

1Q22 业绩同比+70%；特种电源龙头高速发展

2022 年 04 月 25 日

➤ **事件**：公司 4 月 22 日发布 2021 年报，全年实现营收 14.8 亿元，YoY +75.4%；归母净利润 2.7 亿元，YoY +122.0%。同时发布 2022 年一季报，一季度实现营收 4.7 亿元，YoY +66.5%；归母净利润 0.87 亿元，YoY +69.7%。**公司业绩超出此前市场预期**。主要是受特种领域及国内外通信等行业快速发展需求拉动，公司作为特种电源龙头，产能持续扩充，市场份额不断提升。

➤ **传统电源产品增长均在 60%以上；功率微模组增长 396%。**分产品看，1) 模块电源收入 8.0 亿元，占总收入比 54.0%，YoY +75.0%；2) 定制电源收入 2.6 亿元，占总收入比 17.7%，YoY +62.4%；3) 大功率电源及供电电源系统收入 3.4 亿元，占总收入比 22.7%，YoY +68.7%。**2021 年三大类产品收入占总收入比 94.5%，相比 2020 年占比较为稳定**。此外，“功率微模组”产品 2021 年收入 1550 万元，YoY +396.0%，此产品基于电源类集成电路设计及高功率密度 SiP 集成技术，具有较大发展潜力。

➤ **费用管控能力提升；加大研发投入丰富产品矩阵。**公司 2021 年综合毛利率 47.3%，同比下降 1.0ppt；净利率 19.8%，同比提升 2.6ppt。**2021 年期间费用率为 24.3%，同比减少 5.2ppt。**具体看，1) 销售费用率 4.1%，同比减少 0.7ppt；2) 管理费用率 5.2%，同比减少 2.5ppt；3) 财务费用率 1.5%，同比减少 1.1ppt；4) 研发费用率 13.6%，同比减少 1.0ppt。但研发投入 2.2 亿元，YoY +57.0%；公司历来重视研发，截至 2021 年底，公司研发人员共 730 人，占总员工比 32%，同比增加 128 人，国产化需求需要更多研发资源投入，同时 SiP 功率微系统产品已初步量产，补充研发人员将进一步扩充产品系列。

➤ **存货较年初增加 78%；定增扩产稳步推进。**截至 2021 年底，公司：1) 应收账款及票据 7.6 亿元，较年初增加 56.7%；2) 存货 7.4 亿元，较年初增加 77.5%，系订单增加致原材料储备增加、生产及验收周期长致在产品增加所致；3) 预付款项 0.2 亿元，较年初增加 81.4%；4) 合同负债 0.4 亿元，较年初增加 94.0%；5) 经营活动净现金流-6508.5 万元（去年同期 1638.4 万元），系备料储备增加致原材料货款支付增加、人员增加致职工薪酬增加所致。6) 1 月 28 日，公司公告拟定增不超过 15.8 亿元扩充产能，3 月 9 日，公司与北京昌平区政府签署战略合作框架协议，对在昌平区南邵镇建设定增项目达成合作意向。

➤ **投资建议**：公司是我国特种电源龙头，2020 年入选国家“专精特新”企业目录。我们预计公司 2022~2024 年归母净利润分别是 4.2 亿元、6.3 亿元、9.2 亿元。当前股价对应 2022~2024 年 PE 为 25x/16x/11x。**考虑到公司传统电源产品的领先地位及新产品的市场竞争力，我们给予 2022 年 30 倍 PE，2022 年 EPS 为 1.58 元/股，对应目标价 47.41 元。维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示**：新产品研制进度不及预期；疫情影响生产等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1478	2093	2911	4013
增长率（%）	75.4	41.6	39.1	37.9
归属母公司股东净利润（百万元）	274	420	631	918
增长率（%）	122.0	53.6	50.0	45.5
每股收益（元）	1.03	1.58	2.37	3.45
PE	38	25	16	11
PB	7.7	5.9	4.4	3.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

38.91 元

目标价：

47.41 元



分析师：尹会伟

执业证号：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理：孔厚融

执业证号：S0100122020003

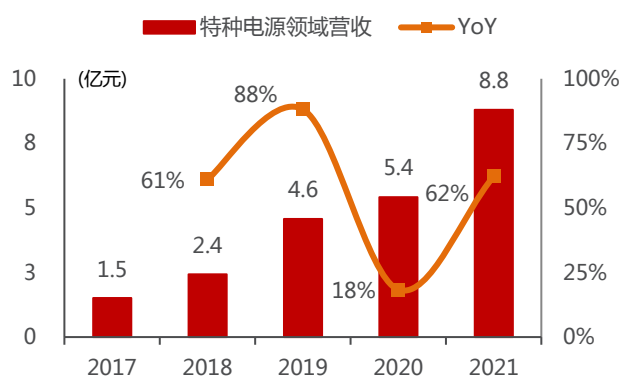
电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

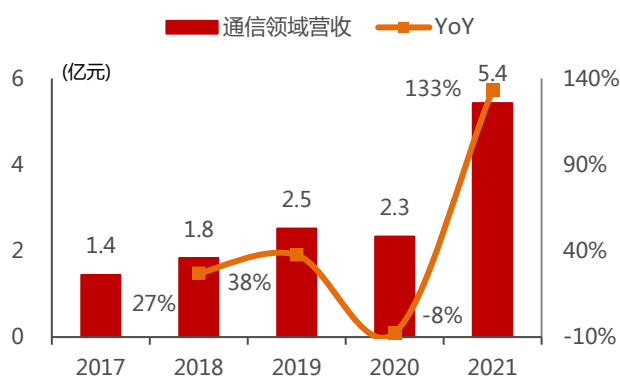
相关研究

1. 新雷能 (300593.SZ) 点评报告：业绩预告持续高增长，定增打开长期成长空间

1、2021 年特种电源领域和通信领域均实现大幅增长。分领域看，1）特种电源领域全年营收 8.8 亿元，YoY +62.3%；产量 69 万台/套，YoY +67%；销量 45 万台/套，YoY +46%。产量及营收增速数据均大幅高于销量数据，主要是公司为 2022 年的订单增长做了储备和准备。**2）通信及网络领域**全年营收 5.4 亿元，YoY +133.1%，通信出口业务的快速恢复是该领域增速好于预期的主要原因。

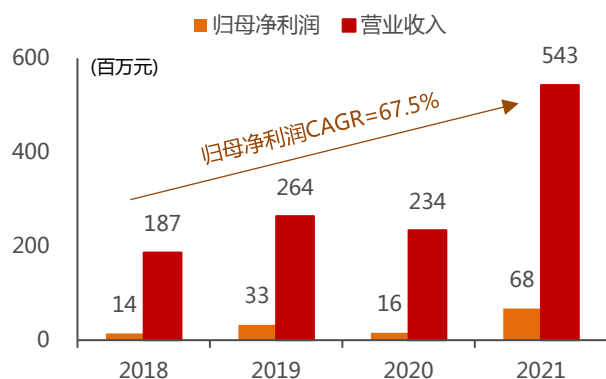
图 1：2017~2021 年特种电源领域营收及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

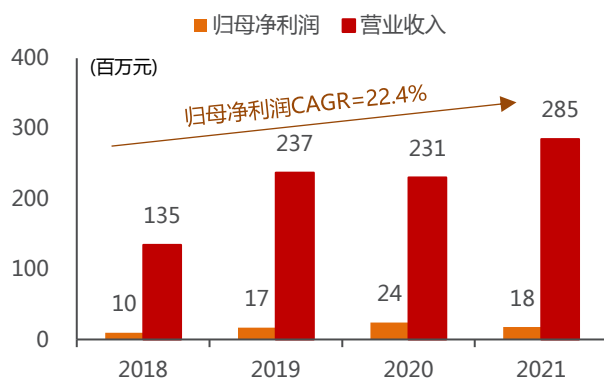
图 2：2017~2021 年通信领域营收及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

2、深圳雷能新建智能化工厂，持续布局产品矩阵。分子公司看，1）深圳雷能全年营收 5.4 亿元，YoY +131.6%；归母净利润 0.68 亿元，YoY +318.9%。国内民用通信业务增长较为稳定，全年业绩增速较快主要系国际业务的带动。此外，公司 2022 年计划新增约 6000 平生产场地进行重点 5G 通信和服务器电源的自动化线建设，引进 IMS 和 ERP 等信息化软件，进一步拓展产品品类。**2）永力科技**全年营收 2.9 亿元，YoY +23.7%；归母净利润 0.17 亿元，YoY -26.1%，净利润下滑主要系研发费用增加及毛利率较低的产品占比增加所致。

图 3：深圳雷能 2018~2021 年营收及归母净利润


资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：永力科技 2018~2021 年营收及归母净利润


资料来源：wind，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1478	2093	2911	4013
营业成本	779	1051	1409	1899
营业税金及附加	13	18	26	35
销售费用	60	85	117	160
管理费用	77	108	149	204
研发费用	201	349	501	690
EBIT	340	481	710	1024
财务费用	22	18	20	23
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	3	4	5	7
营业利润	320	459	687	1000
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	319	457	686	999
所得税	26	37	56	81
净利润	293	420	631	918
归属于母公司净利润	274	420	631	918
EBITDA	386	529	779	1066

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	235	251	350	516
应收账款及票据	763	1069	1492	2061
预付款项	15	20	27	36
存货	739	997	1336	1801
其他流动资产	86	108	137	177
流动资产合计	1839	2445	3342	4591
长期股权投资	45	45	45	45
固定资产	306	306	304	299
无形资产	52	56	60	64
非流动资产合计	730	723	696	694
资产合计	2569	3169	4037	5286
短期借款	421	421	421	421
应付账款及票据	450	608	814	1098
其他流动负债	243	275	318	376
流动负债合计	1114	1304	1553	1894
长期借款	83	83	83	83
其他长期负债	36	36	36	36
非流动负债合计	119	119	119	119
负债合计	1233	1423	1672	2013
股本	266	266	266	266
少数股东权益	210	210	210	210
股东权益合计	1336	1746	2366	3273
负债和股东权益合计	2569	3169	4037	5286

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	75.37	41.63	39.07	37.88
EBIT 增长率	96.34	41.65	47.66	44.22
净利润增长率	122.02	53.57	50.02	45.55
盈利能力 (%)				
毛利率	47.28	49.76	51.60	52.67
净利率	19.84	20.08	21.66	22.87
总资产收益率 ROA	10.65	13.27	15.62	17.36
净资产收益率 ROE	24.31	27.38	29.26	29.97
偿债能力				
流动比率	1.65	1.88	2.15	2.42
速动比率	0.97	1.10	1.27	1.45
现金比率	0.21	0.19	0.23	0.27
资产负债率 (%)	47.99	44.90	41.41	38.09
经营效率				
应收账款周转天数	98.87	98.87	98.87	98.87
存货周转天数	346.29	346.29	346.29	346.29
总资产周转率	0.58	0.66	0.72	0.76
每股指标 (元)				
每股收益	1.03	1.58	2.37	3.45
每股净资产	5.02	6.56	8.89	12.30
每股经营现金流	-0.24	0.32	0.63	0.87
每股股利	0.11	0.11	0.11	0.11
估值分析				
PE	38	25	16	11
PB	7.7	5.9	4.4	3.2
EV/EBITDA	27.82	20.26	13.63	9.80
股息收益率 (%)	0.27	0.27	0.27	0.27

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	293	420	631	918
折旧和摊销	46	48	69	42
营运资金变动	-444	-414	-561	-754
经营活动现金流	-65	84	166	231
资本开支	-85	-43	-43	-43
投资	-7	0	0	0
投资活动现金流	-92	-39	-37	-35
股权募资	8	0	0	0
债务募资	219	0	0	0
筹资活动现金流	268	-30	-30	-30
现金净流量	111	16	99	166

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001