

迈为股份 (300751)

Q2 减值影响业绩短期承压，静待 HJT 产业化放量

买入 (维持)

2024 年 09 月 03 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 李文意

执业证书: S0600524080005
liwenyi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4148	8089	11842	16355	21835
同比 (%)	34.01	94.99	46.41	38.10	33.51
归母净利润 (百万元)	861.95	913.90	1,210.17	1,807.24	2,517.53
同比 (%)	34.09	6.03	32.42	49.34	39.30
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.09	3.27	4.33	6.47	9.01
P/E (现价&最新摊薄)	25.80	24.33	18.38	12.30	8.83

投资要点

- **Q2 受减值损失影响，业绩短期承压：**2024H1 公司实现营收 48.69 亿元，同比+69.74%，其中光伏电池整线设备收入 46.03 亿元，同比+82%，占比 94.54%，单机设备收入 1.20 亿元，同比-20%，占比 2.46%，配件及其他收入 1.46 亿元，同比-22%，占比 3%；归母净利润 4.61 亿元，同比+8.63%；扣非净利润为 4.05 亿元，同比+6.00%。2024 年公司年中采用现金分红 1.4 亿元，分红比率保持在 30%左右水平。Q2 单季营收 26.51 亿元，同比+54.84%，环比+19.50%，我们预计验收 HJT 约 8 条整线，对应 4.8GW，按照 3.7 亿元/GW，对应收入约 17.8 亿元，占营业收入比重约 67%；归母净利润为 2.01 亿元，同比-1.31%，环比+22.73%，主要系公司计提较多信用减值损失约 1.9 亿元。
- **毛利率小幅下滑，净利率受减值影响下滑较多：**2024H1 毛利率为 30.95%，同比-1.76pct，其中光伏电池整线设备毛利率为 31.18%，同比-0.82pct；销售净利率为 9.05%，同比-4.62pct；期间费用率为 18.64%，同比-1.26pct，公司持续加大研发项目投入，上半年研发投入达 4.19 亿元，同比+47%。Q2 单季毛利率为 30.97%，同比-0.85pct，环比+0.04pct，Q2 毛利率环比有所提升，考虑到高毛利的 HJT 收入占比环比有所降低，丝网印刷毛利率维持 25-30%左右，我们预计 HJT 整线毛利率提升至 35%左右；销售净利率为 7.55%，同比-3.40pct，环比-3.29pct。
- **存货&合同负债同比持续增长，Q2 经营活动现金流为正：**截至 2024Q2 末公司存货为 109.83 亿元，同比+19.86%，其中发出商品约 72.85 亿元，占比约 66%，占比仍然较高；合同负债为 88.12 亿元，同比+32.30%。合同负债取得较快增长，表明公司在手订单充足。2024Q2 公司经营活动净现金流为 1.33 亿元，持续为正。
- **重大合同的应收账款均已回收超过 70%，公司充分控制风险：**从公司此次披露的重大合同回款情况来看，大客户的回款情况依然良好，公司风险管控能力较强。(1) 通威：签订的 11.8 亿元合同已全部完成出货，累计确认 10.4 亿元收入，已收到 99% 以上应收账款。(2) 华晟：大理华晟签订的 7.2GW 12 条 HJT 整线设备订单已全部完成出货，累计确认 21.3 亿元收入，已收到 77% 以上应收账款，合肥华晟签订的 7.8GW 13 条 HJT 整线订单中现已出货 9 条，累计确认收入 7.1 亿元，已收到全部应收账款。(3) REC：与信实签订的 4.8GW 8 条整线已全部完成出货，尚未到验收阶段。(4) 金刚光伏：与金刚签订的 4.8GW 8 条整线已出货 3 条，累计确认收入 3.4 亿元，已收到 70% 以上应收账款。
- **迈为积极布局显示&半导体封装设备，近期接连取得突破：**(1) 显示：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 Mini LED 推出晶圆隐切、裂片、刺晶巨转、激光键合等全套设备，针对 Micro LED 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。2024 年上半年公司再度中标京东方第 6 代 AMOLED 产线 OLED 激光切割&激光修复设备，为未来 8.6 代线的设备供应奠定良好基础。(2) 半导体：近年来公司聚焦半导体泛切割与 2.5D/3D 先进封装，在半导体封装特别是先进封装领域加速布局，现已推出晶圆激光开槽、激光改质切割、刀轮切割、研磨等设备，并提供整体解决方案。2024 年，公司成功开发出晶圆临时键合机、晶圆激光解键合机及混合键合机等多款新品，在半导体先进键合领域取得突破。
- **盈利预测与投资评级：**公司为 HJT 整线设备龙头受益于 HJT 电池加速扩产，长期泛半导体领域布局打开成长空间。考虑到设备验收节奏，出于谨慎性考虑，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 12 (原值 15) / 18 (原值 23) / 25 (原值 29) 亿元，当前市值对应 PE 为 18/12/9 倍，考虑到估值水平及成长性，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)	79.62
一年最低/最高价	77.91/155.13
市净率(倍)	3.05
流通 A 股市值(百万元)	15,386.25
总市值(百万元)	22,237.75

基础数据

每股净资产(元,LF)	26.08
资产负债率(% LF)	70.41
总股本(百万股)	279.30
流通 A 股(百万股)	193.25

相关研究

- 《迈为股份(300751): 晶圆激光开槽设备累计订单突破百台，半导体先进封装领域加速布局》
2024-08-21
- 《迈为股份(300751): OLED 激光设备再度中标京东方项目，泛半导体领域打开成长空间》
2024-05-27

1. Q2 受减值损失影响，业绩短期承压

2024H1 公司实现营收 48.69 亿元，同比+69.74%，其中光伏电池整线设备收入 46.03 亿元，同比+82%，占比 94.54%，单机设备收入 1.20 亿元，同比-20%，占比 2.46%，配件及其他收入 1.46 亿元，同比-22%，占比 3%；归母净利润 4.61 亿元，同比+8.63%；扣非净利润为 4.05 亿元，同比+6.00%。2024 年公司年中采用现金分红 1.4 亿元，分红比率保持在 30%左右水平。

Q2 单季营收 26.51 亿元，同比+54.84%，环比+19.50%，我们预计验收 HJT 约 8 条整线，对应 4.8GW，按照 3.7 亿元/GW，对应收入约 17.8 亿元，占营业收入比重约 67%；归母净利润为 2.01 亿元，同比-1.31%，环比+22.73%，主要系公司计提较多信用减值损失约 1.9 亿元。

图1：2024H1 公司实现营收 48.69 亿元，同比+69.74%

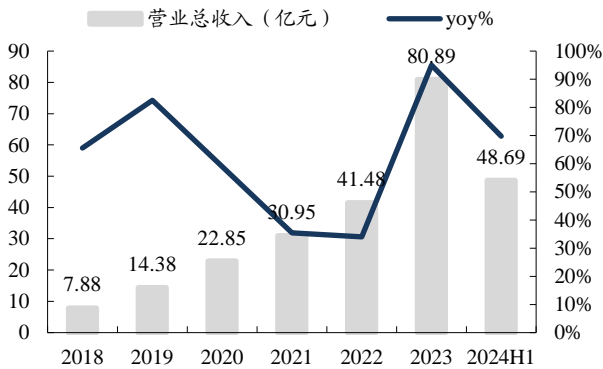
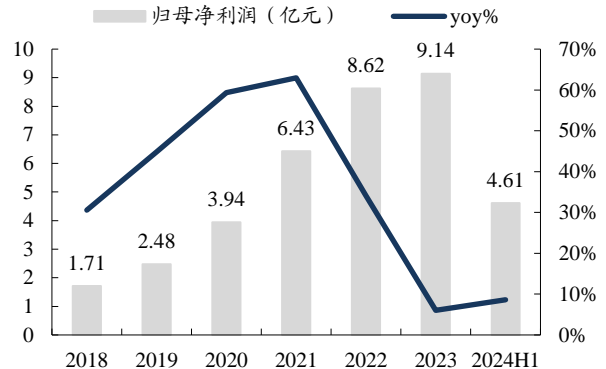


图2：2024H1 归母净利润 4.61 亿元，同比+8.63%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

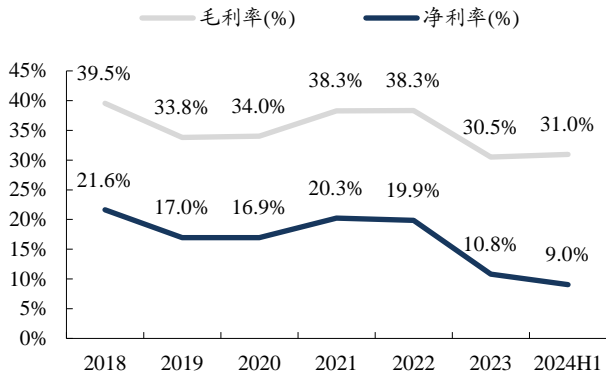
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 毛利率小幅下滑，净利率受减值影响下滑较多

2024H1 毛利率为 30.95%，同比-1.76pct，其中光伏电池整线设备毛利率为 31.18%，同比-0.82pct；销售净利率为 9.05%，同比-4.62pct；期间费用率为 18.64%，同比-1.26pct，公司持续加大研发项目投入，上半年研发投入达 4.19 亿元，同比+47%。

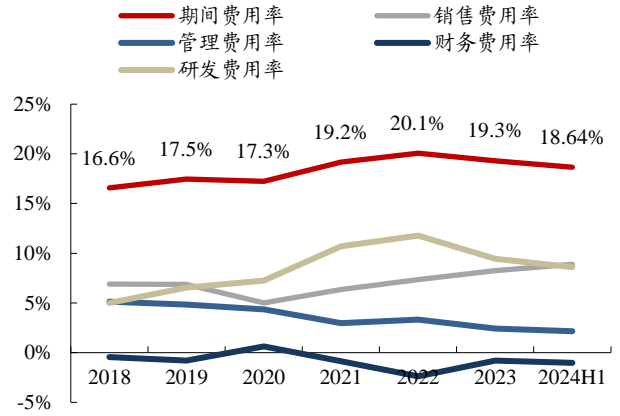
Q2 单季毛利率为 30.97%，同比-0.85pct，环比+0.04pct，Q2 毛利率环比有所提升，考虑到高毛利的 HJT 收入占比环比有所降低，丝网印刷毛利率维持 25-30%左右，我们预计 HJT 整线毛利率提升至 35%左右；销售净利率为 7.55%，同比-3.40pct，环比-3.29pct。

图3: 2024H1 销售毛利率为 30.95%，同比-1.76pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2024H1 期间费用率为 18.64%，同比-1.26pct

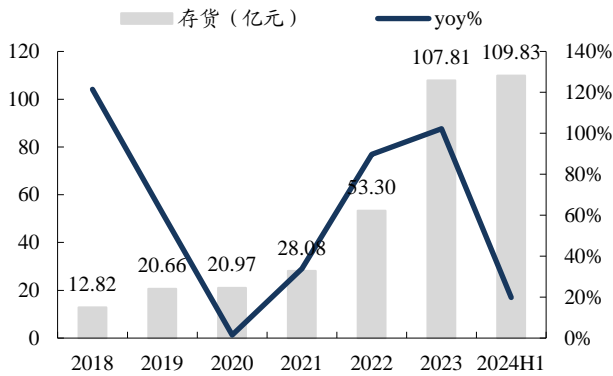


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 存货&合同负债同比持续增长, Q2 经营活动现金流为正

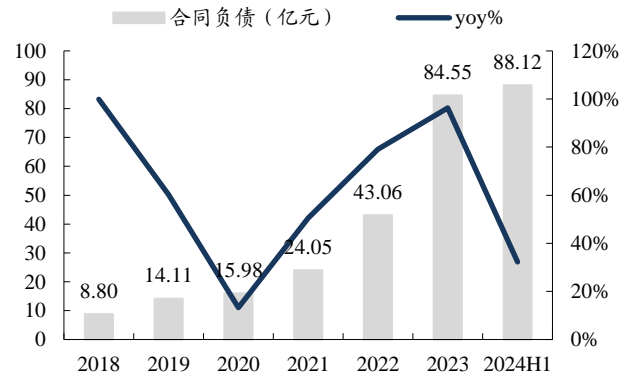
截至 2024Q2 末公司存货为 109.83 亿元, 同比+19.86%, 其中发出商品约 72.85 亿元, 占比约 66%, 占比仍然较高; 合同负债为 88.12 亿元, 同比+32.30%。合同负债取得较快增长, 表明公司在手订单充足。2024Q2 公司经营活动净现金流为 1.33 亿元, 持续为正。

图5: 2024H1 存货为 109.83 亿元, 同比+19.86%



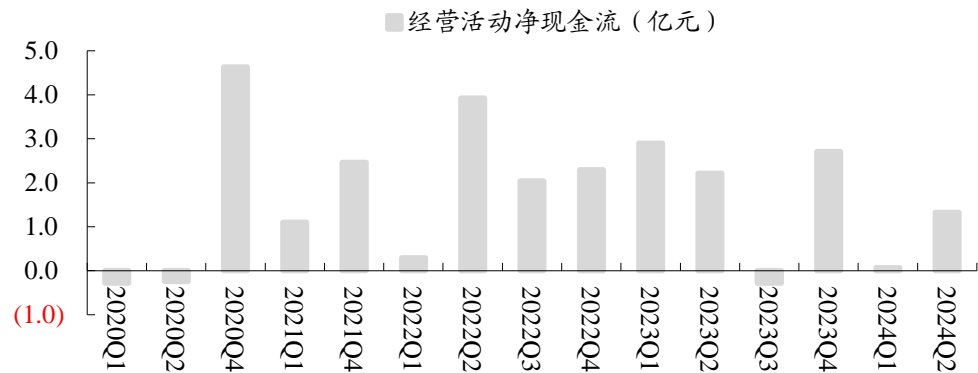
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2024H1 合同负债为 88.12 亿元, 同比+32.30%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：2024Q2 公司经营活动净现金流为 1.33 亿元，持续为正



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 重大合同的应收账款均已回收超过 70%，公司充分控制风险

从公司此次披露的重大合同回款情况来看，大客户的回款情况依然良好，公司风险管控能力较强。（1）通威：签订的 11.8 亿元合同已全部完成出货，累计确认 10.4 亿元收入，已收到 99%以上应收账款。（2）华晟：大理华晟签订的 7.2GW 12 条 HJT 整线设备订单已全部完成出货，累计确认 21.3 亿元收入，已收到 77%以上应收账款，合肥华晟签订的 7.8GW 13 条 HJT 整线订单中现已出货 9 条，累计确认收入 7.1 亿元，已收到全部应收账款。（3）REC：与信实签订的 4.8GW 8 条整线已全部完成出货，尚未到验收阶段。（4）金刚光伏：与金刚签订的 4.8GW 8 条整线已出货 3 条，累计确认收入 3.4 亿元，已收到 70%以上应收账款。

5. 迈为积极布局显示&半导体封装设备，近期接连取得突破

（1）显示：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 Mini LED 推出晶圆隐切、裂片、刺晶巨转、激光键合等全套设备，针对 Micro LED 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。2024 年上半年公司再度中标京东方第 6 代 AMOLED 产线 OLED 激光切割&激光修复设备，为未来 8.6 代线的设备供应奠定良好基础。

（2）半导体：近年来公司聚焦半导体泛切割与 2.5D/3D 先进封装，在半导体封装特别是先进封装领域加速布局，现已推出晶圆激光开槽、激光改质切割、刀轮切割、研磨等设备，并可提供整体解决方案。2024 年，公司成功开发出晶圆临时键合机、晶圆激光解键合机及混合键合机等多款新品，在半导体先进键合领域取得突破。

6. 盈利预测与投资评级

公司为 HJT 整线设备龙头受益于 HJT 电池加速扩产，长期泛半导体领域布局打开成长空间。考虑到设备验收节奏，出于谨慎性考虑，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 12（原值 15）/18（原值 23）/25（原值 29）亿元，当前市值对应 PE 为 18/12/9 倍，考虑到估值水平及成长性，维持“买入”评级。

7. 风险提示

1、下游扩产不及预期：公司目前的主营产品为光伏电池片丝网印刷生产线成套设备，产品销售与下游光伏电池片行业扩产情况密切相关，特别是 HJT 电池片的扩产节奏对公司而言至关重要。若 HJT 电池扩产节奏不及预期，公司将面临订单下滑风险。

2、新品拓展不及预期：若公司的 HJT 电池设备以及显示&半导体领域新产品的市场推广或客户拓展不及预期，可能对公司业绩造成不良影响。

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	26,926	35,980	47,176	营业总收入	8,089	11,842	16,355	21,835
货币资金及交易性金融资产	4,252	7,862	10,748	14,224	营业成本(含金融类)	5,621	8,106	10,927	14,452
经营性应收款项	3,967	6,525	8,766	11,703	税金及附加	38	59	82	109
存货	10,781	11,993	15,866	20,589	销售费用	667	1,007	1,374	1,790
合同资产	0	0	0	0	管理费用	197	355	474	611
其他流动资产	503	546	600	660	研发费用	763	1,184	1,619	2,140
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	237	164	109
固定资产及使用权资产	898	1,528	1,801	1,843	投资净收益	22	0	0	0
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	0	0	0
长期待摊费用	59	59	59	59	营业利润	967	1,362	2,034	2,834
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	30,671	39,701	50,751	利润总额	973	1,362	2,034	2,834
流动负债	15,208	21,505	28,806	37,447	减:所得税	99	204	305	425
短期借款及一年内到期的非流动负债	594	217	197	177	净利润	875	1,158	1,729	2,409
经营性应付款项	4,822	7,486	10,302	13,329	减:少数股东损益	(39)	(52)	(78)	(109)
合同负债	8,455	12,195	16,438	21,742	归属母公司净利润	914	1,210	1,807	2,518
其他流动负债	1,337	1,606	1,868	2,199	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.27	4.33	6.47	9.01
非流动负债	951	951	951	951	EBIT	881	1,131	1,879	2,732
长期借款	811	811	811	811	EBITDA	1,004	1,316	2,116	3,001
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.51	31.55	33.19	33.81
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	11.30	10.22	11.05	11.53
其他非流动负债	135	135	135	135	收入增长率(%)	94.99	46.41	38.10	33.51
负债合计	16,160	22,456	29,757	38,398	归母净利润增长率(%)	6.03	32.42	49.34	39.30
归属母公司股东权益	7,119	8,329	10,137	12,654					
少数股东权益	(62)	(114)	(193)	(301)					
所有者权益合计	7,057	8,215	9,944	12,353					
负债和股东权益	23,217	30,671	39,701	50,751					

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	4,202	3,120	3,618	每股净资产(元)	25.51	29.85	36.32	45.35
投资活动现金流	(1,876)	(216)	(214)	(122)	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	10.85	15.81	19.11
现金净增加额	(305)	3,610	2,886	3,476	ROE-摊薄(%)	12.84	14.53	17.83	19.89
折旧和摊销	123	185	238	269	资产负债率(%)	69.60	73.22	74.95	75.66
资本开支	(1,452)	(205)	(205)	(113)	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.33	18.38	12.30	8.83
营运资本变动	(337)	2,860	1,153	940	P/B(现价)	3.12	2.67	2.19	1.76

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>