

新雷能 (300593)

证券研究报告

2020年07月15日

模块/定制/大功率电源生产商, 军工+通信双轮驱动齐放量

● 模块/定制/大功率电源龙头企业, 产品谱系全面

新雷能为我国具有领先优势地位及品牌影响力的专业电源供应商, 公司主要产品包括模块电源、定制电源及大功率电源及系统, 产品在通信、航空、航天、军工、铁路、电力、工控、广电等各行业得到广泛的应用。公司近五年经营业绩总体呈快速上升态势, 模块电源业务为主要收入来源。公司2019年实现营业收入7.72亿元(+73.86%); 实现归母净利润0.62亿元(+73.86%)。其中, 模块电源业务为公司的主要收入与利润来源, 2019年该业务占营收/毛利润比重达到59.92%/69.10%。

● 国防开支装备费用稳定增长, 带动配套电源产业打开市场空间

2019年, 国防军费增速7.5%, 规模达到约1.19万亿, 连续三年突破万亿。但相比发达国家2%-4%的军费GDP占比, 我国军费占GDP的比重仍然较低, 存在上升空间。此外, 我国武器装备占国防支出比重达33%, 这一数据对比俄罗斯武装部队的武器装备支出占国防支出的60%来看, 我国武器装备支出占比仍处于较低水平。因此, 我们认为未来武器装备费用增长速度有望高于国防支出总体增速, 2020年国防信息化或将进入景气爬坡阶段, 以导弹、飞机为代表的军品有望实现加量布局, 公司对应电源业务有望伴随下游赛道高景气迎来快速放量。

● 5G网络进入主要投资期, 公司对应电源业务或受益于产业千亿蓝海

据中国产业信息网数据披露, 2020-2023年5G网络将进入主要投资期, 5G宏基站数量有望达到500-600万, 微站数量可达千万级别, 预计2020-2025年中国5G基站市场空间共计将超过7700亿元。我们认为, 公司作为国内外通信领域主流设备商三星电子、诺基亚、中兴科(包括大唐移动、烽火通信和武汉虹信)的主要电源供应商, 通信行业产业升级以及投资增加有望为公司带来快速发展的市场机遇, 对应产品或进入快速放量期。

● 收购完善电源产业布局, 股权激励提振企业信心

2018年3月, 公司以现金方式收购武汉永力52%股权。永力科技目前致力于军用电源、通信电源、船舶压载水环保处理设备等相关技术的研制开发、生产与销售, 产品主要涵盖开关电源、组合电源、UPS电源及其他相关电源技术。我们认为, 通过本次收购, 公司将进一步完善公司电源产业布局, 有望推动公司未来的战略实施。

2018年11月, 公司以7.66元/股的价格向符合授予条件的107名激励对象授予246.2万股限制性股票, 占公司总股本的2.39%。我们认为, 通过股权激励能够有效将公司利益与核心技术人员进行绑定, 将进一步提升员工的凝聚力、团队稳定性, 并有效激发管理团队积极性, 从而提高经营效率, 给公司带来更高的经营业绩和内在价值。

盈利预测与投资建议: 综上所述, 我们认为公司军品业务将受益于我军信息化装备升级换代, 未来3-5年有望持续快速增长; 同时5G基站等通信项目的逐步落地, 公司对应电源业务有望进一步放量。因此, 我们预计公司2020-2022年营收分别为9.68/12.94/17.59亿元, 对应的归母净利润分别为0.81/1.17/1.69亿元, 对应EPS为0.49/0.71/1.02元, P/E为38.58/26.62/18.43x。对标国防信息化企业康拓红外、雷科防务、天银机电与华力创通2020年预测P/E, 公司每股目标价26.77元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 1. 下游行业需求波动风险; 2. 汇率波动风险; 3. 劳动成本上涨导致利润下降的风险; 4. 客户集中度较高的风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	476.57	772.35	967.66	1,294.00	1,758.97
增长率(%)	37.65	62.06	25.29	33.72	35.93
EBITDA(百万元)	142.88	243.91	138.79	182.16	244.91
净利润(百万元)	35.80	62.23	80.69	116.94	168.93
增长率(%)	0.54	73.86	29.65	44.92	44.46
EPS(元/股)	0.22	0.38	0.49	0.71	1.02
市盈率(P/E)	86.96	50.02	38.58	26.62	18.43
市净率(P/B)	5.30	4.74	4.15	3.64	3.08
市销率(P/S)	6.53	4.03	3.22	2.41	1.77
EV/EBITDA	15.73	13.61	24.38	18.61	13.86

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	电气设备/电源设备
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	18.8元
目标价格	26.77元

基本数据

A股总股本(百万股)	165.58
流通A股股本(百万股)	95.04
A股总市值(百万元)	3,112.92
流通A股市值(百万元)	1,786.68
每股净资产(元)	4.04
资产负债率(%)	40.78
一年内最高/最低(元)	24.58/13.10

