

众辰科技 (603275)

证券研究报告

2024年01月06日

温床藏珠，变频器赛道小型化冠军

众辰深耕变频器行业，主要下游为空压机。产品优势在于小型化优于同行，且利润率行业领先。我们认为公司在 2024、2025 年有望实现业绩高增，成长性在于拓下游、扩品类&产能扩张。

产品性价比高于同行，且维持高利润率

众辰产品小型化方面优势显著，相似性能下体积远小于同行。以 22KW 通用变频器为例，众辰产品体积比汇川小 41%、比英威腾小 67%，比正弦小 17%。公司通过软件算法和结构优化，可节约原材料，并为客户节省安装空间。

2022 年汇川、英威腾、蓝海华腾、伟创电气、正弦电气变频器相关产品毛利率分别为 45.6%、39.7%、39.3%、41.1%、32.2%，众辰 2022 年变频器产品毛利率 41.7%，仅低于汇川，高于英威腾、蓝海华腾等企业。我们认为公司在产品小型化、管理效率、自动化水平方面优势显著，且专注于空压机领域。

成长看点：扩下游、拓品类&产能扩张

- ✓ **行业延展：**对标欧美、日本螺杆式空压机 80%渗透率，2019 年国内螺杆式仅占 31%，螺杆式空压机配备变频器，空压机变频器有望超越空压机行业增速实现高增。空压机之外，众辰产品已覆盖工程机械、供水设备、化工机械、机床工具等领域，有望在新领域不断开拓。
- ✓ **新产品：**1) 伺服：推出 US880 高性能伺服产品，面向中高端市场；2) 风电变桨：推出风电变桨集成式控制器，针对陆上、海上大功率风电机组桨叶的精确同步控制；3) 注塑机可编程显控一体控制器：完善产品系列，为客户提供解决方案。4) 变频器：产品实现总线功能，适配范围不断扩大。
- ✓ **产能扩张&海外开拓：**2023 年 12 月，上海和安徽芜湖两个项目新厂房已处于验收阶段，预计在 2024 年初陆续释放产能。海外方面，公司目前主要通过 ODM/OEM 方式与国际客户进行合作，主要地区为俄罗斯等。

盈利预测与估值

我们预计 2023-2025 年公司收入 6.3、8.8、11.7 亿元，同增 18%、38%、33%；归母净利润 2.0、2.7、3.6 亿元，同增 31%、35%、35%。对比同行业工控企业，汇川、伟创、禾川 2024 年 Wind 一致预期 PE 分别为 25、25、39X，给予 2024 年 PE 28X，对应股价 50.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：空压机需求不及预期、新产品竞争力不及预期、原材料成本大幅上升、整体制造业不景气、股价或波动较大风险等

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	620.46	535.91	634.27	878.07	1,170.10
增长率(%)	(0.86)	(13.63)	18.35	38.44	33.26
EBITDA(百万元)	236.74	186.02	233.97	314.19	421.34
归属母公司净利润(百万元)	196.81	150.36	197.14	266.25	358.30
增长率(%)	8.76	(23.60)	31.11	35.06	34.57
EPS(元/股)	1.32	1.01	1.33	1.79	2.41
市盈率(P/E)	30.53	39.96	30.48	22.57	16.77
市净率(P/B)	10.49	8.27	2.27	2.06	1.83
市销率(P/S)	9.68	11.21	9.47	6.84	5.14
EV/EBITDA	0.00	0.00	17.26	12.75	9.02

资料来源：wind，天风证券研究所

投资建议

行业	机械设备/自动化设备
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	40.39 元
目标价格	50.7 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	148.77
流通 A 股股本(百万股)	36.45
A 股总市值(百万元)	6,008.90
流通 A 股市值(百万元)	1,472.09
每股净资产(元)	17.50
资产负债率(%)	11.10
一年内最高/最低(元)	81.17/38.40

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080009
sunxiaoya@tfzq.com

朱晔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 引言	4
2. 深耕变频器行业，业绩稳中有进	4
2.1. 深耕自动化十余载，造就变频器“小巨人”	4
2.2. 股权结构集中稳定，核心团队经验丰富	4
2.3. 产销结构稳定，业绩稳中有进	6
3. 产品小型化优于同行，维持高利润率	8
3.1. 产品小型化优于同行，为客户节约安装空间	8
3.2. 变频器利润率行业领先，具有成本优势	9
3.3. 专注于空压机领域，人均效率高于同行	9
4. 成长看点：扩下游、拓品类&产能扩张	11
4.1. 行业延展：从空压机延展至其它行业，打开成长天花板	11
4.2. 品类开拓：伺服、风电变桨、注塑机控制器	14
4.3. 产能加速扩张，海外市场逐步开拓	15
5. 盈利预测与估值	16
5.1. 预计 2023-2025 年公司收入 6.3、8.8、11.7 亿元，同增 18%、38%、33%；归母净利润 2.0、2.7、3.6 亿元，同增 31%、35%、35%	16
5.2. 估值：给予 2024 年 PE 28x，给予“买入”评级	17
6. 风险与提示	17

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构(截止 23 年三季报)	5
图 3：公司营业收入（亿元）	7
图 4：公司归母净利润（亿元）	7
图 5：公司主营业务收入结构（%）	7
图 6：众辰分产品毛利率（%）	7
图 7：公司毛利率水平（%）	8
图 8：公司期间费用率（%）	8
图 9：通用变频器对比	8
图 10：众辰科技主营业务成本及占比（万元，%）	9
图 11：公司通用变频器直销收入按下游应用领域的分布（万元，%）	10
图 12：行业专机按下游应用领域的分布情况（万元，%）	10
图 13：众辰直销、经销收入（万元）及销售占比（%）	11
图 14：中国空压机市场规模（亿元）及增速（%）	11
图 15：中国空压机发展历程	11
图 16：东亚机械主营业务成本中原材料成本构成（万元，%）	12

图 17: 中国低压变频器市场规模 (亿元) 及增速 (%)	13
图 18: 2021 年中国低压变频器下游应用领域占比 (%)	13
图 19: 低压变频器部分下游行业市场规模 (亿元) 及增长率 (%)	13
图 20: 2018-2022 年中国低压变频器市场各厂商市占率 (%)	14
图 21: 中国伺服系统市场规模 (亿元) 及增速 (%)	14
图 22: 2022 年中国伺服电机下游应用领域占比 (%)	14
表 1: 公司董事、高管个人履历 (截至 2023 年三季报)	5
表 2: 公司主要产品	6
表 3: 同类企业变频器业务收入 (亿元) 及毛利率 (%) 对比	9
表 4: 工控企业人均收入、利润对比 (万元)	10
表 5: 众辰通用变频器的产能利用率&产销率 (万台, %)	15
表 6: 众辰科技募集资金用途 (亿元)	15
表 7: 2022 年众辰 ODM/OEM 模式下主要客户情况	16
表 8: 众辰欧盟、韩国认证	16
表 9: 众辰科技业绩拆分	17
表 10: 同类企业估值对比 (PE)	17

1. 引言

众辰深耕变频器行业，主要下游为空压机。产品优势在于小型化优于同行，且利润率行业领先，原因为：1) 专注于空压机领域，降低产品开发成本；2) 生产、运营方面采用扁平化管理模式提升管理效率。

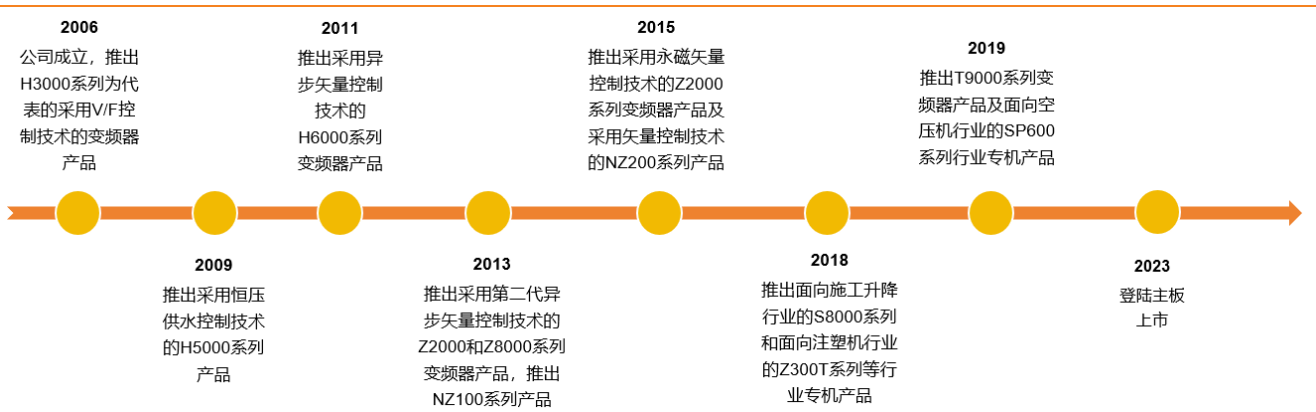
公司在 2020-2023 年产能瓶颈，因此业绩增速受到影响。往后看，公司成长性来自扩下游、拓品类&产能扩张。2023 年 12 月，上海和安徽芜湖两个项目新厂房已处于验收阶段，预计在 2024 年初释放新产能。新产品伺服 US880、风电变桨、注塑机可编程显控一体控制器、以及实现总线功能的变频器有望带来新增长点。

2. 深耕变频器行业，业绩稳中有进

2.1. 深耕自动化十余载，造就变频器“小巨人”

公司专业从事工业自动化领域产品研发、生产、销售及服务。2006 年公司成立，成立之初即专注于变频器和伺服系统的研究与开发，相继推出 H3000 系列、H5000 系列、H6000 系列等变频器及行业专机产品。2020 年完成股改，并于 2023 年成功登陆主板上市融资。

图 1：公司发展历程

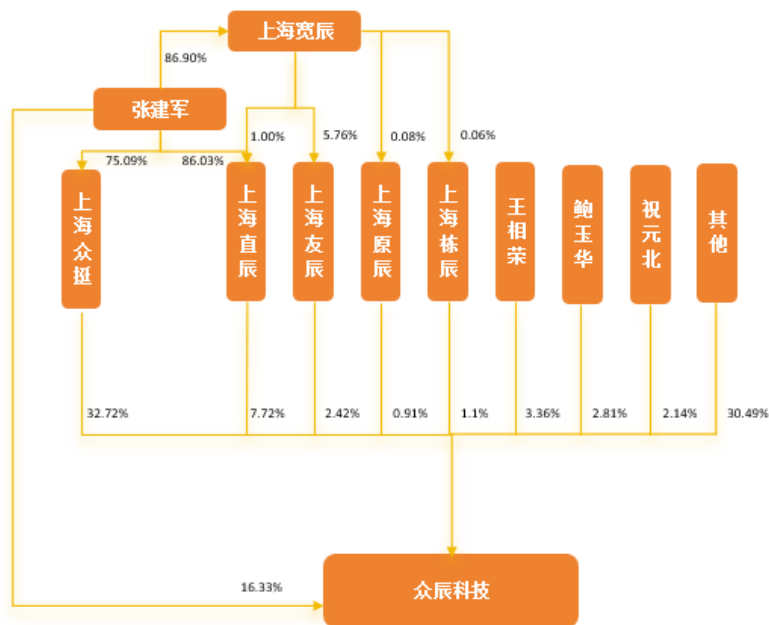


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.2. 股权结构集中稳定，核心团队经验丰富

公司股权结构集中，实际控制人为董事长张建军先生。公司上市后，张建军先生直接持有公司 16.33% 的股份，并通过其实际控制的上海众挺、上海直辰、上海友辰、上海栋辰和上海原辰合计控制公司 44.87% 的股份，合计控制公司 61.20% 的股份，为公司的实际控制人。公司前十大股东合计持股比例 72.05%，且部分自然人股东系公司核心管理和技术人员。

图 2: 公司股权结构(截止 23 年三季报)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

公司核心团队深耕自动化领域，具备多年从业经验。公司创始人、董事长张建军拥有 20 多年低压变频器行业经历，研发和管理经验丰富，核心团队多数成员行业经验在 10 年以上，为公司产品研发、技术创新和经营管理奠定了坚实基础。

表 1: 公司董事、高管个人履历 (截至 2023 年三季报)

姓名	现任职务	个人履历
张建军	董事长、 总经理	1973 年生，本科学历，工业自动化专业。曾任海南陇海压铸厂车间副主任，上海旭辉实业有限公司销售工程师，上海汉石自动化控制系统有限公司销售经理，上海屹衡机电科技有限公司总经理，上海铨友液压设备有限公司执行董事，上海众辰电子科技有限公司执行董事、总经理，安徽华辰磁控科技有限公司董事长、总经理。现任上海众挺智能科技有限公司执行董事，上海宽辰智能科技有限公司执行董事，安徽华辰磁控科技有限公司董事，安徽众辰电子科技有限公司执行董事兼总经理，上海众辰电子科技股份有限公司董事长、总经理
鲍玉华	董事、副 总经理	1978 年生，大专学历，企业经济管理专业。曾任上海汽轮机厂有限公司职员、上海汽轮机厂福乐实业总公司业务经理、上海众辰电子科技有限公司副总经理、安徽华辰磁控科技有限公司董事。现任上海众挺智能科技有限公司监事，上海宽辰智能科技有限公司监事，安徽华辰磁控科技有限公司监事会主席，安徽众辰电子科技有限公司监事，上海众辰电子科技股份有限公司董事、副总经理
居理	董事、副 总经理、 销售总监	1975 年生，硕士学位，电气工程专业。曾任上海新沪钢铁厂、上海新沪钢铁有限公司工程师，艾默生系统工程(上海)有限公司工程师，三菱电机自动化(中国)有限公司工业控制部经理，雷乐士(上海)电源系统有限公司销售总监，上海电器科学研究所(集团)有限公司部门销售总监，上海众辰电子科技有限公司销售总监，安徽华辰磁控科技有限公司董事。现任上海众辰电子科技股份有限公司董事、副总经理、销售总监
李江	董事、研 发总监	1978 年生，硕士研究生学历，通信与信息系统专业。曾任维谛技术有限公司高级行销经理，上海众辰电子科技有限公司销售部经理、研发总监，上海众辰电子科技股份有限公司董事、副总经理、研发总监。现任上海众辰电子科技股份有限公司董事、研发总监
章铁生	独立董事	1974 年生，博士研究生学历，教授，全国会计领军人才，安徽省学术和技术带头人后备人选。曾任

安徽工业大学冶金系助教、管理学院助教、讲师，汉马科技集团股份有限公司独立董事、审计委员会召集人。现任安徽工业大学管理学院副教授、商学院教授、商学院院长，安徽宝葫芦信息科技集团股份有限公司独立董事，上海众辰电子科技股份有限公司独立董事、审计委员会召集人

杜秋 独立董事 1969年生，本科学历，高级工程师。曾任上海宝钢冶金建设公司机械设备安装工程公司工程师、世纪互联数据中心有限公司上海分公司运维经理、中国电信股份有限公司上海分公司互联网部动力室主任。现任万国数据服务有限公司高级副总裁、首席技术专家，上海众辰电子科技股份有限公司独立董事、薪酬委员会召集人

蒋海军 独立董事 1975年生，硕士研究生学历，律师。曾任南京知识律师事务所律师、管理合伙人，南京高拓知识产权服务有限公司监事。现任江苏瑞途律师事务所主任、律师，上海众辰电子科技股份有限公司独立董事、提名委员会召集人

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3. 产销结构稳定，业绩稳中有进

公司专业从事工业自动化领域产品研发、生产、销售及服务，主要产品包括低压变频器和伺服系统等。公司自主研发和生产的“众辰”品牌低压变频器、伺服系统等产品的功率范围覆盖 0.4kW-1,200kW，广泛应用于空压机、塑料机械、工程机械、供水设备、冶金设备、纺织机械、机床工具、化工机械、矿用机械、印刷包装等行业。

表 2：公司主要产品

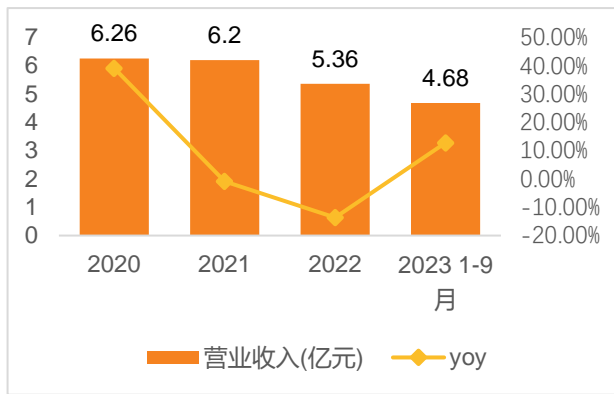
产品类别	主要型号	产品简介	产品图示
通用变频器	H3000 系列高性能通用变频器、Z2000 系列通用紧凑型多功能变频器、Z8000 系列通用高性能电流矢量变频器、NZ100 系列经济型变频器、NZ200 系列经济型矢量变频器等	功率范围：0.4kW-1200kW	
行业专机	SP600 系列空压机一体机、S8000 系列施工升降一体机、Z300T 系列高性能液压伺服驱动器	满足变频器基本性能和功能需求的同时，兼顾满足装配空间节省需求、机械设备安装简便需求、行业操作习惯需求和多台自动化设备融合兼容等一系列个性化需求	
伺服系统	US100 系列脉冲型伺服系统、US200 系列脉冲伺服系统、US200E 总线型伺服系统	具备精准定位、高精度稳速运行、快速转矩调节等特点，在快速、高精度位置控制的自动化设备上得到广泛应用	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

营收规模稳定，业绩稳步提升。2020-2022 年，公司实现营业收入 6.26/6.20/5.36 亿元，同比 +39.14%/-0.86%/-13.63%，实现归母净利润 1.81/1.97/1.50 亿元，同比 +49.62%/+8.76%/-23.60%。其中，2020 年口罩、熔喷布等物资需求带动空压机需求大幅增

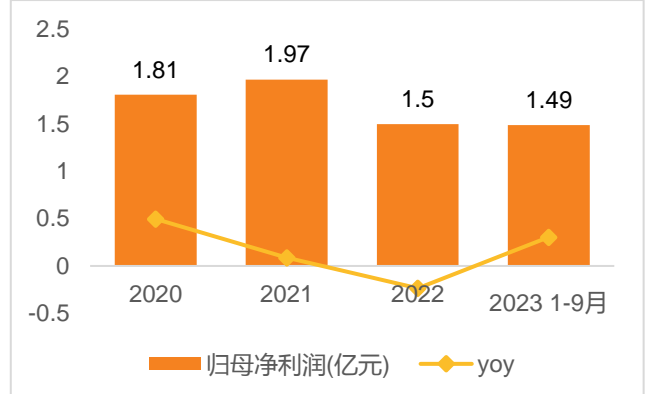
长，拉动营收、利润同比上升，但受空压机市场需求放缓及宏观经济增速下降影响，21、22 年收入端呈现一定压力。2023 年一至三季度公司实现营业收入 4.68 亿元，同比增长 12.77%，实现归母净利润 1.49 亿元，同比增长 30.28%，业绩稳步提升。

图 3：公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

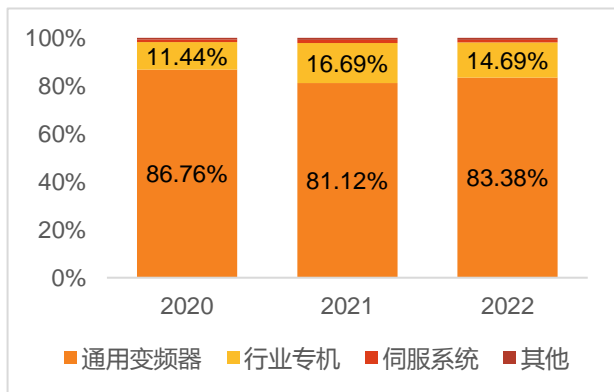
图 4：公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

专注自动化领域，变频器贡献主要营收。公司产品结构稳定，立足变频器主业，2020-2022 年变频器营收占比均在 97%以上，通用变频器营收占比均在 80%以上。伺服系统毛利率水平低于变频器，但其所占规模较小，因此公司整体综合毛利率均高于 40%。2021-2022 年通用变频器、行业专机毛利率略有下降，但仍处在较高水平，其毛利率下降主要系公司应对激烈市场竞争下调部分产品单价所致。

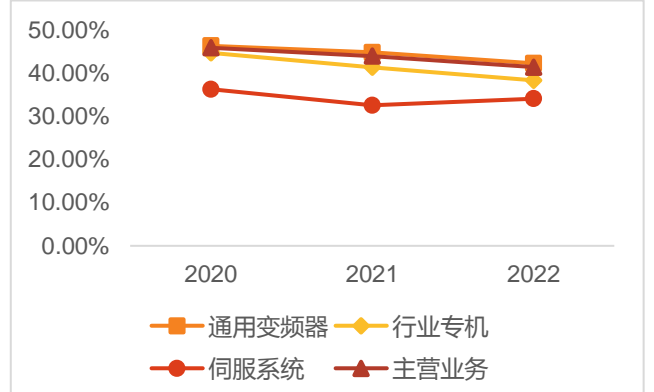
图 5：公司主营业务收入结构（%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

*注：其他产品主要包括电机及新能源汽车驱动器等

图 6：众辰分产品毛利率（%）

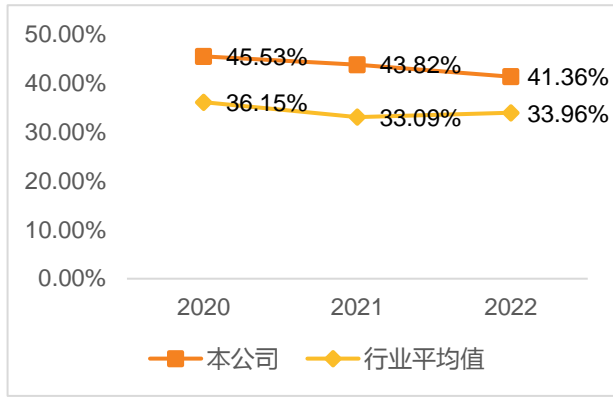


资料来源：公司公告、天风证券研究所

落实“成本领先”，毛利率高于同行。2020-2022 年，同行业可比公司毛利率的平均值为 36.15%/33.09%/33.96%，公司的综合毛利率分别为 45.53%/43.82%/41.36%。在“成本领先”的战略下，公司持续优化产品设计和供应链，并将部分委外加工的工序改为自制，使得综合毛利率进一步提升，公司 2023 年 1-6 月的综合毛利率为 42.15%，较上年同期提升了 1.46 个百分点。

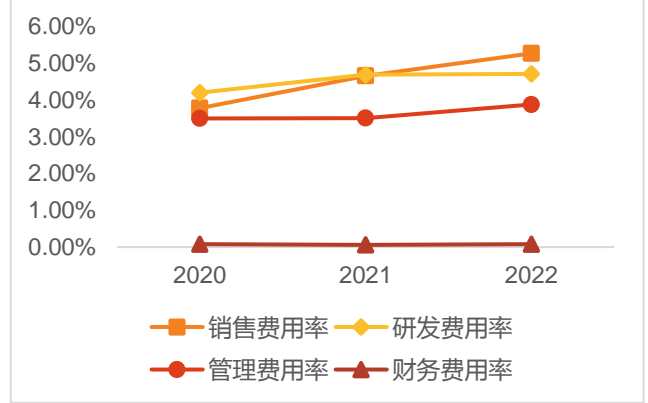
期间费用管控良好，维持低位。2020-2022 年，公司销售费用、管理费用、研发费用、财务费用占比均远低于 10%且变动相对平稳。其中销售费用率出现小幅上涨，从 3.78%上涨至 5.27%，主要系公司积极开拓市场渠道和加强售后服务，销售人员职工福利薪酬上涨所致。

图 7：公司毛利率水平（%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：公司期间费用率（%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 产品小型化优于同行，维持高利润率

3.1. 产品小型化优于同行，为客户节约安装空间

众辰产品小型化方面优势显著，相似性能下体积远小于同行。以 22KW 通用变频器为例，将众辰 NZ220、汇川 MD550、英威腾 GD300、正弦电气 A90 进行对比，众辰产品体积为 8297cm³，比汇川小 41%、比英威腾小 67%，比正弦小 17%。而产品性能方面差别不大，性能包括四大方面：

- ✓ 调速范围：调速范围越大，适用的应用场景越丰富；
- ✓ 稳速精度：调节电机转速时的误差范围，数值越小，精度越高；
- ✓ 启动转矩：高启动转矩的变频器可确保电机在各种负载条件下顺利启动，避免启动过程中的过载和故障；
- ✓ 转矩精度：变频器控制电机产生转矩时的准确性和稳定性，数值越小，精度越高。

图 9：通用变频器对比

相关指标或参数	众辰科技	汇川技术	英威腾	正弦电气	对比结论	
	NZ200-22kW	MD500-22kW	GD300-22kW	A90-22kW		
尺寸大小（mm）	H332W151 D165.5	H350W210 D192	H407W255 D245	H293W190 D180	尺寸较小	
体积（cm ³ ）	8,296.85	14,112.00	25,427.33	10,020.60	体积较小	
主要控制性能	电机类型	异步/同步	异步/同步	异步/同步	无差别	
	调速范围	异步 1:100 同步 1:200	1:200 (SVC) 1:1000 (FVC)	异步 1:100 同步 1:20	1:50 (VVF) 1:200 (SVC)	差别不大
	稳速精度	±0.5%（无 PG）	±0.5% (SVC) ±0.02% (FVC)	±0.2%	±0.2% 额定同步转速	差别不大
	启动转矩	异步 0.5Hz/150% 同步 0.25Hz/150%	0.25Hz/150% (SVC) 0Hz/180% (FVC)	异步 0.25Hz/150% 同步 2.5Hz/150%	150%/1Hz (VVF) 150%/0.25 Hz (SVC)	差别不大
	转矩精度	5Hz 以上 ±5%	FVC: ±3% SVC: 5Hz 以上 ±5%	10%	±8% 额定转矩 (SVC)	较优

资料来源：公司公告、天风证券研究所

小型化优势在于节约原材料，并且为客户节省安装空间。产品小型化能够节约各类原材料，且为客户节省安装空间和成本，更易于安装和使用。变频器行业多数采用成本加成的定价模式，并综合考虑市场需求和同行业类似产品。小型化方面具有优势可以使得产品定价更具有竞争力。公司通过软件算法和结构优化，实现产品小型化。

3.2. 变频器利润率行业领先，具有成本优势

毛利率在同行中处于领先地位。2022 年汇川、英威腾、蓝海华腾、伟创电气、正弦电气变频器相关产品毛利率分别为 45.6%、39.7%、39.3%、41.1%、32.2%，众辰 2022 年变频器产品毛利率 41.7%，仅低于汇川，高于英威腾、蓝海华腾等企业。我们认为公司在产品小型化、管理效率、自动化水平方面优势显著。

表 3：同类企业变频器业务收入（亿元）及毛利率（%）对比

	2020	2021	2022	
变频器相关收入 (亿元)	汇川技术	21.2	31.5	43.3
	英威腾	12.8	17.6	20.0
	蓝海华腾	1.2	1.2	1.1
	伟创电气	4.6	6.0	6.3
	正弦电气	3.1	3.4	2.5
	众辰科技	6.1	6.0	5.2
变频器相关产品 毛利率 (%)	汇川技术	47.0%	46.6%	45.6%
	英威腾	41.3%	40.1%	39.7%
	蓝海华腾	38.8%	39.1%	39.3%
	伟创电气	41.9%	37.4%	41.1%
	正弦电气	40.2%	35.4%	32.2%
	众辰科技	46.1%	44.2%	41.7%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

直接材料成本占比超 80%，小型化减少物料使用有效降本。从众辰主营业务成本结构看，2020-2022 年直接材料占比超过 80%，为最大成本项。2022 年众辰直接材料、直接人工、制造费用、外协费用成本占比分别为 82.7%、5.3%、3.6%、6.7%，小体积能减少物料使用。在产品的设计方面，公司针对用户的需求特点，在保持产品性能稳定的基础上，不断优化产品结构，降低物料成本。此外，公司通过软件算法和结构优化，实现产品小型化。

图 10：众辰科技主营业务成本及占比（万元，%）

项目	2020年度		2021年度		2022年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	28,723	85.9%	29,120	84.8%	25,528	82.7%
直接人工	1,192	3.6%	1,509	4.4%	1,635	5.3%
制造费用	905	2.7%	1,123	3.3%	1,124	3.6%
外协费用	2,041	6.1%	2,042	5.9%	2,066	6.7%
合同履约成本	578	1.7%	553	1.6%	504	1.6%
合计	33,439	100.0%	34,347	100.0%	30,858	100.0%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

提升自动化产线水平，非核心工序采用委外方式。在生产管理方面，公司提升产线自动化水平，采用精益生产等方式不断地降低产品的生产制造成本。对于经济型机型，公司将部分经济型机型及非核心工序采用委外加工的方式生产，降低生产制造成本。

3.3. 专注于空压机领域，人均效率高于同行

众辰人均收入、人均利润高于同类工控企业。横向对比工控企业人均收入、人均利润，2022

年汇川技术、英威腾、伟创电气、正弦电气、众辰科技人均收入分别为 113.6、91.7、78、86.9、130.4 万元，人均利润分别为 21.3、6.2、12、11.5、36.6 万元。众辰人均收入、人均利润远远高于同行。

表 4：工控企业人均收入、利润对比（万元）

	公司	2019	2020	2021	2022
人均收入	汇川技术	65.9	89.5	105.9	113.6
	英威腾	66.9	70.5	77.6	91.7
	伟创电气	69.1	65.7	84.2	78.0
	正弦电气	96.9	100.0	94.8	86.9
	众辰科技	118.7	144.5	139.4	130.4
人均利润	汇川技术	8.5	16.3	21.1	21.3
	英威腾	-8.9	4.2	4.7	6.2
	伟创电气	8.9	10.1	13.0	12.0
	正弦电气	19.3	17.5	15.6	11.5
	众辰科技	31.9	41.8	44.2	36.6

资料来源：Wind、天风证券研究所

公司专注于空压机领域，降低产品开发成本。从营收结构看，公司通用变频器直销收入中空压机占 70%以上。2022 年变频器直销收入中空压机、自动化设备、塑料机械为前三项，收入分别为 1.58、0.27、0.04 亿元，营收占比分别为 73.1%、12.5%、2%。从行业专机的营收结构看，2022 年行业专机销售收入中空压机、塑料机械、工程机械为前三项，收入分别为 0.54、0.19、0.04 亿元，营收占比分别为 70.3%、24.1%、5.5%。空压机为公司最主要下游，公司在行业内深耕细作，专注于配套行业客户产品，提升公司在行业内的知名度和认可度，从而降低公司开发客户的成本。

图 11：公司通用变频器直销收入按下游应用领域的分布（万元，%）

下游应用领域	2020年度		2021年度		2022年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
空压机	24,744	80.6%	19,990	76.3%	15,816	73.1%
自动化设备	1,551	5.1%	2,174	8.3%	2,693	12.5%
塑料机械	1,301	4.2%	730	2.8%	430	2.0%
工程机械	168	0.6%	540	2.1%	203	0.9%
供水设备	801	2.6%	713	2.7%	397	1.8%
机床工具	304	1.0%	376	1.4%	340	1.6%
冶金设备	155	0.5%	242	0.9%	242	1.1%
暖通设备	88	0.3%	180	0.7%	159	0.7%
纺织机械	260	0.9%	139	0.5%	137	0.6%
化工机械	637	2.1%	340	1.3%	88	0.4%
其他	702	2.3%	790	3.0%	1,124	5.2%
通用变频器 - 直销收入	30,711	100.0%	26,214	100.0%	21,630	100.0%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 12：行业专机按照下游应用领域的分布情况（万元，%）

主要应用领域	2020年度		2021年度		2022年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
空压机	4,860	68.8%	7,403	72.5%	5,437	70.3%
塑料机械	1,416	20.1%	1,913	18.7%	1,864	24.1%
工程机械	755	10.7%	880	8.6%	421	5.5%
其他	32	0.5%	22	0.2%	13	0.2%
行业专机	7,064	100.0%	10,219	100.0%	7,735	100.0%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

生产、运营方面，公司采用扁平化管理模式提升管理效率。在销售方面，公司变频器的销售结合“工厂配套、行业专注”的经营策略，紧贴配套厂商和行业客户的习惯和需求，不断提升销售效率和配套服务。公司直销比例较高，2020-2022年直销比例分别为60%、59%、55%，直销比例整体较高降低了销售费用。在日常管理方面，通过扁平化管理模式来减少不必要的管理人员，提升管理效率，降低管理费用。

图 13：众辰直销、经销收入（万元）及销售占比（%）

销售模式	2020年度		2021年度		2022年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经销	24,516	40%	25,216	41%	23,658	45%
直销	37,228	60%	36,015	59%	28,984	55%
合计	61,743	100%	61,231	100%	52,642	100%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

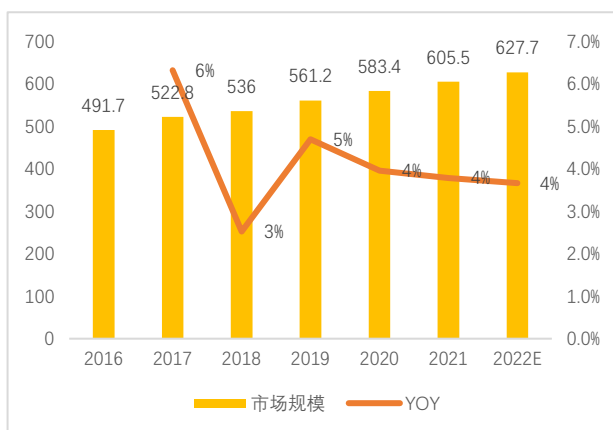
4. 成长看点：扩下游、拓品类&产能扩张

4.1. 行业延展：从空压机延展至其它行业，打开成长天花板

空压机是一种将机械能转化为气体压力能的发生装置，国内规模稳步提升。空气压缩机通过压缩方式使低压气体转变为高压气体，从而将原动机（通常是电动机）的机械能转化为气体压力能，主要提供空气动力，广泛应用于装备制造、汽车、冶金、电力、电子、医疗、纺织等工业领域。中国空压机市场规模从2016年491.7亿元提升至2021年605.5亿元，CAGR 4.3%。

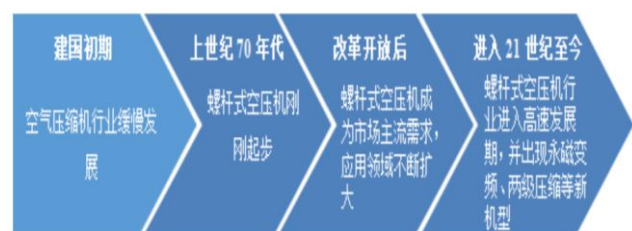
相比活塞式空压机，螺杆式空压机具有可靠性高、节能环保等优势。螺杆式空压机、活塞式空压机是目前国际上应用较为普遍的压缩机类型。与活塞式空压机相比，螺杆式空压机具有节能环保优势且有可靠性高、便于操作等特点，占比有望不断提升。从空压机发展历程看，20世纪70年代，国外多数企业已开始生产螺杆式空压机，而国内企业以生产活塞式空压机为主。21世纪后，工业繁荣带动国内螺杆式空压机市场快速增长，更高效、更能满足市场需求的新型螺杆式空压机被推向市场。

图 14：中国空压机市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：中商产业研究院、公司公告、天风证券研究所

图 15：中国空压机发展历程



资料来源：东亚机械招股说明书、天风证券研究所

对比西方发达国家，我国螺杆压缩机占比仍有较大提升空间。对比活塞式空压机，螺杆式空压机运行成本低、工作效率高、节能效果明显。2019 年我国主要空压机厂商共生产一般动力用容积式空压机 161.79 万台，其中各类螺杆空压机 50.57 万台，微小型活塞式空压机 109.13 万台，螺杆空压机占比 31%。西方发达国家螺杆空压机市占率为 80%左右，日本螺杆压缩机从 1976 年占比 27%上升到 1985 年 85%。考虑到设备替代成本，国内螺杆机替代需要一段时间，但螺杆机占比有望不断提升。

变频器主要用于永磁螺杆机，永磁电机与变频系统相结合能更好发挥节能效果。我国空压机市场有望实现从活塞机到普通螺杆空压机，再到永磁变频螺杆空压机的升级迭代。永磁螺杆空压机一般配备变频器改变电机工作的电源频率，根据电机的实际需要来提供电源电压。变频器与一级永磁螺杆机的配比关系为 1:1，与二级压缩永磁螺杆机的配比关系为 2:1。空压机的电能消耗占全国总发电量的 9.5-12%，是第二大动力源，使用永磁螺杆机能够起到更好的节能效果。从成本来看，变频器在空压机原材料成本中占比约 10-15%，是空压机重要的原材料之一。

图 16：东亚机械主营业务成本中原材料成本构成（万元，%）

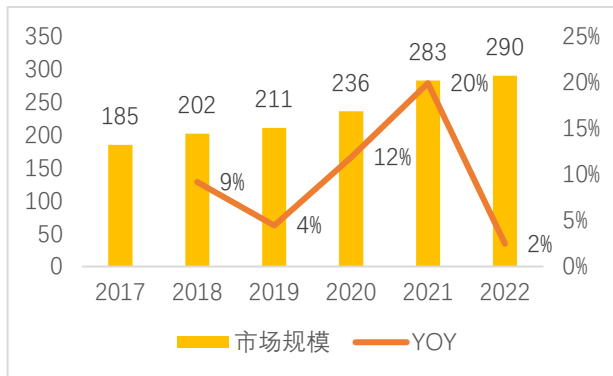
类别	2018年		2019年		2020年	
	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
电机类	6,032	19.2%	5,654	17.9%	6,608	16.4%
变频器	3,084	9.8%	3,222	10.2%	5,955	14.8%
钢板	2,719	8.6%	2,528	8.0%	2,893	7.2%
主机材料	1,711	5.4%	1,972	6.3%	2,436	6.1%
冷却器	2,065	6.6%	1,886	6.0%	2,281	5.7%
润滑油	1,146	3.6%	1,230	3.9%	1,397	3.5%
法兰	1,127	3.6%	1,232	3.9%	1,542	3.8%
阀总成、泵	1,193	3.8%	1,093	3.5%	1,357	3.4%
风机	894	2.8%	834	2.7%	1,090	2.7%
轴承	676	2.2%	775	2.5%	965	2.4%
其他	10,809	34.4%	11,104	35.2%	13,734	34.1%
合计	31,454	100.0%	31,530	100.0%	40,257	100.0%

资料来源：东亚机械招股说明书、天风证券研究所

2022 年国内低压变频器市场空间约 290 亿元，下游较为分散。2022 年中国低压变频器市场规模 290 亿元，同比增长 2%。从 5 年维度看，中国低压变频器市场规模从 2017 年 185 亿元增长至 2022 年 290 亿元，CAGR 为 9%。从下游领域看，2021 年中国低压变频器下游中起重机、电梯、纺织、冶金、电力为前五大下游，占比分别为 9%、9%、9%、8%、8%，CR5 为 43%，下游行业分散且集中度较低。

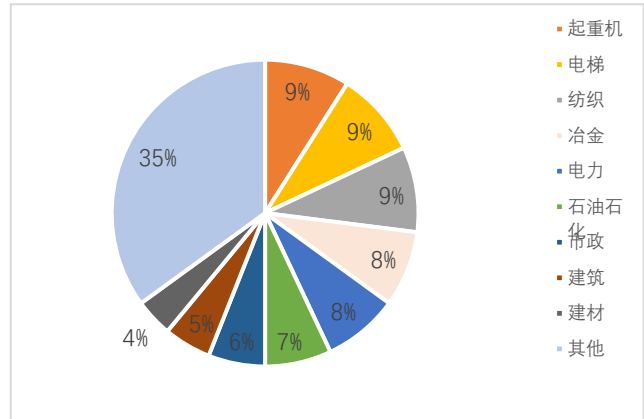
众辰目前聚焦在空压机领域，后续切入变频器的其它下游，打开市场空间。目前众辰产能相对不足，业务拓展受到一定限制，公司在电梯及施工升降机、起重、液压伺服、纺织化纤、钢铁等领域涉足较少，而这些细分下游规模体量大，对于变频器、伺服系统等产品需求量较高。随着公司进入其它下游领域，可触及的市场空间有望大幅提升。

图 17：中国低压变频器市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：伟创电气公告、天风证券研究所

图 18：2021 年中国低压变频器下游应用领域占比（%）



资料来源：华经产业研究院、天风证券研究所

产品准备就绪，众辰产品可覆盖多个变频器下游应用场景。空压机之外，工程机械、供水设备、化工机械、机床工具等变频器下游都具有一定规模，2022 年市场规模分别为 15.3、11.4、17.1、7.7 亿元，同比增长-3.2%、9.6%、17.9%、-3.8%。众辰的变频器产品已经覆盖了工程机械、供水设备、化工机械、机床工具等领域绝大多数变频器产品类型，随着进一步提高产品的丰富度，有望在新领域市占率不断提升。

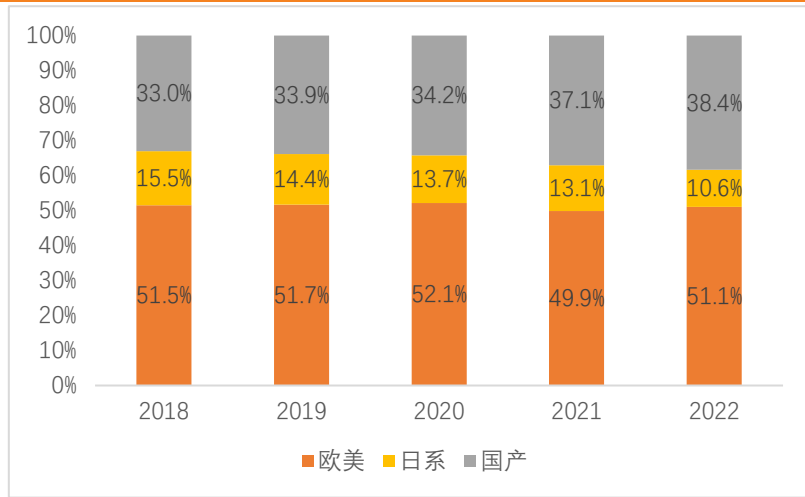
图 19：低压变频器部分下游行业市场规模（亿元）及增长率（%）

应用场景	2020年度	2021年度		2022年度	
	规模	规模	增长率	规模	增长率
塑料机械	3.7	4.6	24.32%	4.8	4.35%
工程机械（起重）	13.5	15.8	17.04%	15.3	-3.16%
供水设备（市政）	9	10.4	15.56%	11.4	9.62%
机床工具	6.2	8	29.03%	7.7	-3.75%
化工机械	11.8	14.5	22.88%	17.1	17.93%

资料来源：公司公告、中国工控网、天风证券研究所

国内低压变频器欧美企业仍占比过半，国产替代大有可为。目前欧美企业在国内低压变频器市场占据多数份额，2022 年欧美、日系、国产品牌在低压变频器占比分别为 51.1%、10.6%、38.4%。变频器问世于 20 世纪 60 年代，在欧美等国家获得广泛应用。我国低压变频器市场起步较晚，1986 年后，安川、三菱电机等日本企业变频器产品进入国内，初期为日系品牌主导。20 世纪 90 年代中期，ABB、西门子等企业进入中国市场，迅速攻占高端市场。近年来国内品牌在吸收国外变频技术基础上不断创新，逐步扩大市场份额。从 2018-2022 年，国内企业市占率从 33%提升至 38.4%。

图 20：2018-2022 年中国低压变频器市场各厂商市占率（%）



资料来源：中国工控网、公司公告、天风证券研究所

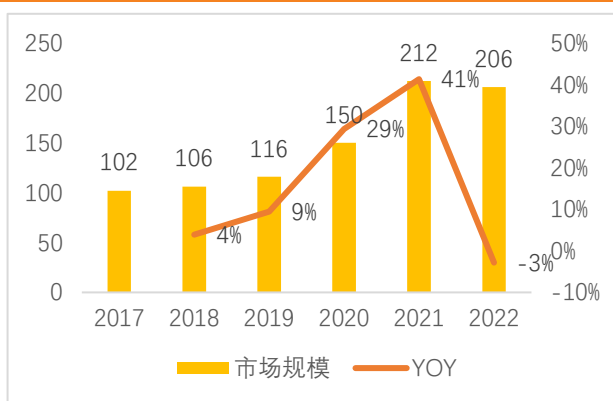
4.2. 品类开拓：伺服、风电变桨、注塑机控制器

公司加大产品布局及市场开拓力度，不断推出新产品丰富产品线。变频器产品系列已实现对同步磁阻电机、混合磁阻电机、高速电机的支持，并实现了总线功能，产品适配范围不断扩大。此外，公司也在向变频器和伺服系统的配套产品进行延伸，并推出注塑机可编程显控一体控制器。

从变频器到伺服，打开成长空间。伺服系统由伺服驱动器和伺服电机组成，具备精准定位、高精度稳速运行、快速转矩调节等特点，在快速、高精度位置控制的自动化设备上广泛应用。伺服系统国内市场规模从 2017 年 102 亿元增长至 2022 年 206 亿元，CAGR 为 15%。与变频器相比，伺服近几年的增速更快，原因为下游有电子制造设备、机器人等成长性较好的赛道。2022 年伺服中国市场规模 206 亿元，低压变频器市场规模 290 亿元，公司进入伺服赛道打开成长空间。

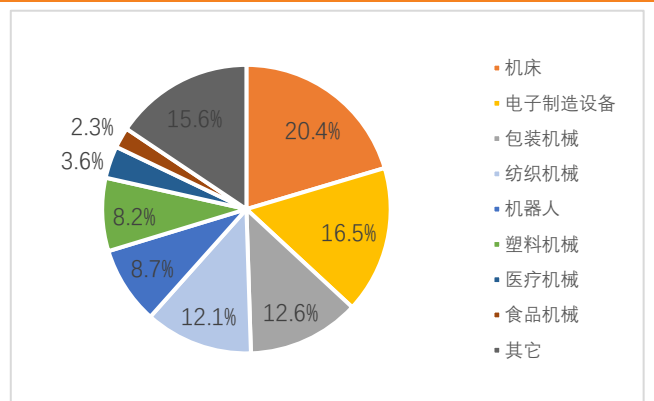
推出 US880 高性能伺服产品，面向中高端市场。公司 2020-2022 年伺服系统营收分别为 0.07、0.09、0.06 亿元，在主营业务营收中占比分别为 1%、1%、1%。前几年伺服产品在公司整体营收占比并不高，但公司持续加强伺服产品的研发，新推出了 US880 总线型系列和 US300C 脉冲型系列伺服系统。新产品 US880 系列为高性能伺服系统，面向中高端市场。目前已实现对客户的批量交付，产品线覆盖不同层次的市场需求。

图 21：中国伺服系统市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：工控网、伟创电气公告、天风证券研究所

图 22：2022 年中国伺服电机下游应用领域占比（%）



资料来源：中商情报网、天风证券研究所

推出风电变桨集成式控制器，打开风电行业市场。公司推出风电行业的新产品 AWS 系列风电变桨集成式控制器，已实现对客户的批量交付。该产品是针对陆上、海上大功率风电

机组桨叶的精确同步控制以及保证机组安全性能开发的专用控制器，将控制器和驱动器一体化，体积小、效率高，维护方便。

注塑机可编程显控一体控制器完善产品系列，为客户提供解决方案。公司研发的注塑机可编程显控一体控制器于 2022 年完成样品调试，已于 2023 年一季度推向市场，截至一季度末在手订单共计约 2000 台，已实现发货近 200 台。公司研发了立式注塑机控制系统、注塑机可编程显控一体控制器、可编辑组态人机界面（HMI），与变频器、伺服等产品配套，为客户提供综合解决方案。

4.3. 产能加速扩张，海外市场逐步开拓

产能利用率保持高位，产能瓶颈影响公司出货。2020、2021 年公司产能利用率均在 100% 以上。2022 年，公司受到主要生产经营所在地上海市 3-5 月产销暂停影响，产能利用率下降至 91%。而销售方面，2020-2022 年公司产销率水平一直维持在接近 100% 水平。此外，为满足客户需求、有效利用现有产能，公司将部分经济型机型的装配采用外协的方式进行生产，进一步提升生产效率。

表 5：众辰通用变频器的产能利用率&产销率（万台，%）

	单位	2020 年	2021 年	2022 年
整体产能利用率	%	100.5%	107.0%	90.8%
产量（含外协）	万台	59.3	61.7	54.2
销量	万台	59.1	60.3	55.3
产销率	%	99.7%	97.7%	102.1%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

产能积极扩张，增加变频器、伺服、电梯及施工升降机等产能。公司 IPO 募投资金 9.8 亿元，主要用于变频器、伺服系统、电梯及施工升降机等项目，包括研发中心建设项目、营销网络服务及信息化升级建设项目。2020-2022 年，公司变频器（不含外协）年度平均产量 45.3 万台，含外协年度平均产量 64.3 万台。募集资金达产后每年可实现新增变频器产能 72 万台，伺服系统 3.7 万台，电梯及施工升降机产能 0.8 万台。

自有资金先行投入，募投项目 2023 年底新厂房已处于验收阶段。2023 年上半年，公司固定资产及在建工程合计增加约 6000 万元，系公司因产能紧张订单交付周期延长，使用自有资金对募投项目进行先行投入。募投项目有上海和安徽芜湖的两个扩产项目“变频器及伺服系统产业化建设项目”和“变频器、伺服系统、电梯及施工升降机系统集成生产基地建设项目”，在 2023 年 12 月新厂房已处于验收阶段，预计 2024 年初陆续释放产能。

表 6：众辰科技募集资金用途（亿元）

序号	项目名称	项目总投资额	募集资金拟投入金额
1	变频器及伺服系统产业化建设项目	3.3	3.1
2	变频器、伺服系统、电梯及施工升降机系统集成生产基地建设项目	1.3	1.3
3	研发中心建设项目	1.9	1.9
4	营销服务网络及信息化升级建设项目	0.8	0.8
5	补充流动资金	2.7	2.7
	合计	10.0	9.8

资料来源：公司公告、天风证券研究所

海外业务方面，公司目前主要通过 ODM/OEM 方式与国际客户进行合作。上海妮采主要从事变频器、伺服系统、运动控制系统及成套设备的销售，公司与上海妮采自 2010 年 8 月开始合作。2020-2022 年公司对上海妮采销售金额分别为 3394、4138、5881 万元，营收占比分别为 5%、7%、11%。上海妮采销售额逐年增加，主要是下游俄罗斯、波兰等终

端客户增加了对中国变频器厂家的采购。上海妮采主要终端以俄罗斯客户为主，2022 年乌克兰危机爆发后，俄罗斯对欧美变频器厂家的采购减少，相应增加了对中国变频器厂商的采购。此外，公司也跟欧姆龙进行合作，2020-2022 年销售金额分别为 248、377、704 万元，逐年提升。

表 7：2022 年众辰 ODM/OEM 模式下主要客户情况

序号	客户名称	主营业务收入（万元）	占当期 ODM/OEM 收入的比例（%）
1	上海妮采国际贸易有限公司	5845	37.7%
2	开山集团股份有限公司	2427	15.7%
3	宁波菲仕技术股份有限公司	790	5.1%
4	世选电气（上海）有限公司	737	4.8%
5	欧姆龙自动化系统（杭州）有限公司	659	4.3%
	合计	10459	67.5%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

取得欧盟、韩国产品认证，未来有望开拓国际市场。欧洲方面，公司已就 H2000、H3000、H5000、H6000、Z2000、Z8000 等系列产品取得 CE 认证，有效期至 2027 年 3 月。CE 认证是产品进入欧盟市场所需的强制认证。韩国方面，公司已就 Z2400 系列产品取得 KC 认证，也是进入韩国市场所需的强制认证，目前公司还在继续扩大产品认证范围。

表 8：众辰欧盟、韩国认证

认证	具体情形	有效期	是否强制
欧盟 CE 认证	已就 H2000、H3000、H5000、H6000、Z2000、Z8000 等系列产品取得 CE 认证	至 2027.03.28	进入欧盟市场所需强制认证
	已就 TAY 系列产品取得 CE 认证	至 2024.09.02	
韩国 KC 认证	已就 Z2400 系列产品取得 KC 认证	以标准变动为限	进入韩国市场所需强制认证

资料来源：公司公告、天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 预计 2023-2025 年公司收入 6.3、8.8、11.7 亿元，同增 18%、38%、33%；归母净利润 2.0、2.7、3.6 亿元，同增 31%、35%、35%

我们预计 2023~2025 年收入为 6.3、8.8、11.7 亿元，同比增长 18%、38%、33%；归母净利润 2.0、2.7、3.6 亿元，同比增长 31%、35%、35%，分业务拆分如下：

- ✓ **变频器：**公司 2023 年新产能仍未释放，因此难以实现收入大幅提升。随着上海、安徽产能在 2024 年投产，且开拓新下游，变频器收入有望在 2024 年及之后实现快速增长。我们预计变频器 2023-2025 年营收 6.1、7.6、9.5 亿元，同比增长 18%、25%、25%，毛利率分别为 42%、42%、42%。
- ✓ **伺服系统：**公司新推出 US880 总线型系列和 US300C 脉冲型系列伺服系统，有望实现快速增长。我们预计伺服系统 2023-2025 年营收 0.1、1、2 亿元，同比增长 50%、900%、100%，毛利率分别为 34%、34%、34%。
- ✓ **其他业务：**我们预计 2023-2025 年营收 0.15、0.17、0.18 亿元，同比增长 10%、10%、10%，毛利率分别为 33%、33%、33%。

