

电力电子及自动化

英威腾（002334.SZ）

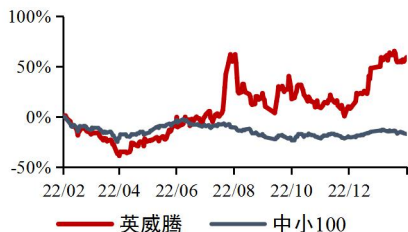
增持-A(维持)

领先的自动化解决方案供应商，成长型业务助力高增长

2023年2月27日

公司研究/公司分析

公司近一年市场表现



市场数据：2023年2月27日

收盘价（元）：	11.59
总股本（亿股）：	7.82
流通股本（亿股）：	6.86
流通市值（亿元）：	79.55

基础数据：2022年9月30日

每股净资产（元）：	2.80
每股资本公积（元）：	0.31
每股未分配利润（元）：	1.23

资料来源：最闻

分析师：

盖斌赫

执业登记编码：S0760522050003

邮箱：gaibinhe@sxzq.com

王志杰

执业登记编码：S0760522090001

邮箱：wangzhijie@sxzq.com

赵晨希

执业登记编码：S0760521090001

邮箱：zhaochenxi@sxzq.com

核心观点：

公司成立于2002年，初期主要从事工业自动化产品的研发和销售，后向网络能源、新能源汽车、光储领域延伸。工业自动化和数据中心目前为公司的主要业务，其主要产品低压变频器在国产品牌中市场份额领先，持续受益于行业增长；光储和新能源车为成长型业务，近年来加速扩张，盈利有望改善，持续贡献公司业绩成长。同时，公司积极提升内部治理，成立事业群，支撑业务的高速扩张。

投资逻辑：

- **深耕二十年，不断寻求新发展。**公司核心成员深耕行业，初期主要从事工业自动化产品的研发和销售，通过设立子公司和并购不断扩展业务范围，同时根据市场变化及公司战略完成对部分公司的增资减资计划。公司目前控股公司达16家，子公司分工明确，多次股权激励计划提升向心力。2022年公司进行了组织结构的变化，工业自动化事业群在研发端、供应链端、市场端持续组织优化；同时，公司新能源汽车驱动业务引入了战略投资者，加大了对光伏业务的投资，受让无锡电梯子公司少数股东股权。业务上，公司聚焦工业自动化、数据中心、新能源车、光储四大业务产品线，产品矩阵不断丰富，致力于成为全球领先的工业自动化和能源电力领域解决方案提供者。
- **工业自动化与数据中心业务，稳中有升构建营收基本盘。**工业自动化和数据中心为公司目前主要收入来源，其中工业自动化业务占比在60%以上，低压变频器占据工业自动化的主要份额。
  - 1) **工业自动化方面**，中国低压变频器市场规模逐年上涨，2021年达436.6亿元，同比增长9.06%。公司低压变频器在国产品牌中市场份额领先，未来将针对伺服、PLC重点推进行业解决方案及新产品，持续提升伺服、PLC核心竞争力，维持稳定增长；
  - 2) **数据中心方面**，预计2024年中国机房空调和UPS市场规模分别将达到105.8和145.4亿元，近三年复合增长率分别达14.5%和19.7%，公司专注于模块化UPS与数据中心关键基础设施一体化解决方案研发生产与应用，有望持续受益。
- **成长型业务乘势而起，贡献公司高成长。**新能源汽车和光储为公司成长型业务。公司光伏产品聚焦于分布式市场，产品涵盖并网逆变器、离网逆变器、储能逆变器以及终端选配件，可用于集网、并网；新能源车业务目前以商用车为主，2022年在乘用车方面亦有突破。



- 1) **光储方面**，逆变器约占光伏电站 10%的成本，是光伏电站的关键组件之一，在光伏行业持续高增和国产逆变器出口价格优势的背景下，公司建立了覆盖全球多个国家的渠道网络，产品不断迭代，并增资子公司，继续加码光伏业务，22H1 公司光储业务的营业收入同比增长 167%；
- 2) **新能源车方面**，公司商用车营收占比较多，2022 年突破了乘用车项目定点并批量获单，在政策支持和“车电分离”换电模式推动普及的背景下，新能源商用车未来三年有望迎来行业爆发期，根据沙利文相关资料，预计 2026 年国内新能源商用车销量将增长至 144.3 万辆，2020-2026 年的复合增长率约 51.1%，行业快速发展有望带动公司业务高速扩张。

**投资建议：**公司主要业务持续增长，成长型业务保持高增速，持续研发投入，同时海外市场逐步恢复。相较可比公司汇川技术、蓝海华腾和英搏尔，公司各项财务指标良好，处于行业中上游，近两年盈利情况向好，成长性较强。截止 2023 年 2 月 27 日，公司总市值达 90.7 亿元，对应 2021 年市盈率 49.7x，对应 2022 年预计市盈率 33.5x，市盈率（TTM）为 50.1x，显著低于可比公司平均 65.6x。预计公司 2022-2024 年归母净利润 2.71/4.13/5.35 亿元，同比增长 48.7%/52.5%/29.5%，对应 EPS 为 0.35/0.53/0.68 元，给予“增持-A”评级。

**风险提示：**宏观经济及政策风险、原材料价格波动和紧缺的风险、成长型业务拓展不及预期风险、汇率波动风险

**财务数据与估值：**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,286	3,009	4,101	5,523	7,307
YoY(%)	2.0	31.6	36.3	34.7	32.3
净利润(百万元)	136	182	271	413	535
YoY(%)	145.6	34.4	48.7	52.5	29.5
毛利率(%)	36.1	32.7	30.7	31.3	31.3
EPS(摊薄/元)	0.17	0.23	0.35	0.53	0.68
ROE(%)	4.7	8.6	11.3	15.2	17.8
P/E(倍)	66.8	49.7	33.5	21.9	16.9
P/B(倍)	5.3	4.7	4.1	3.5	2.9
净利率(%)	5.9	6.1	6.6	7.5	7.3

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 目录

1. 深耕二十年，不断寻求新发展.....	7
1.1 致力于成为全球领先的工业自动化和能源电力领域解决方案提供者.....	7
1.2 起于工业自动化，延伸网络能源、光储、新能源.....	8
1.3 各子公司定位明确，股权激励寻求更大向心力.....	9
2. 工业自动化与数据中心业务，稳中有升构建营收基本盘.....	10
2.1 工业自动化：居市场领先地位，是最主要收入来源.....	10
2.1.1 多因素带动自动化需求提升.....	11
2.1.2 公司低压变频器市占率处于领先地位，其他自动化产品持续放量.....	12
2.2 数字经济快速推进，网络能源市场快速扩张.....	13
3. 成长型业务乘势而起，贡献公司高成长.....	14
3.1 新能源汽车业务：重新起航，进入快速成长通道.....	15
3.1.1 新能源车行业：行业快速发展，商用车渗透率提升空间大.....	15
3.1.2 公司新能源车业务：起于商用车，正积极开拓乘用车.....	18
3.2 光储业务：快速成长，海外拓展值得期待.....	19
3.2.1 光伏行业：景气度不断提升，分布式持续推进.....	19
3.2.2 公司光储业务：产品不断迭代，认可度逐步提高.....	21
4. 财务分析.....	22
5. 估值分析及盈利预测.....	23
6. 风险提示.....	27

## 图表目录

图 1： 公司发展历程.....	7
图 2： 公司全球服务网络.....	7

图 3: 公司产品矩阵.....	8
图 4: 公司各业务营收情况 (亿元) .....	9
图 5: 公司各产品营收情况 (亿元) .....	9
图 6: 公司自动化产品.....	11
图 7: 2012-2021 年中国工业自动化市场规模及增速.....	12
图 8: 2018-2022H1 变频器业务收入情况.....	12
图 9: 2021 年中国低压变频器市场各企业占比.....	12
图 10: 2017-2021 年中国低压变频器市场规模.....	13
图 11: 2017-2021 年中国低压变频器市场情况.....	13
图 12: 中国机房空调市场规模.....	13
图 13: 中国 UPS 市场规模.....	13
图 14: 公司网络能源主要产品.....	14
图 15: 公司新能源车业务情况.....	14
图 16: 公司光伏业务情况.....	14
图 17: 电动汽车产销情况.....	16
图 18: 2018-2022 年 1-4 月我国新能源车渗透率.....	16
图 19: 2020-2026 年新能源商用车情况.....	16
图 20: 公司新能源车产品情况.....	18
图 21: 逆变器在光伏产业链中的位置.....	20
图 22: 全球光伏新增装机预测.....	20
图 23: 中国电化学储能累计装机规模.....	20
图 24: 中国光伏电站成本结构占比情况.....	21
图 25: 2015-2021 年中国逆变器进出口金额情况.....	21

图 26: 公司光储产品情况.....	21
图 27: 2019-2022H1 光储营收情况.....	22
图 28: 公司光伏子公司控股股权情况变化.....	22
图 29: 公司营收及归母净利润情况.....	23
图 30: 公司毛利率及净利率情况.....	23
图 31: 公司销售费用率与管理费用率情况.....	23
图 32: 公司研发费用率情况.....	23
图 33: 公司与可比公司营收规模对比（亿元） .....	25
图 34: 公司与可比公司营收增速对比（%） .....	25
图 35: 公司与可比公司归母净利润规模对比（万元） .....	25
图 36: 公司与可比公司归母净利润增速对比（%） .....	25
图 37: 公司与可比公司毛利率水平对比.....	25
图 38: 公司与可比公司净利率水平对比（%） .....	25
图 39: 公司与可比公司期间费用率对比（%） .....	26
表 1: 部分重要子公司情况（2022H1） .....	9
表 2: 近五年股权激励计划.....	10
表 3: “大三电”和“小三电”价值量占比.....	15
表 4: 新能源商用车换电相关政策.....	17
表 5: 公司合作车企情况.....	18
表 6: 2022 年新能源商用车销量 top10.....	19
表 7: 公司可比公司简介.....	24
表 8: 公司与可比公司估值对比（数据截至 2023 年 2 月 27 日） .....	26

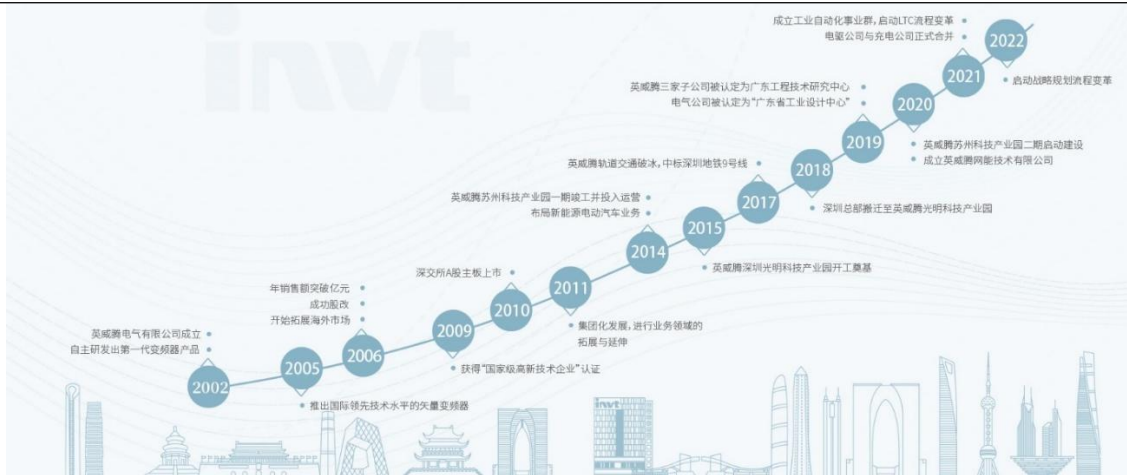
表 9: 公司主要业务收入情况及预测.....	26
表 10: 公司盈利预测情况.....	27

## 1. 深耕二十年，不断寻求新发展

### 1.1 致力于成为全球领先的工业自动化和能源电力领域解决方案提供者

深圳市英威腾电气股份有限公司成立于 2002 年，是国家火炬计划重点高新技术企业，专注于工业自动化和能源电力领域，业务覆盖工业自动化、新能源汽车、数据中心以及光储等，致力于成为全球领先的工业自动化和能源电力领域解决方案提供者。

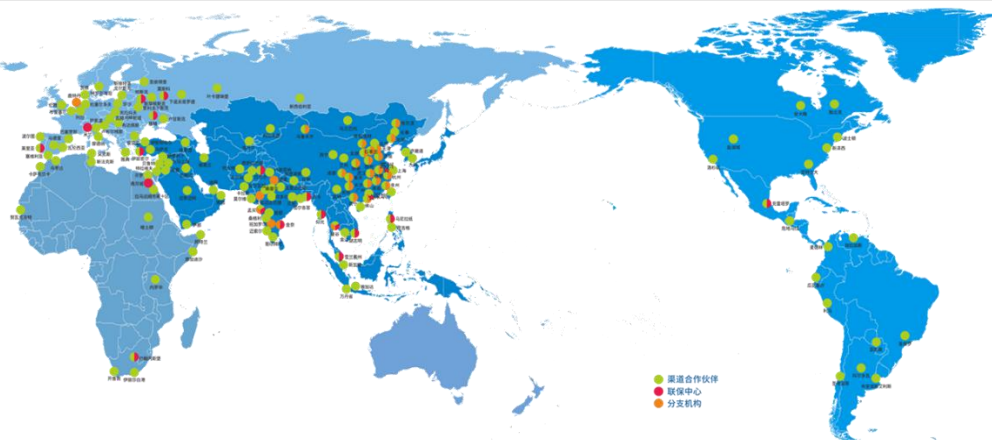
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司持续提升海内外市场占有率，紧抓国产化替代、双碳减排政策，构建海外本地化技术支持；打造流程化、扁平化、价值贡献型组织，海外多元业务模式拓宽销售通路；以 LTC/TQM 和端到端运营项目为抓手，全流程贯通，构建有竞争力的全球服务网络。

图 2：公司全球服务网络



资料来源：公司官网，山西证券研究所

## 1.2 起于工业自动化，延伸网络能源、光储、新能源

公司初期主要从事工业自动化产品的研发和销售，后逐渐向网络能源、新能源汽车以及光伏储能领域延伸。目前，公司拥有四大业务产品线，包括工业自动化、网络能源、新能源车、光储，其中工业自动化和网络能源是公司目前主要的收入来源，光储和新能源车业务近两年表现出较大提升。工业自动化业务主要包括变频器、伺服系统、控制器、物联网等；新能源汽车业务包括主/辅助电机控制器、车载充电电源、充电桩等；网络能源业务包括微模块产品线、供配电产品线、智能温控产品线、智能监控产品线等；光伏储能业务包括并网逆变器、储能逆变器、离网逆变器、监控配件、运维平台等，公司产品矩阵不断丰富。

图 3：公司产品矩阵

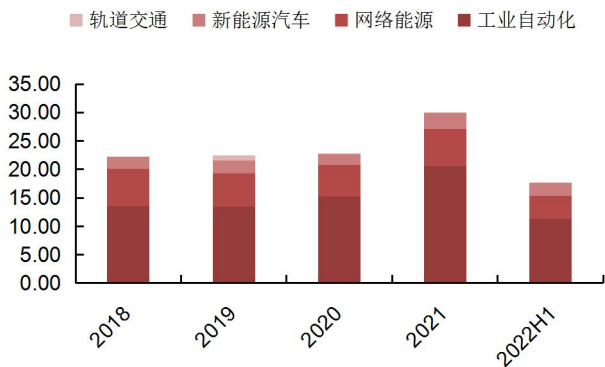


资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司立足于工业自动化，积极拓展网络能源、光伏、新能源汽车等新领域，成长型业务受益于行业发展表现出一定的景气度。2014 年公司就开始布局新能源电动车领域，2015 年成立光伏科技子公司，2022 年上半年新能源汽车和网络能源类业务营收增长迅速，分别同增 137.5%和 48.6%；产品方面，变频器仍为公司主要产品，占比超过 50%。

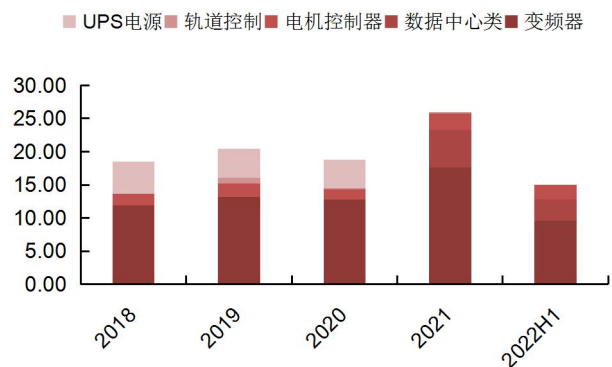


图 4：公司各业务营收情况（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：公司各产品营收情况（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

### 1.3 各子公司定位明确，股权激励寻求更大向心力

各子公司业务明确，定位清晰。公司成立之初全部收入均来自于变频器，通过设立子公司和并购，公司不断扩展业务范围，同时根据市场变化及公司战略完成对部分公司的增资减资计划，目前公司控股公司共 16 家。2022 年公司进行了组织结构的变化，工业自动化事业群在研发端、供应链端、市场端持续组织优化；同时，公司新能源汽车驱动业务引入了战略投资者，加大了对光伏业务的投资，受让无锡电梯子公司少数股东股权。

表 1：部分重要子公司情况（2022H1）

序号	子公司名称	业务	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	持股比例
1	苏州英威腾电力电子有限公司	工业自动化产品	8.00	0.29	100.00%
2	深圳市英威腾光伏科技有限公司	光伏逆变器	0.90	(-0.11)	87.50%
3	深圳市英威腾电动汽车驱动技术有限公司	新能源汽车电控等产品	2.26	(-0.35)	56.00%
4	无锡英威腾电梯控制技术公司	电梯控制等电气传动产品	-	-	75.25%
5	上海英威腾工业技术有限公司	伺服类产品	0.56	0.03	100.00%
6	深圳市英威腾网能技术有限公司	精密空调等机房产品	0.63	0.05	30.00%
7	深圳市英威腾电源有限公司	UPS 不间断电源	2.62	0.37	100.00%

资料来源：公司官网，Wind，山西证券研究所

核心成员深耕行业，为公司业务拓展提供支撑。公司创始人黄申力、杨林均毕业于东南大学自动控制系，曾在普传电力电子公司任职，张科孟、郑亚明、董瑞勇均来自于华为电气和艾默生网络能源公司，核心人员加入英威腾后，行业覆盖面大幅扩大。

公司注重对核心成员的激励，多次施行股权激励计划。2019 年公司设立股权激励计划，激励对象涉及董事、高中层管理人员和技术人员共 429 人，但第一个和第二个行权期因业绩而未达到行权标准；2020 年股权激励计划对象共 349 人，第一行权期和第二行权期均已满足；2021 年公司又设立了研发骨干股票期权

激励计划，以充分调动公司研发中层管理人员和技术骨干人员的积极性，目前第一行权期已达成。

表 2：近五年股权激励计划

时间	激励对象	行权期	业绩考核目标
2019 年	董事，高级、中层管理人员和技术（业务）骨干人员共 429 人	第一个行权期	以 2018 年营收为基数，2019 年营收增长率不低于 10%，深圳市英威腾电源有限公司 2019 年净利润不低于 8000 万元，个人层面绩效考核结果为“合格”
		第二个行权期	以 2018 年营收为基数，2020 年营收增长率不低于 20%，深圳市英威腾电源有限公司 2020 年净利润不低于 8800 万元，个人层面绩效考核结果为“合格”
		第三个行权期	以 2018 年营收为基数，2021 年营收增长率不低于 30%，深圳市英威腾电源有限公司 2021 年净利润不低于 1 亿元，个人层面绩效考核结果为“合格”
2020 年	董事，高级、中层管理人员和技术（业务）骨干人员共 349 人	第一个行权期	2020 年净利润不低于 0.90 亿元，个人层面绩效考核结果为“合格”
		第二个行权期	2021 年净利润不低于 1.05 亿元，个人层面绩效考核结果为“合格”
		第三个行权期	2022 年净利润不低于 1.35 亿元，个人层面绩效考核结果为“合格”
2021 年	研发中层管理人员和技术（业务）骨干人员共 243 人	第一个行权期	公司层面 2021 年净利润不低于 1.05 亿元，个人层面绩效考核结果为“合格”
		第二个行权期	公司层面 2022 年净利润不低于 1.35 亿元，个人层面绩效考核结果为“合格”
		第三个行权期	公司层面 2023 年净利润不低于 1.75 亿元，个人层面绩效考核结果为“合格”

资料来源：公司公告，深圳市英威腾电气股份有限公司《关于向激励对象首次授予股票期权的公告》（2019-2-23、2020-11-18、2021-9-25），山西证券研究所

注：激励对象统计包含股权激励草案/计划内全部激励对象，其中 2019 年第三个行权期行权成就，符合条件的激励对象 290 人；2020 年第一个行权期行权成就，符合条件的激励对象 312 人；2020 年第二个行权期行权成就，符合条件的激励对象 286 人；2021 年第一个行权期行权成就，符合条件的激励对象 191 人。

## 2. 工业自动化与数据中心业务，稳中有升构建营收基本盘

### 2.1 工业自动化：居市场领先地位，是最主要收入来源

公司工业自动化主要以差异化行业解决方案+定制化技术服务+全球本土化运营+数字化管理模式，通过变频器、PLC、伺服系统、高效能电机等产品线，以专业化的行业系统解决方案助力客户完善自动化体系，占公司主营业务收入 60%以上。

主要产品包括变频器、伺服系统、电机、控制器、人机界面、传感器、电梯驱动系统、工业互联网等

产品。公司工业自动化业务 OEM 市场在 3C、物流仓储、金属切割、压缩机等领域保持持续增长，项目型市场在建材、矿山、有色、石油、钢铁、港口海工等领域保持持续增长，工业自动化在海外如印度、东南亚、美洲、独联体、欧洲等区域保持高速增长。

图 6：公司自动化产品



资料来源：公司官网，山西证券研究所

### 2.1.1 多因素带动自动化需求提升

我国制造业的蓬勃发展，带动了工业自动化技术的广泛应用；人力资本的不断增长以及市场对产品品质、制造精度需求的提升，带动了工业自动化市场规模的日益增长；此外，我国大力推动传统制造业升级和高端装备制造产业发展，高度重视工业自动化控制系统行业，鼓励提高装备制造业自主创新能力和国产化水平，产业政策支持力度不断加大，出台了《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》、《“十四五”智能制造发展规划》等一系列政策，为行业发展提供了良好的制度环境和经营环境。

2012年以来，我国工业自动化市场规模总体呈上升趋势，2021年中国工业自动化市场规模达到2530亿元，同比增长23%。

图 7：2012-2021 年中国工业自动化市场规模及增速

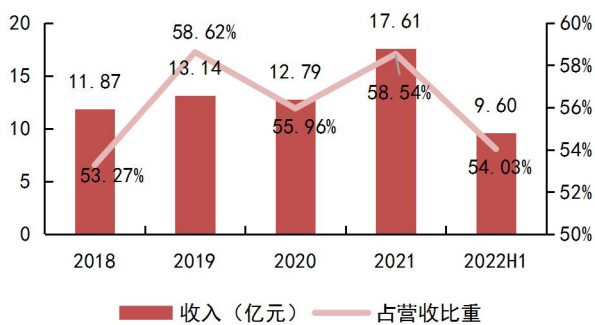


资料来源：工控网，华经产业研究院整理，山西证券研究所

### 2.1.2 公司低压变频器市占率处于领先地位，其他自动化产品持续放量

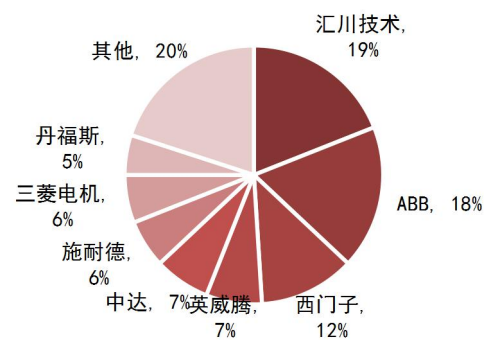
公司工业自动化业务中，占比较大的为变频器产品，其中低压变频器占据主要份额。2018 年到 2022 年上半年公司变频器业务收入占比分别为 53.27%、58.62%、55.96%、58.54%、54.03%，是公司主要的收入来源。公司低压变频器广泛应用于上百个国家多类应用领域，**2021 年在国产品牌中占比排第二，处于领先地位。**

图 8：2018-2022H1 变频器业务收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：2021 年中国低压变频器市场各企业占比



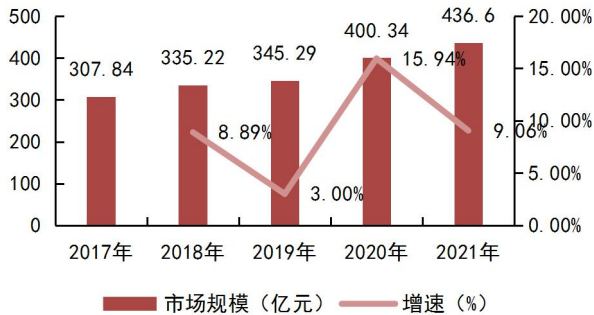
资料来源：华经产业研究院，山西证券研究所

随着中国工业生产规模的逐步发展并扩大，中国低压变频器市场规模得以扩张。根据华经产业研究院数据显示，中国低压变频器市场规模逐年上升，从 2017 年的 307.84 亿元扩张至 2021 年的 436.6 亿元，复合增长率达 9.13%，2021 年较 2020 年同比增长 9.06%。

早期国内变频器行业被外资主导，随着国内企业在生产制造和工艺流程上逐渐完善，产品可靠性稳步提升，产品技术得到了用户的认可，市场占有率逐步提升，与国外产品形成了相抗衡的阵势，变频器行业进入快速发展时期。近年来中国变频器市场份额中，本土产品占比基本保持在 40%左右，并有一定程度的

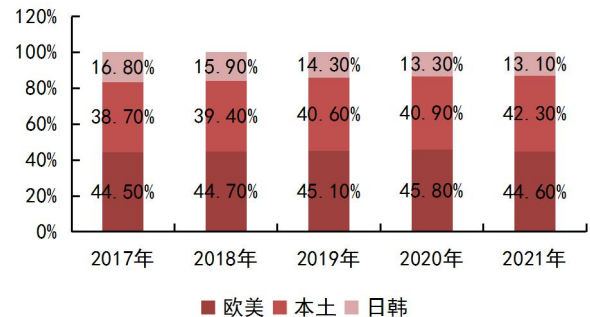
增长。

图 10：2017-2021 年中国低压变频器市场规模



资料来源：华经产业研究院，山西证券研究所

图 11：2017-2021 年中国低压变频器市场情况



资料来源：华经产业研究院，山西证券研究所

公司未来亦将在伺服驱动、变频器与 PLC 等产品整体解决方案的打造上持续加强，针对伺服、PLC 重点推进行业解决方案及新产品，持续提升伺服、PLC 核心竞争力。在“双碳”“数字化”“智能化”“绿色节能”的大环境下，未来行业需求将保持稳定增长，公司也将持续受益。

## 2.2 数字经济快速推进，网络能源市场快速扩张

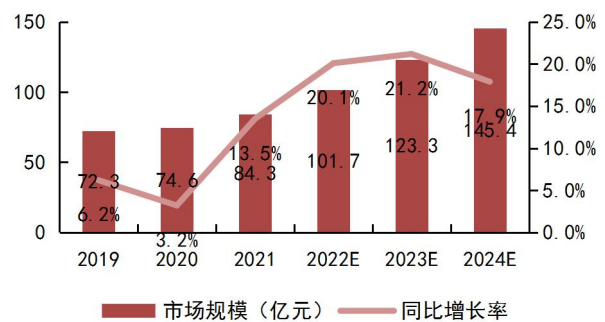
随着中国数字经济持续强劲发展，核心产业保持快速增长，新一代信息技术深度赋能产业和企业数字化转型，推动包括数据中心在内的新型基础设施高速发展，也带动了 UPS 和机房空调市场的发展，为 UPS、机房空调市场拓展了广阔的发展空间；智能化、绿色化、模块化依旧是 UPS 和机房空调发展的主旋律，“智能供电、智能供冷”将是未来数据中心基础设施技术革新的重要关注点。预计到 2024 年，中国机房空调市场规模将达到 105.8 亿元，三年复合增长率达到 14.5%，中国 UPS 市场规模将达到 145.4 亿元，复合增长率将达到 19.7%。

图 12：中国机房空调市场规模



资料来源：赛迪顾问，山西证券研究所

图 13：中国 UPS 市场规模



资料来源：赛迪顾问，山西证券研究所

公司专注于模块化 UPS 与数据中心关键基础设施一体化解决方案的研发、生产与应用。公司聚焦数据

中心基础设施产品解决方案，产品包括 UPS、精密空调、供配电、动环监控、机柜、冷热通道等，广泛应用于云数据中心、能源电力、制造业、交通、市政、医疗卫生、影视传媒、体育赛事等领域。

图 14：公司网络能源主要产品

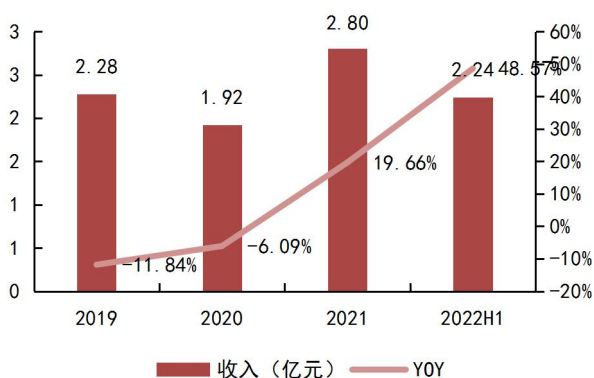


资料来源：公司官网，山西证券研究所

### 3. 成长型业务乘势而起，贡献公司高成长

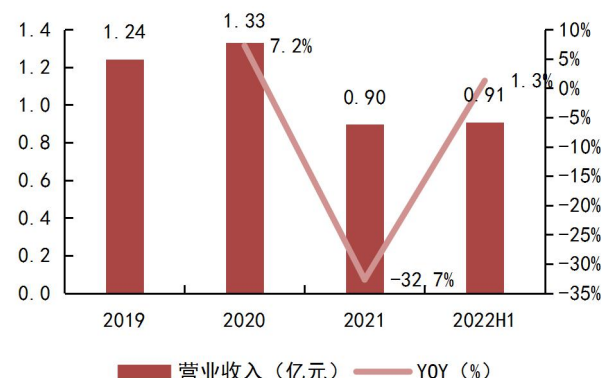
公司在工业自动化的基础上，不断在拓展其他领域，在光储业务、新能源车业务方面取得了一定的进展，近两年表现出较大的提升。

图 15：公司新能源车业务情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：公司光伏业务情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

### 3.1 新能源汽车业务：重新起航，进入快速成长通道

#### 3.1.1 新能源车行业：行业快速发展，商用车渗透率提升空间大

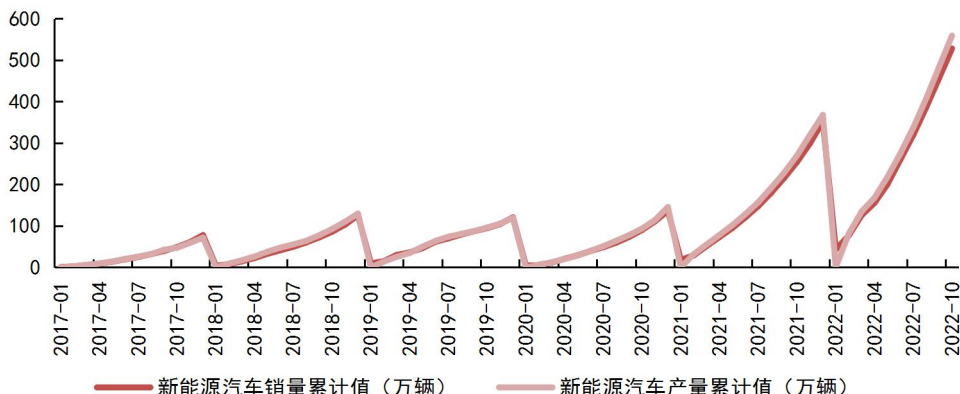
我国新能源汽车进入了规模化快速发展阶段，稳定和扩大新能源汽车消费是保障汽车产业平稳发展的重要途径，将进一步扩大新能源汽车的推广规模。随着造车技术的不断发展和完善，可以很好地弥补传统燃油汽车产业发展的短板，减少碳排放。为支持中国新能源汽车行业发展，《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》提出，到2025年，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右；力争经过15年的持续努力，我国新能源汽车核心技术达到国际先进水平，质量品牌具备较强国际竞争力。

表3：“大三电”和“小三电”价值量占比

类型	名称	图例	占比
“大三电”	驱动电机		6%
	电机控制器		6%
	动力电池		41%
“小三电”	DC/DC 转换器		4%
	车载充电器		
	高压配电箱		

资料来源：华尔街能源财经，头豹研究院，OFweek 锂电网，山西证券研究所

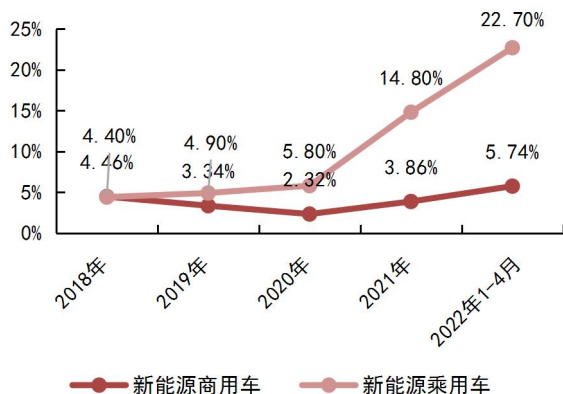
图 17：电动汽车产销情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

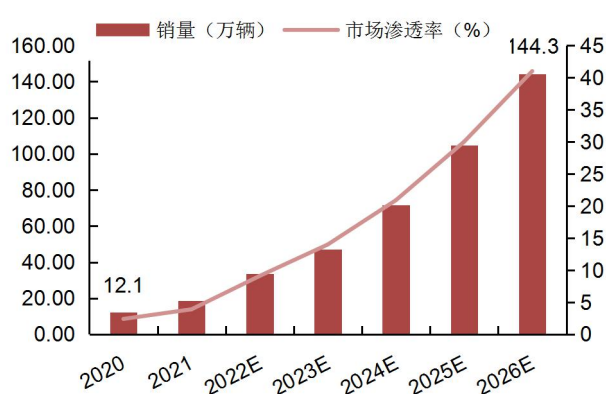
新能源商用车在实现汽车产业碳中和、碳达峰目标中起到决定性作用，在政策的强力推动下，未来三年有望迎来行业爆发期。从汽车排放结构来看，现阶段国内商用车保有量约 4000 万辆，占汽车总量的 10.9%，而碳排放却占据全部车辆的近 65%。在双碳目标大力实施的背景下，新能源商用车替代传统商用车已是刻不容缓，最新规划明确提出，到 2025 年底，全国城市公交、出租汽车、物流配送领域的新能源汽车占比分别达到 72%、35%和 20%。目前相比于渗透率快速提高的新能源乘用车，新能源商用车的渗透率仍在较低位置，未来三年随着政策刺激、技术进步等因素推动，新能源商用车将迎来高速发展。根据沙利文相关资料，预计 2026 年国内新能源商用车销量将增长至 144.3 万辆，2020-2026 年的复合增长率约 51.1%。

图 18：2018-2022 年 1-4 月我国新能源车渗透率



资料来源：中国汽车工业协会，山西证券研究所

图 19：2020-2026 年新能源商用车情况



资料来源：观研报告网《中国新能源商用车行业现状深度研究与发展趋势预测报告（2023-2029 年）》，沙利文，未来智库，山西证券研究所

“车电分离”的换电模式为新能源商用车高效补能，进一步推动新能源商用车普及。商用车重量普遍较乘用车大，即使搭载更大容量的动力电池，续航能力也相对有限，而在工作行驶中频繁充电会影响运营效率。“车电分离”的换电模式为商用车的电动化提供了便利，解决了封闭固定作业场景、短倒运输场景、



干线中途运输场景以及其他特定场景下，新能源商用车由于充电时间长而影响运营效率等痛点，为新能源商用车的普及提供了运营模式的支持。

表 4：新能源商用车换电相关政策

政策	发布机构	发布时间	主要内容
《关于组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的通知》	工信部等八部门	2023.02	科学合理制定新能源汽车推广目标，因地制宜开展多元化场景应用，鼓励在短途运输、城建物流以及矿场等特定场景开展新能源重型货车推广应用，加快老旧车辆报废更新为新能源汽车，加快推进公共领域车辆全面电动化。支持换电、融资租赁、“车电分离”等商业模式创新。
《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	交通运输部等四部门	2022.06	加强交通电气化替代。推进船舶靠港使用岸电，不断提高岸电使用率。推进高速公路服务区快充网络建设，鼓励开展换电模式应用。
《2022 年汽车标准化工作要点》	工信部	2022.03	提出加快构建完善电动汽车充换电标准体系推进纯电动汽车车载换电系统、换电通用平台、换电电池包等标准制定。
《关于启动新能源汽车换电模式应用试点工作的通知》	工信部	2021.10	决定启动新能源汽车换电模式应用试点工作。纳入此次试点范围的城市共有 11 个，其中综合应用类城市 8 个(北京、南京、武汉、三亚、重庆、长春、合肥、济南)，重卡特色类 3 个(直隶、唐山、包头)。预计推广换电车辆 10 万辆以上，换电站 1000 座以上。
《关于进一步提升充换电基础设施服务保障能力的实施意见》	国家发改委	2021.05	提高城乡地区充换电保障能力，并且深入相关新技术的研发与应用，对充换电设施本身要加强运维和网络服务，配套供电方面做好电网建设，在高质量监管下提高服务质量。提高对高速公路、乡镇等保障型充换电设施的补贴支持和税收优惠力度。
《2021 年能源工作指导意见》	国家能源委	2021.04	积极推产综合能源服务，加快充换电基础设施建设。推动电动汽车充换电基础设施往高质量、智能化方向发展，加强供需互动用电系统的推广，做好高比例可再生能源、电动汽车等多元化接入的准备。
《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	财政部、工信部、科技部、发改委	2020.10	通知要求完善新能源商用车和乘用车企业的资金清算制度，提高补贴门槛。通知提出新能源乘用车补贴前售价需在 30 万元以下（含 30 万元），为鼓励支持换电模式的发展，对采用换电模式的新能源汽车不设置补贴限制。
《国务院办公厅关于新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）通知》	市场监管总局	2020.10	到 2025 年，纯电动乘用车新车平均电耗降至 12.0 千瓦时/百公里。新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20%左右，加快充换电基础设施建设，鼓励开展换电模式应用。
《关于进一步完善新能源车推广应用财政补贴政策的通知》	财政部、工信部、科技部、发改委	2020.04	支持“车电分离”等新型商业模式发展。新能源乘用车补贴前售价须在 30 万元以下(含 30 万元)。为鼓励换电”新型商业模式发展，加快新能源汽车推广，“换电模式”车辆不受此规定。
《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》	国务院	2020.01	到 2025 年，中国充换电服务便利性显著提高。支持动力电池梯次产品在充换电等领域的创新应用，同时大力推动充换电网络建设并且鼓励开展换电模式的相关应用。政策层面则是完善现有体系，保障并推动充换电、加氢等基础设施科学布局和建设。

资料来源：国务院，国家发改委，工信部，交通运输部，山西证券研究所

### 3.1.2 公司新能源车业务：起于商用车，正积极开拓乘用车

公司自 2014 年起即成立深圳市英威腾电动汽车驱动技术有限公司，开始涉足电动车业务。2022 年新能源汽车驱动控制业务通过吸收合并，对业务进行整合，提高管理资源利用效率，集中优势资源主攻新能源汽车驱动控制产品、动力总成，聚焦重要产品，主要产品包括各类电机控制器、车载电源、充电桩及集成控制器等，对新能源汽车动力域产业有完整布局。

图 20：公司新能源车产品情况



资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司新能源汽车业务主要有客车、商用车、乘用车客户，产品成熟应用于新能源客车、物流车、环卫车、乘用车等各类车型，目前业务营收占比较多的主要为商用车。公司在 HEV、BEV、FCEV 均有系统解决方案，与东风、吉利、长城、金龙、三一、宇通、一汽等企业建立长期合作关系。2022 年，公司新能源汽车业务在技术和销售上取得较大成绩，突破了乘用车项目定点并批量获单，车载电源产品线牵手国内知名厂商打造 DCDC 模块，满足乘用车功能安全要求，为未来业绩持续增长提供坚实的基础和有力的保证。此外，公司于 2022 年 5 月发布公告，拟对电动汽车驱动子公司增资扩股。

表 5：公司合作车企情况

车型	汽车品牌
商用车	东风、中国重汽、吉利、厦门金龙、宇通客车、珠海银隆、豪沃客车等
乘用车	东风、吉利、众泰、爱驰、速达等
补电车	江淮、东风等
其他	宇通电动垃圾车/洗扫车/扫路车/清洗车、东风 8.5 吨环卫车等

资料来源：公司官网，山西证券研究所

表 6：2022 年新能源商用车销量 top10

品牌	2022 年上险量 (辆)	2021 年上险量 (辆)	同比累计增长	2022 年当期份额	2021 年同期份额	份额变化
吉利商用车	35164	6007	485.4%	11.1%	3.2%	7.9%
瑞驰汽车	29100	19279	50.9%	9.2%	10.4%	-1.2%
东风股份	18416	10977	67.8%	5.8%	5.9%	-0.1%
福田汽车	18123	7752	133.8%	5.7%	4.2%	1.5%
华展鑫源	17697	6113	176.0%	5.6%	3.5%	2.1%
奇瑞商用车	17225	8598	100.3%	5.4%	4.1%	0.8%
长安汽车	16243	7489	116.9%	5.1%	4.1%	1.1%
郑州宇通	13749	12500	10.0%	4.3%	6.8%	-2.4%
广西汽车	11127	7305	52.3%	3.5%	4.0%	-0.4%
上汽大通	10672	4712	126.5%	3.4%	2.6%	0.8%
前 10 强小计	187515	91032	106.0%	59.2%	49.3%	10.0%
市场合计	316616	184831	71.3%			

资料来源：上险数，方得网，山西证券研究所

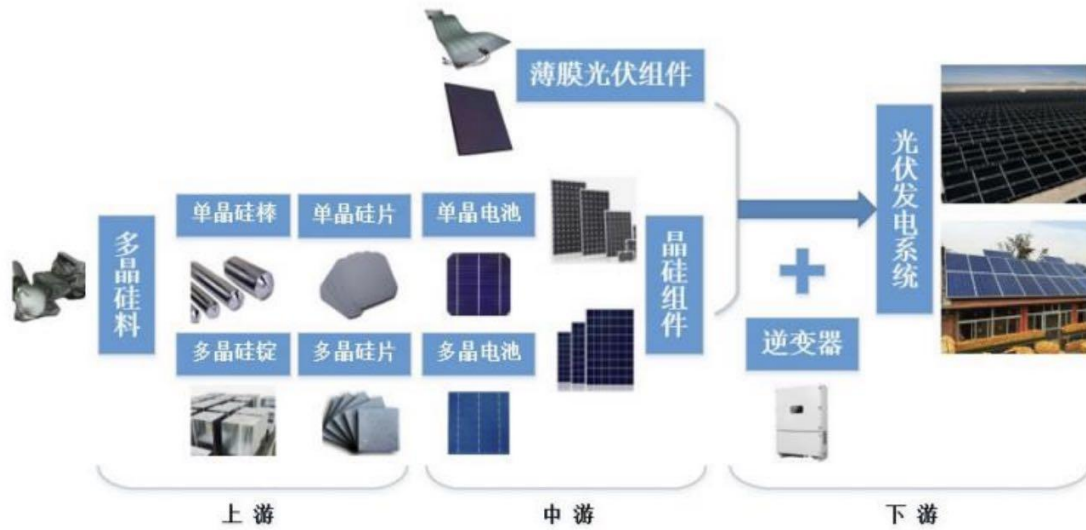
## 3.2 光储业务：快速成长，海外拓展值得期待

### 3.2.1 光伏行业：景气度不断提升，分布式持续推进

在我国《“十四五”可再生能源发展规划》中，提出要全面推进分布式光伏开发，重点推进工业园区、经济开发区、公共建筑等屋顶光伏开发利用行动，在新建厂房和公共建筑积极推进光伏建筑一体化开发，实施“千家万户沐光行动”，分布式光伏市场将得到持续提升。

光伏逆变器是太阳能光伏系统的核心设备。它将光伏组件产生的直流电转换为交流电，并入电网或供负载使用，其转换效率及可靠性将直接影响到光伏发电系统的运行效益，是光伏发电行业中技术密集度最高的产品之一。储能逆变器将交流电转换成直流电储存在蓄电池内，当发生断电的情况后，逆变器再将蓄电池内的直流电转换成交流电供用户使用。逆变器占据光伏产业链重要位置，根据技术路线的不同，可分为集中式、组串式、集散式和微型逆变器。

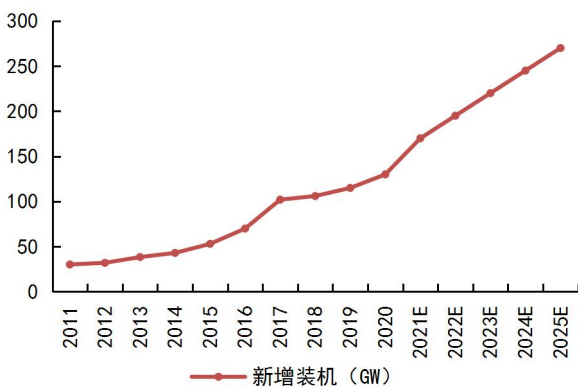
图 21：逆变器在光伏产业链中的位置



资料来源：CPIA，山西证券研究所

逆变器占据光伏和储能两大优质赛道。光伏市场持续高景气，根据 CPIA 数据，2021 年全球光伏新增装机约为 170GW，同比增速达 30.8%，据保守估计，2025 年新增装机将达到 270GW，国内光伏新增装机有望从 2021 年的 54.89GW 增长到 90GW。储能行业目前渗透率较低，随着能源转型、成本考虑叠加政策支持，储能装机需求将不断释放。根据 CNEESA 数据，2021 年全球电化学储能累计装机 24.3GW，同比增长 70%，我国累计装机 5.5GW，增速一直处于高位，未来发展前景广阔。

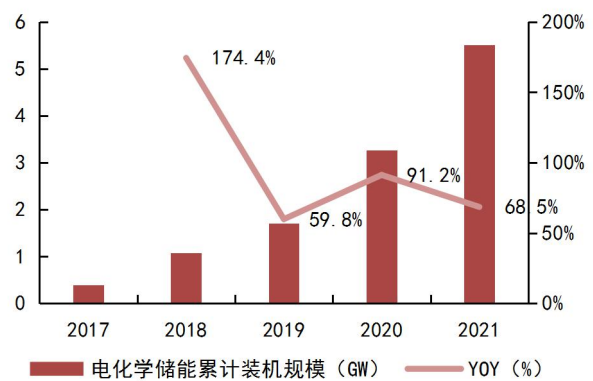
图 22：全球光伏新增装机预测



资料来源：CPIA，山西证券研究所

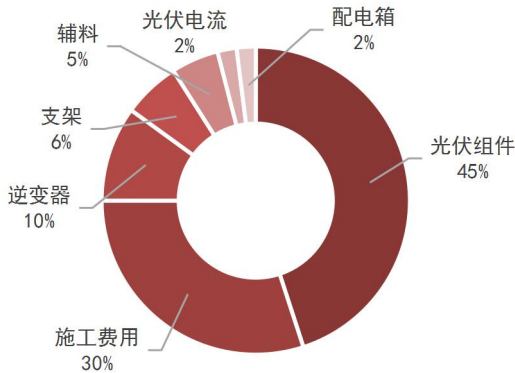
就光伏电站成本结构而言，逆变器约占 10% 的成本，是光伏电站的关键组件之一。目前在出口市场上我国逆变器出口存在较大的价格优势，国产品牌销往海外的逆变器单价较低，占据价格优势，预计未来国内逆变器出口规模还将进一步扩大。

图 23：中国电化学储能累计装机规模



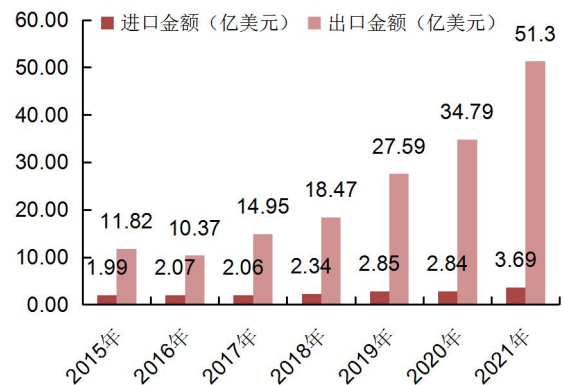
资料来源：国家能源局，山西证券研究所

图 24：中国光伏电站成本结构占比情况



资料来源：华经产业研究院，山西证券研究所

图 25：2015-2021 年中国逆变器进出口金额情况



资料来源：华经产业研究院，山西证券研究所

### 3.2.2 公司光储业务：产品不断迭代，认可度逐步提高

2015 年公司设立全资子公司英威腾光伏，聚焦分布式光伏领域产品的研发和生产。公司光伏业务专注于清洁能源电力设备技术的转换与存储，现代农业扬水系统的科研及驱动，零碳智慧能源的研发与管理，数字能源的互联与运维，公司光伏产品聚焦于分布式市场，产品涵盖并网逆变器、离网逆变器、储能逆变器以及终端选配件，可用于集网、并网，客户种类繁多。

图 26：公司光储产品情况

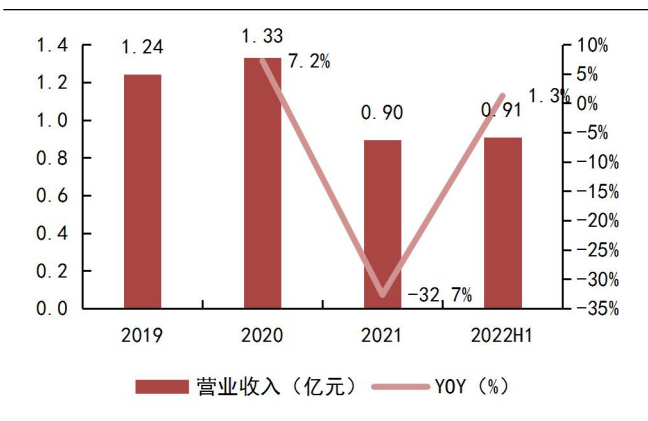


资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司 22 年上半年光储营收显著增长，获得行业、客户的认可。2022 年光储业务得到快速发展，光伏产品推陈出新，完善了三相并网产品，从 3KW 到 136KW，同时推出新一代单相并网产品。22H1 公司光储业务营收同比增长 167%，业务在国内工商业市场布局成效显著，在国内中东部分布式增长显著，成功进入工信部光伏制造规范企业名单并入驻央企国电投合格供应商名录等，与多位知名客户达成合作关系；同时，公司建立了覆盖全球多个国家的渠道网络，能为广大海外客户提供光伏及储能、新能源等系列产品及解决方案，海外市场随着新一代 XG 系列产品认证完善，在欧洲、美洲、印度和澳洲进行重点推广。公司在 2022 年被评为光伏行业十大最具创新逆变器企业、分布式光伏最具品牌影响力企业、分布式光伏逆变器十大供应商等等，并入选了工信部“第三批智能光伏试点示范企业名单”。

公司增资子公司，继续加码光伏业务。基于光储业务的快速增长和光伏行业的高景气度，公司拟向光伏科技子公司增资 9000 万元，交易完成后公司持股比例将增至 95.0%，此步举措完成后公司的经营发力点和战略重点进一步明确，随着公司研发能力的进一步提升和新产品的落地推出，订单和业绩有望持续增长。

图 27：2019-2022H1 光储营收情况



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 28：公司光伏子公司控股股权情况变化

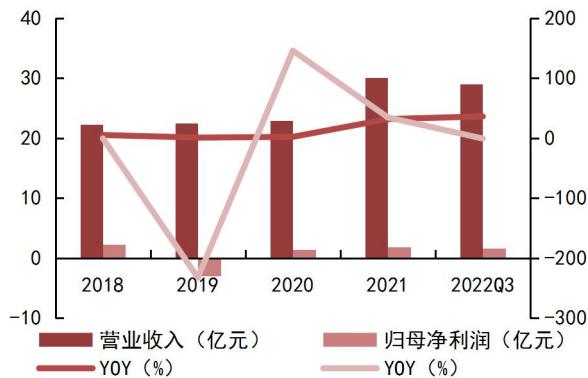
股东	增资前股权比例	增资后持股比例
深圳英威腾电气股份有限公司	87.50%	95.00%
深圳市英之光投资发展企业 (有限合伙)	5.00%	2.00%
深圳市英之电投资发展企业 (有限合伙)	4.00%	1.60%
李颖	3.50%	1.40%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 4. 财务分析

公司 2021 年营收上一台阶，净利率呈现不断上升趋势。2019 年公司因处置存货、应收账款减值等因素导致归母净利润为负，2020 年扭亏为盈，营收稳中有升。2022Q3 营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 28.99/1.62/1.63 亿元，同比变动+35.99%/-0.85%/+28.68%，营收和扣非归母净利润增长主要系光伏和新能源汽车业务拉动；Q3 毛利率与净利率均有所下滑，系公司上游涨价所致。

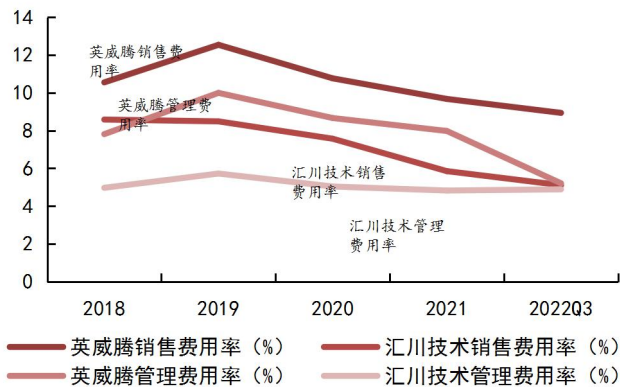
图 29：公司营收及归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

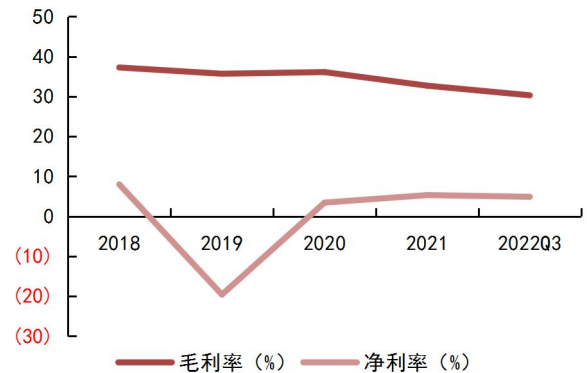
费用管控水平提升，研发投入不松懈。公司销售费用率与管理费用率高于同行业可比公司，但近年来费用率呈现下行趋势，费用管控向好；公司研发费用率始终保持在高位水平，远高于同行业平均水平，近年来也高于同行业领先公司。

图 31：公司销售费用率与管理费用率情况



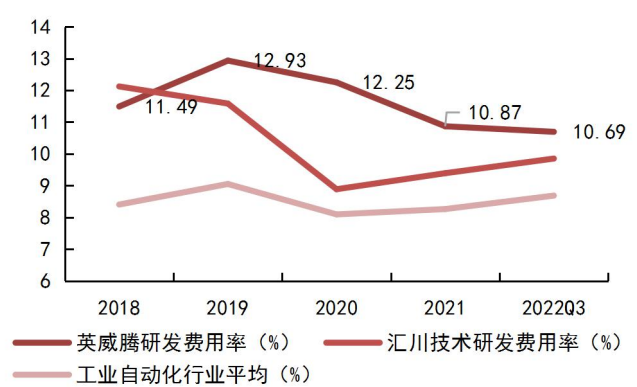
资料来源：wind，山西证券研究所

图 30：公司毛利率及净利率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 32：公司研发费用率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

## 5. 估值分析及盈利预测

根据主营业务类型，公司可比公司包括汇川技术、蓝海华腾、英搏尔等。其中，汇川技术为国内变频器行业的主流内资品牌之一，经过十多年的发展，已经从单一的变频器供应商发展成机电液综合产品及解决方案供应商；蓝海华腾是一家拥有完全自主知识产权，专业致力于中低压变频器、伺服驱动器、电动汽车电机控制器、逆变器等电力电子产品的研发、制造、销售和服务的国家级高新技术企业和软件企业。

表 7：公司可比公司简介

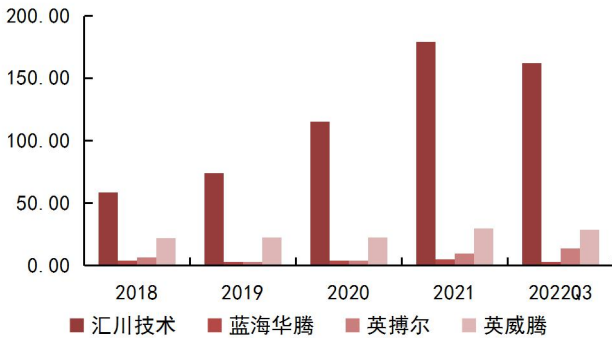
公司名称	公司简介
汇川技术	公司是专门从事工业自动化和新能源相关产品研发、生产和销售的高新技术企业。经过十多年的发展，公司已经从单一的变频器供应商发展成机电液综合产品及解决方案供应商。 <b>目前公司主要产品包括：</b> ①服务于智能装备领域的工业自动化产品，②服务于工业机器人领域的核心部件、整机及解决方案，③服务于新能源汽车领域的动力总成产品，④服务于轨道交通领域的牵引与控制系统，⑤服务于设备后服务市场的工业互联网解决方案。 <b>在工业自动化产品方面</b> ，公司已经成为国内最大的中低压变频器与伺服系统供应商； <b>在电梯行业</b> ，公司已经成为行业领先的电梯一体化控制器供应商；在新能源汽车领域，公司已经成为我国新能源汽车电机控制器的领军企业。公司是国家高新技术企业，掌握了高性能矢量变频技术、PLC 技术、伺服技术和永磁同步电机等核心平台技术。
蓝海华腾	深圳市蓝海华腾技术股份有限公司是一家拥有完全自主知识产权，专业致力于中低压变频器、伺服驱动器、电动汽车电机控制器、逆变器等电力电子产品的研发、制造、销售和服务的国家级高新技术企业和软件企业。
英搏尔	公司是一家专注于电动车辆电机控制系统技术自主创新与产品研发的高新技术企业，主营业务系以电机控制器为主，车载充电机、DC-DC 转换器、电子油门踏板等为辅的电动车辆关键零部件的研发、生产与销售。公司产品广泛应用于新能源汽车、中低速电动车、场地电动车等领域。电机控制器是电动车辆的关键零部件之一，其主要功能为：车辆的运行工况需求通过电子油门的信息传输，电机控制器指挥电机工作，调整相应的电机工作电流、电压及转速，完成车辆的启动、加速、运行、制动等工况匹配；电机控制器同时管理动力电池组在车辆运行状态下的放电功率传输及能量回收。
英威腾	公司是国家火炬计划重点高新技术企业，依托于电力电子、自动控制、信息技术，业务覆盖工业自动化、新能源汽车、网络能源及轨道交通。全国共有多处研发中心，拥有各类专利多件，实验室拥有国内工控行业首家 TUV SUD 颁发的 ACT 资质，并通过 UL 目击实验室及 CNAS 国家实验室认证。深圳公明科技产业园和苏州工业产业园，能为客户提供先进的集成产品开发设计管理、全面的产品研发测试与自动化信息化的作业生产。分布在全球各地的分支机构和联保中心为用户提供解决方案、技术培训与服务支持的专业后勤保障，可以更加便捷快速地服务客户。公司秉承“众诚德厚、业精志远”的经营理念，立足于工业自动化和能源电力领域，以三大技术为基础，做大做强工业自动化、新能源汽车、网络能源、轨道交通等核心业务。

资料来源：Wind，山西证券研究所

公司各项财务指标良好，处于行业中上游。从主要财务指标来看，（1）规模与成长性方面，公司营收和净利规模整体处于行业中上游。2019-2021 年公司营业总收入分别为 22.42/22.86/30.09 亿元，归母净利润分别为-4.40/0.78/1.59 亿元；公司近三年营收复合增长率处于行业中下游，仅为 10.53%，但 2021 年加速增长，同比增速达 31.59%，预计 2022 年增速可达 38.62%；公司归母净利润近三年复合增长率为-3.58%，但近两年复合增长率达 116.73%，**盈利规模向好，成长性较强**

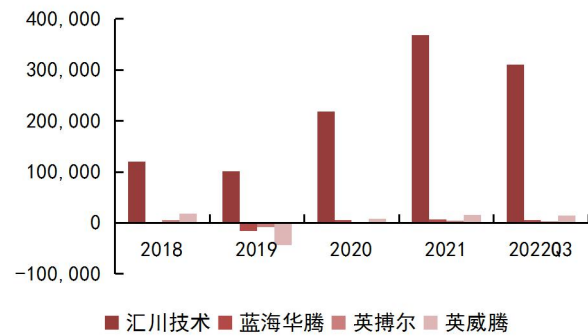


图 33：公司与可比公司营收规模对比（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

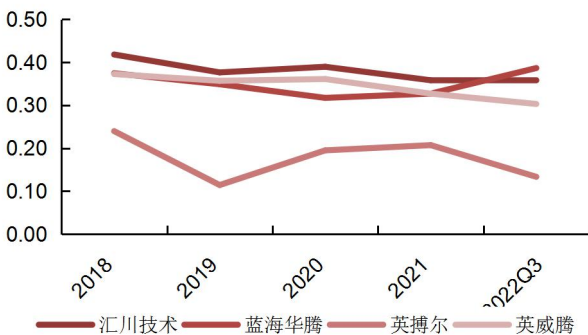
图 35：公司与可比公司归母净利润规模对比（万元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

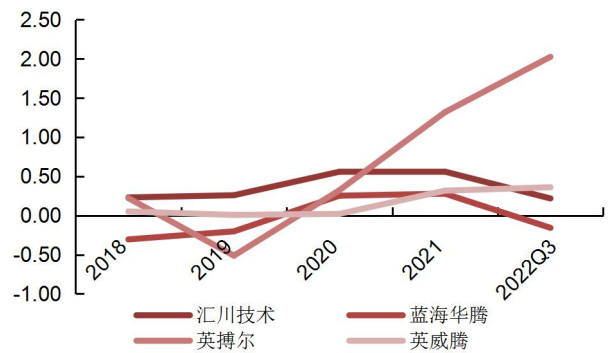
(2) 盈利能力方面，公司毛利率处于行业中上游，但由于期间费用率整体高于可比公司，净利率整体仍处于行业中下游。2019-2021 年公司毛利率分别为 35.70%/36.11%/32.70%，期间费用率分别为 36.19%/32.67%/28.94%，净利率分别为-19.62%/3.42%/5.30%。

图 37：公司与可比公司毛利率水平对比



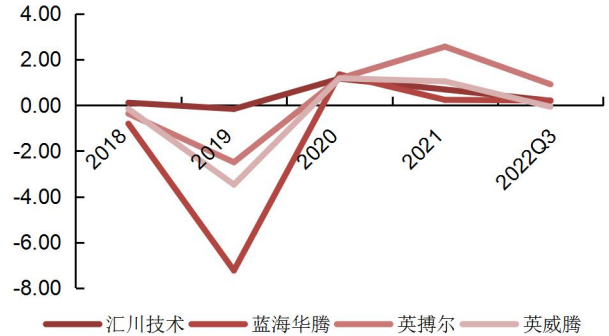
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 34：公司与可比公司营收增速对比（%）



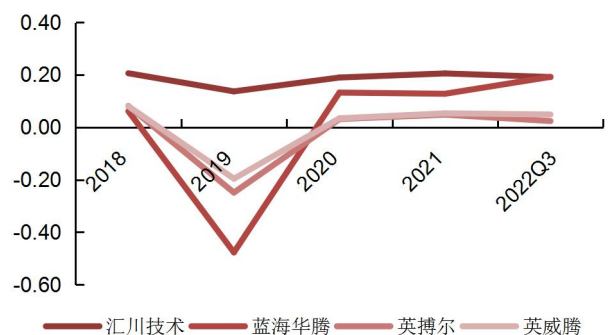
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 36：公司与可比公司归母净利润增速对比（%）



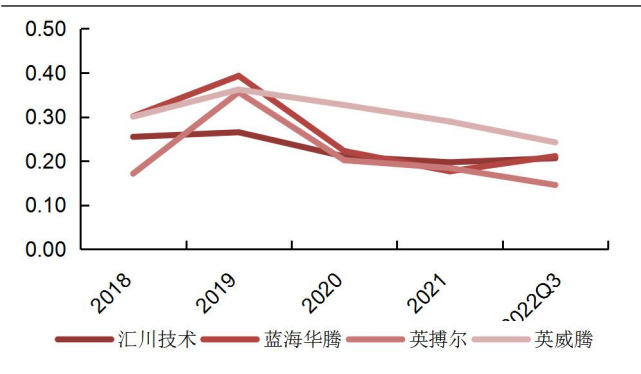
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 38：公司与可比公司净利率水平对比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 39：公司与可比公司期间费用率对比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

公司估值显著低于可比公司。截止 2023 年 2 月 27 日，公司总市值达 90.7 亿元，对应 2021 年市盈率 49.7x，对应 2022 年预计市盈率 33.5x，市盈率（TTM）为 50.1x，显著低于可比公司平均 65.6x。

表 8：公司与可比公司估值对比（数据截至 2023 年 2 月 27 日）

代码	名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE				
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	TTM
300124.SZ	汇川技术	72.4	1924.5	35.7	42.3	54.4	69.3	53.9	45.5	35.4	27.8	46.2
300484.SZ	蓝海华腾	17.1	35.7	0.6				57.6	-	-	-	42.5
300681.SZ	英搏尔	40.2	67.4	0.5	0.8	2.3	4.5	144.0	82.2	29.1	15.0	108.1
可比公司平均			675.9					85.1	63.8	32.2	21.4	65.6
002334.SZ	英威腾	11.59	90.7	1.8	2.7	4.1	5.4	49.7	33.5	21.9	16.9	50.1

资料来源：Wind，山西证券研究所

注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

随着公司内部管理的调整、对相关业务的投入以及国外市场进一步拓展，公司工业自动化和数据中心业务将保持增速，光储以及新能源车业务作为成长型业务将为公司贡献高成长。

表 9：公司主要业务收入情况及预测

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
合计	营业收入	2,242.03	2,286.43	3,008.78	4,100.93	5,522.95	7,307.12
	YOY		1.98%	31.59%	36.30%	34.68%	32.30%
	毛利率	35.70%	36.11%	32.70%	30.72%	31.26%	31.29%
工业自动化	营业收入	1344.54	1525.85	2053.86	2423.55	2956.74	3548.08
	YOY		13.48%	34.60%	18.00%	22.00%	20.00%
	毛利率	41.58%	41.06%	35.98%	34.36%	34.09%	33.81%
新能源汽车	营业收入	228.03	192.22	280.35	630.79	1009.26	1513.89
	YOY		-15.70%	45.85%	125.00%	60.00%	50.00%
	毛利率	10.70%	17.07%	19.75%	18.68%	21.73%	21.73%
网络能源	营业收入	582.35	546.86	654.37	1014.28	1521.41	2206.05
	YOY		-6.09%	19.66%	55.00%	50.00%	45.00%

	毛利率	32.31%	27.97%	27.02%	28.43%	31.29%	33.19%
轨道交通	营业收入	87.11	21.51	20.19	32.31	35.54	39.09
	YOY		-75.31%	-6.11%	60.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	33.02%	61.89%	62.98%	65.30%	65.30%	65.30%

资料来源：Wind，山西证券研究所

预计公司 2022-2024 年营业收入 41.01/55.23/73.07 亿元，同比增长 36.3%/34.7%/32.3%；归母净利润 2.71/4.13/5.35 亿元，同比增长 48.7%/52.5%/29.5%，对应 EPS 为 0.35/0.53/0.68 元，给予“增持-A”评级。

表 10：公司盈利预测情况

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,286	3,009	4,101	5,523	7,307
YoY(%)	2.0	31.6	36.3	34.7	32.3
净利润(百万元)	136	182	271	413	535
YoY(%)	145.6	34.4	48.7	52.5	29.5
EPS(摊薄/元)	0.17	0.23	0.35	0.53	0.68

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 6. 风险提示

### 1、宏观经济及政策风险

行业的发展与国家宏观经济和宏观政策密不可分，当宏观经济不振，或者宏观政策落地效果不佳时，公司产品的销售和收入的增长均会受到相应的影响。

### 2、原材料价格波动和紧缺的风险

公司主要原材料为电子元器件、结构件以及辅料等。受需求旺盛、疫情影响导致产能缩减、芯片囤积加剧短缺等多方影响，市场面临供需不平衡的情形。若未来公司上游原材料供应商持续出现供货不及时或者大幅提升原材料价格的情况，将对公司的盈利能力产生一定不利影响。

### 3、成长型业务拓展不及预期风险

公司自动化及网络能源业务相对成熟，光储及新能源车业务仍处于开拓期，近年来光伏及新能源车行业相对景气，公司也在进行相关产品的研发及推广，亦与大型企业存在合作关系，不过截至 2022 年中报，两项业务仍处于亏损阶段，如相关产品研发或者拓展不及预期，将对公司盈利能力产生不利影响。

### 4、汇率波动风险

汇率波动风险将可能导致公司出现汇兑损益，从而影响公司财务状况及经营成果。

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1901	2360	3199	4198	5491
现金	611	669	955	1286	1701
应收票据及应收账款	586	739	1067	1366	1853
预付账款	13	30	28	50	53
存货	449	714	918	1263	1622
其他流动资产	243	208	231	233	262
<b>非流动资产</b>	946	1113	1277	1503	1779
长期投资	28	33	34	34	35
固定资产	440	460	645	884	1154
无形资产	114	125	109	95	81
其他非流动资产	364	494	489	490	508
<b>资产总计</b>	2848	3473	4476	5700	7270
<b>流动负债</b>	1089	1404	2163	3041	4096
短期借款	151	271	481	1099	1379
应付票据及应付账款	678	753	1255	1429	2121
其他流动负债	260	380	426	513	596
<b>非流动负债</b>	85	206	184	164	145
长期借款	50	136	114	93	75
其他非流动负债	35	70	70	70	70
<b>负债合计</b>	1174	1610	2346	3205	4241
少数股东权益	-41	-52	-86	-123	-123
股本	753	753	782	782	782
资本公积	215	214	214	214	214
留存收益	783	965	1203	1579	2114
归属母公司股东权益	1715	1915	2215	2619	3152
<b>负债和股东权益</b>	2848	3473	4476	5700	7270

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	365	143	305	62	545
净利润	78	159	238	376	535
折旧摊销	73	71	71	97	124
财务费用	22	14	3	1	-3
投资损失	-14	1	-6	-2	-4
营运资金变动	122	-216	-6	-410	-106
其他经营现金流	83	113	7	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-143	-175	-236	-320	-395
<b>筹资活动现金流</b>	-97	65	7	-29	-14
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.23	0.35	0.53	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.18	0.39	0.08	0.70
每股净资产(最新摊薄)	2.19	2.45	2.79	3.31	3.99

### 利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2286	3009	4101	5523	7307
营业成本	1461	2025	2841	3796	5021
营业税金及附加	14	20	26	36	47
营业费用	246	291	361	469	606
管理费用	198	240	267	342	438
研发费用	280	327	410	525	658
财务费用	22	14	3	1	-3
资产减值损失	-74	-17	-30	-20	-20
公允价值变动收益	0	-0	-7	0	0
投资净收益	14	-1	6	2	4
<b>营业利润</b>	99	165	259	430	620
营业外收入	9	14	22	15	15
营业外支出	8	3	5	5	5
<b>利润总额</b>	100	176	276	440	630
所得税	21	17	39	64	94
<b>税后利润</b>	78	159	238	376	535
少数股东损益	-58	-23	-33	-38	0
<b>归属母公司净利润</b>	136	182	271	413	535
EBITDA	167	253	350	554	786

### 主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	2.0	31.6	36.3	34.7	32.3
营业利润(%)	128.5	67.0	56.8	65.6	44.3
归属于母公司净利润(%)	145.6	34.4	48.7	52.5	29.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	36.1	32.7	30.7	31.3	31.3
净利率(%)	5.9	6.1	6.6	7.5	7.3
ROE(%)	4.7	8.6	11.3	15.2	17.8
ROIC(%)	3.8	6.9	8.4	10.2	12.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	41.2	46.4	52.4	56.2	58.3
流动比率	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3
速动比率	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	3.4	4.5	4.5	4.5	4.5
应付账款周转率	2.3	2.8	2.8	2.8	2.8
<b>估值比率</b>					
P/E	66.8	49.7	33.5	21.9	16.9
P/B	5.3	4.7	4.1	3.5	2.9
EV/EBITDA	51.6	34.9	24.8	16.1	11.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话: 010-83496336

