

23Q1 收入稳健增长，期待预镀镍业务放量

2023年4月25日

- **事件：**公司发布 22 年年报和 23 年一季报，22 年公司实现营业收入 38.19 亿元，同比+37.01%，实现归母净利润 3.02 亿元，同比+73.66%。22Q4 公司实现营业收入 11.51 亿元，同比+64.76%，实现归母净利润 6559 万元，同比-28.95%，实现扣非后归母净利润 5835 万元，同比+191.34%。
- **家用电器元器件：**H2 公司家用电器元器件实现营业收入 6.01 亿元，同比-6.48%。22 年公司针对客户降本需求，积极提出改善工艺、更换材料等有效方案从而争取订单，同时不断推进自动化、智能化建设，完善成本控制，因此 22 年家用 PTC 电加热器毛利率同比小幅提升+0.18pct 至 16.94%。
- **新能源汽车元器件：**该板块公司全年实现营业收入 2.42 亿元，同比+135.46%，H2 实现营业收入 1.56 亿元。毛利率方面，22 年新能源车元器件毛利率下滑 2.02pct 至 21.88%。22 年公司新增定点理想、蔚来、上汽智己、长城、空调国际、合众等客户，我们认为随着公司募投项目二期更多产能的落地，业务形成规模效应后有望为公司贡献更多利润。
- **新能源装备制造：**H2 公司确认多晶硅还原炉等新能源制造装备收入 9.76 亿元，同比+315.71%。22 年多晶硅行业继续处于投资高景气度周期，公司全年新签订单 33.84 亿元（含税）。随着公司装备制造业务规模的扩大，规模效应逐渐显现，22 年新能源装备毛利率同比+3.46pct 至 25.91%。23 年一季度，东方瑞吉及镇江东方新建多晶硅业务订单合计 5.68 亿元，我们预计该板块将在 23 年继续为公司提供稳定的收入支撑。
- **锂电池钢壳材料：**22 年该板块实现营收 2731 万元，同比-49.99%，H2 收入为 1849 万元，同比-65.23%。该板块业务收入产生明显下滑的原因为消费电子领域需求下降、动力电池领域订单落地不及预期，但同时公司加强内部管理，提升经营效率，22 年子公司东方九天实现净利润-128.62 万元，同比减亏 288.37 万元。目前公司 2 万吨预镀镍电池钢基带项目已建成并一次性试车成功，预计将于 23 年开始量产。
- **光通信产品：**受市场竞争加剧，价格低位震荡和中国移动普缆集采延迟影响，22H2 公司光通信业务收入出现下滑，同比-18.21%至 3.21 亿元。从全年毛利率角度来看，22 年公司光通信刚铝塑复合材料毛利率为 11.09%，同比+0.92pct。
- **23Q1 收入稳健增长。**23Q1 公司实现营业收入 9.07 亿元，同比+21.60%，实现归母净利润 6744.36 万元，同比+16.77%。我们认为 Q1 利润增速略低于营收增速的原因主要在于：1) Q1 空调行业排产逐步复苏，但空调厂商对上游零部件厂商存在降价要求，我们预计将对公司主业 PTC 盈利水平产生一定影响；2) 许多新能源车厂商正在进行降价，或对上游新能源车零部件进行压价，影响公司盈利水平。3) 受工程进

度影响，Q1 并非新能源装备订单的集中交货验收期，因此我们预计毛利水平较高的新能源装备制造业务 Q1 收入确认相对较少。

- **加大研发费用投入,汇兑收益降低财务费用。** 2022 年公司销售/管理/研发/财务费用分别同比+0.86/+0.63/+64.87/-111.60%，费用率分别同比-0.43/-1.36/+0.81/-0.82pct，公司加大了对于与镀镍材料相关技术研发及东方瑞吉新产品、新工艺的开发投入。财务费用的大幅降低主要原因在于 1) 公司募集资金、珠海拆迁收款、瑞吉预收款增加后，利息收入增加；2) 22 年公司实现汇兑收益 807 万元，而 21 年汇兑损失约 1546 万元。23Q1 公司实现毛利率 19.28%，同比-0.18pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.29/-0.35/-0.07/-0.35pct。
- **货币资金充足，应收账款周转效率小幅提升。**
 - 1) 2022 年期末货币资金+交易性金融资产合计 17.73 亿元，较期初+52.88%，主要为东方瑞吉预收款增加、小额定融和募集资金理财期末到期影响所致；23Q1 期末公司货币资金+交易性金融资产合计 16.94 亿元，较期初-4.45%；22 年期末应收票据及应收账款合计 18.41 亿元，较期初+18.08%，23Q1 合计 16.93 亿元，较期初-8.04%；22 年期末公司存货合计 18.38 亿元，较期初+61.39%，主要原因为订单增加从而备货增加，23Q1 期末存货共 18.96 亿元，较期初+3.12%。22 年期末公司合同负债共计 16.74 亿元，较期初+202.39%，主要由瑞吉预收款增加所致，体现出公司良好的收入增长潜力，23Q1 期末合同负债共计 16.28 亿元，较期初-2.76%。
 - 2) 23Q1 公司经营活动产生的现金流量净额为 7949 万元，同比+131.88%。
 - 3) 2022 年公司存货/应收账款/应付账款周转天数分别同比+38.33/-9.95/+0.45 天，公司应收账款周转效率小幅提升，存货周转效率下降的主要原因在于公司存货的大幅提升。
- **投资建议：**我们看好公司家用 PTC+新能源车 PTC+光伏设备+预镀镍多元化发展的战略规划，我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 58.16/69.36/78.77 亿元，分别同比+52.3/19.3/13.6%；归母净利润 5.58/6.84/7.60 亿元，同比+85.0/22.5/11.1%，对应 PE 为 14.98/12.23/11.01 倍。维持“买入”评级。
- **风险因素：**泰兴基地未能按期落地、预镀镍产品应用推广不及预期，铲片式 PTC 电加热器导入不及预期、新能源汽车 PTC 电加热器业务拓展不及预期、新能源汽车补贴等政策变化影响行业增速、光伏产业政策变化、5G 通信光纤光缆集中采购价格持续下跌等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,787	3,819	5,816	6,936	7,877
增长率 YoY %	16.3%	37.0%	52.3%	19.3%	13.6%
归属母公司净利润 (百万元)	174	302	558	684	760
增长率 YoY%	187.5%	73.7%	85.0%	22.5%	11.1%
毛利率%	17.5%	20.2%	20.7%	20.3%	20.5%
净资产收益率ROE%	6.2%	9.2%	13.6%	14.4%	13.9%
EPS(摊薄)(元)	0.13	0.21	0.38	0.46	0.51
市盈率 P/E(倍)	43.46	27.00	14.98	12.23	11.01
市净率 P/B(倍)	2.91	2.56	2.03	1.76	1.53

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	4,134	5,821	8,192	9,685	11,153	
货币资金	458	1,381	1,367	2,260	2,561	
应收票据	961	1,105	1,593	1,900	2,266	
应收账款	597	735	1,504	1,140	1,403	
预付账款	143	154	369	388	460	
存货	1,139	1,838	2,759	3,313	3,757	
其他	835	608	601	683	706	
非流动资产	1,200	1,415	1,551	1,608	1,662	
长期股权投资	36	43	53	83	103	
固定资产(合计)	830	849	874	889	899	
无形资产	210	202	212	216	222	
其他	124	320	411	419	438	
资产总计	5,334	7,236	9,743	11,293	12,815	
流动负债	2,382	3,860	5,611	6,501	7,293	
短期借款	220	173	138	128	118	
应付票据	470	573	892	1,059	1,205	
应付账款	346	495	730	883	998	
其他	1,346	2,618	3,850	4,430	4,972	
非流动负债	144	65	5	0	-5	
长期借款	80	0	-60	-65	-70	
其他	64	65	65	65	65	
负债合计	2,526	3,925	5,616	6,501	7,288	
少数股东权益	9	17	15	36	52	
归属母公司股东权益	2,799	3,294	4,111	4,755	5,475	
负债和股东权益	5,334	7,236	9,743	11,293	12,815	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,787	3,819	5,816	6,936	7,877	
同比(%)	16.3%	37.0%	52.3%	19.3%	13.6%	
归属母公司净利润	174	302	558	684	760	
同比(%)	187.5%	73.7%	85.0%	22.5%	11.1%	
毛利率(%)	17.5%	20.2%	20.7%	20.3%	20.5%	
ROE%	6.2%	9.2%	13.6%	14.4%	13.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.13	0.21	0.38	0.46	0.51	
P/E	43.46	27.00	14.98	12.23	11.01	
P/B	2.91	2.56	2.03	1.76	1.53	
EV/EBITDA	33.54	17.30	9.42	7.44	6.22	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,787	3,819	5,816	6,936	7,877	
营业成本	2,300	3,049	4,610	5,529	6,266	
营业税金及附加	19	32	41	51	58	
销售费用	45	46	61	80	95	
管理费用	143	144	238	284	315	
研发费用	111	182	233	284	331	
财务费用	21	-2	-5	-8	-18	
减值损失合计	-26	-27	-20	-20	-20	
投资净收益	34	21	23	69	32	
其他	-6	-33	-19	17	20	
营业利润	150	329	622	782	861	
营业外收支	39	2	3	2	1	
利润总额	188	331	625	783	862	
所得税	20	27	69	79	87	
净利润	168	303	556	705	775	
少数股东损益	-6	2	-2	21	16	
归属母公司净利润	174	302	558	684	760	
EBITDA	238	421	757	836	950	
EPS(当年)(元)	0.13	0.21	0.38	0.46	0.51	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	-65	694	123	1,069	517	
净利润	168	303	556	705	775	
折旧摊销	101	111	124	129	138	
财务费用	20	12	9	6	5	
投资损失	-34	-21	-23	-69	-32	
营运资金变动	-367	218	-618	281	-389	
其它	48	70	75	19	19	
投资活动现金流	-292	59	-292	-116	-156	
资本支出	-146	-265	-202	-155	-171	
长期投资	-422	303	10	-30	-20	
其他	276	22	-100	69	35	
筹资活动现金流	491	106	151	-61	-60	
吸收投资	606	302	294	0	0	
借款	332	223	-95	-15	-15	
支付利息或股息	-35	-41	-49	-46	-45	
现金流净增加额	133	860	-13	893	301	

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于 2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙憧	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。