

## 显示驱动价格维稳, 电子价签有望高速增长

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2022 年年度报告, 2022 年全年实现营业收入 12.0 亿元, 同比增加 7.4%; 实现归母净利润 1.3 亿元, 同比减少 60.6%; 实现扣非归母净利润 1.3 亿元, 同比减少 61.1%。
- **价格和毛利率承压, 收入仍实现正增长。2022 年:** 1) 营收端: 公司实现收入 12.0 亿元, 其中移动智能终端显示驱动/电子价签驱动/快充协议/摄像头音圈马达驱动芯片分别实现收入 9.3/2.1/0.4/0.1 亿元, 分别同比 +11.2%/+31.1%/-45.5%/-73.8%。2) 利润端: 公司毛利率/净利率分别为 27.5%/10.8%, 分别同比 -23.7pp/-18.7pp, 其中移动智能终端显示驱动/电子价签驱动/快充协议/摄像头音圈马达驱动芯片毛利率分别为 26.4%/33.0%/25.8%/20.2%, 公司显示驱动芯片、电子价签驱动芯片和快充协议芯片毛利率均下滑较多, 主要系由于消费电子需求疲软的同时, 行业库存较高, 导致价格竞争激烈所致。3) 费用端: 公司销售/管理/研发费用率分别为 2.4%/2.7%/12.5%, 分别同比 -0.1pp/-0.3pp/+0.7pp。
- **显示驱动芯片国产化趋势确定, 公司专注高集成度小尺寸显示驱动, 加速完善 TDDI 和 AMOLED 驱动布局。** 根据 CINNO 的数据, 2022 年全球显示驱动芯片市场规模为 110 亿美元, 需求量为 84.7 亿颗。中国内地显示面板本土化率在 2022 年已达到 72%, 而相配套的显示面板驱动芯片本土化率仅为 20%。随着显示面板产业向内地迁移, 显示驱动芯片国产替代趋势确定。公司专注于高集成度的小尺寸显示驱动芯片, 产品包含 LCD DDIC、LCD TDDI 与 AMOLED DDIC。公司手机 DDIC 能支持 a-Si/LTPS/IGZO 等技术, 并涵盖 QVGA 至 FHD 的分辨率, HD TDDI 芯片于 2021 年量产, FHD TDDI 芯片于 2022 年量产, 亦有支持下沉式窄边框等面板的应用, 已成功进入三星、vivo 和 OPPO 的供应链。此外, AMOLED DDIC 本土化率不足 10%; 公司 AMOLED DDIC 在智能穿戴已有量产能力, 仍在加速在手机前装市场的布局。未来随着 TDDI 和 AMOLED DDIC 的产品线和下游领域的布局完善, 我们预计公司将在全球市场具备更强竞争力。
- **电子价签近五年出货量 CAGR 约 50%, 未来仍将保持高增速, 公司目前份额全球第二, 有望进一步提升。** 电子价签的导入在零售商数字化转型中, 有利于环保以及人工成本的节省。随着其在海外商超渗透率提升以及公交车站牌、医院门牌号等新增应用场景的推广, CINNO 预测未来 3-5 年全球电子价签市场仍将保持高增速。公司电子价签主要应用于超市、办公和医疗等领域, 目前份额仅次于台湾晶宏。公司紧跟产业趋势, 率先实现了四色电子纸的产业化, 独创的“RF 波能源采集”技术使其电子价签芯片无须电池即可显示, 持续的研发保障了技术壁垒、进一步增强了市场竞争力, 有望在持续拓展的市场中扩充自身份额。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.2/3.3/4.3 亿元, 对应 PE 分别为 45/30/23 倍, 未来三年归母净利润复合增速约 49%。考虑到公司显示驱动价格维稳、基本盘边际向上, 电子价签业务成长性强, 给予公司 2023 年 58 倍 PE, 对应目标价 30.74 元, 首次覆盖, 予以“买入”评级。
- **风险提示:** 价格恢复不及预期、客户导入不及预期、竞争加剧、研发不及预期等风险。

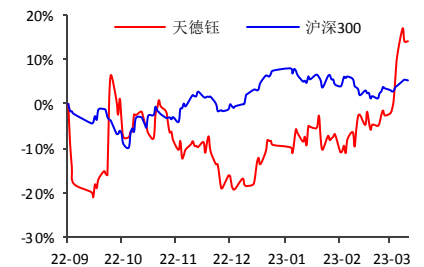
指标年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1198.31	1787.80	2453.48	2964.67
增长率	7.40%	49.19%	37.23%	20.84%
归属母公司净利润(百万元)	129.78	217.08	326.80	428.93
增长率	-60.59%	67.26%	50.54%	31.25%
每股收益 EPS(元)	0.32	0.53	0.80	1.05
净资产收益率 ROE	7.16%	10.75%	4.19%	16.09%
PE	74	45	30	23
PB	5.33	4.78	4.20	3.62

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王谋  
执业证号: S1250521050001  
电话: 0755-23617478  
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	4.09
流通 A 股(亿股)	0.36
52 周内股价区间(元)	16.19-25.47
总市值(亿元)	96.61
总资产(亿元)	20.63
每股净资产(元)	4.47

### 相关研究

## 1 主业修复，电子价签芯片打开成长空间

深圳天德钰科技股份有限公司成立于 2010 年，上市于 2022 年 9 月（股票代码 688252.SH.SH），主营业务为移动智能终端领域的整合型单芯片研发、设计、销售。公司采用 Fabless 经营模式。主要产品有智能移动终端显示驱动芯片（DDIC）、摄像头音圈马达驱动芯片（VCM Driver IC）、快充协议芯片（QC/PDIC）和电子标签驱动芯片（ESL Driver IC）四类，广泛应用于手机、平板/智能音箱、智能穿戴、快充/移动电源、智能零售、智慧办公、智慧医疗等领域。

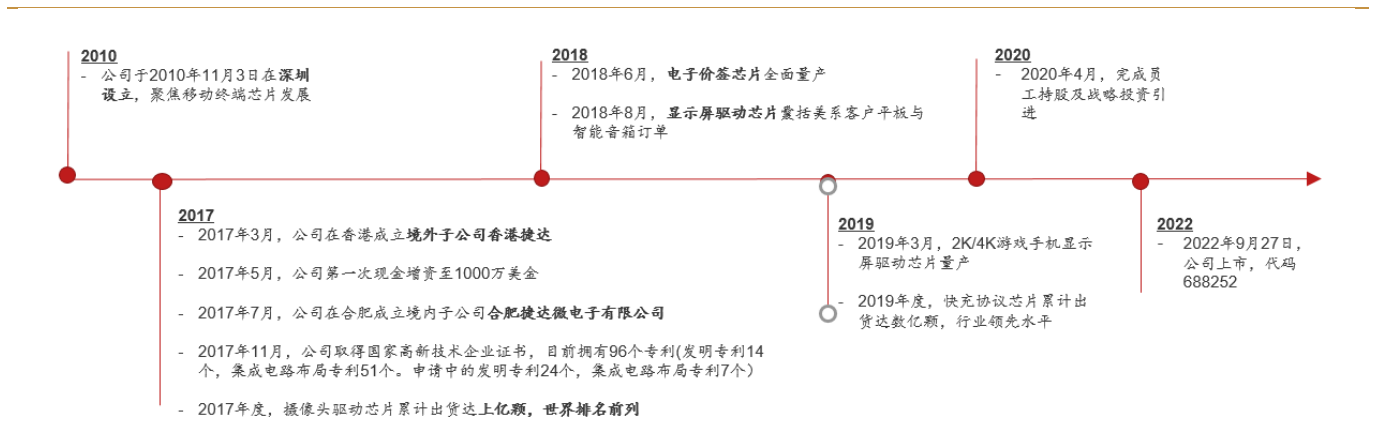
图 1：公司主营业务及产品应用领域



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司自设立以来即专注于移动智能终端领域的整合型单芯片业务，通过长期的研发投入与市场开拓，在相关业务领域已具备较强的竞争优势，密切跟踪未来技术发展趋势和市场需求，通过完善和优化自身的技术研发体系及创新机制，进一步巩固和扩大公司所处领域的竞争优势。公司产品线均围绕移动智能终端进行建设，能够最大程度提高内部技术协同、客户协同及管理协同，提高公司整体运营效率。公司注重产品质量的前端把控，与行业内知名的供应商如晶合、台积电、世界先进、联电、华天科技、新汇成等建立了良好的合作关系。同时，公司注重晶圆及封测产能的合理布局，亦与行业内其他知名供应商如气派科技等建立了有效的合作关系。良好的合作关系为公司长期稳定发展提供有力保障。

图 2：公司发展历程概况

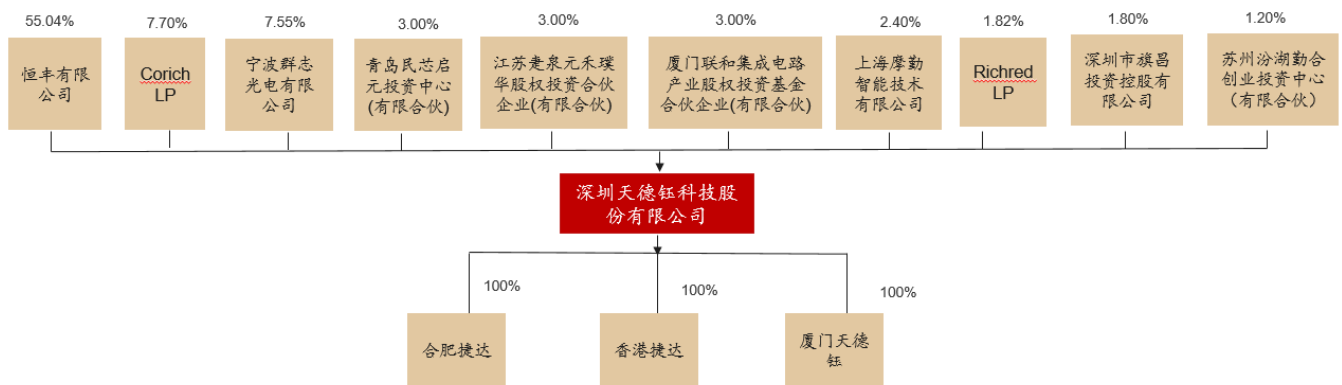


数据来源：公司官网，招股说明书，西南证券整理

公司建立了长期稳定的优质客户合作关系。公司注重与下游模组厂、面板厂、系统厂及终端客户的合作及服务，已与 BOE、群创光电、华星光电、闻泰科技等知名下游企业建立了稳定的合作关系。产品广泛应用于华为、小米、三星、VIVO 等手机品牌；亚马逊、谷歌、百度等平板/智能音箱客户；360、小天才等智能穿戴客户。树立了良好的知名度和市场影响力，有利于公司扩大现有产品业务规模及更快的推出新技术、新产品，为公司长远发展打下坚实基础。

恒丰有限公司为公司实际控制人，天钰科技通过 TradeLogic Limited 持有恒丰有限 100% 股权，为公司的间接控股股东。公司董事长、总经理郭英麟先生曾任职于宏碁、特望科技、鸿海精密，行业先进经验经验、大型企业管理经验丰富。持股人与公司利益一致，对于公司快速成长起到重要支持作用。公司核心管理层稳固，核心成员具备工科高等教育背景、卓越的专业技术能力以及行业先进工作、管理经验，工程师文化浓厚。公司管理层稳固，有利于公司长期稳定经营。

图 3：公司股权结构



数据来源：公司年报，西南证券整理（截至 2022 年年报）

公司共设 3 家控股子公司。3 家控股子公司均为全资控股，分别为合肥捷达、香港捷达、厦门天德钰。

表 1：公司参股公司 2022 年财务数据及主营业务

	关联关系	营业收入(万元)	总资产(万元)	净资产(万元)	净利润(万元)	主营业务
合肥捷达	全资子公司	55593.97	12983.15	8631.47	484.44	芯片供应链管理
香港捷达	全资子公司	35925.51	18565.84	9100.22	-2954.26	芯片销售以及研发
厦门天德钰	全资子公司	0.00	79.81	44.78	-34.58	芯片销售以及研发

数据来源：公司年报，西南证券整理（截至 2022 年年报）

公司建立了合理员工持股和期权激励计划，进一步建立与员工利益共享、风险共担的长效激励约束机制，充分调动公司经营管理团队和核心骨干员工的积极性，进一步保障核心人员稳定、积极、长期投入工作，同时加速推进产品研发进程，公司于 2019 年制定员工持股计划分别设立盛红投资、飞红投资作为境内员工持股平台；RichredLP、CorichLP 作为境外员工、董监高持股平台。此外，公司在上市前制定了上市后实施的期权激励，计划授予 137 名公司对公司经营业绩和未来发展有直接影响的技术、业务骨干及其他人员，共计 1051.9 万股限制性股票，占授予前公司总股本的 2.9%。考核业绩方面股权激励将 2021/2022

年业绩考核目标定为各年经审计营业收入同比增长率，2021/2022 年经审计营业收入同比增长率考核目标均为不低于 15%，显示了公司的经营信心。股权激励的实施和考核目标提升有助于激发员工积极性，绑定员工和公司利益，保持核心员工稳定且进一步发挥其潜能，提升公司在市场的长期竞争内驱力。

公司在研项目包含 D6622、JD6642 等多个项目，紧密围绕移动智能终端领域单芯片进行新产品线开发布局，包括核心技术上的研发：智能物联网、记忆金属光学、AMOLED 屏驱动芯片、下沉式 TDDI，分别覆盖移动智能终端显示、摄像、充电、物联等领域。公司在研项目预计总投资 2.7 亿元，本期总投入 1.3 亿元，累计总投入 1.6 亿元，在研项目技术水平均为国内先进。

**表 2：公司参股公司 2022 年财务数据及主营业务**

项目名称	预计总投资规模(万元)	本期投入金额(万元)	累计投入金额(万元)	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
JD6622	1188.00	570.1	570.1	在研	内置 MCU 高集成 PD 控制器，支持二组 USB Type-c，外围简洁，设计简单，支持 USB PD3.1 EPR-140W(28V/5A)、AVS、UFCS、QC5.0(向下兼容)、SCP、FCP 等快充协议。	国内先进	手机、平板、移动电源、旅充、墙充、排插等充电装置
JD6642	500.00	1224.9	1755.1	在研	Aphia-side 目前验证中，以单口 20W 为目标市场，主要提供低成本与高集成整套方案(ACDC+同步+协议)。	国内先进	智能零售、智慧办公、智慧医疗等
JD6608A	331.00	189.05	189.05	在研	Default 电压 2.8V 或 5V，更弹性且新增符合市场的 PDOtable，采用 SOT23-6 封装，具有成本低体积小特性，主要针对 20W/30W 充电器与车充产品。	国内先进	手机、平板、移动电源、旅充、墙充、排插等充电装置
JD79667A	1,553.0	887.2	887.2	在研	E5 四色电子标签驱动芯片，2023 年开始也将陆续取代三色电子标签市场，高分 3 吋以上应用。	国内先进	智能零售、智慧办公、智慧医疗等
JD79661A	1800.0	298.4	552.0	在研	E5 四色电子标签驱动芯片，2023 年开始也将陆续取代三色电子标签市场，普清 3 吋以下应用。	国内先进	智能零售、智慧办公、智慧医疗等
JD79700A	900.0	325.1	1464.2	在研	无线充电电子标签驱动芯片，搭载 UHF&NFC 不同传输距离，能稳定供应操作能量不间断，扩展更多电子纸场景应用(物流、银联卡等)。	国内先进	智能零售、智慧办公、智慧医疗等
JD79650A	531.0	303.23	303.3	在研	E43 色电子标签驱动芯片缩小版-产品体积小，并与供应链议价，来达到低成本以扩展市场，并维持一定毛利。	国内先进	智能零售、智慧办公、智慧医疗等
JD9635	9751.0	4179.1	4179.1	在研	针对文字边缘色偏问题,采用可编程矩阵外参方式并内建智能判别图案进行渗色用高倍率压缩做为摄像采集处理后的资料储存传输方式,衍算法进行反斑	国内先进	智能手机等消费电子

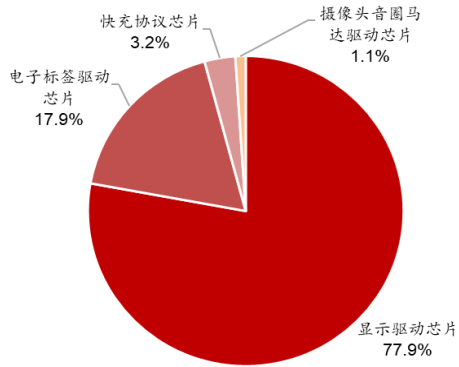
项目名称	预计总投资规模(万元)	本期投入金额(万元)	累计投入金额(万元)	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
					纹补偿。		
JD9365TF	881.0	704.4	704.4	在研	支持 A-Si 玻璃高刷新率(15Hz~120Hz)以及高报点率(240Hz),优化 AFE 架构提升触控效能;并透过动态帧率功能达到功耗节能;另下沈式 pad 设计,为终端客户提供 HD 占屏率的解决方案。	国内先进	智能手机等消费电子
JD9366TP	6,349.0	2721.1	2721.1	在研	研发 A-Si/LTPS/IGZO 玻璃高刷新率(15Hz~144Hz)以及高报点率(240Hz),优化 AFE 架构以及算法处理来提升触控效能;兼容各家专属主动笔协议,为终端客户提供平板大屏的解决方案。	国内先进	平板/智能音箱、智能工控等显示屏芯片
JD9853	1120.0	559.8	559.8	在研	研发穿戴窄边框设计,兼容 QSPI/SP/ MCU/RGB 接口,并透过动态帧率功能达到功耗节能;且设计水平垂直双滚动功能,为终端客户提供多面向的解决方案。	国内先进	智能手机、智能穿戴等消费电子
JD1730	1300.0	51.3	1021.1	在研	研发分区调光桥接芯片,达到高对比,高亮度,实现 HDR 指标,业界唯一具备双接口 eDPtoMIPI,MIPItoMIPI 设计。	国内先进	智能平板/智能音箱等消费电子
JD5558	400.0	270.1	491.8	在研	基于先进算法,开发专用于记忆金属材料的微型马达 OIS 驱动 IC,填补国内 SMA 驱动空白。	国内先进	手机摄像头等消费电子
JD5525	563.0	375.5	375.5	在研	根据行业特征,研究新的 Hallsensor 架构、数字算法、模拟电路、实现闭环音圈马达驱动的高性能。	国内先进	手机摄像头等消费电子
<b>合计</b>	<b>27167.0</b>	<b>12659.4</b>	<b>15773.7</b>		——		

数据来源:公司年报,西南证券整理(截至 2022 年年报)

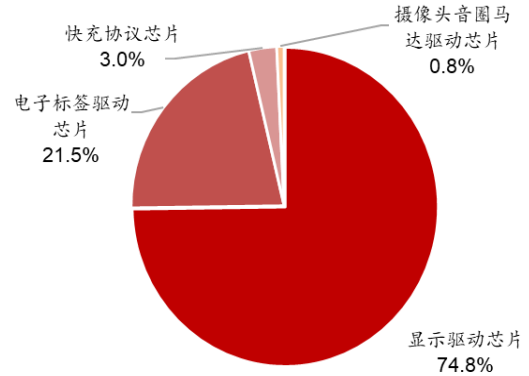
**公司的主营业务包括:** 显示驱动芯片、电子标签驱动芯片、快充协议芯片、摄像头音圈马达驱动芯片四大业务。

**从营收结构来看,** 2022 年显示驱动芯片业务实现收入 9.3 亿元,占公司营业收入比重为 77.5%,贡献公司主要营收。电子标签驱动芯片业务实现营业收入 2.1 亿元,占公司营业收入比重为 17.9%。快充协议芯片实现收入 0.4 亿元,占公司营业收入 3.1%。摄像头音圈马达驱动芯片实现收入 0.1 亿元,占公司营业收入 1.1%。

**从毛利结构来看,** 2022 年,公司主要业务中,显示驱动芯片毛利率为 26.4%,毛利占比 74.6%。电子标签驱动芯片业务毛利率为 33.0%,毛利占比为 21.4%。快充协议芯片业务毛利率为 25.8%,毛利占比为 2.9%。摄像头音圈马达驱动芯片业务毛利率为 20.6%,毛利占比为 0.3%。

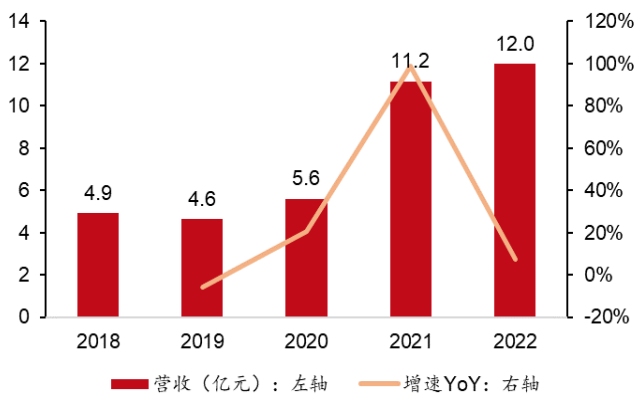
**图 4：公司 2022 年营业收入结构**


数据来源：公司年报，西南证券整理

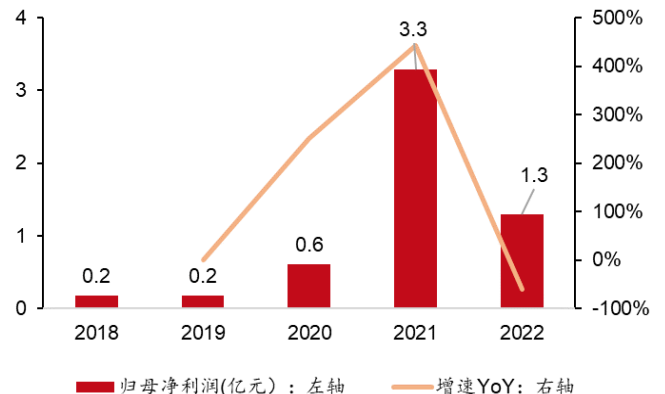
**图 5：公司 2022 年主营业务毛利占比**


数据来源：公司年报，西南证券整理

受宏观环境影响，收入与利润增速短暂放缓。2018-2022 年，公司营业收入由 4.9 亿元增至 12 亿元。2022 年公司营业收入 12.0 亿元，同比增加 7.4%，主要受宏观经济环境不景气、美元汇率等影响营收增速放缓。从利润端来看，2022 年公司归母净利润为 1.3 亿元，同比减少 60.6%，系宏观环境不确定因素影响，消费电子市场需求疲软，智能手机行业景气度降低，且行业库存情况处于高位，市场销库存现象使得产品价格竞争激烈，致使毛利率有所下降。

**图 6：公司 2018-2022 年营业收入（亿元）**


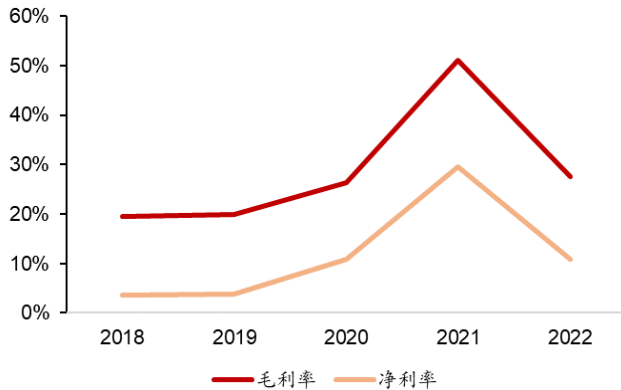
数据来源：公司年报，西南证券整理

**图 7：公司 2018-2022 年归母净利润（亿元）**


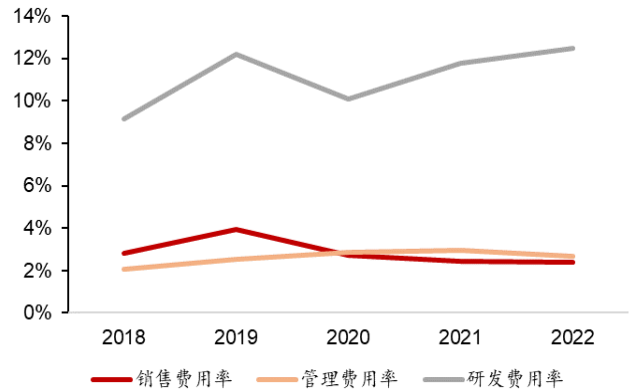
数据来源：公司年报，西南证券整理

库存高位竞价激烈，利润率空间下降，费用率区间小幅波动。1) 利润率方面：2018-2021 年公司毛利率持续上升，最高为 2021 年 51.2%。2022 年公司毛利率为 27.5%，较去年降低 23.7pp；同期间，公司净利率也有所下降，2022 年净利率为 10.9%，较去年同期下降 18.7pp。

2) 费用率方面：2018-2022 年，公司销售费用率小幅波动，2022 年为 2.4%。同期间，公司管理费用率较为平稳，2022 年达到 2.7%；2022 年公司研发费用率为 12.5%，较去年同期上升 0.7pp。2018-2022 年，公司研发费用率不断上升，表明公司高度重视技术研发，不断加大技术投入提升技术优势。

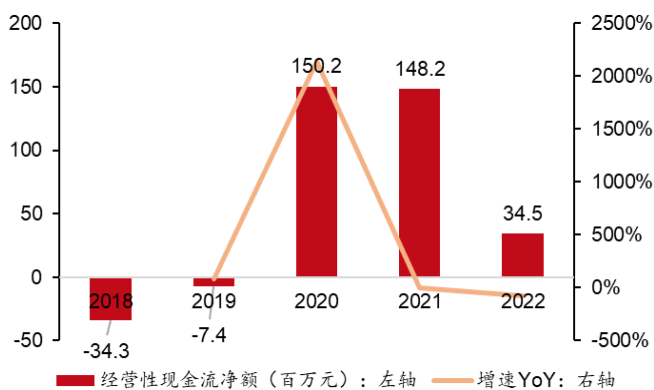
**图 8：公司 2018-2022 年毛利率和净利率情况**


数据来源：公司年报，西南证券整理

**图 9：公司 2018-2022 年费用率情况**


数据来源：公司年报，西南证券整理

**经营性现金流大幅下降。**2018-2021 年，公司经营活动现金流净额总体呈上升态势，于 2021 年达到 1.5 亿元。但 2022 年公司经营活动现金流大幅下降，净额为 3449.2 万元，较去年同期下降 76.7%，主要系支付产能保证金所致。

**图 10：公司 2018-2022 年经营活动现金流情况**


数据来源：公司年报，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

**假设 1：**公司显示驱动业务包含 LCD DDIC、TDDI 以及 AMOLED 驱动芯片。2022 年受到宏观环境不确定因素影响，消费电子市场需求疲软，智能手机行业景气度降低，且行业库存情况处于高位，市场销库存现象使得产品价格竞争激烈，导致该业务价格和毛利率下降较大。2023 年，我们预计公司显示驱动业务有望在上半年迎来价格回暖，需求有望在下半年复苏，我们预计 23/24/25 年公司移动智能终端显示驱动芯片整体出货量将分别 +40%/+19.4%/+11.1%，平均出货价格将 +7.5%/+16.6%/+6.9%，毛利率分别恢复为 31%/32%/33%。

**假设 2：**公司电子价签业务包含从 1.31-6 寸各种尺寸，未来随着电子价签在海外商超渗透率提升以及公交车站牌、医院门牌号等新增应用场景的推广，叠加公司自身的龙二与技术

优势, 预计公司电子价签将持续快速出货。预计 23/24/25 年公司电子价签驱动芯片业务出货量将分别+75%/+45%/+30%; 平均出货价格由于小尺寸出货量增速快于大尺寸, 预计将-15%/-10%/+0%; 毛利率分别为 35%/36%/36%。

假设 3: 公司快充协议芯片业务中, 预计更高价值量的 PD 占比会持续提升; 摄像头音圈马达驱动芯片业务中, 预计 OIS 等布局有望接替开环式音圈马达持续发力。我们预计 23/24/25 年公司快充协议芯片业务出货量将分别+60%/+40%/+25%, 平均出货价格将-10.0%/-5.0%/+0%, 毛利率分别为 29%/30%/30%; 公司摄像头音圈马达驱动芯片业务出货量将分别+46.4%/+20.0%/+10.1%, 平均出货价格将-10.4%/+0.8%/+1.0%, 毛利率分别为 20%/21%/21%。

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表:

**表 3: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
移动智能终端显示驱动芯片	收入	929.1	1398.8	1946.1	2312.5
	增速	11.2%	50.6%	39.1%	18.8%
	毛利率	26.4%	31.0%	32.0%	33.0%
电子价签驱动芯片	收入	213.9	318.2	415.3	539.9
	增速	31.1%	48.8%	30.5%	30.0%
	毛利率	33.0%	35.0%	36.0%	36.0%
快充协议芯片	收入	37.6	54.2	72.1	90.1
	增速	-45.5%	44.0%	33.0%	25.0%
	毛利率	25.8%	29.0%	30.0%	30.0%
摄像头音圈马达驱动芯片	收入	12.6	16.6	20.0	22.3
	增速	-73.8%	31.2%	21.0%	11.1%
	毛利率	20.2%	20.0%	21.0%	21.0%
合计	收入	1198.3	1787.8	2453.5	2964.7
	增速	7.4%	49.2%	37.2%	20.8%
	毛利率	27.5%	31.5%	32.5%	33.4%

数据来源: Wind, 西南证券

我们选取了行业内 4 家主流可比公司, 分别是英集芯、韦尔股份、聚辰股份和晶丰明源。2023 年 4 家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 68 倍。

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.2/3.3/4.3 亿元, 对应 PE 分别为 45/30/23 倍, 未来三年归母净利润复合增速约 49%。考虑到公司显示驱动价格维稳、基本盘边际向上, 电子价签业务成长性强, 给予公司 2023 年 58 倍 PE, 对应目标价 30.74 元, 首次覆盖, 予以“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			21A	22A/E	23E	24E	21A	22A/E	23E	24E
688209.SH	英集芯	25.55	0.42	0.38	0.45	0.61	61	67	57	42
603501.SH	韦尔股份	101.10	5.11	2.62	1.80	2.84	20	39	56	36
688123.SH	聚辰股份	106.75	0.90	2.94	4.67	6.20	119	36	23	17
688368.SH	晶丰明源	170.00	10.92	-3.29	1.25	4.03	16	—	136	42
平均值							54	37	68	34

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2023/4/6）

### 3 风险提示

- 1) 价格恢复不及预期风险；
- 2) 客户导入不及预期风险；
- 3) 竞争加剧风险；
- 4) 研发不及预期风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1198.31	1787.80	2453.48	2964.67	净利润	129.78	217.08	326.80	428.93
营业成本	868.90	1223.76	1655.40	1975.50	折旧与摊销	33.55	8.25	8.25	8.25
营业税金及附加	2.56	4.47	6.13	7.41	财务费用	-24.60	0.13	0.21	3.50
销售费用	28.38	43.67	59.25	71.64	资产减值损失	-18.75	0.00	0.00	0.00
管理费用	32.03	281.58	380.29	444.70	经营营运资本变动	55.72	-0.78	-54.16	-69.57
财务费用	-24.60	0.13	0.21	3.50	其他	-141.21	26.73	3.95	13.86
资产减值损失	-18.75	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>34.49</b>	<b>251.41</b>	<b>285.04</b>	<b>384.96</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-39.09	-25.00	-18.00	-12.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-591.05	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-630.14</b>	<b>-25.00</b>	<b>-18.00</b>	<b>-12.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>130.28</b>	<b>234.20</b>	<b>352.20</b>	<b>461.92</b>	短期借款	50.08	-50.08	0.00	0.00
其他非经营损益	0.07	-0.78	-0.80	-0.70	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>130.36</b>	<b>233.42</b>	<b>351.40</b>	<b>461.21</b>	股权融资	800.86	0.00	0.00	0.00
所得税	0.57	16.34	24.60	32.29	支付股利	0.00	-25.96	-43.42	-65.36
净利润	129.78	217.08	326.80	428.93	其他	-11.32	12.16	-0.21	-3.50
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>839.61</b>	<b>-63.88</b>	<b>-43.62</b>	<b>-68.86</b>
归属母公司股东净利润	129.78	217.08	326.80	428.93	<b>现金流量净额</b>	<b>256.10</b>	<b>162.53</b>	<b>223.41</b>	<b>304.10</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1407.33	1569.86	1793.27	2097.37	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	146.11	169.12	224.92	287.16	销售收入增长率	7.40%	49.19%	37.23%	20.84%
存货	144.39	222.18	312.56	367.48	营业利润增长率	-66.55%	79.76%	50.38%	31.15%
其他流动资产	21.36	31.87	43.74	52.85	净利润增长率	-60.59%	67.26%	50.54%	31.25%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-65.18%	74.23%	48.68%	31.33%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	108.21	101.35	94.50	87.65	毛利率	27.49%	31.55%	32.53%	33.37%
无形资产和开发支出	4.35	28.93	46.52	58.11	三费率	2.99%	18.20%	17.92%	17.53%
其他非流动资产	231.00	230.01	229.03	228.05	净利率	10.83%	12.14%	13.32%	14.47%
<b>资产总计</b>	<b>2062.75</b>	<b>2353.34</b>	<b>2744.55</b>	<b>3178.67</b>	ROE	7.16%	10.75%	14.19%	16.09%
短期借款	50.08	0.00	0.00	0.00	ROA	6.29%	9.22%	11.91%	13.49%
应付和预收款项	131.73	262.43	345.66	397.99	ROIC	28.00%	56.98%	69.49%	73.22%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.62%	13.57%	14.70%	15.98%
其他负债	67.33	71.81	96.40	114.64	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>249.14</b>	<b>334.24</b>	<b>442.07</b>	<b>512.63</b>	总资产周转率	0.76	0.81	0.96	1.00
股本	405.56	409.02	409.02	409.02	固定资产周转率	12.81	17.06	25.05	32.55
资本公积	901.95	901.95	901.95	901.95	应收账款周转率	24.24	29.71	26.12	25.82
留存收益	520.47	708.13	991.51	1355.08	存货周转率	5.32	6.15	6.05	5.73
归属母公司股东权益	1813.61	2019.10	2302.48	2666.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.49%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1813.61</b>	<b>2019.10</b>	<b>2302.48</b>	<b>2666.05</b>	资产负债率	12.08%	14.20%	16.11%	16.13%
负债和股东权益合计	2062.75	2353.34	2744.55	3178.67	带息债务/总负债	20.10%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.96	6.00	5.40	5.49
					速动比率	6.37	5.33	4.69	4.77
					股利支付率	0.00%	11.96%	13.29%	15.24%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.32	0.53	0.80	1.05
					每股净资产	4.43	4.94	5.63	6.52
					每股经营现金	0.08	0.61	0.70	0.94
					每股股利	0.00	0.06	0.11	0.16
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	139.23	242.58	360.66	473.67					
PE	74.44	44.51	29.56	22.52					
PB	5.33	4.78	4.20	3.62					
PS	8.06	5.40	3.94	3.26					
EV/EBITDA	57.48	32.44	21.20	15.50					
股息率	0.00%	0.27%	0.45%	0.68%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn