证券研究报告

国防军工

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

推荐 （维持）

中航重机 （600765）

2022年报及2023一季报点评：航空业务快速增长，盈利水平持续提升

2023年06月09日

市场数据

日期	2023-06-07
收盘价（元）	23.82
总股本（百万股）	1,472.05
流通股本(百万股)	1,466.54
净资产（百万元）	10,680.26
总资产（百万元）	22,163.89
每股净资产（元）	7.26

来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《中航重机2022三季报点评：营业收入稳步增长，期间费用持续优化》2022-11-02

《中航重机2022中报点评：聚焦航空主业，盈利能力提升》2022-08-30

《中航重机2021年报点评：盈利能力提升显著，合同负债继续增长》2022-03-16

分析师：

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

投资要点

- 公司2022年报实现营收105.70亿元，同比增长20.25%；实现归母净利润12.02亿元，同比增长34.93%；扣非后归母净利润11.86亿元，同比增长63.88%。基本每股收益0.82元/股，同比增长28.13%；加权平均净资产收益率12.19%，同比增加1.14pct。
- 2021年子公司力源公司出售其子公司苏州力源57.55%股权，产生投资收益1.40亿元计入非经常性损益。简单计算，扣除苏州力源营收，2021年公司营收调整为83.72亿，2022年营收较调整后2021年营收增长26.25%；按照扣除该项投资收益口径计，2021年公司实现利润总额10.04亿元；2022年利润总额较调整口径后2021年利润总额增长52.83%。
- 分季度看，公司2022年四个季度分别实现营收20.65亿元（同比+15.65%，本段下同）、30.13亿元（+13.84%）、26.41亿元（+26.33%）、28.51亿元（+25.74%）；公司2022年四个季度分别实现归母净利润2.08亿元（+174.95%）、3.52亿元（+81.18%）、3.55亿元（+4.99%）、2.86亿元（+1.45%）。
- 公司发布2023年一季报：实现营收23.40亿元，同比增长13.34%，环比减少17.92%，剔除子公司卓越出表影响同口径增长20.67%；归母净利润2.71亿元，同比增长30.13%，环比减少5.45%；扣非后归母净利润2.68亿元，同比增长30.64%。
- 分产品看，2022年，航空锻造实现营业收入84.34亿元，同比增长28.75%，占总营收比例79.79%，同比增加5.27 pct，毛利率28.31%，同比小幅减少0.74 pct；散热器实现营业收入13.31亿元，同比增长16.45%，占总营收比例12.59%，同比减少0.41 pct，毛利率29.11%，同比增加3.79 pct；液压产品实现营业收入5.89亿元，同比减少34.86%，主要是受报表合并范围影响，占总营收比例5.58%，同比减少4.72 pct，毛利率40.12%，同比增加15.28 pct。
- 2022年，公司整体毛利率为29.24%，同比增加0.92pct；净利率为11.37%，同比增加1.24pct；加权平均ROE为12.19 %，同比增加1.14pct。公司期间费用总额12.46亿元，同比增长7.59%，期间费用占营收的11.78%，同比减少1.39pct。
- 2022年，公司经营活动产生的现金流净额7.74亿元，同比减少48.97%。应收账款38.35亿元，同比增长45.52%；应收账款周转率3.27次，同比减少0.27次。存货33.16亿元，同比小幅增长2.58%；存货周转率2.28次，同比增加0.28次。截至2023Q1末，公司合同负债7.13亿元，较2023年初增长17.74%。
- 截至2022年底，公司西安新区先进锻造产业基地建设项目、民用航空环形锻件生产线建设项目、航空精密模锻产业转型升级项目累积完成投资比例分别为74.07%、93.43%、23.27%。
- 2022年公司实际完成营业收入和利润总额经营计划比例分别为105.70%和127.87%。公司公告2023年经营计划，预计实现营业收入110亿元，同比增长4.07%；预计实现利润总额16亿元，同比增长4.27%。2023Q1实际营收占全年计划的21.28%，实际利润总额占全年计划的21.27%。
- 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15.43/19.03/22.70亿元，EPS分别为1.05/1.29/1.54元/股，对应6月7日收盘价PE为22.7/18.4/15.4倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：产能建设不及预期；上游资源品价格上行推升成本压力。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10570	12903	15466	17979
同比增长	20.2%	22.1%	19.9%	16.2%
归母净利润(百万元)	1202	1543	1903	2270
同比增长	34.9%	28.4%	23.4%	19.3%
毛利率	29.2%	29.6%	29.6%	29.7%
ROE	11.6%	13.2%	14.2%	14.8%
每股收益(元)	0.82	1.05	1.29	1.54
市盈率	29.2	22.7	18.4	15.4

