

禾迈股份（688032）：占据黄金细分赛道，快速成长的微逆领先企业

2022 年 1 月 25 日

推荐/首次

禾迈股份

公司报告

分布式市场发展+微逆渗透率提升，公司所在的微逆市场正快速扩容。公司是国内光伏微型逆变器的领先企业之一，逆变器是光伏发电系统的核心设备，而微型逆变器通常指单体容量在 5kW 以下，可对每块光伏组件的输出功率进行精细化调节及监控，并能实现每块光伏组件的最大功率点跟踪，适用于安全性要求高、日照不均、多树荫的分布式场景。我们认为，公司所在的微型逆变器将快速扩容，一方面是得益于整县推进下，我国分布式市场占比正快速提升。另一方面，得益于分布式光伏安全标准提高，带动微逆渗透率提升。

国内微型逆变器厂商国产替代有望提速。随着国内微型逆变器厂商成功上市后加速渠道布局，凭借产品性价比及技术迭代优势，国内微型逆变器龙头有望复制此前 2010-2020 年组串式、集中式逆变器企业国产替代、全球市占率快速提升的成长路径。目前，国内微型逆变器龙头全球市场份额较小，Enphase 公司 2020 年营收为 7.74 亿美元，可测算 Enphase 公司在微型逆变器领域的全球市场占有率约 44.2%，而国内企业昱能科技、禾迈股份 2020 年微型逆变器销售营收仅为 4.12、1.73 亿人民币，市场占有率仅为约 3.6%、1.5%，国内企业出海战略下，市占率提升潜力巨大。

禾迈股份具有两大核心竞争优势，有望受益于微逆市场扩容及国产替代的行业大趋势。第一、公司深耕技术，具有微逆全系列产品的生产能力，产品功率密度业内领先。第二，目前由于境外市场上网电价相对较高，海外企业缺少产品不断技术迭代来进行降本的动力，Enphase 公司的微型逆变器以一拖一为主，而公司通过主打集成度更高的一拖四、一拖二产品，在相同功率下实现了较 Enphase 公司更低的生产成本。公司凭借两大核心竞争力，有望在微逆这一黄金细分赛道快速发展，成为龙头 Enphase 的挑战者。

盈利预测：预测公司 21-23 年营业收入 7.68/12.64/20.16 亿元，净利润 2.00/3.84/6.79 亿元，净利增速 92.34%/91.82%/76.67%，EPS 分别为 5.01/9.60/16.96 元，对应 PE 分别为 143.41/74.76/42.32。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

风险提示：COVID-19 疫情全球扩散情况及对社会经济活动的影响偏离预期；光伏等领域新技术发展方向或偏离预期；相关上市公司主业发展或低于预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	460.05	495.02	768.41	1,264.34	2,016.46
增长率（%）	49.91%	7.60%	55.23%	64.54%	59.49%
归母净利润（百万元）	80.54	104.11	200.23	384.09	678.57
增长率（%）	409.29%	29.24%	92.34%	91.82%	76.67%
净资产收益率（%）	29.35%	27.60%	34.26%	39.78%	41.34%
每股收益（元）	3.03	3.47	5.01	9.60	16.96
PE	356.54	275.83	143.41	74.76	42.32
PB	69.66	57.10	49.13	29.74	17.50

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

禾迈股份成立于 2012 年，成立至今主要从事光伏逆变器等电力变换设备和电气成套设备及相关产品的研发、制造与销售业务，其中光伏逆变器及相关产品主要包括微型逆变器及监控设备、模块化逆变器及其他电力变换设备、分布式光伏发电系统，电气成套设备及相关产品主要包括高压开关柜、低压开关柜、配电柜等。（资料来源于公司招股说明书）

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间（元）	602.72-824.00
总市值（亿元）	269.21
流通市值（亿元）	59.23
总股本/流通 A 股（万股）	4000.00/880.07
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	9.71%

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

研究助理：耿梓瑜

010-66554044

gengzy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070028

目 录

1. 占据黄金细分赛道，快速成长的微型逆变器领先企业	2
2. 微逆市场快速扩容，国产龙头迎出口替代良机	4
2.1 微型逆变器适用于安全性要求高的分布式场景	4
2.2 分布式市场发展+微逆渗透率提升，微逆市场将快速扩容	6
3. 对标 Enphase，国产替代有望开启	8
4. 盈利预测与估值分析	9
5. 风险提示	10

表格目录

表 1：公司主要产品	2
表 2：三种逆变器适用范围比较	5
表 3：三种逆变器适用范围比较国家、地方最新分布式光伏相关政策一览	6
表 4：三家微型逆变器企业功率密度比较	8
表 5：禾迈股份营业收入拆分预测表	9

插图目录

图 1：禾迈股份大事记	2
图 2：禾迈股份营收规模（亿元）及增速（%）	3
图 3：公司归母净利润（亿元）及增速（%）	3
图 4：历年销售毛利率与销售净利率（%）	3
图 5：主营业务收入销售地区	3
图 6：公司股权穿透图	4
图 7：逆变器不同类型示意图	5
图 8：分布式光伏应用场景	5
图 9：2016-2021Q3 我国新增光伏装机构成（GW）	6
图 10：微型逆变器市场规模及预期增长（亿元）	7
图 11：2012-2020 年主要逆变器企业市占率变化（海外龙头 SMA 市占率被国内企业逐渐蚕食）	8
图 12：2021 年三季度逆变器厂家盈利情况对比（%）	错误!未定义书签。

1. 占据黄金细分赛道，快速成长的微型逆变器领先企业

禾迈股份（688032.SH）是一家以光伏逆变器等电力变换设备及电气成套设备为主要业务的高新技术企业。公司成立于2012年，基于数十年电气成套设备领域行业经验，形成光伏逆变器领域和电力成套设备领域之间的有效产业协同，公司目前已成为光伏微型逆变器细分领域的领先企业之一，所产微型逆变器广泛应用于分布式光伏发电系统领域，在功率密度、功率范围、转换效率等方面均领先同类产品，客户遍布美洲、欧洲、亚洲等多个区域。2021年12月，成功在科创板上市，立足微型逆变器核心业务，受益分布式光伏规模的快速扩张，公司未来发展前景广阔。

图1：禾迈股份大事记



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

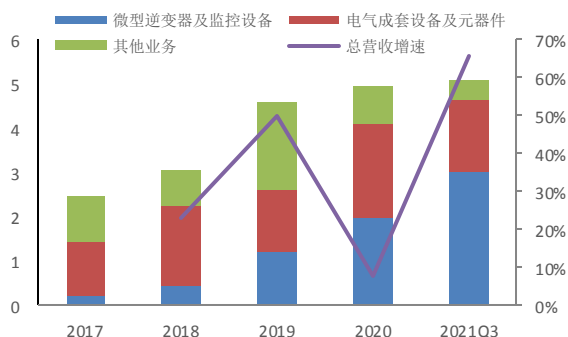
表 1：公司主要产品

产品系列		产品名称（具体应用）
光伏逆变器及相关产品	微型逆变器	一拖一逆变器、一拖二逆变器、一拖四逆变器
	微型逆变器监控系统	由数据采集器（DTU）与监控云服务平台分别构成硬件和软件模块
	分布式光伏发电系统	微型逆变器、监控设备产品、外购光伏组件与支架等光伏零部件的集成产品，直接安装在终端场所
	模块化逆变器及其他电力变换设备	用于百千瓦级至兆瓦级光伏电站的电能变换
电气成套设备及元器件	高压系列开关柜	发电厂、变电站、机场、码头、高层建筑等的户内供电系统
	低压系列开关柜	发电厂、石油、化工、冶金、纺织等自动化程度高、要求与计算机对接的场所，产品获得国家 3C 产品强制认证，其中 GGD、GCK、GCS、MNS 等常规产品额定电流均达 6300A，可满足不同用户要求
	配电箱	三相电力系统的动力配电和照明配电，处于配电系统末端
其他	电气元器件加工、销售	显示器、电磁锁、传感器等

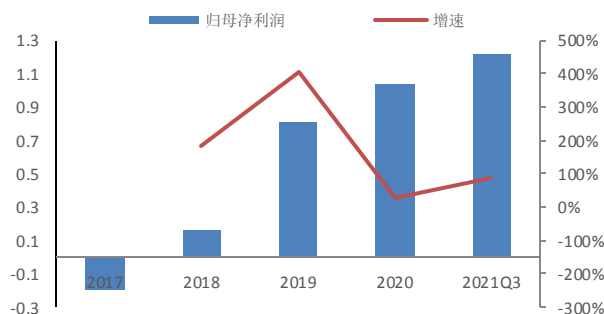
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

微型逆变器业务快速扩张成为公司核心业务, 出口业务占比不断提升。2017-2020 年, 公司营收规模从 2.49 亿元增长至 4.95 亿元, 3 年年均复合增速为 25.7%, 2021 年三季度公司总营收为 5.07 亿元, 同比增速达到 65.94%。公司在巩固原有电气成套设备业务的同时, 实现了微型逆变器及监控设备业务的不断增长, 2017-2020 年微逆业务从 0.2 亿元增长至 1.96 亿元, 3 年年均复合增速达 114%, 2021 年三季度微逆业务营收 3 亿元, 占总营收比例约 60%, 已成为公司业务贡献的主要来源。

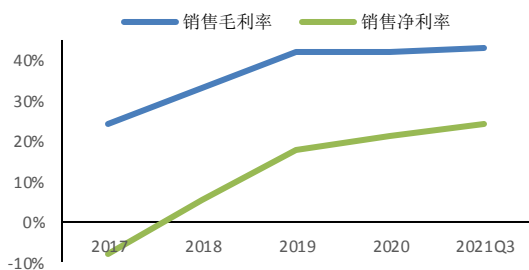
此外, 公司海外业务增长迅速, 2017-2020 年从 0.1 亿元增长至 1.78 亿元, 2021 年上半年, 公司海外业务规模达 1.78 亿元, 占比达 57%, 超过同期境内业务规模。这得益于长期以来公司海外销路的不断打通, 且公司微型逆变器产品具有突出性价比优势, 正逐渐被国外客户所接受。随着海外光伏发电需求的持续增长, 公司的境外业务有望继续提升。

图2: 禾迈股份营收规模 (亿元) 及增速 (%)


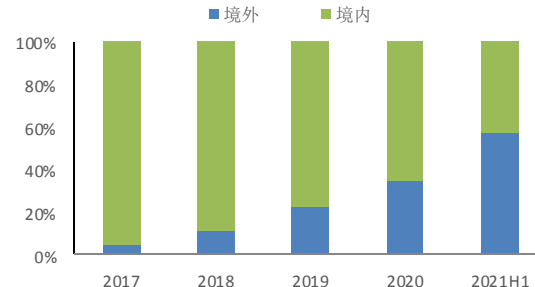
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图3: 公司归母净利润 (亿元) 及增速 (%)


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图4: 历年销售毛利率与销售净利率 (%)


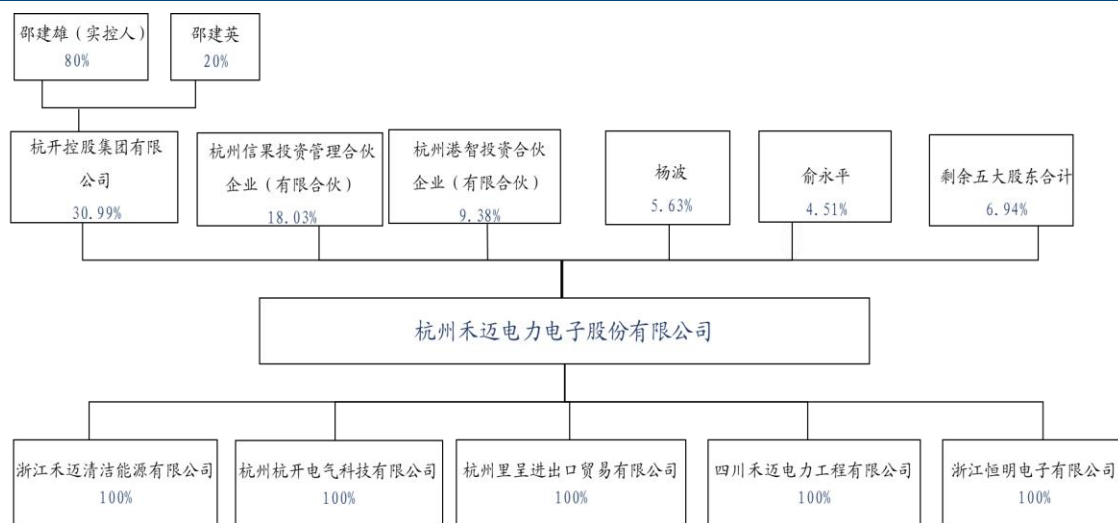
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图5: 主营业务收入销售地区


资料来源: wind, 东兴证券研究所

控股股东杭开集团持股 30.99%, 实际控制人为邵建雄。公司核心技术团队皆为国内相关领域专业人才, 2016 年公司总经理、核心技术人员杨波因“高增益电力变换调控机理与拓扑构造理论”获得国家自然科学奖二等奖, 相关理论及衍生技术已在公司光伏逆变器产品中应用。技术成果丰富, 截至 2021 年 6 月 30 日, 公司已拥有发明专利 17 项, 实用新型专利 39 项。

图6：公司股权穿透图



资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 微逆市场快速扩容，国产龙头迎出口替代良机

2.1 微型逆变器适用于安全性要求高的分布式场景

逆变器作为光伏发电系统的核心设备，其作用是将光伏组件产生的可变直流电压转换为市电频率交流电，是光伏阵列系统中重要的系统平衡之一。光伏逆变器一般可以按照技术路线及功率水平分为集中式逆变器、组串式逆变器、模块化逆变器和微型逆变器等。目前，光伏逆变器市场主要以集中式逆变器和组串式逆变器为主，微型和其他类型逆变器占比较小。

- 集中式逆变器单体容量通常在 500kW 以上，单体功率高，其逆变方式是将大量并行的光伏组串连接到同一台集中式逆变器的直流输入端，完成最大功率点跟踪后，再经过逆变并入电网。
- 组串式逆变器的单体容量一般在 100kW 以下，其对数串光伏组件进行单独的最大功率点跟踪，再经过逆变单元以后并入交流电网。
- 微型逆变器的单体容量一般在 5kW 以下，其可以对每块光伏组件的输出功率进行精细化调节及监控，并能实现每块光伏组件单独的最大功率点跟踪，再经过逆变转换以后并入交流电网。
- 模块化逆变器参考了微型逆变器“分布式电能变换”的设计思路，输入侧可接数个光伏组件串并联形成的光伏阵列，逆变器主体则由多个逆变器模块组合而成，两侧形成“多组串对多逆变器模块”的组合形式。模块化逆变器单瓦成本较高。

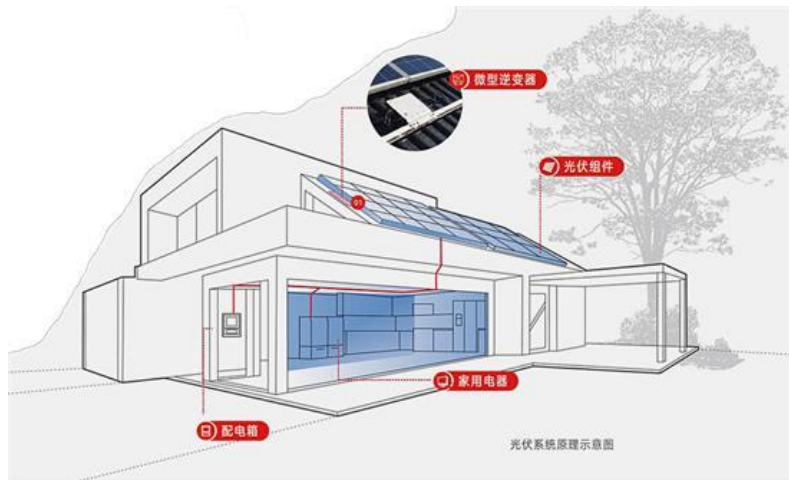
图7：逆变器不同类型示意图



古瑞瓦特 CP1000-1260 Sta 集中式逆变器 台达 M70A 组串式逆变器 禾迈股份一拖四微型逆变器 NOVSTECH 品牌 MSTP 模块化逆变器

资料来源：各公司官网，东兴证券研究所

图8：分布式光伏应用场景



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

综合来看，微型逆变器适用于分布式场景，由于微逆单瓦价格高于组串式，尤其适用于安全性要求高、日照不均、多树荫的分布式场景。

表 2：三种逆变器适用范围比较

项目	集中式逆变器	组串式逆变器	微型逆变器
集中式大型电站	适用	适用	不适用
分布式大型工商业屋顶电站	适用	适用	不适用
分布式中小型工商业屋顶电站	不适用	适用	适用
分布式户用屋顶电站	不适用	适用	适用
最大功率跟踪对应组件数量	数量较多的组串	1-4 个组串	单个组串
最大功率跟踪电压范围	窄	宽	宽

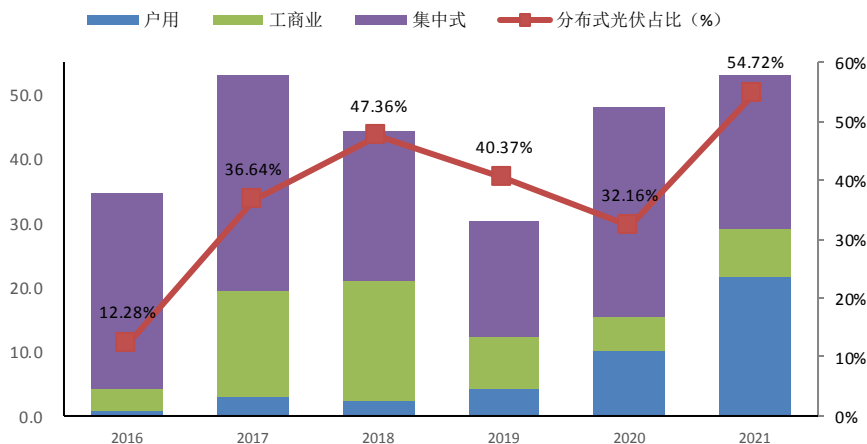
系统发电效率	一般	较高	高
安装占地	需要独立机房	不需要	不需要
室外安装	不允许	允许	允许
维护性	一般	易维护	难维护
逆变器成本	较低	中等	较高
系统成本	中等	中等	较高

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 分布式市场发展+微逆渗透率提升，微逆市场将快速扩容

我们认为，微型逆变器将快速扩容，一方面是得益于整县推进下，我国分布式市场占比正快速提升。根据国家能源局的数据，2020 年我国新增光伏装机 48.2GW，其中户用+工商业 15.5GW，即分布式占比约 32%，今年 1-10 月，户用装机占比超过 50%，预计随着整县推进政策，我国的分布式市场将快速发展，占比有望维持在 40%以上。同时，根据 Bloomberg NEF 的统计，2020 年全球分布式光伏装机占比约 33%，预计随着中国、美国等分布式市场占比的提升，全球分布式光伏装机将拥有高于集中式地面的复合增速。

图9：2016-2021Q3 我国新增光伏装机构成（GW）



资料来源：国家能源局，wind，东兴证券研究所

表 3：三种逆变器适用范围比较国家、地方最新分布式光伏相关支持政策一览

政策	发布时间	内容（目标）
国家政策		
《深入开展公共机构绿色低碳引领行动促进碳达峰实施方案》	2021.11.16	到 2025 年公共机构新建建筑可安装光伏屋顶面积力争实现光伏覆盖率达到 50%
《2030 年前碳达峰行动方案》	2021.10.26	到 2025 年，城镇建筑可再生能源替代率达到 8%。新建公共机构建筑、新建厂房屋顶光伏覆盖率力争达到 50%
《关于印发全国特色小镇规范健康发展导则的通知》	2021.9.30	有条件的开展屋顶分布式光伏开发
《关于报送整县（市、区）屋顶分	2021.6.24	整合资源实现集约开发。全国 31 省共申报 676 县

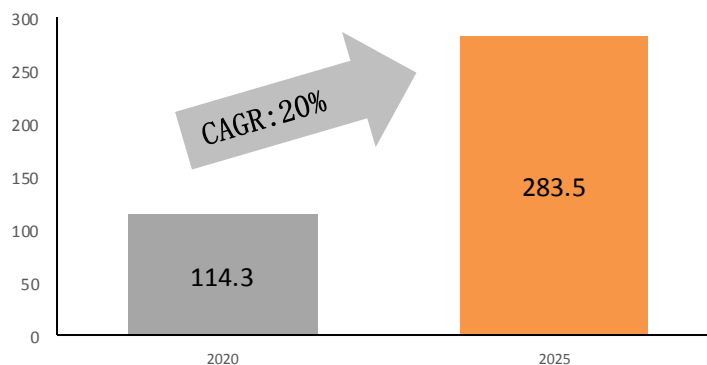
布式光伏开发试点方案的通知》		
《加快农村能源转型发展助力乡村振兴的实施意见》	2022. 1. 6	到 2025 年, 建成一批农村能源绿色低碳试点, 分布式可再生能源发展壮大
地方政策		
《关于印发温州市制造业千企节能改造行动方案(2021-2023)的通知》	2021. 10. 25	到 2023 年, 新建工业厂房安装分布式光伏比例达到 100%
《江西省整体推进开发区屋顶分布式光伏建设三年行动计划(2022-2024 年)(征求意见稿)》	2021. 10. 27	到 2024 年底, 全省各开发区具备开发条件的屋顶光伏发电覆盖达到 80%以上
《上海市绿色建筑管理办法》	2021. 11. 8	推广安装与建筑一体化的分布式光伏发电系统
《关于支持北京城市副中心高质量发展的意见》	2021. 11. 26	北京城市副中心新建公共建筑将强制装光伏
山西转型综改示范区管委会关于印发规划建设十条规定的通知	2021. 11. 18	可利用的建筑屋顶原则上应全部进行光伏开发

资料来源: 国家能源局, 国家发改委, 各地方政府网站, 东兴证券研究所

另一方面, 分布式光伏安全标准提高, 带动微型逆变器渗透率提升。屋顶光伏一旦发生火灾事故可能对建筑物及建筑内人员造成重大伤害。国家能源局综合司发布《关于加强分布式光伏发电安全工作的通知(征求意见稿)》, 提出并网逆变器应具备电网异常频率电压耐受能力和低电压、高电压穿越能力, 应具有控制开关, 可在电网失压时快速断开与电网的连接。微型逆变器不仅具备组件式关断功能, 每块组件的独立 MPPT 可提高单块组件发电量。微型逆变器在光伏系统中采用的是并联设计, 直流侧仅 60V 左右的电压, 从根本上消除了高压带来的安全隐患。

分布式市场的快速增长叠加微型逆变器应用渗透率的提升, 将带动微型逆变器市场快速扩容。根据 IRENA 发布的数据, 2020 年全球新增光伏装机为 127GW, 按分布式装机占比约 30%、微逆在分布式中渗透率 15%、均价 2.0 元/w 测算, 2020 年微型逆变器市场规模约 114.3 亿元。若 2025 年全球新增光伏装机达 300GW, 按分布式装机占比为 45%, 微逆渗透率 30%, 均价 0.7 元/w 测算, 微型逆变器 2025 年市场规模为 283.5 亿, 5 年行业复合增速达 20%。

图10: 微型逆变器市场规模及预期增长(亿元)

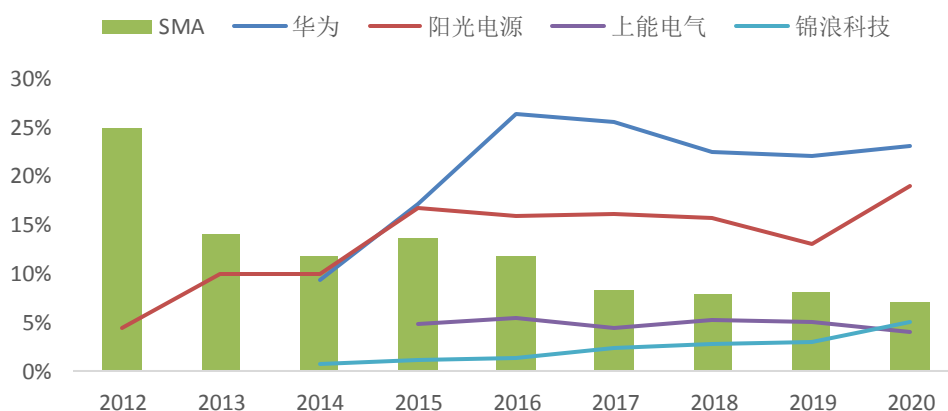


资料来源: IRENA, 东兴证券研究所

3. 对标 Enphase，国产替代有望开启

随着国内微型逆变器厂商成功上市后加速渠道布局，凭借产品性价比及技术迭代优势，国内微型逆变器龙头有望复制此前 2010-2020 年组串式、集中式逆变器企业国产替代、全球市占率快速提升的成长路径。目前，国内微型逆变器龙头全球市场份额较小，Enphase 公司 2020 年营收为 7.74 亿美元，可测算 Enphase 公司在微型逆变器领域的全球市场占有率约 44.2%，而国内企业昱能科技、禾迈股份 2020 年微型逆变器销售营收仅为 4.12、1.73 亿人民币，市场占有率仅为约 3.6%、1.5%，国内企业出海战略下，市占率提升潜力巨大。

图11：2012-2020 年主要逆变器企业市占率变化（海外龙头 SMA 市占率被国内企业逐渐蚕食）



资料来源：公司公告、伍德麦肯兹、能源一号，东兴证券研究所（注：2019、2020 年市占率数据来自于伍德麦肯兹，2012-2018 年数据由公司出货量/当年全球新增装机容量计算）

我们认为，禾迈股份开启国产替代具有两大核心竞争优势。第一、公司深耕技术，具有微逆全系列产品的生产能力，产品功率密度业内领先。微型逆变器的核心难点在于实现高功率密度所需的软件算法优化和硬件电路设计。功率密度的提升意味着在硬件用料不变的情况下实现功率等级的提升，或使用相对更少的电子元器件实现同样的功率等级。需要深入理解不同硬件的极限性能，并通过精准的硬件配合及持续迭代的软件指令实现电子元器件的利用率最大化。此外，由于微型逆变器产品的质保期超过 10 年，微型逆变器在软硬件优化过程中还需考虑质量的长期稳定及维修的高效便利，具有较高的研发门槛。从一拖一、一拖二产品的技术参数看，公司同等规格产品的功率密度较海外龙头 Enphase 已有一定优势，技术优势将为禾迈开启国产替代打下坚实基础。

表 4：三家微型逆变器企业功率密度比较

产品类型	一拖一逆变器		一拖二逆变器			一拖四逆变器	
厂商	禾迈	Enphase	禾迈	Enphase	昱能	禾迈	昱能
型号	HM-400	IQ7A	HM-800	IQ8D	YC600	HM-1500	QSI
额定输出功率(W)	400	349	800	633	550	1500	1200
体积 (L)	0.88	1.12	1.19	2.73	1.54	1.62	2.68

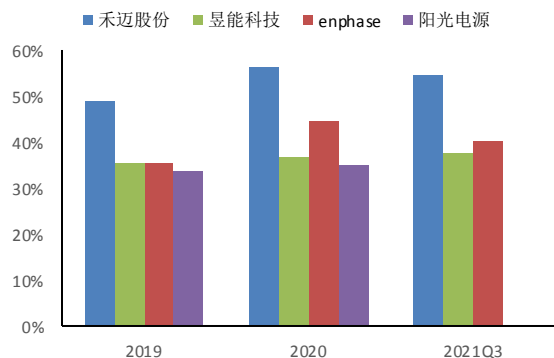
功率密度 (W/L)	434.3	311.5	672.3	232.2	357.14	922.4	447.76
--------------	-------	-------	-------	-------	--------	-------	--------

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

第二, 公司通过主打集成度更高的一拖四、一拖二产品, 在相同功率下实现了较 Enphase 公司更低的生产成本。根据所连接的光伏组件数目, 微型逆变器产品一般分为一拖一、一拖二、一拖四系列。微型逆变器产品正不断迭代更新, 产品结构由原来的一拖一产品为主迭代为以一拖四产品为主, 随着单个微型逆变器可连接光伏组件数目的增加, 微型逆变器能够在保证所连接的各个光伏组件独立输入实现交直流变换的同时, 对于部分器件实现复用, 从而降低单瓦变换成本。通过内部电路的优化, 一拖二、一拖四逆变器还可以提高等效开关频率, 从而降低纹波, 提高输出电能质量。

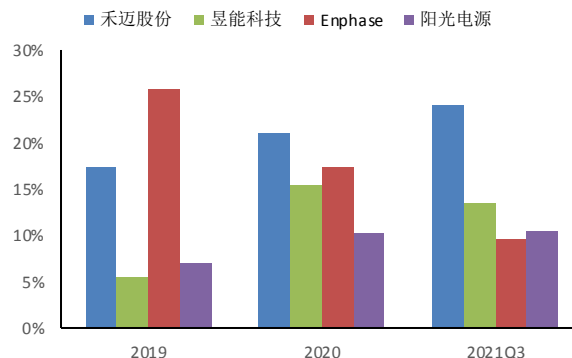
对标 Enphase, 目前 Enphase 的微型逆变器以一拖一为主, 由于境外市场上网电价相对较高, 对于微型逆变器的销售价格敏感性相对较低, 海外企业缺少产品不断技术迭代来进行降本的动力, 而国内分布式市场刚刚起步, 价格敏感度高驱使国内企业不断创新, 公司的微型逆变器产品出货则以一拖二和一拖四为主。今年上半年, 公司高集成度的一拖四产品已占据公司 72.3% 销售额。通过产品性价比优势, 公司微型逆变器境外销售占比逐渐提高, 盈利能力也在行业中也处于领先地位, 2021 年三季度公司毛利率和扣非后归母净利润率分别为 43% 和 23.25%, 明显高于集中式、组串式逆变器主营厂商。

图 12: 主要厂家逆变器产品毛利率对比 (%)



资料来源: wind, 东兴证券研究所 (注: 昱能科技 2021 年为中报数据)

图 13: 逆变器厂家销售净利率对比 (%)



资料来源: wind, 东兴证券研究所 (注: 昱能科技 2021 年为中报数据)

4. 盈利预测与估值分析

根据公司目前业务进展及行业趋势, 预测公司 21-23 年营业收入 7.68/12.64/20.16 亿元, 净利润 2.00/3.84/6.79 亿元, 净利增速 92.34%/91.82%/76.67%, EPS 分别为 5.01/9.60/16.96 元, 对应 PE 分别为 143.41/74.76/42.32。公司营业收入拆分预测如表 5 所示。我们认为, 公司作为国内微型逆变器的领先企业, 随着国内微型逆变器厂商成功上市后加速渠道布局, 凭借产品性价比及技术迭代优势, 国内微型逆变器龙头有望复制此前 2010-2020 年组串式、集中式逆变器企业国产替代、全球市占率快速提升的成长路径。首次覆盖, 给予公司“推荐”评级。

表 5: 禾迈股份营业收入拆分预测表

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
微型逆变器	39	103	173	395	805	1449
增速		162%	68%	128%	104%	80%
监控设备	3	12	18	45	80	128
增速		324%	52%	144%	80.00%	60.00%
其他配件	1	4	5	15	26	39
增速		186%	23%	227%	70%	50%
电气成套设备	160	114	186	201	221	243
增速		-29%	64%	8%	10%	10%
元器件	24	26	28	35	38	42
增速		12%	7%	23%	10%	10%
分布式光伏发电系统	23	1	3	18	20	22
增速		-95%	127%	557%	10%	10%
模块化逆变器及其他	43	184	48	25	28	30
增速		326%	-74%	-48%	10%	10%
其他主营业务	6	11	13	20	30	45
增速		73%	28%	50%	50%	50%
其他业务	8	5	20	15	17	18
增速		-33%	295%	-27%	10%	10%
总计	307	460	495	768	1264	2016
增速		50%	7.60%	55.23%	64.54%	59.49%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 风险提示

COVID-19 疫情全球扩散情况及对社会经济活动的影响偏离预期；光伏等领域新技术发展方向或偏离预期；相关上市公司主业发展或低于预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	458	549	767	1225	2031	营业收入	460	495	768	1264	2016
货币资金	181	177	269	443	825	营业成本	267	287	413	649	989
交易性金融资产	0	0	0	0	0	营业税金及附加	3	3	4	7	11
应收账款	148	160	211	346	552	营业费用	43	38	60	90	135
应收款项融资	1	3	4	4	5	管理费用	24	25	34	48	67
其他应收款	8	9	11	13	16	研发费用	26	29	39	53	71
预付款项	5	4	8	10	12	财务费用	5	3	4	0	-2
存货	86	126	182	286	436	其他收益	13	11	16	24	35
合同资产	0	11	11	11	11	资产减值损失	-6.75	-1.66	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	9	9	9	9	9	信用减值损失	-5.73	-0.82	-1.00	-2.00	-3.00
非流动资产合计	94	138	193	244	293	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-0.11	-0.16	0.00	0.00	0.00
固定资产	69	92	144	192	239	营业利润	94	119	230	441	779
无形资产	10	17	21	23	26	营业外收入	0.26	0.62	0.00	0.00	0.00
商誉	0	0	0	0	0	营业外支出	1.00	0.24	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	4	4	4	4	利润总额	93	119	230	441	779
资产总计	552	687	960	1470	2325	所得税	13	15	30	57	100
流动负债合计	248	271	339	469	651	净利润	81	104	200	384	679
短期借款	22	32	28	19	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付票据	0	12	17	26	40	归属母公司净利润	81	104	200	384	679
应付账款	88	153	217	341	520	EPS (元)	3.03	3.47	5.01	9.60	16.96
预收款项	19	0	0	0	0	主要财务比率					
合同负债	0	25	30	36	43		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
应付职工薪酬	16	17	17	17	17	成长能力					
其他应付款	20	7	7	7	7	营业收入增长	49.91%	7.60%	55.23%	64.54%	59.49%
一年内到期的非流动负债	73	0	0	0	0	营业利润增长	204.60%	26.38%	92.95%	91.82%	76.67%
非流动负债合计	30	39	64	67	72	归属于母公司净利润增长	92.34%	91.82%	92.34%	91.82%	76.67%
长期借款	0	0	22	22	22	获利能力					
预计负债	21	23	23	23	23	毛利率(%)	42.01%	42.11%	46.28%	48.71%	50.95%
应付债券	0	0	0	0	0	净利率(%)	17.51%	21.03%	26.06%	30.38%	33.65%
递延负债-非流动负债	2	2	2	2	2	总资产净利润(%)	14.59%	15.16%	20.86%	26.13%	29.19%
负债合计	278	310	403	536	722	ROE(%)	29.35%	27.60%	34.26%	39.78%	41.34%
少数股东权益	0	0	0	0	0	偿债能力					
实收资本(或股本)	27	30	40	40	40	资产负债率(%)	50%	45%	42%	36%	31%
资本公积	183	298	298	298	298	流动比率	1.85	2.03	2.26	2.61	3.12
未分配利润	55	42	227	585	1219	速动比率	1.51	1.56	1.73	2.00	2.45
归属母公司股东权益合计	274	377	584	966	1641	营运能力					
负债和所有者权益	552	687	960	1470	2325	总资产周转率	0.56	0.80	0.93	1.04	1.06
现金流量表					单位:百万元	应收账款周转率	4	3	4	5	4
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	应付账款周转率	5.13	4.11	4.15	4.53	4.68
经营活动净现金流	1	94	155	247	462	每股指标(元)					
投资活动净现金流	-49	-43	-65	-65	-65	每股收益(最新摊薄)	3.03	3.47	5.01	9.60	16.96
筹资活动净现金流	32	-64	24	-8	-15	每股净现金流(最新摊薄)	-0.61	-0.46	2.85	4.34	9.56
汇率变动影响	0	-1	-4	0	0	每股净资产(最新摊薄)	10.31	12.57	14.61	24.14	41.03
现金及等价物净增加	-16	-14	110	174	382	估值比率					
期初现金及等价物余额	187	171	155	269	443	P/E	356.54	275.83	143.41	74.76	42.32
期末现金及等价物余额	171	155	269	443	825	P/B	69.66	57.10	49.13	29.74	17.50

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，5 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，主要覆盖环保、电新等研究领域，从业期间获得 2017 年水晶球公募榜入围，2020 年 wind 金牌分析师第 5。

研究助理简介

耿梓瑜

金融硕士，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，从事公用事业及新能源行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526