

增持 (维持)

海格通信 (002465)

经营稳健有序，定增拓展新优势

2023年03月28日

市场数据

日期	2023-03-27
收盘价(元)	10.60
总股本(百万股)	2,304.45
流通股本(百万股)	2,253.24
净资产(百万元)	10,661.45
总资产(百万元)	15,207.97
每股净资产(元)	4.63

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《海格通信 2021 年报点评: 通信导航持续增长, 综合盈利能力提升》2022-03-28

《海格通信点评: 签署战略框架协议, 拓展无人应用平台》2021-11-29

《海格通信业绩预告点评: 受益军工需求高景气, 抢占北三技术高地》2021-04-15

《海格通信 2020 年报点评: 经营稳健增长, 北斗领域放量可期》2021-03-23

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

投资要点

- **公司发布 2022 年年报:** 实现营业收入 56.16 亿元, 同比增长 2.58%; 实现归母净利润 6.68 亿元, 同比增长 2.23%; 扣非后归母净利润 5.26 亿元, 同比减少 6.67%; 基本每股收益 0.29 元/股, 同比增长 3.57%。
- **各主营业务巩固既有行业地位, 构筑发展优势:** 2022 年, 无线通信板块营业收入 25.81 亿元, 同比减少 4.74%; 数智生态板块营业收入 22.04 亿元, 同比增长 10.19%; 北斗导航板块营业收入 4.39 亿元, 同比增长 3.39%; 航空航天板块营业收入 3.32 亿元, 同比增长 24.46%; 其他业务营业收入 0.59 亿元, 同比减少 19.09%。
- **毛利率微降, 费用管控有效:** 2022 年, 公司毛利率为 34.97%, 同比减少 2.37pct, 无线通信、数智生态、航空航天三个业务板块的毛利率基本与 2021 年相当, 北斗导航板块毛利率下降幅度较大, 同比下降 8.88pct。2022 年公司期间费用总额 12.36 亿元, 同比减少 2.43%, 销售费用、管理费用、财务费用、研发费用均减少, 其中销售费用的降幅较为明显, 同比下降 15.26%。
- **在手订单充沛, 经营现金流有待改善:** 截止 2022 年末, 公司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 21.04 亿元, 其中, 18.91 亿元预计将于 2023 年度确认收入。2022 年, 公司经营活动现金流量净额为 -0.42 亿元, 同比下降 106.65%, 主要原因是受用户结算系统升级影响, 公司支付款项增加以及上期回款较多。
- **打造全新通用芯片公司, 与原北斗芯片板块形成芯片小产业集群:** 2022 年 7 月, 公司全资子公司海格晶维与核心骨干团队共同出资 2,000 万元成立专业芯片公司——晶维天腾, 专业从事无线通信射频收发和射频前端、高性能数模混合、通用器件等芯片的研发。
- **公司拟定增不超过 20 亿元:** 公司本次定增募集资金将用于“北斗+5G”通导融合研发产业化项目 (8 亿元), 无人信息产业基地项目 (5 亿元), 天枢研发中心建设暨卫星互联网研发项目 (7 亿元)。
- 我们调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 7.83/9.35/11.50 亿元, 对应 PE 为 30.0/25.2/20.5 倍 (2023.03.27), 维持“增持”评级。
- 风险提示: 军品订单波动或毛利率下降; 北斗民用市场发展不及预期; 运营商网络优化市场竞争激烈。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5616	6408	7488	8933
同比增长	2.6%	14.1%	16.9%	19.3%
归母净利润(百万元)	668	783	935	1150
同比增长	2.2%	17.2%	19.4%	22.9%
毛利率	35.0%	36.6%	37.1%	38.4%
ROE	6.3%	6.8%	7.6%	8.7%
每股收益(元)	0.29	0.34	0.41	0.50
市盈率	35.2	30.0	25.2	20.5

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

- 实现营业收入 56.16 亿元，同比增长 2.58%；实现归母净利润 6.68 亿元，同比增长 2.23%；扣非后归母净利润 5.26 亿元，同比减少 6.67%；基本每股收益 0.29 元/股，同比增长 3.57%。加权平均净资产收益率 6.41%，同比减少 0.06pct。
- 2022 年利润分配方案：以 23.04 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.50 元(含税)，派发现金红利 3.46 亿元(含税)，占归母净利润的 51.73%，剩余未分配利润 23.58 亿元结转至下一年度。