来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

事件

- 公司发布 2022 年报：实现营收 105.70 亿元，同比增长 20.25%；实现归母净利润 12.02 亿元，同比增长 34.93%；扣非后归母净利润 11.86 亿元，同比增长 63.88%。基本每股收益 0.82 元/股，同比增长 28.13%；加权平均净资产收益率 12.19%，同比增加 1.14pct。
- 公司发布 2023 年一季报，实现营收 23.40 亿元，同比增长 13.34%，环比减少 17.92%，剔除子公司卓越出表影响同口径增长 20.67%；归母净利润 2.71 亿元，同比增长 30.13%，环比减少 5.45%；扣非后归母净利润 2.68 亿元，同比增长 30.64%；基本每股收益 0.18 元/股，同比增长 28.57%；加权平均净资产收益率 2.57%，同比增加 0.37pct。
- 2022 年拟以 14.72 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.65 元（含税），共计分配利润 2.43 亿元（含税），占当年可供分配利润的 20.21%。

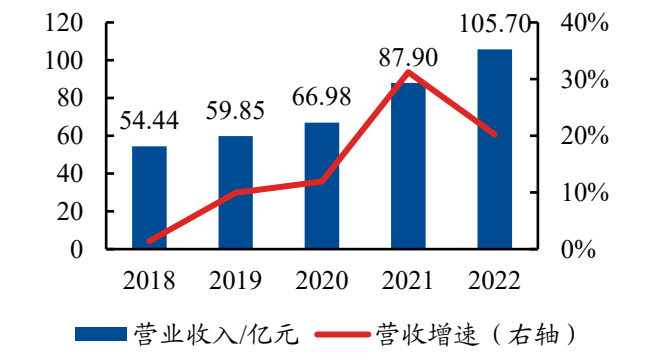
点评

- **2022 年营收稳步增长，扣非后归母净利润大幅增长**

2022 年，公司实现营收 105.70 亿元，同比增长 20.25%；实现归母净利润 12.02 亿元，同比增长 34.93%。扣非后归母净利润 11.86 亿元，同比增长 63.88%，主要是由于 2022 年公司非经常性损益较 2021 年减少 1.51 亿元,同比下降 90.74%，2021 年子公司力源公司出售其子公司力源液压（苏州）有限公司 57.55%股权产生投资收益 1.40 亿元计入非经常性损益。

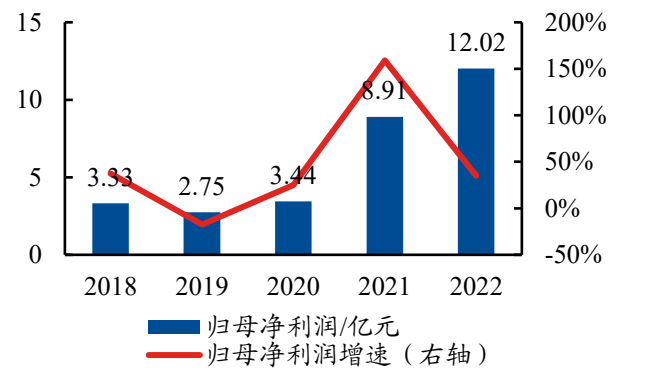
分季度看，公司 2022 年四个季度分别实现营收 20.65 亿元（同比+15.65%，本段下同）、30.13 亿元（+13.84%）、26.41 亿元（+26.33%）、28.51 亿元（+25.74%）；公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 2.08 亿元（+174.95%）、3.52 亿元（+81.18%）、3.55 亿元（+4.99%）、2.86 亿元（+1.45%）。

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

2023Q1，公司实现营收 23.40 亿元，同比增长 13.34%，环比减少 17.92%，剔除子公司卓越出表影响同口径增长 20.67%；归母净利润 2.71 亿元，同比增长 30.13%，环比减少 5.45%；扣非后归母净利润 2.68 亿元，同比增长 30.64%；基本每股收益 0.18 元/股，同比减少 10.00%；加权平均净资产收益率 2.57%，同比增加 0.37pct。

2023 年公司计划实现营业收入 110 亿元，2023Q1 实际营收占全年计划的 21.28%，2022 年四个季度营收占比分别为 19.53%、28.50%、24.99%、26.98%。2023 年公司计划实现利润总额 3.40 亿元，2023Q1 实际利润总额占全年计划的 21.27%，2022 年四个季度利润总额占比分别为 18.09%、30.37%、31.05%、20.50%。

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	27.32	13.29	19.84%	0.40	11.65%
	Q2	29.93	19.34	28.88%	0.80	23.19%
	Q3	23.58	19.81	29.58%	1.49	43.22%
	Q4	25.82	14.53	21.70%	0.75	21.93%
2021	Q1	24.41	17.85	20.31%	0.76	8.49%
	Q2	29.66	26.46	30.11%	1.94	21.83%
	Q3	32.64	20.90	23.78%	3.38	38.00%
	Q4	25.88	22.68	25.80%	2.82	31.67%
2022	Q1	28.55	20.65	19.53%	2.08	17.30%
	Q2	28.86	30.13	28.50%	3.52	29.32%
	Q3	30.37	26.41	24.99%	3.55	29.57%
	Q4	29.10	28.51	26.98%	2.86	23.81%
2023	Q1	31.74	23.40	-	2.71	-

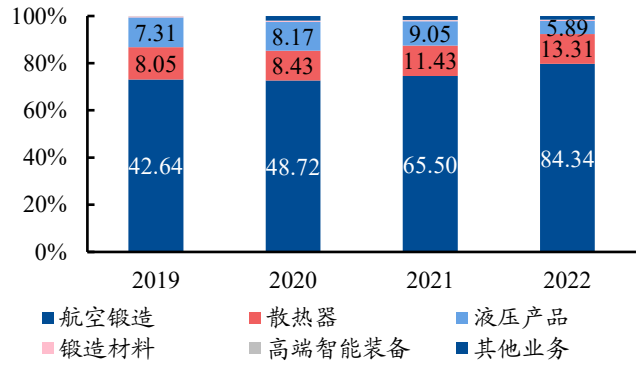
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

- **2022 年进一步聚焦航空主业，航空业务实现高增长**

锻铸和液压是公司的核心主业。

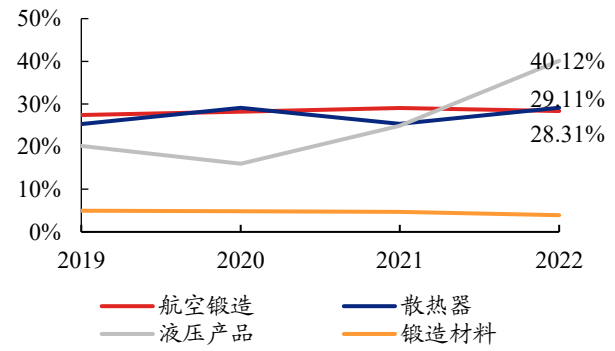
分产品看，2022 年，航空锻造实现营业收入 84.34 亿元，同比增长 28.75%，占总营收比例 79.79%，同比增加 5.27 pct，毛利率 28.31%，同比小幅减少 0.74 pct；散热器实现营业收入 13.31 亿元，同比增长 16.45%，占总营收比例 12.59%，同比减少 0.41 pct，毛利率 29.11%，同比增加 3.79 pct；液压产品实现营业收入 5.89 亿元，同比减少 34.86%，主要是受报表合并范围影响，占总营收比例 5.58%，同比减少 4.72 pct，毛利率 40.12%，同比增加 15.28 pct；锻造材料实现营业收入 0.41 亿元，同比增长 19.05%，毛利率 3.92%，同比减少 0.78 pct；高端智能装备实现营业收入 938.74 万元，同比增长 4.56%，毛利率 38.98%，同比增加 19.23 pct。

图 3、2019-2022 年公司分产品营收（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、2019-2022 年公司分产品毛利率（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2021 年中航重机实现营收 87.90 亿元，苏州力源实现营收 4.18 亿元，2021 年中航重机子公司航空工业力源持有苏州力源股份比例由 99.95%降低至 34.18%，苏州力源不再纳入合并范围。据此简单扣除苏州力源营收计算，中航重机 2021 年营收调整为 83.72 亿元。2022 年中航重机实现营收 105.70 亿元，同比增长 20.25%，较调整后 2021 年营收增长 26.25%，实现经营计划“较 2021 同口径扣除苏州力源，2022 年营业收入增长 19.45%”。

2021 年，中航重机实现利润总额 11.44 亿元，归母净利润 8.91 亿元；2021 年子公司力源公司出售其子公司苏州力源 57.55%股权，产生投资收益 1.40 亿元计入非经常性损益；按照扣除该项投资收益口径计，2021 年中航重机实现利润总额 10.04 亿元；2022 年中航重机实现利润总额 15.34 亿元，较调整口径前 2021 年利润总额增长 34.18%，较调整口径后 2021 年利润总额增长 52.83%，实现经营计划“较 2021 同口径扣除出售苏州力源股权增加的投资收益，2022 年利润总额增长 19.52%”。

- **2022 年盈利能力提升，攻克多项关键技术**

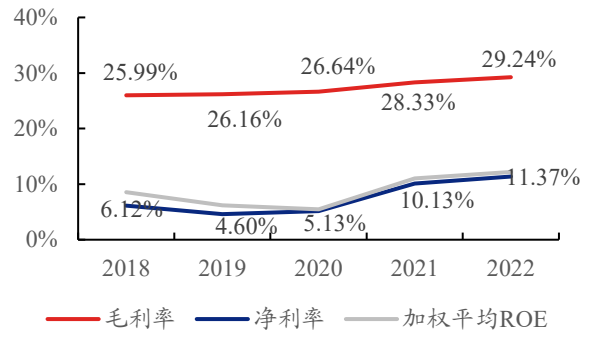
2022 年，公司整体毛利率为 29.24%，同比增加 0.92pct；净利率为 11.37%，同比增加 1.24pct；加权平均 ROE 为 12.19 %，同比增加 1.14pct。

2022 年第四季度，公司毛利率 29.10%，同比增加 3.22pct，环比减少 1.27pct；净利率 10.04%，同比减少 2.40pct，环比减少 3.42pct。2023 年第一季度，公司毛利率 31.74%，同比增加 3.19pct，环比增加 2.64pct；净利率 15.20%，同比增加 1.49pct，环比增加 1.52pct。

2022 年，公司期间费用总额 12.46 亿元，同比增长 7.59%，期间费用占营收的 11.78%，同比减少 1.39pct；其中，销售费用 0.77 亿元，同比增长 5.58%，占营业收入的 0.73%，同比减少 0.10pct；管理费用 7.57 亿元，同比增长 15.15%，占营业

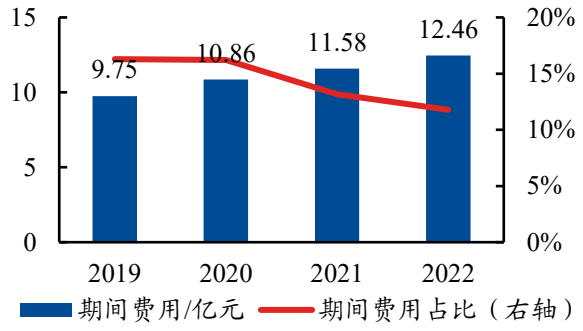
收入的 7.16%，同比减少 0.32pct，主要是管理人员薪酬、折旧费用等增加所致；财务费用-0.22 亿元，同比减少 127.15%，主要是利息收入、汇兑净收益增加，利息支出减少所致；研发费用 4.34 亿元，同比增长 25.31%，占营业收入的 4.11%，同比增加 0.17pct，主要是公司对新产品研发投入增加所致。

图 5、2018-2022 年公司毛利率、净利率及加权 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 年公司期间费用（亿元）及期间费用占营收比例



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2022 年公司攻克“卡脖子”关键技术：开展多型高压液压泵技术攻关，关键指标取得突破；开展先进冶炼工艺生产的材料在盘轴零件的工程应用课题研究；完成锻件工程应用试制及装机考核鉴定工作。推进“产学研”项目合作，联合南昌航空大学、上海大学及所属企业建立 23 项产学研合作项目，解决锻造残余应力控制、锻造数值模拟等关键技术难题；围绕重点型号研制，开展 17 个“揭榜挂帅”技术攻关项目。强化科技管理。研发投入达 4.34 亿元，为技术创新提供了有力保障。新品开发 4096 项，完成全年计划的 102%。申报专利 275 项，其中发明专利 165 项；完成航空科技报告 9 篇；承担集团标准编制任务 7 项，已完成评审。宏远获得国防科技进步二等奖、安大获得航发集团科技进步特等奖、永红换热和安大宇航成功入选国家级“专精特新”小巨人企业。

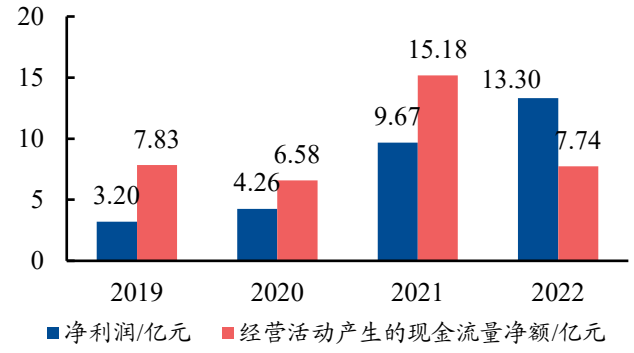
2023Q1 期间费用合计 3.10 亿元，同比增长 35.88%；期间费用占营业收入比例 13.24%，同比增加 2.20pct。其中销售费用 0.14 亿元，同比减少 16.83%，销售费用占营业收入比例 0.59%，同比减少 0.21pct；管理费用 1.65 亿元，同比增长 11.71%，管理费用占营业收入比例 7.03%，同比减少 0.10pct；财务费用 0.18 万元，同比增长 145.93%，财务费用占营业收入比例 0.77%，同比增加 0.42pct；研发费用 1.13 亿元，同比增长 99.65%，研发费用占营业收入比例 4.85%，同比增加 2.09pct。

- **2022 年经营活动产生的现金流净额减少，存货周转率增加**

2022 年，公司经营活动产生的现金流净额 7.74 亿元，同比减少 48.97%，主要是收到客户预付款同比减少以及采购资金同比增加所致；投资活动现金流量净额-9.18 亿元，2021 年为-2.81 亿元，同比减少 6.36 亿元，主要系 2021 年收回委托贷款、收到出售股票款，而 2022 年无此事项；同时 2022 年支付募投项目和固定资产投资项目款、增资安吉精铸公司支付的现金增加所致；筹资活动现金流量净额-2.65 亿元，2021 年为 18.43 亿元，同比减少 21.08 亿元，主要系 2021 年公司完成了非公开发行募集资金净额 18.72 亿元以及 2022 年借款减少所致。

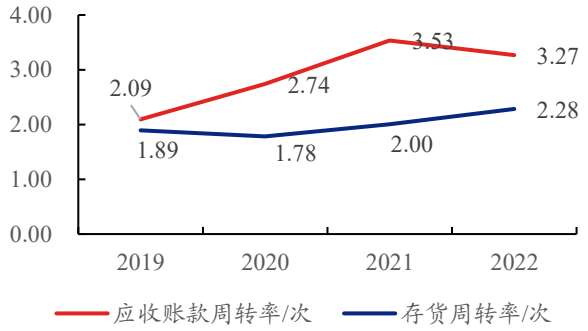
2023Q1 公司经营活动产生的现金流净额为-5.16 亿元，2022Q1 为-8.33 亿元，2023Q1 同比增加 3.17 亿元；投资活动产生的现金流净额为-1.11 亿元，2022Q1 为-1.01 亿元，2023Q1 同比增加减少 0.09 亿元；筹资活动产生的现金流净额为 1.17 亿元，2022Q1 为-1.33 亿元，2023Q1 同比增加 2.49 亿元。

