

迈为股份 (300751)

2023 年报&2024 年一季报点评: 盈利能力逐步修复, 泛半导体领域布局打开成长空间

买入 (维持)

2024 年 04 月 25 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 李文意

执业证书: S0600122080043
liwenyi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4,148	8,089	14,988	19,725	21,442
同比 (%)	34.01	94.99	85.30	31.60	8.71
归母净利润 (百万元)	861.95	913.90	1,524.00	2,277.36	2,883.10
同比 (%)	34.09	6.03	66.76	49.43	26.60
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.09	3.27	5.46	8.16	10.33
P/E (现价&最新摊薄)	34.03	32.09	19.24	12.88	10.17

投资要点

- 营收规模快速增长, 费用前置影响利润增速:** 2023 年公司营收 80.9 亿元, 同比+95%, 归母净利润为 9.1 亿元, 同比+6%, 扣非归母净利润为 8.6 亿元, 同比+8%; 2023Q4 营收 29.8 亿元, 同比+163%, 归母净利润 2.0 亿元, 同比+14%, 扣非归母净利润约 1.95 亿元, 同比+20%; 2024Q1 营收 22.2 亿元, 同比+92%, 归母净利润为 2.6 亿元, 同比+18%, 扣非归母净利润为 2.2 亿元, 同比+14%, 利润增速不及收入增速主要系研发、扩产等费用支出增加, 收入确认与费用存在错配。我们认为后续随着 HJT 设备加速验收, 利润有望快速增长, 我们预计 2023Q4 公司 HJT 整线验收约 6 条, 对应 3.6GW, 按照 3.7 亿元/GW, 对应收入约 13 亿元, 占营业收入比重约 44%; 2024Q1 公司 HJT 整线验收约 8 条, 对应 4.8GW, 按照 3.7 亿元/GW, 对应收入约 18 亿元, 占营业收入比重约 81%。
- 24Q1 高毛利的 HJT 收入占比提升, 盈利能力环比 Q4 有所回升:** 2023 年公司毛利率为 30.5%, 同比-7.8pct; 销售净利率 10.8%, 同比-9.1pct, 期间费用率 19.3%, 同比-0.8pct, 其中销售费用率为 8.2%, 同比+0.9pct, 管理费用率 (含研发) 为 11.9%, 同比-3.2pct, 财务费用率为-0.8%, 同比+1.6pct。2023Q4 毛利率为 27.1%, 销售净利率 6.9%, 2024Q1 毛利率为 30.9%, 销售净利率为 10.8%, 主要系 Q1 高毛利的 HJT 收入确认比例高于丝印设备, 相较于 2023Q4 有所回升。
- 合同负债&存货高增, 发出商品占比高:** 截至 2023 年末, 公司存货为 108 亿元, 同比+102%, 其中发出商品约 72.8 亿元, 占比约 67.5%, 合同负债为 84.6 亿元, 同比+96%。2023 年经营性净现金流为 7.6 亿元, 同比-12%; 2024Q1 经营性净现金流为 0.1 亿元, 同比-98%, 主要系订单增长较多, 导致备库物料增加, 特别是定制化物料、长交期物料以及进口物料的采购额大幅增加。
- 迈为具备 HJT 整线供应能力, 强者恒强:** 2023 年 HJT 新进入者数量持续高增, 我们预计传统大厂在 2024 年开始大规模扩产, 对于跨界的新玩家而言, 若 HJT 实现盈利即布局 HJT 获得成功, 而头部企业尤其是具有大量 TOPCon 老产能的, HJT 单瓦净利润或投资回报不低于 TOPCon, 才会选择布局 HJT。迈为股份的高市占率有望保持, 我们预计公司 2023 年 HJT 新签订单约 35GW, 市占率 70%+。
- 迈为积极布局显示&半导体封装设备:** (1) 显示 (OLED&MLED): 2017 年起迈为布局显示行业, 推出 OLED G6 Half 激光切割设备、OLED 弯折激光切割设备等; 2020 年公司 will 业务延伸至新型显示领域, 针对 MiniLED 推出晶圆隐切、裂片、刺晶巨转、激光键合等全套设备, 针对 MicroLED 推出晶圆键合、激光剥离、激光巨转、激光键合和修复等全套设备为 MLED 行业提供整线工艺解决方案。(2) 半导体封装: 公司推出半导体晶圆激光开槽、激光改质切割、刀轮切割、研磨等装备的国产化, 并聚焦半导体泛切割、2.5D/3D 先进封装, 提供封装工艺整体解决方案。
- 盈利预测与投资评级:** 考虑到设备验收节奏, 我们下调 2024-2025 年的归母净利润为 15.24/22.77 亿元, 前值为 19.56/30.38 亿元, 新增 2026 年归母净利润预测为 28.83 亿元, 对应当前股价 PE 为 19/13/10 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 下游扩产不及预期, 新品拓展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	106.04
一年最低/最高价	96.58/293.89
市净率(倍)	4.01
流通 A 股市值(百万元)	20,477.06
总市值(百万元)	29,602.07

基础数据

每股净资产(元,LF)	26.45
资产负债率(% ,LF)	69.34
总股本(百万股)	279.16
流通 A 股(百万股)	193.11

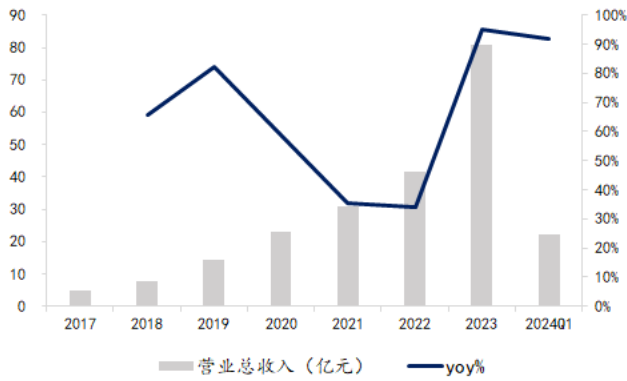
相关研究

- 《迈为股份(300751): 推出“质量回报双提升”行动方案, 打造泛半导体领域高端装备制造制造商》
2024-02-06
- 《迈为股份(300751): 向天马供应 Micro LED 巨量转移设备, 泛半导体领域布局打开成长空间》
2023-12-28

1. 营收规模快速增长，费用前置影响利润增速

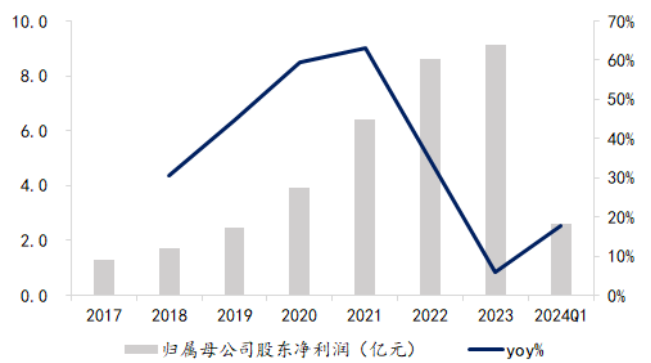
2023 年公司营收 80.9 亿元，同比+95%，归母净利润为 9.1 亿元，同比+6%，扣非归母净利润为 8.6 亿元，同比+8%；2023Q4 营收 29.8 亿元，同比+163%，归母净利润 2.0 亿元，同比+14%，扣非归母净利润约 1.95 亿元，同比+20%；2024Q1 营收 22.2 亿元，同比+92%，归母净利润为 2.6 亿元，同比+18%，扣非归母净利润为 2.2 亿元，同比+14%，利润增速不及收入增速主要系研发、扩产等费用支出增加，收入确认与费用存在错配。我们认为后续随着 HJT 设备加速验收，利润有望快速增长，我们预计 2023Q4 公司 HJT 整线验收约 6 条，对应 3.6GW，按照 3.7 亿元/GW，对应收入约 13 亿元，占营业收入比重约 44%；2024Q1 公司 HJT 整线验收约 8 条，对应 4.8GW，按照 3.7 亿元/GW，对应收入约 18 亿元，占营业收入比重约 81%。

图1：2023 年公司营收 80.9 亿元，同比+95%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2023 年公司归母净利润为 9.1 亿元，同比+6%



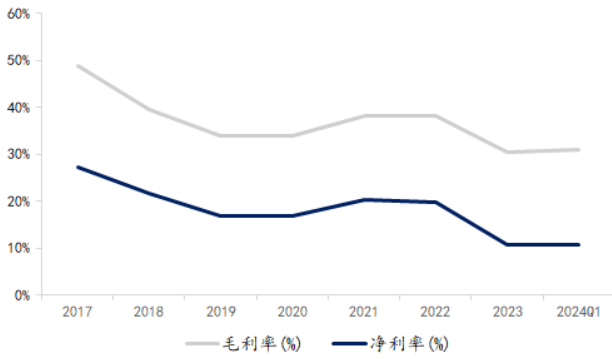
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 24Q1 高毛利的 HJT 收入占比提升，盈利能力环比 Q4 有所回升

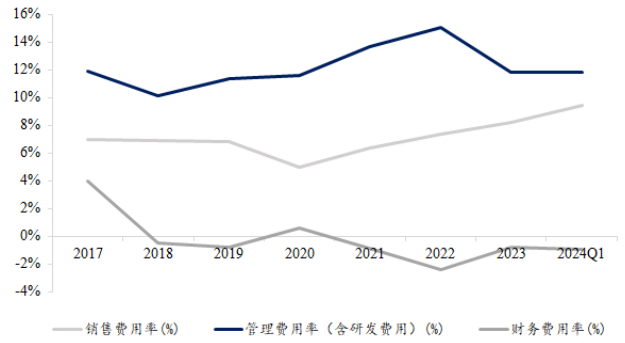
2023 年公司毛利率为 30.5%，同比-7.8pct；销售净利率 10.8%，同比-9.1pct，期间费用率 19.3%，同比-0.8pct，其中销售费用率为 8.2%，同比+0.9pct，管理费用率（含研发）为 11.9%，同比-3.2pct，财务费用率为-0.8%，同比+1.6pct。2023Q4 毛利率为 27.1%，销售净利率 6.9%，2024Q1 毛利率为 30.9%，销售净利率为 10.8%，主要系 Q1 高毛利的 HJT 收入确认比例高于丝印设备，相较于 2023Q4 有所回升。

图3：2023 年公司毛利率为 30.5%，销售净利率 10.8%

图4：2023 年公司期间费用率 19.3%，同比-0.8pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



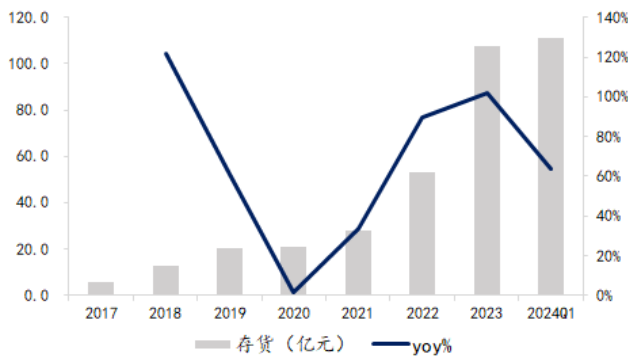
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 合同负债&存货高增，发出商品占比高

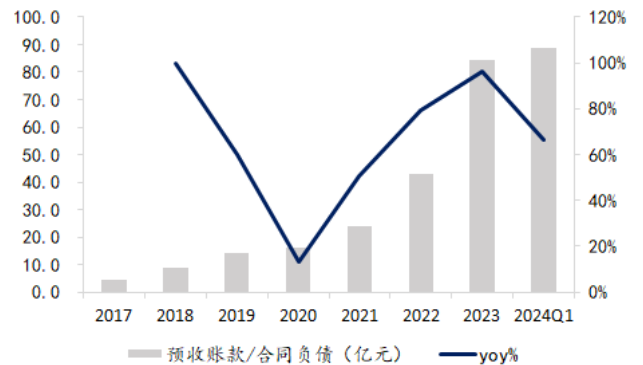
截至 2023 年末，公司存货为 108 亿元，同比+102%，其中发出商品约 72.8 亿元，占比约 67.5%，合同负债为 84.6 亿元，同比+96%。2023 年经营性净现金流为 7.6 亿元，同比-12%；2024Q1 经营性净现金流为 0.1 亿元，同比-98%，主要系订单增长较多，导致备库物料增加，特别是定制化物料、长交期物料以及进口物料的采购额大幅增加。

图5: 截至 2023 年末,公司存货为 108 亿元,同比+102%

图6: 截至 2023 年末,公司合同负债为 84.6 亿元,同比+96%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 迈为具备 HJT 整线供应能力，强者恒强

2023 年 HJT 新进入者数量持续高增，我们预计传统大厂在 2024 年开始大规模扩产，对于跨界的新玩家而言，若 HJT 实现盈利即成功布局 HJT 获得成功，而头部企业尤其是具有大量 TOPCon 老产能的，HJT 单瓦净利润或投资回报不低于 TOPCon，才会选择布局 HJT。迈为股份的高市占率有望保持，我们预计公司 2023 年 HJT 新签订单约

35GW，市占率 70%+。

5. 迈为积极布局显示&半导体封装设备

(1) 显示 (OLED&MLED): 2017 年起迈为布局显示行业，推出 OLED G6 Half 激光切割设备、OLED 弯折激光切割设备等；2020 年公司将业务延伸至新型显示领域，针对 MiniLED 推出晶圆隐切、裂片、刺晶巨转、激光键合等全套设备，针对 MicroLED 推出晶圆键合、激光剥离、激光巨转、激光键合和修复等全套设备为 MLED 行业提供整线工艺解决方案。(2) 半导体封装：公司推出半导体晶圆激光开槽、激光改质切割、刀轮切割、研磨等装备的国产化，并聚焦半导体泛切割、2.5D/3D 先进封装，提供封装工艺整体解决方案。

6. 盈利预测与投资评级

考虑到设备验收节奏，我们下调 2024-2025 年的归母净利润为 15.24/22.77 亿元，前值为 19.56/30.38 亿元，新增 2026 年归母净利润预测为 28.83 亿元，对应当前股价 PE 为 19/13/10 倍，维持“买入”评级。

7. 风险提示

下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

迈为股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	19,503	32,395	42,591	47,937	营业总收入	8,089	14,988	19,725	21,442
货币资金及交易性金融资产	4,252	8,547	12,158	15,373	营业成本(含金融类)	5,621	10,154	13,233	14,318
经营性应收款项	3,967	8,244	10,579	11,509	税金及附加	38	120	138	129
存货	10,781	15,022	19,215	20,399	销售费用	667	1,199	1,479	1,501
合同资产	0	0	0	0	管理费用	197	674	868	750
其他流动资产	503	582	638	656	研发费用	763	1,619	2,071	2,187
非流动资产	3,714	3,745	3,721	3,574	财务费用	(64)	6	8	8
长期股权投资	57	69	77	87	加:其他收益	196	420	552	600
固定资产及使用权资产	898	1,528	1,801	1,843	投资净收益	22	30	39	21
在建工程	1,320	710	405	207	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	271	270	270	270	减值损失	(119)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	1	0	0
长期待摊费用	59	59	59	59	营业利润	967	1,666	2,519	3,171
其他非流动资产	1,108	1,108	1,108	1,108	营业外净收支	6	0	0	0
资产总计	23,217	36,140	46,312	51,511	利润总额	973	1,666	2,519	3,171
流动负债	15,208	26,674	34,667	37,107	减:所得税	99	208	340	412
短期借款及一年内到期的非流动负债	594	217	197	177	净利润	875	1,458	2,179	2,758
经营性应付款项	4,822	9,378	12,477	13,205	减:少数股东损益	(39)	(66)	(98)	(125)
合同负债	8,455	15,275	19,907	21,540	归属母公司净利润	914	1,524	2,277	2,883
其他流动负债	1,337	1,804	2,086	2,184	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.27	5.46	8.16	10.33
非流动负债	951	951	951	951	EBIT	881	1,222	1,935	2,556
长期借款	811	811	811	811	EBITDA	1,004	1,407	2,173	2,826
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.51	32.25	32.91	33.22
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	11.30	10.17	11.55	13.45
其他非流动负债	135	135	135	135	收入增长率(%)	94.99	85.30	31.60	8.71
负债合计	16,160	27,625	35,618	38,058	归母净利润增长率(%)	6.03	66.76	49.43	26.60
归属母公司股东权益	7,119	8,643	10,921	13,804					
少数股东权益	(62)	(128)	(226)	(351)					
所有者权益合计	7,057	8,515	10,694	13,453					
负债和股东权益	23,217	36,140	46,312	51,511					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	755	4,858	3,805	3,336	每股净资产(元)	25.51	30.97	39.13	49.46
投资活动现金流	(1,876)	(186)	(174)	(101)	最新发行在外股份(百万股)	279	279	279	279
筹资活动现金流	815	(376)	(20)	(20)	ROIC(%)	10.41	11.87	15.75	17.01
现金净增加额	(305)	4,295	3,611	3,215	ROE-摊薄(%)	12.84	17.63	20.85	20.89
折旧和摊销	123	185	238	269	资产负债率(%)	69.60	76.44	76.91	73.88
资本开支	(1,452)	(204)	(205)	(113)	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.09	19.24	12.88	10.17
营运资本变动	(337)	3,245	1,428	330	P/B(现价)	4.12	3.39	2.68	2.12

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>