

2022年10月31日

# 新能源行业需求强劲，并购海光电子强强联合

## 买入(首次)

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,649	3,194	5,488	6,813
同比	29%	94%	72%	24%
归属母公司净利润(百万元)	26	152	397	560
同比	-87%	478%	161%	41%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.06	0.32	0.83	1.18
P/E(现价&最新股本摊薄)	292.72	50.66	19.39	13.72

#第二曲线 #行业整合

### 投资要点

- 深耕磁性元件多年，新能源市场拉动营收快速增长。**公司主营磁性元件、开关电源两大业务，大力拓展新能源磁性元件市场，汽车电子、光伏、充电桩等下游新能源市场需求旺盛，驱动公司营收快速增长，21全年、22Q1-3 实现营收 16.5 亿元、19.8 亿元，同增 29%、69%。盈利能力方面，22Q2 铜等原材料价格下降带来成本端改善，叠加规模效应和自动化改进驱动毛利率提升，公司盈利能力有望稳步回升。
- 聚焦新能源领域磁性元件，技术研发、产能扩张、客户拓展并行发力。**据我们测算，汽车电子、光伏储能、充电桩领域磁性元件市场规模至 2025 年将分别有望达到 400、100、60 亿元，21-25 年市场规模 CAGR 为 30%、22%、19%。公司发力新能源领域磁性元件，有望带动业绩持续增长。  
1) **技术研发：**公司研发项目聚焦新能源领域磁性元件，与客户合作研发进展顺利。2) **产能扩张：**贴近大客户所在地设立生产基地，积极募资扩充新能源领域磁性元件产能。3) **客户拓展：**新能源领域客户拓展顺利，成功积累了大众、比亚迪、蔚小理等新能源汽车领域，阳光、锦浪、上能电器等光伏领域，盛弘、英飞源等充电桩领域的头部客户资源。
- 与海光电子强强联合，产品结构&客户协同效应凸显。**22Q3 公司实现直接持有国内磁性元件厂商海光电子 64.25%股权，并取得海光电子控制权，未来公司有望与海光电子实现多方面协同，进一步巩固磁性元件国内龙头地位。1) **产品结构协同：**海光电子下游覆盖新能源、高端工业、通信多领域，并购完成后，公司将巩固其在新能源领域的强势地位，同时实现在通信领域的进一步延伸。2) **客户协同：**公司海外市场和客户资源优势显著，出口销售比例超过 50%，主要客户包括 TTI、台达电子、群光电能、纬创、SolarEdge 等，海光电子销售集中在国内市场，下游客户包括华为、阳光电源、锦浪科技、比亚迪、威迈斯、工业富联、特来电等知名企业。3) **改善融资：**海光电子长期产能紧缺，原因为其股东投入、融资能力有限，可立克完成收购后有望改善其融资能力。
- 盈利预测与投资评级：**新能源车、光伏储能、充电桩等领域需求强劲打开增长天花板，公司并购海光电子强强联合，成长确定性增强。基于此，我们预测公司 22-24 年度归母净利润为 1.5/4.0/5.6 亿元，当前市值对应 PE 分别为 50.7/19.4/13.7 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**下游市场需求不及预期；行业竞争加剧；原材料价格上涨；投资损益波动风险。

证券分析师 马天翼

执业证书：S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 唐权喜

执业证书：S0600522070005

tangqx@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	16.13
一年最低/最高价	7.98/25.30
市净率(倍)	5.00
流通 A 股市值(百万元)	7,612.92
总市值(百万元)	7,689.55

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.22
资产负债率(% ,LF)	51.66
总股本(百万股)	476.72
流通 A 股(百万股)	471.97

### 相关研究

## 内容目录

1. 深耕磁性元件多年，新能源业务拉动营收快速增长 .....	4
2. 磁性元件：新能源市场高增长，并购海光电子强强联合 .....	6
2.1. 需求端：新能源汽车、光伏、充电桩高增长，打开磁性元件市场天花板 .....	6
2.2. 供给端：国内磁性元件厂商有望在新能源领域主导市场 .....	11
2.3. 发力布局新能源领域磁性元件，深度受益新能源高增长趋势 .....	13
2.4. 与海光电子强强联合，产品结构&客户协同效应凸显 .....	16
3. 开关电源：产业链逐步转移至国内，国内龙头可立克深度受益 .....	19
4. 盈利预测与投资评级 .....	21
5. 风险提示 .....	23

## 图表目录

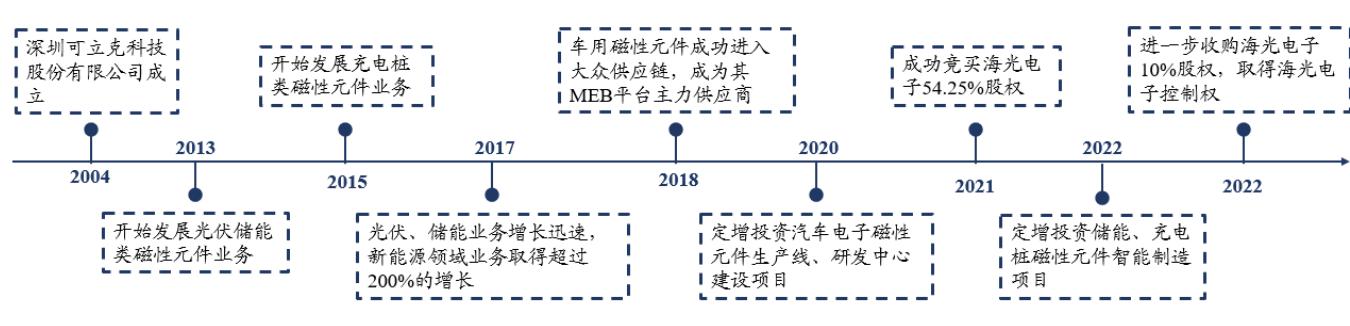
图 1: 可立克发展历程 .....	4
图 2: 可立克通过内生、外延覆盖终端主流大客户 .....	5
图 3: 可立克营业收入及同比增速 .....	5
图 4: 可立克扣非归母净利润及同比增速 .....	5
图 5: 铜现货价格自 22Q2 有所回落 .....	6
图 6: 可立克分季度毛利率、扣非净利率情况 .....	6
图 7: 可立克股权结构 .....	6
图 8: 磁性元件下游应用广泛 .....	7
图 9: 磁性元件分领域市场规模预测 (单位: 亿元) .....	7
图 10: 全球新能源汽车销量预测 (单位: 万辆) .....	8
图 11: 汽车电动化带动磁性元件单车价值量显著提升 .....	8
图 12: 全球光伏新增装机量预测 .....	9
图 13: 2021 年全球光伏逆变器市场竞争格局 .....	9
图 14: 光伏及储能领域大量使用变压器、电感等磁性元件 .....	10
图 15: 全球电动汽车充电桩行业市场规模预测(单位:万个) .....	10
图 16: 充电桩领域大量使用变压器、电感等磁性元件 .....	11
图 17: 2020 年全球电子变压器市场份额 .....	11
图 18: 2020 年全球电子变压器下游应用领城 .....	11
图 19: 可立克深度受益新能源高增长趋势 .....	13
图 20: 可立克研发投入情况 .....	14
图 21: 可立克研发人员数量情况 .....	14
图 22: 可立克生产、营销基地布局情况 .....	15
图 23: 海光电子营业收入情况 (单位: 亿元) .....	18
图 24: 海光电子净利润情况 (单位: 万元) .....	18
图 25: 可立克与海光电子存在多方面协同 .....	19
图 26: 2020 年中国开关电源应用领域 .....	19
图 27: 2020 年全球开关电源市场格局 (收入口径) .....	20

表 1: 可立克主要产品介绍 .....	4
表 2: 2021 年各车企新能源汽车全球销量一览 .....	8
表 3: 新能源领域磁性元件市场竞争格局 .....	12
表 4: 国内主要磁性元件厂商产品、客户情况 .....	12
表 5: 2021 年公司磁性元件研发投入项目情况 .....	14
表 6: 可立克历次募集资金扩产项目 .....	15
表 7: 可立克磁性元件业务下游客户情况 .....	16
表 8: 海光电子变压器、电感产品矩阵 .....	17
表 9: 海光电子 2020 年获评电子变压器行业全国综合实力第 3 .....	17
表 10: 公司研发设计涵盖业务范围 .....	20
表 11: 分业务营收预测 (单位: 百万元) .....	22
表 12: 可比公司估值 (截至 2022 年 10 月 31 日) .....	23

## 1. 深耕磁性元件多年，新能源业务拉动营收快速增长

**深耕磁性元件、开关电源多年。**可立克成立于2004年，成立之初即主营磁性元件、开关电源两大业务，其中磁性元件产品可分为电源变压器、开关电源变压器、电感三大类，开关电源产品可分为电源适配器、动力电池充电器、定制电源三大类。后续公司逐步向新能源磁性元件领域拓展，进入下游核心大客户供应链，并收购海光电子强强联合。

图1：可立克发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

表1：可立克主要产品介绍

业务	21年营收占比	产品	示意图	产品介绍
磁性元件	56%	电子变压器		开关电源变压器：用于开关电源电路中的变压器，是电子设备的核心元件，可应用于 UPS 设备主电源、电动汽车充电桩等场景
		电感		电源变压器：用于提供电子设备所需电源的变压器，可用于智能电网、工业领域、仪器仪表、智能电表等场景
开关电源	39%	开关电源		包括光伏逆变电感、大功率逆变电感、PFC 电感、滤波电感、整流电感、谐振电感、输出电感和贴片电感等多个系列

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**聚焦新能源市场，内生、外延覆盖终端主流大客户。**公司持续向新能源磁性元件市场拓展，成功积累了大众、比亚迪、蔚小理等新能源汽车领域，阳光、锦浪、上能电器等光伏领域，盛弘、英飞源等充电桩领域的头部客户资源。2022年获得磁性元件厂商海光电子控制权，海光电子下游客户包括华为、阳光、锦浪等知名企业，后续公司有望与海光电子实现产品结构与客户协同，进一步巩固磁性元件国内龙头地位。

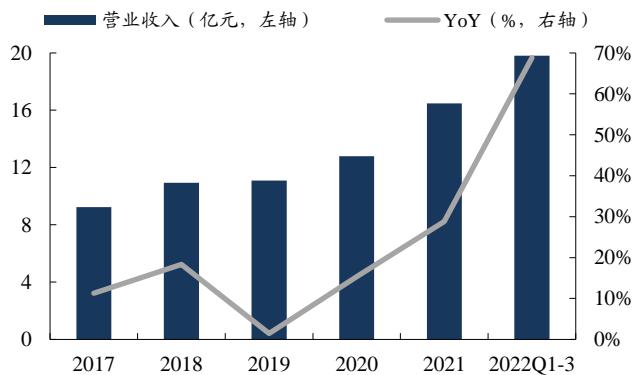
图2：可立克通过内生、外延覆盖终端主流大客户



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

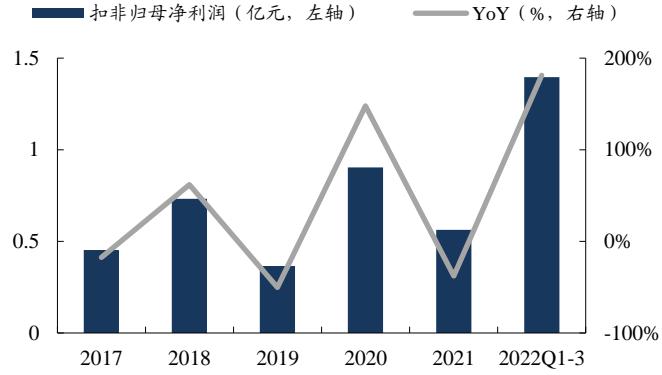
新能源需求旺盛拉动营收快速增长，有望迎来成本改善、盈利回升。受益汽车电子、光伏、充电桩等市场需求旺盛，叠加海光电子并表，公司营收快速增长，21全年、22Q1-3 实现营收 16.5 亿元、19.8 亿元，同增 29%、69%。盈利能力方面，21 年受原材料涨价等因素影响，公司毛利率承压，22Q2 铜价开始回落，带动公司盈利转好，22Q1-3 实现扣非归母净利润 1.4 亿元，同增 181%，实现归母净利润 0.7 亿元，主要原因为计提海光电子减值计入投资收益 -0.73 亿元。未来伴随规模效应带动期间费用率逐步下降，公司未来盈利能力有望逐步回升。

图3：可立克营业收入及同比增速



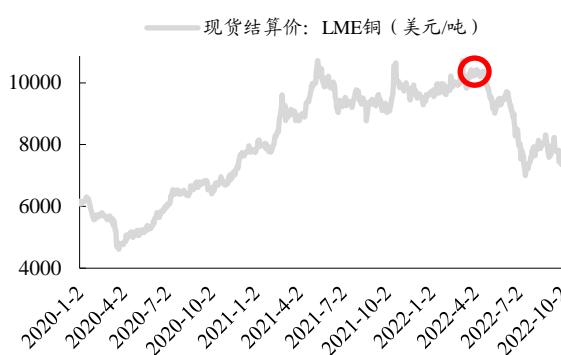
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图4：可立克扣非归母净利润及同比增速



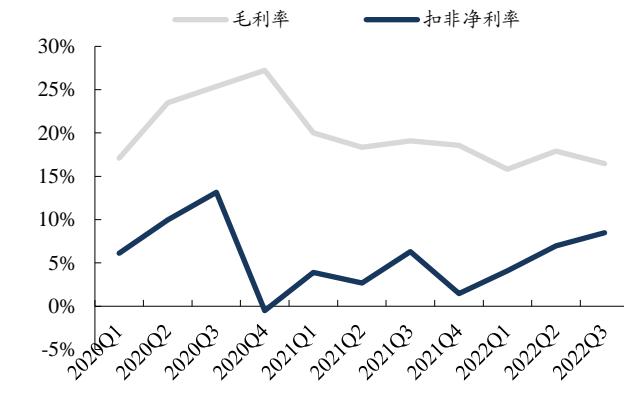
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图5：铜现货价格自 22Q2 有所回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

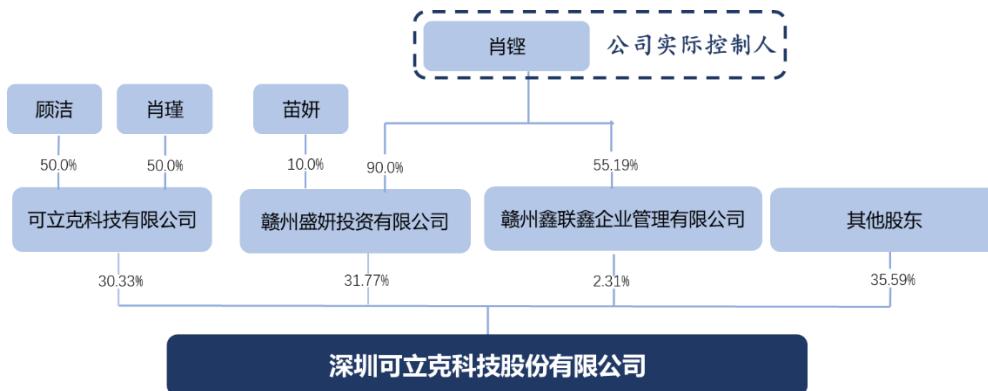
图6: 可立克分季度毛利率、扣非净利率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**股权结构稳定，实际控制人股权占比高。**根据公司 2022 年中报，公司董事长、总经理肖铿通过赣州盛妍投资有限公司、赣州鑫联鑫企业管理有限公司间接持有公司 29.87% 股份，是公司实际控制人。公司第二大股东可立克科技有限公司为肖铿先生的母亲顾洁、胞妹肖瑾控制的公司，顾洁、胞妹肖瑾为肖铿的一致行动人。三人合计拥有公司 64.41% 的控制权，公司治理结构稳定。

图7: 可立克股权结构



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 磁性元件：新能源市场高增长，并购海光电子强强联合

### 2.1. 需求端：新能源汽车、光伏、充电桩高增长，打开磁性元件市场天花板

磁性元件全球市场规模超千亿元，新能源市场需求迎来高速增长阶段。磁性元件是实现电能和磁能相互转换的电子元器件，主要包括电子变压器和电感两大类，电子变压器用于改变交流电压，电感在电路中起滤波、振荡、延迟、陷波等作用。根据中国电子元器件协会数据，2020 年全球电子变压器市场规模约 615.8 亿元，预计 2025 年将达 786.8 亿元，2020-2025 年 CAGR 约 5%；2019 年全球电感器市场规模约 529.9 亿元，预计 2024 年将增至 761.5 亿元，五年复合增长率为 7.5%。

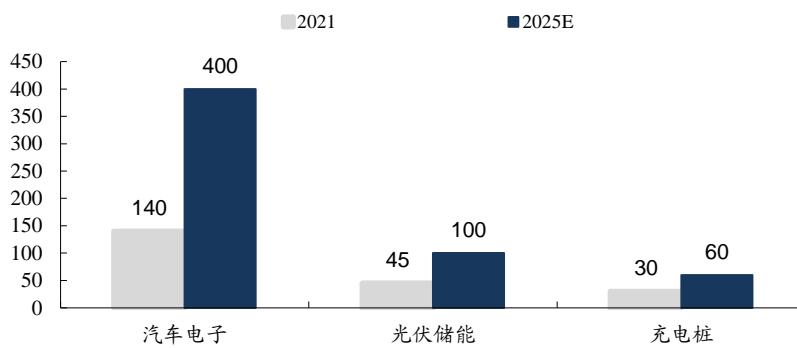
分下游应用领域看，磁性元件被广泛应用于消费类电子、UPS电源、汽车电子、光伏储能、充电桩、医疗等领域，结合产业链调研数据测算，汽车电子、光伏储能、充电桩领域用磁性元件 2021 年市场规模分别为 140 亿元、45 亿元、30 亿元，至 2025 年将分别有望达到 400 亿元、100 亿元、60 亿元，21-25 年市场规模 CAGR 为 30%、22%、19%，年均复合增速远高于整体市场。

图8：磁性元件下游应用广泛

消费类	UPS	汽车电子	新能源	其他领域
<ul style="list-style-type: none"> <li>PC电源</li> <li>黑白家电</li> <li>智能家居</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>数据中心</li> <li>ATM</li> <li>通讯基础设施</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>控制器</li> <li>OBC</li> <li>DC-DC转换器</li> <li>逆变器</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>风能、光伏、储能</li> <li>汽车充电桩</li> <li>电动车充电器</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>工业控制</li> <li>轨道交通</li> <li>医疗</li> <li>军工</li> <li>.....</li> </ul>

数据来源：中国电子元件行业协会，东吴证券研究所

图9：磁性元件分领域市场规模预测（单位：亿元）



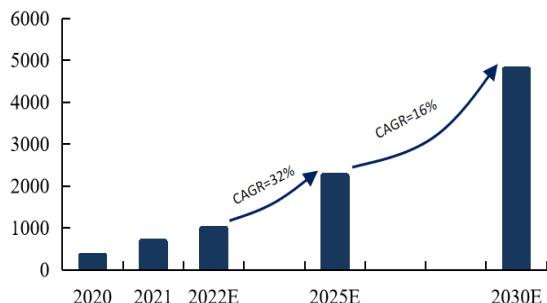
数据来源：产业链调研，东吴证券研究所

- 汽车电子：新能源汽车销量高增长，带动车用磁性元件量价齐升

新能源汽车销量高增长，拉动车用磁性元件需求提升。根据 EVTank 预测，22 年全球新能源汽车销量将达 980 万辆，并有望在 25 年实现 2240 万辆的销量，22-25 年 CAGR 达 32%，新能源汽车销量高增长将拉动对应磁性元件需求高增长。

终端供应商方面，在特斯拉及国内新势力车企引领新能源汽车市场发展的同时，传统车企亦开始逐步重视新能源汽车布局、提出电动化战略规划，以大众为例，其已基于专属电动平台 MEB，逐步落地大众 ID 系列多款车型。

图10：全球新能源汽车销量预测（单位：万辆）



数据来源：EVTank，东吴证券研究所

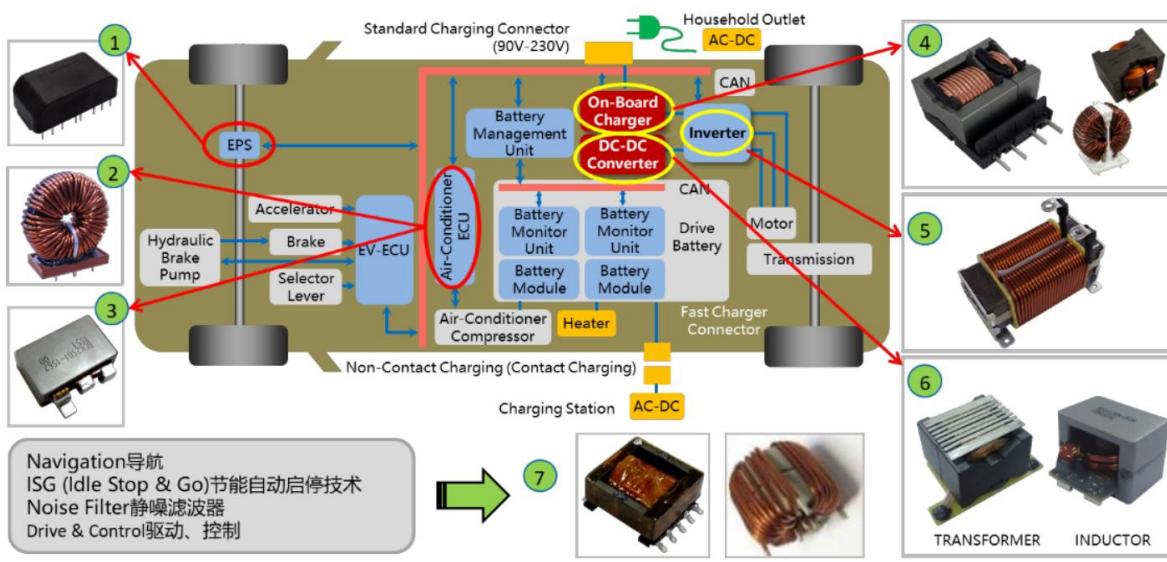
表2：2021年各车企新能源汽车全球销量一览

车企名称	全年累计销量 (万辆)
特斯拉	93.62
比亚迪	59.37
广汽埃安	12.37
小鹏	9.82
蔚来	9.14
理想	9.05
大众 ID	7.06
哪吒	6.97
威马	4.42
零跑	4.31

数据来源：电车汇，东吴证券研究所

汽车电动化带动磁性元件单车价值量显著提升。相较传统燃油车，新能源汽车新增逆变器、OBC、DC/DC 等电能转换核心零部件，因此带动对应模块磁性元件用量大幅增加，包括 Inverter 逆变器、大功率 OBC 变压器、DC/DC 集成变压器、PFC 电感、CMC 电感等，同时 800V 电压平台对于升压电感、EMC 等磁性元件需求更高。根据产业链调研，传统燃油车、400V 新能源汽车、800V 新能源汽车磁性元件单车价值量分别在 150 元、1500 元、3000 元左右。

图11：汽车电动化带动磁性元件单车价值量显著提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

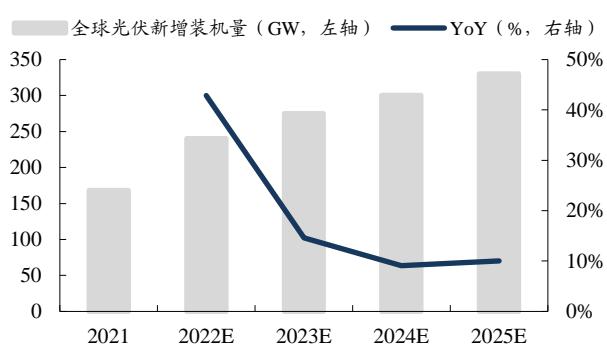
- 光伏：全球光伏新增装机量逐年增长，利好磁性元件需求

全球光伏新增装机量逐年增长，逆变器行业深度受益。根据 Solar Power Europe、CPIA 数据，乐观情况下全球光伏新增装机量有望由 2021 年的 168GW 增长至 2025 年的 330GW，21-25 年 CAGR 约 18%。据中国化学与物理电源行业协会、Trend Force 数

据，2021年全球储能累计装机量达204GW，新增装机规模11.3GW，预计2025年全球储能累计装机量将达到362GW，逆变器行业将深度受益光伏及储能的爆发。

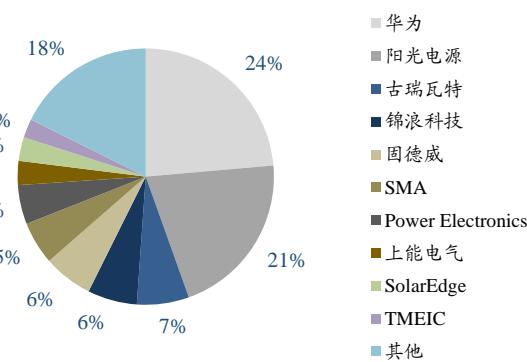
终端供应商方面，根据Wood Mackenzie数据，国内厂商华为、阳光电源已连续多年位列全球光伏逆变器市场份额第一、第二名，2021年市场份额为24%、21%，古瑞瓦特、锦浪科技、固德威、上能电气也位列前十，2021年前十大厂商中，国内厂商合计占据67%的全球光伏逆变器市场份额。本土厂商主导全球光伏逆变器市场，利好国内包括磁性元件在内的逆变器供应链核心环节。

图12：全球光伏新增装机量预测



数据来源：Solar Power Europe，东吴证券研究所

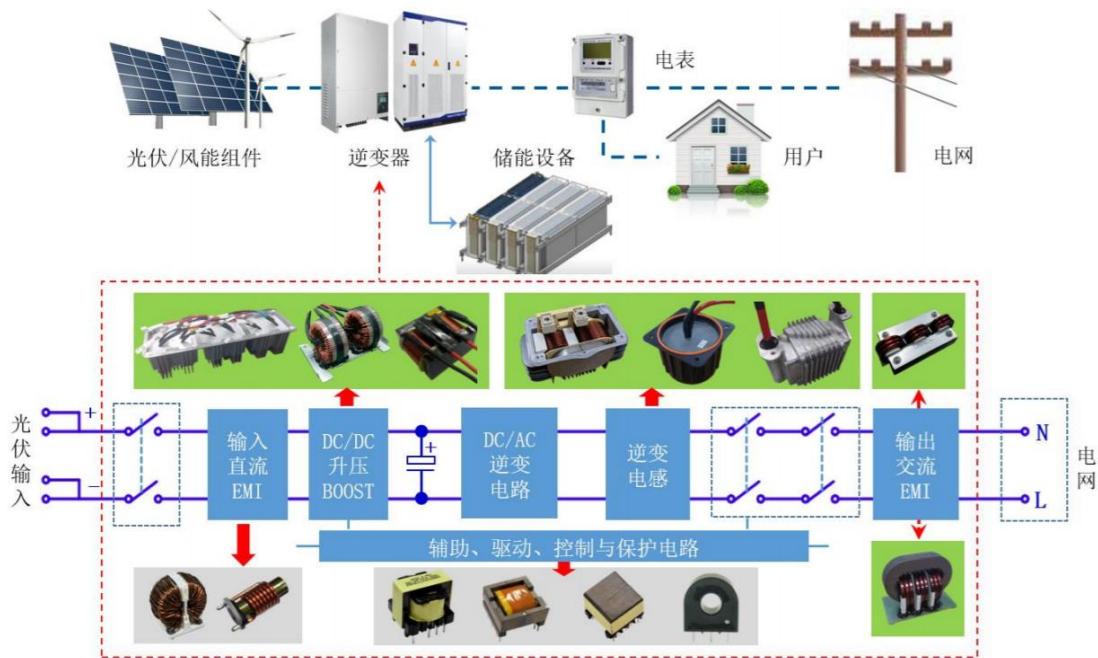
图13：2021年全球光伏逆变器市场竞争格局



数据来源：Wood Mackenzie，东吴证券研究所

**光伏及储能市场高速增长带动变压器、电感等磁性元件需求旺盛。**光伏并网需要借助逆变器将直流电转换为交流电，储能设备需要双向逆变，磁性元件则被用于在逆变过程中实现储能、升压、滤波、消除EMI等功能，因此包括EMC滤波电感、Boost升压电感、逆变电感、高低频隔离变压器、驱动变压器等在内的磁性元件被大量应用于光伏及储能领域。根据固德威数据，电感在光伏逆变器原材料成本中占比约13%，磁性元件将深度受益光伏、储能高速增长红利。

图14：光伏及储能领域大量使用变压器、电感等磁性元件

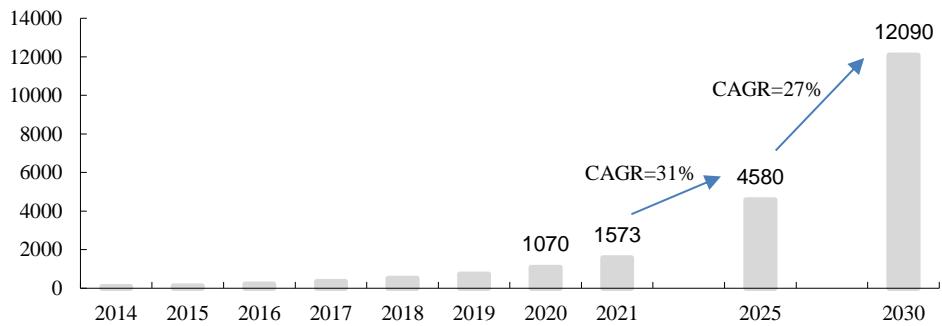


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- 充电桩：充电桩高压化成为产业趋势，提升磁性元件需求量

根据国际能源署 IEA 数据，2021 全球充电桩新增 503 万个，保有量达 1573 万个；基于各国相关政策，预计到 2025 年全球充电桩保有量为 4580 万个，CAGR 达 31%。作为大功率电源应用，充电桩充电模块的主要构成器件包括半导体功率器件、磁性元件、电容等。充电桩充电模块终端供应商方面，全球核心玩家包括英可瑞、华为、英飞源、盛弘、优优绿能等。

图15：全球电动汽车充电桩行业市场规模预测(单位:万个)

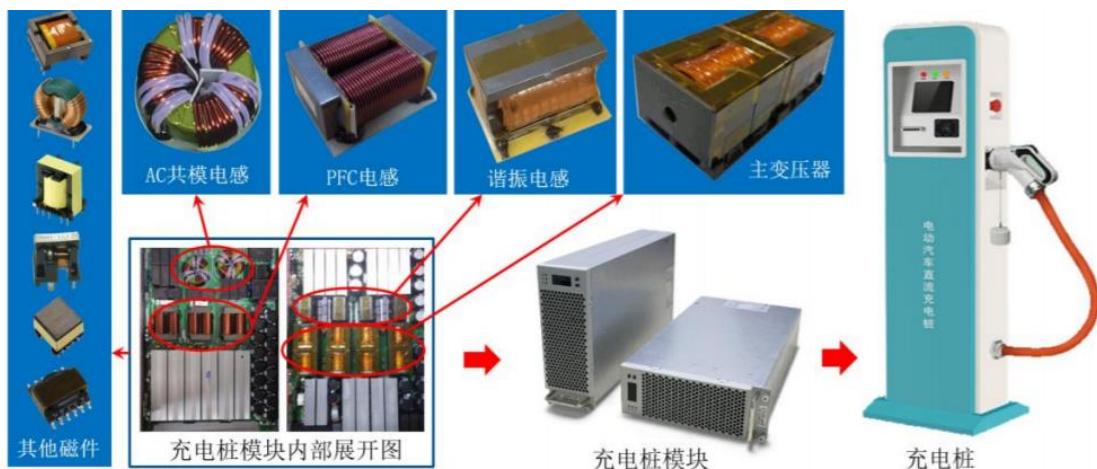


数据来源：IEA，东吴证券研究所

充电桩装机增长拉动磁性元件需求。磁性元件是充电桩的核心元器件之一，占充电

桩成本 10-15%。相较慢充电桩，直流快充充电桩磁性元件单机价值量提升显著，充电桩采用模块式组合功率，充电桩功率提升使所需模块增加，同时需使用高耐压、低损耗的大功率磁性元件，因此直流快充电桩用磁性元件单机用量、工艺要求均有所提升。

图16：充电桩领域大量使用变压器、电感等磁性元件

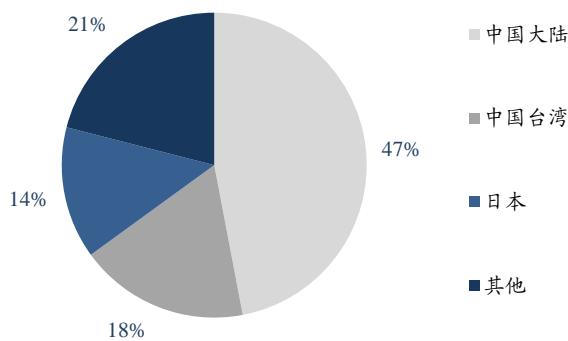


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.2. 供给端：国内磁性元件厂商有望在新能源领域主导市场

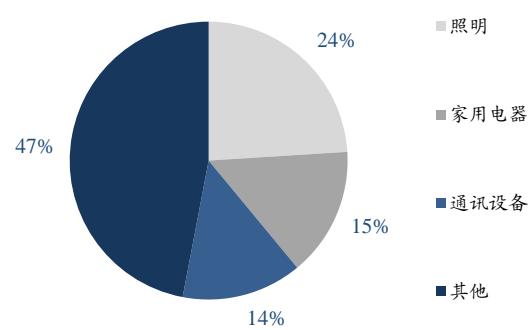
中国大陆厂商占据全球近五成变压器市场份额。全球电子变压器制造商主要集中在中国大陆、中国台湾及日本，分别占据 47%、18%、14% 的全球市场份额，主要企业包括台达电子、TDK、胜美达、可立克、海光电子、大忠电子、京泉华等。电子变压器的全球下游应用领域主要包括照明、家用电器、通讯设备等，分别占 24%、15%、14%，其中在照明、家用电器等中低端应用竞争较为激烈。

图17：2020 年全球电子变压器市场份额



数据来源：中国电子元件行业协会，东吴证券研究所

图18：2020 年全球电子变压器下游应用领域



数据来源：中国电子元件行业协会，东吴证券研究所

本土磁性元件厂商在车用领域持续渗透，在光伏、充电桩领域主导市场。

**1) 车用领域：**海外厂商仍主导全球车用市场，可立克等本土厂商持续渗透。欧美、日本及中国台湾磁性元件厂商成立较早，主要厂商包括胜美达、TDK、太阳诱电、台达电子等，因车用市场技术、客户壁垒较高，而海外厂商技术、品牌积累深厚，因此目前车用磁性元件市场仍主要受日美企业主导。以可立克为代表的本土厂商已开启在车用磁性元件市场的持续渗透，成功进入大众、奥迪、比亚迪、蔚小理等全球领先车企供应链，未来渗透趋势有望持续。

**2) 光伏领域：**受益光伏产业链集中于国内，光伏磁性元件基本实现国产化。中国光伏逆变器厂商占据全球 70%市场份额，利好国内逆变器供应链，可立克、京泉华、伊戈尔等厂商依托供应链就近配套优势，供货光伏逆变器主流厂商。

**3) 充电桩领域：**技术壁垒低于车用磁性元件，本土厂商积极布局。充电桩用磁性元件相较汽车应用，技术壁垒更低，可立克、京泉华等本土厂商成功进入英可瑞、英飞源、特锐德、华为、ABB 等国内外一线客户供应链。

表3：新能源领域磁性元件市场竞争格局

领域	市场特点	2025E 市场规模	主要玩家
汽车电子	进入门槛较高，由日美企业主导	400 亿元	国外：村田、TDK、胜美达 国内：可立克、海光电子、京泉华
光伏	基本实现国产化	100 亿元	国外：村田、TDK、太阳诱电 国内：可立克、海光电子、京泉华、伊戈尔
充电桩	相较汽车应用，技术要求较低	60 亿元	国外：SMA、ABB 国内：可立克、海光电子、京泉华

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

表4：国内主要磁性元件厂商产品、客户情况

厂商	主要产品	主要客户
可立克	磁性元件（变压器、电感），开关电源（电源适配器、动力电池充电器、定制电源）	汽车电子：大众、奥迪、比亚迪、现代、长城、蔚小理等 光伏储能：SolarEdge、阳光电源、古瑞瓦特、锦浪科技、上能电气、固德威等 充电桩：盛弘、优优绿能、英飞源、科士达、Rivian、英飞凌 其他：Eaton、艾默生、群光电能、台达电子等
海光电子 (可立克收购)	高频变压器、高频电感、互感器等	汽车电子：华为、比亚迪、威迈斯、英博尔、汇川、联合电子等 光伏储能：华为、阳光电源、锦浪科技等 充电桩：华为、特来电等
京泉华	磁性元器件、电源及特种变压器	汽车电子：华为、比亚迪、法雷奥、KOSTAL 等 光伏储能：华为、阳光电源、上能电气、古瑞瓦特等 充电桩：英可瑞、英飞源、特锐德、华为、ABB 等 其他：施耐德集团、ABB 集团、伊顿集团、格力集团、GE 集团、富士康集团、松下集团、霍尼韦尔集团等
伊戈尔	变压器、成套电源产品及变压器铁芯组件	光伏储能：华为、阳光电源、金浪科技、固德威、特变电工等

工控：日立、明电舍、博世、罗克韦尔、施耐德、中鼎等

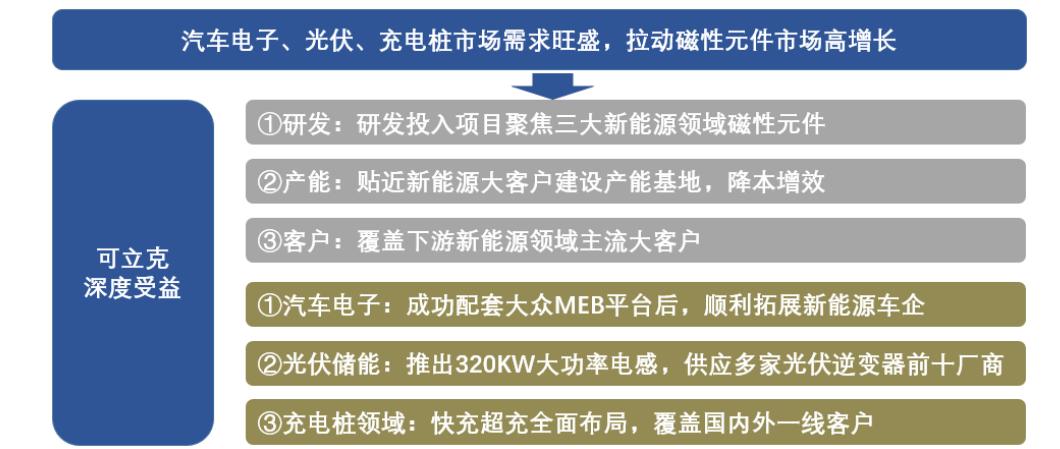
顺络电子	叠层片式电感器、绕线片式电感器、共模扼流器、压敏电阻器、NTC热敏电阻器、LC滤波器、各类天线、NFC磁片、无线充电线圈组件、电容、电子变压器等	通信、消费、汽车电子、工业及新兴等领域的全球大客户
------	--	---------------------------

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

### 2.3. 发力布局新能源领域磁性元件，深度受益新能源高增长趋势

**公司有望深度受益新能源领域高增长趋势。**公司聚焦汽车电子、光伏、充电桩市场多维度发力，研发投入，研发投入聚焦三大新能源领域磁性元件，储备深厚；产能方面，贴近新能源大客户建设产能基地，降本增效；客户方面，已实现覆盖下游新能源领域主流大客户。实现汽车电子、光伏、充电桩三大新能源领域客户资源的深厚积累，汽车电子领域，成为大众 MEB 平台主力供应商后，相继获得比亚迪、蔚小理等多家新能源车企的认可和订单；光伏储能领域，成功推出 320KW 大功率电感以配套阳光电源，供应多家光伏逆变器前十厂商，并购海光突破华为；充电桩领域，快充和超级快充磁性元件全面布局、性能优异，已覆盖国内外一线客户。

图19：可立克深度受益新能源高增长趋势



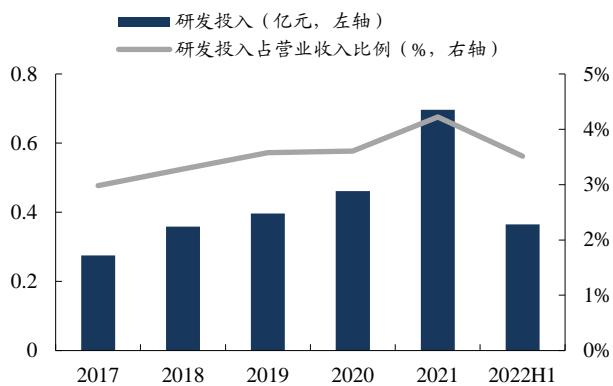
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**聚焦三大新能源领域磁性元件，加码研发。**公司研发投入、研发人员数量均呈现逐年增加趋势，2021 年研发费用 0.70 亿元，占营收比例超 4%，研发人员数量提升至 471 名，占员工总数比例超 10%。

研发成果方面，公司研发投入项目聚焦三大新能源领域磁性元件：**1) 新能源汽车领域：**OBC、DC/DC 转换器以及逆变器等方面应用的磁性元件设计取得突破，具有高可靠性、高功率密度、高集成、高自动化制造等优势；**2) 光伏储能领域：**已成功研发了 320KW 级别的大功率光伏逆变器用升压电感和逆变电感，具有领先的技术优势和竞争力，同时公司已经形成光伏用升压电感、逆变电感、共模电感、差模电感、驱动变压器以及辅助变压器等系列产品；**3) 充电桩领域：**公司已量产 15KW-30KW 级别的充电桩

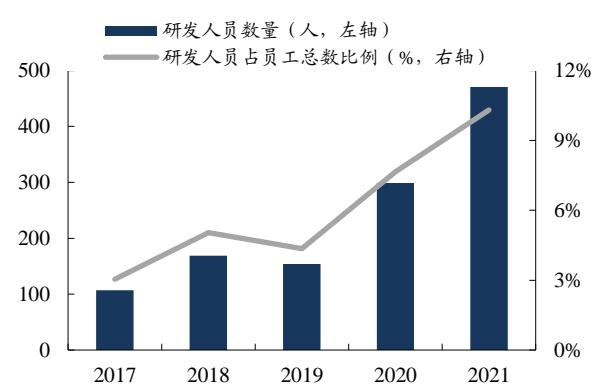
模块用磁性元件；成功研发水冷式 40KW 级别的充电桩模块用磁性元件；开发出了单拓扑结构、高可靠性、高功率密度的 50KW&60KW 的快充三相水冷变压器和电感；超级快充方面，公司开发出了 175KW&350KW 超级快速充电桩用水冷高频磁性元件。快充和超级快充磁性元件产品具有高效率、低噪声、高可靠性、高性价比等优点。

图20：可立克研发投入情况



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图21：可立克研发人员数量情况



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

表5：2021 年公司磁性元件研发投入项目情况

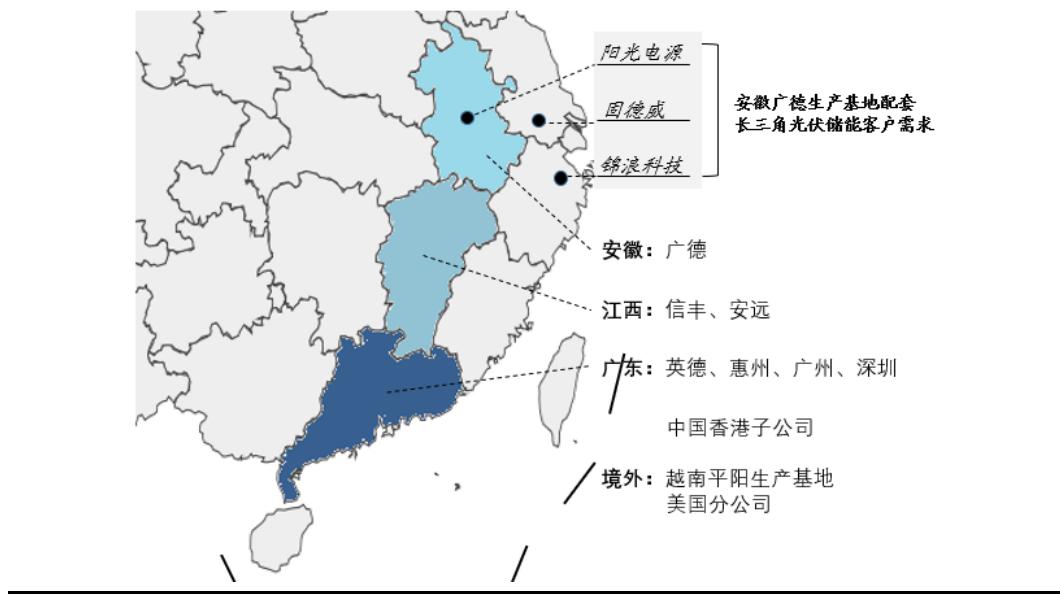
领域	研发项目	项目目的	拟达到目标
新能源汽车	22KW 大功率新能源汽车 OBC 用磁性元件研发项目	有效提升新能源汽车的充电时效	本项目的开发目标是实现大功率 22KW OBC 主变、谐振电感集成，以降低尺寸和成本
	新能源汽车双向 OBC 及 DC/DC 板卡式集成的磁性元件研发项目	研发高可靠性的集成式磁性元件来降低产品的质量、体积和成本	本项目的开发目标是实现产品的高效率及高功率密度。主要研究内容有：谐振电感和单/双向变压器集成的 LLC 变压器、大电流 DC/DC 主变压器，以实现双向 OBC 与 DC/DC 转换器的板卡式集成
光伏	光伏发电 300KW 逆变器用磁性元件研发	降低建设成本，减小逆变器的尺寸	本项目的开发目标是实现 BOOST 电感、逆变电感和 EMI 电感等磁性元件的结构设计(户外使用防水、灌胶方式、散热处理等)，性能提升产品的效率、降低尺寸和成本
充电桩	50KW 汽车充电桩模块用水冷磁性元件研发项目	开发新的散热技术	本项目的开发目标是实现主变压器、谐振电感、PFC 电感、输入和输出 EMI 电感五个磁性元件的结构设计(安装、密封、灌胶方式、散热处理等)，性能提升产品的效率、降低尺寸和成本
	75KW 水冷充电桩模块磁性元件研发	降低建设成本，减小充电桩的尺寸	本项目的开发目标是实现主变和电感等磁性元件的结构设计(灌胶方式固定、水冷散热处理等)，性能提升产品的效率、降低产品的尺寸和成本

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

多地设立生产、营销基地，为客户提供一站式服务，实现降本增效。公司总部基地位于深圳市，在广东省惠州市、江西省信丰县、广东英德市、江西安远、安徽广德、越

南平阳建立制造基地，并在中国香港设立子公司，在美国设立分公司，于越南设立生产基地，在生产、营销端均能为国内外客户提供一站式服务，针对大客户和战略客户，配备一对一业务代表，从设计打样到物料跟进确认，从产品制造过程到产品出货的全过程跟进，确保产品质量。同时，贴近大客户设立生产基地利于公司降本增效。

图22：可立克生产、营销基地布局情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**聚焦新能源汽车、光伏、充电桩市场，积极扩充产能。**公司于20、22年进行两轮非公开发行，募集资金投建项目聚焦新能源汽车、光伏、充电桩市场，汽车电子磁性元件生产线建设项目和汽车电子研发中心建设项目正在建设中，预计2023年6月30日达到可使用状态；安徽光伏储能磁性元件智能制造项目预计2022年底投产；惠州充电桩磁性元件智能制造项目目前已有部分产能，正处于持续爬坡阶段。

表6：可立克历次募集资金扩产项目

募集资金方式	扩产项目	投资金额 (亿元)	投产时间	项目具体情况
2020年 非公开发行	汽车电子磁性元件 生产线建设项目	1.3亿	2023年6月30日	扩建汽车电子磁性元件产能，所生产的磁性元件产品主要应用于新能源汽车的车载充电机(OBC)、DC/DC模块
	汽车电子研发中心 建设项目	0.6亿	2023年6月30日	增加大功率 OBC 变压器、DC/DC 集成变压器、Inverter 逆变器、PFC 电感和 CMC 电感等汽车电子磁性元件产品研发
2022年 非公开发行	安徽光伏储能磁性元件 智能制造项目	2.41亿	2022年底	建设光伏储能用磁性元件智能制造产线，满足光伏储能领域尤其是长三角地区客户需求
	惠州充电桩磁性元件 智能制造项目	1.53亿	2022H2	新建光伏储能用磁性元件智能制造产线

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新能源领域客户拓展顺利，成功覆盖下游主流大客户。

**1) 传统领域：深耕多年，大客户资源丰富。**公司深耕 UPS 电源、计算机电源用磁性元件多年，下游客户覆盖 Eaton、艾默生等全球 UPS 电源龙头，以及群光电能、康舒科技、台达电子等计算机电源领先企业，将伴随行业整体增长实现业绩稳增。

**2) 汽车电子领域：成功配套大众 MEB 平台后，新能源车企市场拓展顺利。**公司于 2018 年通过海外知名车企供应商 KOSTAL 的认证，进入大众供应链，设立专用车间，成为大众 MEB 平台主力供应商，通过服务大众新能源汽车，具备了国际车企大客户的配套服务能力，因此后续能够持续获得比亚迪、蔚来等多家新能源车企的认可和订单。因汽车电子技术、客户壁垒较高，下游车企不会轻易更换供应商，公司实现下游车厂大客户突破后，汽车电子业务将深度受益量价齐升逻辑实现高增长。

**3) 光伏储能领域：进入多家光伏逆变器前十厂商供应链，并购海光突破华为。**公司已覆盖全球光伏逆变器前十大供应商中的阳光电源、古瑞瓦特、锦浪科技、上能电气、固德威等厂商，并通过收购海光电子突破华为供应链，实现光伏领域磁性元件国内龙头地位的进一步巩固，深度受益光伏储能高增长趋势。

**4) 充电桩领域：覆盖国内外一线客户，订单放量可期。**公司已覆盖盛弘、优优绿能、英飞源、科士达、Rivian、英飞凌等国内外一线充电桩客户，未来将持续受益充电桩领域磁性元件量价齐升趋势。

表7：可立克磁性元件业务下游客户情况

下游领域	客户情况
UPS 电源	Eaton、艾默生、科士达、科华恒盛
计算机电源	群光电能、康舒科技、台达电子、纬创
汽车电子领域	大众、奥迪、比亚迪、现代、长城、小鹏、理想、蔚来
光伏储能领域	阳光电源、古瑞瓦特、锦浪科技、上能电气、固德威、SolarEdge、禾望电气
充电桩领域	盛弘、优优绿能、英飞源、科士达、Rivian、英飞凌

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 2.4. 与海光电子强强联合，产品结构&客户协同效应凸显

**收购海光电子 64.25% 股权，22Q3 开始并表。**2021 年 12 月，公司以对价 1.86 亿元向天津光电收购海光电子 54.25% 股权；2022 年 3 月与海光电子股东李东海签署协议，拟收购海光电子 10% 股权，收购完成后，公司持有海光电子 64.25% 股权，获得实际控制权，于 2022 年 8 月 1 日起将海光电子纳入合并报表范围。

**海光电子磁性元件产品体系完整，覆盖新能源、高端工业、通信多领域。**海光电子成立于 1988 年，成立至今始终专注于磁性元件产品的研发、制造及销售，多年深耕形

成了完整的磁性元件产品体系，下游覆盖新能源、高端工业、通信多领域，积累了华为、阳光电源、锦浪科技、比亚迪等核心客户资源。并在 2021 年中国电子元件企业经济指标综合排序中，获评电子变压器行业全国综合实力第 3。

表8：海光电子变压器、电感产品矩阵

产品类别	用途	特性及优点
平板系列 变压器、电感器	通信电源，无线基站电源，二次电源，一次电源，500W-700W 全砖模块电源	体积小，功率大，适用范围广；低漏感、低涡流损耗，高密度功率，高效率，高频特性良好，一致性良好，高度低，散热良好，可操作性强
平板大电流功率电感器	新一代移动设备，笔记本电脑，图形卡，便携式游戏设备，多媒体设备，大电流开关电源，负载点电源，分布式电源，现场可编程门阵列设备等	适用频率 100KHz~3MHz；体积小，高度低，工作时通过高脉冲电流时不饱和，噪声低
贴片变压器、电感器	通信设备、UPS 电源、高端工业设备、智能家电	体积小、适用范围广
光伏逆变电感器	工业电源、光伏产业、风能、太阳能、新能源、医疗器械、家用变压器等 1VA~1,000KVA 单/三相电源变压器、电抗器	铁芯采用优质高硅矽钢片、或非晶纳米晶合金磁材，耐温、防潮、阻燃的 DMD/NMN 绝缘材料制作；电压变动率低，节能降耗，噪音小，温升小，过载能力强，环流小，耐冲击力强，可长期满负荷使用。外观美观，安装简单
工频变压器、电感器	工业电源、UPS、EPS 电源、光伏、风能、太阳能新电源、军工产品、医疗器械、家用电器等 1VA~1000KVA 单/三相电源变压器、电抗器	铁芯采用优质高硅矽钢片、或非晶纳米晶合金磁材，耐温、防潮、阻燃的 DMD/NMN 绝缘材料制作；电压变动率低，节能降耗，噪音小，温升小，过载能力强，环流小，耐冲击力强，可长期满负荷使用。外观美观，安装简单
高频电感、电抗器、 变压器	通信设备、UPS 电源、家用电器、医疗仪器、彩电、显示器、计算机、工业设备、汽车电子设备	500kVA 电抗器：电流 1200A，电感 50UH，工作频率 8kHz，效率最高达 99%以上；高功率密度，低噪音，抑制谐波效果强
分离器、网络变压器、 电感器	主要用于 10/100M 网卡、PCMCIA 网卡、集线器、以太网交换路由器、光纤收发器、光端机；ADSL\VDSL 集成式滤波电路；手机等消费电子、显卡等电子设备	小型化、大电流、低阻值、集成化集合、高能量存储

数据来源：海光电子公众号，东吴证券研究所

表9：海光电子 2020 年获评电子变压器行业全国综合实力第 3

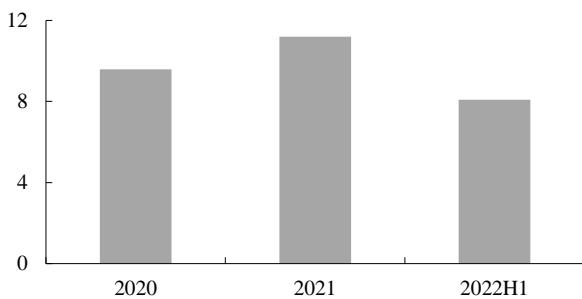
总排名	企业名称	2020 年主营业务收入(亿元)	主营电子元件产品
73	深圳可立克科技股份有限公司	12.45	电子变压器
77	深圳市京泉华科技股份有限公司	13.14	电子变压器
90	深圳市海光电子有限公司	9.85	电子变压器
98	四川经纬达科技集团有限公司	6.40	电子变压器

数据来源：中国电子元件行业协会，东吴证券研究所

海光电子营收持续增长，盈利能力逐步改善。海光电子营收持续增长，21 全年、

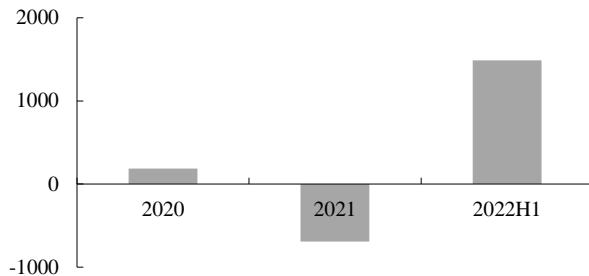
22H1 实现营收 11.2 亿元、8.1 亿元。盈利能力方面，2021 年受上游原材料涨价影响略微亏损，21H1 已扭亏为盈、经营情况向好，未来受益上游原材料降价、与可立克实现协同效应，海光电子盈利能力有望持续回升。

图23：海光电子营业收入情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：海光电子净利润情况（单位：万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**公司与海光电子磁性元件业务存在产品结构、客户、技术协同。**1) **产品结构协同：**公司磁性元件业务在 UPS 及计算机电源、新能源领域积累深厚，海光电子下游覆盖新能源、高端工业、通信多领域，并购完成后，公司磁性元件业务将巩固其在新能源领域的强势地位，同时实现在通信领域的进一步延伸。2) **客户协同：**公司海外市场和客户资源优势显著，出口销售比例超过 50%，主要客户包括 TTI、台达电子、群光电能、纬创、科世达、SolarEdge 等，而海光电子销售集中在国内市场，下游客户包括华为、阳光电源、锦浪科技、比亚迪、威迈斯、工业富联、特来电、英搏尔等知名企业。3) **技术协同：**可立克、海光在各自领域均具备深厚技术积累，有望通过技术深度交流获得价值增量。

同时，并购后可解决海光电子资金短缺，导致产能难以扩张的问题。海光电子产能持续处于紧缺状态，21 全年、22H1 产能利用率为 107%、112%，原因即为其股东投入、融资能力有限。

图25：可立克与海光电子存在多方面协同



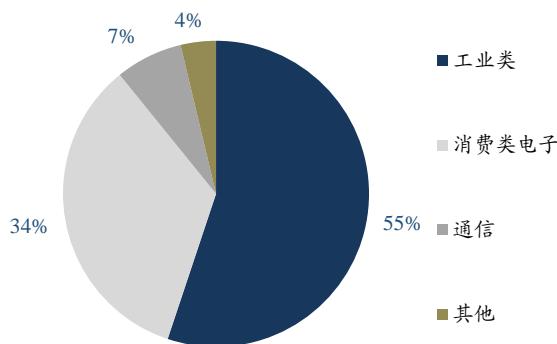
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 开关电源：产业链逐步转移至国内，国内龙头可立克深度受益

开关电源是利用半导体的开关特效及采用高频进行切换开关控制，使电源输出保持稳定的装置，又被称为交换式电源。开关电源产品按照功能划分大致可分为三类：第一，将交流转成直流的转换器（AC/DC）；第二，将直流转成直流的转换器（DC/DC）；第三，是将直流逆变成交流（DC/AC）。

开关电源市场空间广阔，下游需求以工业和消费电子为主。据 Research Reports World 数据，全球开关电源市场规模 2021 年为 259 亿美元，预计 2027 年达到 315 亿美元，2021-2027 年 CAGR 达 3.3%。从下游需求来看，中国开关电源行业主要需求来自于工业领域，其市场占比 55%；消费类电子、通信和其他市场占比分别为 34%、7%、4%。

图26：2020年中国开关电源应用领域

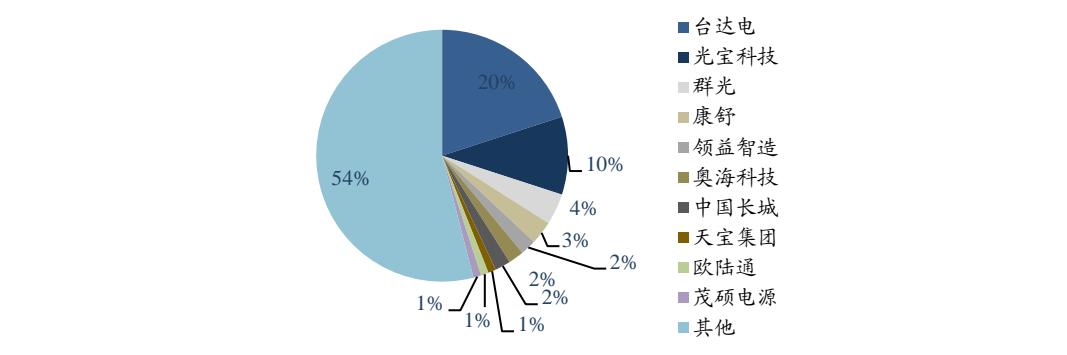


数据来源：亿渡数据，东吴证券研究所

**工业自动化趋势叠加消费电子迭代更新，驱动开关电源市场发展。**1) 伴随劳动力成本上涨，工业自动化进程进一步加快，据 Fortune Business Insights 数据，全球工业自动化市场规模将从 2021 年的 1919 亿美元增长至 2029 年的 3951 亿美元，CAGR 达 9.4%。2) 伴随智能穿戴、智能家居、AR/VR 等新型消费电子产品迭代更新，消费电子仍有增长空间，据 Statista 数据，全球消费电子市场规模将从 2021 年的 6905 亿美元增长至 2025 年的 8817 亿美元，CAGR 达 6.3%。3) 5G 通讯、大数据、新能源、新能源汽车等新兴应用市场快速发展，进一步推动开关电源市场稳步增长。

**全球电源产业正逐渐转移至国内，中国大陆厂商实力崛起。**中国大陆厂商份额领先，2020 年台达电、光宝、群光产品收入达 360、189、81 亿元，市占率共计 34%。大陆厂商经过多年深耕，在设计、制造能力上大幅提升，基本与中国台湾企业实力相当，领益智造、奥海科技、中国长城、欧陆通、可立克、京泉华等企业凭借技术、成本和服务优势，市场份额紧随其后。

图27：2020年全球开关电源市场格局（收入口径）



数据来源：中国电源学会，华经产业研究院，东吴证券研究所

**公司在开关电源方面具有“制造+销售”双重优势。**可立克于 2000 年进入开关电源行业，其开关电源产品主要分为电源适配器、动力电池充电器和定制电源三大类，主要应用领域包括电动工具、消费电子、智能家居、智能音箱等。**1) 制造方面**，可立克配置了较为完备的研发和测试设备，拥有数十条电源产品制造生产线，电源产品生产基地位于广东惠州和越南平阳，较好分散制造风险。公司年产电源 3500 万只以上，每年为不同的细分应用领域推出近 300 款型电源新产品。**2) 销售方面**，可立克在中国香港设立了子公司，在美国设立了分公司，建立了完善的海内外营销网络。公司还针对战略客户配备一对业务代表，在样品送检、方案修改、售后服务等方面做到快速响应，在竞争同质化的电源市场上脱颖而出，为智邦科技、TTI 等龙头客户提供高质量的产品和服务。伴随着开关电源产业链逐渐向国内转移，公司有望凭借强大的制造和销售能力，持续提升市场份额。

表10：公司研发设计涵盖业务范围

设计类别	设计能力
电气设计	电源拓扑设计与电路分析、控制电路设计与小信号分析、电路仿真与 PCB 设计、磁设计

	及仿真、EMC/EMI 问题分析、测试与对策设计
软件设计	电源控制软件设计与仿真、电源通讯协议及控制界面设计、数字电源软件开发与设计
结构设计	产品概念构思、工业设计及 CAD 3D 模型设计与仿真、电源产品热设计及热建模仿真、机架和定制外壳设计、钣金及五金零件设计、环境适应性及可靠性设计
	5W-500W 电源项目工程样机开发周期: 4-6 周
新产品研发周期	500W-1500W 电源项目工程样机开发周期: 6-10 周 1000W 以上特种定制电源项目工程样机开发周期: 8-12 周 动力电池充电器工程样机开发周期: 8-12 周

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资评级

### 核心假设与收入拆分：

收入：公司业务主要包括磁性元件和开关电源两大板块，并于 22Q3 并表海光电子

**(一) 磁性元件：**新能源汽车、光伏储能、充电桩等新能源领域收入飞速增长，拉动磁性元件业务快速放量，我们预计公司 2022-2024 年收入为 17.3/27.2/36.3 亿元，同比增速为 88%/58%/34%。**(1) 新能源汽车：**公司已进入大众、比亚迪、蔚小理等主流客户的供应体系，伴随大众 MEB 平台和其他车企订单放量，公司新能源汽车业务有望高速增长。我们预计 2022-2024 年收入为 2.5/5.0/7.1 亿元。**(2) 光伏储能：**全球光伏逆变器装机量持续增长，公司已进入除华为外前十大光伏厂商供应链，并凭借技术优势供应阳光电源 320kW 分布式方案，订单量快速攀升。我们预计 2022-2024 年收入为 6.1/10.9/15.3 亿元。**(3) 充电桩：**全球充电桩装机量高增长，公司已覆盖 Rivian、英飞凌、英飞源、优优绿能等国内外一线客户，有望凭借客户和技术优势充分受益。我们预计 2022-2024 年收入为 2.5/4.1/5.8 亿元。**(4) 传统领域 (UPS/计算机)：**磁性元件传统下游市场规模稳健增长，驱动公司该业务稳定增长。我们预计公司该板块 2022-2024 年收入为 6.2/7.1/8.2 亿元，同比增速为 15%/15%/15%。

**(二) 开关电源：**开关电源市场稳健增长，公司凭借多年深耕的技术和规模壁垒，有望稳步提升市占率。我们预计公司该板块 2022-2024 年收入为 7.4/8.5/9.8 亿元，同比增速为 15%/15%/15%。

**(三) 海光电子：**海光电子主营磁性元件业务，预计 22 年将实现营收 15 亿元，由于以 8 月 1 日为合并日，预计并表营收 6.3 亿元，23、24 年预计收入为 18.0、20.7 亿元。

**毛利率：**由于铜及漆包线等价格逐步回落带来公司上游原材料成本压力减轻、公司积极进行产线自动化改进以更好发挥规模效应优势、2022 年美联储加息背景下人民币贬值利好公司出口业务，我们预计公司毛利率有望稳步回升，2022-2024 年毛利率为 18.7%/19.3%/20.1%。

综上，我们预计公司 2022-2024 年收入为 31.9/54.9/68.1 亿元，同比增速为

94%/72%/24%。归母净利润为 1.5 /4.0 /5.6 亿元，同比增速为 478%/161%/41%。

表11：分业务营收预测（单位：百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>(一) 磁性元件</b>				
营业收入	916	1,726	2,718	3,628
增长率	30.4%	88.4%	57.5%	33.5%
毛利率	18.8%	19.4%	19.8%	20.5%
<b>其中：传统（UPS/计算机）</b>				
营业收入	537	618	711	817
增长率		15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	19.2%	21.4%	22.5%	22.5%
<b>新能源汽车</b>				
营业收入	120	252	504	706
增长率		110%	100%	40%
毛利率	18.0%	18.4%	20.0%	23.0%
<b>光伏储能</b>				
营业收入	121	605	1,089	1,525
增长率		400.0%	80.0%	40.0%
毛利率	11.6%	17.0%	17.0%	17.0%
<b>充电桩</b>				
营业收入	138	251	414	580
增长率		82.0%	65.0%	40.0%
毛利率	24.3%	21.5%	22.5%	24.0%
<b>(二) 开关电源</b>				
营业收入	644	741	852	979
增长率	18.8%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	18.3%	19.0%	21.0%	21.0%
<b>(三) 海光电子</b>				
营业收入		625	1,801	2,071
增长率			188.0%	15.0%
毛利率		15.0%	17.0%	18.2%
<b>(四) 其他业务</b>				
营业收入	89	102	117	135
增长率	154.5%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	25.8%	28.0%	31.0%	32.0%
<b>合计</b>	<b>1,649</b>	<b>3,194</b>	<b>5,488</b>	<b>6,813</b>
<b>增长率</b>	<b>29%</b>	<b>94%</b>	<b>72%</b>	<b>24%</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>19.0%</b>	<b>18.7%</b>	<b>19.3%</b>	<b>20.1%</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**投资建议：**我们选取主营被动元件或磁性材料业务的法拉电子、江海股份、云路股份和铂科新材作为可比公司，可比公司 2022PE 为 43.0 倍，2023PE 为 29.9 倍，2023PE 为 22.5 倍。新能源车、光储、充电桩等新能源领域需求强劲打开市场天花板，且公司并购海光电子之后强强联合后有望成为国内新能源磁性元件龙头，成长确定性增强，充分享受行业增长红利。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.5 /4.0 /5.6 亿元，同比增速为 478%/161%/41%，当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 50.7/19.4/13.7 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表12：可比公司估值（截至 2022 年 10 月 31 日）

公司代码	名称	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022PE	2023PE	2024PE
600563.SH	法拉电子	398.5	10.3	13.6	17.6	38.8	29.3	22.7
002484.SZ	江海股份	211.8	6.7	9.1	12.2	31.5	23.4	17.3
688190.SH	云路股份	113.7	2.2	3.4	4.5	50.7	32.8	24.8
300811.SZ	铂科新材	107.7	1.9	2.9	4.0	55.3	36.9	27.2
均值						44.1	30.6	23.0
002782.SZ	可立克	76.9	1.5	4.0	5.6	50.7	19.4	13.7

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

注：江海股份为东吴预测，法拉电子、云路股份、铂科新材为 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

**下游市场需求不及预期：**公司营业收入增量很大程度取决于新能源汽车领域、光伏&储能领域、充电桩领域等需求增量，如果未来新能源汽车渗透率、光伏&储能装机量、充电桩装机量等不及预期，将影响公司业绩和成长逻辑。

**行业竞争加剧：**随着新能源行业的发展，磁性元件市场进一步扩容，需注意国内外新玩家和已有玩家的产能拓展和产品研发情况，市场有竞争加剧的风险。

**原材料价格上涨：**公司营业成本中直接材料占比在 70%左右，其中主要原材料包括漆包线、磁芯、半导体、矽钢片等，若磁材价格、铜价格上涨，会导致公司毛利率下降，利润波动较大。

**投资损益波动风险：**公司历史年度投资净收益波动较大，投资标的市场价值出现较大波动，则将导致投资净收益波动，进而对公司业绩产生影响。

## 可立克三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1,307</b>	<b>2,450</b>	<b>2,984</b>	<b>3,767</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,649</b>	<b>3,194</b>	<b>5,488</b>	<b>6,813</b>
货币资金及交易性金融资产	454	321	483	1,095	营业成本(含金融类)	1,336	2,595	4,427	5,443
经营性应收款项	513	1,401	1,568	1,724	税金及附加	9	16	27	34
存货	312	693	897	910	销售费用	40	61	102	123
合同资产	0	0	0	0	管理费用	106	157	266	320
其他流动资产	28	34	35	38	研发费用	70	115	198	245
<b>非流动资产</b>	<b>768</b>	<b>1,042</b>	<b>1,263</b>	<b>1,470</b>	<b>财务费用</b>	<b>4</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>
长期股权投资	13	15	17	19	加:其他收益	6	11	15	25
固定资产及使用权资产	236	363	527	702	投资净收益	2	-77	0	0
在建工程	1	100	150	175	公允价值变动	-62	0	0	0
无形资产	54	59	64	69	减值损失	-17	-10	-9	-8
商誉	0	40	40	40	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	15	15	15	15	<b>营业利润</b>	<b>13</b>	<b>178</b>	<b>474</b>	<b>665</b>
其他非流动资产	450	450	450	450	营业外净收支	0	1	5	5
<b>资产总计</b>	<b>2,075</b>	<b>3,492</b>	<b>4,247</b>	<b>5,238</b>	<b>利润总额</b>	<b>13</b>	<b>179</b>	<b>479</b>	<b>670</b>
<b>流动负债</b>	<b>596</b>	<b>1,814</b>	<b>2,145</b>	<b>2,543</b>	减:所得税	-13	21	58	80
短期借款及一年内到期的非流动负债	119	239	359	479	<b>净利润</b>	<b>26</b>	<b>158</b>	<b>422</b>	<b>590</b>
经营性应付款项	364	1,367	1,462	1,683	减:少数股东损益	0	6	25	29
合同负债	2	5	7	7	<b>归属母公司净利润</b>	<b>26</b>	<b>152</b>	<b>397</b>	<b>560</b>
其他流动负债	111	204	317	374	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.06	0.32	0.83	1.18
非流动负债	6	71	74	77	EBIT	77	267	488	678
长期借款	0	20	20	20	EBITDA	117	315	549	752
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	18.95	18.74	19.32	20.11
租赁负债	6	11	14	17	归母净利率(%)	1.59	4.75	7.23	8.23
其他非流动负债	1	41	41	41	收入增长率(%)	28.83	93.70	71.82	24.14
<b>负债合计</b>	<b>603</b>	<b>1,886</b>	<b>2,219</b>	<b>2,620</b>	归母净利润增长率(%)	-87.25	477.80	161.24	41.34
归属母公司股东权益	1,473	1,550	1,946	2,507					
少数股东权益	0	56	81	111					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,473</b>	<b>1,606</b>	<b>2,028</b>	<b>2,617</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,075</b>	<b>3,492</b>	<b>4,247</b>	<b>5,238</b>					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-134	121	319	770	每股净资产(元)	3.09	3.25	4.08	5.26
投资活动现金流	22	-398	-277	-277	最新发行在外股份(百万股)	477	477	477	477
筹资活动现金流	31	144	120	119	ROIC(%)	9.85	13.53	20.00	21.48
现金净增加额	-90	-133	162	612	ROE-摊薄(%)	1.78	9.79	20.37	22.36
折旧和摊销	40	48	61	74	资产负债率(%)	29.03	54.01	52.26	50.03
资本开支	-70	-319	-275	-275	P/E(现价&最新股本摊薄)	292.72	50.66	19.39	13.72
营运资本变动	-257	-187	-171	99	P/B(现价)	5.22	4.96	3.95	3.07

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

### 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>