

## 产品布局趋于完整，深化上游合作产能有望提升

### 投资要点

- 业绩总结:** 2022Q1, 公司实现营收 6.0 亿元, 同比增长 20.1%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5750.9 万元, 同比增长 73.7%。
- 公司 Q1 势头强劲, 盈利能力提升。**结合 2021 年年报: 1) 营收端: 2021 年公司实现营收 23.3 亿元, 同比 +61.9%, 音频功放/电源管理/马达驱动/射频前端产品分别实现营收 10.0/8.0/2.9/1.8 亿元, 分别同比 +33.8%/+75.8%/+124.9%/+81.1%。2) 利润端: 2021 年, 毛利率/净利率分别为 40.4%/12.4%, 分别同比 +7.8pp/+5.3pp; 2022Q1, 毛利率/净利率分别为 46.5%/9.7%。3) 费用端: 2021 年, 销售/管理/研发费用率分别为 5.5%/5.6%/17.9%, 分别同比 +1.1pp/+1.0pp/+3.6pp; 2022Q1, 销售/管理/研发费用率分别为 4.7%/6.4%/24.9%。
- IC 技术平台型公司, “声光电射手”五大产品线铺开布局, 研发投入加大有望提升市占率。**公司深耕模拟和混合信号芯片, 以音频功放为拳头产品, 完成了业务的横向拓展。2021 年得益于下游旺盛的需求以及各类新品的放量, 公司电源、马达和射频业务均取得了高速增长。未来, 公司带算法、中大功率的高价值量音频产品销量预计将持续提升, 电荷泵、LDO、OVP 等电源管理芯片子品类持续放量, AIoT、工业和汽车的旺盛需求有机会持续带动各产品线的营收提升。公司注重研发, 2021 年研发投入翻倍, 公司的高研发投入有利于巩固其竞争力。
- 与上游供应商深化合作, 产能预计将得以提升; 与下游客户合作稳定, 加速进入 AIoT、汽车和工控客户。**公司积极与国内外上游供应商展开合作, 前瞻性布局 12 寸晶圆工艺, 与上游供应商的合作深化有望使得公司突破产能瓶颈, 提产降本。公司下游以手机领域为主, 公司的工艺实力与多年合作使得公司与主流安卓品牌下游客户以及头部 ODM 客户均建立了良好稳定的关系。公司正加速进入非消费类客户, 未来在非消费类市场的份额预计将进一步提升。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年, 公司的 EPS 分别为 2.53/3.56/4.97 元。考虑公司在数模混合领域全面的产品线布局、各产品线的协同效应、以及公司大力研发投入有望推动公司的市占率提升, 我们给予公司 2022 年 70 倍 PE, 对应目标价 177.10 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 需求不及预期风险, 产能爬坡不及预期风险, 疫情导致国内供应链恶化风险, 终端消费持续低迷风险。

### 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)	1.66
流通 A 股(亿股)	0.33
52 周内股价区间(元)	124.30-281.00
总市值(亿元)	224.10
总资产(亿元)	44.84
每股净资产(元)	23.05

### 相关研究

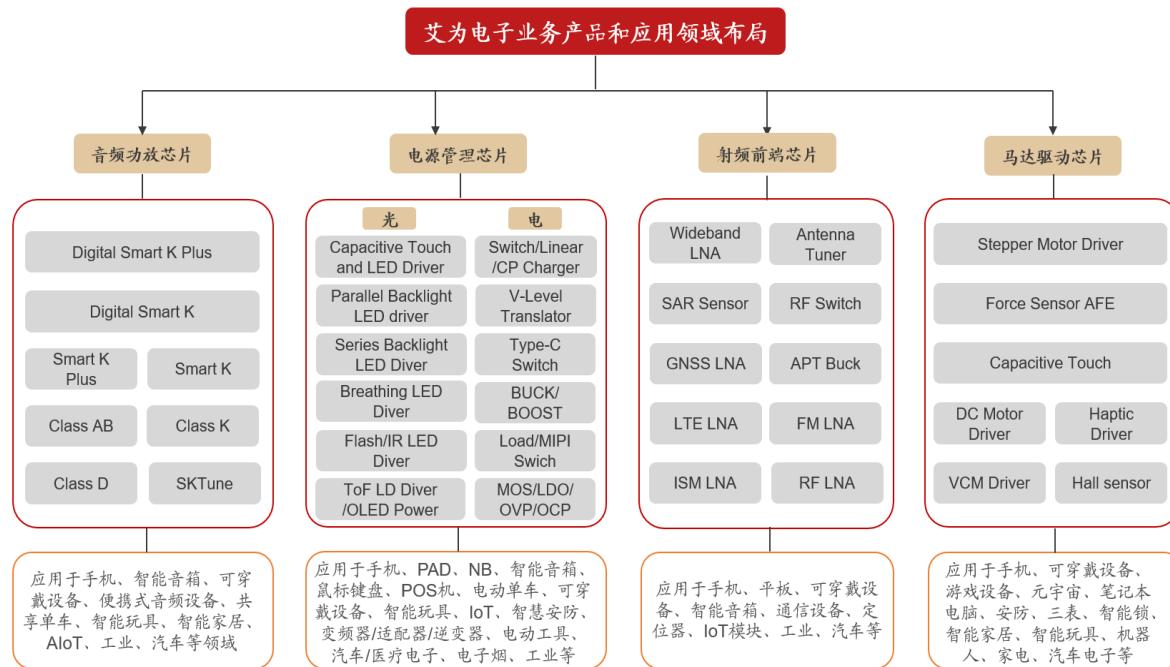
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2327.00	3551.39	4968.84	6573.52
增长率	61.86%	52.62%	39.91%	32.30%
归属母公司净利润(百万元)	288.35	420.47	590.13	824.66
增长率	183.56%	45.82%	40.35%	39.74%
每股收益 EPS(元)	1.74	2.53	3.56	4.97
净资产收益率 ROE	7.73%	10.68%	13.86%	17.40%
PE	77.78	53.34	38.00	27.19
PB	6.02	5.69	5.27	4.73

数据来源: Wind, 西南证券

# 1 中国数模混合 IC 设计专家，产品应用领域持续拓展

上海艾为电子技术股份有限公司创立于 2008 年 6 月，于 2021 年在科创板上市，简称艾为电子（股票代码：688798.SH），是一家专注于高性能和高品质的数模混合 IC 设计企业。公司作为国内智能手机中数模混合信号、模拟、射频芯片产品的主要供应商之一，拥有“声、光、电、射、手”五大产品线，涵盖音频功放芯片、电源管理芯片、射频前端芯片和马达驱动芯片四大产品类别，聚焦手机、可穿戴、智能音箱、车载电子、IoT 等消费电子领域，多项技术指标达到行业领先水平。自成立以来，公司凭借其突出的研发能力、可靠的产品质量和细致的客户服务，覆盖了包括三星、小米、OPPO、vivo、传音、TCL、联想等知名手机厂商和华勤、闻泰科技、龙旗科技等 ODM 厂商。目前，公司产品也已经通过模组厂商应用于比亚迪、现代、五菱、吉利、奇瑞等终端汽车中，并与 Facebook、Amazon、Google 等多个国际知名品牌成为战略伙伴，公司产品逐步从消费类电子向 AIoT、汽车等多领域渗透，为公司业绩增长提供了良好支撑。

图 1：公司业务产品和应用领域布局



资料来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

公司发展历程可分为两大阶段：

- **2008-2016 年，初步发展，聚焦音频功放芯片和电源管理芯片：**艾为电子成立于 2008 年，首先发布了双卡双待接口芯片和低压降恒流性 LED 背光驱动芯片；2009 年正式开展 D 类音频功率放大器项目；2010 年推出第一代模拟接口 K 类音频功放产品和降压过压保护 OVP 芯片；2011 和 2012 年相继推出多模可切换 K 类和智能手机 K 类音频功放产品；2014-2016 年，发布模拟智能 K 类音频功放系列芯片和电荷泵多模 LED 闪光驱动芯片；2017-2020 年，推出 Digital Smart K 系列音频功放产品，并持续丰富电源管理芯片。目前，音频功放芯片已覆盖低中高全产品线，形成了集硬件芯片和软件算法于一体的解决方案，同时，公司积极把握电源管理芯片在智能手机和新智能硬件中的运用，以上两大产品类别均已获得了众多客户和品牌的认可及应用。

- **2017年至今，积极拓展，发力射频前端芯片和马达驱动芯片：**公司于2017年推出射频前端LTE低噪声放大器和国内第一款专门用于线性马达驱动的芯片，开始加大对射频前端芯片和马达驱动芯片的布局。2018年推出全系列4G射频开关，2020年推出5G射频前端芯片。此外，马达驱动芯片不断迭代升级，其中，线性马达驱动应用于触觉反馈功能，音圈马达驱动应用于摄像头对焦，产品主要应用于智能手机、便携设备及可穿戴设备等领域，并向游戏手柄、车载、智能家居、电子烟等新市场拓展。

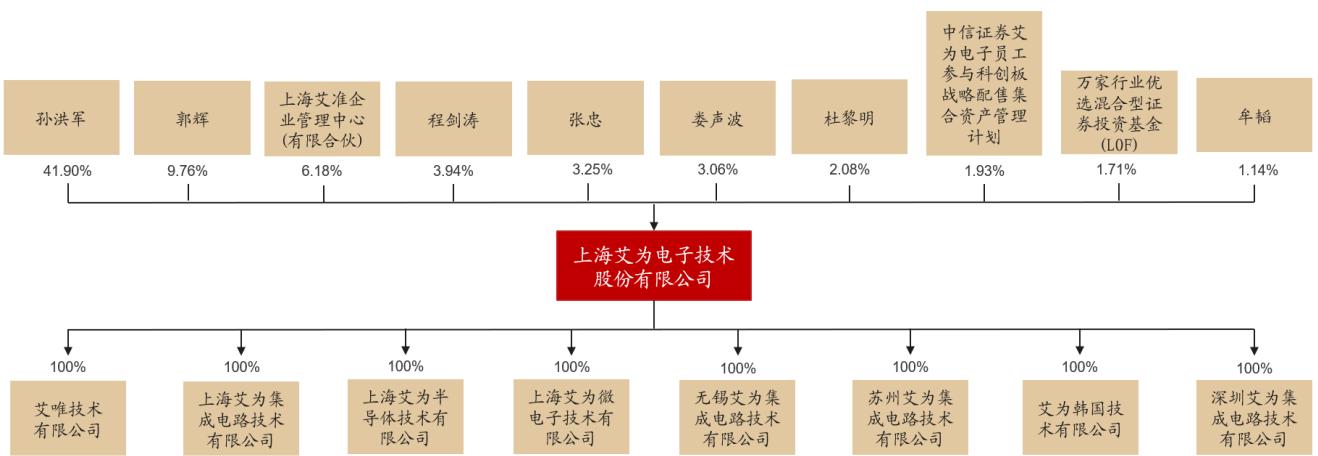
**图 2：公司发展历程**



资料来源：公司官网，西南证券整理

**股权结构高度集中，前三大股东合计持股过半。**公司董事长兼总经理孙洪军先生持有41.90%股权，为公司实际控制人和第一大股东。公司核心高管和技术人员郭辉、程剑涛、张忠、娄声波、杜黎明和牟涛分别持有9.76%、3.94%、3.25%、3.06%、2.08%和1.14%股份。截至2022Q1，公司前三大股东合计持股57.84%，前十大股东合计持股74.95%，股权结构高度集中。公司共拥有7家全资子公司、1家孙公司，其中艾唯技术、艾为韩国、深圳艾为负责集成电路的销售，其余子公司均负责集成电路的技术开发。

**图 3：公司前十大股东及子公司情况**



资料来源：公司公告，西南证券整理（截至2022Q1）

**管理层研发经验丰富，华为基因浓厚，保持长期稳定，保障公司持续健康发展。**公司管理层履历优秀，任职背景包括华为、UT斯达康、比亚迪等优秀企业，核心管理人员在半导体和集成电路领域拥有丰富的产业和技术经验，研发实力突出，且多位高管共事多年，默契团结，有利于做出与公司的长期利益一致的决定，推动公司产品和技术不断创新。此外，孙

洪军先生作为公司控股股东、实控人、董事长、总经理兼核心技术人员，承诺自首次公开发行股票并在科创板上市之日起 72 个月内，不转让或者委托他人管理本人直接或间接持有的公司本次发行前已发行的股份，也不由公司回购该部分股份。其他核心业务和技术人员郭辉、程剑涛、杜黎明、娄声波、张忠承诺股票锁定期限为 1 年，同时股份锁定期届满之日起 4 年内/第 5 至 9 年，每年减持的直接持有的公司股份不得超过本人直接持有的公司股份总数的 5%/10%，管理层将保持长期稳定，保障公司稳定经营和健康发展。

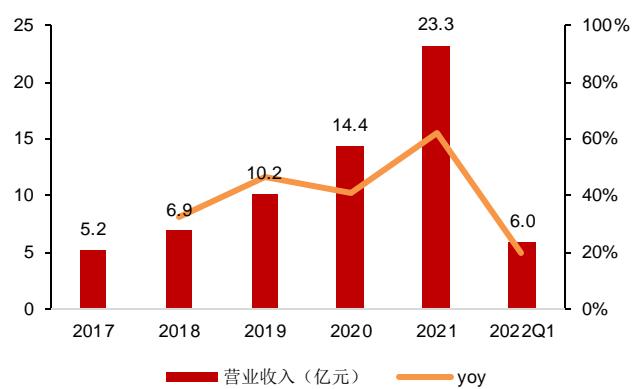
**表 1：公司核心高管情况**

姓名	职务	年龄	履历介绍
孙洪军先生	董事长、总经理、核心技术人员	49	1997.04-2002.09 担任华为技术有限公司基础业务部工程师，技术副专家；2002.09-2008.04 担任启攀微电子（上海）有限公司产品总监；2008 年创立艾为有限，2008-2014 担任艾为有限执行董事，总经理；2014.12 至今担任艾为电子董事长、总经理。
郭辉先生	董事、副总经理、核心技术人员	50	1997.07-2002.07 历任华为技术有限公司中央研发部基础业务部 IC 设计工程师，中央研发部基础业务部数模部副经理；2002.08-2008.10 担任启攀微电子（上海）有限公司副总裁；2008.10-2014.12 担任艾为有限常务副总裁；2014.12 至今担任公司董事、副总经理。
娄声波女士	董事、副总经理	41	2002.07-2004.04 担任联建（中国）科技有限公司产品部产品工程师；2004.04-2006.09 担任可亿隆国际贸易（上海）有限公司市场部市场经理；2006.09-2009.02 担任启攀微电子（上海）有限公司销售部华东销售经理；2009.02-2014.12 担任艾为有限营销副总；2014.12 至今担任公司董事、副总经理。
程剑涛先生	董事、技术副总裁	46	1997.08-1999.07 担任珠海亚力电子研发部模拟电路设计工程师；1999.08-2002.04 历任华为技术中央研究部模拟电路设计工程师、项目经理、产品经理；2002.05-2008.05 历任启攀微电子研发部项目经理、产品经理；2008.06-2014.12 担任艾为有限技术总监；2014.12 至今担任公司董事、技术副总裁。
吴绍夫先生	监事会主席、研发总监	49	1998.03-2002.11 在上海贝尔阿尔卡特有限公司担任工程师；2002.11-2008.01 在 UT 斯达康通讯有限公司担任工程师；2008.02-2012.10 在科缔纳网络系统（上海）有限公司担任开发经理；2012.10 至今在公司担任高级工程师，2015.11 至今担任公司监事会主席、研发总监。
管少钧先生	职工监事、产品经理	39	2007.08-2010.06 在深圳比亚迪微电子事业部担任 IC 设计工程师；2010.06-2014.12 担任艾为有限主任工程师，2014.12 至今在艾为电子担任产品经理；2017.12 至今担任公司职工代表监事。
杜黎明先生	副总经理、核心技术人员	42	2003.07-2005.01 担任智芯（上海）科技工程师；2005.01-2008.06 担任启攀微电子（上海）有限公司工程师；2008.06-2014.12 担任艾为有限产品总监；2014.12 至今担任公司副总经理、研发部部长。
张忠先生	研发部副部长、研发总监	53	1990.08-1998.02 历任无锡市华晶电子集团公司中央研究所助理工程师、工程师；1998.03-2002.07 历任华为技术有限公司中研基础部芯片设计高级工程师、项目经理；2002.08-2008.9 历任启攀微电子（上海）有限公司产品一部项目经理、产品经理；2008.10-2014.12 担任艾为有限研发部副部长、高级技术专家；2014.12-2020.9 担任艾为电子董事，2014.12 至今历任公司研发部副部长、研发总监。

数据来源：公司公告，西南证券整理（截至 2021 年年报）

**股权激励力度大、范围广，有利于充分调动团队积极性。**公司于 2021 年 10 月实施股权激励计划，授予 892 名骨干技术和业务人员等合计 550 万股限制性股票，其中首次授予限制性股票数量合计 440 万股，预留部分 110 万股，合计占授予前公司总股本的 3.3%。考核业绩方面，公司将首次授予限制性股票部分的考核目标设为 2021/2022/2023/2024 年营业收入不低于 22.0/30.0/40.0/55.0 亿元，净利润不低于 2.0/2.8/3.9/5.5 亿元。截至目前，公司 2021 年考核目标已达标。该激励计划彰显公司发展信心，有利于留住优秀人才，充分调动团队积极性，促使各方共同推动公司长远持续发展。

**营业收入和归母净利润持续增长。**回顾公司往年的经营情况：随着智能手机、可穿戴设备、物联网设备等下游市场对芯片需求的不断增长，公司积极开拓新产品，打造自身产品和技术优势。**2017-2021**年公司营业收入从5.2亿元增长至23.3亿元，CAGR为45.2%；归母净利润由0.3亿元攀升至2.9亿元，CAGR为79.4%。**2022Q1**，公司营收实现6.0亿元，同比增长20.1%；归母净利润实现0.6亿元，同比增长73.7%。

**图4：公司营业收入及增速情况**


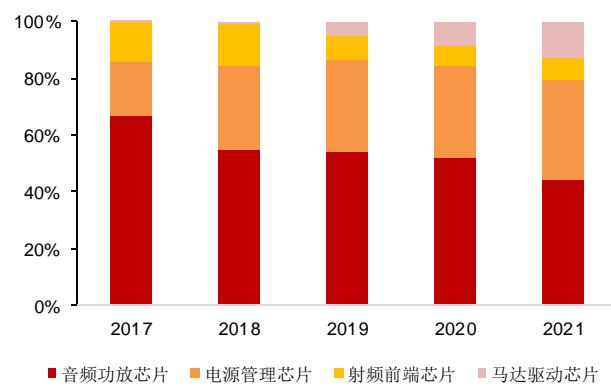
数据来源：Wind, 公司公告, 西南证券整理

**图5：公司归母净利润及增速情况**

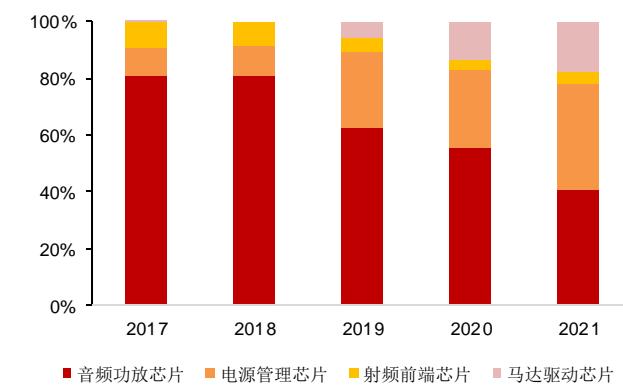

数据来源：Wind, 公司公告, 西南证券整理

**公司主营业务包括：**音频功放芯片、电源管理芯片、射频前端芯片和马达驱动芯片。

**收入结构逐渐优化，各业务毛利高速增长。**1) 从营收结构来看，2021年公司实现总营收23.3亿元，其中音频功放芯片/电源管理芯片/射频前端芯片/马达驱动芯片业务分别实现收入10.0/8.0/1.8/2.9亿元，同比增长33.8%/75.8%/81.1%/124.9%，营收占比分别为44.0%/35.4%/8.1%/12.6%，比上年同期-8.2pp/+3.5pp/+1.0pp/+3.7pp，其中，音频功放芯片业务是公司营收的主要来源，但近年来该业务营收占比呈下降趋势，而马达驱动芯片占比不断提升，公司整体营收结构逐渐优化。2) 从毛利结构来看，2021年公司整体销售毛利率为46.5%，主营业务中，音频功放芯片/电源管理芯片/射频前端芯片/马达驱动芯片业务分别实现毛利3.7/3.3/0.4/1.6亿元，同比大幅增长41.3%/165.8%/103.6%/156.7%，毛利占比分别为40.9%/37.0%/4.1%/18.0%，比上年同期-14.9pp/+10.2pp/+0.2pp/+4.5pp。

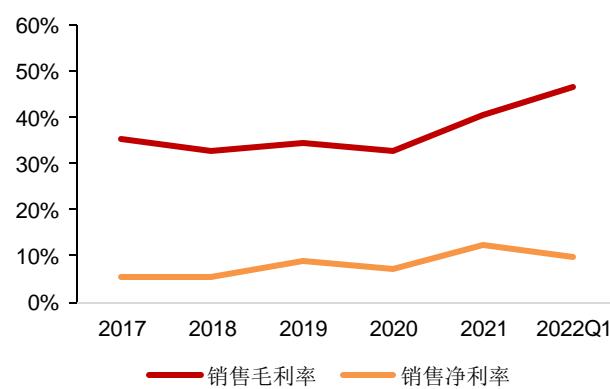
**图6：公司主营业务收入占比**


数据来源：Wind, 西南证券整理

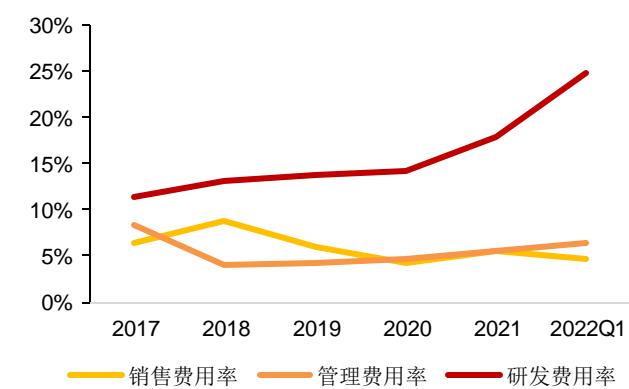
**图7：公司主营业务毛利占比**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**盈利水平稳中有升，研发投入持续增加。**1) **利润率方面：**受益于公司高性能产品占比提升，成本结构持续优化，成本上升幅度小于营业收入增长幅度，毛利率有所提升。**2021**年，销售毛利率和销售净利率分别为40.4%和12.4%，同比分别增加7.8pp和5.3pp。**2022Q1**，公司销售毛利率和销售净利率分别为46.5%和9.7%，同比分别增加13.8pp和3.0pp。2) **费用率方面：****2021**年，公司的销售/管理/研发费用率分别为5.5%/5.6%/17.9%，同比+1.1pp/+1.0pp/+3.6pp。近年来，公司持续加大研发投入，研发费用率逐年提升，**2021**年，公司研发投入近4.2亿元，同比增长102.9%，研发团队不断壮大，研发人员达621人，同比增长21.1%，占公司总人数的63.1%，公司有望凭借其人才优势具备长期持续创新能力。**2022Q1**，公司的销售/管理/研发费用率分别为4.7%/6.4%/24.9%，同比+1.4pp/+1.8pp/+9.7pp，研发投入势头不减。

**图 8：公司毛利率和净利率情况**


数据来源：Wind, 公司公告，西南证券整理

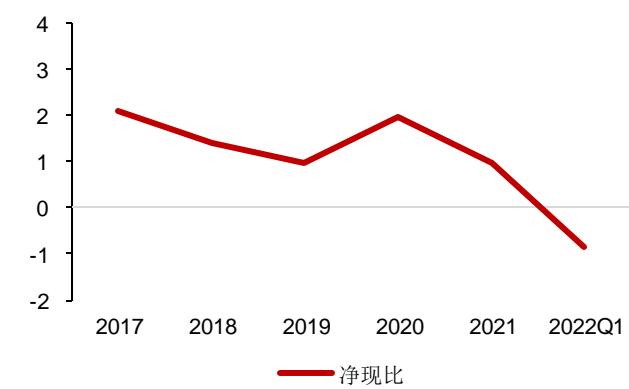
**图 9：公司费用率情况**


数据来源：Wind, 公司公告，西南证券整理

**2017-2021 年经营性现金流净额稳步提升，22Q1 出现短期波动。**1) **经营性现金流净额：**2017-2021 年，公司经营性现金流净额随着营收和利润的增长而增加，从 2017 年 0.6 亿元上升至 2021 年 2.9 亿元。**2022Q1**，公司经营性现金流净额为 -0.5 亿元，同比下降 217.1%，主要系支付 2021 年期末计提的职工薪酬、奖金、个税所致。2) **净现比：**2017-2021 年，公司净现比在 1.0 和 2.0 之间波动。**2022Q1**，公司净现比为 -0.9，主要是因为经营性现金流净额大幅下降所致。

**图 10：公司经营活动现金流情况及增速**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 11：公司净现比情况**


数据来源：Wind, 西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

**关键假设：**

**假设 1：**音频功放芯片为公司拳头业务，在手机、平板以及其他新智能硬件领域长期耕耘，未来公司数字音频将加速出货。同时，随着价值量更高的数字音频芯片占比提升，叠加公司在工艺方面的优化，预计公司音频功放芯片毛利率将持续提升。假设公司音频功放芯片在 2022-2024 年销量同比增长 40%、30%、25%，对应毛利率分别为 38%、39%、40%。

**假设 2：**公司电源管理芯片包含光和电两部分，其中 LDO、OVP、Signal Switch、电荷泵均已起量。目前公司仍在电源管理芯片领域持续突破，2022 年，2022 年，公司 Charger 产品预计将在客户实现突破，高压/大电流 LDO、高压/大电流 Buck、OLED Power、低功耗 Buck、大功率快充、高精度运放、高压运放以及相关车规级等产品均有推出节奏，公司电源管理芯片业务有望进一步做广做深。公司有望在海量电源管理芯片市场进一步提升自身市占率。假设电源管理芯片在 2022-2024 年销量同比增长 70%、50%、40%，对应毛利率分别为 41%、41%、41%。

**假设 3：**假设公司仍将 Sar Sensor 传感器业务归入射频前端芯片业务，2021 年 Sar Sensor 已完成研发，预计将在 2022 年带来可观收入。射频前端芯片方面，2022 年下游需求平缓；同时由于国内市场竞争较为激烈，预计毛利率会略有下滑。假设射频模组产品在 2022-2024 年销量同比增长 50%、40%、30%，对应毛利率分别为 18%、18%、18%。

**假设 4：**马达驱动芯片方面，公司线性马达驱动已经起量，音圈马达驱动和步进马达驱动亦。2022 年公司 Haptic driver 将加速高中低产品系列化布局，针对手机、穿戴、AIoT、汽车几大市场丰富和完善软硬件一体系统方案。同时由于公司马达业务体量尚小，未来提升空间较大。假设马达驱动芯片在 2022-2024 年销量同比增长 50%、40%、30%，对应毛利率分别为 50%、50%、50%。

**假设 5：**其他业务稳定增长。假设其他业务在 2022-2024 年销量同比增长 50%、40%、30%，对应毛利率分别为 70%、70%、70%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入毛利率如下表：

**表 2：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
音频功放芯片	收入	997.4	1396.4	1815.3	2269.2
	增速	33.8%	40.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	36.6%	38.0%	39.0%	40.0%
电源管理芯片	收入	803.1	1365.3	2048.0	2867.2
	增速	75.8%	70.0%	50.0%	40.0%
	毛利率	41.1%	41.0%	41.0%	41.0%
射频前端芯片	收入	183.6	275.5	385.6	501.3
	增速	81.1%	50.0%	40.0%	30.0%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	毛利率	19.9%	18.0%	18.0%	18.0%
马达驱动芯片	收入	285.2	427.8	599.0	778.7
	增速	124.9%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	56.4%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务	收入	57.6	86.3	120.9	157.1
	增速	722.9%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	82.2%	70.0%	70.0%	70.0%
合计	收入	2327.0	3551.4	4968.8	6573.5
	增速	61.9%	52.6%	39.9%	32.3%
	毛利率	40.4%	39.8%	40.3%	40.7%

数据来源: Wind, 西南证券

## 2.2 相对估值

我们选取了行业内 4 家主流可比公司，分别是圣邦股份、思瑞浦、卓胜微和希荻微，2022 年 4 家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 66.83 倍，2023 年 4 家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 42.86 倍。

我们预计 2022-2024 年，公司的 EPS 分别为 2.53/3.56/4.97 元，未来三年归母净利润的复合增长率将有望达到 43%以上，考虑公司在数模混合领域全面的产品线布局、各产品线的协同效应、以及公司大力研发投入有望推动公司的市占率提升，我们给予公司 2022 年 70 倍 PE，对应目标价 177.10 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			20A	21A/E	22E	23E	20A	21A/E	22E	23E
300661.SZ	圣邦股份	290.00	1.85	2.96	4.17	5.68	142.90	104.39	69.51	51.05
688536.SH	思瑞浦	513.00	2.30	5.53	6.83	10.93	188.04	138.93	75.14	46.92
300782.SZ	卓胜微	179.00	5.96	6.40	7.63	9.61	95.73	51.06	23.47	18.63
688173.SH	希荻微	18.65	-0.40	0.07	0.19	0.34	-	-	99.20	54.85
平均值							142.22	98.13	66.83	42.86

数据来源: Wind, 西南证券整理 (数据截至 2022/4/27 收盘)

## 3 风险提示

- 1) 需求不及预期风险；
- 2) 产能爬坡不及预期风险；
- 3) 疫情导致国内供应链恶化风险；
- 4) 终端消费持续低迷风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2327.00	3551.39	4968.84	6573.52	净利润	288.35	420.47	590.13	824.66
营业成本	1386.67	2137.02	2967.66	3900.73	折旧与摊销	53.71	56.72	63.38	63.38
营业税金及附加	8.45	12.49	17.76	23.30	财务费用	-4.33	9.28	0.00	0.00
销售费用	126.92	168.69	244.24	302.38	资产减值损失	-10.76	0.00	0.00	0.00
管理费用	131.05	781.31	1117.99	1479.04	经营营运资本变动	-132.94	-55.92	-9.10	-34.52
财务费用	-4.33	9.28	0.00	0.00	其他	92.45	3.88	0.65	0.32
资产减值损失	-10.76	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	286.48	434.42	645.05	853.84
投资收益	14.03	0.00	0.00	0.00	资本支出	-252.98	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.24	0.00	0.00	0.00	其他	-1223.22	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1476.20	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>288.66</b>	<b>442.60</b>	<b>621.19</b>	<b>868.07</b>	短期借款	-124.64	-65.34	0.00	0.00
其他非经营损益	6.80	0.00	0.00	0.00	长期借款	56.72	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>295.45</b>	<b>442.60</b>	<b>621.19</b>	<b>868.07</b>	股权融资	3068.57	0.00	0.00	0.00
所得税	7.10	22.13	31.06	43.40	支付股利	-41.40	-186.46	-271.48	-342.06
<b>净利润</b>	<b>288.35</b>	<b>420.47</b>	<b>590.13</b>	<b>824.66</b>	其他	-10.12	-48.57	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	2949.13	-300.37	-271.48	-342.06
归属母公司股东净利润	288.35	420.47	590.13	824.66	<b>现金流量净额</b>	<b>1754.54</b>	<b>134.05</b>	<b>373.57</b>	<b>511.78</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
货币资金	1976.33	2110.39	2483.96	2995.74	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	60.90	76.73	110.05	145.14	销售收入增长率	61.86%	52.62%	39.91%	32.30%
存货	481.56	822.40	1129.13	1466.92	营业利润增长率	195.61%	53.33%	40.35%	39.74%
其他流动资产	1146.97	1156.45	1180.13	1226.06	净利润增长率	183.56%	45.82%	40.35%	39.74%
长期股权投资	79.71	79.71	79.71	79.71	EBITDA 增长率	132.49%	50.46%	34.60%	36.06%
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	597.17	546.63	489.44	432.24	毛利率	40.41%	39.83%	40.27%	40.66%
无形资产和开发支出	14.81	12.80	10.79	8.78	三费率	10.90%	27.01%	27.42%	27.10%
其他非流动资产	95.01	90.84	86.67	82.50	净利润率	12.39%	11.84%	11.88%	12.55%
<b>资产总计</b>	<b>4452.47</b>	<b>4895.95</b>	<b>5569.87</b>	<b>6437.09</b>	ROE	7.73%	10.68%	13.86%	17.40%
短期借款	65.34	0.00	0.00	0.00	ROA	6.48%	8.59%	10.60%	12.81%
应付和预收款项	532.69	855.90	1201.50	1575.41	ROIC	40.21%	43.62%	54.11%	68.50%
长期借款	57.37	57.37	57.37	57.37	EBITDA/销售收入	14.53%	14.32%	13.78%	14.17%
其他负债	69.18	44.11	53.78	64.48	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>724.58</b>	<b>957.37</b>	<b>1312.65</b>	<b>1697.26</b>	总资产周转率	0.85	0.76	0.95	1.09
股本	166.00	166.00	166.00	166.00	固定资产周转率	6.51	7.20	9.59	14.26
资本公积	3083.70	3083.70	3083.70	3083.70	应收账款周转率	90.14	81.63	77.20	76.06
留存收益	454.86	688.87	1007.53	1490.13	存货周转率	3.22	3.27	3.03	2.99
归属母公司股东权益	3727.89	3938.58	4257.23	4739.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.57%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3727.89</b>	<b>3938.58</b>	<b>4257.23</b>	<b>4739.83</b>	资产负债率	16.27%	19.55%	23.57%	26.37%
负债和股东权益合计	4452.47	4895.95	5569.87	6437.09	带息债务/总负债	16.94%	5.99%	4.37%	3.38%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	流动比率	5.67	4.74	3.97	3.60
EBITDA	338.04	508.60	684.57	931.44	速动比率	4.92	3.80	3.06	2.70
PE	77.78	53.34	38.00	27.19	股利支付率	14.36%	44.35%	46.00%	41.48%
PB	6.02	5.69	5.27	4.73	<b>每股指标</b>				
PS	9.64	6.31	4.51	3.41	每股收益	1.74	2.53	3.56	4.97
EV/EBITDA	57.59	37.86	27.58	19.72	每股净资产	22.46	23.73	25.65	28.55
股息率	0.18%	0.83%	1.21%	1.53%	每股经营现金	1.73	2.62	3.89	5.14
					每股股利	0.25	1.12	1.64	2.06

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

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

### 行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@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
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
广深	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn