

优利德 (688628.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

高端产品放量，22Q4 业绩拐点呈现

业绩简评

2023年2月3日公司披露全年业绩快报，全年实现营收8.92亿元，同比+5.92%；实现归母净利润1.18亿元，同比+8.15%；剔除股份支付费用影响后归母净利润为1.29亿元，同比+18.34%。其中，单Q4实现营收1.96亿元，同比增长18.7%；实现归母净利润0.25亿元，同比增长190.4%，环比增长59.1%，符合预期。

经营分析

高端仪器仪表发力，毛利率环比持续改善。22年以来公司重视高端仪器仪表发展，毛利率环比持续改善，22Q1-Q3毛利率为34.9%/35.1%/36.9%，我们测算22Q4毛利率水平接近39%，盈利能力稳步提升，随着高端仪器仪表逐渐放量，盈利能力有望继续提升。

仪表：多行业驱动，高端仪表有望高速增长。1) 新能源类仪表：公司近年来推动新能源汽车类万用表、光伏万用表等新品，产品性能优异，有望导入头部客户；2) 红外热像仪：红外热像仪替代点温枪趋势明确，下游应用领域包括电子、暖通管道、建筑等多个行业；根据公告，21年非测温业务收入增速达42.03%，随着工业测温领域渗透率不断提升，预计22-24年温度与环境业务收入为1.96/2.74/3.84亿元。

仪器：入股迅芯微，高端仪器有望量利齐升。公司电子测量仪器领域早期与电子科大合作，深耕行业十余载，22年11月公司发布2.5GHz带宽高端示波器，正式进军高端示波器行业，发布一个月订单超过60台，产品认证顺利。22年底公司投资500万元入股迅芯微、有望攻克芯片壁垒，继续发力高端仪器，随着高端仪器产品不断放量，预计22-24年公司仪器领域收入为1.08/2.18/3.19亿元。

盈利预测、估值与评级

根据公告，我们调整公司收入、归母净利润预测，预计2022-2024年公司营业收入为8.92/11.59/14.52亿元，归母净利润为1.18/1.96/2.81亿元，对应PE为33/20/14X，维持“买入”评级。

风险提示

产品研发不及预期、汇率波动风险、原材料价格波动风险、限售股解禁风险、疫情反复风险。

机械组

分析师：满在朋 (执业S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：40.24元

相关报告：

- 《海外需求疲软，后续有望受益贴息政策-优利德2022季报点评》，2022.10.28
- 《Q2业绩承压，ADC芯片进入流片环节-优利德2022中报点评》，2022.8.26
- 《综合性测试测量仪器企业，向中高端进发-优利德首次覆盖报告》，2022.6.23



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	886	842	892	1,159	1,452
营业收入增长率	63.98%	-4.90%	5.92%	29.93%	25.28%
归母净利润(百万元)	147	109	118	196	281
归母净利润增长率	175.95%	-26.04%	8.72%	66.11%	42.91%
摊薄每股收益(元)	1.782	0.988	1.070	1.778	2.541
每股经营性现金流净额	2.78	-0.33	1.77	2.45	3.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	35.57%	11.45%	11.42%	16.54%	19.86%
P/E	19.77	35.63	32.90	19.81	13.86
P/B	7.03	4.08	3.76	3.28	2.75

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1. 高端产品提振毛利率水平，22Q4 迎来业绩拐点.....	4
1.1 17-20 年营收规模稳步增长，22 年受疫情影响增速有所下滑.....	4
1.2 政策扶持、高端产品放量，22Q4 迎来业绩拐点.....	4
2. 仪表：受下游多行业驱动，高端仪表进展迅速.....	5
2.1 新能源万用表：电子电工市场格局稳定，新能源类万用表空间广阔.....	5
2.2 热像仪：热像仪替代点温枪趋势明确，工业测温市场有望打开成长空间.....	6
2.3 高压万用表：近两年收入增速高，盈利能力优异.....	7
3. 仪器：高端仪器底蕴深厚，入股迅芯微有望推动高端仪器放量.....	8
3.1 早期合作电子科大，高端电子测量仪器领域底蕴深厚.....	8
3.2 高端仪器得到下游认证，仪器业务有望量利齐升.....	8
4. 渠道：渠道优势明显，积极转型一站式整体方案供应商.....	10
5. 风险提示.....	11

图表目录

图表 1： 近年公司收入结构情况.....	4
图表 2： 21 年优利德各板块收入增速明显提升.....	4
图表 3： 公司各项业务毛利率表现较为平稳.....	4
图表 4： 22 年前三季度公司毛利率环比持续改善.....	4
图表 5： 22 年 9 月央行推出设备改造专项再贷款优惠政策.....	5
图表 6： 22Q4 多个高校发布仪器采购意向.....	5
图表 7： 全球数字万用表市场规模近 80 亿元.....	5
图表 8： 2021 年全球数字万用表市场 CR3 达 20%.....	5
图表 9： 公司新能源汽车行业解决方案.....	5
图表 10： 点温仪检测画面.....	6
图表 11： 红外热像仪检测画面.....	6
图表 12： 公司红外热成像仪应用行业.....	6
图表 13： 公司热像仪 T-Mix 算法行业领先.....	6
图表 14： 公司温度与环境业务收入有望高速增长.....	7
图表 15： 2011-2021 我国发电量稳步增长.....	7
图表 16： 2011-2021 我国发电量变化情况.....	8
图表 17： 公司近三年电力高压业务毛利率保持在 45%以上.....	8
图表 18： 与电子科技大学合作推出首款示波器产品.....	8
图表 19： 成都、东莞两地布局仪器研发.....	8

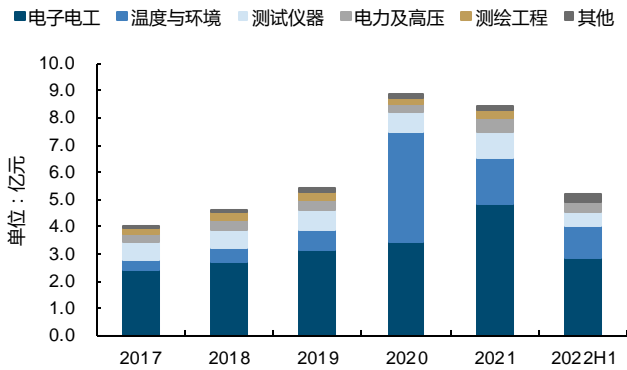
图表 20: MS07000X 系列核心参数.....	9
图表 21: 电子科技大学采购清单.....	9
图表 22: 优利德入股迅芯微发力高端示波器芯片.....	9
图表 23: 讯芯微 AAD06S032G 芯片采样率高达 30GSps.....	9
图表 24: 公司电子测量仪器收入有望进入放量期.....	9
图表 25: 可比公司近几年毛利率水平均在 50%以上.....	9
图表 26: 公司解决方案覆盖多个领域.....	10
图表 27: 东方中科提供优利德二次电池测试解决方案.....	10
图表 28: 公司营销网络进一步扩充.....	11
图表 29: 优利德海外收入近年来稳定增长.....	11

1. 高端产品提振毛利率水平，22Q4 迎来业绩拐点

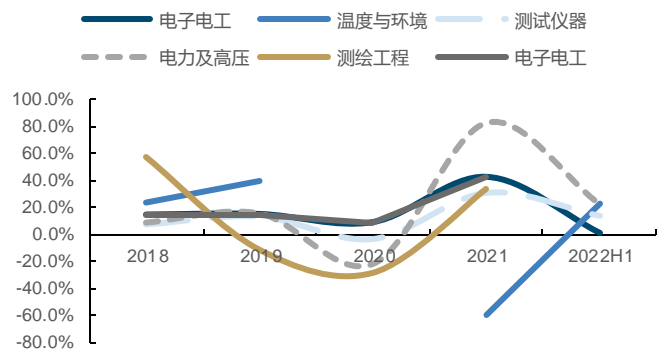
1.1 17-20 年营收规模稳步增长，22 年受疫情影响增速有所下滑

17-20 年营收、归母净利润高速增长。17-20 年公司营收、净利润 CAGR 分别为 30.24%、74.95%。受疫情影响，22 年公司收入增速明显放缓。根据公告，22 年公司实现收入 8.92 亿（同比+5.2%），其中电子电工业务收入同比下滑 3.32%，主要系疫情影响物流和线下门店销售。

图表1：近年公司收入结构情况



图表2：21 年优利德各板块收入增速明显提升



来源：Wind，国金证券研究所

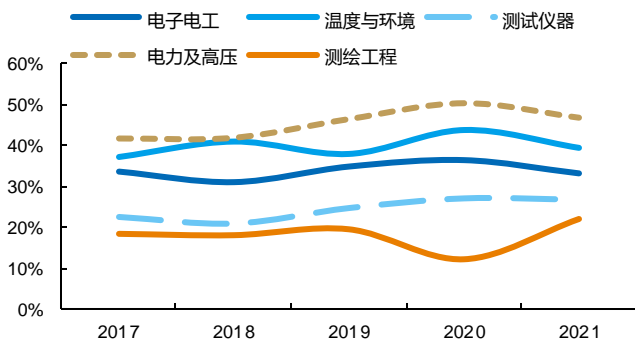
来源：wind，国金证券研究所

1.2 政策扶持、高端产品放量，22Q4 迎来业绩拐点

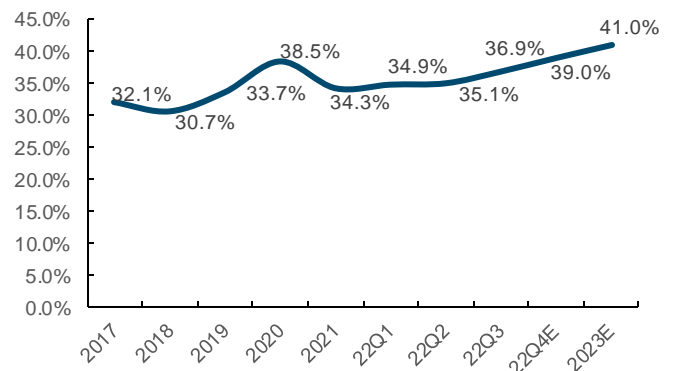
22Q4 单季度实现归母净利润同比、环比大幅增长。根据公司公告，22Q4 公司实现归母净利润 1.18 亿元（同比+190.4%、环比+59.1%）；我们认为四季度公司业绩高增主要得益于：1) 毛利率水平提升；2) 贴息贷款政策拉动下游教育领域需求。

22 年以来公司毛利率水平环比持续改善，预计 23 年毛利率有望超 40%。公司各版块毛利率较为平稳，20 年毛利率大幅提升主要得益于温度类业务收入占比大幅提升。22Q1-Q3 公司毛利率为 34.9%/35.1%/36.9%，预计 23-24 年毛利率为 39.5%/41.9%；毛利率提振主要得益于产品结构明显优化，随着高端仪器仪表持续放量，高端产品毛利率较高，带动整体盈利能力。

图表3：公司各项业务毛利率表现较为平稳



图表4：22 年前三季度公司毛利率环比持续改善

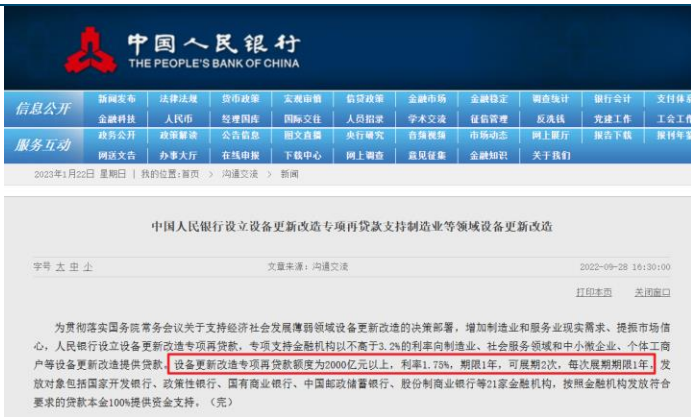


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

政策发力，多所高校发布。2022 年 9 月 28 日，财政部、发改委、人民银行、审计署、银保监会五部门联合下发《关于加快部分领域设备更新改造贷款财政贴息工作的通知》，政策提供极低利息的贷款给高校提前进行设备购置和更新改造；政策下发后，多个高校发布大规模仪器采购意向，受到本次政策催化，预计公司 22Q4 和 23Q1 订单有望迅速增长。

图表5: 22年9月央行推出设备改造专项再贷款优惠政策



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表6: 22Q4 多个高校发布仪器采购意向

学校	采购意向
中南大学	22Q4 仪器设备计划采购金额超 4 亿元
清华大学	22Q4 仪器设备计划采购金额超 8 亿元
山东大学	22Q4 仪器设备计划采购 10.78 亿元
北京大学	22Q4 北京大学仪器设备金额近 3 亿
复旦大学	22 年 11-12 月采购清单总金额超过 1 亿

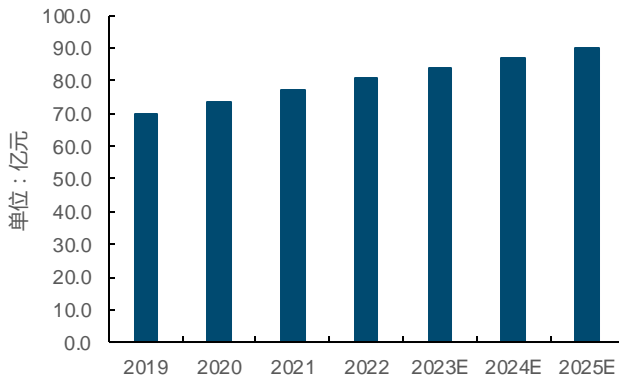
来源: 仪器信息王, 国金证券研究所

2. 仪表: 受下游多行业驱动, 高端仪表进展迅速

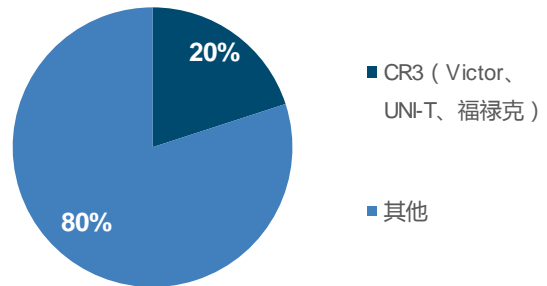
2.1 新能源万用表: 电子电工市场格局稳定, 新能源类万用表空间广阔

全球数字万用表格局稳定, CR3 占据全球 20% 市场份额。根据贝哲斯咨询数据, 全球万用表市场规模约 80 亿元。从竞争格局来看, 全球数字万用表市场排名前三的企业为 Victor、UNI-T、福禄克, 市场份额占比达 20%。

图表7: 全球数字万用表市场规模近 80 亿元



图表8: 2021 年全球数字万用表市场 CR3 达 20%



来源: 贝哲斯咨询, 国金证券研究所

来源: QY research, 国金证券研究所

推出新能源汽车场景提供一体化解决方案, 进入能源类电力检测市场。公司推出的汽车数字万用表、数字电流钳及绝缘电阻测试仪等产品, 能满足新能源汽车行业的检修需求, 随着新能源类仪表的产品性能不断提升, 有望逐步与头部新能源领域客户形成合作。

图表9: 公司新能源汽车行业解决方案



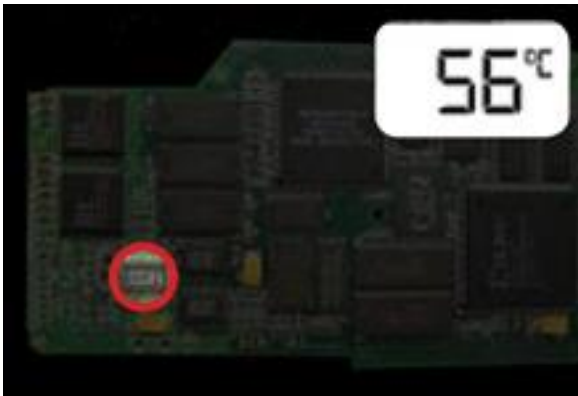
来源：公司官网，国金证券研究所

2.2 热像仪：热像仪替代点温枪趋势明确，工业测温市场有望打开成长空间

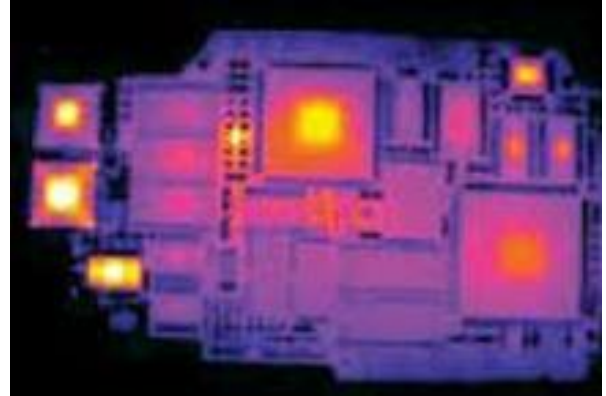
红外热成像仪是一种利用红外热成像技术，通过对标的物的红外辐射探测，并加以信号处理、光电转换等手段，将标的物的温度分布图像转换成可视图像的设备。

红外热成像仪测量距离、范围、效率等性能更优，替代点温枪趋势明显。与点温枪相比，红外热像仪具有以下几大优势：1) 可视性更好：点温仪只显示数字，红外热像仪可生成图像；2) 范围更大：点温仪只可读取单个点的温度，红外热像仪显示热图像中所有像素点的温度读数；3) 距离更远：红外热像仪能在更远距离处检测温度，有助于检查大面积区域。

图表10：点温仪检测画面



图表11：红外热像仪检测画面

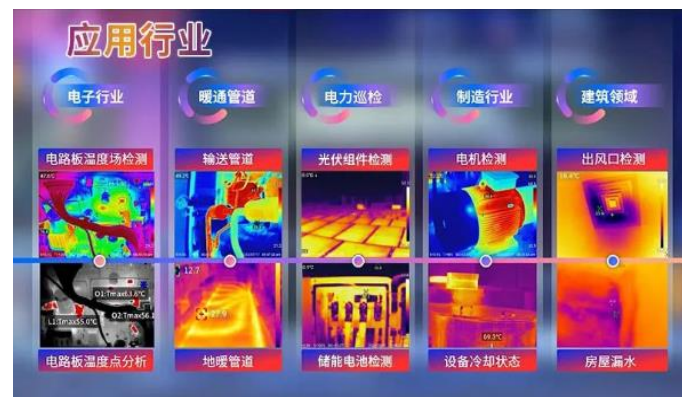


来源：FLIR 官网，国金证券研究所

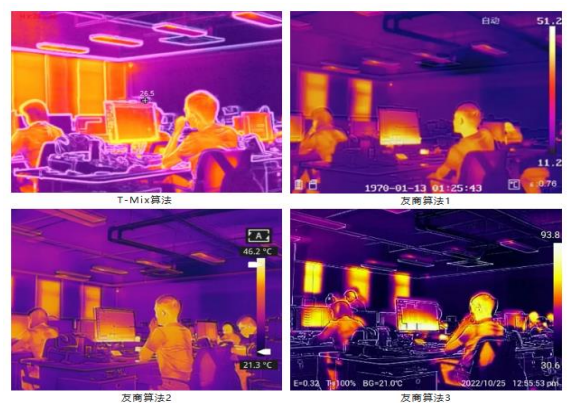
来源：FLIR 官网，国金证券研究所

下游工业领域测温需求较高，公司自研 T-Mix 算法行业领先。工业领域，电机、电路板、输送管道等设备对于温度测量的需求很高，目前热像仪能够很好解决这一需求；公司自研 T-Mix 自适应双光图像融合算法，让热图像获得更多细节轮廓，形成更清晰、更好聚焦、更有立体感的热图像，性能业内领先，为未来业务高增长提供动力。

图表12：公司红外热成像仪应用行业



图表13：公司热像仪 T-Mix 算法行业领先

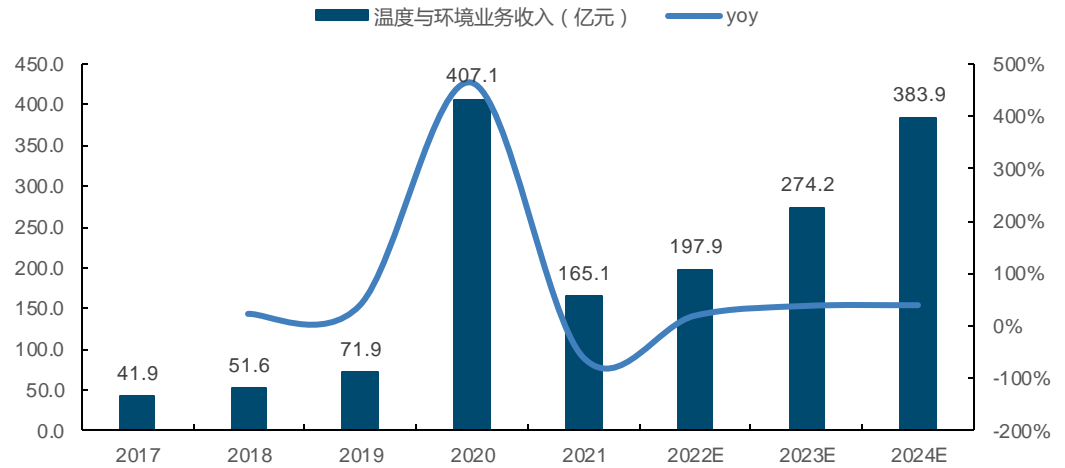


来源：优利德官方公众号，国金证券研究所

来源：优利德官方公众号，国金证券研究所

疫情相关产品占比降低，工业测温打开新市场，有望逐步放量。2020 年疫情对于公司测温枪需求明显提升，2020 年温度与环境业务实现收入 4.07 亿元（多数为疫情相关产品贡献）；工业测温类热像仪器产品下游应用领域拓展迅速，根据 21 年年报披露，21 年公司非测温业务收入同比增长 42%，大幅抵消测温业务下降带来的影响，随着下游应用场景不断拓宽，预计工业类测温产品有望保持高增长，预计 22-24 年温度与环境业务收入为 1.96/2.74/3.84 亿元。

图表14：公司温度与环境业务收入有望高速增长

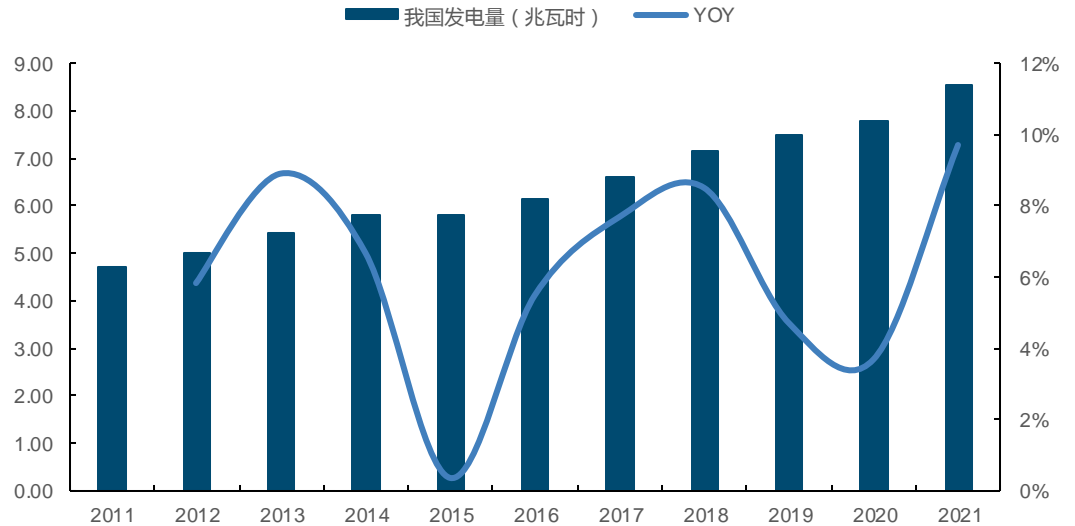


来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 高压万用表：近两年收入增速高，盈利能力优异

我国发电量持续增长，电力及高压仪表需求稳定扩张。随着我国工业化推进，2011-2021年我国发电量连续保持正增长，其中21年发电量为8.53亿千瓦时，同比增长9.7%。电力及高压测试仪表主要为电网输电、配电、送电等关键电力设备进行测试、检修和维护，是保障设备安全运行的必要手段，关系设备利用率、事故率以及使用寿命，考虑到电力及高压仪表的必要性较强，市场对电力及高压仪表的需求将会持续稳定增长。

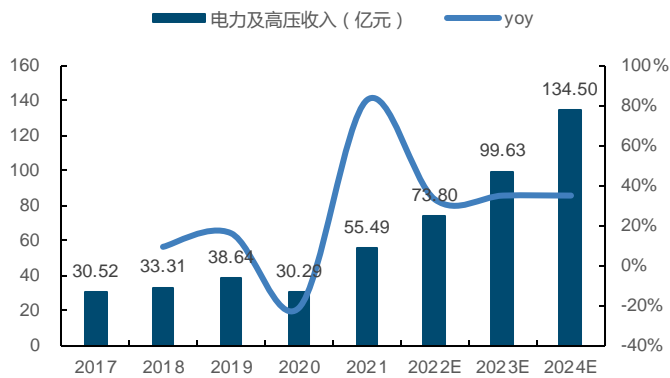
图表15：2011-2021 我国发电量稳步增长



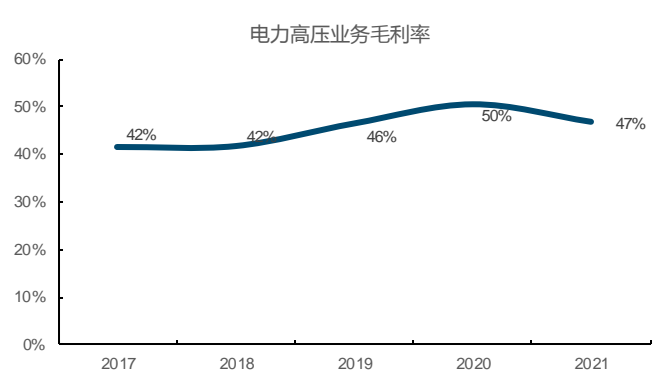
来源：Wind，国金证券研究所

公司电力高压类仪表近两年迅速成长，盈利能力强。21年公司电力高压类仪表实现收入0.56亿元（同比+42.2%）；此外，该产品壁垒较高，盈利能力高于传统万用表，近年来该产品毛利率保持在45%以上。电力高压类仪表需求稳定，公司产品性能优异，高增长有望维持，预计22-24年收入为0.74/0.99/1.34亿元，毛利率有望保持在45%以上。

图表16: 2011-2021 我国发电量变化情况



图表17: 公司近三年电力高压业务毛利率保持在 45%以上



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

3. 仪器: 高端仪器底蕴深厚, 入股迅芯微有望推动高端仪器放量

3.1 早期合作电子科大, 高端电子测量仪器领域底蕴深厚

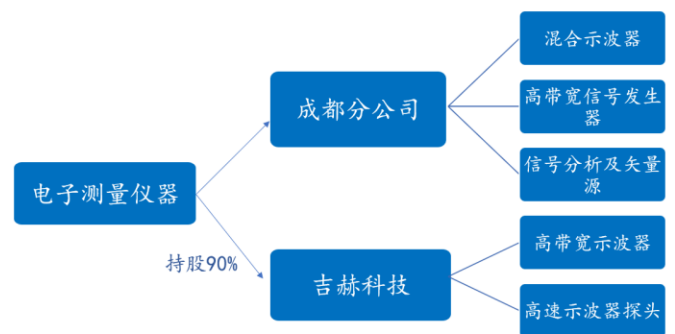
与电子科技大学深度合作, 深耕行业十余载。公司于 07 年与成都电子科技大学开展产学研合作, 推动国产示波器进程, 签署《关于联合组建“优利德电子科大测试仪器研发中心”及数字存储示波器产品技术开发合作协议书》, 并于 08 年成功研发高捕获率数字存储示波器, 迈出自研国产示波器第一步。

两地共研发, 推进高端仪器产品落地。优利德于 2013 年成立成都分公司, 主攻混合示波器、高带宽信号发生器、信号分析及矢量源; 公司于 21 年 7 月控股吉赫科技, 研发高带宽示波器并在 22 年 Q4 发布 2.5GHz 示波器, 同时开展高速示波器探头研发, 推进核心零部件自制。

图表18: 与电子科技大学合作推出首款示波器产品

内容	
项目类别	测试仪器类
项目名称	联合组建“优利德电子科大测试仪器研发中心”及数字存储示波器产品技术开发合作项
参与主体	优利德、电子科技大学
研发方式	合作研发
研发成果	台式及便携式“数字存储示波器”系列产品及相应专利
研发成果归属	所有知识产权归属优利德

图表19: 成都、东莞两地布局仪器研发



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

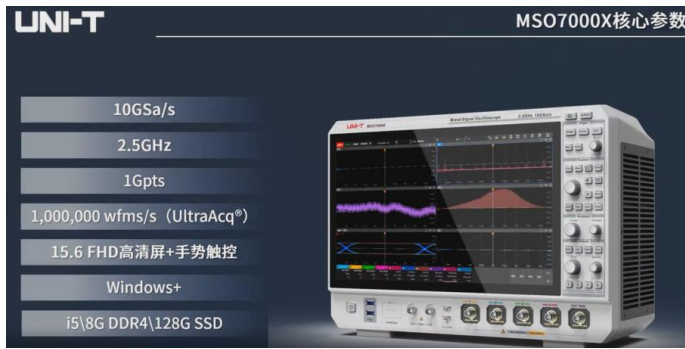
来源: 公司官网, 国金证券研究所

3.2 高端仪器得到下游认证, 仪器业务有望量利齐升

推进高端示波器国产替代, 高端新品性能对标国际一线品牌。高带宽示波器 MS07254X 于今年 11 月中旬发布, 瞄准高性能示波器的自主可控, 关键性能指标设计对标国际一线品牌, 拥有 2.5GHz 带宽、10GSa/s 最高实时采样率、1Gpts 最大存储深度以及 1,000,000wfms/s 波形捕获率。

市场认可度较高, 订单迅速放量。自上市以来, MS07000X 系列凭借优异的性能表现、可靠的质量表现及畅通的渠道保障, 陆续接到多个高校、科研院所、半导体及新能源行业企业的订单和意向采购协议, 数量累计超 60 台。

图表20: MS07000X 系列核心参数



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表21: 电子科技大学采购清单

货物名称	数量	供应商	是否允许进口
任意波形发生器	6	优利德	否
多功能信号综合测试仪	8	优利德	否
高性能示波器	5	优利德	否

来源: 公司官方公众号, 中国政府采购网, 国金证券研究所

股权绑定讯芯微, 推动高端示波器天花板。ADC 芯片是示波器测量精度或信号保真度的最重要的一环, 讯芯微专注于高端信号链模拟芯片, 高端芯片采样率达到 30GSps, 22 年 12 月公司股权投资讯芯微, 致力于攻克示波器芯片卡脖子环节, 有望推出更高带宽示波器。

图表22: 优利德入股讯芯微发力高端示波器芯片

优利德科技(中国)股份有限公司
关于自愿披露对外投资的公告

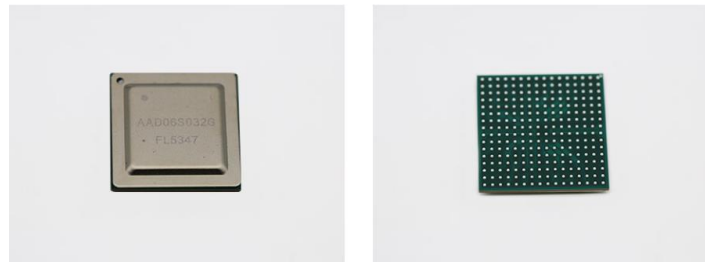
本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏, 并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

重要内容提示:

- 投资标的名称: 苏州讯芯微电子有限公司 (以下简称“讯芯”或“标的公司”)
- 投资金额: 优利德科技(中国)股份有限公司 (以下简称“公司”) 以自有资金人民币 500 万元认购讯芯新增注册资本 4.4660 万元, 认购完成后公司将持有讯芯 0.3374% 的股权。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

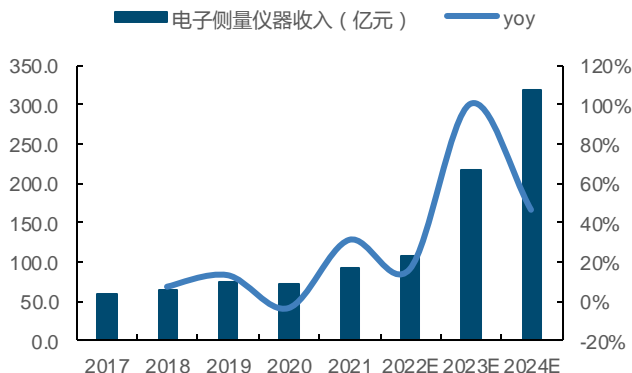
图表23: 讯芯微 AAD06S032G 芯片采样率高达 30GSps



来源: 讯芯微官网, 国金证券研究所

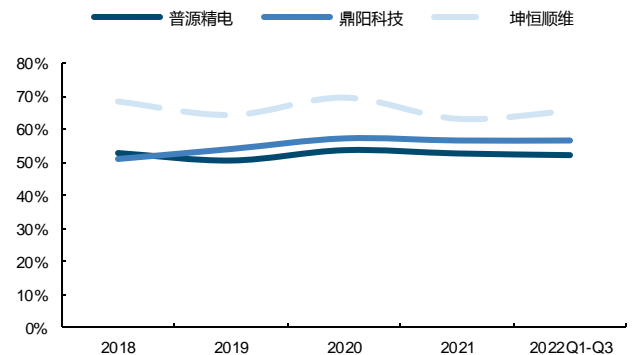
公司重心进入高端仪器, 电子测量仪器板块有望量利齐升。1) 收入端: 公司海外与东方中科、日本电计等头部仪器代理商合作, 且高端仪器产品进展顺利, 订单超预期, 公司电子测量仪器业务收入有望高速增长, 我们预计 22-24 年公司电子测量仪器产品收入为 1.08/2.18/3.19 亿元; 2) 毛利率: 电子测量仪器板块可比公司毛利率水平均在 50% 以上, 公司前期毛利率较低主要系低端仪器占比较高所致, 随着公司高端仪器收入逐渐放量, 预计公司毛利率水平有望迅速提升, 逐步对标可比公司, 预计 22-24 年电子测量仪器产品毛利率为 38%/42%/47%。

图表24: 公司电子测量仪器收入有望进入放量期



来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 可比公司近几年毛利率水平均在 50% 以上

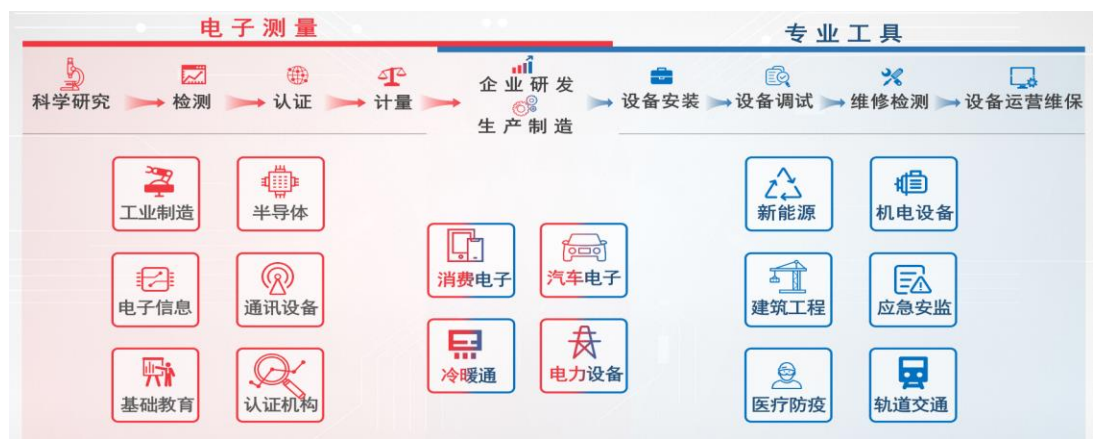


来源: Wind, 国金证券研究所

4. 渠道：渠道优势明显，积极转型一站式整体方案供应商

整体来看，公司产品布局丰富，已针对多行业应用打造解决方案。伴随着大数据、人工智能等领域与制造业深度融合，公司在电子测量仪器领域打造多种解决方案，通过以硬件为基础的感知层仪器仪表，覆盖教育、IoT、工业制造等领域，为开发设计、生产测试等环节提供服务。

图表26：公司解决方案覆盖多个领域



来源：公司官网，国金证券研究所

加强渠道网络建设，与东方中科深度合作。东方中科官网上架公司单品 61 款，整体解决方案有二次电池测试解决方案及 3 款高校综合测试平台，多款仪器仪表为公司产品；此外，近期优利德与亚洲较大的电子测试仪器设备销售公司日本电计株式会社进行合作商谈，根据仪器网库披露数据，日本电计株式会社年销售额超 40 亿人民币，随着双方合作逐渐深入，公司高端仪器销售额有望不断提升。

图表27：东方中科提供优利德二次电池测试解决方案



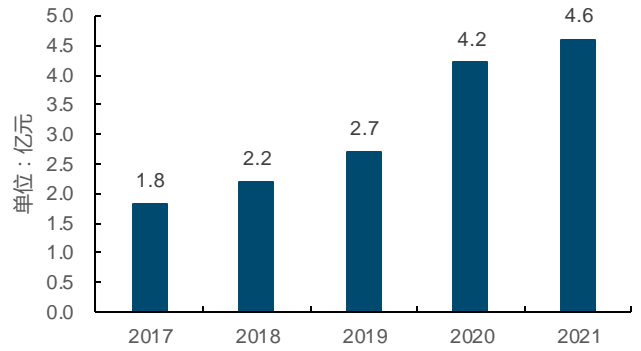
来源：东方中科官网，国金证券研究所

推进全球营销服务网络升级建设项目，销售网络将进一步扩充，海外市场收入有望保持增长。公司 IPO 募投项目中包含全球营销服务网络升级建设项目，一方面在国内 8 个城市新增办事处、打造 6 个产品展示服务中心，并对 8 个国内现有办事处进行升级；另一方面在海外 4 个重点市场区域新建营销分支机构，同时与日本电计积极寻求合作，加快布局东南亚及欧洲市场合作项目，打造一个合理布局、功能完善的全球销售网络体系，进一步提升公司面向全球市场服务能力。

图表28：公司营销网络进一步扩充

	国内市场	海外市场
产品展示服务中心	北京、上海、广州、成都、南京及西安	在全球建立4家区域中心，分别设立在德国慕尼黑、俄罗斯莫斯科、美国西雅图、马来西亚檳城
升级现有办事处	北京、上海、广州、成都、南京及西安	区域中心主要负责销售、市场开拓、自有品牌宣传及维护、售后服务、工程师培训等工作，并设立仓库，便于在当地开拓市场
新增办事处	郑州、杭州、重庆、深圳、天津、长沙、南昌及合肥	与日本电计积极寻求合作，加快布局东南亚及欧洲市场合作

图表29：优利德海外收入近年来稳定增长



来源：公司招股说明书，公司官方公众号，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

5. 风险提示

- 5.1 产品研发进展不及预期：公司电子测量仪器业务增长需要公司在示波器、射频类产品不断取得新研发突破，若研发突破进展不及预期将影响公司该业务增长。
- 5.2 汇率波动风险：2021 年公司 54.63% 收入来自于海外市场，若人民币汇率大幅波动将对公司业绩造成影响。
- 5.3 原材料价格波动：公司主要外采 IC/PCB 板/LCD 等原材料及表笔、探头等配件，2021 年在原材料价格大幅波动背景下公司加强了原材料储备以降低原材料价格影响，但若后续原材料价格依旧出现大幅波动或将影响公司业绩。
- 5.4 限售股解禁：2023 年 2 月 1 日，公司有 137 万股限售股解禁，后解禁后总流通股的 3.08%，解禁后具有交易风险。
- 5.5 疫情反复风险：公司产品销售依赖线下渠道、海外出口，若疫情反复影响运输，可能对公司业绩造成不利影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	540	886	842	892	1,159	1,452	货币资金	69	186	191	284	407	599	
增长率		64.0%	-4.9%	5.9%	29.9%	25.3%	应收款项	50	54	72	81	105	131	
主营业务成本	-358	-545	-553	-567	-701	-844	存货	113	168	312	276	300	357	
%销售收入	66.4%	61.6%	65.7%	63.6%	60.5%	58.1%	其他流动资产	4	16	267	269	270	272	
毛利	182	340	289	325	458	608	流动资产	236	424	842	909	1,081	1,358	
%销售收入	33.6%	38.4%	34.3%	36.4%	39.5%	41.9%	%总资产	54.2%	63.0%	67.9%	67.5%	68.6%	72.1%	
营业税金及附加	-5	-7	-4	-4	-5	-6	长期投资	0	0	4	4	4	4	
%销售收入	0.9%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	172	225	362	382	439	470	
销售费用	-44	-65	-61	-58	-75	-94	%总资产	39.6%	33.4%	29.2%	28.4%	27.9%	25.0%	
%销售收入	8.1%	7.3%	7.3%	6.5%	6.5%	6.5%	无形资产	22	22	22	40	40	40	
管理费用	-35	-53	-55	-75	-83	-98	非流动资产	200	250	398	438	494	526	
%销售收入	6.5%	5.9%	6.5%	8.4%	7.2%	6.7%	%总资产	45.8%	37.0%	32.1%	32.5%	31.4%	27.9%	
研发费用	-35	-42	-59	-62	-81	-102	资产总计	435	674	1,241	1,347	1,576	1,884	
%销售收入	6.4%	4.7%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	短期借款	23	0	1	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	63	174	110	126	213	309	应付款项	114	131	170	189	233	281	
%销售收入	11.6%	19.7%	13.0%	14.1%	18.4%	21.3%	其他流动负债	26	126	116	120	153	189	
财务费用	-3	-5	8	5	7	10	流动负债	164	257	287	309	387	470	
%销售收入	0.5%	0.6%	-1.0%	-0.5%	-0.6%	-0.7%	长期贷款	4	4	4	4	4	4	
资产减值损失	-1	-4	-5	-4	-3	-5	其他长期负债	0	0	1	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	168	261	291	313	390	474	
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	267	413	950	1,035	1,187	1,413	
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	83	83	110	110	110	110	
营业利润	60	167	113	128	218	315	未分配利润	70	202	251	336	488	714	
营业利润率	11.1%	18.8%	13.5%	14.3%	18.8%	21.7%	少数股东权益	0	0	0	-1	-2	-3	
营业外收支	-1	3	7	8	8	8	负债股东权益合计	435	674	1,241	1,347	1,576	1,884	
税前利润	60	169	120	136	226	323	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	11.0%	19.1%	14.3%	15.2%	19.5%	22.3%	每股指标							
所得税	-6	-22	-12	-18	-31	-44	每股收益	0.646	1.782	0.988	1.070	1.778	2.541	
所得税率	10.5%	13.3%	10.1%	13.5%	13.5%	13.5%	每股净资产	3.236	5.009	8.634	9.372	10.752	12.795	
净利润	53	147	108	118	196	280	每股经营现金净流	0.823	2.784	-0.329	1.772	2.454	3.009	
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1	-1	每股股利	0.000	0.000	0.450	0.300	0.400	0.500	
归属于母公司的净利润	53	147	109	118	196	281	回报率							
净利率	9.9%	16.6%	12.9%	13.3%	16.9%	19.3%	净资产收益率	19.95%	35.57%	11.45%	11.42%	16.54%	19.86%	
							总资产收益率	12.24%	21.81%	8.76%	8.78%	12.46%	14.89%	
							投入资本收益率	19.10%	36.18%	10.33%	10.50%	15.51%	18.90%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	16.33%	63.98%	-4.90%	5.92%	29.93%	25.28%	
							EBIT增长率	49.99%	177.26%	-37.07%	14.88%	69.34%	44.94%	
							净利润增长率	66.00%	175.95%	-26.04%	8.72%	66.11%	42.91%	
							总资产增长率	17.72%	54.91%	84.04%	8.55%	17.01%	19.58%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	31.2	20.0	25.0	31.0	31.0	31.0	
							存货周转天数	110.2	94.1	158.2	180.0	160.0	160.0	
							应付账款周转天数	93.3	73.7	97.1	97.0	97.0	97.0	
							固定资产周转天数	116.0	72.6	72.1	156.1	119.2	92.9	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-15.55%	-44.13%	-38.99%	-44.84%	-49.45%	-55.20%	
							EBIT利息保障倍数	23.7	34.1	-13.6	-27.0	-30.9	-30.4	
							资产负债率	38.65%	38.70%	23.48%	23.23%	24.77%	25.16%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-06-23	买入	26.80	40.64~40.64
2	2022-08-26	买入	29.89	N/A
3	2022-10-28	买入	29.18	N/A

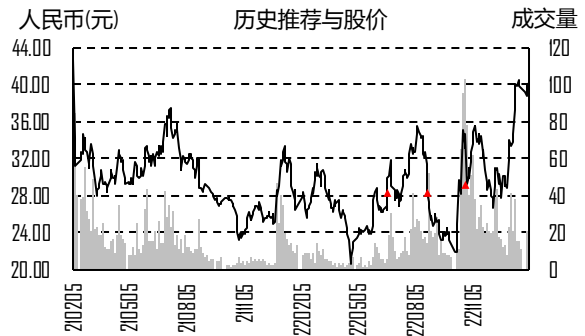
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402