

增持 (首次)

西部材料 (002149)

产品结构持续优化, 营收业绩稳步增长

2023年04月20日

市场数据

日期	2023-04-19
收盘价(元)	17.15
总股本(百万股)	488.21
流通股本(百万股)	488.14
净资产(百万元)	2,793.83
总资产(百万元)	6,395.31
每股净资产(元)	5.72

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 29.41 亿元, 同比增长 22.83%; 归母净利润 1.85 亿元, 同比增长 38.97%; 扣非后归母净利润 1.36 亿元, 同比增长 30.24%。公司整体毛利率为 22.20%, 同比减少 0.84pct; 净利率为 8.76%, 同比增加 1.42pct。净资产收益率 6.83%, 同比增加 1.71pct。
- 产品结构优化, 原材料成本大幅增长。2022 年, 公司航空航天及高端民品占比持续提高, 占比超过 50%。其中航空航天实现收入 9.45 亿元, 同比增长 29%, 营收占比为 32.13%; 铸材实现收入 4.75 亿元, 同比增长 150%, 营收占比为 16.15%; 装备及部件实现收入 1.45 亿元, 同比增长 41%, 营收占比为 4.93%。2022 年, 公司稀有金属压延加工工业营业成本为 20.70 亿元, 同比增长 25.90%, 其中原材料成本为 14.17 亿元, 同比增长 32.40%。
- 主要子公司营收业绩均实现较大增长。子公司西部钛业(钛制品)实现营收 16.88 亿元, 同比增长 28.39%, 营收占比为 57.40%; 净利润 1.48 亿元, 同比增长 42.72%, 净利润占比为 57.29%; 净利率为 8.74%。天力公司(钛钢复合板)实现营收 6.39 亿元, 同比增长 26.46%, 营收占比为 21.72%; 净利润 0.73 亿元, 同比增长 72.02%, 净利润占比为 28.41%; 净利率为 11.45%。西诺公司(贵金属制品)实现营收 3.43 亿元, 同比增长 38.90%, 营收占比为 11.66%; 净利润 0.41 亿元, 同比增长 29.60%, 净利润占比为 15.75%, 净利率为 11.84%。菲尔特公司(金属纤维及纤维毡)实现营收 1.50 亿元, 同比增长 37.71%, 营收占比为 5.10%; 净利润 0.22 亿元, 同比增长 21.72%, 净利润占比为 8.64%; 净利率为 14.83%。2022 年, 子公司优耐特实施增资扩股, 公司持有股权比例由 60%降至 20%, 不再并表; 公司全力推进天力公司北交所上市, 2023 年 3 月 31 日北交所出具审议会议结果, 天力公司符合发行条件、上市条件和信息披露要求; 西诺公司于 2022 年 8 月完成增资扩股, 发行 270 万股, 募集资金 1971 万元, 9 月获批进入创新层。
- 期间费用率降低, 研发费用大幅增长。公司期间费用总额 4.13 亿元, 同比增长 9.51%, 期间费用占营收比重 14.04%, 同比减少 1.71pct。其中研发费用 1.70 亿元, 同比增长 26.84%, 2022 年公司研发人员中博士人员数量为 32 人, 同比增加 18 人, 实现大幅增长。
- 经营性现金流同比增长。2022 年, 公司销售回款较上年增加, 经营活动产生的现金流净额 0.24 亿元, 同比增加 0.28 亿元; 投资活动现金流量净额-2.07 亿元, 同比增加 0.85 亿元; 筹资活动现金流量净额 1.73 亿元, 同比增加 3.41 亿元。
- 应收账款及应收票据同比显著增长。截至 2022 年末, 公司存货 15.27 亿元, 同比增长 0.01%; 公司应收账款 9.85 亿元, 同比增长 27.52%, 应收票据 6.24 亿元, 同比增长 72.49%。
- 募投项目进展顺利, 助推产能大幅提高。高性能低成本钛合金材料生产线技术改造项目顺利投产, 公司铸锭熔炼能力提升到 15000 吨/年, 解决了公司熔炼瓶颈问题; 合金薄板产能提升到 1000 吨/年; 管材产能提升到 1500 吨/年; 西部材料联合技术中心建设项目顺利推进。
- 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 2.77/3.68/4.62 亿元, EPS 分别为 0.57/0.75/0.95 元/股, 对应 4 月 19 日收盘价 PE 为 30.2/22.7/18.1 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示: 海绵钛价格显著上行推高成本; 下游需求不及预期。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2941	4270	5411	6431
同比增长	22.8%	45.2%	26.7%	18.9%
归母净利润(百万元)	185	277	368	462
同比增长	39.0%	49.9%	33.0%	25.4%
毛利率	22.2%	22.7%	23.4%	24.1%
ROE	6.6%	9.0%	10.8%	12.1%
每股收益(元)	0.38	0.57	0.75	0.95
市盈率	45.3	30.2	22.7	18.1

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 29.41 亿元，同比增长 22.83%；归母净利润 1.85 亿元，同比增长 38.97%；扣非后归母净利润 1.36 亿元，同比增长 30.24%；基本每股收益 0.38 元/股，同比增长 38.97%；加权平均净资产收益率 6.83%，同比增加 1.71pct。
- 2022 年利润分配方案：以 4.88 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 2 元(含税)，共计分配利润 0.98 亿元，占公司归母净利润的比例为 52.81%。

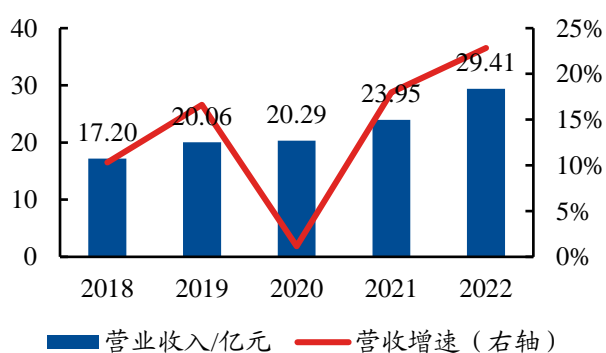
点评

● 营收增长持续提速，业绩保持高速增长

2022 年，公司圆满完成年度各项任务目标，公司质量效益与竞争力全面提升，整体经营实现持续增长，全年实现营收 29.41 亿元，同比增长 22.83%；归母净利润 1.85 亿元，同比增长 38.97%。

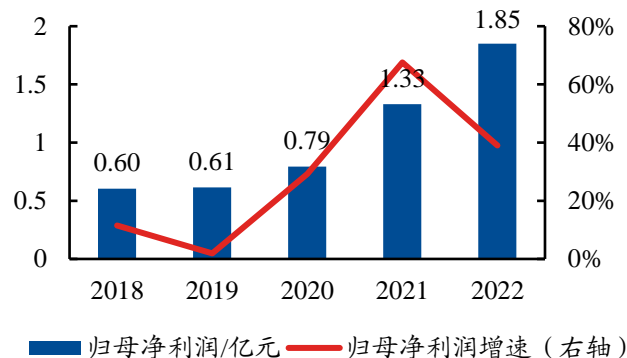
分季度看，公司 2022 年四个季度分别实现营收 4.86 亿元（同比+5.82%，下同）、9.81 亿元（+40.64%）、6.95 亿元（+15.27%）、7.79 亿元（+22.76%）；公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 0.21 亿元（-31.56%）、0.72 亿元（+75.22%）、0.42 亿元（+33.28%）、0.50 亿元（+67.69%）。

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
2020	Q1	8.02	3.09	15.25%	-0.14	-17.92%
	Q2	20.58	5.99	29.53%	0.29	36.52%
	Q3	19.71	5.40	26.59%	0.22	27.28%

	Q4	30.18	5.81	28.64%	0.43	54.13%
2021	Q1	21.96	4.60	19.19%	0.31	23.10%
	Q2	20.84	6.98	29.13%	0.41	30.95%
	Q3	20.74	6.03	25.17%	0.31	23.61%
	Q4	28.45	6.35	26.51%	0.30	22.34%
2022	Q1	20.48	4.86	16.53%	0.21	11.38%
	Q2	20.55	9.81	33.35%	0.72	39.03%
	Q3	21.14	6.95	23.62%	0.42	22.64%
	Q4	26.31	7.79	26.49%	0.50	26.96%

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 产品结构优化，原材料成本大幅增长

2022 年，公司钛制品实现营收 21.88 亿元，同比增长 23.10%，占公司总营收的 74.39%，毛利率为 21.78%，同比减少 1.43pct；其他稀有金属收入 5.10 亿元，同比增长 21.66%，占公司总营收的 29.70%，毛利率为 29.70%，同比减少 3.66pct。

2022 年，公司航空航天及高端民品占比持续提高，占比超过 50%。其中航空航天实现收入 9.45 亿元，同比增长 29%，占公司总营收的 32.13%，同比增加 1.64pct；锆材实现收入 4.75 亿元，同比增长 150%，占公司总营收的 16.15%；装备及部件实现收入 1.45 亿元，同比增长 41%，占公司总营收的 4.93%。

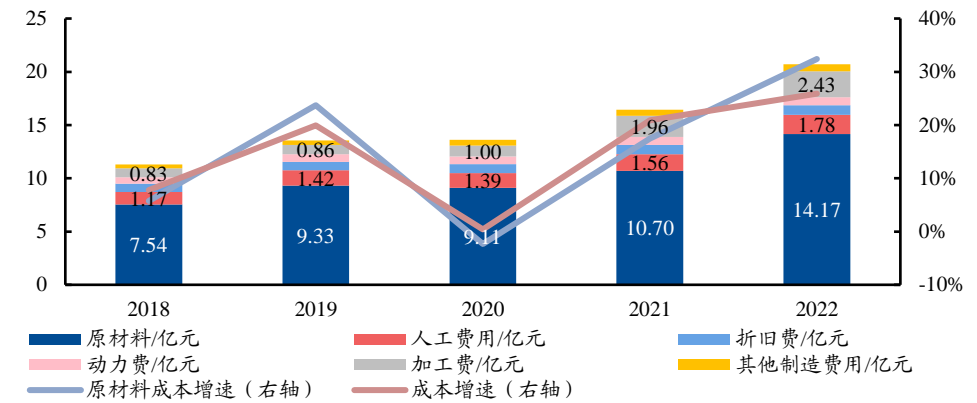
表 2、公司主营业务分产品营收及毛利率情况

	2022			2021			营收同比增速	毛利率同比增减
	金额/亿元	占营业收入比重	毛利率	金额/亿元	占营业收入比重	毛利率		
营业收入合计	29.41	100%	22.20%	23.95	100.00%	23.05%	22.83%	-0.84%
分产品								
钛制品	21.88	74.39%	21.78%	17.78	74.23%	23.21%	23.10%	-1.43%
其他稀有金属	5.10	17.35%	29.70%	4.19	17.51%	33.36%	21.66%	-3.66%
其他收入	2.43	8.26%	10.28%	1.98	8.25%	-0.32%	22.93%	10.60%

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2022 年，按照细分加总口径，公司稀有金属压延加工业营业成本为 20.70 亿元，同比增长 25.90%，其中原材料成本为 14.17 亿元，同比增长 32.40%，占营业成本比重为 68.44%，同比增加 3.36pct；加工费为 2.43 亿元，同比增长 24.02%，占营业成本比重为 11.74%，同比减少 0.18pct；人工费用为 1.78 亿元，同比增长 14.15%，占营业成本比重为 8.59%，同比减少 0.88pct。

图 3、2018-2022 年成本构成、增速及原材料成本增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 主要子公司均实现稳健增长

2022 年，子公司西部钛业（钛制品）实现营收 16.88 亿元，同比增长 28.39%，占公司总营收的 57.40%；净利润 1.48 亿元，同比增长 42.72%，占公司整体净利润的 57.29%；净利率为 8.74%，同比增加 0.88pct。

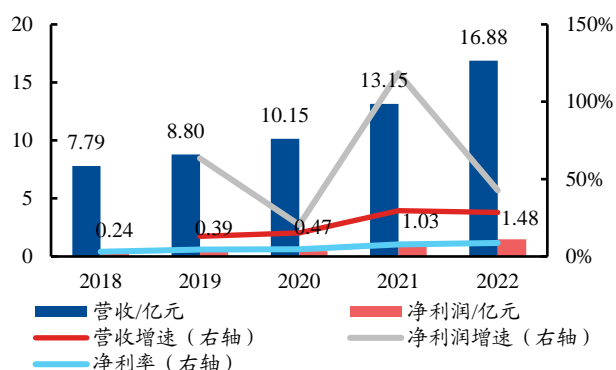
天力公司（钛钢复合板）实现营收 6.39 亿元，同比增长 26.46%，占公司总营收的 21.72%；净利润 0.73 亿元，同比增长 72.02%，占公司整体净利润的 28.41%；净利率为 11.45%，同比增加 3.03pct。天力公司北交所上市申报已于 2022 年 12 月底获受理，2023 年 3 月 31 日北交所出具审议会议结果，公司符合发行条件、上市条件和信息披露要求，尚需履行中国证券监督管理委员会注册程序。

西诺公司（贵金属制品）实现营收 3.43 亿元，同比增长 38.90%，占公司总营收的 11.66%；净利润 0.41 亿元，同比增长 29.60%，占公司整体净利润的 15.75%；净利率为 11.84%，同比减少 0.85pct。西诺公司于 2022 年 8 月完成增资扩股，发行 270 万股，募集资金 1971 万元，9 月获批进入创新层。

菲尔特公司（金属纤维及纤维毡）实现营收 1.50 亿元，同比增长 37.71%，占公司总营收的 5.10%；净利润 0.22 亿元，同比增长 21.72%，占公司整体净利润的 8.64%；净利率为 14.83%，同比减少 1.95pct。

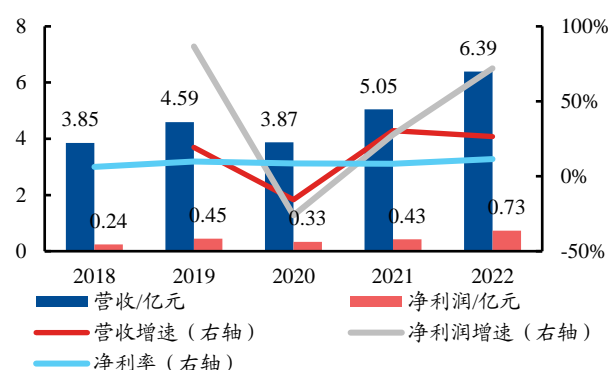
2022 年，子公司瑞福莱公司实现营收 0.95 亿元，同比增长 15.45%，实现净利润 18.10 万元，扭亏为盈；庄信公司实现营收 2.89 亿元，同比增长 72.19%，净利润 480.16 万元，扭亏为盈；三川公司实现营收 0.21 亿元，同比增长 60.03%，净利润为 335.72 万元，同比增长 4.16%。子公司优耐特实施增资扩股，公司持有股权比例由 60%降至 20%，不再并表。

图 4、2018-2022 年西部钛业营收、净利润及增速



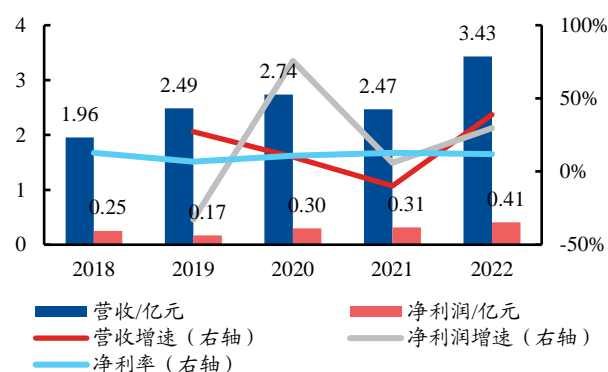
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2018-2022 年天力公司营收、净利润及增速



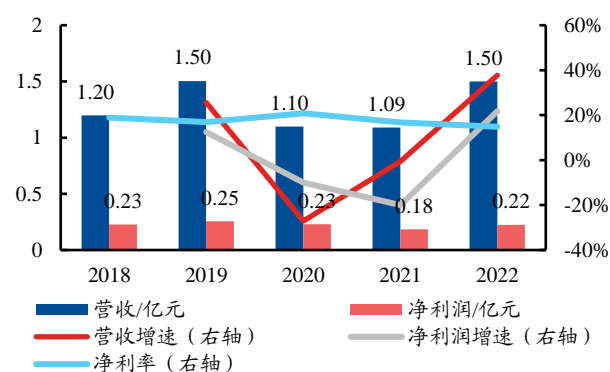
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2018-2022 年西诺公司营收、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

图 7、2018-2022 年菲尔特营收、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

● 钛制品单价同比大幅增长

2022 年，公司钛制品产量、销量分别为 5968 吨、6186 吨，分别同比增长 2.55%、增长 4.88%，产销率为 103.64%，同比增加 2.30pct；公司钛制品单价为 26.49 万元/吨，同比增长 27.91%；毛利率为 19.40%，同比减少 1.12pct。

2022 年，公司稀有金属复合材料及制品产量、销量分别为 2.34 万吨、2.32 万吨，分别同比减少 6.97%、减少 2.02%，产销率为 99.42%，同比增加 5.02pct；公司稀有金属复合材料及制品（以公司层状复合材料收入计算）单价为 2.70 万元/吨，同比增长 29.20%；公司层状复合材料毛利率为 22.37%，同比增加 0.53pct。

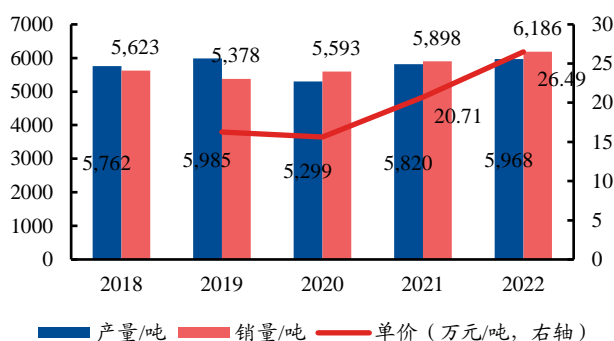
2022 年，公司金属纤维及制品产量、销量分别为 31.50 万平米、31.41 万平米，分别同比增长 34.86%、增长 35.29%，产销率为 99.70%，同比增加 0.32pct；公司金

属纤维及制品(以公司金属纤维收入计算)单价为 449.92 元/平米,同比减少 0.51%;公司金属纤维毛利率为 35.47%,同比减少 8.10pct。

2022 年,公司贵金属制品产量、销量分别为 18.70 吨、22.02 吨,分别同比增长 6.19%、增长 49.90%,产销率为 117.75%,同比增加 34.34pct;公司贵金属制品(以公司稀贵金属收入计算)单价为 1541.46 万元/吨,同比减少 7.45%;公司稀贵金属毛利率为 25.95%,同比减少 5.24pct。

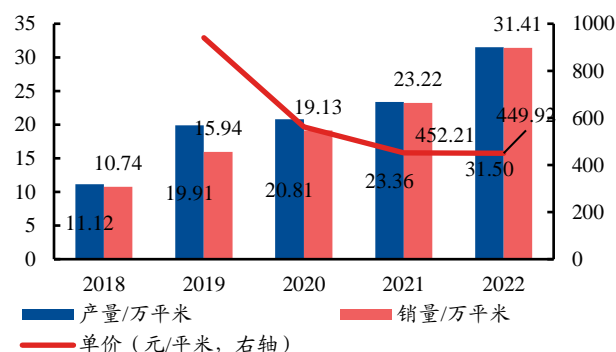
2022 年,公司难熔金属制品产量、销量分别为 107.09 吨、105.71 吨,分别同比减少 22.02%、减少 24.41%,产销率为 98.71%,同比减少 3.12pct;公司难熔金属(以公司钨钼制品收入计算)单价为 54.81 万元/吨,同比增长 44.15%;公司钨钼制品毛利率为 1.04%,同比减少 1.74pct。

图 8、2018-2022 年钛制品产量、销量及单价



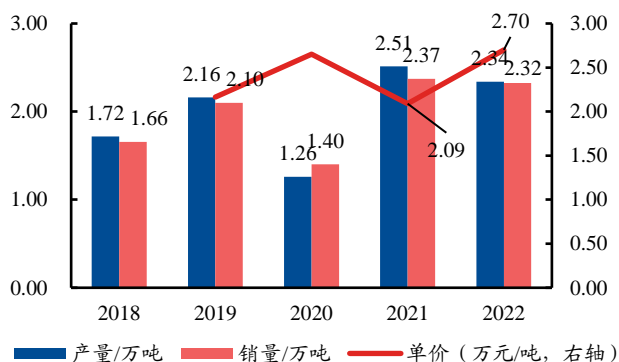
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2018-2022 年金属纤维及制品产量、销量及单价



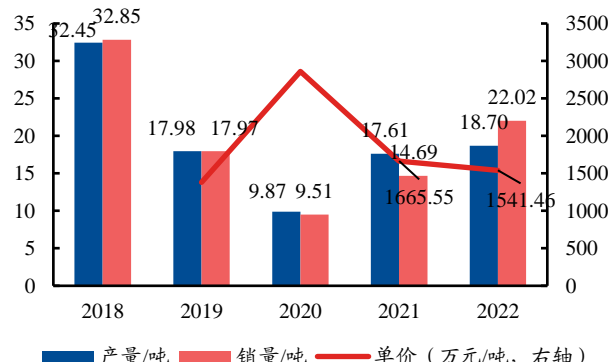
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2018-2022 年稀有金属复合材料及制品产量、销量及单价



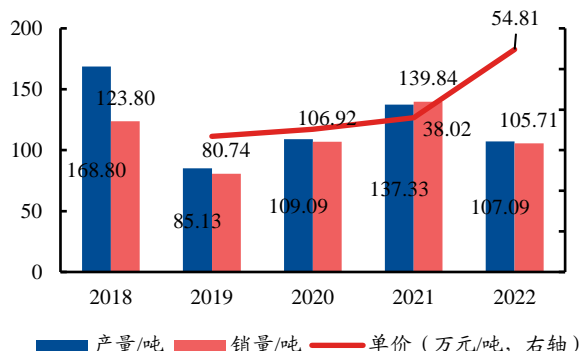
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2018-2022 年贵金属制品产量、销量及单价



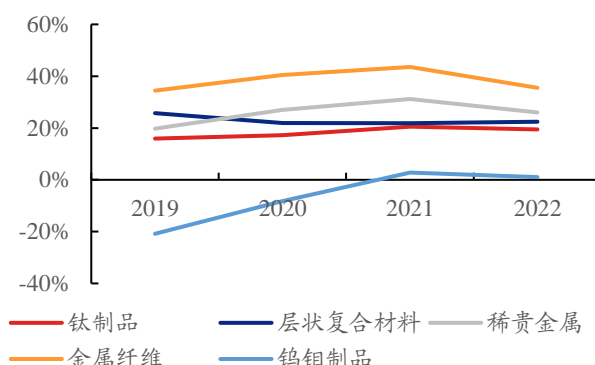
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2018-2022 年难熔金属制品产量、销量及单价



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、2019-2022 年分产品毛利率



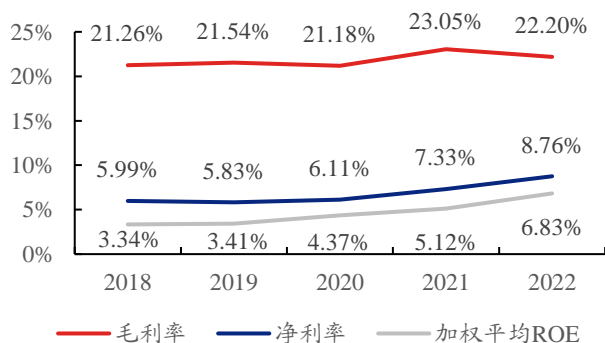
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 期间费用率降低，净利率显著提升

2022 年，公司整体毛利率为 22.20%，同比减少 0.84pct；净利率为 8.76%，同比增加 1.42pct；加权平均 ROE 为 6.83%，同比增加 1.71pct。

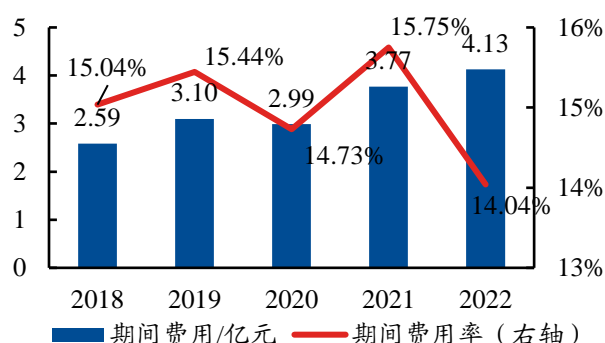
2022 年，公司期间费用总额 4.13 亿元，同比增长 9.51%，期间费用占营收比重 14.04%，同比减少 1.71pct；其中，销售费用 0.29 亿元，同比减少 9.03%，占营业收入的 1.00%，同比减少 0.35pct；管理费用 1.67 亿元，同比增长 3.88%，占营业收入的 5.68%，同比减少 1.04pct；财务费用 0.46 亿元，同比减少 6.93%，占营业收入的 1.58%，同比减少 0.50pct；研发费用 1.70 亿元，同比增长 26.84%，占营业收入的 5.78%，同比增加 0.18pct。

图 14、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 15、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

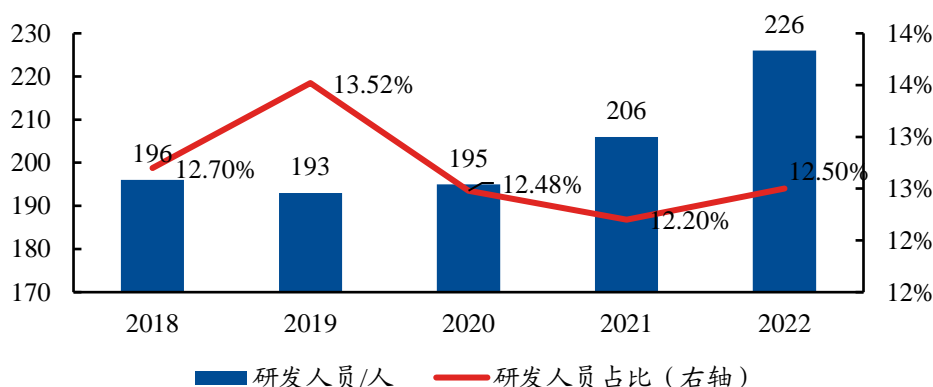
公司持续完善研发体系建设，制定研发考核目标，建立健全研发投入考核机制，开设研发课题 100 余项，其中 60 余项涉及航空航天、舰船等领域，多项产品取得

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

突破性进展；公司承担国家、省、市级高新技术创新和产业化项目 31 项，获得国家、省市等科技收入支持 9688 万元，获授权专利 51 项，完成了西部材料国标/国军标质量体系认证；公司积极融入秦创原创新驱动平台，成功获批了秦创原成果转化“加速器”省级示范项目。

2022 年，公司研发人员 226 人，同比增加 20 人，研发人员数量快速提升，研发人员占比为 12.50%，同比增加 0.30pct。2022 年，公司研发人员中博士人员数量为 32 人，同比增加 18 人，实现大幅增长。

图 16、2018-2022 年公司研发人员数量及研发人员占比

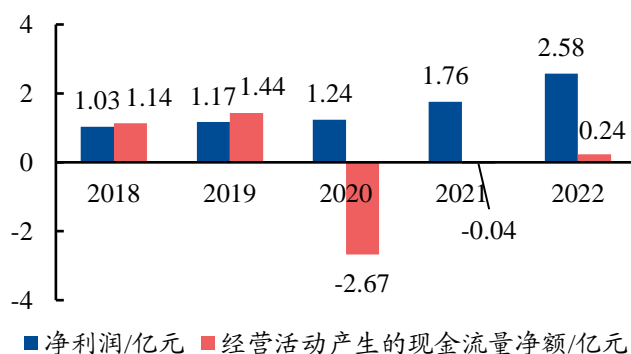


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 销售回款增加，经营活动产生的现金流量净额同比增长

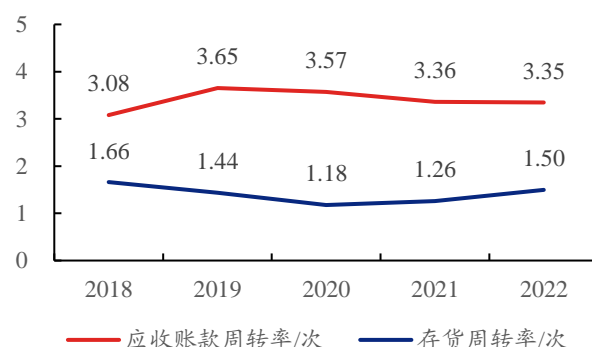
2022 年，公司销售回款较上年增加，经营活动产生的现金流净额 0.24 亿元，同比增加 0.28 亿元；投资活动现金流量净额-2.07 亿元，同比增加 0.85 亿元；筹资活动现金流量净额 1.73 亿元，同比增加 3.41 亿元，主要是本年取得借款金额同比增加所致。

图 17、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 18、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

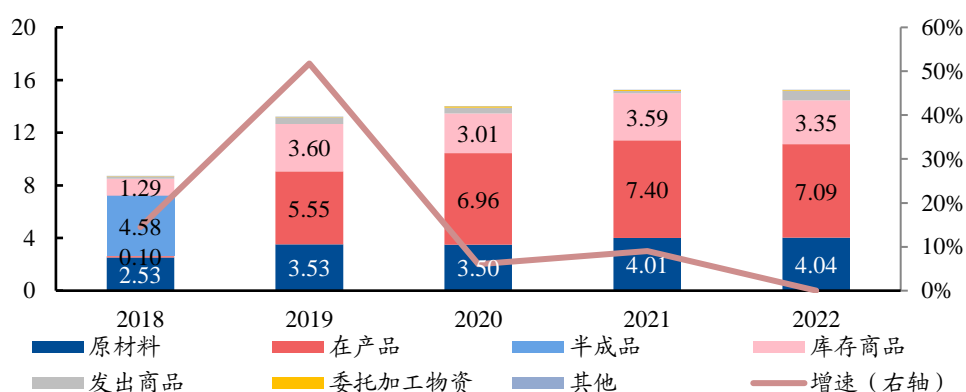
● **应收账款及应收票据同比大幅增加，存货结构保持稳定**

截至 2022 年末，公司应收账款 9.85 亿元，同比增长 27.52%，应收账款周转率 3.35 次，同比减少 0.01 次；应收票据 6.24 亿元，同比增长 72.49%。

截至 2022 年末，公司存货 15.27 亿元，同比增长 0.01%，存货周转率 1.50 次，同比增加 0.24 次。

截至 2022 年末，公司合同负债 1.90 亿元，较 2022 年初增长 19.60%。

图 19、2018-2022 年公司存货（亿元）及增长率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● **前五大客户销售占比提升，第一大客户销售额增长显著**

2022 年，公司前五名客户合计销售金额为 6.66 亿元，同比增长 51.74%，占公司 2022 年度销售总额的 22.63%，同比增加 4.31pct。其中 2022 年第一大客户销售金额为 2.59 亿元，同比 2021 年第一大客户增长 90.63%，占公司 2022 年度销售总额的 8.79%，同比增加 3.13pct。

表 3、公司前五大客户

客户名称	2022 年 销售额 (亿元)	占年度销售总额比例	客户名称	2021 年 销售额 (亿元)	占年度销售总额比例
客户一	2.59	8.79%	第一大客户	1.36	5.66%
客户二	1.42	4.82%	第一大客户	0.96	4.03%
客户三	1.23	4.18%	第一大客户	0.77	3.20%
客户四	0.75	2.54%	第一大客户	0.73	3.03%
客户五	0.68	2.30%	第一大客户	0.57	2.40%
合计	6.66	22.63%	合计	4.39	18.32%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **募投项目进展顺利，助推产能大幅提高**

高性能低成本钛合金材料生产线技术改造项目顺利投产。项目新增厂房建筑面积 1.9 万平方米，新增设备主要包括 1 台 EB 炉、6 台 8 吨电弧炉及熔炼配套设备；11 台砂光机及板材加热设备；9 台高速轧管机等。公司铸锭熔炼能力提升到 15000 吨/年，解决了公司熔炼瓶颈问题；合金薄板产能提升到 1000 吨/年；管材产能提升到 1500 吨/年。该项目的投产，为公司完成国家重大项目和任务提供了坚实保障。

西部材料联合技术中心建设项目顺利推进。联合技术中心建设项目拟投资 6500 万元。4 个实验室筹建基本完成，共采购设备 60 余台/套；新能源及环保新材料研发设备已投入使用，金属熔铸、深加工及特种板材研发设备进入试生产阶段。现已开发出专用钛合金和锆合金异形件，并向航天等领域提供 3 种材质、6 种规格的异形件样品。

- **盈利预测与投资建议**

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 2.77/3.68/4.62 亿元，EPS 分别为 0.57/0.75/0.95 元/股，对应 4 月 19 日收盘价 PE 为 30.2/22.7/18.1 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示**

海绵钛价格显著上行推高成本；下游需求不及预期。

表 4、西部材料分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	635	486	981	695	779	22.8%	2395	2941	22.8%
营业成本	454	387	779	548	574	26.4%	1843	2288	24.2%
毛利	181	100	202	147	205	13.5%	552	653	18.3%
销售费用	13	6	8	7	9	-31.9%	32	29	-9.0%
管理费用	70	32	42	34	58	-16.9%	161	167	3.9%
财务费用	12	14	11	10	11	-5.1%	50	46	-6.9%
研发费用	63	20	34	29	86	37.8%	134	170	26.8%
资产减值	-11	-5	-3	-3	-9	-	-27	-20	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	2	1	25	4	9	310.7%	14	39	185.1%
营业利润	33	28	117	65	59	80.1%	180	270	49.9%
利润总额	36	28	117	63	59	66.5%	182	268	47.2%
归母净利润	30	21	72	42	50	67.7%	133	185	39.0%
EPS	0.061	0.043	0.148	0.086	0.102	67.7%	0.273	0.379	39.0%
销售费用率	2.0%	1.3%	0.8%	0.9%	1.1%	-0.9%	1.4%	1.0%	-0.4%
管理费用率	11.0%	6.6%	4.3%	4.9%	7.5%	-3.6%	6.7%	5.7%	-1.0%
财务费用率	1.9%	2.9%	1.1%	1.4%	1.5%	-0.4%	2.1%	1.6%	-0.5%
研发费用率	9.9%	4.2%	3.5%	4.2%	11.1%	1.2%	5.6%	5.8%	0.2%
所得税率	-34.0%	6.9%	12.5%	7.2%	-18.6%	15.4%	3.4%	3.8%	0.3%
毛利率	28.5%	20.5%	20.5%	21.1%	26.3%	-2.1%	23.0%	22.2%	-0.8%
净利率	4.7%	4.3%	7.4%	6.0%	6.4%	1.7%	5.6%	6.3%	0.7%

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	4076	5652	6871	7996
货币资金	633	642	639	640
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1609	2231	2871	3395
预付款项	133	206	253	300
存货	1527	2380	2915	3461
其他	175	192	193	199
非流动资产	2319	2148	1986	1817
长期股权投资	161	138	146	143
固定资产	1470	1446	1377	1285
在建工程	165	82	41	21
无形资产	237	182	127	73
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	11	11	10	10
其他	276	288	284	285
资产总计	6395	7800	8857	9813
流动负债	2836	4023	4767	5313
短期借款	1351	2273	2756	3080
应付票据及应付账款	640	1,022	1,242	1,479
其他	846	727	768	754
非流动负债	364	303	233	166
长期借款	89	42	-33	-98
其他	275	261	266	264
负债合计	3200	4326	5000	5478
股本	488	488	488	488
资本公积	1924	1924	1924	1924
未分配利润	288	455	674	933
少数股东权益	402	508	652	850
股东权益合计	3195	3474	3858	4335
负债及权益合计	6395	7800	8857	9813

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	185	277	368	462
折旧和摊销	135	144	148	150
资产减值准备	38	45	32	31
资产处置损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	49	30	30	35
投资损失	-39	-30	-33	-32
少数股东损益	73	106	144	197
营运资金的变动	-419	-1287	-1013	-925
经营活动产生现金流量	24	-770	-305	-88
投资活动产生现金流量	-207	82	38	53
融资活动产生现金流量	173	697	264	36
现金净变动	-8	9	-3	1
现金的期初余额	515	633	642	639
现金的期末余额	507	642	639	640

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2941	4270	5411	6431
营业成本	2288	3302	4146	4882
税金及附加	26	30	41	48
销售费用	29	34	49	68
管理费用	167	226	306	378
研发费用	170	305	359	378
财务费用	46	30	30	35
其他收益	55	65	60	50
投资收益	39	30	33	32
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-18	-16	-17	-16
资产减值损失	-20	-22	-22	-22
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	270	400	535	688
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	268	399	534	687
所得税	10	16	21	27
净利润	258	383	513	660
少数股东损益	73	106	144	197
归属母公司净利润	185	277	368	462
EPS(元)	0.38	0.57	0.75	0.95

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	22.8%	45.2%	26.7%	18.9%
营业利润增长率	49.9%	48.4%	33.8%	28.5%
归母净利润增长率	39.0%	49.9%	33.0%	25.4%
盈利能力				
毛利率	22.2%	22.7%	23.4%	24.1%
归母净利率	6.3%	6.5%	6.8%	7.2%
ROE	6.6%	9.3%	11.5%	13.3%
偿债能力				
资产负债率	50.0%	55.5%	56.4%	55.8%
流动比率	1.44	1.40	1.44	1.51
速动比率	0.89	0.80	0.82	0.84
营运能力				
资产周转率	48.4%	60.2%	65.0%	68.9%
应收账款周转率	314.8%	335.6%	317.5%	308.2%
存货周转率	147.2%	166.0%	153.8%	150.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.38	0.57	0.75	0.95
每股经营现金	0.05	-1.58	-0.62	-0.18
每股净资产	5.72	6.07	6.57	7.14
估值比率(倍)				
PE	45.3	30.2	22.7	18.1
PB	3.0	2.8	2.6	2.4

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