

2020 年年报点评：营收高增长，静待 PERC 激光龙头新技术方向布局落地 增持（维持）

2021 年 04 月 27 日

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

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,072	1,338	1,542	1,628
同比（%）	53.2%	24.8%	15.2%	5.6%
归母净利润（百万元）	373	435	492	507
同比（%）	22.3%	16.6%	13.2%	2.9%
每股收益（元/股）	3.53	4.10	4.65	4.78
P/E（倍）	33.89	29.12	25.73	25.01

事件：2020 年归属于母公司所有者的净利润 3.73 亿元，同比增长 22.28%；营业收入 10.72 亿元，同比增长 53.19%；基本每股收益 3.53 元，同比增长 9.63%。公司每 10 股派发现金红利 7.5 元（含税）。

投资要点

■ 下游需求回暖，公司业绩实现较快增长

2020 年公司营业收入达 10.72 亿元，同比+53.19%，归母净利润达 3.73 亿元，同比+22.28%。公司营收及利润实现快速增长主要系：1) 光伏行业景气度上行，公司作为光伏激光设备国产龙头，充分受益于下游需求回暖。2) 公司技术积累深厚，几项核心技术（PERC 激光消融技术、PERC 掺杂 SE 技术、MWT 技术、激光修复 LID/R 技术、全自动高速激光划片/裂片机）均处于行业领先水平，带动公司营业收入实现快速增长。

■ 公司主动回调毛利率，经营性净现金流情况得到改善

2020 年公司销售毛利率为 46.54%，同比-9.32pct；销售净利率为 34.80%，同比-8.8pct。毛利率大幅下降，主要系：1) 公司适当调低产品价格使得产品更有竞争力。2) 公司营业成本大幅上升，2020 年公司光伏业务营业成本同比+86.11%。

2020 年公司期间费用率为 7.74%，同比-0.19pct，其中销售、管理（含研发）、财务、研发费用率分别为 3.19%/7.69%/-3.14%/5.26%、分别同比-0.37pct/-0.28pct/+0.46pct/+0.52pct，销售费用率下降主要系新会计准则下销售费用移至营业成本科目所致，研发费用率上升主要系研发支出与研发人员薪酬增加所致。

2020 年公司经营性净现金流为 1.42 亿元，同比+41.65%。经营性净现金流大幅增加主要系：1) 公司营运能力显著提升，存货周转天数 445 天，大幅减少 71 天，应收账款周转天数 66 天，减少 5 天。2) 政府补助增加，2020 年公司收到政府补助共计 2045 万元，同比+170.15%。

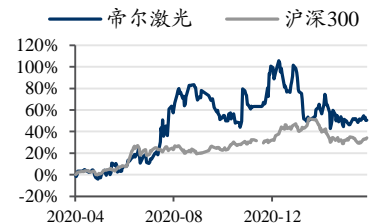
■ 210 大硅片渗透率提高+PERC 激光龙头地位稳固，未来观察 HJT 和 TOPCon 等新技术进展

从公司角度来看，公司在 PERC 时代龙头地位稳固，但我们认为，由于未来电池片环节是 HJT 时代，而 HJT 技术路线中对激光设备的需求量整体是下降的，仅在组件环节需要激光划片（全自动高速激光划片/裂片机）设备，故单 GW 价值量理论上是下降的。故需要持续观察单 GW 价值量较高的激光转印（有望替代丝网印刷）、激光修复设备（LID/R）的进展，若能技术突破和得到客户的认可，才能保持单 GW 设备价值量不下滑。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2021-2023 年的净利润分别为 4.35（原值 3.45，上调 39%）/4.92 亿/5.07 亿，对应当前股价 PE 29/26/25 倍，维持“增持”评级。

风险提示：市场需求变动风险，光伏行业景气度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	119.52
一年最低/最高价	71.84/161.69
市净率(倍)	7.03
流通 A 股市值(百万元)	5432.60

基础数据

每股净资产(元)	17.01
资产负债率(%)	32.90
总股本(百万股)	105.80
流通 A 股(百万股)	45.45

相关研究

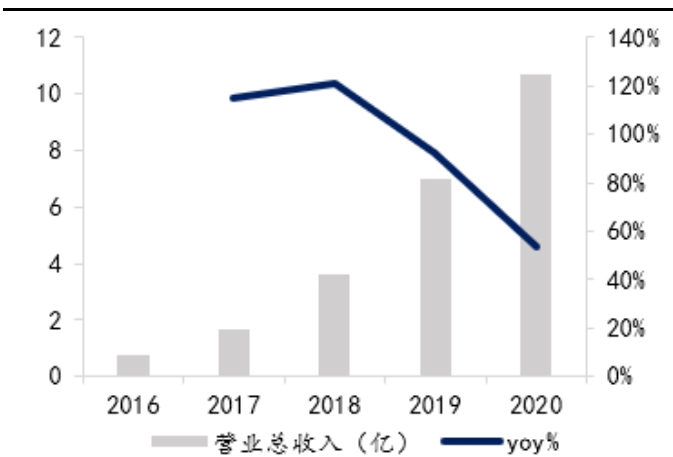
事件 1: 2020 年归属于母公司所有者的净利润 3.73 亿元，同比增长 22.28%；营业收入 10.72 亿元，同比增长 53.19%；基本每股收益 3.53 元，同比增长 9.63%。公司每 10 股派发现金红利 7.5 元（含税）。

1. 下游需求回暖，公司业绩实现较快增长

2020 年公司营业收入达 10.72 亿元，同比+53.19%，归母净利润达 3.73 亿元，同比+22.28%。公司营收及利润实现快速增长主要系：1）光伏行业景气度上行，2020 年我国光伏新增装机 48.2GW，连续 6 年位居全球首位。电池片产量约为 134.8GW，同比+22.2pct。公司作为光伏激光设备国产龙头，充分受益于下游需求回暖。2）公司技术积累深厚，几项核心技术（PERC 激光消融技术、PERC 掺杂 SE 技术、MWT 技术、激光修复 LID/R 技术、全自动高速激光划片/裂片机）均处于行业领先水平，带动公司营业收入实现快速增长。

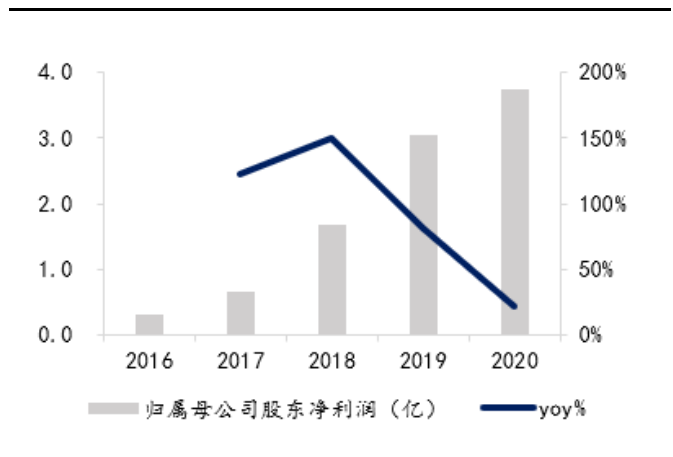
按照技术路线分类，公司在 TOPCon 方面公司拥有退火、掺杂、无损、修复等技术布局，HJT 方面拥有退火、激光转印、无损切割、激光修复等技术布局。

图 1: 2020 年营收 10.72 亿元，同比+53.19%



数据来源：帝尔激光年报，东吴证券研究所

图 2: 2020 年归母净利润 3.73 亿元，同比+22.28%

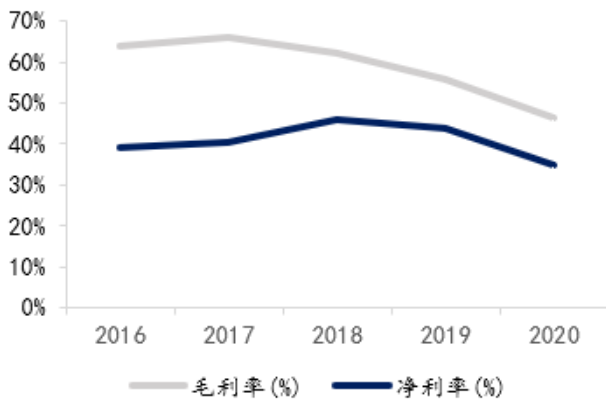


数据来源：帝尔激光年报，东吴证券研究所

2. 公司主动回调毛利率，经营性净现金流情况得到改善

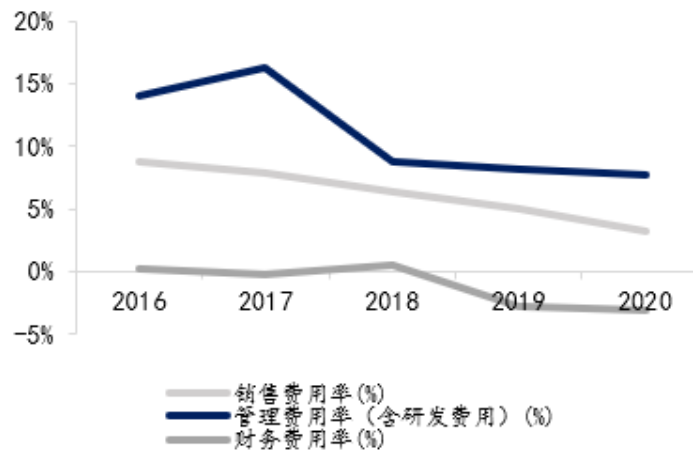
2020 年公司销售毛利率为 46.54%，同比-9.32pct；销售净利率为 34.80%，同比-8.8pct。分业务来看，核心业务太阳能电池激光加工设备毛利率为 45.16%，同比-10.77%，配件、维修及技术服务毛利率为 79.10%，同比+26.63pct。分季度来看，2020H1 毛利率 49.05%，H2 毛利率继续下滑至全年毛利率 46.54%。毛利率大幅下降，主要系：1）公司为了打造现代化供应链管理体系，建立良好的客户关系，适当调低产品价格，使产品更有竞争力。2）公司营业成本大幅上升，2020 年公司光伏业务营业成本同比+86.11%，我们判断主要是由于原材料价格上涨导致。

图 3: 毛利率、净利率回调, 让利于行业



数据来源: 帝尔激光年报, 东吴证券研究所

图 4: 期间费用率保持稳定

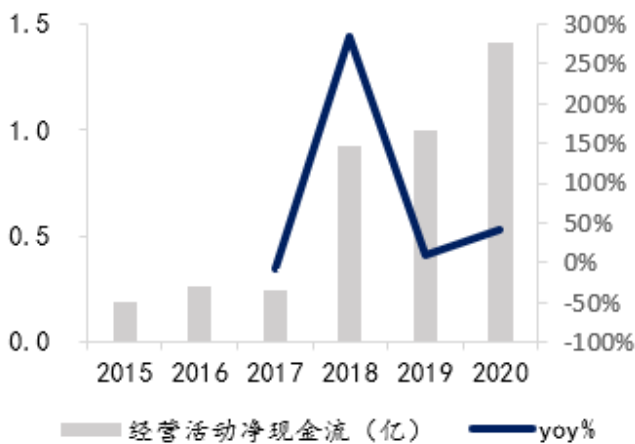


数据来源: 帝尔激光年报, 东吴证券研究所

2020 年公司期间费用率为 7.74%，同比-0.19pct，其中销售、管理（含研发）、财务、研发费用率分别为 3.19%/7.69%/-3.14%/5.26%，分别同比-0.37pct/-0.28pct/+0.46pct/+0.52pct，销售费用率下降主要系新会计准则下销售费用移至营业成本科目所致，研发费用率上升主要系研发支出与研发人员薪酬增加所致。

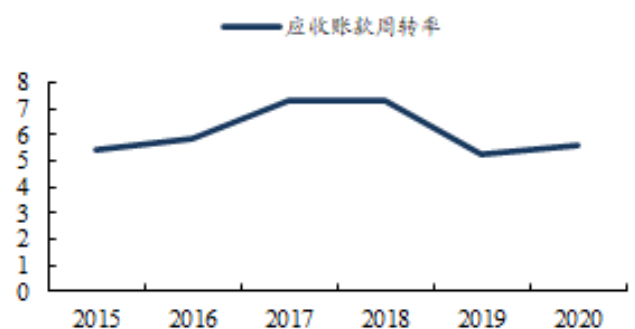
2020 年公司经营性净现金流为 1.42 亿元，同比+41.65%。经营性净现金流大幅增加主要系：1) 公司营运能力显著提升，存货周转天数 445 天，大幅减少 71 天，应收账款周转天数 66 天，减少 5 天。2) 政府补助增加，2020 年公司收到政府补助共计 2045 万元，同比+170.15%。

图 5: 经营性现金流净额大幅增加



数据来源: 帝尔激光年报, 东吴证券研究所

图 6: 2020 年应收账款周转率 5.41



数据来源: 帝尔激光年报, 东吴证券研究所

3. 210 大硅片渗透率提高+PERC 激光龙头地位稳固，未来观察 HJT 和 TOPCon 等新技术进展

从行业角度来看，结合产业链调研及我们的判断，预计 2021 年光伏电池片设备行业见顶，处于新技术爆发前夕，其中：1) PERC：随着 210 大硅片渗透率不断提高，PERC 产能更新迭代需求仍然持续，我们预计 2021 年将新增 60GW 的 210PERC 产能，但是相比较于 2020 年的 120GW 已经拐点向下，2021 年设备市场空间约为 134 亿元，同比-28%，且激光设备市场空间为 15 亿元。2) HJT：HJT 大规模扩产已经来临，目前多家龙头电池片企业均已开始布局 HJT，预计 2021 年行业将有 10-15GW 产能扩充，2022 年将有 20-30GW 产能扩充，2020-2022 年 HJT 设备的市场空间约 310 亿。

图 7：2017-2023 年全球丝印设备市场空间

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
全球电池片存量产能合计 (GW) ③=①+②	120	140	160	200	230	250	260
PERC 产能 (GW) ①	30	55	140	190	210	220	220
非 PERC 产能 (GW) ②	90	85	20	10	20	30	40
非 PERC 产能更新为 PERC 产能 (GW) ④=②前一年减当年	5	5	65	10	0	0	0
新增 PERC 产能 (GW) ⑤=①当年减前一年-④	15	20	20	40	20	10	0
非 PERC 产能更新+新增 PERC 产能总需求 (GW) ⑥=④+⑤	20	25	85	50	20	10	0
同比%		25%	240%	-41%	-60%	-50%	-100%
全球 PERC 电池片存量产能合计 (GW) ①=⑦+⑧	30	55	140	190	210	220	220
210 PERC 产能 (GW) ⑦	0	0	10	100	160	190	200
非 210 PERC 产能 (GW) ⑧	30	55	130	90	50	30	20
淘汰非 210 为 210 产能 (GW) ⑨=⑧前一年减当年	0	0	0	40	40	20	10
非 PERC 更新为 PERC 产能+新增 PERC 产能+淘汰非 210 为 210 产能 (GW) ⑩=⑥+⑨	20	25	85	90	60	30	10
电池自动化生产线产能 (GW) ⑪	0.14	0.14	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
所需电池片生产线 (条) ⑫=⑩/⑪	143	179	425	450	300	150	50
非 PERC 产线更新为 PERC 产线 (条) ⑬=④/⑪	36	36	325	50	0	0	0
新增产线 (条) 【包括：新增 PERC 产线+淘汰非 210 为 210 产线】 ⑭= (⑤+⑨)/⑪	107	143	100	400	300	150	50
制绒设备 (亿) ⑭*180*2/10000	4	5	4	14	11	5	2
扩散炉 (亿) ⑭*40*20/10000	9	11	8	32	24	12	4
刻蚀设备 (亿) ⑭*180*2/10000	4	5	4	14	11	5	2
激光设备 (亿) ⑭*250*2/10000+⑬*250/10000	6	8	13	21	15	8	3
PECVD (亿) ⑫*350*2/10000+⑫*350*0.4/10000	12	15	36	38	25	13	4
ALD (亿) ⑫*400*0.6/10000	3	4	10	11	7	4	1
丝网印刷设备 (亿) ⑭*600*2/10000	13	17	12	48	36	18	6
清洗设备 (亿) ⑭*30*2/10000	1	1	1	2	2	1	0
自动化设备 (亿) ⑭*60*2/10000	1	2	1	5	4	2	1
合计(亿)	53	69	88	186	134	67	22
同比增速		30%	28%	111%	-28%	-50%	-67%

数据来源：各家公司公告，东吴证券研究所整理

从公司角度来看，1) **PERC 时代龙头地位稳固**：公司自成立之初就专注于激光加工设备，技术积累深厚，主攻的 PERC 激光消融设备和 PERC 激光掺杂 SE 设备 2019 年市占率分别为 77%和 86%，均实现市场第一。2) **绑定优质客户资源**：公司绑定电池片和组件出货量前十的优质客户。3) **积极布局新技术**：公司积极布局与 PERC+、HJT、TOPCon 等新技术匹配的激光技术，目前针对 TOPCon 高效电池激光应用已经完成工艺论证，针对 HJT 高效电池激光应用已经完成激光 LID/R 技术的研发。

我们认为，由于未来电池片环节是 HJT 时代，而 HJT 技术路线中对激光设备的需求量整体是下降的，仅在组件环节需要激光划片（全自动高速激光划片/裂片机）设备，故单 GW 价值量理论上是下降的。故需要持续观察单 GW 价值量较高的激光转印（有望替代丝网印刷）、激光修复设备(LID/R)的进展，若能技术突破和得到客户的认可，才能保持单 GW 设备价值量不下滑。

图 8：2020 年公司重要项目研发进度

序号	研发项目名称	项目描述	进展情况
1	TOPCon 高效电池激光应用技术研究	激光开膜与掺杂技术应用于 TOPCon 结构，提升电池效率；采用无损激光切片技术，降低组件端切片功率损失。	完成工艺论证
2	HJT 高效电池激光应用技术研究	针对 HJT 电池工艺，进行激光新技术的研发，包括激光 LIA、激光去膜等技术实现降本提效；及无损激光切片 LIA 研发完成技术，降低组件端切片功率损失。	
3	超大尺寸电池片激光应用技术研究	研发出一种多激光在线/离线加工机内部结构，可以根据客户的需求来配置不同数目的激光器来匹配产能要求。	小批量试生产
4	高效电池转移印刷设备	拟采用高速取放料，激光加工，CCD 检测定位等功能。新研发一种转移印刷的技术，通过一种转移工具快速将银浆转移至电池片栅线位置。使其得到更细，形貌更好。	研发中
5	太阳能电池激光 LID/R 技术与系统集成研究	针对 PERC 高效电池的光衰问题，采用激光辅助技术，进一步开展适合不同类型电池光致衰减及再生技术实验。	研发中
6	基于太阳能电池叠瓦组件应用的高效激光划片智能装备的研究	研究最终实现激光 LID/R 设备的产品化并进行推广。在太阳能电池叠瓦组件的生产过程中，激光划片设备需	已完成

数据来源：帝尔激光年报，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2021-2023 年的净利润分别为 4.35(原值 3.45, 上调 39%)/4.92 亿/5.07 亿，对应当前股价 PE 29/26/25 倍，维持“增持”评级。

5. 风险提示

市场需求变动风险，光伏行业景气度不及预期。

帝尔激光三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2570.8	3212.2	3823.5	4383.8	营业收入	1072.3	1338.2	1541.5	1628.0
现金	1083.4	1425.7	1875.7	2302.5	营业成本	573.3	743.4	870.2	946.7
应收款项	442.2	551.8	635.7	671.4	营业税金及附加	6.2	7.7	11.3	10.3
存货	700.7	814.7	834.5	907.8	营业费用	34.2	40.1	46.2	48.8
其他	344.5	419.9	477.6	502.2	管理费用	28.2	81.9	94.1	99.3
非流动资产	111.5	191.7	245.9	297.0	财务费用	-33.7	-37.6	-49.5	-62.7
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	3.4	0.0	0.0	0.0
固定资产	39.4	121.3	177.0	229.9	其他	-33.6	1.7	1.7	1.7
无形资产	49.6	47.9	46.3	44.6	营业利润	434.0	504.3	570.8	587.2
其他	22.5	22.5	22.5	22.5	营业外净收支	-1.5	0.0	0.0	0.0
资产总计	2682.3	3403.9	4069.3	4680.8	利润总额	432.5	504.3	570.8	587.2
流动负债	824.1	1107.1	1281.5	1389.2	所得税费用	59.4	69.2	78.4	80.6
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	109.2	132.4	143.1	155.6	归属母公司净利润	373.2	435.0	492.5	506.6
其他	715.0	974.7	1138.5	1233.5	EBIT	432.5	466.6	521.3	524.6
非流动负债	58.3	100.4	142.6	184.7	EBITDA	436.6	474.4	534.7	543.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	58.3	100.4	142.6	184.7	重要财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
负债总计	882.4	1207.6	1424.1	1573.9	每股收益(元)	3.53	4.10	4.65	4.78
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	17.01	20.72	24.95	29.31
归属母公司股东权益	1799.9	2196.4	2645.2	3106.9	发行在外股份(百万股)	106	106	106	106
负债和股东权益总计	2682.3	3403.9	4069.3	4680.8	ROIC(%)	24.9%	22.4%	24.8%	24.7%
					ROE(%)	20.7%	19.8%	18.6%	16.3%
					毛利率(%)	46.5%	44.4%	43.5%	41.9%
现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	EBIT Margin(%)	40.3%	34.9%	33.8%	32.2%
经营活动现金流	141.6	445.4	561.1	542.0	销售净利率(%)	34.8%	32.5%	31.9%	31.1%
投资活动现金流	122.4	-64.5	-67.5	-70.3	资产负债率(%)	32.9%	35.5%	35.0%	33.6%
筹资活动现金流	-33.3	-38.5	-43.6	-44.9	收入增长率(%)	53.2%	24.8%	15.2%	5.6%
现金净增加额	229.9	342.3	449.9	426.8	净利润增长率(%)	22.3%	16.6%	13.2%	2.9%
折旧和摊销	4.1	7.8	13.4	19.1	P/E	33.89	29.12	25.73	25.01
资本开支	-55.3	-64.5	-67.5	-70.3	P/B	7.03	5.77	4.79	4.08
营运资本变动	-232.0	2.6	55.2	16.3	EV/EBITDA	30.99	29.20	26.31	26.15
企业自由现金流	146.8	348.4	450.9	417.6					

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>