作者

李鲁靖 分析师
SAC执业证书编号: S1110519050003
lilujing@tfzq.com

邹润芳 分析师
SAC执业证书编号: S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

王纪斌 分析师
SAC执业证书编号: S1110519010001
wangjibin@tfzq.com

许利天 联系人
xulitian@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告



内容目录

1. 模块/定制/大功率电源龙头企业，产品谱系全面	4
1.1. 深耕多年，军工/通讯领域电源产品老牌供应商	4
1.2. 经营业绩快速发展，主营产品持续放量	5
1.3. 高性能电源领域龙头企业，深耕多年行业地位稳固	6
2. 军工受益需求提升迎中高速增长，通信民品将迎疫情后修复	7
2.1. 国防开支装备费用稳定增长，带动配套电源产业打开市场空间	7
2.2. 5G 网络进入主要投资期，公司对应电源业务或受益于产业千亿蓝海	8
3. 收购完善电源产业布局，股权激励提振企业信心	8
4. 盈利预测与投资建议	9
5. 风险提示	10
5.1. 下游行业需求波动风险	10
5.2. 汇率波动风险	10
5.3. 劳动成本上涨导致利润下降的风险	10
5.4. 客户集中度较高的风险	10

图表目录

图 1：公司主营产品——“通用模块电源”	4
图 2：公司主营产品——“工业定制电源”	4
图 3：2020Q1 公司股权结构	4
图 4：2015-2019 年公司营业收入及增速	5
图 5：2015-2019 年公司归母净利润及增速	5
图 6：2019 年公司主营业务营收占比情况	5
图 7：2019 年公司主营业务毛利润占比情况	5
图 8：2015A-2020Q1 公司存货情况	6
图 9：各国国防支出占 GDP 比重	7
图 10：2019 年中俄武器装备占军费比重	8
图 11：2020-2025 年国防信息化产业规模预测	8
图 12：2020-2025 年中国新建 5G 基站数量预测（万个）	8
图 13：2020-2025 年中国 5G 基站市场空间预测（亿元）	8
图 14：2015-2019 年永力科技营业收入及增速	9
图 15：2015-2019 年永力科技归母净利润及增速	9
表 1：公司参控股公司情况	4
表 2：公司主营产品介绍	6
表 3：限制性股票解除限售安排以及业绩考核目标	9

表 4：2020-2023 年公司盈利预测	9
表 5：可比公司 2020 预测 P/E	10

1. 模块/定制/大功率电源龙头企业，产品谱系全面

1.1. 深耕多年，军工/通讯领域电源产品老牌供应商

新雷能全称北京新雷能科技股份有限公司，是我国具有领先优势地位及品牌影响力的专业电源供应商。公司成立于1997年，并于2017年1月在深交所创业板上市。目前，公司主要产品包括模块电源、定制电源及大功率电源及系统，产品在通信、航空、航天、军工、铁路、电力、工控、广电等各行业得到广泛的应用。

图 1：公司主营产品——“通用模块电源”



资料来源：公司公告，天风证券研究所

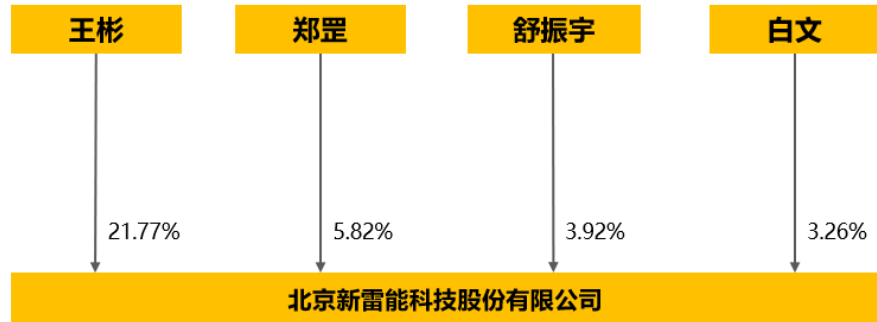
图 2：公司主营产品——“工业定制电源”



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司股权较为集中，有利于提高公司管理决策效率。据公司公告披露，公司实际控制人及第一大股东为王彬先生，持有公司 21.77% 的股权。我们认为，第一大股东持股比例较高将有效提高其管理决策效率，同时由于与公司利益相关度较大，参与公司事务的积极性较大，将进一步利好公司运营发展。

图 3：2020Q1 公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前，公司旗下设深圳雷能、西安新雷能两家全资子公司，并直接或间接持股永力科技、永力睿源、永力睿远三家子公司。其中，深圳雷能主营通信用模块电源、定制电源、大功率电源及系统等业务；永力科技主营军用电源、通信电源、船舶压载水环保处理设备、电动汽车充电设施等业务。

表 1：公司参控股公司情况

序号	子公司名称	主营业务	参控股情况
1	深圳市雷能混合集成电路有限公司	通信模块电源、定制电源、大功率电源及系统	100%直接持股
2	西安市新雷能电子科技有限公司	航空、航天及军工电源产品的研发	100%直接持股
3	武汉永力科技股份有限公司	军用电源、通信电源、船舶压载水环保处理设备、电动汽车充电设施等	52%直接持股

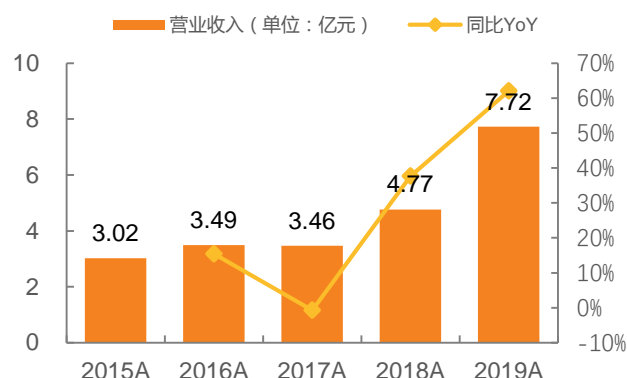
4	武汉永力睿源科技有限公司	高端高频开关电源	60%间接持股
5	北京永力睿远科技有限公司	技术推广、服务、咨询、开发、转让及电子产品销售	70%间接持股

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

1.2. 经营业绩快速发展，主营产品持续放量

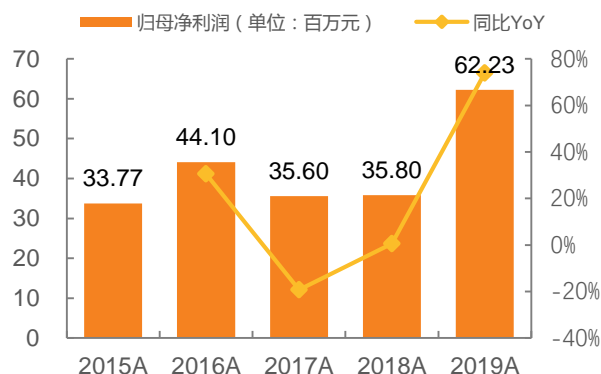
公司近五年经营业绩总体呈快速上升态势，模块电源业务为主要收入来源。据 Wind 数据披露，公司 2019 年实现营业收入 7.72 亿元，同比+62.06%；实现归母净利润 0.62 亿元，同比+73.86%。2015-2019 年公司营业收入与归母净利润年复合增长率分别达到 26.46%/16.52%。其中，模块电源业务为公司的主要收入与利润来源，2019 年该业务占营收/毛利润比重达到 59.92%/69.10%。

图 4：2015-2019 年公司营业收入及增速



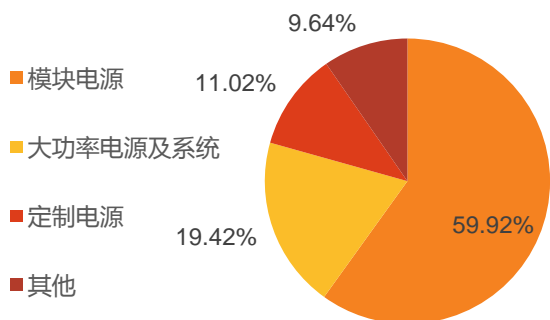
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2015-2019 年公司归母净利润及增速



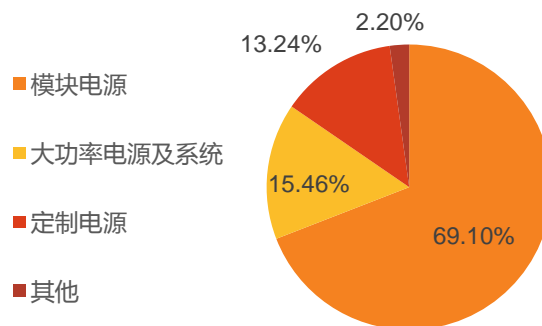
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2019 年公司主营业务营收占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

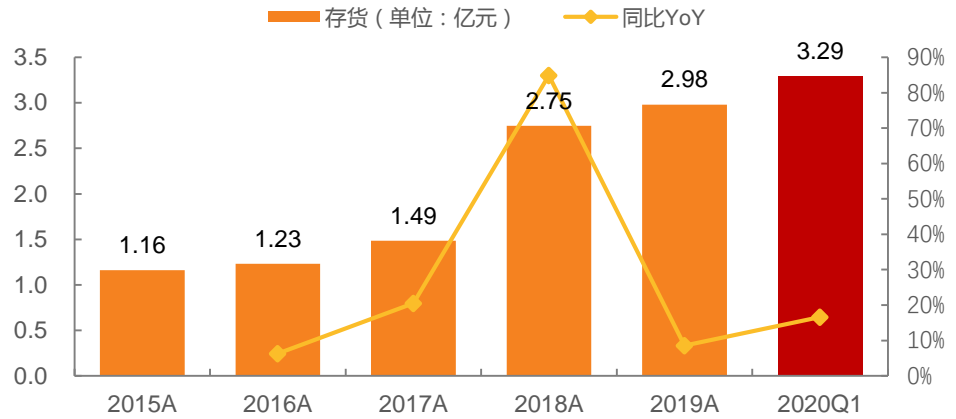
图 7：2019 年公司主营业务毛利润占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

受疫情影响 2020Q1 短期波动，存货创历史新高，业绩有望延迟兑现。据公司公告披露，2020 年一季度公司实现营业收入 1.00 亿元 (-41.65%)；实现归母净利润 397.62 万元 (-57.79%)，主要系疫情影响公司交付所致。此外，2020 年 Q1 公司存货达 3.29 亿元，同比+16.58%，创公司上市以来历史新高。我们认为，随着疫情发展的缓解，公司存货或快速消化，业绩有望延迟兑现。

图 8：2015A-2020Q1 公司存货情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 高性能电源领域龙头企业，深耕多年行业地位稳固

公司长期致力于高效率、高可靠性、高功率密度电源产品的研发、生产和销售，现已建成可靠性高、质量稳定、技术先进、应用范围广泛、规格品种齐全的电源产品线。公司目前主营业务定位于模块电源、定制电源、大功率电源及系统等技术和产品，在通信、航空、航天、军工、铁路、电力、工控、广电等各行业均有所应用。

表 2：公司主营产品介绍

产品分类	产品名称	产品特点	典型应用领域	示意图
模块电源	通用模块电源	高效率；高功率密度；工业标准尺寸，兼容性好；使用方便	通信及 IT 系统应用，如分布式电源系统、无线网络、光通讯网络设备、企业网络、数据库等	
	航天及军工模块电源	宽应用温度范围（-55℃ ~+105℃）；适应严酷应用环境；单路或多路输出；全金属屏蔽	航空、航天、军工及其他可靠性应用领域	
定制电源	工业定制电源	用户定制外形规格；转换效率高；宽输入电压范围；输入过欠压保护；单路或多路输出；输出过压、过流、短路保护	通信、铁路、电力、工控等领域	
	特种定制电源	满足用户空间需求，提供定制外形和借口服务；宽范围交流输入；多路输出；多种保护和附加功能可选；输入输出加强滤波；低输出波纹噪声；配置电源智能管理系统	航空、航天、军工及其他可靠性应用领域	
大功率电源及系统	整流器	全数字控制；标准 IU 高度；交流输入；输出电压：24V/48V；输出电流：15A-100A	通信基础设施供电，包括通信机房、工业控制、电力系统和铁路信号等	

大功率电源系统由整流器单元、监控单元及配电单元组成，可根据功率需要灵活配置整流器电源数量及配电设计，并由监控单元实现对电源系统的智能监控和电池管理

广泛应用于通信、铁路、电力等行业领域



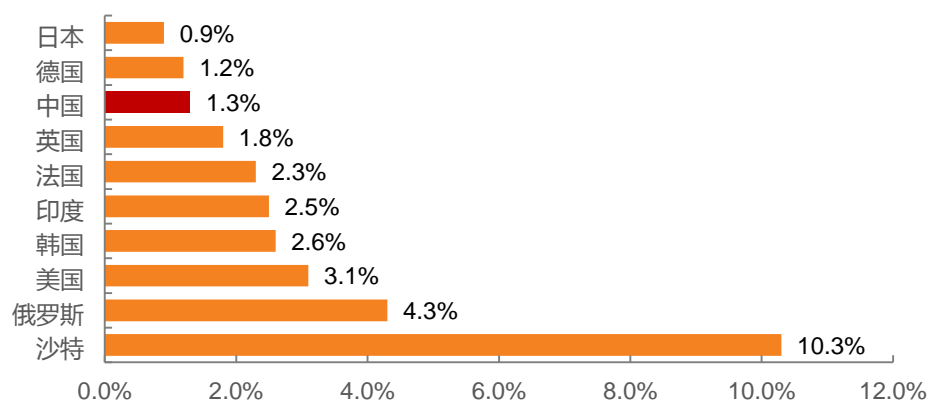
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 军工受益需求提升迎中高速增长，通信民品将迎疫情后修复

2.1. 国防开支装备费用稳定增长，带动配套电源产业打开市场空间

我国经济总量持续增长，国防投入稳步增加。2015-2018 年，我国军费占 GDP 比重分别为 1.29%、1.28%、1.28%、1.23%，基本保持稳定。2019 年，国防军费增速 7.5%，规模达到约 1.19 万亿，连续三年突破万亿。但相比发达国家 2%~4% 的军费 GDP 占比，我国军费占 GDP 的比重仍然较低，存在上升空间。

图 9：各国国防支出占 GDP 比重

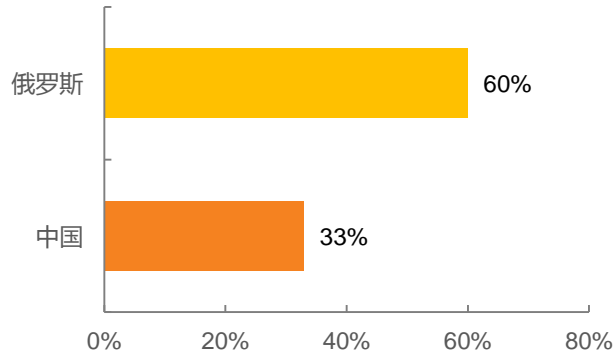


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

以信息化产品为代表的武器装备更新换代是提高我国军队现代化的重要因素，国防信息化 2025 年行业规模有望超 2500 亿元。我国国防支出主要用于武器装备、人员生活费和训练维持费三部分组成，三部分支出比例基本各占三分之一。对比俄罗斯武装部队的武器装备支出占国防支出的 60%，我国武器装备支出占比仍处于较低水平。从政策层面看，中央军委颁发的《军队建设发展“十三五”规划纲要》明确指出，2020 年军队要基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系。

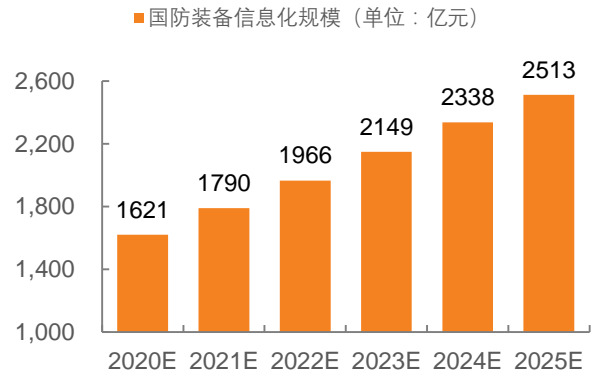
综上所述，我们认为未来武器装备费用增长速度有望高于国防支出总体增速，2020 年国防信息化或将进入景气爬坡阶段，以导弹、飞机为代表的军品有望实现加量布局，公司对应电源业务有望伴随下游赛道高景气迎来快速放量。据中国产业信息网披露数据，预计 2020-25 年我国国防信息化产业规模年复合增速将达到 9.16%，至 2025 年规模有望达到 2513 亿元。

图 10：2019 年中俄武器装备占军费比重



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 11：2020-2025 年国防信息化产业规模预测



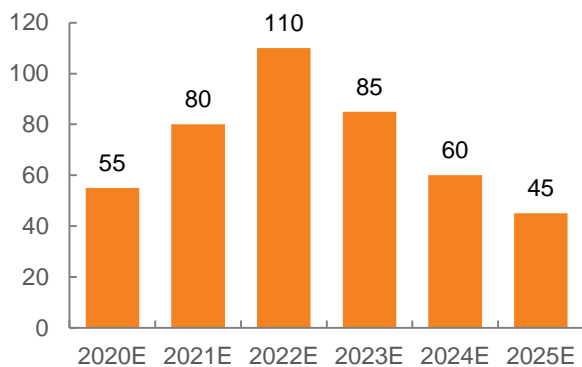
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

2.2. 5G 网络进入主要投资期，公司对应电源业务或受益于产业千亿蓝海

2020-2023 年 5G 网络将进入主要投资期，5G 宏基站数量有望达到 500-600 万，微站数量可达千万级别。据中国产业信息网数据披露，预计未来十年内 5G 宏基站数量约为 4G 基站的 1-1.2 倍，根据 4G 网络建设规模进行推算，预计 2021-23 年期间，三大运营商逐年建设量约为 80/110/85 万个。

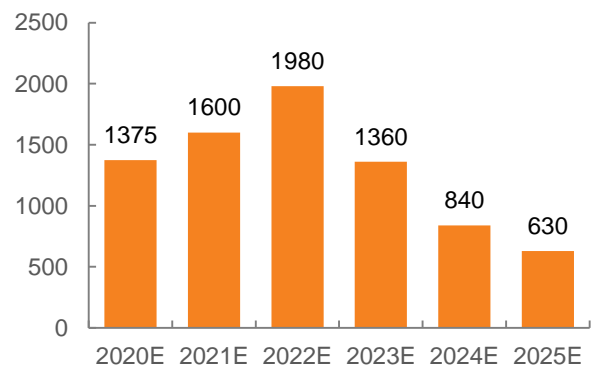
此外，宏站站址建设难度较大且市场较为饱和，同时 5G 频率更高理论上覆盖空洞更多，因此宏基站无法完全满足 eMBB 场景的需求，需要大量微站对局部热点高容量的地区进行补盲，预测微站数量可达千万级别。

图 12：2020-2025 年中国新建 5G 基站数量预测 (万个)



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 13：2020-2025 年中国 5G 基站市场空间预测 (亿元)



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

2020-2025 年中国 5G 基站市场空间有望超 7700 亿元。据中国产业信息网数据披露，投资初期 5G 宏基站价格在 25 万/个，随着产业链逐步成熟，后期价格逐步降低，预计 5G 宏基站单价平均 14 万/个。以此价格进行计算，预计 2020-2025 年中国 5G 基站市场空间共计将超过 7700 亿元。

综上所述我们认为，公司作为国内外通信领域主流设备商三星电子、诺基亚、中信科（包括大唐移动、烽火通信和武汉虹信）的主要电源供应商，通信行业产业升级以及投资增加有望为公司带来快速发展的市场机遇，对应产品或进入快速放量期。

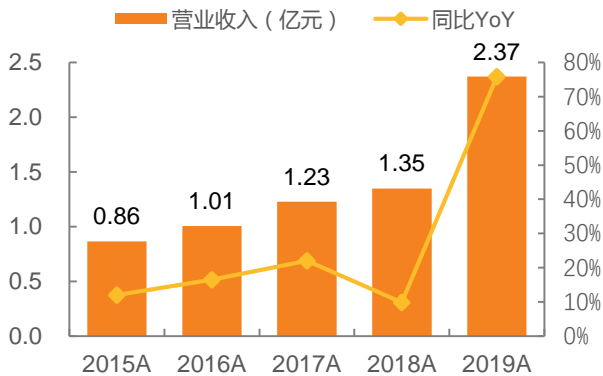
3. 收购完善电源产业布局，股权激励提振企业信心

2018 年 3 月 27 日，公司发布《关于现金收购武汉永力科技股份有限公司 52% 股权的公告》，拟以现金 26,000 万元收购武汉永力科技股份有限公司 52% 股权，本次交易完成后永力科技将成为公司的控股子公司。

永力科技目前致力于军用电源、通信电源、船舶压载水环保处理设备等相关技术的研制开发、生产与销售，产品主要涵盖开关电源、组合电源、UPS 电源及其他相关电源技术。据

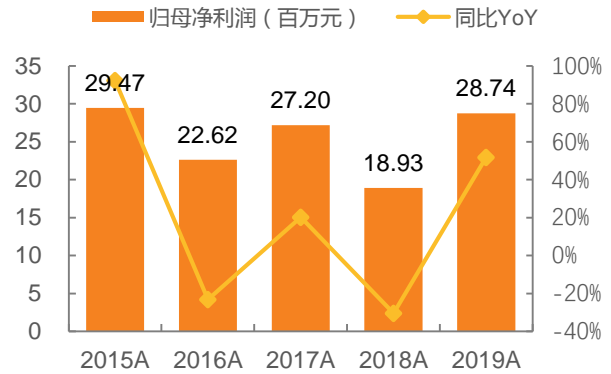
Wind 数据披露，公司技术水平目前在国内大功率发射机电源行业处于领先地位，并且在军用特种电源行业从事多年，积累了一批长期合作且忠诚度高的优质军工产品客户。我们认为，通过本次收购，公司将进一步完善公司电源产业布局，有望推动公司未来的战略实施。

图 14：2015-2019 年永力科技营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2015-2019 年永力科技归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

2018 年 11 月 24 日，公司发布《关于向激励对象首次授予限制性股票的公告》，确定以 2018 年 11 月 23 日为授予日，以 7.66 元/股的价格向符合授予条件的 107 名激励对象授予 246.2 万股限制性股票，占公司总股本的 2.39%。

本激励计划授予的限制性股票，自公布之日起满 12 个月后进行解锁，解锁共分为三期，每期解除限售比例为 40%、30%、30%。在股权激励的 107 人中，有多名公司业务骨干或技术骨干。我们认为，通过股权激励能够有效将公司利益与核心技术人员进行绑定，将进一步提升员工的凝聚力、团队稳定性，并有效激发管理团队的积极性，从而提高经营效率，给公司带来更高的经营业绩和内在价值。

表 3：限制性股票解除限售安排以及业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2017 年业绩为基数，2018 年营业收入增长率不低于 15%；
第二个解除限售期	以 2017 年业绩为基数，2019 年营业收入增长率不低于 25%；
第三个解除限售期	以 2017 年业绩为基数，2020 年营业收入增长率不低于 40%；

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

综上所述，我们认为公司军品业务将受益于我军信息化装备升级换代，未来 3-5 年有望持续快速增长；同时 5G 基站等通信项目的逐步落地，公司对应电源业务有望进一步放量。因此，我们预计公司在 2020-2022 年的营收增速为 25.29%/33.72%/35.93%，对应的营收分别为 9.68/12.94/17.59 亿元，对应的归母净利润分别为 0.81/1.17/1.69 亿元，对应 EPS 为 0.49/0.71/1.02 元，按照 7 月 14 日收盘价 P/E 为 38.58/26.62/18.43x。

表 4：2020-2023 年公司盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	476.57	772.35	967.66	1,294.00	1,758.97
增长率(%)	37.65	62.06	25.29	33.72	35.93
净利润(百万元)	35.80	62.23	80.69	116.94	168.93
增长率(%)	0.54	73.86	29.65	44.92	44.46
EPS(元/股)	0.22	0.38	0.49	0.71	1.02
市盈率(P/E)	86.96	50.02	38.58	26.62	18.43

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们采用 PE 法可比估值进行目标价预测。公司主营业务对应我国国防信息化产业，其对应的公司为康拓红外、雷科防务、天银机电与华力创通。据 Wind 数据披露，四家可比公司 2020 年 P/E 预测值分别为 53.04/48.62/49.00/67.91x，均值为 54.64x，按照该值与公司预计 2020 年 EPS 进行计算，公司每股目标价 26.77 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司 2020 预测 P/E

证券代码	证券简称	业务领域	2020 年预测 P/E
300455.SZ	康拓红外	国防军工信息化、红外线轴温智能探测系统等	53.04
002413.SZ	雷科防务	嵌入式实时信息处理等	48.62
300342.SZ	天银机电	国防军工信息化等	49.00
300045.SZ	华力创通	国防军工信息化、智慧城市等	67.91
		平均值	54.64

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

5.1. 下游行业需求波动风险

公司电源产品广泛应用于通信、航空、航天、船舶、铁路、电力、工控等领域。5G 网络建设投资、航空航天投资和高铁投资的持续增长，一定程度上促进了公司电源产品的应用和推广，但仍不能排除下游各行业受自身行业需求和投资周期等因素的影响从而减少采购公司电源的可能。

5.2. 汇率波动风险

2017 年至 2019 年公司出口业务占比分别 10.34%、22.01%、21.2%，同时公司部分元器件为进口，公司进出口业务主要以美元结算。随着公司海外业务的拓展，人民币汇率波动的不确定性，将可能导致公司出现汇兑损益，对公司财务状况和经营成果产生一定影响。

5.3. 劳动成本上涨导致利润下降的风险

公司所处行业属于技术密集型的高科技制造业，人力成本是公司成本的重要构成。随着我国经济的快速发展，国民收入水平逐年增加，劳动力价格逐年提高；同时，随着公司募集资金投资项目的投产、公司经营规模的扩大，员工数量将逐渐增加，公司人员成本将逐年上升，如果收入规模增长速度放缓，公司未来利润水平存在下降的风险。

5.4. 客户集中度较高的风险

公司电源产品的客户主要集中在通信、航空、航天、船舶、铁路等行业，其中通信行业的集中度较高，决定了公司的客户集中度也相对较高。2019 年公司前五名客户销售收入合计占当期营业收入的比例为 39.03%，客户相对集中，可能导致公司未来增长受制于重要客户的需求，并承受失去重要客户或大额订单所带来的市场风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	174.58	169.23	213.92	216.48	226.33
应收票据及应收账款	377.43	439.35	501.43	576.90	742.32
预付账款	10.91	14.69	15.96	25.00	30.42
存货	274.64	298.07	326.04	416.64	472.91
其他	19.50	10.08	12.40	20.16	17.58
流动资产合计	857.05	931.42	1,069.74	1,255.18	1,489.57
长期股权投资	23.13	25.69	29.19	33.99	39.59
固定资产	279.69	275.17	260.06	247.29	237.01
在建工程	8.51	3.31	10.86	14.38	18.17
无形资产	41.16	45.13	49.25	54.75	61.06
其他	134.17	136.91	129.90	126.28	121.30
非流动资产合计	486.65	486.21	479.27	476.70	477.13
资产总计	1,343.70	1,417.63	1,549.01	1,731.88	1,966.70
短期借款	111.97	110.01	101.90	93.40	87.90
应付票据及应付账款	144.67	160.33	195.42	233.69	288.92
其他	79.90	114.34	129.73	167.12	190.19
流动负债合计	336.54	384.68	427.04	494.20	567.01
长期借款	246.30	193.06	179.00	175.00	164.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	21.18	15.63	16.20	17.67	16.50
非流动负债合计	267.48	208.69	195.20	192.67	180.50
负债合计	604.02	593.36	622.24	686.87	747.51
少数股东权益	152.57	168.07	177.04	190.03	208.80
股本	117.97	165.58	165.58	165.58	165.58
资本公积	243.67	213.24	213.24	213.24	213.24
留存收益	487.77	513.15	584.15	689.39	844.81
其他	(262.30)	(235.77)	(213.24)	(213.24)	(213.24)
股东权益合计	739.68	824.27	926.77	1,045.01	1,219.19
负债和股东权益总	1,343.70	1,417.63	1,549.01	1,731.88	1,966.70

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	37.38	74.89	80.69	116.94	168.93
折旧摊销	18.77	26.05	25.42	26.64	28.21
财务费用	14.89	21.37	16.39	15.24	14.35
投资损失	(2.11)	(3.68)	(4.12)	(4.15)	(5.14)
营运资金变动	23.53	(58.19)	(50.69)	(117.48)	(159.55)
其它	(2.25)	6.49	8.97	12.99	18.77
经营活动现金流	90.21	66.93	76.66	50.18	65.57
资本支出	248.83	23.70	21.41	21.42	29.20
长期投资	23.13	2.56	3.50	4.80	5.60
其他	(584.84)	(47.24)	(42.77)	(44.96)	(57.69)
投资活动现金流	(312.87)	(20.97)	(17.86)	(18.74)	(22.89)
债权融资	385.74	359.06	348.49	346.55	341.58
股权融资	(13.56)	(7.25)	6.14	(15.24)	(14.35)
其他	(106.50)	(405.94)	(368.74)	(360.18)	(360.06)
筹资活动现金流	265.67	(54.13)	(14.11)	(28.87)	(32.83)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	43.01	(8.18)	44.69	2.57	9.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	476.57	772.35	967.66	1,294.00	1,758.97
营业成本	273.00	453.55	561.70	742.68	1,000.74
营业税金及附加	6.22	7.33	10.06	14.10	17.94
营业费用	31.75	43.99	57.09	79.45	108.18
管理费用	40.44	56.28	74.51	99.90	136.14
研发费用	82.40	121.03	151.92	205.10	283.19
财务费用	14.53	20.53	16.39	15.24	14.35
资产减值损失	1.67	(4.76)	3.12	1.40	1.21
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.11	3.68	4.12	4.15	5.14
其他	(12.34)	(4.73)	(8.24)	(8.30)	(10.28)
营业利润	36.80	75.46	96.98	140.28	202.35
营业外收入	0.09	0.03	0.08	0.12	0.14
营业外支出	0.43	0.65	0.66	0.69	0.67
利润总额	36.46	74.84	96.40	139.71	201.82
所得税	(0.92)	(0.06)	6.75	9.78	14.13
净利润	37.38	74.89	89.65	129.93	187.70
少数股东损益	1.58	12.66	8.97	12.99	18.77
归属于母公司净利润	35.80	62.23	80.69	116.94	168.93
每股收益(元)	0.22	0.38	0.49	0.71	1.02

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	37.65%	62.06%	25.29%	33.72%	35.93%
营业利润	-4.30%	105.03%	28.53%	44.65%	44.25%
归属于母公司净利润	0.54%	73.86%	29.65%	44.92%	44.46%
获利能力					
毛利率	42.71%	41.28%	41.95%	42.61%	43.11%
净利率	7.51%	8.06%	8.34%	9.04%	9.60%
ROE	6.10%	9.48%	10.76%	13.68%	16.72%
ROIC	9.78%	10.53%	10.88%	14.18%	17.79%
偿债能力					
资产负债率	44.95%	41.86%	40.17%	39.66%	38.01%
净负债率	28.55%	23.03%	14.52%	12.45%	9.45%
流动比率	2.55	2.42	2.50	2.54	2.63
速动比率	1.73	1.65	1.74	1.70	1.79
营运能力					
应收账款周转率	1.50	1.89	2.06	2.40	2.67
存货周转率	2.25	2.70	3.10	3.48	3.95
总资产周转率	0.45	0.56	0.65	0.79	0.95
每股指标(元)					
每股收益	0.22	0.38	0.49	0.71	1.02
每股经营现金流	0.54	0.40	0.46	0.30	0.40
每股净资产	3.55	3.96	4.53	5.16	6.10
估值比率					
市盈率	86.96	50.02	38.58	26.62	18.43
市净率	5.30	4.74	4.15	3.64	3.08
EV/EBITDA	15.73	13.61	24.38	18.61	13.86
EV/EBIT	17.90	15.12	29.84	21.80	15.66

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com