

## 主业边际向好, 新业务接力第二成长曲线

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2022 年年度报告, 2022 年全年实现营业收入 5.3 亿元, 同比减少 40.7%; 实现归母净利润 3796.3 万元, 同比减少 84.2%。
- **营收和利润承压, 持续加大研发投入。2022 年:** 1) 营收端: 公司主营业务实现收入 5.3 亿元, 其中驱动 IC/AC-DC/DC-DC 分别实现收入 2.9/2.4/0.1 亿元, 分别同比-42.6%/-38.6%/+100.0%。2) 利润端: 公司毛利率/净利率分别为 28.0%/5.5%, 分别同比-15.3pp/-21.3pp, 其中驱动 IC/AC-DC/DC-DC 毛利率分别为 18.1%/39.9%/34.4%, 公司整体净利率下滑主要系由于 LED 驱动芯片毛利率大幅下降 24.2pp 以及研发费用持续提升所致。3) 费用端: 公司销售/管理/研发费用率分别为 2.6%/6.3%/21.9%, 分别同比+1.2pp/+3.0pp/+12.1pp, 公司持续加大研发投入, 2022 年研发费用为 1.2 亿元, 同比增长 32.9%。
- **公司持续在中大功率 LED 照明和快充 AC-DC 发力, 2023 年两大主业底部回暖+新品出货预计将带动公司主业收入增长。**公司传统主业为 LED 驱动和 AC-DC, 其中 LED 照明驱动业务包含通用照明、中大功率照明以及智能照明, AC-DC 业务包含通用充电器适配器、快充以及家电等。2022 年受欧美通货膨胀、地缘局势紧张、全球经济下行等因素影响, 全年消费需求低迷, 下游客户备货保守, 公司标准电源以及家电 AC-DC 出货量受到较大影响; LED 驱动业务由于需求较弱叠加行业进入较长去库存周期毛利率承压。展望 2023 年, 随着行业库存去化, 需求见底, 我们预计公司 LED 驱动和 AC-DC 业务将迎来复苏。
- **BMS AFE/DC-DC/电机驱动带动第二成长曲线。** 1) **BMS:** 公司高达 18 串“高精度锂电池监控及保护”的核心技术产品内置高精度电压检测 ADC 和电流检测 ADC、集成电池均衡, 已与客户开展联合测试。2) **DC-DC:** 公司量产 4.5-40V 电压段、0.6-6A 电流范围 DC-DC 芯片全系列产品并已向行业标杆客户持续供货。3) **电机驱动控制:** 公司覆盖交流、直流、步进等电机应用, 并在推进直流电机驱动控制 SoC 芯片、高性能隔离、非隔离栅极驱动芯片、步进电机驱动芯片等新品的研发和市场化。三大新业务板块助推公司第二成长曲线
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 23/24/25 年收入分别为 7.5/10.2/12.9 亿元, 归母净利润分别为 0.7/1.3/1.8 亿元, 未来三年归母净利润 CAGR 约 69%。考虑到公司传统主业的修复、BMS AFE 等业务起量后的竞争力及估值弹性, 我们给予公司 2023 年 79 倍 PE, 对应目标价 76.63 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新品进展不及预期, 主业产品价格进一步下调, 需求恢复不及预期。

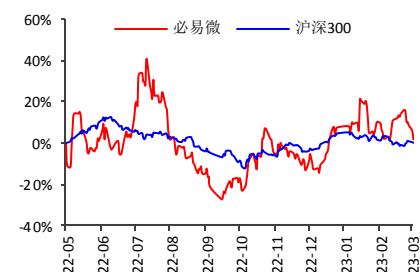
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	525.82	750.92	1015.68	1288.62
增长率	-40.72%	42.81%	35.26%	26.87%
归属母公司净利润(百万元)	37.96	67.28	126.76	181.69
增长率	-84.16%	77.21%	88.42%	43.33%
每股收益 EPS(元)	0.55	0.97	1.84	2.63
净资产收益率 ROE	2.14%	3.67%	6.53%	8.69%
PE	116	65	35	24
PB	3.22	3.09	2.86	2.60

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王谋  
执业证号: S1250521050001  
电话: 0755-23617478  
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	0.69
流通 A 股(亿股)	0.15
52 周内股价区间(元)	44.60-88.15
总市值(亿元)	44.02
总资产(亿元)	16.67
每股净资产(元)	19.79

### 相关研究

# 1 主业修复，DC-DC/电机驱动/BMS 助推第二成长曲线

必易微成立于 2014 年，上市于 2022 年 5 月（股票代码 688045.SH），是一家专注于从事高性能模拟及数模混合集成电路研发、设计和销售的集成电路设计企业，目前主要采用 Fabless 经营模式。公司主要从事高性能模拟芯片的研发、设计和销售，产品主要为电源管理模拟芯片，其中 LED 照明驱动控制芯片、快速充电类电源管理芯片、家电及 IoT 电源管理芯片等多项产品均属于行业内前沿产品，并广泛应用于 LED 照明、通用电源、家电及 IoT 等领域。

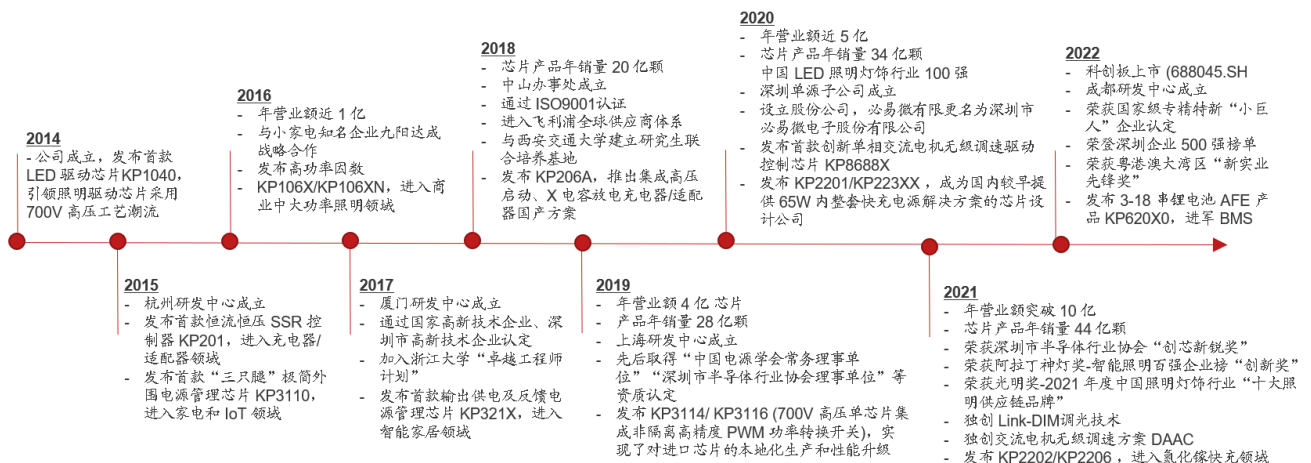
图 1：公司主营业务及产品应用领域



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司以通用光源类 LED 照明起家，2015 年扩充通用电源管理芯片和家电及 IoT 电源管理芯片产品线，未来将布局 DC-DC、电机驱动和 BMS AFE 产品线。公司坚持以技术创新为驱动，以市场需求为导向的经营战略，密切跟踪未来技术发展趋势和市场需求，通过完善和优化自身的技术研发体系及创新机制，进一步巩固和扩大公司所处领域的竞争优势。公司在产的电源管理芯片规格型号 700 余款，其中 LED 照明驱动控制芯片、通用电源管理芯片等多项产品均处于行业内前沿产品。

图 2：公司发展历程概况

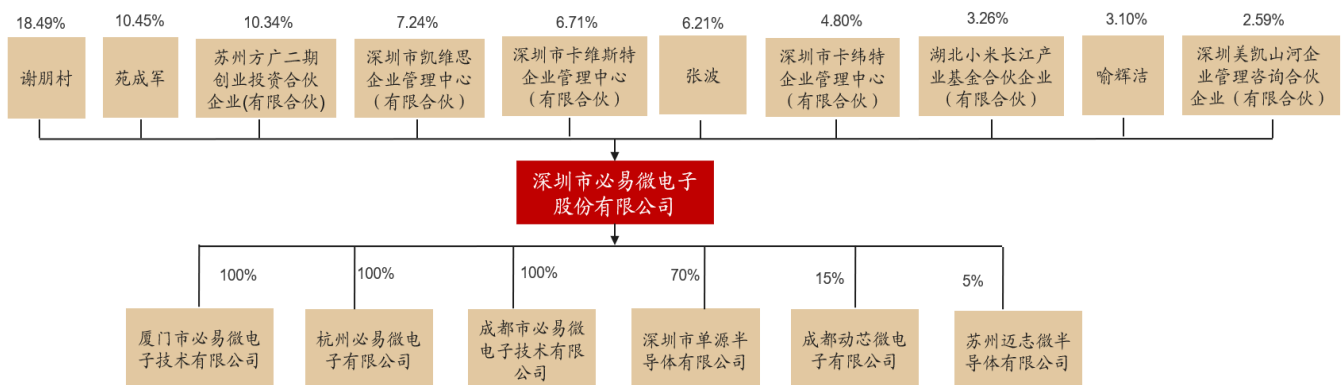


数据来源：公司官网，公司招股说明书，西南证券整理

公司建立了长期稳定的优质客户合作关系，包含 LED 照明、通用电源、家电及 IoT 领域。客户方面，公司在 LED 照明领域的客户包括得邦照明、飞利浦、佛山照明、凯耀照明、莱福德、朗德万斯、雷士照明、立达信、阳光照明和 Yeelight 等，在通用电源管理领域的终端客户主要包括安克创新、奥海、传音控股、帝闻、公牛、坤兴、努比亚、诺基亚、欧陆通、天宝和紫米等，在家电及 IoT 领域的客户包括奥马、海尔、和而泰、九阳、美的、苏泊尔、TCL、拓邦股份、小米和小熊等。公司未来将以市场和技术趋势为导向，以大功率 LED 照明驱动控制芯片、大家电类电源管理芯片等产品为切入点，拓展商业类中大功率领域和家电市场，目前已有美的、海尔、小米等代表性客户储备。公司主要采用经销模式，已与行业内资深电子元器件经销商如沛城电子、尤涅若、臻远科技等建立了长期稳定的合作关系。随着公司产品线的不断丰富，公司的主要客户群体将在未来得到进一步丰富。

管理层稳固，下游客户参股公司，差异化定义产品和市场，有利于公司长期稳定经营。必易微实际控制人为创始人、董事长兼核心技术人员谢朋村先生。发行后，谢朋村先生直接持有股权比例为 18.5%。小米既是公司客户，也是公司直接或间接持股人，持股人与公司利益一致，对于公司快速成长起到重要支持作用。公司核心管理层稳固，核心成员具备工科高等教育背景、卓越的专业技术能力以及美国芯源（MPS）的先进工作、管理经验，工程师文化浓厚。谢朋村先生曾历任高生国际企业有限公司销售经理、产品经理，在该专业领域经验丰富、造诣深厚，自公司成立便引领公司坚持差异化定义产品和赛道，针对性开发市场，从特色的产品方向成长产品线，从而保证收入和盈利的可持续性。

图 3：公司股权结构



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理（截至 2022 年年报）

必易微共设 4 家控股子公司和 1 家分公司。4 家控股子公司其中有 3 家境内全资子公司，分别为杭州必易微、厦门必易微、成都必易微，另一家为深圳单源（持有股权 70%）；1 家境内分公司，为上海分公司。

表 1：公司参股公司 2022 年财务数据及主营业务

	关联关系	总资产（万元）	净资产（万元）	净利润（万元）	主营业务
杭州必易微	全资子公司	865.48	142.43	-139.07	电源管理芯片的研发
厦门必易微	全资子公司	4277.03	2803.34	2238.03	电源管理芯片的研发与销售
成都必易微	全资子公司	新设子公司，尚未实际生产经营			电源管理芯片的研发与销售
深圳单源	控股子公司	265.73	-749.99	-740.24	电源管理芯片的研发

数据来源：公司公告，西南证券整理（截至 2022 年年报）

公司建立了合理的奖金和股权激励机制，上市后首次股权激励将业绩考核目标定在**2023-2025 年 3 年收入 CAGR 约 31.0%**，显示公司经营信心，激励兑现调动团队积极性。公司将创新成果作为研发人员绩效考核的重要指标，从奖金分配上对技术创新给予奖励，同时，公司通过持股平台对核心技术人员及多名研发人员进行股权激励，共设立了三个员工持股平台：卡纬特、卡维斯特、凯维思，分别持有公司 4.8%、7.2%、6.7% 的股份。此外，2022 年 5 月上市之后，公司于 10 月发布限制性股票激励计划，计划授予 109 名对公司经营业绩和未来发展有直接影响的技术、业务骨干及其他人员（激励对象人数占比 34.3%）共计 133 万股限制性股票，占授予前公司总股本的 1.9%。**考核业绩方面**，公司股权激励将 2023/2024/2025 年业绩考核目标分别定为营收在 2022 年的基础上增速不低于 30%/65%/125%，对应每年增速分别为 30.0%/26.9%/36.4%，对应收入分别为 6.8/8.7/11.8 亿元。**2023-2025 年 3 年收入 CAGR 目标约为 31.0%**，显示了公司的经营信心。股权激励的实施和考核目标提升有助于激发员工积极性，绑定员工和公司利益，保持核心员工稳定且进一步发挥其潜能，提升公司在市场的长期竞争内驱力。

公司在研项目包含 **AC-DC 电源管理系列控制芯片、电机驱动控制芯片、DC-DC 电源管理系列控制芯片以及电池管理芯片**。公司实际 IPO 募投总额 9.5 亿元，其中承诺投资总额 6.5 亿元，其中 AC-DC/电机驱动/DC-DC/电池管理芯片分别预计投资 3.0/1.8/0.9/0.8 亿元，其累计投入金额分别为 6.4/1.5/2.5/1.1 千万元。

**表 2：公司在研项目**

项目名称	预计总投资规模 (百万元)	本期投入金额 (百万元)	累计投入金额 (百万元)	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
AC-DC 电源管理系列控制芯片开发及产业化项目	300.0	64.2	64.2	持续研究阶段	推出更多、更高性能智能及大功率照明产品；拓展工业、通讯及数据中心等高标准高要求电源应用领域，加快中大功率电源管理芯片的国产化替代。	行业领先	LED 照明、各类充电器、适配器，工业、通讯及数据中心电源等
电机驱动控制芯片开发及产业化项目	180.0	15.0	15.0	持续研究阶段	应用于电机的种类拓展为：交流电机、直流有刷电机、直流无刷电机、步进电机等；推出具有微处理器（MCU）的直流有刷电机、直流无刷电机驱动控制系统级芯片（SoC）；推出非隔离与隔离栅极驱动芯片，以满足更多电机控制、电源转换、储能、新能源汽车等应用。	行业领先	主要用于家用电器、园艺工具、机器人、智能制造、工业自动化、电源转换、储能、汽车等领域
DC-DC 电源管理系列控制芯片开发及产业化项目	90.0	25.2	25.2	持续研究阶段	提供完整的产品组合，实现低功耗、高转换效率、高功率密度、高可靠性的设计，满足各种电压输入和输出电流轨需求。	行业领先	主要运用于消费电子、工业、网络通讯、计算机及汽车电子等领域
电池管理芯片开发及产业化项目	80.0	10.8	10.8	持续研究阶段	推出具备高精度的电压、电流和温度采样，内置丰富的保护、监控、均衡和通讯功能的 AFE 芯片，涵盖从高串数电池到低串数电池的应用；推出具有高精度、提供路径管理、集成算法和通讯的充电管理芯片，并可采集电池电压和电流，支持目前市场主流的 Type-C 充电接口。	行业领先	主要应用于便携式、可穿戴电子产品、电动工具、无人机、动力电池组、户内/外储能等领域
总计	650.0	115.2	115.2		——		

数据来源：公司年报，西南证券整理（截至 2022 年年报）

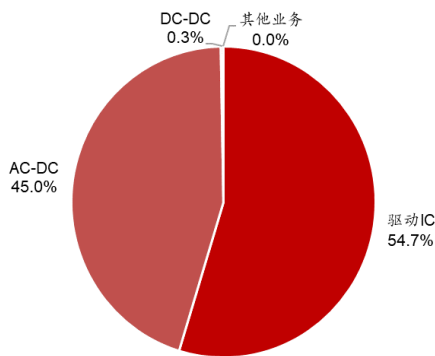


公司的主营业务包括：驱动 IC、AC-DC、DC-DC 三大业务。

从营收结构来看，2022 年驱动 IC 业务实现收入 2.9 亿元，同比减少 42.6%，占公司营业收入比重为 54.7%，贡献公司主要营收。AC-DC 业务实现营业收入 2.4 亿元，同比 38.6%，占公司营业收入比重为 45%。DC-DC 实现收入 140.8 万元，占公司营业收入 0.3%。

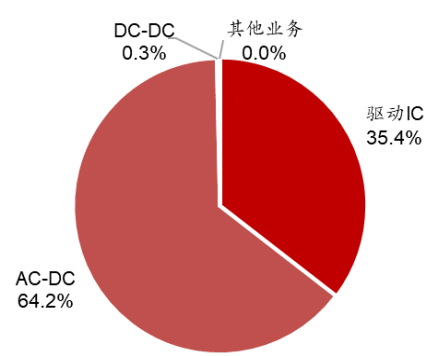
从毛利结构来看，2022 年，公司主要业务中，驱动 IC 毛利率为 18.1%，毛利占比 35.4%。AC-DC 业务毛利率为 39.9%，毛利占比为 64.2%。DC-DC 业务毛利率为 34.4%，毛利占比为 0.3%。

图 4：公司 2022 年营业收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

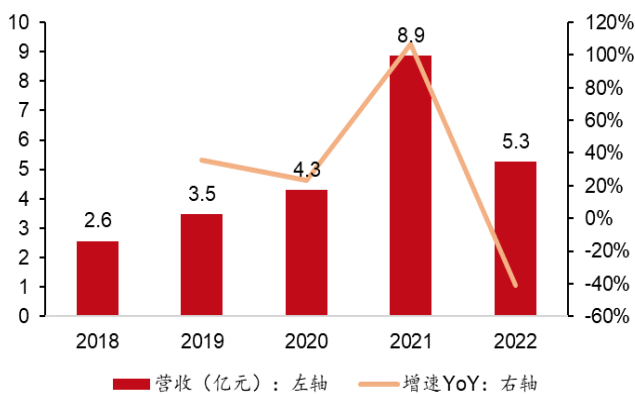
图 5：公司 2022 年主营业务毛利占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

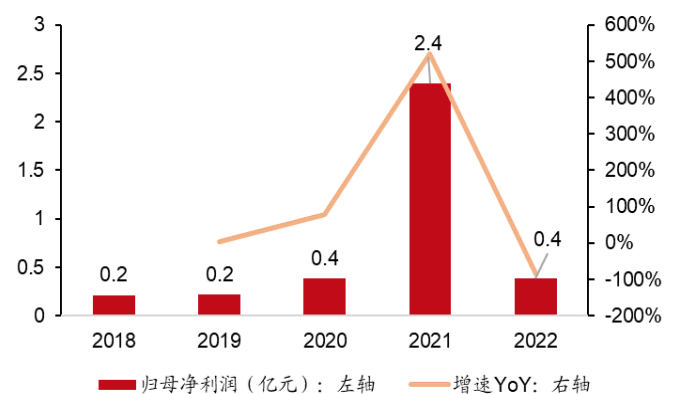
受宏观环境影响，收入与利润增速短暂放缓。2018-2022 年，公司营业收入由 2.6 亿元增至 5.3 亿元，最高是 2021 年达到 8.9 亿元。2022 年公司营业收入 5.3 亿元，同比减少 40.7%，主要受宏观经济环境不景气、美元汇率等影响营收增速放缓。从利润端来看，2022 年公司归母净利润为 0.4 亿元，同比减少 84.2%。

图 6：公司 2018-2022 年营业收入（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2018-2022 年归母净利润（亿元）

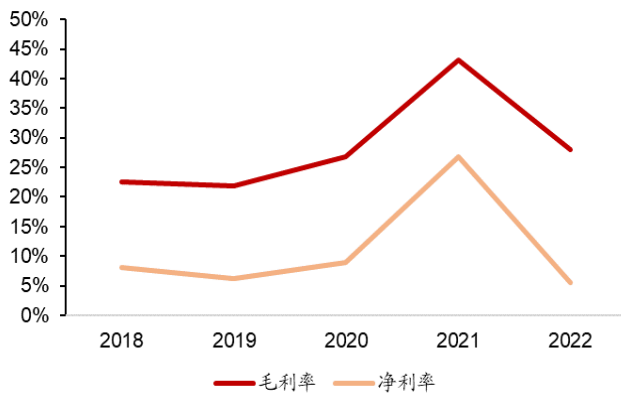


数据来源：公司公告，西南证券整理

**利润率空间稳步释放，费用率区间小幅波动。**1) **利润率方面：**2018-2022 年公司毛利率大多保持在 25%附近，最高为 2021 年 43.2%。2022 年公司毛利率为 28.0%，较去年降低 15.3pp；同期间，公司净利率也有所下降，2022 年净利率为 5.5%，较去年同期下降 21.3pp。

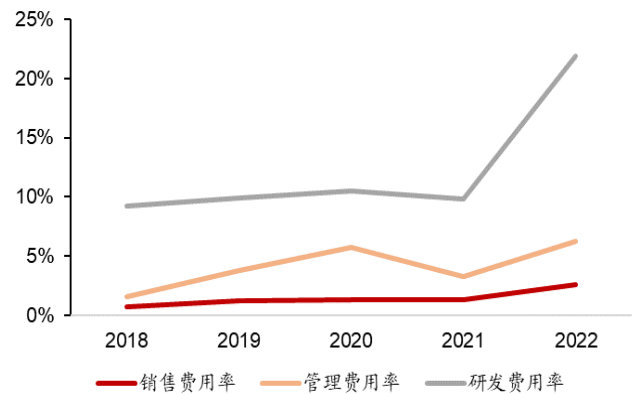
2) **费用率方面：**2018-2022 年，公司销售费用率从 0.7% 上升至 2.6%。同期间，公司管理费用率存在波动，2022 年达到 6.3%；2022 年公司研发费用率为 21.9%，较去年同期上升 12.1pp。2018-2022 年，公司研发费用率不断上升，表明公司高度重视技术研发，不断加大技术投入提升技术优势。

图 8：公司 2018-2022 年毛利率和净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

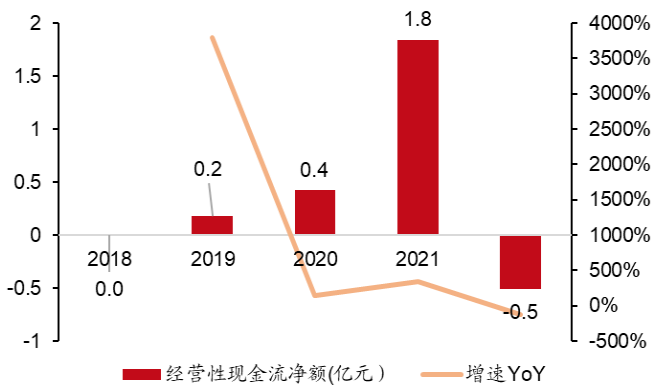
图 9：公司 2018-2022 年费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

**经营性现金流大幅提升。**2018-2021 年，公司经营活动现金流净额总体呈上升趋势，于 2021 年达到 1.8 亿元。但 2022 年公司经营活动现金流大幅下降，净额为 -0.5 亿元，较去年同期下降 127.9%，系公司营业收入同比下降，供应链及人员相关支出增加所致。

图 10：公司 2018-2022 年经营活动现金流情况



数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司驱动 IC 业务包含 LED 驱动芯片、电机驱动控制芯片、栅极驱动芯片等，其中以 LED 驱动芯片为主。2022 年，受欧美通货膨胀、地缘局势紧张、全球经济下行等因素影响，全年消费需求低迷，下游客户备货保守，公司 LED 驱动业务由于需求较弱，叠加行业进入较长去库存周期原因，量价均承压。2023 年，我们预计公司 LED 驱动 IC 将迎来价格回暖，需求有望在下半年复苏。此外，公司电机驱动从 2023 年起预计将有更好的市场化推广，预计将逐步起量。公司驱动 IC 业务预计将在 LED 驱动触底反弹、以及更高附加值的中大功率照明和电机驱动收入提升的带动下，我们预计 23/24/25 年公司驱动 IC 业务出货量将分别 +20%/+20%/+20%，平均出货价格将 +20%/+15%/+10%，毛利率分别为 31%/33%/35%。

假设 2：公司 AC-DC 主要应用于各类充电器、适配器、家用电器、工业电源、数据中心电源等领域。2022 年，受宏观环境影响，全年消费需求低迷，下游客户备货保守，公司标准电源以及家电 AC-DC 出货量受到较大影响。2022Q3 起，小家电库存水位已经较低，需求已呈现复苏态势；标准电源 AC-DC 库存亦有望进一步去化。我们预计 2023 年全年公司 AC-DC 产品需求将逐季反弹，且有望与 DC-DC、栅极驱动等产品形成一套解决方案，预计 23/24/25 年公司 AC-DC 业务出货量将分别 +40%/+25%/+20%，平均出货价格将 +0%/+5%/+0%，毛利率分别为 41%/41%/42%。

假设 3：公司 DC-DC 业务于 2022 年起量，目前已覆盖大部分消费电子、工业控制、网络通讯、计算机及汽车后装市场等应用。目前公司 DC-DC 产品实现了在 4.5-40V 电压段、0.6-6A 电流范围 DC-DC 芯片全系列产品覆盖及量产，预计 2023 年起将大幅贡献收入。由于 2022 年基数较小，我们预计 23/24/25 年公司 DC-DC 业务出货量将分别 +400%/+80%/+40%，平均出货价格将 -5%/-5%/-5%，毛利率分别为 35%/36%/36%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
驱动 IC	收入	287.7	414.3	571.8	754.8
	增速	-42.6%	44.0%	38.0%	32.0%
	毛利率	18.1%	31.0%	33.0%	35.0%
AC-DC	收入	236.6	331.2	434.7	521.7
	增速	-38.6%	40.0%	31.3%	20.0%
	毛利率	39.9%	41.0%	41.0%	42.0%
DC-DC	收入	1.4	5.3	9.1	12.2
	增速	---	280.0%	71.0%	33.0%
	毛利率	34.4%	35.0%	36.0%	36.0%
合计	收入	525.8	750.9	1015.7	1288.6
	增速	-40.7%	42.8%	35.3%	26.9%
	毛利率	28.0%	34.9%	36.5%	37.8%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取了行业内 4 家主流可比公司，分别是晶丰明源、芯朋微、峰昭科技和杰华特。2023 年 4 家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 74 倍。

我们预计公司 23/24/25 年收入分别为 7.5/10.2/12.9 亿元，归母净利润分别为 0.7/1.3/1.8 亿元，未来三年归母净利润 CAGR 约 69%。考虑到公司传统主业的修复、BMS AFE 等业务起量后的竞争力及估值弹性，我们给予公司 2023 年 79 倍 PE，对应目标价 76.63 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 4：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			21A	22A/E	23E	24E	21A	22A/E	23E	24E
688368.SH	晶丰明源	167.67	10.92	-3.29	1.25	4.03	15	—	134	42
688508.SH	芯朋微	73.90	1.78	0.79	1.64	2.43	42	93	45	30
688279.SH	峰昭科技	88.20	1.95	1.54	2.13	2.81	45	57	41	31
688141.SH	杰华特	48.98	0.37	0.36	0.66	1.09	132	136	75	45
平均值							59	96	74	37

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2023/3/28）



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	525.82	750.92	1015.68	1288.62	净利润	28.97	51.34	96.74	138.65
营业成本	378.78	484.80	645.45	800.96	折旧与摊销	5.19	18.15	34.77	54.72
营业税金及附加	1.00	1.88	2.54	3.22	财务费用	-2.65	0.02	0.03	0.03
销售费用	13.51	14.67	20.91	27.17	资产减值损失	-6.06	0.00	0.00	0.00
管理费用	33.06	195.24	243.76	309.27	经营营运资本变动	-102.48	-46.96	-103.03	-102.26
财务费用	-2.65	0.02	0.03	0.03	其他	25.67	-0.61	1.22	-1.82
资产减值损失	-6.06	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-51.36</b>	<b>21.93</b>	<b>29.72</b>	<b>89.32</b>
投资收益	6.45	0.00	0.00	0.00	资本支出	-49.49	-190.00	-225.00	-260.00
公允价值变动损益	2.32	0.93	1.07	1.17	其他	-573.06	0.93	1.07	1.17
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-622.55</b>	<b>-189.07</b>	<b>-223.93</b>	<b>-258.83</b>
<b>营业利润</b>	<b>1.28</b>	<b>55.25</b>	<b>104.06</b>	<b>149.13</b>	短期借款	0.00	0.00	38.64	222.19
其他非经营损益	-0.02	-0.04	-0.04	-0.04	长期借款	-2.51	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1.26</b>	<b>55.20</b>	<b>104.02</b>	<b>149.09</b>	股权融资	874.35	0.00	0.00	0.00
所得税	-27.71	3.86	7.28	10.44	支付股利	0.00	-7.59	-13.46	-25.35
净利润	28.97	51.34	96.74	138.65	其他	-20.60	-6.94	-0.03	-0.03
少数股东损益	-8.99	-15.94	-30.03	-43.04	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>851.23</b>	<b>-14.54</b>	<b>25.16</b>	<b>196.81</b>
归属母公司股东净利润	37.96	67.28	126.76	181.69	<b>现金流量净额</b>	<b>177.37</b>	<b>-181.67</b>	<b>-169.06</b>	<b>27.29</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	452.30	270.63	101.57	128.86	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	148.41	167.50	231.26	299.69	销售收入增长率	-40.72%	42.81%	35.26%	26.87%
存货	156.82	200.71	265.22	330.61	营业利润增长率	-99.50%	4215.45%	88.36%	43.32%
其他流动资产	565.34	567.99	573.51	579.21	净利润增长率	-87.80%	77.21%	88.42%	43.33%
长期股权投资	7.46	7.46	7.46	7.46	EBITDA 增长率	-98.52%	1821.77%	89.16%	46.83%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	55.85	101.90	147.94	193.98	毛利率	27.96%	35.44%	36.45%	37.84%
无形资产和开发支出	3.00	129.19	273.75	433.36	三费率	8.35%	27.96%	26.06%	26.11%
其他非流动资产	77.42	77.05	76.68	76.30	净利率	5.51%	6.84%	9.52%	10.76%
<b>资产总计</b>	<b>1466.61</b>	<b>1522.43</b>	<b>1677.39</b>	<b>2049.47</b>	ROE	2.14%	3.67%	6.53%	8.69%
短期借款	0.00	0.00	38.64	260.83	ROA	1.98%	3.37%	5.77%	6.77%
应付和预收款项	81.86	102.42	133.70	168.59	ROIC	-11.30%	11.43%	13.28%	13.14%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	0.73%	9.78%	13.67%	15.82%
其他负债	29.69	21.19	22.95	24.66	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>111.55</b>	<b>123.62</b>	<b>195.29</b>	<b>454.08</b>	总资产周转率	0.52	0.50	0.63	0.69
股本	69.05	69.05	69.05	69.05	固定资产周转率	15.86	13.94	20.35	28.04
资本公积	1006.25	1006.25	1006.25	1006.25	应收账款周转率	8.22	10.72	10.91	10.59
留存收益	291.22	350.90	464.21	620.55	存货周转率	2.74	2.71	2.76	2.68
归属母公司股东权益	1366.52	1426.20	1539.51	1695.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.26%	—	—	—
少数股东权益	-11.45	-27.39	-57.42	-100.46	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1355.06</b>	<b>1398.81</b>	<b>1482.09</b>	<b>1595.39</b>	资产负债率	7.61%	8.12%	11.64%	22.16%
负债和股东权益合计	1466.61	1522.43	1677.39	2049.47	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	19.78%	57.44%
					流动比率	13.83	11.20	6.53	3.05
					速动比率	12.19	9.34	5.05	2.30
					股利支付率	0.00%	11.29%	10.61%	13.95%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.55	0.97	1.84	2.63
					每股净资产	19.79	20.65	22.30	24.56
					每股经营现金	-0.74	0.32	0.43	1.29
					每股股利	0.00	0.11	0.19	0.37
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	3.82	73.41	138.86	203.88					
PE	115.95	65.43	34.73	24.23					
PB	3.22	3.09	2.86	2.60					
PS	8.37	5.86	4.33	3.42					
EV/EBITDA	871.89	47.75	26.74	19.17					
股息率	0.00%	0.17%	0.31%	0.58%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn