

分接开关龙头，持续突破海外、特高压、检修业务

——华明装备(002270.SZ)公司跟踪报告

买入|维持

报告要点:

● 分接开关龙头，布局以电力设备为核心的三大业务板块

华明装备以电力设备为核心业务，主要涉及变压器分接开关的研发、生产、销售以及产品的运维检修业务。公司业绩稳健增长，2022年公司营收17.12亿元(YOY+11.7%)；扣非归母3.43亿元，同比增长90.56%。根据公司业绩预告，2023年公司归母预计5.33-5.60亿元，同比增长48.3%-55.8%，盈利能力强劲。

● 深耕分接开关细分领域，占据行业领先地位

分接开关是变压器的重要部件，安全性要求严苛，具备较高的准入门槛。公司深耕细分市场30年，自2018年并购国内最大竞争对手——长征电气后，形成两大全产业链生产基地，确立出货量国内第一、全球第二的领先地位。

● 电网投资景气度上行，海内外市场需求共振

国内市场方面，电网投资景气度上行将带动变压器及其核心部件分接开关的产品需求。海外市场方面，受益于海外电网投资加速，电力设备出海前景广阔。公司积极规划本土化布局，未来有望凭借产品和服务的优势抢占海外对手的市场份额，海外业务加速成长。同时公司发力检修服务市场，打造业绩新增长点；积极承担高壁垒的特高压产品的研发攻关，有望逐步打破海外品牌的垄断，打开远期成长空间。

● 投资建议与盈利预测

华明装备是国内变压器分接开关的龙头企业，行业优势地位显著。在电网景气度上行、海外市场需求提升的行业背景下，积极发力海外市场争夺全球市场份额，持续突破特高压等高端领域，布局检修服务业务夯实业绩。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为5.4/6.6/8.3亿元，同比分别增长50.5%/22.0%/26.4%，对应2023-2025年PE分别为23.6/19.4/15.3倍，给予“买入”评级。

● 风险提示

电网投资不及预期风险，国际贸易政策变动风险，海外市场开拓不及预期风险，汇率波动风险，原材料价格波动风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1532.38	1711.67	2146.07	2642.52	3170.68
收入同比(%)	12.00	11.70	25.38	23.13	19.99
归母净利润(百万元)	416.94	359.44	541.11	660.10	834.00
归母净利润同比(%)	45.13	-13.79	50.54	21.99	26.35
ROE(%)	14.64	10.78	16.08	17.14	18.72
每股收益(元)	0.47	0.40	0.60	0.74	0.93
市盈率(P/E)	30.63	35.53	23.60	19.35	15.31

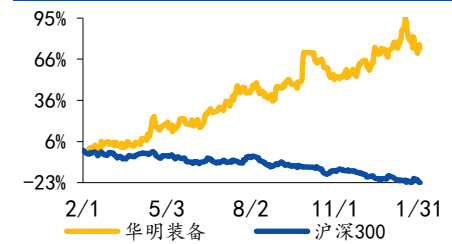
资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价：14.25元

基本数据

52周最高/最低价(元): 16.03 / 8.46
A股流通股(百万股): 759.22
A股总股本(百万股): 896.23
流通市值(百万元): 10818.95
总市值(百万元): 12771.21

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 龚斯闻
执业证书编号 S0020522110002
电话 021-51097188
邮箱 gongsiwen@gyzq.com.cn

联系人 赵莉莉
电话 021-51097188
邮箱 zhaolili@gyzq.com.cn

目 录

1. 分接开关龙头，布局以电力设备为核心的三大业务板块.....	3
2. 占据行业优势地位，海内外市场齐发力	5
2.1 深耕分接开关细分领域，占据行业领先地位.....	5
2.2 未来增长点：电网投资景气度上行，海内外市场需求共振.....	7
3. 盈利预测与投资评级.....	11
3.1 盈利预测.....	11
3.2 投资评级.....	12
4. 风险提示.....	13