图 7、2019-2022 年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

2022 年，公司应收票据、应收账款和应收款项融资合计 68.75 亿元，同比增长 23.23%，其中应收账款 38.35 亿元，同比增长 45.52%，主要是随着收入的增长，应收账款规模随之增加；应收账款周转率 3.27 次，同比减少 0.27 次；应收票据 27.59 亿元，同比增长 0.54%；应收款项融资 2.81 亿元，同比增长 40.86%，主要是所持有银行承兑汇票增加所致。存货 33.16 亿元，同比小幅增长 2.58%；存货周转率 2.28 次，同比增加 0.28 次。

截至 2023Q1 末，公司合同负债 7.13 亿元，较 2023 年初增长 17.74%。

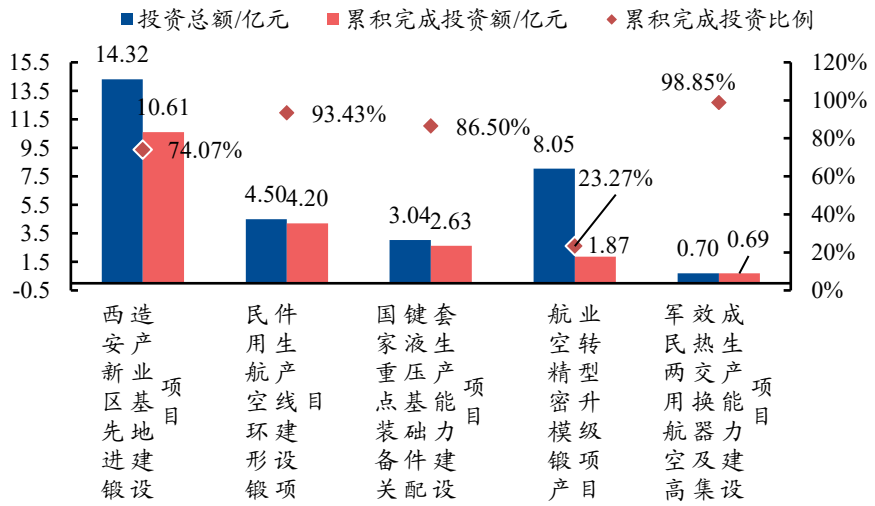
2023Q1 公司计提资产减值损失 0.07 亿元，2022 年四个季度分别计提 0.00、0.02、0.37、0.21 亿元。2023Q1 公司计提信用减值损失 0.82 亿元，2022 年四个季度分别计提 0.80、1.76、0.70、-0.91（负值表示净冲回）亿元。

截至 2023Q1 末，应交税费余额 1.12 万元，较年初减少 8.79%。现金流量表显示公司 2023Q1 支付的各项税费 1.49 亿元，较 2022Q1 增长 126.85%。

- **主要非股权投资项目陆续投入使用**

截至 2022 年底，公司西安新区先进锻造产业基地建设项目、民用航空环形锻件生产线建设项目、国家重点装备关键液压基础件配套生产能力建设项目、航空精密模锻产业转型升级项目、军民两用航空高效热交换器及集成生产能力建设项目分别累积完成投资额 10.61、4.20、2.63、1.87、0.69 亿元，累积完成投资比例分别为 74.07%、93.43%、86.50%、23.27%、98.85%，建安工程已完成工作量占比分别约为 70%、98%、100%、40%（军民两用航空高效热交换器及集成生产能力建设项目未公告完成比例），分别有 89、42、65、0（2 台/套完成安装调试）、50 台/套设备投入使用。

图 9、截至 2022 年底公司主要非股权项目投资情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **2022 年超额完成经营计划**

公司 2021 年报给出 2022 年经营计划，预计 2022 年实现营业收入 100.00 亿元，利润总额 12.00 亿元，2022 年实际实现营业收入 105.70 亿元，利润总额 15.34 亿元，完成经营计划比例分别为 105.70%和 127.87%。公司 2022 年报给出 2023 年经营计划，预计实现营业收入 110 亿元，同比增长 4.07%；预计实现利润总额 16

亿元，同比增长 4.27%。

- **定增收购宏山锻造和建设技术研究院**

6 月 3 日，公司公告 2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案，拟发行数量不超过 9371.99 万股，不超过发行前公司总股本的 6.37%，预计募集资金总额不超过 22.12 亿（含本数）。募集资金净额拟全部投向“收购宏山锻造 80%股权项目”（拟使用募集资金 13.18 亿元）、“技术研究院建设项目”（拟使用募集资金 4.00 亿元）、补充流动资金（4.94 亿元）。

截至 2022 年末，按照对应原始情况模拟编制，宏山锻造资产总计 16.04 亿元，净资产 15.86 亿元。宏山锻造交易前由南山铝业持有 100%股权。根据交易双方的初步测算，宏山锻造的整体估值约为 16.47 亿元，为净资产的 103.82%；其 80%股权的交易作价暂定为 13.176 亿元。

收购宏山锻造对于提升和补充公司在设备、产能、产品、客户和布局等方面的核心竞争力将起到非常重要的作用。收购宏山锻造拥有的 500MN 大型压机及其配套设施，有利于公司快速补足大锻件生产能力的短板，有利于公司整合社会资源迅速扩大产能；整合宏山锻造在铝合金业务上的技术优势和业务优势，有利于公司在金属成型工艺方面完善提升铝合金锻件产品和工艺；收购位于华北沿海的宏山锻造，有利于优化公司在华北和沿海地区的整体产业布局。客户方面，公司收购宏山锻造后将扩充高端装备行业领域铝合金锻件上的版图，在原有业务基础上进一步扩大民机、航天、燃气轮机等领域客户。

技术研究院建设项目将重点构建“材料研发及再生-锻铸件成形-精加工及整体功能部件”的新生态配套环境，打造“研发+产业”的新业态经营发展模式，对上下游产业链延伸等方面进行产业布局。本项目建设期 36 个月，项目建成达产后，预计税后投资内部收益率为 12.09%，税后投资回收期为 10 年（含建设期）。

- **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 15.43/19.03/22.70 亿元，EPS 分别为 1.05/1.29/1.54 元/股，对应 6 月 7 日收盘价 PE 为 22.7/18.4/15.4 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示**

产能建设不及预期；上游资源品价格上行推升成本压力。

表 2、公司分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

报告期	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021A	2022A	YOY
营业收入	2065	3013	2641	2851	2340	13.3%	8790	10570	20.2%
营业成本	1475	2143	1839	2022	1597	8.3%	6300	7479	18.7%
毛利	590	870	802	830	743	26.0%	2490	3091	24.1%
销售费用	17	18	18	24	14	-16.8%	73	77	5.6%
管理费用	147	156	137	316	165	11.7%	657	757	15.1%
财务费用	7	-30	-6	7	18	145.9%	81	-22	-127.1%
研发费用	57	82	74	221	113	99.7%	346	434	25.3%
资产减值	0	-2	-37	-21	-7	-	-175	-59	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	-2	3	4	-16	7	-	151	-11	-107.3%
营业利润	278	467	475	317	340	22.4%	1140	1536	34.7%
利润总额	278	466	476	315	340	22.7%	1144	1534	34.2%
归母净利润	208	352	355	286	271	30.1%	891	1202	34.9%
EPS	0.141	0.239	0.241	0.194	0.184	30.1%	0.640	0.816	28.1%
销售费用率	0.8%	0.6%	0.7%	0.8%	0.6%	-0.2%	0.8%	0.7%	-0.1%
管理费用率	7.1%	5.2%	5.2%	11.1%	7.0%	-0.1%	7.5%	7.2%	-0.3%
财务费用率	0.4%	-1.0%	-0.2%	0.2%	0.8%	0.4%	0.9%	-0.2%	-1.1%
研发费用率	2.8%	2.7%	2.8%	7.8%	4.8%	2.1%	3.9%	4.1%	0.2%
所得税率	18.6%	17.7%	14.7%	0.0%	15.8%	-2.8%	15.5%	13.3%	-2.2%
毛利率	28.6%	28.9%	30.4%	29.1%	31.7%	3.2%	28.3%	29.2%	0.9%
归母净利率	10.1%	11.7%	13.5%	10.0%	11.6%	1.5%	10.1%	11.4%	1.2%

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

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	16057	18522	21920	25145
货币资金	5735	5200	6200	6735
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	6594	8412	9939	11610
预付款项	105	230	235	288
存货	3316	4354	5220	6180
其他	308	326	326	332
非流动资产	5028	5106	5187	5176
长期股权投资	854	813	827	822
固定资产	2404	3129	3306	3366
在建工程	729	207	102	67
无形资产	302	286	261	239
商誉	41	41	41	41
长期待摊费用	5	4	3	2
其他	693	625	648	640
资产总计	21085	23627	27107	30322
流动负债	9530	11790	14761	17070
短期借款	272	1847	3761	5635
应付票据及应付账款	5857	6940	7864	8345
其他	3401	3002	3135	3091
非流动负债	760	-415	-1790	-3098
长期借款	336	-841	-2215	-3524
其他	424	426	425	426
负债合计	10290	11374	12970	13972
股本	1472	1472	1472	1472
资本公积	4452	4452	4452	4452
未分配利润	4259	5505	7117	9010
少数股东权益	402	564	764	1002
股东权益合计	10795	12253	14136	16350
负债及权益合计	21085	23627	27107	30322

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1202	1543	1903	2270
折旧和摊销	285	328	413	470
资产减值准备	234	651	406	521
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	91	-3	23	44
投资损失	11	-5	-5	-5
少数股东损益	129	162	200	238
营运资金的变动	-1230	-2487	-1910	-2719
经营活动产生现金流量	774	331	982	836
投资活动产生现金流量	-918	-450	-470	-463
融资活动产生现金流量	-265	-416	487	163
现金净变动	-396	-535	1000	535
现金的期初余额	6101	5735	5200	6200
现金的期末余额	5705	5200	6200	6735

利润表

单位：百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10570	12903	15466	17979
营业成本	7479	9082	10884	12643
税金及附加	30	40	48	56
销售费用	77	92	107	124
管理费用	757	920	1090	1262
研发费用	434	517	619	719
财务费用	-22	-3	23	44
其他收益	25	26	26	26
投资收益	-11	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-234	-260	-253	-232
资产减值损失	-59	-54	-41	-30
资产处置收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	1536	1973	2431	2899
营业外收入	4	6	6	7
营业外支出	6	8	6	6
利润总额	1534	1971	2431	2900
所得税	204	266	328	391
净利润	1330	1705	2103	2508
少数股东损益	129	162	200	238
归属母公司净利润	1202	1543	1903	2270
EPS（元）	0.82	1.05	1.29	1.54

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	20.2%	22.1%	19.9%	16.2%
营业利润增长率	34.7%	28.4%	23.2%	19.2%
归母净利润增长率	34.9%	28.4%	23.4%	19.3%
盈利能力				
毛利率	29.2%	29.6%	29.6%	29.7%
归母净利率	11.4%	12.0%	12.3%	12.6%
ROE	11.6%	13.2%	14.2%	14.8%
偿债能力				
资产负债率	48.8%	48.1%	47.8%	46.1%
流动比率	1.68	1.57	1.49	1.47
速动比率	1.31	1.17	1.10	1.08
营运能力				
资产周转率	51.9%	57.7%	61.0%	62.6%
应收帐款周转率	224.7%	208.5%	203.8%	202.0%
存货周转率	210.5%	218.4%	209.7%	204.6%
每股资料（元）				
每股收益	0.82	1.05	1.29	1.54
每股经营现金	0.53	0.23	0.67	0.57
每股净资产	7.06	7.94	9.08	10.42
估值比率（倍）				
PE	29.2	22.7	18.4	15.4
PB	3.4	3.0	2.6	2.3

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 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@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn