

# 华特气体 (688268)

## 国产电子特气先行者，多维发力共驱成长

### 报告摘要

#### ◆ 深耕特气行业，实现多品类国产替代

公司产品矩阵丰富，包括特种气体 230 余种，普通工业气体 10 余种，实现了包括光刻气在内的 20 多种产品的进口替代。公司自主研发的光刻气产品获得 ASML 和 GIGAPHOTON 两家光刻机大厂认证。客户方面，实现了对国内 8 英寸以上 IC 制造商 80% 的客户覆盖率，积累了长江存储、中芯国际、华虹、台积电（中国）等国内客户，并进入 TI、Intel、Micron 等全球等头部半导体企业的供应链体系。

#### ◆ 公司正处成长的快车道，光刻气增速迅猛

2021 年公司实现营业收入 13.47 亿元 (yoy: +34.8%); 归母净利润 1.29 亿元, (yoy: +21.5%)。2022Q1 营业收入 3.83 亿元 (yoy: +30.7%); 归母净利润 0.39 亿元 (yoy: +41.1%)。光刻气逐步发展为公司的拳头产品, 22Q1 单季度光刻气收入约 1 亿元, 同比增长 80%。俄乌局势催动特气涨价, 供应链本土化加速, 预计今年将迎来光刻气收入&毛利率的双重提升, 从而带动公司业绩。

#### ◆ 扩产能延链条拓品类，多维发力

2021 年以来, 公司扩产能动作频频: 1) 今年公司 IPO 募投的两大项目将投产并爬坡, 预计满产收益超 5 亿元。2) 拓宽区位版图: 公司与自贡市沿滩区人民政府签订协议书, 拟投资 6.58 亿建设西南总部项目; 3) 可转债项目新增年产 1764 吨半导体特气的产能, 其中 6N 级别超纯光刻气 135 吨, 加速推进半导体材料国产化进程, 达产预计新增收入 7.1 亿元。

产业链纵向延伸, 开始自建空分产能, 并切入合成领域。公司当前工艺以纯化为主, 未来会增加 2 成合成产品品类, 有望增厚公司利润。品类方面, 从小品类切入大品类, 布局硅烷类产品。乙硅烷合成项目 22 年中建成, 2023 年实现产值; 四氟化硅也完成了小试开始投产。

投资评级

买入  
首次评级

2022年08月04日

收盘价(元): 82.24

### 公司基本数据

总股本(百万股)	120.00
总市值(百万)	9,868.80
流通股本(百万股)	34.94
流通市值(百万)	2,873.61
12月最高/最低价(元)	101.50/46.68
资产负债率(%)	23.94
每股净资产(元)	11.90
市盈率(TTM)	70.12
市净率(PB)	6.99
净资产收益率(%)	2.74

### 股价走势图



### 作者

刘牧野 分析师  
SAC 执业证书: S0640522040001  
邮箱: liumy@avicsec.com

### 相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

◆ **短线看涨价驱动，长线看市场刚需**

IC 为电子特气第一大下游，晶圆厂扩产带动电子特气需求。我们预计 2022-2024 年中国大陆厂商晶圆月产能分别为 427.2/532.2/618.3 万片，将以远超全球晶圆产能增速的态势发展。根据 TECHCET 数据，2021 年全球电子特气市场规模 45.4 亿美元，同比增长 8.4%，预计 2025 年全球市场规模突破 60 亿美元，2021-2025 年 CAGR 为 7.3%。其中，中国大陆电子特气市场规模 195.8 亿元，同比增长 12.8%。

◆ **投资建议**

公司作为国内唯一通过两家光刻大厂认证的气体公司，国产替代背景下，我们看好公司拳头产品光刻气实现量价齐升。未来，公司多个项目陆续投产爬坡，新品类持续导入，将为公司带来较大的业绩增长，且毛利率有改善预期。我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 17.64/22.39/26.21 亿元，同比增长 30.96%/26.95%/17.06%；归母净利润 1.73/2.40/3.32 亿元，同比增长 34.04%/38.73%/38.01%。对应当前（8 月 4 日）收盘价的 PE 为 56.93/41.04/29.74，重点推荐。

◆ **风险提示**

项目进展不及预期、行业竞争加剧、上游原材料价格波动无法传导。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	999.59	1347.26	1764.05	2239.44	2621.46
增长率（%）	18.44	34.78	30.94	26.95	17.06
归母净利润（百万元）	106.47	129.32	173.34	240.48	331.88
增长率（%）	46.67	21.46	34.04	38.73	38.01
毛利率（%）	25.98	24.19	25.89	27.09	28.48
每股收益（元）	0.89	1.08	1.44	2.00	2.77
市盈率 PE	92.69	76.31	56.93	41.04	29.74
市净率 PB	7.75	7.14	6.17	5.60	4.97
净资产收益率 ROE（%）	8.36	9.36	10.84	13.65	16.71

资料来源：ifind，中航证券研究所

## 正文目录

一、 国产特气先行者，勤耕不辍未来可期 .....	4
(一) 持续发力电子特气，进入成长快车道.....	5
(二) 扩产能延链条拓品类，多维共驱 .....	7
二、 电子特气需求旺盛，光刻气收入可观 .....	10
三、 盈利预测及投资建议 .....	11
四、 风险提示.....	12

