

迈为股份 (300751)

2023 年半年报点评: 费用前置影响 Q2 利润, 看好 HJT 放量后的规模效应

买入 (维持)

2023 年 08 月 26 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 刘晓旭

执业证书: S0600523030005
liuwx@dwzq.com.cn

研究助理 李文意

执业证书: S0600122080043
liwenyi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,148	7,033	10,185	15,397
同比	34%	70%	45%	51%
归属母公司净利润 (百万元)	862	1,309	1,940	2,941
同比	34%	52%	48%	52%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.09	4.70	6.97	10.56
P/E (现价&最新股本摊薄)	59.44	39.15	26.41	17.42

关键词: #第二曲线

投资要点

- 营收规模稳步增长, 费用前置影响 Q2 利润:** 2023 上半年公司实现营收 28.7 亿元, 同比+63%, 其中光伏电池成套生产设备收入 25.3 亿元, 同比+82%, 占比 88%, 单机设备收入 1.5 亿元, 同比-38%, 占比 5%, 配件及其他业务收入 1.9 亿元, 同比+50%, 占比 7%; 归母净利润为 4.2 亿元, 同比+7%; 扣非归母净利润为 3.8 亿元, 同比+6%。2023Q2 单季营收 17.1 亿元, 同比+85%, 环比+48%; 归母净利润为 2.0 亿元, 同比-6%, 环比-8%, 主要系公司业务快速扩张, 销售&管理&研发费用前置。
- 阶段性改造成本高, 看好盈利能力环比修复:** 2023 上半年毛利率为 32.7%, 同比-7.4pct, 其中光伏电池成套生产设备毛利率 32.0%, 同比-6.7pct (主要系 HJT 整线设备前期存在产线改造, 毛利率较低), 单机设备毛利率 46.0%, 同比+10.5pct, 配件及其他业务毛利率 31.6%, 同比-33.1pct; 净利率为 13.7%, 同比-8.2pct; 期间费用率为 19.9%, 同比+2.0pct, 其中销售费用率为 9.3%, 同比+3.0pct, 管理费用率 (含研发) 为 12.8%, 同比-1.8pct, 财务费用率为-2.1%, 同比+0.8pct。2023Q2 单季毛利率为 31.8%, 同比-7.8pct, 环比-2.2pct; 净利率为 11.0%, 同比-11.7pct, 环比-6.8pct, 主要系个别低毛利 HJT 整线设备订单影响。
- 合同负债&存货大幅增长, 在手订单充足:** 截至 2023Q2 末公司合同负债为 66.6 亿元, 同比+136%, 存货为 91.6 亿元, 同比+151%, 存货账面价值较高主要是因为产品验收期较长, 存货结构中发出商品占比 56%。2023H1 经营性净现金流量 5.1 亿元, 同比+21%。
- 具备 HJT 电池设备整线供应能力, 恒者恒强:** 我们预计 2023 年 HJT 扩产 50-60GW, 考虑迈为股份 80% 市占率及 HJT 整线设备价值量 3.5-4.0 亿元/GW (配置不同, 价格有差异), 预计 2023 年迈为潜在 HJT 设备订单体量约 140-190 亿元。时间节奏上, 我们认为大厂即将开始布局。HJT 作为电池片环节的革命性技术目前仍处于扩产早期, 传统厂商尚未大规模布局, 新进入者此时投资扩产可获得先发优势, 实现弯道超车, 因此 2023 年新进入者数量持续高增, 而传统大厂在 2024 年开始大规模扩产。迈为的高市占率有望保持, 我们认为迈为的设备在核心专利的布局非常完善, 且通过存量产线反馈加速技术迭代, 持续维持高市占率。
- 盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 13.09/19.40/29.41 亿元, 对应当前股价 PE 为 39/26/17 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 下游扩产不及预期, 研发进展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	176.30
一年最低/最高价	137.31/554.90
市净率(倍)	7.41
流通 A 股市值(百万元)	33,553.25
总市值(百万元)	49,098.45

基础数据

每股净资产(元,LF)	23.80
资产负债率(% ,LF)	67.70
总股本(百万股)	278.49
流通 A 股(百万股)	190.32

相关研究

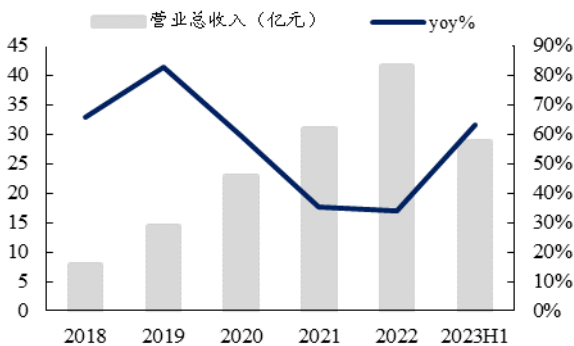
- 《迈为股份(300751): 拟投资 30 亿元建设泛半导体装备项目, 为 HJT 产业化储备产能》
2023-07-14
- 《迈为股份(300751): 推出靶材降钢三部曲, 加速 HJT 电池降本进程》
2023-07-12

1. 营收规模稳步增长，费用前置影响 Q2 利润

2023 上半年公司实现营收 28.7 亿元，同比+63%，其中光伏电池成套生产设备收入 25.3 亿元，同比+82%，占比 88%，单机设备收入 1.5 亿元，同比-38%，占比 5%，配件及其他业务收入 1.9 亿元，同比+50%，占比 7%；归母净利润为 4.2 亿元，同比+7%；扣非归母净利润为 3.8 亿元，同比+6%。

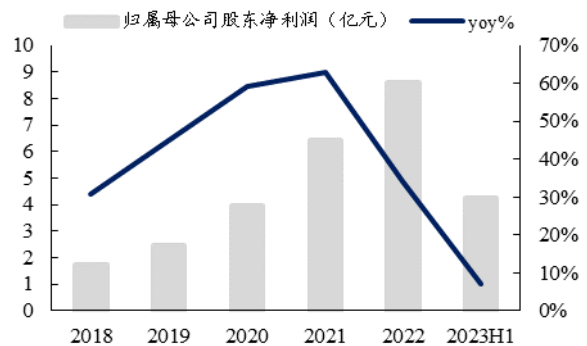
2023Q2 单季营收 17.1 亿元，同比+85%，环比+48%；归母净利润为 2.0 亿元，同比-6%，环比-8%，主要系公司业务快速扩张，销售&管理&研发费用前置。

图1：2023H1 营收 28.7 亿元，同比+63%



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图2：2023H1 归母净利润为 4.2 亿元，同比+7%



数据来源：Wind、东吴证券研究所

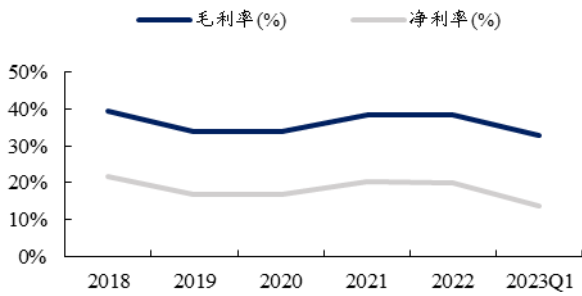
2. 阶段性改造成本高，看好盈利能力环比修复

2023 上半年毛利率为 32.7%，同比-7.4pct，其中光伏电池成套生产设备毛利率 32.0%，同比-6.7pct（主要系 HJT 整线设备前期存在产线改造，毛利率较低），单机设备毛利率 46.0%，同比+10.5pct，配件及其他业务毛利率 31.6%，同比-33.1pct；净利率为 13.7%，同比-8.2pct；期间费用率为 19.9%，同比+2.0pct，其中销售费用率为 9.3%，同比+3.0pct，管理费用率（含研发）为 12.8%，同比-1.8pct，财务费用率为-2.1%，同比+0.8pct。

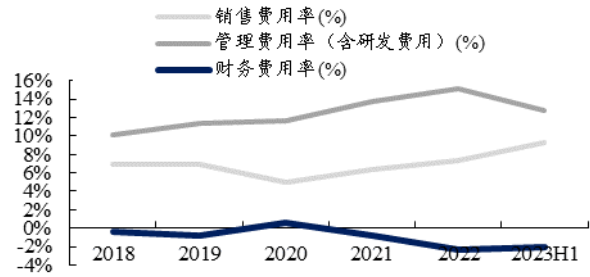
2023Q2 单季毛利率为 31.8%，同比-7.8pct，环比-2.2pct；净利率为 11.0%，同比-11.7pct，环比-6.8pct，主要系个别低毛利 HJT 整线设备订单影响。

图3：2023H1 毛利率为 32.7%，净利率为 13.7%

图4：2023H1 期间费用率为 19.9%，同比+2.0pct



数据来源: Wind、东吴证券研究所

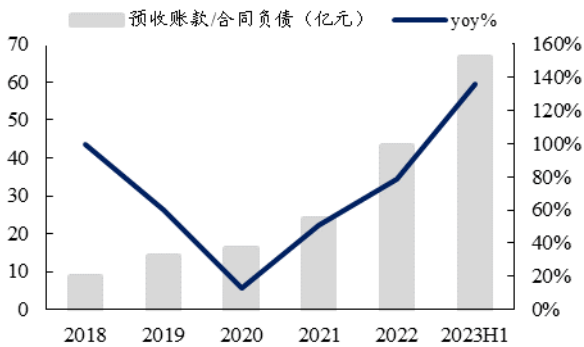


数据来源: Wind、东吴证券研究所

3. 合同负债&存货大幅增长, 在手订单充足

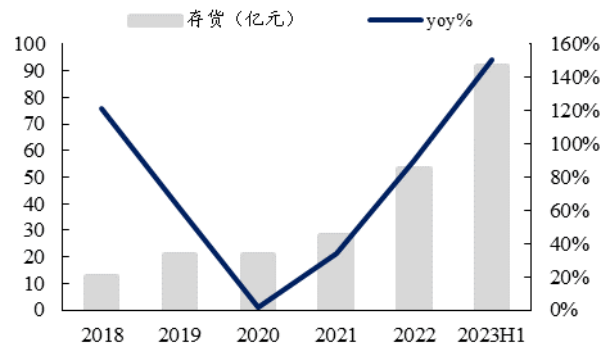
截至 2023Q2 末公司合同负债为 66.6 亿元, 同比+136%, 存货为 91.6 亿元, 同比+151%, 存货账面价值较高主要是因为产品验收期较长, 存货账面价值较高主要是因为产品验收期较长, 存货结构中发出商品占比 56%。2023H1 经营性净现金流量 5.1 亿元, 同比+21%。

图5: 2023H1 公司合同负债为 66.6 亿元, 同比+136%



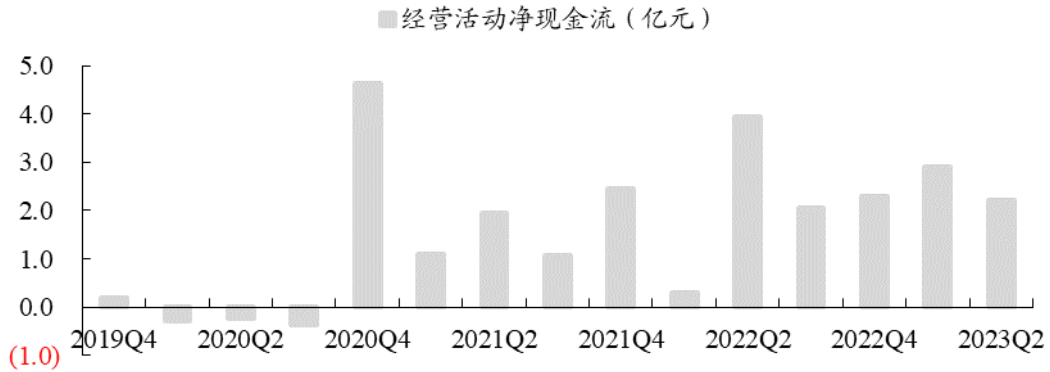
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图6: 2023H1 公司存货为 91.6 亿元, 同比+151%



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图7: 2023H1 公司经营性净现金流量 5.1 亿元, 同比+21%



数据来源: Wind、东吴证券研究所

4. 具备 HJT 电池设备整线供应能力，强者恒强

我们预计 2023 年 HJT 扩产 50-60GW，考虑迈为股份 80% 市占率及 HJT 整线设备价值量 3.5-4.0 亿元/GW（配置不同，价格有差异），预计 2023 年迈为潜在 HJT 设备订单体量约 140-190 亿元。时间节奏上，我们认为大厂即将开始布局。HJT 作为电池片环节的革命性技术目前仍处于扩产早期，传统厂商尚未大规模布局，新进入者此时投资扩产可获得先发优势，实现弯道超车，因此 2023 年新进入者数量持续高增，而传统大厂在 2024 年开始大规模扩产。迈为的高市占率有望保持，我们认为迈为的设备在核心专利的布局非常完善，且通过存量产线反馈加速技术迭代，持续维持高市占率。

5. 盈利预测与投资评级

我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 13.09/19.40/29.41 亿元，对应当前股价 PE 为 39/26/17 倍，维持“买入”评级。

6. 风险提示

下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

迈为股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,860	17,998	25,403	37,323	营业总收入	4,148	7,033	10,185	15,397
货币资金及交易性金融资产	4,520	6,976	9,480	13,623	营业成本(含金融类)	2,559	4,380	6,384	9,639
经营性应收款项	2,767	4,277	6,350	9,607	税金及附加	24	35	51	77
存货	5,330	6,480	9,270	13,732	销售费用	305	380	550	816
合同资产	0	0	0	0	管理费用	138	288	356	539
其他流动资产	243	265	303	361	研发费用	488	724	1,018	1,540
非流动资产	1,667	1,803	1,915	1,915	财务费用	(99)	6	8	8
长期股权投资	49	65	80	93	加:其他收益	78	211	306	462
固定资产及使用权资产	478	670	802	852	投资净收益	36	14	20	15
在建工程	248	174	137	72	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	188	190	192	194	减值损失	(25)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	1	1
长期待摊费用	42	42	42	42	营业利润	822	1,444	2,143	3,257
其他非流动资产	662	662	662	662	营业外净收支	14	0	0	0
资产总计	14,527	19,801	27,318	39,238	利润总额	837	1,444	2,143	3,257
流动负债	7,923	11,933	17,586	26,672	减:所得税	12	181	279	423
短期借款及一年内到期的非流动负债	230	69	49	49	净利润	824	1,264	1,865	2,833
经营性应付款项	2,996	3,928	6,020	9,307	减:少数股东损益	(37)	(45)	(75)	(108)
合同负债	4,306	7,371	10,743	16,220	归属母公司净利润	862	1,309	1,940	2,941
其他流动负债	391	566	774	1,097	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.09	4.70	6.97	10.56
非流动负债	174	174	174	174	EBIT	687	1,225	1,825	2,787
长期借款	80	80	80	80	EBITDA	755	1,309	1,933	2,913
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.31	37.72	37.32	37.40
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	20.78	18.61	19.05	19.10
其他非流动负债	90	90	90	90	收入增长率(%)	34.01	69.54	44.82	51.18
负债合计	8,098	12,107	17,760	26,847	归母净利润增长率(%)	34.09	51.82	48.25	51.59
归属母公司股东权益	6,452	7,761	9,701	12,642					
少数股东权益	(23)	(68)	(143)	(251)					
所有者权益合计	6,429	7,693	9,558	12,391					
负债和股东权益	14,527	19,801	27,318	39,238					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	855	2,824	2,723	4,252	每股净资产(元)	37.07	44.58	55.73	72.62
投资活动现金流	(225)	(206)	(199)	(110)	最新发行在外股份(百万股)	278	278	278	278
筹资活动现金流	51	(161)	(20)	0	ROIC(%)	10.73	14.69	18.11	21.83
现金净增加额	720	2,456	2,504	4,143	ROE-摊薄(%)	13.36	16.86	20.00	23.26
折旧和摊销	68	84	108	126	资产负债率(%)	55.74	61.15	65.01	68.42
资本开支	(693)	(205)	(204)	(112)	P/E(现价&最新股本摊薄)	59.44	39.15	26.41	17.42
营运资本变动	136	1,337	601	1,045	P/B(现价)	4.96	4.13	3.30	2.53

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>