

增持 (首次)

铖昌科技 (001270)

芯片业务稳步增长,研发投入持续加大

2023年6月8日

市场数据

日期	2023-06-06
收盘价(元)	76.28
总股本(百万股)	156.54
流通股本(百万股)	71.26
净资产(百万元)	1,376.54
总资产(百万元)	1,411.12
每股净资产(元)	8.79

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

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年一季报:2022年实现营收2.78亿元,同比增长31.69%;归母净利润1.33亿元,同比下降17.02%;扣非后归母净利润1.12亿元,同比增长6.34%。2023Q1实现营收0.40亿元,同比增长98.39%,环比下降73.53%;归母净利润0.12亿元,同比增长15.36%,环比下降83.16%;扣非后归母净利润0.08亿元,同比增长43.97%,环比下降87.75%,剔除增值税退税及所得税基数影响后净利润增幅与营收差距不大。归母净利润同比下降主要为公司2021年收到增值税退税3318.54万元,计入当期损益的政府补助较大所致。公司2021年度享受重点集成电路设计企业所得税税收优惠免征所得税,2022年度所得税率为10%。剔除所得税费用的影响,公司2022年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润同比增长21.53%。
- 相控阵T/R芯片主业保持增长。2022年公司相控阵T/R芯片业务实现营业收入2.61亿元,同比增长35.03%;占总营业收入比重93.82%,同比增加2.32pct;毛利率73.63%,同比减少5.44pct。技术服务业务实现营业收入1717.43万元,同比下降4.19%;占总营业收入比重6.18%,同比减少2.32pct;毛利率35.19%,同比减少19.45pct。
- 产品结构调整导致毛利率下降,研发投入力度持续加大。2022年公司整体毛利率为71.25%,同比减少5.74pct;净利率为47.79%,同比减少28.05pct;加权平均ROE为12.37%,同比减少13.55pct。2022年公司地面相控阵雷达领域T/R芯片销售额增加,占营业收入比例提升,产品结构发生变动导致2022年毛利率出现波动。公司期间费用总额6951.56万元,同比增长32.61%,期间费用占营收比重25.02%,营收占比同比增加0.17pct;其中,销售费用990.81万元,同比增长18.80%,占营业收入的3.57%,营收占比同比减少0.39pct;管理费用1771.72万元,同比增长21.46%,占营业收入的6.38%,营收占比同比减少0.54pct;财务费用-139.23万元,同比减少109.57万元;研发费用4328.26万元,同比增长45.29%,占营业收入的15.58%,同比增加1.46pct。2022年,公司基于在星载相控阵雷达领域的技术积累,拓展产品应用领域进度可观,前期布局的多个项目逐步量产,公司产品已批量应用于星载、地面、车载、机载相控阵雷达及卫星互联网等领域。公司地面相控阵用T/R芯片增速较快,地面产品主要以各类型地面雷达为主,已成为公司的重要收入来源之一。
- 2023年度预计日常关联交易金额增加。公司根据业务发展及实际经营情况,2023年预计将与参股公司浙江集迈科微电子有限公司发生日常关联交易,交易内容为晶圆采购及委托加工,关联交易连续12个月内合计不超过4200万元人民币,较2022年预计关联交易金额增长40.00%,较2022年实际发生的日常关联交易金额增长371.95%。
- IPO募投项目建设持续推进。公司IPO募投项目当中,新一代相控阵T/R芯片研发及产业化项目募集资金承诺投资总额为4.00亿元,2022年投入金额1.47亿元,投资进度36.83%,项目达到预定可使用状态日期为2024年9月30日;卫星互联网相控阵T/R芯片研发及产业化项目承诺投资总额为1.09亿元,2022年投入金额2622.55万元,投资进度23.98%,项目达到预定可使用状态日期为2024年9月30日。
- 2022年度利润分配及资本公积金转增股本预案。公司拟向全体股东每10股派发现金红利人民币3.6元(含税),以此初步计算合计拟派发现金红利人民币4025.27万元(含税);以资本公积金向全体股东每10股转增4股,公司不送红股,以此初步计算合计转增股本4472.52万股,本次转增实施后,公司总股本变更为1.57亿股,公司资本公积金余额预计减少4472.52万元,余额预计为8.41亿元。
- 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1.85/2.51/3.25亿元,EPS分别为1.18/1.60/2.08元/股,对应6月6日收盘价PE为64.6/47.6/36.8倍,首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:核心技术及管理人员流失;市场竞争加剧;募投项目进度不及预期等风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	278	423	598	775
同比增长	31.7%	52.4%	41.2%	29.7%
归母净利润(百万元)	133	185	251	325
同比增长	-17.0%	39.6%	35.4%	29.8%
毛利率	71.3%	68.7%	67.7%	68.5%
ROE	9.7%	12.4%	14.6%	16.2%
每股收益(元)	0.85	1.18	1.60	2.08
市盈率	90.2	64.6	47.6	36.8

来源: WIND, 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：实现营收 2.78 亿元，同比增长 31.69%；归母净利润 1.33 亿元，同比下降 17.02%；扣非后归母净利润 1.12 亿元，同比增长 6.34%；基本每股收益 1.33 元/股，同比下降 30.53%；加权平均净资产收益率 12.37%，同比减少 13.55pct。
- 公司发布 2023 年一季报：实现营收 0.40 亿元，同比增长 98.39%，环比下降 73.53%；归母净利润 0.12 亿元，同比增长 15.36%，环比下降 83.16%；扣非后归母净利润 0.08 亿元，同比增长 43.97%，环比下降 87.75%；基本每股收益 0.11 元/股，同比下降 13.47%；加权平均净资产收益率 0.89%，同比减少 0.62pct。
- 2022 年利润分配方案：公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 3.6 元（含税），以此初步计算合计拟派发现金红利人民币 4025.27 万元（含税）；以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股，公司不送红股，以此初步计算合计转增股本 4472.52 万股，本次转增实施后，公司总股本变更为 1.57 亿股，公司资本公积金余额预计减少 4472.52 万元，余额预计为 8.41 亿元。

点评

- **营收稳步增长，剔除增值税退税及所得税基数影响后净利润增幅与营收差距不大**

2022 年，公司持续拓展业务布局，推进各项经营管理工作，整体经营业绩保持较好的增长趋势，实现营业收入 2.78 亿元，同比增长 31.69%；归母净利润 1.33 亿元，同比下降 17.02%；扣非后归母净利润 1.12 亿元，同比增长 6.34%；基本每股收益 1.33 元/股，同比下降 30.53%。

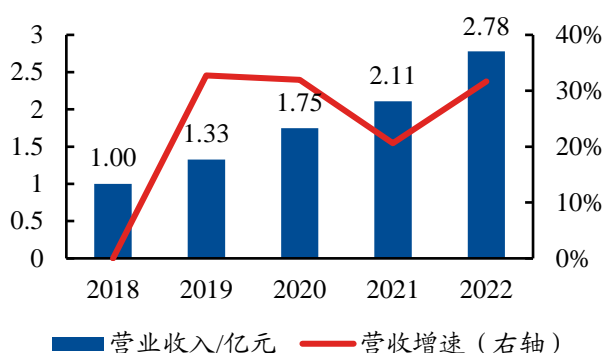
归母净利润同比下降主要为公司 2021 年收到增值税退税 3318.54 万元，计入当期损益的政府补助较大所致。2022 年公司非经常性损益为 2061.18 万元，同比下降 62.20%；非经常性损益占归母净利润比重为 15.53%，同比减少 18.56pct。

另一方面，公司 2022 年度所得税费用为 947.26 万元，相比 2021 年度所得税费用 -538.91 万元增加 1486.17 万元，主要因公司享受重点集成电路设计企业所得税税收优惠 2021 年度免征所得税，2022 年度所得税税率为 10%所致。剔除所得税费用的影响，公司归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润同比增长 21.53%。

分季度看,公司 2022 年四个季度分别实现营收 0.20 亿元(同比+306.61%,下同)、0.94 亿元(+25.2%)、0.12 亿元(+379.97%)、1.52 亿元(+18.19%);公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 0.11 亿元(+355.44%)、0.45 亿元(-10.46%)、0.05 亿元(+244.40%)、0.72 亿元(-38.07%)。

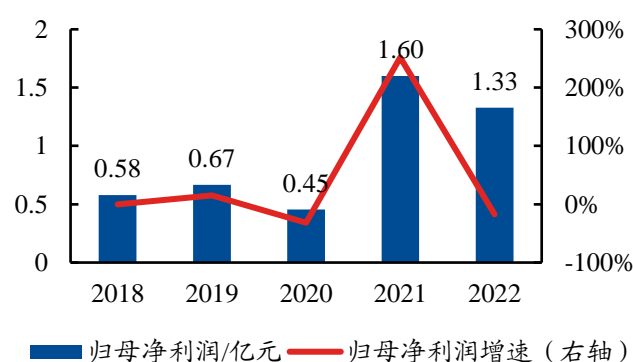
2023Q1,公司实现营收 0.40 亿元,同比增长 98.39%,环比下降 73.53%;归母净利润 0.12 亿元,同比增长 15.36%,环比下降 83.16%;扣非后归母净利润 0.08 亿元,同比增长 43.97%,环比下降 87.75%;基本每股收益 0.11 元/股,同比下降 13.47%;加权平均净资产收益率 0.89%,同比减少 0.62pct。

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	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
2021	Q1	83.43	0.05	2.36%	-0.04	-2.59%
	Q2	74.27	0.75	35.67%	0.50	31.44%
	Q3	73.45	0.02	1.16%	-0.03	-2.01%
	Q4	78.42	1.28	60.81%	1.17	73.16%
2022	Q1	75.77	0.20	7.28%	0.11	7.97%
	Q2	64.21	0.94	33.91%	0.45	33.92%
	Q3	78.46	0.12	4.23%	0.05	3.50%
	Q4	74.46	1.52	54.58%	0.72	54.60%

资料来源:Wind,兴业证券经济与金融研究院整理

● 相控阵 T/R 芯片主业保持增长,技术服务毛利率下滑

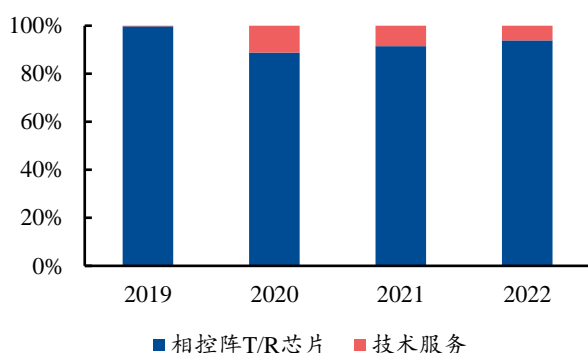
公司主营业务为微波毫米波模拟相控阵 T/R 芯片的研发、生产、销售和技术服务,主要向市场提供基于 GaN、GaAs 和硅基工艺的系列化产品以及相关的技术解决

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

方案，是国内少数能够提供相控阵 T/R 芯片完整解决方案的企业之一。2022 年，公司相控阵 T/R 芯片业务实现营业收入 2.61 亿元，同比增长 35.03%；占总营业收入比重 93.82%，同比增加 2.32pct；毛利率 73.63%，同比减少 5.44pct。技术服务业务实现营业收入 1717.43 万元，同比下降 4.19%；占总营业收入比重 6.18%，同比减少 2.32pct；毛利率 35.19%，同比减少 19.45pct。

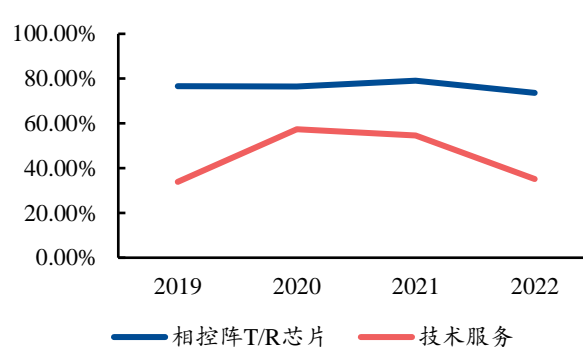
2022 年，公司基于在星载相控阵雷达领域的技术积累，拓展产品应用领域进度可观，前期布局的多个项目逐步量产，公司产品已批量应用于星载、地面、车载、机载相控阵雷达及卫星互联网等领域。公司地面相控阵用 T/R 芯片增速较快，地面产品主要以各类型地面雷达为主，已成为公司的重要收入来源之一。

图 3、2019-2022 年分产品营收占比（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、2019-2022 年分产品毛利率



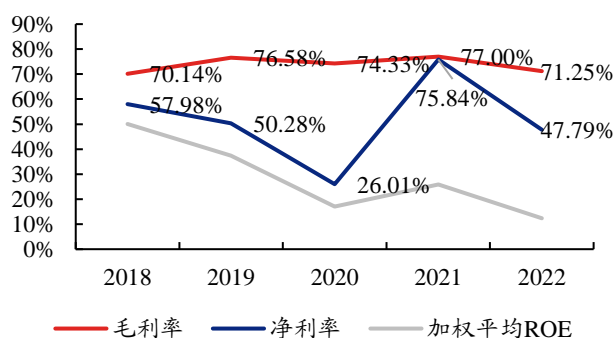
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 产品结构调整导致毛利率下降，研发投入力度持续加大

2022 年，公司整体毛利率为 71.25%，同比减少 5.74pct；净利率为 47.79%，同比减少 28.05pct；加权平均 ROE 为 12.37%，同比减少 13.55pct。2022 年公司地面相控阵雷达领域 T/R 芯片销售额增加，相比 2021 年占营业收入比例提升，产品结构发生变动导致 2022 年毛利率出现波动。

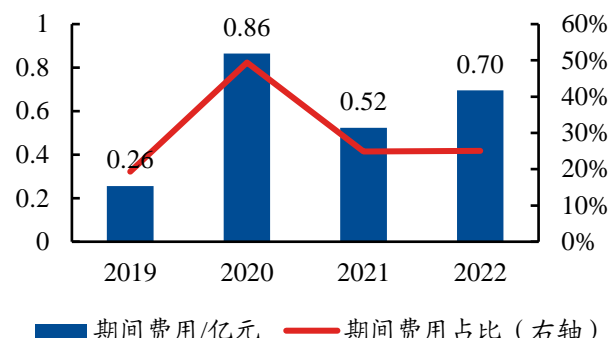
2022 年，公司期间费用总额 6951.56 万元，同比增长 32.61%，期间费用占营收比重 25.02%，营收占比同比增加 0.17pct；其中，销售费用 990.81 万元，同比增长 18.80%，占营业收入的 3.57%，营收占比同比减少 0.39pct；管理费用 1771.72 万元，同比增长 21.46%，占营业收入的 6.38%，营收占比同比减少 0.54pct；财务费用 -139.23 万元，同比减少 109.57 万元，主要系公司银行存款利息收入增加所致。

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，公司持续加大研发投入力度，研发费用 4328.26 万元，同比增长 45.29%，占营业收入的 15.58%，同比增加 1.46pct。公司自成立以来一直致力于推进相控阵 T/R 芯片的自主可控并打破高端射频芯片长期以来大规模应用面临的成本高企困局，研发出多项自主可控的核心技术，形成多项经过重大型号装备验证的关键核心技术，包括高性能微波功率放大器设计技术、相控阵芯片高成品率分析及优化技术、高性能低噪放芯片技术、基于 MESFET 器件的限幅器电路设计技术、模拟波束赋形芯片技术、宽频带幅度相位电路设计技术等。截至 2022 年末，公司拥有已获授权发明专利 21 项（其中，国防专利 3 项），另有软件著作权 12 项，集成电路布图设计专有权 46 项，知识产权自主可控。

截至 2022 年 12 月 31 日，公司拥有研发人员 75 人，占公司人员总数比例为 42.61%。其中，博士及以上学历 8 人，硕士学历 22 人，硕士及以上学历约占技术团队总人数的 40%。团队主要由来自浙江大学、电子科技大学、西安电子科技大学、东南大学等知名高校毕业生成员组成。

2023Q1，公司整体毛利率 72.01%，同比减少 3.76pct，环比减少 2.45pct；净利率为 30.42%，同比减少 21.89pct，环比减少 17.39pct；加权平均净资产收益率 0.89%，同比减少 0.62pct，环比减少 4.62pct。期间费用合计 0.18 亿元，同比增长 104.39%；期间费用率为 44.66%，同比增加 1.31pct。其中销售费用 198.54 万元，同比增长 56.62%，主要原因是报告期内销售人员及薪酬增加所致，销售费用率 4.95%，同比减少 1.32pct；管理费用 577.73 万元，同比增长 76.27%，主要原因是报告期内新增房屋租赁所致，管理费用率 14.40%，同比减少 1.81pct；研发费用 1088.58 万元，同比增长 154.99%，主要原因是报告期公司研发项目增加，研发投入上升所致，研发费用率 27.13%，同比增加 6.02pct；财务费用-72.70 万元，上年同期为-4.62 万元，同比减少 68.06 万元，主要原因是报告期公司利息收入增加所致，财务费用率-1.81%，同比减少 1.58pct。公司信用减值损失 247.07 万元，上年同期为 41.86 万元，同比增加 205.22 万元，主要原因是报告期内计提应收款项跌价准备

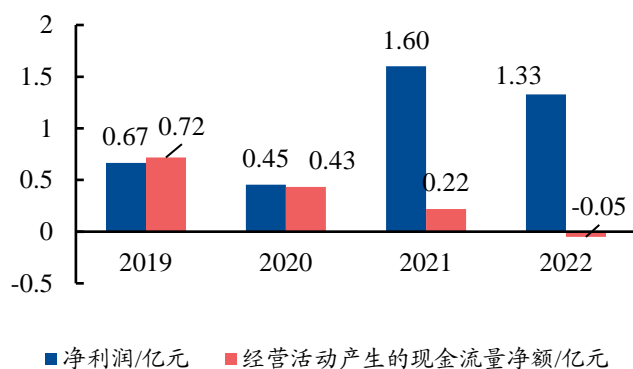
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

增加所致；公允价值变动收益 229.08 万元，同比增长 1185.16%，主要原因是报告期内购买银行理财产品公允价值变动增加所致。

● 经营活动现金流净额下滑，存货同比大幅增长

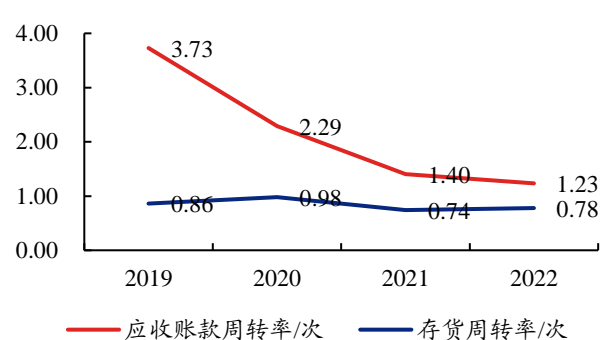
2022 年，公司经营活动产生的现金流净额-505.60 万元，同比下降 123.06%，主要系销售规模扩大，购买商品、接受劳务支付的现金增加所致；投资活动现金流量净额-7037.07 万元，上年同期为-2.09 亿元，同比增加 1.39 亿元，主要系购买理财产品到期收回所致；筹资活动现金流量净额 5.07 亿元，同比增加 5.08 亿元，主要系公司发行新股，募集资金到位所致。

图 7、2019-2022 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 8、2019-2022 年应收账款及存货周转率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2022 年末，公司应收项目合计 3.71 亿元，同比增长 31.01%，其中应收账款 2.60 亿元，同比增长 36.21%；应收票据 1.12 亿元，同比增长 20.35%；应收账款周转率 1.23 次，同比减少 0.17 次。

截至 2022 年末，公司存货 1.26 亿元，同比增长 58.16%，存货周转率 0.78 次，同比增加 0.04 次。其中，原材料的账面余额为 8306.40 万元，较期初增长 125.02%，发出商品的账面余额为 372.43 万元，同比下降 76.10%。截至 2022 年末，公司合同负债 661.15 万元，较年初下降 55.10%，较三季度末下降 51.22%。

