

增持 (维持)

航天电器 (002025)

关联交易预计额预示景气度  
23Q1 降本增效驱动净利润高增长

2023年05月05日

## 市场数据

| 日期        | 2023-04-28 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元)    | 65.01      |
| 总股本(百万股)  | 452.66     |
| 流通股本(百万股) | 452.56     |
| 净资产(百万元)  | 5,902.79   |
| 总资产(百万元)  | 10,288.22  |
| 每股净资产(元)  | 13.04      |

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《航天电器 2021 年报点评: 营收利润稳健增长, 销售关联交易预计显著提升》2022-04-13

《航天电器 2021 三季报点评: 营收业绩逐季稳步增长, 合同负债昭示下游景气》2021-10-26

## 分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

## 投资要点

- 2022 年营收 60.20 亿元, 同比增长 16.96%; 归母净利润 5.55 亿元, 同比增长 13.59%; 扣非后归母净利润 5.04 亿元, 同比增长 11.37%; 基本每股收益 1.23 元/股, 同比增长 9.82%; 加权平均净资产收益率 10.08%, 同比减少 1.79pct。分季度看, 公司 2022Q4 实现营收 13.14 亿元 (同比+1.83%), 实现归母净利润 1.13 亿元 (同比+21.94%)。
- 2023Q1, 公司实现营收 17.83 亿元, 同比增长 16.31%, 环比增长 35.66%; 归母净利润 2.20 亿元, 同比增长 38.07%, 环比增长 93.58%; 扣非后归母净利润 2.14 亿元, 同比增长 37.82%。公司营业收入稳步增长, 加之降本增效措施成效逐步显现, 带动营业利润、净利润实现较快增长。
- 2022 年, 公司连接器及组件销售量、生产量分别同比增长 5.13%、6.38%, 实现营收 38.79 亿元, 同比增长 16.66%, 占营业收入的 64.44%, 毛利率 32.43%, 同比减少 2.19pct。继电器整体销售量、生产量分别同比下降 50.99%、60.99%, 实现营收 3.59 亿元, 同比增长 11.07%, 占营业收入的 5.96%, 毛利率 41.81%, 同比增加 1.32pct。电机销售量、生产量分别同比增长 1383.50%、1500.45%, 实现营收 15.01 亿元, 同比增长 18.00%, 占营业收入的 24.94%, 毛利率 29.45%, 同比增加 5.57pct。光通信器件销售量、生产量分别同比下降 9.75%、11.58%, 光通信器件实现营收 1.24 亿元, 同比增长 3.43%, 占营业收入的 2.06%, 毛利率 22.64%, 同比减少 1.85pct。母公司实现营业收入 33.85 亿元, 同比增长 24.53%; 净利润 4.08 亿元, 同比增长 4.33%。
- 公司整体毛利率为 33.00%, 同比增加 0.62pct; 净利率为 9.23%, 同比减少 0.27pct。2022 年, 公司期间费用总额 12.44 亿元, 同比增长 21.00%, 期间费用占营收比重 20.66%, 营收占比同比增加 0.69pct; 其中研发费用 6.25 亿元, 同比增长 21.01%, 占营业收入的 10.38%, 同比增加 0.35pct。
- 2022 年, 公司经营活动产生的现金流净额 1.79 亿元, 同比减少 78.60%。截至 2022 年末, 公司应收账款 18.29 亿元, 同比增长 4.16%; 公司存货 10.46 亿元, 同比增长 3.45%, 存货周转率 3.92 次, 同比减少 0.23 次。
- 2022 年, 公司向航天科工集团有限公司下属企业销售商品关联交易实际发生金额 14.91 亿元, 完成度 93.21%, 较 2021 实际发生金额增长 38.35%; 2023 年该项关联交易预计金额 22.00 亿元, 较 2022 年预计金额增长 37.50%, 较 2022 年实际发生金额增长 47.52%。2023 年公司计划完成营业收入 72.00 亿元, 较 2022 年计划营业收入同比增长 25.22%, 较 2022 年实际营业收入同比增长 19.61%。
- 我们依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 7.39、9.51、11.31 亿元, EPS 分别为 1.63、2.10、2.50 元/股, 对应 4 月 28 日收盘价 PE 为 39.8、30.9、26.0 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 高端民品业务拓展低于预期; 军品订单增速低于预期。

## 主要财务指标

| 会计年度       | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 6020  | 7314  | 9149  | 10552 |
| 同比增长       | 17.0% | 21.5% | 25.1% | 15.3% |
| 归母净利润(百万元) | 555   | 739   | 951   | 1131  |
| 同比增长       | 13.6% | 33.0% | 28.8% | 18.9% |
| 毛利率        | 33.0% | 33.2% | 33.4% | 33.6% |
| ROE        | 9.8%  | 11.8% | 13.6% | 14.4% |
| 每股收益(元)    | 1.23  | 1.63  | 2.10  | 2.50  |
| 市盈率        | 53.0  | 39.8  | 30.9  | 26.0  |

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：实现营收 60.20 亿元，同比增长 16.96%；归母净利润 5.55 亿元，同比增长 13.59%；扣非后归母净利润 5.04 亿元，同比增长 11.37%；基本每股收益 1.23 元/股，同比增长 9.82%；加权平均净资产收益率 10.08%，同比减少 1.79pct。
- 公司发布 2023 年一季报，实现营收 17.83 亿元，同比增长 16.31%，环比增长 35.66%；归母净利润 2.20 亿元，同比增长 38.07%，环比增长 93.58%；扣非后归母净利润 2.14 亿元，同比增长 37.82%；基本每股收益 0.49 元/股，同比增长 40.00%；加权平均净资产收益率 3.79%，同比增加 0.82pct。
- 2022 年利润分配方案：以 4.53 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 3.70 元（含税），总计 1.67 亿元，占年末可分配利润 6.43%。

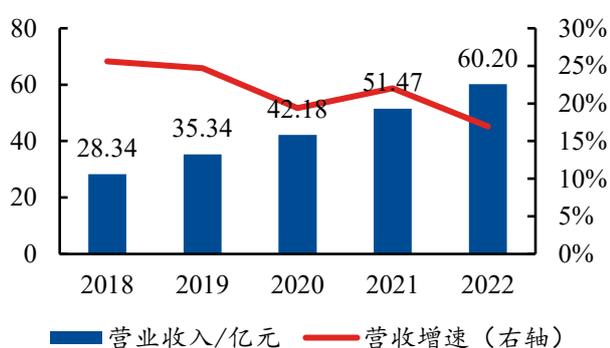
## 点评

### ● 营收和归母净利润稳步增长

2022 年，公司实现营收 60.20 亿元，同比增长 16.96%；利润总额 7.07 亿元，同比增长 14.03%；归母净利润 5.55 亿元，同比增长 13.59%。

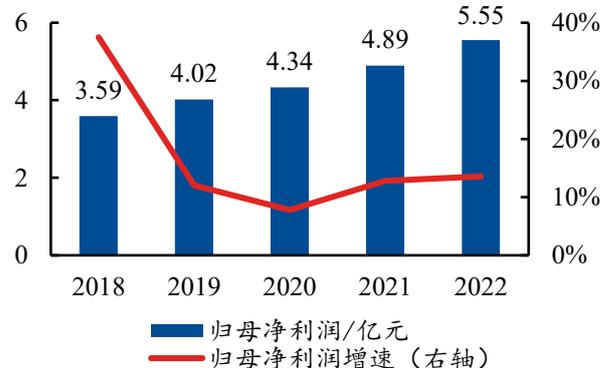
分季度看，公司 2022 年四个季度分别实现营收 15.33 亿元（同比+36.96%，下同）、15.37 亿元（+25.70%）、16.36 亿元（+16.39%）、13.14 亿元（+1.83%）；公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 1.59 亿元（+33.81%）、1.45 亿元（+6.08%）、1.38 亿元（-0.49%）、1.13 亿元（+21.94%）。

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

2023Q1，公司实现营收 17.83 亿元，同比增长 16.31%，环比增长 35.66%；归母净利润 2.20 亿元，同比增长 38.07%，环比增长 93.58%；扣非后归母净利润 2.14 亿

元, 同比增长 37.82%; 基本每股收益 0.49 元/股, 同比增长 40.00%; 加权平均净资产收益率 3.79%, 同比增加 0.82pct。公司营业收入稳步增长, 加之降本增效措施成效逐步显现, 带动营业利润、净利润实现较快增长。

2023 年公司计划实现营业收入 72 亿元, 2023Q1 实际营收占全年计划营收的 24.76%; 2022 年四个季度间营收占比分别为 25.46%、25.53%、27.18%、21.83%。

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况

| 年份   | 季度 | 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 | 40.94   | 7.60    | 18.02    | 0.73       | 16.83     |
|      | Q2 | 29.90   | 11.18   | 26.51    | 1.12       | 25.80     |
|      | Q3 | 32.97   | 11.24   | 26.64    | 1.23       | 28.26     |
|      | Q4 | 35.82   | 12.16   | 28.83    | 1.26       | 29.11     |
| 2021 | Q1 | 35.26   | 11.19   | 21.74    | 1.19       | 24.31     |
|      | Q2 | 33.37   | 12.23   | 23.75    | 1.36       | 27.87     |
|      | Q3 | 32.70   | 14.06   | 27.32    | 1.39       | 28.44     |
|      | Q4 | 29.52   | 13.99   | 27.19    | 0.95       | 19.38     |
| 2022 | Q1 | 35.68   | 15.33   | 25.46%   | 1.59       | 28.64%    |
|      | Q2 | 29.58   | 15.37   | 25.53%   | 1.45       | 26.03%    |
|      | Q3 | 31.18   | 16.36   | 27.18%   | 1.38       | 24.91%    |
|      | Q4 | 36.24   | 13.14   | 21.83%   | 1.13       | 20.43%    |
| 2023 | Q1 | 35.94   | 17.83   | -        | 2.20       | -         |

资料来源: iFind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 2020 和 2021 年数据为调整前口径

### ● 连接器市场需求上升, 积极拓展电机新市场

公司主要从事高端连接器、微特电机、高端继电器、光通信器件(光电模块)等产品的研制、销售, 以及为航空、航天、电子等领域提供系统集成互联一体化方案设计 & 实施服务。

2022 年, 随着下游产业的快速发展, 连接器市场需求上升趋势较为明显。公司连接器及组件销售量、生产量分别同比增长 5.13%、6.38%, 实现营收 38.79 亿元, 同比增长 16.66%, 占营业收入的 64.44%, 营收占比同比减少 0.16pct, 毛利率 32.43%, 同比减少 2.19pct。

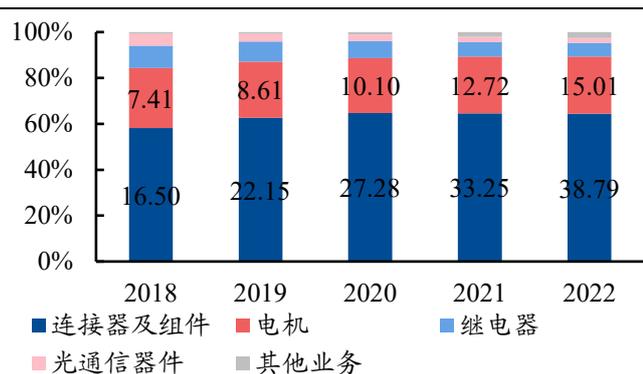
2022 年, 公司高端继电器需求稳定上升, 产品产能、营业收入实现较快增长, 但由于家电用继电器产品市场需求持续萎缩, 相关产品产量、库存相应减少。继电器整体销售量、生产量分别同比下降 50.99%、60.99%, 实现营收 3.59 亿元, 同比增长 11.07%, 占营业收入的 5.96%, 营收占比同比减少 0.32pct, 毛利率 41.81%, 同比增加 1.32pct。

2022年，控股子公司贵州航天林泉电机有限公司积极拓展新市场、新用户，加快新产品开发，产品订单、营业收入实现较快增长；2022年7月公司完成深圳市航天电机系统有限公司、深圳斯玛尔特微电机有限公司的股权并购(同一控制下企业合并)。电机销售量、生产量分别同比增长1383.50%、1500.45%，实现营收15.01亿元，同比增长18.00%，占营业收入的24.94%，营收占比同比增加0.22pct，毛利率29.45%，同比增加5.57pct。

2022年，光通信器件销售量、生产量分别同比下降9.75%、11.58%，光通信器件实现营收1.24亿元，同比增长3.43%，占营业收入的2.06%，营收占比同比减少0.27pct，毛利率22.64%，同比减少1.85pct。

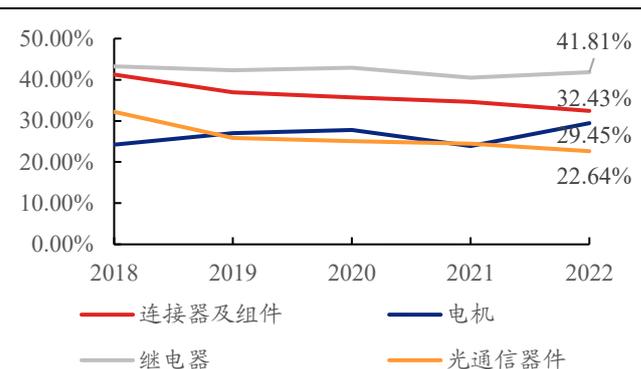
2022年，公司其他业务实现营收1.57亿元，同比增长46.76%，占营业收入的2.60%，营收占比同比增加0.53pct。

图 3、2018-2022 年分产品营收（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、2018-2022 年主要分产品毛利率

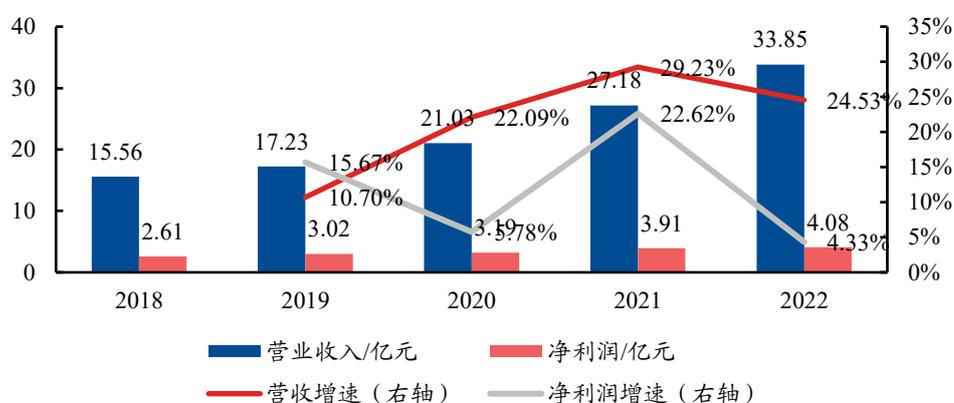


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 2022 年母公司及两主要子公司营收和净利润增长

2022年，母公司实现营业收入33.85亿元，同比增长24.53%；净利润4.08亿元，同比增长4.33%。

图 5、母公司营收、净利润及增速（亿元）

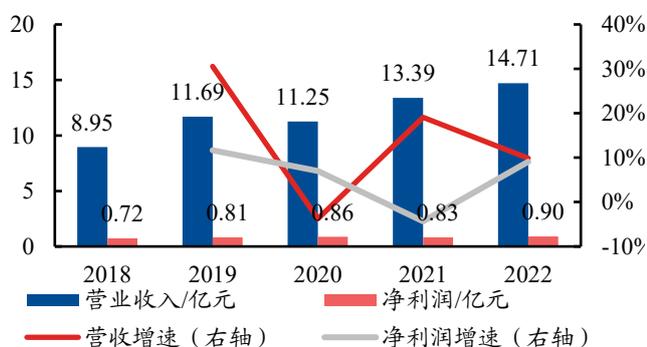


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

子公司苏州华旗航天电器有限公司以顾客为中心，深入推进精益生产模式，持续加大市场开发、新产品研制投入，有序推进产线建设，保障主要经营指标的达成。2022 年实现营业收入 14.71 亿元，同比增长 9.85%；实现净利润 0.90 亿元，同比增长 9.09%。

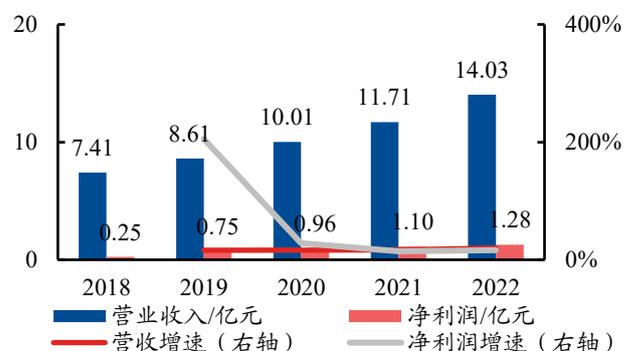
子公司贵州航天林泉电机有限公司围绕年度经营目标，持续优化改进经营管理流程，积极拓展新市场、新用户，加快新产品开发，产品订单、经营效益实现较快增长。2022 年实现营业收入 14.03 亿元，同比增长 19.86%；实现净利润 1.28 亿元，同比增长 16.08%。

图 6、苏州华旗营收、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

图 7、林泉电机营收、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

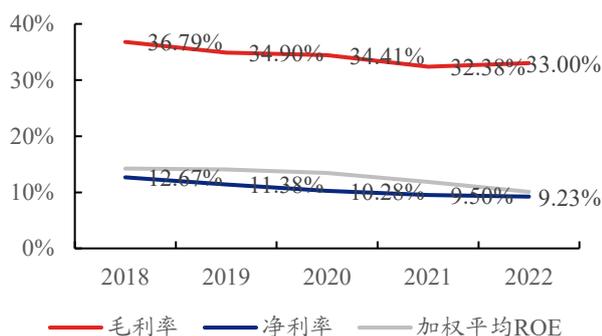
### ● 2022 年毛利率同比提升，加大研发投入

2022 年，公司整体毛利率为 33.00%，同比增加 0.62pct；净利率为 9.23%，同比减少 0.27pct；加权平均 ROE 为 10.08%，同比减少 1.79pct。

2022 年，公司期间费用总额 12.44 亿元，同比增长 21.00%，期间费用占营收比重 20.66%，营收占比同比增加 0.69pct；其中，销售费用 1.52 亿元，同比增长 29.54%，占营业收入的 2.53%，营收占比同比增加 0.25pct，主要由于公司持续加大重点市场、重点领域、目标客户拓展资源投入，以及新产品推广投入，使市场营销支出相应增加；管理费用 4.99 亿元，同比增长 24.22%，占营业收入的 8.28%，营收占比同比增加 0.48pct，主要由于公司变动管理费用支出增加、管理部门人员薪酬调整，使管理费用相应增加；财务费用-0.32 亿元，2021 年为-0.07 亿元，2022 年同比减少 0.25 亿元，占营业收入的-0.53%，营收占比同比减少 0.39pct，主要是公司利息收入、汇兑收益增加所致；研发费用 6.25 亿元，同比增长 21.01%，占营业收入的 10.38%，同比增加 0.35pct。

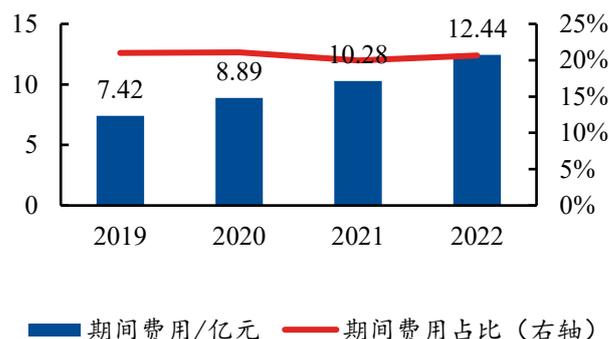
2022 年，公司持续加大高速传输互连技术、射频微波互连技术、一体化系统互连技术、高端电机技术、二次电源技术、新能源线束技术、民用电机技术等领域的研究投入。2022 年，公司入选国际创新管理体系与知识产权融合标准化试点实施单位；主导和参与国际、国家、行业等标准制修订 25 项；积极参与国家部委科技攻关项目，完成重点项目立项 35 项。截至 2022 年 12 月 31 日，公司累计获得专利授权 1800 项（含国际发明专利）、发布两项 IEC 国际标准。

图 8、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 9、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

2023Q1 公司整体毛利率 35.94%，同比增加 0.26pct，环比减少 0.30pct；净利率为 12.32%，同比增加 1.94pct，环比增加 3.69pct。2023Q1 期间费用总额 2.93 亿元，同比增长 5.98%；期间费用占营业收入比例 16.45%，同比减少 1.60pct；其中销售费用 0.40 亿元，同比增长 7.88%，销售费用占营业收入比例 2.27%，同比减少

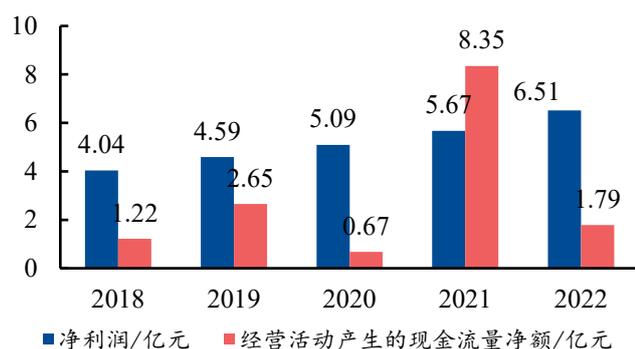
0.18pct; 管理费用 1.32 亿元, 同比增长 0.06%, 管理费用占营业收入比例 7.40%, 同比减少 1.20pct; 财务费用-63.41 万元, 2022Q1 为-195.43 万元, 2023Q1 同比减少 132.01 万元, 财务费用占营业收入比例-0.04%, 同比增加 0.09 pct, 主要是利息收入减少、汇兑损失增加所致; 研发费用 1.22 亿元, 同比增长 11.15%, 研发费用占营业收入比例 6.82%, 同比减少 0.32pct。

2023Q1 公司计提信用减值损失 7180.21 万元, 2022 年计提信用减值损失 2055.78 万元; 2023Q1 主要是计提应收账款减值损失 7128.01 万元。

