

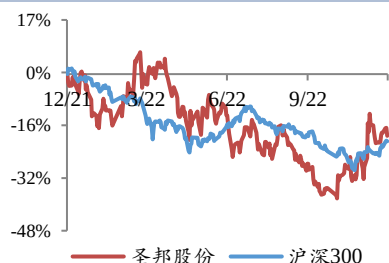
电源+信号链双轮驱动，Catalog 模式加速企业成长

投资评级：增持（首次）

报告日期：2022-12-08

收盘价（元）	176.23
近 12 个月最高/最低（元）	235.32/129.48
总股本（亿股）	3.57
流通股本（亿股）	3.38
流通股比例（%）	94.67
总市值（亿元）	615.13
流通市值（亿元）	582.64

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：胡杨

执业证书号：S0010521090001

电话：15189021156

邮箱：huyang@hazq.com

主要观点：

- 国内模拟芯片自给率较低，长期来看，国产替代空间广阔
圣邦股份是国内模拟芯片头部企业。虽然中国是最大的模拟芯片消费市场，但是当前本土模拟芯片自给率不足 20%，仍有较大提升空间。虽然短期内消费市场仍有疲软，但随着经济复苏以及疫情好转，预计市场对于消费的需求也将逐渐回暖，带动模拟芯片需求复苏并提升。
- Catalog 模式模拟芯片头部企业，增加产品覆盖度推动企业快速发展
作为国内领先的 Catalog（目录式）模拟芯片设计公司，圣邦产品种类丰富，目前在售型号 4000 余种，模拟芯片产品全面覆盖电源管理和信号链领域。目录式芯片公司可以更加全面覆盖下游应用领域及终端客户需求，公司产品广泛应用于通讯设备、消费类电子、工业和汽车电子等领域，其终端客户数量众多，营业周期性波动小，企业稳定快速发展。
- 持续研发投入以及行业并购，借鉴国际领先模拟半导体公司成功之路
公司坚持重研发投入，其团队核心成员均具有国际一流半导体公司研发及管理经验；技术、业务骨干毕业于一流院校。并且，公司借鉴国际领先模拟半导体公司，通过持续并购加强其在部分模拟产品的领先地位并大力扩充产品线种类，以更加全面开拓下游应用市场领域。
- 投资建议
我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 9.68 亿元、11.30 亿元、13.10 亿元，对应市盈率为 63x、54x 和 47x，给予公司“增持”评级。
- 风险提示
上游原材料价格波动风险、渠道及终端客户库存积压风险、行业竞争加剧。

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	2238	3178	3826	4479
收入同比	87.1%	42.0%	20.4%	17.1%
归属母公司净利润	699	968	1130	1310
净利润同比	142.2%	38.5%	16.7%	15.9%
毛利率	55.5%	57.6%	56.6%	56.3%
ROE	29.1%	29.7%	25.8%	23.0%
每股收益（元）	2.98	2.71	3.17	3.67
P/E	103.81	63.40	54.31	46.86
P/B	30.35	18.86	14.00	10.78
EV/EBITDA	105.10	60.77	51.76	44.68

资料来源：Wind，华安证券研究所

正文目录

1 圣邦股份：国内模拟芯片头部企业	4
1.1 重视研发的模拟企业，产品种类国内第一	4
1.2 营业收入持续增长，盈利能力稳步提升	6
2 模拟行业稳定增长，国产化前景广阔	7
2.1 模拟芯片市场近 600 亿美元，周期波动相对较小	7
2.2 成熟制程为主，BCD 是主要工艺	8
2.3 国产化率较低，产品稀缺性/丰富度决定竞争优势	9
3 复刻海外龙头成长路径，助力圣邦快速成长	11
3.1 海外龙头常年领先，“内生+外延”是成功关键	11
3.2 积极追赶海外龙头，持续丰富产品矩阵	12
4 盈利预测与估值	12
4.1 盈利预测	12
4.2 公司估值	13
风险提示	14
财务报表与盈利预测	15

