

公司研究

压缩机及真空泵双轮驱动，泛半导体市场助力加速成长

——汉钟精机（002158.SZ）投资价值分析报告

要点

深耕压缩机及真空泵领域：公司成立于1994年，专注于设计及制造压缩机与真空泵的世界级大厂之一。公司的发展战略目标为流体机电产业的全球领军企业。压缩机及真空产品占据公司收入比重90%以上，公司近年来业绩保持稳定提升。2020年公司不畏疫情影响，积极推动真空泵产品在光伏和半导体产业的市场拓展，整体营收及净利润分别实现了25.75%、47.47%的增长。

真空产品已成为新的业绩增长极：公司真空泵产品下游主要为半导体及光伏两个市场。2020年全球半导体设备市场规模超700亿美元，中国市场为全球最大市场。半导体领域国产设备自给率低，进口替代空间大。2021年国内真空泵市场规模约为40亿（人民币）。公司真空泵产品技术卓越，布局半导体真空泵市场，下游客户覆盖机台商、单晶厂、晶圆厂、封装厂四个领域。光伏领域，公司真空泵主要应用在拉晶及电池片制程中，我们测算光伏领域真空泵的市场规模2023年有望达到15亿元（人民币）。公司光伏真空泵产品成熟，依靠优异的性价比取得了较大的市场份额。2021年在光伏头部客户继续扩产、潜在资本切入光伏市场、原有设备升级改造三个驱动因素下，公司光伏业务有望进一步提升。

压缩机业务稳健发展，冷链市场发展潜力巨大：公司压缩机产品主要应用在制冷行业上。我国冷链物流市场发展迅速，市场规模由2016年的2210亿元增长到了2019年的3391亿元。螺杆式与离心式压缩机技术均为新型压缩机技术，代表未来行业的发展方向。在螺杆制冷压缩机市场中，公司龙头地位十分显著。公司在冷链市场上的压缩机产品种类丰富，竞争力突出，未来发展值得期待。

盈利预测、估值与评级：公司发展以压缩机与真空产品双轮驱动为核心，未来发展空间广阔。公司真空产品技术卓越，在光伏、半导体的拓展已步入成熟期；冷链市场的发展有望推动公司压缩机业务实现稳健发展。我们预测公司2021-2023年净利润分别为4.99、6.11、7.72亿元，对应EPS为0.93、1.14、1.44元。根据相对估值法以及绝对估值法，我们给予公司34元的目标价（对应2021年PE为37x），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险；公司产品的技术风险。

公司盈利预测与估值简表

| 指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 1,807 | 2,272 | 2,807 | 3,461 | 4,346 |
| 营业收入增长率 | 4.35% | 25.75% | 23.51% | 23.31% | 25.58% |
| 净利润（百万元） | 246 | 363 | 499 | 611 | 772 |
| 净利润增长率 | 21.52% | 47.47% | 37.43% | 22.47% | 26.31% |
| EPS（元） | 0.46 | 0.68 | 0.93 | 1.14 | 1.44 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 12.07% | 15.84% | 19.09% | 20.54% | 22.43% |
| P/E | 57 | 39 | 26 | 21 | 17 |
| P/B | 6.9 | 6.1 | 5.4 | 4.7 | 4.1 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-06-16

买入（首次）

当前价/目标价：23.88/34.00元

作者

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

010-56513153

wangrui3@ebsecn.com

分析师：贺根

执业证书编号：S0930518040002

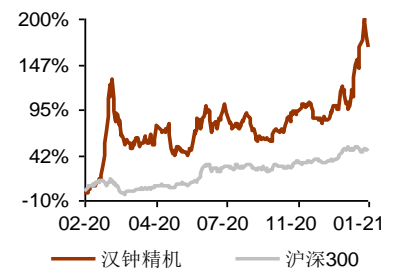
021-52523863

hegen@ebsecn.com

市场数据

| | |
|------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 5.35 |
| 总市值(亿元) | 127.73 |
| 一年最低/最高(元) | 10.71/28.22 |
| 近3月换手率 | 90.19% |

股价相对走势



收益表现

| % | 1M | 3M | 1Y |
|----|-------|-------|--------|
| 相对 | 5.26 | 29.92 | 102.71 |
| 绝对 | 12.37 | 35.50 | 136.89 |

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

公司发展以压缩机及真空产品形成双轮驱动,力争成为流体机电产业的全球领军企业。我们预期未来压缩机业务稳定发展,真空产品则有望在快速发展的新能源赛道上取得快速成长;铸件产品及其它业务非公司核心业务,我们假设维持 2020 年的发展体量。

1、压缩机业务:公司压缩机产品主要应用在制冷行业上,下游涵盖石油、化工、船舶、印染、楼宇等多个行业。我国冷链物流市场发展迅速,将会成为增长的核心动力之一。由于公司压缩机业务整体规模较大,市场较为成熟,因此我们预期业务有望保持稳健增长。我们预测 2021-2023 年收入增幅维持在 12%的水平,毛利率维持在 36%的水平。

2、真空产品业务:公司真空产品下游拓展集中在光伏及半导体领域。光伏领域,公司产品已经成熟,近年来市场占有率显著提升,这也是真空产品收入增速在 2020 年达到 77%的核心推动力。半导体领域,由于半导体产品的认证周期较光伏产品长,因此近年来业绩放量并不显著,但是公司技术卓越,三大系列真空泵产品已涵盖了机台商、单晶厂、晶圆厂、封装厂四个领域,未来发展值得期待。我们预测 2021-2023 年收入增幅分别为 50%、40%、40%,毛利率维持在 42%的水平。

3、零件及维修:伴随着公司压缩机及真空产品的规模不断成长,市场上公司产品的存量也在逐步壮大,从而带动了存量产品零件及维修业务量的出现,未来成长有望加速。我们预测 2021-2023 年收入增幅分别为 30%、40%、50%,毛利率维持在 43%的水平。

我们区别于市场的创新之处

- 1、真空产品业务,我们对于公司在光伏及半导体两个领域的市场空间进行了详细测算;
- 2、压缩机业务,我们此篇报告重点阐述了冷链物流市场发展的机遇。

股价上涨的催化因素

公司在泛半导体领域的拓展逐步落地,推动业绩维持快速增长。

估值与目标价

公司发展以压缩机与真空产品双轮驱动为核心,未来发展空间广阔。我们预测公司 2021-2023 年净利润分别为 4.99、6.11、7.72 亿元,对应 EPS 为 0.93、1.14、1.44 元。根据相对估值法以及绝对估值法,我们给予公司 34 元的目标价(2021 年 PE 为 37x),首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

| | |
|---------------------------|----|
| 1、汉钟精机：压缩机与真空泵双轮驱动 | 5 |
| 2、真空产品已成为新的业绩增长极 | 8 |
| 2.1、技术卓越，攻克半导体真空泵市场 | 8 |
| 2.2、产品成熟，光伏真空泵领域快速放量..... | 10 |
| 3、压缩机业务：冷链市场发展潜力巨大 | 13 |
| 4、盈利预测与投资评级 | 16 |
| 4.1、关键假设与盈利预测 | 16 |
| 4.2、估值分析与投资评级 | 17 |
| 5、风险提示..... | 20 |

图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司压缩机产品—离心式水冷冷水机组 | 5 |
| 图 2: 公司真空泵产品—罗茨真空泵 | 5 |
| 图 3: 汉钟精机发展历程 | 5 |
| 图 4: 公司业务的下游细分领域及相应产品 | 6 |
| 图 5: 公司股权结构 (截止 2021 年 3 月 31 日) | 6 |
| 图 6: 公司 2020 年主营业务构成 | 6 |
| 图 7: 公司 2016-2020 年营业收入 (亿元) | 7 |
| 图 8: 公司 2016-2020 年净利润 (亿元) | 7 |
| 图 9: 公司 IPO 及定增募集资金 | 7 |
| 图 10: 半导体工艺流程 | 8 |
| 图 11: 全球半导体设备销售额及增速 | 8 |
| 图 12: 我国半导体设备销售额及增速 | 8 |
| 图 13: 真空泵在半导体制程上的应用 (红色方框内) | 9 |
| 图 14: 2017-2020 年我国光伏装机量新增情况 (月度) | 11 |
| 图 15: 2011-2025E 全球新增光伏装机量 | 11 |
| 图 16: 光伏产业链上中下游 | 11 |
| 图 17: 公司压缩机制冷产品 | 13 |
| 图 18: 制冷市场 2019 年发展情况 | 14 |
| 图 19: 2019 年中国与发达国家冷链运输率比较 | 14 |
| 图 20: 全国冷链物流市场规模 (亿元) | 14 |
| 图 21: 螺杆制冷压缩机制造商国内市占率 (销售额) | 15 |

表目录

| | |
|---|----|
| 表 1: 我国半导体设备国产化情况 | 9 |
| 表 2: 公司三大系列真空泵产品 | 10 |
| 表 3: “十四五”我国非化石能源发电量及装机量预测 | 10 |
| 表 4: 光伏用真空泵主要市场规模测算 | 12 |
| 表 5: 压缩机分类及优缺点 | 13 |
| 表 6: 公司冷冻冷藏系列产品介绍 | 15 |
| 表 7: 汉钟精机分项业务预测 (单位: 亿元) | 16 |
| 表 8: 可比公司盈利预测与估值 (收盘价为 6 月 16 日收盘价) | 17 |
| 表 9: 汉钟精机绝对估值关键假设 | 18 |
| 表 10: 汉钟精机 FCFE 估值结果 | 18 |
| 表 11: 敏感性分析表 | 18 |
| 表 12: 估值结果汇总 (元) | 18 |

1、汉钟精机：压缩机与真空泵双轮驱动

深耕压缩机及真空泵领域。汉钟精机成立于 1994 年，为全球少数专注于设计及制造压缩机与真空泵的世界级大厂之一，在国内市场的市占率保持在第一位，全球市场名列前茅五大。公司为国内相关行业第一家通过 ISO9001 认证公司。公司目前有三个生产基地：上海金山厂（枫泾厂+兴塔厂）、桃园市观音厂、台中厂。

图 1：公司压缩机产品—离心式水冷冷水机组



资料来源：公司官网

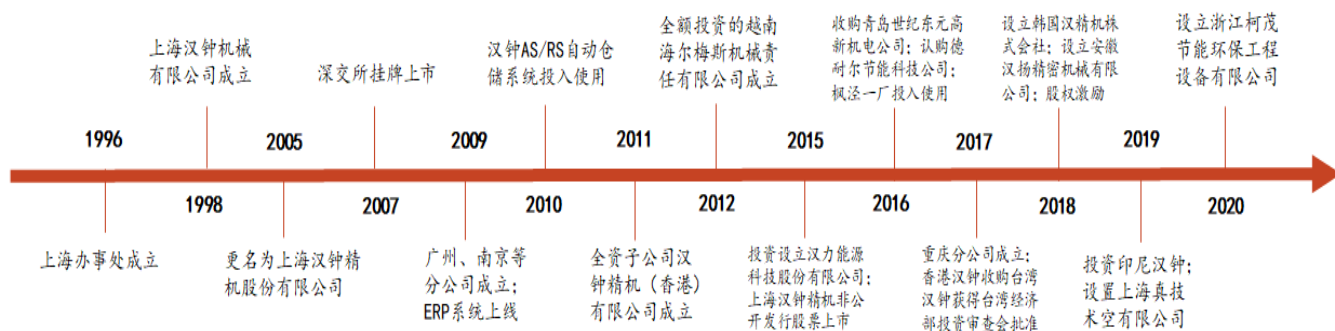
图 2：公司真空泵产品—罗茨真空泵



资料来源：公司官网

公司 1996 年在上海设立办事处，2000 年开始建设上海生产基地，并于 2003 年完成三期的规划建设。2007 年公司在深交所挂牌上市。2015 年公司非公开发行股票正式上市。2016 年公司完成收购青岛世纪东元高新机电公司，并认购新三板德耐尔节能科技股份有限公司股份。2017 年完成收购台湾汉钟。2019 年，公司设立上海真空技术有限公司，真空泵业务迎来加速发展期。

图 3：汉钟精机发展历程



资料来源：公司官方网站

公司的发展战略目标，成为流体机电产业的全球领军企业，并规划由当前的关键零部件供应商身份向系统营运服务商转型。公司产品以压缩机与真空泵两大类为核心。按照下游领域划分，公司业务主要分为制冷、工业制造、新能源、半导体、加工制造、零件维修。

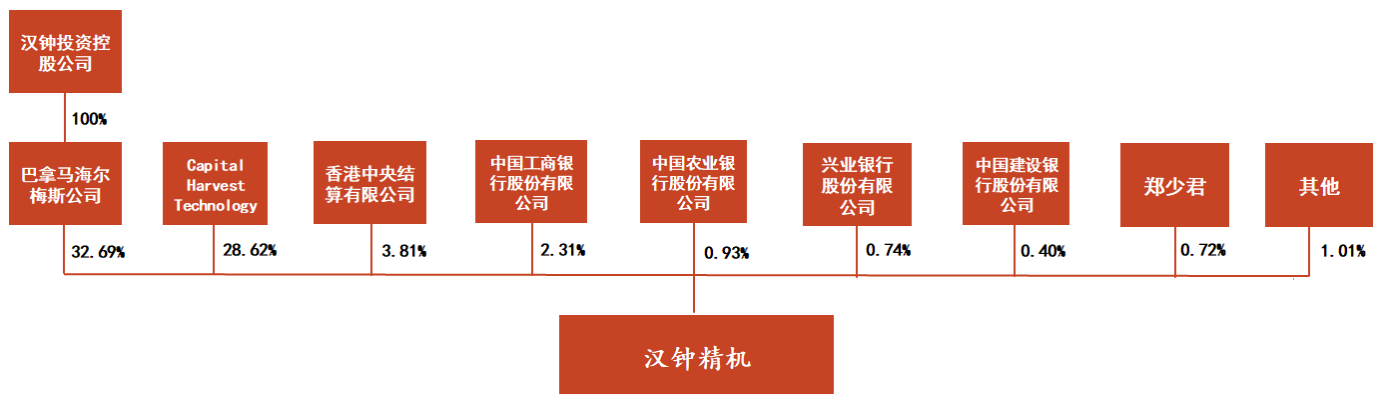
图 4：公司业务的下游细分领域及相应产品



资料来源：公司公告

公司股权结构十分稳定，实控人为廖哲男先生。廖哲男 1994 年至 2011 年担任公司董事长，2011 年至 2020 年担任董事。廖哲男持股 23.09% 股份的汉钟投资控股公司，控股巴拿马海尔梅斯公司 100% 股权，从而成为公司实际控制人。

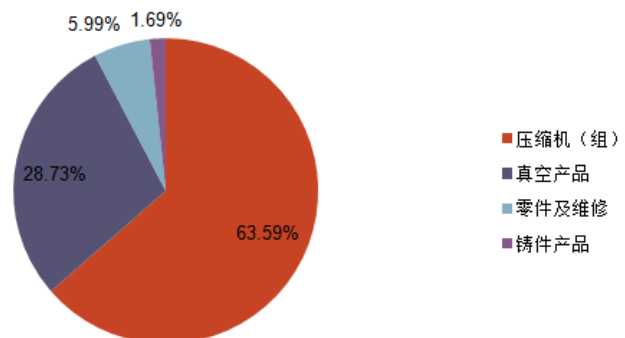
图 5：公司股权结构（截止 2021 年 3 月 31 日）



资料来源：wind

压缩机及真空产品占据公司收入比重 90% 以上。2020 年公司实现收入 22.72 亿，同比增长 25.75%。按照产品类别，公司业务主要分为压缩机（组）、真空产品、铸件产品、零件及维修四大类别，2020 年收入占比分别为 63.59%、28.73%、1.69%、5.99%。

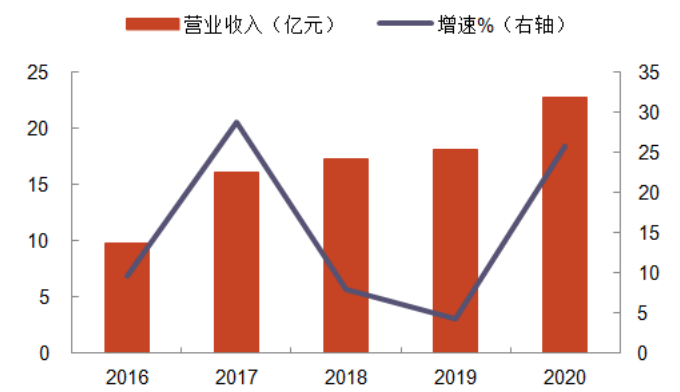
图 6：公司 2020 年主营业务构成



资料来源：wind

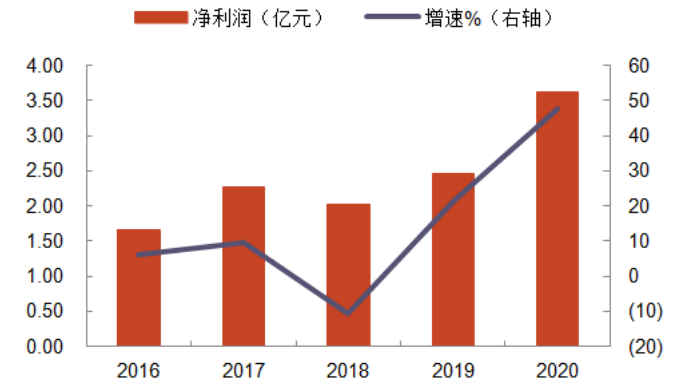
公司近年来业绩保持稳定提升。公司收入由 2016 年的 9.74 亿元，提升至 2020 年的 22.72 亿元；对应净利润由 1.66 亿元提升至 3.63 亿元。2020 年全球经济虽然受到了疫情冲击，但是公司积极恢复生产，及时调整经营生产，尽可能降低疫情的不利影响。公司积极推动真空泵产品在光伏和半导体产业的销售，同时大力拓展制冷产品和空压产品在各细分领域的应用，从而推动公司收入及净利润在 2020 年分别实现了 25.75%、47.47% 的增长。

图 7: 公司 2016-2020 年营业收入 (亿元)



资料来源: wind

图 8: 公司 2016-2020 年净利润 (亿元)



资料来源: wind

公司过去完成 IPO 发行及定增共计两次募集资金。2007 年公司 IPO 发行，募集资金 3.45 亿元，主要用于压缩机零部件自动化产线、螺杆式流体机械产线等项目建设。2015 年公司定增募集资金 8.50 亿元，主要用于压缩机产品扩产、新建兴塔厂区等。

图 9: 公司 IPO 及定增募集资金



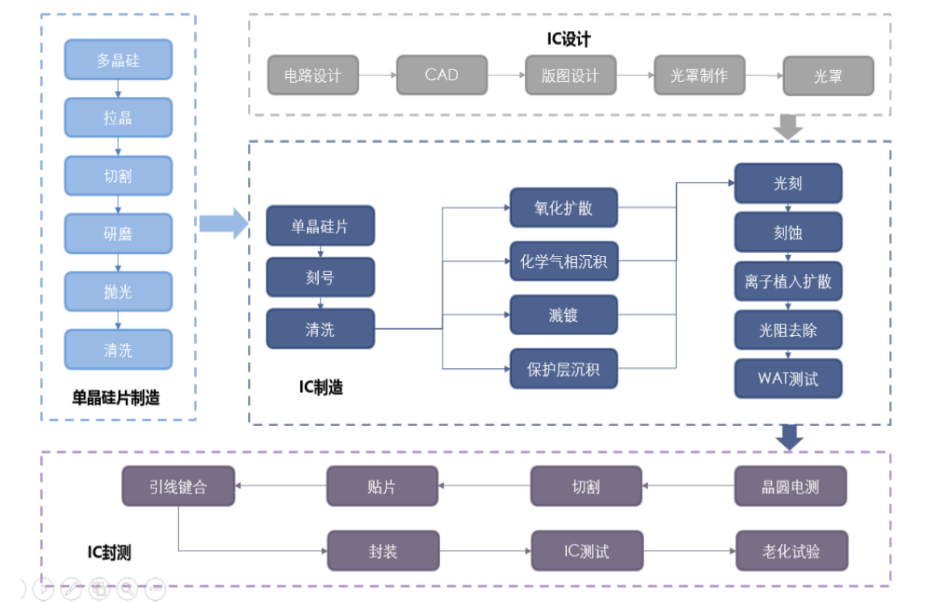
资料来源: 公司公告

2、真空产品已成为新的业绩增长极

2.1、 技术卓越，攻克半导体真空泵市场

半导体工艺流程主要包括单晶硅片制造、IC 设计、IC 制造和 IC 封测。单晶硅片制造需要单晶炉等设备，IC 制造需要光刻机、刻蚀机、薄膜设备、扩散\离子注入设备、湿法设备、过程检测等六大类设备。半导体设备中，晶圆代工厂设备采购额约占 80%，检测设备约占 8%，封装设备约占 7%，硅片厂设备等其他约占 5%。半导体设备及核心零部件，具备技术高、进步快、种类多、价值大等特点。

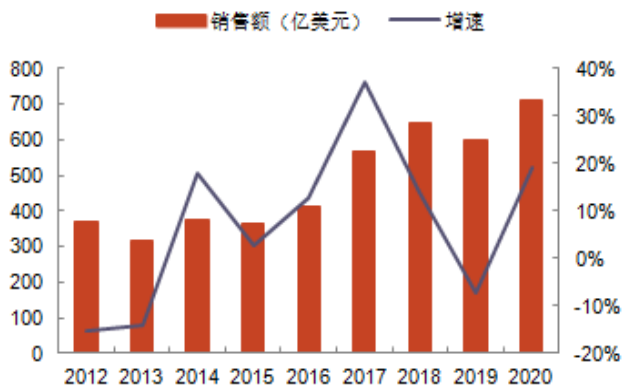
图 10：半导体工艺流程



资料来源：清科研究中心

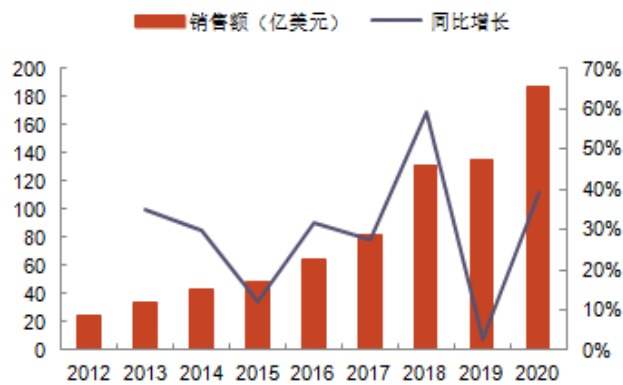
2020 年全球半导体设备市场规模超 700 亿美元，中国市场为全球最大市场。根据 SEMI 行业协会数据，全球半导体制造设备销售额从 2019 年的 598 亿美元，激增到了 2020 年的 712 亿美元（同比增长 19%），同时创下了行业的历史新高。同时，中国 2020 年凭借 187.2 亿美元（同比增长 39%）成为了半导体制造设备的最大市场，占据了全球份额的 26.29%。

图 11：全球半导体设备销售额及增速



资料来源：SEMI，前瞻产业研究院

图 12：我国半导体设备销售额及增速



资料来源：SEMI，前瞻产业研究院

国产设备自给率低，进口替代空间大。虽然中国半导体专用设备企业销售规模不断增长，但整体国产化率还处于较低的水平，目前中国半导体专用设备仍主要依赖进口。根据中国本土主要晶圆厂设备采购情况的统计数据，目前中国主要本土晶圆厂设备的国产化情况，去胶设备技术门槛最低，国产化率达到 90%以上；清洗设备、刻蚀设备、热处理设备为 20%左右；PVD、CMP 仅为 10%左右。

表 1：我国半导体设备国产化情况

| 设备名称 | 国产化率 (%) | 国内代表性厂商 |
|--------|----------|-------------------|
| 去胶设备 | 90%以上 | 北京屹唐半导体 |
| 清洗设备 | 20%左右 | 盛美半导体、北方华创 |
| 刻蚀设备 | 20%左右 | 中微公司、北方华创、北京屹唐半导体 |
| 热处理设备 | 20%左右 | 北方华创、北京屹唐半导体 |
| PVD 设备 | 10%左右 | 北方华创 |
| CMP 设备 | 10%左右 | 天津华海清科 |
| 涂胶显影设备 | 零的突破 | 芯源微 |
| 光刻设备 | 预计将有零的突破 | 上海微电子 |

资料来源：盛美公司招股说明书

半导体制程中真空泵应用广泛。真空泵是指利用机械、物理、化学或物理化学的方法对被抽容器进行抽气而获得真空的器件或设备。在半导体制程应用中，真空泵被广泛的应用在单晶硅制造、晶圆加工、封装测试等工艺中。

图 13：真空泵在半导体制程上的应用（红色方框内）



资料来源：光大证券研究所整理

国内真空泵市场规模约为人民币 40 亿左右。半导体真空泵的需求主要来自未来晶圆厂的建设以及存量的更新替代。12 寸晶圆厂的生产线，月产 3.5 万片的产能大约对应 2000 台真空泵的装配需求。根据 SEMI 数据，2020 年我国半导体设备市场规模约为 187.2 亿美元，约占全球市场规模的 26%。假设真空设备占 FAB 厂投资的 3%，我们推算出国内真空泵市场需求达到 40+亿规模。未来随着半导体工艺对于真空环境的要求越来越高，真空设备的投资占比也有望取得不断提升。

公司已具备成熟的真空泵产品。公司为国内“集成电路国产化零部件创新联盟”一员，目前已通过部分国内大厂认可，并与多家半导体设备企业展开新设备开发合作。汉钟精机已有能满足半导体最先进工艺的全系列中真空干式真空泵产品，并拥有 SEMI 安全基准验证证书，且已推出三个系列真空泵产品。

表 2: 公司三大系列真空泵产品

| 产品系列 | 介绍 |
|------|--|
| PMF | 体积超小, 超高效节能机型 (Load Lock、TR、Metrology 等干净制程使用) |
| iPM | 体积小、节能等一般严苛工艺腔使用 (PVD、Ashing、ETCH、IPM 等工艺) |
| iPH | 抗沾黏、腐蚀、热氮气系统、壳体温度控制, 严苛工艺腔使用 (CVD、ALD 等工艺) |

资料来源: 公司公告

在半导体行业, 公司通过三大系列真空泵产品, 以及国内外全球性销售和服务网络, 近年来在半导体真空泵领域取得显著的成绩。公司当前下游客户覆盖机台商、单晶厂、晶圆厂、封装厂四个领域。

2.2、产品成熟, 光伏真空泵领域快速放量

光伏电池是一种对光有响应并能将光能转化为电能的器件, 光伏发电所用的太阳能具有普遍性、清洁性、长久性等特点, 属于可再生能源。近几年全球光伏发电量占比持续提升, 有望在未来成为主要的发电方式之一。

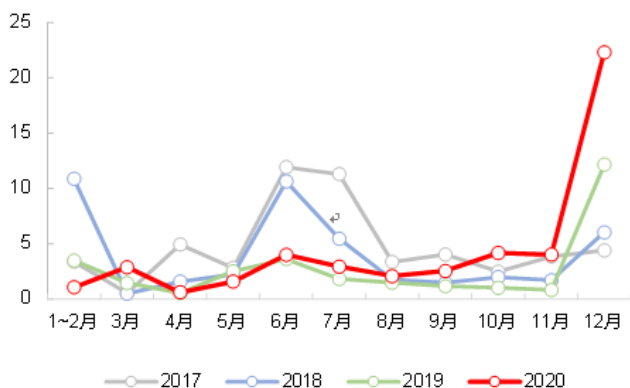
长远来看, “碳中和”背景下, 结合当前经济发展环境及政策趋势, 能源安全、清洁化转型将是“十四五”我国重要的能源战略, 可再生能源也将在“十四五”迎来更大发展。2019年, 我国非化石能源占一次能源消费总量比重为 15.3%, 我们以 2025 年达到 20% 并以此为核心假设进行测算, 得出相应结论: (1) 2020-2025E 光伏+风电发电量平均增速为 16.9%; (2) 2020-2025E 光伏装机 5 年 CAGR 为 20.5% (年均 70GW) 至总装机为 623GW; 风电装机 5 年 CAGR 为 11.1% (年均 31GW) 至总装机为 394GW。

表 3: “十四五”我国非化石能源发电量及装机量预测

| 科目 | | 单位 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 能源消费总量 | | 亿吨标准煤 | 46.4 | 48.6 | 51 | 53 | 55 | 57 | 59 | 61 |
| YOY | | | 3.4% | 4.7% | | | | | | 4% |
| 非化石能源占一次能源消费总量比重 | | | 14.3% | 15.3% | | | | | | 20% |
| 非化石能源发电量 | | 亿千瓦时 | 21614 | 23894 | 25848 | 27963 | 30250 | 32724 | 35401 | 38297 |
| YOY | | | 11.1% | 10.5% | | | | | | 8.2% |
| 发电量 | 光伏+风电 | 亿千瓦时 | 5435 | 6300 | 7655 | 9145 | 10780 | 12573 | 14538 | 16690 |
| | YOY | | 28.2% | 15.9% | | | | | | 17.6% |
| | 水电 | 亿千瓦时 | 12329 | 13000 | 13325 | 13658 | 14000 | 14350 | 14708 | 15076 |
| | YOY | | 3.2% | 5.4% | | | | | | 2.5% |
| | 生物质 | 亿千瓦时 | 906 | 1111 | 1211 | 1320 | 1439 | 1568 | 1709 | 1863 |
| | YOY | | 14.0% | 22.6% | | | | | | 9% |
| | 核电 | 亿千瓦时 | 2944 | 3483 | 3657 | 3840 | 4032 | 4234 | 4445 | 4668 |
| | YOY | | 18.7% | 18.3% | | | | | | 5% |
| 累计装机量 | 光伏 (利用小时数 1200h) | 亿千瓦 | 1.75 | 2.04 | 2.46 | | | | | 6.23 |
| | 5 年 CAGR | | | | 41.6% | | | | | 20.5% |
| | 风电 (利用小时数 2000h) | 亿千瓦 | 1.84 | 2.10 | 2.33 | | | | | 3.94 |
| | 5 年 CAGR | | | | 12.6% | | | | | 11.1% |

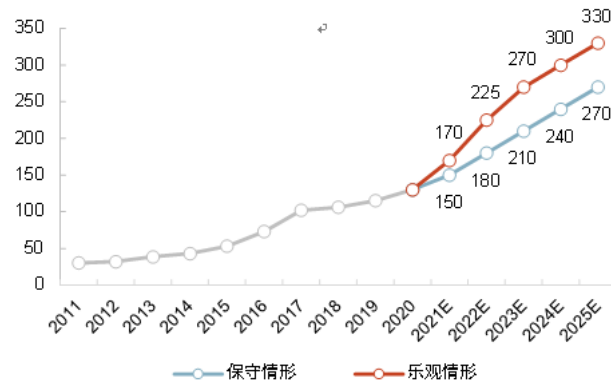
资料来源: Wind, 2019 年度全国可再生能源电力发展监测评价报告, 光大证券研究所于 2020.10.10 测算; 假设光伏发电占风光发电总量比重 48%

图 14: 2017-2020 年我国光伏装机量新增情况 (月度)



资料来源: 中电联, 光大证券研究所整理, 单位: 万千瓦

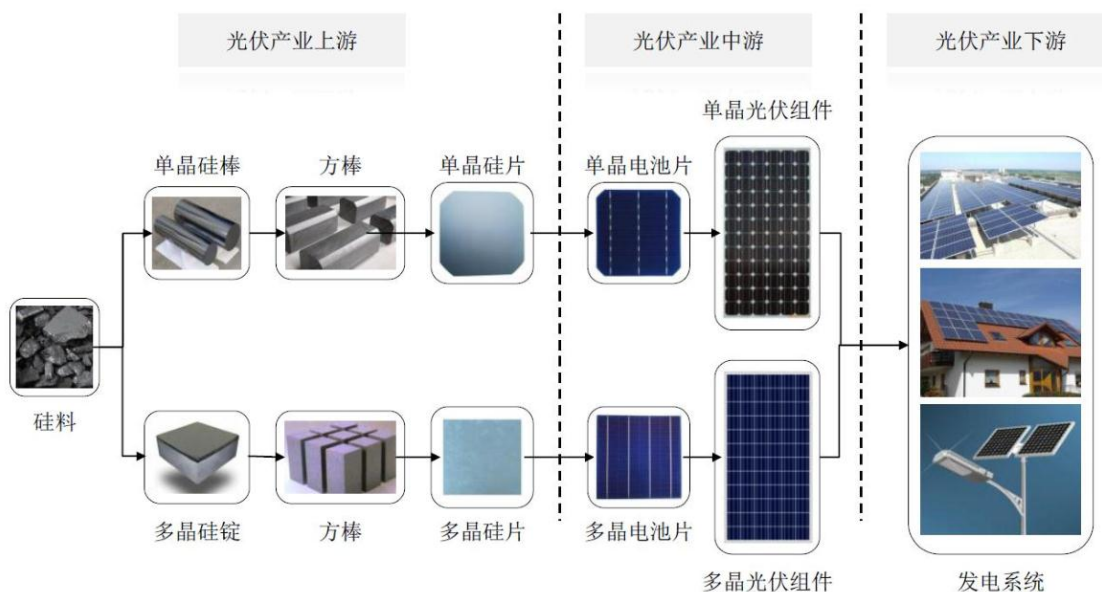
图 15: 2011-2025E 全球新增光伏装机量



资料来源: CPIA, 光大证券研究所整理, 单位: GW

真空泵主要应用在光伏组件产业链中的拉晶及电池片制程中。生产光伏电池主要分为四大流程: 硅料制程、硅片制程、电池片制程和组件制程。不同环节的工艺制程都需要关键设备辅助, 其中真空泵作为光伏设备的关键部件之一, 也将随着光伏制造企业产能的扩张以及设备的更换提升较大的市场需求量。真空泵应用在整个光伏组件的制程过程中, 在硅料清洗、单晶拉晶、电池片工艺中的 PECVD/ALD、组件层压等均有采用, 集中于拉晶及电池片制程。

图 16: 光伏产业链上中下游



资料来源: 迈为股份招股说明书

公司真空泵产品已在光伏领域取得显著突破。公司在光伏领域推出了多个真空泵系列产品, 例如干式螺杆真空泵、罗茨泵、螺杆罗茨机组、油封式单级旋片泵、油封式双级旋片泵、微油螺杆泵等等。公司目前已经实现大批量供货及长时间可靠运行, 采用优异性价比取得了较大的市场份额。目前公司下游客户有隆基、协鑫、ATL 等。

不畏疫情, 2020 年业务取得一步发展。2019 年光伏产业从复苏到成长, 并在 2020 年保持进一步扩产, 以期达到平价上网的目标。2020 年光伏产业受疫情影响有限, 公司真空产品业务在光伏领域取得进一步发展。2020 年公司产品在

制程严苛的电池片制程中的表现持续获得老客户及新客户的肯定,增加了公司在此技术领域应用的业绩,提升了市占率。2021年,除大客户持续扩产外,也有多个原先在其他产业领域的新客户加入光伏产业这个领域,加上光伏原有技术设备的升级及更新换代,预期公司光伏领域的发展有望得到进一步提升。

光伏真空泵市场规模 2023 年有望达到 15 亿元。2020 年下半年,光伏产业启动新一轮的扩产周期,硅片、电池片、组件环节的产能大幅扩容。HJT 有望成为电池端下一代的主流技术,PERC 产能建设已呈现大幅下降的趋势,未来 HJT 产能有望加速投放。我们假设硅片端、PERC 电池端、HJT 端对应的真空泵价值分别为 8、8、15 万元,2023 年光伏领域的真空泵市场规模有望达到 15.34 亿元。

表 4: 光伏用真空泵主要市场规模测算

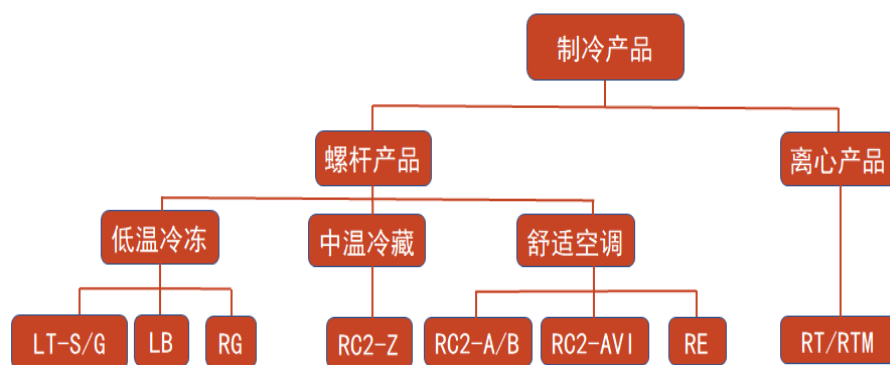
| | 类型 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------|--------------|-------|-------|-------|
| 单晶炉真空泵 | 硅片扩产(GW) | 110 | 90 | 110 |
| | 单 GW 数量 (台) | 100 | 100 | 100 |
| | 市场需求 (台) | 11000 | 9000 | 11000 |
| | 价格 (万元/台) | 8 | 8 | 8 |
| | 小计 (万元) | 88000 | 72000 | 88000 |
| PERC 电池片真空泵 | PERC 扩产 (GW) | 90 | 30 | 5 |
| | 单 GW 数量 (台) | 60 | 60 | 60 |
| | 市场需求 (台) | 5400 | 1800 | 300 |
| | 价格 (万元/台) | 8 | 8 | 8 |
| | 小计 (万元) | 43200 | 14400 | 2400 |
| HJT 电池片真空泵 | HJT 扩产 (GW) | 10 | 40 | 60 |
| | 单 GW 数量 (台) | 70 | 70 | 70 |
| | 市场需求 (台) | 700 | 2800 | 4200 |
| | 价格 (万元/台) | 15 | 15 | 15 |
| | 小计 (万元) | 10500 | 42000 | 63000 |
| 合计 (亿元) | | 14.17 | 12.84 | 15.34 |

资料来源: wind, 光大证券研究所测算

3、压缩机业务：冷链市场发展潜力巨大

公司压缩机产品主要应用在制冷行业上，产品涵盖舒适空调、中、低温冷冻冷藏三大领域，运行范围最低至-70℃，符合 GB19577-2015 一级能效要求，涉及石油、化工、船舶、印染、楼宇等多个行业，具体客户有约克、开利、海尔、美的、同方、盾安、国祥、松下等等。

图 17：公司压缩机制冷产品



资料来源：公司介绍资料

螺杆式与离心式压缩机技术均为新型压缩机技术，代表着未来一段时期制冷压缩机行业的发展方向。压缩机市场主要由活塞式、螺杆式、离心式、滑片式等组成，国内以活塞式使用最为广泛，但由于其惯性大，排气不连续易产生压力脉动等问题，近几年螺杆式和离心式压缩机占比在不断升高。螺杆式压缩机以回转式理论为基础，通过一对含有螺旋齿槽的转子相互啮合，造成容积的变化进行气体压缩。除了两个高速回转的螺杆转子外，螺杆式压缩机较少运动部件，克服了传统活塞式压缩机的运动部件多、振动及噪声大等不足，螺杆式压缩机具有可靠性高、易损件少、操作简单、运转平稳等诸多优点。离心式压缩机的优势在于压缩大流量、高密度的低压制冷剂，适用于大容量的制冷设备离心式机组，单台制冷量在 1400kw 以上。

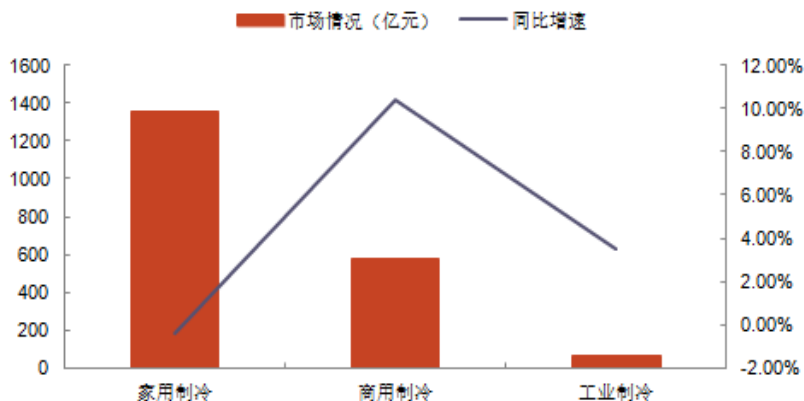
表 5：压缩机分类及优缺点

| | 工作原理 | 运动件 | 优点 | 缺点 | 主要企业 | 下游行业 |
|-------|------|-----|---------------------------------|--------------------------------|-------------------------|-----------------|
| 空气压缩机 | 容积式 | 活塞式 | 压力范围广、排气范围宽、设备价格低、热效率高 | 惯性大、机体重、易损件多、维修量大、排气不连续 | 沈鼓集团、无锡压缩机、德莱赛兰、汤马森 | 石油、石化、煤化工 |
| | | 滑片式 | 噪声低、震动小、重量轻、流量均匀、脉动性小 | 滑片存在磨损、使用寿命低、效率低 | 英国康普艾、意大利玛泰 | 石油、煤炭、发电 |
| | | 螺杆式 | 可靠性高、易损件少、操作简单、运转平稳 | 噪音大、定期维护及更换费用大 | 汉钟精机、比泽尔、上海复盛 | 余热余压回收、制冷 |
| | 动力式 | 离心式 | 流量大、功率大、无油不会污染介质、排气均匀、易损件少 | 不适合气量小及压力大场合、运营工况窄、喘振 | 沈鼓集团、陕鼓动力、金通灵、GE、三菱、西门子 | 石油、石化、煤化工、电力、冶金 |
| | | 轴流式 | 流量大、流量范围大、无油不会污染介质、节能、排气均匀、易损件少 | 相对离心式等温性能、压比小、稳定工况相对窄、运行特性存在喘振 | 陕鼓动力 | 冶金高炉、炼油厂催化裂化 |
| | | 涡旋式 | 结构简单、重量轻、易损件少、效率高 | 零部件加工成本高、排气压力小 | 艾默生、丹佛斯、松下 | 制冷 |

资料来源：《过程流体机械》，作者李云、姜培正

制冷领域内商用制冷成长趋势显著。在家用制冷、商用制冷、工业制冷三个细分领域中，2019年商用制冷增长显著，市场规模达到574亿，同比增长10.4%；工业制冷市场规模同比增长3.5%，家用制冷则是同比下滑0.4%。螺杆压缩机目前主要应用在商用制冷下的制冰机、冷库、速冻等方向。

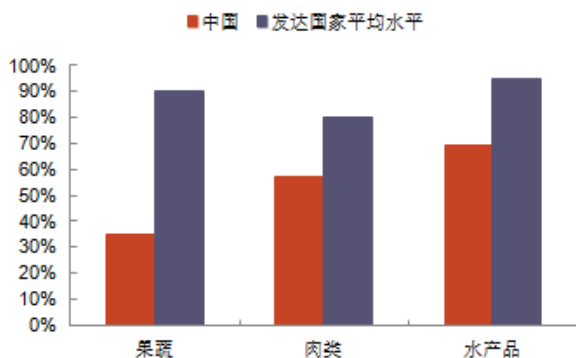
图 18：制冷市场 2019 年发展情况



资料来源：产业在线

冷链市场发展潜力巨大。我国冷链物流市场发展迅速，市场规模由2016年的2210亿元增长到了2019年的3391亿元。目前而言，我国冷链物流还有很多不足，整个冷链系统的建设依旧落后于发达国家，但随着国务院对冷链物流的重视，一系列的政策开始陆续发布并落实。同时借着“乡村振兴”行动的推进，农产品的冷库建设也开始进入日程。另外，2020年突发疫情，冷链被视作防疫阵线的重要环节，并引起广泛关注，进一步加快冷链市场的建设。

图 19：2019 年中国与发达国家冷链运输率比较



资料来源：中物联冷链委

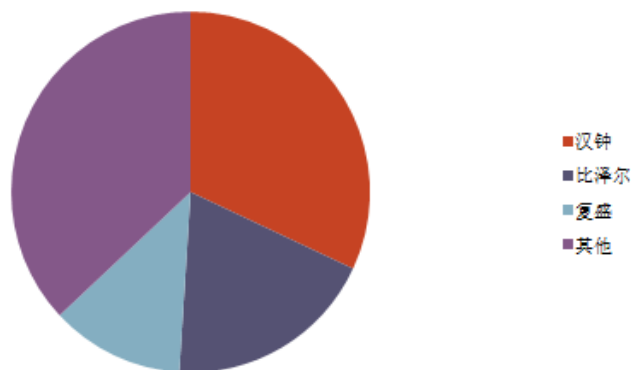
图 20：全国冷链物流市场规模 (亿元)



资料来源：中物联冷链委

在螺杆制冷压缩机市场中，公司龙头地位十分显著。公司深耕压缩机领域，每年不断推陈出新创造新的产品及服务，目前已成为国际知名大厂，以自有品牌「Hanbell」行销全球。在螺杆制冷压缩机市场上，2019年公司市占率（销售额）遥遥领先于第二名的比泽尔、第三名的复盛。

图 21: 螺杆制冷压缩机制造商国内市占率 (销售额)



资料来源: 2019 年中国制冷空调工业协会行业报告

公司冷链市场产品种类丰富, 竞争力突出。针对冷链市场的用户需求, 公司在产品和技术上不断优化和创新, 持续推出适合市场需求的低温冷冻冷藏压缩机, 例如 RC2-D 系列、LT-S 系列等等。借助新产品的成功上市与既有产品的良好口碑, 公司在冷冻冷藏产品上的业绩有望继续保持大幅成长趋势, 未来发展值得期待。

表 6: 公司冷冻冷藏系列产品介绍

| 产品系列 | 性能介绍 |
|------------|---|
| RC2-D 系列 | 冷量范围广, 标配经济器截止阀、电机温度传感器与配套节流机构, 在提升产品性能的同时保证产品的稳定性, 产品细分为: M 系列可满足高温冷藏应用需求、L 系列可满足中低温冷藏应用需求, 是一款针对冷藏市场应用特点开发的冷藏专用压缩 |
| LB-PLUS 系列 | 低温单级压缩机, 在上一代产品基础上拓展了运行范围, 使该系列产品可满足风冷应用, 且进一步提高了运行性能, 该系列产品在低温工况下性能远超常规单级低温螺杆机, 特别适合速冻库与低温冷藏库应用 |
| LT-S 系列 | 常规单机双级压缩机: 可满足 1.5 吨螺旋速冻机的冷量需求, 且运行费用较普通单级低温螺杆机低 30%以上, 适合各类速冻机应用 |
| LT-S-L 系列 | 宽温区单机双级压缩机, 突破常规双级压缩机高温区无法满载的使用限制, 全面覆盖传统低温单级螺杆运行范围, 在低温冷藏库、冷冻库应用中较市场主流低温单级螺杆运行能效提升 20%-30%, 适合节能要求较高的低温冷藏库、速冻库等应用需求; |
| LT-S-V 系列 | 低温双级变频压缩机, 可满足 2.5 吨螺旋速冻机的冷量需求, 且速冻工况下综合能效较定频双级机高 20%左右, 低温冷藏工况下综合能效较低温定频单级机高 30%以上, 适合节能要求更高的速冻机与低温冷藏库应用 |

资料来源: 公司公告

4、盈利预测与投资评级

4.1、关键假设与盈利预测

表 7：汉钟精机分项业务预测（单位：亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 压缩机 | | | | | |
| 收入 | 12.95 | 14.45 | 16.18 | 18.13 | 20.30 |
| 增速(%) | -0.46 | 11.58 | 12.00 | 12.00 | 12.00 |
| 成本 | 8.68 | 9.59 | 10.36 | 11.60 | 12.99 |
| 毛利 | 4.27 | 4.86 | 5.83 | 6.53 | 7.31 |
| 毛利率(%) | 32.97 | 33.64 | 36.00 | 36.00 | 36.00 |
| 真空产品 | | | | | |
| 收入 | 3.69 | 6.53 | 9.80 | 13.71 | 19.20 |
| 增速(%) | 35.16 | 76.96 | 50.00 | 40.00 | 40.00 |
| 成本 | 2.19 | 3.81 | 5.68 | 7.95 | 11.13 |
| 毛利 | 1.50 | 2.72 | 4.11 | 5.76 | 8.06 |
| 毛利率(%) | 40.65 | 41.61 | 42.00 | 42.00 | 42.00 |
| 零件及维修 | | | | | |
| 收入 | 1.01 | 1.31 | 1.70 | 2.38 | 3.58 |
| 增速(%) | 2.02 | 29.70 | 30.00 | 40.00 | 50.00 |
| 成本 | 0.59 | 0.75 | 0.97 | 1.36 | 2.04 |
| 毛利 | 0.42 | 0.56 | 0.73 | 1.03 | 1.54 |
| 毛利率(%) | 41.46 | 42.88 | 43.00 | 43.00 | 43.00 |
| 铸件产品 | | | | | |
| 收入 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.38 |
| 增速(%) | -35.59 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 成本 | 0.34 | 0.34 | 0.34 | 0.34 | 0.34 |
| 毛利 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 |
| 毛利率(%) | 11.23 | 10.71 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 公司总收入 | | | | | |
| 收入 | 18.07 | 22.72 | 28.07 | 34.61 | 43.46 |
| 增速(%) | 4.35 | 25.75 | 23.51 | 23.31 | 25.58 |
| 成本 | 11.83 | 14.53 | 17.39 | 21.29 | 26.54 |
| 毛利 | 6.24 | 8.18 | 10.72 | 13.36 | 16.96 |
| 毛利率(%) | 34.53 | 36.00 | 38.16 | 38.57 | 39.00 |

资料来源：wind，光大证券研究所预测

公司发展以压缩机及真空产品形成双轮驱动，力争成为流体机电产业的全球领军企业。我们预期未来压缩机业务稳定发展，真空产品则有望在快速发展的新能源赛道上取得快速成长；铸件产品非公司核心业务，我们假设维持 2020 年的发展体量。

1、压缩机业务：公司压缩机产品主要应用在制冷行业上，下游涵盖石油、化工、船舶、印染、楼宇等多个行业。我国冷链物流市场发展迅速，将会成为增长的核心动力之一。由于公司压缩机业务整体规模较大，市场较为成熟，因此我们预期业务有望保持稳健增长。我们预测 2021-2023 年收入增幅维持在 12%的水平，毛利率维持在 36%的水平。

2、真空产品业务：公司真空产品下游拓展集中在光伏及半导体领域。光伏领域，公司产品已经成熟，近年来市场占有率显著提升，这也是真空产品收入增速在 2020 年达到 77%的核心推动力。半导体领域，由于半导体产品的认证周期较光伏产品长，因此近年来业绩放量并不显著，但是公司技术卓越，三大系列真空泵产品已涵盖了机台商、单晶厂、晶圆厂、封装厂四个领域，未来发展值得期待。我们预测 2021-2023 年收入增幅分别为 50%、40%、40%，毛利率维持在 42%的水平。

3、零件及维修：伴随着公司压缩机及真空产品的规模不断成长，市场上公司产品的存量也在逐步壮大，从而带动了存量产品零件及维修业务量的出现，未来成长有望加速。我们预测 2021-2023 年收入增幅分别为 30%、40%、50%，毛利率维持在 43%的水平。

综上，我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 28.07、34.61、43.46 亿元，毛利率分别为 38.16%、38.57%、39.00%。公司 2021-2023 年净利润分别为 4.99、6.11、7.72 亿元，对应 EPS 为 0.93、1.14、1.44 元。

4.2、估值分析与投资评级

相对估值：公司压缩机业务在冷链市场的推动下，有望实现稳健成长；真空产品，则是在泛半导体领域的布局，已经迎来高速增长。我们选取了同样布局泛半导体核心零部件的三家上市公司作为可比公司：新莱应材（高洁净应用材料领军企业，半导体领域拓展增速显著）、至纯科技（国内高纯工艺龙头，布局半导体清洗设备）、晶盛机电（泛半导体硅片设备优势企业）。目前三家可比公司 2021 年平均 PE 为 37x。汉钟精机 2021 年的 PE 仅为 26 倍，具有显著的估值优势。我们以 2021 年 37 倍估值计算，公司目标价为 34 元。

表 8：可比公司盈利预测与估值（收盘价为 6 月 16 日收盘价）

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | EPS (元) | | | PE (X) | | |
|-----------|------|---------|----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E |
| 300316.SZ | 晶盛机电 | 41.60 | 534.85 | 1.07 | 1.42 | 1.76 | 39 | 29 | 24 |
| 300260.SZ | 新莱应材 | 17.10 | 38.74 | 0.50 | 0.73 | 0.97 | 34 | 23 | 18 |
| 603690.SH | 至纯科技 | 36.59 | 116.40 | 0.95 | 1.26 | 1.51 | 38 | 29 | 24 |
| | 平均 | | | | | | 37 | 27 | 22 |
| 002158.SZ | 汉钟精机 | 23.88 | 127.73 | 0.93 | 1.14 | 1.44 | 26 | 21 | 17 |

资料来源：新莱应材、至纯科技、晶盛机电为 wind 一致预期，汉钟精机为光大证券研究所预测

绝对估值：假设长期增长率为 2%；假设公司未来税收政策较稳定，维持 2020 年的税率水平，预测公司未来税率为 16.75%。

表 9：汉钟精机绝对估值关键假设

| 假设 | 数值 |
|----------------------------|----------|
| 第二阶段年数 | 8 |
| 长期增长率 | 2.00% |
| 无风险利率 Rf | 3.17% |
| β (β levered) | 0.81 |
| Rm-Rf | 4.33% |
| Ke(levered) | 6.67% |
| 税率 | 16.75% |
| Kd | 3.76% |
| Ve | 13954.55 |
| Vd | 796.54 |
| 目标资本结构 | 5.40% |
| WACC | 6.52% |

资料来源：光大证券研究所预测

表 10：汉钟精机 FCFF 估值结果

| FCFF 估值 | 现金流折现值 (百万元) | 价值百分比 |
|---------------|--------------|---------|
| 第一阶段 | 617.53 | 2.93% |
| 第二阶段 | 6926.67 | 32.82% |
| 第三阶段 (终值) | 13559.20 | 64.25% |
| 企业价值 AEV | 21103.40 | 100.00% |
| 加：非经营性净资产价值 | 621.58 | 2.95% |
| 减：少数股东权益 (市值) | 31.01 | -0.15% |
| 减：债务价值 | 796.54 | -3.77% |
| 总股本价值 | 20897.43 | 99.02% |
| 股本 (百万股) | 534.88 | |
| 每股价值 (元) | 39.07 | |
| PE (隐含) | 41.88 | |
| PE (动态) | 28.08 | |

资料来源：光大证券研究所预测

表 11：敏感性分析表

| WACC | 长期增长率 | | | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 1.50% | 1.75% | 2.00% | 2.25% | 2.50% |
| 6.02% | 41.00 | 42.64 | 44.48 | 46.57 | 48.95 |
| 6.27% | 38.60 | 40.02 | 41.62 | 43.41 | 45.44 |
| 6.52% | 36.43 | 37.68 | 39.07 | 40.62 | 42.36 |
| 6.77% | 34.47 | 35.57 | 36.79 | 38.14 | 39.65 |
| 7.02% | 32.69 | 33.67 | 34.74 | 35.92 | 37.24 |

资料来源：光大证券研究所预测

表 12：估值结果汇总 (元)

| 估值方法 | 估值区间 | 敏感度分析区间 |
|------|-------------|---------------------------------|
| FCFF | 32.69-48.95 | 贴现率 \pm 0.5%，长期增长率 \pm 0.5% |

资料来源：光大证券研究所预测

根据绝对估值 (FCFF)，汉钟精机的估值区间为 32.69-48.95 元。

投资评级：公司发展以压缩机与真空产品双轮驱动为核心：真空产品技术卓越，在光伏、半导体的拓展已步入成熟期，产品迎来快速放量；公司深耕压缩机领域多年，在螺杆压缩机市场龙头地位十分显著，冷链市场的发展推动公司压缩机业务有望实现稳健发展。我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 28.07、34.61、43.46 亿元，毛利率分别为 38.16%、38.57%、39.00%。公司 2021-2023 年净利润分别为 4.99、6.11、7.72 亿元，对应 EPS 为 0.93、1.14、1.44 元。根据相对估值法以及绝对估值法，我们给予公司 34 元的目标价（2021 年 PE 为 37x），首次覆盖给予“买入”评级。

5、风险提示

1、市场竞争加剧风险：随着国内半导体设备公司技术实力的不断提升，国际竞争对手对国产厂商的重视程度也在增加，后续不排除国际竞争对手采取进一步提升在中国大陆市场竞争力的策略，这可能会使国产厂商未来面临竞争加剧的风险。

2、公司产品的技术风险：目前国内半导体装备产业化技术水平与国际先进技术水平尚存一定的差距，处于加速追赶态势。同时集成电路设备技术研发支出较大，验证周期较长，导致新产品、新技术的研发及产业化均存在一定风险。

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,807 | 2,272 | 2,807 | 3,461 | 4,346 |
| 营业成本 | 1,183 | 1,454 | 1,735 | 2,126 | 2,651 |
| 折旧和摊销 | 110 | 103 | 107 | 138 | 166 |
| 税金及附加 | 6 | 8 | 22 | 24 | 30 |
| 销售费用 | 138 | 110 | 126 | 156 | 196 |
| 管理费用 | 108 | 114 | 140 | 173 | 217 |
| 研发费用 | 121 | 172 | 213 | 263 | 330 |
| 财务费用 | 23 | 16 | 23 | 29 | 41 |
| 投资收益 | 35 | 26 | 31 | 35 | 35 |
| 营业利润 | 280 | 430 | 603 | 738 | 931 |
| 利润总额 | 279 | 428 | 601 | 736 | 929 |
| 所得税 | 34 | 63 | 101 | 123 | 156 |
| 净利润 | 245 | 365 | 500 | 613 | 773 |
| 少数股东损益 | -1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 归属母公司净利润 | 246 | 363 | 499 | 611 | 772 |
| EPS(元) | 0.46 | 0.68 | 0.93 | 1.14 | 1.44 |

| 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 304 | 362 | 500 | 548 | 678 |
| 净利润 | 246 | 363 | 499 | 611 | 772 |
| 折旧摊销 | 110 | 103 | 107 | 138 | 166 |
| 净营运资金增加 | -619 | 222 | 291 | 454 | 619 |
| 其他 | 567 | -327 | -397 | -654 | -880 |
| 投资活动产生现金流 | -143 | 151 | -193 | -250 | -225 |
| 净资本支出 | -134 | -38 | -210 | -210 | -210 |
| 长期投资变化 | 43 | 45 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | -51 | 144 | 17 | -40 | -15 |
| 融资活动现金流 | -108 | -117 | -154 | -37 | -99 |
| 股本变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 5 | 18 | 46 | 243 | 248 |
| 无息负债变化 | 51 | 194 | 205 | 226 | 299 |
| 净现金流 | 60 | 395 | 154 | 262 | 354 |

主要指标

| 盈利能力 (%) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 34.6% | 36.0% | 38.2% | 38.6% | 39.0% |
| EBITDA 率 | 20.9% | 23.6% | 24.8% | 25.5% | 25.7% |
| EBIT 率 | 14.8% | 19.0% | 20.9% | 21.5% | 21.9% |
| 税前净利润率 | 15.5% | 18.8% | 21.4% | 21.3% | 21.4% |
| 归母净利润率 | 13.6% | 16.0% | 17.8% | 17.7% | 17.8% |
| ROA | 7.0% | 9.2% | 11.0% | 11.4% | 12.1% |
| ROE (摊薄) | 12.1% | 15.8% | 19.1% | 20.5% | 22.4% |
| 经营性 ROIC | 11.2% | 15.7% | 17.7% | 18.5% | 19.5% |

| 偿债能力 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 41% | 42% | 42% | 44% | 46% |
| 流动比率 | 1.94 | 1.94 | 1.91 | 1.81 | 1.78 |
| 速动比率 | 1.58 | 1.57 | 1.56 | 1.48 | 1.45 |
| 归母权益/有息债务 | 2.86 | 3.13 | 3.36 | 2.92 | 2.71 |
| 有形资产/有息债务 | 4.74 | 5.26 | 5.66 | 5.12 | 4.92 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

| 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产 | 3,499 | 3,964 | 4,538 | 5,369 | 6,382 |
| 货币资金 | 574 | 969 | 1,123 | 1,384 | 1,738 |
| 交易性金融资产 | 773 | 583 | 583 | 583 | 583 |
| 应收帐款 | 422 | 372 | 455 | 561 | 704 |
| 应收票据 | 12 | 15 | 18 | 22 | 28 |
| 其他应收款 (合计) | 6 | 10 | 12 | 15 | 18 |
| 存货 | 447 | 538 | 597 | 734 | 918 |
| 其他流动资产 | 160 | 343 | 477 | 640 | 862 |
| 流动资产合计 | 2,411 | 2,849 | 3,287 | 3,966 | 4,884 |
| 其他权益工具 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 43 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| 固定资产 | 781 | 719 | 829 | 907 | 957 |
| 在建工程 | 61 | 169 | 142 | 121 | 106 |
| 无形资产 | 74 | 73 | 77 | 80 | 83 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 83 | 52 | 16 | 16 | 16 |
| 非流动资产合计 | 1,088 | 1,115 | 1,251 | 1,403 | 1,498 |
| 总负债 | 1,444 | 1,657 | 1,907 | 2,376 | 2,922 |
| 短期借款 | 523 | 559 | 534 | 777 | 1,024 |
| 应付账款 | 359 | 537 | 694 | 850 | 1,060 |
| 应付票据 | 125 | 97 | 116 | 142 | 178 |
| 预收账款 | 63 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他流动负债 | 1 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 流动负债合计 | 1,242 | 1,469 | 1,722 | 2,190 | 2,736 |
| 长期借款 | 155 | 143 | 143 | 143 | 143 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 44 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 非流动负债合计 | 202 | 188 | 186 | 186 | 186 |
| 股东权益 | 2,054 | 2,307 | 2,631 | 2,993 | 3,460 |
| 股本 | 535 | 535 | 535 | 535 | 535 |
| 公积金 | 620 | 649 | 699 | 709 | 709 |
| 未分配利润 | 896 | 1,100 | 1,373 | 1,724 | 2,190 |
| 归属母公司权益 | 2,041 | 2,292 | 2,614 | 2,975 | 3,441 |
| 少数股东权益 | 14 | 15 | 17 | 18 | 20 |

| 费用率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 7.62% | 4.82% | 4.50% | 4.50% | 4.50% |
| 管理费用率 | 5.96% | 5.04% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 财务费用率 | 1.28% | 0.72% | 0.81% | 0.84% | 0.94% |
| 研发费用率 | 6.70% | 7.59% | 7.59% | 7.59% | 7.59% |
| 所得税率 | 12% | 15% | 17% | 17% | 17% |

| 每股指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 每股红利 | 0.25 | 0.33 | 0.47 | 0.57 | 0.72 |
| 每股经营现金流 | 0.57 | 0.68 | 0.94 | 1.03 | 1.27 |
| 每股净资产 | 3.81 | 4.28 | 4.89 | 5.56 | 6.43 |
| 每股销售收入 | 3.38 | 4.25 | 5.25 | 6.47 | 8.12 |

| 估值指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE | 57 | 39 | 26 | 21 | 17 |
| PB | 6.9 | 6.1 | 5.4 | 4.7 | 4.1 |
| EV/EBITDA | 37.4 | 26.3 | 20.4 | 16.3 | 13.1 |
| 股息率 | 1.0% | 1.3% | 1.8% | 2.2% | 2.8% |

行业及公司评级体系

| | 评级 | 说明 |
|---------|-----|--|
| 行业及公司评级 | 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上 |
| | 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%； |
| | 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%； |
| | 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%； |
| | 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上； |
| | 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |
| 基准指数说明： | | A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。 |

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE