

天瑞仪器(300165)

机械设备

发布时间：2023-06-05

证券研究报告 / 公司动态报告

## 深耕分析仪器主业，实控人或将变更期待公司新发展

增持

首次覆盖

### 报告摘要：

深耕分析仪器核心主业，并购拓展业务布局。公司成立于2006年，自成立以来便从事X射线荧光光谱仪等分析仪器的研发、生产与销售。公司拥有齐全的实验分析仪器产品线，产品包括光谱仪、质谱仪为主的高端实验分析仪器，公司生产的XRF在光谱分析仪器领域具备较高的行业地位。此外，公司2015年收购天瑞环境，2016年收购贝西生物和国测检测公司，将业务拓展至环境治理、体外诊断、第三方检测服务板块。

科学仪器是科学研究和技术发展的基石，政策支持国产替代叠加下游需求扩张驱动行业规模快速增长。科学仪器是科技自立自强的基石，当前我国科学仪器较为依赖进口，2016-2019年我国大型科研仪器整体进口率70.6%，替代空间广阔。国家政策从研究帮扶、采购倾斜、贴息退税优惠等方面大力支持科研仪器国产化，国产化进程可期。同时，下游集成电路及电子制造、新能源电池等产业需求扩张驱动分析仪器市场增长。我国X射线检测设备行业（除医疗健康领域）市场规模2026年预计达到241.4亿元，2021-2026年CAGR达15.20%。2023年5月16日，公司发布定增预案拟募资不超过6.24亿元。其中2.47亿元用于大功率波长色散X射线晶圆分析仪研发及产业化项目。

若股权转让+定增顺利完成，公司实控人将由刘召贵变更为李刚，期待公司新发展。2023年5月12日，公司实控人刘召贵与立多虚拟签订《股份转让协议》，拟转让2482.5万股。2023年5月16日，公司发布定增预案，拟向立多科技发行不超过14865万股。立多虚拟与立多科技背后的实控人均均为李刚。股份转让和定增顺利完成后，李刚通过持股主体控制天瑞仪器股权比例为26.93%，天瑞仪器实控人由刘召贵变更为李刚。李刚旗下多啉和纳立多均从事VR产业，其中纳立多第二大股东为广州立景，其股东立景创新是立讯精密重要策略联盟伙伴，实控人为王来喜家族。纳立多具有pancake光学镜头瘦身技术，拥有授权专利210件，构筑起轻薄VR专利壁垒。

投资建议：预计公司2023-2025年营收分别为12.96/13.62/14.68亿元，归母净利润分别为0.12/0.56/1.21亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。

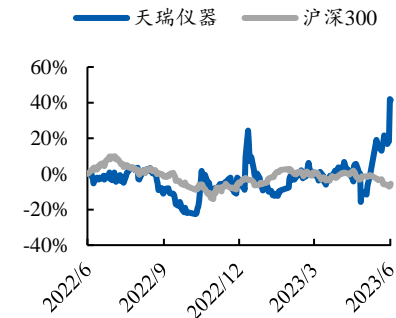
风险提示：定增不及预期，需求下滑，估值与业绩判断不达预期。

财务摘要 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,542	1,290	1,296	1,362	1,468
(+/-)%	64.84%	-16.39%	0.48%	5.12%	7.77%
归属母公司净利润	-54	-104	12	56	121
(+/-)%	-357.27%	-90.94%	—	379.44%	115.16%
每股收益(元)	-0.11	-0.21	0.02	0.11	0.24
市盈率	(72.36)	(22.95)	318.08	66.34	30.83
市净率	2.42	1.58	2.43	2.33	2.15
净资产收益率(%)	-3.26%	-6.55%	0.76%	3.51%	6.98%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	497	496	496	496	496

### 股票数据 2023/06/02

6个月目标价(元)	---
收盘价(元)	7.51
12个月股价区间(元)	4.11~7.54
总市值(百万元)	3,721.29
总股本(百万股)	496
A股(百万股)	496
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	111

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	57%	43%	41%
相对收益	61%	49%	47%

### 相关报告

《紫天科技(300280)：互联网广告业务快速发展，深耕技术赋能》

--20230519

### 证券分析师：王凤华

执业证书编号：S0550520020001

010-63210682 wangfh@nesc.cn

## 目 录

1.	布局分析仪器、体外诊断等多领域业务，募资助力增长.....	3
1.1.	深耕分析仪器核心主业，多次并购拓展业务布局 .....	3
1.2.	政策端支持+下游需求扩张，分析仪器行业保持快速增长 .....	4
1.3.	定增募资 6.24 亿元，助力业务增长 .....	6
2.	实控人拟变更，期待公司业务新发展 .....	7
3.	财务分析 .....	9
4.	投资建议 .....	10
5.	风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1:	公司各业务板块产品及服务示意图 .....	4
图 2:	公司各板块业务营收（单位：万元） .....	4
图 3:	公司各板块营收占比情况 .....	4
图 4:	我国科研仪器进口依赖度高 .....	5
图 5:	X 射线分析仪市场规模呈快速增长态势 .....	6
图 6:	股权转让+定增顺利完成后，天瑞仪器实控人将变更为李刚 .....	7
图 7:	多喙、纳立多公司主要从事 VR 产业.....	8
图 8:	广州纳立多科技有限公司股权结构图 .....	8
图 9:	纳立多具备多项核心能力 .....	9
图 10:	2018 年-2023Q1 公司营收情况 .....	9
图 11:	2018 年-2023Q1 公司归母净利润情况 .....	9
图 12:	公司综合及各板块业务毛利率情况 .....	10
图 13:	2018 年-2023Q1 公司期间费用率情况 .....	10
表 1:	深耕分析仪器主业，并购拓展业务布局 .....	3
表 2:	政策端大力度支持科研仪器国产化替代 .....	5
表 3:	定增募资用于分析仪器项目和体外诊断项目（单位：万元） .....	6

## 1. 布局分析仪器、体外诊断等多领域业务，募资助力增长

### 1.1. 深耕分析仪器核心主业，多次并购拓展业务布局

**深耕分析仪器核心主业，多次并购拓展业务布局。**公司成立于2006年，自成立后便从事X射线荧光光谱仪等分析仪器的研发、生产与销售，2011年1月在深圳创业板上市，深耕多年成长为国内领先的仪器仪表制造企业。在专注分析仪器主业之外，公司还通过外延并购加快在环保、医疗健康等领域的产业布局，2015-2016年间收购天瑞环境、贝西生物、国测检测等公司，将业务拓展至环境治理、体外诊断、第三方检测服务板块。

**表 1：深耕分析仪器主业，并购拓展业务布局**

业务板块	业务布局情况
仪器仪表制造	<ul style="list-style-type: none"> <li>2006年公司成立以来便从事X射线荧光光谱仪等分析仪器的研发、生产与销售。</li> <li>2017年3月7日公司发布公告，拟以1.69亿元收购上海磐合科学仪器股份有限公司55.42%的股份；2018年5月16日公司发布公告，拟以0.24亿元收购磐合科仪6%的股份；2019年6月28日公司发布公告，拟收购磐合科仪剩下股份。磐合科仪业务主要为样品检测前处理、在线VOCs（挥发性有机物）监测、气相色谱及检测服务，产品应用于环保、食品安全等领域。</li> </ul>
环境治理	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015年4月10日公司发布公告，拟以1.35亿元收购张永先生和姜蓉女士所持有的苏州问鼎环保科技有限公司100%的股权，问鼎环保被收购后更名为苏州天瑞环境科技有限公司。</li> </ul>
体外诊断	<ul style="list-style-type: none"> <li>2016年11月21日公司发布公告，拟以3.6亿元收购樟树市诺尔投资管理中心（有限合伙）、黄桂民、周季余和黄波所持有的上海贝西生物科技有限公司100%的股权。</li> </ul>
第三方检测服务	<ul style="list-style-type: none"> <li>2016年11月21日公司发布公告，拟以2,800万元收购江苏国测检测技术有限公司，并对国测检测增资1,571.43万元。股权收购及增资完成后，公司合计持有国测检测51%股权。</li> </ul>

数据来源：公司招股说明书，公司公告，东北证券

公司各板块业务具体情况如下：

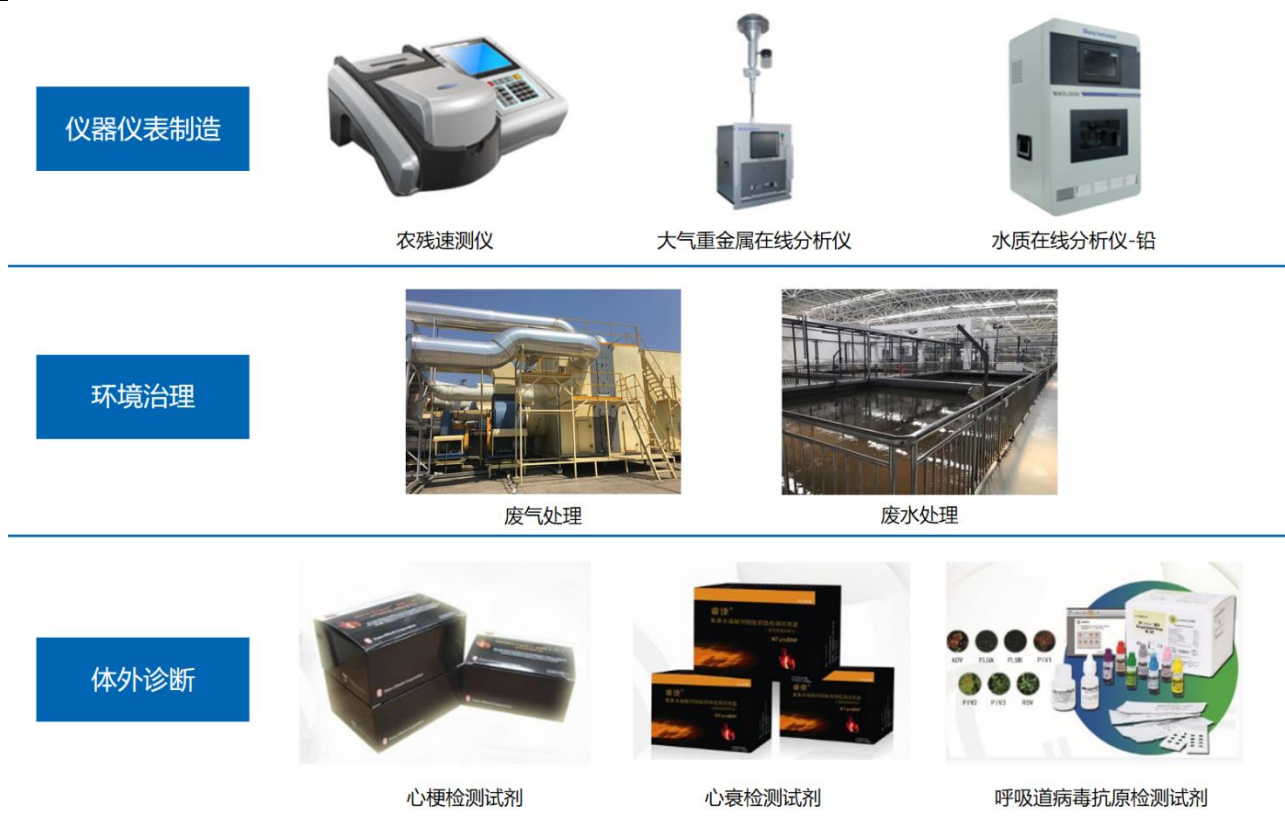
**1) 仪器仪表业务：**公司拥有齐全的实验分析仪器产品线，产品包括光谱仪、质谱仪为主的高端实验分析仪器。下游应用覆盖环境保护、消费品安全、工业测试与分析、政府监管、科学研究等众多领域。目前，公司生产的XRF（能量色散X射线荧光光谱仪）在光谱分析仪器领域具备较高的行业地位。客户覆盖中建生态环境集团有限公司、东方科学仪器上海进出口有限公司、ASHLYN CHEMUNNOOR INSTRUMENTS PVT.LTD、华丰电子科技（芜湖）有限公司等众多知名企业。

**2) 环境治理业务：**由全资子公司天瑞环境负责，主要为企业提供工业废水与废气处理工程的技术咨询、工艺研究、工程设计、工程施工、设备调试和日常管理等服务。业务涉及环境/污染源在线监测、生活污水处理（城镇/农村）、工业废水治理、固废资源化处置、生态环境修复等。

**3) 体外诊断业务：**由全资子公司贝西生物负责，西贝生物产品主要为POCT心血管类检测试剂及产品。POCT试剂是指无需实验室复杂处理工艺，可以实施临床即时检测的诊断产品，POCT是体外诊断行业增长最快的子行业。

**4) 第三方检测服务业务：**由控股子公司国测检测负责，主要业务为受政府、生产商或产品用户委托，使用专业仪器设备提供检测服务并出具检测报告，检测业务覆盖环境、食品、农产品、电子电器、职业卫生、生活饮用水、城市污水和污泥、农林业土壤、海水等领域。

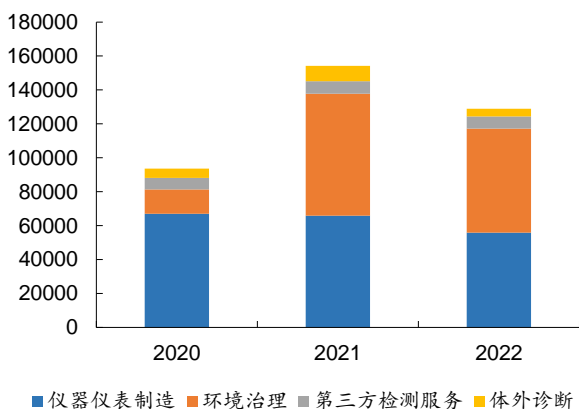
图 1：公司各业务板块产品及服务示意图



数据来源：公司官网，公司公告，东北证券

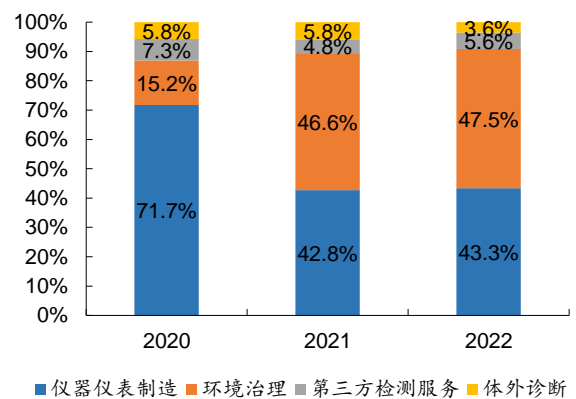
仪器仪表制造和环境治理板块营收占比较高。2022 年，公司仪器仪表制造/环境治理/体外诊断/第三方检测服务业务营收分别为 5.59/6.12/0.47/0.72 亿元，营收占比分别为 43.3%/47.5%/3.6%/5.6%。

图 2：公司各板块业务营收（单位：万元）



数据来源：公司公告，东北证券

图 3：公司各板块营收占比情况

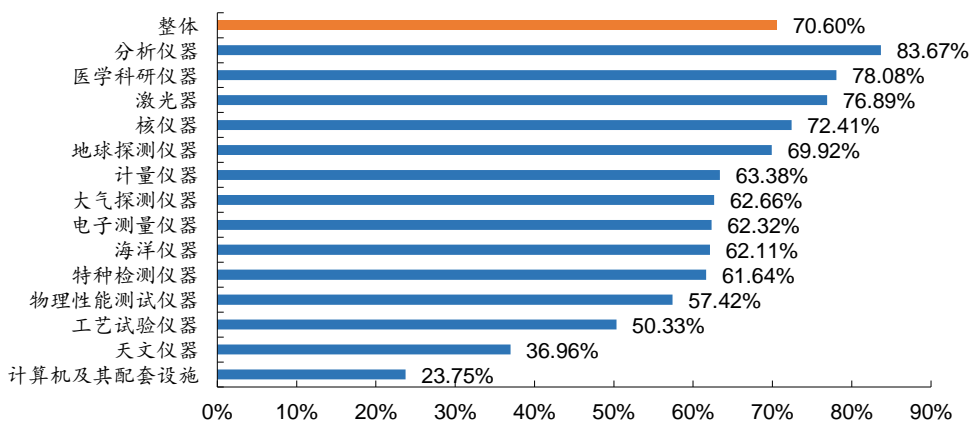


数据来源：公司公告，东北证券

## 1.2. 政策端支持+下游需求扩张，分析仪器行业保持快速增长

我国目前科研仪器进口依赖度高，存在较大国产替代空间。根据重大科研基础设施和大型科研仪器国家网络管理平台的数据，2016-2019 年我国大型科研仪器整体进口率为 70.6%，分析仪器、医学科研仪器、激光器、核仪器进口率均在 70%以上，其中分析仪器的进口率最高，达到 83.67%。

图 4：我国科研仪器进口依赖度高



数据来源：重大科研基础设施和大型科研仪器国家网络管理平台，东北证券

**政策端大力度支持科研仪器国产化替代。**科研仪器是推动科技创新的重要支撑，国家层面十分重视国产科研仪器的发展。在多项政策扶持下，我国科研仪器国产化进程可期。国家政策对国产科研仪器的支持主要在以下三个方面：

**1) 技术研究工作上的支持与规划。**2021年12月出台的《计量发展规划》提出“加强高端仪器设备核心器件、核心算法和核心溯源技术研究”，为我国色谱仪、质谱仪等高端通用仪器的发展指明了方向。

**2) 优先采购国产仪器。**2021年12月修订通过的《中华人民共和国科学技术进步法》指出“境内自然人、法人和非法人组织的科技创新产品、服务，在功能、质量等指标能够满足政府采购需求的条件下，政府采购应当购买；首次投放市场的，政府采购应当率先购买，不得以商业业绩为由予以限制。”

**3) 贴息退税等优惠政策。**2022年9月国务院常务会议提出对高校、职业院校、实训基地等九大领域设备购置与更新改造新增贷款，中央财政贴息2.5个百分点。2022年9月中国人民银行宣布设立设备更新改造专项再贷款，支持金融机构以不高于3.2%的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。设备更新改造专项再贷款额度为2000亿元以上，利率1.75%，期限1年，可展期2次，每次展期期限1年。

表 2：政策端大力度支持科研仪器国产化替代

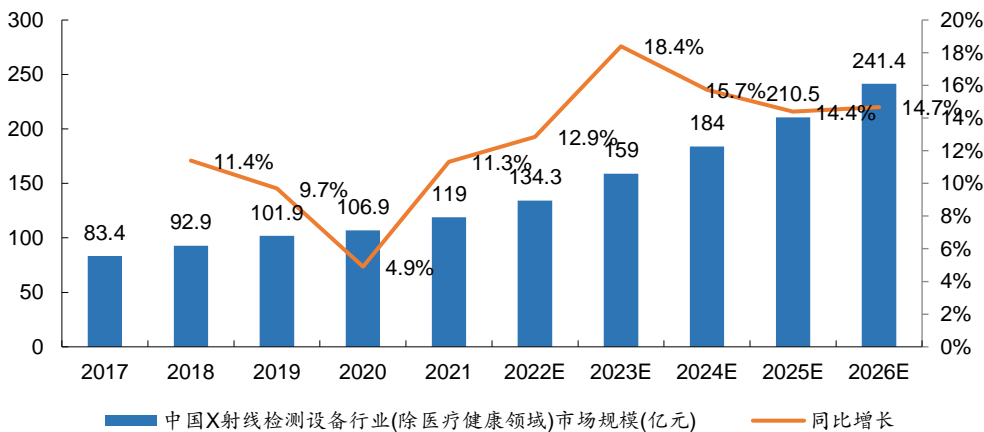
时间	政策	相关内容
2016.7	“十三五”国家科技创新规划	加强大型科学仪器设备研究开发的科研条件建设，强化重大科学仪器设备、核心技术和关键部件研制与开发，推动科学仪器设备工程化和产业化技术研究。
2018.4	关于促进首台（套）重大技术装备示范应用的意见	项目单位在招标采购同类型产品时，原则上采用综合评估法进行评标。在首台套产品投标时，招标单位不得提出市场占有率、使用业绩等要求，不得超出招标项目实际需要或套用特定产品设置评价标准、技术参数等。
2020.3	加强“从0到1”基础研究工作方案	从优化原始创新环境、强化国家科技计划原创导向、加强基础研究人才培养、创新科学研究方法手段、强化国家重点实验室原始创新、提升企业自主创新能力、加强管理服务等7个方面提出多项具体措施。
2021.6	修订发布研发机构采购国产设备增值税退税管理办法	符合条件的研发机构采购国产设备，按照本办法全额退还增值税。施行期限为2021年1月1日至2023年12月31日。
2021.12	中华人民共和国科学技术进步法	境内自然人、法人和非法人组织的科技创新产品、服务，在功能、质量等指标能够满足政府采购需求的条件下，政府采购应当购买；首次投放市场的，政府采购应当率先购买，不得以商业业绩为由予以限制。
2021.12	计量发展规划	加强高端仪器设备核心器件、核心算法和核心溯源技术研究，推动关键

(2021-2035 年)		计量测试设备国产化。加强色谱仪、质谱仪等高端通用仪器设备研制，加快面向智能制造、环境监测、国防等领域专用计量仪器仪表的研制和推广使用。培育具有核心技术和核心竞争力的国产仪器仪表品牌。
2022.9	国务院常务会议提出的阶段性政策	对高校、职业院校和实训基地、医院、地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型和中小微企业、个体工商户等设备购置和更新改造新增贷款，实施阶段性鼓励政策，中央财政贴息 2.5 个百分点，期限 2 年。申请贴息截至今年 12 月 31 日。
2022.9	设立设备更新改造专项再贷款支持制造业等领域设备更新改造	设立设备更新改造专项再贷款，专项支持金融机构以不高于 3.2% 的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。设备更新改造专项再贷款额度为 2000 亿元以上，利率 1.75%，期限 1 年，可展期 2 次，每次展期期限 1 年。

数据来源：中国政府网，公司公告，东北证券

下游应用领域市场需求增加，X 射线分析仪市场规模呈快速增长态势。X 射线检测设备下游主要应用于集成电路及电子制造检测、新能源电池检测、工业铸件、焊件及压力容器检测、异物检测和公共安全检测等领域。近年来，受下游集成电路及电子制造、新能源电池等产业需求快速增长影响，我国 X 射线检测设备行业市场规模维持高速增长趋势。2021 年我国 X 射线检测设备行业（除医疗健康领域外）市场规模达 119.0 亿元，预计 2026 年市场规模将达 241.4 亿元，CAGR 达 15.20%。

图 5：X 射线分析仪市场规模呈快速增长态势



数据来源：观研天下，公司公告，东北证券

### 1.3. 定增募资 6.24 亿元，助力业务增长

定增募资用于分析仪器项目和体外诊断项目，助力业务增长。2023 年 5 月 16 日，公司发布 2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案，发行对象为广州立多科技合伙企业（有限合伙），拟发行股票不超过 14865 万股，拟募资不超过 62433 万元。募集资金用途如下：1) 2.47 亿元用于大功率波长色散 X 射线晶圆分析仪研发及产业化项目，公司计划通过该项目进军集成电路及电子制造检测、新能源电池检测等下游行业。2) 2.87 亿元用于家庭用病原体感染快速测研发及产业化项目，对 POCT 技术进一步开发升级，优化产线与产品结构，丰富产品种类。3) 0.90 亿元用于补充流动资金。若募投项目顺利落地，有助于公司增强主业，提升公司核心竞争能力。

表 3：定增募资用于分析仪器项目和体外诊断项目（单位：万元）

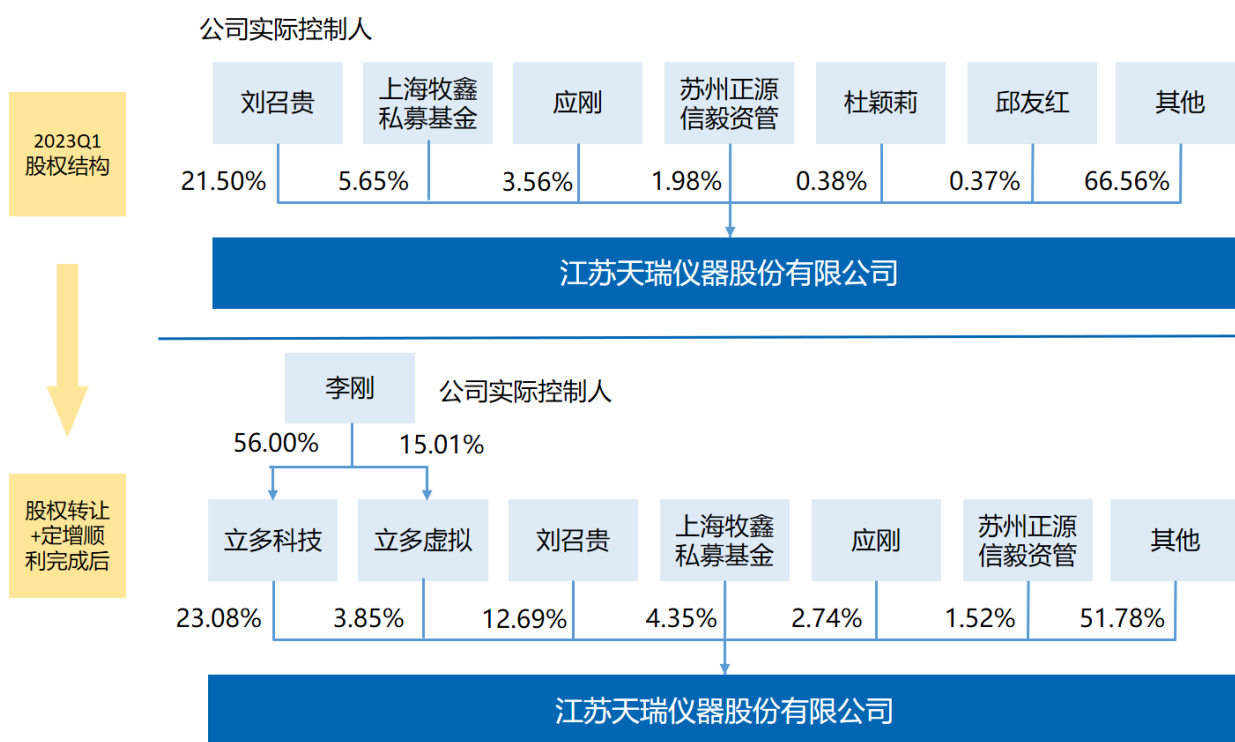
序号	项目名称	项目总投资	拟使用募资
1	大功率波长色散 X 射线晶圆分析仪研发及产业化项目	24700	24700
2	家庭用病原体感染快速测研发及产业化项目	28700	28700
3	补充流动资金	9033	9033
	合计	62433	62433

数据来源：公司公告，东北证券

## 2. 实控人拟变更，期待公司业务新发展

若股权转让及定增事宜顺利，公司实控人将由刘召贵变更为李刚。2023年5月12日，公司实控人刘召贵与广州立多虚拟现实科技合伙企业（有限合伙）签订《股份转让协议》，拟转让2482.5万股无限售条件的流通股股份，占当前公司总股本5.01%。2023年5月16日，公司发布定增预案，拟向广州立多科技合伙企业（有限合伙）发行不超过14865万股。立多虚拟与立多科技背后的实控人均均为李刚。股份转让和定增顺利完成后，立多虚拟直接持有公司股份比例为3.85%，立多科技直接持有公司股份比例为23.08%，天瑞仪器控股股东将变更为立多科技，实际控制人变更为李刚。李刚通过持股主体控制的天瑞仪器股权比例合计将达到26.93%。

图 6：股权转让+定增顺利完成后，天瑞仪器实控人将变更为李刚



数据来源：公司公告，iFind，东北证券

李刚旗下其他公司主要从事VR产业发展。李刚现任深圳多咪新技术有限责任公司董事长、广州纳立多科技有限公司董事长。目前，李刚旗下多家企业都围绕VR产业发展。其中成立于2011年的多咪专注于虚拟现实VR软硬件技术研究、内容及应用开发，已推出Dlodlo V1、Dlodlo H2等6款硬件产品，推出VR资源聚合平台多咪VR。成立于2021年的纳立多主要业务为VR光学镜头创新研发，是轻薄VR光学镜头研发及整机定制服务提供商。

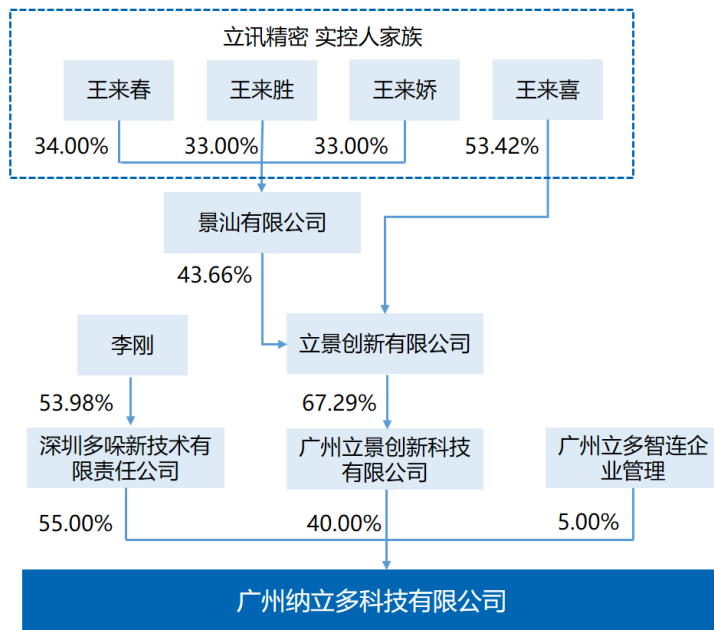
图 7：多喙、纳立多公司主要从事 VR 产业



数据来源：多喙、纳立多公司官网，东北证券

纳立多深耕 VR 光学镜头创新研发，是轻薄 VR 光学镜头研发及整机定制服务提供商，或有望受益于背后立讯资源加持。纳立多由多喙、广东粤港澳大湾区国家纳米科技创新研究院、广州立景创新科技有限公司共同出资创建。广州立景由立景创新有限公司（立讯精密重要策略联盟伙伴）持股 67.29%，立景创新有限公司分别由王来喜和景汕有限公司持股 53.42%、43.66%，其中景汕有限公司分别由王来春（王来喜的胞姊，立讯精密的实控人之一）、王来胜（王来喜的胞兄，立讯精密的实控人之一）、王来娇（王来喜的胞姊）持股。广州立景背靠立讯精密实控人家族，纳立多或有望受益于立讯集团资源加持，获得更多业务机会。

图 8：广州纳立多科技有限公司股权结构图



数据来源：天眼查，高伟电子公告，东北证券

注：广州立景创新科技股权结构数据截至 2022 年 12 月 31 日，其余截至 2023 年 6 月 1 日



纳立多已经构筑起轻薄 VR 专利壁垒，具备核心技术优势。据纳立多官网，纳立多掌握光学镜头瘦身技术——pancake 技术方案（反射偏振的折叠光路），能够有效缩减 VR 镜头厚度与重量并保持高像素表现。纳立多较早开始布局 VR 轻薄光学模组与整机的设计与制造业务，根据广纳院官网，纳立多专利申请总数 369 件，已授权 210 件，专利基本覆盖轻薄型 VR 技术核心点，且关键核心专利在中国、美国、日本、韩国均已获得授权，在轻薄 VR 领域已构筑起较高专利壁垒。

图 9：纳立多具备多项核心能力

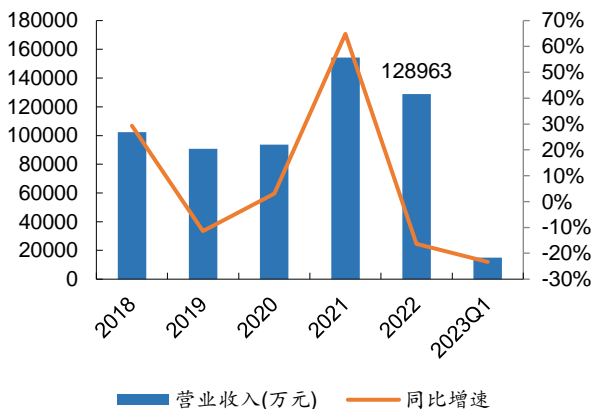


数据来源：广东粤港澳大湾区国家纳米科技创新研究院官网，东北证券

### 3. 财务分析

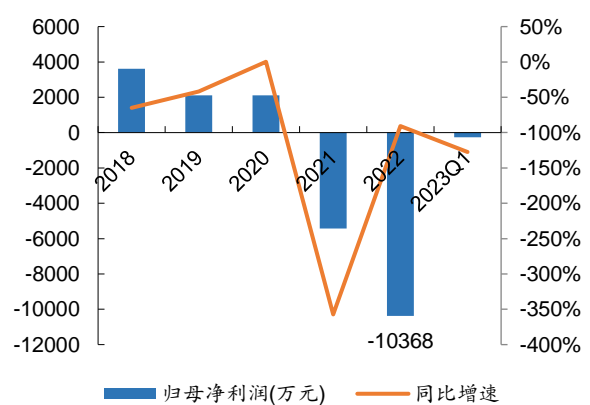
公司营收、归母净利润承压。2022 年公司实现营收 12.90 亿元，同比-16.4%；实现归母净利润-1.04 亿元，同比-90.9%。2023Q1 公司实现营收 1.51 亿元，同比-23.3%；实现归母净利润-0.03 亿元，同比-127.4%。2022 年公司归母净利润下滑较大，主要系公司计提商誉减值 0.97 亿元，计提信用减值损失 0.23 亿元。预计伴随下游需求回暖，公司业绩有望修复。

图 10：2018 年-2023Q1 公司营收情况



数据来源：iFind，东北证券

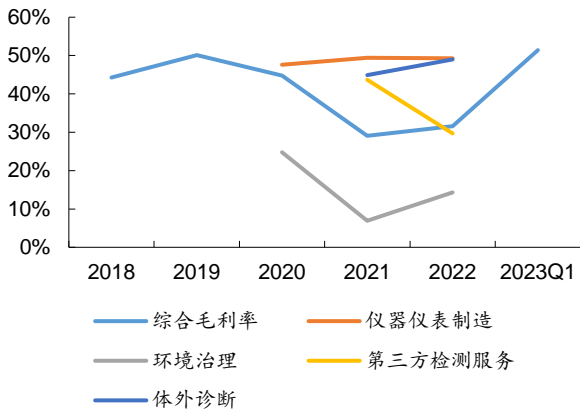
图 11：2018 年-2023Q1 公司归母净利润情况



数据来源：iFind，东北证券

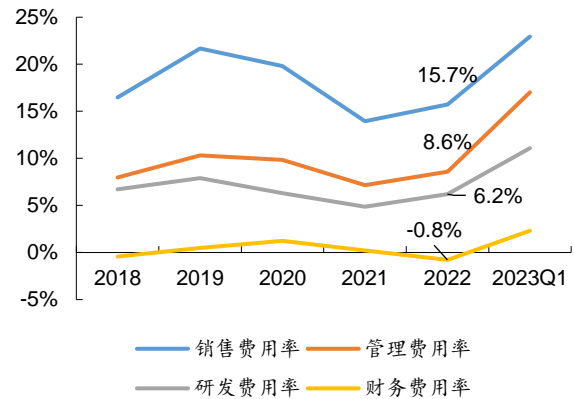
毛利率整体有所下滑，期间费用率相对平稳。2022 年公司毛利率为 31.6%，同比 +2.5pct。公司毛利率较 2020 年之前水平降幅较大，主要系业务结构变动，2021-2022 年环境治理业务体量增大，但毛利率低，影响整体毛利率水平。2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.7/8.6/6.2/-0.8%，同比+1.8/+1.4/+1.3/-1.0pct。

图 12：公司综合及各板块业务毛利率情况



数据来源：iFind，东北证券

图 13：2018 年-2023Q1 公司期间费用率情况



数据来源：iFind，东北证券

#### 4. 投资建议

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 12.96/13.62/14.68 亿元，归母净利润分别为 0.12/0.56/1.21 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。

#### 5. 风险提示

定增不及预期，需求下滑，估值与业绩判断不达预期。

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	410	261	334	410
交易性金融资产	35	35	35	35
应收款项	474	519	536	610
存货	1,070	943	1,009	1,075
其他流动资产	26	26	26	26
<b>流动资产合计</b>	<b>3,190</b>	<b>3,202</b>	<b>3,289</b>	<b>3,465</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	79	83	88	92
固定资产	177	176	173	168
无形资产	21	25	30	34
商誉	179	169	159	149
<b>非流动资产合计</b>	<b>603</b>	<b>591</b>	<b>583</b>	<b>573</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,793</b>	<b>3,793</b>	<b>3,873</b>	<b>4,039</b>
短期借款	312	312	312	312
应付款项	464	446	444	452
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	55	54	54	54
<b>流动负债合计</b>	<b>1,190</b>	<b>1,170</b>	<b>1,181</b>	<b>1,212</b>
长期借款	1,011	1,011	1,011	1,011
其他长期负债	30	28	28	28
<b>长期负债合计</b>	<b>1,041</b>	<b>1,039</b>	<b>1,039</b>	<b>1,039</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,230</b>	<b>2,209</b>	<b>2,220</b>	<b>2,250</b>
归属于母公司股东权益合计	1,512	1,533	1,600	1,730
少数股东权益	50	51	53	58
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,793</b>	<b>3,793</b>	<b>3,873</b>	<b>4,039</b>

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>1,290</b>	<b>1,296</b>	<b>1,362</b>	<b>1,468</b>
营业成本	882	848	845	860
营业税金及附加	16	12	13	15
资产减值损失	-107	-10	-10	-10
销售费用	203	184	191	201
管理费用	111	104	106	110
财务费用	-10	63	65	64
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	<b>-95</b>	<b>14</b>	<b>69</b>	<b>148</b>
营业外收支净额	-1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>-96</b>	<b>14</b>	<b>69</b>	<b>148</b>
所得税	12	2	10	22
净利润	-108	12	58	126
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-104</b>	<b>12</b>	<b>56</b>	<b>121</b>
少数股东损益	-4	0	2	5

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>-108</b>	<b>12</b>	<b>58</b>	<b>126</b>
资产减值准备	130	20	20	20
折旧及摊销	44	39	41	43
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	46	67	67	67
投资损失	-2	-2	-2	-2
运营资本变动	-523	-190	-13	-80
其他	0	0	0	0
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>-412</b>	<b>-54</b>	<b>172</b>	<b>175</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-28</b>	<b>-25</b>	<b>-31</b>	<b>-31</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>538</b>	<b>-70</b>	<b>-67</b>	<b>-67</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-475</b>	<b>-107</b>	<b>122</b>	<b>125</b>

财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	-0.21	0.02	0.11	0.24
每股净资产 (元)	3.05	3.09	3.23	3.49
每股经营性现金流量 (元)	-0.83	-0.11	0.35	0.35
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	-16.4%	0.5%	5.1%	7.8%
净利润增长率	-90.9%	—	379.4%	115.2%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	31.6%	34.5%	38.0%	41.4%
净利润率	-8.0%	0.9%	4.1%	8.2%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	117.62	130.91	132.62	133.82
存货周转天数	409.74	427.05	415.92	436.09
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	58.8%	58.2%	57.3%	55.7%
流动比率	2.68	2.74	2.78	2.86
速动比率	0.79	0.72	0.79	0.90
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	15.7%	14.2%	14.0%	13.7%
管理费用率	8.6%	8.0%	7.8%	7.5%
财务费用率	-0.8%	4.9%	4.8%	4.4%
<b>分红指标</b>				
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	-22.95	318.08	66.34	30.83
P/B (倍)	1.58	2.43	2.33	2.15
P/S (倍)	1.85	2.87	2.73	2.53
净资产收益率	-6.6%	0.8%	3.5%	7.0%

资料来源：东北证券

**研究团队简介：**

王凤华：东北证券绝对收益首席分析师、国防军工行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业 25 年，2019 年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012 年至 2014 年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017 年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind 资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项，深入调研过 500+上市公司。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

