

# 22Q4 短期停工影响交付，23Q1 恢复增长

## 新雷能 (300593)

|        |       |             |             |
|--------|-------|-------------|-------------|
| 评级:    | 增持    | 股票代码:       | 300593      |
| 上次评级:  | 增持    | 52周最高价/最低价: | 57.68/28.86 |
| 目标价格:  |       | 总市值(亿)      | 119.84      |
| 最新收盘价: | 28.96 | 自由流通市值(亿)   | 99.07       |
|        |       | 自由流通股数(百万)  | 342.10      |

### 事件:

公司发布 2022 年报和 2023 年一季报，2022 年实现营业收入 17.14 亿元，同比增长 15.96%；归母净利润 2.83 亿元，同比增长 3.29%；扣非归母净利润 2.65 亿元，同比下降 2.27%；基本每股收益 0.75 元；2023 年 Q1 实现营业收入 4.97 亿元，同比增长 5.59%，实现归母净利润 1.14 亿元，同比增长 31.01%。

### 1、航空、航天等特种领域业务快速发展

2022 年，航空、航天、船舶等特种应用领域实现营业收入 9.98 亿元，同比增长 13.51%。毛利率 63.89%，同比提升 2.98pct。国家在航空、航天等行业领域的投资规模加大，公司研制的电源产品进入批量交付阶段的品种和数量持续增加。近年来，自主可控政策促进国内电源类电子配套产业的高速增长，公司作为国内具备自主创新能力强的高性能电源供应商，深入研发航空、航天等特种领域对 SiP 功率微系统产品国产化需求，有望持续获益。

### 2、通信业务需求增长，提高客户满意度，服务器电源产品研发完备，具备大批量生产基础

通信及网络领域实现营业收入 6.51 亿元，同比增长 19.85%。毛利率 24.80%，同比下降 1.95pct。全资子公司深圳雷能的“5G 通信和服务器电源扩产项目”在通信及服务器电源领域率先完成产线升级，大大提高单线产能，为大批量生产打下坚实基础。2022 年底永力科技为主体的永力科技园基本完成建设，于 2023 年初投入使用，增强了永力科技生产能力和客户服务能力。

在服务器电源领域，公司重点进行直流输入、大功率产品研发，同时加大对服务器用模块电源的研发，完成了 IC 封装模块电源、大功率母线变换模块开发，为服务器电源供电提供完整解决方案。

我们认为，伴随公司在服务器电源领域产品矩阵的逐渐完善，以及自动化产线升级，公司具备大批量生产基础，有望成为公司下一个快速增长点。

2022 年公司整体毛利率 47.8%，同比增加 0.52pct，2023Q1 毛利率 49.19%，同比增加 4.16pct。

3、持续优化费用结构，连续多年加大研发投入：2022 年整体费用率 26.34%，同比增加 2.01pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.86%/5.80%/15.15%/1.53%，YoY -0.23/+0.59/+1.58/+0.07pct。

公司研发投入持续加大，研发费用率逐年上升。公司依托 SiP 微系统工程技术中心，打造服务于微电子类和微电路类产品的高端封装工艺技术平台，开展了针对提升集成电路微模组、混合集成电路模块电源及电机驱动等产品集成密度的多项 SiP 工艺技术研发工作；2022 年公司研制了包括砖型模块、英寸制模块、厚膜混合集成电路工艺模块、浪涌抑制模块在内的多个系列的模块电源、航空航天用定制电源、5G 用移动基站电源、高效率大功率电源及供配电电源系统、集成电路微模组、电机驱动模块及组件等。

4、需求增加导致原材料货款增加，2023Q1 有所改善：2022 年经营活动产生的现金流量净额为-3.03 亿元，本年较上年减少 365.93%，主要系报告期应收票据贴现 1.4 亿元计入筹资活动，导致经营现金流入减少；公司业务增长，订单需求增加导致备料储备增加，支付的原材料货款较多；人员增加导致职工薪酬费用增加。公司销售方式以赊销为主，报告期部分客户以票据结算或未到账期未回款。2023Q1 经营活动产生的现金流量净额为-1.03 亿元。

