

迈为股份 (300751.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

费用前置导致利润短期承压，HJT 产

业化拐点渐近

业绩简评

2023年4月25日，公司发布2022年年报及2023年一季报。2022年公司实现营业收入41.48亿元，同比+34.01%，实现归母净利润8.62亿元，同比+34.09%；其中Q4实现归母净利润1.75亿元，同比-6.30%。2023Q1公司实现营业收入11.57亿元，同比+38.64%，实现归母净利润2.21亿元，同比+22.80%。

经营分析

费用率提升扰动盈利，存货及合同负债维持高增：公司22Q4净利率为14.10%，同比-5.82pct，环比-8.23pct；23Q1净利率为17.70%，同比-3.21pct，环比+3.60pct，主要是由于随着公司规模及产能的扩张，前置费用较高，综合导致费用率大幅增加。截至2022年年底，公司员工总人数6147人，较去年同期增加3411人；截至2022年年底租赁厂房及办公面积约9.77万平方米，较去年同期增加3.79万平方米，经营规模快速增长，但由于HJT整线设备确认周期较长，尚未在报告期内集中确认收入，因此净利率有所下滑。我们预计随着公司前期订单逐步确认收入及量产设备的快速成熟，净利率将稳步回升。从存货和合同负债来看，公司23Q1存货67.84亿元，环比+27.28%，合同负债53.35亿元，环比+23.90%，继续维持高增，且处于公司成立以来最好水平，表明公司在手订单饱满，盈利蓄水池持续拓宽加深。

多条降本增效路线持续演绎，HJT 产业化拐点半年有望来临：年内HJT提效降本均取得一定突破。从效率方面来看，华晟、金刚双面微晶产品陆续推出，预计将提升HJT电池效率至25.5%。从降本方面来看，HJT单位银耗持续降低，目前领先水平单W银耗降至约17-18mg，下半年随着OBB工艺及110 μ m专用硅片的导入，成本将进一步下降，或较PERC出现性价比。后续随着电镀铜工艺不断成熟，HJT有望在23年下半年出现产业化拐点。

盈利预测、估值与评级

根据对公司订单结构及HJT产业化的最新判断，下调公司2023-2024E盈利预测至15.4(-21.9%)/28.6(-6.8%)亿元，新增2025年盈利预测39.7亿元，对应EPS分别为8.82、16.40、22.78元，当前股价对应PE分别为31、17、12倍，维持“买入”评级。

风险提示

订单确认不及预期；订单需求不及预期；新业务开拓不及预期。

新能源与电力设备组

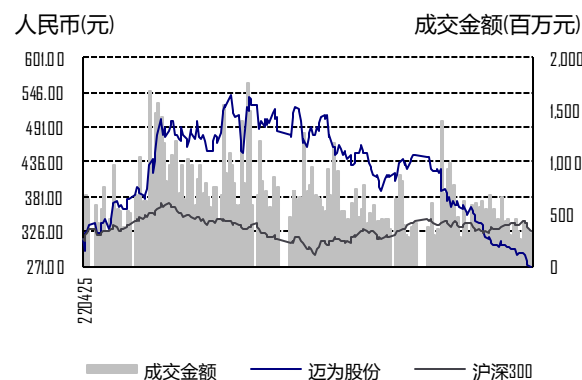
分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：271.01元

相关报告：

- 《Q3盈利超预期，HJT龙头有望迎来业绩收获期-迈为股份三季报...》，2022.10.27
- 《7.2GW大订单落地，HJT产业化进程加速推进-迈为股份7...》，2022.9.4
- 《中报符合预期，订单高增助力业绩加速兑现-迈为股份中报点评》，2022.8.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,095	4,148	10,033	16,498	22,450
营业收入增长率	35.44%	34.01%	141.86%	64.43%	36.08%
归母净利润(百万元)	643	862	1,537	2,857	3,969
归母净利润增长率	62.97%	34.09%	78.33%	85.84%	38.95%
摊薄每股收益(元)	5.946	4.952	8.822	16.395	22.780
每股经营性现金流净额	6.08	4.91	13.71	19.96	25.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.95%	13.36%	20.39%	30.88%	34.12%
P/E	108.01	83.17	30.72	16.53	11.90
P/B	11.82	11.11	6.27	5.10	4.06

来源：公司年报、国金证券研究所

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)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,285	3,095	4,148	10,033	16,498	22,450	货币资金	763	2,691	3,546	5,585	7,697	10,222
增长率		35.4%	34.0%	141.9%	64.4%	36.1%	应收款项	1,212	1,524	2,291	3,938	6,249	8,503
主营业务成本	-1,508	-1,910	-2,559	-6,516	-10,495	-14,287	存货	2,097	2,808	5,330	8,916	14,369	19,561
%销售收入	66.0%	61.7%	61.7%	64.9%	63.6%	63.6%	其他流动资产	140	1,988	1,693	1,817	2,215	2,594
毛利	778	1,186	1,589	3,517	6,002	8,164	流动资产	4,212	9,012	12,860	20,255	30,529	40,880
%销售收入	34.0%	38.3%	38.3%	35.1%	36.4%	36.4%	%总资产	90.6%	92.2%	88.5%	92.1%	93.3%	94.0%
营业税金及附加	-13	-18	-24	-55	-91	-123	长期投资	4	133	419	419	419	419
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	317	403	713	948	1,262	1,552
销售费用	-114	-197	-305	-652	-990	-1,347	%总资产	6.8%	4.1%	4.9%	4.3%	3.9%	3.6%
%销售收入	5.0%	6.4%	7.4%	6.5%	6.0%	6.0%	无形资产	52	53	230	368	505	639
管理费用	-100	-92	-138	-311	-478	-629	非流动资产	440	764	1,667	1,748	2,197	2,621
%销售收入	4.4%	3.0%	3.3%	3.1%	2.9%	2.8%	%总资产	9.4%	7.8%	11.5%	7.9%	6.7%	6.0%
研发费用	-166	-331	-488	-1,104	-1,732	-2,245	资产总计	4,652	9,776	14,527	22,003	32,727	43,501
%销售收入	7.3%	10.7%	11.8%	11.0%	10.5%	10.0%	短期借款	74	9	230	562	839	1,087
息税前利润 (EBIT)	385	547	634	1,396	2,711	3,819	应付款项	969	1,291	3,060	5,494	8,846	12,039
%销售收入	16.8%	17.7%	15.3%	13.9%	16.4%	17.0%	其他流动负债	1,752	2,585	4,634	8,362	13,754	18,717
财务费用	-14	27	99	64	86	117	流动负债	2,794	3,884	7,923	14,418	23,439	31,843
%销售收入	0.6%	-0.9%	-2.4%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	长期贷款	91	0	80	80	80	80
资产减值损失	-50	-49	-25	-9	1	-2	其他长期负债	31	47	94	3	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	2,917	3,931	8,098	14,501	23,522	31,924
投资收益	0	2	36	36	36	36	普通股股东权益	1,746	5,872	6,452	7,537	9,251	11,632
%税前利润	n.a	0.4%	4.4%	2.3%	1.2%	0.9%	其中：股本	52	108	174	174	174	174
营业利润	389	630	822	1,486	2,834	3,970	未分配利润	826	1,383	2,083	3,005	4,719	7,100
营业利润率	17.0%	20.4%	19.8%	14.8%	17.2%	17.7%	少数股东权益	-11	-27	-23	-35	-46	-56
营业外收支	62	17	14	70	70	70	负债股东权益合计	4,652	9,776	14,527	22,003	32,727	43,501
税前利润	451	647	837	1,556	2,904	4,040	比率分析						
利润率	19.7%	20.9%	20.2%	15.5%	17.6%	18.0%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-64	-20	-12	-31	-58	-81	每股指标						
所得税率	14.1%	3.1%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%	每股收益	7.570	5.946	4.952	8.822	16.395	22.780
净利润	387	627	824	1,525	2,846	3,959	每股净资产	33.517	54.318	37.066	43.256	53.093	66.761
少数股东损益	-8	-16	-37	-12	-11	-10	每股经营现金净流	7.196	6.079	4.915	13.712	19.963	25.154
归属于母公司的净利润	394	643	862	1,537	2,857	3,969	每股股利	1.000	1.500	1.500	3.532	6.564	9.121
净利率	17.3%	20.8%	20.8%	15.3%	17.3%	17.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	22.59%	10.95%	13.36%	20.39%	30.88%	34.12%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	8.48%	6.58%	5.93%	6.99%	8.73%	9.12%
净利润	387	627	824	1,525	2,846	3,959	投入资本收益率	17.39%	9.05%	9.27%	16.79%	26.24%	29.37%
少数股东损益	-8	-16	-37	-12	-11	-10	增长率						
非现金支出	70	89	94	86	99	128	主营业务收入增长率	58.96%	35.44%	34.01%	141.86%	64.43%	36.08%
非经营收益	2	-25	-85	28	-54	-37	EBIT 增长率	79.62%	42.00%	16.02%	120.08%	94.27%	40.88%
营运资金变动	-83	-33	23	748	584	328	净利润增长率	59.34%	62.97%	34.09%	78.33%	85.84%	38.95%
经营活动现金净流	375	657	855	2,387	3,475	4,379	总资产增长率	16.15%	110.14%	48.60%	51.46%	48.74%	32.92%
资本开支	-153	-116	-693	-191	-480	-480	资产管理能力						
投资	-5	-1,822	432	0	0	0	应收账款周转天数	61.1	86.2	99.0	85.0	80.0	80.0
其他	0	3	36	36	36	36	存货周转天数	504.0	468.8	580.3	500.0	500.0	500.0
投资活动现金净流	-158	-1,935	-225	-155	-444	-444	应付账款周转天数	153.3	132.1	159.8	158.0	158.0	158.0
股权募资	11	3,489	102	163	0	0	固定资产周转天数	29.7	46.6	40.9	20.0	14.7	12.3
债权募资	-32	-165	301	292	277	248	偿债能力						
其他	-63	-119	-352	-646	-1,194	-1,657	净负债/股东权益	-34.46%	-74.82%	-65.49%	-78.86%	-84.22%	-86.64%
筹资活动现金净流	-84	3,205	51	-192	-918	-1,409	EBIT 利息保障倍数	26.9	-20.3	-6.4	-21.9	-31.6	-32.8
现金净流量	116	1,933	720	2,040	2,113	2,526	资产负债率	62.70%	40.21%	55.74%	65.90%	71.87%	73.39%

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	2022-01-17	买入	543.91	N/A
2	2022-03-11	买入	547.50	N/A
3	2022-04-18	买入	288.00	N/A
4	2022-04-19	买入	320.72	N/A
5	2022-07-07	买入	499.53	N/A
6	2022-08-26	买入	512.35	N/A
7	2022-09-04	买入	450.09	N/A
8	2022-10-27	买入	480.50	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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。

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