

公司研究/更新报告

2021年01月10日

机械设备/专用设备

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 591.50  
目标价格(元): 629.25

**肖群稀** SAC No. S0570512070051  
研究员 0755-82492802  
xiaoqunxi@htsc.com

**李倩倩** SAC No. S0570518090002  
研究员 liqianqian013682@htsc.com

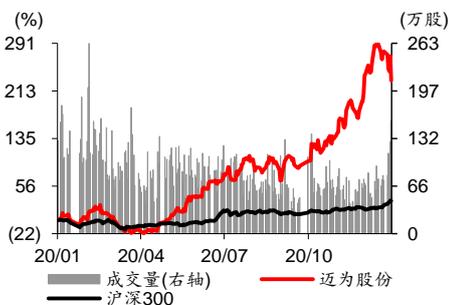
**关东奇来** SAC No. S0570519040003  
研究员 SFC No. BQI170  
021-28972081  
guandongqilai@htsc.com

**时威** SAC No. S0570520080005  
研究员 021-28972071  
shiyu013577@htsc.com

相关研究

- 1 《迈为股份(300751 SZ,增持): 19 年业绩增长 45%,疫情或影响交付》2020.03
- 2 《迈为股份(300751 SZ,增持): 盈利能力触底,关注技术迭代》2019.11
- 3 《迈为股份(300751 SZ,增持): 业绩符合预期,毛利率或探底回升》2019.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 光伏设备龙头迈向长期发展 迈为股份(300751)

## 新技术布局逐见成长,核心竞争力获得长期支持

HJT 路线有望成为下一代光伏电池主力之一,我们认为,依靠在相关项目上的持续研发投入,公司的产品与技术逐渐获得认可;参考 20H2 以来 HJT 投资进展,公司或抢先受益于新技术的规模化应用。同时公司大股东定增有望 1) 缓解业务规模快速增长的资金压力; 2) 加强公司在 HJT 设备等长期赛道的布局; 3) 显示中长期发展的信心。考虑到公司 9M20 营收 16.15 亿元/+yoy58.0%,受行业扩产影响推动验收进度加快,新布局上 HJT 订单在手订单充足,预测 20-22 年 EPS 为 7.50/10.08/13.93 元,增持评级。

## 异质结整线供应能力获认同,量产与产业化加快突显设备验证重要性

下游 HJT 进展不断,公司重要客户阿特斯规划的 250MW 异质结电池中试线与嘉兴技术研究院 7 月正式动工;通威股份 19 年年报显示 HJT 研发产线的电池转换效率已突破 24.6%;据安徽宣城 8 月 25 日公示信息,公司中标 1.88 亿元的 HJT 整线项目。据公司 12 月 24 日公告,HJT 在手订单 5.88 亿元(含税),相比 7 月公告增长 833%,我们认为公司 HJT 订单有望保持增长。我们认为,公司的 HJT 整线设备供应能力已得到验证。

## 股权激励稳异质结布局,长期投入与稳定团队强化核心竞争力

公司 11 月 25 日公告第二期股权激励以 19 年净利润为基数,20/21/22 年净利润增长率不低于 15/35/60%,授予 187 名核心(业务)技术人员。公司研发人员和研发投入持续增加,9M20 研发费用 1.03 亿/yoy+86.70%;自项目开始至 11 月底,公司在 OLED 及 HJT 项目的累计研发投入分别为 3,409/6,279 万元。我们认为,研发投入与核心技术人员的稳定有望加强产品与技术优势。12 月 28 日晚公司公告定增获证监会同意,拟向控实控人周剑、王正根募资 6.09 亿元用于补充流动资金,利于公司长期研发投入。

## 碳中和指引下光伏装机快速增长,设备龙头有望受益于行业持续扩产

国家主席习近平在《继往开来,开启全球应对气候变化新征程》中指出到 2030 年国内风电、光伏总装机容量将超过 1200GW,而能源局统计截止 20Q3 我国光伏累计装机 223GW。我们认为,2060 碳中和指引下的新能源行业发展具有紧迫性,“十四五”“十五五”期间光伏行业或加速发展,公司作为丝网印刷设备龙头有望持续受益于行业景气度提升与产能扩张。

## 大尺寸扩产持续,HJT 布局完善抢先机,上调盈利预测,“增持”评级

28 日天合光能公告 34GW 总投资 153.5 亿元的 210mm 电池项目,下游客户大尺寸扩产延续有望助力公司中长期业绩提升,预计 20-22 年归母净利润 3.90/5.24/7.24 亿元, EPS 7.50/10.08/13.93 元,对应 PE 为 79/59/42 倍。考虑到公司 20-22 年 CAGR 为 43.0%,高于可比公司均值 32.9%,选择 PEG 为相对估值的参考指标;参考可比公司 21 年 PEG 均值 1.41x,我们认为公司 HJT 技术布局完善, GW 级订单及整线供应经验有望支撑业绩较快增长,给予 21 年 1.45xPEG,目标价 629.25 元,增持评级。

风险提示: HJT 进展不及预期;疫情反复;股东减持;产业园进度不确定。

公司基本资料

总股本(百万股)	52.00
流通 A 股(百万股)	28.92
52 周内股价区间(元)	141.30-700.10
总市值(百万元)	30,758
总资产(百万元)	4,115
每股净资产(元)	30.63

资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	787.86	1,438	2,219	3,021	4,045
+/-%	65.55	82.48	54.34	36.13	33.92
归属母公司净利润(百万元)	170.93	247.54	390.23	524.36	724.41
+/-%	30.58	44.82	57.64	34.37	38.15
EPS(元,最新摊薄)	3.29	4.76	7.50	10.08	13.93
PE(倍)	179.95	124.25	78.82	58.66	42.46

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 盈利预测

### 核心假设

公司丝网印刷设备依靠性价比优势实现进口替代后，凭借性能优势持续获得市场认可：据公司招股说明书，16 年公司在丝网印刷设备领域增量份额跃居首位；18 与 19 年，公司营业收入为 7.88、14.38 亿元，对比中国光伏行业协会（CPIA）统计的全球光伏设备行业收入，其占比从 2.39% 提升至 4.13%。20 年电池片新增产能较大，据 PVInfoLink 估计约为 100GW，相比 19 年提升约 38%，而公司 20 年前三季度营收 16.15 亿元/+yoy58.0%，我们认为公司交付验收进度受下游客户扩产提速影响逐步加快。据公司 12 月 24 日公告，HJT 在手订单 5.88 亿元（含税），相比 7 月公告增长 833%，公司 HJT 设备订单有望保持较高增长。我们预测公司电池片生产设备的需求增长或主要来自于以下三方面：

- 1) 光伏新增装机提升带来的长期稳定增长。2030 年国内风电、光伏总装机容量将超过 1200GW，而能源局统计截止 20Q3 我国光伏累计装机 223GW。据国际能源署（IEA）的预测，2022 年全球光伏新增装机容量接近 150GW，2020-2025 年均新增有望达到 165GW。9M20 公司营业收入同比增长 58%，参考 2020 年下半年以来的电池片企业持续扩产公告（图表 6），我们认为此轮行业扩产有望对 21-22 年公司营业收入形成有力支撑。
- 2) 电池片向大尺寸迁移的替换需求。受益于大尺寸电池片对终端 BOS 以及 LCOE 成本的降低，包括 182mm 与 210mm 在内的大尺寸硅片/电池片或逐渐淘汰较小尺寸的产能。据 PVInfoLink 预计 23-25 年大尺寸的市占率有望从 20 年的 2% 提升至 70%。公司丝网印刷设备及配套烧结、检测设备对应 PERC 电池片重要生产环节，且硅片与电池片的尺寸扩大有望充分受益于本轮扩产加速期。
- 3) 技术迭代加速 HJT 渗透率提升。类似于 PERC 技术对 BSF 电池的替代，HJT 技术凭借对生产步骤的简化以及更高的单片转化效率或成为下一代电池技术主流。公司已具备 HJT 整线供应能力，据安徽宣城 8 月 25 日公示信息，中标 1.88 亿元的 HJT 整线项目以及 6050 万元 PVD 设备订单。公司 HJT 在手订单 5.88 亿元，同时参考扩产计划表中部分已明确 HJT 技术路径，我们认为公司 21-22 年订单中 HJT 部分有望保持较高增长。

综合上述数据与假设，我们预计公司 2020-2022 年收入增速同比分别为 54.34%、36.13%、33.92%。分产品来看，成套设备收入增速同比分别为 51.02%、32.49%、35.61%；单机收入增速同比分别为 69.45%、53.84%、26.73%。成套设备收入同比增长低于单机主要考虑到在 HJT 投资初期，设备订单中或包含部分实验产线，自动化率预计较低，或导致成套设备收入占比降低。配件及其他收入增速受公司产品快速增长影响略快于成套与单机收入同比增速平均值，预计为 70.23%、43.17%、31.17%。

毛利率方面，从产品结构方面考虑，参考公司 16-17 年公司丝网印刷设备完成进口替代时期（公司招股书披露增量市场份额由 26% 提升至 45%）毛利率保持在 50% 左右的较高水平，我们认为，由于公司 HJT 设备主要为自制，毛利率水平高于外购设备（丝网印刷配套设备部分外购），公司 HJT 设备在进口替代的初期有望保持较高毛利率。随着现有 HJT 设备在手订单的逐步交付，以及未来 HJT 设备营业收入占比的提升，公司整体毛利率水平有望保持稳步提升；

从人工成本与制造费用角度考虑，公司募投丝网印刷线生产项目一期 2019 年 12 月正式投产，二期项目完工时间预计为 2021 年 3 月，我们认为智能化水平较高的新产能有望在经历初期产能爬坡期后逐渐降低人工成本与制造费用。公司 19 年毛利率下滑至 33.82%，主要系成套设备中部分订单客户要求外购设备，而外购设备毛利率低于自制设备；20 年以来行业整体扩产规模增大，公司或凭借产品质量及龙头优势选择毛利较高订单，20H1 公司毛利率回升至 34.20%，9M20 继续小幅提升至 34.64%。综上，我们预测 20-22 年毛利率有望稳步提升，分别为 34.12%、35.57%、36.53%。

图表1：公司收入预测拆分

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成套设备</b>							
收入 (百万元)	313	386	665	1182	1784	2364	3206
收入增速 YoY	250.69%	23.48%	72.34%	77.63%	51.02%	32.49%	35.61%
成本 (百万元)	147	194	406	813	1227	1595	2125
毛利率	52.97%	49.64%	38.93%	31.23%	31.22%	32.52%	33.72%
<b>单机</b>							
收入 (百万元)	26	81	103	190	323	497	629
收入增速 YoY	120.47%	209.17%	28.26%	84.16%	69.45%	53.84%	26.73%
成本 (百万元)	13	42	56	109	183	278	347
毛利率	50.76%	47.37%	45.63%	42.87%	43.22%	44.07%	44.92%
<b>配件及其他</b>							
收入 (百万元)	7	9	19	66	112	160	210
收入增速 %	129.97%	40.41%	106.88%	241.11%	70.23%	43.17%	31.17%
<b>合计</b>							
收入 (百万元)	345	476	788	1438	2219	3021	4045
收入增速	232.51%	37.83%	65.55%	82.48%	54.34%	36.13%	33.92%
成本 (百万元)	164	244	476	952	1462	1946	2568
毛利率	52.42%	48.83%	39.55%	33.82%	34.12%	35.57%	36.53%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：销量已将 1 条双线换算成 2 条单线统计

**期间费用率：**参考 15-17 年公司期间费用增长较快，主要系公司经营规模快速增长，之后 18-19 年逐渐稳定。销售费用方面，受益于公司市场地位领先，公司销售费用有望小幅下降，公司 9M20 销售费用 5.67%，同比下降 0.21pct。我们认为公司 2020-2022 年的管理费用率有望维持平稳，或保持在 5.00% 左右。研发费用方面，前三季度已投入 1.03 亿元 /yoy+86.7%，考虑到公司在 HJT 技术以及 OLED 设备方向上的研发投入延续，我们预计 2020-2022 年研发费用率或与营业收入保持稳定比例，分别为 6.96%/7.00%/7.00%。

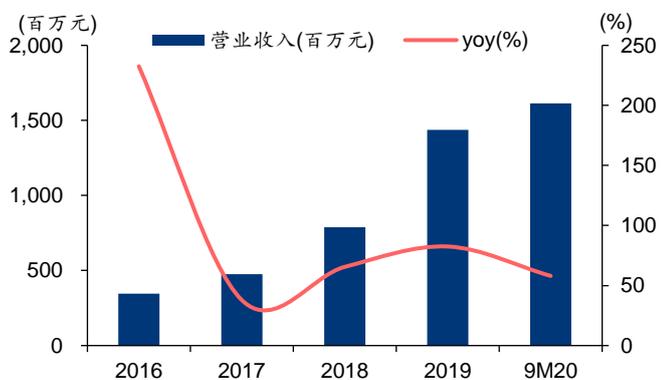
图表2：2020-2022E 期间费用率预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率 %	8.61	6.97	6.89	6.86	6.76%	6.66%	6.56%
管理费用率 %	8.23	5.68	5.13	4.84	5.00%	5.00%	5.00%
研发费用率 %	4.61	6.23	5.00	6.56	6.96%	7.00%	7.00%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

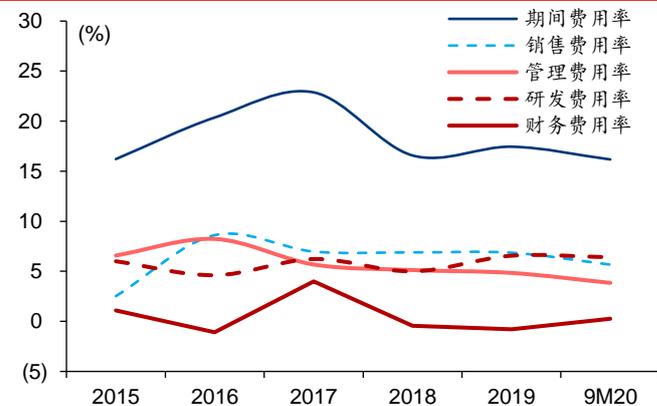
## 附录

图表3：2020 前三季度公司营业收入同比增长 58.0%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：2020 年前三季度研发费用率为 6.40%，其他三项费用小幅下滑



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：近期国内外部分电池片厂商扩产/投产情况

时间	项目	详情	技术路线
2020/12/25	天合光能 高效太阳能电池片项目	宿迁（三期）8GW 高效太阳能电池片项目 2021 年底天合光能电池总产能预计能达到 26GW 左右	-
2020/12/24	隆基股份 高效太阳能电池片项目	宁夏 3GW 高效太阳能电池片项目： 预计 2021 年 12 月全面投产	-
2020/12/23	爱康光电 高效异质结电池项目	浙江长兴 6GW 高效异质结太阳能电池项目： 在一期 0.5GW HJT 太阳能电池项目基础上进行 1.5GW 江苏泰兴 6GW 高效异质结太阳能电池项目： 现有设施进行 2GW HJT 电池设计及二期规划设计 江西赣州 6GW HJT 太阳能电池项目 一期 2GW HJT 电池项目详细设计	HJT HJT HJT
2020/12/23	亿晶光电 高效太阳能电池片项目	常州金坛（二期）3GW 高效太阳能电池片项目： 已投产	-
2020/12/23	天光合能 高效太阳能电池片项目	江苏盐城 8.5GW 高效太阳能电池片项目： 将于 2022 年底投产	-
2020/11/20	REC 高效异质结 电池项目	法国 4GW 高效异质结太阳能电池项目： 预计 2021 年 6 月开工，2022 年产量 2GW，2025 年达到 4GW	HJT
2020/11/19	隆基乐叶 高效太阳能电池片项目	曲靖（一期）10GW 高效太阳能电池片项目： 计划在 2022 年投产	-
2020/12/17	*ST 海源 高效太阳能电池片项目	江苏高邮（一期）10GW 高效太阳能电池片项目： 预计 2022 年 6 月底前建设完成并试生产，2022 年 12 月底前正式达产	-
2020/11/15	钧石能源高效异质结 电池项目	浙江舟山（一期）10GW 高效异质结太阳能电池项目	HJT
2020/11/5	晶科 高效太阳能电池片项目	马来西亚 1.8GW 高效太阳能电池片项目	-
2020/10/12	晶飞光伏高效异质结 电池项目	马鞍山和县（二期）1GW 高效异质结太阳能电池项目： 二期将建设年产 1GW HJT 电池生产基地	HJT
2020/10/12	一道新能源 高效太阳能电池片项目	泰州海陵区 5GW 高效太阳能电池片项目： 一期建设 3GW 单晶高效太阳能电池，预计明年建成运营	-
2020/9/28	中节能 高效太阳能电池片项目	高邮 20GW 高效太阳能电池制造基地项目： 一期实现年产单晶电池 6.5GW	-
2020/9/22	通威 高效太阳能电池片项目	眉山（二期）7.5GW 高效太阳能电池片项目： 预留了 TOPCon 技术升级空间 金堂（一期）7.5GW 高效太阳能电池片项目： 2021 年 1 季度投产	预留 TOPCon 升级空间- 预留 TOPCon 升级空间-
2020/9/21	厦门神科 高效异质结电池项目	浙江衢饶 2GW HJT 太阳能电池项目	HJT
2020/9/17	无锡尚德 高效太阳能电池片项目	印尼 500MW 高效太阳能电池片项目： 已投产，预计到 2020 年底可扩张到 1GW 产能	-
2020/9/15	晶澳 高效太阳能电池片项目	越南 3.5GW 高效太阳能电池片项目 扬州 6GW 高效太阳能电池片项目	- -
2020/9/7	斯坦得 高效异质结电池项目	安徽和县（二期）1GW HJT 太阳能电池项目	HJT
2020/8/28	东方日升 高效电池片项目	义乌 15GW 高效太阳能电池项目： 一期 5GW 高效电池产线将于 2022 年投产	-
2020/8/21	山煤国际 高效异质结电池项目	山西晋中 10GW HJT 太阳能电池项目 一期建成可达 3GW 电池产能	HJT
2020/8/12	天合光能 高效电池片项目	盐城 7.6GW 高效太阳能电池片项目： 投资新建 7.6GW，现有产能技改升级 2.4GW	-
2020/8/9	爱旭 高效电池片项目	义乌 36GW 高效太阳能电池片项目： 建设周期预计为 7 年，投产后义乌累计形成约 50GW 的产能	-
2020/7/20	爱旭 高效太阳能电池片项目	天津（二期）5.4GW 高效太阳能电池片项目： 计划 2020 年 12 月底建成投产	-
2020/7/18	正泰新能源 高效电池片项目	盐城（一期）5GW 高效太阳能电池项目 一期建成可达 1.8GW 电池产能	-
2020/7/18	东方日升 高效电池片项目	马来西亚 3GW 高效太阳能电池片项目 义乌 5GW 高效太阳能电池片项目	- -

资料来源：EnergyTrend，公司公告，华泰证券研究所

图表6: 可比公司估值一览表 (可比公司估值参考 Wind 一致预测)

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					P/E (倍)				PEG (x)
			2019	2020E	2021E	2022E	20-22CAGR	2019	2020E	2021E	2022E	2021E
300316 CH	晶盛机电	441.76	6.37	8.15	11.04	13.97	29.9%	69	54	40	32	1.34
300724 CH	捷佳伟创	417.59	3.82	5.91	8.60	11.28	43.5%	109	71	49	37	1.12
300450 CH	先导智能	801.44	7.66	8.86	13.09	16.81	30.0%	105	90	61	48	2.04
300776 CH	帝尔激光	158.28	3.05	3.78	4.94	6.41	28.1%	52	42	32	25	1.14
平均			5.23	6.68	9.42	12.12	32.9%	<b>84</b>	<b>64</b>	<b>45</b>	<b>35</b>	<b>1.41</b>

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 数据日期: 2021年01月08日

图表7: 报告涉及公司信息一览表

股票代码	公司名称
600546 CH	山煤国际
600438 CH	通威股份
688599 CH	天合光能
601012 CH	隆基股份
002610 CH	爱康科技
600537 CH	亿晶光电
002529 CH	*ST 海源
601778 CH	晶科科技
000591 CH	太阳能
862054 CH	神科太阳能
002459 CH	晶澳科技
300118 CH	东方日升
600732 CH	爱旭股份
CSIQ US	阿特斯
STP US	无锡尚德
RECSOL NO	REC
未上市	东莞斯坦得
未上市	正泰新能源
未上市	晶飞光伏
未上市	一道新能源
未上市	钧石能源

资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

### 风险提示

**HJT 进展不及预期。**HJT（异质结）技术为下一代光伏技术之一，技术突破与产业化进度存在不确定性。若现有 PERC 技术效率与成本优势持续快速提升，或推延 HJT 技术的大规模投资与应用，公司营业收入增速可能不及预期。

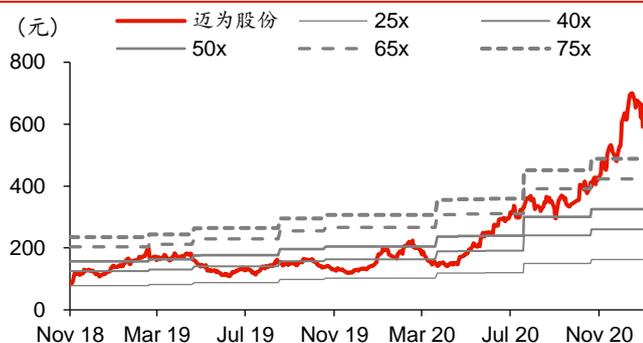
**疫情反复。**受新冠疫情的影响，全球光伏应用市场空间增速可能放缓。根据疫情发展可能对全球光伏市场产生不同程度影响。

**大小非减持波动。**大小非股东减持造成股价短期波动。

**产业园进度不确定。**根据公司披露的与吴江经济技术开发区管委会《投资协议》以及相关关注函回复，（拟投资）智能产业园项目预计用地 285 亩，其中已取得项目用地 85 亩，剩余 200 亩项目用地的取得尚存在不确定性。本次投资是以竞买目标土地为前提，目前该用地尚未具备挂牌条件，且土地使用权最终能否竞得、成交价格及取得时间具有不确定性，项目实施存在不确定性。

### PE/PB - Bands

图表8: 迈为股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表9: 迈为股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,613	3,719	4,785	6,427	7,669
现金	863.53	767.13	1,094	1,328	1,629
应收账款	140.11	178.52	275.53	375.08	502.31
其他应收账款	4.36	21.90	4.36	21.90	4.36
预付账款	17.31	13.03	21.45	16.63	25.33
存货	1,282	2,066	2,579	3,755	4,446
其他流动资产	305.40	672.23	811.10	930.56	1,062
非流动资产	105.14	285.82	395.48	449.32	492.64
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	16.69	145.89	252.78	303.34	339.42
无形资产	16.30	15.98	15.85	15.65	15.38
其他非流动资产	72.15	123.95	126.85	130.33	137.84
资产总计	2,718	4,005	5,181	6,876	8,161
流动负债	1,567	2,642	3,490	4,745	5,419
短期借款	126.19	197.17	200.00	240.00	280.00
应付账款	373.28	543.56	840.67	1,102	1,408
其他流动负债	1,068	1,902	2,450	3,403	3,732
非流动负债	9.75	7.41	10.06	12.40	15.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	9.75	7.41	10.06	12.40	15.07
负债合计	1,577	2,650	3,500	4,758	5,434
少数股东权益	0.09	(3.56)	(16.76)	(24.79)	(35.88)
股本	52.00	52.00	52.00	52.00	52.00
资本公积	710.61	716.91	716.91	716.91	716.91
留存公积	378.56	589.97	891.59	1,305	1,875
归属母公司股东权益	1,141	1,359	1,697	2,143	2,763
负债和股东权益	2,718	4,005	5,181	6,876	8,161

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	0.50	(84.15)	473.58	311.86	390.97
净利润	170.43	243.89	377.03	516.33	713.32
折旧摊销	4.07	5.78	10.08	13.93	16.53
财务费用	(3.43)	(11.58)	(15.88)	(22.99)	(28.59)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(160.75)	(236.58)	105.62	(192.51)	(306.99)
其他经营现金	(9.82)	(85.67)	(3.28)	(2.89)	(3.30)
投资活动现金	(40.83)	(158.65)	(116.46)	(64.89)	(56.56)
资本支出	40.83	158.65	101.74	51.89	41.73
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.00	0.00	(14.72)	(13.00)	(14.83)
筹资活动现金	697.43	29.11	(30.64)	(12.71)	(33.61)
短期借款	38.19	70.98	2.83	40.00	40.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	13.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	646.71	6.30	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(0.47)	(48.18)	(33.47)	(52.71)	(73.61)
现金净增加额	661.14	(215.75)	326.47	234.26	300.80

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	787.86	1,438	2,219	3,021	4,045
营业成本	476.27	951.51	1,462	1,946	2,568
营业税金及附加	5.24	9.47	14.61	19.89	26.64
营业费用	54.29	98.58	149.93	201.08	265.24
管理费用	40.39	69.59	110.94	151.03	202.26
财务费用	(3.43)	(11.58)	(15.88)	(22.99)	(28.59)
资产减值损失	6.75	(2.83)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	198.67	276.72	398.19	581.80	811.35
营业外收入	5.42	17.10	47.88	28.73	31.60
营业外支出	0.01	1.85	2.51	3.09	3.75
利润总额	204.08	291.98	443.57	607.44	839.20
所得税	33.65	48.08	66.53	91.12	125.88
净利润	170.43	243.89	377.03	516.33	713.32
少数股东损益	(0.49)	(3.65)	(13.20)	(8.03)	(11.10)
归属母公司净利润	170.93	247.54	390.23	524.36	724.41
EBITDA	189.89	286.69	437.77	598.39	827.14
EPS (元, 基本)	3.29	4.76	7.50	10.08	13.93

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	65.55	82.48	54.34	36.13	33.92
营业利润	32.01	39.29	43.90	46.11	39.45
归属母公司净利润	30.58	44.82	57.64	34.37	38.15
获利能力 (%)					
毛利率	39.55	33.82	34.12	35.57	36.53
净利率	21.70	17.22	17.59	17.36	17.91
ROE	14.93	18.00	22.44	24.37	26.16
ROIC	37.77	31.07	47.98	49.72	51.20
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.01	66.16	67.57	69.19	66.59
净负债比率 (%)	(63.93)	(41.77)	(52.87)	(51.04)	(49.17)
流动比率	1.67	1.41	1.37	1.35	1.42
速动比率	0.75	0.55	0.57	0.51	0.55
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.43	0.48	0.50	0.54
应收账款周转率	3.03	3.01	2.90	3.07	3.34
应付账款周转率	1.22	1.28	1.20	1.14	1.16
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.29	4.76	7.50	10.08	13.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.72	9.11	6.00	7.52
每股净资产(最新摊薄)	21.95	26.13	32.64	41.22	53.13
估值比率					
PE (倍)	179.95	124.25	78.82	58.66	42.46
PB (倍)	26.95	22.64	18.12	14.35	11.13
EV_EBITDA (倍)	158.14	105.30	68.19	49.55	35.52

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，肖群稀、李倩倩、关东奇来、时或，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师肖群稀、李倩倩、关东奇来、时或本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

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（含此期间的股息回报）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），具体如下：

### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15%以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼(纽约 10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2021 年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com