图表目录

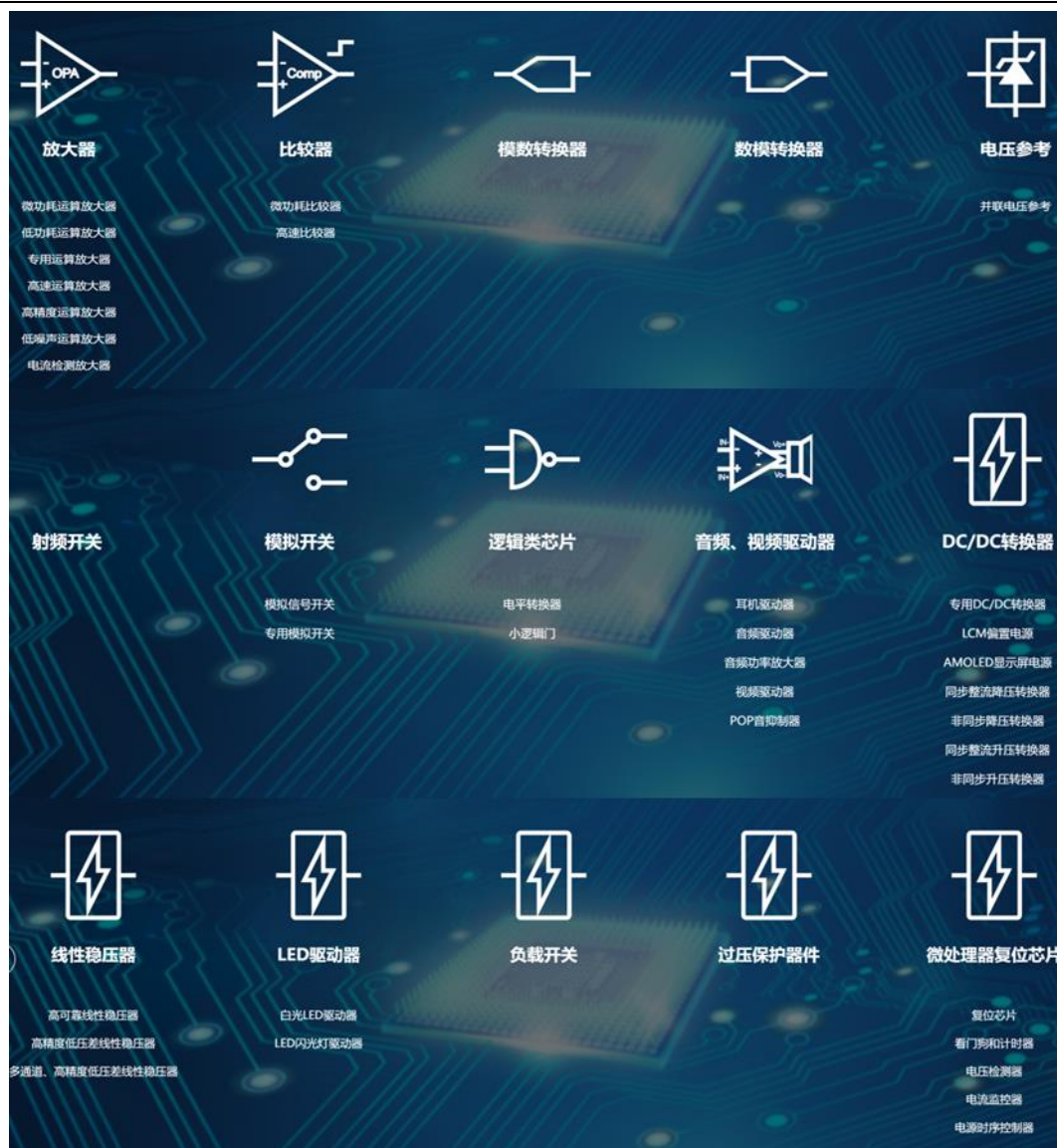
图表 1 公司部分产品介绍	4
图表 2 公司股权结构 (截至 22Q3)	5
图表 3 公司核心团队人员介绍	5
图表 4 公司研发费用情况 (单位: 亿元)	6
图表 5 公司人均创收国内同业领先 (单位: 亿元)	6
图表 6 公司营业收入情况 (单位: 亿元)	6
图表 7 公司归母净利润情况 (单位: 亿元)	6
图表 8 圣邦毛利率不断向海外头部企业靠拢	7
图表 9 公司净利率处于本土业内领先	7
图表 10 全球模拟半导体市场规模 (单位: 亿美元)	7
图表 11 模拟芯片市场下游应用分散	8
图表 12 模拟芯片市场波动相对较小	8
图表 13 台积电工艺制程	8
图表 14 BCD 工艺介绍	8
图表 15 中国是最大的模拟芯片市场	9
图表 16 国产替代进程加速, 促进本土企业营收快速成长	9
图表 17 国内模拟芯片市场以通讯和消费为主	10
图表 18 本土企业在信号链领域布局较少	10
图表 19 全球模拟芯片市场竞争格局相对稳定	11
图表 20 TI 发展历程	11
图表 21 ADI 发展历程	11
图表 22 公司产品数量在本土业内领先	12
图表 23 公司部分收购并购情况	12
图表 24 2022 年-2024 年公司业绩拆分及盈利预测	13
图表 25 可比公司估值	13

1 圣邦股份：国内模拟芯片头部企业

1.1 重视研发的模拟企业，产品种类国内第一

十五年积淀成就国内模拟芯片头部企业。圣邦股份成立于 2007 年，国内首家专注于多品类模拟集成电路研发、设计和销售的 Fabless 芯片公司。公司产品覆盖信号链和电源管理两大领域，拥有 25 大类 4000 余款可销售型号，包括运算放大器、比较器、音频功率放大器、模拟开关、温度传感器、模数转换器 (ADC)、数模转换器 (DAC)、电平转换芯片、接口电路、电压基准芯片、小逻辑芯片、LDO、DC/DC 转换、LED 驱动器、PMU、OVP 及负载开关、电池充放电管理芯片、马达驱动芯片、MOSFET 驱动芯片等。

图表 1 公司部分产品介绍

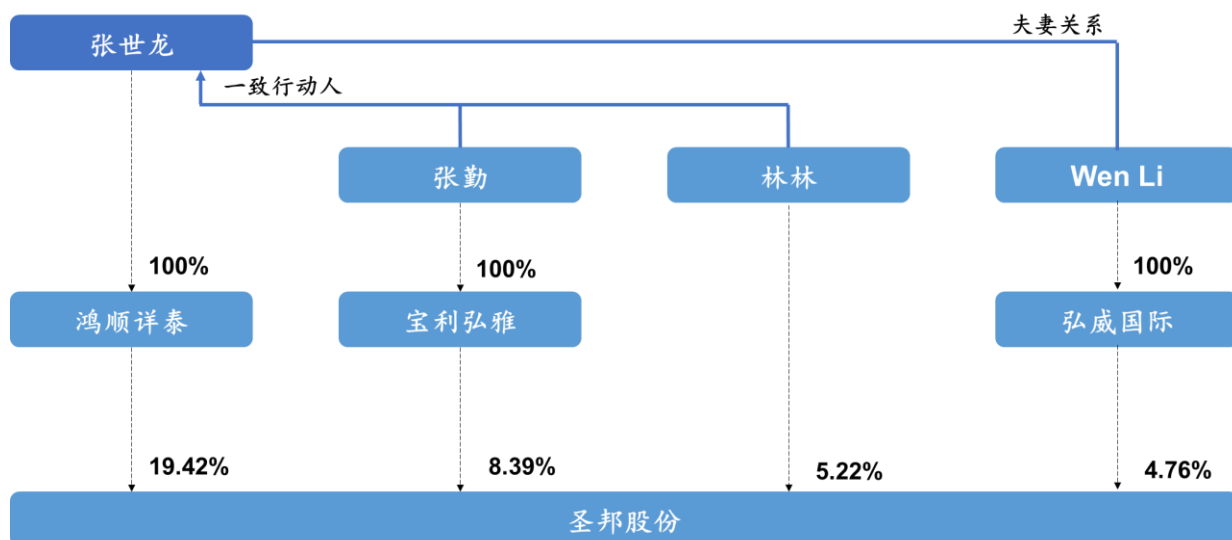


资料来源：公司官网，华安证券研究所

股权结构集中，创始人具有丰富模拟芯片研发经验。截止 22Q3，公司第一大股东为鸿顺祥泰（公司创始人张世龙 100%持股公司）持股比例为 19.42%，其次为宝

利弘雅（张勤女士 100%持股公司），持股比例为 8.39%。此外，林林先生直接持股 5.22%，弘威国际（Wen Li 女士 100%持股公司）持股比例 4.76%。张勤女士和林林先生签署了《一致行动协议》、《一致行动协议之补充协议》，支持和巩固张世龙先生的控制权。张世龙先生是公司实际控制人，其与 Wen Li 女士是夫妻关系，与张勤女士是表兄妹关系。张世龙先生曾任 TI 工程师，具有丰富的模拟芯片研发经验，在模拟 IC 领域具备 20 年以上经验，叠加公司清晰明确的股权结构，利于公司长期稳定运营和发展。

图表 2 公司股权结构（截至 22Q3）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

核心团队由业内资深专家组成，平均从业年龄超过 20 年。公司具有过硬的技术实力，技术团队由国际行业资深专家组成（董事长与副总经理曾就职于 TI），拥有先进的模拟集成电路设计、工艺、测试技术和丰富的生产管理、品质管理经验，核心人员平均从业年龄超过 20 年。

图表 3 公司核心团队人员介绍

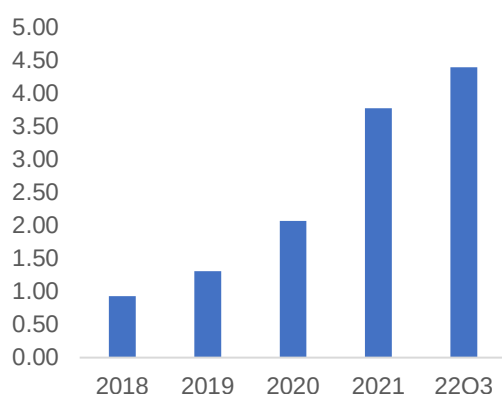
成员	职位	介绍
张世龙	董事长、总经理	曾任铁道部专业设计院工程师、TI 工程师，曾先后荣获“中关村高端领军人才，北京市特聘专家”、“科技北京百名领军人才”等荣誉
张海冰	副总经理	曾任成都电业局工程师、TI 工程师
姚若亚	核心技术人员	曾任北京电力高等专科学校信息系主任、北京交通大学电子信息学院通信系副主任、北京超思电子技术公司技术部经理、深圳市理邦精密仪器有限公司总工兼多参数产品线总监
谭磊	核心技术人员	曾任核工业部北京核仪器厂第二和第四研究室副主任，美国美信集成产品公司北京办事处中国区现场应用工程经理，香港研诺逻辑科技有限公司北京代表处中国区现场应用工程总监，技领半导体（上海）有限公司电源管理产品线总监
徐前江	核心技术人员	曾任台湾联华电子股份有限公司集成电路设计工程师，1998 年至 2001 年任美国国家半导体公司上海办事处高级应用工程师，2002 年至 2006 年任美国英特矽尔半导体有限公司上海办事处高级应用工程师

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重视研发投入，人均创收国内领先。公司拥有较强的自主研发实力和创新能力，

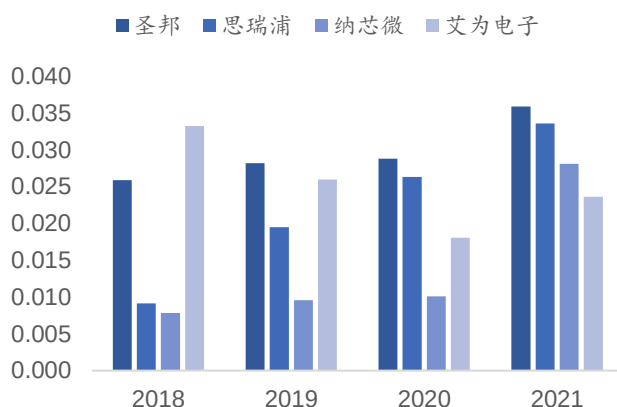
十余年来持续加大研发投入，使得核心技术创新能力进一步得以强化。公司持续加大研发投入，研发费用于 2018~22Q3 从 0.93 亿元增长至 4.40 亿元，技术人员数量也不断增长，公司人均创收在国内同业者中处于领先水平。

图表 4 公司研发费用情况 (单位: 亿元)



资料来源: choice, 华安证券研究所

图表 5 公司人均创收国内同业领先 (单位: 亿元)

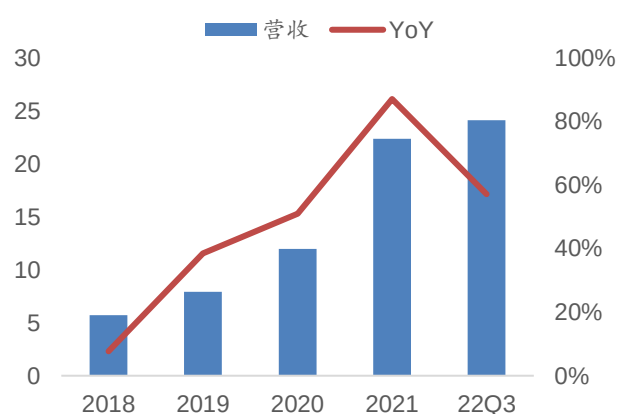


资料来源: choice, 华安证券研究所

1.2 营业收入持续增长，盈利能力稳步提升

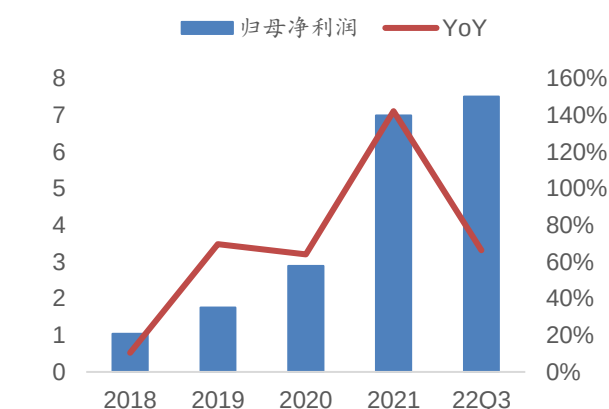
2018-22Q3 年公司营业收入及归母净利润快速增长。通过产品种类的不断丰富，公司下游客户覆盖范围持续增加，也吸引了更多客户，促进营业收入的增长。并且从 20H2 起，全球半导体行业“缺芯”导致供需关系不平衡而促成半导体行业芯片价格上涨。2018~2021 年，公司营收从 5.72 亿元增长至 22.38 亿元，归母净利润从 1.04 亿元增长至 6.99 亿元。22 年前三季度，公司累计实现营收 24.12 亿元，归母净利润 7.51 亿元。

图表 6 公司营业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: choice, 华安证券研究所

图表 7 公司归母净利润情况 (单位: 亿元)

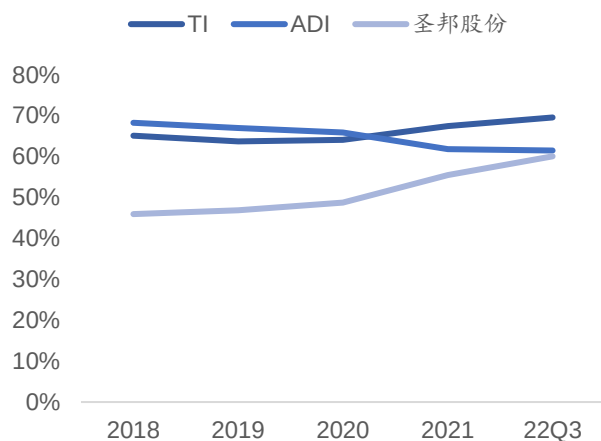


资料来源: choice, 华安证券研究所

借助新产品推广及“缺芯”红利，公司毛利率稳定提升。公司通过新产品研发，从 6 寸晶圆向 12 寸晶圆产品转型以及高端产品布局使公司毛利率连年增长。20H2，全球半导体行业“缺芯”导致供需关系不平衡而促成毛利进一步提升，22Q3，公司毛

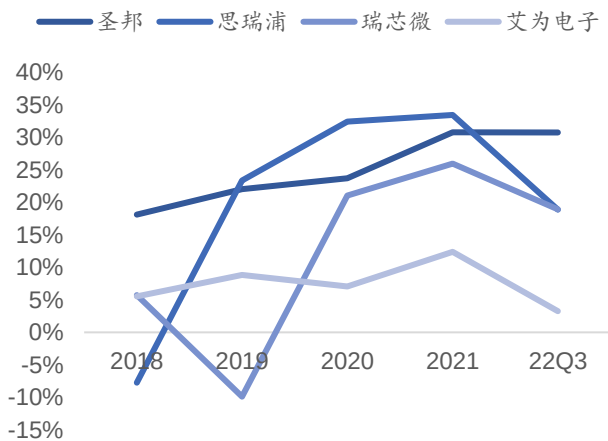
利达到 60.06%。从中长期看，随着基于 12 寸晶圆生产的芯片占比不断提高以及新产品的不断推出，公司毛利率会进一步提升，向海外模拟半导体巨头德州仪器、亚德诺半导体靠拢。

图表 8 圣邦毛利率不断向海外头部企业靠拢



资料来源: choice, 华安证券研究所

图表 9 公司净利率处于本土业内领先



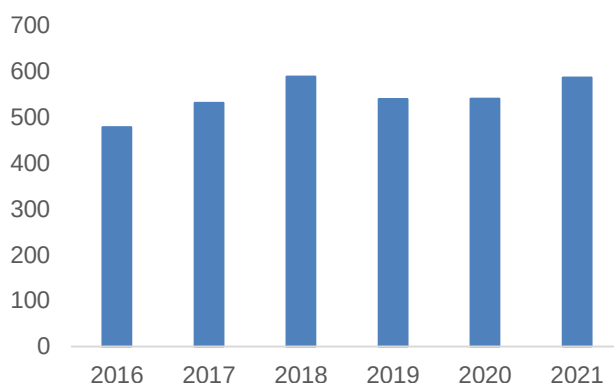
资料来源: choice, 华安证券研究所

2 模拟行业稳定增长，国产化前景广阔

2.1 模拟芯片市场近 600 亿美元，周期波动相对较小

模拟芯片市场近 600 亿美元，下游应用广泛。由于模拟芯片主要用于实现信号链的传输和对电流、电压进行管理。所以，其被广泛应用于通讯设备、消费、PC、工业和汽车电子等众多领域。根据中商情报网，2021 年全球模拟芯片市场达到 586 亿美元。

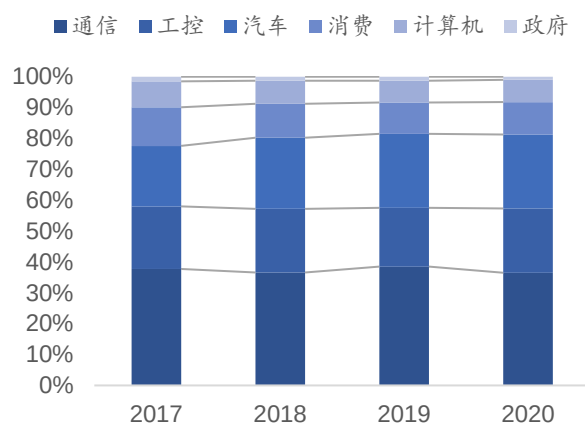
图表 10 全球模拟半导体市场规模 (单位: 亿美元)



资料来源: 中商情报网, 华安证券研究所

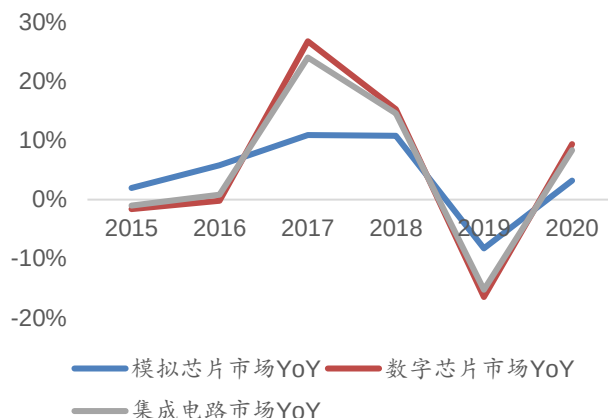
消费占比较小，分散的下游使得模拟芯片市场周期波动相对稳定。模拟芯片下游应用广泛且分散（通讯 36%、汽车 24%、工控 21%、消费 11%、计算机 7%），导致模拟芯片对单一下游应用市场的依赖性较低，且由于不同下游应用之间周期的不同步，从而弱化了模拟芯片市场的周期性。

图表 11 模拟芯片市场下游应用分散



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

图表 12 模拟芯片市场波动相对较小

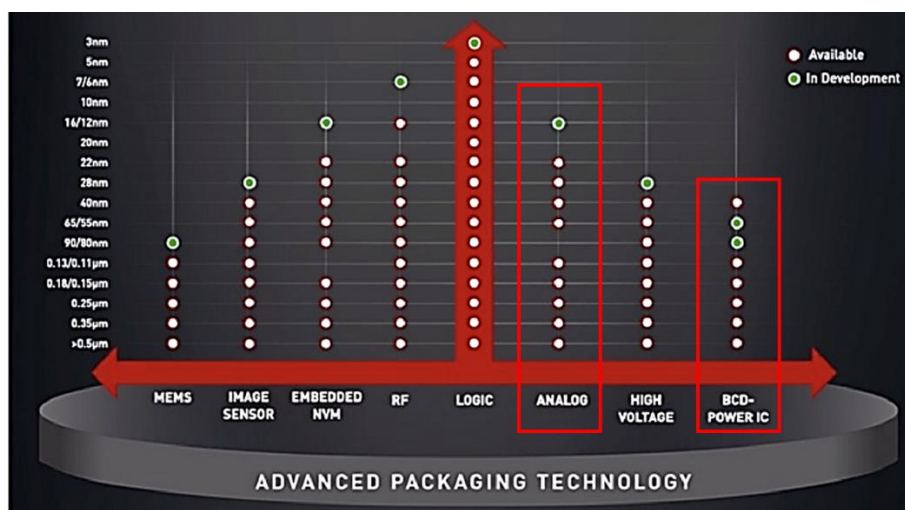


资料来源：WSTS，华安证券研究所

2.2 成熟制程为主，BCD 是主要工艺

模拟芯片的工艺以成熟制程为主。模拟芯片产品强调高信噪比、低失真、高可靠性和稳定性，而制程的缩小反而可能导致模拟电路性能的降低。目前业界仍在大量使用的，是 0.18um 和 0.13um 的工艺节点。但是，为进一步提升产品性能并更好地控制成本，相关制造厂正积极研发可用于 12 英寸晶圆的模拟芯片相关工艺。随着越来越多的模拟芯片采用 12 英寸晶圆，相关产品的成本有望进一步下降。

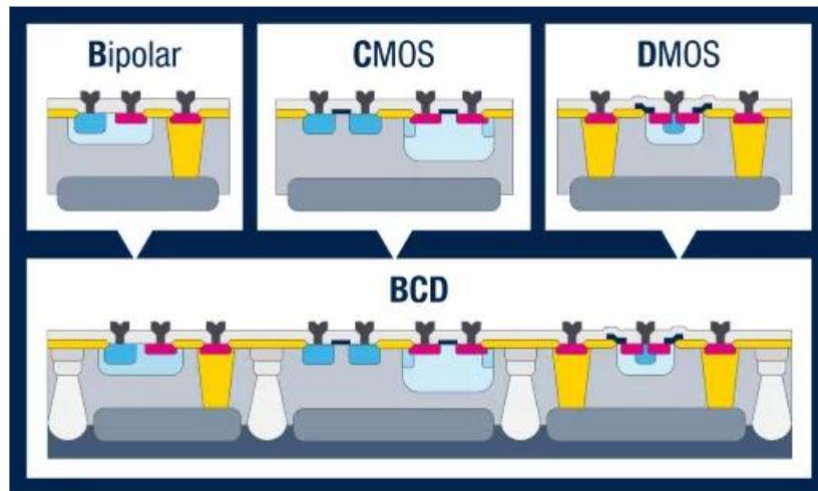
图表 13 台积电工艺制程



资料来源：Cadence，华安证券研究所

BCD 工艺是模拟芯片主要采用的工艺。BCD (Bipolar-CMOS-DMOS) 技术是一种单片集成工艺技术，能够在同一芯片上制作 Bipolar\CMOS\DMOS 器件，综合了双极器件高跨导、强负载驱动能力和 CMOS 集成度高、低功耗的优点，使其互相取长补短，发挥各自的有点，同时 DMOS 可以在开关模式下工作、功耗极低。BCD 可大幅降低功率损耗、提高系统性能，节省电路封装费用，并具有更好的可靠性。

图表 14 BCD 工艺介绍

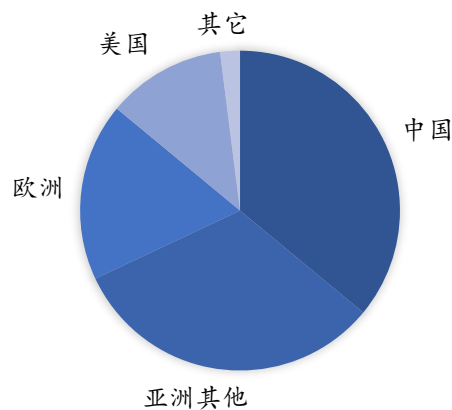


资料来源：电子工程专辑，华安证券研究所

2.3 国产化率较低，产品稀缺性/丰富度决定竞争优势

中国大陆模拟芯片市场规模约 205 亿美元，但自给率不足 20%。从区域分布情况看，中国大陆是最大的模拟芯片市场。2020 年，中国大陆的市场占全球的 36%，近 205 亿美元的规模，其次分别为亚洲其它、欧洲、美国，占比分别为 32%、18%、12%。然而，尽管近年我国模拟芯片企业营收增长快速，但总体体量仍然较少，自给率不足 20%。

图表 15 中国是最大的模拟芯片市场



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

19 年起，国产替代进程加速，带动本土企业营收大幅提升。通过对比部分模拟芯片企业的营收增速，我们可以发现，海外头部企业在 2019 年的营收均处于负增长（因为行业进入下行期），而本土模拟芯片企业却保持了快速增长，这得益于中美科技战的加剧所导致的半导体国产替代进程加速。

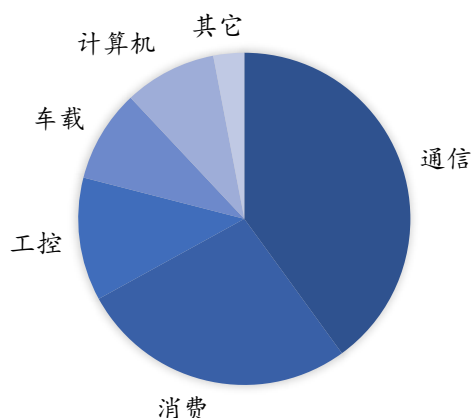
图表 16 国产替代进程加速，促进本土企业营收快速成长

	2017	2018	2019	2020	2021
TI	12%	6%	-9%	1%	27%
ADI	49%	21%	-3%	-6%	31%
美信	49%	-7%	-5%	20%	--
圣邦	18%	8%	38%	51%	87%
思瑞浦	--	2%	166%	87%	134%
艾为电子	60%	33%	47%	41%	62%
全球模拟芯片市场	11%	11%	-8%	3%	33%

资料来源: choice、WSTS, 华安证券研究所

本土模拟芯片市场以通讯/消费为主。国内模拟芯片市场主要集中于通信和消费领域, 该两大领域主要大客户也多为国内企业, 更利于本土模拟芯片企业快速导入产品并进行国产替代。本土模拟芯片企业目前产品的主要应用领域也以消费类为主, 不过, 近年来, 本土模拟芯片企业也开始向更为高端的领域进军, 推出了车载用模拟芯片。

图表 17 国内模拟芯片市场以通讯和消费为主



资料来源: 产业信息网, 华安证券研究所

产品稀缺性/丰富度决定赛道竞争优势, 圣邦具有较为全面的产品布局。模拟芯片产品种类繁多, 不存在单一企业在所有模拟芯片细分市场均占优势的情况。龙头厂商通常依靠丰富的产品矩阵和先进的技术保持领先地位。在自给率较低的情况下, 产品稀缺性决定了竞争优势, 也避免了红海市场, 利于企业快速成长。本土企业在电源管理领域布局较多, 但在信号链领域相对布局较少。

图表 18 本土企业在信号链领域布局较少

		圣邦股份	思瑞浦	艾为电子	上海贝岭	富满微	晶丰明源	芯朋微	明微电子	力芯微	芯海科技
电源管理	LED驱动	√		√	√	√	√		√	√	
	栅驱动	√			√						
	LDO	√	√	√	√	√		√	√	√	
	DC-DC	√	√		√	√	√	√	√		
	AC-DC				√	√	√	√	√		
	充电管理	√			√	√		√		√	
	电源监控	√	√								
	过压保护	√		√				√		√	
	负载开关	√		√	√						
	马达驱动	√	√	√	√	√					
	复位IC	√	√					√			
信号链	模拟开关	√	√								
	放大器	√	√	√		√					
	比较器	√	√								
	ADC	√	√		√						√
	DAC	√	√								

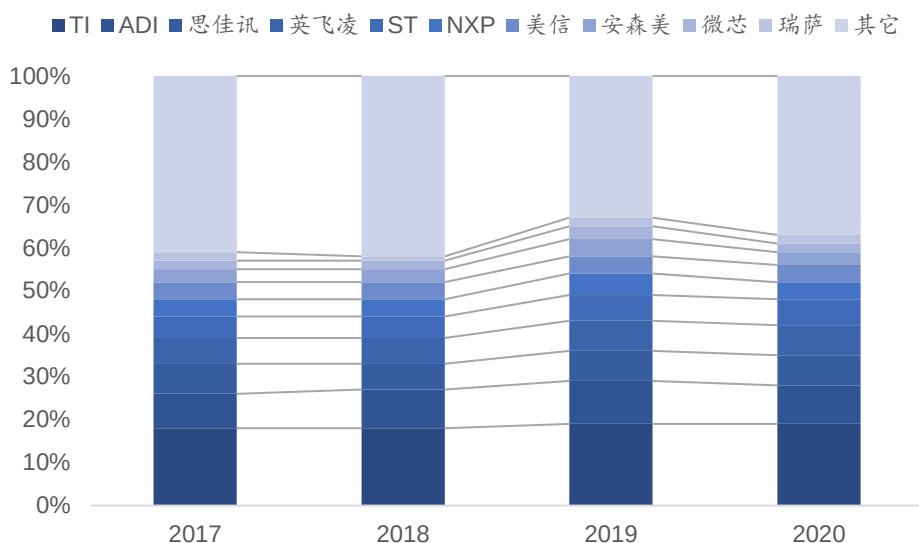
资料来源：各公司公告、各公司官网，华安证券研究所

3 复刻海外龙头成长路径，助力圣邦快速成长

3.1 海外龙头常年领先，“内生+外延”是成功关键

欧美企业在模拟芯片市场常年保持领先。由于模拟芯片行业具有重视经验积累、产品研发周期长、生命周期长等特性，其产品和技术很难在短时间内被复制和替代，全球模拟厂商竞争格局相对稳定，前十大模拟芯片企业市占率合计 60% 左右。其中，TI 和 ADI 稳居全球前二。

图表 19 全球模拟芯片市场竞争格局相对稳定



资料来源：IC Insights，华安证券研究所

海外龙头的共通点在于对市场趋势敏感、技术领先、产品丰富和并购整合。回顾历史，我们发现，海外龙头成功的共通点在于采取了“内生增长+外延并购”的模式，前期抓住市场走向，推出符合趋势的产品，并持续丰富产品线，后期通过并购整合来扩大公司业务覆盖范围，并始终保持技术领先，从而得以在模拟芯片市场占据较大份额。

图表 20 TI 发展历程

年份	事件
1989	退出PC市场，转向DSP
2000	收购模拟厂商Burr-Brown，组合DSP与模拟IC业务
2005	05年起先后出售LDC\DSL\传感器\手机基带业务
2009	成为第一家在12英寸设备上制造模拟芯片的公司
2010	收购多家晶圆厂用于制造模拟IC
2011	收购国民半导体，大幅提升市占率至17%
2014	宣布将更多产品转移至12英寸晶圆厂
2016	放弃设计注册制
2020	宣布接触与代理商安富利(AVNET)、世平(WPI)和文晔(WT Group)的合作关系
2021	计划收购美光在犹他州的12英寸工厂

资料来源：公司公告、电子工程专辑，华安证券研究所

图表 21 ADI 发展历程

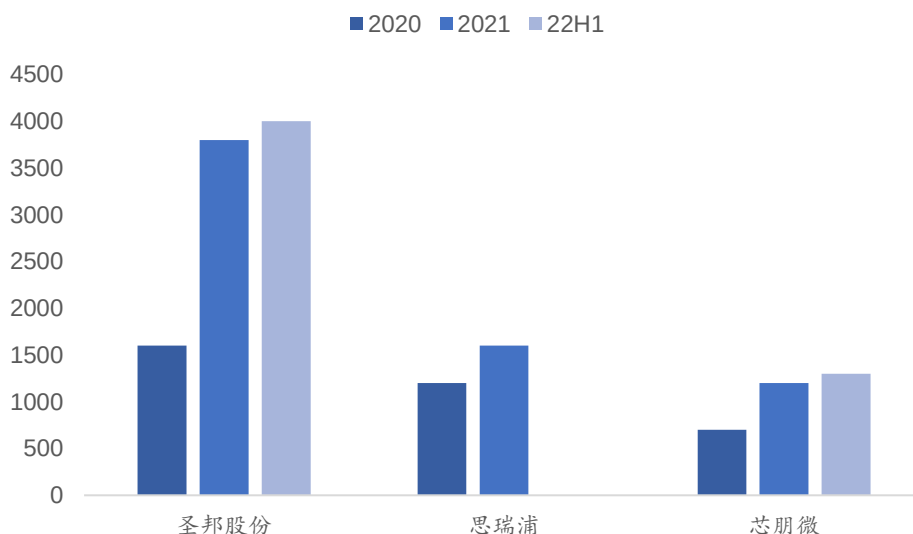
年份	事件
1965	创立之初便顺应新市场，开发运算放大器等分立器件
1968	受市场驱动，迅速获得成功，营收达570万美元
1969	上市并收购Pastoriza Research(该公司开发可进行模数转换的集成电路)
1971	推出业内第一款激光微调线性IC FET输入运算放大器
1980-1983	投资11家公司，以拓宽在数字信号处理电路、图像处理系统和电信仪器等领域的产品线
2012	收购Multigig，用于增强ADI在独立和嵌入式应用中的时钟能力
2014	收购讯泰，从而增加了2000多种射频和微波产品，拥有了完整的射频产品解决方案
2017	收购Linear，进一步丰富电源产品线
2020	与美信达成收购协议

资料来源：公司公告、电子工程世界，华安证券研究所

3.2 积极追赶海外龙头，持续丰富产品矩阵

目录式 (Catalog) 发展方式，已有 4000 余款产品，数量国内领先。目录式模拟芯片是指通过产品数量对电源管理类和信号链类产品进行广度覆盖，以更好地覆盖下游应用领域及终端客户，全球模拟芯片前两大模拟芯片公司 TI 和 ADI 均为目录式模拟芯片公司。模拟半导体行业具有先行优势的明显特点，终端客户进行产品设计时，会倾向从现有供方进行选择。因此，对不同规格的同类产品进行目录式覆盖具有重要意义，可帮助终端客户在不同项目选型时提供多样芯片选择，目录式模拟芯片厂商的可售料号与其营业收入有一定正相关性。圣邦股份通过持续研发投入，不断扩充公司可售产品型号数量，每年新增产品百余款。

图表 22 公司产品数量在本土业内领先



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

并购多家企业，快速丰富产品矩阵。模拟芯片种类繁多，通过并购来快速扩充产品种类是海外龙头的成长方式之一。圣邦近年来亦加速企业并购，加强优势产品线及扩充补充完善产品线覆盖度，公司先后收购或并购大连阿尔法，上海萍生微电子，杭州深谙微电子，苏州青新方电子和上海方泰电子，完善或扩充电源管理类芯片，射频芯片，信号链芯片和电源模块等产品领域，成为目前国内产品数量最多，覆盖广度最广的目录式模拟半导体厂商。

图表 23 公司部分收购并购情况

年份	圣邦股份收购或入股公司	主要扩充或者加强产品领域
2018 年	大连阿尔法模拟技术股份有限公司	电源管理芯片
2019 年	上海萍生电子科技有限公司	射频芯片
2019 年	杭州深谙电子科技有限公司	信号链芯片
2020 年	苏州青新方电子科技有限公司	电源模块
2021 年	上海方泰电子科技有限公司	音频功放

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设 1：电源管理芯片业务：公司通过产品研发及收购并购，加强其在电源管理芯片业务的综合实力，更全面地覆盖客户需求，使其营收快速增长。然而，消费电子市场疲软，TI 等厂商的新增产能又将陆续开出，所以未来市场竞争可能加剧。我们预计 2022-2024 年圣邦电源管理芯片业务的营收增速分别为 40%、20%、17%，毛利率分别为 55%、54%、54%。

关键假设 2：信号链业务：除电源管理芯片外，公司也持续拓展信号链芯片覆盖种类，通过高端产品研发，保持该部分业务的营收占比和毛利率的同时实现高速增长趋势。考虑到公司的消费应用占比较高，且疲软的需求及市场竞争会对未来营收和毛利率的增长造成一定影响，我们预计 2022-2024 年圣邦信号链营收增速分别为 47%、21%、18%，毛利率分别为 63%、62%、61%。

图表 24 2022 年-2024 年公司业绩拆分及盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
电源管理芯片					
营业收入（百万元）	847.94	1528.58	2317.52	2563.48	2992.21
YoY		80.27%	39.84%	19.93%	16.72%
营业成本（百万元）	469.17	717.97	961.88	1179.20	1376.42
毛利率	44.68%	53.03%	55.00%	54.00%	54.00%
信号链芯片					
营业收入（百万元）	348.60	708.99	1040.95	1262.61	1487.15
YoY		103.38%	46.82%	21.29%	17.78%
营业成本	144.25	278.14	385.15	479.79	579.99
毛利率	58.62%	60.77%	63.00%	62.00%	61.00%
合计（百万元）					
营业收入（百万元）	1196.54	2237.58	3178.47	3826.09	4479.36
YoY		87.07%	42.05%	20.38%	17.07%
销售成本	613.42	996.12	1347.43	1658.99	1956.40
毛利率	48.73%	55.48%	57.62%	56.64%	56.32%

资料来源：华安证券研究所整理

4.2 公司估值

公司主要业务为电源管理芯片和信号链芯片，2022 年可比公司 PE 均值为 87 倍。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 9.68 亿元、11.30 亿元和 13.10 亿元，对应 EPS 分别 2.71 元、3.17 元和 3.67 元，最新收盘价对应 PE 为 63x、54x 和 47x。公司作为本土的头部企业，相对同类型公司成长更加确定，并享受一定估值溢价，给予“增持”评级。

图表 25 可比公司估值（来自 wind 一致估值）

代码	公司	净利润（百万元）				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
688536.SH	思瑞浦	443.54	428.53	737.48	1023.98	139	89	52	37
688798.SH	艾为电子	288.35	314.64	489.96	705.98	124	62	40	27
688052.SH	纳芯微	223.74	346.52	533.51	821.39	--	109	71	46
平均						132	87	54	37

资料来源：Wind，华安证券研究所

风险提示

上游原材料价格波动风险、渠道及终端客户库存积压风险、行业竞争加剧。

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	2108	2521	3220	4264	营业收入	2238	3178	3826	4479
现金	1186	615	1134	1189	营业成本	996	1347	1659	1956
应收账款	93	260	229	393	营业税金及附加	13	19	23	27
其他应收款	9	7	12	10	销售费用	118	191	230	269
预付账款	13	17	22	26	管理费用	70	118	142	166
存货	399	798	584	992	财务费用	-3	0	0	0
其他流动资产	409	824	1239	1654	资产减值损失	-52	0	0	0
非流动资产	941	1352	1768	2193	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	275	395	515	635	投资净收益	110	35	42	49
固定资产	114	167	221	280	营业利润	740	1024	1196	1386
无形资产	28	44	60	76	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	524	745	971	1202	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	3049	3872	4988	6457	利润总额	739	1023	1194	1384
流动负债	487	473	471	646	所得税	50	67	78	90
短期借款	0	0	0	0	净利润	689	957	1117	1294
应付账款	247	254	207	337	少数股东损益	-10	-12	-14	-16
其他流动负债	240	219	265	309	归属母公司净利润	699	968	1130	1310
非流动负债	157	157	157	157	EBITDA	684	1001	1165	1349
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.98	2.71	3.17	3.67
其他非流动负债	157	157	157	157					
负债合计	645	630	629	803					
少数股东权益	-1	-13	-27	-43					
股本	236	355	355	355					
资本公积	833	714	714	714					
留存收益	1337	2187	3317	4627					
归属母公司股东权	2406	3255	4386	5696					
负债和股东权益	3049	3872	4988	6457					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	763	251	1222	759	成长能力				
净利润	689	957	1117	1294	营业收入	87.1%	42.0%	20.4%	17.1%
折旧摊销	57	12	12	12	营业利润	145.3%	38.5%	16.7%	15.9%
财务费用	10	0	0	0	归属于母公司净利	142.2%	38.5%	16.7%	15.9%
投资损失	-110	-35	-42	-49	获利能力				
营运资金变动	105	-683	134	-500	毛利率 (%)	55.5%	57.6%	56.6%	56.3%
其他经营现金流	596	1641	984	1795	净利率 (%)	31.2%	30.5%	29.5%	29.3%
投资活动现金流	-320	-704	-702	-705	ROE (%)	29.1%	29.7%	25.8%	23.0%
资本支出	-181	-201	-206	-216	ROIC (%)	23.8%	28.0%	24.4%	21.9%
长期投资	-38	-535	-535	-535	偿债能力				
其他投资现金流	-100	32	39	46	资产负债率 (%)	21.1%	16.3%	12.6%	12.4%
筹资活动现金流	-46	-119	0	0	净负债比率 (%)	26.8%	19.4%	14.4%	14.2%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	4.33	5.33	6.83	6.60
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.40	3.32	5.04	4.50
普通股增加	80	119	0	0	营运能力				
资本公积增加	202	-119	0	0	总资产周转率	0.91	0.92	0.86	0.78
其他筹资现金流	-328	-119	0	0	应收账款周转率	29.03	18.00	15.65	14.40
现金净增加额	388	-571	520	54	应付账款周转率	4.94	5.37	7.20	7.20

每股指标 (元)					每股收益	2.98	2.71	3.17	3.67
					每股经营现金流	2.14	0.70	3.42	2.12
					每股净资产	10.18	9.11	12.28	15.95
					估值比率				
					P/E	103.81	63.40	54.31	46.86
					P/B	30.35	18.86	14.00	10.78
					EV/EBITDA	105.10	60.77	51.76	44.68

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。