### ● 2022 年经营活动产生的现金流净额同比减少

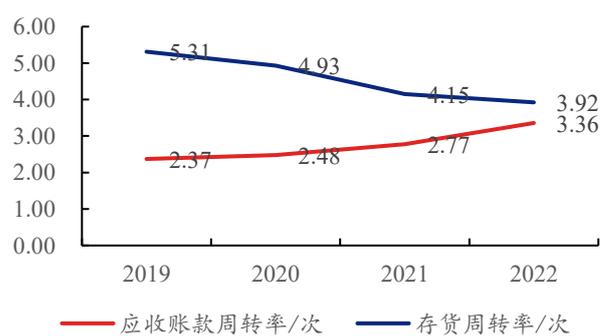
2022 年, 公司经营活动产生的现金流净额 1.79 亿元, 同比减少 78.60%, 原因一是 2022 年公司持续加大贷款回收力度, 2022 年公司贷款回笼优于上年同期, 但受宏观经济形势影响, 公司收回的贷款中商业票据占比较高; 二是 2022 年公司加大重点市场、目标客户拓展资源投入, 主业规模实现较快增长, 带动经营资金支出需求增加; 投资活动现金流量净额-3.56 亿元, 2021 年同期为-5.94 亿元, 2022 年同比增加 2.39 亿元, 主要系 2022 年公司实施技术改造项目、2021 年再融资项目结算支付的现金低于上年同期所致; 筹资活动现金流量净额-1.69 亿元, 2021 年为 14.44 亿元, 2022 年同比减少 16.13 亿元, 主要系 2021 年 8 月公司向 11 名特定对象非公开发行新股 0.24 亿股, 募集资金净额为 14.22 亿元所致。

图 10、2018-2022 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 11、2019-2022 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

### ● 2022 年应收票据较年初增长

截至 2022 年末, 公司应收账款、应收票据和应收款项融资合计 50.39 亿元, 较年初增长 16.34%, 其中应收账款 18.29 亿元, 较年初增长 4.16%; 应收账款周转率 3.36 次, 较年初增加 0.58 次; 应收票据 30.93 亿元, 较年初增长 24.49%; 应收款

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

项融资 1.17 亿元，较年初增长 29.14%。

截至 2022 年末，公司存货 10.46 亿元，较 2022 年初增长 3.45%，存货周转率 3.92 次，较 2022 年初减少 0.23 次。截至 2023Q1 末，公司存货 9.64 亿元，较 2023 年初减少 7.77%。

截至 2022 年末，公司合同负债 1.66 亿元，较年初下降 49.72%，较 2022 年三季度末增长 66.21%。其中，对同受中国航天科工集团有限公司控制的企业合同负债期末账面余额 0.61 亿元，较年初减少 42.31%。2023Q1 末，合同负债 0.70 亿元，较 2023 年初减少 58.12%，主要系公司预收的客户货款较年初减少。

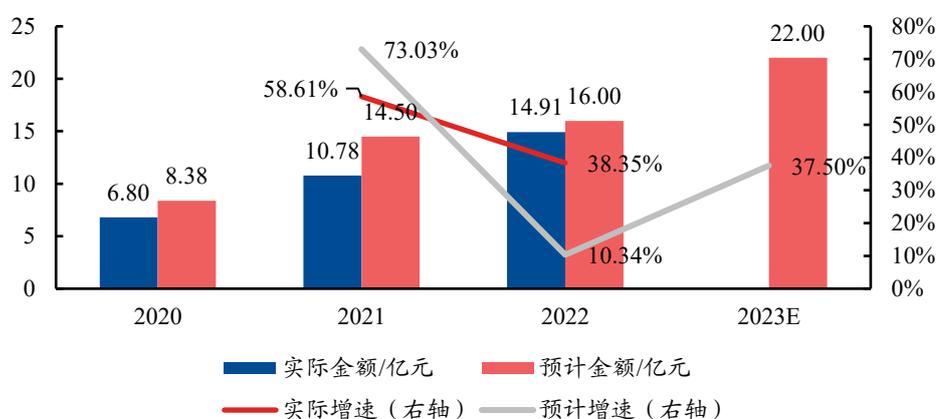
截至 2023Q1 末，公司应交税费余额 8390.47 万元，较 2023 年初增长 93.93%，主要系公司计提待缴的增值税、企业所得税较年初增加。现金流量表显示 2023Q1 支付的各项税费 1.16 亿元，较 2022Q1 增长 19.31%。

#### ● 2023 年向航天科工下属企业销售商品关联交易预计金额高速增长

2022 年公司向前五大客户合计销售金额 41.71 亿元，同比增长 21.75%，占年度销售总额的 69.30%，同比增加 1.29pct，其中航天科工集团有限公司下属企业为公司第一大客户。

2022 年，公司向航天科工集团有限公司下属企业销售商品关联交易实际发生金额 14.91 亿元，完成度 93.21%，较 2021 实际发生金额增长 38.35%；2023 年该项关联交易预计金额 22.00 亿元，较 2022 年预计金额增长 37.50%，较 2022 年实际发生金额增长 47.52%。

图 12、向航天科工集团有限公司下属企业销售商品关联交易情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2023 年公司计划完成营业收入 72.00 亿元，较 2022 年计划营业收入同比增长 25.22%，较 2022 年实际营业收入同比增长 19.61%；成本费用控制在 62.82 亿元以内。2023 年度公司安排技术改造预算支出 2.13 亿元，较 2022 年计划金额同比增长 29.46%。

### ● 盈利预测与投资建议

我们依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 7.39、9.51、11.31 亿元，EPS 分别为 1.63、2.10、2.50 元/股，对应 4 月 28 日收盘价 PE 为 39.8、30.9、26.0 倍，维持“增持”评级。

### ● 风险提示

高端民品业务拓展低于预期；军品订单增速低于预期。

表 2、公司分季度业绩对比 (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  | 1533  | 1537  | 1636  | 1314  | 1783  | 16.3% | 5147  | 6020  | 17.0% |
| 营业成本  | 987   | 1082  | 1126  | 838   | 1142  | 15.7% | 3480  | 4033  | 15.9% |
| 毛利    | 546   | 454   | 510   | 476   | 641   | 17.5% | 1667  | 1986  | 19.2% |
| 销售费用  | 37    | 21    | 32    | 62    | 40    | 7.9%  | 117   | 152   | 29.5% |
| 管理费用  | 132   | 62    | 113   | 192   | 132   | 0.1%  | 401   | 499   | 24.2% |
| 财务费用  | -2    | -16   | -4    | -10   | -1    | -     | -7    | -32   | -     |
| 研发费用  | 112   | 140   | 152   | 222   | 122   | 8.8%  | 516   | 625   | 21.0% |
| 资产减值  | -3    | -10   | -1    | -22   | 3     | -     | -42   | -36   | -     |
| 公允价值  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | -     | 0     | 0     | -     |
| 投资收益  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | -     | 0     | 0     | -     |
| 营业利润  | 203   | 191   | 178   | 136   | 275   | 35.4% | 611   | 709   | 16.0% |
| 利润总额  | 206   | 192   | 180   | 129   | 275   | 33.3% | 620   | 707   | 14.0% |
| 归母净利润 | 159   | 145   | 138   | 113   | 220   | 38.1% | 489   | 555   | 13.6% |
| EPS   | 0.351 | 0.319 | 0.306 | 0.251 | 0.485 | 38.1% | 1.080 | 1.227 | 13.6% |
| 销售费用率 | 2.4%  | 1.4%  | 2.0%  | 4.7%  | 2.3%  | -0.2% | 2.3%  | 2.5%  | 0.2%  |
| 管理费用率 | 8.6%  | 4.0%  | 6.9%  | 14.6% | 7.4%  | -1.2% | 7.8%  | 8.3%  | 0.5%  |
| 财务费用率 | -0.1% | -1.1% | -0.2% | -0.7% | 0.0%  | 0.1%  | -0.1% | -0.5% | -0.4% |
| 研发费用率 | 7.3%  | 9.1%  | 9.3%  | 16.9% | 6.8%  | -0.5% | 10.0% | 10.4% | 0.3%  |
| 所得税率  | 10.8% | 12.4% | 10.5% | -7.4% | 9.6%  | -1.2% | 8.4%  | 7.8%  | -0.6% |
| 毛利率   | 35.6% | 29.6% | 31.2% | 36.2% | 35.9% | 0.4%  | 32.4% | 33.0% | 0.6%  |
| 净利率   | 10.4% | 9.4%  | 8.5%  | 8.6%  | 12.3% | 1.9%  | 9.5%  | 9.2%  | -0.3% |

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>    | 8486 | 9560  | 11323 | 13097 |
| 货币资金           | 2188 | 2119  | 2153  | 2543  |
| 交易性金融资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收票据及应收账款      | 4922 | 6072  | 7513  | 8692  |
| 预付款项           | 100  | 131   | 157   | 169   |
| 存货             | 1046 | 1029  | 1280  | 1473  |
| 其他             | 231  | 209   | 220   | 219   |
| <b>非流动资产</b>   | 1482 | 1476  | 1420  | 1342  |
| 长期股权投资         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 1120 | 1196  | 1180  | 1142  |
| 在建工程           | 73   | 37    | 18    | 9     |
| 无形资产           | 92   | 70    | 48    | 26    |
| 商誉             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期待摊费用         | 31   | 24    | 18    | 12    |
| 其他             | 166  | 150   | 155   | 153   |
| <b>资产总计</b>    | 9968 | 11036 | 12743 | 14439 |
| <b>流动负债</b>    | 3008 | 3698  | 4481  | 5119  |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款      | 2718 | 3348  | 4152  | 4782  |
| 其他             | 291  | 350   | 329   | 337   |
| <b>非流动负债</b>   | 383  | 70    | 73    | 72    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 383  | 70    | 73    | 72    |
| <b>负债合计</b>    | 3391 | 3768  | 4554  | 5191  |
| 股本             | 453  | 453   | 453   | 453   |
| 资本公积           | 1816 | 1816  | 1816  | 1816  |
| 未分配利润          | 2606 | 3058  | 3660  | 4346  |
| 少数股东权益         | 894  | 1019  | 1181  | 1372  |
| <b>股东权益合计</b>  | 6578 | 7268  | 8189  | 9248  |
| <b>负债及权益合计</b> | 9968 | 11036 | 12743 | 14439 |

| 会计年度              | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 归母净利润             | 555  | 739   | 951   | 1131  |
| 折旧和摊销             | 169  | 196   | 224   | 250   |
| 资产减值准备            | 57   | -33   | 56    | 22    |
| 资产处置损失            | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动损失          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用              | 10   | -4    | -3    | -4    |
| 投资损失              | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 少数股东损益            | 96   | 125   | 162   | 191   |
| 营运资金的变动           | -726 | -788  | -975  | -769  |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 179  | 282   | 400   | 827   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -356 | -196  | -171  | -179  |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -169 | -155  | -195  | -258  |
| 现金净变动             | -341 | -69   | 35    | 390   |
| 现金的期初余额           | 2480 | 2188  | 2119  | 2153  |
| 现金的期末余额           | 2139 | 2119  | 2153  | 2543  |

| 会计年度            | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 6020 | 7314  | 9149  | 10552 |
| 营业成本            | 4033 | 4886  | 6093  | 7004  |
| 税金及附加           | 45   | 51    | 65    | 75    |
| 销售费用            | 152  | 168   | 212   | 238   |
| 管理费用            | 499  | 563   | 703   | 804   |
| 研发费用            | 625  | 731   | 892   | 1026  |
| 财务费用            | -32  | -4    | -3    | -4    |
| 其他收益            | 68   | 60    | 63    | 62    |
| 投资收益            | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 信用减值损失          | -21  | -13   | -12   | -9    |
| 资产减值损失          | -36  | -24   | -24   | -22   |
| 资产处置收益          | -0   | -0    | -0    | -0    |
| <b>营业利润</b>     | 709  | 940   | 1212  | 1439  |
| 营业外收入           | 5    | 7     | 6     | 6     |
| 营业外支出           | 7    | 5     | 6     | 6     |
| <b>利润总额</b>     | 707  | 942   | 1212  | 1440  |
| 所得税             | 55   | 79    | 99    | 118   |
| <b>净利润</b>      | 651  | 864   | 1113  | 1322  |
| 少数股东损益          | 96   | 125   | 162   | 191   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 555  | 739   | 951   | 1131  |
| <b>EPS(元)</b>   | 1.23 | 1.63  | 2.10  | 2.50  |

| 会计年度           | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长性</b>     |        |        |        |        |
| 营业收入增长率        | 17.0%  | 21.5%  | 25.1%  | 15.3%  |
| 营业利润增长率        | 16.0%  | 32.7%  | 28.9%  | 18.7%  |
| 归母净利润增长率       | 13.6%  | 33.0%  | 28.8%  | 18.9%  |
| <b>盈利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 33.0%  | 33.2%  | 33.4%  | 33.6%  |
| 归母净利率          | 9.2%   | 10.1%  | 10.4%  | 10.7%  |
| ROE            | 9.8%   | 11.8%  | 13.6%  | 14.4%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 34.0%  | 34.1%  | 35.7%  | 36.0%  |
| 流动比率           | 2.82   | 2.59   | 2.53   | 2.56   |
| 速动比率           | 2.45   | 2.29   | 2.23   | 2.26   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产周转率          | 62.4%  | 69.6%  | 76.9%  | 77.6%  |
| 应收帐款周转率        | 325.5% | 323.1% | 320.7% | 313.5% |
| 存货周转率          | 377.1% | 449.0% | 504.5% | 486.2% |
| <b>每股资料(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 1.23   | 1.63   | 2.10   | 2.50   |
| 每股经营现金         | 0.39   | 0.62   | 0.88   | 1.83   |
| 每股净资产          | 12.56  | 13.80  | 15.48  | 17.40  |
| <b>估值比率(倍)</b> |        |        |        |        |
| PE             | 53.0   | 39.8   | 30.9   | 26.0   |
| PB             | 5.2    | 4.7    | 4.2    | 3.7    |

## 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）。<br>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 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<br>15层<br>邮编：200135<br>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<br>32层01-08单元<br>邮编：100020<br>邮箱：research@xyzq.com.cn | 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2<br>座52楼<br>邮编：518035<br>邮箱：research@xyzq.com.cn |