

2020 年 07 月 21 日  
证券研究报告·公司研究报告

麦 格 米 特  
(002851)

电气设备

持有 (首次)

当 前  
价: 32.25 元

目 标  
价: 一一元 (6 个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 平台型长跑健将，有望迎戴维斯双击

投资要点

西南证券研究发展中心

- **知名电气自动化专家，消费工业双栖多点发力。**消费领域，麦格米特从平板电视电源起家，不断拓展家电、智能卫浴等产品；工业领域，瞄准新兴、高附加值细分市场，医疗设备、通信、数字化焊机等电源产品享有良好口碑，积累了飞利浦、爱立信、发那科等标杆客户。2019 年，公司实现营收 35.6 亿元，十年 CAGR 25%，其中智能家电电控产品、新能源及轨道交通产品、工业定制电源、工业自动化产品收入占比分别为 42%、33%、14%、11%。据知名机构 MTC 统计，公司 OEM 电源 2019 年销量全球排名 11。
- **赛道广阔错位竞争，“技术+管理”护航内生外延协同增长。**据前瞻产业研究院统计，目前我国智能家电市场规模约 3492 亿元，工业自动化控制产品和服务的市场体量在 1800 亿元以上。市场空间广阔，但细分赛道分散，客户定制化要求高，十分有利于国内厂商错位竞争。公司重视研发，研发费用率长期维持在 10% 水平，长期持续布局新赛道、新产品，具备技术驱动的发展动能。管理方面，公司核心团队萃取艾默生管理经验，高效统筹规划各个事业部，促进内生外延增长健康持续进行。
- **工业领域逐渐放量，拉升公司整体盈利能力。**医疗设备电源连续多年供货飞利浦等全球领先企业，受疫情等因素影响，2020 年新增迈瑞、通用汽车等企业，板块增长有望加速；通信电源方面，受益于 5G 项目的推进，与爱立信、诺基亚的合作已逐步进入订单交付阶段；此前布局的智能采油设备 2019 年突破盈亏平衡和现金流平衡的关键节点，2020 年同样有望实现快速增长。此外，焊机等产品也有望在今年实现较快发展。总体而言，高毛利率的工业自动化产品（板块毛利率 38%）和工业定制电源产品（板块毛利率 30%）占比提升，将带来公司产品结构优化，直接拉升公司的整体盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。**麦格米特是知名的电气控制与节能领域的方案提供者，在医疗、通信、智能装备制造等行业积累了众多标杆客户。考虑其业绩已逐步进入兑现期，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 4.24、5.93、8.02 亿元，对应 PE 36、26、19 倍，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**宏观经济形势波动、新产品拓展不及预期。

| 指标/年度         | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）     | 3560  | 3762  | 4794  | 5735  |
| 增长率           | 48.7% | 5.7%  | 27.4% | 19.6% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 361   | 424   | 593   | 802   |
| 增长率           | 78.7% | 17.4% | 39.9% | 35.2% |
| 每股收益 EPS（元）   | 0.77  | 0.90  | 1.26  | 1.71  |
| 净资产收益率 ROE    | 18.7% | 18.6% | 21.4% | 23.4% |
| PE            | 42    | 36    | 26    | 19    |
| PB            | 8     | 7     | 6     | 4     |

数据来源：Wind，西南证券

分析师：倪正洋

执业证号：S1250520030001

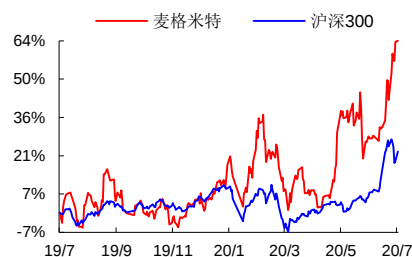
电话：021-58352138

邮箱：nzy@swsc.com.cn

西南证券

WEST SECURITIES

#### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

#### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 4.69        |
| 流通 A 股(亿股)   | 2.58        |
| 52 周内股价区间(元) | 18.65-32.25 |
| 总市值(亿元)      | 151.40      |
| 总资产(亿元)      | 46.21       |
| 每股净资产(元)     | 4.27        |

#### 相关研究

## 目 录

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>1 电气自动化专家乘风破浪，消费工业双栖多点发力 .....</b> | <b>1</b>  |
| 1.1 消费起家拓展工业，持续渗透高附加值领域 .....         | 1         |
| 1.2 十年营收复合增速超 25%，收入结构改善抗风险能力增强 ..... | 3         |
| 1.3 实际控制人系行业专家，技术、管理能力卓越 .....        | 4         |
| 1.4 研发费用持续高位运行，助力公司实现多样化产品布局 .....    | 4         |
| <b>2 下游应用领域广泛，成长型赛道空间广阔 .....</b>     | <b>5</b>  |
| 2.1 产业链：中游三层技术，下游万千行业 .....           | 5         |
| 2.2 工业：全球产业布局调整，中国突破核心技术具备承接优势 .....  | 5         |
| 2.3 消费：国内消费升级，驱动家电向智能化发展 .....        | 7         |
| 2.4 行业分散，定制化要求高，利于错位竞争 .....          | 7         |
| <b>3 潜力兑现再迎高速增长，懂技术会管理业绩长青 .....</b>  | <b>8</b>  |
| 3.1 步步为营，复盘麦格米特成长之路 .....             | 8         |
| 3.2 工业领域业绩贡献有望加速向上 .....              | 9         |
| 3.3 “特”懂技术的艾默生管理践行者，内生+外延助业绩长青 .....  | 11        |
| <b>4 盈利预测与估值 .....</b>                | <b>13</b> |
| 4.1 盈利预测 .....                        | 13        |
| 4.2 相对估值 .....                        | 14        |
| <b>5 风险提示 .....</b>                   | <b>15</b> |

## 图 目 录

|                                                       |    |
|-------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 麦格米特不断向其他新兴及高附加值领域拓展和渗透 .....                    | 1  |
| 图 2: 2009-2019 年公司营收复合增速超 25% .....                   | 3  |
| 图 3: 公司收入结构逐渐改善, 抗风险能力增强 .....                        | 3  |
| 图 4: 工业产品毛利率较高, 历年来基本保持在 30% 以上 .....                 | 3  |
| 图 5: 公司净利率与毛利率的变动趋势基本一致, 在 10% 左右 .....               | 3  |
| 图 6: 公司股权结构稳定, 实际控制人童永胜及妻子王萍共持股 30.67% .....          | 4  |
| 图 7: 公司研发费用率持续高位运行, 2014-2018 年均保持在 10% 以上 .....      | 4  |
| 图 8: 电气自动化下游应用领域十分广泛, 几乎涵盖现代社会的各行各业 .....             | 5  |
| 图 9: 2019 年, 我国自动化产品出口金额达 600 亿美元 .....               | 6  |
| 图 10: 我国自动化产品出口金额占我国、美国及欧盟 27 国自动化产品出口金额的比例稳步提升 ..... | 6  |
| 图 11: 预计 2024 年, 全球工业电源市场规模将达 128 亿美元 .....           | 6  |
| 图 12: 我国工控市场规模近 1800 亿, 进口替代仍在加速 .....                | 6  |
| 图 13: 预计 2024 年, 中国智能家电市场规模将突破 7000 亿元 .....          | 7  |
| 图 14: 平均而言, 我国智能马桶普及率仅 1% .....                       | 7  |
| 图 15: 麦格米特持续实现从 0 到 1 的突破, 10 年间营收规模扩大至近 10 倍 .....   | 8  |
| 图 16: 2022 年, 预计全球医疗设备电源市场规模达 12 亿美元 .....            | 10 |
| 图 17: 飞利浦医疗器械销售额全球第三 (2018 年) .....                   | 10 |
| 图 18: 全球 5G 基站将迎爆发式增长 .....                           | 10 |
| 图 19: 2019 年全球电信设备商市占率 .....                          | 10 |
| 图 20: 我国工业机器人保有量保持高速增长 .....                          | 11 |
| 图 21: 我国汽车焊装设备的市场规模在 300 亿左右 .....                    | 11 |
| 图 22: 近年来我国石油产量下降, 对采油设备提出了新要求 .....                  | 11 |
| 图 23: 公司的智能采油设备节能效果显著、采油效率高 .....                     | 11 |
| 图 24: 基于三大核心技术平台, 麦格米特成功实现下游多领域布局 .....               | 12 |
| 图 25: 麦格米特的解决方案已经覆盖各行各业多个领域, 拥有诸多增长点 .....            | 13 |

## 表 目 录

|                                                       |    |
|-------------------------------------------------------|----|
| 表 1: 公司产品主要包括智能家电电控产品、工业定制电源、工业自动化和新能源汽车及轨道交通产品 ..... | 1  |
| 表 2: 分业务收入及毛利率 .....                                  | 14 |
| 表 3: 可比公司估值 .....                                     | 14 |
| 附表: 财务预测与估值 .....                                     | 16 |

# 1 电气自动化专家乘风破浪，消费工业双栖多点发力

## 1.1 消费起家拓展工业，持续渗透高附加值领域

麦格米特提供电气自动化领域软硬件和系统解决方案，是国内知名的高科技公司。公司以电力电子及工业控制为核心技术，在 2003 年成立之初主要从事平板电视电源产品的研发和销售，至今都是显示电源领域领先供应商。并且公司提前布局，持续向其他新兴及高毛利、高附加值领域拓展和渗透，产品广泛应用于医疗、通信、智能装备制造、新能源汽车、轨道交通、变频家电、智能卫浴、智能电视等众多行业，积累了飞利浦、爱立信、西门子、沈阳机床、发那科、北汽新能源、格兰仕等标杆客户。在全球知名电源市场调查机构 MTC 公布的 2019 年度全球电源供应商 TOP15 榜单中，麦格米特获 OEM 电源全球销量第 11 名、OEM 与 Telecom 电源全球综合销量第 12 名。

图 1：麦格米特不断向其他新兴及高附加值领域拓展和渗透



数据来源：公司官网，西南证券整理

**覆盖消费、工业两大领域，四大板块。**分板块来看，公司产品主要包括智能家电电控产品、工业电源、工业自动化和新能源汽车及轨道交通产品四大类。其中，智能家电电控产品的主要细分产品包括平板电视电源、变频家电功率转换器、智能卫浴整机及部件等；工业电源主要细分产品包括医疗设备电源、通信设备电源、工业导轨电源以及大功率 LED 显示电源等；工业自动化主要细分产品包括电机驱动器及伺服、可编程逻辑控制器(PLC)、数字化焊机、工业微波设备、油服设备等；新能源汽车及轨道交通产品包括新能源汽车电力电子集成模块(PEU)、电机驱动器(MCU)、车载充电机(OBC)、DCDC 模块和充电桩模块、轨道交通空调控制器等。

表 1：公司产品主要包括智能家电电控产品、工业定制电源、工业自动化和新能源汽车及轨道交通产品

| 应用领域         | 主要细分产品 | 图例                                                                                  | 下游标杆客户    |
|--------------|--------|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 智能家电<br>电控产品 | 平板电视电源 |  | 长虹、创维、TCL |

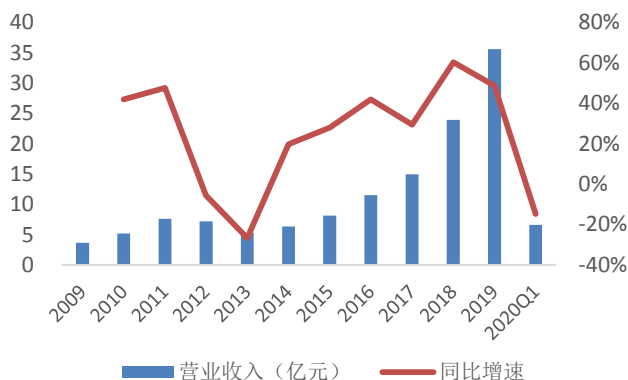
| 应用领域       | 主要细分产品        | 图例                                                                                                                                      | 下游标杆客户                                    |
|------------|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
|            | 变频家电功率转换器     |                                                        | 新科、格兰仕                                    |
|            | 智能卫浴整机及部件     |                                                       | 惠达、小米                                     |
| 工业电源       | 医疗设备电源        |                                                        | 飞利浦、Electrochem<br>Chart、Inogen、迈瑞医疗、通用汽车 |
|            | 通信设备电源        |                                                        | 诺基亚、爱立信、日海通讯<br>星网锐捷、三维通信、珠江电信            |
|            | 工业导轨电源        |                                                       | 西门子<br>魏德米勒                               |
| 工业自动化      | 电机驱动器及伺服      |                                                      | 长沙大桁（中联重科）<br>沈阳机床<br>安信（海天塑机）            |
|            | 可编程逻辑控制器（PLC） |                                                      |                                           |
|            | 数字化焊机         |                                                      | 发那科<br>优克雷(比亚迪)                           |
|            | 工业微波设备        | <br>Temper your product in minutes instead of days. | 材料、医药、食品等行业的客户                            |
|            | 油服设备          |                                                      | 大港油田、胜利油田、冀东采油厂                           |
| 新能源汽车及轨道交通 | PEU、MCU、充电桩等  |                                                     | 汇流（北汽新能源）<br>福工（亚星）                       |
|            | 轨道交通空调控制器     |                                                      | 中国中车                                      |

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

## 1.2 十年营收复合增速超 25%，收入结构改善抗风险能力增强

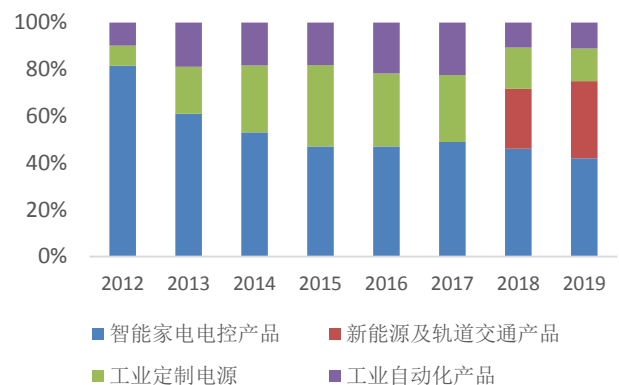
2009-2019 年，公司营收复合增速超 25%，抗风险能力强。2009 年，公司营业收入 3.65 亿元，2019 年达 35.6 亿元。随着公司不断拓展新领域，收入结构也逐渐改善。2012 年，公司 80% 以上的收入来自于智能家电电控产品，而且其中 99% 为平板电视电源；2019 年，智能家电电控产品、新能源及轨道交通产品、工业定制电源、工业自动化产品收入占比分别为 41.9%、32.9%、14.0%、11.0%（2018 年工业自动化产品收入占比明显减少是因为此前纳入该板块的新能源业务收入被划分进新能源及轨道交通板块）。2020 年一季度更体现了公司多领域平台化布局的优势，虽然新能源汽车及智能卫浴产品受疫情影响较大，但其他板块均有所增长，使公司 2020Q1 整体盈利水平基本和 2019Q1 相当。

图 2：2009-2019 年公司营收复合增速超 25%



数据来源：Wind，西南证券整理

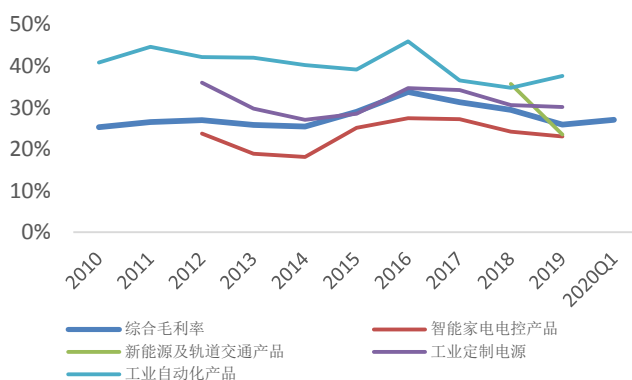
图 3：公司收入结构逐渐改善，抗风险能力增强



数据来源：Wind，西南证券整理

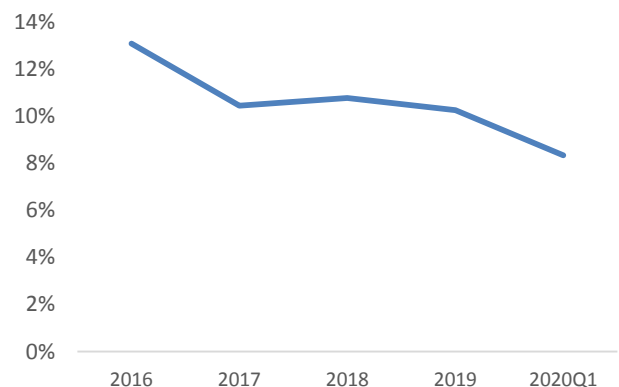
工业自动化是公司毛利率最高板块，稳定在 35% 以上毛利率。工业自动化板块是公司四个板块中毛利率最高的，工业电源次之。工业自动化产品及工业电源收入占比的提升也带动了公司综合毛利率从 2010 年的 25.3% 提升至 2016 年的 33.8%。2017-2019 年综合毛利率呈小幅下滑，主要是因为（1）低毛利的智能家电电控产品在海外市场销售增长迅猛；（2）新能源业务显著起量而该业务面临激烈竞争毛利显著下降。2020 年一季度，新能源业务受疫情负面影响较大，反而促进公司综合毛利率有小幅回升。我们认为，随着麦格米特不断渗透高附加值的工业领域，未来综合毛利率有望持续上行。

图 4：工业产品毛利率较高，历年来基本保持在 30% 以上



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司净利率与毛利率的变动趋势基本一致，在 10% 左右



数据来源：Wind，西南证券整理

### 1.3 实际控制人系行业专家，技术、管理能力卓越

实际控制人童永胜系业内资深人士，技术、管理能力卓越。公司董事长兼总经理童永胜先生，具有博士学位和博士后研究工作经历，1996-2001 年任深圳市华为电气技术有限公司副总裁，2001-2005 年任艾默生网络能源有限公司副总裁，先后从事研发、市场、管理等各方面工作，拥有二十多年电力电子行业研发和管理经验，是行业内享有广泛声誉的专家。

图 6：公司股权结构稳定，实际控制人童永胜及妻子王萍共持股 30.67%

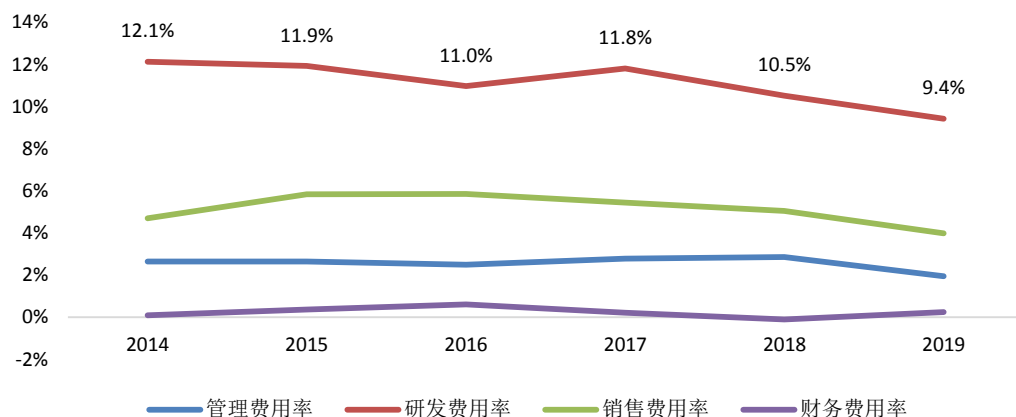


数据来源：Wind，西南证券整理

### 1.4 研发费用持续高位运行，助力公司实现多样化产品布局

研发费用率基本保持在 10% 水平，助力公司实现多样化产品布局。公司是高新技术企业，高度重视研发投入，2014-2018 年研发费用率均保持在 10% 以上，截至 2019 年 12 月 31 日，累计拥有有效使用的专利近 450 项。大规模的相关技术研发，使得公司能够进行跨领域多行业的布局，一方面能够获得不断增长的市场空间，另一方面摆脱了受制于某个单一下游领域行业景气度的影响，从而能够更加稳健、灵活、持久的发展。公司研发还驱动了产品销售，即公司依靠自身强大的研发实力，快速地响应客户需求，研发出配套的产品，以获取持续稳定的订单。

图 7：公司研发费用率持续高位运行，2014-2018 年均保持在 10% 以上



数据来源：公司招股书，公司公告，西南证券整理

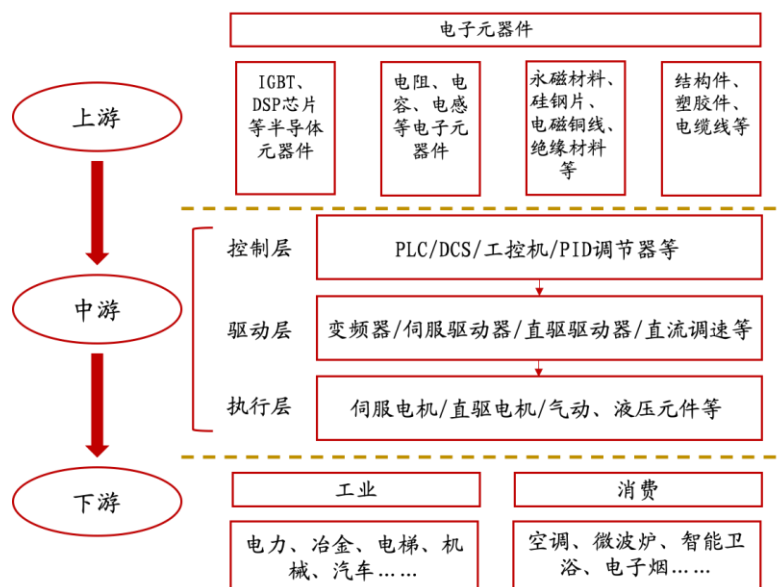
## 2 下游应用领域广泛，成长型赛道空间广阔

### 2.1 产业链：中游三层技术，下游万千行业

电气自动化中游技术分为控制层、驱动层、执行层。在电气自动化的整个产业链中，上游为原材料，主要包括 IGBT、DSP 芯片、电阻、电容等元器件。电力电子和相关控制技术位于整个产业链的中游，分为控制层、驱动层和执行层。控制层实现对任务的分析、处理和分配，如 PLC、DCS 等；驱动层对来自控制层的任务指令进行解码，变成能被电机、气动元件等识别的信号，如变频器和伺服驱动器等；执行层则根据驱动层的信号，执行相应的任务，包括电机、气动元件等。

下游应用领域十分广泛，几乎涵盖现代社会各行各业。各个领域的电气设备均离不开电力电子和相关控制技术的配套和支持，这一独特属性决定了中游企业具有广阔的应用空间和巨大的市场增长潜力。其下游行业可以分为工业及消费两大类，涵盖消费电子、智能家电、医疗设备、信息技术、纺织、印刷包装、机床、自动化控制、太阳能发电、风力发电、轨道交通、新能源汽车等各个领域，几乎涵盖了现代社会的各行各业。掌握中游各层技术的企业，拥有较为完备的技术体系，能够为客户量身定制成套电气自动化解决方案，满足下游细分行业独特的技术要求，实现多领域协同发展。

图 8：电气自动化下游应用领域十分广泛，几乎涵盖现代社会的各行各业



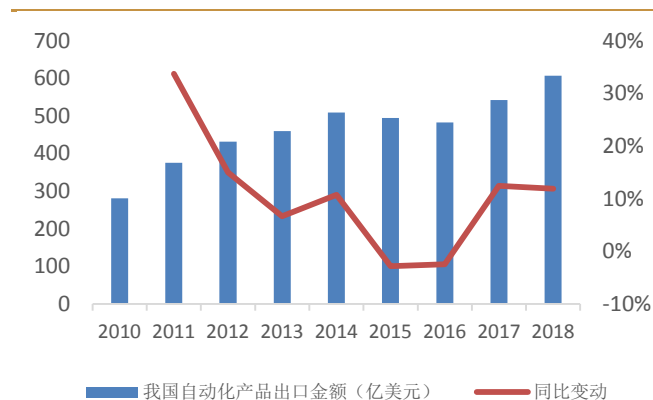
数据来源：公开资料，西南证券整理

### 2.2 工业：全球产业布局调整，中国突破核心技术具备承接优势

全球电气自动化产业布局调整，中国大陆已形成较为成熟的供应链和技术研发平台。电气自动化发端于欧美发达国家，率先培育出了通用电气、西门子、艾默生等一批国际一流的电气公司。但发达地区人力成本持续提升，对相关制造基地的维系和进一步发展形成了巨大制约。而以中国大陆为首的新兴市场已经形成了较为成熟的供应链、技术研发平台

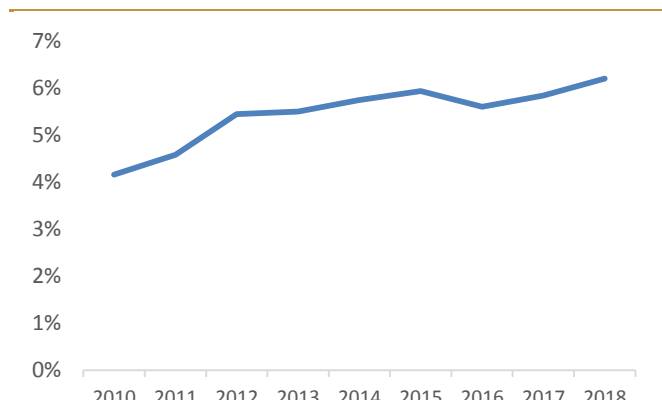
和产品品种体系，并且市场反应灵敏、人力成本较低，产生了很多在全球市场有竞争力的公司，具备承接产业转移的条件和优势。

图 9：2019 年，我国自动化产品出口金额达 600 亿美元



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 10：我国自动化产品出口金额占我国、美国及欧盟 27 国自动化产品出口金额的比例稳步提升

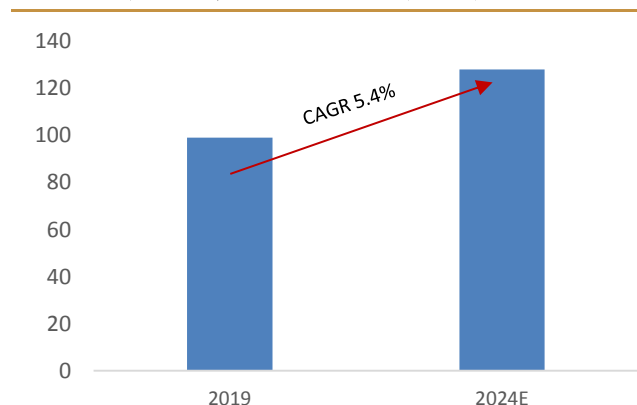


数据来源: Wind, 西南证券整理

**生产工艺及技术水平差距缩小，工业电源产业链正逐步向中国转移。**由于工业设备具有工况高、作业环境恶劣且存在较大差异的特点，对主要部件工业电源的生产和设计要求较高。工业设备厂商的普遍做法是将电源的设计和生 产外包，由专业的电源供应商供应。近年来，国内电源企业的生产工艺及技术水平与国际先进水平差距逐步缩小，全球的电源行业正逐步向中国台湾和大陆转移，国内技术水平较高的电源企业开始拓展海外市场，并凭借价格优势与国外厂商展开竞争。Markets and Markets 发布报告称，到 2024 年，全球工业电源市场规模预计将从 2019 年的 99 亿美元的价值增长到 128 亿美元，CAGR 为 5.4%，增长归因于美国、中国和印度等国家对工业电源的高需求。

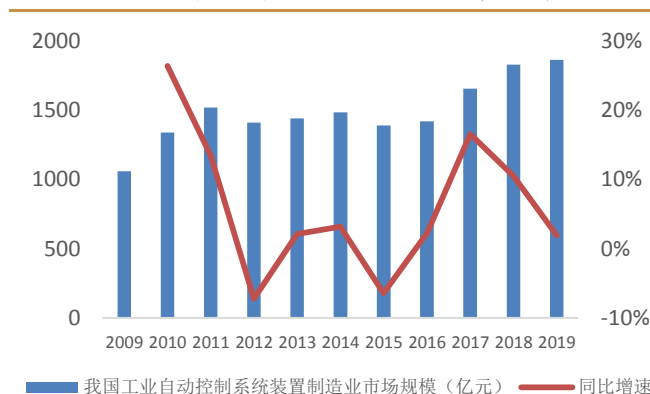
**我国工控市场规模近 1800 亿，进口替代进程仍在加速。**根据赛迪顾问统计和预测，2018 年中国工业控制市场规模达到 1797 亿元，同比增长 8.5%，预计 2021 年达 2600 亿元，复合增速 13.1%。我国工控市场一直由外资主导，占国内市场份额 60%以上；但近年来，国内工控厂商的研发能力和综合实力不断增强，获得了进口替代方面的很多机会，内资品牌的市场份额从 2009 年的 25%提升至 2018 年的 36%，替代进程仍在加速。

图 11：预计 2024 年，全球工业电源市场规模将达 128 亿美元



数据来源: Markets and Markets, 西南证券整理

图 12：我国工控市场规模近 1800 亿，进口替代仍在加速



数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

## 2.3 消费：国内消费升级，驱动家电向智能化发展

消费升级是家电等产品向智能化发展的引擎。中国是全球家电的制造中心，各类家电产品经过多年普及之后，伴随居民收入水平的不断提高，对品质生活的不断追求，消费者的消费体验要求已经逐渐从单纯的功能性需求向便利性、舒适性和节能环保需求转变，从而使家电产品向智能化、高端化方向升级。智能家电电控产品融合了功率变换、逻辑控制以及变频控制技术，是家用电器实现智能化的核心部件。

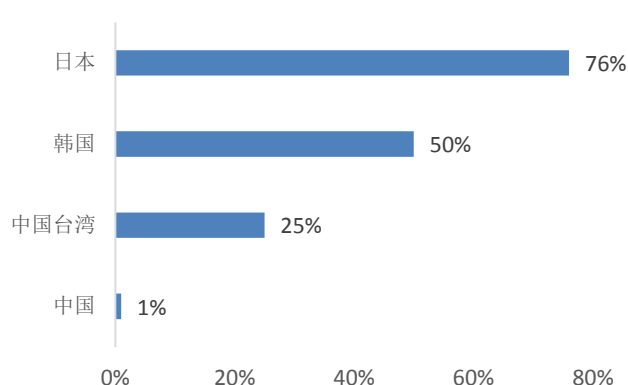
预计 2024 年我国智能家电市场规模将突破 7000 亿元。据前瞻产业研究院统计，2018 年我国智能家电市场零售额达到 3492 亿元，市场规模非常庞大，随着政府引导、技术成熟、互联网和物联网的快速发展，以及各层次品牌的高度参与，智能化将成为家电产品的主要形态，预计到 2024 年，中国智能家电市场规模将突破 7000 亿元，复合增速 12%。

图 13：预计 2024 年，中国智能家电市场规模将突破 7000 亿元



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 14：平均而言，我国智能马桶普及率仅 1%



数据来源：《2016 年中国智能坐便器行业发展报告》，西南证券整理

以智能马桶为例，根据中国家用电器协会《2018-2019 年智能坐便器行业发展情况》统计，2018 年中国智能坐便器销售额 88.9 亿元，销量 463 万台；2019 年上半年销售额 44.7 亿元，销量 234 万台，预计 2019 年全年销量将不超过 460 万台，基本与 2018 年持平。如果行业能够成功开拓存量市场，2020-2022 年智能坐便器的市场规模将有望超过 1000 万台，内销额接近 200 亿元。根据国家计生委发布的《中国家庭发展报告 2014》，我国家庭数量已达到 4.3 亿户，按未来 10% 的普及率计算，市场规模可达 4300 万台，均价按 1500 元计，产值达 645 亿元。

## 2.4 行业分散，定制化要求高，利于错位竞争

国内工业领域的客户对定制化产品的诉求高，利于实现错位竞争。下游细分行业个性化特征显著，外资品牌在技术上占优，但其研发机构多设在海外难以快速响应国内客户的个性化需求，这给国内公司提供了错位竞争的好机会。行业内具备较大规模的企业往往布局多个细分领域，各有所长。麦格米特亦采取跨领域的经营模式，在打通控制层、驱动层、执行层的技术后不断开拓下游应用，使得公司能够获得不断增长的市场空间，同时摆脱了受制于某个单一下游领域行业景气度的影响，从而能够更加稳健、灵活、持久的发展。

## 3 潜力兑现再迎高速增长，懂技术会管理业绩长青

### 3.1 步步为营，复盘麦格米特成长之路

每一个电力电子产品和领域的发展，都需要持续数年艰苦的研发和市场拓展，公司今天的发展取决于多年前的布局 and 持续的高强度投入。复盘公司业务拓展的路径，有助于我们理解公司未来的成长模式。公司聚焦电力电子及相关控制核心技术，不断向与之相关的交叉领域和新兴领域延伸，从最初的电视电源领域，逐步拓宽到消费类电源控制器、工业类电源、工控产品、消费类终端和工业设备等领域，产生了越来越多的协同效应。

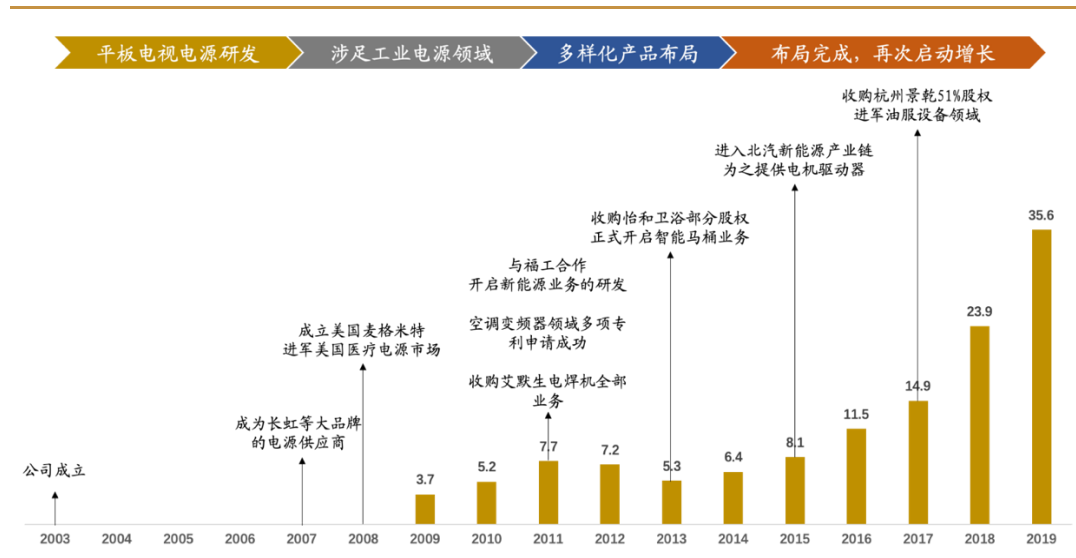
#### ▼ 2007 年之前：家电起家，进军一线

公司实际控制人童永胜博士，2005 年从艾默生离职入主麦格米特，彼时工业自动化领域已有汇川技术和英威腾等国内公司占据先机，故他选择从家电领域白手起家。当时恰逢液晶平板电视大规模替代传统电视机，三星、飞利浦等国外厂商技术领先带动了市场的“超薄”之战，麦格米特在电视电源方面进行了系列研发，一开始囿于公司名气不足只能给二三线品牌供货。2007 年，国内的长虹、TCL 等大品牌无法在短期内攻克电源一关将电视做薄，故接受了麦格米特的产品。2006 年 TCL 的获奖作品 L42H61 厚度为 11.6 厘米，2007 年，TCL 便推出了 7.2 厘米的超薄电视。

#### ▼ 2007-2011 年：提前储备，进军工业

平板电视电源业务高速发展，但是家电换新具有周期性，而且家电行业充分竞争后盈利水平将明显下滑，公司提前开辟了新的业务增长点。2008 年，麦格米特在美国成立分公司，凭借价格优势与主要竞争对手 XP Power 争夺美国医疗设备电源市场，还相继研发了通信电源和工业导轨电源。受人工成本增加的影响，国外电力电子行业知名大公司开始更多的采用外购、ODM 的方式与国内优秀企业合作，公司成功打入了 Philips Home Healthcare、Electrochem Solutions、Inogen、德国魏德米勒等国际知名设备厂商的产业链，已经稳定供货多年。

图 15：麦格米特持续实现从 0 到 1 的突破，10 年间营收规模扩大至近 10 倍



数据来源：公司招股书，公司公告，西南证券整理

除工业电源外，麦格米特还保持了在家电领域的拓展，尤其是在空调变频器、微波炉变频器的研发上，技术成熟时间不晚于行业龙头美的，并获取了新科、格兰仕等大客户的青睐。

### ▼ 2011-2014 年：向平台化转型

在此期间，公司不断构建核心技术平台，并通过技术交叉应用，推出了智能卫浴控制器、电机驱动器、PLC 和数字化焊机等产品。2013 年，公司收购了怡和卫浴部分股权，与怡和卫浴一起攻克了智能马桶的技术难关、销售难关、管理难关。技术方面，公司研发的加热器解决了水温不稳定和产生水垢的行业难题，分配阀线性出水解决了漏水的行业难题。销售方面，麦格米特借助自身的渠道优势，将怡和卫浴的智能马桶销往美国，并借助自身的品牌优势让怡和卫浴摆脱了只做贴牌产品的困境。管理方面，怡和卫浴的生产线实现了全自动化，提高生产效率的同时避免了因人工操作失误所带来的品质问题。2014 年怡和卫浴营业收入 3360.3 万元，净利率 0.5%，在麦格米特入股后，2018 年怡和卫浴净利率达到 20.1%，2015-2019 年麦格米特智能马桶共实现销售收入 12.41 亿元。

### ▼ 2014 年至今：平台优势体现，增长动力不断

公司凭借与福工合作时积累的新能源汽车电驱技术，于 2015 年正式与北汽新能源签约，为之提供汽车驱动器，2016、2018 年，北汽新能源销量火爆，公司新能源业务规模也急剧扩大。2019 年，公司新能源及轨道交通板块收入已超 10 亿元。2017 年，麦格米特进军油服设备领域，研发的智能采油设备节电率高于 50%，解决了行业内能耗巨高不下的痛点。

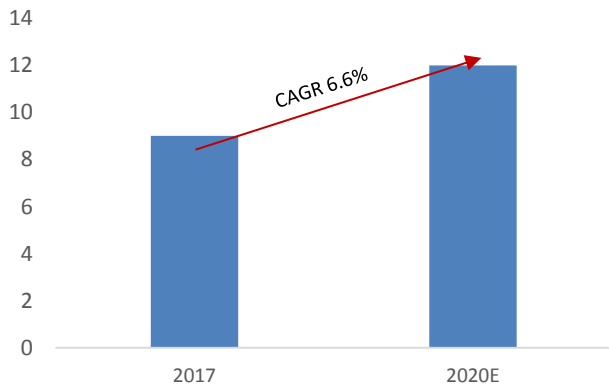
## 3.2 工业领域业绩贡献有望加速向上

工业领域多点开花，公司业绩弹性释放。在工业领域，公司的医疗设备电源连续多年供货飞利浦，2020 年新增迈瑞、通用汽车等知名企业；通信电源方面，2019 年突破了思科、瞻博网络等国际龙头，与爱立信、诺基亚在 5G 上的合作项目逐步进入订单交付阶段；智能采油设备在大港及胜利油田运行良好，已经突破年度盈亏平衡和现金流平衡的关键节点；数字化焊机销售取得大幅增长。公司多年积累的工业领域业绩贡献有望加速向上。

### ▼ 医疗设备电源

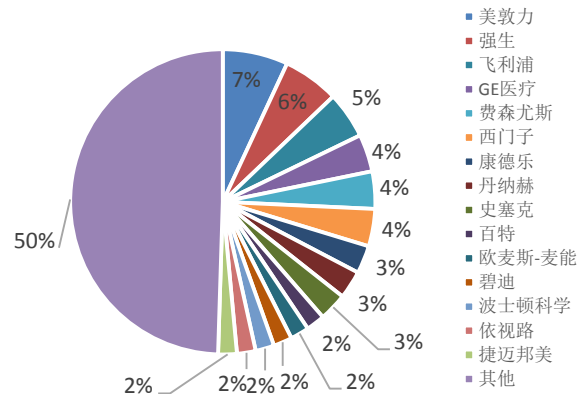
标杆客户打造好口碑，市场成长公司先起航。公司的医疗设备电源用于重症救护呼吸机、制氧机、B 超机等专用医疗设备，主要面向欧美销售，已经成功打入飞利浦的供应链形成了稳定供货。国内的医疗器械公司体量较小，处于快速成长阶段，麦格米特凭借先发优势，截至今年 4 月，已为迈瑞医疗供货五千多套。长期来看，各国很可能在疫情后加大对医疗设备投资力度，市场长期向好，公司有望率先受益。据 Markets and Markets 统计及预测，目前全球医疗设备电源市场规模约 9 亿美元，到 2022 年有望达到 12 亿美元，对应 CAGR 为 6.6%。

图 16: 2022 年, 预计全球医疗设备电源市场规模达 12 亿美元



数据来源: Markets and Markets, 西南证券整理

图 17: 飞利浦医疗器械销售额全球第三 (2018 年)

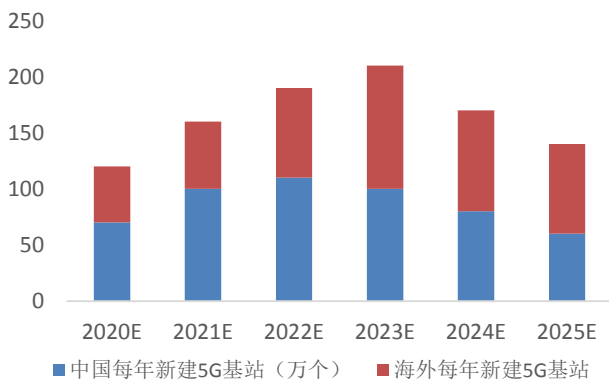


数据来源: Markets and Markets, 西南证券整理

### ▼ 通信电源

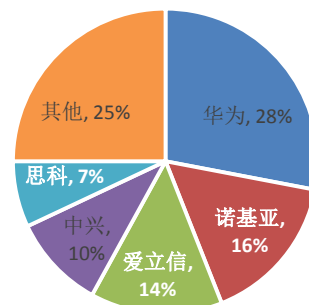
**绑定龙头, 备战 5G。**2019 年后半年, 公司在 5G 电源方面的产品研发项目逐步推向市场, 与市占率分列全球二、三名的**诺基亚、爱立信**的相关合作已经进入订单交付阶段, 新突破了思科(Cisco)、瞻博网络(Juniper)等国际龙头客户, 还设立了瑞典研发中心, 能够快速响应国外设备商的需求, 综合竞争实力不断提高。随着全球 5G 时代的来临, 应用于 5G 相关基站和数据设备的电源需求也将稳步增长。根据 2020 年 4 月 23 日工业和信息化部信息通信发展司发布会, 截至 2020 年 3 月底, 我国已建成 5G 基站 19.8 万个, 工信部将继续加快推进 5G 网络建设, 预计今年全年新建 50 万个 5G 基站。

图 18: 全球 5G 基站将迎爆发式增长



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

图 19: 2019 年全球电信设备商市占率



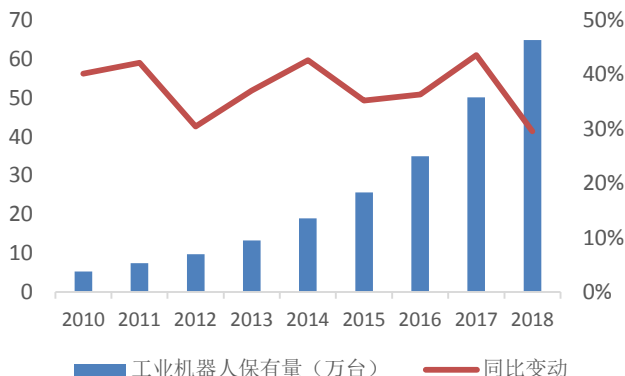
数据来源: Dell'Oro Group, 西南证券整理

### ▼ 数字化焊机

**数字化焊机是高端焊接市场不可或缺的一环。**公司的数字化焊机广泛应用于机器人、专机焊接, 进入了**发那科、比亚迪**等知名企业的产业链。由于焊接效果对焊接工艺的敏感度很高, 受焊接时间、焊接头角度、压力等多种因素的影响, 可谓差之毫厘失之千里, 焊接实现自动化势在必行。数字化焊机是机器人焊接系统的重要组成部分, 利用其较强的数字通信能力, 能够满足用户对优质、高效自动化焊接技术的需求。尤其是随着我国汽车行业自动化焊接的渗透率不断提高, 数字化焊机将成为高端焊接市场的主流产品。我国汽车整车制造固定资产投资中一般有 50%以上用于购买制造设备, 而焊装设备在所有设备投入

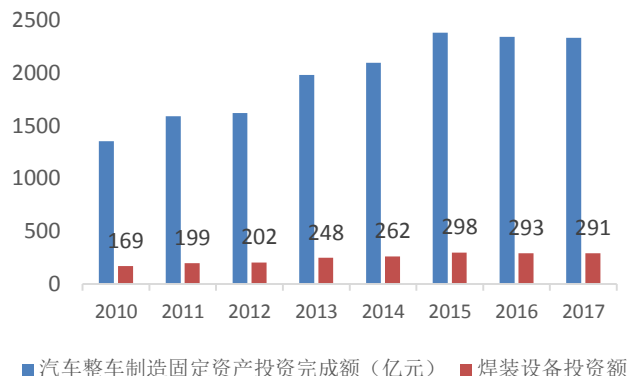
中的占比在 25%左右, 据此推测我国汽车焊装设备的市场规模在 300 亿左右, 未来有望进一步扩大。

图 20: 我国工业机器人保有量保持高速增长



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 21: 我国汽车焊装设备的市场规模在 300 亿左右

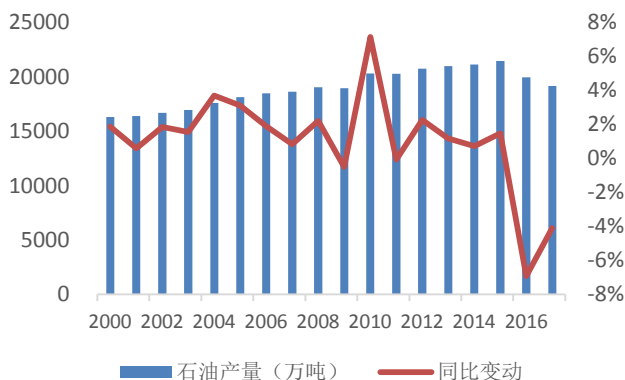


数据来源: Wind, 西南证券整理

### ▼智能采油设备

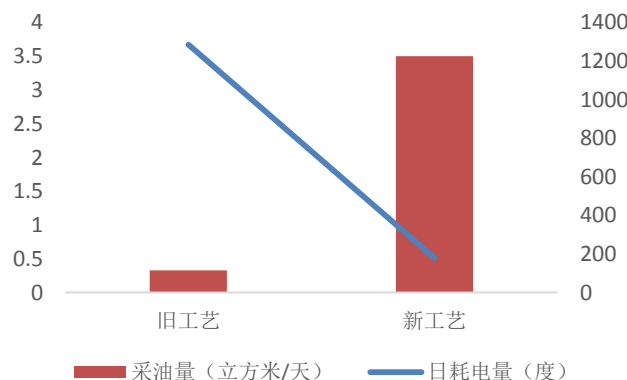
**能源安全战略驱动油公司使用更加高效的采油设备。**公司研发的潜油螺杆泵智能采油系统, 具有占地面积小、节能效果显著、采油效率高、可实现远程智能控制等优势。近年来, 埋藏浅、开采容易的油气资源开采程度不断加深, 采油难度日渐加大, 我国石油产量有所下滑。在“能源安全”战略下, 油公司将逐渐转移至开采难度更大的地区, 对钻采设备的要求也将不断提高, 并加大相关投资力度。目前, 公司的采油设备已经成功应用于大港油田、胜利油田等国家重点产区, 运行情况良好, 最长运转时间超过 800 天。

图 22: 近年来我国石油产量下降, 对采油设备提出了新要求



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 23: 公司的智能采油设备节能效果显著、采油效率高



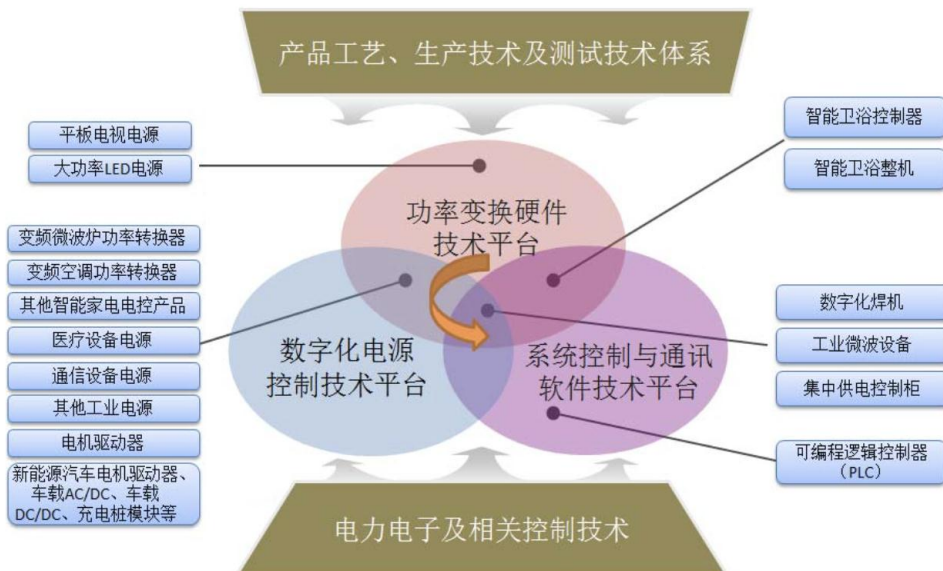
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

## 3.3 “特”懂技术的艾默生管理践行者, 内生+外延助业绩长青

麦格米特掌握了较为完备的技术体系, 有力支撑公司实现业务的全面发展。公司经过近二十年的技术积累, 在电力电子及相关控制技术领域建立了以“功率变换硬件技术平台”、“数字化电源控制技术平台”和“系统控制与通讯软件技术平台”三大平台为架构的核心技术平台, 在此基础上进行新产品的研发。其中部分产品由单一技术平台支撑研制,

部分产品由两个或三个技术平台交叉支撑研制。各平台的技术存在较大差异，但又统一于具体的产品，是公司不断拓展新领域的核心竞争力所在。

图 24：基于三大核心技术平台，麦格米特成功实现下游多领域布局



数据来源：公司招股书，西南证券整理

**高管多有艾默生的工作经验，公司具备高效管理基因。**公司实际控制人童永胜曾任艾默生网络能源公司任副总裁，公司其他高管也多具备艾默生背景。艾默生在全球拥有 60 多家子公司，每股收益曾经取得长达 43 年的持续性增长，领导人查尔斯·奈特认为，这是其按照严格制度实施动态管理过程的结果。这种优质的管理基因也传给了麦格米特。公司每个月会跟踪各事业部的经营指标并进行季度回顾，从经营计划、研发计划、产品战略、生产供应链、品质、库存和现金流各方面等方面进行梳理，在定期回顾中不断调整方向和协调资源，把握各事业部的发展节奏。通过对比可以发现，麦格米特的管理费用率不到 3%，是业内的最低水平，而人均创收连年攀升，2019 年已经达到 115.7 万元。参考 2019 年艾默生人均创收 20.9 万美元（约 146 万人民币），我们认为，随着新产品起量，规模效应凸显，公司人均创收依然具备上行空间。

**技术平台叠加管理优势，护航公司业绩长青。**除了内生的技术和产品发展之外，公司通过陆续控股或参股一些拥有核心技术的上下游产品团队，嫁接麦格米特的资源平台，共享同一套开发管理体系，规范立项、开发、测试、保密等多个环节，提高了资产利用效率、有效降低采购及生产成本，展现了极强的协同效应。上市之初，麦格米特共有 13 家参控股子公司，截至 2019 年年报这一数字已经增长至 33 家。目前，公司在医疗设备电源、通信电源、油服设备、数字化焊机等领域的广泛布局已逐渐进入业绩兑现期；未来，内生外延协同增长的能力是公司业绩长青的坚实基础。

图 25: 麦格米特的解决方案已经覆盖各行各业多个领域, 拥有诸多增长点



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 根据中国家用电器协会《2018~2019 年智能坐便器行业发展情况》统计和预测, 2020-2022 年智能坐便器的市场规模将有望超过 1000 万台, 内销额接近 200 亿元。公司的智能马桶供货惠达、小米等知名品牌, 自有品牌怡和卫浴也逐渐为市场所熟知, 我们假设 2020-2022 年, 公司智能马桶的市占率分别为 3%/4%/5%, 还将稳步提升。其他产品, 如空调变频器是印度本土知名品牌 VIDEOCON、Godrej 的稳定供货商, 微波炉变频器是格兰仕的稳定供货商。由此, 我们预计 2020-2022 年公司智能家电电控产品收入分别为 16.5/19.35/21.7 亿元, 毛利率受益规模效应稳步提升。

假设 2: 截至今年 6 月, 公司新能源业务主要客户北汽新能源销量下滑幅度较大, 将对公司该板块收入产生一定影响, 但考虑长期新能源汽车行业发展向好, 加上公司已与东风、吉利等达成初步合作, 我们假设 2020-2022 年北汽新能源销量同比变化-40%/20%/20%, 由此我们预测公司新能源及轨道交通收入分别为 8.4/12.4/16.0 亿元。

假设 3: 医疗电源方面, 今年下游客户的需求受疫情影响急剧增加, 且医疗行业长期向好, 公司拥有飞利浦等国际标杆客户, 有望率先受益; 同时, 受益于 5G 的推进, 公司与爱立信、诺基亚的合作已逐渐进入订单交付阶段, 将带动该板块实现高速增长。我们假设 2020-2022 年公司工业定制电源订单可达 12/10/8 亿元, 由此我们预测公司工业定制电源收入分别为 7.1/8.3/9.6 亿元。

假设 4: 我国制造业正持续向自动化、智能化转型, 工业机器人保有量增速保持在 30% 水平。今年, 公司的工业自动化产品在注塑行业的需求激增, 工业微波设备、数字化焊机等设备的订单均取得了较好的增长, 同时, 智能采油设备 2019 年已突破年度盈亏平衡和现金流平衡的关键节点, 2020 年订单大幅增加。我们假设 2020-2022 该板块订单保持

60%/50%/30%的高速增长，由此我们预测公司工业自动化产品收入分别为 5.5/7.8/10.0 亿元。

假设 5：公司其他业务收入占比极小，我们假设 2020-2022 年公司其他业务收入及毛利率均与 2019 年相同。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

**表 2：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元     |     | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 智能家电电控产品   | 收入  | 1,488 | 1,650 | 1,935 | 2,169 |
|            | 增速  | 36%   | 11%   | 17%   | 12%   |
|            | 毛利率 | 23%   | 23%   | 24%   | 25%   |
| 新能源及轨道交通产品 | 收入  | 1,169 | 842   | 1,237 | 1,601 |
|            | 增速  | 92%   | -28%  | 47%   | 29%   |
|            | 毛利率 | 24%   | 25%   | 27%   | 28%   |
| 工业定制电源     | 收入  | 498   | 706   | 832   | 956   |
|            | 增速  | 18%   | 42%   | 18%   | 15%   |
|            | 毛利率 | 30%   | 34%   | 35%   | 35%   |
| 工业自动化产品    | 收入  | 393   | 553   | 778   | 998   |
|            | 增速  | 54%   | 41%   | 41%   | 28%   |
|            | 毛利率 | 38%   | 39%   | 40%   | 40%   |
| 其他业务       | 收入  | 11    | 11    | 11    | 11    |
|            | 增速  | -5%   | 0%    | 0%    | 0%    |
|            | 毛利率 | 35%   | 35%   | 35%   | 35%   |
| 合计         | 收入  | 3,560 | 3,762 | 4,794 | 5,735 |
|            | 增速  | 49%   | 6%    | 27%   | 20%   |
|            | 毛利率 | 26%   | 28%   | 29%   | 30%   |

数据来源：Wind，西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取了电气自动化行业中与公司业务存在交叉的四家公司，2019 年四家公司平均 PE 为 99 倍，2020 年平均 PE 为 43 倍。麦格米特是知名的电气控制与节能领域的方案提供者，拥有技术、管理等核心竞争力，产品广泛用于医疗、通信、智能装备制造等众多行业。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 4.24、5.93、8.02 亿元，对应 PE 36、26、19 倍，首次覆盖给予“持有”评级。

**表 3：可比公司估值**

| 证券代码      | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） |      |      |      | PE（倍） |     |     |     |
|-----------|------|-------|--------|------|------|------|-------|-----|-----|-----|
|           |      |       | 19A    | 20E  | 21E  | 22E  | 19A   | 20E | 21E | 22E |
| 002364.SZ | 中恒电气 | 15.03 | 0.14   | 0.30 | 0.41 | 0.63 | 85    | 50  | 36  | 24  |
| 002139.SZ | 拓邦股份 | 6.11  | 0.33   | 0.31 | 0.30 | 0.50 | 17    | 20  | 15  | 12  |
| 300124.SZ | 汇川技术 | 52.12 | 0.58   | 0.84 | 1.05 | 1.29 | 56    | 62  | 50  | 40  |

| 证券代码      | 可比公司 | 股价 (元) | EPS (元) |      |      |      | PE (倍) |     |     |     |
|-----------|------|--------|---------|------|------|------|--------|-----|-----|-----|
|           |      |        | 19A     | 20E  | 21E  | 22E  | 19A    | 20E | 21E | 22E |
| 600405.SH | 动力源  | 5.00   | 0.02    | 0.13 | 0.20 | 0.28 | 239    | 40  | 25  | 18  |
| 平均值       |      |        |         |      |      |      | 99     | 43  | 32  | 24  |

数据来源: Wind 一致预期, 西南证券整理

## 5 风险提示

**宏观经济形势波动:** 公司所处的消费领域和工业领域与宏观经济形势息息相关。目前国内外疫情依然在不断发展, 国际、国内宏观经济形势尚存在不确定性。宏观经济如发生不利变化或调整, 将可能对公司生产经营环境产生不利影响, 进而影响公司的业绩表现。

**新产品拓展不及预期:** 公司进行了跨领域的广泛布局, 拥有诸多有潜力的产品和业务, 是公司未来发展的重要支撑。若新产品拓展不及预期, 将对公司的业绩表现产生影响。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元)     | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E          | 现金流量表 (百万元)       | 2019A          | 2020E         | 2021E          | 2022E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 3559.59        | 3761.58        | 4793.61        | 5735.16        | 净利润               | 364.84         | 423.81        | 592.78         | 801.72         |
| 营业成本          | 2638.42        | 2703.42        | 3382.99        | 4008.36        | 折旧与摊销             | 56.40          | 50.19         | 53.26          | 55.74          |
| 营业税金及附加       | 22.77          | 23.70          | 28.76          | 35.56          | 财务费用              | 8.87           | 2.88          | 2.03           | 0.19           |
| 销售费用          | 141.86         | 181.68         | 239.68         | 286.76         | 资产减值损失            | -25.28         | 0.00          | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 405.07         | 428.07         | 545.51         | 593.02         | 经营营运资本变动          | 559.47         | -100.57       | -49.20         | -114.85        |
| 财务费用          | 8.87           | 2.88           | 2.03           | 0.19           | 其他                | -348.12        | -25.97        | -6.65          | -6.97          |
| 资产减值损失        | -25.28         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>616.17</b>  | <b>350.34</b> | <b>592.21</b>  | <b>735.83</b>  |
| 投资收益          | 4.29           | 13.00          | 8.00           | 8.00           | 资本支出              | -77.06         | -20.00        | -20.00         | -20.00         |
| 公允价值变动损益      | 12.07          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | -322.93        | 44.42         | 8.00           | 8.00           |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-399.99</b> | <b>24.42</b>  | <b>-12.00</b>  | <b>-12.00</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>386.52</b>  | <b>434.83</b>  | <b>602.64</b>  | <b>819.27</b>  | 短期借款              | 72.13          | 19.89         | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | 0.02           | 17.00          | 22.00          | 30.00          | 长期借款              | -20.00         | 0.00          | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>386.54</b>  | <b>451.83</b>  | <b>624.64</b>  | <b>849.27</b>  | 股权融资              | -63.51         | 0.00          | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 21.71          | 28.01          | 31.86          | 47.56          | 支付股利              | 0.00           | -90.27        | -105.95        | -148.20        |
| 净利润           | 364.84         | 423.81         | 592.78         | 801.72         | 其他                | -86.58         | -3.93         | -2.03          | -0.19          |
| 少数股东损益        | 3.75           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-97.96</b>  | <b>-74.31</b> | <b>-107.98</b> | <b>-148.39</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 361.09         | 423.81         | 592.78         | 801.72         | <b>现金流量净额</b>     | <b>123.19</b>  | <b>300.46</b> | <b>472.24</b>  | <b>575.44</b>  |
|               |                |                |                |                |                   |                |               |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E          | 财务分析指标            | 2019A          | 2020E         | 2021E          | 2022E          |
| 货币资金          | 313.41         | 613.87         | 1086.10        | 1661.54        | <b>成长能力</b>       |                |               |                |                |
| 应收和预付款项       | 790.12         | 1327.14        | 1559.78        | 1886.98        | 销售收入增长率           | 48.71%         | 5.67%         | 27.44%         | 19.64%         |
| 存货            | 833.60         | 1218.78        | 1481.95        | 1744.70        | 营业利润增长率           | 45.06%         | 12.50%        | 38.59%         | 35.95%         |
| 其他流动资产        | 1151.46        | 539.78         | 556.00         | 570.79         | 净利润增长率            | 41.64%         | 16.16%        | 39.87%         | 35.25%         |
| 长期股权投资        | 50.69          | 50.69          | 50.69          | 50.69          | EBITDA 增长率        | 46.58%         | 7.99%         | 34.85%         | 33.03%         |
| 投资性房地产        | 31.42          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |               |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 390.70         | 376.88         | 359.98         | 340.60         | 毛利率               | 25.88%         | 28.13%        | 29.43%         | 30.11%         |
| 无形资产和开发支出     | 178.74         | 164.33         | 149.93         | 135.52         | 三费率               | 15.61%         | 16.29%        | 16.42%         | 15.34%         |
| 其他非流动资产       | 206.15         | 204.19         | 202.23         | 200.27         | 净利率               | 10.25%         | 11.27%        | 12.37%         | 13.98%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>3946.30</b> | <b>4495.66</b> | <b>5446.66</b> | <b>6591.09</b> | ROE               | 18.72%         | 18.58%        | 21.41%         | 23.43%         |
| 短期借款          | 80.11          | 100.00         | 100.00         | 100.00         | ROA               | 9.25%          | 9.43%         | 10.88%         | 12.16%         |
| 应付和预收款项       | 1840.29        | 1997.35        | 2453.41        | 2927.27        | ROIC              | 25.32%         | 29.86%        | 38.58%         | 47.33%         |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 12.69%         | 12.97%        | 13.73%         | 15.26%         |
| 其他负债          | 77.09          | 116.99         | 125.11         | 142.17         | <b>营运能力</b>       |                |               |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>1997.49</b> | <b>2214.35</b> | <b>2678.52</b> | <b>3169.43</b> | 总资产周转率            | 1.00           | 0.89          | 0.96           | 0.95           |
| 股本            | 469.46         | 469.46         | 469.46         | 469.46         | 固定资产周转率           | 11.25          | 11.09         | 14.26          | 17.69          |
| 资本公积          | 453.44         | 453.44         | 453.44         | 453.44         | 应收账款周转率           | 5.20           | 4.57          | 4.41           | 4.37           |
| 留存收益          | 1025.71        | 1359.25        | 1846.08        | 2499.60        | 存货周转率             | 3.10           | 2.58          | 2.48           | 2.46           |
| 归属母公司股东权益     | 1925.22        | 2257.71        | 2744.54        | 3398.06        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 77.30%         | —             | —              | —              |
| 少数股东权益        | 23.60          | 23.60          | 23.60          | 23.60          | <b>资本结构</b>       |                |               |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>1948.82</b> | <b>2281.31</b> | <b>2768.14</b> | <b>3421.66</b> | 资产负债率             | 50.62%         | 49.26%        | 49.18%         | 48.09%         |
| 负债和股东权益合计     | 3946.30        | 4495.66        | 5446.66        | 6591.09        | 带息债务/总负债          | 4.01%          | 4.52%         | 3.73%          | 3.16%          |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 1.57           | 1.69          | 1.77           | 1.87           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.14           | 1.13          | 1.21           | 1.31           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 0.00%          | 21.30%        | 17.87%         | 18.48%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |               |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.77           | 0.90          | 1.26           | 1.71           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 4.15           | 4.81          | 5.85           | 7.24           |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 1.31           | 0.75          | 1.26           | 1.57           |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.00           | 0.19          | 0.23           | 0.32           |
|               |                |                |                |                |                   |                |               |                |                |
| 业绩和估值指标       | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E          |                   |                |               |                |                |
| EBITDA        | 451.79         | 487.89         | 657.92         | 875.21         |                   |                |               |                |                |
| PE            | 41.93          | 35.72          | 25.54          | 18.88          |                   |                |               |                |                |
| PB            | 7.77           | 6.71           | 5.52           | 4.46           |                   |                |               |                |                |
| PS            | 4.25           | 4.02           | 3.16           | 2.64           |                   |                |               |                |                |
| EV/EBITDA     | 31.31          | 28.61          | 20.50          | 14.75          |                   |                |               |                |                |
| 股息率           | 0.00%          | 0.60%          | 0.70%          | 0.98%          |                   |                |               |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名     | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                   |
|----|--------|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽    | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅    | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 杨博睿    | 销售经理    | 021-68415861  | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn      |
|    | 吴菲阳    | 销售经理    | 021-68415020  | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn      |
|    | 付禹     | 销售经理    | 021-68415523  | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn     |
| 北京 | 张岚     | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 高妍琳    | 销售经理    | 15810809511   | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn      |
| 广深 | 王湘杰    | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 林芷璇    | 高级销售经理  | 15012585122   | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn    |
|    | 陈慧玲    | 高级销售经理  | 18500709330   | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 谭凌岚    | 销售经理    | 13642362601   | 13642362601 | tll@swsc.com.cn      |
|    | 陈霄（广州） | 销售经理    | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |