

增持 (首次)

华秦科技 (688281)

营收业绩持续高增, 合同加持增长可期

2023年05月29日

市场数据

日期	2023-05-26
收盘价(元)	291.71
总股本(百万股)	93.33
流通股本(百万股)	22.63
净资产(百万元)	3,892.64
总资产(百万元)	4,374.99
每股净资产(元)	41.71

来源: iFinD, 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

投资要点

- 公司发布 2022 年年报: 营收 6.72 亿元, 同比增长 31.37%; 归母净利润 3.33 亿元, 同比增长 42.99%; 扣非后归母净利润 3.12 亿元, 同比增长 57.31%; 基本每股收益 3.81 元/股, 同比增长 14.41%。
- 公司发布 2023 年一季报: 营收 1.87 亿元, 同比增长 31.34%, 环比减少 22.70%; 实现归母净利润 0.88 亿元, 同比增长 49.11%, 环比减少 33.84%; 扣非后归母净利润 0.87 亿元, 同比增长 76.13%, 环比减少 33.24%; 基本每股收益 0.95 元/股, 同比增长 11.76%。
- 特种功能材料产品稳步增长, 技术服务增速显著。分产品看, 2022 年, 公司特种功能材料产品实现收入 6.15 亿元, 同比增长 24.93%, 占总营收的 91.41%, 毛利率为 59.25%, 同比增加 0.34pct。特种功能材料技术服务实现收入 5750.14 万元, 同比增长 313.44%; 占总营收的 8.55%, 毛利率为 79.97%, 同比增加 6.83pct。从材料类别看, 2022 年度, 公司隐身材料收入占比为 82.82%, 伪装材料收入占比为 12.17%, 防护材料及其他业务收入占比 5.01%。
- 盈利能力持续提升。2022 年, 公司毛利率为 61.00%, 同比增加 2.19pct; 净利率为 49.58%, 同比增加 4.03pct; 加权平均 ROE 为 11.46%, 同比减少 44.14pct。2023Q1, 公司毛利率为 59.20%, 同比增加 0.35pct, 环比减少 5.86pct; 净利率为 46.83%, 同比增加 5.13pct, 环比减少 8.48pct。
- 期间费用率显著降低。2022 年, 公司期间费用总额 9372.25 万元, 同比增长 11.03%, 期间费用占营收比重为 13.94%, 同比减少 2.55pct; 2023 年第一季度, 公司期间费用总额为 2331.89 万元, 同比增长 2.97%, 占营收比重为 12.49%, 同比减少 3.44pct。
- 经营性现金流持续增长。2022 年, 公司经营活动产生的现金流净额 1.80 亿元, 同比增长 17.72%; 2023 年第一季度, 公司经营活动产生的现金流净额 0.38 亿元, 同比增加 1.10 亿元。
- 应收账款持续快速增长, 存货合约履行成本同比大幅增长。截至 2022 年末, 公司应收账款 3.76 亿元, 同比增长 52.89%, 应收票据 2.44 亿元, 同比增长 68.82%; 公司存货 0.44 亿元, 同比增长 28.09%; 公司合同负债 379.53 万元, 较 2022 年初增长 169.24%, 较 2022 年三季度末减少 50.86%。截至 2023 年一季度末, 公司存货 0.55 亿元, 较 2022 年末增长 26.64%; 公司应收账款 5.28 亿元, 较 2022 年末增长 40.47%; 公司合同负债 638.20 万元, 较 2022 年末增长 68.15%。
- 第一大客户依赖程度降低。2018 年至 2022 年, 公司对前五大客户销售额从 0.40 亿元增长至 6.00 亿元, 复合增速为 97.24%; 占年度销售额比例从 100%减少至 89.30%。公司对第一大客户销售额从 0.39 亿元增长至 4.94 亿元, 复合增速为 88.16%; 占年度销售额比例从 99.42%减少至 73.53%。
- 持续推进募投项目建设, 参股、设立子公司进行业务布局。公司募集资金投资项目包括特种功能材料产业化项目和特种功能材料研发中心项目, 截至 2022 年末, 累计投入进度分别为 19.91% 和 11.30%。2022 年 10 月, 公司成立控股子公司华秦航发, 拟投资总额不超过 8.60 亿元建设航空零部件智能制造项目; 2023 年 1 月, 公司参股沈阳瑞特, 主营业务为航空发动机零部件表面热处理; 2022 年 12 月, 公司成立控股子公司华秦光声, 拟投资总额不超过 5000 万元建设声学超构材料生产及研发项目。
- 重大合同持续推进。公司 2022 年公告日常重大合同金额分别为 2.00 亿元、2.48 亿元和 3.97 亿元, 截至 2022 年末合计完成率为 11.74%, 待履行合同金额合计 7.45 亿元。
- 我们根据最新财报预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.50/5.92/7.37 亿元, EPS 分别为 4.83/6.34/7.89 元/股, 对应 5 月 26 日收盘价 PE 为 60.5/46.0/37.0 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示: 下游需求不及预期; 募投项目及投资项目建设及投产进度不及预期; 行业竞争加剧。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	672	887	1167	1463
同比增长	31.4%	31.9%	31.6%	25.4%
归母净利润(百万元)	333	450	592	737
同比增长	43.0%	35.1%	31.5%	24.4%
毛利率	61.0%	61.4%	61.1%	60.8%
ROE	8.8%	10.7%	12.4%	13.5%
每股收益(元)	3.57	4.83	6.34	7.89
市盈率	81.7	60.5	46.0	37.0

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: 营收 6.72 亿元, 同比增长 31.37%; 归母净利润 3.33 亿元, 同比增长 42.99%; 扣非后归母净利润 3.12 亿元, 同比增长 57.31%; 基本每股收益 3.81 元/股, 同比增长 14.41%; 加权平均净资产收益率 11.46%, 同比减少 44.14pct。
- 公司发布 2023 年一季报: 营收 1.87 亿元, 同比增长 31.34%, 环比减少 22.70%; 实现归母净利润 0.88 亿元, 同比增长 49.11%, 环比减少 33.84%; 扣非后归母净利润 0.87 亿元, 同比增长 76.13%, 环比减少 33.24%; 基本每股收益 0.95 元/股, 同比增长 11.76%, 加权平均净资产收益率 2.30%, 同比减少 8.18pct。
- 2022 年利润分配方案: 以 0.93 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 3.6 元(含税), 共计分配利润 3360.00 万元, 占公司归母净利润的 10.08%; 同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4.9 股, 完成后公司总股本将增加至 1.39 亿股。

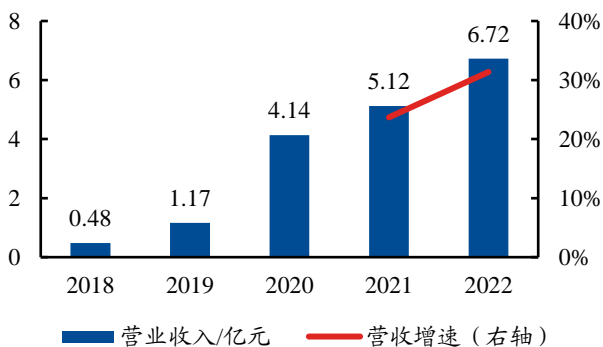
点评

● 营收、业绩持续快速增长

2022 年, 公司下游客户批产项目订单以及特种功能材料相关技术服务合同增加, 全年实现营收 6.72 亿元, 同比增长 31.37%; 归母净利润 3.33 亿元, 同比增长 42.99%; 扣非后归母净利润 3.12 亿元, 同比增长 57.31%; 基本每股收益 3.81 元/股, 同比增长 14.41%。

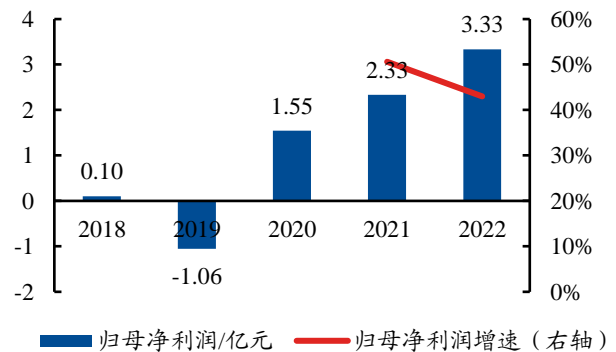
分季度看, 公司 2022 年四个季度分别实现营收 1.42 亿元(同比+203.54%, 下同)、1.28 亿元(-14.58%)、1.60 亿元(+40.99%)、2.42 亿元(+20.12%); 公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 0.59 亿元(+92.01%)、0.65 亿元(+11.66%)、0.76 亿元(+64.64%)、1.34 亿元(+35.93%)。

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	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
2021	Q1	61.99	0.47	9.15%	0.31	13.24%
	Q2	56.25	1.50	29.33%	0.58	24.86%
	Q3	58.35	1.14	22.23%	0.46	19.74%
	Q4	60.26	2.01	39.29%	0.98	42.16%
2022	Q1	58.85	1.42	21.14%	0.59	17.78%
	Q2	57.65	1.28	19.07%	0.65	19.41%
	Q3	59.46	1.60	23.86%	0.76	22.73%
	Q4	65.06	2.42	35.92%	1.34	40.08%
2023	Q1	59.20	1.87	-	0.88	-

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2022 年，公司整体毛利率为 61.00%，同比增加 2.19pct；净利率为 49.58%，同比增加 4.03pct；加权平均净资产收益率 11.46%，同比减少 44.14pct。分季度看，公司 2022 年四个季度毛利率分别为 58.85%（同比-3.14pct，环比-1.40pct，下同）、57.65%（+1.40pct，-1.21pct）、59.46%（+1.12pct，+1.81pct）、65.06%（+4.81pct，+5.60pct）；公司 2022 年四个季度净利率分别为 41.71%（同比-24.23pct，环比-7.18pct，下同）、50.47%（+11.86pct，+8.76pct）、47.22%（+6.78pct，-3.25pct）、55.31%（+6.42pct，+8.09pct）。

2023 年第一季度，公司主要产品产销量进一步提升，公司实现营收 1.87 亿元，同比增长 31.34%，环比减少 22.70%；实现归母净利润 0.88 亿元，同比增长 49.11%，环比减少 33.84%；扣非后归母净利润 0.87 亿元，同比增长 76.13%，环比减少 33.24%；基本每股收益 0.95 元/股，同比增长 11.76%。

2023 年第一季度，公司整体毛利率为 59.20%，同比增加 0.35pct，环比减少 5.86pct；净利率为 46.83%，同比增加 5.13pct，环比减少 8.48pct。

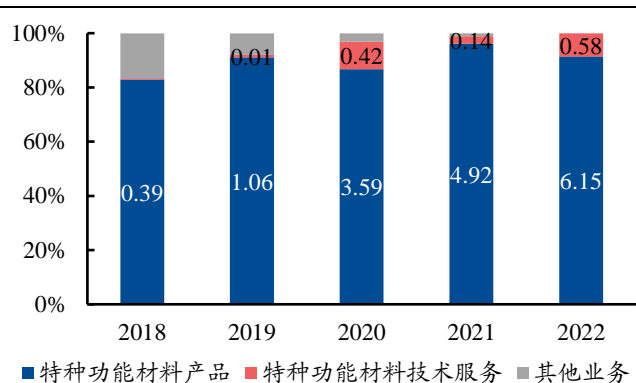
● 特种功能材料产品稳步增长，技术服务增速显著

分产品看，2022 年，公司特种功能材料产品实现销售收入 6.15 亿元，同比增长 24.93%；占总营收的 91.41%，同比减少 4.71pct；毛利率为 59.25%，同比增加 0.34pct。特种功能材料技术服务实现销售收入 5750.14 万元，同比增长 313.44%；占总营收的 8.55%，同比增加 5.83pct；毛利率为 79.97%，同比增加 6.83pct。

2022 年度，公司隐身材料收入 5.57 亿元，占比为 82.82%，伪装材料收入 0.82 亿元，占比为 12.17%，防护材料及其他业务收入 0.34 亿元，占比 5.01%。2022 年度，批产产品下游客户采购规模逐步扩大，公司批产产品市场前景良好；公司持续参与下游客户多个武器装备型号特种功能材料产品的研制工作，预研试制产品

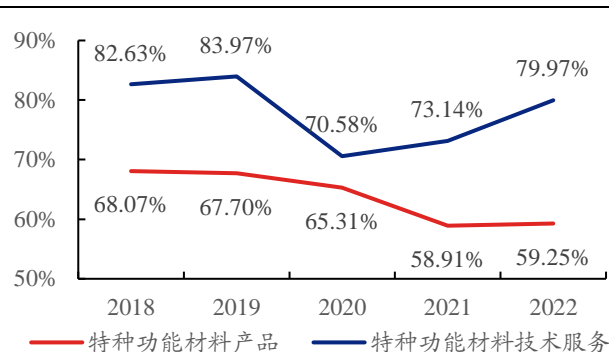
覆盖全面，储备丰富，且逐步向小批、批产转化，有效保障公司业务持续健康发展。

图 3、2018-2022 年分产品营收（亿元）



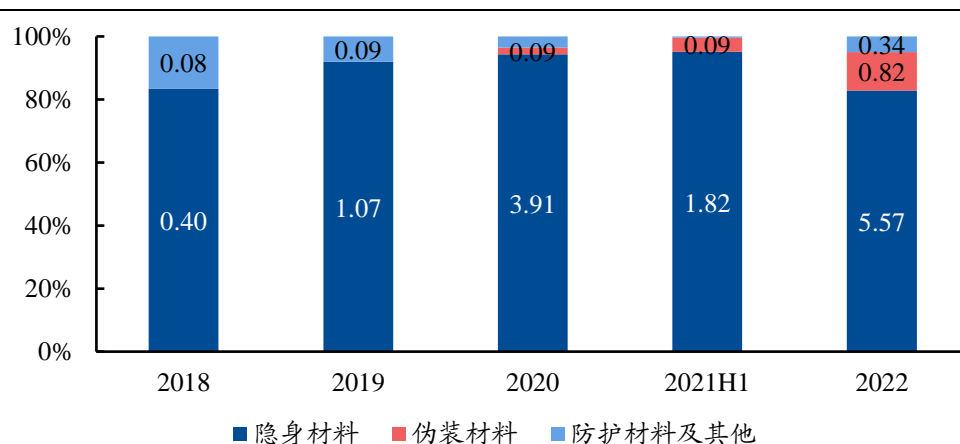
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

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

图 5、2018-2022 年分材料营收（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 期间费用率显著降低，研发费用持续增长

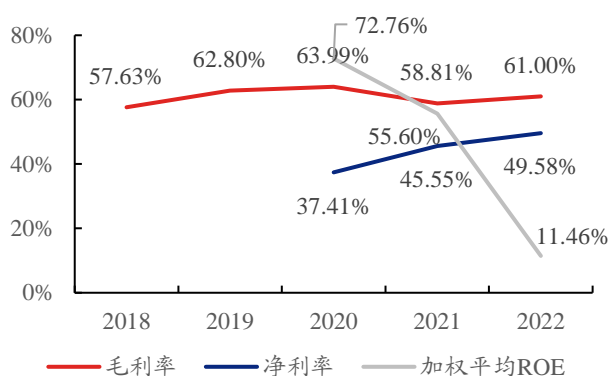
2022 年，公司期间费用总额 9372.25 元，同比增长 11.03%，期间费用占营收比重为 13.94%，同比减少 2.55pct；其中，销售费用 1161.63 万元，同比增长 19.45%，主要系公司积极开拓市场，销售人员增加，工资薪酬增加及业务拓展相关费用增加所致，占营业收入的 1.73%，同比减少 0.17pct；管理费用 2641.57 万元，同比增长 25.92%，主要系工资薪酬增加及 IPO 相关费用增加所致，占营业收入的 3.93%，同比减少 0.17pct；财务费用-626.94 万元，同比减少 498.41%，主要系报告期内货币资金利息收入增加所致；研发费用 6195.99 万元，同比增长 18.83%，主要系 2022 年研发人员增加以及研发人员薪酬增长，跟研型号数量增加致使研发物料消耗、检测费用等增加等所致，占营业收入的 9.21%，同比减少 0.97pct。

截至 2022 年末，公司研发人员 92 人，同比增加 40 人，研发人员占比为 24.65%，

同比增加 6.34pct，研发人员平均薪酬为 21.30 万元，同比增长 20.07%。公司在研领域包括全温域隐身涂层及结构材料、陶瓷基复合材料、特种陶瓷材料、伪装仿真设计与材料、高效重防腐材料、热阻材料、电磁屏蔽材料等。

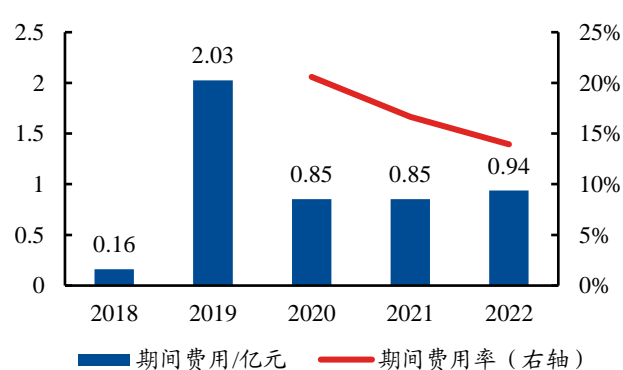
2023 年第一季度，公司期间费用总额为 2331.89 万元，同比增长 2.97%，占营收比重为 12.49%，同比减少 3.44pct；其中，销售费用 312.15 万元，同比减少 3.07%，占营业收入的 1.67%，同比减少 0.59pct；管理费用 1016.11 万元，同比增长 46.08%，主要系子公司开办费及人员费用增加所致，占营业收入的 5.44%，同比增加 0.55pct；财务费用-184.82 万元，同比减少 167.71 万元；研发费用 1188.45 万元，同比减少 5.98%，占营业收入的 6.36%，同比减少 2.53pct。

图 6、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 7、2018-2022 年期间费用及期间费用率



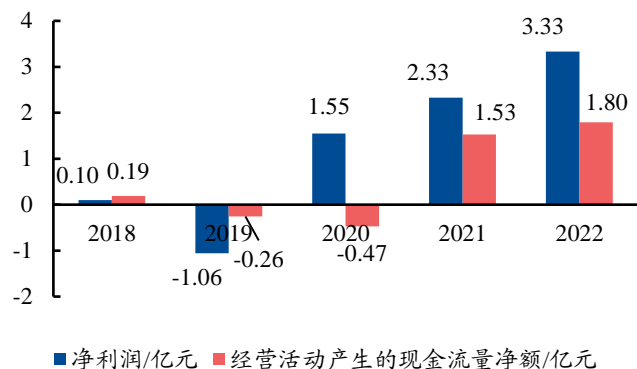
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营性现金流持续增长

2022 年，公司经营活动产生的现金流净额 1.80 亿元，同比增长 17.72%，主要系本年销售回款、持有票据到期承兑等增加所致；投资活动现金流量净额-23.56 亿元，同比减少 22.98 亿元，主要系 IPO 募集资金理财及募投项目支出所致；筹资活动现金流量净额 29.29 亿元，同比增加 29.21 亿元，主要系 IPO 募集资金及支付股利所致。

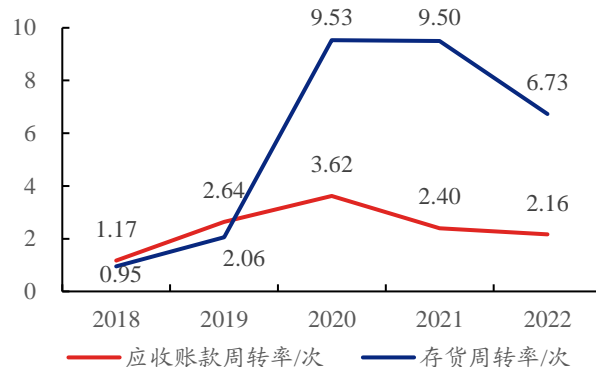
2023 年第一季度，公司经营活动产生的现金流净额 0.38 亿元，同比增加 1.10 亿元，主要系应收票据承兑到期增加所致。

图 8、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 9、2018-2022 应收账款及存货周转率



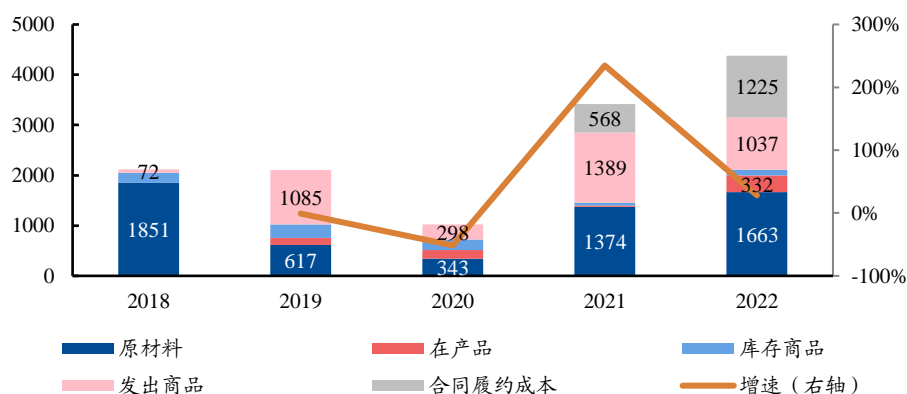
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 应收账款持续快速增长，存货合同履行成本同比大幅增长

截至 2022 年末，公司应收账款 3.76 亿元，同比增长 52.89%，主要系销售规模增加及下游客户资金结算特点所致，应收账款周转率 2.16 次，同比减少 0.24 次；应收票据 2.44 亿元，同比增长 68.82%，主要系销售规模增加及票据结算量增大所致。

截至 2022 年末，公司存货 0.44 亿元，同比增长 28.09%，其中原材料 1663.05 万元，同比增长 21.06%，合同履行成本 1224.82 万元，同比增长 115.45%，存货周转率 6.73 次，同比减少 2.77 次。

图 10、2018-2022 年公司存货（万元）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

截至 2022 年末，公司合同负债 379.53 万元，较 2022 年初增长 169.24%，较 2022 年三季度末减少 50.86%。

截至 2023 年一季度末，公司存货 0.55 亿元，较 2022 年末增长 26.64%；公司应收账款 5.28 亿元，较 2022 年末增长 40.47%，主要系销售规模增加及下游客户资金结算特点所致，应收票据 1.52 亿元，较 2022 年末减少 37.95%；公司合同负债 638.20 万元，较 2022 年末增长 68.15%，主要系销售预收账款增加所致。

● 持续推进募投项目建设，参股、设立子公司进行业务布局

公司募集资金投资项目包括“特种功能材料产业化项目”和“特种功能材料研发中心项目”，2022 年公司持续推进募投项目建设，募投建设项目进展顺利，截至 2022 年末，累计投入进度分别为 19.91%和 11.30%。

表 2、公司重要在建工程

项目名称	募集资金来源	项目募集资金承诺 投资总额/亿元	截至报告期末累计 投入进度 (%)	项目达到预定可使 用状态日期
特种功能材料产业化项目	IPO	6.81	19.91	2024 年 3 月
特种功能材料研发中心项目	IPO	3.19	11.30	2024 年 3 月
补充流动资金	IPO	2.80	87.79	不适用
华秦科技新材料园（二期）项目	IPO	6.00	-	不适用
沈阳华秦航空零部件智能制造项目	自有资金及银行贷款	18.60	0.79	-

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

在军工领域，公司以隐身材料为基础，不断在航空航天领域特别是航空发动机领域布局延伸。以工程伪装为基础，不断在各兵种进行伪装业务拓展。2022 年 10 月，公司成立控股子公司华秦航发，主营业务为航空发动机零部件加工、制造、维修、特种工艺处理及相关服务，拟投资总额不超过 8.60 亿元建设航空零部件智能制造项目；2023 年 1 月，公司参股沈阳瑞特，主营业务为航空发动机零部件表面热处理，积极融入国内航空发动机集团“小核心、大协作、专业化、开放型”的科研生产体系。

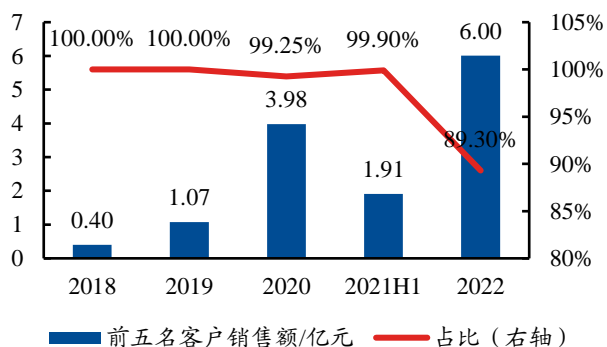
在民用领域，公司除进一步开拓热阻材料、高效重防腐材料、电磁屏蔽材料等军工技术向民用转化外，积极布局民用高端新材料。2022 年 12 月，公司成立控股子公司华秦光声，华秦光声以声学、振动及其检测领域相关的全链条解决方案为核心，主要产品包括声学超构材料及降噪设备、光声检测仪器与智能诊断系统，重点面向轨道交通、电力能源、集成电路、智能制造和环境治理等领域，提供行业领先、自主可控的声学超构材料、高端装备、集成系统与重大工程应用整体解决方案，拟投资总额不超过 5000 万元建设声学超构材料生产及研发项目。

● 第一大客户依赖程度降低

2018 年至 2022 年，公司对前五大客户销售额从 0.40 亿元增长至 6.00 亿元，年均复合增速为 97.24%；占年度销售额比例从 100%减少至 89.30%。公司对第一大客

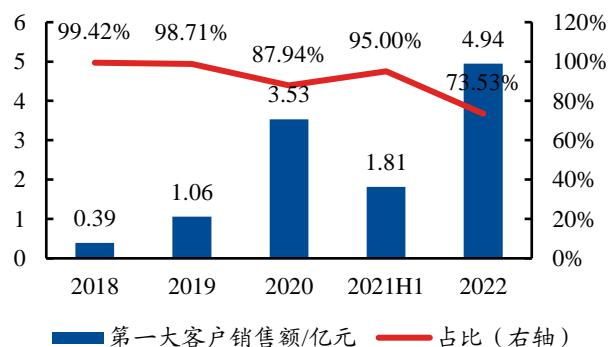
户销售额从 0.39 亿元增长至 4.94 亿元，年均复合增速为 88.16%；占年度销售额比例从 99.42%减少至 73.53%。

图 11、2018-2022 年公司前五大客户销售情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2018-2022 年公司第一大客户销售情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、2019-2022 年公司前五名客户销售额（亿元）及全年销售占比

客户	2019		2020		2021		2022	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
客户一	1.06	98.71%	3.53	87.94%	1.81	95.00%	4.94	73.53%
客户二	0.01	0.81%	0.40	9.89%	0.06	2.94%	0.35	5.17%
客户三	0.0035	0.33%	0.03	0.66%	0.03	1.60%	0.28	4.21%
客户四	0.0008	0.07%	0.02	0.40%	0.005	0.24%	0.27	4.02%
客户五	0.0004	0.04%	0.01	0.36%	0.002	0.12%	0.16	2.37%
合计	1.07	99.96%	3.98	99.25%	1.91	99.90%	6.00	89.30%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 重大合同持续推进

2022 年 3 月 22 日、2022 年 9 月 27 日、2022 年 10 月 28 日，公司分别公告签订日常重大合同，合同标的均为批产隐身材料，合同金额分别为 2.00 亿元、2.48 亿元和 3.97 亿元，截至 2022 年末完成率分别为 39.51%、3.82%和 2.68%，合计完成率为 11.74%，待履行合同金额合计 7.45 亿元。

表 4、日常重大合同完成情况

合同标的	合同总金额/亿元	合计已履行金额/亿元	待履行金额/亿元	完成比例
批产隐身材料	2.00	0.79	1.21	39.51%
批产隐身材料	2.48	0.09	2.38	3.82%
批产隐身材料	3.97	0.11	3.86	2.68%
合计	8.44	0.99	7.45	11.74%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利预测与投资建议

我们根据最新财报预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.50/5.92/7.37 亿元，EPS 分别为 4.83/6.34/7.89 元/股，对应 5 月 26 日收盘价 PE 为 60.5/46.0/37.0 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

下游需求不及预期；募投项目及投资项目建设及投产进度不及预期；行业竞争加剧。

表 5、华秦科技分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

报告期	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	142	128	160	242	187	31.3%	512	672	31.4%
营业成本	58	54	65	84	76	30.2%	212	262	24.0%
毛利	84	74	95	157	111	32.1%	300	410	36.6%
销售费用	3	3	3	3	3	-3.1%	10	12	19.5%
管理费用	7	5	6	8	10	46.1%	21	26	25.9%
财务费用	0	-2	-2	-2	-2	-	2	-6	-498.4%
研发费用	13	17	17	15	12	-6.0%	52	62	18.8%
资产减值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
公允价值	0	0	0	4	1	-	0	4	-
投资收益	3	18	19	14	17	439.2%	0	55	-
营业利润	69	74	87	144	101	46.4%	268	374	39.7%
利润总额	68	73	86	151	101	49.3%	266	378	42.0%
归母净利润	59	65	76	134	88	49.1%	233	333	43.0%
EPS	0.64	0.69	0.81	1.43	0.95	49.1%	2.50	3.57	43.0%
销售费用率	2.3%	2.3%	1.6%	1.2%	1.7%	-0.6pcts	1.9%	1.7%	-0.2pcts
管理费用率	4.9%	4.2%	3.9%	3.3%	5.4%	0.5pcts	4.1%	3.9%	-0.2pcts
财务费用率	-0.1%	-1.3%	-1.3%	-1.0%	-1.0%	-0.9pcts	0.3%	-0.9%	-1.2pcts
研发费用率	8.9%	13.5%	10.6%	6.2%	6.4%	-2.5pcts	10.2%	9.2%	-1.0pcts
所得税率	12.5%	11.7%	12.2%	11.2%	13.6%	1.1pcts	12.4%	11.8%	-0.6pcts
毛利率	58.9%	57.6%	59.5%	65.1%	59.2%	0.3pcts	58.7%	61.0%	2.3pcts
净利率	41.7%	50.5%	47.2%	55.3%	47.3%	5.6pcts	45.6%	49.6%	4.0pcts

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	3646	4084	4679	5404	
货币资金	880	1832	1914	2437	
交易性金融资产	2070	1380	1610	1534	
应收票据及应收账款	620	772	1037	1291	
预付款项	2	10	11	15	
存货	44	57	75	95	
其他	30	32	32	33	
非流动资产	573	516	541	539	
长期股权投资	0	0	0	0	
固定资产	130	127	123	120	
在建工程	196	196	196	196	
无形资产	46	57	64	73	
商誉	0	0	0	0	
长期待摊费用	0	0	0	0	
其他	201	136	158	151	
资产总计	4219	4600	5220	5943	
流动负债	308	314	431	519	
短期借款	0	0	0	0	
应付票据及应付账款	256	264	380	468	
其他	52	51	51	51	
非流动负债	49	11	-36	-79	
长期借款	0	-38	-84	-128	
其他	49	48	49	48	
负债合计	358	325	396	440	
股本	93	93	93	93	
资本公积	3062	3062	3062	3062	
未分配利润	602	992	1512	2152	
少数股东权益	58	54	53	52	
股东权益合计	3862	4275	4824	5503	
负债及权益合计	4219	4600	5220	5943	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
归母净利润	333	450	592	737	
折旧和摊销	10	5	5	5	
资产减值准备	0	-5	13	6	
资产处置损失	0	0	0	0	
公允价值变动损失	-4	-3	-3	-3	
财务费用	1	-7	-9	-10	
投资损失	-55	-47	-51	-58	
少数股东损益	0	-3	-2	-1	
营运资金的变动	-124	-165	-178	-198	
经营活动产生现金流量	180	283	348	484	
投资活动产生现金流量	-2356	731	-186	129	
融资活动产生现金流量	2929	-62	-80	-90	
现金净变动	752	953	82	523	
现金的期初余额	127	880	1832	1914	
现金的期末余额	880	1832	1914	2437	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	672	887	1167	1463	
营业成本	262	343	453	574	
税金及附加	6	9	12	15	
销售费用	12	13	15	16	
管理费用	26	30	33	37	
研发费用	62	68	75	82	
财务费用	-6	-7	-9	-10	
其他收益	22	34	35	32	
投资收益	55	47	51	58	
公允价值变动收益	4	3	3	3	
信用减值损失	-17	-12	-12	-13	
资产减值损失	0	0	0	0	
资产处置收益	0	0	0	0	
营业利润	374	503	664	829	
营业外收入	10	6	7	7	
营业外支出	5	4	5	4	
利润总额	378	505	667	831	
所得税	45	58	77	96	
净利润	333	447	590	736	
少数股东损益	0	-3	-2	-1	
归属母公司净利润	333	450	592	737	
EPS(元)	3.57	4.83	6.34	7.89	

主要财务比率					
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
成长性					
营业收入增长率	31.4%	31.9%	31.6%	25.4%	
营业利润增长率	39.7%	34.6%	32.0%	24.8%	
归母净利润增长率	43.0%	35.1%	31.5%	24.4%	
盈利能力					
毛利率	61.0%	61.4%	61.1%	60.8%	
归母净利率	49.6%	50.8%	50.7%	50.4%	
ROE	8.8%	10.7%	12.4%	13.5%	
偿债能力					
资产负债率	8.5%	7.1%	7.6%	7.4%	
流动比率	11.83	13.00	10.85	10.41	
速动比率	11.69	12.82	10.68	10.23	
营运能力					
资产周转率	27.0%	20.1%	23.8%	26.2%	
应收账款周转率	207.3%	197.3%	200.4%	195.1%	
存货周转率	673.1%	683.0%	688.8%	674.9%	
每股资料(元)					
每股收益	3.57	4.83	6.34	7.89	
每股经营现金	1.92	3.04	3.72	5.19	
每股净资产	40.76	45.22	51.12	58.41	
估值比率(倍)					
PE	81.7	60.5	46.0	37.0	
PB	7.2	6.5	5.7	5.0	

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.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