



2021年04月10日

紧抓高速成长周期，加速投入扩产

新雷能 (300593)

1、事件：2020年公司实现营业收入8.4亿元，同比增长9.1%。实现归母净利润1.2亿元，同比增长98.1%。

2、特种订单加速释放，十四五推动公司进入高速成长阶段

分行业看，特种业务订单拉动整体利润空间大幅抬升，全年归母净利润实现翻倍增长。分季度看，公司下半年逐渐走出疫情影响，收入和利润空间加速释放。

我们认为，考虑十四五订单驱动，以及永力科技的扩产和西安、深圳子公司的新增产能释放，公司特种订单业务有望保持高增长态势；通信及网络领域得益于国内5G建设启动，伴随疫情修复下海外市场的逐步恢复，有望保持加速增长态势。

毛利率：公司产品矩阵扩充，特种订单毛利率大幅提高，抬高整体利润空间。

我们认为，整体毛利率水平有望保持稳定。随着十四五订单逐步释放以及厚膜等高毛利产品的市场逐步打开，航空、航天等行业相关毛利率水平有望保持略微抬升态势，考虑永力业务逐渐恢复（相对毛利率水平较低），特种领域整体毛利率水平预计将保持稳定；通信及网络领域考虑疫情影响下海外订单不确定性，国内订单有望起量，整体毛利率将保持略微下降态势。

3、三费维稳，围绕大功率、定制电源持续高研发投入

公司2020整体费用端较去年同期基本持平（YoY -1.8pct），主要系销售及研发费用率减少。但整体保持高度研发投入，2020年1.4亿元，占营收16.5%，与往年基本持平。

4、持续加大备货，保证未来业绩增速

5、紧抓国产替代需求上行周期，加速进入投入扩产阶段

中美贸易战促进电子产业立足国产化的刚性需求，将促进电源类电子配套产业的成长。公司紧抓国产替代需求上行周期，疫情后加速产能建设，特种订单业务头部化趋势逐渐显现。

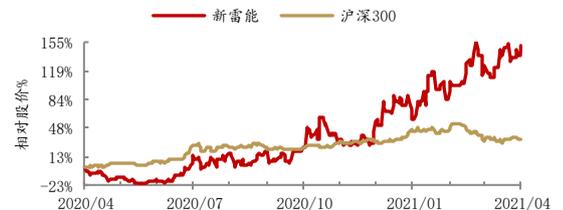
根据公司公告披露整理，（1）公司2020年下半年在北京新雷能开始配置自动化设备及人工，同时将部分其他产能清退以供目前高速增长的特种订单需求，（2）此外报告期内投资设立全资子公司深圳西格玛电源，主要面向特种领域，2020Q4装修已到位，具备试产功能，有望利用当地高端电子研发人才聚集优势快速扩充产能，巩固公司特种领域优势，满足订单增长需求，（3）武汉永力已启动投产扩建26000平米左右新厂房，产能空间进一步扩张。

此外通信领域，2020Q3深圳雷能完成扩产搬迁，为后续国内外5G产业发展做好充分产能准备，同时积极布局网络数通领域，利用平台化技术优势扩充产品矩阵，发力服务器电源领域。

6、投资建议：疫情影响海外通信业务具备一定不确定性，预计2021-2023年营收由13.2亿元、19.9亿元、N/A调整为11.3

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	42.98
股票代码：	300593
52周最高价/最低价：	45.41/13.1
总市值(亿)	71.16
自由流通市值(亿)	53.37
自由流通股数(百万)	124.17



分析师：宋辉
 邮箱：songhui@hx168.com.cn
 SAC NO：S1120519080003

分析师：陆洲
 邮箱：luzhou@hx168.com.cn
 SAC NO：S1120520110001

分析师：柳珏廷
 邮箱：liujt@hx168.com.cn
 SAC NO：S1120119060016
 华西通信&军工联合覆盖

相关研究

- 【华西通信】新雷能 (300593) 业绩预告点评：业绩超预期，特种领域持续发力，通信有望加速回暖
2021.01.22
- 【华西通信】新雷能 (300593) 季报点评：业绩增长动力十足，股权激励彰显公司信心
2020.10.23
- 【华西通信】新雷能 (300593) 半年报点评：军工订单拉升业绩回升，静待疫情修复通信起量
2020.08.19

亿元、15.6 亿元、20.5 亿元，预计 2021-2023 年归母净利润由 1.8 亿元、2.8 亿元、N/A 调升为 1.9 亿元、2.9 亿元、4.0 亿元，对应现价 PE 分别为 38.4X/24.9X/17.9X，维持“增持”评级。

7、风险提示：海外疫情反复带来的需求不稳定性风险，全球政治格局不稳定性风险，国内 5G 电源市场推广不及预期，军工订单不及预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	772	843	1,132	1,557	2,051
YoY (%)	62.1%	9.1%	34.4%	37.5%	31.7%
归母净利润(百万元)	62	123	185	286	399
YoY (%)	73.9%	98.1%	50.4%	54.1%	39.6%
毛利率 (%)	41.3%	48.3%	48.3%	49.6%	50.6%
每股收益 (元)	0.38	0.74	1.12	1.72	2.41
ROE	9.5%	15.5%	18.9%	22.5%	23.9%
市盈率	114.35	57.73	38.39	24.92	17.85

资料来源：wind，华西证券研究所

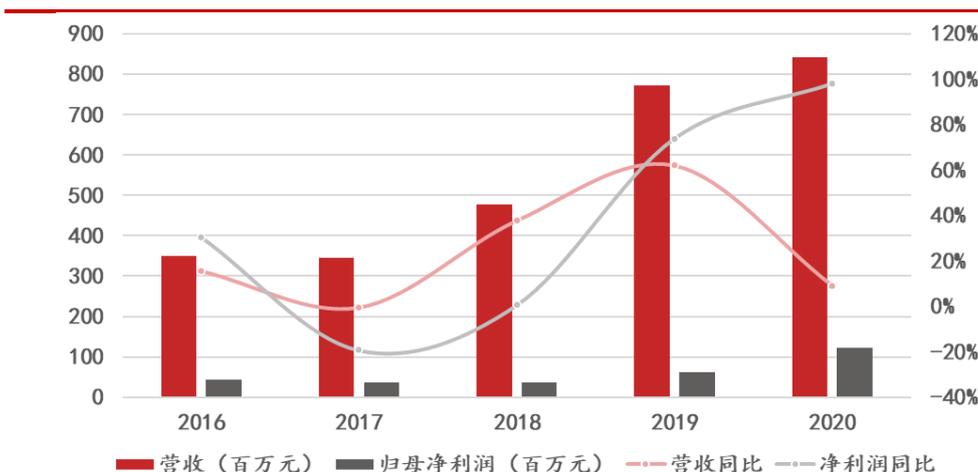
1. 事件

公司发布 2020 年报，2020 年公司实现营业收入 8.4 亿元，同比增长 9.1%。实现归母净利润 1.2 亿元，同比增长 98.1%。

2. 特种订单加速释放，十四五推动公司进入高速增长阶段

公司 2020 年整体收入受疫情影响同比增速 9.1%，但自军改结束特种订单加速释放，归母净利润呈现高速增长态势。

图 1 公司营收及归母净利润情况（百万元）



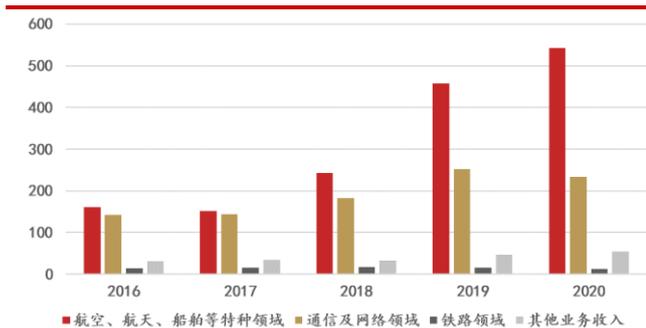
资料来源：wind，华西证券研究所

分行业看，特种业务订单拉动整体利润空间大幅抬升，全年归母净利润实现翻倍增长。受疫情影响，通信及网络领域实现收入 2.3 亿元，2020Q4 起订单逐渐恢复，同比略下滑 7.6%，航空、航天等特种领域实现收入 5.4 亿元 (YoY +18.4%)，军改结束后特种订单加速释放，航空航天部分重点项目实现量产，相关收入及利润保持稳健增速。

分季度看，公司下半年逐渐走出疫情影响，收入和利润空间加速释放。由于子公司武汉永力科技和海外通信行业订单受疫情影响较为严重，公司 2020Q1 收入下滑较为严重，但随着永力的加速复工复产以及 5G 投资拉动国内通信订单需求，公司下半年逐渐走出疫情影响，营收和利润空间加速释放。

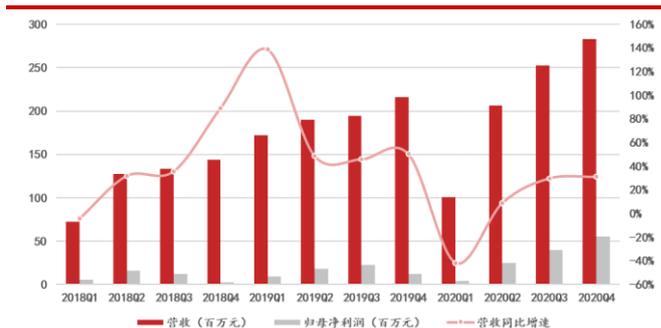
我们认为，考虑十四五订单驱动，以及永力科技的扩产和西安、深圳子公司的新增产能释放，公司特种订单业务有望保持高增长态势；通信及网络领域得益于国内 5G 建设启动，伴随疫情修复下海外市场的逐步恢复，有望保持加速增长态势。

图2 公司分行业营收情况（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图3 公司分季度营收及归母净利润情况（百万元）

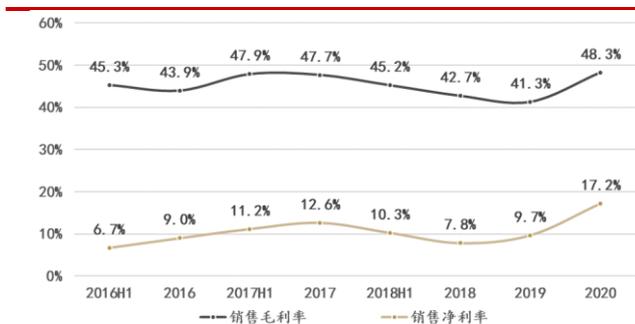


资料来源：wind，华西证券研究所

毛利率：公司产品矩阵扩充，特种订单毛利率大幅提高，抬高整体利润空间。2020年公司整体毛利率48.3%，同比大幅提升（7.0pct），主要得益于特种订单业务中航空航天业务占比提升，相关高毛利产品拉动特种行业相关毛利率较去年同期提升11.8pct。从成本端看，材料及制造费用同比去年分别下降5.3%和4.2%，北京厂房搬迁及智能化升级也带来一定正向贡献。通信及网络领域相关毛利率下降主要系海外订单受疫情持续影响减少所致。

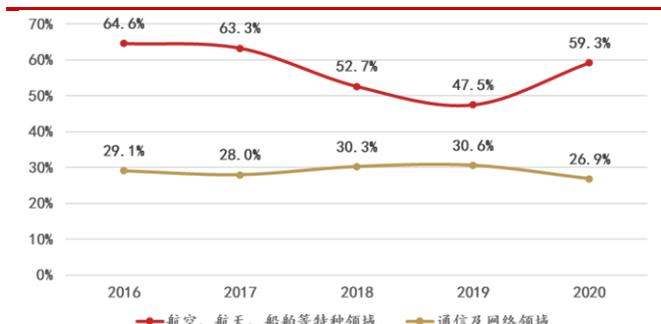
我们认为，公司整体毛利率水平有望保持稳定。随着十四五订单的确定及逐步释放以及厚膜等高毛利产品的市场逐步打开，航空、航天等行业相关毛利率水平有望保持略微抬升态势，考虑永力业务逐渐恢复（相对毛利率水平较低），航空、航天、船舶等特种领域整体毛利率水平预计将保持稳定；通信及网络领域考虑疫情影响下海外订单不确定性，国内订单有望起量，整体毛利率将保持略微下降态势。

图4 公司整体毛利率及净利率情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

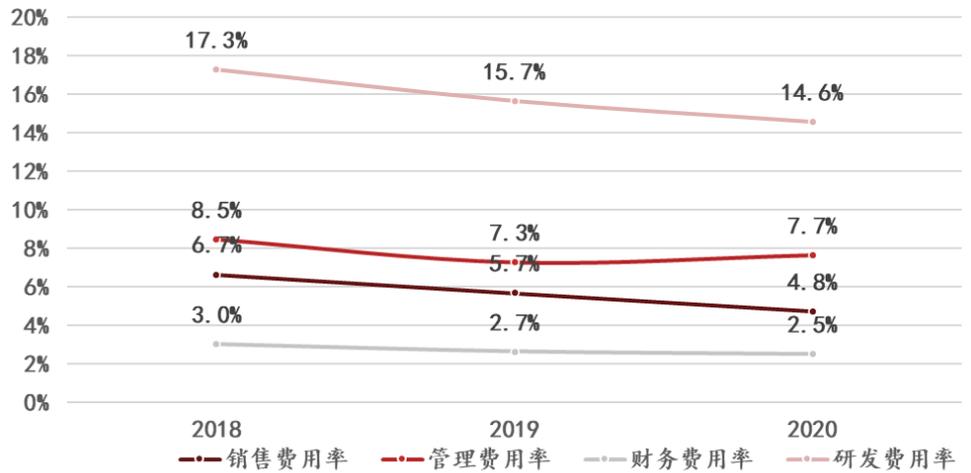
图5 公司分行业毛利率情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

3.费用情况：三费维稳，围绕大功率、定制电源持续高研发投入

图 6 公司三费率及研发费用率情况 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

公司 2020 整体费用端 29.5%，较去年同期基本持平 (YoY -1.8pct)，主要系销售及研发费用率减少。销售费用减少主要系疫情影响下相关差旅、会议办公费及运输邮寄费用降低，其中受新收入准则影响，还有约 2 百万原销售费用款项列报为营业成本。

持续高强度研发投入，发力大功率定制电源：公司长期坚持的高投入研发经费以保持技术领先态势，公司研发费用率持续降低主要系资本化研发比例持续提高，2018-2020 年资本化研发支出占研发投入比例分别为 0.6%、3.9%和 11.6%，资本化开发项目主要集中在大功率定制电源等高毛利产品部分。2020 年整体研发投入 1.4 亿元，占营收 16.5%，与往年基本持平。

表 1 公司资本化开发项目

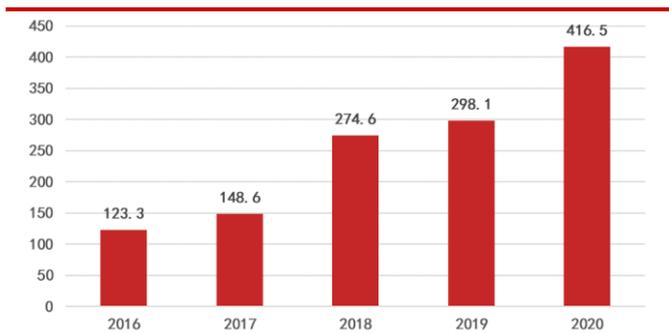
项目	资本化开始 时点	截至年末的 研发进度	资本化具体依据
集成电源项目	2018 年 10 月	正样阶段	通过评审立项，项目开发工作展开，完成开发设计方案并达到预期要求。
12KW 级大功率定制电源项目	2019 年 10 月	正样阶段	通过评审立项，项目开发工作展开，完成开发设计方案并达到预期要求。
10KW 级高功率定制电源项目	2019 年 10 月	正样阶段	通过评审立项，项目开发工作展开，完成开发设计方案并达到预期要求。
机载大功率定制电源项目	2019 年 10 月	正样阶段	通过评审立项，项目开发工作展开，完成开发设计方案并达到预期要求。
200W 级定制组合电源	2020 年 9 月	初样阶段	通过评审立项，项目开发工作展开，完成开发设计方案并达到预期要求。
10KW 级 540V 直流输入电源	2020 年 9 月	初样阶段	通过评审立项，项目开发工作展开，完成开发设计方案并达到预期要求。

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

4.加大备货，保证未来业绩增速

为适应需求的上升，公司持续加大备货，主要系特种订单业务，考虑相关业务较高毛利率水平，未来业绩有望保持较高速增长。同时由于特种订单付款周期较长，相关现金收入比略微下降。

图7 公司存货情况（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

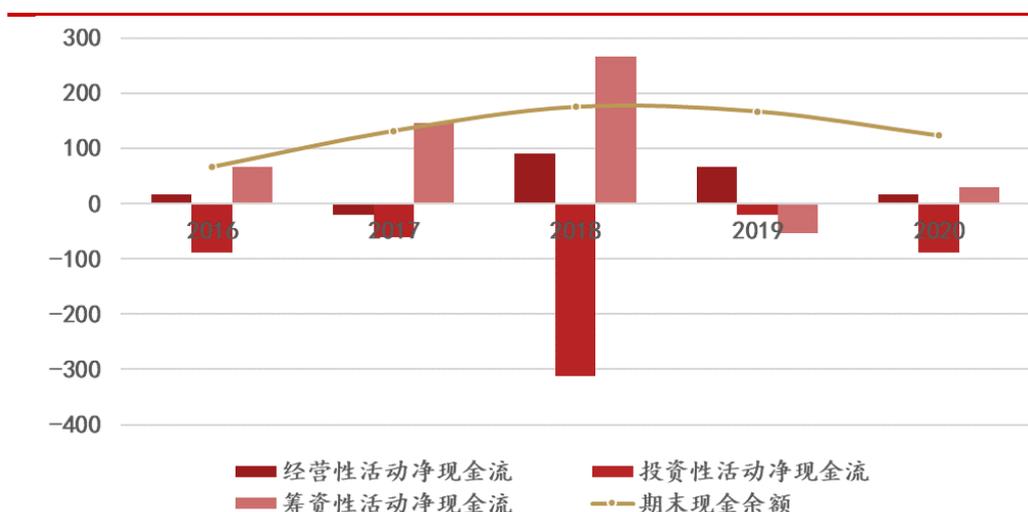
图8 公司现金收入比情况



资料来源：wind，华西证券研究所

5. 紧抓国产替代需求上行周期，加速进入投入扩产阶段

图9 公司现金流净额及期末现金余额情况（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

中美贸易战促进电子产业立足国产化的刚性需求，将促进电源类电子配套产业的增长。公司在航空、航天、铁路、车辆、船舶等领域的高性能电源销售收入得到较大增长。市场对本土高性能电源厂商的采购份额将逐年加大，作为高性能电源企业将获得更大的发展空间。

公司紧抓国产替代需求上行周期，疫情后加速产能建设，特种订单业务头部化趋势逐渐显现。根据公司公告披露整理，（1）公司2020年下半年在北京新雷能开始配置自动化设备及人工，同时将部分其他产能清退以供目前高速增长的特种订单需求，（2）此外报告期内投资设立全资子公司深圳西格玛电源，主要面向特种领域，2020Q4 装修已到位，具备试产功能，有望利用当地高端电子研发人才聚集优势快速扩充产能，巩固公司特种领域优势，满足订单增长需求，（3）武汉永力已启动投产扩建 26000 平方米左右新厂房，产能空间进一步扩张。

此外通信领域，2020Q3 深圳雷能完成扩产搬迁，为后续国内外 5G 产业发展做好充分产能准备，同时积极布局网络数通领域，利用平台化技术优势扩充产品矩阵，发力服务器电源领域。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 2 新雷能子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务
深圳市雷能混合集成电路有限公司	100%	公司在模块式高频开关电源的研究开发和规模化生产方面具有较深造诣,是国内模块电源市场的主要供应商,产品广泛应用于通信设备、工业控制、铁路信号、电力系统、仪器仪表、航空航天、设备等领域。
深圳市西格玛电源科技有限公司	100%	制造高铁设备、配件、铁路机车车辆配件、航空航天器及设备、微特电机及组件、电力电子元器件、变压器、整流器及电感器、配电开关控制设备、计算机零部件、工业控制计算机及系统、通信设备、雷达及配套系统、新能源设备及配件、集成电路、智能消费设备、敏感元件及传感器。
西安市新雷能电子科技有限公司	100%	设计、制造和营销民用、军用开关电源,主要产品包括 DC-DC 开关电源、AC-DC 开关电源、嵌入式电源系统、工业电源等。
成都新雷能科技有限公司	70%	航空相关设备、雷达及配套设备、微特电机及组件、电力电子元器件、变压器、整流器和电感器、配电开关控制设备、计算机零部件、工业控制计算机及系统、通信设备、电源设备、机械设备、高铁设备及配件、铁路机车车辆配件、新能源设备及配件、集成电路、智能消费设备、敏感元件及传感器的销售及技术开发等。
武汉永力科技股份有限公司	52%	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,产品主要为开关电源、组合电源、UPS 电源及其他相关电源技术。自主研发生产的系列电源产品在技术性能上位于行业前列,拥有软开关变换、三相有源功率因数校正等多项专业技术,在国内大功率发射机电源行业处于领先地位。

资料来源: Wind, 华西证券研究所

6. 投资建议

疫情影响海外通信业务具备一定不确定性,预计 2021-2023 年营收由 13.2 亿元、19.9 亿元、N/A 调整为 11.3 亿元、15.6 亿元、20.5 亿元,预计 2021-2023 年归母净利润由 1.8 亿元、2.8 亿元、N/A 调升为 1.9 亿元、2.9 亿元、4.0 亿元,对应现价 PE 分别为 38.4X/24.9X/17.9X,维持“增持”评级。

7. 风险提示

海外疫情反复带来的需求不稳定性风险,全球政治格局不稳定性风险,国内 5G 电源市场推广不及预期,军工订单不及预期,系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	843	1,132	1,557	2,051	净利润	145	218	336	469
YoY (%)	9.1%	34.4%	37.5%	31.7%	折旧和摊销	27	23	22	22
营业成本	436	586	785	1,014	营运资金变动	-199	-228	-297	-381
营业税金及附加	8	12	16	21	经营活动现金流	16	21	66	111
销售费用	40	57	77	103	资本开支	-73	-38	-39	-41
管理费用	65	85	111	142	投资	-15	0	0	0
财务费用	21	10	10	8	投资活动现金流	-88	-32	-31	-31
资产减值损失	-4	-1	-1	-1	股权募资	0	0	0	0
投资收益	4	6	8	10	债务募资	223	-1	-23	-70
营业利润	156	228	354	492	筹资活动现金流	29	-13	-35	-80
营业外收支	-1	0	0	0	现金净流量	-43	-25	0	0
利润总额	155	228	354	492	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	10	10	18	24	成长能力				
净利润	145	218	336	469	营业收入增长率	9.1%	34.4%	37.5%	31.7%
归属于母公司净利润	123	185	286	399	净利润增长率	98.1%	50.4%	54.1%	39.6%
YoY (%)	98.1%	50.4%	54.1%	39.6%	盈利能力				
每股收益	0.74	1.12	1.72	2.41	毛利率	48.3%	48.3%	49.6%	50.6%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	17.2%	19.2%	21.6%	22.8%
货币资金	125	100	100	100	总资产收益率 ROA	7.4%	9.4%	11.9%	13.6%
预付款项	8	16	20	25	净资产收益率 ROE	15.5%	18.9%	22.5%	23.9%
存货	416	506	675	889	偿债能力				
其他流动资产	541	748	982	1,287	流动比率	2.01	2.21	2.51	2.94
流动资产合计	1,090	1,370	1,777	2,301	速动比率	1.23	1.37	1.53	1.77
长期股权投资	45	45	45	45	现金比率	0.23	0.16	0.14	0.13
固定资产	273	311	331	353	资产负债率	41.1%	38.8%	35.6%	31.5%
无形资产	39	40	41	41	经营效率				
非流动资产合计	579	596	615	636	总资产周转率	0.51	0.58	0.65	0.70
资产合计	1,668	1,965	2,393	2,937	每股指标 (元)				
短期借款	208	207	183	114	每股收益	0.74	1.12	1.72	2.41
应付账款及票据	208	261	346	455	每股净资产	4.79	5.93	7.67	10.09
其他流动负债	127	152	178	213	每股经营现金流	0.10	0.12	0.40	0.67
流动负债合计	543	619	708	782	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	132	132	132	132	估值分析				
其他长期负债	11	11	11	11	PE	57.73	38.39	24.92	17.85
非流动负债合计	143	143	143	143	PB	6.28	7.25	5.61	4.26
负债合计	685	762	851	924					
股本	166	166	166	166					
少数股东权益	190	222	273	342					
股东权益合计	983	1,203	1,542	2,013					
负债和股东权益合计	1,668	1,965	2,393	2,937					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，5年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，3年券商研究经验，主要关注5G及云相关产业链研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。