

光伏、新能源车市场拉动薄膜电容龙头高速增长

——法拉电子（600563）首次覆盖

增持（首次）

2021 年 12 月 31 日

报告关键要素：

公司是薄膜电容器全球第一梯队龙头企业，拥有数十年的薄膜电容发展历史和专业化的高管技术团队。曾在家电下乡等政策的推动下实现数年的快速增长，如今光伏、新能源车等市场的快速扩大给公司再次带来了迅猛发展的历史机遇期，公司有望凭借本土化龙头优势在国际国内竞争中取得更佳的市场表现。

投资要点：

技术背景：公司深耕薄膜电容器数十载，技术积淀深厚。1967 年公司开始从事薄膜电容器制造，2002 年于上海证券交易所上市。公司高管团队专业背景过硬、行业经验丰富。公司管理层均从生产一线开始从事薄膜电容器领域生产制造管理，工龄达数十载，整个团队与公司在薄膜电容领域共同稳扎稳打多年，为高效带领赛道龙头公司继续向专精特新开拓前进打下了坚实的基础。

经营概况：总体来说，以薄膜电容器为主营产品的法拉电子近年财务指标显著转好，产销水平趋于旺盛。公司21Q3营收较上年同期大幅增长51.23%，达20.21亿元；扣非归母净利润大幅增长51.83%，达5.24亿元；毛利率维持于42%左右的水平位，净利率小幅下跌至27.68%；资本回报率实现趋势性上涨，达17.59%。公司的产销量在2020年也已实现逆势上涨，分别达27.5、26.88亿只。

产品市场：在“碳中和”国家发展战略推动下，新能源终端大幅放量的时期已然来临，为相关配套器件的销量增长带来充沛动力。高可靠、寿命长、可自愈等属性使薄膜电容成为光伏发电及新能源汽车等所需电容器件的首选种类。通过薄膜电容的平滑滤波后输出到电路后级的电流更加稳定，对设备稳定性和性能发挥起到重要保障作用。传统家电等领域近年来整体景气度增长较缓也促使薄膜电容的下游需求核心驱动发生改变。

竞争环境：公司在国际国内市场竞争中均拥有强大优势。与国际厂商相比，公司在薄膜电容领域高度的主营专注和中国市场本土化优势使其具有相对更高的增长潜力。与国内厂商相比，公司多项财务指标均表现出更为强健的发展态势，且其业务规模与行业地位积累使其在重要业务线形成了较强的客户认证优势。

盈利预测与投资建议：预计2021-2023年公司分别实现营收28.01、39.14、51.65亿元，实现归母净利润7.73、10.27、13.16亿元，EPS分别为3.43、4.56、5.85元/股。公司未来受市场带动及自身优势驱动，业务规模扩大确定性较高，首次覆盖给予“增持”评级。

风险因素：估值溢价、地缘军事预期上升及疫情复发的风险。

基础数据

总股本（百万股）	225.00
流通A股（百万股）	225.00
收盘价（元）	227.28
总市值（亿元）	511.38
流通A股市值（亿元）	511.38

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：

执业证书编号：S0270520050001
电话：075583228231
邮箱：xiaqyl@wlzq.com.cn

研究助理：

贺潇翔宇
电话：02085806067
邮箱：hexxy@wlzq.com.cn

夏清莹

贺潇翔宇

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1890.57	2800.69	3913.84	5165.39
增长比率(%)	13	48	40	32
净利润(百万元)	555.56	772.63	1027.11	1316.36
增长比率(%)	22	39	33	28
每股收益(元)	2.47	3.43	4.56	5.85
市盈率(倍)	92.02	66.19	49.79	38.85
市净率(倍)	17.66	13.94	10.89	8.51

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

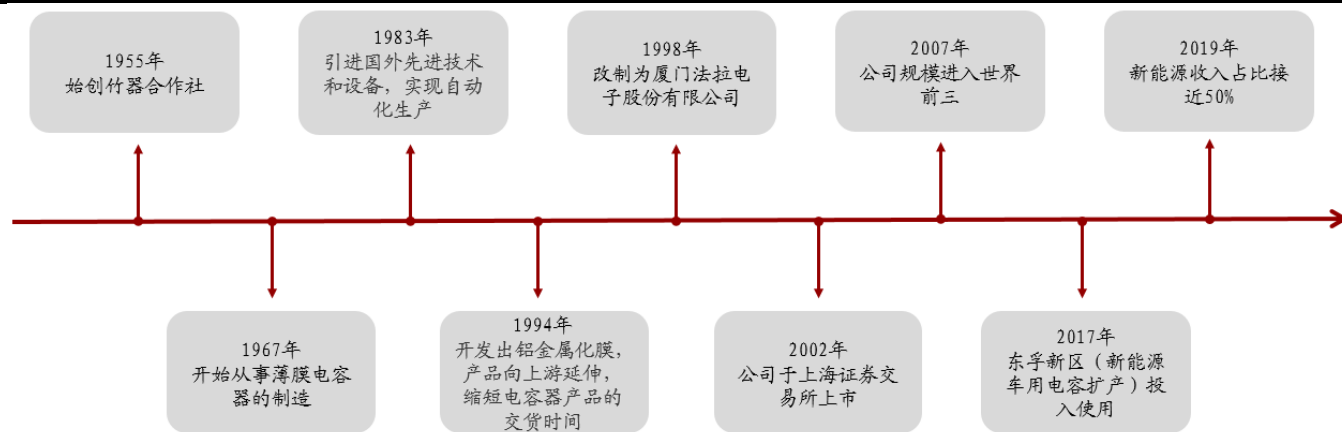
正文目录

1 技术背景：公司深耕薄膜电容历史悠久，技术积淀深厚	3
2 经营概况：财务指标显著转好，公司产销水平趋于旺盛	4
3 产品市场：光伏、电车等成为薄膜电容新阶段需求拉动力	7
4 竞争环境：全球第一梯队龙头企业，竞争优势助其巩固乃至进一步提升行业地位	10
5 关键假设和盈利预测	13
6 风险提示	14
图表 1: 公司发展历史概况	3
图表 2: 公司管理层学历背景	3
图表 3: 公司管理层技术背景扎实	4
图表 4: 公司营收及增速	5
图表 5: 公司扣非归母净利润及增速	5
图表 6: 公司 ROIC、毛利率及净利率	5
图表 7: 公司经营性现金流净额、货币资金及资产负债率	6
图表 8: 公司存货周转率及应收账款周转率	6
图表 9: 公司主营薄膜电容器产品销量、产量及库存（亿只）	7
图表 10: 全球太阳能发电量（GWh）	7
图表 11: 法拉电子近 15 年营收（百万元）	8
图表 12: 全球光伏新增装机量（GW）	8
图表 13: 我国风电累计新增生产力（万千瓦）	9
图表 14: 我国新能源汽车当月产量（辆）	9
图表 15: 各类电容器性能对比	9
图表 16: 薄膜电容器在新能源汽车中的应用示意图	10
图表 17: 公司各产品营业收入构成	11
图表 18: 全球和中国新能源汽车销量近年同比增速对比	11
图表 19: 全球和中国光伏新增装机量近年同比增速对比	12
图表 20: 公司拥有优质的客户资源	12
图表 21: 公司与国内主要竞争者财务比较	13
图表 22: 公司盈利预测	13

1 技术背景：公司深耕薄膜电容历史悠久，技术积淀深厚

公司深耕薄膜电容器数十载，技术积淀深厚。1955年公司前身竹器合作社成立；1967年公司开始从事薄膜电容器制造，正式进入薄膜电容领域；1994年改制为厦门法拉电子股份有限公司；2002年公司正式于上海证券交易所上市，后凭借资金持续投入及家电、照明等市场的高景气，公司薄膜电容业务规模持续增长，于2007年进入全球前三。近年随着新能源发电及新能源汽车等领域的迅速成长，下游需求重获高速增长。

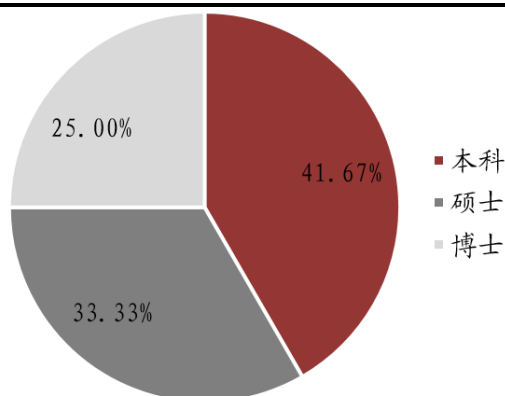
图表1:公司发展历史概况



资料来源：公司官网，万联证券研究所

公司高管团队专业背景过硬、行业经验丰富。公司核心高管团队共12人，其中硕博学历人数为7人，比例达58.33%。同时公司管理层均从生产一线开始从事薄膜电容器领域生产制造管理，工龄达数十载，整个团队与公司在薄膜电容领域共同稳扎稳打多年。董事长严春光自1983年进入公司以来，历经车间技术员、材料开发工程师、副总经理等多岗位任职，积累了十分丰富的薄膜电容生产管理、技术开发经验，其他高管同样从生产管理一线开始积累了丰富的专业领域经验知识，为高效带领赛道龙头公司继续向专精特新开拓前进打下了坚实的基础。

图表2:公司管理层学历背景



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表3:公司管理层技术背景扎实

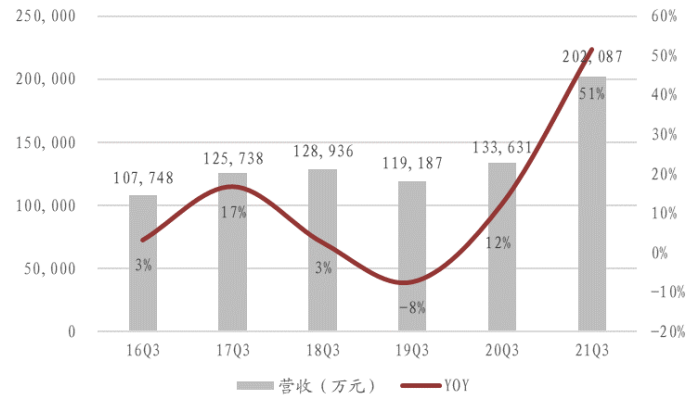
公司高管团队简介			
姓名	职务	学历	简介
严春光	董事长	本科	男，出生于1963年，大学本科学历，高级工程师。1983年进入厦门电容器厂(厦门市法拉发展总公司的前身)，历任车间技术员、材料开发工程师、技术科副科长、科长。1994年任厦门市法拉发展总公司副总经理，1998年任厦门法拉电子股份有限公司副总经理，2000年任厦门法拉电子股份有限公司总经理，2017年至今任公司董事长和厦门市法拉发展总公司总经理。
王文怀	董事	硕士	出生于1972年，1998年8月参加工作，硕士研究生学历，经济师。历任厦门建发集团有限公司投资部副经理、投资二部副经理、投资二部总经理、投资总监，现任厦门建发集团有限公司副总经理等职。
陈国彬	董事/总经理	硕士	男，出生于1969年，大学本科学历，厦门大学项目管理工程硕士学位，高级工程师。历任厦门法拉电子股份有限公司设备员、五分厂技术厂长、技术科科长、技术部副经理、技术中心主任、总经理助理，2017年至今任公司总经理。
林晋涛	董事/副总经理	本科	男，出生于1964年，大学本科学历，高级工程师。1983年进入厦门电容器厂(厦门市法拉发展总公司的前身)，历任计量科科长、设备科副科长、技术科科长，1998年后历任厦门法拉电子股份有限公司技术部副经理、技术中心主任、总经理助理，2012年至今任公司副总经理。
卢慧雄	董事/副总经理	本科	大学本科学历，1992年9月至1996年7月就读于厦门大学，获得学士学位。1996年7月进入厦门市法拉发展总公司任技术员，1998年后历任厦门法拉电子股份有限公司物资供应部副经理、办公室副主任、进出口部副经理、出口二部经理、进出口部经理、总经理助理，2017年至今任副总经理。
林芳	监事	硕士	林芳，女，出生于1970年，1992年7月参加工作，大学本科学历，厦门大学工商管理MBA硕士学位，会计师。历任联发集团有限公司审计部经理、厦门建发集团有限公司审计部总经理、董事会秘书，现任厦门建发集团有限公司纪委副书记、审计总监等职。
李海萍	监事	本科	出生于1976年，学历大学本科，高级经济师。1999年7月进入厦门法拉电子股份有限公司，2002年任办公室副主任，2004年任办公室主任，现任公司总经理助理以及公司监事。
张宏兴	职工监事	本科	男，出生于1977年，大学本科学历，高级工程师。1997年9月就读于厦门大学，获得工学学士学位，2001年7月进入厦门法拉电子股份有限公司任技术员，2001年后历任厦门法拉电子股份有限公司三厂副厂长、三厂厂长、设备部经理，现任公司总经理助理、职工监事。
沈艺峰	独立董事/审计委员会主任，审计委员会委员	博士	男，出生于1963年，1985年毕业于厦门大学财政金融系金融专业，获经济学学士学位，1989-1992年留学加拿大Saint Mary's大学，获工商管理硕士(MBA)学位，1998年毕业于厦门大学会计系，获管理学博士学位。1985年起相继在厦门大学财政金融系、厦门大学工商管理教育中心和厦门大学管理学院任教，历任工商管理教育中心副主任、主任、管理学院副院长、院长，现为厦门大学闽江学者特聘教授和博士生导师，沈艺峰教授目前担任多家上市公司的独立董事。
肖伟	独立董事/薪酬与考核委员会主任，薪酬与考核委员会委员	博士	出生于1965年，厦门大学法学院教授，法学博士，高级经济师。中国证券法学研究会常务理事，福建省经济法学研究会会长，福建省国际经济法学研究会副会长，福建省企业法律工作协会副会长，开罗国际仲裁中心仲裁员(2013年2月起至今)，海峡两岸仲裁中心调解员，厦门仲裁委员会仲裁员，泉州仲裁委员会仲裁员，哈尔滨仲裁委员会仲裁员，福建英合律师事务所律师，厦门国贸集团股份有限公司董事，特聘总法律顾问。
程文文	独立董事/审计委员会主任委员	博士	男，出生于1964年，副教授，管理学博士，现就职于厦门大学管理学院MBA中心，曾经获得国家教育部教学成果二等奖，福建省教学成果一等奖，曾经出版教材4部、有关学术论文30多篇。
邹少荣	董事/审计委员会委员	硕士	出生于1976年，2000年8月参加工作，大学本科学历，硕士学位，企业法律顾问。历任厦门建发集团有限公司法律事务部副总经理、法律事务部总经理、法务总监，现任厦门建发集团有限公司总法律顾问和投资总监等职。

资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 经营概况：财务指标显著转好，公司产销水平趋于旺盛

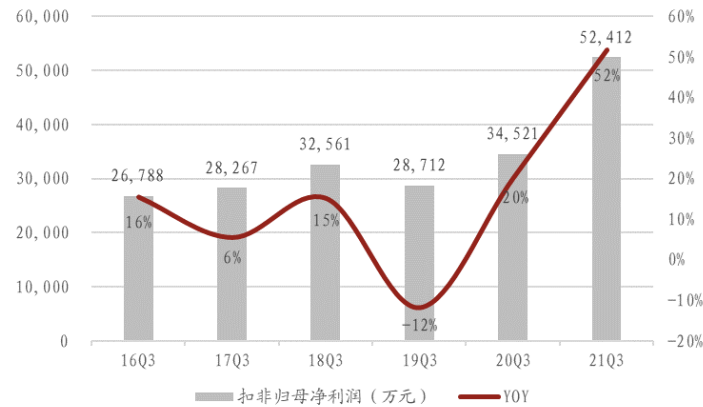
总体来说，以薄膜电容器为主营产品的法拉电子近年财务指标显著转好，产销水平趋于旺盛，产品主要用于光伏、新能源汽车等领域。光伏、新能源汽车等新兴科技领域近期的高速发展为公司经营表现贡献了重要的增长动力。公司21Q3营收较上年同期大幅增长51.23%，达20.21亿元；扣非归母净利润大幅增长51.83%，达5.24亿元；毛利率维持于42%左右的水平位，净利率小幅下跌至27.68%，资本回报率实现趋势性上涨，达17.59%。公司盈利能力显著增强，经营状况明显提升。经营性现金流净额大幅上涨，21Q3同比上涨了145.66%，达5.71亿元，货币资金同样呈现趋势性上涨态势，21Q3迅速涨至7.88亿元。资产负债率虽逐年上涨，但仍然保持在较低的负债水平区间，到21Q3也仅为23.71%。可以看出杠杆提量目前还不是公司主要考虑的经营策略，未来随着下游市场进一步扩大，公司的合理负债上行空间还很大。

图表4:公司营收及增速



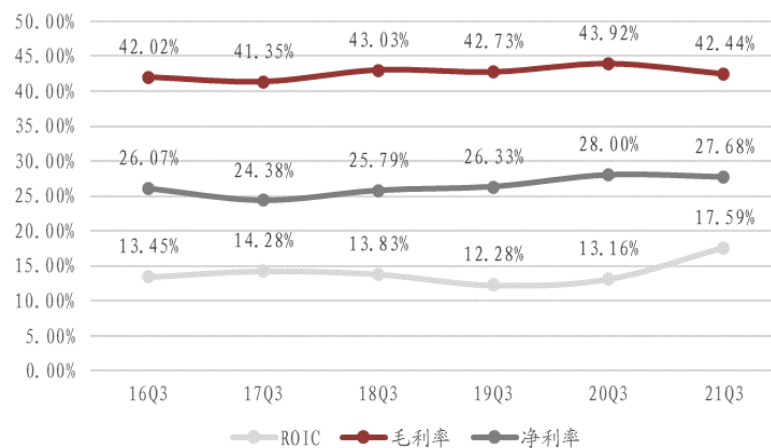
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表5:公司扣非归母净利润及增速



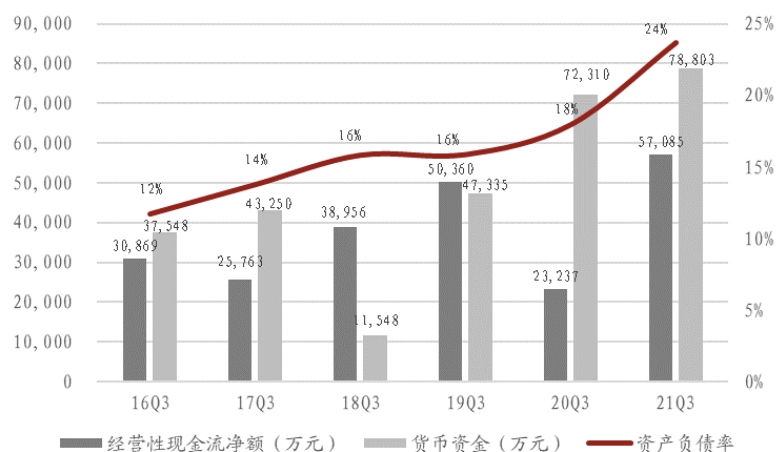
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6:公司 ROIC、毛利率及净利率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

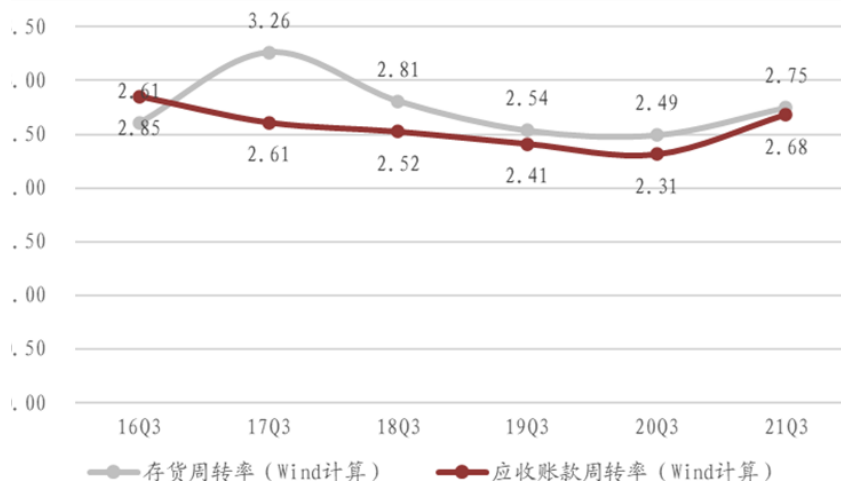
图表7:公司经营性现金流净额、货币资金及资产负债率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

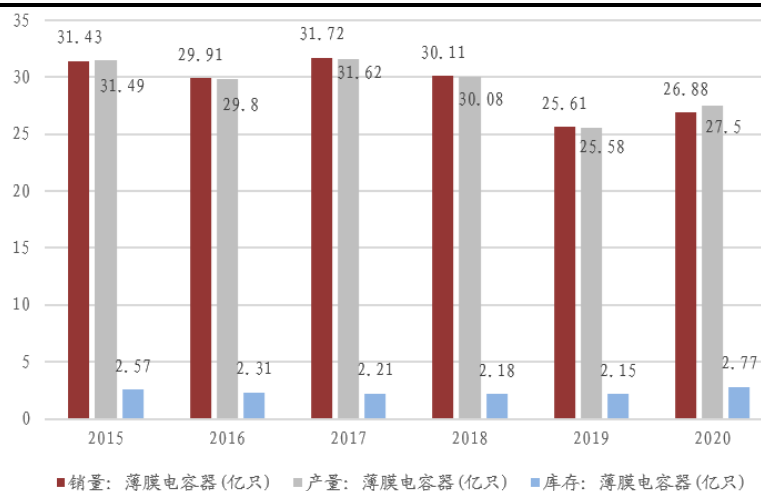
公司完成从家电、照明等传统市场到光伏、电车等新兴市场驱动力切换后，库存运转效率明显提高，产业链话语权显著回升。公司的存货周转率和应收账款周转率近两年均实现明显的趋势性逆势上涨，21Q3分别上涨了10.16%和16.02%，分别达2.75次和2.68次。公司的产销量在2020年也已实现逆势上涨，分别达27.5、26.88亿只；库存量也提升至2.77亿只，为下游不断上行的薄膜电容器需求提供充足的周转保障。

图表8:公司存货周转率及应收账款周转率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表9:公司主营薄膜电容器产品销量、产量及库存(亿只)

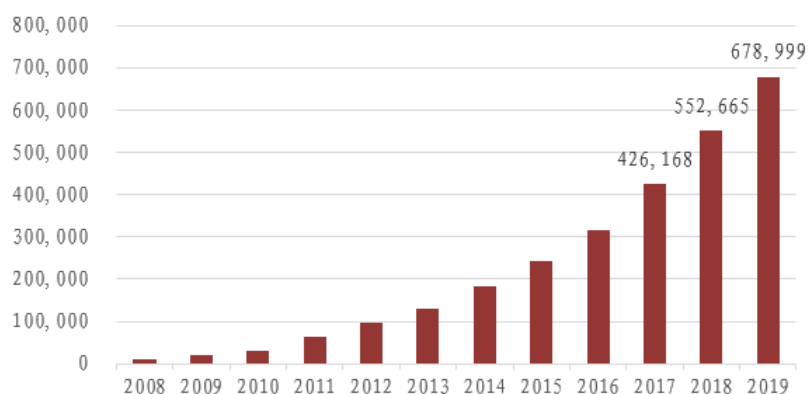


资料来源: Wind, 万联证券研究所

3 产品市场: 光伏、电车等成为薄膜电容新阶段需求拉动力

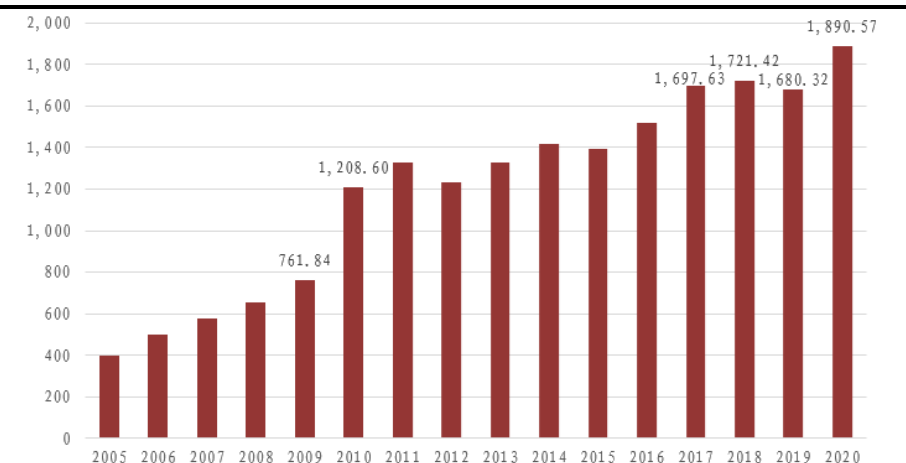
传统家电等领域近年来整体景气度增长较缓促使薄膜电容器的下游需求核心驱动力发生改变。2008年国内传统家电、照明等行业受金融危机冲击压力空前, 国务院为了扩大内需、改善民生、拉动消费、带动生产, 2009年开始推行全国范围内的家电下乡政策(于2013年基本结束), 该阶段带动了公司薄膜电容产品业务的快速增长, 公司营收于2010年上涨至新水位, 达12.09亿元。传统家电、照明等市场逐渐减缓后公司于近年逐渐迎来了新兴增长驱动力, 主要是新能源发电和汽车。全球光伏发电量自2017年开始呈现逐年大增态势, 相应地公司营收也自2017年开始增长至全新水平位, 达16.98亿元, 到2020年更是增长至18.91亿元。

图表10:全球太阳能发电量(GWh)



资料来源: 国际可再生能源机构, iFinD, 万联证券研究所

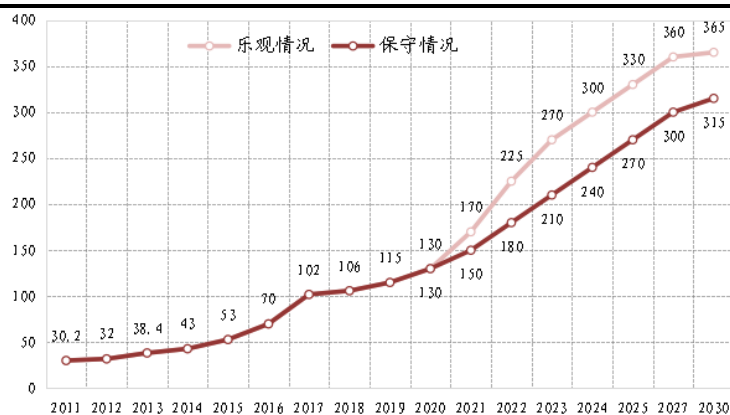
图表11:法拉电子近15年营收(百万元)



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

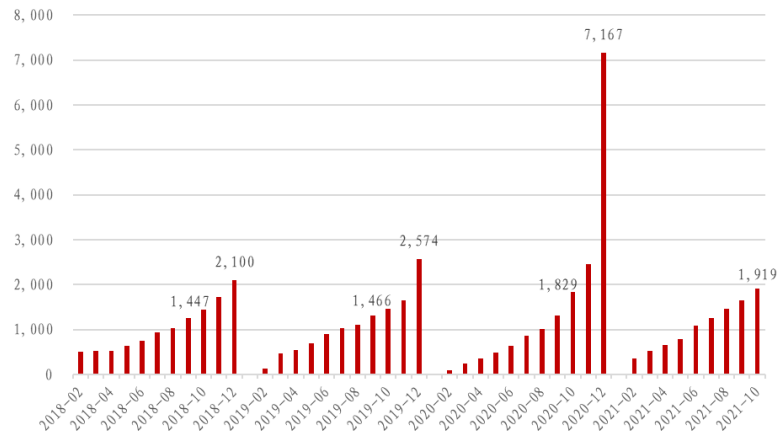
随着我国“碳中和”国家发展战略的进一步明确,光伏、风电、新能源汽车等市场进入高速发展期。据中国光伏行业协会数据,全球光伏新增装机量到2030年将从2020年的130GW上涨至315-365GW;据Wind统计数据,我国风电今年到10月的累计新增生产力为1919万千瓦,较前三年同期水平实现显著提升,我国风电2020年到12月的累计新增生产力7167万千瓦,也较前两年同期水平实现显著提升;据中国汽车工业协会数据,我国2021年10月新能源汽车产量达39.7万辆,较前三年同期水平实现大幅跃升,并呈现逐月增长的强劲态势。相关系列数据佐证了新能源终端大幅放量的时期已然来临,为相关配套器件的销量增长带来充沛动力。

图表12:全球光伏新增装机量(GW)



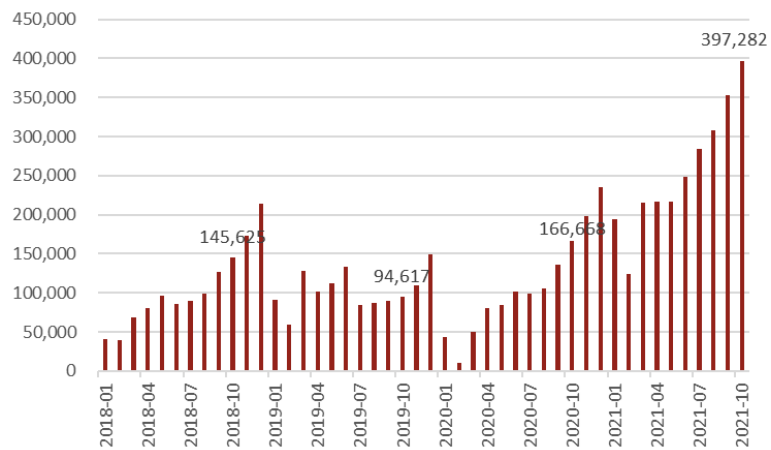
资料来源: 中国光伏行业协会, 万联证券研究所

图表13:我国风电累计新增生产力(万千瓦)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14:我国新能源汽车当月产量(辆)



资料来源: 中国汽车工业协会, Wind, 万联证券研究所

图表15:各类电容器性能对比

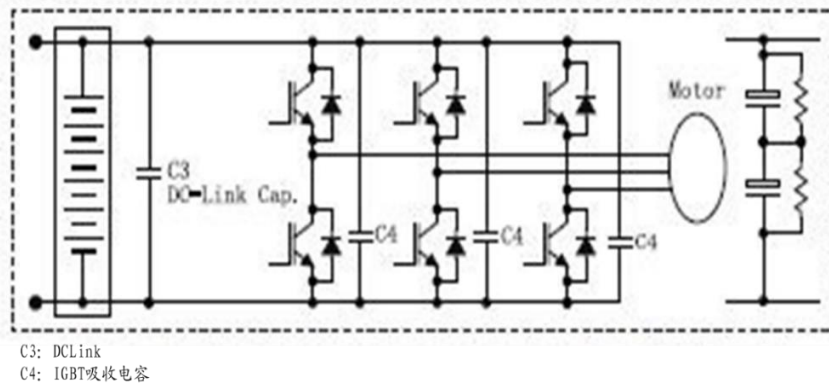
名称	优点	缺点	主要应用范围
钽电解电容	易储存、寿命长、体积小容量大、受温度影响小、高频特性好	钽是资源性材料、产量小、单价高;有极性	适用于储能、电源滤波器、大量用于军工电子设备
铝电解电容	电容量大、成本低、电压范围大	易受温度影响、高频性差、等效串联电阻大、有极性	适用于大容量、中低频电路
陶瓷电容器	体积小、介质损耗小、相对价格低、高频特性好、电压范围大	电容量小、易碎	高频旁路、噪声旁路、电源滤波、振荡电路
薄膜电容器	损耗低、抗阻低、耐压能力强、高频特性好	体积大, 难以小型化	滤波器、积分、震荡、定时、储能电路

资料来源: 产业信息网, 莫尼塔研究, 万联证券研究所

高可靠等属性使得薄膜电容器成为光伏发电、风力发电及新能源汽车所需电容器件的首选种类。通过对比可看出, 薄膜电容器具有耐压能力强、高频特性好、损耗低、体积较大等特点, 适用于对电容性能要求较高但体积要求不高的终端, 如光伏逆变器、风力变流器和新能源车用电容等。并且, 光伏及风力发电站需要在沙漠等极端

环境中工作，对产品性能耐力要求较高，此外，新能源汽车的事故容错率极低，因此对高耐压的薄膜电容器而言具有产品适配性。薄膜电容器可承受两倍于额定电压的浪涌电压的冲击，能长期承受反向脉冲电压，且寿命较长、具备自愈效应，高可靠属性显著，使得逆变器和变流器端的电压维持在稳定的范围内。通过薄膜电容器的平滑滤波后输出到电路后级的电流更加稳定，对光伏、风电、电车等设备的稳定性和性能发挥起到重要保障。因此近期光伏、风电及电车等产业的高速崛起带动相应薄膜电容器需求上升是高确定性的趋势。

图表16:薄膜电容器在新能源汽车中的应用示意图



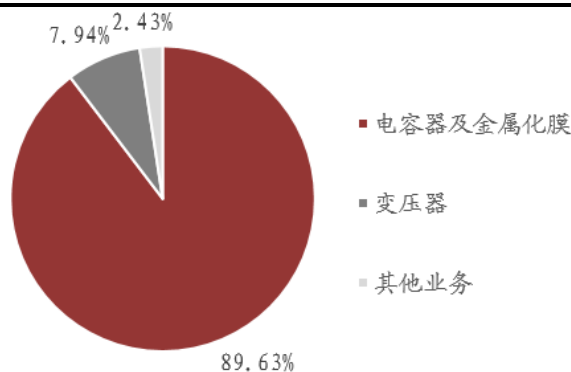
资料来源：炬芯微，万联证券研究所

具体来说，以车用为例，薄膜电容器对新能源汽车的驱动用逆变器性能提升明显，逐渐取代电解电容。高效控制电机的逆变器需要功能强大的IGBT模块和DC-Link电容，早期DC-Link电容主要采用电解电容，近年随着薄膜电容技术的发展，其产品体积越做越小且耐压水平保持较高，越来越多的车企采用高温聚丙烯薄膜电容作为新能源汽车的DC-Link电容。薄膜电容耐压高、ESR低、无极性、性能稳定、寿命长等特点能帮助新能源车提升电源系统中的驱动用逆变器的性能，因此薄膜电容逐渐取代电解电容被广泛应用。未来随着新能源汽车渗透率的提高，预计将持续带动薄膜电容器需求量的上升。

4 竞争环境：全球第一梯队龙头企业，竞争优势助其巩固乃至进一步提升行业地位

公司在国际竞争中领衔国产力量攀全球高峰，凭借在薄膜电容领域高度的主营专注和中国市场本土化优势与国际厂商强力竞争。目前全球薄膜电容市场第一梯队包括法拉电子、松下、基美、尼吉康、TDK等公司，海外厂商业务发展较为分散，对薄膜电容侧重程度不高。据立鼎产业研究网数据，2018年日本松下薄膜电容业务营收占比仅0.4%左右，而法拉电子21H1相关业务占比达89.63%，可见包括日本松下在内的国外厂商对薄膜电容业务的侧重程度与法拉电子相距甚远，高度的主营专注易于迅速响应市场需求及进行产能安排扩充。

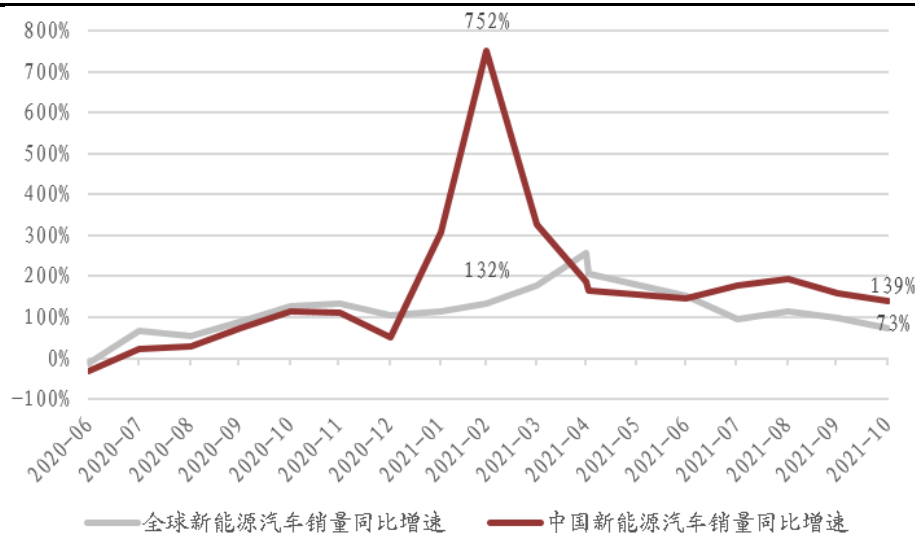
图表17:公司各产品营业收入构成



资料来源: Wind, 万联证券研究所

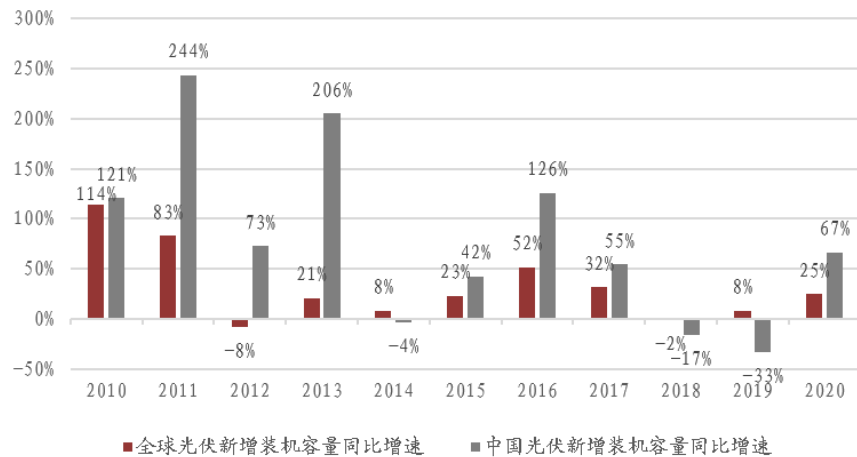
除主营专注外,公司在中国市场的本土化优势同样不可小觑,强劲增长的中国市场为公司提供了天然优质的发展环境。数据显示,就新能源汽车和光伏市场而言,近年来全球市场的增速要不同程度上滞后于中国市场增速,这与我国对“碳中和”国家发展战略的坚定推进密不可分。据中国汽车工业协会等机构数据,2021年10月,全球新能源汽车销量同比增长73%,而中国市场增长139%,在2021年2月,该数据对比更是明显至132%之于752%。据国际可再生能源机构数据,在过去十年中,大部分年份中国的光伏新增装机量的同比增速均高于全球增速,到2020年中国光伏新增装机增速达67%,而全球增速为25%。国内市场的迅速成长为法拉电子业务规模扩大提供了优质的增长环境。

图表18:全球和中国新能源汽车销量近年同比增速对比



资料来源: 中国汽车工业协会, EV Sales, iFinD, 万联证券研究所

图表19:全球和中国光伏新增装机容量近年同比增速对比



资料来源: 国际可再生能源机构, iFinD, 万联证券研究所

在增长环境的加持下, 公司作为国产力量龙头代表, 充分发挥国内优质客户资源优势以扩大业务规模。在新能源汽车领域, 公司拥有蔚来、理想、小鹏、比亚迪、广汽新能源、科士达、大地和电气等一系列行业领先客户; 在新能源发电领域, 公司作为重要供应商, 批量供货华为、阳光电源、锦浪科技、固德威、SMA公司、上能电气、Vestas、Power-one等头部优质客户; 在照明家电等传统领域, 公司与美的、格力及飞利浦等企业有十分密切的合作关系, 公司以其卓越的产品与优质的服务广受客户认可, 未来与国内外优质客户的合作料将愈发紧密, 公司龙头优势日益凸显, 业绩有望随国内产业快速壮大而继续突破新高, 稳步提升公司在全球薄膜电容市场中的地位。

图表20:公司拥有优质的客户资源

所属领域	客户名称
新能源汽车	蔚来汽车、理想汽车、小鹏汽车、比亚迪、广汽新能源、科士达、大地和电气等
新能源发电	华为、阳光电源、上海锦浪科技、固德威、SMA、上能电气、Vestas、Power-one等
家电照明	美的、格力、飞利浦等

资料来源: iFinD互动平台投资者问答, 头豹研究院, 万联证券研究所

除了国际竞争者, 法拉电子同国内同业厂商相比同样具有强大的竞争优势, 首先, 公司的多项财务指标相较同业公司均表现出更为强健的发展态势。公司2021年前三季度的ROE、毛利率及净利率分别为18.23%、42.44%、27.68%, 均大幅领先于江海股份和铜峰电子, 反映出公司整体盈利能力位于较高水平。公司期间费用率小于同行, 成本控制能力较强。ROIC显著高于同行, 反映出公司为投资者创造价值收益的能力较强。公司流动比率高于同行, 现金流质量较好。净资产负债率小于同行, 债务压力较小。营收和净利润增速均较高, 反映公司增长趋势旺盛。

图表21:公司与国内主要竞争者财务比较

指标	法拉电子	江海股份	铜峰电子
21Q3 ROE (%)	18.23	8.11	2.97
21Q3毛利率 (%)	42.44	27.24	20.73
21Q3净利率 (%)	27.68	12.84	4.84
21Q3期间费用率 (%)	10.46	11.97	13.85
21Q3 ROIC (%)	22.98	10.79	2.79
21Q3流动比率	3.34	2.81	2.33
净资产负债率 (%)	31.62	31.68	37.04
21Q3营收同比 (%)	51.23	47.59	19.63
21Q3净利润同比 (%)	49.53	45.86	280.65

资料来源: Wind, 万联证券研究所

此外,公司的规模与行业地位积淀使得公司在多条重要业务线均形成了较强的客户产品认证优势。无论传统领域还是新兴科技领域客户的认证周期均达数月甚至数年,然而拉动薄膜电容需求再度高速增长的光伏、新能源汽车等市场的大发展阶段也在近几年,因此其他厂商进行客户认证所耗费的时间会不同程度上消磨其参与市场订单获取的机会,法拉电子相对较强的历史认证壁垒优势进一步巩固了公司的龙头地位。

5 关键假设和盈利预测

公司是薄膜电容全球第一梯队龙头企业,发展薄膜电容技术数十载,在2009-2013年间显著受益家电下乡政策带来的市场红利,其后几年发展相对趋稳,近年来随着新能源发电、新能源汽车等市场高速增长而迎来了新一轮的快速上升期,公司相关产能产线随客户需求而相应扩大,尤其是光伏和新能源车领域客户。我们假设未来上述该两块高景气领域保持稳健上升态势,同时其他市场领域业务相对平稳,则可预测公司2021-2023年营收分别增长48%、40%、32%,达28.01亿元、39.14亿元、51.65亿元;归母净利润分别增长39%、33%、28%,达7.73亿元、10.27亿元、13.16亿元;EPS分别达3.43、4.56、5.85元/股。公司未来受市场带动及自身优势驱动,业务规模扩大确定性较高,首次覆盖给予“增持”评级。

图表22:公司盈利预测

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
单位:百万元	实际	本次	本次	本次
营业收入	1890.57	2800.69	3913.84	5165.39
增长率 (%)	13	48	40	32
归母净利润	555.56	772.63	1027.11	1316.36
增长率 (%)	22	39	33	28
EPS (元/股)	2.47	3.43	4.56	5.85
市盈率 (P/E)	92.02	66.19	49.79	38.85
市净率 (P/B)	17.66	13.94	10.89	8.51

资料来源: 携宁估值, 万联证券研究所

6 风险提示

估值溢价风险：当前公司估值水平处于相对较高的历史水位区间，股价进一步上涨或将需要相对超预期的业绩订单表现方可带动，因此提醒投资者关注公司的估值水位。

地缘军事预期上升风险：公司地处福建省厦门市，近来地缘军事预期上升的态势此起彼伏，未来如若该预期再次显著上升，或将对地区经济造成一定程度影响。

疫情复发的风险：尽管目前国内疫情基本平息、全球疫情逐步消退，但如若未来疫情再度显著弥漫，或将对产业市场供需两端均造成一定程度影响。

利润表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1891	2801	3914	5165
%同比增速	13%	48%	40%	32%
营业成本	1057	1572	2252	3022
毛利	833	1229	1662	2143
%营业收入	44%	44%	42%	41%
税金及附加	20	28	39	52
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	37	59	82	103
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	111	158	221	284
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	75	126	176	232
%营业收入	4%	5%	5%	5%
财务费用	-8	-6	-1	7
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-6	0	0	0
信用减值损失	-4	0	0	0
其他收益	16	24	34	44
投资收益	20	29	41	54
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	31	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	655	917	1219	1562
%营业收入	35%	33%	31%	30%
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	657	917	1219	1562
%营业收入	35%	33%	31%	30%
所得税费用	92	134	178	228
净利润	564	783	1041	1334
%营业收入	30%	28%	27%	26%
归属于母公司的净利润	556	773	1027	1316
%同比增速	22%	39%	33%	28%
少数股东损益	9	10	14	18
EPS（元/股）	2.47	3.43	4.56	5.85

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	2.47	3.43	4.56	5.85
BVPS	12.87	16.30	20.87	26.72
PE	92.02	66.19	49.79	38.85
PEG	1.99	1.69	1.51	1.38
PB	17.66	13.94	10.89	8.51
EV/EBITDA	33.51	47.24	36.55	28.93
ROE	19%	21%	22%	22%
ROIC	18%	21%	22%	22%

资产负债表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	753	1110	1215	1449
交易性金融资产	616	706	996	1446
应收票据及应收账款	668	971	1324	1698
存货	363	532	740	973
预付款项	4	3	4	6
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	429	346	561	739
流动资产合计	2833	3668	4842	6312
长期股权投资	0	9	18	27
固定资产	612	485	360	236
在建工程	1	1	1	1
无形资产	69	77	85	93
商誉	19	19	19	19
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	116	118	120	122
资产总计	3650	4377	5444	6809
短期借款	10	10	10	10
应付票据及应付账款	475	422	432	455
预收账款	2	2	2	2
合同负债	5	5	8	10
应付职工薪酬	90	104	126	139
应交税费	65	46	39	31
其他流动负债	16	16	16	16
流动负债合计	653	595	623	653
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	37	37	37	37
其他非流动负债	19	21	19	19
负债合计	709	653	679	710
归属于母公司的所有者权益	2895	3668	4695	6011
少数股东权益	46	57	71	88
股东权益	2941	3724	4765	6100
负债及股东权益	3650	4377	5444	6809

现金流量表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	355	469	412	692
投资	190	-99	-299	-459
资本性支出	-131	-40	-45	-50
其他	20	27	39	52
投资活动现金流净额	78	-112	-305	-457
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	10	0	0	0
筹资成本	-300	0	0	0
其他	-10	1	-1	0
筹资活动现金流净额	-300	1	-1	0
现金净流量	126	357	105	234

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场