

2021年04月25日

长晶业务多点开花，精益制造管理成果显著 买入（维持）

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 3,811 | 6,346 | 8,809 | 12,073 |
| 同比 (%) | 22.5% | 66.6% | 38.8% | 37.1% |
| 归母净利润 (百万元) | 858 | 1392 | 1967 | 2694 |
| 同比 (%) | 34.6% | 62.2% | 41.3% | 37.0% |
| 每股收益 (元/股) | 0.67 | 1.08 | 1.53 | 2.10 |
| P/E (倍) | 54.02 | 33.32 | 23.57 | 17.21 |

事件：晶盛机电 2020 年实现营业收入为 38.1 亿，同比+22.54%；归母净利润 8.6 亿，同比+34.64%；扣非净利润 8.2 亿，同比+34.53%。基本每股收益 0.67 元，拟每 10 股派发现金红利 1.35 元(含税)。

投资要点

■ 2020 年业绩符合预期，在手订单充裕保障 2021 年业绩

2020 年公司三大核心业务板块晶体硅生长设备/光伏智能化加工设备/蓝宝石材料营收分别达到 26.2 亿/5.5 亿/1.9 亿，分别实现同比+20.69%/+9.43%/+194.32%。公司业绩增长基本符合预期，主要系下游硅片厂商积极扩产，公司作为长晶设备龙头，多重受益。

根据年报披露，截止 2020 年末，公司未完成合同总计 58.65 亿元（含税），其中未完成半导体设备合同 3.90 亿元（含税）。加上新接的 20.79 亿元订单，公司在手订单总金额为 80 亿元左右，为 2020 年营收的 2.1 倍。由于占比最高的光伏订单生产周期在 3 个月，发货后的验收周期为 3-5 个月，按照目前的订单确认进度，我们判断将充分保障 2021 年公司的业绩成长。

■ 公司盈利能力稳中有升，周转加速精益制造效果显著

2020 年公司盈利能力稳中有升，实现综合毛利率 36.6%，同比+1.1pct；净利率 22.4%，同比+2.3pct。分业务来看，公司晶体硅生长业务毛利率 40.52%，同比+2.39pct，光伏智能化装备业务毛利率 37.10%，同比+1.74pct。我们判断晶体硅生长业务毛利率提高主要原因在于规模生产效应，晶体生长设备生产量由 2019 年的 1429 台增长至 2020 年的 2879 台，同比+101.47%，且设备单价未见明显下降。

2020 年公司控费能力有所提高，2020 年期间费用率为 10.3%，同比-1.2pct。其中销售费用率 0.9%，同比-0.6pct；财务费用率-0.1%，同比-0.1pct；管理费用率 9.54%，同比-0.5pct，研发费用率 5.96%，同比-0.2pct。

2020 年公司经营性现金流净额 9.5 亿，同比+22.54%，创历史新高。经营性现金流净额提升主要系公司近年来实行“零库存”精益制造管理，客户押款现象减少，现金汇款速度加快。2020 年存货周转率自上年 1.41 次/年降至 1.22 次/年，精益制造管理成果显著；应收账款周转率自上年 3.07 次/年降至 2.98 次/年，整体保持稳定状态。

■ 光伏硅片环节迎来扩产潮，更新迭代背景下长晶龙头迎来收获期

光伏硅片与半导体相似，大尺寸是未来发展方向。2019 年起，隆基、中环、晶科、晶澳等光伏企业相继启动硅片扩产项目，210 大硅片渗透率不断提高。**更新迭代背景下公司光伏长晶业务即将迎来收获期。**公司凭借较强的产品实力，积累了较好的客户资源，和多家行业领先企业均建立了长期深入的合作关系。在除了隆基以外的单晶炉市场需求上，公司销售额占据了 90% 的份额，总体市占率约 70-80%，是行业内的主力供应商，将充分受益大硅片扩产潮，光伏长晶业务即将进入收获期。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 13.92（原值 13.29，上调 5%）/19.67（原值 19.08，上调 3%）/26.94 亿元，对应 PE 为 33/24/17 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：光伏下游扩产进度低于预期，半导体业务进展不及预期。

证券分析师 周尔双
执业证号：S0600515110002
13915521100
zhouersh@dwzq.com.cn
证券分析师 朱贝贝
执业证号：S0600520090001
zhubb@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 36.06 |
| 一年最低/最高价 | 19.78/45.79 |
| 市净率(倍) | 8.84 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 43545.70 |

基础数据

| | |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元) | 4.08 |
| 资产负债率(%) | 49.98 |
| 总股本(百万股) | 1285.69 |
| 流通 A 股(百万股) | 1207.59 |

相关研究

- 1、《晶盛机电 (300316)：Q1 业绩超市场预期，21 年迎戴维斯双击》2021-04-07
- 2、《晶盛机电 (300316)：与中环签 20.8 亿光伏设备大单，210 大硅片成主流拉长景气周期》2021-03-14
- 3、《晶盛机电 (300316)：长晶技术集大成者，21 年迎戴维斯双击》2021-01-21

事件：公司 2020 年实现营业收入为 38.1 亿，同比+22.54%；归母净利润 8.6 亿，同比+34.64%；扣非净利润 8.2 亿，同比+34.53%。基本每股收益 0.67 元，拟每 10 股派发现金红利 1.35 元(含税)。

1. 2020 年业绩符合预期，在手订单充裕保障 2021 年业绩

2020 年公司三大核心业务板块晶体硅生长设备/光伏智能化加工设备/蓝宝石材料营收分别达到 26.2 亿/5.5 亿/1.9 亿，分别实现同比+20.69%/+9.43%/+194.32%。公司业绩增长基本符合预期，主要系下游硅片厂商积极扩产，公司作为长晶设备龙头，多重受益。

图 1：2020 年实现营收收入 38.1 亿，同比+22.54%

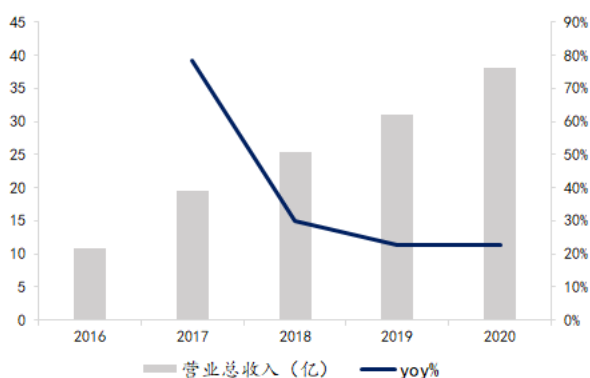
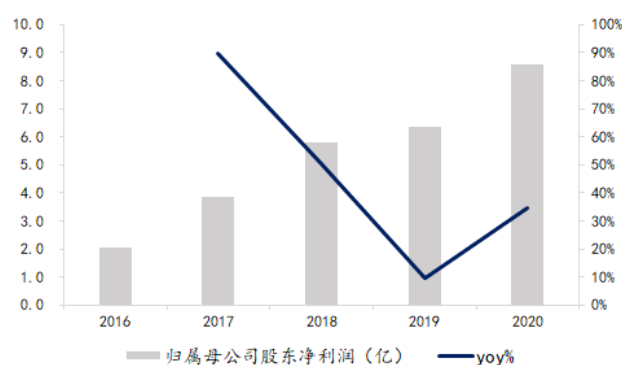


图 2：2020 年实现归母净利润 8.6 亿，同比+34.64%



数据来源：晶盛机电年报，东吴证券研究所

数据来源：晶盛机电年报，东吴证券研究所

2020 年全年公司新签订光伏设备订单超过 60 亿元，其中 2020 年 6 月，公司公告与中环签订重大销售订单，具体内容包括向中环协鑫销售全自动晶体生长炉 12.10 亿元（2021 年 1 月 31 日前交付）、单晶硅棒截断机 0.17 亿元（2020 年 11 月 30 日前交付）。2021 年 3 月，中环追加 20.8 亿光伏设备大单，具体内容包括向中环协鑫销售全自动晶体生长炉 16.18 亿元（2021 年 5 月 31 日前完成交付）、单晶硅棒加工设备 1.94 亿元（2021 年 6 月 30 日前完成交付）；以及向中环光伏销售线切机设备 2.67 亿元（2021 年 9 月 30 日前完成交付），上述合同金额总计 33.06 亿元（以上合同金额均含增值税）。

表 1: 2017 年至今晶盛机电公告大订单 (黄色高亮部分为中环的订单)

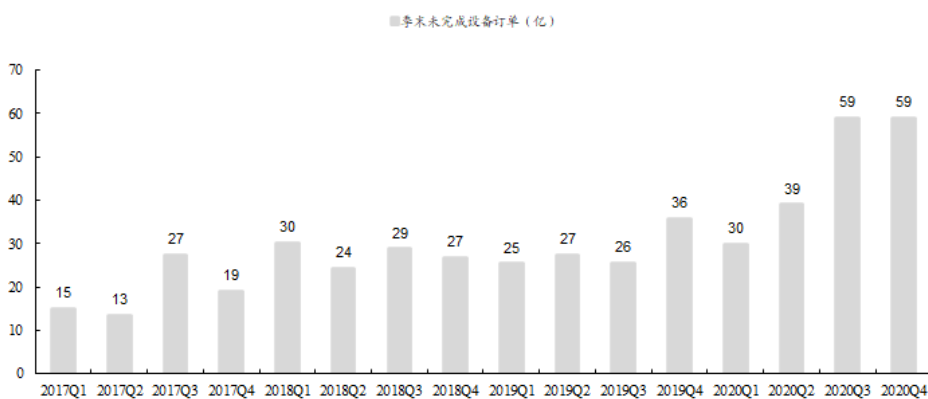
| 签订时间/公告时间 | 客户 | 金额 (亿元) | 科目 | 交货时间 |
|------------|---|---------|--|---|
| 2021.3.11 | 中环协鑫、中环光伏 | 20.7894 | 全自动晶体生长设备 (16.18 亿元), 单晶硅棒加工设备 (1.94 亿元), 线切割机设备 (2.67 亿元) | 晶体生长设备 2021 年 5 月 31 日前, 单晶硅棒加工设备 2021 年 6 月 30 日前, 线切割机设备 2021 年 9 月 30 日前 |
| 2020.6.29 | 中环协鑫 | 12.267 | 全自动晶体生长炉 (12.10 亿元), 单晶硅棒截断机 (1710 万元) | 全自动晶体生长炉 2021 年 1 月 31 日前, 单晶硅棒截断机 2020 年 11 月 30 日前 |
| 2019.10.10 | 中环协鑫 | 14.25 | 全自动晶体生长炉, 单晶硅棒切磨加工一体机装置, 单晶硅棒截断机 | 合同正式签订后 210 日, 约为 2020 年 5 月 31 日前 |
| 2019.7.10 | 晶科能源 | 9.54 | 单晶炉及配套设备 | 2019 年 12 月 31 日前 |
| 2019.6.18 | 上机数控 | 5.5 | 全自动单晶炉 | 2019 年 12 月 20 日前 |
| 2018.9.28 | 中环领先 | 4.03 | 半导体单晶炉及半导体单晶硅切断机、滚磨机 | 3.6 亿 2019 年 5 月底前交付; 4240 万元 2019 年 8 月底前交付 |
| 2018.7 | 中环光伏 | 8.5824 | 全自动单晶炉 | 2018 年 11 月底前交付 |
| 2018.1.16 | Hanwha Kalyon Gunes Teknolojileri Uretim A.Ş. | 2.8 | 单晶炉 | 按月分批交货, 2018 年 9 月 20 日完成全部设备交付 |
| 2018.1.11 | 中环光伏 | 8.5824 | 全自动晶体生长炉 | 2.57 亿订单于 2018 年 4 月底前交付; 6.01 亿订单将于 2018 年 6 月底前交付 |
| 2017.10.8 | 中环光伏 | 10.0963 | 全自动晶体生长炉 | 按月分批交货, 2018 年 2 月底前交付全部 |
| 2017.6.29 | 包头晶澳太阳能科技有限公司 | 3.0942 | 全自动晶体生长炉 | 2017 年 12 月 31 日前 |
| 2017.4.24 | 中环光伏 | 4.313 | 全自动晶体生长炉、单晶硅棒切磨加工一体机、晶棒单线截断机 | 全自动晶体生长炉: 2017 年 8 月 晶棒单线截断机: 2017 年 9 月 |
| 2017.3.10 | 中环光伏 | 8.3125 | 全自动直拉单晶炉、单晶硅棒切磨加工一体机、晶棒单线截断机 | 2017 年 7 月底 |
| 2017.2.16 | 宜昌南玻硅材料有限公司 | 1.44 | 多晶铸锭炉 | 2017 年 6 月 15 日 |
| 2017.2.7 | A 公司 | 3.392 | 晶体生长设备 | 2017 年 8 月 30 日 |

数据来源: 晶盛机电公司公告, 东吴证券研究所整理

(备注: 2017 年年初至今, 晶盛机电公告口径的新接大订单合计为 116.99 亿元, 其中中环为 91.22 亿元, 中环占比是 78.0%)

根据年报披露, 截止 2020 年末, 公司未完成合同总计 58.65 亿元 (含税), 其中未完成半导体设备合同 3.90 亿元 (含税)。加上新接的 20.79 亿元订单, 公司在手订单总金额为 80 亿元左右, 为 2020 年营收的 2.1 倍。由于占比最高的光伏订单生产周期在 3 个月, 发货后的验收周期为 3-5 个月, 按照目前的订单确认进度, 我们判断将充分保障 2021 年公司的业绩成长。

图 3: 未完成设备订单维持历史高位

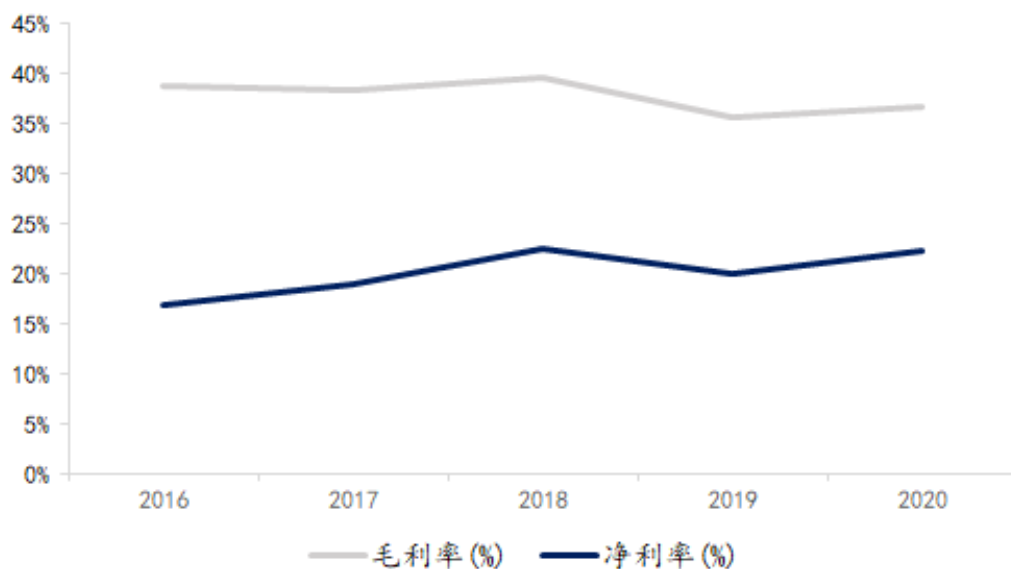


数据来源: 晶盛机电公司公告, 东吴证券研究所整理

2. 公司盈利能力稳中有升，周转加速精益制造效果显著

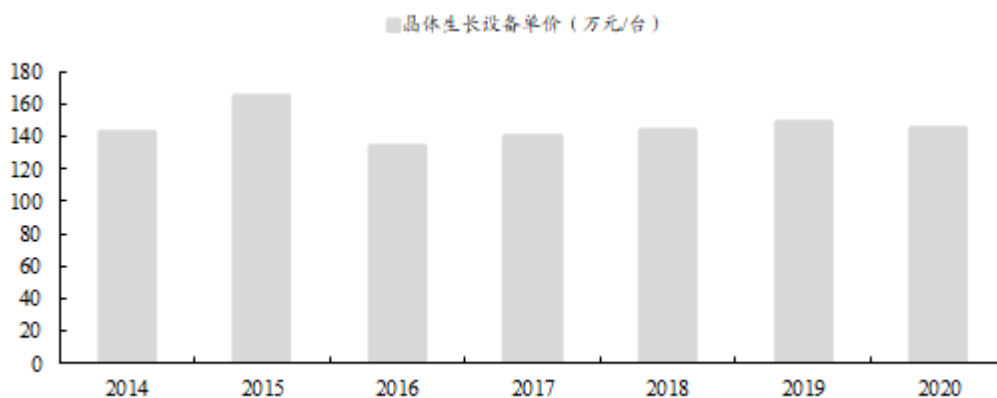
2020年公司盈利能力稳中有升，实现综合毛利率36.6%，同比+1.1pct；净利率22.4%，同比+2.3pct。分业务来看，公司晶体硅生长业务毛利率40.52%，同比+2.39pct，光伏智能化装备业务毛利率37.10%，同比+1.74pct。我们判断晶体硅生长业务毛利率提高主要原因在于规模生产效应，晶体生长设备生产量由2019年的1429台增长至2020年的2879台，同比+101.47%，且设备单价未见明显下降。

图4：公司盈利能力稳中有升



数据来源：晶盛机电年报，东吴证券研究所

图3：几年来公司晶体生长设备单价未出现明显下滑



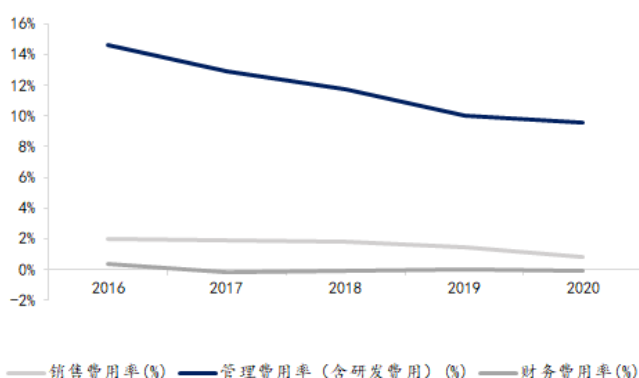
数据来源：晶盛机电公司公告，东吴证券研究所整理

2020年公司控费能力有所提高，2020年期间费用率为10.3%，同比-1.2pct。其中

销售费用率 0.9%，同比-0.6pct；财务费用率-0.1%，同比-0.1pct；管理费用率（含研发）9.54%，同比-0.5pct，研发费用率 5.96%，同比-0.2pct。研发费用率降低主要系研发费用增速不及营收增速所致。加权平均 ROE 实现 17.48%，同比+2.52pct。

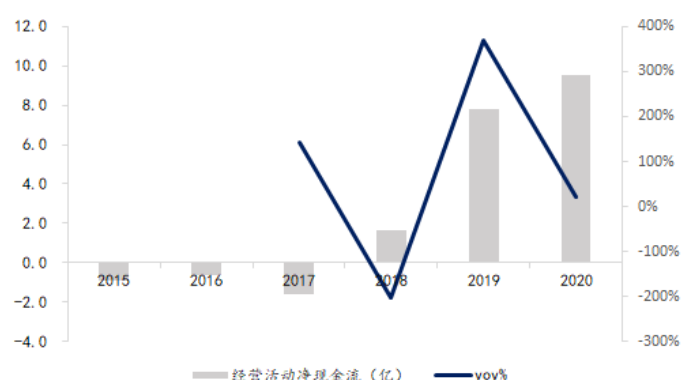
2020 年经营性现金流净额 9.5 亿，同比+22.54%，创历史新高。经营性现金流净额提升主要系公司近年来实行“零库存”精益制造管理，客户押款现象减少，现金汇款速度加快。2020 年存货周转率自上年 1.41 次/年降至 1.22 次/年，精益制造管理成果显著；应收账款周转率自上年 3.07 次/年降至 2.98 次/年，整体保持稳定状态。

图 6：公司控费能力有所提高



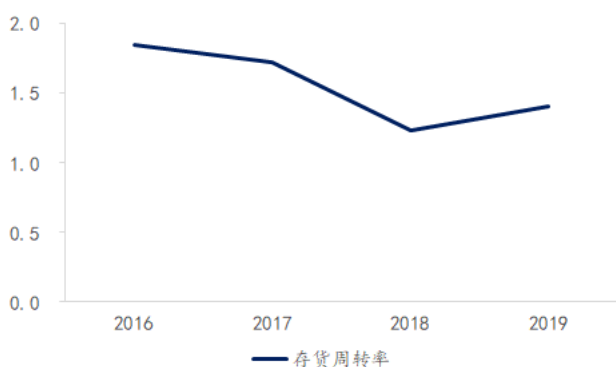
数据来源：晶盛机电年报，东吴证券研究所

图 7：公司经营性现金流创历史新高



数据来源：晶盛机电年报，东吴证券研究所

图 8：存货周转率小幅下降



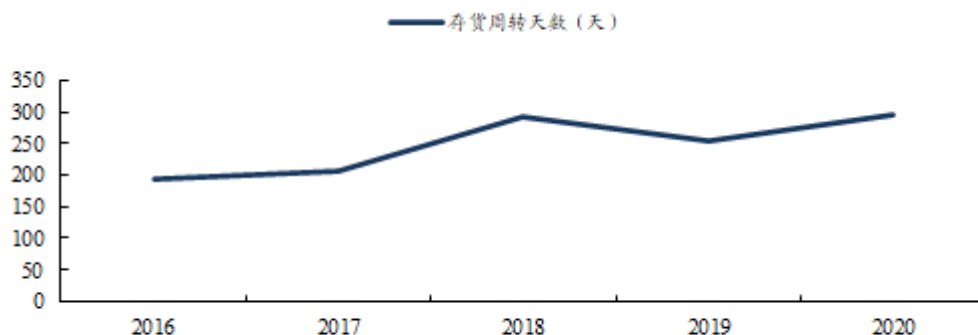
数据来源：晶盛机电年报，东吴证券研究所

图 9：应收账款周转率小幅下降



数据来源：晶盛机电年报，东吴证券研究所

图 10: 应收账款周转率小幅下降

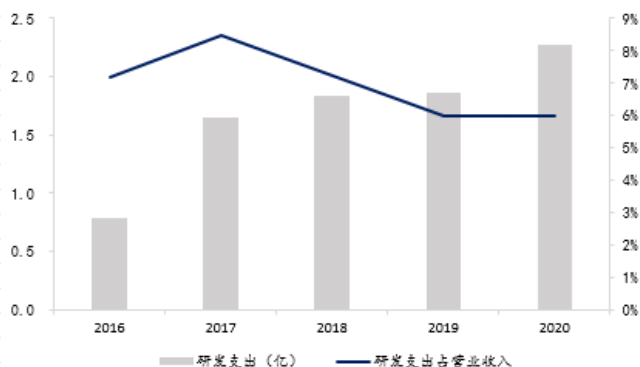


数据来源：晶盛机电年报，东吴证券研究所

3. 公司研发投入持续加大，同时研发费用率控制好研发效率高

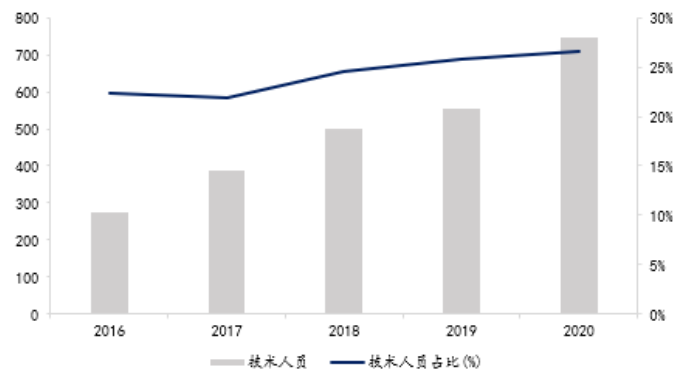
2020 年公司共有研发人员 748 人，同比大幅增长 34.5%，共支出研发费用 2.27 亿元，同比+22%，占营业收入比重 6%。公司重视研发，对关键零部件与技术的投入加大，效果颇佳：1) **光伏设备领域**：公司顺应行业发展需求，已经研制新一代光伏单晶炉（可兼容 36-40 英寸更大热场，更大投料量能力，更高自动化）和新一代切片机（切片机为国内第一款披露应用的针对 G12 大尺寸的专用金刚线切片设备，目前已经向市场批量供应）。在 TOPCon 和 HJT 引领的下一个际代技术路线下，对硅片大片和薄片的需求确定性较强；2) **半导体设备领域**：公司 12 英寸半导体单晶炉已经通过技术验证，实现产业化应用销售；8、12 英寸的半导体边缘抛光机的技术含量已经达到进口设备水平，并已通过客户技术验证；12 寸硅片双面抛光机，已在客户端验证。伴随着 21 年全球半导体硅片行业的供需矛盾，产能紧张延伸至设备端，我们判断 21 年晶盛机电的半导体设备业务将迎订单增长；3) **蓝宝石业务**：公司已经成功掌握国际领先的超大尺寸 700kg 级蓝宝石晶体生长技术，公司的蓝宝石材料业务具备较强的成本竞争力与规模优势，长期来看有望在 3 年后成为较大利润增长点；4) **碳化硅设备**：公司已成功研制 6 英寸碳化硅外延设备，可兼容 4 英寸和 6 英寸碳化硅外延生长，生产的碳化硅外延片可被广泛应用于新能源汽车，光伏发电，基站功率放大器器件等领域，碳化硅业务是公司未来 3-5 年业绩增长的助力点。

图 11: 2020 年公司研发支出 2.27 亿元, 同比+22%; 研发费用率占营收比重 6%, 控制良好



数据来源: 晶盛机电年报, 东吴证券研究所

图 12: 2020 年公司技术人员 748 人, 技术人员占比提高



数据来源: 晶盛机电年报, 东吴证券研究所

表 2: 2020 年公司重点研发项目

| 序号 | 研发项目名称 | 项目描述 | 进展情况 |
|----|----------------------|---|-------------------|
| 1 | 8英寸硬轴直拉硅单晶炉 | 解决动密封、抗震动、轴水冷等技术难题, 有效改善晶体径向均匀性, 是国内首台硬轴直拉炉生长出的首颗8英寸晶体, 为12英寸硬轴单晶炉提供研发基础。 | 于2020年8月产出直径8英寸晶体 |
| 2 | 12英寸半导体单晶炉 | 通过超导磁场应用、晶体拉速控制、熔体液位控制等关键技术应用, 有效保证工艺运行稳定性。 | 实现产业化应用, 通过技术验证 |
| 3 | 8英寸、12英寸两款半导体硅片边缘抛光机 | 具有自动定晶片中心找V槽功能, 采用独特的旋转离心抛光模式, 对接工厂自动化, 用于半导体级单晶硅片边缘、V槽或平边抛光。 | 技术达到进口设备水平 |
| 4 | 12寸硅片双面抛光机 | 用于半导体级12寸硅片双面抛光, 具备硅片在线形貌检测、自动上下片、盘型控制等技术。 | 完成实验室和客户端验证, 开始量产 |
| 5 | 8英寸硅外延炉 | 用于在硅片上生长外延层的专用设备, 属于CVD设备类, 开拓硅材料加工设备领域又一全新产品类别。 | 通过部分产品性能测试, 技术验证 |
| 6 | 8寸炉管设备 | 用于在硅片上沉积poly, 研制成功标志公司在芯片端设备的突破。 | 技术指标达到进口设备水平 |
| 7 | 6英寸碳化硅外延设备 | 该设备生产的碳化硅外延片应用于新能源汽车、电力电子、微波射频等领域, 有助于拓展在第三代半导体设备领域的市场布局。 | 技术指标达到先进水平 |
| 8 | 半导体石英坩埚 | 在研发和市场开拓方面取得积极进展, 在大陆及台湾市场份额增长较快, 并争取向海外其他市场开拓业务。 | 已批量销售32英寸合成坩埚 |
| 9 | 新一代光伏单晶炉 | 可兼容36-40英寸更大热场, 具备更大投料量能力、更高自动化生产技术特点, 采用车间大数据采集系统、远程集中控制系统等先进技术。 | 已研制 |
| 10 | 新一代切片机 | 国内第一款批量应用的针对G12大尺寸的专用金刚线切片设备, 已向市场批量供应 | 已向市场批量供应 |

数据来源: 晶盛机电年报, 东吴证券研究所

4. 光伏硅片环节迎来扩产潮, 更新迭代背景下长晶龙头迎收获期

光伏硅片与半导体相似, 大尺寸是未来发展方向。2019 年起, 隆基、中环、晶科、晶澳等光伏企业相继启动硅片扩产项目, 210 大硅片渗透率不断提高。其中, 作为核心设备商的晶盛机电最为受益, 原因系区别于其它的电池片设备, 部分设备技改即可完成产品的更新换代, 而长晶炉随着硅片直径的变化, 将会完全迭代。我们预计 2020-2022 年国内年均新增硅片产能超 100GW, 对应 20-22 年年均新增设备需求超 200 亿 (2 亿元/GW)。存量市场方面, 伴随着行业对大硅片已达成共识, 未来 3-5 年存量市场有 1 万多

台单晶长晶炉需要淘汰，国内年均存量更新硅片产能超 50GW，对应 2020-2022 年存量设备需求超 100 亿（2 亿元/GW）。

更新迭代背景下公司光伏长晶业务即将迎来收获期。在大硅片成本中，设备折旧占比已经不再是第一位，硅片厂商更看重设备商的能力是配套效率，包括：1）交付能力，根据我们的测算，中性假设下，晶盛单日出货量可达 21 台，以每周工作 6 天、每月 4 周计算，单月出货量可达 500 台左右。目前晶盛是国内仅有的单月可交付 500 台以上长晶炉的设备企业，且交付能力仍有提升空间；2）服务能力，晶盛设备到场后投入运营和产量爬坡所耗费的时间短，并且能够稳定保持产量；3）未来研发潜力，具有持续研发能力、能够不断提高设备产能和降低能耗的设备商将显著受益。公司凭借较强的产品实力，积累了较好的客户资源，和多家行业领先企业均建立了长期深入的合作关系。目前国内主要的单晶炉供应商包括晶盛机电、天龙光电、精功科技、京运通、连城数控、北方华创。连城数控是隆基的关联企业，在单晶炉业务上和隆基深度合作。在除了隆基以外的单晶炉市场需求上，公司销售额占据了 90% 的份额，总体市占率约 70-80%，是行业内的主力供应商，将充分受益大硅片扩产潮，光伏长晶业务即将进入收获期。

表 3：中环+晶科+隆基+晶澳+上机数控+通威+双良+三一启动硅片扩产潮

| 单晶硅片产能（单位：GW） | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|-------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 隆基股份 | 8 | 15 | 28 | 45 | 75 | 95 | 130 |
| 三一重工（新增 30GW） | | | | | | 5 | 15 |
| 双良节能（新增 20GW） | | | | | | 0 | 20 |
| 中环股份（新增 50GW） | 3.5 | 13 | 23 | 45 | 55 | 85 | 135 |
| 晶龙/晶澳 | 3.5 | 4.5 | 5 | 8.4 | 14 | 24 | 34 |
| 晶科能源 | 1.5 | 3 | 6 | 11.5 | 23 | 38 | 61 |
| 高景科技 | | | | | 0 | 15 | 35 |
| 通威+天合光能（新增 150GW） | | | | | | 7.5 | 15 |
| 京运通 | | | | 3 | 8 | 20 | 42 |
| 上机数控 | | | | 1.5 | 10 | 20 | 30 |
| 锦州阳光 | 1 | 1 | 1 | 3.7 | 5 | 5 | 5 |
| 保利协鑫 | 1 | 1.2 | 2 | 2 | 3.5 | 5 | 5 |
| 阿斯特 | 0 | 0 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 卡姆丹克 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 台湾友达 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 韩华凯恩 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 合计 | 21.0 | 40.2 | 68.5 | 124.6 | 198.0 | 324.0 | 531.5 |
| 新增合计 | — | 19 | 28 | 56 | 73 | 126 | 207.5 |
| 对应设备需求（亿） | | | | 112.2 | 146.8 | 252 | 415 |

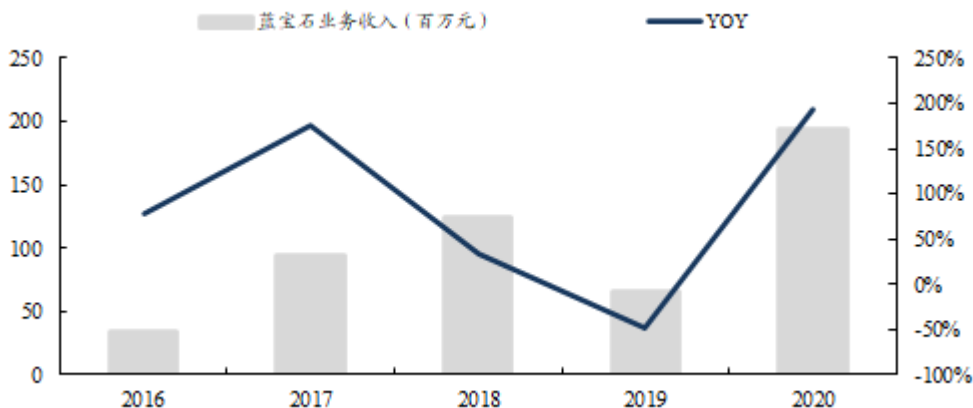
数据来源：北极星光伏网，东吴证券研究所

5. 蓝宝石业务业绩远超预期，长远来看有望成为较大利润增长点

2020 年，公司蓝宝石业务实现营业收入 1.94 亿元，同比+194.32%，业绩表现远超预期。从短期来看，通过与蓝思强强联手（设备&材料合作），公司已经成功切入消费电子

子领域，2021年5月合作项目设备即将进场，预计2-3年内成功放量后，公司蓝宝石业务占营收比例将大幅上涨，有望成为另一大核心增长点。从长期来看，蓝宝石晶体有望在手机盖板等应用场景成功放量。目前，市场普遍观点认为，蓝宝石价格昂贵，将不会被应用到手机盖板等场景。但我们判断，光伏行业的核心是降本增效，当蓝宝石成本和价格跌破零界点后，大规模的批量应用自然会产生，届时蓝宝石带来的市场空间有望成为晶盛机电较大利润增长点。

图 4: 蓝宝石业务业绩远超预期



数据来源：晶盛机电年报，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 13.92（原值 13.29，上调 5%）/19.67（原值 19.08，上调 3%）/26.94 亿元，对应 PE 为 33/24/17 倍，维持“买入”评级。

7. 风险提示

光伏下游扩产进度低于预期，半导体业务进展不及预期。

晶盛机电三大财务预测表

| 资产负债表 (百万 元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 7962 | 8778 | 11996 | 16709 | 营业收入 | 3811 | 6346 | 8809 | 12073 |
| 现金 | 938 | 2191 | 3470 | 5016 | 减:营业成本 | 2416 | 3981 | 5506 | 7560 |
| 应收账款 | 1461 | 1739 | 2413 | 3308 | 营业税金及附加 | 44 | 73 | 101 | 138 |
| 存货 | 2580 | 2945 | 3470 | 4764 | 营业费用 | 33 | 95 | 132 | 181 |
| 其他流动资产 | 2982 | 1904 | 2643 | 3622 | 管理费用 | 312 | 642 | 888 | 1215 |
| 非流动资产 | 2536 | 2786 | 2883 | 2962 | 财务费用 | -4 | -45 | -83 | -125 |
| 长期股权投资 | 824 | 824 | 824 | 824 | 资产减值损失 | 60 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1135 | 1496 | 1631 | 1727 | 加:投资净收益 | 35 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 234 | 130 | 99 | 90 | 其他收益 | -108 | 7 | 7 | 7 |
| 无形资产 | 221 | 213 | 206 | 199 | 营业利润 | 998 | 1608 | 2272 | 3112 |
| 其他非流动资产 | 122 | 122 | 122 | 122 | 加:营业外净收支 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 10498 | 11564 | 14879 | 19672 | 利润总额 | 992 | 1608 | 2272 | 3112 |
| 流动负债 | 5201 | 5082 | 6721 | 9219 | 减:所得税费用 | 140 | 209 | 295 | 405 |
| 短期借款 | 22 | 20 | 20 | 20 | 少数股东损益 | -6 | 7 | 10 | 14 |
| 应付账款 | 2775 | 3272 | 4224 | 5799 | 归属母公司净利润 | 858 | 1392 | 1967 | 2694 |
| 其他流动负债 | 2404 | 1790 | 2477 | 3400 | EBIT | 1182 | 1563 | 2189 | 2987 |
| 非流动负债 | 46 | 46 | 46 | 46 | EBITDA | 1304 | 1712 | 2367 | 3189 |
| 长期借款 | 11 | 11 | 11 | 11 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 35 | 35 | 35 | 35 | 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 负债合计 | 5247 | 5128 | 6767 | 9265 | 每股收益(元) | 0.67 | 1.08 | 1.53 | 2.10 |
| 少数股东权益 | 12 | 19 | 28 | 42 | 每股净资产(元) | 4.08 | 4.99 | 6.29 | 8.06 |
| 归属母公司股东权益 | 5240 | 6418 | 8083 | 10364 | 发行在外股份(百万股) | 1286 | 1286 | 1286 | 1286 |
| 负债和股东权益 | 10498 | 11564 | 14879 | 19672 | ROIC(%) | 24.7% | 33.7% | 44.7% | 52.8% |
| | | | | | ROE(%) | 16.4% | 21.7% | 24.3% | 26.0% |
| | | | | | 毛利率(%) | 36.6% | 37.3% | 37.5% | 37.4% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 22.5% | 21.9% | 22.3% | 22.3% |
| 现金流量表 (百万 元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 资产负债率(%) | 50.0% | 44.3% | 45.5% | 47.1% |
| 经营活动现金流 | 954 | 1366 | 1855 | 2241 | 收入增长率(%) | 22.5% | 66.6% | 38.8% | 37.1% |
| 投资活动现金流 | -283 | 101 | -275 | -282 | 净利润增长率(%) | 34.6% | 62.2% | 41.3% | 37.0% |
| 筹资活动现金流 | -366 | -215 | -301 | -413 | P/E | 54.02 | 33.32 | 23.57 | 17.21 |
| 现金净增加额 | 306 | 1253 | 1279 | 1547 | P/B | 8.85 | 7.22 | 5.74 | 4.47 |
| 折旧和摊销 | 122 | 150 | 178 | 203 | EV/EBITDA | 39.57 | 30.07 | 22.45 | 17.44 |
| 资本开支 | -252 | -264 | -275 | -282 | | | | | |
| 营运资本变动 | 455 | -182 | -299 | -669 | | | | | |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>