

证券研究报告
2023年5月29日

电子
公司评级 **买入** (首次评级)

当前价格：9.21 元

目标价格：12.95元



民用通信为基，军用微波电子业务持续高速增长可期

——盛路通信（002446）深度报告

证券分析师：

杨钟 执业证书编号：S0210522110003

戴晶晶 执业证书编号：S0210523040003

请务必阅读报告末页的重要声明

核心要点

- **武器装备信息化提速，军用电子业务有望持续高增长。** 公司军用电子聚焦超宽带上下变频系统，子公司成都创新达及南京恒电在军工电子领域均深耕二十余年，在超宽带上下变频、微波电路专业化设计、组装、互连、密封和测试等方面具备独特的技术优势，产品广泛应用于机载、舰载、弹载、星载及各种地面平台。随着武器装备信息化水平提升、信息化武器装备批量列装，公司积极扩产，有望提升上下变频设备市场份额，为军工业务增长提供持续动能。
- **受益全球5G通信建设，民用通信有望带来业务增长新动力。** 公司民用通信产品涵盖主干网传输天线、基站天线、室内网络覆盖产品、汽车天线等，客户主要包括国内外电信运营商和通信设备集成商、汽车整车厂。海外已进入俄罗斯、法国、以色列、意大利、新加坡等地的主流微波设备商的供应商体系。基于公司军用超宽带上下变频技术优势，有望延伸至民用领域，带来业绩增长新动力。

投资建议

- 预测公司2023、2024、2025年营收为20.04、27.59、36.93亿元，三年复合增速为35.75%；2023、2024、2025年归母净利润为3.43、4.61、6.07亿元，三年复合增速为33.07%，EPS为0.37、0.50、0.66，对应PE为24.6、18.3、13.9倍。参考可比公司2023年平均PE为58.76，同时考虑到公司存在部分民用通信业务，给予公司2023年35倍PE，对应股价12.95元，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济形势复杂、国防信息化建设不及预期风险、行业竞争加剧风险、军工业务订单不及预期风险。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	962	1,423	2,004	2,759	3,693
增长率	-16%	48%	41%	38%	34%
净利润（百万元）	-212	244	343	461	607
增长率	-217%	215%	41%	35%	32%
EPS（元/股）	-0.23	0.27	0.37	0.50	0.66
市盈率（P/E）	-39.7	34.5	24.6	18.3	13.9
市净率（P/B）	2.9	2.7	2.4	2.1	1.8

数据来源：公司公告、华福证券研究所

➤ 关键变量

- 1) 假设2023-2025年，军用电子业务营收增速分别为52%、48%、42%；随着信息装备的列装放量，数量增长带来价格降低，预计公司军用电子业务2023/2024/2025年毛利率分别为51%、50.5%、50%。
- 2) 假设2023-2025年，公司民用通信业务2023/2024/2025年营收增速分别为30%、26%、23%；随着公司主干网传输天线、基站天线、室内网络覆盖产品、汽车天线等各项业务展开，产品结构调整，预计民用通信毛利率分别为27%、27%、27%。

➤ 我们区别于市场的观点

- 市场认为民用通信--天线业务和基站建设数量强相关，无增长弹性。我们认为，公司产品涵盖主干网传输天线、基站天线、室内网络覆盖产品、终端天线、无源器件、有源一体化设备、汽车天线等，5G宏基站每年仍有一定数量建设需求，室分产品、汽车天线等业务仍能支撑公司民用通信业务增长。
- 市场认为军品竞争激烈。我们认为，公司军工业务为定制化、以销定产的生产模式，客户均为国内大型的军工集团、科研院所、下游整机厂商，对产品质量要求苛刻，十分强调稳定性和一致性，保密性要求高，准入门槛高。公司产品和服务长期受到下游军工整机厂肯定信赖，公司与下游整机厂客户长期形成的技术、质量、交付信任短期难以被竞争者打破。

➤ 股价上涨的催化因素

- 军工电子国产化替代进展超预期，卫星互联网发展超预期。

➤ 估值和目标价格

- 预测公司2023、2024、2025年营收为20.04、27.59、36.93亿元，三年复合增速为35.75%；2023、2024、2025年归母净利润为3.43、4.61、6.07亿元，三年复合增速为33.07%，EPS为0.37、0.50、0.66，对应PE为24.6、18.3、13.9倍。参考可比公司2023年平均PE为58.76，同时考虑到公司存在部分民用通信业务，给予公司2023年35倍PE，对应股价12.95元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**国防信息化建设不及预期风险、行业竞争加剧风险、军工业务订单不及预期风险、通信建设进度不及预期风险

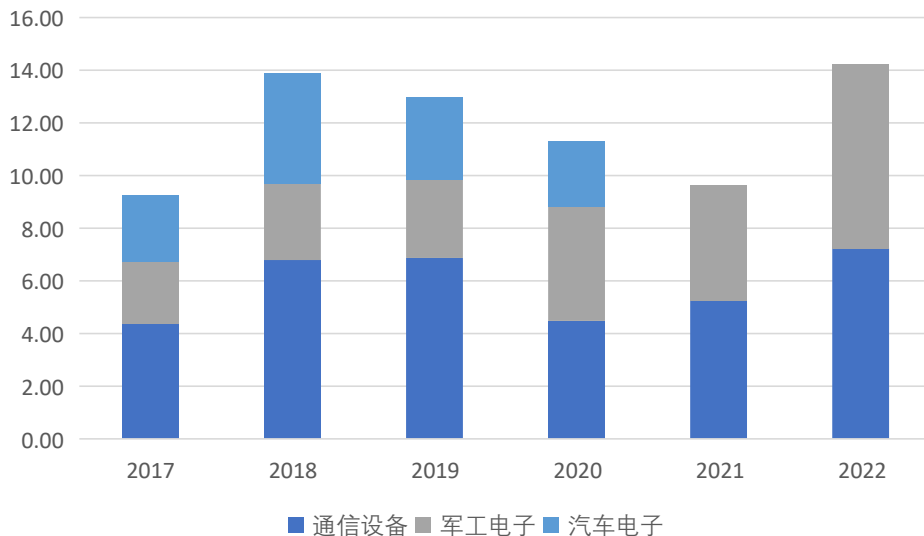
目 录

- **第一部分：国内领先的微波组件领军企业，不断拓宽产品矩阵及客户群体**
- **第二部分：创新产品品类，民用通信打开增长空间**
- **第三部分：聚焦超宽带上下变频系统，军用射频业务成第二增长曲线**
- **第四部分：投资建议与风险提示**

公司聚焦射频领域，不断扩宽自己的产品品类和客户群体

- 公司聚焦射频领域，应用领域为民用和军用。军工电子业务聚焦超宽带上下变频系统，民用通信业务专注于移动通信天线等产品。军工电子方面2021年实现营收4.38亿元，占营业总收入的45.53%，通信设备方面，2021年实现营收5.24亿元，占年收入的54.47%。2022年，通信设备实现营收7.23亿元，同比增长37.90%，占比50.79%，由于公司中标的业务在2022年持续交付，增加了公司通信板块的营业收入；军工电子实现7.00亿元，同比增长59.85%，占比49.21%，由于军用部分型号持续放量，带来军工电子收入高增长。军工电子占比持续提升。

图表1：汽车电子业务剥离，公司聚焦通信设备和军工电子业务（单位：亿元）



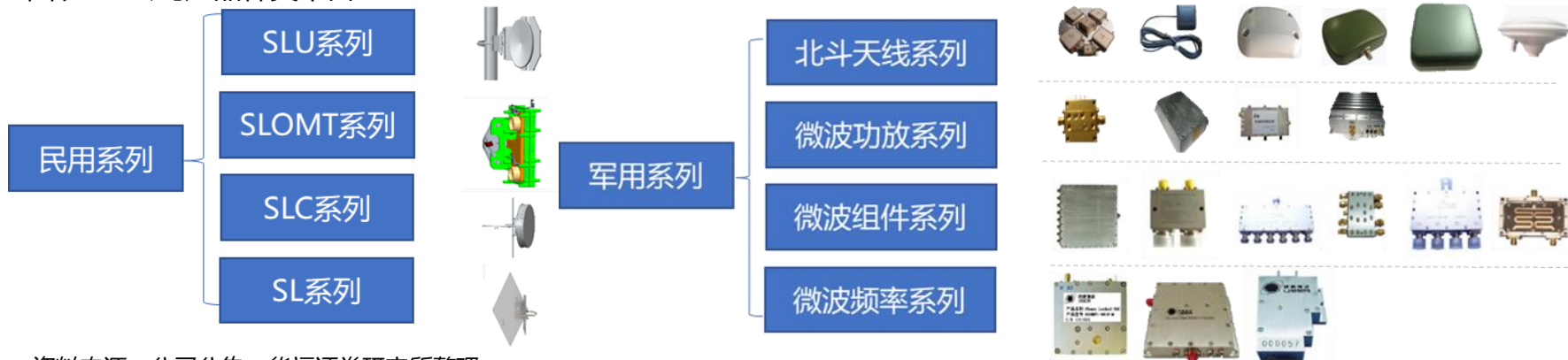
资料来源：wind，华福证券研究所整理

1.1国内领先的微波组件领军企业，不断拓宽产品矩阵及客户群体

公司聚焦射频领域，不断扩宽自己的产品品类和客户群体

- 公司的民用通信产品涵盖主干网传输天线、基站天线、室内网络覆盖产品、终端天线、无源器件、有源一体化设备、汽车天线等，形成了较为完整的通信天线产品线，客户主要包括国内外电信运营商和通信设备集成商、汽车整车厂等。
- 公司的军工电子业务聚焦超宽带上下变频系统，是微波/毫米波通信、雷达、电子对抗及遥感等现代电子通信系统中的核心，在超宽带上下变频技术领域处于国内领先地位。基于SIP技术的前端模块、变频模块、频率源模块等初步实现了自主科研配套；基于动态合成技术的宽带大动态 DLVA 的成功研制，提升了公司 DLVA 系列产品的竞争优势。

图表2：公司产品种类丰富

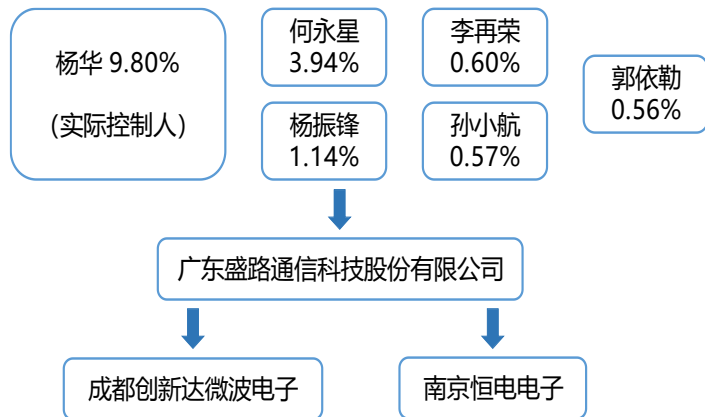


资料来源：公司公告，华福证券研究所整理

1.2 实控人全额认购非公开发行股份，股权比例提升至20.08%

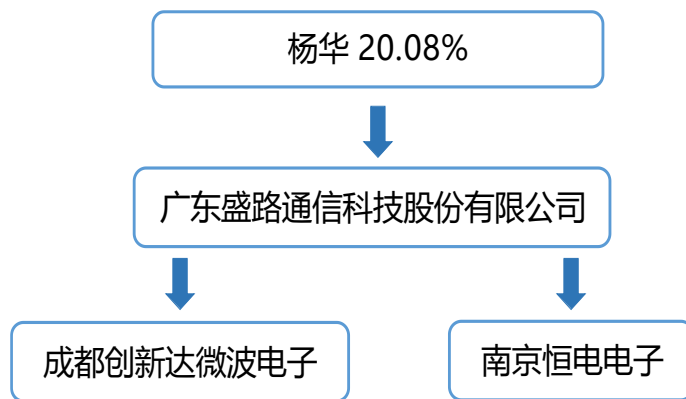
- 公司的实际控制人为杨华，截至2023Q1，杨华先生持有公司9.80%的股份，其他股东持股比例低于5%，暂不存在一致行动人情况。2022年7月，盛路通信非公开发行股票117,449,664股，杨华先生全额认购，认购后持股数量将增加至206,934,235股，持股比例将提升至20.08%。本次发行后，杨华先生仍为公司控股股东、实际控制人。募集资金用于建设子公司成都创新达的新型微波、毫米波组件系统研发生产中心建设项目以及补充流动资金。此次增持彰显长期发展信心，公司股权结构将更加稳定。

图表3：非公开发行未实行完毕前，实控人杨华持有公司9.80%股份



资料来源：wind，华福证券研究所整理

图表4：非公开发行实行完毕后，实控人杨华将持有公司20.08%股份

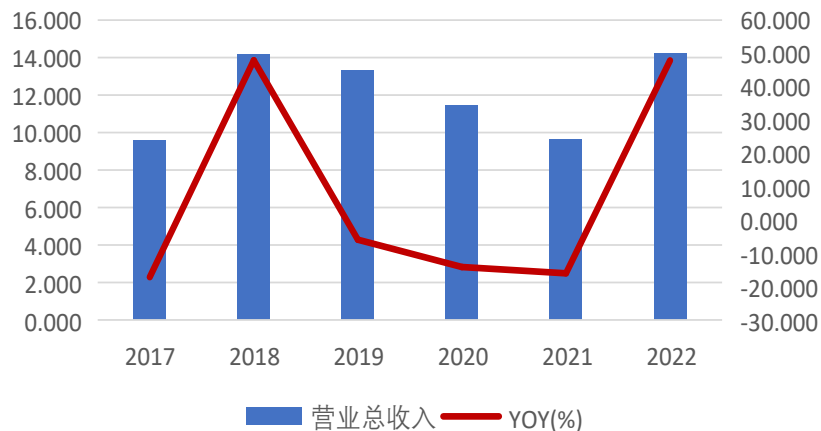


资料来源：wind，华福证券研究所整理

1.3 聚焦军民两用射频业务，各项财务数据迎来转折点

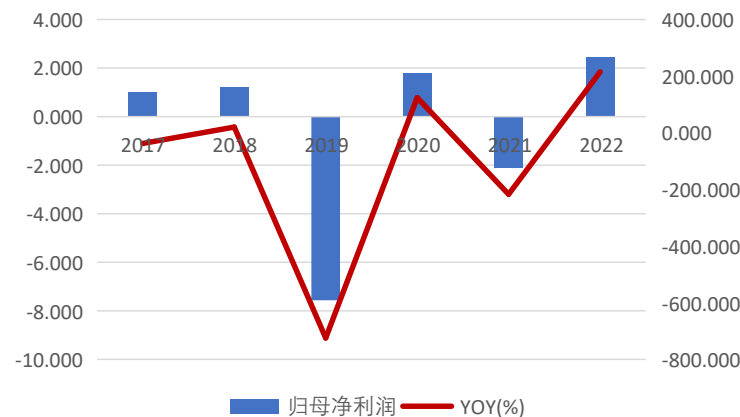
- 2022公司实现营收14.23亿，同比增长47.89%；归母净利润2.44亿，同比增长214.85%，营收、净利润均实现正向正增长。2021年度，公司营收为9.62亿元，较2020年同期下降16%；归母净利润为-2.12亿元，较2020年同期下降217.10%，收入和净利润变动主要原因是公司剥离深圳市合正汽车电子有限公司，同时剥离事项产生的应收款项出现逾期，计提了该款项信用减值损失约2.9亿元。

图表5：2022公司营收实现正增长（单位：亿元）



资料来源：wind，华福证券研究所整理

图表6：2022公司净利润实现正增长（单位：亿元）



资料来源：wind，华福证券研究所整理

目 录

- **第一部分：国内领先的微波组件领军企业，不断拓宽产品矩阵及客户群体**
- **第二部分：创新产品矩阵，民用通信打开增长空间**
- **第三部分：聚焦超宽带上下变频系统，军用射频业务成第二增长曲线**
- **第四部分：投资建议与风险提示**

- 公司顺应市场需求，开展移动通信天线、射频器件和有源一体化通信设备、垂直行业整体解决方案等产品的研发、生产、销售和服务，掌握了微波/毫米波、有源相控阵、卫星通信等关键技术。
- 公司产品包括基站天线、微波天线、GPS/北斗授时天线、汽车天线、高精度定位天线、智能放大器、智能终端天线、无源器件、有源一体化设备、室内网络分布系统及垂直行业解决方案，主要面向客户为国内外电信运营商、通信设备集成商、方案解决商、垂直行业用户等。

图表7：公司民用通信产品形成完整通信天线产品线

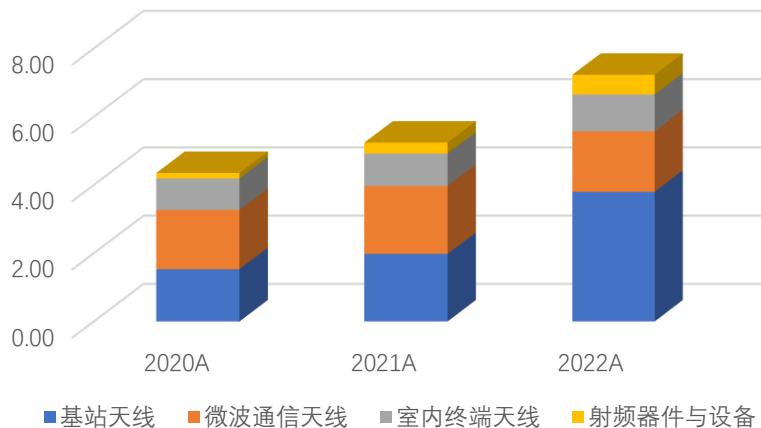
产品类型	产品图片	产品特性
基站天线		多频多端口电调天线、多制式4+4+8+8天线 低互调、抗干扰、特殊场景应用 特殊场景微基站一体化、小型化
微波天线		毫米波技术、高增益、高XPD、高抗腐 5G通信承载网主流天线 15年以上使用寿命 全球累计发货量超 100万套
智慧室分天线&器件		低互调、多频段、多系统接入、智慧室分 互调可选S-85/-107/-110dBm 国内市场份额超70%
汽车天线		多车型匹配、多功能应用 产品多样化，适用于车联网、智能驾驶等领域 鲨鱼鳍、杆式、车窗、导航等天线&天线放大器
终端天线		智能终端、物联网终端、内外置天线、手机天线 GPS基站授时天线 超宽带高铁专用天线

资料来源：公司官网、华福证券研究所整理

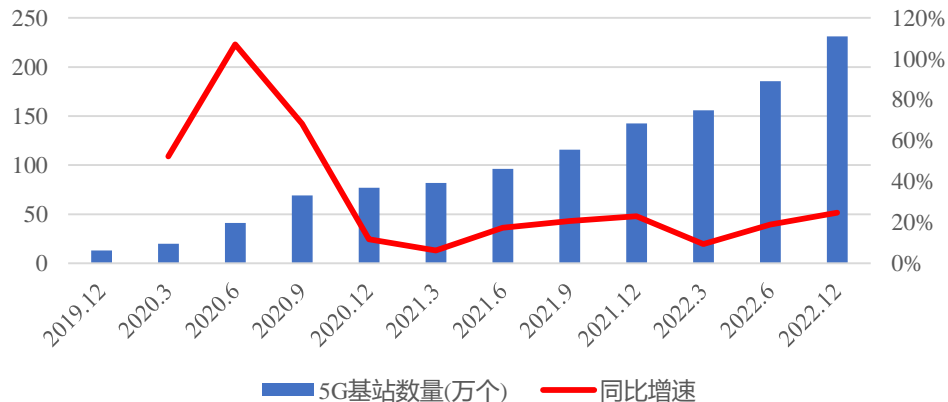
2.2 5G基站大规模建设助力基站天线业务发展

- 基站天线是信号的转换器，连接基站设备与终端用户，包括无线电波的发射与接收。受益5G建设新一轮周期启动，2020年至2022年公司基站天线业务占民用通信比分别为21.55%、37.79%、52.56%，占比持续提升。
- 工信部发布《5G“扬帆计划”》，规划2025年每万人拥有26个基站，因此我们预计在2025年全国至少有350万-360万5G基站。根据工信部发布资料，截止2022年底，我国已经建设了231.2万个5G基站，未来每年可能继续按50~60万站规划建设以达到2025年十四五的目标，5G基站建设热潮仍会持续。前瞻产业研究院预计我国5G基站天线市场规模将在2024年达到340亿元。

图表8：近三年基站天线占民用通信比例提升（单位：亿元） 图表9：我国5G基站数量高速增长



资料来源：wind，华福证券研究所整理



资料来源：工信部、华福证券研究所整理

2.3 5G建设中后期，室分天线开启竞争新格局

- 随着通信基站从2G向5G的不断过渡，基站天线经历了多个发展阶段。5G不仅开启了移动网络的新时代，也驱动了天线迈向产业新篇章。相比4G主流频段，5G传输损耗和穿透损耗加大，难以通过室外信号覆盖室内，深度覆盖与应用的强需求拉动了室分天线需求的空前增长。
- 纵观2022年全年天线集中采购(仅统计已公布中标项目)，其中中国移动2022-2023年室内分布系统设备集采项目共计采购室分天线2067.52万面，占总统计采购量的94%，盛路通信、亨鑫科技、京信通信成为前三甲。
- 盛路通信在室内网络覆盖方面，掌握通信天线、射频微波尤其是毫米波产品设计和制造的关键技术，形成了较为完善的通信天线产业链，并在室内分布系统设备特别搭载了有源一体化天线，进一步提高设备的集成度，公司将加快5G加速与传统行业融合的脚步，进一步拓展其他垂直行业客户，助力政府和企业实现数字化转型升级。

图表10：2022年运营商市场天线份额集采中标情况

企业名称	中标总规模（面）	中标总份额	中标项目（个）
盛路通信	4005934	18.24%	4
亨鑫科技	3442437	15.67%	4
京信通信	3174747	14.45%	5
中天通信	2761246	12.57%	2
平治信息	2515528	11.45%	4
摩比通讯	2147165	9.77%	2
中信科移动	1964881	8.94%	4
国人无线通信	1535202	6.99%	2
华为	303919	1.38%	2
中天宽带	85224	0.39%	2
东洲罗顿通信	13642	0.01%	1
通宇通讯	10875	N/A	2
粤海信	2185	N/A	1
高信达司	1900	N/A	1
海天天线	1615	N/A	1

资料来源：通信产业网，华福证券研究所整理（注：仅统计已公布中标招标项目）

目 录

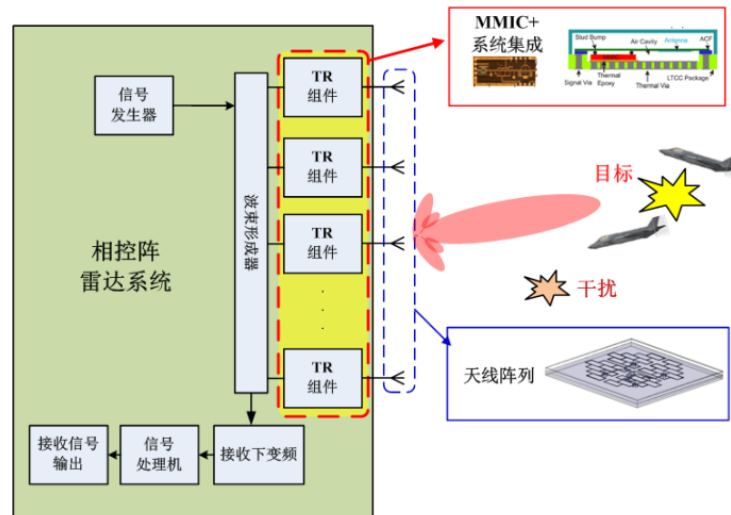
- 第一部分：国内领先的微波组件领军企业，不断拓宽产品矩阵及客户群体
- 第二部分：创新产品矩阵，民用通信打开增长空间
- 第三部分：聚焦超宽带上下变频系统，军用射频业务成第二增长曲线
- 第四部分：投资建议与风险提示

3.1 精确制导方式多样，雷达为末端制导主要方式

- 精确制导导弹指通过各类信息介质获取待攻击目标位置、速度、图像等特征，通过分析和处理后实时控制自身飞行轨迹，对目标实施精准打击。按原理分为寻的制导、惯导、卫导等。惯导指利用陀螺仪、加速度计等测量参数，并通过一二次积分得到导弹的速度与位置；卫导通过安装卫星导航接收机，提供导弹的位置、速度等。寻的制导通过弹上的导引系统感受目标辐射或反射的能量并跟踪目标，按传感器不同又分为雷达制导和光学制导。

- 雷达指利用电磁波发现并探测目标物体空间位置的电子设备，被称为信息化战争之眼。雷达具有探测距离远、测定速度快、全天候服务等特点，在军事领域重点服务于空天来袭预警、武器火力控制与战场情报侦察领域。
- 雷达技术从机械旋转式到无源相控阵再到有源相控阵演进，随着器件小型化、低成本化，弹载有源相控阵渗透率不断提升。相控阵雷达主要由天线、T/R组件、变频系统、AD/DA等若干分系统构成。其中，天线主要用于发射和接收雷达信号，T/R组件对信号实现波束电控扫描、信号收发放大，上下变频系统对接收到的混频信号处理并降频等。

图表11：相控阵雷达由天线、T/R组件、变频系统等组成



资料来源：国博电子招股说明书，华福证券研究所整理

3.2 我国军用雷达市场迅速增长，发展前景广阔

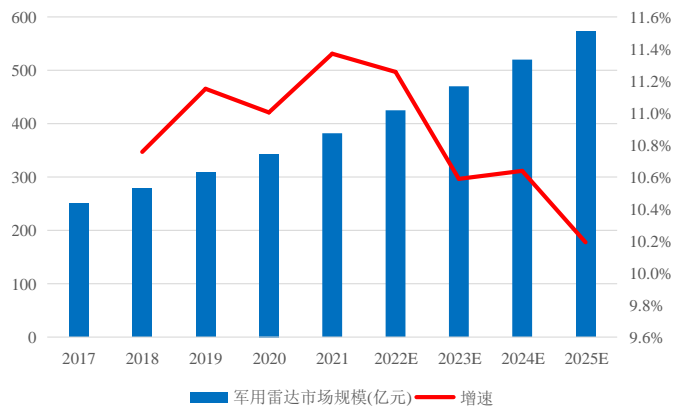
- 根据Mordor Intelligence，2021年全球军用雷达市场价值达到143.7亿美元，随着无人机、隐形飞机等大量投入使用，各国将不断增强雷达能力，具有一体化、协同化、智能化、精细化等特征的雷达是国际军备竞争的战略制高点之一。预计2022-2031年军用雷达市场年复合增长率超过4.5%。其中，亚太地区有望实现最高增长速度，预计中国将保持现有市场增速以增强其防御能力。
- 根据立鼎产业研究院，我国军用雷达市场规模从2017年251亿元高速增长至382亿元，预计2025年市场规模可达573亿元，复合增速达10.67%。

图表12：预计我国军用雷达市场将保持较高增速

市场规模增速	国家或地区
较高	中国、印度、日本、韩国、菲律宾、印度尼西亚、澳大利亚、伊朗、阿富汗、沙特阿拉伯，等
适中	俄罗斯、英国、法国、德国、乌克兰、巴西、秘鲁，等
较低	美国、加拿大、埃及、苏丹、利比亚、刚果，等

资料来源：Mordor Intelligence、华福证券研究所整理

图表13：我国军用雷达市场规模预计将不断增长

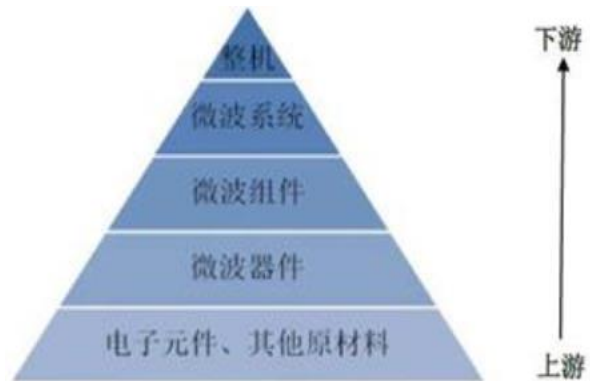


资料来源：立鼎产业研究院、华福证券研究所整理

3.3 公司聚焦微波上下变频组件业务，雷达为主要应用范围




- 公司军工电子业务以超宽带上下变频系统为中心开展，对微波射频收发系统的性能起着至关重要的作用，主要服务领域有雷达、电子对抗、遥感遥测、卫星通信及航空航天等。公司产业链上游为电子元件与其他原材料，下游为整机装备生产商。
- 公司主要产品包括微波器件、微波组件、分机子系统及多功能芯片，主要波段为微波，即工作频率范围在300MHz~300GHz、波长在1mm~1m之间的电磁波。其中，微波器件是单一功能的器件；微波组件是集成了芯片、微波器件等其它部件并采用微组装技术进行组合，实现一体化多功能的模块；分机子系统由多个微波模块组成，能够实现系统性功能。
- 公司超宽带上下变频技术在微波/毫米波通信、雷达、电子对抗及遥感遥测等现代电子通信系统中起到关键作用，直接影响到射频收发系统的性能。公司经过20余年技术积累与产业经验，其超宽带上下变频技术具有充分竞争力。

图表14：军用电子行业产业链



资料来源：盛路通信2022年年报，华福证券研究所整理

图表15：微波产品展示

一分十六功分器  一种应用较广泛的微波器件，可将输入信号分成十六个相等的功率输出。	X-K波段场效应放大器  微波功放系列产品之一。	介质振荡器  微波频率源系列产品之一。
--	--	---

资料来源：子公司郎赛微波官网，华福证券研究所整理

3.4 公司积极扩充产能，有望抢占更多市场份额

➤ 军民融合大背景下，民营企业有望受益

- 国内微波器件、组件市场大多为军工科研院，仅有少数为民营企业。随着国防工业军民融合战略深入推进，寓军于民的武器装备科研生产体系逐步建立，军工保密资格由三级调整为两级，武器装备科研生产许可目录大幅缩减，推行许可备案制，可以预见具有核心竞争力的民营企业在军品市场的占比将进一步提升。

➤ 公司资本运作扩充产能，有望抢占更多市场份额

- 2022年7月，公司发布定增预案，募集资金用于建设子公司成都创新达的新型微波、毫米波组件系统研发生产中心建设项目以及补充流动资金。同时，公司充分发挥子公司各板块技术、人员协同效应，不断提高和革新技术能力，全面提高核心竞争力。

➤ 军工业务壁垒高，客户关系一旦突破即会非常稳定

- 公司在超宽带上下变频技术、微波电路专业化设计、组装、互联和密封技术上优势明显，经过多年积累，生产制造与综合交付能力强大。2022年，公司在小型化微波模组、小型化微波分系统的迭代研发上取得了阶段性进展：基于微波多层技术的小型化组件已逐步形成系列化和标准化产品；基于 SIP 技术的前端模块、变频模块、频率源模块等初步实现了自主科研配套；基于动态合成技术的宽带大动态 DLVA 的成功研制，进一步提升了公司 DLVA 系列产品的竞争优势。公司产品和服务长期受到下游军工整机厂肯定信赖，与下游整机厂客户长期形成的技术、质量、交付信任短期难以被竞争者打破。

目 录

- **第一部分：国内领先的微波组件领军企业，不断拓宽产品矩阵及客户群体**
- **第二部分：创新产品矩阵，民用通信打开增长空间**
- **第三部分：聚焦超宽带上下变频系统，军用射频业务成第二增长曲线**
- **第四部分：投资建议与风险提示**

➤ 盈利预测:

- 1) 假设2023-2025年, 军用电子业务营收增速分别为52%、48%、42%; 随着信息装备的列装放量, 数量增长带来价格降低, 预计公司军用电子业务2023/2024/2025年毛利率分别为51%、50.5%、50%。
- 2) 假设2023-2025年, 公司民用通信业务2023/2024/2025年营收增速分别为30%、26%、23%; 随着公司主干网传输天线、基站天线、室内网络覆盖产品、汽车天线等各项业务展开, 产品结构调整, 预计民用通信毛利率分别为27%、27%、27%。

图表16: 军工电子与民用通信业务盈利预测

收入结构 (单位: 百万元)		2021	2022	2023E	2024E	2025E
军工电子						
	收入	438.01	700.16	1064.24	1575.08	2236.61
	YoY	0.59%	59.85%	52.00%	48.00%	42.00%
	成本	202.12	338.32	521.48	779.66	1118.31
	毛利率	53.85%	51.68%	51.00%	50.50%	50.00%
	业务收入比例	45.53%	49.21%	53.11%	57.09%	60.57%
民用通信						
	收入	524.07	722.67	939.47	1183.73	1455.99
	YoY	16.95%	37.90%	30.00%	26.00%	23.00%
	成本	388.94	527.62	685.81	864.13	1062.87
	毛利率	25.78%	26.99%	27.00%	27.00%	27.00%
	业务收入比例	54.47%	50.79%	46.89%	42.91%	39.43%

资料来源: Wind、华福证券研究所整理

- 预测公司2023、2024、2025年营收为20.04、27.59、36.93亿元，三年复合增速为35.75%；2023、2024、2025年归母净利润为3.43、4.61、6.07亿元，三年复合增速为33.07%，EPS为0.37、0.50、0.66，对应PE为24.6、18.3、13.9倍。参考可比公司2023年平均PE为58.76，同时考虑到公司存在部分民用通信业务，给予公司2023年35倍PE，对应股价12.95元。
- 首次覆盖，给予“**买入**”评级。

图表17：与可比公司相比，盛路通信存在估值优势

公司代码	公司名称	收盘价（元）	EPS(元)			PE（倍）		
		（2023/05/29）	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688375.SH	国博电子	79.14	1.71	2.25	2.87	46.28	35.17	27.57
688270.SH	臻镭科技	92.57	1.45	2.02	2.69	63.84	45.83	34.41
001270.SZ	铖昌科技	82.7	1.25	1.69	2.21	66.16	48.93	37.42
平均值			1.47	1.99	2.59	58.76	43.31	33.14
002446.SZ	盛路通信	9.21	0.37	0.5	0.66	24.60	18.3	13.90

资料来源：Wind、华福证券研究所整理

- **国防信息化建设不及预期风险。**北斗三号高精度导航应用率先在特殊市场应用，一定程度上受国防信息化支出、行业资本开支影响，存在国防信息化不及预期的风险。
- **行业竞争加剧风险。**公司业务线较多，各细分行业均存在竞争对手，存在竞争加剧风险。
- **军工业务订单不及预期风险。**公司军工电子业务收入主要来自军品武器装备放量，未来若由于终端用户对该细分领域的规划、行业竞争环境或客户自身情况发生不利于公司的变化、公司开发的产品不满足客户需求，导致公司产品推进不如预期，则存在对公司业务拓展以及经营业绩造成较大不利影响的风险。
- **通信建设进度不及预期风险。**公司天线业务主要来自运营商及主设备商，若通信建设进度不及预期，对公司通信业务存在不利影响。

资产负债表

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	638	401	552	739
应收票据及账款	966	1,340	1,864	2,486
预付账款	8	18	25	33
存货	596	797	1,052	1,309
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	114	136	162	187
流动资产合计	2,321	2,692	3,654	4,753
长期股权投资	44	44	44	44
固定资产	441	780	909	1,022
在建工程	82	116	116	126
无形资产	139	123	114	105
商誉	858	858	858	858
其他非流动资产	225	227	226	227
非流动资产合计	1,791	2,149	2,267	2,383
资产合计	4,112	4,840	5,921	7,136
短期借款	55	339	642	824
应付票据及账款	619	698	986	1,364
预收款项	0	0	0	0
合同负债	4	6	8	11
其他应付款	23	23	23	23
其他流动负债	108	130	159	206
流动负债合计	808	1,195	1,818	2,429
长期借款	0	0	0	0
应付债券	50	50	50	50
其他非流动负债	110	110	110	110
非流动负债合计	160	160	160	160
负债合计	968	1,355	1,978	2,589
归属母公司所有者权益	3,141	3,483	3,944	4,550
少数股东权益	4	2	0	-3
所有者权益合计	3,144	3,485	3,943	4,547
负债和股东权益	4,112	4,840	5,921	7,136

利润表

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,423	2,004	2,759	3,693
营业成本	866	1,207	1,644	2,181
税金及附加	12	15	21	29
销售费用	47	70	97	133
管理费用	119	164	226	325
研发费用	109	160	229	314
财务费用	-8	-4	9	17
信用减值损失	-12	-15	-20	-15
资产减值损失	-3	-8	-9	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-10	5	2	3
其他收益	23	12	10	8
营业利润	274	384	517	680
营业外收入	1	1	0	0
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	273	383	515	678
所得税	31	42	57	74
净利润	242	341	458	604
少数股东损益	-1	-2	-2	-3
归属母公司净利润	243	343	460	607
EPS (按最新股本摊薄)	0.27	0.37	0.50	0.66

现金流量表

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	106	-103	79	254
现金收益	303	403	571	739
存货影响	133	-201	-255	-257
经营性应收影响	-317	-378	-522	-619
经营性应付影响	-106	79	288	379
其他影响	93	-8	-3	12
投资活动现金流	-208	-422	-222	-232
资本支出	-219	-422	-223	-233
股权投资	12	0	0	0
其他长期资产变化	-1	0	1	1
融资活动现金流	42	288	294	165
借款增加	16	284	303	182
股利及利息支付	-3	-9	-21	-30
股东融资	31	0	0	0
其他影响	-2	13	12	13

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	47.9%	40.8%	37.7%	33.8%
EBIT增长率	-202.6%	42.1%	38.2%	32.8%
归母公司净利润增长率	-214.9%	40.6%	34.5%	31.7%
获利能力				
毛利率	39.1%	39.7%	40.4%	40.9%
净利率	17.0%	17.0%	16.6%	16.3%
ROE	7.7%	9.8%	11.7%	13.3%
ROIC	12.2%	13.5%	14.7%	16.0%
偿债能力				
资产负债率	23.5%	28.0%	33.4%	36.3%
流动比率	2.9	2.3	2.0	2.0
速动比率	2.1	1.6	1.4	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	148	157	157	156
存货周转天数	275	208	202	195
每股指标 (元)				
每股收益	0.27	0.37	0.50	0.66
每股经营现金流	0.12	-0.11	0.09	0.28
每股净资产	3.44	3.81	4.32	4.98
估值比率				
P/E	35	25	18	14
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	200	149	106	82

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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT幢20层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

