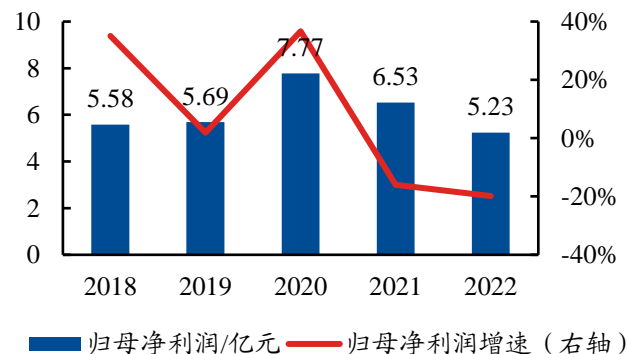
分季度看, 公司 2022 年四个季度分别实现营收 75.09 亿元 (同比+12.43%, 下同)、116.11 亿元 (+38.69%)、92.25 亿元 (+14.49%)、93.15 亿元 (-2.89%); 公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 1.55 亿元 (+14.26%)、3.28 亿元 (+63.72%)、1.74 亿元 (-35.99%)、-1.34 亿元 (-398.14%)。

图 1、2018-2022 年营收 (亿元) 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 2、2018-2022 年归母净利润 (亿元) 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

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况（亿元）

年份	报告类型	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	5.69	64.60	19.29%	0.44	5.65%
	Q2	7.48	70.17	20.96%	1.89	24.28%
	Q3	6.22	98.75	29.49%	2.23	28.64%
	Q4	10.99	101.32	30.26%	3.22	41.44%
2021	Q1	6.93	66.79	20.42%	1.35	20.72%
	Q2	6.07	83.72	25.60%	2.00	30.71%
	Q3	7.07	80.57	24.64%	2.72	41.70%
	Q4	9.47	95.92	29.33%	0.45	6.87%
2022	Q1	8.07	75.09	19.94%	1.55	29.54%
	Q2	6.89	116.11	30.83%	3.28	62.72%
	Q3	7.23	92.25	24.50%	1.74	33.30%
	Q4	6.26	93.15	24.73%	-1.34	-25.56%

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 聚焦航空主业，在手订单充足

公司是我国主要的大中型运输机、轰炸机、特种飞机等飞机产品的制造商，是我国最大的运输机研制生产基地，是新舟系列飞机、C919 大型客机、ARJ21 支线飞机、AG600 飞机以及国外民用飞机的重要零部件供应商。近年来公司综合实力稳步提升，紧密围绕“高质量、高效益、低成本、可持续”发展理念，推动航空产品持续改进和系列化发展。

公司聚焦航空产品，分产品看，航空产品实现营收 373.08 亿元，同比增长 15.21%，占营业收入的 99.07%，营收占比同比增加 0.04pct，毛利率 6.83%，同比减少 0.10pct。

公司其他业务实现营收 4.92 亿元，同比下降 0.30%，占营业收入的 1.31%，营收占比同比减少 0.20pct，毛利率 61.44%，同比减少 27.84pct。内部抵销 1.40 亿元，同比下降 20.50%。

在生产运营方面，围绕“高质量、高效率、低成本、准时化”的高级均衡交付目标，公司通过数据分析系统应用，实现零件、装配的线上计划驱动，零件、部装、总装、试飞各阶段生产节拍稳步压缩。公司承担的 C919 飞机、AG600 飞机、ARJ21 飞机、包括首架空客 A321 机翼项目在内的国际转包产品部件生产交付任务顺利完成。同时，公司深入推进 AOS 管理体系 3.0 阶段建设，全面建立“流程所有者分级授权机制”；构建精益工厂建设 2.0 评价标准，推动精益工厂建设迈向持续改善阶段，并试点开展模拟经营业绩管理工作，进一步提升内部单位精益运营能力。

在产品研发方面，依托型号研制与重大装备需求，统筹研发、智能制造、服务保障协同创新，在设计、制造和服务方面不断提升基础技术和关键核心技术攻关能力，系统制定详细研究任务清单，加快解决生产实际中的突出问题，提升核心技术竞争力，推动自主创新能力提升，坚定不移推进研发制造一体化协同创新。

在航空服务方面，以用户需求和外场问题为导向，聚焦重点型号，突出专项任务，强化主机牵头，加快备件配套保障，加速外场问题处理，持续提升服务保障能力，提升飞机完好率，提高用户满意度。

在改革提升方面，公司全面完成国企改革三年行动各项改革任务，达到国资委要求目标。开展对标世界一流企业管理提升行动，选择国际或行业领先组织为标杆，从管理变革、管理模式、管理方法、运营效果、运行质量、组织适配、体系文件、文化养成等方面开展对标，进一步满足客户需求、提升内部管理，消除管理盲区、降低管理成本。通过实施改革三年行动，公司治理结构和治理机制更加科学、规范、高效，公司运营活力和效率显著提升。

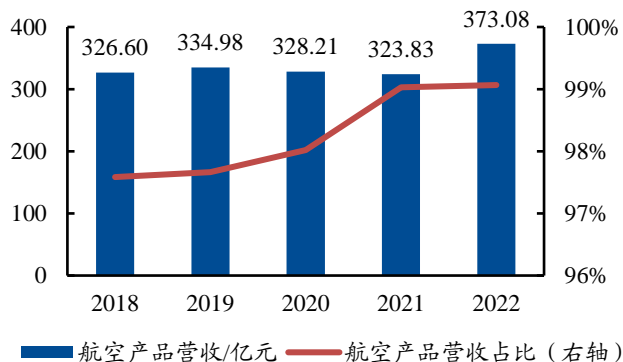
截至 2022 年 12 月 31 日，已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为 544.84 亿元，其中 219.12 亿元预计将于 2023 年度确认收入；179.40 亿元预计将于 2024 年度确认收入；146.33 亿元预计将于 2025 年度确认收入。

表 2、公司主营业务分产品营收（亿元）及毛利率情况

	2022			2021			营收同比增速	毛利率同比增减
	金额	占营业收入比重	毛利率	金额	占营业收入比重	毛利率		
营业收入合计	376.60	100.00%	7.05%	327.00	100.00%	7.49%	15.17%	-0.44%
分产品								
航空产品	373.08	99.07%	6.83%	323.83	99.03%	6.93%	15.21%	-0.10%
其他	4.92	1.31%	61.44%	4.94	1.51%	89.28%	-0.30%	-27.84%
内部抵销数	-1.40	-0.37%	-	-1.76	-0.54%	-	-20.50%	-

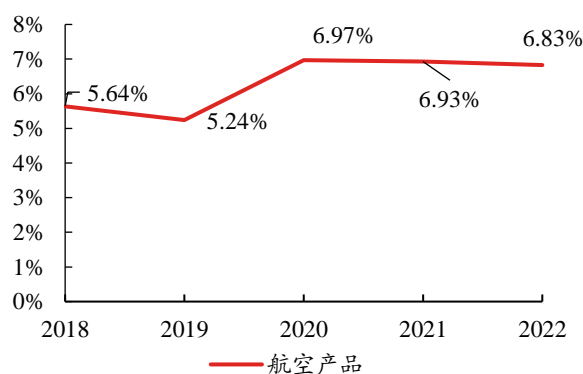
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2018-2022 年航空产品营收及航空产品营收占比



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 年航空产品毛利率

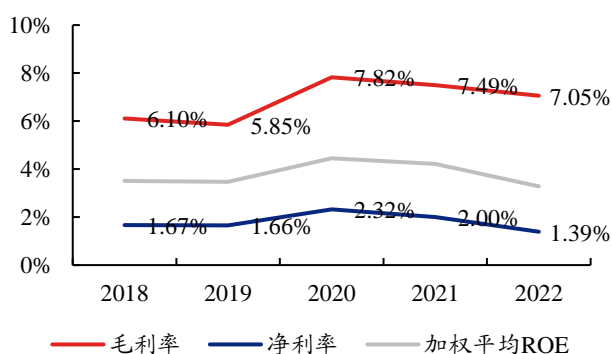


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 期间费用率下降，研发费用显著增长

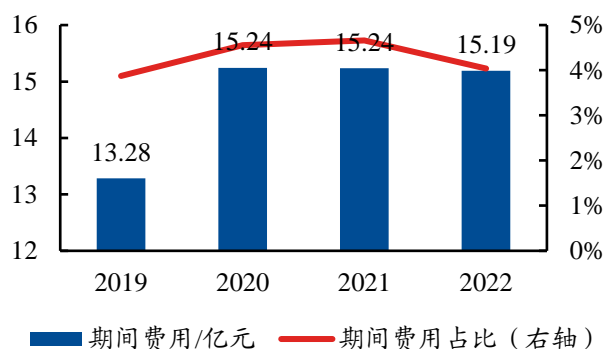
2022 年，公司整体毛利率为 7.05%，同比减少 0.44pct；净利率为 1.39%，同比减少 0.612pct；加权平均 ROE 为 3.28%，同比减少 0.93pct。

图 5、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 6、2019-2022 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，公司期间费用总额 15.19 亿元，同比小幅下降 0.28%，期间费用占营收比重 4.03%，营收占比同比减少 0.63pct；其中，销售费用 4.36 亿元，同比增长 0.08%，占营业收入的 1.16%，营收占比同比减少 0.17pct；管理费用 8.95 亿元，同比增长 8.67%，占营业收入的 2.38%，营收占比同比减少 0.14pct；财务费用-1.21 亿元，上年同期为 0.27 亿元，较上年同期减少 1.48 亿元，主要系本期利息收入和汇兑收益增加所致。

2022 年，公司研发费用 3.09 亿元，同比增长 30.31%，占营业收入的 0.82%，营收

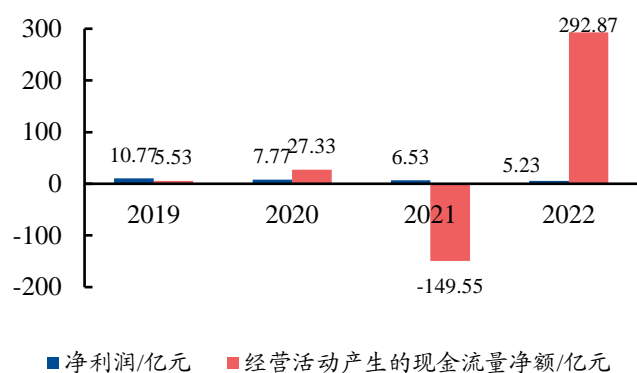


占比同比增加 0.10 pct，主要是本期自筹项目研发投入较上年同期增加所致。近年来公司综合实力稳步提升，紧密围绕“聚焦主业、提质增效”，推动航空产品持续改进和系列化发展。

### ● 经营活动产生的现金流量净额大幅增加

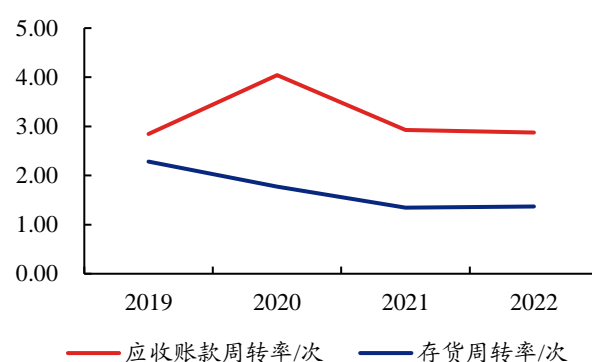
2022 年，公司经营活动产生的现金流净额 292.87 亿元，上年同期为-149.55 亿元，同比增加 442.42 亿元，主要系本期销售商品收到的现金较上年同期增加所致；投资活动现金流量净额-8.23 亿元，上年同期为-3.76 亿元，较上年同期减少 4.47 亿元，主要系上年同期收到处置西经发展公司 100%股权款项，本期无此类交易所致；筹资活动现金流量净额-87.05 亿元，上年同期为 85.49 亿元，较上年同期减少 172.54 亿元，主要系本期偿还流动资金借款所致。

图 7、2019-2022 净利润及经营活动产生的现金流量净额（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 8、2019-2022 应收账款及存货周转率（次）

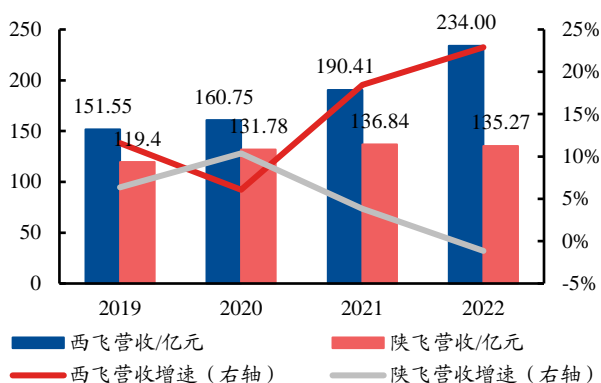


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 子公司航空工业西飞营收稳步增长，陕飞净利率大幅提升

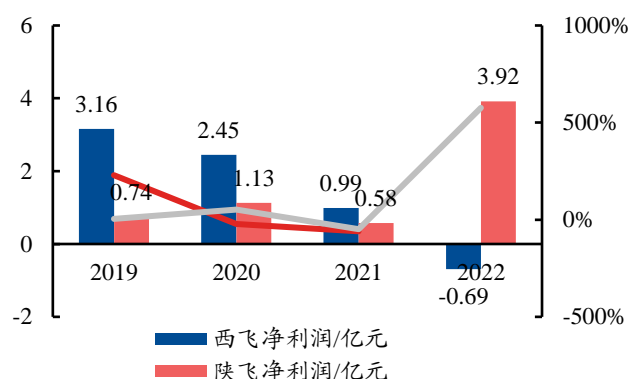
2022 年航空工业西飞营业收入 234.00 亿元，同比增长 22.89%，净利润-0.69 亿元，上年同期为 0.99 亿元，同比减少 1.68 亿元，净利率-0.29%，同比减少 0.81pct。2022 年航空工业陕飞营业收入 135.27 亿元，同比下降 1.15%，净利润 3.92 亿元，同比增长 575.86%，净利率 2.90%，同比增加 2.47pct。本期西飞与陕飞营收合计 369.27 亿元，占公司总营收的 98.05%。

图 9、2019-2022 主要子公司营收及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2019-2022 主要子公司净利润及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 应收项目合计大幅下降，合同负债显著增长

截至 2022 年末，公司应收项目合计 78.98 亿元，同比下降 58.08%，其中应收账款 77.69 亿元，同比下降 57.84%，主要系本期收到以前年度销售商品货款所致，应收票据 1.29 亿元，同比下降 68.80%。应收账款周转率 2.87 次，同比减少 0.05 次。

公司存货 262.49 亿元，同比增长 5.60%，存货周转率 1.37 次，同比增加 0.02 次。其中，原材料的账面余额为 39.46 亿元，同比增长 18.05%，在产品 201.72 亿元，同比增长 1.80%。

截至 2022 年末，公司合同负债 228.62 亿元，较年初增长 247.12%，主要系本期预收产品货款增加所致。

● 关联交易金额持续增长

2023 年，公司预计日常关联交易总金额为 232.06 亿元，较 2022 年预计额同比增长 26.94%。

2022 年公司向关联人销售商品金额为 3.07 亿元，完成度为 45.89%；2023 年预计金额为 6.76 亿元，较 2022 年预计额同比增长 1.05%。提供劳务关联交易 0.17 亿元，完成度为 12.59%；2023 年预计额为 5.23 亿元，较 2022 年预计额同比增长 287.41%。

2022 年公司向关联人采购商品金额为 154.51 亿元，实际发生额同比增长 16.40%，完成度为 95.61%；2023 年预计额为 203 亿元，较 2022 年预计额同比增长 25.62%。接受劳务关联交易 9.51 亿元，实际发生额同比下降 16.06%，完成度为 73.84%；

2023 年预计额为 16.06 亿元，较 2022 年预计额同比增长 24.69%。

**表 3、2020-2023 年公司关联交易情况（亿元）**

关联交易类别	2023 年度预计额	2022 年度预计额	2022 年度实际额	完成度	2021 年度预计额	2021 年度实际额	完成度	2020 年度预计额	2020 年度实际额	完成度
向关联人销售商品	6.76	6.69	3.07	45.89%	11.37	3.06	26.91%	337.85	320.58	94.89%
向关联人采购商品	203	161.6	154.51	95.61%	144.07	132.74	92.13%	141.27	100.74	71.31%
向关联人提供劳务	5.23	1.35	0.17	12.59%	1.54	2.07	134.77%	1.48	1.33	89.86%
接受关联人提供的劳务	16.06	12.88	9.51	73.84%	7.37	11.33	153.63%	5.42	9.48	174.91%
向关联人出租资产	0.22	0.21	0.11	52.38%	-	-	-	11.93	1.61	13.50%
向关联人租赁资产	0.79	0.08	0.07	87.50%	-	-	-	0.10	0.73	730.00%
总计	232.06	182.81	167.44	91.59%	164.36	149.20	90.78%	498.05	434.47	87.23%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### ● 增值税附加税影响短期利润

利润表中，2022 年公司税金及附加 4.87 亿元，较上期增加 4.00 亿元，同比增长 456.61%；其中 2022Q4 为 1.16 亿元，同比增长 129.95%，主要系本期实缴增值税增加导致城市维护建设税、教育费附加等增加所致（公司税金及附加中的城市维护建设税/教育费附加/地方教育费附加税率分别为 7%/3%/2%，依据实缴流转税税额计税）。

资产负债表中，截至 2022 年末，公司应交税费为 7.03 亿元，同比增长 553.43%，主要系本期应交增值税大幅增加所致。其中应交增值税 5.01 亿元，同比大幅增加 4.97 亿元，占应交税费总额比重的 71.35%；应交城市维护建设税 2909.82 万元，同比增加 2813.55 万元，占应交税费总额比重的 4.14%；应交教育费附加 2869.48 万元，同比增加 2791.05 万元，占应交税费总额比重的 4.08%。

现金流量表显示 2022 年支付的各项税费 66.82 亿元，同比增加 63.53 亿元；收到的税费返还 18.11 亿元，同比增加 17.77 亿元。

#### ● 前五大客户集中度下降

2022 年，公司前五大客户销售额 371.55 亿元，同比增长 14.75%，占年度销售额的 98.66%，同比减少 0.36pct；其中客户 1 销售额为 346.66 亿元，占总营收比重的 92.05%；客户 2 销售额为 127.49 亿元，占总营收比重的 3.39%；客户 3 销售额



为 5.04 亿元，占总营收比重的 1.34%；客户 4 销售额为 3.65 亿元，占总营收比重的 0.97%；客户 5 销售额为 3.46 亿元，占总营收比重的 0.92%。

- **超额完成 2022 年度经营目标，制定 2023 年经营计划**

主要经济指标方面，公司 2022 年度经营计划预计实现营业收入 365 亿元，实际实现营业收入 376.60 亿元，目标完成率为 103.18%；全员劳动生产率 60.51 万元/人，完成年计划的 182.86%。公司 2023 年度经营计划预计实现营业收入 431 亿元，相较 2022 年度经营计划同比增长 18.08%；预计全员劳动生产率为 43.17 万元/人，相较 2022 年度经营计划同比增长 30.46%。主要产品产量方面，按计划节点完成军机生产，确保按期交付；按计划节点完成国内民机转包生产交付任务；按计划节点完成国际合作项目生产交付任务。安全生产方面，无突发环境事件，无死亡及重伤性生产安全责任事故。

- **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 10.22/13.91/17.81 亿元，EPS 分别为 0.37/0.50/0.64 元/股，对应 4 月 24 日收盘价 PE 为 67.1/49.3/38.5 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示**

军品订单增速低于预期；新产品生产交付低于预期。

表 3、中航西飞分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	QOQ	2021A	2022A	YOY
营业收入	9592	7509	11611	9225	9315	-2.9%	32700	37660	15.2%
营业成本	8683	6903	10811	8558	8731	0.6%	30250	35004	15.7%
毛利	908	606	800	667	583	-35.8%	2449	2656	8.4%
销售费用	200	88	65	82	202	1.0%	436	436	0.1%
管理费用	325	166	257	176	296	-9.0%	824	895	8.7%
财务费用	38	52	35	-141	-67	-277.2%	27	-121	-552.0%
研发费用	144	69	61	-6	184	28.2%	237	309	30.3%
资产减值	-30	-1	8	-0	-7	-	-24	-1	-
公允价值	1	-21	-5	-15	-1	-233.3%	3	-42	-1294.4%
投资收益	8	-2	18	17	-119	-1561.4%	77	-86	-211.6%
营业利润	87	172	410	203	-202	-331.8%	799	583	-27.1%
利润总额	81	180	410	218	-201	-347.4%	790	608	-23.0%
归母净利润	45	155	328	174	-134	-398.1%	653	523	-19.8%
EPS	0.016	0.056	0.118	0.063	-0.048	-398.1%	0.235	0.188	-19.8%
销售费用率	2.1%	1.2%	0.6%	0.9%	2.2%	0.1%	1.3%	1.2%	-0.2%
管理费用率	3.4%	2.2%	2.2%	1.9%	3.2%	-0.2%	2.5%	2.4%	-0.1%
财务费用率	0.4%	0.7%	0.3%	-1.5%	-0.7%	-1.1%	0.1%	-0.3%	-0.4%
研发费用率	1.5%	0.9%	0.5%	-0.1%	2.0%	0.5%	0.7%	0.8%	0.1%
所得税率	44.7%	14.0%	20.0%	20.2%	-33.3%	-78.0%	17.4%	13.9%	-3.4%
毛利率	9.5%	8.1%	6.9%	7.2%	6.3%	-3.2%	7.5%	7.1%	-0.4%
归母净利率	0.5%	2.1%	2.8%	1.9%	-1.4%	-1.9%	2.0%	1.4%	-0.6%

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

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	67308	76781	86808	97491
货币资金	26352	19772	21965	21234
交易性金融资产	132	146	141	143
应收票据及应收账款	7898	15497	16338	19974
预付款项	3703	4776	5635	6604
存货	26249	33639	39767	46576
其他	2974	2951	2962	2961
<b>非流动资产</b>	14866	13557	12385	11143
长期股权投资	1688	1732	1717	1722
固定资产	8297	7639	6788	5843
在建工程	647	323	162	81
无形资产	1814	1616	1412	1210
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	3	3
其他	2417	2245	2302	2283
<b>资产总计</b>	82174	90338	99193	108634
<b>流动负债</b>	64067	71292	79428	87828
短期借款	1849	4976	7745	8646
应付票据及应付账款	34928	45,027	48,393	56,560
其他	27290	21288	23289	22623
<b>非流动负债</b>	1973	2202	2002	1949
长期借款	224	138	47	-42
其他	1749	2064	1954	1991
<b>负债合计</b>	66039	73494	81430	89777
股本	2769	2769	2769	2769
资本公积	8332	8332	8332	8332
未分配利润	3036	3708	4524	5500
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	16134	16845	17764	18857
<b>负债及权益合计</b>	82174	90338	99193	108634

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	523	1022	1391	1781
折旧和摊销	1213	1120	1149	1163
资产减值准备	1	187	85	121
资产处置损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动损失	42	27	32	30
财务费用	156	-672	-368	-268
投资损失	86	32	50	44
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	27243	-6195	-4536	-3375
<b>经营活动产生现金流量</b>	29287	-9967	-374	-1113
<b>投资活动产生现金流量</b>	-823	-11	-8	-9
<b>融资活动产生现金流量</b>	-8705	3398	2576	391
现金净变动	19770	-6580	2193	-731
现金的期初余额	6581	26352	19772	21965
现金的期末余额	26352	19772	21965	21234

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	37660	46944	56379	65874
营业成本	35004	43470	51925	60604
税金及附加	487	585	643	708
销售费用	436	610	620	659
管理费用	895	1314	1466	1581
研发费用	309	355	391	430
财务费用	-121	-672	-368	-268
其他收益	94	84	84	86
投资收益	-86	-32	-50	-44
公允价值变动收益	-42	-27	-32	-30
信用减值损失	-34	-75	-62	-66
资产减值损失	-1	-8	-6	-7
资产处置收益	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	583	1224	1638	2101
营业外收入	29	30	65	78
营业外支出	4	8	7	7
<b>利润总额</b>	608	1246	1696	2172
所得税	85	224	305	391
<b>净利润</b>	523	1022	1391	1781
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	523	1022	1391	1781
<b>EPS(元)</b>	0.19	0.37	0.50	0.64

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	15.2%	24.7%	20.1%	16.8%
营业利润增长率	-27.1%	109.9%	33.8%	28.3%
归母净利润增长率	-19.8%	95.2%	36.1%	28.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	7.1%	7.4%	7.9%	8.0%
归母净利率	1.4%	2.2%	2.5%	2.7%
ROE	3.2%	6.1%	7.8%	9.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	80.4%	81.4%	82.1%	82.6%
流动比率	1.05	1.08	1.09	1.11
速动比率	0.64	0.60	0.59	0.58
<b>营运能力</b>				
资产周转率	48.9%	54.4%	59.5%	63.4%
应收帐款周转率	281.3%	395.7%	350.0%	358.1%
存货周转率	136.6%	144.7%	141.1%	140.0%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.19	0.37	0.50	0.64
每股经营现金	10.58	-3.60	-0.13	-0.40
每股净资产	5.83	6.08	6.42	6.81
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	131.0	67.1	49.3	38.5
PB	4.2	4.1	3.9	3.6

### 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](http://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 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	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 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn