

研发持续高投入, TOPCon+激光设备值得期待

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2023年年报和2024年一季报。2023年公司实现营收16.1亿元,同比+21.5%;归母净利润4.6亿元,同比+12.2%;扣非净利润4.3亿元,同比+10.3%。24年一季度公司实现营收4.5亿元,同比+29.6%;归母净利润1.4亿元,同比+44.5%;扣非净利润1.3亿元,同比+40.9%。
- N型电池新技术设备确收,单位设备价格提升,盈利能力保持稳定。**2023年公司光伏电池激光加工设备营收13.7亿元,同比增长17%;销量645台,销售单价212万元,同比增长22.3%,主要为单位价值量更高的N型电池设备如TOPCon SE、XBC电池激光微刻蚀和金属化设备等逐步确收,提升销售均价。另一方面,电池新技术价值量更高,盈利能力相对更强;虽然23年TOPCon SE设备价格下降,公司亦通过产品优化升级、持续降本,因此高盈利持续且稳定。23年公司光伏激光设备毛利率45.7%,同比增长1.4pp;全年净利率28.7%。24Q1公司毛利率48.7%,净利率30.0%。
- TOPCon+等新技术完成开发, TGV激光微孔技术小批量论证,新技术与新应用领域值得期待。**23年公司完成TOPCon SE和LIF设备的交付,并针对TOPCon电池继续研发了适用正面浅结的激光选择性掺杂、背面激光选择性减薄、双面poly激光工艺技术研发,可进一步提升TOPCon的转换效率,降低TOPCon成本。其他应用领域,公司研发TGV激光微孔技术,可在不同材质玻璃基板上实现现圆孔、方孔及微槽等多形态工艺,可用于半导体芯片封装、显示芯片封装等行业,进一步拓宽公司业务领域。
- 研发费用持续高增,电池新技术激光设备订单增长动能十足。**作为光伏电池设备供应商,需持续研发为下游客户提供降本增效的设备产品。23年公司研发费用2.5亿元,同比增长92%,研发费用率提升5.7pp至15.6%,为期间费用&期间费用率最大的增长项目;研发人数同比增长76%至525人。24Q1公司研发持续高投入,研发费用0.9亿,研发费用率保持在15.5%。高研发投入为公司新技术设备产品提供了增长动能。
- 盈利预测与投资建议:**公司作为光伏激光设备龙头,属专用设备行业,毛利率与净利率均较同行更高;且N型电池技术迭代后对激光设备要求更高,公司技术壁垒优势愈发凸显。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为24.7%,给予2024年24倍PE,目标价53.8元,维持“买入”评级。
- 风险提示:**全球光伏装机不及预期的风险;原材料价格上涨,公司盈利能力下降的风险;汇率波动的风险;海外关税等政策变化的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1608.90	2085.60	2300.90	2646.27
增长率	21.49%	29.63%	10.32%	15.01%
归属母公司净利润(百万元)	461.19	611.17	785.60	894.44
增长率	12.16%	32.52%	28.54%	13.85%
每股收益EPS(元)	1.69	2.24	2.88	3.28
净资产收益率ROE	15.01%	17.75%	19.13%	18.47%
PE	26	19	15	13
PB	3.87	3.45	2.90	2.45

数据来源: Wind, 西南证券

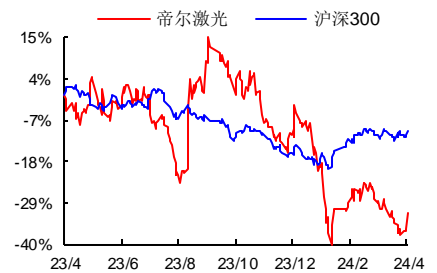
西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

分析师: 谢尚师
执业证号: S1250523070001
电话: 021-68416923
邮箱: xss@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.73
流通A股(亿股)	1.67
52周内股价区间(元)	38.21-106.89
总市值(亿元)	118.87
总资产(亿元)	67.78
每股净资产(元)	11.04

相关研究

- 帝尔激光(300776): N型电池设备开始确收, 业绩步入高增期 (2023-10-31)
- 帝尔激光(300776): 在手订单充足, TOPCon LIF与组件设备订单可期 (2023-08-21)
- 帝尔激光(300776): 研发投入持续增长, N型设备在手订单充足 (2023-05-04)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随着电池技术优化、迭代，激光用量增加，公司激光设备销量持续增长。2024~2026 年公司光伏电池/组件激光设备销量分别为 750/800/900 台，单位价格分别为 230/220/210 万元，毛利率分别为 46%/48%/48%。

假设 2：24~26 年配件、维修及服务收费收入增速分别为 50%/50%/40%，毛利率为 60%。

假设 3：消费电子类激光加工设备逐步获得下游认可，2024~2026 年收入分别为 1000/1500/2000 万元，新应用领域毛利率较高，为 55%。

基于以上假设，我们预测公司 2024~2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
光伏电池激光加工设备	收入	1367.4	1725.0	1760.0	1890.0
	增速	17.0%	26.2%	2.0%	7.4%
	毛利率	45.7%	46.0%	48.0%	48.0%
配件、维修及技术服务费	收入	233.7	350.6	525.9	736.3
	增速	49.9%	50.0%	50.0%	40.0%
	毛利率	63.6%	60.0%	60.0%	60.0%
消费电子类激光加工设备	收入	7.8	10.0	15.0	20.0
	增速		28.7%	50.0%	33.3%
	毛利率	56.5%	55.0%	55.0%	55.0%
合计	收入	1608.9	2085.6	2300.9	2646.3
	增速	21.5%	29.6%	10.3%	15.0%
	毛利率	48.4%	48.4%	50.8%	51.4%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取光伏设备环节的三家公司作为可比公司，三家公司 2024 年平均 PE 为 12 倍。公司作为光伏激光设备龙头，属专用设备行业，毛利率与净利率大幅领先同行；且 N 型电池迭代后对激光设备要求更高，公司技术壁垒愈发凸显。我们预计未来三年归母净利润 CAGR 为 24.7%，给予 2024 年 24 倍 PE，目标价 53.8 元，维持“买入”评级。从 PEG 估值角度看，未来三年公司归母净利润 CAGR 为 24.7%，PEG 为 0.97，因此给予 24 倍较为合理。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
300751.SZ	迈为股份	107.09	3.27	6.06	8.77	9.24	32.75	17.66	12.21	11.59
300724.SZ	捷佳伟创	62.86	4.69	7.77	10.13	11.21	13.40	8.09	6.21	5.61
688516.SH	奥特维	89.01	5.59	8.25	10.83	13.14	15.92	10.79	8.22	6.77
平均值							20.69	12.18	8.88	7.99

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1608.90	2085.60	2300.90	2646.27	净利润	461.19	611.17	785.60	894.44
营业成本	830.54	1076.24	1132.31	1286.31	折旧与摊销	59.78	33.87	36.69	36.69
营业税金及附加	20.31	24.28	27.54	31.38	财务费用	-35.06	52.10	59.10	58.35
销售费用	58.07	29.20	34.51	31.76	资产减值损失	-4.46	0.00	0.00	0.00
管理费用	318.56	250.27	207.08	291.09	经营营运资本变动	-89.59	-1097.78	-1227.20	-919.05
财务费用	-35.06	52.10	59.10	58.35	其他	384.84	63.73	-6.41	-1.31
资产减值损失	-4.46	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	776.70	-336.91	-352.22	69.12
投资收益	1.02	0.00	0.00	0.00	资本支出	-75.72	-80.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	5.38	3.59	4.19	3.99	其他	-526.55	-1.54	13.46	0.21
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-602.28	-81.54	13.46	0.21
营业利润	506.83	657.10	844.54	951.37	短期借款	-4.99	0.00	37.60	-37.60
其他非经营损益	0.30	0.07	0.19	0.17	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	507.13	657.17	844.73	951.53	股权融资	8.31	0.00	0.00	0.00
所得税	45.95	46.00	59.13	57.09	支付股利	-80.22	-92.24	-122.23	-157.12
净利润	461.19	611.17	785.60	894.44	其他	-11.66	296.76	340.90	241.65
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-88.55	204.52	256.26	46.93
归属母公司股东净利润	461.19	611.17	785.60	894.44	现金流量净额	85.84	-213.94	-82.49	116.25
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	526.52	312.58	230.09	346.34	成长能力				
应收和预付款项	938.18	1031.74	1188.17	1384.54	销售收入增长率	21.49%	29.63%	10.32%	15.01%
存货	1917.58	1856.08	2078.26	2415.08	营业利润增长率	11.59%	29.65%	28.53%	12.65%
其他流动资产	2950.81	3199.57	3531.36	4051.95	净利润增长率	12.16%	32.52%	28.54%	13.85%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.80%	39.79%	26.55%	11.28%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	416.20	472.98	446.95	420.91	毛利率	48.38%	48.40%	50.79%	51.39%
无形资产和开发支出	66.87	59.31	51.75	44.19	三费率	21.23%	15.90%	13.07%	14.41%
其他非流动资产	53.82	50.73	47.64	44.55	净利率	28.66%	29.30%	34.14%	33.80%
资产总计	6869.99	6983.00	7574.21	8707.56	ROE	15.01%	17.75%	19.13%	18.47%
短期借款	0.00	0.00	37.60	0.00	ROA	6.71%	8.75%	10.37%	10.27%
应付和预收款项	764.74	614.00	699.54	823.20	ROIC	13.29%	17.82%	19.00%	18.46%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.04%	35.63%	40.87%	39.54%
其他负债	3033.30	2926.55	2731.27	3041.24	营运能力				
负债合计	3798.04	3540.56	3468.41	3864.43	总资产周转率	0.28	0.30	0.32	0.33
股本	273.08	273.08	273.08	273.08	固定资产周转率	4.64	5.27	5.35	6.54
资本公积	777.81	777.81	777.81	777.81	应收账款周转率	2.44	2.66	2.57	2.55
留存收益	1872.62	2391.55	3054.92	3792.24	存货周转率	0.60	0.57	0.58	0.57
归属母公司股东权益	3071.95	3442.44	4105.81	4843.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	125.95%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3071.95	3442.44	4105.81	4843.13	资产负债率	55.28%	50.70%	45.79%	44.38%
负债和股东权益合计	6869.99	6983.00	7574.21	8707.56	带息债务/总负债	19.79%	21.22%	22.75%	19.45%
					流动比率	2.12	2.87	4.00	4.43
					速动比率	1.48	2.04	2.82	3.12
					股利支付率	17.39%	15.09%	15.56%	17.57%
					每股指标				
					每股收益	1.69	2.24	2.88	3.28
					每股净资产	11.25	12.61	15.04	17.74
					每股经营现金	2.84	-1.23	-1.29	0.25
					每股股利	0.29	0.34	0.45	0.58
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	531.55	743.08	940.33	1046.40					
PE	25.77	19.45	15.13	13.29					
PB	3.87	3.45	2.90	2.45					
PS	7.39	5.70	5.17	4.49					
EV/EBITDA	22.65	16.48	13.16	11.68					
股息率	0.67%	0.78%	1.03%	1.32%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