点评

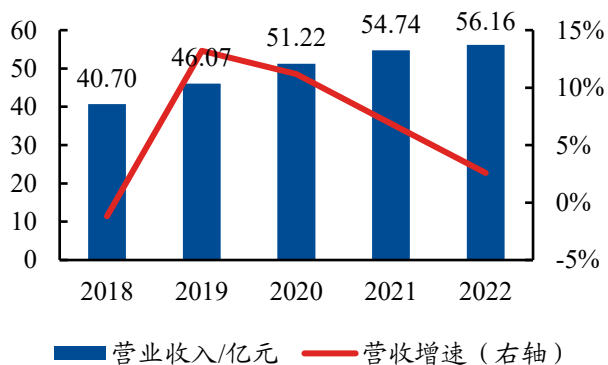
● 面对复杂国内外经济形势，总体经营稳健有序

公司主要业务覆盖“无线通信、北斗导航、航空航天、数智生态”四大领域。公司是全频段覆盖的无线通信与全产业链布局的北斗导航装备研制专家、电子信息系统解决方案提供商，是行业内用户覆盖最广、频段覆盖最宽、产品系列最全、最具竞争力的重点电子信息企业之一，是国内机构市场模拟仿真系统领导者，是行业领先的新一代数智生态建设者。

在 2022 年严峻复杂的国内外经济形势下，公司总体经营稳健有序。报告期内，公司实现营业收入 56.16 亿元，同比增长 2.58%；实现归母净利润 6.68 亿元，同比增长 2.23%；扣非后归母净利润 5.26 亿元，同比减少 6.67%。

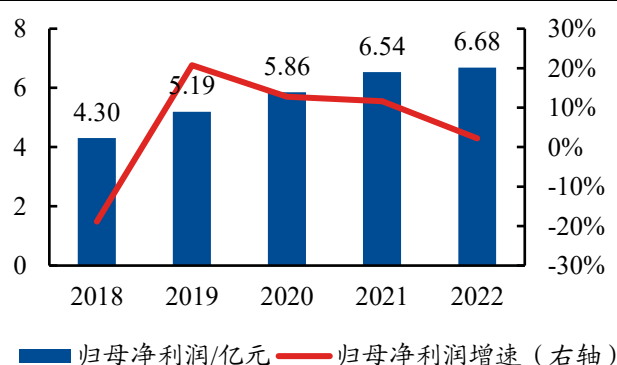
分季度看，公司 2022 年四个季度分别实现营收 9.38 亿元（同比+7.5%，下同）、15.47 亿元（-1.42%）、12.25 亿元（+9.85%）、19.06 亿元（-0.6%）；公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 0.52 亿元（+8.1%）、2.39 亿元（+5.71%）、1.04 亿元（-3.35%）、2.73 亿元（+0.49%）。

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（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	26.44	7.86	15.34	0.32	5.38
	Q2	35.87	13.18	25.73	1.82	31.09
	Q3	38.63	9.99	19.50	1.17	19.99
	Q4	39.26	20.20	39.43	2.55	43.53
2021	Q1	34.86	8.72	15.94	0.48	7.39
	Q2	39.11	15.69	28.66	2.26	34.64
	Q3	36.38	11.15	20.37	1.07	16.44
	Q4	37.57	19.18	35.03	2.71	41.53
2022	Q1	35.26	9.38	16.70	0.52	7.81
	Q2	39.00	15.47	27.54	2.39	35.82
	Q3	31.01	12.25	21.81	1.04	15.54
	Q4	34.11	19.06	33.95	2.73	40.83

资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

● 各主营业务条线巩固既有行业地位，构筑发展优势

公司无线通信业务持续突破。短波业务全面突破机载主流平台领域；下一代主型超短波、集群产品顺利完成重要科研节点，即将进入批量订货阶段；卫星业务全面竞标入围下一代卫星通信基带模块、设备、站型和系统装车，天通一号全面进入陆地、水面、空中平台上装市场；2022年，公司无线通信领域实现营收 25.81 亿元，同比减少 4.74%；占总营收比 45.96%，营收占比同比减少 3.53pct；毛利率 44.28%，同比下降 1.82pct。

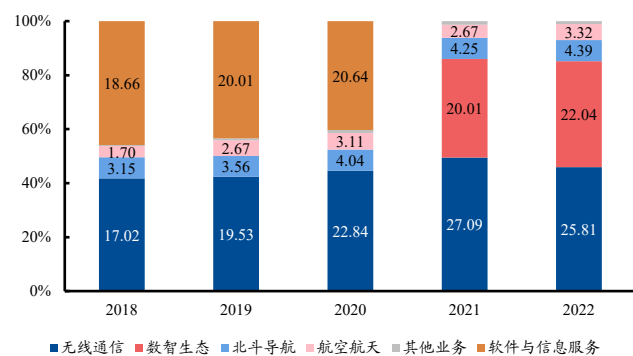
公司通信服务业务逐步向数智生态建设转型升级（根据公司当前业务实际情况和管理需要，将原划分在软件与信息服务板块中的子公司海格怡创业务调整至数智生态板块，其他调整至无线通信板块）。子公司海格怡创在传统优势市场份额稳中有升，保持行业前列；首次突破中国联通综合代维业务，特殊机构市场业务呈上升趋势；通过整合内部资源，有效突破政企行业数字网络及平台建设、广电数智化应用、智慧海防等领域，构建了政企行业数字化、智能化建设与运维能力，逐步向数智生态转型升级。2022年，公司数智生态领域实现营收 20.04 亿元，同比增长 10.19%；占总营收比 39.26%，营收占比同比下降 2.71pct；毛利率 16.40%，同比下降 0.43pct。

在北斗导航领域，公司实现北斗三号终端在机构用户市场的全平台布局。公司继续发挥在核心芯片、抗干扰、高动态、高灵敏度、高精度等行业领先技术优势，成功进入多型高端平台，实现全平台布局，并成功获得首批应用；与运营商建立深度合作关系，共同推进“北斗+5G”的深度规模化应用；投资成立专业芯片公司——广州晶维天腾微电子有限公司，建设更为全面的全新芯片产品线，完善

在芯片领域的产业布局，打造通用芯片公司。2022年，公司北斗导航产品实现营收4.39亿元，同比增长3.39%；占总营收比7.82%，营收占比同比增长0.06pct；毛利率57.56%，同比下降8.88pct。

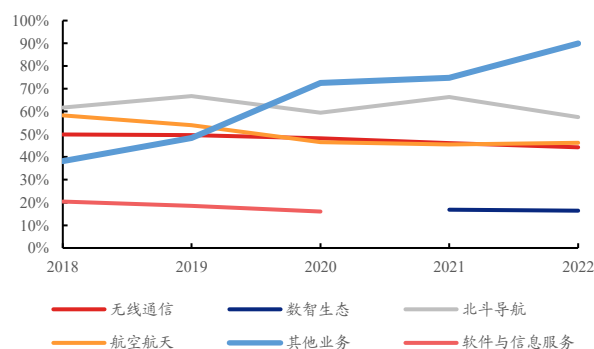
在航空航天领域，公司行业地位进一步稳固。子公司摩诃创新自主研发的操纵负荷系统、运动平台系统、振动平台系统三项均以第1名成绩中标某型模拟器配套分系统项目，同时又与多家主机厂签订大额模拟器整机采购合同；子公司驰达飞机取得大额订单并启用西安驰达产业园；子公司海格云熙成功中标国产甚高频产品迄今招标金额最大的项目——兰州中川国际机场通信系统设备采购项目。2022年，公司航空航天产品实现营收3.32亿元，同比增长24.46%；占总营收比5.92%，营收占比同比增长1.04pct；毛利率46.30%，同比增长0.78pct。

图 3、2018-2022 年公司分产品营收（亿元）及占比



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 年公司分产品毛利率（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 公司毛利率微降，费用管控有效

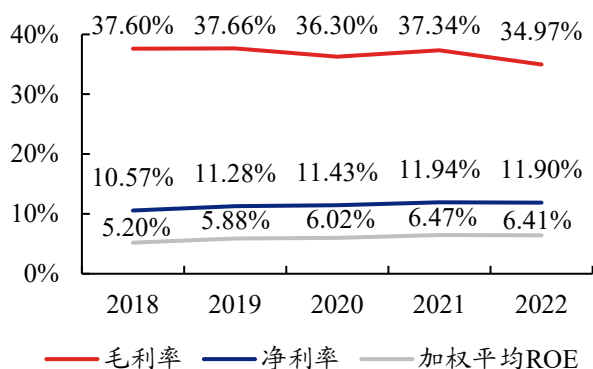
2022年，公司毛利率为34.97%，同比减少2.37pct。其中，无线通信业务毛利率44.28%，同比下降1.82pct；数智生态业务毛利率16.40%，同比下降0.43pct；北斗导航毛利率57.56%，同比下降8.88pct；航空航天毛利率46.30%，同比增长0.78pct。公司2022年无线通信、数智生态、航空航天三个业务板块的毛利率基本与2021年相当，北斗导航板块毛利率下降幅度较大，但由于公司北斗导航业务收入规模尚较小，因此其对公司整体毛利率水平影响有限。

2022年，公司期间费用总额12.36亿元，同比减少2.43%；期间费用占营收比重22.01%，同比减少1.13pct。其中，销售费用1.75亿元，同比减少15.26%，占营业收入的3.11%，同比减少0.66pct；管理费用3.01亿元，同比减少0.84%，占营业收入的5.36%，同比减少0.19pct；财务费用-0.28亿元，同比减少32.91%，占营业收入的-0.49%，同比增加0.26pct；研发费用7.88亿元，同比减少1.30%，占营业收入的14.03%，同比减少0.55pct。2022年公司销售费用、管理费用、财务费

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

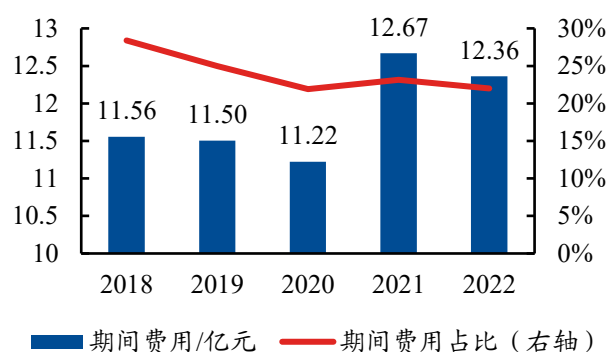
用、研发费用均减少，其中销售费用的降幅较为明显，达到了 15.26%，财务费用虽然降幅也较大，但由于其规模较小，对公司期间费用整体的影响有限。

图 5、2018-2022 年公司毛利率、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、2018-2022 年公司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

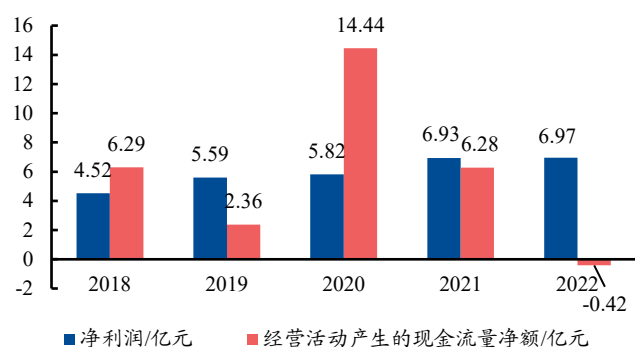
● 在手订单充沛，经营现金流有待改善

截止 2022 年末，公司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 21.04 亿元，其中，18.91 亿元预计将于 2023 年度确认收入，2.13 亿元预计将于 2024 年及以后年度确认收入。

2022 年，公司经营活动现金流量净额为-0.42 亿元，同比下降 106.65%。主要原因是受用户结算系统升级影响，公司支付款项增加以及上期回款较多。同时，公司应收项目增长较快，2022 年公司应收项目合计 39.19 亿元，同比增长 20.60%，其中应收账款 34.31 亿元，同比增长 26.68%；应收账款周转率 1.83 次，同比减少 0.25 次。

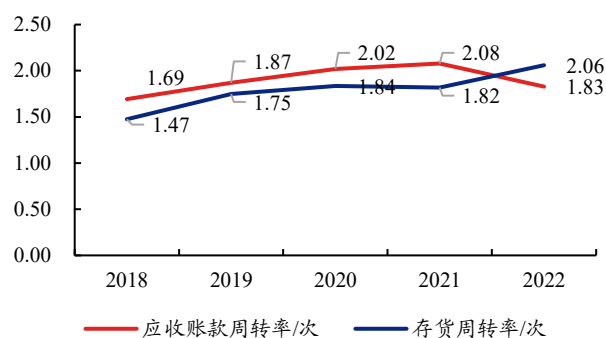
2022 年，公司投资活动现金流量净额为 2.43 亿元，同比下降 39.55%，主要原因是理财产品到期赎回规模同比减少；筹资活动现金流量净额为-1.00 亿元，较上一年度减少流出 4.01 亿元，主要原因是本期借款增加，且需要偿还债务同比减少。

图 7、2018-2022 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、2018-2022 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

● 公司率先实现“芯片、模块、天线、终端、系统、运营”全产业链布局，是“北斗+5G”应用领先者

北斗三号全球卫星导航系统正式开通，北斗卫星导航系统及卫星定位服务产业链日臻完善，“北斗+”和“+北斗”产业融合生态快速深化发展，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》明确提出要“实施北斗产业化重大工程”，国务院近日发布的《数字中国建设整体布局规划》也指出，在夯实数字中国建设基础方面要大力推进北斗规模应用。“十四五”将是北斗推广应用的关键时期，是拓展应用、培育生态、促进融合的关键阶段。

在特殊机构市场，目前正处在从北斗二号到北斗三号的换代期，北斗三号大规模换装将贯穿整个“十四五”时期，相关需求将出现一轮爆发。其中，综合终端、无人平台和各类武器平台将是最大的三个应用领域，相关市场空间都达百亿。

在民用市场，北斗系统在交通运输、公共安全、救灾减灾、农林牧渔、城市治理等行业领域，以及电力、水利、通信基础设施建设等方面，正逐步形成深度应用、规模化发展的良好局面，正在全面赋能各行各业并实现显著效益。在交通运输领域，“十四五”期间，交通运输部将持续深入推进北斗系统应用，《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》、《交通运输领域新型基础设施建设行动方案（2021—2025 年）》、《数字交通“十四五”发展规划》等文件要求，2025 年实现北斗系统对交通运输重点领域全面覆盖，并在全行业深度应用；在电力领域，北斗导航定位、授时授频、短报文通信三大功能在电力系统都已实现应用，根据《南方电网公司北斗卫星导航系统“十四五”应用规划》，“十四五”期间，南方电网公司将进一步扩展北斗系统在电力业务的应用范围；在石油石化领域，近年来不断深化北斗应用来保障国家能源安全和信息安全，加快北斗系统国产化替代和规模化应用，实现时空数据的自主可控。在国际市场，北斗相继进入民航、海事、国际搜救、移动通信、电工委员会等多个国际组织标准体系，北斗全球应用已进入持续稳定运行、规模应用发展的新阶段。随着北斗产业朝“规模化、产业化、国际化”

发展，作为国家安全的战略资源和重要保障以及经济建设不可或缺的基础性信息资源，未来北斗将全面服务国防、外交和经济社会发展重大战略，我国卫星导航与位置服务产业已经迎来了黄金发展期。

公司是国内最早从事无线电导航研发与制造的单位，始终与国家卫星导航产业同频共振，紧跟卫星导航设备及芯片研制，具备核心技术优势，拥有国内领先的高精度、高动态、抗干扰、通导一体等关键技术自主知识产权，具有北斗全产业链研发与服务能力。公司突破了北斗三号核心技术，掌握核心技术体制，构建起芯片竞争优势，是特殊机构市场北斗三号芯片型号最多、品类最齐全的单位，公司实现了北斗三号终端在特殊机构市场全方面布局；着力推进“北斗+5G”技术融合和关键成果转化，有效布局交通、电力、能源、林业、应急、渔业等行业市场，开辟北斗时空大数据在智慧城市领域的应用。

● 打造全新通用芯片公司，与原北斗芯片板块形成芯片小产业集群

2022年7月，公司全资子公司广州海格晶维信息产业有限公司（以下简称“海格晶维”）根据发展规划和业务布局，与核心骨干团队组成的广州芯盛合企业管理中心（有限合伙）共同出资2,000万元成立专业芯片公司——广州海格晶维天腾微电子有限公司（以下简称“晶维天腾”），专业从事无线通信射频收发和射频前端、高性能数模混合、通用器件等芯片的研发，通过加大投入建设更为全面的全新芯片产品线，完善公司在芯片领域的产业布局，打造成为行业内领先的芯片企业，促进公司持续快速发展。

公司是行业内无线通信、北斗导航领域的优势企业，在北斗导航领域更是率先实现了“芯片、模块、天线、终端、系统、运营”全产业链布局。公司自2008年起布局芯片领域，现已有两家企业专注于北斗射频芯片和基带芯片的研发，其技术和产品在行业内均处于领先水平，支撑公司北斗导航领域的行业领先地位，也为公司在芯片领域的发展奠定了坚实的基础。公司本次投资设立芯片公司，专业从事无线通信射频收发和射频前端、高性能数模混合、通用器件等芯片的研发，继续加大投入，扩展芯片产品线，进一步打造全新通用芯片公司，既可以与原北斗芯片板块形成芯片小产业集群，各专所长，优势互补，满足公司现有业务需要，更有利于公司在芯片研发领域长足发展，不断拓宽业务，建立市场竞争力，形成新的业务增长点。

晶维天腾实施员工持股，有利于建立与核心团队的利益共享机制，充分调动经营管理团队和核心骨干员工的积极性和创造性，实现员工与企业利益共享、风险共担、责任共当、事业共创。

● 公司拟定增不超过 20 亿元

公司发布《广州海格通信集团股份有限公司 2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，本次向特定对象发行股票募集资金总额不超过 20 亿元，扣除发行费用后，募集资金净额将用于“北斗+5G”通导融合研发产业化项目（8 亿元），无人信息产业基地项目（5 亿元），天枢研发中心建设暨卫星互联网研发项目（7 亿元）。

“北斗+5G”通导融合研发产业化项目：公司通导一体化技术水平与应用经验在业内领先，将携手交通、应急、林业、能源等行业用户，进一步抓住“北斗+5G”市场高速增长的机遇，丰富产品线，抢占日益增长的通导融合综合时空服务市场；无人信息产业基地项目：公司将以无人系统智能化、信息化以及反无人系统为业务核心，打造国内首个集“研发、智造、测试、仿真训练”为一体的覆盖陆域、空域、水域等多领域的无人信息产业基地；天枢研发中心建设暨卫星互联网研发项目：公司将在现有产业园基础上，建设现代化的研发中心，实现集中化的研发管理，购置先进的研发设施、设备，引进优秀的研发人才，并先行开展卫星互联网研发项目。

本次向特定对象发行股票的发行数量不超过发行前公司总股本的 30%，最终发行数量由公司股东大会授权董事会根据发行时的实际情况与保荐机构协商确定。公司控股股东无线电集团以现金方式认购的比例不低于本次发行数量的 16.02%，平云产投（无线电集团的全资子公司）以现金方式认购的比例不低于本次发行数量的 10%。发行后，无线电集团仍为公司控股股东，广州市人民政府仍为公司实际控制人。

● 盈利预测与投资建议

我们调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 7.83/9.35/11.50 亿元，对应 PE 为 30.0/25.2/20.5 倍（2023.03.27），维持“增持”评级。

● 风险提示

军品订单波动或毛利率下降；北斗民用市场发展不及预期；运营商网络优化市场竞争激烈。

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	1918	938	1547	1225	1906	-0.6%	5474	5616	2.6%
营业成本	1197	607	944	845	1256	4.9%	3430	3652	6.5%
毛利	721	331	603	380	650	-9.8%	2044	1964	-3.9%
销售费用	61	37	42	47	48	-21.2%	206	175	-15.3%
管理费用	104	69	73	67	92	-11.8%	304	301	-0.8%
财务费用	-14	-8	-7	-8	-5	-	-41	-28	-
研发费用	169	193	218	203	174	2.7%	798	788	-1.3%
资产减值	-62	-0	-4	0	-73	-	-67	-77	-
公允价值	1	0	0	0	0	-76.7%	1	0	-76.7%
投资收益	52	3	8	12	18	-65.8%	74	42	-43.8%
营业利润	327	57	268	100	295	-10.0%	750	720	-4.0%
利润总额	304	58	271	104	290	-4.5%	734	723	-1.6%
归母净利润	271	52	239	104	273	0.5%	654	668	2.2%
EPS	0.118	0.023	0.104	0.045	0.118	0.5%	0.284	0.290	2.2%
销售费用率	3.2%	3.9%	2.7%	3.9%	2.5%	-0.7%	3.8%	3.1%	-0.7%
管理费用率	5.4%	7.4%	4.7%	5.5%	4.8%	-0.6%	5.5%	5.4%	-0.2%
财务费用率	-0.7%	-0.8%	-0.4%	-0.6%	-0.3%	0.5%	-0.8%	-0.5%	0.3%
研发费用率	8.8%	20.5%	14.1%	16.6%	9.1%	0.3%	14.6%	14.0%	-0.6%
所得税率	3.4%	16.9%	7.3%	2.5%	-2.0%	-5.4%	5.5%	3.6%	-1.9%
毛利率	37.6%	35.3%	39.0%	31.0%	34.1%	-3.5%	37.3%	35.0%	-2.4%
净利率	14.2%	5.6%	15.5%	8.5%	14.3%	0.2%	11.9%	11.9%	0.0%

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	9414	11508	12606	13950
货币资金	2742	2706	2718	2714
交易性金融资产	332	563	486	511
应收票据及应收账款	3919	4248	5051	5991
预付款项	137	144	170	197
存货	1635	3246	3538	3873
其他	649	601	642	663
非流动资产	5794	5723	5682	5628
长期股权投资	300	283	289	287
固定资产	1423	1369	1282	1179
在建工程	114	57	29	14
无形资产	327	381	452	518
商誉	1111	1132	1125	1128
长期待摊费用	46	46	45	45
其他	2472	2455	2461	2459
资产总计	15208	17231	18288	19578
流动负债	3385	4583	4831	5047
短期借款	319	1173	1058	789
应付票据及应付账款	2235	2,444	2,852	3,322
其他	831	966	921	936
非流动负债	559	562	531	511
长期借款	130	107	84	61
其他	429	455	447	450
负债合计	3945	5145	5362	5557
股本	2304	2304	2304	2304
资本公积	3925	3925	3925	3925
未分配利润	2879	3593	4309	5247
少数股东权益	602	640	684	739
股东权益合计	11263	12085	12926	14021
负债及权益合计	15208	17231	18288	19578

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	668	783	935	1150
折旧和摊销	143	153	156	158
资产减值准备	147	149	113	133
资产处置损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动损失	-0	-1	-0	-0
财务费用	10	-45	-19	-35
投资损失	-42	-52	-49	-50
少数股东损益	28	38	44	55
营运资金的变动	-1000	-1908	-845	-993
经营活动产生现金流量	-42	-670	264	440
投资活动产生现金流量	243	-242	6	-77
融资活动产生现金流量	-100	876	-257	-367
现金净变动	104	-37	12	-4
现金的期初余额	2586	2742	2706	2718
现金的期末余额	2690	2706	2718	2714

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5616	6408	7488	8933
营业成本	3652	4063	4713	5500
税金及附加	46	49	58	69
销售费用	175	192	225	268
管理费用	301	340	397	473
研发费用	788	965	1110	1421
财务费用	-28	-45	-19	-35
其他收益	142	116	120	123
投资收益	42	52	49	50
公允价值变动收益	0	1	0	0
信用减值损失	-70	-76	-74	-75
资产减值损失	-77	-74	-75	-74
资产处置收益	1	1	1	1
营业利润	720	863	1025	1260
营业外收入	6	8	7	8
营业外支出	3	5	5	5
利润总额	723	866	1027	1263
所得税	26	44	48	59
净利润	697	822	979	1204
少数股东损益	28	38	44	55
归属母公司净利润	668	783	935	1150
EPS(元)	0.29	0.34	0.41	0.50

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	2.6%	14.1%	16.9%	19.3%
营业利润增长率	-4.0%	19.9%	18.8%	22.9%
归母净利润增长率	2.2%	17.2%	19.4%	22.9%
盈利能力				
毛利率	35.0%	36.6%	37.1%	38.4%
归母净利率	11.9%	12.2%	12.5%	12.9%
ROE	6.3%	6.8%	7.6%	8.7%
偿债能力				
资产负债率	25.9%	29.9%	29.3%	28.4%
流动比率	2.78	2.51	2.61	2.76
速动比率	2.26	1.76	1.83	1.95
营运能力				
资产周转率	37.4%	39.5%	42.2%	47.2%
应收账款周转率	161.0%	159.3%	164.1%	164.6%
存货周转率	194.1%	156.2%	130.5%	139.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.29	0.34	0.41	0.50
每股经营现金	-0.02	-0.29	0.11	0.19
每股净资产	4.63	4.97	5.31	5.76
估值比率(倍)				
PE	35.2	30.0	25.2	20.5
PB	2.2	2.1	1.9	1.8

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