2023Q1，公司经营活动产生的现金流净额为-0.66 亿元，2022 年同期为-0.51 亿元，同比减少 0.15 亿元；投资活动产生的现金流净额为-3.14 亿元，2022 年同期为 0.61 亿元，同比下降 614.34%，主要原因是报告期内公司购买的理财产品增加所致；筹资活动产生的现金流净额为-0.13 亿元，2022 年同期为 0 亿元，同比减少 0.13

亿元，主要原因是支付新增房屋租赁款及保证金所致。

截至 2023 年一季度末，公司应收账款及应收票据合计 4.10 亿元，较期初增长 10.45%。其中应收账款为 2.90 亿元，较期初增长 11.74%，应收账款周转率为 0.15 次，同比增加 0.03 次；应收票据为 1.20 亿元，较期初增长 7.46%；存货为 1.47 亿元，较期初增长 16.72%，同比增长 62.07%；存货周转率为 0.08 次，同比增加 0.02 次。合同负债为 640.18 万元，较期初下降 3.17%，同比下降 59.53%。

● 2023 年度预计日常关联交易金额增加

公司根据业务发展及实际经营情况，2023 年预计将与参股公司浙江集迈科微电子有限公司发生日常关联交易，交易内容为晶圆采购及委托加工，关联交易连续 12 个月内合计不超过 4200 万元人民币，较 2022 年预计关联交易金额增长 40.00%，较 2022 年实际发生的日常关联交易金额增长 371.95%。

集迈科为公司参股公司，公司持有集迈科股权比例为 5.19%，公司控股股东深圳和而泰智能控制股份有限公司曾持有集迈科股权比例为 7.70%。

● IPO 募投项目建设持续推进

公司 IPO 募投项目当中，新一代相控阵 T/R 芯片研发及产业化项目募集资金承诺投资总额为 4.00 亿元，2022 年投入金额 1.47 亿元，投资进度 36.83%，项目达到预定可使用状态日期为 2024 年 9 月 30 日；卫星互联网相控阵 T/R 芯片研发及产业化项目承诺投资总额为 1.09 亿元，2022 年投入金额 2622.55 万元，投资进度 23.98%，项目达到预定可使用状态日期为 2024 年 9 月 30 日。

● 2022 年度利润分配及资本公积金转增股本预案

公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 3.6 元（含税），以此初步计算合计拟派发现金红利人民币 4025.27 万元（含税）；以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股，公司不送红股，以此初步计算合计转增股本 4472.52 万股，本次转增实施后，公司总股本变更为 1.57 亿股，公司资本公积金余额预计减少 4472.52 万元，余额预计为 8.41 亿元。

● 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 1.85/2.51/3.25 亿元，EPS 分别为 1.18/1.60/2.08 元/股，对应 6 月 6 日收盘价 PE 为 64.6/47.6/36.8 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示**

核心技术及管理人员流失；市场竞争加剧；募投项目进度不及预期等风险。

表 2、铖昌科技分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	20	94	12	152	40	98.4%	211	278	31.7%
营业成本	5	34	3	39	11	129.2%	49	80	64.6%
毛利	15	60	9	113	29	88.5%	162	198	21.9%
销售费用	1	2	2	4	2	56.6%	8	10	18.8%
管理费用	3	4	4	6	6	76.3%	15	18	21.5%
财务费用	-0	-0	-0	-1	-1	-	-0	-1	-
研发费用	4	6	9	24	11	155.0%	30	43	45.3%
资产减值	0	-0	-0	-1	0	-17.7%	-0	-1	-
公允价值	0	0	0	0	2	1885.2%	1	1	-27.3%
投资收益	1	0	1	2	1	22.2%	4	4	8.5%
营业利润	11	48	5	75	12	10.3%	152	140	-7.5%
利润总额	11	50	5	75	12	10.3%	155	142	-8.0%
归母净利润	11	45	5	72	12	15.4%	160	133	-17.0%
EPS	0.068	0.288	0.030	0.463	0.078	15.4%	1.022	0.848	-17.0%
销售费用率	6.3%	2.5%	19.7%	2.6%	4.9%	-1.3pcts	4.0%	3.6%	-0.4pcts
管理费用率	16.2%	4.7%	35.0%	3.9%	14.4%	-1.8pcts	6.9%	6.4%	-0.5pcts
财务费用率	-0.2%	-0.2%	-3.6%	-0.5%	-1.8%	-1.6pcts	-0.1%	-0.5%	-0.4pcts
研发费用率	21.1%	6.6%	75.0%	15.8%	27.1%	6.0pcts	14.1%	15.6%	1.5pcts
所得税率	6.5%	10.1%	13.5%	3.9%	2.2%	-4.3pcts	-3.5%	6.7%	10.1pcts
毛利率	75.8%	64.2%	78.5%	74.5%	72.0%	-3.8pcts	77.0%	71.3%	-5.7pcts
净利率	52.3%	47.8%	39.5%	47.8%	30.4%	-21.9pcts	75.8%	47.8%	-28.1pcts

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
流动资产	1206	1395	1642	1978
货币资金	498	459	334	355
交易性金融资产	190	159	175	172
应收票据及应收账款	371	544	785	1014
预付款项	20	30	47	59
存货	126	202	301	379
其他	0	0	0	0
非流动资产	211	161	155	145
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	58	50	41	33
在建工程	6	6	6	6
无形资产	9	5	1	-3
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	-0	-0	-1
其他	139	101	107	110
资产总计	1418	1556	1797	2124
流动负债	39	44	60	105
短期借款	0	0	8	47
应付票据及应付账款	13	13.72	22.32	29.32
其他	26	30	29	29
非流动负债	14	16	15	15
长期借款	0	0	0	0
其他	14	16	15	15
负债合计	53	59	75	120
股本	112	157	157	157
资本公积	885	841	841	841
未分配利润	308	442	645	902
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1364	1497	1722	2004
负债及权益合计	1418	1556	1797	2124

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	133	185	251	325
折旧和摊销	9	10	10	10
资产减值准备	6	-2	7	6
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	-1	-1	-1	-1
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-4	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-150	-257	-355	-318
经营活动产生现金流量	-5	-34	-92	21
投资活动产生现金流量	-70	49	-15	4
融资活动产生现金流量	507	-53	-18	-5
现金净变动	432	-39	-125	21
现金的期初余额	67	498	459	334
现金的期末余额	498	459	334	355

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	278	423	598	775
营业成本	80	133	193	244
税金及附加	2	4	5	6
销售费用	10	15	22	27
管理费用	18	27	38	49
研发费用	43	66	91	118
财务费用	-1	0	0	0
其他收益	15	25	25	24
投资收益	4	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	1	1
信用减值损失	-5	-6	-6	-6
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
资产处置收益	0	-0	-0	-0
营业利润	140	199	269	349
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	142	199	269	349
所得税	9	13	18	23
净利润	133	185	251	325
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	133	185	251	325
EPS(元)	0.85	1.18	1.60	2.08

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	31.7%	52.4%	41.2%	29.7%
营业利润增长率	-7.5%	41.6%	35.4%	29.8%
归母净利润增长率	-17.0%	39.6%	35.4%	29.8%
盈利能力				
毛利率	71.3%	68.7%	67.7%	68.5%
归母净利率	47.8%	43.8%	42.0%	42.0%
ROE	9.7%	12.4%	14.6%	16.2%
偿债能力				
资产负债率	3.8%	3.8%	4.2%	5.7%
流动比率	30.79	32.03	27.44	18.86
速动比率	27.58	27.39	22.41	15.25
营运能力				
资产周转率	25.6%	28.5%	35.7%	39.5%
应收账款周转率	120.5%	130.6%	128.7%	122.6%
存货周转率	76.6%	79.6%	75.5%	70.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.85	1.18	1.60	2.08
每股经营现金	-0.03	-0.22	-0.59	0.14
每股净资产	8.72	9.56	11.00	12.80
估值比率(倍)				
PE	90.2	64.6	47.6	36.8
PB	8.8	8.0	7.0	6.0

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.xyq.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@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn