

# 铭利达 (301268)

证券研究报告  
2022年08月05日

## 深度绑定新兴行业核心客户，高效运营助力业绩稳增长

**铭利达：不断扩张“能力圈”，成为专业的“一站式”精密结构件提供商**

公司主营精密结构件（2004年成立以来先后拓展了压铸、注塑、型材冲压等工艺），近年来营收从17年的7.4亿提升至21年的18.4亿，净利润从0.3亿提升至1.5亿（CAGR=42%）。公司产品下游应用领域广阔，21年光伏、安防、消费电子、汽车四大领域收入占比分别达51%、23%、14%、10%。

**全面绑定下游龙头客户，新业务拓展+老业务放量驱动公司短期业绩高增**

- **光伏领域：**1)行业看，预计21、25年逆变器结构件市场规模分别142、414亿元（假设装机170、550GW，逆变器单价0.4元/W，结构件成本占比25%），公司21年光伏营收仅9亿元，市占率7%左右，未来提升空间较大；2)公司看，客户包括SolarEdge（近年营收占比70%+）、Enphase等，当前在拓展储能新业务（与SolarEdge、阳光电源等合作），同时在深化与新客户的合作（首航、麦田等），未来增速可期。
- **汽车领域：**1)行业看，预计21、25年中国新能源车电池托盘市场空间分别为115、533亿元（假设销量288、1333万辆，单车价格约0.4万元），公司21年汽车业务营收2亿元，市占率不足2%；2)公司看，核心客户包括比亚迪（近年营收占比约40%）、北汽等，未来将继续深化与宁德、广汽等客户的业务合作，增加其他三电系统结构件产品。
- **消费电子领域：**1)行业看，预计21、25年电子烟结构件市场规模分别138、399亿元，公司21年营收1.6亿，市占率1%。2)公司看，除PMI（近年营收占比约80%）外，还在拓展其他烟草和消费电子龙头。
- **安防领域：**行业增速低，随客户海康威视（近年营收占比约80%）增长。

**高效运营加快周转+上市融资持续扩张，降费增效助力公司长期稳健增长**

- 除了在新兴行业发展早期切入优质客户，快速响应客户需求进行产品研发，建立并提高客户粘性外，我们认为公司保持高增更强大的支撑来自：1)通过提高运营效率加速周转，2)采用大客户&中小城市建厂&人员持续优化策略，在扩大营收规模后持续摊薄费用（2019年起显著低于行业均值），建立盈利优势以形成竞争壁垒（不惧新玩家价格战），3)上市融资进一步加快扩张速度，多领域前瞻布局稳增长可期。

### 盈利预测与估值

预计公司22-24年归母净利润分别3.2/5.9/8.6亿元，给予23年45倍PE（对应267亿市值），目标价67元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**光伏领域需求不及预期，新能源、消费电子领域增速不达预期，原材料价格上升风险，汇率波动风险，短期内股价波动风险，生产运作风险；市场空间测算具有一定主观性，仅供参考。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,516.49	1,837.74	3,105.55	5,439.25	7,798.23
增长率(%)	11.43	21.18	68.99	75.15	43.37
EBITDA(百万元)	347.42	342.21	480.31	810.59	1,115.55
净利润(百万元)	170.64	148.18	317.09	594.17	861.11
增长率(%)	77.97	(13.16)	113.99	87.38	44.93
EPS(元/股)	0.43	0.37	0.79	1.49	2.15
市盈率(P/E)	126.78	145.99	68.22	36.41	25.12
市净率(P/B)	33.54	27.11	9.92	7.79	5.95
市销率(P/S)	14.26	11.77	6.97	3.98	2.77
EV/EBITDA	0.00	0.00	43.01	24.96	17.61

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	机械设备/通用设备
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	50.31元
目标价格	67元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	400.01
流通A股股本(百万股)	33.81
A股总市值(百万元)	20,124.50
流通A股市值(百万元)	1,700.76
每股净资产(元)	4.80
资产负债率(%)	42.60
一年内最高/最低(元)	68.50/17.10

### 作者

孙潇雅 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520080009  
sunxiaoya@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 铭利达：不断扩张“能力圈”，成为专业的“一站式”精密结构件提供商.....	4
1.1. 业务范围不断扩张，打入多行业龙头客户，逐步具备一站式服务能力 .....	4
1.2. 公司股权结构集中，多基地布局更好服务周边客户 .....	5
1.3. 压铸件是公司主力产品，光伏、消费电子、汽车是当前主要下游领域 .....	5
2. 压铸、注塑、型材冲压工艺全面布局，深度绑定下游龙头客户.....	7
2.1. 光伏：对营收、毛利贡献最大，且可随客户向储能拓展而实现更高增速 .....	7
2.2. 汽车：随与主要客户合作项目陆续投产，21年起有望迎接高速增长阶段.....	10
2.3. 消费电子：受益于电子烟业务，营收复合增速最大 .....	11
2.4. 安防：携手海康威视，业务发展稳定 .....	13
3. 运营效率高+上市融资扩张，公司长期高速增长可期.....	15
3.1. 高运营效率提高周转率，较竞争对手建立 ROE 优势.....	15
3.2. 扩大规模降低费用，上市融资减轻财务费用压力有望进一步提升净利率 .....	17
4. 盈利预测与估值 .....	18
5. 风险提示.....	19

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：公司的优质客户资源 .....	4
图 3：公司股权结构图（截至 2022 年 4 月 6 日） .....	5
图 4：公司营业收入稳定增长（亿元） .....	5
图 5：公司归母净利润总体稳定增长（亿元） .....	5
图 6：公司分产品营收结构（亿元） .....	6
图 7：公司分产品毛利结构（亿元） .....	6
图 8：公司分下游营收结构（亿元） .....	6
图 9：公司分下游毛利结构（亿元） .....	6
图 10：公司分产品毛利率对比 .....	7
图 11：公司分下游毛利率对比 .....	7
图 12：公司光伏领域产品 .....	7
图 13：公司光伏领域产品 .....	7
图 14：SolarEdge 对公司光伏领域营收贡献超 70% .....	7
图 15：公司在 SolarEdge 结构件中份额约 70% .....	7
图 16：SolarEdge 营业收入增长状况 .....	8
图 17：SolarEdge 逆变器市占率较高 .....	8
图 18：光伏领域产品营收结构 .....	8
图 19：光伏领域产品毛利率 .....	8
图 20：2021 年铝挤压材、冲压原材料价格上涨 .....	9
图 21：2021 年户用储能逆变器领域竞争格局（出货量） .....	9
图 22：2020-2025 年逆变器结构件市场空间测算 .....	9

图 23: 公司汽车领域产品 .....	10
图 24: 公司汽车领域产品 .....	10
图 25: 比亚迪为公司汽车领域主要客户 .....	11
图 26: 比亚迪新能源汽车销量快速上升 (万辆) .....	11
图 27: 21 年汽车领域营收增速高 (亿元) .....	11
图 28: 汽车领域产品端营收结构 .....	11
图 29: 公司消费电子领域产品 .....	12
图 30: 公司消费电子领域产品 .....	12
图 31: PMI 是公司在消费电子领域的主要终端客户 .....	12
图 32: 公司在消费电子领域营收在波动中高速增长 .....	12
图 33: 消费电子领域中精密压铸结构件占比最多 .....	12
图 34: 2020 电子烟加热装置结构件销售占比与毛利率都下降 .....	12
图 35: 2013-2021 世界电子烟销售额 (亿美元) .....	13
图 36: 美国、英国为电子烟前两大销售市场 (2021 年) .....	13
图 37: 公司安防产品 .....	13
图 38: 公司安防领域产品 .....	13
图 39: 海康威视对公司安防领域营收贡献超 79% .....	14
图 40: 海康威视营业收入、净利润稳定增长 (亿元) .....	14
图 41: 安防领域产品端营收结构 .....	14
图 42: 2019 年安防摄像头配件毛利率下降 .....	14
图 43: 全球专业视频监控市场规模稳定上升 (亿美元) .....	15
图 44: 2020 年 a&s 排行榜前十名中中国企业占 4 家 .....	15
图 45: 公司 ROE 水平高 .....	15
图 46: 公司净利率处于行业中上水平 .....	15
图 47: 公司杠杆率 (总资产/净资产) 较高 .....	16
图 48: 公司资产周转率明显好于同业 .....	16
图 49: 公司流动资产周转率显著高于同业 .....	16
图 50: 公司固定资产周转率处在行业中上水平 .....	16
图 51: 公司应收账款周转天数处在行业较低水平 .....	17
图 52: 公司存货周转天数大幅低于同业 .....	17
图 53: 公司毛利率处在行业中间水平 .....	17
图 54: 公司费用率低于同业 .....	17
图 55: 公司销售费用率较低 .....	17
图 56: 公司管理费用率较低 .....	17
图 57: 公司研发费用率处于行业较低水平 .....	18
图 58: 公司财务费用率处于行业较高水平 .....	18
表 1: 铭利达 2022-2024 年盈利预测 .....	19
表 2: 可比公司 2023 年预测 PE (估值截至 2022 年 7 月 29 日收盘的 wind 一致预期) .....	19

## 1. 铭利达：不断扩张“能力圈”，成为专业的“一站式”精密结构件提供商

深圳市铭利达精密技术股份有限公司成立于 2004 年，主要从事精密结构件及模具的研发与销售。自成立以来，公司深耕于精密结构件制造领域，产品据工艺可划分为精密压铸结构件、精密注塑结构件和型材冲压结构件，能够“一站式”地满足客户对结构件产品在材料、功能、强度、精密性、密封性等方面的需求，节约客户寻找不同供应商的时间与管理成本，增加了客户粘性。

### 1.1. 业务范围不断扩张，打入多行业龙头客户，逐步具备一站式服务能力

公司的发展历程可分为四个阶段：1) 2004-2008 年，主要从事金属制品加工业务；2) 2008-2014 年，深耕铝合金压铸领域，开发光伏、安防两大下游市场，成功进入 SolarEdge 等知名厂商的供应链体系；3) 2014-2017 年，随下游客户 SolarEdge、Enphase 等需求切换至轻便、易组装的塑胶外壳，公司进军塑胶领域，同时积极拓展汽车、消费电子等新的下游应用行业；4) 2017 年至今，新增型材冲压产品生产线，满足光伏逆变器散热件等产品需求，为客户提供“一站式”全品类结构件定制服务。

图 1：公司发展历程



资料来源：铭利达招股书，天风证券研究所

2009 年，公司向成立于 2006 年的 SolarEdge 进行供货，SolarEdge 处在光伏逆变器行业，生产用于分布式客户的差异性产品，虽当时尚不知名，但 2015 年上市，2018 年成为全球逆变器收入第一。

2017 年前后，公司看准新能源车与轻量化的大趋势，发力汽车配套结构件，并向比亚迪、吉利等供货，在行业尚未进入高速增长期的时候与客户合作开发产品。

目前，公司在光伏领域的客户包括 SolarEdge、SMA、Tesla、阳光电源等行业领先公司；在安防领域的客户包括海康威视、华为、Axis、Bosch 等国内外名企；在汽车领域的客户包括比亚迪、北汽新能源、宁德时代、Grammer 等国内外知名车企；消费电子领域的客户包括 Intel、NEC、Honeywell、飞毛腿集团等。

图 2：公司的优质客户资源

光伏	安防	汽车	消费电子
 <ul style="list-style-type: none"> <li>美国纳斯达克证券交易所上市公司</li> <li>全球新能源企业500强</li> </ul>  <ul style="list-style-type: none"> <li>德国法兰克福股票交易所上市公司</li> <li>储能PCS装机总量全球领先</li> </ul>  <ul style="list-style-type: none"> <li>深圳证券交易所创业板上市公司</li> <li>全球光伏逆变器市场的龙头企业</li> </ul>  <ul style="list-style-type: none"> <li>原美国上市公司，后被特斯拉收购</li> <li>专业从事美国家用光伏发电项目</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>深圳证券交易所中小板上市公司</li> <li>全球视频监控市场占有率领先企业</li> </ul>  <ul style="list-style-type: none"> <li>拥有全球领先的汽车与智能交通技术</li> <li>世界500强企业</li> </ul>  <ul style="list-style-type: none"> <li>原瑞典上市公司，后被佳能集团收购</li> <li>全球网络视频解决方案的领导者</li> </ul>  <ul style="list-style-type: none"> <li>全球领先的信息通信智能终端提供商</li> <li>世界500强企业</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>深圳证券交易所中小板上市公司</li> <li>全球新能源汽车研发和推广的引领者</li> </ul>  <ul style="list-style-type: none"> <li>上海证券交易所上市公司</li> <li>国内新能源汽车领域的龙头企业</li> </ul>  <ul style="list-style-type: none"> <li>深圳证券交易所创业板上市公司</li> <li>全球动力电池市场占有率常年领跑</li> </ul>  <ul style="list-style-type: none"> <li>原德国上市公司，后被潍柴股份收购</li> <li>全球领先的汽车座椅配件制造商</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>美国纳斯达克证券交易所上市公司</li> <li>全球领先的计算机零件和CPU制造商</li> </ul>  <ul style="list-style-type: none"> <li>日本东京证券交易所上市公司</li> <li>全球生物识别认证行业领导者</li> </ul>  <ul style="list-style-type: none"> <li>美国纽约证券交易所上市公司</li> <li>世界500强企业</li> </ul>  <ul style="list-style-type: none"> <li>香港主板上市公司</li> <li>3C领域二次电池及配件的领先生产商</li> </ul>

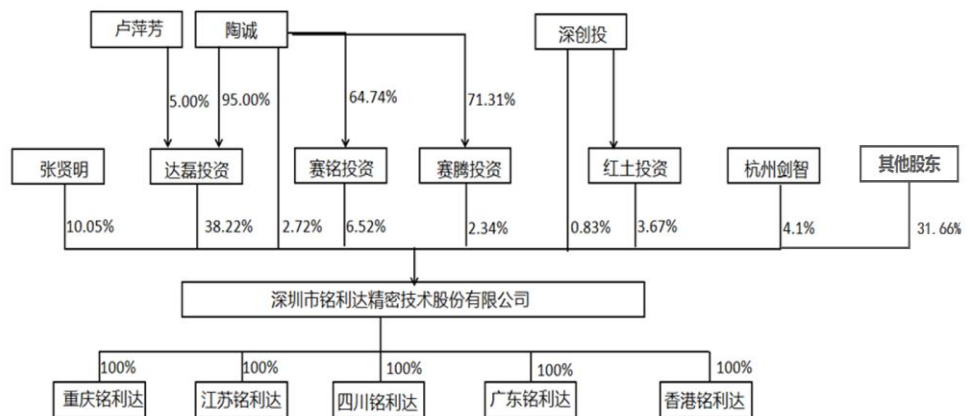
资料来源：铭利达招股书，天风证券研究所

### 1.2. 公司股权结构集中，多基地布局更好服务周边客户

公司实控人陶诚是公司董事长兼总经理，直接持有公司 2.72%的股份；同时通过分别持有达磊投资、员工持股平台赛铭投资、赛腾投资 95%、64.74%、71.31%的股份间接持有公司股权，直接与间接方式合计持有公司 40.94%的股权，集中度较高。

公司通过对旗下广东铭利达（含其全资子公司湖南铭利达、惠州铭利达、肇庆铭利达）、江苏铭利达（含其从事设备制造的全资子江苏达因纳美传动科技有限公司）、四川铭利达、香港铭利达、重庆铭利达等子公司的控股，充分利用产业链协同，实现了珠三角、长三角、西部地区以及华中地区的合理布局，从而更好地服务周边客户。

图 3：公司股权结构图（截至 2022 年 4 月 6 日）



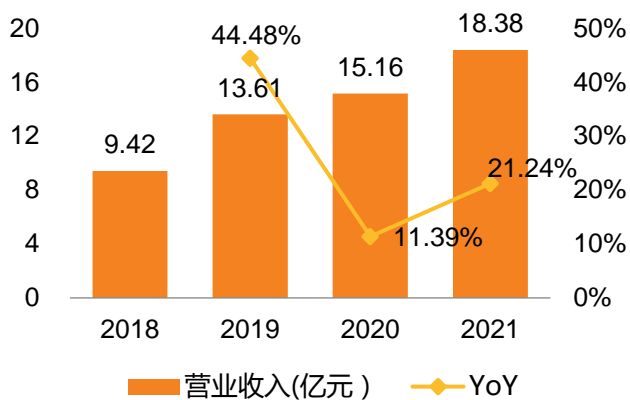
资料来源：铭利达招股书，天风证券研究所

### 1.3. 压铸件是公司主力产品，光伏、消费电子、汽车是当前主要下游领域

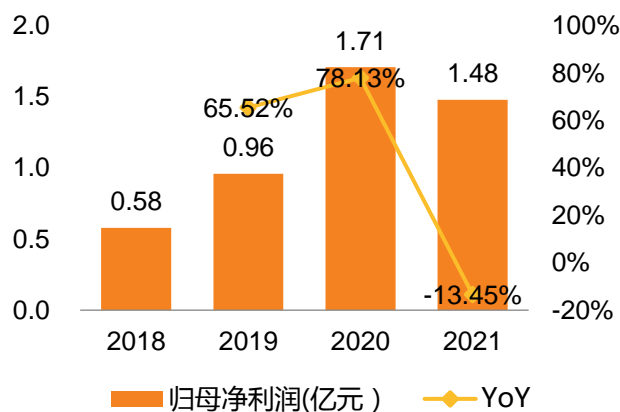
2018 年公司营收 9.42 亿元，21 年 18.38 亿元，3 年复合增速 25%。同时，公司归母净利润也从 2018 年 0.58 亿元上升至 21 年 1.48 亿元，3 年复合增速 37%，利润增速高于收入增速。2021 年净利润下滑系铝锭、塑胶粒等原材料价格上升所致。

图 4：公司营业收入稳定增长（亿元）

图 5：公司归母净利润总体稳定增长（亿元）



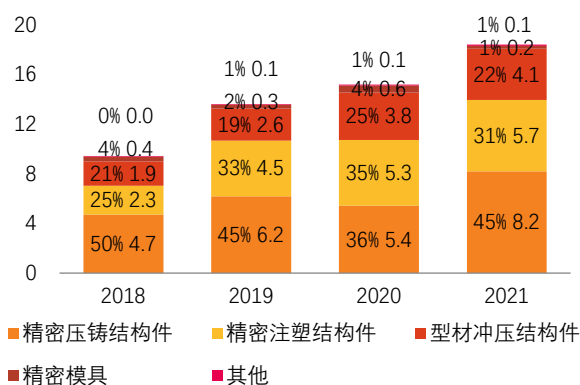
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

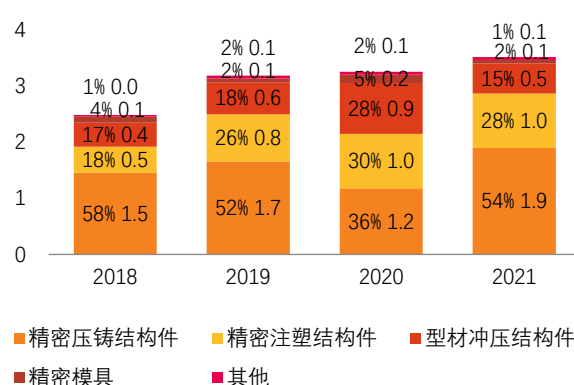
按产品划分, 精密压铸结构件对公司业务收入、毛利贡献最多, 2018-2021 年收入占比均高于 35%, 而毛利占比除 20 年受疫情影响外, 均超 50%; 精密注塑结构件收入占比从 25% 提升至 30%+, 毛利占比则从 18% 提升至 28%; 而型材冲压结构件收入占比保持在 20% 左右, 毛利占比略低于 20%。可以看出, 精密压铸结构件是公司的主要利润贡献产品。

图 6: 公司分产品营收结构 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

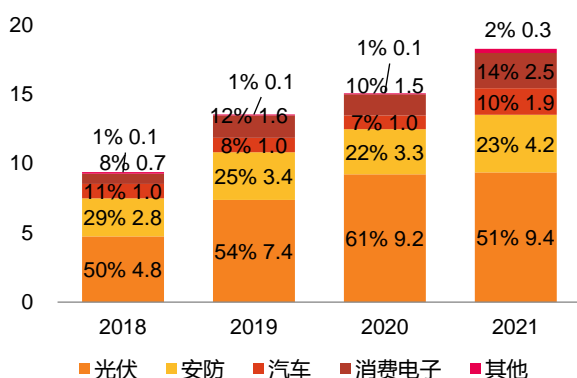
图 7: 公司分产品毛利结构 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

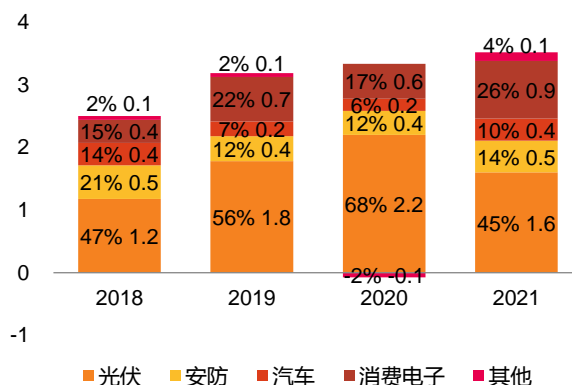
按下游划分, 光伏领域对公司收入、毛利贡献最多, 2018-2021 年收入占比均高于 50%, 毛利占比基本也在 50% 上下。安防领域收入占比保持在 20%-30%, 近两年毛利占比为 12%-14%; 汽车领域收入、毛利占比均在 10% 左右; 而消费电子领域收入占比从 8% 提升至 14%, 2018-2021 年营收复合增速 50.85%, 在四大领域中最高, 毛利占比则从 15% 提升至 26%。显然, 光伏领域是公司收入主要来源, 而消费电子虽收入占比不高, 但盈利能力大幅高于其他领域。

图 8: 公司分下游营收结构 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

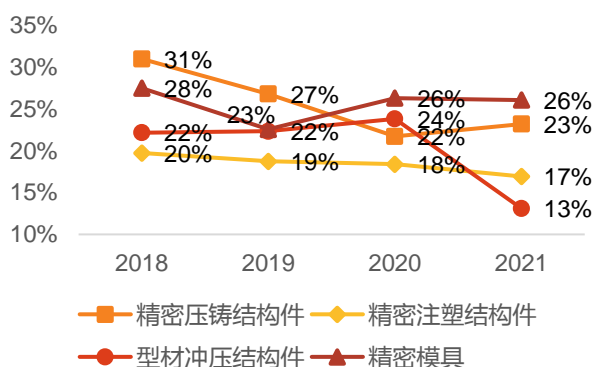
图 9: 公司分下游毛利结构 (亿元)



资料来源: 铭利达招股书, wind, 天风证券研究所

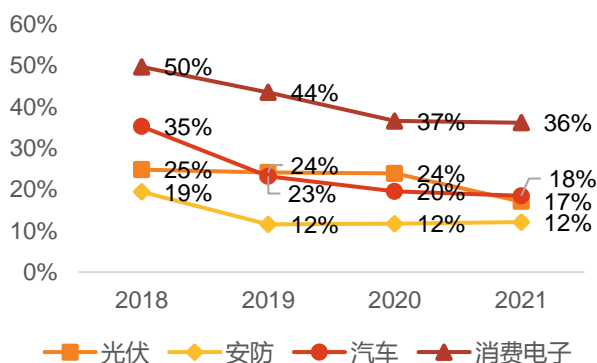
综上，按产品看，公司营收、毛利主要由精密压铸结构件与精密注塑结构件产品贡献，按下游看，公司营收、毛利则主要由光伏、消费电子、汽车、安防业务贡献，其中消费电子下游 2C 属性强，毛利率高达 35%+，远超其他领域。

图 10：公司分产品毛利率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：公司分下游毛利率对比



资料来源：铭利达招股书，wind，天风证券研究所

## 2. 压铸、注塑、型材冲压工艺全面布局，深度绑定下游龙头客户

### 2.1. 光伏：对营收、毛利贡献最大，且可随客户向储能拓展而实现更高增速

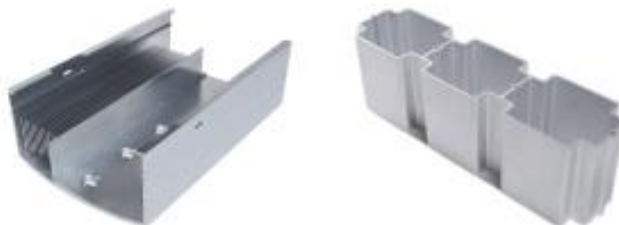
公司在光伏领域主要产品包括光伏逆变器外壳和散热器，主要客户为 SolarEdge、Enphase、SMA、Fronius、阳光电源、昱能、特斯拉等。近年来光伏领域增长较为迅速，全球光伏逆变器出货量从 15 年 60.3GW 迅速升至 20 年 185.1GW，年复合增长率达 25.17%。

图 12：公司光伏领域产品



资料来源：铭利达官网，天风证券研究所

图 13：公司光伏领域产品

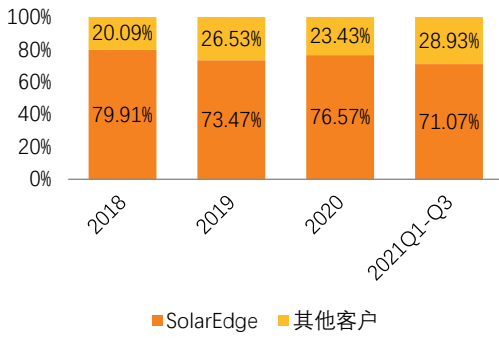


资料来源：铭利达官网，天风证券研究所

公司在光伏领域的最大客户为 SolarEdge，2018-2021 年前三季度公司对 SolarEdge 销售收入占光伏领域的 70%以上，同时若按结构件在逆变器中成本占比 25-30%测算，公司在 SolarEdge 的供应体系中也占比 70%左右。自 2009 年经由客户介绍成为 SolarEdge 供应商后，公司已与 SolarEdge 稳定合作 13 年，是其重要的战略合作供应商。

图 14：SolarEdge 对公司光伏领域营收贡献超 70%

图 15：公司在 SolarEdge 结构件中份额约 70%



资料来源：铭利达招股书，wind，天风证券研究所

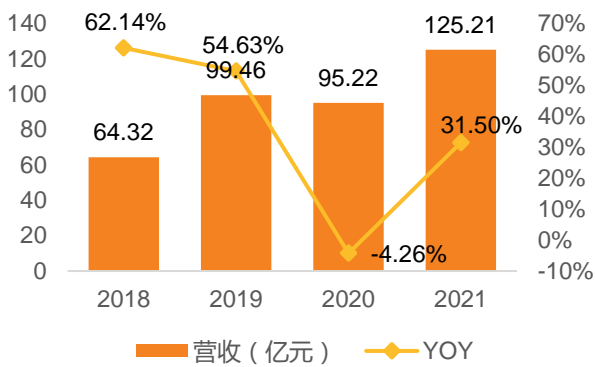
	2018	2019	2020	2021
公司来自SEDG的收入 (亿元)	3.8	5.4	7.1	6.65
SEDG逆变器收入 (千美元)	416,966	626,445	641,799	828,101
逆变器毛利率	34.1%	33.6%	31.6%	32.0%
逆变器成本	274,781	415,959	438,991	563,109
结构件成本	75,565	114,389	120,722	154,855
换算为RMB (亿元)	5.00	7.89	8.33	9.99
公司份额	76%	69%	85%	67%

注：2021年公司来自 SEDG 的收入假设为，来自 SEDG 的收入占光伏板块收入的比例固定。

资料来源：铭利达招股书，固德威招股书，SolarEdge 官网，天风证券研究所

SolarEdge 作为海外逆变器龙头企业，近年来业务始终保持快速增长，2018-2021 年营业收入复合增速为 24.86%。据 Wood Mackenzie 统计，按照出货量计算，SolarEdge 在 2019 年度全球分布式光伏逆变器市场占有率为 4%，排名第七；按照出货金额计算，市场占有率为 16%，2018-2020 年均排名第一。因而，受益于 SolarEdge 的业绩增长，公司在光伏领域的营业收入未来有望保持快速增长。

图 16: SolarEdge 营业收入增长状况



资料来源：铭利达招股书，wind，天风证券研究所

图 17: SolarEdge 逆变器市占率较高

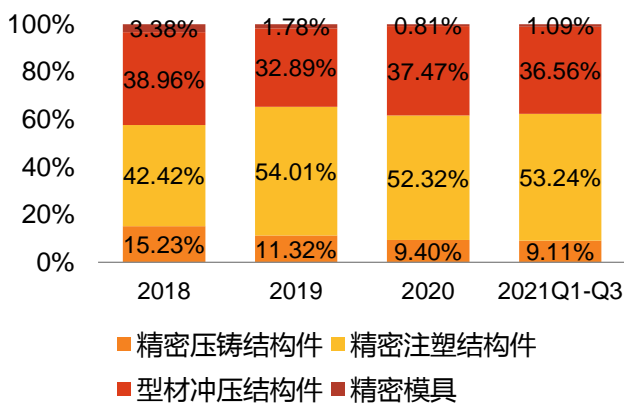
2014		2017		2020 (Ranked first since 2018)	
Rank	Company	Rank	Company	Rank	Company
1	SMA	1	Huawei	1	SolarEdge
2	ABB	2	SMA	2	Sungrow
3	Omron	3	Sungrow	3	SMA
4	TMEIC	4	SolarEdge	4	Huawei
5	Tabuchi	5	Enphase Energy	5	Enphase Energy
6	Schneider Electric	6	ABB	6	Fronius
7	Enphase Energy	7	Schneider Electric	7	Fimer
8	Sungrow	8	Omron	8	Growatt
9	Huawei	9	Fronius	9	Powe Electronics
10	SolarEdge	10	Goodwe	10	Ginlong

Source: IHS PV Inverter Market tracker 2015-21

资料来源：SolarEdge 官网，天风证券研究所

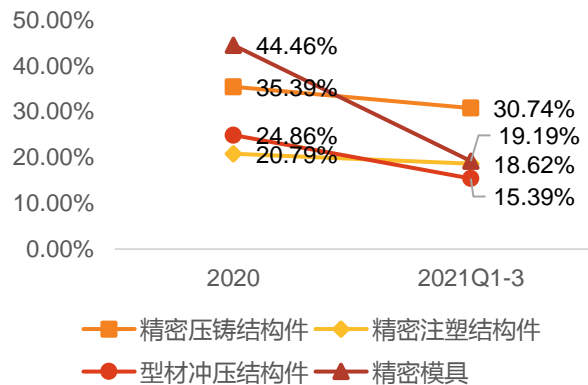
从盈利端看，由于精密注塑结构件与型材冲压结构件在光伏领域收入中分别占 50%与 35%左右，而这两类产品的毛利率均不高，因此公司光伏领域毛利率不高。同时，2014 年后 SolarEdge 等客户为了在成本优化的基础上使其产品结构更加轻便、组装更加便捷，将部分金属配套外壳更换为塑胶外壳；Enphase 等新增客户亦对精密塑胶产品存在一定需求，因而使得公司光伏领域的注塑产品占比从 42%提升 53%，光伏业务整体毛利率呈下降趋势。

图 18: 光伏领域产品营收结构



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19: 光伏领域产品毛利率



资料来源：铭利达招股书，天风证券研究所

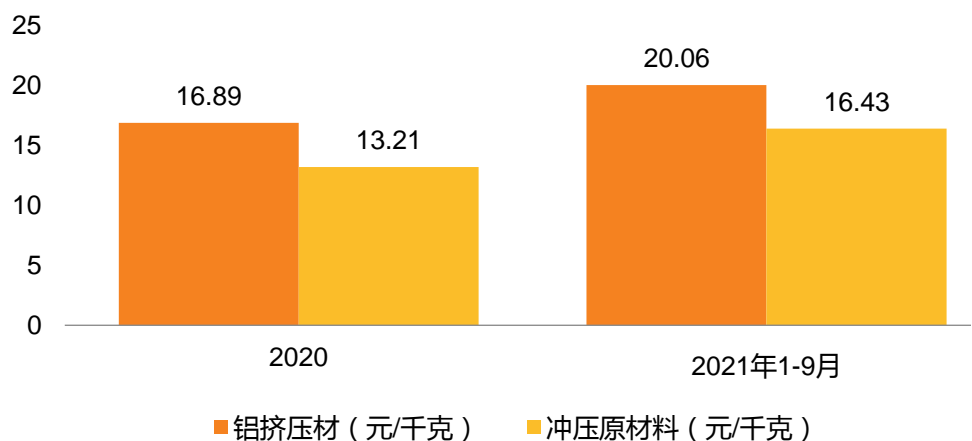
2021年，公司光伏领域毛利率从24%大幅降至17%，主要是原材料涨价与人民币兑美元汇率波动导致型材冲压结构件毛利率大幅降低所致。

一方面，型材冲压结构件的主要原材料为铝挤压材、冲压原材料，其直接材料占比约80%左右，2021年，铝挤压材价格快速上涨，公司对上述两种原材料的平均采购单价较之2020年分别上升18.77%和24.38%。

另一方面，公司的型材冲压结构件主要为以美元定价的SolarEdge配套产品，2021年1-9月铭利达美元兑人民币平均结算汇率为6.4748，较2020年度平均汇率6.9242下降6.49%，使得公司以美元定价的产品折算人民币单价下降13.19%。

未来随着铝锭价格回落与人民币兑美元汇率回升，型材冲压结构件毛利率有望提升。

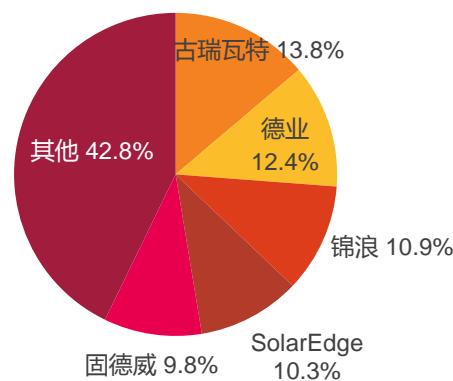
图 20：2021 年铝挤压材、冲压原材料价格上涨



资料来源：铭利达招股书，天风证券研究所

除光伏逆变器外，公司当前也在随客户的储能延伸脚步，拓展储能逆变器领域产品，除光伏逆变器客户外，目前还给首航、麦田等领先储能逆变器生产厂商供货。未来储能需求的高增有望使公司业绩再上新台阶。

图 21：2021 年户用储能逆变器领域竞争格局（出货量）



资料来源：古瑞瓦特招股书，天风证券研究所

综合考虑公司在分布式光伏、储能逆变器领域的布局，我们对其结构件产品市场空间做如下测算，即预计2021、2025年公司结构件市场空间分别可达142、414亿元，CAGR=31%。公司21年光伏业务收入仅9亿元，对应市占率7%左右，未来成长空间较大。

图 22：2020-2025 年逆变器结构件市场空间测算

年份		2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
国内	微型占比	1.0%	2.2%	2.6%	3.2%	4.5%	6.0%	
	集中式占比	33.5%	30.4%	29.9%	28.8%	27.0%	25.0%	
	组串式占比	66%	67%	68%	68%	69%	69%	
	总装机 (GW)		48.2	54.9	74.1	100.0	135.0	182.3
	组串式	需求 (GW)	31.6	37.0	50.0	68.0	92.5	125.8
		单价 (元/W)	0.21	0.19	0.18	0.17	0.16	0.15
		市场空间 (亿元)	66.8	72.0	89.6	113.5	143.9	187.1
	集中式	需求 (GW)	16.1	16.7	22.2	28.9	36.5	45.6
		单价 (元/W)	0.15	0.14	0.13	0.13	0.12	0.12
		市场空间 (亿元)	24.3	23.6	29.5	36.8	44.7	53.6
	微逆	需求 (GW)	0.5	1.2	1.9	3.2	6.0	10.9
		单价 (元/W)	2.1	1.7	1.4	1.1	0.9	0.7
		市场空间 (亿元)	9.8	20.4	25.8	34.2	52.5	76.6
	国内逆变器市场空间 (亿元)		100.9	116.0	144.8	184.6	241.1	317.3
海外	微型占比	4.7%	5.2%	6.6%	8.4%	10.7%	13.9%	
	集中式占比	30%	28%	26%	24%	23%	21%	
	组串式占比	65%	67%	67%	67%	67%	65%	
	总装机 (GW)		81.8	115.1	175.9	250.0	302.5	364.6
	组串式	需求 (GW)	53.4	77.0	118.6	168.5	201.8	237.4
		单价 (元/W)	0.36	0.33	0.29	0.27	0.24	0.21
		市场空间 (亿元)	194.5	252.3	349.6	447.1	481.8	510.3
	集中式	需求 (GW)	24.5	32.2	45.8	60.5	68.2	76.6
		单价 (元/W)	0.23	0.21	0.20	0.18	0.17	0.15
		市场空间 (亿元)	57.1	68.9	90.1	109.7	113.7	117.5
	微逆	需求 (GW)	3.8	6.0	11.6	21.0	32.5	50.6
		单价 (元/W)	2.1	1.7	1.4	1.1	0.9	0.7
		市场空间 (亿元)	80.3	100.4	156.6	227.6	283.3	354.1
	海外逆变器市场空间 (亿元)		331.9	421.6	596.4	784.4	878.9	981.9
全球	组串式	市场空间 (亿元)	261.3	324.3	439.2	560.6	625.7	697.4
	集中式	市场空间 (亿元)	81.4	92.4	119.6	146.5	158.5	171.0
	微逆	市场空间 (亿元)	90.1	120.9	182.3	261.9	335.8	430.7
	替换需求 (GW)		18.3	28.8	30.6	41.0	45.0	56.0
	替换市场空间 (亿元)		66.7	94.4	90.3	108.8	107.5	120.4
	储能逆变器需求 (GW)		5.3	14.2	30.9	51.0	78.9	127.1
	储能逆变器价格 (元/W)		1.40	1.19	1.01	0.86	0.73	0.62
	储能逆变器市场空间 (亿元)		74.2	169.2	312.1	438.7	576.8	789.6
	全球逆变器市场空间 (亿元)		573.7	801.2	1143.6	1516.5	1804.2	2209.1
	逆变器企业平均毛利率		30%	29%	28%	27%	26%	25%
结构件在逆变器成本中占比		25%	25%	25%	25%	25%	25%	
结构件市场空间 (亿元)		100	142	206	277	334	414	

资料来源: CPIA, 固德威、上能电气招股书, 彭博, 国际能源网, wind, 天风证券研究所

## 2.2. 汽车: 随与主要客户合作项目陆续投产, 21年起有望迎接高增长阶段

公司在汽车领域主要产品包括汽车轻量化结构件和三电系统结构件(如电池托盘等), 主要客户为比亚迪、宁德时代、北汽、广汽、Grammer等。2017-2021年, 新能源汽车全球销量的年复合增长率为52.05%, 国内销量的年复合增长率达45.90%, 给公司的业务发展带来良机。

图 23: 公司汽车领域产品



资料来源: 铭利达官网, 天风证券研究所

图 24: 公司汽车领域产品

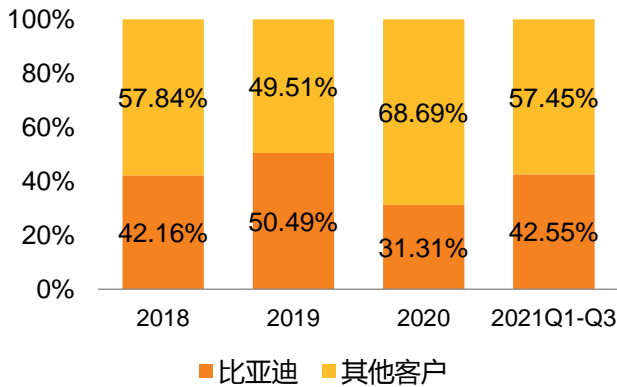


资料来源: 铭利达官网, 天风证券研究所

公司在汽车领域的最大客户为比亚迪。2018年至2021年前三季度, 公司向比亚迪销售汽车结构件产品的收入分别占当期汽车领域营收总额的42.16%、50.49%、31.31%和42.55%, 对公司汽车领域营收贡献最大。

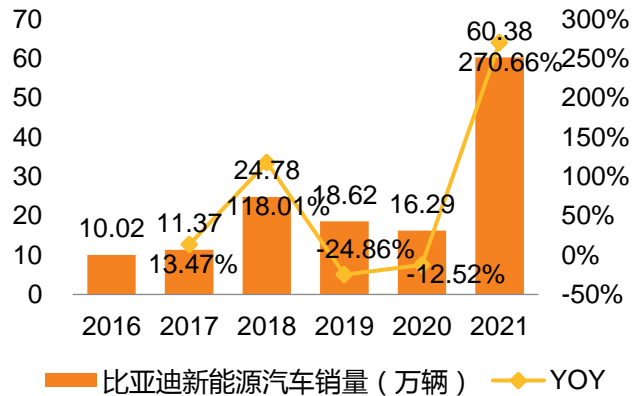
比亚迪作为中国新能源汽车销量第一的领军厂商，在新能源汽车领域拥有雄厚的技术积累、领先的市场份额。据中国汽车工业协会数据，2021 年比亚迪在我国新能源汽车市场所占比重达 17.1%，根据比亚迪公告，其新能源汽车销售 60.38 万辆，销量遥遥领先国内新能源汽车市场，并居全球前列。2016 至 2021 年，比亚迪新能源汽车销量快速上升，五年间销量复合增速达 43.23%。截至 2021 年 12 月 30 日，公司已参与多项比亚迪新能源汽车三电系统结构件项目，项目数量较 2020 年度增加较多，部分项目已进入量产或生产件批准阶段。受益于比亚迪新能源汽车的快速增长，预计公司新能源汽车结构件业务也有望随之快速发展。

图 25：比亚迪为公司汽车领域主要客户



资料来源：铭利达招股书，天风证券研究所

图 26：比亚迪新能源汽车销量快速上升（万辆）

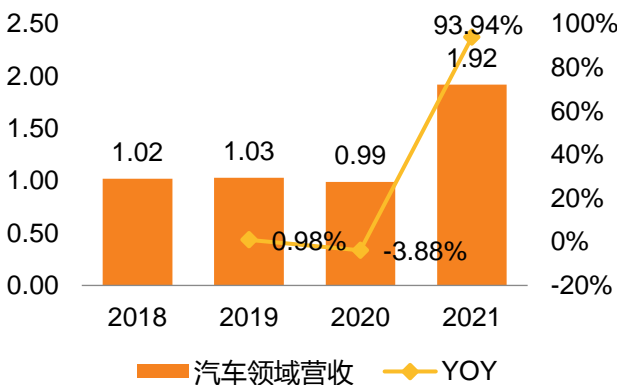


资料来源：比亚迪公司公告，天风证券研究所

从盈利端看，虽然高毛利的精密压铸结构件在汽车领域收入中一般占 70%+，但下游客户较为强势，因此公司汽车领域毛利率也一般。2019-2020 年汽车领域毛利率呈下降趋势，主要因比亚迪对原有产品采购需求减少、新产品开发周期较长尚未量产，所以新能源汽车三电系统结构件销售收入大幅下降（20 年同降 52%）、毛利也大幅下降所致（20 年同降 13pct）。

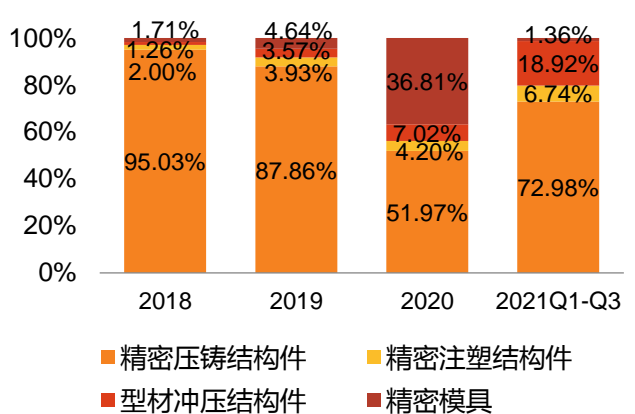
未来随着公司与比亚迪、宁德时代、北汽新能源、广汽集团等客户合作的项目量产，预计具有高毛利的精密压铸结构件在汽车领域占比进一步提升，从而拉升汽车领域毛利率。

图 27：21 年汽车领域营收增速高（亿元）



资料来源：铭利达招股书，wind，天风证券研究所

图 28：汽车领域产品端营收结构



资料来源：铭利达招股书，天风证券研究所

考虑公司在电池托盘领域的布局，我们对其结构件产品市场空间做如下测算：

假设 21、25 年中国新能源车销量分别 288、1333 万辆，电池托盘的单车价值量 4000 元，则对应 21、25 年市场空间分别为 115、533 亿元。

### 2.3. 消费电子：受益于电子烟业务，营收复合增速最大

公司在消费电子领域主要产品包括电子烟加热器结构件和打印机外壳, 主要客户包括 PMI、Intel、NEC、Honeywell、飞毛腿集团等。

图 29: 公司消费电子领域产品



图 30: 公司消费电子领域产品

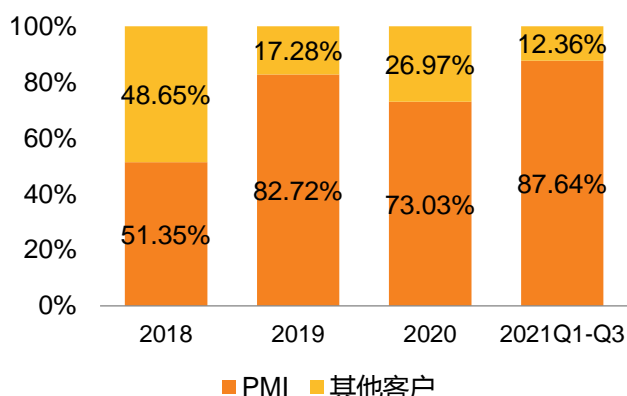


资料来源: 铭利达官网, 天风证券研究所

资料来源: 铭利达官网, 天风证券研究所

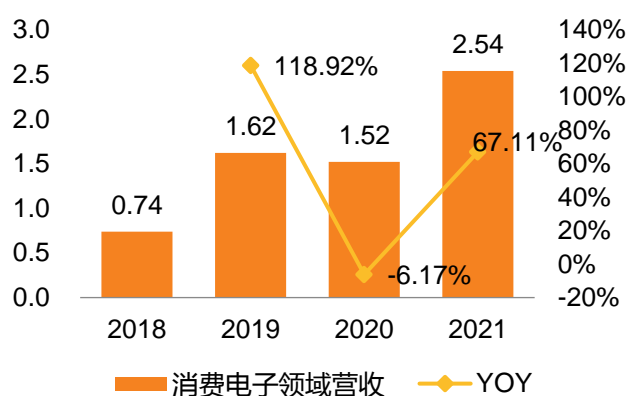
在消费电子领域, 全球最大烟草公司 PMI 为公司主要终端客户。公司主要通过 Venture 和伟创力向 PMI 提供应用于 IQOS 电子烟的加热装置金属结构支架。IQOS 电子烟产品的结构件包括金属结构支架、散热装置、点烟装置等, 金属结构支架作为加热装置结构件的主要组成部分, 重要程度及占结构件成本的比例较高。PMI 是公司在消费电子领域的主要终端客户, 2018-2021 年度, 公司对其销售收入占消费电子领域销售收入的 50% 以上。除 PMI 外, 公司在消费电子领域的客户还包括 Intel、NEC、Honeywell、飞毛腿集团等。

图 31: PMI 是公司在消费电子领域的主要终端客户



资料来源: 铭利达招股书, 天风证券研究所

图 32: 公司在消费电子领域营收在波动中高速增长



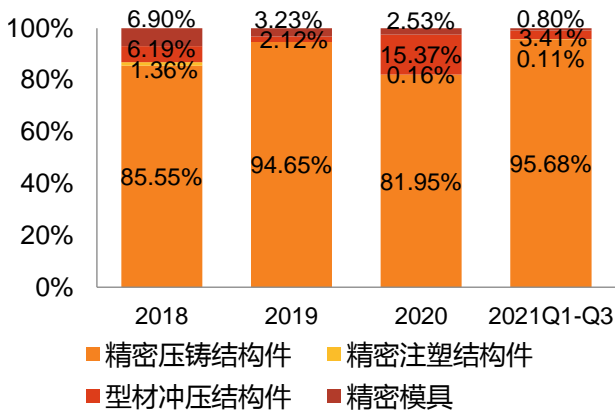
资料来源: wind, 天风证券研究所

从盈利端看, 因为消费电子领域以销售精密压铸结构件为主, 且下游客户面向消费者, 盈利空间较大, 所以公司消费电子领域毛利率远高于其他领域, 近几年一直保持在 35% 以上。2020 年该领域毛利率下降约 7 个百分点, 主要系终端产品更新换代, 客户对于旧款产品的备货需求逐渐减少, 高毛利的电子烟加热装置结构件的销售占比、毛利率下降。

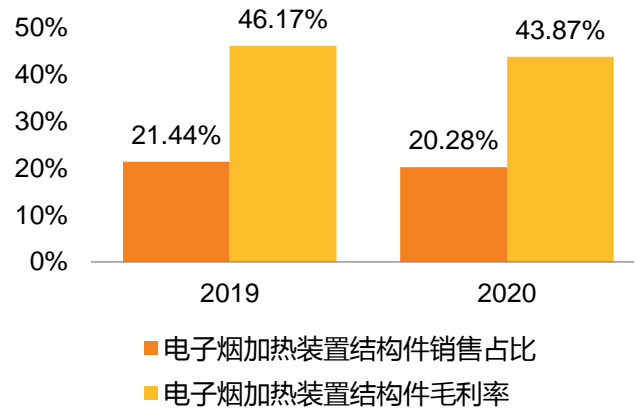
未来, 随着客户新产品发布, 客户对于新产品的备货需求重新提升, 我们预计消费电子领域毛利率有望随之上升。

图 33: 消费电子领域中精密压铸结构件占比最多

图 34: 2020 电子烟加热装置结构件销售占比与毛利率都下降



资料来源：铭利达招股书，wind，天风证券研究所

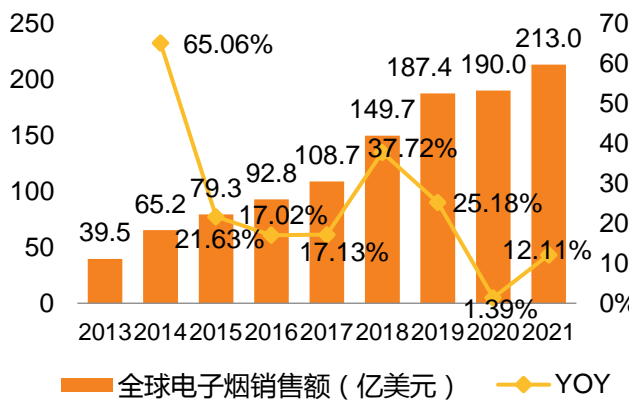


资料来源：铭利达招股书，天风证券研究所

若仅考虑电子烟结构件，则公司在消费电子领域的市场空间可测算如下：

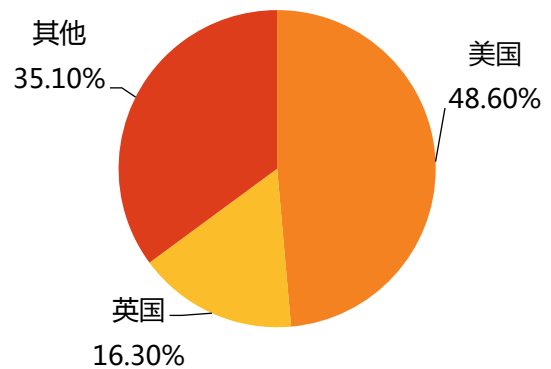
据智研咨询数据，目前电子烟的第一大销售市场为美国，第二大市场为英国。2021年，美国市场电子烟销售额为103.1亿美元，同比增长9.9%；英国市场实现电子烟销售额34.5亿美元，同比增长16.9%。Research and Markets预计2025年全球电子烟市场规模有望达到614亿美元，2016-2025年复合增长率为18.99%；若电子烟毛利率50%，结构件在其成本中占比20%，则对应25年市场空间达61亿美元，约合人民币399亿元。

图 35：2013-2021 世界电子烟销售额（亿美元）



资料来源：东方烟草网，天风证券研究所

图 36：美国、英国为电子烟前两大销售市场（2021 年）



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

## 2.4. 安防：携手海康威视，业务发展稳定

公司在安防领域主要产品包括摄像头外壳和支架，主要客户包括海康威视、华为、Axis、Bosch 等。

图 37：公司安防产品

图 38：公司安防领域产品

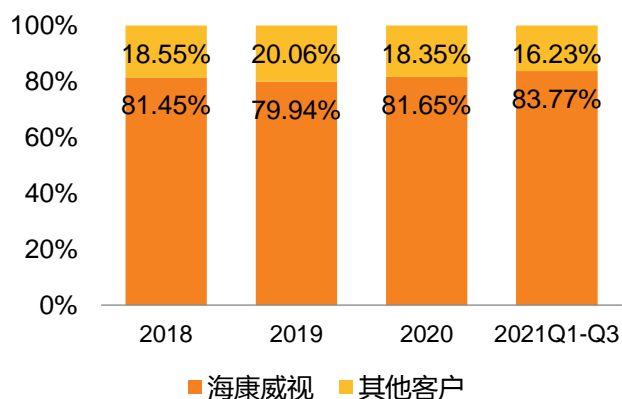


资料来源：铭利达官网，天风证券研究所

资料来源：铭利达官网，天风证券研究所

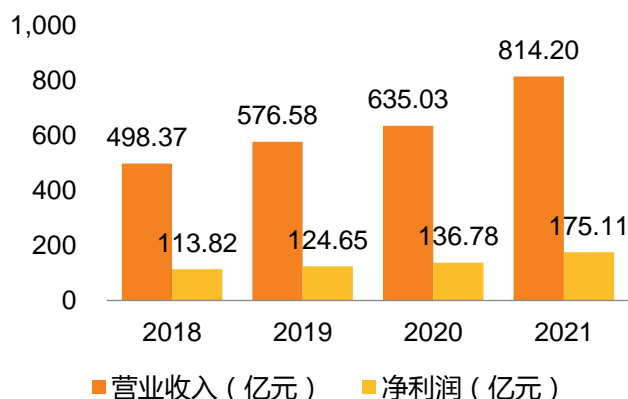
公司在安防领域主要为海康威视提供安防摄像机的壳体结构件、支架和配件等精密结构件，2018-2021 年度海康威视在公司安防领域营收占比均在 80%左右。公司自 2014 年至今已与海康威视稳定合作 8 年，曾获海康威视“最佳交付奖”“最佳服务奖”。据市场研究机构 IHS Markit 于 2018 年 7 月发布的《2018 全球视频监控信息服务报告》，海康威视位列全球视频监控设备市场第一位，市场份额达 37.94%。据 2021 年 a&s 发布的《a&s 全球安防 50 强》，海康威视连续十年蝉联视频监控行业全球第一。2018-2021 年，海康威视营业收入复合增速 18%，净利润复合增速 15%

图 39：海康威视对公司安防领域营收贡献超 79%



资料来源：铭利达招股书，天风证券研究所

图 40：海康威视营业收入、净利润稳定增长（亿元）

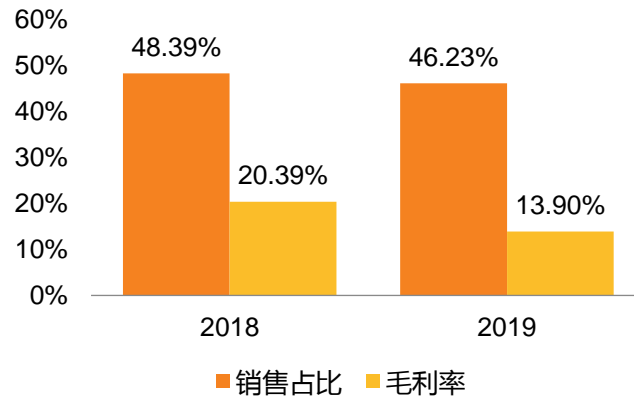
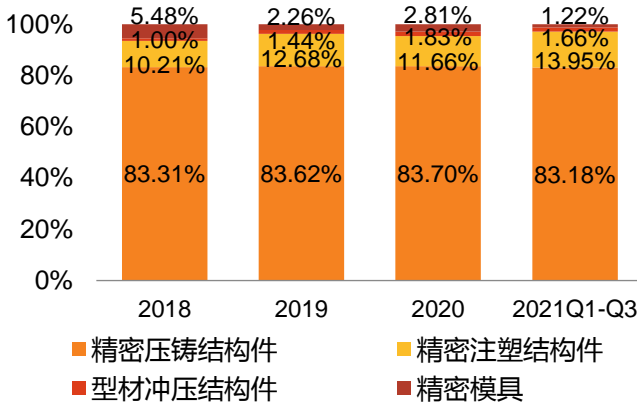


资料来源：wind，天风证券研究所

从盈利端看，虽然同样以销售精密压铸结构件为主，但下游安防客户主要为国内企业，公司安防领域毛利率也较低，尤其是 2019 年下滑 8pct，一方面是受安防领域产品结构变化影响，产品附加值与毛利率更低的塑胶制品销售占比上升；另一方面，国内安防监控领域市场的激烈竞争使客户相关产品的利润水平整体呈下降趋势，公司毛利率随之受损。

图 41：安防领域产品端营收结构

图 42：2019 年安防摄像头配件毛利率下降



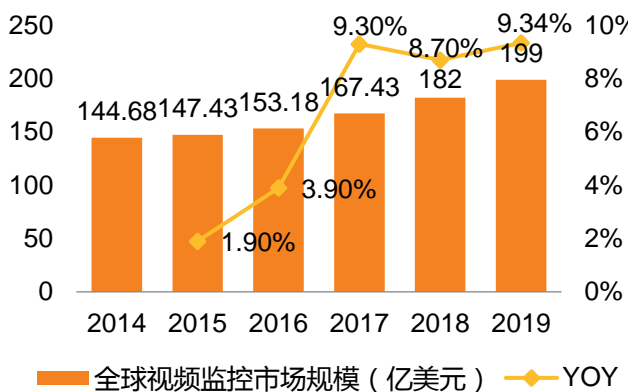
资料来源：铭利达招股书，天风证券研究所

资料来源：铭利达招股书，天风证券研究所

按安防摄像头结构件计算，公司市场空间测算如下：

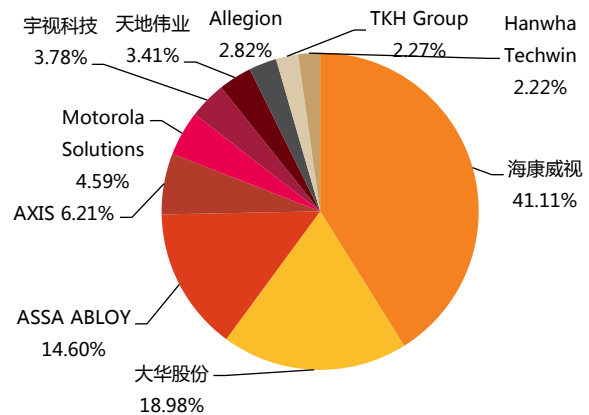
据 IHS Markit 统计，全球专业视频监控市场规模从 2014 年 114.68 亿美元增长至 2019 年 199 亿美元，期间复合增长率为 6.58%，假设 25 年市场规模延续这一增速，则对应市场规模增至 292 亿美元，若摄像头企业毛利率 45%，结构件在其成本中占比 20%，则 25 年安防摄像头结构件的市场空间约 32 亿美元，约合人民币 209 亿元。

图 43：全球专业视频监控市场规模稳定上升（亿美元）



资料来源：铭利达招股书，天风证券研究所

图 44：2020 年 a&s 排行榜前十名中国企业占 4 家



资料来源：铭利达招股书，天风证券研究所

### 3. 运营效率高+上市融资扩张，公司长期高速增长可期

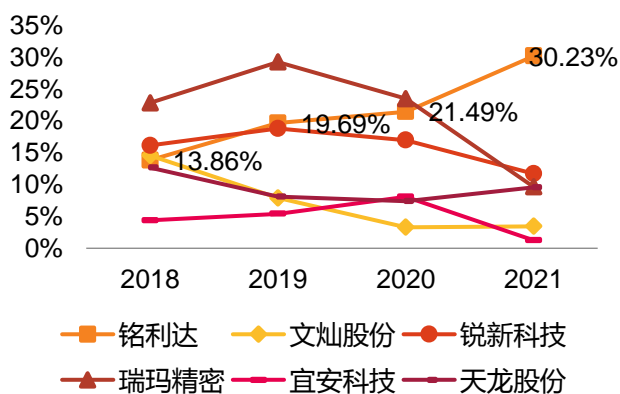
公司之所以能横跨四大行业且均打入龙头客户并维持稳定合作关系，与公司自身的核心竞争力密不可分：一方面公司在新兴行业发展早期切入优质客户，快速响应客户需求进行产品研发，建立并提高客户粘性；另一方面则是通过提高运营效率加速周转，扩大营收规模后持续摊薄费用，有望建立盈利优势形成竞争壁垒，上市后公司扩张速度有望进一步加快，多领域高速增长可期。

#### 3.1. 高运营效率提高周转率，较竞争对手建立 ROE 优势

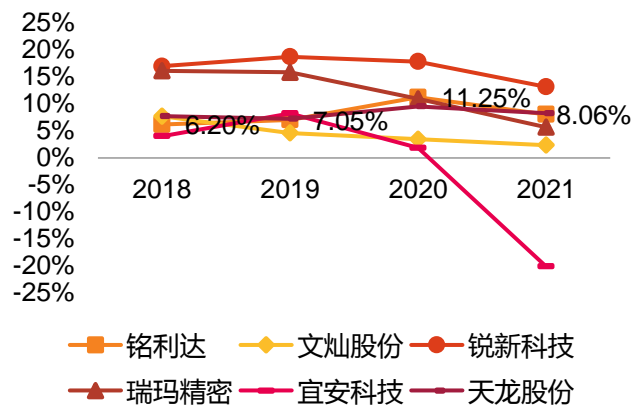
公司 2019-2021 年加权 ROE 均高于同业可比公司，通过杜邦拆分可知，公司较高的 ROE 主要由公司的高周转、高资产负债率所驱动，而净利率在行业中仅处于中上水平。

图 45：公司 ROE 水平高

图 46：公司净利率处于行业中上水平



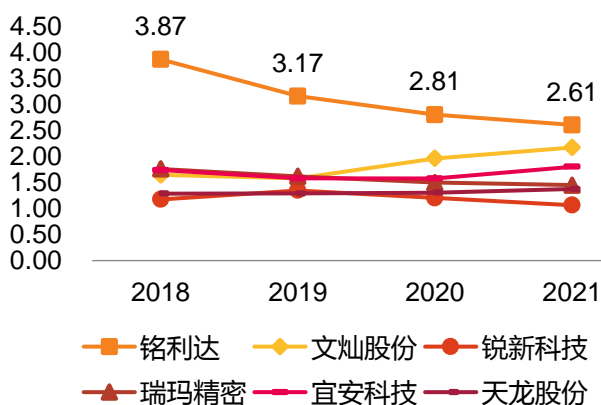
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

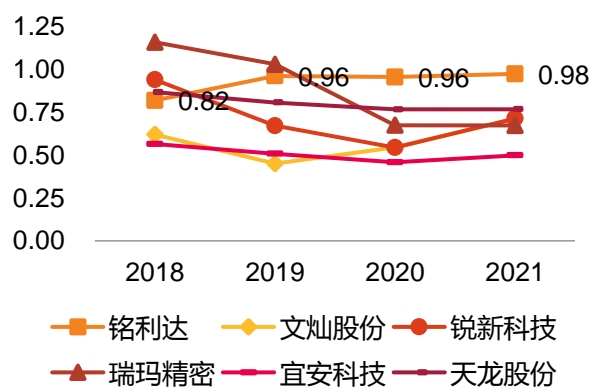
一方面, 由于具有压铸、注塑、型材冲压“一站式”采购的定制化服务能力, 公司的及时交付能力与快速服务响应能力较强, 能与客户同步研发, 缩短研发与生产的整体周期, 因而公司总资产周转率优于行业平均水平。另一方面, 上市前公司主要靠银行借款融资, 融资渠道较为单一, 因而资产负债率较高。

图 47: 公司杠杆率 (总资产/净资产) 较高



资料来源: wind, 天风证券研究所

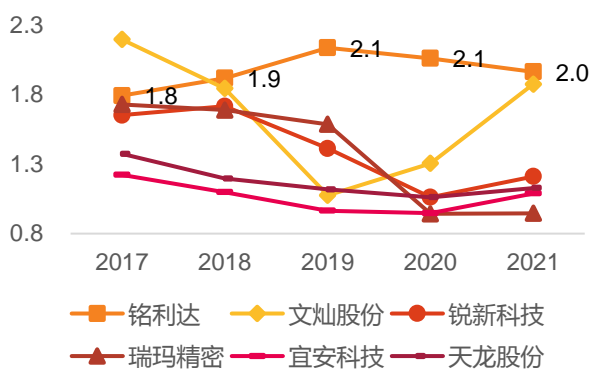
图 48: 公司资产周转率明显好于同业



资料来源: wind, 天风证券研究所

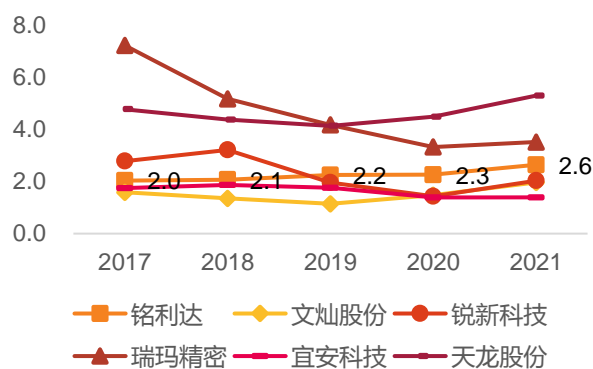
对公司资产周转率进一步分析, 显然流动资产周转率大幅领先同业是公司高周转的主要原因, 而固定资产周转率仅是行业中上水平。

图 49: 公司流动资产周转率显著高于同业



资料来源: wind, 天风证券研究所

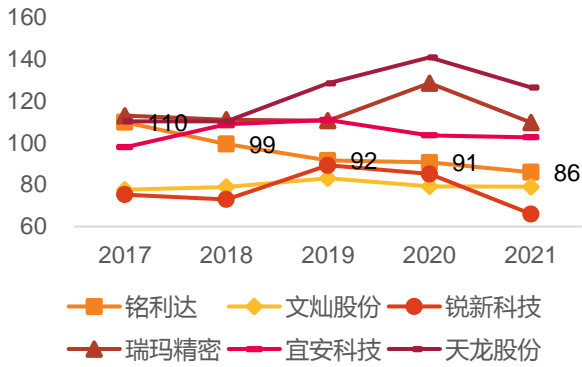
图 50: 公司固定资产周转率处在行业中上水平



资料来源: wind, 天风证券研究所

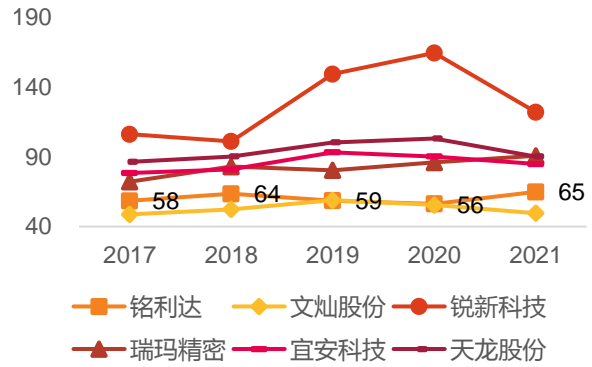
在流动资产中, 公司应收账款与存货周转天数均明显低于同业, 体现出较高的营运资金掌控力。之所以公司得以享受更高周转速度, 主要系公司生产、交付节奏快, 效率高于同业。

图 51：公司应收账款周转天数处在行业较低水平



资料来源：wind，天风证券研究所

图 52：公司存货周转天数大幅低于同业



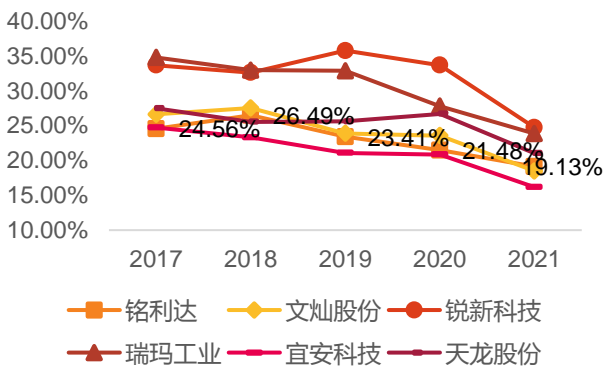
资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.2. 扩大规模降低费用，上市融资减轻财务费用压力有望进一步提升净利率

虽然当前公司净利率并未显著高于同业，但我们通过分析，可以看出未来公司有望凭更低的费用率优势进一步提升净利率。

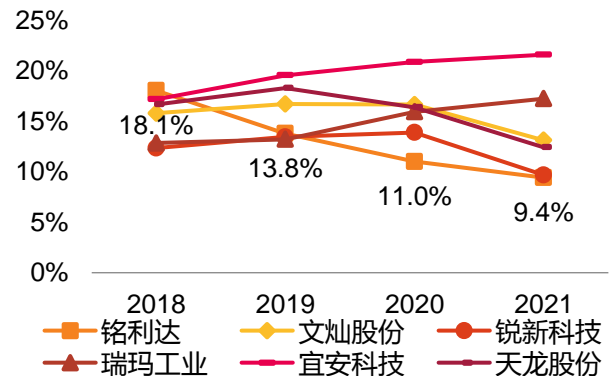
自 2019 年起，公司期间费用率不断下降，2018 年高达 18%+，2021 年则仅 9.4%，显著低于行业平均水平。

图 53：公司毛利率处在行业中间水平



资料来源：wind，天风证券研究所

图 54：公司费用率低于同业



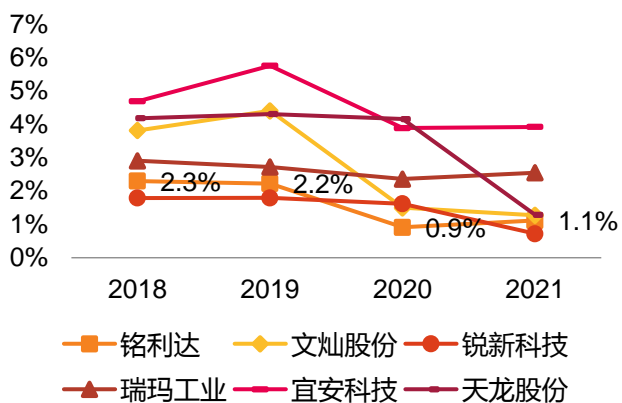
资料来源：wind，天风证券研究所

对期间费用率进一步拆分，销售费用率方面，完善的销售政策与稳定的销售人员数量是公司销售费用率低于同业可比公司的主要原因。公司销售收入的增长主要来自于长期合作客户订单规模的增加，客户数量整体保持稳定，因此公司销售人员数量无明显变化，业绩增速快于销售费用增速；同时公司制定了较为完善的销售政策，费用支出控制合理，使得销售费用规模整体保持稳定，销售费用使用效率较高。

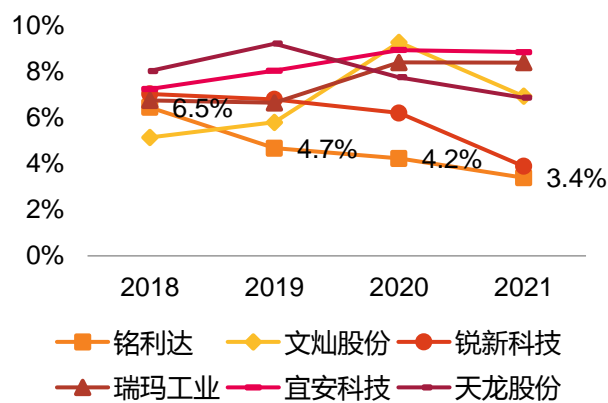
管理费用率方面，2018 至 2021 年降低了 3.1 个百分点，主要原因系公司运营管理效率提升，不断进行人员结构优化，使得公司管理人员整体薪酬水平在销售规模提升的同时保持稳定，管理费用率得以摊薄；此外，公司部分基地选址于一二线城市周边的中小城市，因此管理人员薪资较当地水平更高，但较一二线城市更低，费用控制较好。

图 55：公司销售费用率较低

图 56：公司管理费用率较低



资料来源: wind, 天风证券研究所



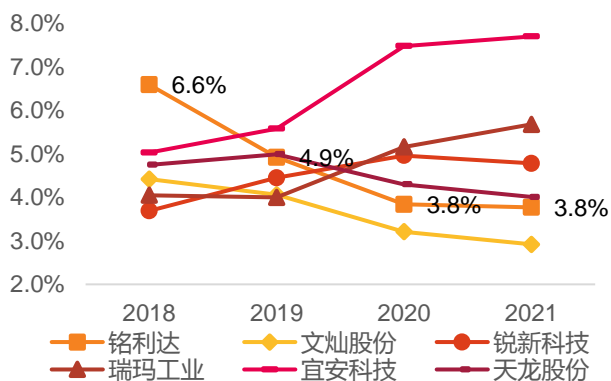
资料来源: wind, 天风证券研究所

研发费用率方面, 随规模扩张以及四大下游领域的基础产品研发完成, 公司研发费用增长速度低于营收, 因而费用率被摊薄。

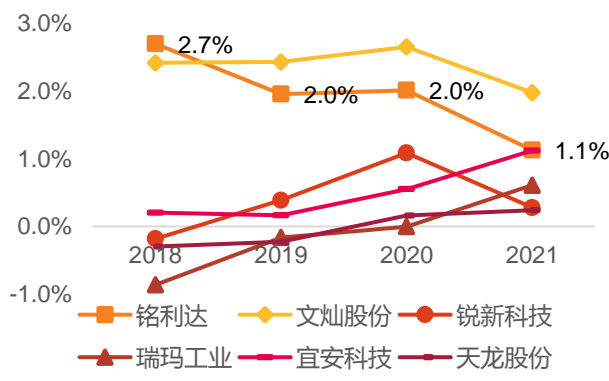
财务费用率方面, 为满足下游客户高增的订单需求, 公司扩张速度较快, 需要更多资金支撑, 但上市前主要融资手段为债务融资, 因此利息费用支出较高, 随上市募资, 公司有望逐步降低财务费用率。

图 57: 公司研发费用率处于行业较低水平

图 58: 公司财务费用率处于行业较高水平



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

对公司各业务做盈利预测如下:

光伏: 参考 SolarEdge、Enphase 近两年增速, 预计公司 22-24 年营收分别增长 50%、40%、30%, 毛利率分别 20%、22%、22%。

安防: 参考海康威视近两年增速, 预计公司 22-24 年营收分别增长 5%、5%、5%, 毛利率分别 12%、12%、12%。

汽车: 参考比亚迪近两年增速, 预计公司 22-24 年营收分别增长 300%、150%、50%, 毛利率分别 21%、20%、19%。

消费电子: 参考 PMI 近两年增速, 预计公司 22-24 年营收分别增长 20%、20%、20%, 毛利率分别 36%、36%、36%。

其他: 参考储能行业近两年增速, 预计公司 22-24 年营收分别增长 500%、300%、100%, 毛利率分别 30%、25%、25%。

按 11%左右的税费率计算, 预计公司 22-24 年归母净利润分别 3.2、5.9、8.6 亿元, yoy 分

别 114%、87%、45%。

表 1: 铭利达 2022-2024 年盈利预测

	单位	2022E	2023E	2024E
销售收入	亿元	31.1	54.4	78.0
光伏		14.03	19.65	25.54
	Yoy	50%	40%	30%
安防		4.38	4.60	4.83
	yoy	5%	5%	5%
汽车		7.67	19.17	28.75
	yoy	300%	150%	50%
消费电子		3.05	3.66	4.39
	yoy	20%	20%	20%
其他		2	7	15
	yoy	500%	300%	100%
毛利率		21%	22%	22%
光伏		20%	22%	22%
安防		12%	12%	12%
汽车		21%	20%	19%
消费电子		36%	36%	36%
其他		30%	25%	25%
税费	亿元	3.4	5.8	8.1
税费率		11%	11%	11%
归母净利润		3.17	5.94	8.61
	yoy	114%	87%	45%
净利率		10%	11%	11%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

采用可比公司估值法对公司进行估值, 给予公司 23 年 45X 估值, 得到公司目标市值 267 亿元、目标价 67 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 2: 可比公司 2023 年预测 PE (估值截至 2022 年 7 月 29 日收盘的 wind 一致预期)

证券代码	可比公司	主营业务	2023 预测 PE
603348.SH	文灿股份	汽车铝合金精密压铸件	42.41
6969.HK	思摩尔国际	电子雾化设备	18.08
688348.SH	昱能科技	微型逆变器	73.49
002594.SZ	比亚迪	汽车	63.25
002415.SZ	海康威视	视频产品及服务	12.95
	平均值		42.04

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 5. 风险提示

**光伏领域需求不及预期:** 目前公司的营收主要由光伏领域贡献, 如果未来该领域新能源政策力度不及预期, 或受地缘政治等因素影响, 装机需求增速减缓, 则会对公司精密结构件销售产生不利影响。

**新能源、消费电子领域增速不达预期:** 新能源与消费电子是公司近年来增速最快的下游领域, 如果上述领域受行业政策、新冠疫情导致消费能力下降等因素影响而增速下滑, 则会

对公司业绩产生不利影响。

**原材料价格上升：**由于原材料占成本比重较高，公司主要原材料市场价格的波动对公司的主营业务成本和盈利水平具有较大影响，如果未来主要原材料采购价格出现剧烈上升，则会对公司毛利率产生直接不利影响。

**汇率波动：**公司境外销售收入占比较高，与境外客户一般以美元结算，如果贷款信用期内汇率发生变化，公司的外币应收账款将产生汇兑损益，若人民币大幅升值，将会给公司带来汇兑损失。

**短期内股价波动：**该股为次新股，流通股本较少，存在短期内股价大幅波动的风险。

**生产运作变动：**公司在生产运作过程中需要对生产安全、环保、产品品质等方面的进行风险控制，可能会存在这些方面管理不足，导致生产运作不合规的风险。

**市场空间测算具有一定主观性，仅供参考。**

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	82.35	120.12	1,215.71	1,705.24	2,312.68
应收票据及应收账款	386.39	567.52	1,112.67	1,791.63	2,351.94
预付账款	3.62	7.29	19.17	23.23	34.10
存货	187.49	348.55	465.23	961.60	1,135.09
其他	110.73	59.54	112.28	126.73	158.61
<b>流动资产合计</b>	<b>770.57</b>	<b>1,103.03</b>	<b>2,925.06</b>	<b>4,608.42</b>	<b>5,992.42</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	683.35	710.86	637.70	564.53	491.37
在建工程	7.26	99.97	99.97	99.97	99.97
无形资产	131.41	111.77	107.86	103.94	100.03
其他	32.24	117.66	62.72	65.36	70.75
<b>非流动资产合计</b>	<b>854.27</b>	<b>1,040.27</b>	<b>908.25</b>	<b>833.81</b>	<b>762.11</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,624.84</b>	<b>2,143.29</b>	<b>3,833.31</b>	<b>5,442.23</b>	<b>6,754.53</b>
短期借款	66.39	162.82	110.00	120.00	130.00
应付票据及应付账款	415.40	676.74	1,014.50	1,985.39	2,358.62
其他	130.88	189.91	204.27	187.81	244.83
<b>流动负债合计</b>	<b>612.67</b>	<b>1,029.46</b>	<b>1,328.77</b>	<b>2,293.21</b>	<b>2,733.45</b>
长期借款	165.00	110.00	116.04	170.00	180.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	200.31	202.47	206.85	203.21	204.17
<b>非流动负债合计</b>	<b>365.31</b>	<b>312.47</b>	<b>322.89</b>	<b>373.21</b>	<b>384.17</b>
<b>负债合计</b>	<b>979.81</b>	<b>1,345.39</b>	<b>1,651.65</b>	<b>2,666.41</b>	<b>3,117.63</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	360.00	400.01	400.01	400.01
资本公积	18.34	23.19	1,049.74	1,049.74	1,049.74
留存收益	266.64	414.82	731.92	1,326.09	2,187.20
其他	0.04	(0.11)	(0.01)	(0.03)	(0.05)
<b>股东权益合计</b>	<b>645.02</b>	<b>797.90</b>	<b>2,181.66</b>	<b>2,775.81</b>	<b>3,636.90</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,624.84</b>	<b>2,143.29</b>	<b>3,833.31</b>	<b>5,442.23</b>	<b>6,754.53</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	170.64	148.18	317.09	594.17	861.11
折旧摊销	82.73	80.04	77.08	77.08	77.08
财务费用	19.30	16.35	14.39	12.82	14.08
投资损失	(31.95)	(1.26)	(11.07)	(14.76)	(9.03)
营运资金变动	(35.61)	(138.96)	(310.44)	(246.36)	(352.94)
其它	91.01	8.85	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>296.11</b>	<b>113.20</b>	<b>87.05</b>	<b>422.95</b>	<b>590.30</b>
资本支出	110.03	174.43	(4.38)	3.64	(0.97)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(256.74)	(293.01)	15.45	11.12	10.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(146.71)</b>	<b>(118.58)</b>	<b>11.07</b>	<b>14.76</b>	<b>9.03</b>
债权融资	(75.96)	34.68	(69.19)	51.83	8.13
股权融资	4.80	4.70	1,066.66	(0.02)	(0.02)
其他	(6.28)	(0.08)	0.00	(0.00)	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(77.44)</b>	<b>39.30</b>	<b>997.47</b>	<b>51.81</b>	<b>8.11</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>71.96</b>	<b>33.92</b>	<b>1,095.59</b>	<b>489.53</b>	<b>607.44</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,516.49</b>	<b>1,837.74</b>	<b>3,105.55</b>	<b>5,439.25</b>	<b>7,798.23</b>
营业成本	1,190.69	1,486.14	2,445.27	4,254.74	6,113.77
营业税金及附加	9.69	11.39	18.63	32.64	46.79
营业费用	13.85	20.52	34.16	59.83	85.78
管理费用	64.30	62.50	105.59	179.50	249.54
研发费用	58.26	69.35	118.01	201.25	280.74
财务费用	30.53	20.71	14.39	12.82	14.08
资产减值损失	(3.98)	(13.79)	(15.32)	(11.03)	(13.38)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	31.95	1.26	11.07	14.76	9.03
其他	(79.03)	15.67	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>200.22</b>	<b>163.98</b>	<b>365.24</b>	<b>702.21</b>	<b>1,003.18</b>
营业外收入	1.36	0.29	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.92	0.90	5.50	30.00	36.50
<b>利润总额</b>	<b>197.66</b>	<b>163.37</b>	<b>359.74</b>	<b>672.21</b>	<b>966.68</b>
所得税	27.03	15.19	42.65	78.04	105.57
<b>净利润</b>	<b>170.64</b>	<b>148.18</b>	<b>317.09</b>	<b>594.17</b>	<b>861.11</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>170.64</b>	<b>148.18</b>	<b>317.09</b>	<b>594.17</b>	<b>861.11</b>
每股收益(元)	0.43	0.37	0.79	1.49	2.15

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.43%	21.18%	68.99%	75.15%	43.37%
营业利润	82.81%	-18.10%	122.73%	92.26%	42.86%
归属于母公司净利润	77.97%	-13.16%	113.99%	87.38%	44.93%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.48%	19.13%	21.26%	21.78%	21.60%
净利率	11.25%	8.06%	10.21%	10.92%	11.04%
ROE	26.45%	18.57%	14.53%	21.41%	23.68%
ROIC	25.97%	20.09%	36.41%	52.35%	65.95%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	60.30%	62.77%	43.09%	48.99%	46.16%
净负债率	34.30%	29.93%	-41.78%	-48.14%	-52.84%
流动比率	1.25	1.07	2.20	2.01	2.19
速动比率	0.95	0.73	1.85	1.59	1.78
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.69	3.85	3.70	3.75	3.76
存货周转率	8.15	6.86	7.63	7.62	7.44
总资产周转率	0.96	0.98	1.04	1.17	1.28
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.43	0.37	0.79	1.49	2.15
每股经营现金流	0.74	0.28	0.22	1.06	1.48
每股净资产	1.61	1.99	5.45	6.94	9.09
<b>估值比率</b>					
市盈率	126.78	145.99	68.22	36.41	25.12
市净率	33.54	27.11	9.92	7.79	5.95
EV/EBITDA	0.00	0.00	43.01	24.96	17.61
EV/EBIT	0.00	0.00	51.23	27.58	18.91

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com