## 图表目录

图 1 公司下游主要客户 .....	5
图 2 华特气体发展历程 .....	6
图 3 近两年公司营收增速明显提升.....	6
图 4 2022Q1 归母净利润同比+41.12% .....	6
图 5 公司特种气体收入占比稳步提升（亿元） .....	7
图 6 2021 年公司光刻气收入大增 73.6%（亿元） .....	7
图 7 公司净利率整体呈上升趋势.....	7
图 8 特种气体毛利率相对稳定.....	7
图 9 公司分地区收入规模及占比情况（亿元） .....	8
图 10 特气生产主要工艺流程.....	9
图 11 各类半导体气体市场占比.....	9
图 12 全球电子特气市场规模（亿美元） .....	10
图 13 中国特种气体市场规模（亿元） .....	10
图 14 近一年稀有气体价格走势.....	11
图 15 财务报表与财务指标（百万元） .....	13
表 1 华特气体主要气体产品矩阵.....	4
表 2 公司主要特气产品年产能情况（吨） .....	8
表 3 年产 1764 吨半导体材料建设项目具体产能规划.....	8
表 4 全球及中国大陆晶圆产能增长.....	10
表 5 分业务营收、毛利率预测.....	12

## 一、国产特气先行者，勤耕不辍未来可期

公司深耕特气行业多年，产品矩阵丰富。公司主营业务以特种气体的研发销售为核心，辅以普通工业气体、气体设备与工程业务，为客户提供气体一站式综合解决方案。公司销售的产品种类众多，包括：1) 特种气体 230 余种：氟碳类（高纯六氟乙烷、高纯四氟化碳）、光刻气、碳氧化合物、氢化物、氮氧化合物等；2) 普通工业气体 10 余种：氧、氮、氩等；3) 低温绝热瓶等产品。

表1 华特气体主要气体产品矩阵

类别	主要产品	简介及用途
<b>特种气体</b>		
氟碳类	高纯六氟乙烷	主要用于集成电路生产过程中的等离子蚀刻，在电场加速作用下形成等离子体，与硅基材料反应，在材料表面进行选择性的蚀刻，随着集成电路制程逐步进入 14nm、7nm 乃至 5nm，高精度要求决定了其蚀刻过程必须采用高蚀刻率、高精确定性的氟碳类气体。
	高纯四氟化碳	
	高纯三氟甲烷	
	高纯八氟环丁烷	
	高纯八氟丙烷	
	高纯一氟甲烷	
光刻及其他混合气体	Ar/F/Ne 混合气	均为光刻气，光刻机是半导体制造的核心设备，光刻气体是光刻机产生深紫外激光的光源。不同的光刻气能产生不同波长的光源，其波长直接影响了光刻机的分辨率，是光刻机的核心之一。
	Kr/Ne 混合气	
	Ar/Ne 混合气	
	Ar/Xe/Ne 混合气	
	Kr/F/Ne 混合气	
碳氧化合物	高纯二氧化碳	具有弱酸性，高纯二氧化碳溶解于去离子水，可在避免二次污染的情况下清洗残留于硅片表面的颗粒物、油污，并去除静电。
	高纯一氧化碳	集成电路生产过程的干法蚀刻
氢化物	硅烷	主要用于生产单晶硅、多晶硅等半导体制造的气相沉积
	乙硅烷	用于半导体制造中的气象沉积薄膜
	高纯氢气	重要的工业气体和还原剂，在石油化工、电子工业、冶金工业、食品加工、精细有机合成、航空航天等方面有着广泛的应用。
	高纯氨气	可用于生产氮化镓 (GaN)、氮化硅 (Si <sub>3</sub> N <sub>4</sub> ) 等氮化物，用于 LED、光伏太阳能电池领域
氮氧化合物	氧化亚氮	高纯氧化亚氮作为电子气体，主要用于半导体光电器件研制生产的介质膜工艺。此外，氧化亚氮还广泛应用在医用麻醉剂、食品悬浮剂、制药、化妆品等领域。
	一氧化氮	用于半导体生产中的氧化、化学气相沉积工艺
<b>普通工业气体</b>		
空分气体	氧	金属冶炼等行业的助燃剂、化肥等化工工业的氧化剂
	氮	化工、机械制造、家电等行业的保护气、金属冶炼等行业的炉温退火
	氩	电弧焊接的保护气、填充光电管等
合成气体	工业氨	电厂环保脱硝处理、味精生产、金属加工，可以进一步纯化得高纯氨

资料来源：公司募集说明书，中航证券研究所

突破海外垄断，获光刻机龙头认证，产品深受客户认可。公司特种气体在高纯六氟乙烷、高纯四氟化碳、高纯二氧化碳、高纯氨、高纯一氧化碳等均达到了集成电路领域的最高要求，实现了包括光刻气在内的 20 多种产品的进口替代。2017 年公司自主研发的 4 种光刻气产品（Ar/F/Ne、Kr/Ne、Ar/Ne 和 Kr/F/Ne）获得全球光刻机龙头 ASML 的认证，成为国内唯一获 ASML 明确推荐的气体公司；2021 年，公司另外 4 款光刻混合气（Ar/Ne/Xe、Kr/Ne、F2/Kr/Ne、F2/Ar/Ne）得到日本 EUV 厂商 GIGAPHOTON 株式会社的认证，光刻气产品力值得信赖。

客户方面，公司实现了对国内 8 英寸以上 IC 制造商 80% 的客户覆盖率，积累了长江存储、中芯国际、华虹、台积电（中国）等国内客户，并进入 TI、Intel、Micron 等全球等头部半导体企业的供应链体系。

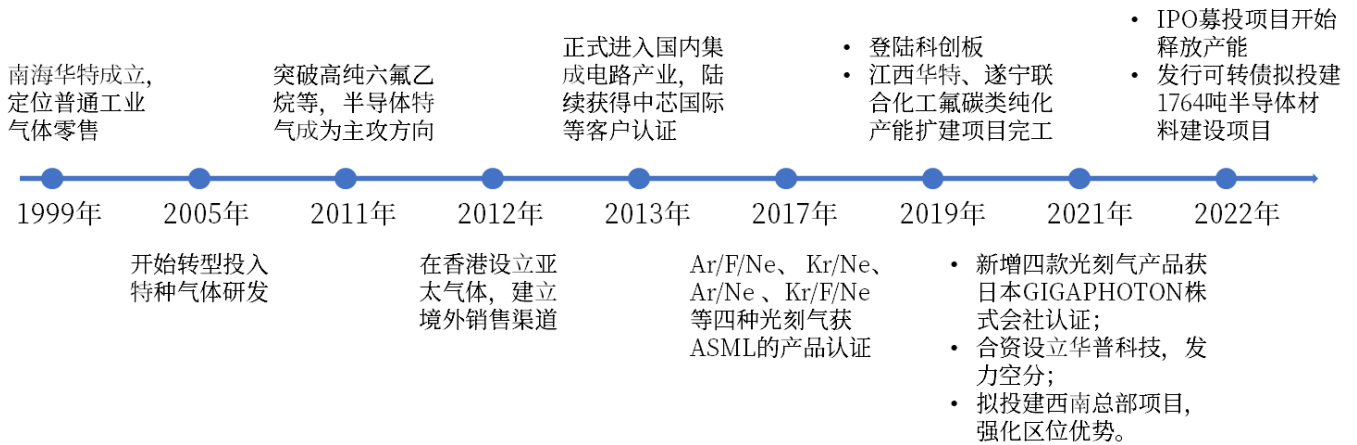
图1 公司下游主要客户



资料来源：各公司官网，中航证券研究所

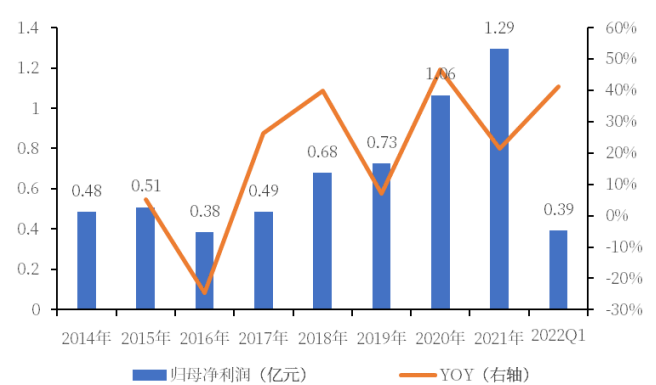
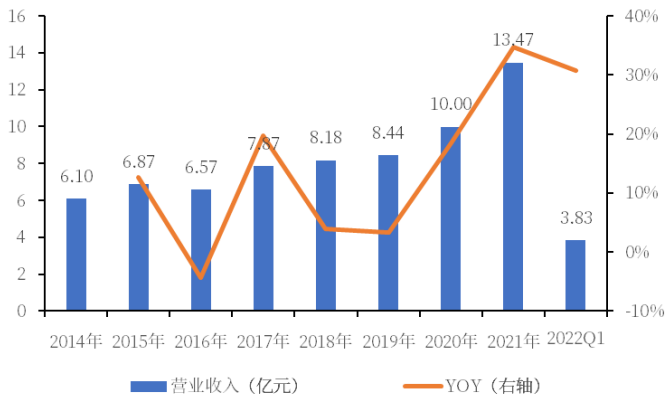
## （一）持续发力电子特气，进入成长快车道

公司发展历经三个阶段：1) 成立初期，1999 年公司前身南海华特成立，主要面对普通工业气体零售市场的销售，从上游大型空分气体厂商采购，完成贸易销售。前期建立了良好的上下游关系，完善了珠三角销售网络；2) 转型突破，2005 年公司开始投入特气研发，2011 年电子特气成为公司主攻方向，拓宽了下游应用领域，成为国内电子特气的先行者。3) 快速发展期：2013 年公司正式进入 IC 产业，并获得国内多个知名客户的产品认证，光刻气近年陆续取得 ASML、GIGAPHOTON 的认证。近两年公司扩产能、研发拓产品、产业链延伸，多维度持续发力。

**图2 华特气体发展历程**


资料来源: 招股说明书, 公司公告, 中航证券研究所

公司正处成长的快车道, 新增导入品类、拓展下游客户并提升市场份额, 近两年公司收入明显提速。2021年公司实现营业收入13.47亿元, 同比增长34.8%; 归母净利润1.29亿元, 同比增长21.5%。2022年一季度, 公司在上游原材料涨价的压力下, 仍保持良好的增长态势, 实现营业收入3.83亿元 (yoy: +30.7%); 归母净利润0.39亿元 (yoy: +41.1%)。

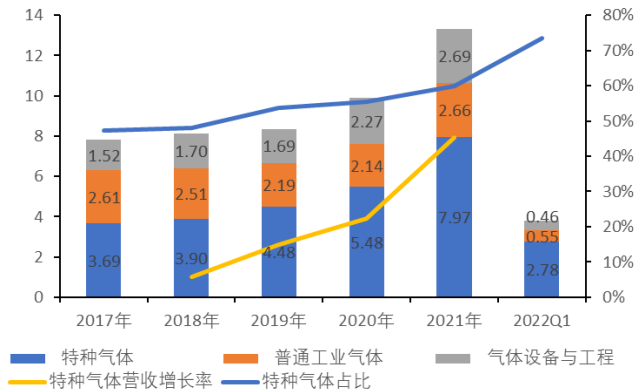
**图3 近两年公司营收增速明显提升**
**图4 2022Q1 归母净利润同比+41.12%**


资料来源: ifind, 中航证券研究所

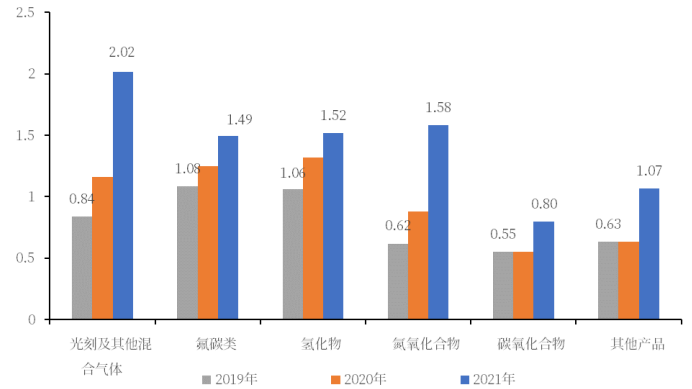
资料来源: ifind, 中航证券研究所

分业务来看, 特种气体, 尤其是光刻气, 成为公司增长的主要驱动力。2021年公司特种气体、普通气体、气体设备与工程业务分别实现营业收入7.97/2.66/2.69亿元。国内半导体市场需求强劲, 特种气体收入增速最快, 2021年同比增长45.3%, 特种气体在公司收入结构的占比稳步提升, 从2017年的47.2%提升至2021年的59.8%。2022年一季度公司特气收入2.78亿元, 占比高达73.4%。

具体特气类别来看, 光刻气逐步发展为公司的拳头产品。2021年光刻及其他混合气体收入突破2亿元, 同比增长73.6%。其次, 氟碳类特气为公司核心产品, 公司在此领域加大研发, 持续拓品类。2021年, 自主研发的高纯一氟甲烷、高纯乙烯等已顺利导入半导体客户。

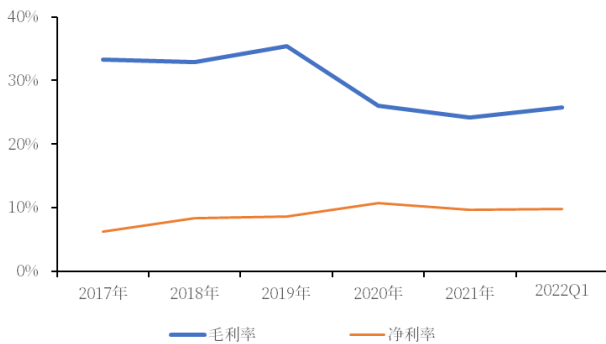
**图5 公司特种气体收入占比稳步提升（亿元）**


资料来源：招股说明书，公司公告，中航证券研究所

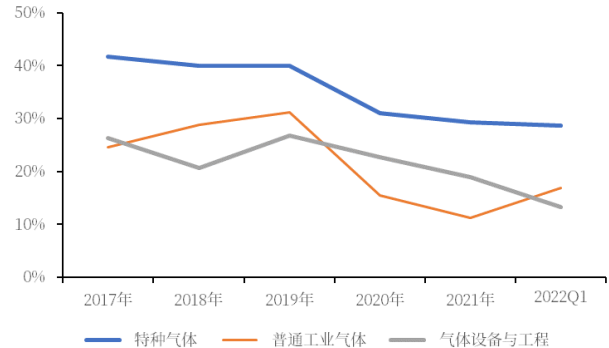
**图6 2021年公司光刻气收入大增73.6%（亿元）**


资料来源：ifind，中航证券研究所

公司盈利能力改善，特种气体贡献较高毛利。2019年至2020年公司毛利率大幅下滑主要系会计收入准则变动，将销售运费调整至营业成本所致。2021年由于上游原材料涨价，公司毛利率下滑1.78pct。分业务来看，特气毛利率基本维持在30%上下，远高于普通气体和设备工程毛利率。22Q1受俄乌冲突的影响，稀有气体价格飙升，带动特气收入占比增加，公司毛利率较同期增加2.41pct。

**图7 公司净利率整体呈上升态势**


资料来源：ifind，中航证券研究所

**图8 特种气体毛利率相对稳定**


资料来源：ifind，中航证券研究所

## （二）扩产能延链条拓品类，多维共驱

2021年前，公司新增产能较少。仅2019年江西华特、联合化工项目扩建完成，氟碳类特气、碳氧化合物产能有所增长。截至2021年末，公司光刻气产能3288吨。

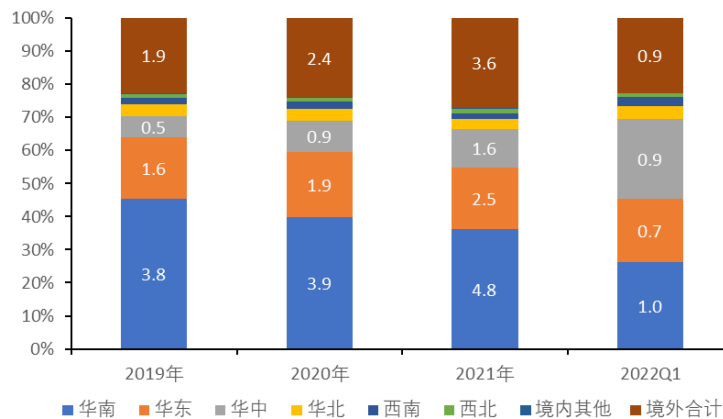
2021年以来，公司扩产能动作频频。2019年公司IPO募投的两大项目将于2022年陆续投产并爬坡。气体中心项目&电子气体生产纯化及工业气体充装项目满产后，将为公司每年带来5亿元的收入。

**表2 公司主要特气产品年产能情况 (吨)**

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
高纯六氟乙烷	350	350	353	450	550
高纯四氟化碳	450	450	450	400	400
光刻气			3214	3214	3288
氢气	180	180	224	224	224
碳氧化合物	1480	1480	3213	3913.5	6413.5

资料来源：招股说明书，募集说明书，中航证券研究所

1) **拓宽区位版图**：公司本部位于佛山，立足华南、华东地区，合计收入占 50% 左右。江西华特建设较多特气产能，辐射华中地区，华中地区收入占比持续提升。当前西南地区收入规模较小，2021 年 12 月，公司与自贡市沿滩区人民政府签订协议书，拟投资 6.58 亿建设西南总部项目，扩大公司的销售网络。公司目前主要以经销商模式进行海外销售，并借此进入国际大厂的供应链体系，未来可能在海外设点直销。

**图9 公司分地区收入规模及占比情况 (亿元)**


资料来源：募集说明书，中航证券研究所

2) **可转债项目新增年产 1764 吨半导体特气的产能**，其中 6N 级别超纯光刻气 135 吨。同时，募投项目新增高纯六氟丙烷、电子级溴化氢、电子级三氯化硼等产品的生产能力，加大公司特气覆盖种类，加速推进半导体材料国产化进程。该项目投资 4.66 亿元，建设期 2 年，建成达产后年均带来新增收入 7.1 亿元，年均净利润 1.21 亿元，项目 IRR 达 19.80%。

**表3 年产 1764 吨半导体材料建设项目具体产能规划**

产品	产能 (吨/年)	产品主要应用
高纯一氧化碳	180	用于半导体生产过程的干法蚀刻，为化学气相沉积工艺过程提供碳源
高纯一氧化氮	40	用于半导体生产中的氧化、化学气相沉积工艺
高纯六氟丙烷及其异构体	800	新一代等离子体刻蚀气体，主要应用于 NAND 制造过程 3D
电子级溴化氢	300	用于半导体生产中的蚀刻工艺
电子级三氯化硼	300	用于半导体生产中的扩散掺杂工艺



## 二、电子特气需求旺盛，光刻气收入可观

晶圆厂扩产带动电子特气需求，中国大陆维持较高增速。集成电路为全球电子特气的第一大下游，约占 71%。近两年 IC 产业景气度较高，且各国强调供应链安全，纷纷自建晶圆厂。

我们统计了全球 63 家拥有自建晶圆产线的半导体厂商现有产能及扩产情况。预计未来几年，中国大陆晶圆产能将以远超全球增速的态势增长，产能占比将持续提升。预计 2022-2024 年中国厂商晶圆月产能分别为 427.2/532.2/618.3 万片，同比分别增长 31.2%/24.6%/16.2%，2024 年国内厂商产能占比将达到 23.7%。

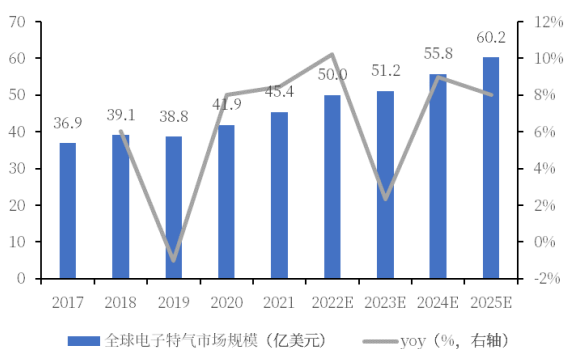
表4 全球及中国大陆晶圆产能增长

	晶圆产能 (万片/月)				产能增速		
	2021	2022	2023	2024	2022yoy	2023yoy	2024yoy
全球总产能: 等效 8 英寸	2125.4	2294.7	2459.0	2606.0	8.0%	7.2%	6.0%
国内厂商产能: 等效 8 英寸	325.6	427.2	532.2	618.3	31.2%	24.6%	16.2%
国内厂商占比	15.3%	18.6%	21.6%	23.7%			
国内产能: 分尺寸统计							
8 英寸	92.0	110.8	121.0	125.9	20.4%	9.2%	4.0%
12 英寸: 非等效	63.7	93.7	124.2	152.0	47.1%	32.6%	22.4%

资料来源: 各公司官网, 产业链调研, Omdia2020 报告, 中航证券研究所统计

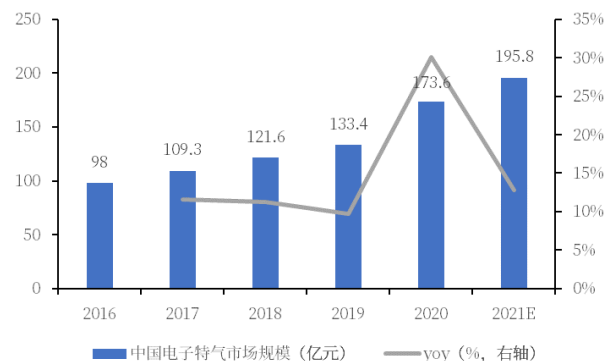
根据 TECHCET 数据, 2021 年全球电子特气市场规模 45.4 亿美元, 同比增长 8.4%, 预计 2025 年全球市场规模突破 60 亿美元, 2021-2025 年 CAGR 为 7.3%。受国内晶圆厂快速扩产及下游光伏行业需求驱动, 2021 年中国大陆电子特气市场规模 195.8 亿元, 同比增长 12.8%。

图12 全球电子特气市场规模 (亿美元)



资料来源: TECHCET, 派瑞特气招股, 中航证券研究所

图13 中国特种气体市场规模 (亿元)



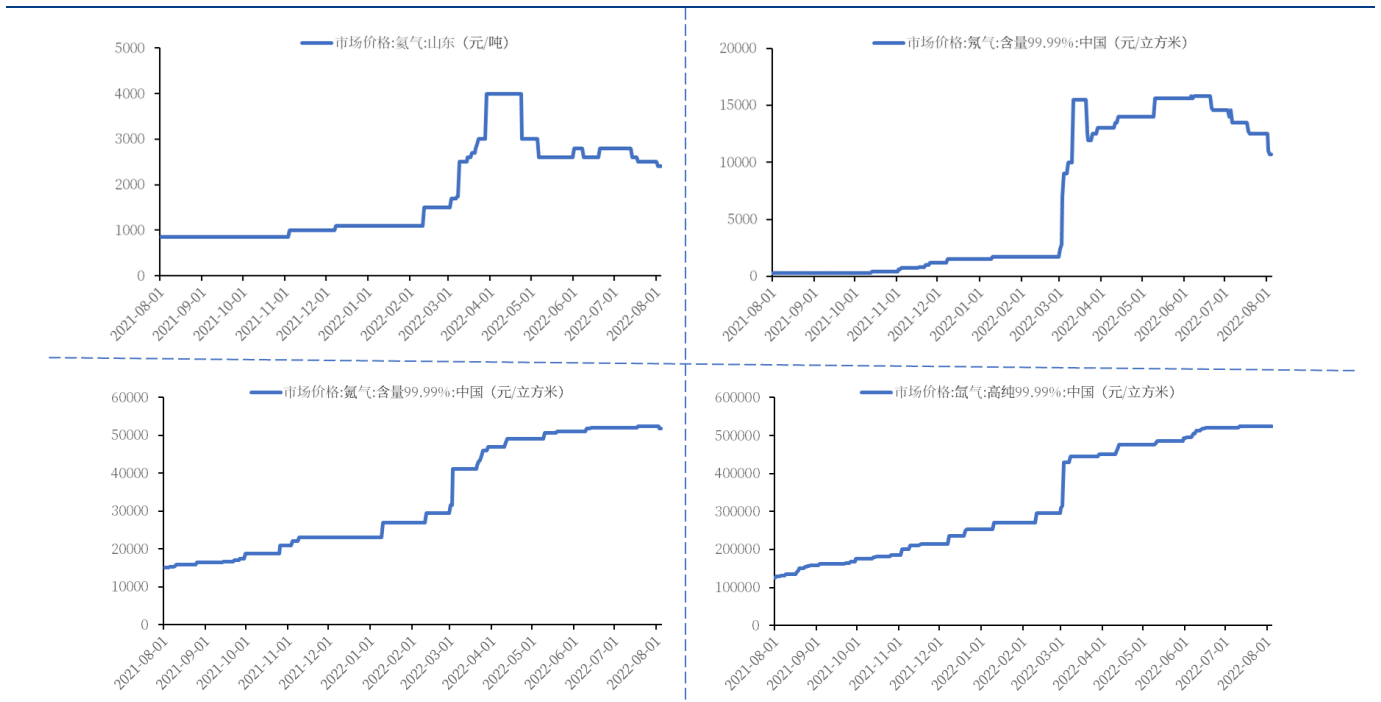
资料来源: SEMI, 派瑞特气招股, 中航证券研究所

俄乌局势催动特气涨价，供应链本土化加速。俄乌冲突爆发以来，以氖、氦为代表的稀有气体应声而涨，3月乌克兰两家氖气供应商 Ingas、Cryoin 宣布停运，中国的高纯氖气价格从 300 元/立方米飙升至当前的 10700 元/立方米，氦气、高纯氦气、

高纯氩气等价格均上涨 3 倍以上。

2022Q1，华特气体光刻气体收入约 1 亿元，占比 26%；2021 年光刻气全年收入仅 2.02 亿元，占比 15%。我们预计，俄乌冲突发生之初，下游晶圆厂仍有特种气体的储备，产品提价尚不明显，但随着冲突持续蔓延，上游涨价将传导到下游。公司作为国内唯一获两家光刻机大厂认证的公司，预计今年将迎来光刻气收入&毛利率的双重提升，今年光刻气收入将带动公司业绩。

**图14 近一年稀有气体价格走势**



资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

### 三、盈利预测及投资建议

(1) 特种气体：光刻气涨价因素叠加 IPO 募投项目释放产能，预计 2022 年特种气体收入 11.5 亿元（22Q1 为 2.78 亿元）；2023 年产能爬坡、2024 年可转债项目建成，预计 2023-2024 年特种气体营业收入 15.04、17.89 亿元。考虑公司气体合成业务发力，预计毛利率有所提升，预计 2022-2024 年毛利率分别为 29.96%/30.84%/32.24%。

(2) 普通工业气体：2023 年后华普科技开始供气，订单收入增加。且自建供气装置，华普供气订单部分毛利率参考同行水平。测算预计公司 2022-2024 年普气收入分别为 2.72/3.38/4.01 亿元，毛利率 11.49%/13.92%/15.51%。

(3) 设备与工程：预计 2022-2024 年收入 3.22/3.70/3.95 亿元，毛利率维持稳定。

综上，我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 17.64/22.39/26.21 亿元，同比增长 30.96%/26.95%/17.06%。公司毛利率提升，分别为 25.89%/27.09%/28.48%。

**表5 分业务营收、毛利率预测**

		2019年	2020年	2021年	2022E	2023E	2024E
特种气体	收入 (亿元)	4.48	5.48	7.97	11.50	15.04	17.89
	yoy		22.39%	45.31%	44.31%	30.77%	18.97%
	毛利率	40.00%	30.97%	29.37%	29.96%	30.84%	32.24%
普通工业气体	收入 (亿元)	2.19	2.14	2.66	2.72	3.38	4.01
	yoy		-2.26%	24.58%	2.20%	24.21%	18.63%
	毛利率	31.13%	15.44%	11.21%	11.49%	13.92%	15.51%
设备与工程	收入 (亿元)	1.69	2.27	2.69	3.22	3.70	3.95
	yoy		33.90%	18.64%	19.62%	15.10%	6.56%
	毛利率	26.77%	22.62%	18.87%	20.75%	20.75%	20.75%
合计	收入 (亿元)	<b>8.44</b>	<b>10.00</b>	<b>13.47</b>	<b>17.64</b>	<b>22.39</b>	<b>26.21</b>
	yoy		18.46%	34.73%	30.96%	26.95%	17.06%
	毛利率	35.38%	25.98%	24.19%	25.89%	27.09%	28.48%

资料来源：公司公告，中航证券研究所测算

公司作为国内唯一通过两家光刻大厂认证的气体公司，国产替代背景下，我们看好公司拳头产品光刻气实现量价齐升。未来，公司多个项目陆续投产爬坡，新品类持续导入，将为公司带来较大的业绩增长，且毛利率有改善预期。预测公司 2022-2024 年归母净利润 1.73/2.40/3.32 亿元，同比增长 34.04%/38.73%/38.01%。对应当前（8 月 4 日）收盘价的 PE 为 56.93/41.04/29.74，重点推荐。

## 四、风险提示

- 1) **项目进展不及预期**: 公司 IPO 募投于 2021 年底建成，若产能爬坡不及预期，将影响公司今明年收入；此外，公司有西南总部项目、华普科技空分项目、1764 吨半导体特气可转债项目正处于或即将建设，若土建进度不及预期，将影响公司业绩。
- 2) **行业竞争加剧**: 当前国内多玩家开始发力特种气体，公司与凯美特气、派瑞特气等存在一定竞争；普通工业气体层面，将与一些国内外大型空分企业竞争。
- 3) **上游原材料价格波动无法传导**: 公司当前产品以采购粗品，进行纯化为主。若上游原材料的涨价无法顺利向下游晶圆厂传导，将影响公司的毛利率。

**图15 财务报表与财务指标 (百万元)**

资产负债表						利润表					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	533.84	309.53	176.40	223.94	262.15	营业收入	999.59	1347.26	1764.05	2239.44	2621.46
应收票据及账款	269.81	331.69	481.88	611.75	716.10	营业成本	739.94	1021.30	1307.32	1632.71	1874.81
预付账款	21.00	48.44	42.53	53.99	63.20	税金及附加	4.63	5.00	6.55	8.31	9.73
其他应收款	11.58	18.54	23.68	30.06	35.18	销售费用	62.48	69.38	88.20	107.49	117.97
存货	147.32	234.57	280.06	349.76	401.62	管理费用	57.59	67.99	91.73	116.45	131.07
其他流动资产	92.40	84.11	87.69	95.36	101.53	研发费用	30.37	47.20	74.09	89.58	91.75
<b>流动资产总计</b>	<b>1075.95</b>	<b>1026.88</b>	<b>1092.24</b>	<b>1364.86</b>	<b>1579.79</b>	财务费用	1.63	5.68	9.64	22.36	26.28
长期股权投资	13.50	56.25	58.85	61.52	64.28	资产减值损失	-0.53	-2.05	-2.69	-3.41	-4.00
固定资产	248.22	436.08	953.60	1331.47	1222.04	信用减值损失	-3.25	-3.30	-4.32	-5.49	-6.42
在建工程	9.69	33.27	22.18	11.09	38.30	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	20.25	50.21	41.84	33.47	25.10	投资收益	10.53	8.50	7.30	8.78	8.19
长期待摊费用	5.16	4.84	4.92	3.75	4.00	公允价值变动损益	0.23	-0.09	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	110.26	157.66	157.40	157.40	157.40	资产处置收益	1.27	3.12	1.70	2.03	2.29
<b>非流动资产合计</b>	<b>407.09</b>	<b>738.31</b>	<b>1238.79</b>	<b>1598.70</b>	<b>1511.12</b>	其他收益	5.97	7.43	6.30	6.57	6.77
<b>资产总计</b>	<b>1483.04</b>	<b>1765.19</b>	<b>2331.03</b>	<b>2963.56</b>	<b>3090.91</b>	营业利润	117.17	144.32	194.81	271.02	376.67
短期借款	5.00	40.05	351.68	733.25	583.25	营业外收入	9.29	5.02	5.59	6.63	5.75
应付票据及账款	77.69	90.27	147.25	183.90	211.17	营业外支出	2.07	0.84	1.27	1.39	1.17
其他流动负债	116.48	148.64	228.18	287.28	344.50	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>199.18</b>	<b>278.96</b>	<b>727.11</b>	<b>1204.43</b>	<b>1138.92</b>	利润总额	124.39	148.51	199.13	276.26	381.26
长期借款	4.61	88.56	-7.38	-14.92	-46.92	所得税	17.93	19.26	25.83	35.84	49.45
其他非流动负债	5.75	11.60	8.22	8.66	9.49	净利润	106.46	129.24	173.30	240.42	331.80
<b>非流动负债合计</b>	<b>10.35</b>	<b>100.16</b>	<b>0.84</b>	<b>-6.26</b>	<b>-37.42</b>	少数股东损益	-0.01	-0.08	-0.04	-0.06	-0.08
<b>负债合计</b>	<b>209.53</b>	<b>379.11</b>	<b>727.95</b>	<b>1198.16</b>	<b>1101.50</b>	归属母公司股东净利润	106.47	129.32	173.34	240.48	331.88
股本	120.00	120.00	126.46	126.46	126.46	EBITDA	161.85	211.36	324.49	469.68	582.48
资本公积	758.17	766.34	859.88	859.88	859.88	NOPLAT	100.39	127.90	176.44	253.55	348.70
留存收益	394.95	495.74	612.78	775.16	999.26	EPS (元)	0.89	1.08	1.44	2.00	2.77
归属母公司权益	1273.12	1382.08	1599.12	1761.50	1985.60						
少数股东权益	0.39	4.00	3.96	3.90	3.82						
<b>股东权益合计</b>	<b>1273.51</b>	<b>1386.08</b>	<b>1603.08</b>	<b>1765.40</b>	<b>1989.41</b>						
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1483.04</b>	<b>1765.19</b>	<b>2331.03</b>	<b>2963.56</b>	<b>3090.91</b>						
						<b>主要财务比率</b>					
						<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
						<b>成长能力</b>					
						营收增长率	18.44%	34.78%	30.94%	26.95%	17.06%
						营业利润增长率	39.42%	23.18%	34.98%	39.12%	38.98%
						EBIT增长率	46.33%	22.35%	35.40%	43.04%	36.48%
						EBITDA增长率	33.56%	30.59%	53.53%	44.74%	24.01%
						归母净利润增长率	46.67%	21.46%	34.04%	38.73%	38.01%
						经营现金流增长率	45.20%	-85.92%	1420.29%	28.69%	46.02%
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率	25.98%	24.19%	25.89%	27.09%	28.48%
						净利率	10.65%	9.59%	9.82%	10.74%	12.66%
						营业利润率	11.72%	10.71%	11.04%	12.10%	14.37%
						ROE	8.36%	9.36%	10.84%	13.65%	16.71%
						ROA	7.18%	7.33%	7.44%	8.11%	10.74%
						ROIC	17.11%	17.02%	14.03%	13.59%	14.52%
						<b>估值倍数</b>					
						P/E	92.69	76.31	56.93	41.04	29.74
						P/S	9.87	7.33	5.59	4.41	3.76
						P/B	7.75	7.14	6.17	5.60	4.97
						股息率	0.36%	0.43%	0.57%	0.79%	1.09%
						EV/EBIT	54.34	69.40	48.55	35.19	25.34
						EV/EBITDA	42.31	50.62	31.23	22.37	17.73
						EV/NOPLAT	68.21	83.66	57.44	41.45	29.62

资料来源: ifind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。 分析师: 刘牧野 约翰霍普金斯大学机械系硕士, 2022 年 1 月加入中航证券。拥有高端制造、硬科技领域的投研经验, 从事科技、电子行业研究。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

### 免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637