表 9：众辰科技业绩拆分

	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	亿元					
变频器		6.0	5.2	6.1	7.6	9.5
伺服系统		0.09	0.06	0.1	1.0	2.0
其它		0.1	0.1	0.15	0.17	0.18
合计		6.2	5.4	6.3	8.8	11.7
YOY	%					
变频器		-1%	-14%	18%	25%	25%
伺服系统		23%	-31%	50%	900%	100%
其它		4%	6%	10%	10%	10%
合计		-1%	-14%	18%	38%	33%
营收占比	%					
变频器		97%	96%	96%	87%	81%
伺服系统		1%	1%	2%	11%	17%
其它		2%	3%	2%	2%	2%
毛利率	%					
变频器		44.2%	41.7%	42%	42%	42%
伺服系统		32.5%	34.1%	34%	34%	34%
其它		34.5%	33.3%	33%	33%	33%
综合毛利率	%	43.8%	41.4%	42%	41%	40%
净利率	%	31.8%	28.1%	31%	30%	30%
归母净利	亿元	1.97	1.50	2.0	2.7	3.6
YOY	%		-24%	31%	35%	35%

资料来源：Wind、天风证券研究所

5.2. 估值：给予 2024 年 PE 28x，给予“买入”评级

对比同行业工控企业，汇川技术、伟创电气、禾川科技 2024 年 Wind 一致预期 PE 分别为 25、25、39X，考虑公司 2024 年产能扩张，开拓新品类及下游，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 2.0、2.7、3.6 亿元，同比增长 31%、35%、35%，给予 2024 年 PE 28X，对应股价 50.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：同类企业估值对比（PE）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
汇川技术	51	43	32	25	20
伟创电气	38	27	35	25	19
禾川科技		78	55	39	29

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：估值来自 Wind 一致预期，数据截止日期：2024.01.05

6. 风险与提示

空压机需求不及预期：公司下游主要为空压机，若空压机整体需求增速放缓，公司产品销售或受到影响。

新产品竞争力不及预期：公司开拓伺服、风电变桨、注塑机可编程显控一体控制器等品类，若新产品竞争力不及预期，有可能影响公司业绩。

原材料成本大幅上升：若原材料成本大幅上升，影响公司利润率水平。

整体制造业不景气：若制造业扩产增速放缓，变频器需求或减少。

股价或波动较大风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1.49	51.39	1,690.88	1,696.53	1,899.23
应收票据及应收账款	269.21	255.13	343.90	436.61	538.47
预付账款	0.39	1.01	0.46	1.61	1.20
存货	195.53	156.52	210.37	282.23	334.42
其他	297.58	288.65	296.83	301.04	308.08
流动资产合计	764.20	752.70	2,542.45	2,718.02	3,081.40
长期股权投资	0.00	3.23	3.23	3.23	3.23
固定资产	62.93	57.21	60.92	62.22	61.23
在建工程	2.15	80.02	280.02	430.02	530.02
无形资产	44.61	59.33	57.98	56.63	55.28
其他	27.74	10.81	14.86	17.45	14.27
非流动资产合计	137.42	210.60	417.01	569.55	664.03
资产总计	901.63	963.31	2,959.46	3,287.57	3,745.43
短期借款	0.00	16.67	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	138.27	130.11	136.52	255.24	270.67
其他	155.34	73.64	140.02	96.72	183.77
流动负债合计	293.61	220.41	276.54	351.96	454.44
长期借款	0.00	0.00	18.04	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	26.40	12.63	13.00	17.34	14.32
非流动负债合计	26.40	12.63	31.04	17.34	14.32
负债合计	325.80	236.55	307.59	369.30	468.76
少数股东权益	3.18	0.00	0.06	0.13	0.24
股本	111.58	111.58	148.77	148.77	148.77
资本公积	243.75	247.49	1,938.34	1,938.34	1,938.34
留存收益	216.96	367.32	564.46	830.71	1,189.01
其他	0.35	0.37	0.24	0.32	0.31
股东权益合计	575.82	726.75	2,651.87	2,918.27	3,276.66
负债和股东权益总计	901.63	963.31	2,959.46	3,287.57	3,745.43

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	197.42	150.41	197.14	266.25	358.30
折旧摊销	8.84	7.86	7.64	8.04	8.34
财务费用	0.40	0.46	(1.06)	(3.43)	(4.17)
投资损失	(3.28)	(3.25)	(5.50)	(6.50)	(7.50)
营运资金变动	(78.00)	(63.92)	(80.16)	(86.75)	(52.03)
其它	1.42	29.90	0.06	6.08	6.10
经营活动现金流	126.79	121.46	118.11	183.68	309.04
资本支出	5.80	111.14	209.63	153.66	109.02
长期投资	0.00	3.23	0.00	0.00	0.00
其他	(122.14)	(149.47)	(418.61)	(317.16)	(219.52)
投资活动现金流	(116.34)	(35.10)	(208.98)	(163.50)	(110.50)
债权融资	(15.49)	16.25	2.44	(14.61)	4.17
股权融资	8.31	3.75	1,727.92	0.08	(0.01)
其他	(3.02)	(56.46)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(10.20)	(36.46)	1,730.36	(14.53)	4.16
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	0.25	49.90	1,639.49	5.65	202.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	620.46	535.91	634.27	878.07	1,170.10
营业成本	348.55	314.25	347.58	492.60	652.92
营业税金及附加	4.18	3.62	3.81	5.27	7.02
销售费用	28.92	28.25	24.10	33.37	42.12
管理费用	21.79	20.81	19.66	28.10	35.10
研发费用	29.11	25.22	20.30	28.10	37.44
财务费用	0.37	0.41	(1.06)	(3.43)	(4.17)
资产/信用减值损失	(7.53)	(7.65)	(3.00)	(5.00)	(7.00)
公允价值变动收益	3.86	2.83	0.00	6.00	6.00
投资净收益	3.28	3.20	5.50	6.50	7.50
其他	(30.19)	(28.19)	0.00	0.00	0.00
营业利润	218.11	173.16	222.38	301.57	406.17
营业外收入	10.30	0.46	2.00	2.50	3.00
营业外支出	0.65	0.11	0.30	0.40	0.50
利润总额	227.76	173.50	224.08	303.67	408.67
所得税	30.34	23.10	26.89	37.35	50.27
净利润	197.42	150.41	197.19	266.32	358.40
少数股东损益	0.61	0.04	0.06	0.08	0.10
归属于母公司净利润	196.81	150.36	197.14	266.25	358.30
每股收益(元)	1.32	1.01	1.33	1.79	2.41

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	-0.86%	-13.63%	18.35%	38.44%	33.26%
营业利润	4.17%	-20.61%	28.43%	35.61%	34.68%
归属于母公司净利润	8.76%	-23.60%	31.11%	35.06%	34.57%
获利能力					
毛利率	43.82%	41.36%	45.20%	43.90%	44.20%
净利率	31.72%	28.06%	31.08%	30.32%	30.62%
ROE	34.37%	20.69%	7.43%	9.12%	10.94%
ROIC	78.57%	56.25%	48.24%	38.33%	38.48%
偿债能力					
资产负债率	36.13%	24.56%	10.39%	11.23%	12.52%
净负债率	-0.26%	-4.78%	-63.08%	-58.13%	-57.96%
流动比率	2.55	3.36	9.19	7.72	6.78
速动比率	1.90	2.66	8.43	6.92	6.04
营运能力					
应收账款周转率	2.56	2.04	2.12	2.25	2.40
存货周转率	3.74	3.04	3.46	3.57	3.80
总资产周转率	0.79	0.57	0.32	0.28	0.33
每股指标(元)					
每股收益	1.32	1.01	1.33	1.79	2.41
每股经营现金流	0.85	0.82	0.79	1.23	2.08
每股净资产	3.85	4.89	17.82	19.61	22.02
估值比率					
市盈率	30.53	39.96	30.48	22.57	16.77
市净率	10.49	8.27	2.27	2.06	1.83
EV/EBITDA	0.00	0.00	17.26	12.75	9.02
EV/EBIT	0.00	0.00	17.85	13.09	9.21

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com