

# 迈为股份 (300751.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 合同负债表现亮眼,盈利质量有望触底

### 回升

#### 业绩简评

2023年8月24日,公司发布2023年半年报。公司上半年实现营业收入28.69亿元,同比增长62.98%;实现归母净利润4.25亿元,同比增长7.13%。其中Q2单季实现营业收入17.12亿元,同比增长84.92%;实现归母净利润2.04亿元,同比下降5.89%。

#### 经营分析

**合同负债&存货表现亮眼,看好公司订单高增持续性。**截至23H1,公司合同负债为66.61亿元,同比增长135.95%,持续创历史新高;存货为91.64亿元,同比增长150.73%,体现出公司新签订单旺盛,后续营收体量有保障。展望公司后续新签订单情况,一方面公司传统业务丝网印刷设备为行业龙头,受益于现阶段TOPCon电池产能的快速扩张,订单将迎来新一轮增长;另一方面HJT整线设备工艺快速优化、效率不断提升、降本工艺持续导入,行业扩产有望加速,公司作为HJT整线设备龙头公司,过去两年市占率均超过70%,新签订单有望维持高增长。

**盈利质量短期承压,后续有望逐季改善。**公司Q2单季度毛利率31.82%,同比-7.81pct,环比-2.21pct。毛利率下滑主要受两方面的影响,一是丝网印刷设备毛利率受客户配置、季度等因素影响有所波动,二是前期所发出的HJT整线设备存在产线改造等因素的影响,拖低毛利率水平,后续随着设备持续成熟,毛利率有望不断提升。公司Q2单季度净利率10.95%,同比-11.73pct,环比-6.75pct。净利率下滑一方面是由于HJT整线设备在销售过程中会有专业的工程师驻场,进行设备布局、安装调试的技术服务支持,导致差旅费、服务费等期间费用大幅增加,一方面由于HJT整线设备确认周期较长,相关设备订单成本支出与回款时间上有所差异导致费用前置,后续将持续优化。

#### 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2023-2025E盈利预测至11.0(-29%)/23.3(-19%)/28.6(-28%)亿元,对应EPS分别为3.95、8.36、10.27元,当前股价对应PE分别为47、22、18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

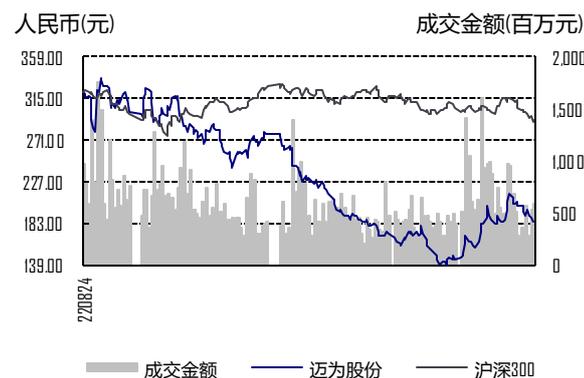
分析师:姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价(人民币):183.97元

相关报告:

- 《迈为股份点评:费用前置导致利润短期承压,HJT产业化拐点渐近》,2023.4.25
- 《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



#### 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	7,222	15,207	18,356
营业收入增长率	35.44%	34.01%	74.11%	110.56%	20.71%
归母净利润(百万元)	643	862	1,100	2,329	2,859
归母净利润增长率	62.97%	34.09%	27.59%	111.77%	22.78%
摊薄每股收益(元)	5.946	4.952	3.949	8.362	10.267
每股经营性现金流净额	6.08	4.91	6.34	4.36	12.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.95%	13.36%	15.11%	26.85%	27.52%
P/E	108.01	83.17	46.59	22.00	17.92
P/B	11.82	11.11	7.04	5.91	4.93

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)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,285</b>	<b>3,095</b>	<b>4,148</b>	<b>7,222</b>	<b>15,207</b>	<b>18,356</b>
增长率		35.4%	34.0%	74.1%	110.6%	20.7%
主营业务成本	-1,508	-1,910	-2,559	-4,761	-9,996	-12,105
%销售收入	66.0%	61.7%	61.7%	65.9%	65.7%	65.9%
毛利	778	1,186	1,589	2,461	5,211	6,251
%销售收入	34.0%	38.3%	38.3%	34.1%	34.3%	34.1%
营业税金及附加	-13	-18	-24	-43	-87	-103
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-114	-197	-305	-614	-1,141	-1,285
%销售收入	5.0%	6.4%	7.4%	8.5%	7.5%	7.0%
管理费用	-100	-92	-138	-202	-411	-477
%销售收入	4.4%	3.0%	3.3%	2.8%	2.7%	2.6%
研发费用	-166	-331	-488	-650	-1,353	-1,615
%销售收入	7.3%	10.7%	11.8%	9.0%	8.9%	8.8%
息税前利润 (EBIT)	385	547	634	952	2,220	2,770
%销售收入	16.8%	17.7%	15.3%	13.2%	14.6%	15.1%
财务费用	-14	27	99	48	27	26
%销售收入	0.6%	-0.9%	-2.4%	-0.7%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	-50	-49	-25	-11	3	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	36	36	36	36
%税前利润	n.a	0.4%	4.4%	3.3%	1.5%	1.2%
营业利润	389	630	822	1,025	2,286	2,830
营业利润率	17.0%	20.4%	19.8%	14.2%	15.0%	15.4%
营业外收支	62	17	14	70	70	70
税前利润	451	647	837	1,095	2,356	2,900
利润率	19.7%	20.9%	20.2%	15.2%	15.5%	15.8%
所得税	-64	-20	-12	-27	-59	-72
所得税率	14.1%	3.1%	1.5%	2.5%	2.5%	2.5%
净利润	387	627	824	1,068	2,297	2,827
少数股东损益	-8	-16	-37	-32	-32	-32
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>394</b>	<b>643</b>	<b>862</b>	<b>1,100</b>	<b>2,329</b>	<b>2,859</b>
净利率	17.3%	20.8%	20.8%	15.2%	15.3%	15.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	387	627	824	1,068	2,297	2,827
少数股东损益	-8	-16	-37	-32	-32	-32
非现金支出	70	89	94	102	129	169
非经营收益	2	-25	-85	39	-26	-7
营运资金变动	-83	-33	23	557	-1,185	399
<b>经营活动现金净流</b>	<b>375</b>	<b>657</b>	<b>855</b>	<b>1,766</b>	<b>1,214</b>	<b>3,387</b>
资本开支	-153	-116	-693	-545	-634	-634
投资	-5	-1,822	432	0	0	0
其他	0	3	36	36	36	36
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-158</b>	<b>-1,935</b>	<b>-225</b>	<b>-509</b>	<b>-598</b>	<b>-598</b>
股权募资	11	3,489	102	164	0	0
债权募资	-32	-165	301	606	472	104
其他	-63	-119	-352	-481	-1,011	-1,242
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-84</b>	<b>3,205</b>	<b>51</b>	<b>289</b>	<b>-539</b>	<b>-1,138</b>
<b>现金净流量</b>	<b>116</b>	<b>1,933</b>	<b>720</b>	<b>1,545</b>	<b>77</b>	<b>1,651</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	763	2,691	3,546	5,090	5,166	6,816
应收款项	1,212	1,524	2,291	3,596	6,729	7,571
存货	2,097	2,808	5,330	11,077	17,793	19,889
其他流动资产	140	1,988	1,693	1,768	2,344	2,576
流动资产	4,212	9,012	12,860	21,531	32,031	36,853
%总资产	90.6%	92.2%	88.5%	91.2%	92.3%	92.0%
长期投资	4	133	419	419	419	419
固定资产	317	403	713	1,433	2,011	2,553
%总资产	6.8%	4.1%	4.9%	6.1%	5.8%	6.4%
无形资产	52	53	230	224	218	214
非流动资产	440	764	1,667	2,088	2,660	3,197
%总资产	9.4%	7.8%	11.5%	8.8%	7.7%	8.0%
<b>资产总计</b>	<b>4,652</b>	<b>9,776</b>	<b>14,527</b>	<b>23,619</b>	<b>34,691</b>	<b>40,050</b>
短期借款	74	9	230	653	1,125	1,229
应付款项	969	1,291	3,060	6,553	11,290	13,006
其他流动负债	1,752	2,585	4,634	8,841	13,293	15,129
流动负债	2,794	3,884	7,923	16,047	25,707	29,364
长期贷款	91	0	80	304	304	304
其他长期负债	31	47	94	46	93	112
负债	2,917	3,931	8,098	16,397	26,104	29,780
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,746</b>	<b>5,872</b>	<b>6,452</b>	<b>7,276</b>	<b>8,673</b>	<b>10,389</b>
其中：股本	52	108	174	278	278	278
未分配利润	826	1,383	2,083	2,742	4,140	5,855
少数股东权益	-11	-27	-23	-55	-87	-119
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,652</b>	<b>9,776</b>	<b>14,527</b>	<b>23,619</b>	<b>34,691</b>	<b>40,050</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	7.570	5.946	4.952	3.949	8.362	10.267
每股净资产	33.517	54.318	37.066	26.126	31.143	37.303
每股经营现金净流	7.196	6.079	4.915	6.341	4.359	12.163
每股股利	1.000	1.500	1.500	1.579	3.345	4.107
<b>回报率</b>						
净资产收益率	22.59%	10.95%	13.36%	15.11%	26.85%	27.52%
总资产收益率	8.48%	6.58%	5.93%	4.66%	6.71%	7.14%
投入资本收益率	17.39%	9.05%	9.27%	11.35%	21.61%	22.88%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	58.96%	35.44%	34.01%	74.11%	110.56%	20.71%
EBIT增长率	79.62%	42.00%	16.02%	50.19%	133.11%	24.78%
净利润增长率	59.34%	62.97%	34.09%	27.59%	111.77%	22.78%
总资产增长率	16.15%	110.14%	48.60%	62.59%	46.88%	15.45%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	61.1	86.2	99.0	87.0	85.0	85.0
存货周转天数	504.0	468.8	580.3	850.0	650.0	600.0
应付账款周转天数	153.3	132.1	159.8	350.0	260.0	240.0
固定资产周转天数	29.7	46.6	40.9	39.7	23.1	22.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-34.46%	-74.82%	-65.49%	-70.72%	-54.87%	-60.93%
EBIT利息保障倍数	26.9	-20.3	-6.4	-19.9	-83.7	-108.6
资产负债率	62.70%	40.21%	55.74%	69.43%	75.25%	74.36%

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	2022-03-11	买入	547.50	N/A
2	2022-04-18	买入	288.00	N/A
3	2022-04-19	买入	320.72	N/A
4	2022-07-07	买入	499.53	N/A
5	2022-08-26	买入	512.35	N/A
6	2022-09-04	买入	450.09	N/A
7	2022-10-27	买入	480.50	N/A
8	2023-04-25	买入	271.01	N/A

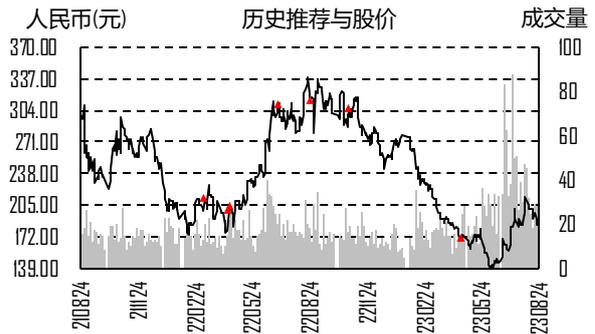
来源：国金证券研究所

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



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。

**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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806