

增持 (维持)

新雷能 (300593)

研发人员大增过千、减值显著提升, 业绩短期回落不改长期增长态势

2023年04月24日

市场数据

日期	2023-04-21
收盘价(元)	28.96
总股本(百万股)	413.80
流通股本(百万股)	304.25
净资产(百万元)	3,092.48
总资产(百万元)	4,601.10
每股净资产(元)	7.47

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《新雷能 2022 三季报点评: 营收利润稳步增长, 定增落地扩建产能》2022-10-27

《新雷能 2021 年报及 2022 一季报点评: 21 年业绩保持翻倍增长, 定增扩产匹配行业需求》2022-04-26

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 年报: 实现营收 17.14 亿元, 同比增长 15.96%; 实现归母净利润 2.83 亿元, 同比增长 3.29%; 扣非后归母净利润 2.65 亿元, 同比减少 2.27%。基本每股收益 0.75 元/股, 同比减少 27.18%; 加权平均净资产收益率 18.61%, 同比减少 10.03pct。
- 2022 年第四季度实现营收 3.77 亿元 (-19.70%), 分别实现归母净利润-0.03 亿元 (-103.51%)。2023 年第一季度, 公司实现营收 4.97 亿元, 同比增长 5.59%, 环比增长 31.89%; 实现归母净利润 1.14 亿元, 同比增长 31.01%, 环比增加 1.17 亿元; 扣非归母净利润 1.12 亿元, 同比增长 31.22%; 基本每股收益 0.27 元/股, 同比减少 18.18%。
- 分行业看, 2022 年, 航空、航天、船舶等特种领域实现营业收入 9.98 亿元, 同比增长 13.51%, 占总营收比例 58.27%, 毛利率 63.89%, 同比增加 2.98pct; 通信及网络领域实现营业收入 6.51 亿元, 同比增长 19.85%, 占总营收比例 38.01%, 毛利率 24.80%, 同比减少 1.95pct。
- 分产品看, 2022 年, 模块电源实现营业收入 7.00 亿元, 同比减少 12.38%, 占总营收比例 40.83%, 同比减少 13.21pct, 毛利率 60.26%, 同比增加 5.86pct; 定制电源实现营业收入 4.52 亿元, 同比增长 73.06%, 占总营收比例 26.38%, 同比增加 8.70pct, 毛利率 56.13%, 同比减少 2.79pct; 大功率电源及供电电源系统实现营业收入 4.48 亿元, 同比增长 33.31%, 占总营收比例 26.14%, 同比增加 3.40pct, 毛利率 21.29%, 同比减少 4.75pct; 集成电路产品实现营业收入 0.53 亿元, 同比增长 209.72%。
- 2022 年, 公司期间费用总额 4.52 亿元, 同比增长 25.55%, 期间费用占营收的 26.35%, 同比增加 2.01pct; 其中研发费用 2.60 亿元, 同比增长 29.47%, 占营业收入的 15.15%, 同比增加 1.58pct。2023 年一季度, 公司研发费用 0.72 亿元, 同比增长 32.31%, 环比减少 2.63%, 研发费用占营收的 14.37%, 同比增加 2.90pct, 环比减少 5.09pct。
- 2022 年, 深圳雷能实现营收 6.74 亿元, 同比增长 24.27%, 净利润 0.95 亿元, 同比增长 39.96%; 永力科技实现营收 2.49 亿元, 同比减少 12.69%, 净利润 0.19 亿元, 同比减少 43.09%。母公司实现营收 8.36 亿元, 同比增长 22.12%, 净利润 2.38 亿元, 同比增长 7.36%, 净利率 28.50%, 同比减少 3.92pct; 毛利率 62.68%, 同比增加 1.04pct。
- 2022 年, 公司资产减值损失 0.40 亿元, 信用减值损失 0.20 亿元, 均高于 2020、2021 年。2022 年公司利润总额 3.15 亿元, 若简单加回资产及信用减值损失, 2022 年利润总额 3.75 亿元, 同一口径下同比增长 13.14%。2023Q1 公司信用减值损失 0.16 亿元。
- 我们根据最新财报调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.52/6.18/8.11 亿元, EPS 分别为 0.84/1.15/1.51 元/股, 对应 4 月 21 日收盘价 PE 为 34.5/25.2/19.2 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 行业竞争加剧, 新品研制进度不及预期, 民品市场增长不及预期。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1714	2371	3003	3701
同比增长	16.0%	38.4%	26.6%	23.2%
归母净利润(百万元)	283	452	618	811
同比增长	3.3%	59.8%	36.9%	31.1%
毛利率	47.8%	47.8%	48.6%	49.1%
ROE	9.5%	13.4%	15.7%	17.3%
每股收益(元)	0.53	0.84	1.15	1.51
市盈率	55.1	34.5	25.2	19.2

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 年报: 实现营收 17.14 亿元, 同比增长 15.96%; 实现归母净利润 2.83 亿元, 同比增长 3.29%; 扣非后归母净利润 2.65 亿元, 同比减少 2.27%。基本每股收益 0.75 元/股, 同比减少 27.18%; 加权平均净资产收益率 18.61%, 同比减少 10.03pct。
- 2023 年第一季度, 公司实现营收 4.97 亿元, 同比增长 5.59%, 环比增长 31.89%; 实现归母净利润 1.14 亿元, 同比增长 31.01%, 环比增加 1.17 亿元; 扣非归母净利润 1.12 亿元, 同比增长 31.22%; 基本每股收益 0.27 元/股, 同比减少 18.18%。
- 2022 年度利润分配预案: 以 4.14 亿股为基数, 每 10 股派息 1.20 元(含税), 合计现金分红 0.50 亿元, 占年末可分配利润的 7.79%; 并以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股。

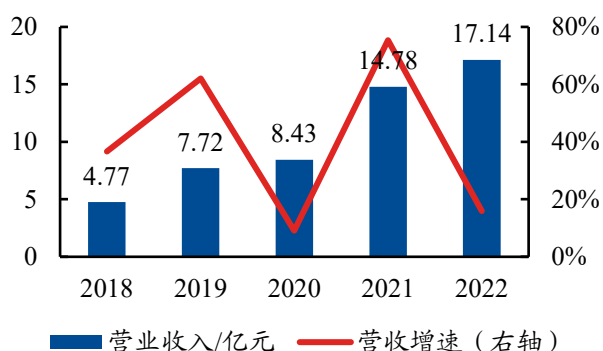
点评

23Q1 营收和归母净利润同比及环比增长

2022 年, 公司实现营收 17.14 亿元, 同比增长 15.96%; 实现归母净利润 2.83 亿元, 同比增长 3.29%; 扣非后归母净利润 2.65 亿元, 同比减少 2.27%。基本每股收益 0.75 元/股, 同比减少 27.18%; 加权平均净资产收益率 18.61%, 同比减少 10.03pct。

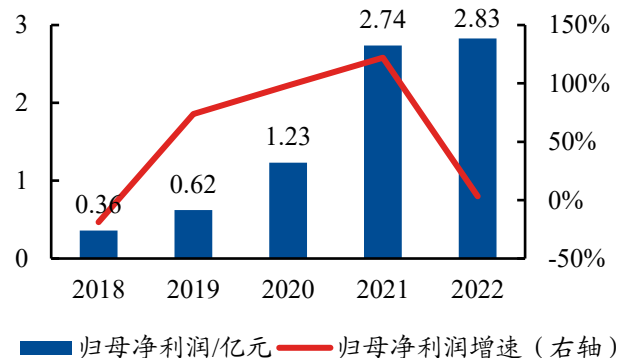
分季度看, 公司 2022 年四个季度分别实现营收 4.71 亿元(同比+66.48%, 本段下同)、4.15 亿元(+22.38%)、4.50 亿元(+16.67%)、3.77 亿元(-19.70%); 公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 0.87 亿元(+69.69%)、0.98 亿元(+43.78%)、1.00 亿元(+33.57%)、-0.03 亿元(-103.51%)。

图 1、2018-2022 年营收(亿元)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

图 2、2018-2022 年归母净利润(亿元)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

2023 年第一季度，公司实现营收 4.97 亿元，同比增长 5.59%，环比增长 31.89%；实现归母净利润 1.14 亿元，同比增长 31.01%，环比增加 1.17 亿元；扣非归母净利润 1.12 亿元，同比增长 31.22%；基本每股收益 0.27 元/股，同比减少 18.18%。

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况（亿元）

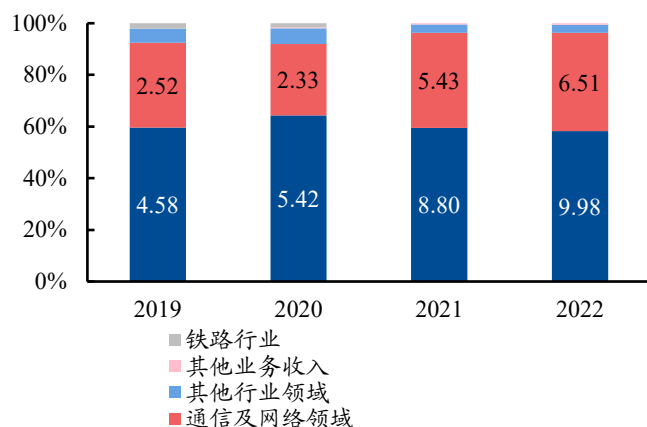
年份	报告类型	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2020	Q1	50.22	1.00	11.92	0.04	3.23
	Q2	45.23	2.07	24.53	0.24	19.85
	Q3	50.20	2.52	29.96	0.40	32.39
	Q4	48.08	2.83	33.59	0.55	44.53
2021	Q1	49.83	2.83	19.15	0.51	18.70
	Q2	51.20	3.39	22.94	0.68	24.99
	Q3	48.23	3.86	26.12	0.75	27.44
	Q4	42.12	4.70	31.79	0.79	28.87
2022	Q1	45.03	4.71	27.49	0.87	30.72
	Q2	53.13	4.15	24.21	0.98	34.78
	Q3	51.60	4.50	26.28	1.00	35.48
	Q4	40.87	3.77	22.01	-0.03	-0.98
2023	Q1	49.19	4.97	29.03	1.14	40.25

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 2022 年特种领域毛利率增加

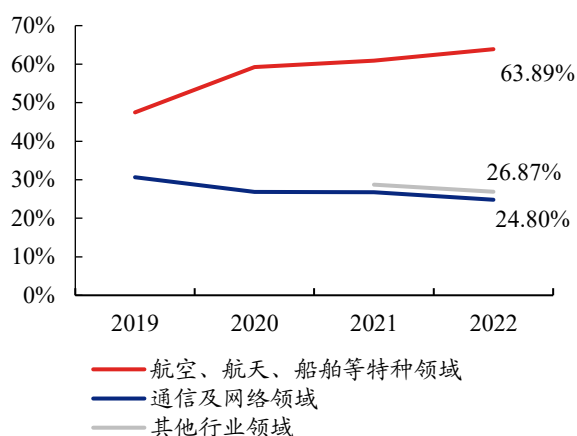
分行业看，2022 年，航空、航天、船舶等特种领域实现营业收入 9.98 亿元，同比增长 13.51%，占总营收比例 58.27%，同比减少 1.26pct，毛利率 63.89%，同比增加 2.98pct；通信及网络领域实现营业收入 6.51 亿元，同比增长 19.85%，占总营收比例 38.01%，同比增加 1.23pct，毛利率 24.80%，同比减少 1.95pct；其他行业领域实现营业收入 0.53 亿元，同比增长 12.42%，占总营收比例 3.11%，同比减少 0.10pct，毛利率 26.87%，同比减少 1.84pct。其他业务实现营业收入 0.10 亿元，同比增长 44.82%，占总营收比例 0.61%，毛利率 51.63%。

图 3、2019-2022 年分行业营收（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、2019-2022 年分行业毛利率

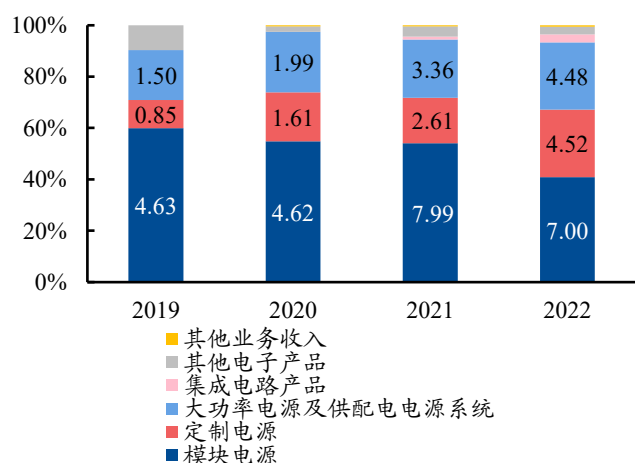


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 2022 年定制电源营收高增长

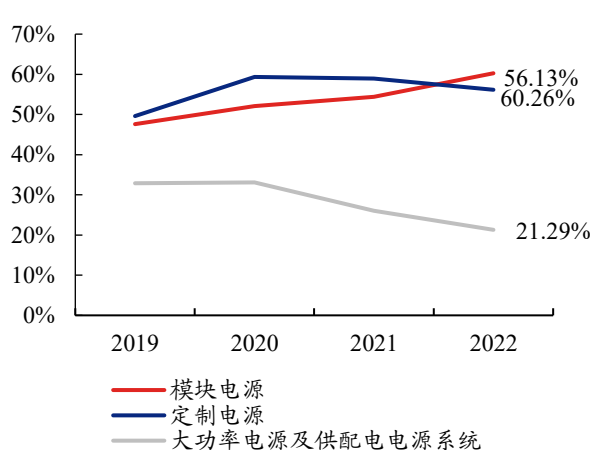
分产品看，2022 年，模块电源实现营业收入 7.00 亿元，同比减少 12.38%，占总营收比例 40.83%，同比减少 13.21pct，毛利率 60.26%，同比增加 5.86pct；定制电源实现营业收入 4.52 亿元，同比增长 73.06%，占总营收比例 26.38%，同比增加 8.70pct，毛利率 56.13%，同比减少 2.79pct；大功率电源及供配电电源系统实现营业收入 4.48 亿元，同比增长 33.31%，占总营收比例 26.14%，同比增加 3.40pct，毛利率 21.29%，同比减少 4.75pct；集成电路产品实现营业收入 0.53 亿元，同比增长 209.72%，占总营收比例 3.08%，同比增加 1.93pct；其他电子产品实现营业收入 0.51 亿元，同比减少 12.19%，占总营收比例 2.96%，同比减少 0.95pct。

图 5、2019-2022 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 6、2019-2022 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

● **2023Q1 毛利率和净利率同比及环比增加，2022 年研发人员大幅增加**

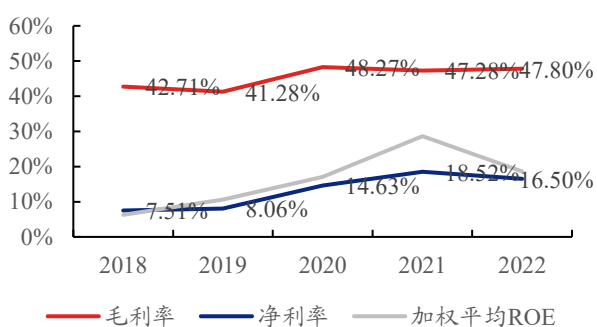
2022 年，公司整体毛利率为 47.80%，同比增加 0.52pct；净利率为 16.50%，同比减少 2.02pct；加权平均 ROE 为 18.61%，同比减少 10.03pct。

2022 年第四季度，公司毛利率 40.87%，同比减少 1.26pct，环比减少 10.73pct；净利率-0.74%，同比减少 17.56pct，环比减少 23.01pct。2023 年第一季度，公司毛利率 49.19%，同比增加 4.16pct，环比增加 8.32pct；净利率 22.87%，同比增加 4.44pct，环比增加 23.61pct。

2022 年，公司期间费用总额 4.52 亿元，同比增长 25.55%，期间费用占营收的 26.35%，同比增加 2.01pct；其中，销售费用 0.66 亿元，同比增长 9.57%，占营业收入的 3.86%，同比减少 0.23pct；管理费用 0.99 亿元，同比增长 29.01%，占营业收入的 5.80%，同比增加 0.59pct；财务费用 0.26 亿元，同比增长 21.51%，占营业收入的 1.53%，同比增加 0.07pct；研发费用 2.60 亿元，同比增长 29.47%，占营业收入的 15.15%，同比增加 1.58pct。

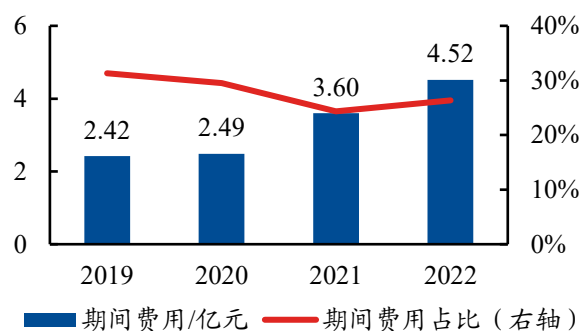
2023 年一季度，公司期间费用总额 1.17 亿元，同比增长 14.42%，环比减少 11.94%，期间费用占营收的 23.58%，同比增加 1.82pct，环比减少 11.74pct；其中研发费用 0.72 亿元，同比增长 32.31%，环比减少 2.63%，研发费用占营收的 14.37%，同比增加 2.90pct，环比减少 5.09pct。

图 7、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 8、2019-2022 年公司期间费用（亿元）及期间费用占营收比例



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2022 年底公司研发人员 1030 人，较 2021 年底大幅增长 41.10%，研发人员数量占

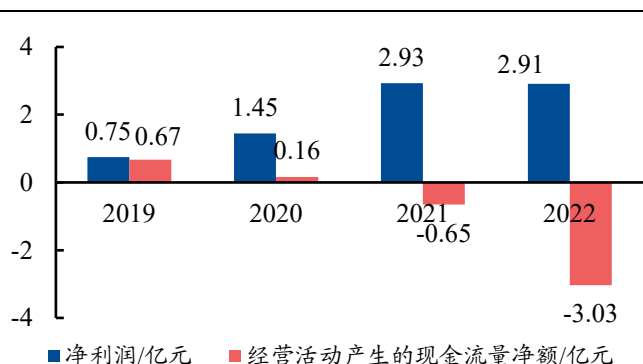
比 35.49%，同比增加 3.64pct。2022 年研发支出资本化的金额 0.21 亿元，资本化研发支出占研发投入的 7.67%，较 2021 年减少 1.34pct。

2022 年公司针对高可靠领域市场及客户需求，制定了加快产品国产化研发策略，以 100%国产化率为目标，结合自研控制及驱动芯片能力，以及国产化配套能力，开展了 400 余项高可靠国产化型号的研制工作。服务器电源重点进行了直流输入、大功率产品的研发，对中小功率产品进行优化升级，同时，加大了服务器用模块电源的研发投入，完成了 IC 封装模块电源、大功率母线变换模块的开发，为服务器电源的供电提供了完整的解决方案，为市场推广打下了良好基础。成立了专门的电机驱动产品研发团队，针对机载、车载等领域的全电、多电化趋势，结合高功率密度 SiP 工艺集成技术及数字控制技术，研制高功率密度、高功重比、高可靠的电机驱动类产品，并在 2022 年开展了部分电机驱动产品系列的推广及部分电机驱动型号项目的研制工作。

● 2022 年经营活动产生的现金流净额减少

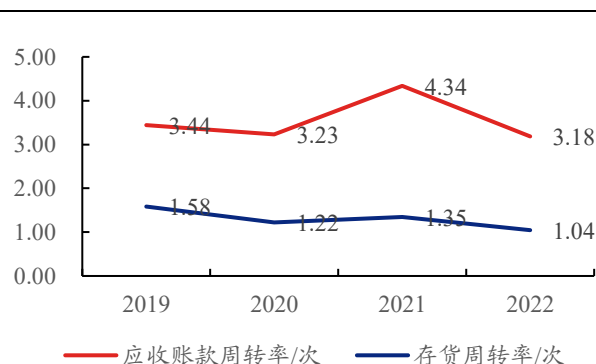
2022 年，公司经营活动产生的现金流净额-3.03 亿元，2021 年为-0.65 亿元，2022 年同比减少 2.38 亿元，主要系 2022 年应收票据贴现 1.4 亿元计入筹资活动，导致经营现金流入减少，公司业务增长，订单需求增加导致备料储备增加，支付的原材料货款较多，人员增加导致职工薪酬费用增加；投资活动现金流量净额-9.69 亿元，2021 年为-0.92 亿元，2022 年同比减少 8.76 亿元，主要系 2022 年闲置募集资金用于理财支出、支付西区厂房建造款及土地款、产能扩充设备支出增加；筹资活动现金流量净额 16.70 亿元，同比增加 14.02 亿元，主要系收到向特定对象发行股票款项。

图 9、2019-2022 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 10、2019-2022 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

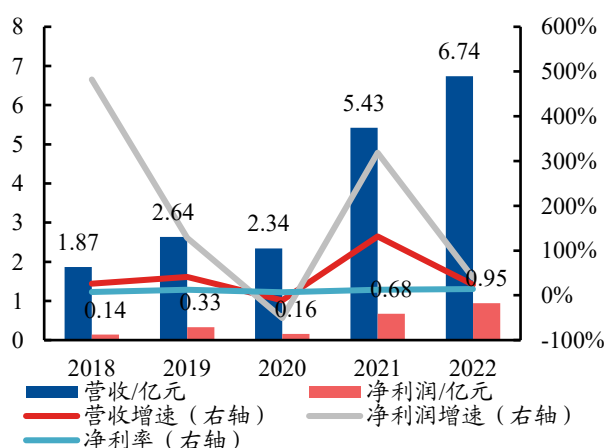
2022 年底，公司应收票据、应收账款和应收款项融资合计 10.94 亿元，同比增长 34.95%，其中应收账款 6.76 亿元，同比增长 68.80%，主要系收入增加导致赊销收入形成的应收账款增加及特种领域客户回款周期较长导致；应收账款周转率 3.18 次，同比减少 1.15 次；应收票据 3.80 亿元，同比增长 4.60%；应收款项融资 0.39 亿元，同比减少 18.28%。存货 9.73 亿元，同比增长 31.61%，主要系订单增加导致原材料储备增加及特种领域生产及验收周期长等导致在产品及库存商品备货增加；存货周转率 1.04 次，同比减少 0.30 次。

2022 年，公司对前五大客户销售额分别为 2.20、2.11、1.84、1.84、1.20 亿元，分别占年度销售总额 12.85%、12.34%、10.71%、10.73%、6.98%，合计占比 53.61%，2021 年对前五大客户销售额合计占比 55.96%。

● 2022 年深圳雷能和母公司营收增长，母公司毛利率小幅增加

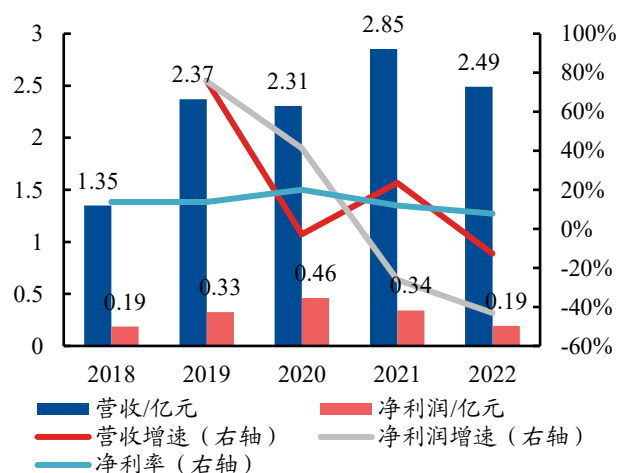
2022 年，深圳雷能实现营收 6.74 亿元，同比增长 24.27%，净利润 0.95 亿元，同比增长 39.96%，净利率 14.03%，同比增加 1.57pct；永力科技实现营收 2.49 亿元，同比减少 12.69%，净利润 0.19 亿元，同比减少 43.09%，净利率 7.79%，同比减少 4.16pct。母公司实现营收 8.36 亿元，同比增长 22.12%，净利润 2.38 亿元，同比增长 7.36%，净利率 28.50%，同比减少 3.92pct；毛利率 62.68%，同比增加 1.04pct。

图 11、2018-2022 年深圳雷能营业收入（亿元）、净利润（亿元）及其增速（右轴）、净利率（右轴）



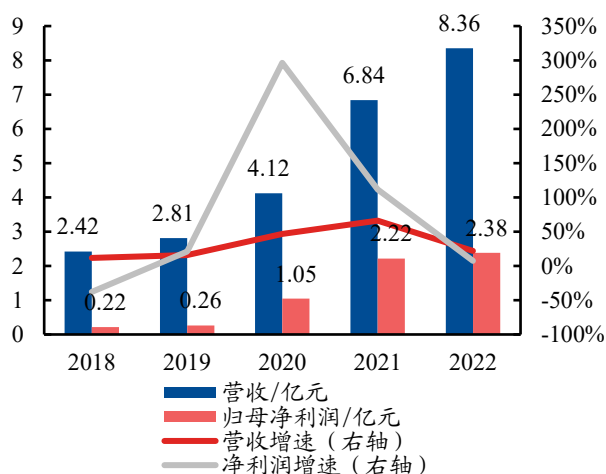
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2018-2022 年永力科技营业收入（亿元）、净利润（亿元）及其增速（右轴）、净利率（右轴）



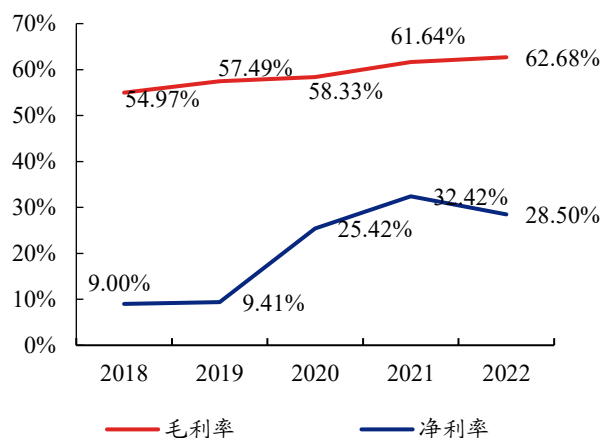
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、2018-2022 年母公司营业收入（亿元）、净利润（亿元）及其增速（右轴）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、2018-2022 年母公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 北京、深圳、武汉三地积极拓展产能

截至 2022 年末，项目“永力科技园”累计投入 0.65 亿元，投资进度 100.00%；“深圳西格玛电源生产、研发基地项目”累计投入 0.46 亿元，投资进度 18.51%；“特种电源扩产项目”累计投入 1.29 亿元，投资进度 16.97%；“高可靠性 SiP 功率微系统产品产业化项目”累计投入 0.22 亿元，投资进度 14.92%；“5G 通信及服务器电源扩产项目”累计投入 0.31 亿元，投资进度 32.77%；“研发中心建设项目”累计投入 0.05 亿元，投资进度 6.24%。截至 2023Q1 末，在建工程 7619.30 万元，较 2023 年初增长 25.30%。

- 2022 年 9 月底，以北京新雷能为建设主体的“特种电源扩产项目”“高可靠性 SiP 功率微系统产品产业化项目”“研发中心建设项目”基地开工建设。
- 2022 年底公司以全资子公司深圳雷能为建设主体的通信和服务器电源的扩产项目，完成了两条双轨贴片生产线的建设，一条模块电源自动化生产线和一条服务器电源自动化生产线，该产线目前已经投入试产运行阶段，根据试产过程中的问题进行逐步优化。通信和服务器扩产项目提高了公司的产能，提升了产线的形象和客户满意度。
- 2022 年底武汉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。

- **资产及信用减值损失影响当期业绩**

2022 年，公司资产减值损失 0.40 亿元，2020、2021 年分别为 0.04、0.01 亿元；其中 2022 年商誉减值损失 0.32 亿元，所减值的商誉为 2018 年收购永力科技公司形成的商誉 0.95 亿元。2022 年信用减值损失 0.20 亿元，2020、2021 年分别为 0.02、0.12 亿元。2022 年资产及信用减值损失合计 0.61 亿元。2022 年公司利润总额 3.15 亿元，同比减少 1.40%；若简单加回资产及信用减值损失，2022 年利润总额 3.75 亿元，同一口径下同比增长 13.14%。2023 年一季度，公司无资产减值损失，信用减值损失 0.16 亿元。

- **预计 2023 年前期股权激励费用摊销影响减弱**

2020 和 2021 年公司分别向激励对象首次授予和授予预留限制性股票，2022 年公司确认股份支付费用 1930.00 万元，预计 2023 年摊销股份支付费用 654.82 万元。

- **盈利预测**

我们根据最新财报调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.52/6.18/8.11 亿元，EPS 分别为 0.84/1.15/1.51 元/股，对应 4 月 21 日收盘价 PE 为 34.5/25.2/19.2 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示**

行业竞争加剧，新品研制进度不及预期，民品市场增长不及预期。

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	471	415	450	377	497	5.6%	1478	1714	16.0%
营业成本	259	194	218	223	253	-2.4%	779	894	14.8%
毛利	212	220	232	154	245	15.3%	699	819	17.2%
销售费用	18	14	16	18	15	-15.0%	60	66	9.6%
管理费用	23	22	23	32	22	-2.1%	77	99	29.0%
财务费用	8	0	9	9	8	6.1%	22	26	21.5%
研发费用	54	65	67	73	72	32.3%	201	260	29.5%
资产减值	0	0	0	-40	0	-	-1	-40	-
公允价值	0	0	2	-1	0	-	0	1	-
投资收益	-1	-1	-0	9	3	-	3	8	179.4%
营业利润	101	113	110	-9	114	13.0%	320	314	-1.9%
利润总额	101	113	110	-10	114	13.0%	319	315	-1.4%
归母净利润	87	98	100	-3	114	31.0%	274	283	3.3%
EPS	0.210	0.238	0.242	-0.007	0.275	31.0%	0.661	0.683	3.3%
销售费用率	3.8%	3.4%	3.5%	4.9%	3.0%	-0.7%	4.1%	3.9%	-0.2%
管理费用率	4.9%	5.2%	5.0%	8.5%	4.5%	-0.4%	5.2%	5.8%	0.6%
财务费用率	1.6%	0.1%	2.0%	2.5%	1.6%	0.0%	1.5%	1.5%	0.1%
研发费用率	11.5%	15.6%	15.0%	19.5%	14.4%	2.9%	13.6%	15.2%	1.6%
所得税率	12.3%	12.2%	4.4%	-76.8%	5.2%	-7.2%	8.1%	7.5%	-0.6%
毛利率	45.0%	53.1%	51.6%	40.9%	49.2%	4.2%	47.3%	47.8%	0.5%
归母净利率	18.4%	23.7%	22.3%	-0.7%	22.9%	4.4%	18.5%	16.5%	-2.0%

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

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3546	4145	4848	5779
货币资金	633	1446	1382	1295
交易性金融资产	741	0	0	0
应收票据及应收账款	1055	1287	1706	2346
预付款项	18	28	31	38
存货	973	1263	1592	1954
其他	126	122	137	146
非流动资产	927	928	932	934
长期股权投资	12	23	19	20
固定资产	430	427	407	378
在建工程	61	30	15	8
无形资产	108	143	183	221
商誉	60	71	67	68
长期待摊费用	32	31	31	30
其他	225	204	211	208
资产总计	4473	5074	5780	6712
流动负债	1124	1349	1484	1669
短期借款	426	424	425	425
应付票据及应付账款	418	657	787	974
其他	280	268	272	271
非流动负债	147	108	95	72
长期借款	77	50	33	11
其他	70	58	62	61
负债合计	1271	1457	1579	1741
股本	414	538	538	538
资本公积	1633	1509	1509	1509
未分配利润	854	1219	1732	2411
少数股东权益	223	237	256	281
股东权益合计	3202	3616	4201	4972
负债及权益合计	4473	5074	5780	6712

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	283	452	618	811
折旧和摊销	49	48	50	51
资产减值准备	40	11	20	31
资产处置损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	-1	-0	-0	-0
财务费用	34	33	44	51
投资损失	-8	-6	-5	-5
少数股东损益	8	14	19	25
营运资金的变动	-766	-306	-653	-863
经营活动产生现金流量	-303	262	87	102
投资活动产生现金流量	-969	686	-45	-49
融资活动产生现金流量	1670	-136	-106	-140
现金净变动	398	812	-64	-87
现金的期初余额	234	633	1446	1382
现金的期末余额	632	1446	1382	1295

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1714	2371	3003	3701
营业成本	894	1237	1544	1883
税金及附加	11	16	20	24
销售费用	66	88	110	128
管理费用	99	113	142	167
研发费用	260	351	441	537
财务费用	26	33	44	51
其他收益	10	8	9	8
投资收益	8	6	5	5
公允价值变动收益	1	0	0	0
信用减值损失	-20	-30	-18	-13
资产减值损失	-40	-15	-9	-9
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	314	504	690	904
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	315	504	689	904
所得税	24	38	52	68
净利润	291	466	638	836
少数股东损益	8	14	19	25
归属母公司净利润	283	452	618	811
EPS(元)	0.53	0.84	1.15	1.51

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	16.0%	38.4%	26.6%	23.2%
营业利润增长率	-1.9%	60.3%	36.9%	31.1%
归母净利润增长率	3.3%	59.8%	36.9%	31.1%
盈利能力				
毛利率	47.8%	47.8%	48.6%	49.1%
归母净利率	16.5%	19.1%	20.6%	21.9%
ROE	9.5%	13.4%	15.7%	17.3%
偿债能力				
资产负债率	28.4%	28.7%	27.3%	25.9%
流动比率	3.15	3.07	3.27	3.46
速动比率	2.28	2.13	2.18	2.28
营运能力				
资产周转率	48.7%	49.7%	55.3%	59.3%
应收帐款周转率	298.6%	298.8%	303.2%	277.4%
存货周转率	103.5%	109.4%	107.0%	105.1%
每股资料(元)				
每股收益	0.53	0.84	1.15	1.51
每股经营现金	-0.56	0.49	0.16	0.19
每股净资产	5.54	6.28	7.33	8.72
估值比率(倍)				
PE	55.1	34.5	25.2	19.2
PB	5.2	4.6	3.9	3.3

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 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	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 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn