

海目星 (688559.SH)

半年报业绩超预期、在手订单充沛、盈利能力提升

公司公告：2022H1 年营收、归母、扣非利润 11.95、0.94、0.75 亿元，分别同比增长 116.29%、189.8%、773.1%。2022Q2 营收、归母、扣非利润 7.48、0.83、0.69 亿元，分别同比增长 75.5%、51%、99%，业绩超预期。

- **业绩超预期，盈利水平有所提升。**2022 H1 净利率约 7.53%，同比增长 1.64 个百分点。2022 年 Q2 毛利率约 34.2%，同、环比分别提高 1.59、0.61 个百分点。盈利能力的上升主要得益于交付订单的价格水平较好和公司规模效应的显现。
- **锂电设备业务进入收获期，营收快速增长。**2022H1 锂电设备业务营收 8.59 亿，同比增长 275%，收入占比超过 70%。公司围绕其激光、自动化能力不断拓展应用，早先培育的锂电设备业务已具有较强竞争力，更多的创新装备（切卷/切叠一体机）也已开始产业化。同时，公司成功实现从单机装备到锂电整线解决方案延伸，单 GW 产值有望实现数倍增长，从而带动锂电装备业务加速发展。
- **在手订单充沛。**公司上半年新签订单 36 亿（含税），同比增长 65%，其中锂电业务新签订单 24 亿（含税），同比增长 60%；目前公司的在手订单约 72 亿（含税）。2022H1 公司预收款 19.4 亿元，同比增长 92%；2022H1 存货 30.6 亿元，同比增长 87.76%，其中在产品/发出商品分别 6.60、16.09 亿元，侧面反应了公司的产品需求旺盛。
- **光伏业务发力，有望快速成长为新的收入支柱。**2022 年 4 月公司披露中标晶科能源 TOPCon 激光 SE 装备约 10.67 亿元订单及框架合同，估算对应约 40 多 GW 的 TOPCon 产线。当前 TOPCon 逐步进入放量阶段，业内反馈已有批量电池产线效率可达 24.7%，激光 SE 用上后可超 25%（晶科最新已达 25.7%），TOPCon 相较 PERC 已有经济性且将继续放大。业内分析该项目可能是一次掺杂方案，此次项目为拓展其余光伏应用奠定好的基础，公司光伏部门有望快速成长为新支柱。
- **加大研发投入并积极扩张产能。**2022H1 年公司固定资产大幅增长，在建工程规模也比较大，系公司发展规模扩大，订单增加；2022H1 公司研发投入总额较上年大幅增加 159%，系公司研发人员增加，持续加大投入研发项目，研发物料消耗增长带动相关支出增长。
- **投资建议：**公司的研发与创新能力强，培育的业务板块先后进入收获阶段，在强成长阶段，各类先行指标都非常强劲。激光与自动化装备在锂电、光伏、半导体、新型显示等新兴产业需求量与使用密度都在提升，潜在需求大，公司当前也在做管理与流程梳理/升级，如果管理能跟上，公司有望进一步成长为中型企业。维持“强烈推荐”评级，调整目标价为 107-112 元。
- **风险提示：**下游电池扩产放缓、公司锂电产品不及预期、光伏业务不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1321	1984	4270	7329	10660
同比增长	28%	50%	115%	72%	45%
营业利润(百万元)	83	113	381	785	1164
同比增长	-53%	36%	237%	106%	48%
归母净利润(百万元)	77	109	370	762	1131
同比增长	-47%	41%	239%	106%	48%
每股收益(元)	0.39	0.55	1.85	3.81	5.65
PE	231.0	163.7	48.3	23.4	15.8
PB	12.9	11.6	9.4	6.9	5.0

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

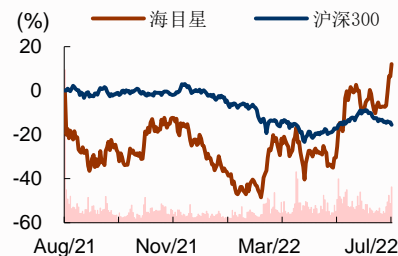
中游制造/电力设备及新能源
目标估值：107.00 - 112.00 元
当前股价：89.34 元

基础数据

总股本 (万股)	20000
已上市流通股 (万股)	12817
总市值 (亿元)	179
流通市值 (亿元)	115
每股净资产 (MRQ)	8.4
ROE (TTM)	10.2
资产负债率	76.3%
主要股东	鞍山市海康企业管理服务中
主要股东持股比例	19.55%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	83	46
相对表现	24	91	60



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《海目星 (688559) — 业绩超预期，光伏、锂电业务连获大单》2022-05-07
- 2、《海目星 (688559) — 中标 TOPCon 装备大单，光伏板块将成为新增长动力》2022-04-17
- 3、《海目星 (688559) — 锂电装备业务增长加速，光伏领域加速布局》2022-03-31

游家训 S1090515050001

✉ youjx@cmschina.com.cn

刘荣 S1090511040001

✉ liur@cmschina.com.cn

刘巍 S1090522070003

✉ liuwe24@cmschina.com.cn

正文目录

一、2022 年中报分析	3
二、锂电设备业务加强产品门类延伸、市场开拓，正在快速增长	6
三、光伏业务发力，有望快速成长为新的收入支柱	7
投资建议	8
风险提示	9

图表目录

图 1 公司订单情况	6
图 2 公司动力电池装配线产品单线价值量与设备数情况	6
图 3: 海目星历史 PE Band	9
图 4: 海目星历史 PB Band	9
表 1: 业绩摘要	3
表 2: 单季度业绩摘要	4
表 3: 公司经营情况	4
表 4: 负债情况	4
表 5: 固定资产和在建工程情况	5
表 6: 资产回报率情况	5
表 7: 公司锂电设备业务情况	6
表 8: 2022 年新增锂电设备订单情况	6
表 9: 晶科能源 N 型单晶钝化接触 (TOPCon) 电池转化效率创世界纪录	7
表 10: 公司光伏订单	7
表 11: 主要企业 TOPCon 产能布局	7
表 12: 收入拆分及盈利预测	8
附: 财务预测表	10

一、2022 年中报分析

公司公告: 2022H1 年营收、归母、扣非利润 11.95、0.94、0.75 亿元，分别同比增长 116.29%、189.8%、773.1%。2022Q2 营收、归母、扣非利润 7.48、0.83、0.69 亿元，分别同比增长 75.5%、51%、99%，业绩超预期。

【盈利能力】 2022 H1 净利率约 7.53%，同比增长 1.64 个百分点。2022 年 Q2 毛利率约 34.2%，同、环比分别提高 1.59、0.61 个百分点。盈利能力的上升主要得益于交付订单的价格水平较好和公司规模效应的显现。

【预收款、存货】 2022H1 公司预收款 19.4 亿元，同比增长 92%；2022H1 存货 30.6 亿元，同比增长 87.76%，其中在产品/发出商品分别 6.60、16.09 亿元，侧面反应了公司的产品需求旺盛。

【产能、研发投入】 2022H1 年公司固定资产规模为 9.28 亿元，同比增长 118.47%，反应了公司产能规模迅速扩张以满足大量的新增订单需求； 2022H1 公司研发人员数量达 887 人，上年同期为 374 人，同比增长 137%；2022H1 的研发投入总额为 1.39 亿元，同比增长 159%，研发人员和研发投入的快速增长，使得公司有充足的技术资源去开拓新的下游应用领域和优质客户。

表 1: 业绩摘要

百万元	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	同比变化	2021H1	2022H1	同比变化
营业收入	637.72	800.70	1030.92	1320.59	1984.33	50.26	552.48	1194.97	116.29
营业成本	449.08	525.46	657.21	925.22	1489.76	61.02	374.12	788.82	110.85
毛利润	188.64	275.24	373.72	395.37	494.57	25.09	178.36	406.15	127.72
销售税金	7.06	3.67	9.22	10.85	19.71	81.70	8.66	17.38	100.82
毛利润(扣除销售税金)	181.57	271.57	364.50	384.52	474.86	23.49	169.70	388.77	129.09
销售费用	47.35	73.16	89.74	103.82	119.57	15.17	44.99	88.03	95.66
管理费用	50.71	45.06	72.02	67.39	104.01	54.34	38.95	80.13	105.70
研发费用	0.00	82.50	88.25	107.04	157.92	47.54	53.68	139.29	159.47
经营利润	83.51	70.86	114.49	106.26	93.36	-12.15	32.08	81.33	153.57
资产和信用减值损失	(15.49)	(17.16)	-24.37	-44.63	-33.38	-25.20	-19.80	-38.91	96.47
财务费用	5.01	3.36	6.41	18.23	12.24	-32.88	4.12	-0.22	-105.27
投资收益	(0.38)	(0.05)	-0.05	0.95	5.42	470.16	2.67	-1.38	-151.46
资产处置收益			-0.04	-0.09		-104.09	0.00	0.00	-7.28
公允价值变动净收				0.61	3.18	424.31	0.00	1.39	
其他收益	2.47	46.50	93.42	38.33	56.92	48.50	26.17	50.41	92.64
营业外收入	0.88	0.17	0.33	0.75	0.65	-14.14	0.23	0.55	141.63
营业外支出	0.24	0.19	0.42	1.75	1.82	3.72	0.15	0.22	40.35
利润总额	65.72	96.77	176.95	82.19	112.09	36.37	37.07	93.40	151.97
所得税	0.47	13.47	31.56	4.84	3.16	-34.76	4.53	3.38	-25.23
税后净利润	65.26	83.30	145.40	77.35	108.93	40.82	32.54	90.01	176.62
少数股东损益		(0.04)	-0.15		-0.25			-4.30	
归母净利润	65.26	83.34	145.55	77.35	109.17	41.14	32.54	94.31	189.84
非经常性损益	(12.25)	36.12	68.10	30.35	36.97	21.79	23.99	19.68	-17.98
扣非归母净利润	77.50	47.22	77.45	47.00	72.20	53.63	8.55	74.64	773.14
主要比率						百分点变化(%)			百分点变化(%)
毛利率	29.58	34.38	36.25	29.94	24.92	-5.01	32.28	33.99	1.71
销售费用率	7.43	9.14	8.70	7.86	6.03	-1.84	8.14	7.37	-0.78
管理费用率	7.95	5.63	6.99	5.10	5.24	0.14	7.05	6.71	-0.35
研发费用率	0.00	10.30	8.56	8.11	7.96	-0.15	9.72	11.66	1.94
财务费用率	0.79	0.42	0.62	1.38	0.62	-0.76	0.75	-0.02	-0.76

百万元	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	同比变化	2021H1	2022H1	同比变化
经营利润率	13.09	8.85	11.11	8.05	4.70	-3.34	5.81	6.81	1.00
所得税率	0.71	13.91	17.83	5.96	2.96	-3.00	13.16	3.57	-9.59
净利率	10.23	10.40	14.10	5.86	5.49	-0.37	5.89	7.53	1.64
扣非净利率	12.15	5.90	7.51	3.56	3.64	0.08	1.55	6.25	4.70

资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 单季度业绩摘要

百万元	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q2 同比(%)	22Q2 环比(%)
营业收入	126.02	426.46	474.28	957.58	446.67	748.30	75.47	67.53
营业成本	86.78	287.34	363.05	752.59	296.56	492.26	71.32	65.99
毛利润	39.24	139.12	111.23	204.99	150.12	256.04	84.04	70.56
销售费用	20.97	24.02	26.52	48.06	37.34	50.68	110.97	35.72
管理费用	19.18	19.78	49.77	15.29	34.48	45.65	130.83	32.41
研发费用	25.38	28.30	29.51	74.72	56.57	82.71	192.28	46.20
财务费用	0.77	3.35	1.55	6.56	1.53	-1.75	-152.14	-214.21
所得税	0.94	3.58	-0.21	-1.16	9.60	-6.22	-273.67	-164.76
归母净利润	-22.54	55.08	3.75	72.88	11.11	83.20	51.06	648.91
非经常性损益	3.53	20.46	1.86	11.11	5.35	14.33	-29.99	167.61
扣非归母净利润	-26.07	34.62	1.88	61.77	5.76	68.88	98.98	1096.46
							百分点同比变动	百分点环比变动
毛利率	31.14	32.62	23.45	21.41	33.61	34.22	1.59	0.61
销售费用率	16.64	5.63	5.59	5.02	8.36	6.77	1.14	-1.59
管理费用率	15.22	4.64	10.49	1.60	7.72	6.10	1.46	-1.62
研发费用率	20.14	6.64	6.22	7.80	12.67	11.05	4.42	-1.61
财务费用率	0.61	0.79	0.33	0.68	0.34	-0.23	-1.02	-0.58
所得税率	-4.02	6.19	-25.26	-1.62	48.58	-8.29	-14.48	-56.87
净利率	-17.89	12.92	0.79	7.61	2.49	11.12	-1.80	8.63
扣非净利率	-20.69	8.12	0.40	6.45	1.29	9.20	1.09	7.92

资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 公司经营情况

公司经营情况	2018	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	百分点变化(%)
赊销比	61.28	45.32	41.71	36.07	121.53	74.76	-46.77
存货营收比	48.72	62.37	68.51	94.72	295.24	256.30	-38.94
销售商品、劳务获现金(百万元)	773.22	1241.24	1459.00	3018.69	778.76	1406.36	80.59
销售商品、劳务获现金/营收	96.57	120.40	110.48	152.13	140.96	117.69	-23.27
经营性现金流净额(百万元)	-6.03	141.35	196.27	486.93	-129.44	-257.05	98.59
经营现金流净额/税后净利润	-7.24	97.12	253.74	446.02	-397.78	-272.55	125.23

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 负债情况

	2018	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	同比变化(%)
负债率%	67.53	69.77	61.79	72.50	69.14	76.28	7.13
短期借款(百万元)	84.19	120.13	195.99	280.16	136.16	632.22	364.32
一年内到期的非流动负债	8.30	4.86	168.7	138.2	153.50	163.22	6.33
长期借款(百万元)	283.07	479.17	390.73	286.79	407.10	284.39	-30.14
在手现金(百万元)	177.89	244.74	780.51	921.12	366.92	853.64	132.65

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 固定资产和在建工程情况

百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2020H1	2021H1	同比变化
固定资产	14.59	22.35	150.27	343.87	633.20	424.83	928.14	118.47
在建工程	0.45	254.61	398.97	390.99	345.04	351.84	64.25	-81.74

资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 资产回报率情况

杜邦分析	2017	2018	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	百分点变化(%)
ROE(%)	6.10	17.90	25.06	7.60	7.48	2.33	5.88	3.55
ROA(%)	2.67	6.70	7.80	2.68	2.37	0.79	1.43	0.63
ROIC(%)	5.48	12.19	13.99	5.13	5.21	1.80	3.73	1.93

资料来源: 公司公告、招商证券

二、锂电设备业务加强产品门类延伸、市场开拓，正在快速增长

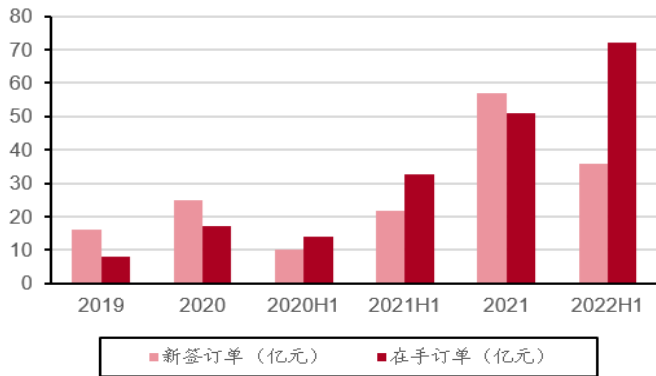
锂电设备业务进入收获期，营收快速增长。2022H1 公司电池装备收入 8.59 亿元，同比增长 274.9%，动力电池业务快速增长。2022H1 新签动力电池业务订单约 24 亿元（含税），同比增长约 60%。公司上半年总新签订单 36 亿（含税），目前各类装备在手总订单 72 亿元。公司围绕其激光、自动化能力不断拓展应用，早年培育的锂电设备业务已具有较强竞争力，更多的创新装备（切卷/切叠一体机）也已开始产业化。同时，公司成功实现从单机装备到锂电整线解决方案延伸，单 GW 产值有望实现数倍增长，从而带动锂电装备业务加速发展。

表 7：公司锂电设备业务情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022H1
收入（百万元）	122.51	224.42	258.06	332.63	486.31	1112.45	858.97
同比增速（%）		83.19%	14.99%	28.90%	46.20%	128.75%	274.92%
毛利率（%）	30.06%	21.67%	32.25%	30.46%	26.09%	20.64%	
业务收入比例（%）	41.11%	35.19%	32.23%	32.77%	36.83%	56.06%	71.88%

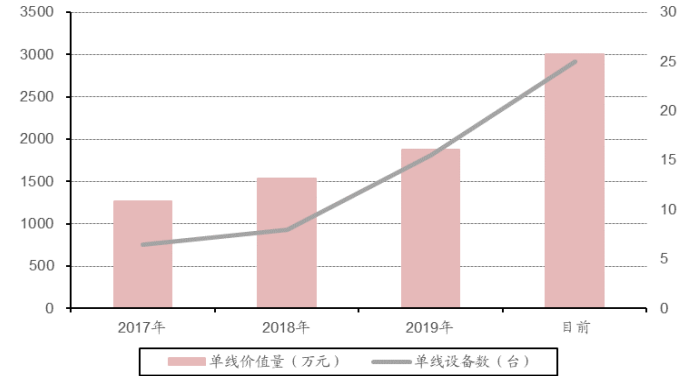
资料来源：公司公告、招商证券

图 1 公司订单情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 2 公司动力电池装配线产品单线价值量与设备数情况



资料来源：公司公告、招商证券 注：目前设备台数与价值量为估算值

表 8：2022 年新增锂电设备订单情况

公告时间	订单客户	金额	订单内容
2022 年 2 月	亿纬动力	约 4.33 亿元	激光模切机、组装线、装配段
2022 年 4 月	中创新航	约 13.6 亿元	装配段设备及生产线

资料来源：公司公告、招商证券

三、光伏业务发力，有望快速成长为新的收入支柱

光伏突破推动增长，中标 TOPCon 激光微损大单。2022 年 4 月，公司光伏业务获得客户 10.67 亿元中标通知，主要产品为 Topcon 激光微损设备，该项目是公司光伏激光及自动化设备首次获得大规模订单。业内分析该项目可能是一次掺杂方案，这使公司在明年 30 多亿元 TOPCon 激光 SE 市场获得先发优势，也为拓展其余光伏应用奠定好的基础，公司光伏板块有望快速成长为新的支柱业务。

下游 TOPCon 产能加速扩张，公司相关业务有望成为新的收入支柱。2022 年是 TOPCon 元年，国内主要 TOPCon 厂商 2021 年已投产产能达 21.2GW，目前在建产能约 63.3GW，下游需求旺盛。TOPCon 电池当前已获得了相对 PERC 的一定经济性，未来随着激光 SE、金属化优化等进步，经济性会进一步放大，未来其新增及替代进程将显著加快。

表 9: 晶科能源 N 型单晶钝化接触 (TOPCon) 电池转化效率创世界纪录

证书编号	产品名	型号/规格	全面积电池转换效率	发布日期	申请人
GXgf2022-01082	太阳电 池片	N-TOPCON 182 16BB 双面电池片	25.70%	2022 年 4 月 26 日	浙江晶科能源有限 公司

资料来源：公司公告、招商证券

表 10: 公司光伏订单

公告时间	订单客户	金额	订单内容
2022 年 4 月	晶科能源	约 10.67 亿元	Topcon 激光微损设备

资料来源：公司公告、招商证券

表 11: 主要企业 TOPCon 产能布局

企业	在建产能	投产情况
晶澳科技	宁晋 1.3GW	100MW (宁晋)
晶科能源	合肥二期 8GW	16GW (合肥一期 8GW, 海宁 8GW)
通威股份	预留四川眉山 20GW 改造空间	1GW (眉山)
中来股份	10GW (山西太原一期 8GW, 鄂尔多斯 2GW)	3.6GW (泰州 2.1GW+1.5GW)
天合光能	宿迁三期 8GW	500MW (常州)
钧达股份	安徽滁州 16GW	预计 2022 年三季度首期 8GW 投产

资料来源：各公司官网、招商证券

投资建议

公司的研发与创新能力强，培育的业务板块先后进入收获阶段，在强成长阶段，各类先行指标都非常强劲。激光与自动化装备在锂电、光伏、半导体、新型显示等新兴产业需求量与使用密度都在提升，潜在需求大，公司当前在做管理与流程梳理/升级，如果管理能跟上，公司有望成长为中型企业。维持“强烈推荐”评级，调整目标价为 107-112 元。

表 12: 收入拆分及盈利预测

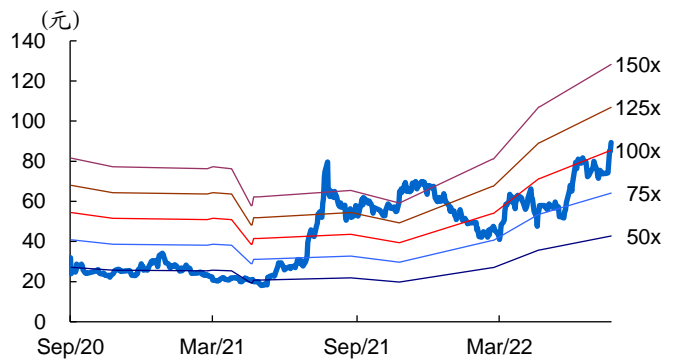
单位: 百万元		2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
动力电池激光及自动化设备	营业收入	486.3	1112.5	3281.7	5907.1	8860.7
	YoY	46.2%	128.8%	195.0%	80.0%	50.0%
	毛利率	26.1%	20.6%	28.0%	28.5%	29.0%
通用激光及自动化设备	营业收入	669.8	256.6	215.6	232.8	246.8
	YoY	30.0%	-61.7%	-16.0%	8.0%	6.0%
	毛利率	31.5%	25.2%	27.0%	26.0%	26.0%
显示及脆性材料精密激光及自动化设备	营业收入	82.6				
	YoY	-16.0%				
	毛利率	21.0%				
消费电子类激光加工设备	营业收入		467.0	504.4	630.5	788.1
	YoY			8.0%	25.0%	25.0%
	毛利率		25.9%	27.0%	28.0%	27.5%
光伏激光加工设备	营业收入			113.0	395.5	593.3
	YoY				250.0%	50.0%
	毛利率			56.0%	57.0%	55.0%
其它	营业收入	81.90	148.2	155.6	163.4	171.6
	YoY	-4.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	48.4%	53.4%	53.4%	53.4%	53.4%
合计	营业收入	1320.60	1984.3	4270.3	7329.3	10660.4
	YoY	28.0%	50.3%	115.2%	71.6%	45.4%
	综合毛利率	29.9%	24.9%	29.5%	30.5%	30.7%

资料来源: 公司公告、招商证券

风险提示

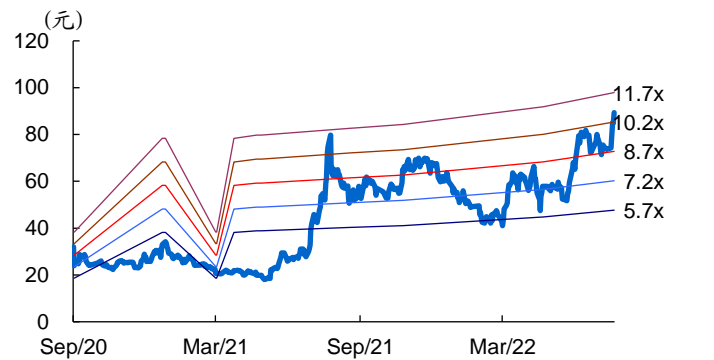
1. **下游电池扩产放缓:** 下游锂电厂商的扩产规模较大, 随着未来竞争加剧, 扩产能否按时落地存在一定的不确定性, 可能导致公司订单发生变化, 影响公司盈利能力。
2. **公司锂电产品不及预期:** 随着下游锂电技术的迭代, 客户会对公司技术储备及持续研发、差异化服务能力等提出新要求。若公司无法在激烈的市场竞争中保持技术水平的领先性, 可能导致锂电产品推广进度、销售不及预期的风险。
3. **光伏业务不及预期:** 公司的光伏业务还处于培育阶段, 可能出现研发进度、客户开拓低于预期的情况, 影响公司盈利能力。

图 3: 海目星历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 4: 海目星历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

1. 公司深度: 业绩超预期, 光伏、锂电业务连获大单, 2022-05-07
2. 公司深度: 中标 TOPCon 装备大单, 光伏板块将成为新增长动力, 2022-04-07
3. 公司深度: 锂电装备业务增长加速, 光伏领域加速布局, 2022-3-30
4. 行业深度: TOPCon 开始规模应用, 优势企业可能提前开始收获, 2022-03-07
5. 行业深度: TOPCon 溢价未充分反应, 规模化应用进度可能显著超预期, 2021-04-06

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2726	4281	7224	12098	17726
现金	781	921	615	1025	1871
交易性投资	221	163	163	163	163
应收票据	56	49	105	181	263
应收款项	494	667	1393	2392	3479
其它应收款	17	0	0	0	0
存货	905	1880	3782	6402	9286
其他	252	601	1164	1935	2664
非流动资产	888	1311	1554	1781	1992
长期股权投资	2	29	29	29	29
固定资产	344	633	904	1154	1385
无形资产商誉	117	158	142	128	115
其他	426	490	478	469	462
资产总计	3614	5592	8778	13879	19718
流动负债	1777	3659	6476	10890	15753
短期借款	196	280	0	0	0
应付账款	781	1559	3150	5332	7734
预收账款	496	1472	2975	5036	7305
其他	304	347	351	523	714
长期负债	456	396	396	396	396
长期借款	391	287	287	287	287
其他	65	109	109	109	109
负债合计	2233	4054	6871	11286	16149
股本	200	200	200	200	200
资本公积金	825	872	872	872	872
留存收益	356	466	836	1524	2503
少数股东权益	0	(0)	(1)	(3)	(5)
归属于母公司所有者权益	1381	1538	1908	2596	3575
负债及权益合计	3614	5592	8778	13879	19718

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	196	487	412	789	1303
净利润	77	109	369	761	1128
折旧摊销	21	50	77	95	112
财务费用	22	16	10	15	15
投资收益	(1)	(5)	(39)	(39)	(39)
营运资金变动	82	334	(43)	(91)	36
其它	(5)	(16)	37	48	51
投资活动现金流	(504)	(298)	(290)	(290)	(290)
资本支出	(283)	(337)	(328)	(328)	(328)
其他投资	(221)	39	39	39	39
筹资活动现金流	783	(81)	(428)	(89)	(167)
借款变动	148	(160)	(418)	0	0
普通股增加	50	0	0	0	0
资本公积增加	599	48	0	0	0
股利分配	0	0	0	(74)	(152)
其他	(15)	31	(10)	(15)	(15)
现金净增加额	475	107	(306)	410	846

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1321	1984	4270	7329	10660
营业成本	925	1490	3011	5096	7392
营业税金及附加	11	20	34	59	85
营业费用	104	120	222	366	533
管理费用	67	104	269	410	597
研发费用	107	158	342	586	853
财务费用	18	12	10	15	15
资产减值损失	(45)	(33)	(40)	(50)	(60)
公允价值变动收益	1	3	3	3	3
其他收益	38	57	30	30	30
投资收益	1	5	5	5	5
营业利润	83	113	381	785	1164
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	82	112	380	784	1163
所得税	5	3	11	23	34
少数股东损益	0	(0)	(1)	(2)	(3)
归属于母公司净利润	77	109	370	762	1131

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	28%	50%	115%	72%	45%
营业利润	-53%	36%	237%	106%	48%
归母净利润	-47%	41%	239%	106%	48%
获利能力					
毛利率	29.9%	24.9%	29.5%	30.5%	30.7%
净利率	5.9%	5.5%	8.7%	10.4%	10.6%
ROE	7.6%	7.5%	21.5%	33.9%	36.7%
ROIC	5.6%	5.6%	17.1%	30.6%	34.0%
偿债能力					
资产负债率	61.8%	72.5%	78.3%	81.3%	81.9%
净负债比率	20.9%	12.6%	3.3%	2.1%	1.5%
流动比率	1.5	1.2	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.0	0.7	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
存货周转率	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
应收账款周转率	2.6	3.1	3.9	3.6	3.4
应付账款周转率	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
每股资料(元)					
EPS	0.39	0.55	1.85	3.81	5.65
每股经营净现金	0.98	2.43	2.06	3.94	6.52
每股净资产	6.90	7.69	9.54	12.98	17.87
每股股利	0.00	0.00	0.37	0.76	1.13
估值比率					
PE	231.0	163.7	48.3	23.4	15.8
PB	12.9	11.6	9.4	6.9	5.0
EV/EBITDA	208.3	146.7	51.5	27.0	18.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，覆盖新能源汽车中游产业，现为招商证券电气设备与新能源行业联席首席分析师。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

张伟鑫：天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

招商机械团队：

7 次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2019 年获 WIND 和金牛最佳分析师第一名。2020 年获 WIND 最佳分析师第四名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队第二名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。