

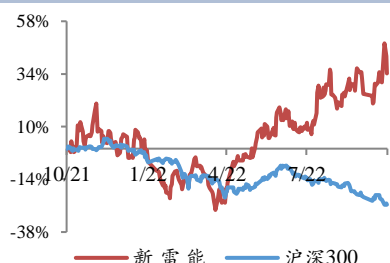
业绩亮眼，定增扩产有望推动公司未来稳健发展

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-10-27

收盘价(元)	48.81
近12个月最高/最低(元)	54.11/25.78
总股本(百万股)	411
流通股本(百万股)	301
流通股比例(%)	73.38
总市值(亿元)	200
流通市值(亿元)	147

公司价格与沪深300走势比较



分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

联系人：邓承佺

执业证书号：S0010121030022

电话：18610696630

邮箱：dengcy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 事件描述

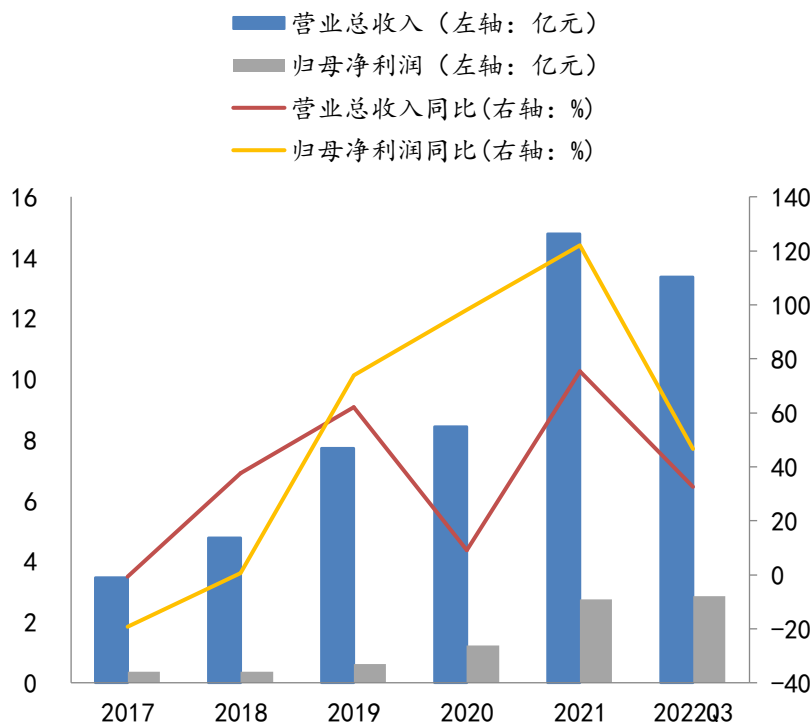
10月25日，公司发布2022年三季度报告。根据公告，公司前三季度实现营业收入13.36亿元，同比增长32.57%；实现归母净利润2.85亿元，同比增长46.65%。

● 下游需求旺盛推动公司业绩高增长

公司自成立以来，坚持以“为客户提供技术先进、质量可靠的多品类电源产品及服务”为公司使命，通过对高性能电源产品的持续投入，成为通信、航空、航天、船舶等领域整机设备企业重要的电源供应商。公司电源类产品主要包括功率微模组、模块电源、定制电源、大功率电源及供电电源系统，近年来公司在夯实原有市场，维护原有客户的基础上大力发展新的产品类别拓展新的应用领域，确保公司可持续发展。

公司前三季度实现营业收入13.36亿元，同比增长32.57%，系航空、航天等特种领域以及通信领域收入增加所致；实现归母净利润2.85亿元，同比增长46.65%。

图表1 公司近几年营收情况



资料来源：wind，华安证券研究所

● **定增落地，公司有望实现持续稳健发展**

根据公司 2022 年 9 月 14 日发布的《2022 年向特定对象发行 A 股股票募集说明书(注册稿)》，披露将募集资金建设特种电源扩产项目、高可靠性 SiP 功率微系统产品产业化项目、5G 通信及服务器电源扩产项目、研发中心建设项目及补充流动资金。2022 年 10 月 27 日，公司发布《关于调整部分募投项目拟投入募集资金金额的公告》，披露为提高募集资金使用效率，保障募投项目的顺利开展，公司按照募投项目的轻重缓急及实际情况，对募投项目募集资金金额进行了调整。

图表 2 募投项目募集资金投入金额调整情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	调整前募集资金投入额	调整后募集资金投入额
1	特种电源扩产项目	94,943.35	78,464.86	76,147.87
2	高可靠性 SiP 功率微系统产品产业化项目	16,684.64	14,508.05	14,508.05
3	5G 通信及服务器电源扩产项目	11,273.25	9,370.05	9,370.05
4	研发中心建设项目	19,655.72	8,714.72	8,714.72
5	补充流动资金	47,000.00	47,000.00	46,000.00
合计		189,556.96	158,057.68	154,740.69

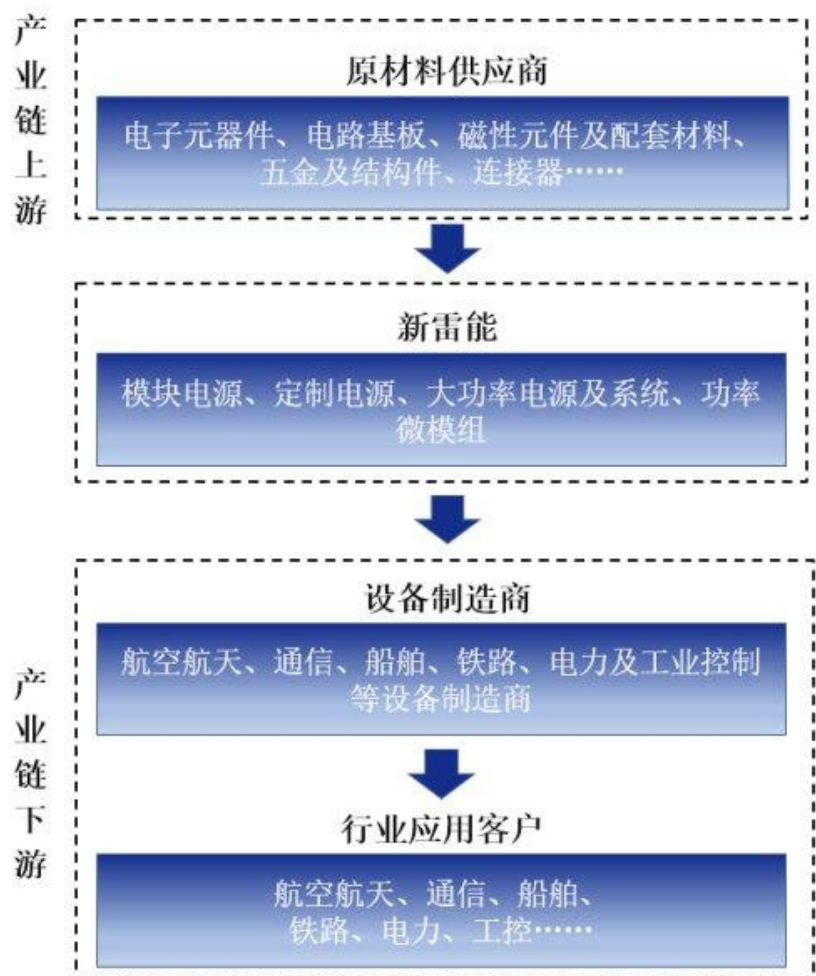
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

特种电源扩产项目，航空、航天作为国防工业以及国家安全的重要支撑产业之一，受到国家政策的鼓励和支持。2021 年 3 月出台的《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中提出推动航空航天的创新发展。在自主可控的趋势下，我国必须建设全面支撑航空、航天产品自主、安全、可控的元器件产品体系，势必推动作为核心器件的电源技术升级和产能的保障。航空、航天领域的持续发展和升级也对电源产品的体积、功率密度以及极端环境下的可靠性等提出了更高的要求。公司的特种电源是高度集成化的电源产品，具有小、薄、轻等特点，并能在-55℃至+125℃的宽温度范围内进行应用，可适应多种严酷的应用环境，能够实现单路或多路输出，或提供通讯接口、人机界面、冗余备份等多样性功能，为客户提供从发电端到用电负载端的端到端电源转换解决方案。该项目是针对特种电源的产能扩充，有利于抓住航空、航天产业快速发展机遇，促进业务发展。

高可靠性 SiP 功率微系统产品产业化项目，SiP 和 SoC 是实现微系统趋向小型化、高性能、多功能、高可靠性和低成本等技术途径。SoC

以芯片的形式实现不同功能模块的集成，而 SiP 则是在封装技术上实现不同功能模块的集成。近年来 SoC 正面临极大的技术发展瓶颈，如研发周期、费用和风险等急剧增加。而兼具尺寸与开发灵活性优势的 SiP 技术将会成为主流趋势之一，成为后摩尔定律时代的典型代表。由于目前国内 SiP 封装技术在高可靠混合集成电路产品领域应用处于初级阶段，这就给国内企业提供了难得的发展机遇。公司采用 SiP 技术将混合集成电路设计由平面向空间转换，提高空间利用率，减小电源产品体积，并实现了部分型号产品的生产和销售。该项目充分利用公司 SiP 的技术储备，实现 SiP 功率微系统产品的产业化，奠定公司未来在 SiP 技术领域的领先优势。

图表 3 公司所处产业链情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

5G 通信及服务器电源扩产项目，电源集电力电子技术、控制理论、热设计、电子兼容性设计、磁性元器件设计等技术于一身，是通信设备运行安全的基石，因此受到国家多项产业政策的扶持。2018 年 12 月 19 日至 21 日，中央经济工作会议重新定义了基础设施建设，把 5G 基站建设、大数据中心定义为“新型基础设施建设”；2020 年 3 月，中

中共中央政治局常务委员会召开会议提出，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2021 年 11 月工信部发布的《“十四五”信息通信行业发展规划》提出信息通信行业在十四五期间的发展规划，到 2025 年，信息通信行业整体规模进一步壮大，发展质量显著提升，基本建成高速泛在、集成互联、智能绿色、安全可靠的新型数字基础设施。国家政策对信息通信行业的大力支持对通信电源行业的发展产生较大促进作用，带动通信电源行业快速发展。项目是基于公司长期发展战略提出的，在现有生产能力的基础上扩大 5G 通信和服务器电源产能规模，以满足市场需求。项目实施符合国家政策导向，受到国家政策的有力支持。

研发中心建设项目，随着航空、航天行业整机产品小型化、轻型化和集成化发展，对应的电子产品也呈现小型化、轻型化和集成化特征。电源产品作为上述领域重要的核心部件，其功率重量比和功率密度越来越成为衡量其技术水平的关键指标。大功率、高功率密度的电源产品能够以更小的体积和更轻的重量实现更大的输出功率，从而更能够满足客户相关产品高集成化、轻量化的需求，而逐步成为行业演化的重要趋势。同时，伴随航空、航天逐步向智能化、多功能以及多电/全电化方向的演化，系统从单一电力电子产品往集成化电力电子产品方向发展，电机驱动器和电机驱动系统作为能够有效促进航空、航天集成化、智能化及多电/全电化演化的重要部件，其技术和产品不断发展。在我国电子器件核心元件技术突破和航空航天“自主可控”的大背景下，公司作为领先的电力电子产品供应商，需要通过不断加强技术创新能力和产品研发实力，逐步突破行业内领先技术和实现核心关键产品的国产化替代。项目拟在公司现有的产品和技术的基础上，开展高功率密度大功率特种电源组件及系统升级研制项目、电源管理芯片及 SiP 功率微系统新型产品研发项目和电机驱动产品的研发，以进一步提升公司相关产品的技术水平，对下游客户需求进行预研储备，实现前沿产品的自主可控，为公司未来可持续发展奠定基础。

● 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.00、5.83、8.24 亿元，同比增速为 46.1%、45.8%、41.3%。对应 PE 分别为 50.13、34.39、24.33 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

下游需求低于预期，研发不及预期，产能释放不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1478	2080	2841	3911
收入同比 (%)	75.4%	40.8%	36.6%	37.7%
归属母公司净利润	274	400	583	824
净利润同比 (%)	122.0%	46.1%	45.8%	41.3%
毛利率 (%)	47.3%	47.5%	47.9%	48.1%
ROE (%)	24.3%	26.2%	27.6%	28.1%
每股收益 (元)	1.03	0.97	1.42	2.01
P/E	81.57	50.13	34.39	24.33
P/B	19.83	13.14	9.51	6.84
EV/EBITDA	37.69	26.43	18.85	13.77

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1839	1941	2796	3997	营业收入	1478	2080	2841	3911
现金	235	-296	-240	-126	营业成本	779	1092	1481	2032
应收账款	400	621	838	1143	营业税金及附加	13	18	25	34
其他应收款	5	12	15	20	销售费用	60	101	130	176
预付账款	15	23	30	41	管理费用	77	140	186	241
存货	739	986	1372	1874	财务费用	22	7	-2	-13
其他流动资产	444	596	781	1045	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	730	820	895	975	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	45	45	45	45	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	306	368	410	457	营业利润	320	477	699	976
无形资产	52	65	76	88	营业外收入	0	10	11	12
其他非流动资产	327	341	364	385	营业外支出	2	5	6	6
资产总计	2569	2760	3691	4972	利润总额	319	482	704	982
流动负债	1114	846	1119	1481	所得税	26	23	46	64
短期借款	421	0	0	0	净利润	293	459	658	918
应付账款	433	540	757	1043	少数股东损益	20	59	76	95
其他流动负债	260	306	361	439	归属母公司净利润	274	400	583	824
非流动负债	119	119	119	119	EBITDA	394	510	712	966
长期借款	83	83	83	83	EPS (元)	1.03	0.97	1.42	2.01
其他非流动负债	36	36	36	36					
负债合计	1233	965	1238	1601					
少数股东权益	210	269	345	440	主要财务比率				
股本	266	266	266	266	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	187	187	187	187	成长能力				
留存收益	672	1072	1655	2478	营业收入	75.4%	40.8%	36.6%	37.7%
归属母公司股东权	1126	1525	2108	2932	营业利润	105.5%	48.8%	46.5%	39.6%
负债和股东权益	2569	2760	3691	4972	归属于母公司净利	122.0%	46.1%	45.8%	41.3%
					获利能力				
					毛利率 (%)	47.3%	47.5%	47.9%	48.1%
					净利率 (%)	18.5%	19.2%	20.5%	21.1%
					ROE (%)	24.3%	26.2%	27.6%	28.1%
					ROIC (%)	16.3%	22.4%	24.0%	24.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	48.0%	35.0%	33.5%	32.2%
					净负债比率 (%)	92.3%	53.8%	50.5%	47.5%
					流动比率	1.65	2.29	2.50	2.70
					速动比率	0.97	1.10	1.25	1.41
					营运能力				
					总资产周转率	0.58	0.75	0.77	0.79
					应收账款周转率	3.69	3.35	3.39	3.42
					应付账款周转率	1.80	2.02	1.95	1.95
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.03	0.97	1.42	2.01
					每股经营现金流薄)	-0.16	0.07	0.40	0.55
					每股净资产	2.74	3.72	5.13	7.14
					估值比率				
					P/E	81.57	50.13	34.39	24.33
					P/B	19.83	13.14	9.51	6.84
					EV/EBITDA	37.69	26.43	18.85	13.77

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。