

海目星 (688559)

证券研究报告

2021年09月15日

激光+自动化领头羊，紧跟新能源扩产风潮

1、“激光+自动化”领头羊

海目星是一家激光及自动化设备综合解决方案提供商。主要从事消费类电子、动力电池、钣金加工等行业的激光及自动化设备的研发、设计、生产及销售，在激光、自动化和智能化综合运用领域已形成较强优势。

公司业绩持续增长，营收规模从 2016 年 2.98 亿元增至 2020 年 13.20 亿元，年均复合增速为 45.09%；归母净利润从 2016 年 0.09 亿元增至 2020 年 0.77 亿元，年均复合增速为 71.92%。公司积极顺应市场变化，成功打造第二成长曲线。通过募项目进一步扩大激光及自动化设备生产规模，丰富公司产品在多个行业领域应用。

2、动力电池：成长驱动力强劲，市场需求空间广阔

1) 车企共同启动电动化发展大潮，锂电池需求到 2025 年有望达到 800GWH 以上。旺盛的电动车需求，将有望带动合计接近 808GWH 的锂电池需求，其中纯电动需求约为 747GWH，混动需求为 62GWH 左右。

2) 动力电池市场空间广阔，产能仍有较大缺口。我们预计到 2025 年动力锂电整体需求有望达到 1592GWH (产能利用率 70%情况下)。在统计了全球前 17 家的电池厂产能情况后，我们计算出在悲观/中性/乐观的情况下，2023 年底动力电池的产能缺口为 376/498/1013GWH。根据动力电池需求缺口，我们测算出锂电设备在悲观和中性情况下，2024 年规模将会分别达到 615.83 亿元和 799.51 亿元。

3、核心竞争力：“激光+自动化”，打造第二成长曲线

公司产品根据下游客户需求不断升级迭代。2) 公司覆盖下游龙头客户，掌握行业最新动态。3) 紧跟新能源汽车风向，打造第二成长曲线。公司研发出国内第一台可量产的锂电池激光高速制片机，致力于解决锂电五金模切机技术中存在的生产效率低、转运、管理以及中间存放成本高的问题，直击行业痛点。4) 为客户提供激光及自动化设备综合服务而非单一产品，针对客户需求提供定制化、个性化服务。5) 积极引进行业人才，加大研发支出。

盈利预测与估值：预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 22.25 亿、38.13 亿、52.92 亿，YOY 为 68.50%、71.33%、38.81%；归母净利润分别为 1.58 亿、3.49 亿、5.19 亿，YOY 为 104.55%、120.83%、48.64%，对应 PE 75X、34X、23X。目标市值 145.92 亿元，上涨空间为 23.39%，对应目标价为 72.96 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险、行业竞争风险、下游行业波动风险、业务集中风险等

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,030.92	1,320.59	2,225.24	3,812.53	5,292.33
增长率(%)	28.75	28.10	68.50	71.33	38.81
EBITDA(百万元)	219.42	239.49	214.90	456.85	658.37
净利润(百万元)	145.55	77.35	158.22	349.39	519.33
增长率(%)	74.63	(46.86)	104.55	120.83	48.64
EPS(元/股)	0.73	0.39	0.79	1.75	2.60
市盈率(P/E)	81.25	152.89	74.75	33.85	22.77
市净率(P/B)	18.07	8.56	7.85	6.62	5.37
市销率(P/S)	11.47	8.96	5.31	3.10	2.23
EV/EBITDA	0.00	26.38	55.44	27.62	17.77

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 机械设备/专用设备

6 个月评级 买入 (首次评级)

当前价格 59.13 元

目标价格 72.96 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 200.00

流通 A 股股本(百万股) 120.17

A 股总市值(百万元) 11,826.00

流通 A 股市值(百万元) 7,105.44

每股净资产(元) 7.07

资产负债率(%) 69.14

一年内最高/最低(元) 86.00/17.99

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

朱晔 联系人
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 海目星：“激光+智能自动化”领头羊	5
1.1. 深耕激光和自动化领域，成为行业领跑者	5
1.2. 公司股权结构清晰，子公司遍及全球	5
1.3. 产品多元发展，通用激光设备占据核心地位	6
1.4. 公司业绩持续增长，归母净利润屡创新高	7
1.5. 合理分配资金，建设募投项目	9
2. 动力电池：成长驱动力强劲，市场需求空间广阔	9
2.1. 电动车：车企共推电动车发展，锂电池需求持续上升	9
2.2. 叉车及电动工具：对锂电池需求同样旺盛	10
2.3. 储能：锂电降本+补贴带动储能市场需求快速释放	11
2.4. 动力电池市场空间广阔，产能仍有较大缺口	11
3. 海目星：激光+自动化，打造第二成长曲线	12
3.1. 专注研发能力，产品持续升级	12
3.2. 坚持大客户战略，积极覆盖行业龙头或优质客户	14
3.3. “激光+自动化”双驱并进，展现竞争优势	15
3.3.1. 技术优势打造第二成长曲线	15
3.3.2. 精细服务优势把握市场需求	16
3.3.3. 产能优势提高经济效益	17
4. 盈利预测与估值	17
5. 风险提示	19
1. 海目星：“激光+智能自动化”领头羊	5
1.1. 深耕激光和自动化领域，成为行业领跑者	5
1.2. 公司股权结构清晰，子公司遍及全球	5
1.3. 产品多元发展，通用激光设备占据核心地位	6
1.4. 公司业绩持续增长，归母净利润屡创新高	7
1.5. 合理分配资金，建设募投项目	9
2. 动力电池：成长驱动力强劲，市场需求空间广阔	9
2.1. 电动车：车企共推电动车发展，锂电池需求持续上升	9
2.2. 叉车及电动工具：对锂电池需求同样旺盛	10
2.3. 储能：锂电降本+补贴带动储能市场需求快速释放	11
2.4. 动力电池市场空间广阔，产能仍有较大缺口	11
3. 海目星：激光+自动化，打造第二成长曲线	12
3.1. 专注研发能力，产品持续升级	12
3.2. 坚持大客户战略，积极覆盖行业龙头或优质客户	14
3.3. “激光+自动化”双驱并进，展现竞争优势	15
3.3.1. 技术优势打造第二成长曲线	15

3.3.2. 精细服务优势把握市场需求	16
3.3.3. 产能优势提高经济效益	17
4. 盈利预测与估值	17
5. 风险提示	19

图表目录

图 1: 公司股权结构及子公司	5
图 2: 公司产品结构	6
图 3: 公司动力电池激光及自动化设备产品示意图	6
图 4: 2016-2020 年海目星营业总收入 (亿元)	7
图 5: 2016-2019 年海目星归母净利润 (亿元)	7
图 6: 2017-2019 年海目星主营业务毛利构成 (%)	7
图 7: 2016-2019 年海目星主营业务收入 (亿元)	7
图 8: 2016-2020 年公司 ROE (%)	8
图 9: 2016-2020 年公司研发费用支出 (亿元)	8
图 10: 2017-2019 年公司各项活动现金流量净额 (亿元)	8
图 11: 2017-2020 年公司主营业务毛利率 (%)	8
图 12: 2019-2025 年全球电动工具锂电池装机量 (GWh)	10
图 13: 2019-2025 年中国电动工具锂电池装机量 (GWh)	10
图 14: 公司设立以来主营业务及主要产品演变情况	12
图 15: 公司主要客户	14
图 16: 2018 年动力电池激光及自动化设备主要客户销售情况 (单位: 万元)	14
图 17: 2019 年动力电池激光及自动化设备主要客户销售情况 (单位: 万元)	14
图 18: 2018 年通用激光及自动化设备主要客户销售情况 (单位: 万元)	15
图 19: 2019 年通用激光及自动化设备主要客户销售情况 (单位: 万元)	15
图 20: 公司服务模式	16
表 1: 公司发展历程	5
表 2: 公司募集资金投资方向及使用安排	9
表 3: 2019-2020 年电动车渗透度	9
表 4: 新能源车锂电池需求测算	9
表 5: 叉车电动化需求展望	10
表 6: 储能方面相关政策	11
表 7: 动力电池 2025 年需求展望	11
表 8: 动力电池需求缺口测算	12
表 9: 公司通用激光及自动化设备产品示意图	13
表 10: 海目星三大创新解决方案	16
表 11: 公司生产调试人员工时利润率	17
表 12: 公司主要产品产销情况	17

表 13: 营收预测.....	18
表 14: 可比公司估值.....	19

1. 海目星：“激光+智能自动化”领头羊

1.1. 深耕激光和自动化领域，成为行业领跑者

公司自 2008 年成立以来专注于激光光学及控制技术、与激光系统相配套的自动化技术，并持续强化这两大核心能力，目前已成为激光及自动化领域综合解决方案提供商。公司积极顺应市场发展，紧随时代潮流，于 2016 年进入动力电池领域，2020 年实现科创板上市。

表 1: 公司发展历程

年份	发展历程
2008 年	海目星成立，便携激光机问世
2009 年	蚀刻模板激光机问世
2010 年	广州海目星成立
2011 年	5WU 冷紫外激光器问世，为世界级制造企业提供全自动生产线
2012 年	世界领先 3D 激光机问世，中国创新创业大赛二等奖
2013 年	国家高新技术企业 10W 风冷紫外激光器问世，鞍山海目星成立
2015 年	新能源行业专用设备问世，首台激光精密设备问世
2016 年	年度最具投资价值企业，年度创新技术产品金球奖
2020 年	海目星于科创板上市，发行股数 5000 万股。

资料来源：公司官网、天风证券研究所

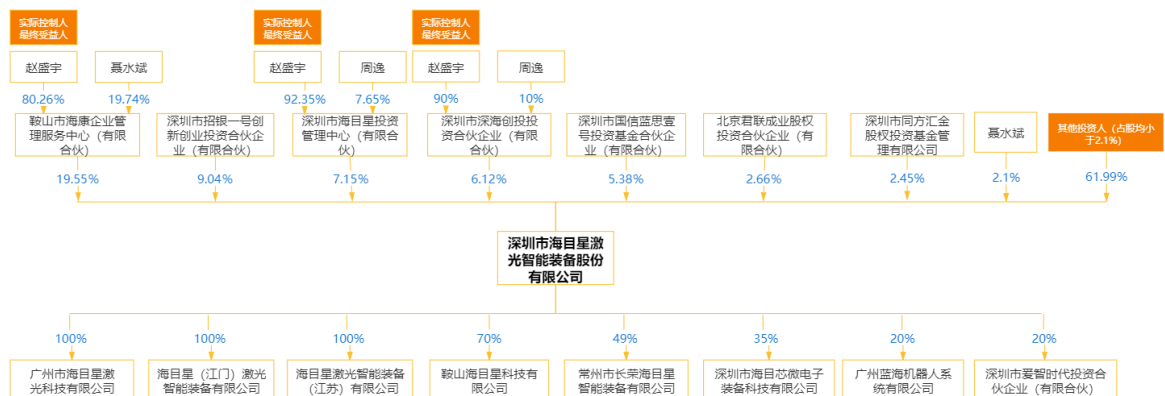
目前公司已具备面向多元化应用市场、多层及行业客户的综合产品和解决方案服务能力，在消费电子、新能源电池等应用领域，公司积累了如 Apple、华为、富士康、伟创力、立讯精密、京东方、蓝思科技、特斯拉、CATL、长城汽车、蜂巢能源、中航锂电、亿纬锂能等行业龙头或知名企业客户。

1.2. 公司股权结构清晰，子公司遍及全球

公司实际控制人为自然人赵盛宇先生，现担任海目星公司董事长兼总经理。其通过持有鞍山海康 80.3% 股份、海目星投资 92.3% 股份、深海创投 90% 股份间接持有海目星股份。聂水斌为自然人股东，直接持有 2.1% 海目星股份，并通过持有 19.7% 鞍山海康股份间接持有海目星，现担任海目星公司副董事长。

公司有多家子公司，范围遍及全球。公司积极开发境外市场，设立美国海目星及意大利海目星，寻求海外市场增长点。子公司主营业务分工明确，广州海目星主要负责金属切割及焊接设备制造；其他金属加工机械制造；机械零部件加工等。鞍山海目星经营范围主要为激光设备、钣金产品、激光发生器等。江苏海目星主营业务包括动力电池激光及自动化设备、钣金激光切割机等产品的生产和销售。公司股权结构图及子公司结构图（截至公司 2021 年半年度报告）如下。

图 1: 公司股权结构及子公司（截至公司 2021 年半年度报告）



资料来源：Wind、公司 2021 年半年度报告、天风证券研究所

1.3. 产品多元发展，通用激光设备占据核心地位

深耕激光和自动化领域。公司作为激光和自动化领域的龙头企业，主要从事消费类电子、动力电池、钣金加工等行业的激光及自动化设备的研发、设计、生产及销售，在激光、自动化和智能化综合运用领域已形成较强的优势。

公司的主要产品分为动力电池激光及自动化设备、通用激光及自动化设备、显示及脆性材料精密激光及自动化设备三类。1) **动力电池激光及自动化设备**：覆盖了下游方形、圆柱及软包电池的部分生产环节。2) **通用激光及自动化设备**：产品主要包括激光打标设备、激光焊接及自动化生产线和钣金激光切割设备。3) **显示及脆性材料精密激光及自动化设备**：主要采用皮秒、飞秒激光器应用于屏幕、玻璃、陶瓷等对加工精度要求较高的零部件的切割、标记、曝光等。具体产品如下图所示：

图 2：公司产品结构


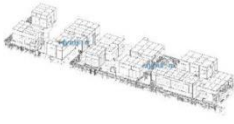



资料来源：公司招股书、天风证券研究所

动力电池发展空间大，将成为公司重要的业绩来源之一。近年来，动力电池行业发展趋势良好，市场空间广阔。根据 GGII 数据，2014-2019 年度国内动力电池装机量复合增长率达 75.95%。随着动力电池行业产能结构调整、行业集中度提高，动力电池成本下降以及无钴电池、CTP、刀片电池等新技术革新，预计未来国内动力电池市场仍将保持较高的增速。

公司把握时机，2019 年公司首次实现与特斯拉签署设备销售合同，正式进军动力电池国际市场，预计未来国际市场收入将进一步增长。公司动力电池激光及自动化设备未来具备广阔的市场空间和发展潜力，将成为公司业绩主要来源之一。

图 3：公司动力电池激光及自动化设备产品示意图

主要设备名称	产品示意图	设备用途介绍	主要客户
高速激光制片机		在锂电池极片两侧的金属箔材上切割极耳。该款设备受到行业推广，量产设备稳定性和生产质量处于行业先进水平	CATL、ATL、长城汽车、蜂巢能源、中航锂电、力神、亿纬锂能等
电池装配线		对电芯进行热压、配对、超声波焊接、包 mylar、入壳、顶盖焊接、氮检、密封钉焊接等整线全自动装配，量产稳定性和生产质量为行业先进水平	CATL、中航锂电、长城汽车、蜂巢能源、欣旺达、亿纬锂能等
电芯干燥线		对电池内部进行加热，使水分蒸发。实现了生产加工的全自动化，量产设备稳定性和生产质量为行业前列水平	CATL、中航锂电、长城汽车、蜂巢能源、亿纬锂能等

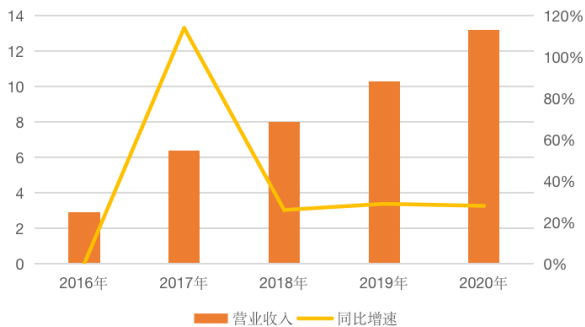
资料来源：公司招股书、天风证券研究所

1.4. 公司业绩持续增长，归母净利润屡创新高

公司营业收入在 2016-2020 年不断增长，屡创新高。2016-2020 年营业收入复合年均增长率为 45.09%，2020 年公司实现营业总收入为 13.2 亿元。

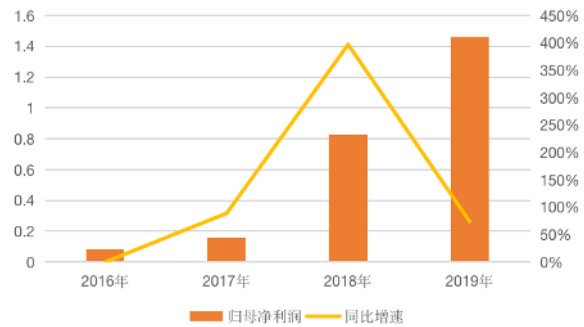
公司归母净利润近年来的不断增长体现了公司盈利能力的提升，2016-2019 年公司归母净利润持续增加，特别是在 2018 年和 2019 年实现了大幅增长，2019 年公司归母净利润为 1.46 亿元。2016-2020 年归母净利润年均复合增速为 71.92%。

图 4：2016-2020 年海目星营业总收入（亿元）



资料来源：wind、公司招股说明书、天风证券研究所

图 5：2016-2019 年海目星归母净利润（亿元）



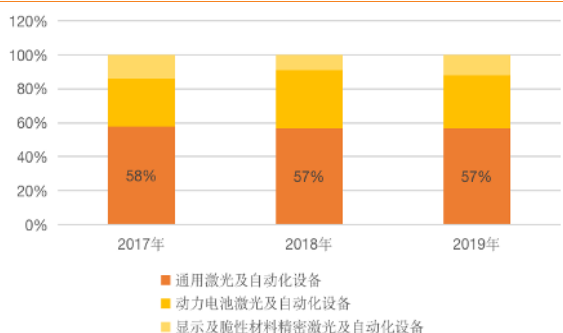
资料来源：wind、公司招股说明书、天风证券研究所

通用激光及自动化设备是公司毛利润的主要来源。2017-2019 年通用激光及自动化设备销售的毛利润占据公司主营业务毛利润的半数以上。动力电池激光及自动化设备的销售是公司毛利润的另一大主要来源。

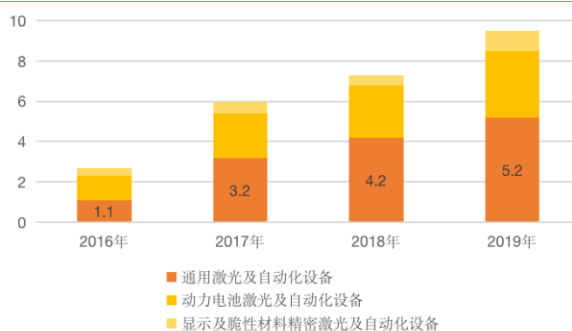
公司主营业务收入不断增长，通用激光及自动化设备和动力电池激光及自动化设备的销售收入占据绝大部分。2016-2019 年公司主营业务收入不断增长，主要体现在通用激光及自动化设备和动力电池激光及自动化设备两个领域的增长，2019 年通用激光及自动化设备收入为 5.2 亿元，动力电池激光及自动化设备的收入为 3.3 亿元。

图 6：2017-2019 年海目星主营业务毛利构成（%）

图 7：2016-2019 海目星主营业务收入（亿元）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

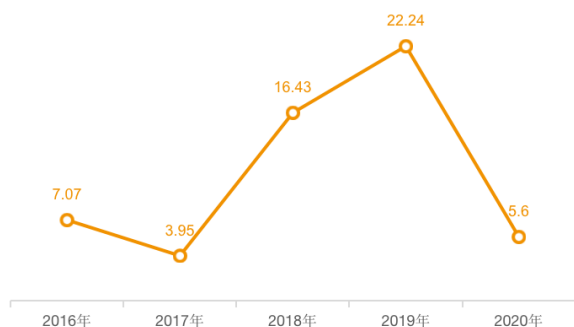


资料来源：wind、天风证券研究所

公司 ROE 略有下降，2020 年为 5.6%。公司 ROE 在 2018 年和 2019 年较高，分别为 16.43%和 22.24%，但在 2020 年却下降较多，主要是因为利润减少。

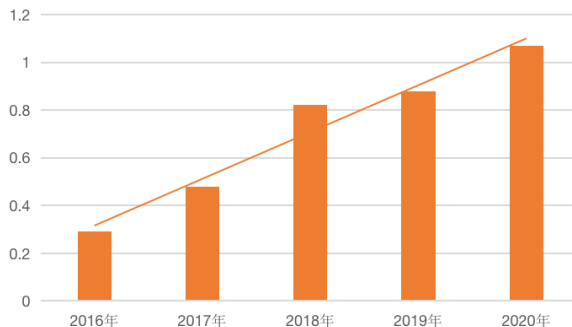
公司十分注重研发能力的提升，对激光自动化领域进行全面的研发布局，加大新产品、新技术研发力度。研发支出在 2016-2020 年稳步上升，2020 年公司研发支出为 1.1 亿元。

图 8：2016-2020 年公司 ROE (%)



资料来源：wind、天风证券研究所

图 9：2016-2020 年公司研发费用支出 (亿元)

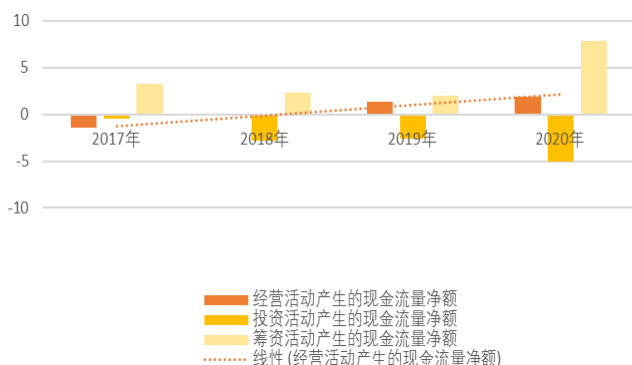


资料来源：wind、天风证券研究所

经营活动现金流上升明显。公司 2017-2018 年经营活动现金流较低，从 2019 年开始较为明显的上升，2020 年经营活动现金流达到 1.9 亿元。

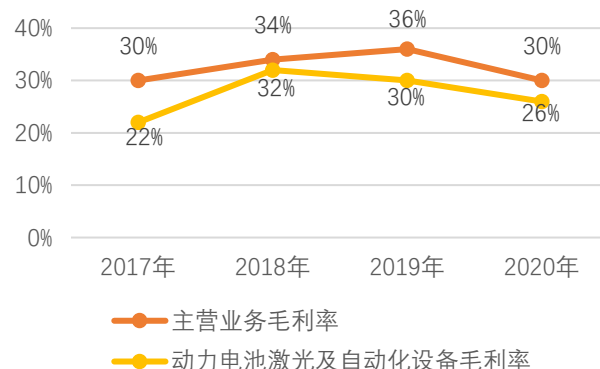
公司主营业务毛利率较为稳定。动力电池激光及自动化设备领域毛利率与公司主营业务毛利率基本保持一致步调。2017-2020 年公司主营业务毛利率维持在 29.5%-36.5%之间，公司利润水平较为稳定，作为毛利润主要来源的动力电池激光及自动化设备的销售毛利润和公司主营业务总体毛利润呈现同样的趋势。

图 10：2017-2019 年公司各项活动现金流量净额 (亿元)



资料来源：wind、天风证券研究所

图 11：2017-2020 年公司主营业务毛利率 (%)



资料来源：wind、天风证券研究所

1.5. 合理分配资金，建设募投项目

激光及自动化装备制造是国家科技与产业重点发展的战略方向，其下游应用领域广泛、市场空间大因此公司的募投资金将使用在激光及自动化装备扩建项目和激光及自动化装备研发中心建投项目中是可行的。

由于公司一直专注于激光及自动化设备的研发、生产和销售，募集资金投资项目的实施将用于提升公司锂电激光设备的生产能力，有利于公司优势产品的进一步扩张。同时，研发中心项目的实施将进一步提升公司的研发和技术创新能力，丰富公司产品在多个行业领域的应用。

表 2：公司募集资金投资方向及使用安排

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金投资金额（万元）
1	激光及自动化装备扩建项目	60,900.00	60,900.00
2	激光及自动化装备研发中心建投项目	19,100.00	19,100.00
合计		80,000.00	80,000.00

资料来源：公司招股书、天风证券研究所

2. 动力电池：成长驱动力强劲，市场需求空间广阔

2.1. 电动车：车企共推电动车发展，锂电池需求持续上升

电动车在车企的渗透率明显提升。根据我们的测算，主要车企 2020 年相对于 2019 年在电动车的渗透度上有较为明显的提升，以大众、宝马、戴姆勒等为代表，个别企业电动化进度较为迟缓。

表 3：2019-2020 年电动车渗透度

各大车型历年	合计渗透度	
	2019	2020
特斯拉	100.00%	100.00%
大众	1.30%	4.54%
宝马	3.91%	6.20%
戴姆勒	1.60%	6.32%
丰田	0.30%	0.27%
现代起亚	1.44%	2.80%
雷诺日产三菱	1.26%	1.65%
PSA	0.17%	4.25%
通用	0.41%	0.42%
福特	0.17%	0.63%
本田	0.23%	0.18%

资料来源：Marketlines、天风证券研究所

车企共同启动电动化发展大潮，锂电池需求到 2025 年有望达到 800GWH 以上。按照大众、宝马、戴姆勒、丰田、现代等企业的电动车规划，我们预计到 2025 年全球电动车需求将达到 1568 万辆，对当年汽车市场渗透度达到 17%。

旺盛的电动车需求，将有望带动合计接近 808GWH 的锂电池需求，其中纯电动需求约为 747GWH，混动需求为 62GWH 左右。

表 4：新能源车锂电池需求测算

各大车型历年	2017	2018	2019	2020	2025	2025	纯电比	混动比	纯电平均带电量	混动带电量	纯电合计带电量	混动合计带电量
					年电动	年电动	例	例				

销量 (万辆)	化率			车销量			量 (KW H)		量 (GW H)		量 (GW H)	
特斯拉	10.3	24.5	30.5	49.95	100%	250	100%	0%	70	15	175.00	0.00
大众	1077	1083	1097	930.5	25%	270	70%	30%	60	15	113.26	12.14
宝马	246	249	252	232.5	25%	67	70%	30%	60	15	28.30	3.03
戴姆勒	330	340	334	253	20%	59	70%	30%	60	15	24.64	2.64
丰田	1031	1052	1074	952.8	10%	110	50%	50%	60	15	33.14	8.28
现代起亚	725	740	720	635	15%	110	70%	30%	60	15	46.38	4.97
雷诺日产三菱	1060	1075	1016	1078.3	10%	125	70%	30%	60	15	52.50	5.63
PSA	363	390	349	251	15%	44	70%	30%	60	15	18.33	1.96
通用	897	879	774	626	10%	73	70%	30%	60	15	30.48	3.27
福特	629	623	490	418.7	10%	49	70%	30%	60	15	20.39	2.18
本田	542	526	483	479	10%	56	70%	30%	60	15	23.32	2.50
合计	6910	6931.5	6619.5	5906.7	17%	1187					565.74	46.60
全球总销量	9447	9500	9032	7803		1568					747.36	61.56

资料来源: Wind、盖世汽车, 乘联会、天风证券研究所

2.2. 叉车及电动工具: 对锂电池需求同样旺盛

叉车为动力电池的另一需求。根据中国电动叉车行业发展白皮书显示, 到 2020 年我国叉车电动化程度达到 51.27%, 其中锂电叉车渗透率为 39.30%左右。

假设叉车行业未来五年复合增速为 10%, 锂电叉车渗透度提升至 60%, 我们估计叉车领域对于锂电的需求量将达到 37GWH 左右。

表 5: 叉车电动化需求展望

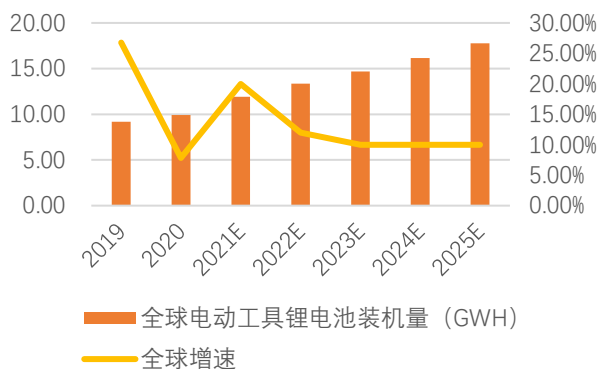
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国叉车销量	60.83	80.02	88.03	96.83	106.51	117.16	128.88
电动叉车占比	49.09%	51.27%	53%	55%	62%	59%	61%
锂电叉车	7.41	16.12	20.53	25.56	31.62	38.71	47.17
锂电叉车渗透率	24.80%	39.30%	44%	48%	52%	56%	60%
锂电单机需求量 (GWh/万台)	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78
锂电需求量 (GWh)	5.78	12.58	16.01	19.94	24.62	30.19	36.79

资料来源: 《中国电动叉车行业发展白皮书 (2021 年)》、天风证券研究所

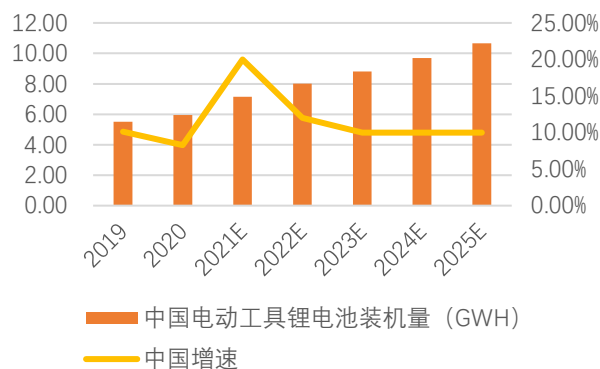
电动工具对于锂电池需求快速增长。电动工具呈现无绳化+锂电化大趋势, 我们估计到 2025 年电动工具对于锂电池需求将有望达到 17.76GWH。

图 12: 2019-2025 全球电动工具锂电池装机量 (GWh)

图 13: 2019-2025 中国电动工具锂电池装机量 (GWh)



资料来源：真锂研究、天风证券研究所



资料来源：真锂研究、天风证券研究所

2.3. 储能：锂电降本+补贴带动储能市场需求快速释放

各地有关储能补贴政策不断推出，带动储能市场需求。伴随着越来越多的地区开始推出储能项目补贴，我们认为储能市场具备较大的潜力，有望成为锂电下一重要成长级。

表 6：储能方面相关政策

地区	政策
内蒙古自治区	《2020 年光伏发电设备竞争配置方案》规定普通光伏电站配置储能系统，应保证储能系统市场为 1 小时及以上
辽宁省	《辽宁省风电项目建设方案》规定优先考虑附带储能设施，有利于调峰的项目
新疆自治区	《新疆电网发电侧储能管理暂行规则》在火电厂、风电场、光伏电站发电上网关口内建设的、充电功率 5MW 及以上、持续充电 2 小时及以上的电储能设施，根据电力调度机构指令进入充电状态的，对其充电电量进行补偿，具体补偿标准为 0.55 元/千瓦时。
湖北省	《关于发布 2020 年度风电和光伏发电消纳预警结果的通知》规定风储项目配备的储能容量不得低于风电项目配置容量的 10%。
山西省	《关于 2020 年拟新建光伏发电项目的消纳意见》中建议新增光伏发电项目应统筹考虑具有一定用电负荷的全产业链项目，配备 15-20%的储能。
江苏省	《关于进一步促进新能源并网消纳有关意见的通知》中鼓励新能源发电企业配置一定比例的电源侧储能设施，支持储能项目参与电力辅助服务市场，推动储能系统与新能源协调运行。

资料来源：各地政府官网、分布式能源网、天风证券研究所

2.4. 动力电池市场空间广阔，产能仍有较大缺口

动力锂电池需求不仅由电动汽车带动，其成长驱动力还包括工程机械+电动工具+储能+两轮车等等，我们预计到 2025 年动力锂电整体在产能利用率 70%的情况下，需求有望达到 1592GWH。

锂电厂商通常不能达到产能利用率 100%，所以在 2025 年动力电池需求会高于 1114GWH，这个里面的主要原因系：1) 电池产线生产不同电池间切换时间较长；2) 电池厂商一般会提前扩产，因为电池扩产需要时间较长，因而当年产能一般不会与当年需求 100%匹配，产能都会偏大；3) 大量的电池产线是处在持续的调试、更新中的；4) 电池行业仍吸引新进入者加入竞争，尤其是欧美厂商，囚徒困境仍存在。

表 7：动力电池 2025 年需求展望

领域	2025 年动力电池需求量 (GWH)
动力电池	809
工程机械	37
电动工具	18

两轮车	70
储能	181
合计（考虑产能利用率为 100%）	1114
合计（考虑产能利用率为 70%）	1592
合计（考虑产能利用率为 65%）	1714
合计（考虑产能利用率为 50%）	2229

资料来源：marketlines, 高工锂电, 电动叉车白皮书 2020, 真锂研究等, 天风证券研究所

按照近几年来全球头部企业的产能占总体锂电出货量的比例来看，目前的供给端基于需求端有较大的缺口，未来成长空间明显。

表 8：动力电池需求缺口测算（GWH）

供给侧	企业名	2020 年底	2021 年底	2022 年底
1	CATL	96	144	224
2	LG	177	187	217
3	三星 SDI	20	35	55
4	SKI	19	29	55
5	Northvolt	4	12	29
	合计	315	406	580
	新增		91	174
YOY				90.56%
中期缺口-悲观		1277	1186	1012
中期缺口-中性		1399	1308	1134
中期缺口-乐观		1914	1823	1649

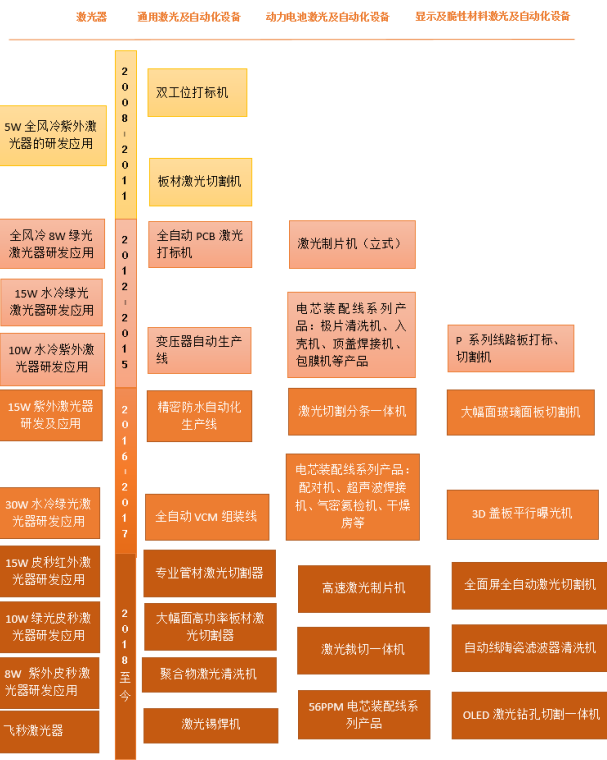
资料来源：高工锂电、CATL、LGC、比亚迪、孚能等公司公告、天风证券研究所

3. 海目星：激光+自动化，打造第二成长曲线

3.1. 专注研发能力，产品持续升级

公司作为一家激光及自动化设备提供商，不仅具备将激光同自动化相结合的工艺技术，同时拥有激光器设计及生产能力，在激光和自动化领域都具有较强的竞争能力。公司的核心技术主要包括激光光学及控制技术、与激光系统相配套的自动化技术等。公司自 2008 年成立以来，在通用激光及自动化设备、动力电池激光及自动化设备和显示及脆性材料精密激光及自动化设备三大主营业务方面不断技术升级，根据下游客户需求对产品技术不断进行更新迭代。

图 14：公司设立以来主营业务及主要产品演变情况



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

公司研发能力不断提升，多领域产品齐头并进。随着公司研发能力的不断进步，公司产品实现了多方面的技术升级。

激光器设计方面。公司通过自主创新的激光谐振腔光学设计技术、皮秒激光器能量放大技术等设计和控制技术的应用。成功开发出 20W 紫外纳秒激光器、35W 绿光纳秒激光器等系列产品，其加工功率高于国内同行业大部分同类产品，激光光斑圆度也优于市场上同类产品。

通用激光及自动化设备方面。公司研发并应用了包括专业管材激光切割器、激光清洗机、激光锡焊机等产品。产品主要面向消费类电子、钣金加工等行业，通过激光与自动化的系统结合，为相关领域提供优质高效的解决方案。

表 9：公司通用激光及自动化设备产品示意图

产品名称	产品示意图	主要客户
3C 精密防水自动化生产线		华之欧
激光锡焊机		华生电机
镀层激光去除机		华之欧
全自动 PCB 激光打标机		华为，中兴，伟创力，比亚迪
钣金激光切割机		新会中集、金龙客车

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

动力电池激光及自动化设备方面。动力电池激光及自动化设备为公司主要产品之一，是公司主营业务的重要组成部分，该类设备用于生产新能源汽车的动力电池。公司十分注重动力电池激光及自动化设备新产品、新技术的研发，公司开发并推出了高速激光制片机、电芯装配线、激光切割分条一体机等设备。

显示及脆性材料激光及自动化设备方面。公司新研发出包括全面屏全自动激光切割机、OLED 激光钻孔切割一体机等在内的一系列产品。

3.2. 坚持大客户战略，积极覆盖行业龙头或优质客户

公司主要客户来自发展速度较快且需求空间大 3C 消费电子或锂电池行业。公司多年来在这两个行业进行深耕细作，在深刻理解客户需求及把握行业发展趋势的基础上，设计并研发了满足各类客户的需求的高品质产品。与之相适应的是，公司不断加大客户开发力度，在扩大客户基数的同时与行业内龙头或知名客户建立了稳定且深入的合作关系。

图 15：公司主要客户



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

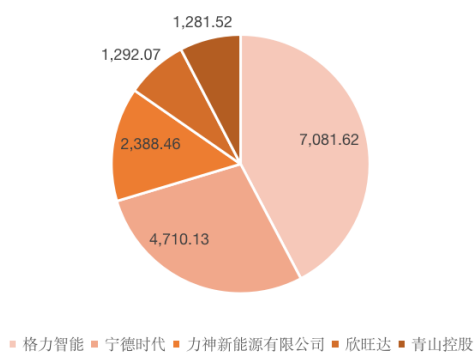
在动力电池领域，公司作为国内重要的动力电池设备供应商，自成立以来就定位于服务下游各应用场景的龙头企业，专注于优势产品的推广，并不断巩固产品领先性。

2018 年公司动力电池激光及自动化设备下游客户主要为格力智能、宁德时代、力神新能源有限公司、欣旺达和青山控股，分别实现 7,081 万元，4,710 万元，2,388 万元，1,292 万元和 1,282 万元的收入。2019 年公司获取了中航锂电、蜂巢能源、宁德时代、中兴高能、欣旺达等下游行业知名客户的大额订单，销售收入分别为 17,836 万元，5,678 万元，2,637 万元，1,607 万元和 1,282 万元。

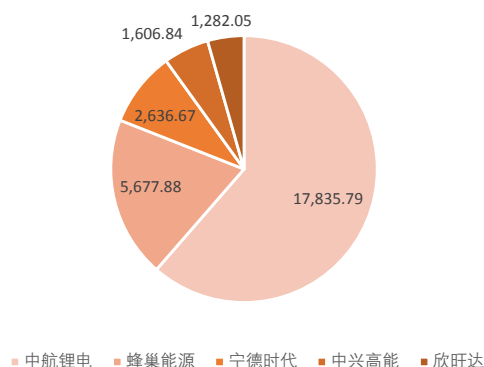
公司不断调整客户结构，开拓新客户，2019 年与 2018 年相比，中航锂电和蜂巢能源实现了较高的销售收入。客户结构的调整优化体现了公司坚持大客户战略，积极覆盖行业龙头或优质客户的产品战略方向。

图 16：2018 年动力电池激光及自动化设备主要客户销售情况（单位：万元）

图 17：2019 年动力电池激光及自动化设备主要客户销售情况（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所



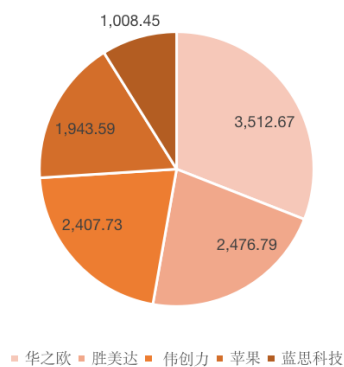
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

公司在消费电子领域，凭借对激光及自动化技术应用的多年技术积淀，设计并研发出了满足各类客户需求的高质量设备。2018 年公司在通用激光及自动化设备方面对华之欧、胜美达、伟创力、苹果、蓝思科技等 3C 行业知名客户分别实现了 3,513 万元、2,477 万元、2,408 万元、1,944 万元和 1008 万元的销售收入。

2019 年公司在通用激光及自动化设备方面对 3C 行业主要客户的销售收入大额增加，主要客户为华之欧、胜美达、华为、富士康和立讯电子科技有限公司，分别实现 1,1579 万元、5,776 万元、2,086 万元、1,221 万元和 847 万元的销售收入。

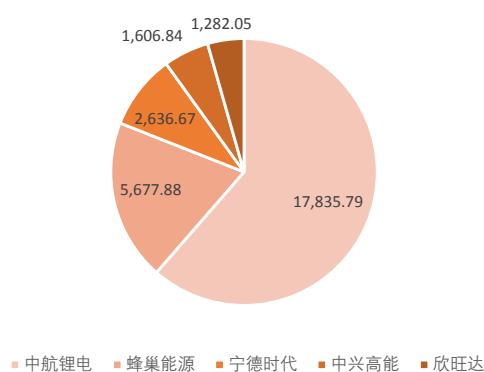
在发展过程中，公司产品经过下游多行业客户的检验和认可，在同行业中积累了一定的品牌知名度，凭借多款具备核心竞争力的产品，设备订单快速增长，市场占有率稳步提升。

图 18：2018 年通用激光及自动化设备主要客户销售情况（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 19：2019 年通用激光及自动化设备主要客户销售情况（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

3.3. “激光+自动化”双驱并进，展现竞争优势

目前，面对锂电池商业化发展的需求，自动化与智能化已成为未来行业发展的趋势。特别是在焊接领域，更加迫切的需要自动化、智能化以及在制造成本方面具有竞争力的激光焊接设备。因此海目星紧跟市场需求，将激光和自动化技术紧密结合，这也是海目星在行业中最大的竞争优势。

3.3.1. 技术优势打造第二成长曲线


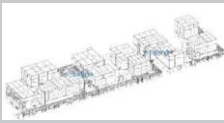

在公司初创阶段，公司率先进入 3C 通用激光设备细分市场。在之后发展过程中，公司通过引进专业人才、提升核心技术先后进入激光钣金加工设备市场、产线自动化领域以及激光精密加工设备市场。2015 年公司积极顺应市场变化，紧跟新能源汽车的发展趋势，通过战略研判并组建专业团队，切入锂电新能源激光及自动化设备市场。

经过多年的战略调整和技术积累，公司成功打造第二成长曲线。2015 年以前，动力电池生产设备大多来自于日韩，国内厂家以单工艺功能为主。2015 年，海目星打破国内外技术封锁，研发出国内第一台可量产的锂电池激光高速制片机。该设备致力于解决锂电五金模切机技术中存在的生产效率低、转运、管理以及中间存放成本高的问题，解决行业痛点。

聚焦激光和自动化综合解决方案。公司对于锂电行业提供的并非只是单一的产品，而是**专属这一领域的激光和自动化综合解决方案**。公司将激光技术与机、电、软技术紧密融合。根据对下游行业技术发展和加工需求的深刻理解，经过多年的行业研发积累，公司形成了在性能及稳定性方面具有比较优势的激光智能自动化设备。

为了满足车规级对于动力电池装备的要求，海目星激光持续在做产品的迭代和革新，先后提出了高速激光制片智能解决方案，方形铝壳、软包电芯智能制造解决方案，电芯干燥线智能解决方案等多个创新解决方案。

表 7：海目星三大创新解决方案

方案名称	产品示意图	特征
高速激光制片智造解决方案		具备锂电池正负极片单边或双边切极耳的功能，以及分条功能
方形铝壳电芯智造解决方案		用于动力电池中段装配，主要设备包括：全自动热压成型机、全自动电芯配对机、全自动 Mylar 机等
全自动电芯干燥线解决方案		用于动力电池的物流调度及干燥功能，具备工艺流程自动控制，历史数据查询导出，关键参数实时显示，问题报警及原因追溯，安全保护，主要功能包括：电池扫码、上料及缓存、电池烘烤、含水量测试、电池冷却，温度检测及下料。

资料来源：高工锂电、天风证券研究所

在激光、自动化技术紧密融合的基础上，公司技术研发进一步向智能化延伸，顺应了当下新兴行业的发展方向。激光应用同智能化的深度融合，有利于公司产品在市场竞争中建立更强的技术壁垒，在巩固同现有优质客户合作的基础上，为进一步获得同龙头企业合作关系提供了有力的技术支撑，加强了行业头部客户粘性。

基于丰富的基础技术积累，公司具备了在多个新兴行业的市场开发能力，增强了公司对个别行业出现波动时的抗风险能力。

3.3.2. 精细服务优势把握市场需求

依托核心技术优势，公司可以准确把握市场需求，提供激光器等部分核心部件、激光智能自动化设备和成套智能自动化生产线等一站式解决方案，并可针对客户需求提供定制化、个性化服务，从研发、生产和销售各个环节迅速作出响应。

同时，公司建立了售后服务中心、区域项目服务部、售后服务站三级专业服务体系和权责明确、激励高效的多部门快速联动机制，可提供及时现场支援、量产问题排除、工艺培训、品质检测评估等专业服务，与客户定期交流并及时、快速响应，通过专业化、全方位服务进一步巩固公司的综合竞争优势。

图 20：公司服务模式



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

3.3.3. 产能优势提高经济效益

公司根据不同客户的生产加工要求，公司产品既包括能覆盖生产加工一个或多个激光加工环节的设备，也包括成套的激光及自动化生产线。

不同产品的技术规模、设计方案都因客户需求而存在较大差异。因此，针对不同的产品，公司投入的物料、人力都存在较大区别，在该类设备或产线的生产过程中，公司的生产能力利用情况主要体现为生产调试等环节的工时利用情况。

公司 2017 年-2019 年的生产调试人员工时利润率分别为 102.46%，119.65%和 126.12%。工时利润率的不断上升，体现了公司经济效益的提高。

表 8：公司生产调试人员工时利润率

项目	2017 年	2018 年	2019 年
理论工时（小时）	915,354	1,262,465	1,407,775
实际工时（小时）	937,871	1,510,539	1,775,485
工时利用率	102.46%	119.65%	126.12%

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2017 年至 2019 年，激光打标机产销率分别为 83.95%、105.19%、106.49%。产销率不断上升，2018 年以来，公司通过优化生产模式、提高生产效率等方式，有效降低备货并提高了产销率。

2017 年至 2019 年，钣金激光切割机产销率分别为 105.25%、100.27%、93.18%。钣金激光切割机标准化程度相对较高，公司针对部分热销产品，储备一定安全库存，以缩减交付时间。2017 年至 2018 年，钣金激光切割机产销率保持在较高水平。2019 年，公司基于年底订单及次年市场预测情况进行备货，产销率有所下降。

表 12：公司主要产品产销情况

	项目	2017 年	2018 年	2019 年
激光打标机	销量（台）	408	426	328
	产量（台）	486	405	308
	产销率	83.95%	105.19%	106.49%
钣金激光切割机	销量（台）	321	370	396
	产量（台）	305	369	425
	产销率	105.25%	100.27%	93.18%

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

公司目前的主要业务可以分为通用设备、动力电池业务、显示及脆性材料业务以及其他业务四块，我们根据公司业务布局及历史业绩情况做出估计：

- 1) **通用激光及自动化设备：**通用设备业务板块中主要包含钣金激光切割机、打标机和3C通用激光及自动化产线，其中前两者主要是标品。钣金切割设备由于竞争加剧及激光器的国产化趋势，毛利率和单价成长空间不大；3C设备业务近年来增长稳定，需求结合下游产品升级趋势，未来增速有望保持。因此假设21-23年，此块业务以平稳的速率增长，对应收入分别为8.71、11.32、13.58亿元。
- 2) **动力电池激光及自动化设备：**锂电行业正在经历快速发展，需求旺盛，公司订单增长迅速，2020年底在手订单翻倍，同时积极扩张产能。高速激光制片机成为公司重要增长点，装配线订单稳中向好。因此预计21-23年，锂电业务保持高速增长，对应收入分别为11.67、24.51、36.77亿元。
- 3) **显示及脆性材料精密激光及自动化设备：**此块业务是公司布局平面显示、芯片加工等行业的战略性产品，主要包括显示类设备和PBC类设备，占公司总营收比例不大。伴随公司体量和行业平均增速，预计21-23年平稳增长，对应收入分别为1.07、1.40、1.67亿元。
- 4) **毛利率：**公司各业务毛利率在2020年均大幅下滑，主要原因是2020年受疫情影响人员扩充缓慢，为提升订单交付能力采用了大量的外协人员，导致成本大幅增加。同时，随着钣金激光切割设备等领域竞争加剧，其毛利率上涨困难。预计2021年毛利率恢复至疫情前平均水平，锂电业务随着产品竞争力提升毛利率有望提升，其他业务毛利率保持稳定。

基于此，预计2021-2023年公司营业收入分别为22.25亿、38.13亿、52.92亿，YOY为68.50%、71.33%、38.81%；归母净利润分别为1.58亿、3.49亿、5.19亿，YOY为104.55%、120.83%、48.64%，对应PE 75X、34X、23X。

表 9：营收预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入（百万元）	801	1,031	1,321	2,225	3,813	5,292
YOY		28.75%	28.10%	68.50%	71.33%	38.81%
毛利率	34.37%	36.25%	29.94%	33.16%	34.89%	35.41%
通用激光及自动化设备						
收入（百万元）	420	515	670	871	1,132	1,358
YOY		22.75%	30.04%	30.00%	30.00%	20.00%
毛利率	33.67%	36.30%	31.54%	35.00%	35.00%	35.00%
动力电池激光及自动化设备						
收入（百万元）	258	333	486	1,167	2,451	3,677
YOY		28.90%	46.20%	140.00%	110.00%	50.00%
毛利率	32.24%	30.46%	26.09%	30.00%	34.00%	35.00%
显示及脆性材料精密激光及自动化设备						
收入（百万元）	51	98	83	107	140	167
YOY		93.79%	-15.93%	30.00%	30.00%	20.00%
毛利率	43.78%	38.82%	21.34%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务						
收入（百万元）	72	85	82	80	90	90
YOY		17.52%	-3.65%	-2.32%	12.50%	0.00%
毛利率	39.50%	55.65%	48.36%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：wind、天风证券研究所

根据公司主营产品情况，我们选用锂电设备公司先导智能、杭可科技以及从事激光器生产和销售的利元亨作为可比公司，可比公司2021年PE平均值为92.23X。我们看好公司在本行业中的核心竞争力，因而选择2021年92.23X作为目标估值，目标市值145.92

亿元，上涨空间为 23.39%，对应目标价为 72.96 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值

代码	股票	净利润			总市值		PE	
		20201231	20211231	20221231	2021/9/14	20201231	20211231	20221231
300450.SZ	先导智能	7.68	14.93	23.20	1,121.24	146.09	75.12	48.33
688006.SH	杭可科技	3.72	4.82	8.23	378.65	101.81	78.63	46.02
688499.SH	利元亨	1.40	2.26	4.62	278.08	197.98	122.94	60.25
	平均值	4.27	7.33	12.01	592.66	148.63	92.23	51.53
688559.SH	海目星	0.77	1.58	3.49	118.26	152.89	74.75	33.85

资料来源：wind、天风证券研究所

5. 风险提示

1) 宏观经济风险。激光及自动化设备的市场需求量受宏观经济影响较大，若宏观经济存在下行压力，激光及自动化设备下游制造业产能投放需求放缓，新能源动力电池、消费类电子等下游行业的激光及自动化设备需求量将会有所下降，进而对公司的盈利能力产生不利影响。

2) 行业竞争风险。目前，公司立足于激光技术与自动化技术相结合，打造激光及自动化设备成套解决方案，部分产品已在行业内已具备较强的优势。但当前公司经营规模体量相对较小，公司市场份额相对较小。若未来公司在与同行业对手竞争过程中未能进一步提升核心竞争力，将会面临市场竞争加剧引发的核心竞争力削弱、市场份额萎缩、盈利能力降低的风险。

3) 下游行业波动风险。公司所处行业为装备制造业，是下游客户的生产设备供应商，市场需求主要取决于下游客户的产能投放情况，所在行业的景气程度主要受下游行业的固定资产投资周期和产能扩张周期影响。

公司激光及自动化设备产品的下游应用行业主要包括消费电子、动力电池等行业。由于消费电子、动力电池等行业的市场需求受宏观经济及政策等多方面因素的影响，具备较为明显的周期性，若未来出现宏观经济下滑、扶持政策力度下降等不利因素出现，将造成下游市场需求下降，从而对公司产品销售造成不利影响。

4) 公司业务区域集中较高的风险。公司营业收入主要以境内地区为主，境内市场主要集中在华南、华东等地区，收入区域集中特征较为明显。未来，如果华东、华南地区的市场竞争加剧或客户经营情况发生重大变化，将对公司未来业绩产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	244.74	780.51	333.79	571.88	793.85
应收票据及应收账款	467.19	550.79	1,056.33	1,485.35	1,748.85
预付账款	16.25	27.26	65.18	71.71	115.51
存货	643.01	904.74	1,408.99	2,452.17	2,864.94
其他	92.58	462.24	357.21	406.18	431.98
流动资产合计	1,463.77	2,725.54	3,221.49	4,987.29	5,955.13
长期股权投资	0.75	1.73	1.73	1.73	1.73
固定资产	150.27	343.87	505.01	617.82	688.46
在建工程	398.97	390.99	270.60	210.36	156.21
无形资产	118.12	116.70	112.94	109.19	105.43
其他	32.84	34.98	37.26	30.30	30.62
非流动资产合计	700.96	888.27	927.54	969.39	982.45
资产总计	2,164.73	3,613.81	4,149.03	5,956.68	6,937.58
短期借款	120.13	195.99	318.26	1,068.02	518.90
应付票据及应付账款	541.02	780.51	1,032.91	1,723.73	2,373.71
其他	308.19	800.49	912.78	841.71	1,472.57
流动负债合计	969.34	1,776.99	2,263.95	3,633.46	4,365.18
长期借款	479.17	390.73	300.00	468.26	300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	61.83	65.34	77.77	68.31	70.47
非流动负债合计	541.00	456.07	377.77	536.58	370.47
负债合计	1,510.34	2,233.07	2,641.72	4,170.04	4,735.65
少数股东权益	0.00	0.00	(0.08)	(0.26)	(0.44)
股本	150.00	200.00	200.00	200.00	200.00
资本公积	225.44	824.53	824.53	824.53	824.53
留存收益	504.37	1,180.81	1,307.38	1,586.90	2,002.36
其他	(225.42)	(824.59)	(824.53)	(824.53)	(824.53)
股东权益合计	654.39	1,380.75	1,507.30	1,786.64	2,201.93
负债和股东权益总计	2,164.73	3,613.81	4,149.03	5,956.68	6,937.58

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	145.40	77.35	158.22	349.39	519.33
折旧摊销	13.55	20.83	23.02	31.19	37.25
财务费用	7.93	21.54	10.11	24.26	24.38
投资损失	0.05	(0.95)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
营运资金变动	(151.96)	473.48	(460.38)	(927.89)	512.42
其它	126.39	(395.97)	(0.69)	(0.18)	(0.18)
经营活动现金流	141.35	196.27	(270.72)	(524.23)	1,092.21
资本支出	326.20	199.84	47.57	89.45	47.84
长期投资	(0.05)	0.98	0.00	0.00	0.00
其他	(583.96)	(704.50)	(105.36)	(168.45)	(96.84)
投资活动现金流	(257.81)	(503.68)	(57.79)	(79.00)	(49.00)
债权融资	604.16	755.40	678.88	1,614.34	921.35
股权融资	(4.57)	630.77	(10.05)	(24.26)	(24.38)
其他	(399.74)	(603.65)	(787.05)	(748.75)	(1,718.21)
筹资活动现金流	199.85	782.53	(118.22)	841.32	(821.24)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	83.39	475.12	(446.73)	238.09	221.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,030.92	1,320.59	2,225.24	3,812.53	5,292.33
营业成本	657.21	925.22	1,487.40	2,482.17	3,418.14
营业税金及附加	9.22	10.85	17.80	30.50	42.34
营业费用	89.74	103.82	178.02	289.75	396.92
管理费用	72.02	67.39	155.77	247.81	344.00
研发费用	88.25	107.04	200.27	343.13	476.31
财务费用	6.41	18.23	10.11	24.26	24.38
资产减值损失	(5.50)	(6.46)	(5.50)	(5.50)	(5.50)
公允价值变动收益	0.00	0.61	(0.61)	0.00	0.00
投资净收益	(0.05)	0.95	1.00	1.00	1.00
其他	(63.42)	9.74	(0.79)	(2.00)	(2.00)
营业利润	177.05	83.20	181.77	401.40	596.73
营业外收入	0.33	0.75	0.50	0.50	0.50
营业外支出	0.42	1.75	0.50	0.50	0.50
利润总额	176.95	82.19	181.77	401.40	596.73
所得税	31.56	4.84	23.63	52.18	77.58
净利润	145.40	77.35	158.14	349.22	519.16
少数股东损益	(0.15)	0.00	(0.08)	(0.18)	(0.18)
归属于母公司净利润	145.55	77.35	158.22	349.39	519.33
每股收益(元)	0.73	0.39	0.79	1.75	2.60

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	28.75%	28.10%	68.50%	71.33%	38.81%
营业利润	82.92%	-53.01%	118.48%	120.83%	48.66%
归属于母公司净利润	74.63%	-46.86%	104.55%	120.83%	48.64%
获利能力					
毛利率	36.25%	29.94%	33.16%	34.89%	35.41%
净利率	14.12%	5.86%	7.11%	9.16%	9.81%
ROE	22.24%	5.60%	10.50%	19.55%	23.58%
ROIC	22.87%	9.73%	15.18%	23.22%	20.95%
偿债能力					
资产负债率	69.77%	61.79%	63.67%	70.01%	68.26%
净负债率	54.92%	-1.82%	22.89%	58.35%	5.79%
流动比率	1.51	1.53	1.42	1.37	1.36
速动比率	0.85	1.02	0.80	0.70	0.71
营运能力					
应收账款周转率	2.15	2.59	2.77	3.00	3.27
存货周转率	2.00	1.71	1.92	1.97	1.99
总资产周转率	0.55	0.46	0.57	0.75	0.82
每股指标(元)					
每股收益	0.73	0.39	0.79	1.75	2.60
每股经营现金流	0.71	0.98	-1.35	-2.62	5.46
每股净资产	3.27	6.90	7.54	8.93	11.01
估值比率					
市盈率	81.25	152.89	74.75	33.85	22.77
市净率	18.07	8.56	7.85	6.62	5.37
EV/EBITDA	0.00	26.38	55.44	27.62	17.77
EV/EBIT	0.00	28.54	62.09	29.64	18.84

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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