### 5、定增顺利落地扩充产能，锚定长期成长空间

根据公司 2022 年 10 月 14 日公告及募集说明书，公司本次发行股票共募集资金总额 15.81 亿元，募集资金净额 15.47 亿元。其中，募集资金投向为：(1) 特种电源扩产项目投资额为 9.49 亿元，预计建设期为 2 年，第 3 年开始生产，第 6 年达产，达产后每年预计贡献 12.5 亿元收入，2.98 亿元净利润。(2) 高可靠性 SiP 功率微系统产品产业化项目投资额为 1.67 亿元，其中建设期为 2 年，第 3 年开始生产，第 6 年达产，达产后预计每

年贡献 2.5 亿元营收，0.47 亿元利润。(3) 5G 通信及服务器电源扩产项目投资总额 1.1 亿元，建设期 1 年，第 2 年开始生产，第 4 年达产，预计达产后新增年营收 3.0 亿元；净利润 0.23 亿元。根据募集说明书，投项目落地，投资建成达产后，公司产品产能将较大幅度提高，特种电源产品、通信及网络领域产品、SiP 功率微系统产品产能分别提高 70.31%、71.75%、477.10%。随着定增落地打开产能空间，项目投向特种电源、高可靠性 SiP 功率微系统，国产替代空间广阔，公司有望持续提升市场份额，中长期业绩得到稳固支撑。

#### 6、投资建议：

2022Q4 受疫情影响，公司部分产线生产和建设停工造成交付延缓，对整体业绩发展造成短期波动。同时计提资产减值损失 0.4 亿元，其中永利计提商誉减值 0.3 亿元。我们认为，伴随募投项目平稳落地，特种电源及 SiP 功率产品产能实现逐步爬坡，服务器电源实现大批量交付基础，为公司未来 3-5 年业绩奠定坚实基础。考虑疫情对 2022 年公司产线的停工和建设延缓影响，降低盈利预测，预计 2023-2025 年营收分别由 27.76/37.14/N/A 亿元调整为 22.86/30.43/41.46 亿元，每股收益分别由 1.44/1.99/N/A 元调整为 1.02/1.39/1.93 元，对应 2023 年 4 月 23 日 28.96 元/股收盘价 PE 分别为 28.49/20.90/15.00 倍，维持“增持”评级。

#### 7、风险提示：

特种业务及通信网络需求不及预期；服务器客户拓展不及预期；募投项目建设不及预期；产能爬坡不及预期；上游原材料成本波动。

#### 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2021A  | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 1,478  | 1,714 | 2,286 | 3,043 | 4,146 |
| YoY (%)    | 75.4%  | 16.0% | 33.4% | 33.1% | 36.2% |
| 归母净利润(百万元) | 274    | 283   | 421   | 573   | 799   |
| YoY (%)    | 122.0% | 3.3%  | 48.8% | 36.3% | 39.3% |
| 毛利率 (%)    | 47.3%  | 47.8% | 46.4% | 46.7% | 47.3% |
| 每股收益 (元)   | 0.74   | 0.75  | 1.02  | 1.39  | 1.93  |
| ROE        | 24.3%  | 9.5%  | 12.4% | 14.4% | 16.7% |
| 市盈率        | 39.14  | 38.61 | 28.49 | 20.90 | 15.00 |

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话：

分析师：柳珺廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元)          |              |              |              |              | 现金流量表 (百万元)     |              |              |              |              |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                    | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |                 | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 营业总收入              | 1,714        | 2,286        | 3,043        | 4,146        | 净利润             | 291          | 448          | 604          | 841          |
| YoY (%)            | 16.0%        | 33.4%        | 33.1%        | 36.2%        | 折旧和摊销           | 68           | 38           | 41           | 42           |
| 营业成本               | 894          | 1,225        | 1,621        | 2,185        | 营运资金变动          | -745         | -101         | -945         | -731         |
| 营业税金及附加            | 11           | 18           | 23           | 31           | 经营活动现金流         | -303         | 377          | -311         | 137          |
| 销售费用               | 66           | 93           | 122          | 166          | 资本开支            | -243         | -162         | -180         | -181         |
| 管理费用               | 99           | 137          | 177          | 243          | 投资              | -726         | -11          | -11          | -11          |
| 财务费用               | 26           | 1            | 1            | 1            | 投资活动现金流         | -969         | -164         | -180         | -177         |
| 研发费用               | 260          | 347          | 472          | 647          | 股权募资            | 1,566        | 0            | 0            | 0            |
| 资产减值损失             | -40          | 0            | 0            | 0            | 债务募资            | 17           | 12           | 14           | 15           |
| 投资收益               | 8            | 8            | 11           | 15           | 筹资活动现金流         | 1,670        | 12           | 14           | 15           |
| 营业利润               | 314          | 485          | 654          | 910          | 现金净流量           | 398          | 225          | -477         | -25          |
| 营业外收支              | 0            | 0            | 0            | 0            |                 |              |              |              |              |
| 利润总额               | 315          | 485          | 654          | 910          | <b>主要财务指标</b>   | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 所得税                | 24           | 37           | 50           | 69           | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 净利润                | 291          | 448          | 604          | 841          | 营业收入增长率         | 16.0%        | 33.4%        | 33.1%        | 36.2%        |
| 归属于母公司净利润          | 283          | 421          | 573          | 799          | 净利润增长率          | 3.3%         | 48.8%        | 36.3%        | 39.3%        |
| YoY (%)            | 3.3%         | 48.8%        | 36.3%        | 39.3%        | <b>盈利能力</b>     |              |              |              |              |
| 每股收益               | 0.75         | 1.02         | 1.39         | 1.93         | 毛利率             | 47.8%        | 46.4%        | 46.7%        | 47.3%        |
|                    |              |              |              |              | 净利率             | 16.5%        | 18.4%        | 18.8%        | 19.3%        |
|                    |              |              |              |              | 总资产收益率 ROA      | 6.3%         | 8.0%         | 9.5%         | 10.9%        |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 净资产收益率 ROE      | 9.5%         | 12.4%        | 14.4%        | 16.7%        |
| 货币资金               | 633          | 858          | 381          | 356          | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
| 预付款项               | 18           | 24           | 31           | 42           | 流动比率            | 3.15         | 2.87         | 2.98         | 2.84         |
| 存货                 | 973          | 1,139        | 1,694        | 2,168        | 速动比率            | <b>2.23</b>  | <b>2.04</b>  | <b>1.87</b>  | <b>1.76</b>  |
| 其他流动资产             | 1,923        | 2,179        | 2,698        | 3,429        | 现金比率            | 0.56         | 0.59         | 0.24         | 0.17         |
| 流动资产合计             | 3,546        | 4,201        | 4,804        | 5,995        | 资产负债率           | 28.4%        | 30.6%        | 29.3%        | 30.7%        |
| 长期股权投资             | 12           | 13           | 14           | 15           | <b>经营效率</b>     |              |              |              |              |
| 固定资产               | 430          | 516          | 613          | 712          | 总资产周转率          | 0.49         | 0.47         | 0.54         | 0.62         |
| 无形资产               | 108          | 140          | 176          | 215          | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| 非流动资产合计            | 927          | 1,061        | 1,211        | 1,361        | 每股收益            | 0.75         | 1.02         | 1.39         | 1.93         |
| 资产合计               | 4,473        | 5,262        | 6,015        | 7,356        | 每股净资产           | 7.26         | 8.22         | 9.60         | 11.53        |
| 短期借款               | 426          | 438          | 452          | 467          | 每股经营现金流         | -0.74        | 0.91         | -0.75        | 0.33         |
| 应付账款及票据            | 418          | 694          | 795          | 1,223        | 每股股利            | 0.12         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他流动负债             | 280          | 332          | 367          | 423          | <b>估值分析</b>     |              |              |              |              |
| 流动负债合计             | 1,124        | 1,465        | 1,614        | 2,114        | PE              | 38.61        | 28.49        | 20.90        | 15.00        |
| 长期借款               | 77           | 77           | 77           | 77           | PB              | 5.85         | 3.52         | 3.02         | 2.51         |
| 其他长期负债             | 70           | 70           | 70           | 70           |                 |              |              |              |              |
| 非流动负债合计            | 147          | 147          | 147          | 147          |                 |              |              |              |              |
| 负债合计               | 1,271        | 1,612        | 1,761        | 2,261        |                 |              |              |              |              |
| 股本                 | 414          | 414          | 414          | 414          |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益             | 223          | 250          | 281          | 324          |                 |              |              |              |              |
| 股东权益合计             | 3,202        | 3,650        | 4,254        | 5,096        |                 |              |              |              |              |
| 负债和股东权益合计          | 4,473        | 5,262        | 6,015        | 7,356        |                 |              |              |              |              |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，5年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，3年券商研究经验，主要关注5G及云相关产业链研究。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

| 公司评级标准                         | 投资评级 | 说明                             |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%    |
|                                | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间   |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间    |
|                                | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%    |
| 行业评级标准                         |      |                                |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%  |

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。