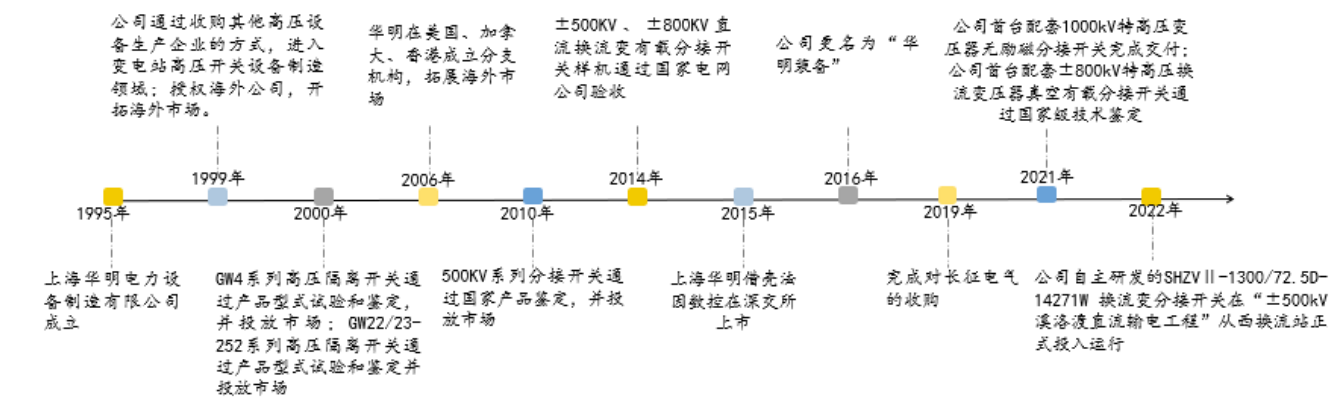
图表目录

图 1：公司发展历程.....	3
图 2：公司股权结构（数据更新至 2023 年三季度）	3
图 3：公司形成以电力设备为核心的三大业务板块.....	4
图 4：公司各业务营收占比	4
图 5：公司 2018 年以来营业收入及其增速	4
图 6：公司 2018 年以来归母净利润及其增速.....	4
图 7：公司盈利能力稳步提升	5
图 8：公司期间费用率呈现稳步下降的态势	5
图 9：分接开关产品示意图	5
图 10：公司产品广泛应用于从发电—输变电—最终用户的各个环节.....	6
图 11：国家电网、南方电网 2017 年以来电网投资情况（单位：亿元）	7
图 12：公司研发费用稳步增长	8
图 13：公司拥有基材采购、零件加工、成品组装等全产业链生产能力	9
图 14：2022 年欧洲电网投资约 650 亿美元.....	10
图 15：2019 年以来我国变压器出口情况	10
图 16：2023H1 公司海外收入同比增长 170%	10
图 17：2023H1 公司海外毛利率达到 61.02%.....	10
表 1：公司电力设备主要产品布局.....	6
表 2：公司主持或参与起草、制定及修订多项电力设备国家及行业标准.....	7
表 3：公司特高压产品介绍	8
表 4：公司分业务收入及毛利率预测	12
表 5：可比公司估值情况.....	13

1. 分接开关龙头，布局以电力设备为核心的三大业务板块

深耕电力设备三十年，分接开关龙头企业。华明装备自成立以来始终深耕变压器分接开关的细分赛道，2006年公司成立美国、加拿大、香港分公司，开始拓展海外市场。2015年，公司借壳法国数控在深交所上市。2018年公司并购国内的主要竞争对手长征电气，形成国内第一、全球第二的分接开关龙头地位，也是国内唯一拥有两大全产业链生产基地的分接开关制造企业。

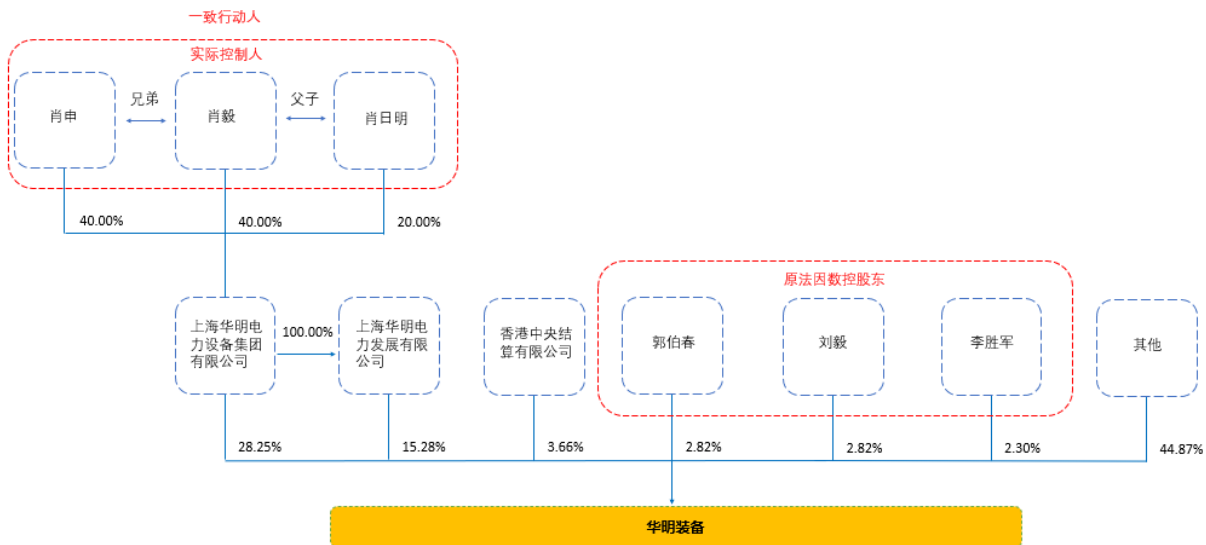
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

实控人持股比例较高，股权结构稳定。公司实际控制人为肖日明、肖毅、肖申组成的一致行动人，三人通过上海华明电力设备集团有限公司合计持有公司 43.53%的股份。肖日明先生为公司创始人；肖毅先生现任公司董事长，与肖日明先生是父子关系，与肖申先生为兄弟关系。公司实控人家族持股比例较高，股权结构稳定。

图 2：公司股权结构（数据更新至 2023 年三季度）

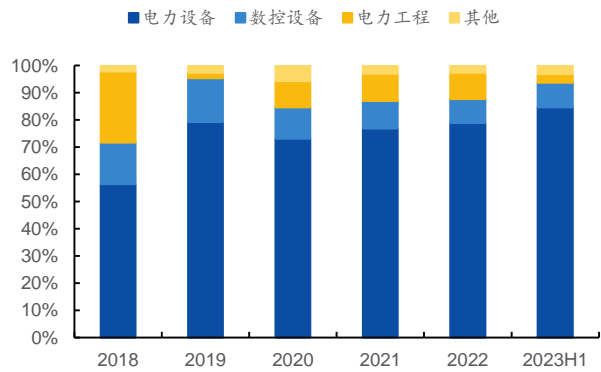
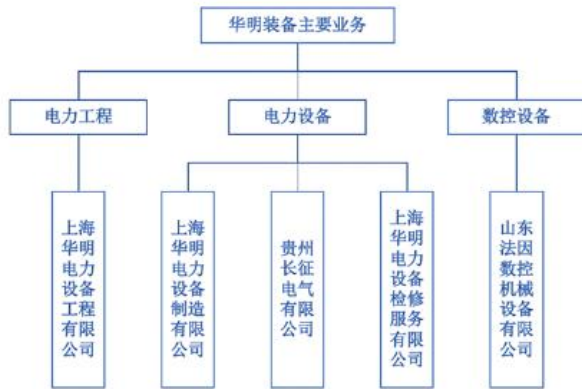


资料来源：iFinD，国元证券研究所

公司形成以电力设备为核心的三大业务板块。公司以电力设备为核心业务，主要涉及变压器分接开关的研发、生产、销售以及产品的运维检修业务，2023H1 该业务实现营收 7.69 亿元，同比增长 38.85%，营收占比达 85%。公司还包含电力工程和数控设备业务，2023H1 营收分别为 0.29/0.83 亿元，分别占比 3%/9%。

图 3：公司形成以电力设备为核心的三大业务板块

图 4：公司各业务营收占比



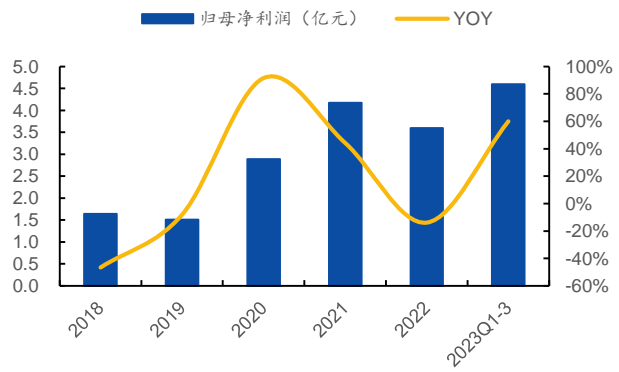
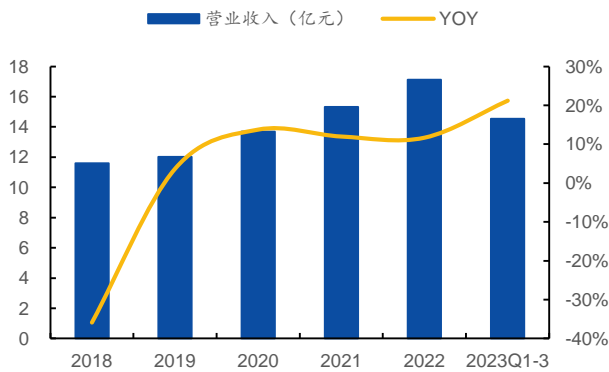
资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：iFinD，国元证券研究所

公司业绩保持稳健增长的态势，盈利能力强劲。2022 年公司实现营收 17.12 亿元 (YOY+11.7%)，2018-2022 年 CAGR 为 10.23%；2022 年公司实现归母 3.59 亿元 (YOY-13.8%)，扣非归母 3.43 亿元，同比增长 90.56%。根据公司业绩预告，2023 年公司归母预计 5.33-5.60 亿元，同比增长 48.3%-55.8%，展现出强劲的盈利能力。

图 5：公司 2018 年以来营业收入及其增速

图 6：公司 2018 年以来归母净利润及其增速



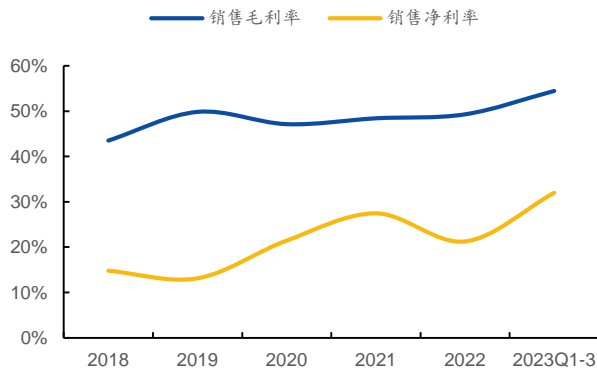
资料来源：iFinD，国元证券研究所

资料来源：iFinD，国元证券研究所

盈利能力稳步提升，费用管控优化。公司自 2018 年收购长征电气后，积极挖掘双方优势并协同整合，销售毛利率从 2020 年的 47.14% 提升至 2023Q1-3 的 54.47%，2023 年前三季度公司销售净利率达到 32.03%，盈利能力显著提升。同时公司积极管控费用，2019 年受合并长征电气的影响，公司销售费用率出现波动。随着公司并购长征电气的协同效应逐步显现，公司销售费用率整体趋于平稳下降。2022 年公司发行定增，募集资金 5 亿元用于偿还债务和补充流动资金，财务费用大幅下降。整体

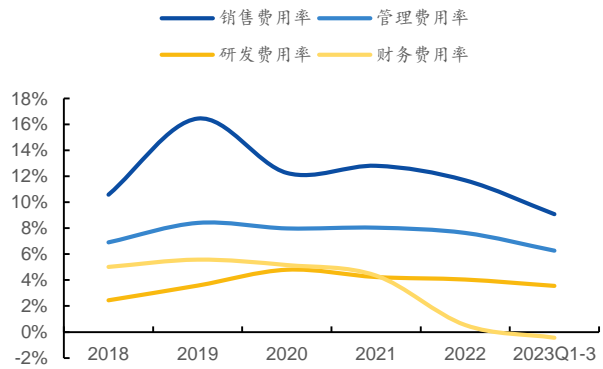
而言，公司期间费用率呈现稳步下降的态势。

图 7：公司盈利能力稳步提升



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 8：公司期间费用率呈现稳步下降的态势



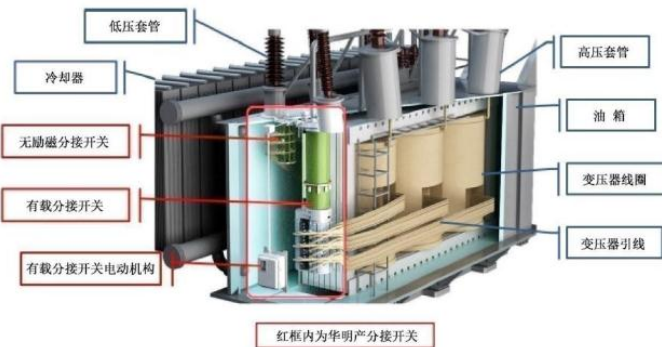
资料来源：iFinD，国元证券研究所

2. 占据行业优势地位，海内外市场齐发力

2.1 深耕分接开关细分领域，占据行业领先地位

分接开关是变压器的关键核心组件。分接开关又称变压器绕组的抽头变换装置，即在变压器绕组的的不同部位设置分接抽头，通过调换分接抽头的位置，改变其变压器绕组的匝数，最终实现对电压的调整。分接开关也是变压器构成中唯一带负荷动作的组件。

图 9：分接开关产品示意图



资料来源：公司公告，国元证券研究所

分接开关可分为有载分接开关和无励磁分接开关。有载分接开关能在变压器励磁或带负载条件下进行操作，调整范围大，调压速度快且具备随时可调性。电网中，有载分接开关可以不断电调整电压，从而控制电力潮流方向，实现跨省跨区域远距离电力的传输，同时对因负荷变化引起电压波动的供电区域进行调压，稳定电网电压。电网系统外，电力设备能耗等级高，电压负荷变化大、起停频繁的变压器也需要配置有载分接开关以改善和稳定用电质量。根据国际电工委员会（IEC）标准和中国国家标准强制性规定，35kV 以上的电力变压器必须安装调压分接开关。

公司的电力设备业务主要为变压器有载分接开关和无励磁分接开关以及其它输变电设备的研发、制造、销售和全生命周期的运维检修，产品广泛应用于从发电——输变电——最终用户的各个关键环节。

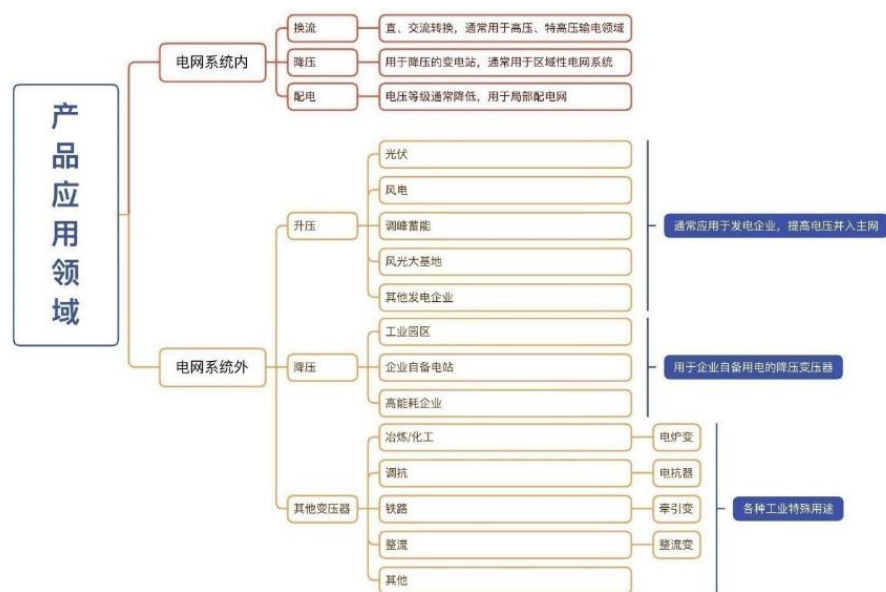
表 1：公司电力设备主要产品布局

业务板块	主要产品或服务	主要产品规格和型号
有载分接开关	埋入式油中熄弧有载分接开关	CMD、CMB、CM、CV、ZMD、ZV、ZM、SY □ ZZ、CF
	埋入式真空有载开关	SHZV、VCM、VCV、ZVM、ZVMD、ZVV
	干式有载分接开关	CZ、CVT
	其他设备	包括分接开关电动机构、分接开关控制器、有载分接开关滤油机等
无励磁分接开关		笼型、鼓型、条形
高压电器及其他		高压隔离开关、高压断路器、敞开式组合电器等

资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：公司产品定制化程度较高以上仅为主要系列和型号，根据客制化需求的不同，型号和规格均会有延伸。

图 10：公司产品广泛应用于从发电——输变电——最终用户的各个关键环节



资料来源：公司公告，国元证券研究所

分接开关具备较高的准入门槛，公司占据行业优势地位。分接开关生产技术难度大，虽然产品仅占变压器总价值的 5%-15%，但是作为变电站中唯一带电切换的组件，安全性要求严苛，通常产品进入市场获得最终用户的认可并且通过稳定性考验都需要一个较长的期限，先发企业优势明显。公司深耕细分市场 30 年，自 2018 年并购国内最大竞争对手-长征电气后，形成两大全产业链生产基地，确立出货量国内第一、全球第二的领先地位，并积极与海外对手争夺全球市场。此外，公司参与编写修订分

接开关主要行业、技术标准，承担全面掌握特高压分接开关核心技术的攻关，并已实现产品在特高压领域的投运。国际上，公司是 IEEE 专项委员会正式委员，参与相关行业规范编制与讨论，参与 IEC 标准的制定。

表 2：公司主持或参与起草、制定及修订多项电力设备国家及行业标准

序号	标准名称	标准类型	标准号	公司担任角色
1	分接开关第 1 部分：性能要求和试验方法	国家标准	GB10230.1-2007	主要起草
2	分接开关第 2 部分：应用导则	国家标准	GB10230.2-2007	主要起草
3	电工术语变压器调压器和电抗器	国家标准	GB/T2900.95-2015	主要起草
4	分接开关试验导则	行业标准	JB/T 8314-2008	主要起草
5	变压器分接开关运行维修导则	行业标准	DL/T574-2021	参与起草
6	变压器有载分接开关现场试验导则	行业标准	DL/T265-2012	参与起草
7	电力变压器用真空有载分接开关使用导则	行业标准	DL/T1538-2016	主要起草

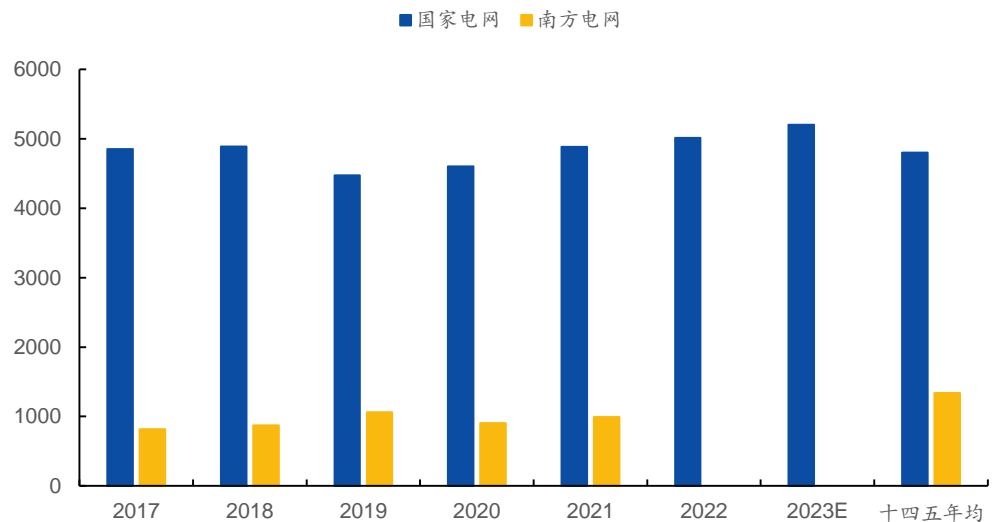
资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.2 未来增长点：电网投资景气度上行，海内外市场需求共振

（一）国内市场：受益电网投资上行

十四五期间电网投资规模提升，特高压和配电网是建设重点。新能源发电量占比提升、用电负荷结构变化等因素导致电网结构日益复杂，电网加速升级改造的需求显著提升。2022 年国网规划电网投资额 5012 亿元，2023 年国网投资将超过 5200 亿元，创历史新高，投资方向聚焦于电网数字化转型、特高压等领域。南网计划十四五期间电网投资 6700 亿元，对应年均投资额 1340 亿元，其中配网侧的投资规划达到 3200 亿元，占比 48%。

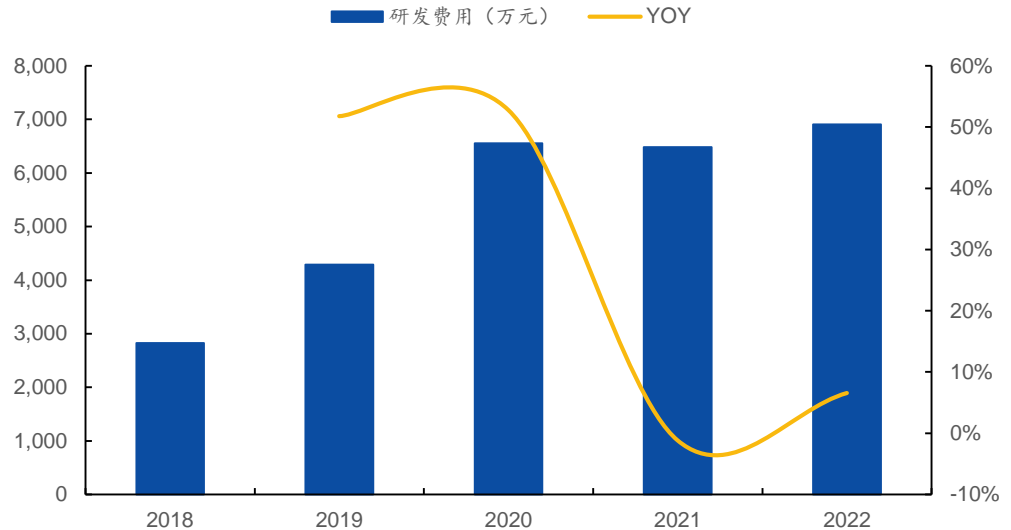
图 11：国家电网、南方电网 2017 年以来电网投资情况（单位：亿元）



资料来源：北极星火力发电网，国家电网，国元证券研究所

公司坚持技术研发，拥有包括特高压在内的行业领先技术。2022 年公司研发费用达 0.69 亿元，2018-2022 年 CAGR 达 25%。截至 2022 年底，公司先后取得累计超过 300 项分接开关相关技术专利，是目前国内最先掌握特高压分接开关制造技术的企业。

图 12：公司研发费用稳步增长



资料来源：iFinD，国元证券研究所

特高压领域逐步突破，打破海外品牌垄断。换流变压器是特高压直流输电系统的重要设备，配套的有载分接开关的可靠性直接决定特高压电网的安全可靠性。此前，特高压直流换流变压器分接开关由国外品牌垄断。2021 年 3 月，公司首台配套±1000kV 特高压变压器无励磁分接开关完成交付；同年 12 月，公司首台配套±800kV 特高压换流变压器真空有载分接开关通过国家级技术鉴定。2022 年 11 月 27 日国内首台采用上海华明分接开关的换流变压器在“±500kV 溪洛渡直流输电工程”从西换流站正式投入运行。

表 3：公司特高压产品介绍

公司产品	应用项目	主要参数和产品性能
SHZVII-1300/72.5D-14271W 换流变分接开关	“±500kV 溪洛渡直流输电工程”从西换流站	设计参数最大额定通过电流 1300A，额定级电压 6000V，切换级容量 6000kVA，并首次采用国产真空灭弧室，电气寿命 30 万次，机械寿命 150 万次

资料来源：公司公告，国元证券研究所

特高压订单落地，迈入批量化应用阶段。2023 年 10 月，上海华明与客户签订批量化销售商业合同，拟为陇东庆阳站换流变项目提供特高压产品，约定交付 7 台（套）产品。此次合作标志着公司在特高压领域进行批量化产品应用的阶段，有助于推动公司进军国内高端市场和海外市场的拓展。

整合上海和遵义两大生产基地，升级优化产能。公司先后对上海及长征电气两地的生产基地、销售渠道、产业链进行升级整合，对上海基地进行近 1.6 万平方米的厂房改造，投产超过 1.5 万平方米的机加工车间厂房，新增近 70 台中大型机器加工设备、添置关键工艺流程环节的检验检测设备。2022 年，公司对遵义超过 3000 平米的场地实施改造，进一步扩充遵义基地的产能规模。

全产业链生产能力，成本控制能力强。公司拥有基材采购、零件加工、成品组装等全产业链生产能力，目前近 80% 的零部件系通过自主设计并加工完成，并自行设计专用的数控设备，以提高零部件的总体加工精度。公司投资建成低压钢模精密浇铸生产系统，经过低压钢模成型的零部件的致密性和机械强度提升 50%。

图 13：公司拥有基材采购、零件加工、成品组装等全产业链生产能力



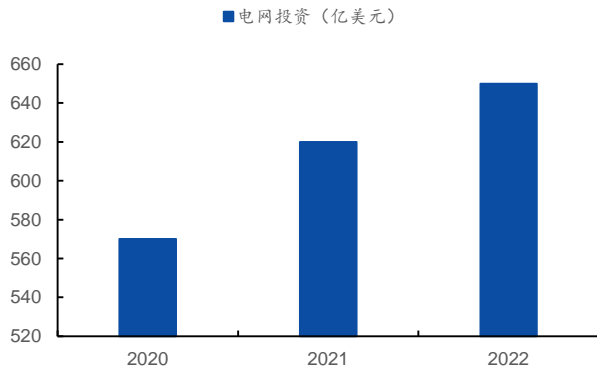
资料来源：公司官网，国元证券研究所

（二）海外市场：出海前景广阔，公司大力开拓国际市场

海外电网投资加速，利好电力设备出海。欧洲电网投资规模稳健增长，2022 年投资额约 650 亿美元，同比增长 4.8%。同时，欧盟提出“能源系统数字化”计划，欧盟委员会计划在 2020-2030 年间累积完成 5840 亿欧元电网投资，预计未来欧盟电网投资增速有望加快。

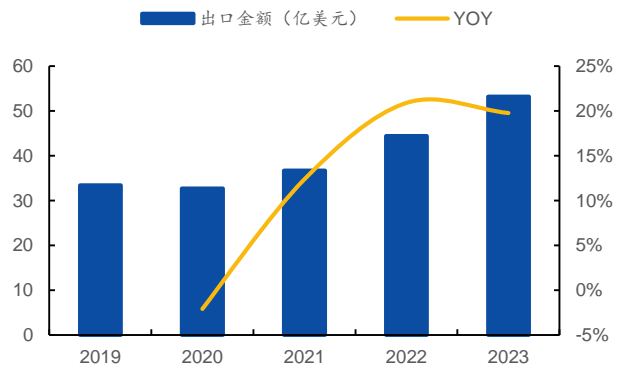
根据海关总署的数据，2023 年中国变压器出口金额 53.2 亿美元，同比增长 19.8%。未来随着海外电网建设加速，变压器出口规模有望进一步增长。

图 14：2022 年欧洲电网投资约 650 亿美元



资料来源：IEA，中商产业研究院，国元证券研究所

图 15：2019 年以来我国变压器出口情况

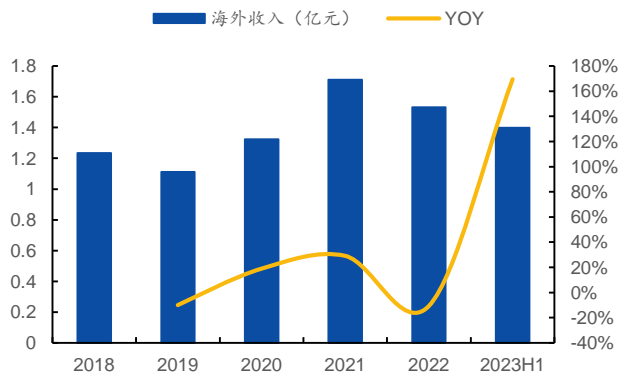


资料来源：海关总署，iFinD，国元证券研究所

公司积极开拓海外市场，谋求全球化布局。2021 年公司设立目标，计划在 5 年左右的时间实现 6000-8000 万美金的海外收入规模。2023 年上半年受益于低基数和个别市场的需求提升，公司海外收入达 1.40 亿元，同比增长 170%。由于公司出口产品售价高于内销，2023H1 公司海外业务毛利率超过 61%，高于国内 53%的毛利率水平。

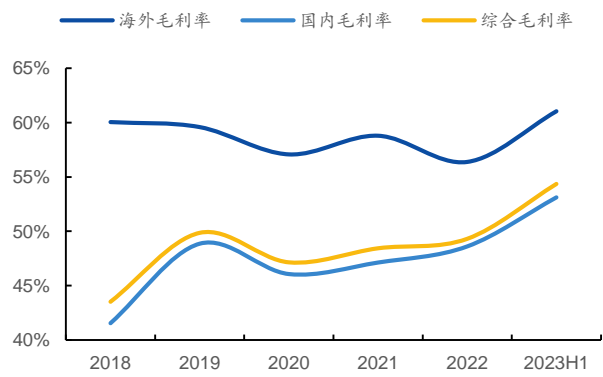
海外竞争对手已经具备较强的品牌效应和历史沉淀积累，当前公司海外市场份额较低，未来公司将积极采取本土化和保证产品的策略，扎实推进海外市场的发展。具体来看，公司在土耳其布局生产装配工厂，辐射中东及北非，未来还会进一步辐射欧洲市场。公司在俄罗斯本土化布局，积极拓展市场。同时，公司看好东南亚市场未来的经济增长潜力，已在新加坡完成子公司的设立，力争未来 2-3 年打开东南亚市场。

图 16：2023H1 公司海外收入同比增长 170%



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 17：2023H1 公司海外毛利率达到 61.02%



资料来源：iFinD，国元证券研究所

(三) 检修业务：从制造端向服务端进行拓展，打造业绩增量

公司在产品检修业务上具备一定的设备保有量基础。分接开关产品根据切换次数和使用年限的不同需要做不同程度的带电或吊芯检修，根据不同情况还需更换损耗程

度高的零配件。公司检修服务业务处于起步阶段，但公司具备原厂配件、原厂检修的优势。同时，公司累计销售分接开关产品超 16 万台，巨大的设备保有量带来相应的检修服务需求。

加速布局检修服务业务，打造业绩增量。公司采取主动营销的模式，组建营销和服务团队。同时，公司通过现场和远程技术支持的模式开展检修服务业务。在线监测一直是国内设备的薄弱环节，公司在与南网合作的特高压产品上首次采用公司主导研发的具有油色谱监测等功能的国产有载分接开关在线监测系统。特高压变压器分接开关在线检测的投运，意味着在其他电压等级上也有技术和质量保障。公司加速布局检修服务业务，未来业绩有望取得明显增长。

3. 盈利预测与投资评级

3.1 盈利预测

关键假设：

1) 电力设备：国内市场方面，受益于新型电力系统的加速建设，国内电网投资规模维持高位，公司业绩具备持续性。同时，公司在特高压产品领域已经取得应用，后续有望逐步打破海外品牌的垄断。海外市场方面，公司积极谋求本土化布局，计划在 5 年左右的时间实现 6000-8000 万美金的海外收入规模。运维领域，公司具备原厂配件、原厂销售的优势，已累计销售分接开关 16 万台，巨大的存量设备保有量为公司检修服务业务的开拓奠定基础。我们预计 2023-2025 年公司电力设备业务分别实现收入 17.9/22.3/27.0 亿元，同比分别增长 32.4%/24.6%/21.2%。受益于海外业务和检修服务的占比提升，该板块的盈利水平有望上行，我们假设 2023-2025 年毛利率分别为 58.3%/58.8%/58.8%。

2) 数控设备：受益于国内市场经济的逐步复苏，工业生产稳步恢复，2023H1 公司数控设备业务营收 0.83 亿元，同比增长 16.1%。我们假设 2023-2025 年该业务收入分别为 1.8/2.0/2.1 亿元，同比分别增长 20%/10%/8%，毛利率预计为 21%。

3) 电力工程：主要为新能源电站 EPC 业务，2023H1 该业务受工程项目施工进度的影响，营收 0.29 亿元，同比下降 71%。我们预计该业务有望逐步恢复，预计 2023-2025 年该业务营收分别为 1.3/1.6/1.9 亿元，同比分别增长-25%/25%/20%，毛利率分别为 7.5%/8%/9%。

综上，我们预计 2023-2025 年公司实现营收 21.5/26.4/31.7 亿元，同比分别增长 25.4%/23.1%/20.0%，毛利率分别为 52.3%/53.0%/53.4%。

表 4：公司分业务收入及毛利率预测

业务	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (亿元)	15.32	17.12	21.46	26.43	31.71
YOY	12.00%	11.70%	25.38%	23.13%	19.99%
营业总成本 (亿元)	7.90	8.68	10.24	12.43	14.79
毛利率	48.43%	49.30%	52.27%	52.96%	53.35%
电力设备					
营业收入 (亿元)	11.77	13.50	17.87	22.26	26.97
YOY	17.7%	14.7%	32.4%	24.6%	21.2%
营业成本 (亿元)	5.04	5.71	7.46	9.20	11.11
毛利率	57.21%	57.66%	58.3%	58.8%	58.8%
数控设备					
营业收入 (亿元)	1.56	1.50	1.80	1.98	2.14
YOY	-1.29%	-3.55%	20.00%	10.00%	8.00%
营业成本 (亿元)	1.13	1.21	0.38	0.42	0.45
毛利率	27.69%	19.56%	21%	21%	21%
电力工程					
营业收入 (亿元)	1.53	1.66	1.25	1.56	1.87
YOY	15.57%	8.60%	-25.00%	25.00%	20.00%
营业成本 (亿元)	1.43	1.56	1.15	1.43	1.70
毛利率	6.93%	6.10%	7.50%	8.00%	9.00%
其他					
营业收入 (亿元)	0.47	0.46	0.55	0.63	0.72
YOY	-40.38%	-2.16%	20.00%	15.00%	15.00%
营业成本 (亿元)	0.32	0.19	0.22	0.25	0.29
毛利率	32.19%	57.40%	60%	60%	60%

资料来源：iFinD，国元证券研究所

3.2 投资评级

相对估值法：华明装备是变压器核心部件分接开关领域的国内领军企业，国内尚无完全对标的同类上市公司，我们选取变压器领域的领军企业思源电气、平高电气和中国西电作为可比公司，对应 2023-2025 年平均 PE 分别为 27.0/19.9/15.7 倍。

华明装备是国内变压器分接开关的龙头企业，行业优势地位显著。在电网景气度上行、海外市场需求提升的行业背景下，积极发力海外市场争夺全球市场份额，持续突破特高压等高端领域，布局检修服务业务夯实业绩。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 5.4/6.6/8.3 亿元，同比分别增长 50.5%/22.0%/26.4%，对应 2023-2025 年 PE 分别为 23.6/19.4/15.3 倍，低于可比公司平均水平，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值情况

公司简称	市值 (亿元)	EPS				PE			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
思源电气	393	1.59	2.18	2.68	3.29	24.11	23.70	18.99	15.49
平高电气	167	0.16	0.55	0.77	0.99	50.61	22.36	15.89	12.40
中国西电	252	0.12	0.14	0.20	0.26	38.59	34.79	24.88	19.19
平均值						37.77	26.95	19.92	15.69
华明装备	128	0.40	0.60	0.74	0.93	35.53	23.60	19.35	15.31

资料来源：iFinD，国元证券研究所

注：可比公司数据来自 iFinD 一致预期，数据截至 2024 年 2 月 1 日

4. 风险提示

电网投资不及预期风险。电网投资节奏对于公司的业绩存在显著的影响，若电网投资额低于预期，公司业绩存在波动风险。

国际贸易政策变动风险。国际地缘政治冲突以及中美贸易摩擦仍存在较大变数，公司海外业务的开展存在不确定性。

海外市场开拓不及预期风险。公司将海外业务定位为未来的发展重点，后续若公司海外业务的开展不及预期，公司的收入规模和盈利水平存在波动风险。

汇率波动风险。公司国际业务收入比重不断提升，由于公司国际业务结算货币以美元、欧元等为主，汇率波动对公司经营成果存在较大的影响。

原材料价格波动风险。新能源光伏电站建设所需材料主要为光伏组件等，上述原材料的价格波动将直接影响公司电力工程业务的生产成本，进而影响公司的盈利水平。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2582.61	2887.53	3211.63	3757.39	4642.05
现金	761.77	1012.10	1100.00	1490.60	2161.21
应收账款	488.96	525.96	545.67	555.28	581.03
其他应收款	128.11	19.28	80.00	95.00	120.00
预付账款	97.37	50.66	78.00	99.00	128.00
存货	386.63	306.05	348.96	363.52	394.80
其他流动资产	719.76	973.50	1059.00	1154.00	1257.00
非流动资产	1514.50	1562.61	1622.79	1643.86	1643.89
长期投资	20.73	71.15	110.00	120.00	130.00
固定资产	815.77	774.18	849.88	891.24	896.45
无形资产	227.30	213.49	219.49	222.49	224.49
其他非流动资产	450.70	503.79	443.42	410.13	392.94
资产总计	4097.10	4450.14	4834.42	5401.25	6285.93
流动负债	842.88	761.84	1053.87	1095.00	1353.00
短期借款	323.18	100.24	191.87	100.00	150.00
应付账款	140.29	187.16	190.00	200.00	210.00
其他流动负债	379.41	474.43	672.00	795.00	993.00
非流动负债	404.39	349.64	403.98	435.48	450.48
长期借款	270.20	260.48	280.48	285.48	285.48
其他非流动负债	134.19	89.16	123.50	150.00	165.00
负债合计	1247.27	1111.48	1457.85	1530.48	1803.48
少数股东权益	1.89	4.72	11.72	19.72	27.72
股本	90.26	227.25	227.25	227.25	227.25
资本公积	919.13	1264.63	1264.63	1264.63	1264.63
留存收益	1839.65	1840.60	1870.86	2357.06	2960.75
归属母公司股东权益	2847.95	3333.94	3364.85	3851.05	4454.73
负债和股东权益	4097.10	4450.14	4834.42	5401.25	6285.93

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	281.70	496.30	638.69	743.08	925.34
净利润	421.01	363.85	548.11	668.10	842.00
折旧摊销	68.16	69.67	74.46	84.76	91.04
财务费用	66.72	9.30	-2.96	-4.47	-10.14
投资损失	-20.15	-3.51	-10.00	-10.00	-12.00
营运资金变动	-68.58	40.04	-74.90	-49.23	-72.53
其他经营现金流	-185.45	16.95	103.98	53.92	86.96
投资活动现金流	667.11	-179.53	-137.17	-96.19	-84.55
资本支出	108.31	68.92	70.00	65.00	50.00
长期投资	-768.97	210.42	29.62	10.00	10.00
其他投资现金流	6.45	99.80	-37.55	-21.19	-24.55
筹资活动现金流	-691.54	-28.43	-413.62	-256.29	-170.18
短期借款	320.92	-222.94	91.62	-91.87	50.00
长期借款	105.93	-9.72	20.00	5.00	0.00
普通股增加	0.00	136.99	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-23.21	345.50	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1095.18	-278.26	-525.24	-169.43	-220.18
现金净增加额	244.24	331.53	87.90	390.60	670.61

资料来源: iFinD, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1532.38	1711.67	2146.07	2642.52	3170.68
营业成本	790.29	867.74	1024.39	1243.15	1479.13
营业税金及附加	22.84	27.03	33.91	39.11	44.39
营业费用	196.46	200.27	246.80	290.68	317.07
管理费用	123.19	130.67	163.10	187.62	218.78
研发费用	64.80	69.06	96.00	110.00	137.00
财务费用	66.72	9.30	-2.96	-4.47	-10.14
资产减值损失	-4.66	-18.51	-5.00	-2.00	-2.00
公允价值变动收益	283.01	0.18	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.15	3.51	10.00	10.00	12.00
营业利润	512.20	406.90	618.33	799.94	1009.46
营业外收入	7.65	22.01	25.00	8.00	8.00
营业外支出	2.35	9.96	6.00	3.00	3.00
利润总额	517.50	418.94	637.33	804.94	1014.46
所得税	96.49	55.09	89.23	136.84	172.46
净利润	421.01	363.85	548.11	668.10	842.00
少数股东损益	4.07	4.41	7.00	8.00	8.00
归属母公司净利润	416.94	359.44	541.11	660.10	834.00
EBITDA	647.08	485.87	689.83	880.23	1090.36
EPS (元)	0.55	0.40	0.60	0.74	0.93

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	12.00	11.70	25.38	23.13	19.99
营业利润(%)	47.41	-20.56	51.96	29.37	26.19
归属母公司净利润(%)	45.13	-13.79	50.54	21.99	26.35
获利能力					
毛利率(%)	48.43	49.30	52.27	52.96	53.35
净利率(%)	27.21	21.00	25.21	24.98	26.30
ROE(%)	14.64	10.78	16.08	17.14	18.72
ROIC(%)	21.07	18.07	25.06	30.58	37.51
偿债能力					
资产负债率(%)	30.44	24.98	30.16	28.34	28.69
净负债比率(%)	52.78	47.33	42.69	36.29	34.68
流动比率	3.06	3.79	3.05	3.43	3.43
速动比率	2.60	3.38	2.71	3.09	3.13
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.40	0.46	0.52	0.54
应收账款周转率	1.88	2.25	2.73	3.26	3.79
应付账款周转率	4.61	5.30	5.43	6.38	7.22
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.40	0.60	0.74	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.55	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	3.18	3.72	3.75	4.30	4.97
估值比率					
P/E	30.63	35.53	23.60	19.35	15.31
P/B	4.48	3.83	3.80	3.32	2.87
EV/EBITDA	18.47	24.60	17.33	13.58	10.96

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188