

好利科技 (002729)

拟控股合肥曲速进军 GPU 领域，XYZ 战略再下一城

拟控股合肥曲速进入 GPU 领域，向芯片设计厂商进发

5月25日，公司公告拟变更对外投资事项，将投资主体由曲速科技变更为合肥曲速超维集成电路有限公司（以下简称“合肥曲速”）。合肥曲速为曲速科技新设全资子公司，曲速科技将其视频加速卡商用市场以及 VPU 芯片商用市场、GPU 芯片、ADAS 芯片等相关业务、知识产权全部注入合肥曲速，并将其核心领域及业务所涉核心业务人员的劳动关系全部转移至合肥曲速。公司拟通过股权转让及增资的方式获取合肥曲速 50.05% 股权，合肥曲速将成为公司控股子公司，标志着公司正式进军芯片设计领域。

GPU 行业增速快且市场空间大，曲速科技为 GPU 领域新星

曲速科技深耕 GPU 领域多年，秉承以应用为导向的芯片微架构创新，为客户提供“定制人工智能核心芯片、定制专属服务器、定制数据中心”的一站式服务。**产品方面**，目前主要为类 GPU 芯片（VPU）、GPGPU 芯片及车载视觉处理芯片的研发与销售，主要应用于网络安全监测、数据中心服务器以及自动驾驶识别领域，产品具有较高的性价比优势。**研发方面**，曲速在北京、上海、杭州和硅谷分别建立了研发中心，已建成具有国际先进水平的计算中心与测试平台，核心研发团队在芯片设计和 AI 算法领域有着深厚的认识和造诣。曲速骨干成员均毕业于海内外顶尖高校，80% 以上的员工具有博士、硕士学位，具有丰富芯片设计经验、人工智能研究和视频处理加速经验，从事相关领域研发平均时间十年以上。**行业方面**，GPU 行业增速较快且市场空间足够大，根据华经产业研究院预计，2020 年全球 GPU 市场规模 254.1 亿美元，2027 年将达到 1853.1 亿美元，2020-2027 年 CAGR 为 32.82%。目前全球 GPU 领域处于寡头垄断局面，国产替代空间较为可观。

熔断器业务全面驶入快车道，积极拥抱新兴产业推动业务升级

好利科技深耕电路安全保护三十载，熔断器产品线丰富、认证齐全、客户认可度高。在“双碳”背景下，下游风光储及 EV 领域景气度高企，公司电力熔断器产品高速增长，据公司披露，截至 2022 年 2 月，公司电力领域订单同比增长近 7 倍。此外，公司引入全新管理层团队并制定 XYZ 轴发展战略，2021 年与合肥产业引导基金等共同设立私募投资基金专项投资上海超硅。本次收购合肥曲速，符合公司现有业务协同发展方向，为公司主业协同运营、双向赋能创造价值，奠定基础，有利于提高公司综合竞争力。

盈利预测与评级

公司作为国内电子熔断器隐形冠军企业，在夯实主业的同时，积极布局新兴产业推动业务升级，内生外延战略持续超预期。我们维持公司 2022-2024 归母净利润预测 0.50/0.91/1.23 亿元，同比增长 107.5%/81.4%/35.0%，目标价维持 52.31 元，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨、疫情持续超预期、新客户开拓不及预期、宏观经济下行、对外投资事项的进展及未来收益尚存在不确定性。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	169.20	222.59	394.90	632.02	848.55
增长率(%)	(4.99)	31.56	77.41	60.05	34.26
EBITDA(百万元)	42.67	53.78	70.15	118.07	155.62
净利润(百万元)	10.78	24.14	50.08	90.82	122.61
增长率(%)	(50.09)	123.85	107.45	81.35	34.99
EPS(元/股)	0.12	0.26	0.54	0.97	1.31
市盈率(P/E)	419.38	187.35	90.31	49.80	36.89
市净率(P/B)	10.88	10.24	9.61	8.30	6.82
市销率(P/S)	26.73	20.32	11.45	7.16	5.33
EV/EBITDA	69.61	79.18	63.69	37.89	28.66

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/其他电子 II
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	48.45 元
目标价格	52.31 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	93.35
流通 A 股股本(百万股)	89.52
A 股总市值(百万元)	4,522.90
流通 A 股市值(百万元)	4,337.36
每股净资产(元)	4.81
资产负债率(%)	15.88
一年内最高/最低(元)	63.89/37.50

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《好利科技-首次覆盖报告:电子熔断器隐形冠军，新能源业务驶入快车道》
2022-05-08

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	134.84	109.21	35.84	50.56	67.88
应收票据及应收账款	53.69	61.12	158.27	192.85	278.57
预付账款	3.92	1.10	7.13	5.71	11.40
存货	40.71	56.73	116.40	154.55	199.86
其他	18.67	76.41	38.63	92.07	100.36
流动资产合计	251.83	304.58	356.27	495.74	658.07
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	193.12	188.53	177.19	165.84	154.50
在建工程	3.78	4.76	4.76	4.76	4.76
无形资产	13.37	13.65	13.17	12.70	12.23
其他	8.10	8.48	19.22	10.95	12.27
非流动资产合计	218.38	215.42	214.34	194.26	183.76
资产总计	470.21	519.99	570.61	690.00	841.83
短期借款	10.01	25.03	0.00	12.19	17.02
应付票据及应付账款	31.69	33.89	74.61	106.80	125.76
其他	11.40	17.65	25.03	25.40	35.28
流动负债合计	53.11	76.57	99.64	144.39	178.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.06
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.43	0.52	0.47	0.47	0.49
非流动负债合计	0.43	0.52	0.47	0.47	0.55
负债合计	54.34	78.11	100.11	144.87	178.61
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	66.68	93.35	93.35	93.35	93.35
资本公积	178.34	151.67	151.67	151.67	151.67
留存收益	210.74	197.21	239.56	318.22	429.04
其他	(39.89)	(0.35)	(14.09)	(18.11)	(10.85)
股东权益合计	415.87	441.89	470.50	545.14	663.22
负债和股东权益总计	470.21	519.99	570.61	690.00	841.83

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	10.78	24.14	50.08	90.82	122.61
折旧摊销	13.43	12.28	11.82	11.82	11.82
财务费用	0.42	1.35	(0.07)	(0.08)	0.07
投资损失	(0.72)	(0.60)	(0.50)	(0.50)	(0.50)
营运资金变动	47.23	(23.32)	(91.63)	(83.95)	(117.50)
其它	(41.01)	5.99	(2.99)	0.00	(0.00)
经营活动现金流	30.14	19.85	(33.29)	18.11	16.50
资本支出	5.68	8.51	0.05	(0.00)	(0.02)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.34	(63.91)	6.43	0.50	0.52
投资活动现金流	23.02	(55.39)	6.48	0.50	0.50
债权融资	(2.56)	14.25	(25.09)	12.30	4.85
股权融资	(40.53)	39.54	(21.47)	(16.18)	(4.53)
其他	38.00	(42.07)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(5.09)	11.71	(46.56)	(3.89)	0.32
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	48.07	(23.83)	(73.37)	14.72	17.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	169.20	222.59	394.90	632.02	848.55
营业成本	99.94	146.10	246.90	385.03	513.17
营业税金及附加	3.42	3.79	7.90	12.64	16.97
销售费用	7.41	6.04	11.85	19.59	27.15
管理费用	29.73	26.34	49.36	79.64	107.77
研发费用	7.85	10.00	17.77	29.07	39.88
财务费用	2.56	0.97	(0.07)	(0.08)	0.07
资产/信用减值损失	(0.52)	(2.69)	0.30	0.30	0.30
公允价值变动收益	0.00	(0.45)	(2.99)	0.00	0.00
投资净收益	0.72	0.60	0.50	0.50	0.50
其他	(3.49)	2.74	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	21.59	29.16	59.01	106.94	144.33
营业外收入	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
营业外支出	7.11	0.66	0.12	0.12	0.12
利润总额	14.50	28.52	58.92	106.85	144.24
所得税	3.72	4.38	8.84	16.03	21.64
净利润	10.78	24.14	50.08	90.82	122.61
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	10.78	24.14	50.08	90.82	122.61
每股收益(元)	0.12	0.26	0.54	0.97	1.31

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-4.99%	31.56%	77.41%	60.05%	34.26%
营业利润	-13.68%	35.08%	102.37%	81.22%	34.97%
归属于母公司净利润	-50.09%	123.85%	107.45%	81.35%	34.99%
获利能力					
毛利率	40.93%	34.36%	37.48%	39.08%	39.52%
净利率	6.37%	10.85%	12.68%	14.37%	14.45%
ROE	2.59%	5.46%	10.64%	16.66%	18.49%
ROIC	6.13%	9.01%	14.46%	21.86%	24.75%
偿债能力					
资产负债率	11.56%	15.02%	17.54%	21.00%	21.22%
净负债率	-30.02%	-19.01%	-7.60%	-7.02%	-7.64%
流动比率	4.67	3.93	3.58	3.43	3.70
速动比率	3.92	3.19	2.41	2.36	2.57
营运能力					
应收账款周转率	3.42	3.88	3.60	3.60	3.60
存货周转率	4.56	4.57	4.56	4.67	4.79
总资产周转率	0.35	0.45	0.72	1.00	1.11
每股指标(元)					
每股收益	0.12	0.26	0.54	0.97	1.31
每股经营现金流	0.32	0.21	-0.36	0.19	0.18
每股净资产	4.45	4.73	5.04	5.84	7.10
估值比率					
市盈率	419.38	187.35	90.31	49.80	36.89
市净率	10.88	10.24	9.61	8.30	6.82
EV/EBITDA	69.61	79.18	63.69	37.89	28.66
EV/EBIT	100.22	101.80	76.59	42.10	31.01

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com