

**投资评级 优于大市 维持**

## 迎来经营拐点

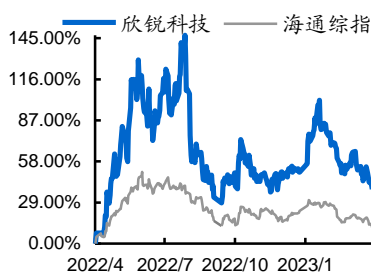
### 股票数据

04月28日收盘价(元)	39.86
52周股价波动(元)	25.19-64.93
总股本/流通A股(百万股)	127/99
总市值/流通市值(百万元)	5053/3946

### 相关研究

《车载电源管理专家》2022.10.19

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.7	-11.3	3.8
相对涨幅(%)	-0.1	-9.9	8.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师:王猛

Tel:(021)23154017

Email:wm10860@haitong.com

证书:S0850517090004

分析师:刘一鸣

Tel:(021)23154145

Email:lym15114@haitong.com

证书:S0850522120003

分析师:房乔华

Tel:021-23219807

Email:fqh12888@haitong.com

证书:S0850522030001

分析师:张觉尹

Tel:021-23185705

Email:zjy15229@haitong.com

证书:S0850523020001

### 投资要点:

- 2022年营业收入保持高速增长。**公司2022年营收15.15亿元,同比增长62%,主要因为车载电源集成产品销售量超过34万套,同比增长接近100%,归母净利润为-0.28亿元,同比减少210%,主要因为芯片等原材料采购成本增长明显。
- 2023年一季度迎来经营拐点。**2023年一季度,公司营业收入超过4亿元,同比增长近35%,归母净利润约3700万元,同比增长420%,毛利率达到23.4%,继2022年三季度毛利率触底后,连续第二个季度大幅改善。我们认为这是公司坚持“品牌向上”战略,持续推进生产自动化的成果,随着规模效应逐步显现,盈利能力仍有进一步提升的空间。
- 欣锐科技正逐步成长为全球领先的新能源汽车电源管理供应商。**欣锐科技自2006年初进入新能源汽车产业,专注高压“电控”解决方案(其主要技术集中在车载DC/DC变换器和车载充电机,统称为车载电源),拥有车载电源原创性核心技术的全部自主知识产权,不仅积累了丰富的研发和产业经验,更具备卓越的创新能力和工程制造能力,目前合作客户主要包括比亚迪、吉利、小鹏、赛力斯、本田、现代、通用等全球知名整车厂。
- 硬件设计、软件开发、流程管控共同构筑核心竞争力。**欣锐科技追求电路原理级的集成,使得产品在轻量化、小型化方面有突出的竞争力;同时公司注重软件的模块化开发,并于2019年8月通过ASPICE(汽车界软件开发过程评估标准)能力2级认证;2021年3月,公司通过ISO26262:2018功能安全认证,标志着欣锐科技具备了更加完善的规范、流程,在系统、硬件、软件、工厂全流程覆盖达到ASIL-D等级要求。
- 投资建议。**欣锐科技对接全球标准,在保证质量的同时,提供技术先进、性价比高的新能源汽车电源管理产品,从2021年至今的营业收入可以看出,公司已经进入高速发展阶段。我们预计公司2023-2025年的净利润分别为2.0亿元、3.2亿元、4.5亿元,EPS分别为1.59元、2.51元、3.50元,考虑到公司业绩增速较高,给予2023年30-35倍PE,对应合理价值区间47.7-55.7元,给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**新车销量风险,芯片供应短缺风险。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	935	1515	2708	4073	5313
(+/-)YoY(%)	164.2%	62.1%	78.7%	50.4%	30.4%
净利润(百万元)	25	-28	202	319	445
(+/-)YoY(%)	108.9%	-210.1%	821.2%	57.6%	39.6%
全面摊薄EPS(元)	0.20	-0.22	1.59	2.51	3.50
毛利率(%)	20.8%	13.7%	21.8%	22.1%	22.7%
净资产收益率(%)	2.2%	-2.3%	14.4%	18.5%	20.5%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**表 1 可比公司估值表**

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
300681	英搏尔	47	0.15	1.00	2.00	192.1	28.1	14.0
300124	汇川技术	1,644	1.62	1.98	2.50	38.1	31.2	24.7
603596	伯特利	264	1.70	2.37	3.23	37.7	27.0	19.9
	均值		1.16	1.78	2.58	89.3	28.8	19.5

资料来源：2022 年报，海通证券研究所，注：股价日期为 2023/4/28 收盘价，盈利预测为 Wind 一致预测

**关键假设：**

- (1)：2023-2025 年车载电源集成产品出货量分别为 95 万套、150 万套、200 万套
- (2)：2023-2025 年车载电源集成产品营收分别为 23.8 亿元、37.5 亿元、50.0 亿元，毛利率分别为 20%、21%、22%
- (3)：2023-2025 年其他业务营收分别为 3.3 亿元、3.2 亿元、3.1 亿元，毛利率分别为 34.7%、34.4%、34.3%

**表 2 公司营收、毛利率情况预测**

	2022	2023E	2024E	2025E
车载电源集成产品出货量/万套	34.3	95.0	150.0	200.0
车载电源集成产品营业收入/亿元	11.3	23.8	37.5	50.0
车载电源集成产品毛利率	6.7%	20.0%	21.0%	22.0%
其他业务营业收入/亿元	3.9	3.3	3.2	3.1
其他业务毛利率	34.0%	34.7%	34.4%	34.3%
营业收入合计/亿元	15.2	27.1	40.7	53.1
毛利率	13.7%	21.8%	22.1%	22.7%

资料来源：2022 年报，海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1515</b>	<b>2708</b>	<b>4073</b>	<b>5313</b>
每股收益	-0.22	1.59	2.51	3.50	营业成本	1307	2118	3174	4106
每股净资产	9.49	11.05	13.57	17.07	毛利率%	13.7%	21.8%	22.1%	22.7%
每股经营现金流	-1.54	0.54	1.42	6.60	营业税金及附加	8	14	20	27
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	51	89	122	159
P/E	-180.45	25.02	15.88	11.38	营业费用率%	3.4%	3.3%	3.0%	3.0%
P/B	4.20	3.61	2.94	2.34	管理费用	101	135	204	266
P/S	3.33	1.86	1.24	0.95	管理费用率%	6.7%	5.0%	5.0%	5.0%
EV/EBITDA	79.36	18.19	12.16	7.89	EBIT	-27	252	384	525
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	20	27	30	31
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.3%	1.0%	0.7%	0.6%
毛利率	13.7%	21.8%	22.1%	22.7%	资产减值损失	-25	0	0	0
净利润率	-1.9%	7.5%	7.8%	8.4%	投资收益	2	0	0	0
净资产收益率	-2.3%	14.4%	18.5%	20.5%	<b>营业利润</b>	<b>-38</b>	<b>225</b>	<b>354</b>	<b>494</b>
资产回报率	-0.9%	5.3%	6.2%	6.3%	营业外收支	3	0	0	0
投资回报率	-1.3%	11.8%	15.4%	17.6%	<b>利润总额</b>	<b>-36</b>	<b>225</b>	<b>354</b>	<b>494</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	63	296	442	598
营业收入增长率	62.1%	78.7%	50.4%	30.4%	所得税	-7	22	35	49
EBIT 增长率	-493.1%	1037.9%	52.5%	36.8%	有效所得税率%	18.2%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润增长率	-210.1%	821.2%	57.6%	39.6%	少数股东损益	-1	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>-28</b>	<b>202</b>	<b>319</b>	<b>445</b>
资产负债率	60.0%	62.8%	66.4%	69.1%					
流动比率	1.40	1.34	1.30	1.29	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.96	0.84	0.82	0.86	货币资金	316	203	202	859
现金比率	0.19	0.09	0.06	0.18	应收账款及应收票据	944	1205	1813	2364
<b>经营效率指标</b>					存货	510	867	1303	1700
应收账款周转天数	169.65	130.45	125.86	133.56	其它流动资产	534	696	915	1113
存货周转天数	115.78	117.00	123.05	131.68	流动资产合计	2304	2971	4233	6036
总资产周转率	0.59	0.80	0.91	0.87	长期股权投资	19	19	19	19
固定资产周转率	11.36	13.21	12.93	12.89	固定资产	147	263	367	458
					在建工程	89	95	97	99
					无形资产	116	101	86	71
					非流动资产合计	714	820	912	989
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>3018</b>	<b>3792</b>	<b>5145</b>	<b>7025</b>
净利润	-28	202	319	445	短期借款	398	398	398	398
少数股东损益	-1	0	0	0	应付票据及应付账款	1026	1588	2539	3900
非现金支出	147	44	58	73	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	8	32	32	32	其它流动负债	227	236	319	394
营运资金变动	-321	-209	-228	289	流动负债合计	1651	2222	3256	4692
<b>经营活动现金流</b>	<b>-195</b>	<b>69</b>	<b>181</b>	<b>838</b>	长期借款	4	4	4	4
资产	-202	-150	-150	-150	其它长期负债	158	158	158	158
投资	-1	0	0	0	非流动负债合计	161	161	161	161
其他	2	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>1812</b>	<b>2383</b>	<b>3418</b>	<b>4853</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-201</b>	<b>-150</b>	<b>-150</b>	<b>-150</b>	实收资本	127	127	127	127
债权募资	384	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1201	1404	1722	2167
股权募资	31	0	0	0	少数股东权益	5	5	5	5
其他	-34	-32	-32	-32	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>3018</b>	<b>3792</b>	<b>5145</b>	<b>7025</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>380</b>	<b>-32</b>	<b>-32</b>	<b>-32</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-22</b>	<b>-113</b>	<b>-1</b>	<b>656</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 27 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

王猛 汽车行业  
刘一鸣 汽车行业  
房乔华 汽车行业  
张觉尹 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 继峰股份,欣锐科技,拓普集团,赛力斯,明新旭腾,敏实集团

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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,本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。