

增持 (维持)

紫光国微 (002049)

特种集成电路保持高增，回购股份彰显信心

2023年04月19日

市场数据

日期	2023-04-18
收盘价(元)	113.30
总股本(百万股)	849.62
流通股本(百万股)	849.62
净资产(百万元)	9,703.08
总资产(百万元)	15,152.72
每股净资产(元)	11.21

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《变更部分募投项目,加大高端特种集成电路投入》2022-12-28

《紫光国微 2022 季报点评:三季度存货增长显著,研发费用大幅增长》2022-10-28

《紫光国微 2022 年中报点评:特种集成电路保持高速增长,智能芯片出口增加毛利提升》2022-08-23

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

董昕瑞

dongxinrui@xyzq.com.cn

S0190522120002

投资要点

- 公司发布 2022 年年报: 营收 71.20 亿元, 同比增 33.28%; 归母净利润 26.32 亿元, 同比增长 34.71%; 扣非后归母净利润 24.62 亿元, 同比增长 37.09%。
- 特种集成电路保持快速增长, 智能安全芯片毛利率大幅提升。分产品看, 2022 年度, 智能安全芯片业务实现营收 20.80 亿元, 同比增长 24.99%, 占公司营收的 29.21%, 营收占比同比减少 1.94pct, 毛利率 46.49%, 同比增加 15.32pct。特种集成电路实现营收 47.25 亿元, 同比增长 40.42%, 占公司营收的 66.36%, 营收占比同比增加 3.38pct, 毛利率 73.92%, 同比减少 3.28pct。晶体业务实现营收 2.87 亿元, 同比增长 6.12%, 占公司营收的 4.04%, 营收占比同比减少 1.03pct, 毛利率 27.28%, 同比增加 6.46pct。
- 深圳国微电子增速收窄, 同芯微电子收入增速提升。2022 年, 子公司深圳国微电子实现营收 47.25 亿元, 同比增长 40.40% (2021yoy101.11%), 净利润 24.93 亿元, 同比增长 36.17% (2021yoy108.74%), 净利率 52.77%, 同比减少 1.64pct。子公司同芯微电子实现营收 17.12 亿元, 同比增长 23.92%, 净利润 0.57 亿元, 同比增长 3.04%, 净利率 3.33%, 同比增加-0.67pct。2022 年参股公司紫光同创营收同比增长超 80%, 对应营业收入超过 14.08 亿元; 净利润为 3.52 亿元, 同比大幅增长 758.13%。
- 研发费用大幅增长。2022 年公司整体毛利率为 63.80%, 同比增加 4.32pct; 净利率为 36.97%, 同比增加 0.39pct。期间费用总额 17.19 亿元, 同比增长 53.74%, 期间费用占营收比重 24.15%, 营收占比同比增加 3.21pct; 其中, 销售费用 2.72 亿元, 同比增长 11.56%, 占营业收入的 3.83%, 营收占比同比减少 0.75pct; 管理费用 2.40 亿元, 同比增长 7.66%, 占营业收入的 3.36%, 营收占比同比增加 0.80pct; 财务费用-354.28 万元, 同比下降 118.30%。研发费用 12.11 亿元, 同比增长 91.52%, 占营业收入的 17.01%, 营收占比同比增加 5.17pct, 公司研发投入 12.49 亿元, 同比增长 44.32%, 占营业收入比例 17.55%。
- 经营活动产生的现金流同比增长, 存货、合同负债较期初大幅增加。2022 年公司经营活动产生的现金流净额 17.27 亿元, 同比增长 44.78%; 投资活动现金流量净额-8.33 亿元, 去年同期为-3.91 亿元, 同比减少 4.42 亿元; 筹资活动现金流量净额-1.05 亿元, 去年同期为 9.33 亿元, 同比减少 10.38 亿元。截至 2022 年末, 公司应收项目合计 54.03 亿元, 同比增长 33.18%, 其中应收账款 31.06 亿元, 同比增长 30.93%; 应收票据 22.97 亿元, 同比增长 36.35%; 应收账款周转率 2.60 次, 同比减少 0.05 次。公司存货 22.13 亿元, 同比增长 80.94%, 存货周转率 1.50 次, 同比减少 0.55 次。公司合同负债 8.03 亿元, 较 2022 年初增长 70.51%, 较 2022 三季度末增长 38.48%。
- 前五大客户及供应商集中度提升。2022 年公司向前五名客户合计销售金额 30.31 亿元, 同比增长 63.25%; 占公司年度销售总额的 42.75%, 同比增加 7.71pct。公司向前五名供应商合计采购金额 18.36 亿元, 同比增长 78.32%; 占公司年度采购总额的 53.26%, 同比增加 13.52pct。
- 回购股份彰显信心, 为股权激励铺平道路。公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份, 用于股权激励或员工持股计划。本次回购的资金总额不超过人民币 6 亿元 (含), 不低于人民币 3 亿元 (含), 价格为不超过人民币 130.00 元/股 (含)。
- 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 32.94/42.22/53.72 亿元, EPS 分别为 3.88/4.97/6.32 元/股, 对应 4 月 18 日收盘价 PE 为 29.2/22.8/17.9 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 特种产品采购需求不及预期; 产品研发不及预期; 贸易摩擦风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7120	9111	11633	14855
同比增长	33.3%	28.0%	27.7%	27.7%
归母净利润(百万元)	2632	3294	4222	5372
同比增长	34.7%	25.1%	28.2%	27.2%
毛利率	63.8%	63.3%	63.4%	63.2%
ROE	27.1%	25.4%	24.7%	24.0%
每股收益(元)	3.10	3.88	4.97	6.32
市盈率	36.6	29.2	22.8	17.9

来源: WIND, 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 71.20 亿元，同比增 33.28%；归母净利润 26.32 亿元，同比增长 34.71%；扣非后归母净利润 24.62 亿元，同比增长 37.09%；基本每股收益 3.10 元/股，同比增长 34.70%；加权平均净资产收益率 31.06%，同比减少 0.88pct。
- 公司 2022 年度拟不进行利润分配。

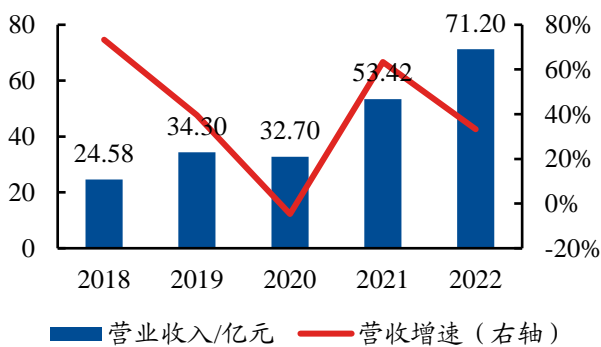
点评

● 营收利润稳步增长

2022 年，公司克服供应链等不利因素影响，实现较高基数下的持续增长，营业收入、净利润、经营性净现金流、归母净资产等主要指标再创新高，实现营业收入 71.20 亿元，同比增长 33.28%；归母净利润 26.32 亿元，同比增长 34.71%；扣非后归母净利润 24.62 亿元，同比增长 37.09%。

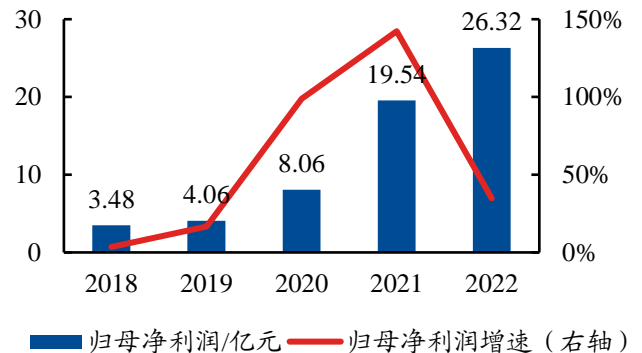
分季度看，公司 2022 年四个季度分别实现营收 13.41 亿元（同比+40.83%，下同）、15.64 亿元（+16.68%）、20.31 亿元（+35.68%）、21.84 亿元（+40.65%）；公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 5.31 亿元（+63.91%）、6.67 亿元（+20.92%）、8.43 亿元（+44.87%）、5.91 亿元（+19.08%）。

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	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	58.05	6.46	19.75%	1.90	23.57%
	Q2	52.73	8.18	25.03%	2.12	26.27%
	Q3	53.68	8.56	26.17%	2.83	35.05%
	Q4	46.89	9.50	29.05%	1.22	15.11%
2021	Q1	54.00	9.52	17.83%	3.24	16.57%
	Q2	59.16	13.40	25.08%	5.52	28.24%
	Q3	64.24	14.97	28.03%	5.82	29.78%
	Q4	58.52	15.53	29.06%	4.96	25.41%
2022	Q1	63.89	13.41	18.84%	5.31	20.16%
	Q2	67.38	15.64	21.96%	6.67	25.35%
	Q3	65.68	20.31	28.53%	8.43	32.03%
	Q4	59.43	21.84	30.67%	5.91	22.46%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 特种集成电路保持快速增长，智能安全芯片毛利率大幅提升

分行业看，2022 年公司集成电路行业实现营收 68.04 亿元，同比增长 35.32%，占公司营收的 95.57%，营收占比同比增加 1.44pct，毛利率 65.54%，同比增加 3.57pct；电子元器件产品实现营收 2.87 亿元，同比增长 6.12%，占公司营收的 4.04%，营收占比同比减少 1.03pct，毛利率 27.28%，同比增加 6.46pct。

分产品看，2022 年度，智能安全芯片业务保持稳定增长，在金融、电信、身份识别、物联网等多个领域持续拓展行业市场，实现营收 20.80 亿元，同比增长 24.99%，占公司营收的 29.21%，营收占比同比减少 1.94pct，毛利率 46.49%，同比增加 15.32pct。在身份识别领域，公司第二代居民身份证和电子旅行证件等证照类产品仍保持了稳定供应。在电信 SIM 卡方面，公司继续凭借丰富的产品系列、积极的产能管理，保障了良好的客户服务体验。金融支付安全产品方面，公司在国内银行 IC 卡芯片出货量上保持了稳定的行业地位；在社保卡市场上，公司加大投入力度以拓展市场份额。公司金融终端安全芯片需求量加大，结合供给侧情况，实现了稳中有进。公司加大海外市场拓展力度，海外市场对收入贡献的占比增大。

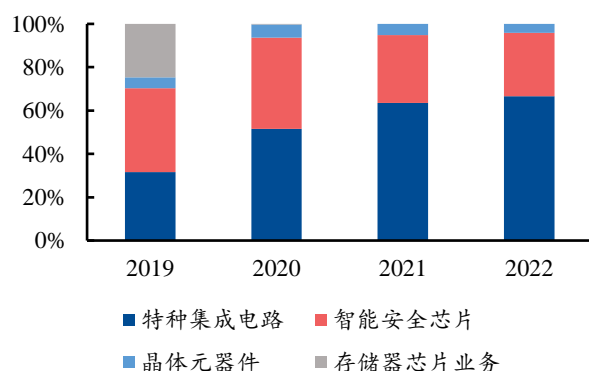
特种集成电路需求保持快速增长，订单持续增加，产品出货规模继续增长，实现营收 47.25 亿元，同比增长 40.42%，占公司营收的 66.36%，营收占比同比增加 3.38pct，毛利率 73.92%，同比减少 3.28pct。公司 FPGA 产品继续在行业市场内保持领先地位，用户范围不断扩大，新一代更高性能的产品也进展顺利，即将完成研发。在特种存储器方面，公司继续保持着国内系列最全、技术最先进的领先地位，新开发特种 Nand FLASH、新型存储器等也即将推出。公司新研制的高性能总线产品开始进入推广阶段，各类接口产品也在不断更新，市场占有率继续保持

领先地位。公司以特种 SoPC 平台产品为代表的系统级芯片已得到用户认可，三代、四代的产品也陆续完成研发，开始进行推广。公司在 MCU、图像 AI 智能芯片、数字信号处理器 DSP 等领域的产品也即将完成研制，进入公司未来新的专用处理器产品系列。在模拟产品领域，公司通过单片电源、电源模组以及电源周边配套产品的系列化推出，向用户提供齐套的二次电源解决方案，市场份额快速扩大。公司今年推出的高速射频 ADC、新型隔离芯片等产品也在用户试用中，有望成为公司未来的新产品系列。

公司晶体业务克服全球经济低迷等影响，紧跟国产化替代主流，大力拓展网络通信、工业控制、汽车电子等中高端应用领域，逐步提升振荡器、高基频、小尺寸等产品的市场供应规模，实现营收 2.87 亿元，同比增长 6.12%，占公司营收的 4.04%，营收占比同比减少 1.03pct，毛利率 27.28%，同比增加 6.46pct。2022 年，公司“年产 2 亿件 5G 通信网络设备用石英谐振器产业化项目”通过验收，“年产 1.92 亿件石英谐振器技改项目”建设顺利。

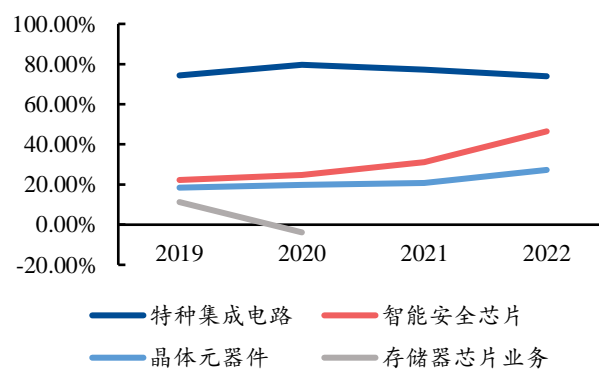
半导体功率器件业务方面，公司聚焦高压超结主力产品，持续推动产品技术升级，Multiepi SJ 平台完成 Gen3 产品系列化，DeepTrench SJ 平台实现 12 吋稳定量产；第三代半导体 SiC MOSFET 产品推向市场，进入验证阶段。公司积极拓展上下游纵向资源，在晶圆代工业务方面取得突破性进展。

图 3、2019-2022 年分产品营收占比（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

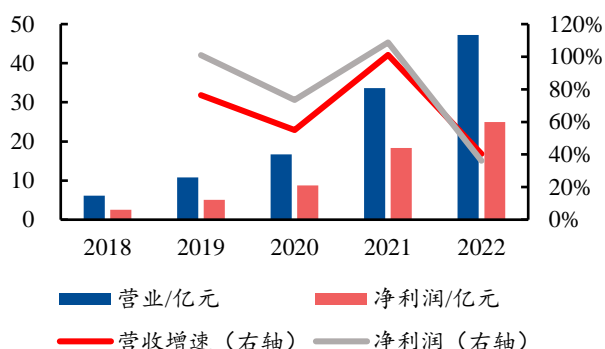


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 深圳国微电子增速收窄，同芯微电子收入增速提升

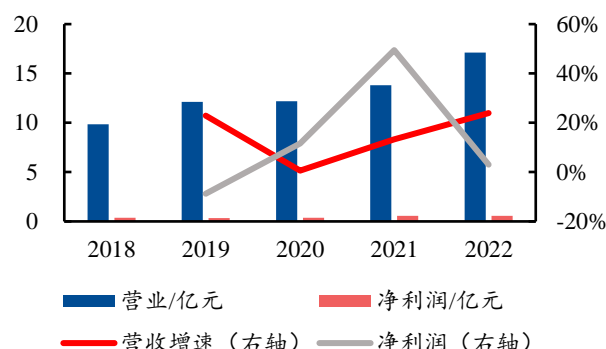
2022 年，子公司深圳国微电子实现营收 47.25 亿元，同比增长 40.40%，净利润 24.93 亿元，同比增长 36.17%，净利率 52.77%，同比减少 1.64pct。子公司同芯微电子实现营收 17.12 亿元，同比增长 23.92%，净利润 0.57 亿元，同比增长 3.04%，净利率 3.33%，同比增加 -0.67pct。

图 5、深圳国微电子营收、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

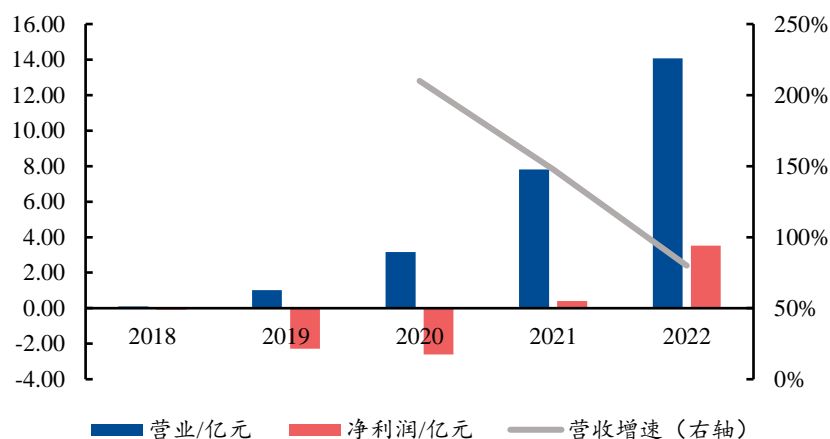
图 6、同芯微电子营收、净利润及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2022 年 12 月 28 日，根据深圳市紫光同创电子有限公司股东会决议，紫光同创引进新股东增资，紫光国微放弃优先认购权。增资后公司对紫光同创的持股比例由 29.47%变为 29.20%。2023 年 1 月 19 日，相关变更事项已完成工商登记备案。2022 年，紫光同创在商用产品应用领域，大规模 FPGA 顺利实现量产发货，中小规模 FPGA 产品型号谱系进一步完善，在视频图像和工业控制市场领域取得了发货量和营收的全面快速增长。在创新产品领域，第一代 SoPC 系列产品研发进展顺利，内嵌处理器、可编程模块、高速接口及多种应用类 IP 等丰富资源，拥有控制运算处理、智能运算处理、高性能计算等多个子系列产品分支，为嵌入式终端、工控、图像视频、通信等领域提供极具竞争力的系统级解决方案。第二代面向人工智能、机器视觉等领域的 SoPC，已经启动研发。2022 年，紫光同创营收同比增长超 80%，对应营业收入超过 14.08 亿元；净利润为 3.52 亿元，同比大幅增长 758.13%。

图 7、2018-2022 年参股公司紫光同创营收、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

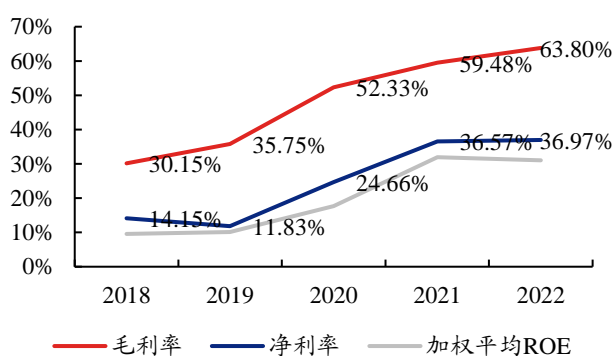
● 研发费用大幅增长

2022年，公司整体毛利率为63.80%，同比增加4.32pct；净利率为36.97%，同比增加0.39pct；加权平均净资产收益率31.06%，同比减少0.88pct。

2022年，公司期间费用总额17.19亿元，同比增长53.74%，期间费用占营收比重24.15%，营收占比同比增加3.21pct；其中，销售费用2.72亿元，同比增长11.56%，占营业收入的3.83%，营收占比同比减少0.75pct；管理费用2.40亿元，同比增长7.66%，占营业收入的3.36%，营收占比同比增加0.80pct；财务费用-354.28万元，同比下降118.30%，主要系公司货币资金规模增加，导致利息收入较上年有所增加，以及汇兑收益较上年增加所致。

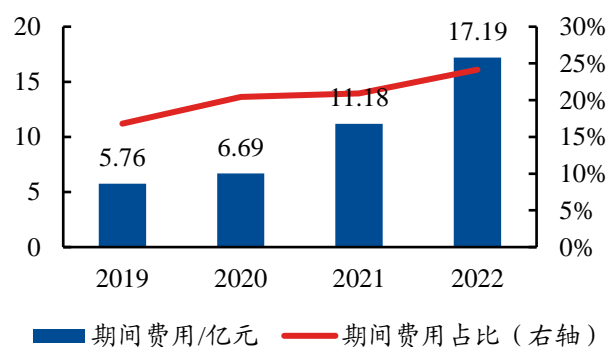
2022年，公司研发费用12.11亿元，同比增长91.52%，占营业收入的17.01%，营收占比同比增加5.17pct，主要系公司研发投入的人工成本增加以及本期研发项目中费用化项目的比例增加所致。2022年，公司研发投入12.49亿元，同比增长44.32%，占营业收入比例17.55%；全年共授权各类专利107项，较上年度增长35.4%。公司推出了国内首款支持双模联网的联通5G eSIM产品，特种集成电路产品进入C919大型客机供应链，“年产2亿件5G通信网络设备用石英谐振器产业化”项目顺利验收。

图 8、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 9、2019-2022 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

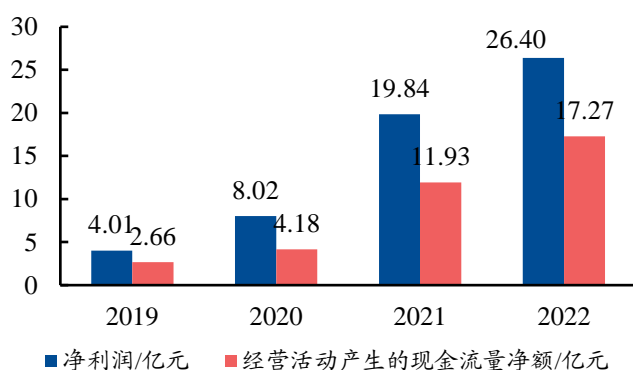
分季度看，公司2022年四个季度期间费用率分别为21.83%（同比+3.93pct，下同）、21.40%（+5.01pct）、23.82%（+3.47pct）、27.84%（+0.56pct），期间费用占全年总营收比重分别为17.03%、19.46%、28.15%、35.36%（21年分别为15.24%、19.63%、27.25%、37.87%）；第四季度研发费用占全年研发费用比重环比大幅提升，2022年四个季度研发费用占全年研发费用比重分别为15.09%、16.58%、30.85%、37.48%

(2021年分别为12.71%、19.50%、26.96%、40.83%)，研发费用率分别为13.62% (+5.18pct)、12.84% (+3.64pct)、18.39% (+7.00pct)、20.78% (+4.16pct)。

● **经营活动产生的现金流同比增长，存货、合同负债较期初大幅增加**

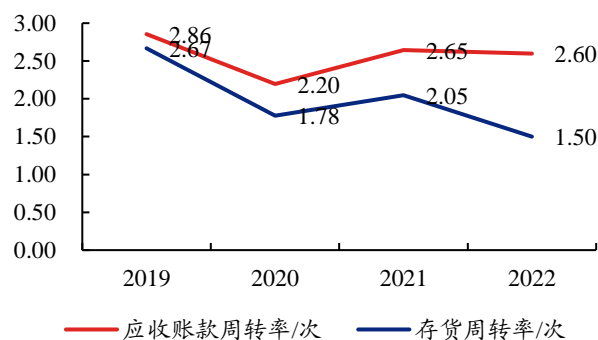
2022年，公司经营活动产生的现金流净额17.27亿元，同比增长44.78%，主要系公司集成电路业务规模增长，利润增加及销售回款增加，同时公司收取的业务保证金较上年同期增加所致；投资活动现金流量净额-8.33亿元，去年同期为-3.91亿元，同比减少4.42亿元，主要系本年公司为提高现金收益，购买期限一年以上保本固定利率的大额存单而上年无此业务所致；筹资活动现金流量净额-1.05亿元，去年同期为9.33亿元，同比减少10.38亿元，主要系上年公司发行15亿元可转换公司债券而本年无相关事项所致。

图 10、2019-2022 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 11、2019-2022 年应收账款周转率及存货周转率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

截至2022年末，公司应收项目合计54.03亿元，同比增长33.18%，其中应收账款31.06亿元，同比增长30.93%；应收票据22.97亿元，同比增长36.35%；应收账款周转率2.60次，同比减少0.05次。

截至2022年末，公司存货22.13亿元，同比增长80.94%，存货周转率1.50次，同比减少0.55次。其中原材料账面价值4.58亿元，同比增长98.40%；在产品4.83亿元，同比增长87.71%；产成品（包括库存商品和发出商品）4.60亿元，同比增长197.83%；委托加工物资1.55亿元，同比下降12.00%。

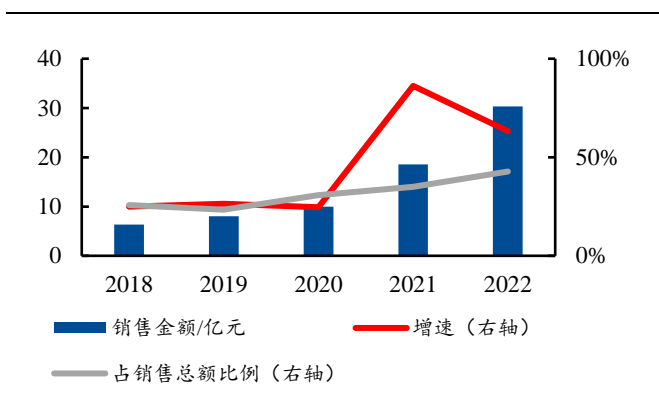
截至2022年末，公司合同负债8.03亿元，较2022年初增长70.51%，较2022三季度末增长38.48%。

● 前五大客户及供应商集中度提升

2022年，公司向前五名客户合计销售金额30.31亿元，同比增长63.25%；占公司年度销售总额的42.75%，同比增加7.71pct。

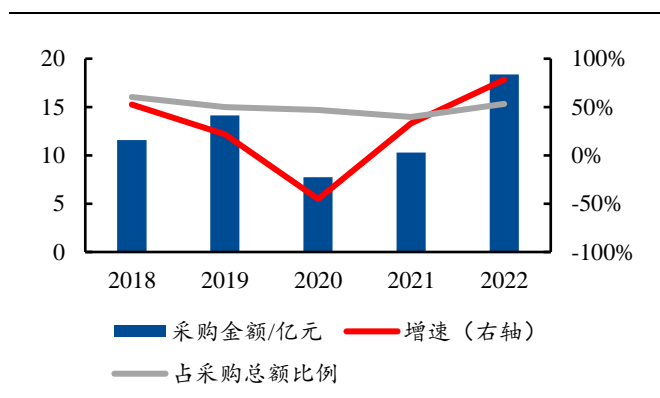
公司向前五名供应商合计采购金额18.36亿元，同比增长78.32%；占公司年度采购总额的53.26%，同比增加13.52pct。

图 12、公司向前五名客户销售情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、公司向前五名供应商采购情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 基于长期发展战略，公司变部份更募投项目

自2022年下半年以来，原募投项目的市场环境较项目可行性研究阶段出现较大波动，市场发展及需求状况不及预期，继续投入的不确定性风险加大，基于公司长期业务发展战略，公司将同芯微电子作为实施主体的原募投项目进行变更，并将拟投入原募投项目的募集资金收回，变更投向为公司全资子公司深圳国微电子实施的“高速射频模数转换器系列芯片及配套时钟系列芯片研发及产业化建设项目”、“新型高性能视频处理器系列芯片研发及产业化建设项目”以及“科研生产用联建楼建设项目”，其余剩余募集资金用于永久补充流动资金。

上述变更部分募集资金投资项目事项已于2022年12月27日，经公司第七届董事会第二十九次会议和第七届监事会第二十次会议审议通过。于2023年1月12日，经公司2023年第一次临时股东大会、“国微转债”2023年第一次债券持有人会议审议通过。

表 2、公司实施新募投项目情况（单位：万元）

新项目名称	实施主体	项目投资总金额	拟投入募集资金金额
高速射频模数转换器系列芯片及配套时钟系列芯片研发及产业化建设项目	深圳国微	24,274.71	20,500.00
新型高性能视频处理器系列芯片研发及产业化建设项目	深圳国微	30,505.70	24,000.00
深圳国微科研生产用联建楼建设项目	深圳国微	37,888.00	30,500.00
合计		92,668.41	75,000.00

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 回购股份彰显信心，为股权激励铺平道路

鉴于公司股价自年初以来出现大幅调整，基于对公司未来持续稳定发展的信心和长期内在价值的判断，为有效维护公司价值和广大投资者利益，增强投资者信心，以及建立健全长效激励机制，进一步激活公司创新动能，推动公司实现长期可持续发展，结合公司经营情况及财务状况，公司拟以自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，回购的公司股份将用于公司未来实施股权激励或员工持股计划。

公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，用于股权激励或员工持股计划。在综合考虑公司财务状况、经营状况以及未来盈利能力情况下，确定本次回购的资金总额不超过人民币 6 亿元（含），不低于人民币 3 亿元（含）。本次回购股份的价格为不超过人民币 130.00 元/股（含），该价格不高于公司董事会通过回购股份决议前三十个交易日公司股票交易均价的 150%。以回购股份价格上限 130.00 元/股，回购金额上限人民币 6 亿元测算，预计可回购股份数量为 461.54 万股，约占公司目前总股本的 0.54%；以回购股份价格上限 130.00 元/股，回购金额下限人民币 3 亿元测算，预计可回购股份数量为 230.77 万股，约占公司目前总股本的 0.27%，具体回购股份的数量以回购期满时实际回购的股份数量为准。回购股份期限为自董事会审议通过回购股份方案之日起 6 个月内。

● 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 32.94/42.22/53.72 亿元，EPS 分别为 3.88/4.97/6.32 元/股，对应 4 月 18 日收盘价 PE 为 29.2/22.8/17.9 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示

特种产品采购需求不及预期；产品研发不及预期；贸易摩擦风险。

表 3、紫光国微分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	1553	1341	1564	2031	2184	40.7%	5342	7120	33.3%
营业成本	644	484	510	697	886	37.6%	2165	2577	19.1%
毛利	909	857	1053	1334	1298	42.8%	3177	4543	43.0%
销售费用	79	54	73	64	81	2.5%	244	272	11.6%
管理费用	80	51	58	53	77	-3.5%	223	240	7.7%
财务费用	6	5	3	-7	-4	-164.3%	19	-4	-118.3%
研发费用	258	183	201	374	454	75.8%	632	1211	91.5%
资产减值	0	-10	-44	-3	-1	-310.4%	-10	-57	-
公允价值	9	0	0	0	-10	-206.9%	9	-10	-206.9%
投资收益	-13	28	57	31	-34	-	71	81	14.9%
营业利润	496	584	737	900	661	33.2%	2141	2882	34.6%
利润总额	531	584	737	900	660	24.4%	2176	2881	32.4%
归母净利润	496	531	667	843	591	19.1%	1954	2632	34.7%
EPS	0.584	0.625	0.785	0.992	0.696	19.1%	2.300	3.098	34.7%
销售费用率	5.1%	4.0%	4.7%	3.2%	3.7%	-1.4%	4.6%	3.8%	-0.7%
管理费用率	5.2%	3.8%	3.7%	2.6%	3.5%	-1.6%	4.2%	3.4%	-0.8%
财务费用率	0.4%	0.4%	0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.6%	0.4%	0.0%	-0.4%
研发费用率	16.6%	13.6%	12.8%	18.4%	20.8%	4.2%	11.8%	17.0%	5.2%
所得税率	5.9%	8.7%	9.0%	7.1%	9.0%	3.1%	8.8%	8.4%	-0.5%
毛利率	58.5%	63.9%	67.4%	65.7%	59.4%	0.9%	59.5%	63.8%	4.3%
净利率	32.0%	39.6%	42.7%	41.5%	27.1%	-4.9%	36.6%	37.0%	0.4%

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	12254	16200	21392	27889
货币资金	4092	6971	9410	12564
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	5403	6837	8835	11267
预付款项	436	405	615	831
存货	2213	1900	2423	3110
其他	110	86	108	117
非流动资产	3074	2801	2580	2333
长期股权投资	447	414	425	421
固定资产	384	370	322	267
在建工程	47	24	12	6
无形资产	377	215	36	-138
商誉	686	686	686	686
长期待摊费用	33	28	24	19
其他	1100	1064	1076	1072
资产总计	15329	19001	23972	30222
流动负债	3477	3685	4241	4870
短期借款	0	17	11	13
应付票据及应付账款	1354	1,800	2,273	2,927
其他	2123	1869	1957	1930
非流动负债	2076	2214	2476	2680
长期借款	439	600	854	1061
其他	1637	1614	1622	1619
负债合计	5554	5899	6717	7550
股本	850	850	850	850
资本公积	648	648	648	648
未分配利润	7876	11160	15262	20526
少数股东权益	72	112	152	292
股东权益合计	9775	13102	17256	22672
负债及权益合计	15329	19001	23972	30222

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	2632	3294	4222	5372
折旧和摊销	317	269	284	281
资产减值准备	57	-4	32	56
资产处置损失	-1	-2	-1	-1
公允价值变动损失	10	4	6	5
财务费用	47	-11	-9	-6
投资损失	-81	-116	-161	-330
少数股东损益	9	40	40	140
营运资金的变动	-1267	-789	-2252	-2757
经营活动产生现金流量	1727	2759	2137	2768
投资活动产生现金流量	-833	-58	152	266
融资活动产生现金流量	-105	179	149	119
现金净变动	808	2879	2439	3154
现金的期初余额	2968	4092	6971	9410
现金的期末余额	3776	6971	9410	12564

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7120	9111	11633	14855
营业成本	2577	3342	4255	5463
税金及附加	72	90	116	148
销售费用	272	355	442	564
管理费用	240	328	430	550
研发费用	1211	1549	1966	2510
财务费用	-4	-11	-9	-6
其他收益	102	86	92	90
投资收益	81	116	161	330
公允价值变动收益	-10	-4	-6	-5
信用减值损失	14	10	12	11
资产减值损失	-57	-41	-47	-45
资产处置收益	1	2	1	1
营业利润	2882	3628	4646	6008
营业外收入	0	12	8	10
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	2881	3639	4653	6017
所得税	241	306	391	505
净利润	2640	3334	4262	5512
少数股东损益	9	40	40	140
归属母公司净利润	2632	3294	4222	5372
EPS(元)	3.10	3.88	4.97	6.32

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	33.3%	28.0%	27.7%	27.7%
营业利润增长率	34.6%	25.9%	28.1%	29.3%
归母净利润增长率	34.7%	25.1%	28.2%	27.2%
盈利能力				
毛利率	63.8%	63.3%	63.4%	63.2%
归母净利率	37.0%	36.1%	36.3%	36.2%
ROE	27.1%	25.4%	24.7%	24.0%
偿债能力				
资产负债率	36.2%	31.0%	28.0%	25.0%
流动比率	3.52	4.40	5.04	5.73
速动比率	2.86	3.85	4.44	5.05
营运能力				
资产周转率	52.9%	53.1%	54.1%	54.8%
应收帐款周转率	256.6%	252.0%	249.2%	249.3%
存货周转率	142.1%	154.4%	186.7%	187.4%
每股资料(元)				
每股收益	3.10	3.88	4.97	6.32
每股经营现金	2.03	3.25	2.52	3.26
每股净资产	11.42	15.29	20.13	26.34
估值比率(倍)				
PE	36.6	29.2	22.8	17.9
PB	9.9	7.4	5.6	4.3

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.xyq.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	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@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn