

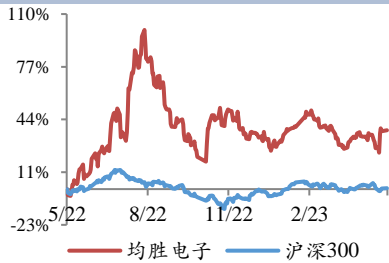
Q1 业绩快速增长，在手订单保持强劲

投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-05-04

收盘价(元)	15.47
近12个月最高/最低(元)	22.59/10.80
总股本(百万股)	1,368
流通股本(百万股)	1,368
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	212
流通市值(亿元)	212

公司价格与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001
电话：021-60958389
邮箱：yinyj@hazq.com

相关报告

主要观点：

事件：2023年4月26日，均胜电子(600699.SH)发布2023年一季度报告公告，2023年Q1实现营业收入132.22亿元，同比增长12.72%；利润总额1.89亿元，同比上升161.76%；归母净利润2亿元；归属于母公司所有者的扣除非经常损益的净利润1.33亿元；基本每股收益0.15元。

核心观点：

盈利能力增强，单季度经营情况改善，在手订单金额重回历史高位：

2023年Q1实现营业收入132.22亿元，同比增长12.72%，环比下滑5.89%，毛利率约为13%，同比增长约2.13个百分点，环比提升0.2个百分点。2022年新获订单金额重回历史高位，达到763亿元，同比增长45.06%，客户结构优化，新获订单中新能源汽车平台的金额超460亿元，占比超60%。23年Q1新获订单金额174亿元，保持强劲态势。

汽车安全业务客户结构优化、产能扩张，业绩持续增长

2022年，汽车安全业务营收约344亿元，同比增长6%，新获订单金额481亿元，同比增长120.64%。23年Q1营收为91.7亿元，同比增长约10.3%。安全业务全球整合已完成，安全业务利润率有望继续抬升，主要基于**1) 结构优化：**结构优化，新能源客户占比提高，新获订单金额大幅提升；**2) 产能扩张：**产能聚焦国内并逐步释放，合肥一期项目预计23年投产，投产后将实现方向盘系统400万件/年，安全气囊系统1000万件/年的产能。此外气体发生器智能制造基地湖州的三期扩建项目已在22年顺利竣工并投产。**3) 前瞻研发：**公司持续推进下一代主动安全技术的研究和创新，比如驾驶员监控系统(DMS)、高压电池断开装置(PBD)等。

汽车电子业务多点突破，快速放量

2022年，汽车电子业务全年营收约154亿元，同比增长约15%；23年Q1实现40.6亿元收入，同比增长约18.5%。23年Q1，新获130亿元800V高压平台全球定点项目。汽车电子涵盖智能座舱/网联、智能驾驶、新能源管理三大业务，共同驱动业绩增长：**1) 智能座舱/网联：**22年实现127亿元营收，同比增长约20%。与华为合作进一步扩大，产品预计今年下半年量产。智能网联新订单预计2023年开始进入量产阶段。**2) 智能驾驶：**公司定位智能驾驶领域Tier1，域控制器等产品与英伟达、高通、地平线、黑芝麻等芯片厂商建立了合作；智能传感器方面，公司与激光雷达制造商图达通深度合作，未来将持续探索4D毫米波雷达、摄像头等智能传感器等技术生态。**3) 新能源：**产品包括800V高压快充、车载充电机、配电单元和电池管理系统。22年实现23亿营收，同比增长约11%。

投资建议：

公司两大业务分别为汽车安全和汽车电子。其中，汽车安全业务持续整合，降本增效，营收及毛利率在 2022 年均有所改善，将继续增强经营管理，提高净利润率；未来，公司将重点拓展汽车电子板块新市场，在新能源管理/智能座舱/智能驾驶方面持续研发投入、开展合作、拓展产品矩阵并实现营收稳定增长。随着新能源汽车的产能释放，汽车电子业务的需求会进一步提升。我们预计，公司 2023~2025 年实现归母净利润分别为 8.22/10.62/16.82 亿元，2023~2025 年对应 PE 为 25.74/19.92/12.59x，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：

全球汽车销量不及预期；整合效果不及预期；智能化开拓不及预期；同业竞争加剧。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	49793	55493	62766	72668
收入同比 (%)	9.0%	11.4%	13.1%	15.8%
归属母公司净利润	394	822	1062	1682
净利润同比 (%)	110.5%	108.6%	29.2%	58.3%
毛利率 (%)	12.0%	13.5%	14.5%	15.4%
ROE (%)	3.2%	6.4%	7.6%	10.7%
每股收益 (元)	0.29	0.60	0.78	1.23
P/E	48.45	25.74	19.92	12.59
P/B	1.57	1.64	1.51	1.35
EV/EBITDA	9.94	9.75	8.56	7.07

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 总营收和毛利率稳定增长，订单重回历史高位.....	5
1.1 总体营收持续稳健增长，毛利稍有改善.....	5
1.2 客户结构优化，在手订单快速增长.....	7
2 汽车安全业务业绩持续改善.....	8
3 汽车电子业务多点突破，未来可期.....	9
4 盈利预测与投资建议：.....	10
4.1 盈利预测.....	10
4.2 投资建议.....	11
风险提示：.....	11
财务报表与盈利预测.....	12

图表目录

图表 1 均胜电子发展历程.....	5
图表 2 2016-2022 年营业收入及同比增速（亿元，%）.....	6
图表 3 2016-2022 年国内外营收及毛利率（亿元，%）.....	6
图表 4 2016-2022 年三费以及研发比率/%.....	6
图表 5 2016-2022 年净利润及同比增速（亿元，%）.....	6
图表 6 公司营业收入及增速（亿元，%）.....	7
图表 7 公司净利润和毛利率（亿元，%）.....	7
图表 8 公司不同产品客户情况.....	7
图表 9 2018-2022 年新获订单金额及增速.....	7
图表 10 2018-2022 年汽车安全业务营收及毛利率.....	8
图表 11 2018-2022 年汽车安全业务新获订单金额/亿元.....	8
图表 12 公司前瞻研发的安全产品.....	9
图表 13 2018-2022 年汽车电子营收及毛利率.....	10
图表 14 2018-2022 年汽车电子业务新获订单金额/亿元.....	10
图表 15 业绩拆分.....	11

1 总营收和毛利率稳定增长，订单重回历史高位

1.1 总体营收持续稳健增长，毛利稍有改善

成立于 2004 年的均胜电子从汽车功能件为主业的零部件起步，2011 年至今，公司先后收购了德国 PREH、德国 QUIN、美国 KSS 以及日本高田资产（PSAN 业务除外）等。通过企业创新升级和多次国际并购，公司实现全球化和转型升级的战略目标。公司架构为智能汽车技术研究院、新能源研究院两大研究院和汽车电子事业部与汽车安全事业部两大事业部，并于全球各汽车主要出产国设有研发中心和配套工厂。公司现有产品主要致力于智能座舱、智能驾驶、新能源管理和汽车安全系统等的研发与制造，覆盖人机交互、行车安全（主动、被动安全）、车载信息娱乐、新能源汽车电池管理系统和 5G 车载互联等。凭靠多年积累，公司成为宝马、奔驰、奥迪、大众、通用、福特、本田和丰田等全球汽车制造商的长期合作伙伴。

图表 1 均胜电子发展历程

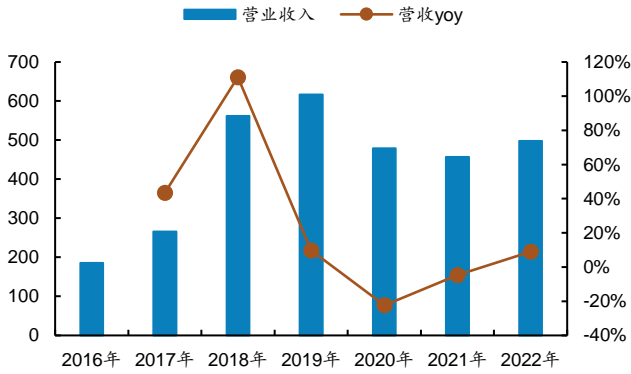


资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司 2016 年和 2018 年两次并购均带来较大收入增长，特别是 2018 年并购日本高田之后，营收达到最大同比增速 111.16%。同年，汽车安全业务全球市占率达到 30%，跃居世界第二。随着对安全业务整合的进一步推进，2019 年营业收入达到最高点 617 亿元。收购一方面可以使得营收提升一个数量级，极大增强公司业务能力，除此之外，收购资金的付出也使得公司负债率持续上升，后续利润如果没能跟上将给公司经营带来较大负担。受疫情影响，2020-2021 年营业收入出现较大幅度下滑，但 2022 年公司实现 497.93 亿元营业收入，同比增长 9.03%，业绩开始回暖。

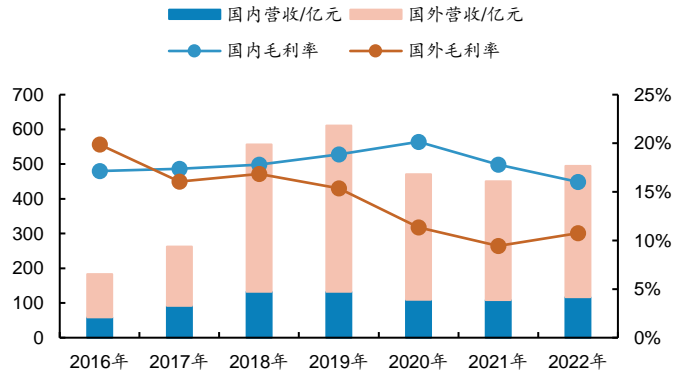
从营收结构来看，国内外营收比例相对稳定，公司通过并购海外企业实现规模化发展，因此国外营收比例远大于国内，并且常年保持超过七成的水平，2022 年国外营收为 378.08 亿元，占比 76.52%，国内营收为 116.89 亿元。从毛利率来看，国内毛利率一直远高于国外，并且国外毛利呈现下滑的趋势，2022 年国内毛利率为 16.02%，国外为 10.76%。

图表 2 2016-2022 年营业收入及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 3 2016-2022 年国内外营收及毛利率 (亿元, %)

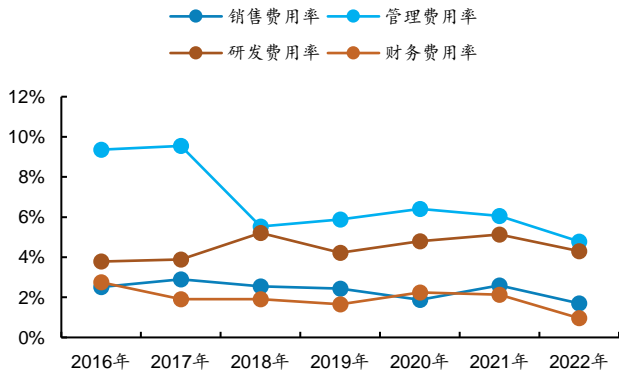


资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

公司三费率稳中有降, 保持大额研发投入。2016-2022 年, 公司三费率呈现稳中有降的态势, 这得益于公司不断加强费用控制力度、优化人员管理、提升内部管理效率等措施的实施, 2022 年三费均实现较大降幅, 其中业务实现国际化之后, 受汇率影响较大, 财务费用下降原因是汇率波动实现净汇兑收益所致。近年来全球通胀、汽车缺芯、俄乌冲突使得汽车行业原材料成本上升, 公司需要更多措施以应对原材料波动。随着美国加息带来美元升值, 存在一定的汇率收益改善业绩的可能性。2023 年 Q1, 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 0.75%/4.69%/2.03%。公司研发投入相对稳定, 绝对值上自 2016 年之后发生较大提升, 2016 年研发费用为 7.02 亿元, 但 2022 年研发投入为 21.39 亿元, 同比下滑 8.86%, 下滑原因为公司研发中心向低成本地区转移, 降低了人工费用。

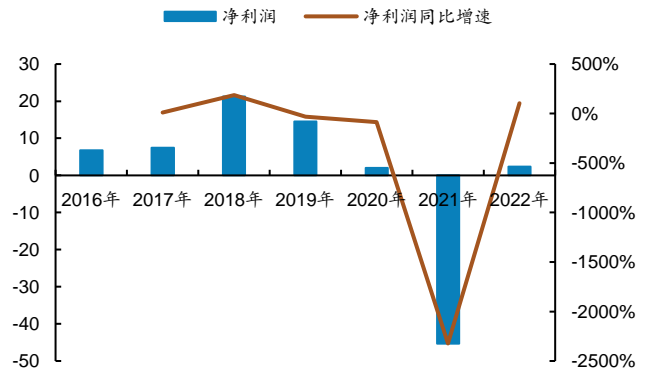
公司净利润波动幅度较大, 其中 2021 年净利润亏损 45.35 亿元, 主要原因一方面是全球新冠疫情、芯片短缺和全球汽车供应链体系震荡导致的上游原材料价格与运输费用上升等影响; 另一方面, 按照会计政策规定, 对汽车安全资产组计提商誉减值准备约 20.2 亿元。2022 年净利润 2.33 亿元, 同比增长 105.14%, 业绩扭亏为盈。

图表 4 2016-2022 年三费以及研发比率/%



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 5 2016-2022 年净利润及同比增速 (亿元, %)

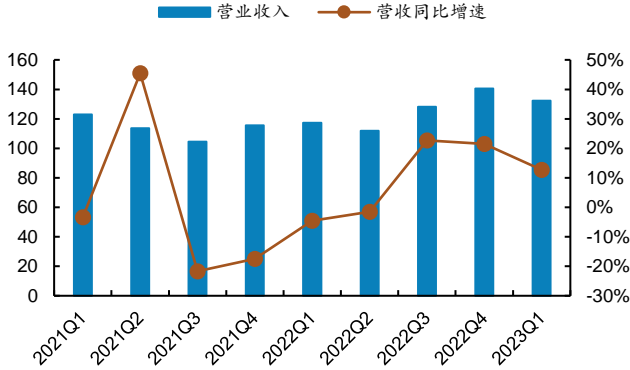


资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

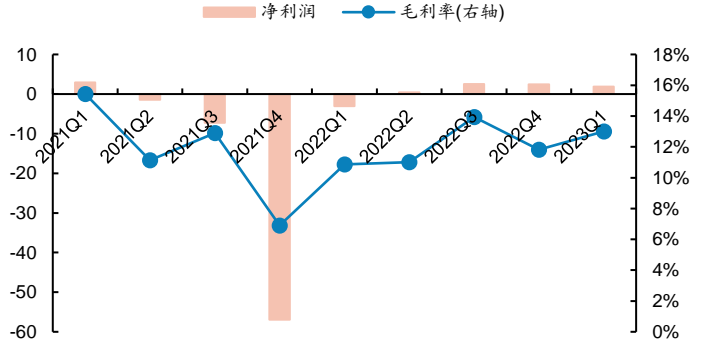
季度营收同比增长, 毛利稍有改善。2023 年 4 月 26 日发布一季度报告, 报告显示各业务稳健增长, 23 年 Q1 实现 132.22 亿元营业收入, 同比增长 12.72%, 净利润为 1.89 亿元, 同比增长 161.76%。季度变化上, 一般一年中第一和第四季

度营业收入相对二、三季度较高，呈现一定季节性变化。面对外部环境挑战，公司采取一系列改善、控制措施逐步取得成效，23年Q1毛利率同比增长约2个百分点达到13%。

图表6 公司营业收入及增速 (亿元, %)



图表7 公司净利润和毛利率 (亿元, %)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

1.2 客户结构优化, 在手订单快速增长

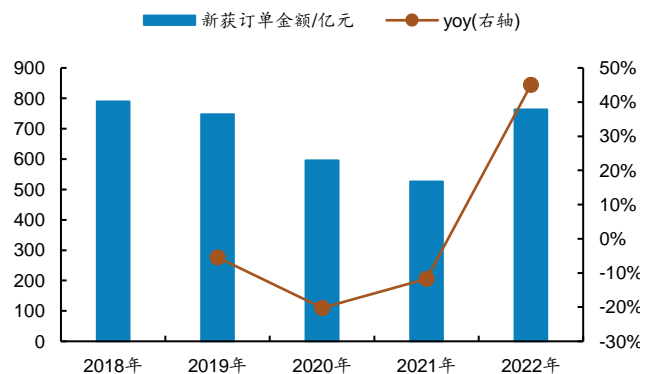
客户结构广泛, 并不断优化。经过在汽车安全和汽车电子近二十年的耕耘和积累, 公司与全球主流整车厂均已建立密切的合作体系, 供应关系稳定, 并且不断优化客户结构, 实现从主流厂商到新能源品牌全覆盖的趋势, 汽车电子系统业务客户涵盖国内外主机厂商, 比如大众、宝马、福特、通用、奔驰、保时捷、吉利和广汽等。智能驾驶方面与地平线、黑芝麻、英伟达等主流芯片厂商合作。汽车安全系统业务客户涵盖主机厂商以及主流新能源车企, 比如有特斯拉、蔚来、小鹏和比亚迪等。

新获订单金额重回历史高位。公司紧抓全球汽车电动化趋势, 推进全球主流整车品牌新能源车型以及国内自主品牌的订单获取, 2022年新获订单金额重回历史高位, 达到763亿元, 同比增长45.06%, 其中, 新能源汽车平台的金额超460亿元, 占比超60%。2023年一季度新获订单金额达到174亿元, 保持强劲态势, 其中自主品牌及新势力的订单金额占比持续提升。

图表8 公司不同产品客户情况

产品名称	产品类型	对应客户
汽车电子系统	智能座舱/网联	大众、奥迪、福特、华人运通
	新能源管理系统	大众、宝马、福特、戴姆勒、通用、奔驰、保时捷、沃尔沃、吉利、广汽
	智能驾驶	英伟达、Ambarella、地平线、NXP、高通、黑芝麻、图达通
汽车安全系统	安全带/安全气囊/方向盘/安全解决方案	特斯拉、吉利、长城、蔚来、理想、小鹏、比亚迪

图表9 2018-2022年新获订单金额及增速



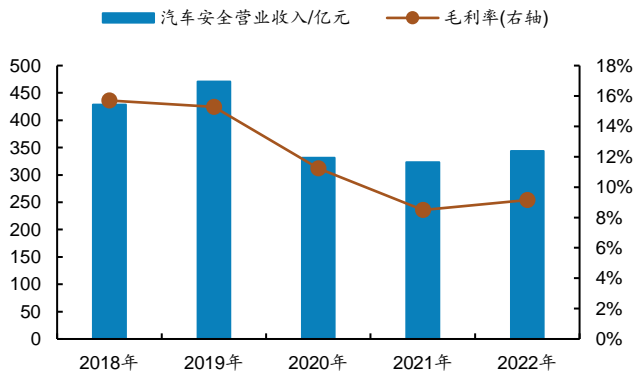
资料来源: 公司2022年定向增发募集书, 华安证券研究所

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

2 汽车安全业务业绩持续改善

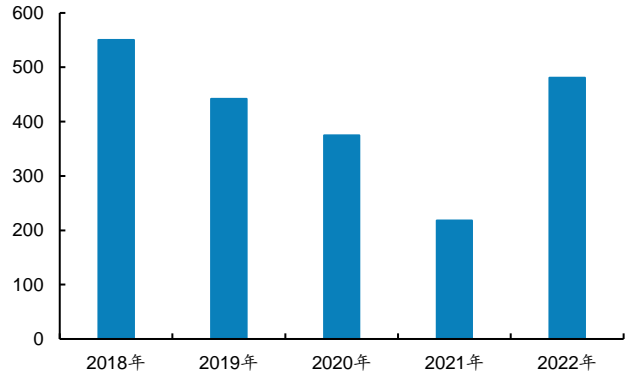
多措并举，结构优化，汽车安全业务业绩持续改善。公司汽车安全系统总部位于美国密歇根州奥本山，全球运营遍及 25 个国家，汽车安全系统业务由美国 KSS 和日本高田优质资产组成，主要产品包括主动安全系统、被动安全系统和集成安全解决方案。公司于 2016 年以 9.2 亿美元收购 KSS，正式进入汽车安全业务。2018 年以 15.88 亿美元完成日本高田的收购，继续扩大汽车安全业务版图。两次收购完成之后，公司跃升为全球第二大汽车安全供应商。受全球新冠疫情和芯片短缺的影响，公司上游原材料成本上升，下游需求不足，2018-2021 年汽车安全业务和毛利率呈现连续下滑趋势。但 2022 年以来公司通过“业绩改善”这一主题积极应对外部环境不利影响，营业收入出现小幅上涨，达到 344 亿元，同比增长 6.48%，毛利率为 9.14%，同比提升 0.65pct。新获订单金额也重回历史高位水平，达到 481 亿元，同比增长 120.64%。从结构看，新能源车型占比明显提升，其中国内订单金额占比接近 40%。

图表 10 2018-2022 年汽车安全业务营收及毛利率



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 11 2018-2022 年汽车安全业务新获订单金额/亿元



资料来源：公司年报，华安证券研究所

前瞻研发，产能扩建，聚焦中国市场。随着电动化和智能化带来的行业技术革新以及各国安全道路法规的不断迭代，公司持续推进下一代主被动安全技术的研发和创新，陆续开发/量产驾驶员监控系统 (DMS)、电动安全带 (MSB)、方向盘手握感应 (SHS) 等集成安全解决方案，顶棚式乘员气囊、远端侧气囊等新型安全气囊系统，以及高压电池断开装置 (PBD) 等创新型安全产品，为驾乘者提供全方位的行车保护，并带来更高的产品单价和单车价值。2022 年，为响应不断增长的中国市场需求甚至亚洲市场需求，投入 20 亿元的合肥新产业基地一期项目完成动工，并计划 2023 年投产，投产后预计实现方向盘系统 400 万件/年，安全气囊系统 1000 万件/年的产能。此外气体发生器智能制造基地湖州的三期扩建项目已经顺利竣工并投产。

图表 12 公司前瞻研发的安全产品

产品名称	产品功能	产品图示
预收紧电动安全带 (MSB)	在驾驶关键或紧急情况下可以提供快速的预收紧，用于碰撞前和碰撞阶段的乘员保护，还能创造更符合人体工程学的体验，并提供震动触觉警告功能，提升主动安全保护系数。	
智能方向盘方案	均胜安全的折叠式线控方向盘专为自动驾驶而设计，可根据用户需求快速折叠隐藏。线控转向被视为自动驾驶的辅助技术之一，它不仅可以实现更小的转向比，并且能根据车速自适应调整转向比。	
驾驶员监控系统 (DMS)	监测驾驶员的头部姿势、眼部动态，准确判断在超级巡航状态下驾驶人员的注意力，降低分心驾驶、疲劳驾驶导致事故的几率	
电动汽车电池断开装置 (PBD)	在发生电池起火、过度充电、车辆碰撞或短路事件等导致电池损坏的时候，迅速切断电源有助于确保驾驶员、乘客和急救人员免受伤害或触电。电动汽车电池断开装置 (PBD) 能在1毫秒内断开高压电池，主动预防电池损坏导致的事故。	

资料来源：公司公众号和官网，华安证券研究所

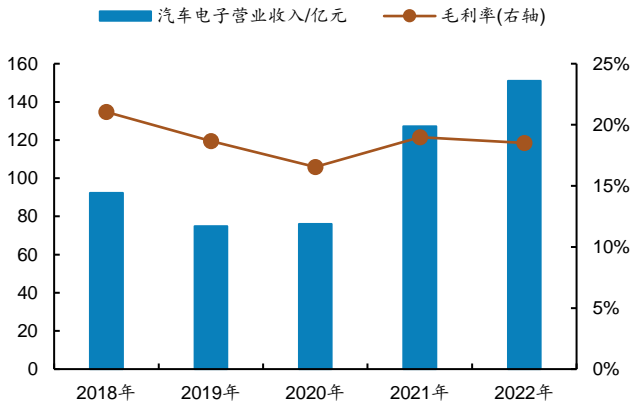
3 汽车电子业务多点突破，未来可期

汽车电子业务快速突破放量。公司汽车电子业务涵盖智能座舱/网联系统、智能驾驶和新能源管理三大板块。(1) **智能座舱方面**，随着汽车行业智能化的不断推进，公司新一代智能座舱域控制器、集成式中控大屏等多模态智能人机交互产品持续进入客户平台车型的量产阶段，公司与华为在智能座舱上的合作将进一步扩大，相关产品预计今年下半年开始量产。2022 年，智能座舱系统实现 127 亿元收入，同比增长约 20%。(2) **智能驾驶方面**，公司持续推动 AI 技术与汽车产业的融合，定位智能驾驶领域的 Tier1，公司在域控制器等产品与英伟达、高通、地平线、黑芝麻等芯片厂商建立了合作；智能传感器方面，公司与激光雷达制造商图达通深度合作，未来将持续探索 4D 毫米波雷达、摄像头等智能传感器等技术生态。(3) **新能源管理方面**，2019 年推出首代高性能 800V 高压平台的功率电子产品开始量产，实现“充电五分钟，续航百公里”，率先打开了 800V 高压技术的新路径。随着中国、欧洲等地新能源汽车市场的快速增长以及 400V/800V 等高压快充平台在新能源汽车上的加速普及应用，新能源管理系统业务开始放量，2022 年实现营收 23 亿元，同比增长 11%，并且 2022 年至今斩获高压平台订单金额超 220 亿元。

近年来，随着新能源汽车在全球渗透率的加速提升，新能源汽车市场将快速增长，公司汽车电子业务营收也随着增长。2021 年营收为 127.15 亿元，同比增长约 24%，得益于智能车联业务的并入以及新能源市场的快速增长。2022 年实现 154 亿元收入，同比增长约 20%。在芯片短缺和原材料价格上涨的环境下，汽车电子业

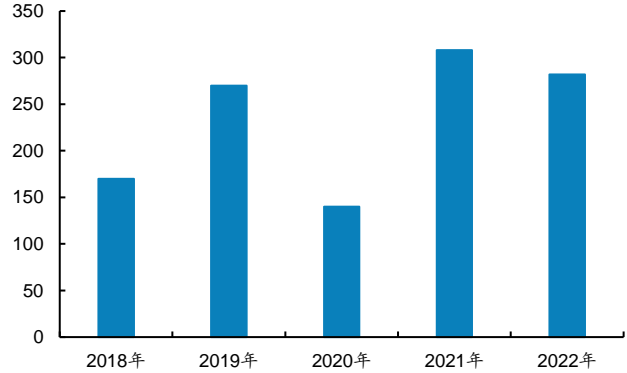
务毛利率同比下滑 0.47%，达到 18.52%，但汽车电子业务毛利率远高于汽车安全业务。2018-2022 年期间，汽车电子业务新获订单金额出现较大幅度波动，但在全球汽车智能电动化发展趋势推动下，公司在 800V 高压快充、智能网联等新兴业务领域迎来大规模的订单突破，2021 年新获订单金额 308 亿元，2022 年为 282 亿元，同比下降 8.44%，但仍处于历史高位水平。

图表 13 2018-2022 年汽车电子营收及毛利率



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 14 2018-2022 年汽车电子业务新获订单金额/亿元



资料来源：公司年报，华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议：

4.1 盈利预测

汽车安全业务，公司自整合美国 KSS 和日本高田优质资产后，作为全球第二大汽车安全供应商。2022 年营收及毛利率均出现改善，在手订单也重回高位水平，相当规模下，公司仍将重点提升经营管理能力，改善毛利率与净利率，并持续推进下一代主被动安全技术的研发和创新，陆续开发/量产集成安全解决方案、新型安全气囊系统、创新型安全产品，为驾乘者提供全方位的行车保护，并带来更高的产品单价和单车价值。预计汽车安全业务 2023-2025 年营收增速为 6.70%、6.70%、6.70%；毛利率逐年提升至 10%、11%、12%。

汽车电子业务，在全球汽车智能电动化发展趋势推动下，公司在 800V 高压快充、智能网联等新兴业务领域迎来大规模的订单突破，与华为在智能座舱上的合作将进一步扩大，相关产品预计今年下半年开始量产。2022 年实现销售收入 151 亿元，同比增长 18.76%，给予 20.75%、26.00%、31.25%的增速。

图表 15 业绩拆分

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	561.81	616.99	478.90	456.70	497.93	554.93	627.66	726.68
YOY		9.82%	-22.38%	-4.64%	9.03%	11.45%	13.11%	15.78%
毛利率	17.00%	16.00%	13.31%	11.63%	11.96%	13.53%	14.45%	15.37%
汽车电子	92.31	101.64	102.50	127.15	151.00	182.33	229.74	301.53
YOY		10.11%	0.85%	24.05%	18.76%	20.75%	26.00%	31.25%
毛利	19.43	18.97	16.96	24.15	27.97	32.82	41.35	54.28
毛利率	21.05%	18.66%	16.55%	18.99%	18.52%	18.00%	18.00%	18.00%
营收占比	16.43%	16.47%	21.40%	27.84%	30.33%	32.86%	36.60%	41.49%
汽车安全	428.80	470.71	331.32	323.06	344.00	367.05	391.64	417.88
YOY		9.77%	-29.61%	-2.49%	6.48%	6.70%	6.70%	6.70%
毛利率	15.70%	15.28%	11.24%	8.49%	9.14%	10.00%	11.00%	12.00%
营收占比	76.32%	76.29%	69.18%	70.74%	69.09%	66.14%	62.40%	57.51%
功能件及总成	35.87	38.36	36.71	-	-	-	-	-
YOY		6.94%	-4.30%					
毛利率	23.25%	21.80%	23.29%					
营收占比	6.38%	6.22%	7.67%					
其他业务	4.83	6.29	8.36	6.49	2.97	5.55	6.28	7.27
营收占比	0.86%	1.02%	1.75%	1.42%	0.60%	1.00%	1.00%	1.00%

资料来源：华安证券研究所测算

4.2 投资建议

公司两大业务分别为汽车安全和汽车电子。其中，汽车安全业务持续整合，降本增效，营收及毛利率在 2022 年均有所改善，将继续增强经营管理，提高净利率；未来，公司将重点拓展汽车电子板块新市场，在新能源管理/智能座舱/智能驾驶方面持续研发投入、开展合作、拓展产品矩阵并实现营收稳定增长。随着新能源汽车的产能释放，汽车电子业务的需求会进一步提升。我们预计，公司 2023~2025 年实现归母净利润分别为 8.22/10.62/16.82 亿元，2023~2025 年对应 PE 为 25.74/19.92/12.59x，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：

全球汽车销量不及预期；安全业务整合效果不及预期；电子业务市场及产品开拓不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	24976	24129	29082	29013	营业收入	49793	55493	62766	72668
现金	5405	6000	3340	5083	营业成本	43839	47986	53695	61499
应收账款	7601	7308	10327	9904	营业税金及附加	141	157	178	206
其他应收款	942	1836	1526	2287	销售费用	845	1125	1263	1427
预付账款	178	205	218	254	管理费用	2382	2890	3180	3715
存货	8512	6509	11203	8992	财务费用	478	190	119	98
其他流动资产	2339	2272	2468	2493	资产减值损失	-49	-3	-4	-3
非流动资产	29136	28643	28427	27991	公允价值变动收益	102	0	0	0
长期投资	2087	2209	2338	2464	投资净收益	124	139	157	182
固定资产	11146	10872	10571	10153	营业利润	292	916	1502	2079
无形资产	3238	2955	2694	2425	营业外收入	200	0	0	0
其他非流动资产	12664	12606	12824	12949	营业外支出	12	0	0	0
资产总计	54112	52772	57509	57005	利润总额	480	916	1502	2079
流动负债	20875	19228	23234	21720	所得税	247	471	772	1068
短期借款	3008	2408	1775	1195	净利润	233	445	730	1011
应付账款	8847	7441	11549	10018	少数股东损益	-161	-377	-332	-671
其他流动负债	9021	9379	9910	10507	归属母公司净利润	394	822	1062	1682
非流动负债	15533	15533	15533	15533	EBITDA	3427	3571	4304	4885
长期借款	12468	12468	12468	12468	EPS (元)	0.29	0.60	0.78	1.23
其他非流动负债	3065	3065	3065	3065					
负债合计	36408	34761	38767	37253					
少数股东权益	5451	5074	4742	4071					
股本	1368	1368	1368	1368					
资本公积	10264	10264	10264	10264					
留存收益	620	1305	2368	4049					
归属母公司股东权益	12253	12938	14000	15681					
负债和股东权益	54112	52772	57509	57005					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	2170	3575	649	4745	成长能力				
净利润	233	445	730	1011	营业收入	9.0%	11.4%	13.1%	15.8%
折旧摊销	2887	2597	2839	2885	营业利润	107.5%	214.1%	64.0%	38.4%
财务费用	932	271	209	149	归属于母公司净利	110.5%	108.6%	29.2%	58.3%
投资损失	-124	-139	-157	-182	获利能力				
营运资金变动	-1646	394	-2974	879	毛利率 (%)	12.0%	13.5%	14.5%	15.4%
其他经营现金流	1766	58	3705	136	净利率 (%)	0.8%	1.5%	1.7%	2.3%
投资活动现金流	-2675	-1972	-2467	-2272	ROE (%)	3.2%	6.4%	7.6%	10.7%
资本支出	-3202	-1989	-2495	-2328	ROIC (%)	0.7%	1.3%	1.9%	2.5%
长期投资	83	-122	-129	-126	偿债能力				
其他投资现金流	445	139	157	182	资产负债率 (%)	67.3%	65.9%	67.4%	65.4%
筹资活动现金流	-231	-1007	-841	-729	净负债比率 (%)	205.7%	193.0%	206.8%	188.6%
短期借款	-389	-600	-632	-581	流动比率	1.20	1.25	1.25	1.34
长期借款	-1031	0	0	0	速动比率	0.73	0.85	0.71	0.86
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-170	0	0	0	总资产周转率	0.94	1.04	1.14	1.27
其他筹资现金流	1358	-408	-209	-149	应收账款周转率	6.89	7.44	7.12	7.18
现金净增加额	-704	595	-2659	1743	应付账款周转率	5.49	5.89	5.66	5.70

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监，研究所所长，TMT 行业首席分析师。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。