

# 德业股份 (605117)

## 逆变器业务成中流砥柱，始于并网，壮于储能

**德业股份：从传统家电供应商到海外户用储能逆变器翘楚**

公司当前三大主营业务：**热交换器、除湿机、逆变器**，2016-2020 年营收 CAGR=34%，净利润 CAGR=43%。

**逆变器业务成中流砥柱。**公司品牌始创于 1990 年，2000 年后从注塑件、模具、钣金件等产品开始做起，逐步构建起**热交换器**和**变频控制软件**两大核心技术平台，近年来除湿机在电商平台销售收入第一，户用储能逆变器做到行业领先水平。**2021 年上半年，公司逆变器业务实现收入 3.8 亿元，按德业变频子公司数据计算净利率预计 25%，逆变器业务收入、利润在公司整体中分别占比 20%、43%。**

**逆变器技术哪里来？**技术团队来自宁波大学，但原有业务可提供有力支持。初始投资来自家电业务，渠道打法类比原有家电业务，控制技术可借鉴变频芯片业务。公司将逆变器带头人聘为副总经理，体现对逆变器业务的重视。

**逆变器产品如何？**品类丰富，更好满足客户需求。公司产品包括 1.5-110kW 的组串式逆变器、0.3-2kW 的微型逆变器以及 3-12kW 的储能逆变器。丰富的产品类型可以更好的满足不同类型客户需求，同时降低与经销商、安装商合作的对接难度。

**逆变器未来增长点？**聚焦分布式，始于新兴市场的并网逆变器，壮于储能逆变器。

**并网逆变器：**公司产品销往巴西、南非、波兰等新兴市场，后续预计可能往欧洲、美洲、澳洲、中国等传统市场发展。

**储能逆变器：**市场和盈利角度看，全球表后储能快速发展，储能逆变器技术壁垒高于并网，相关企业盈利水平普遍高于并网 10pct+；**产品角度看**，公司独特的低压+可并联+并网快速切换的交流耦合储能逆变器，一方面便于下游运用，另一方面性能上也相较同业更具优势；**渠道角度看**，公司主要客户在美国、南非、巴基斯坦等，其中美国市场户用储能装机增速高，2021 年上半年同比增长 200%+，公司可随市场发展而分享行业红利。

### 盈利预测与估值

随储能市场高增、光伏装机快速增长、传统业务与小家电业务稳步增长，预计公司 22 年四类业务净利润分别 3.2、2.1、2.4、1.2 亿元，参考可比公司，给予公司**储能逆变器、并网逆变器、传统业务、小家电业务 2022 年分别 100、50、12、25 倍 PE，目标价 281 元，给予“买入”评级。**

**风险提示：**行业装机不及预期，疫情防控风险，海外市场开拓不及预期，逆变器业务拓展不及预期，OEM 模式发展风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,570.01	3,023.63	4,426.97	6,014.51	7,567.33
增长率(%)	52.02	17.65	46.41	35.86	25.82
EBITDA(百万元)	412.48	589.10	695.73	1,050.58	1,415.99
净利润(百万元)	259.71	382.45	594.11	881.30	1,200.30
增长率(%)	154.57	47.26	55.35	48.34	36.20
EPS(元/股)	1.52	2.24	3.48	5.16	7.03
市盈率(P/E)	145.03	98.49	63.40	42.74	31.38
市净率(P/B)	68.63	43.43	13.84	10.88	8.54
市销率(P/S)	14.66	12.46	8.51	6.26	4.98
EV/EBITDA	0.00	0.00	51.89	33.11	24.60

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	227 元
目标价格	281 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	170.67
流通 A 股股本(百万股)	42.67
A 股总市值(百万元)	38,741.41
流通 A 股市值(百万元)	9,685.41
每股净资产(元)	13.40
资产负债率(%)	29.20
一年内最高/最低(元)	240.00/39.29

### 作者

孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	
孙谦	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050004	
suncqiana@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 德业股份：低压储能逆变器乘风领跑.....	4
1.1. 从传统家电业务出发，向逆变器开拓.....	4
1.2. 产品种类丰富，储能成为亮点.....	5
1.3. 原有业务提供支持，逆变器业务成为重心.....	6
2. 逆变器：聚焦分布式场景，并网从新兴市场入手，储能凭产品、渠道取胜.....	6
2.1. 并网逆变器：从新兴市场入手，持续提高市占率.....	6
2.2. 储能逆变器：聚焦分布式场景，凭产品、渠道取胜.....	7
2.2.1. 表后储能快速发展，相关企业盈利水平好.....	7
2.2.2. 低压+可并联+并离网快速切换，公司产品性能具有优势.....	8
2.2.3. 依托美国户用市场，分享储能高增红利.....	9
3. 盈利预测与估值.....	10
4. 风险提示.....	11

## 图表目录

图 1：公司营业收入稳定增长（亿元）.....	4
图 2：公司归母净利润持续提升（亿元）.....	4
图 3：公司发展历程.....	4
图 4：公司营业收入结构（亿元）.....	5
图 5：公司毛利结构（亿元）.....	5
图 6：公司组串式逆变器覆盖 3.6-110kW 功率段.....	5
图 7：公司微型逆变器覆盖 300-2000W 功率段.....	5
图 8：公司储能逆变器产品.....	6
图 9：公司逆变器收入快速增长.....	6
图 10：逆变器企业 2021 年上半年净利率对比.....	6
图 13：巴西光伏装机逐步转向以分布式为主.....	7
图 14：全球光伏储能逆变器出货量（GW）.....	7
图 15：全球户用储能发展迅猛.....	7
图 16：各厂商并网逆变器毛利率水平在 30%左右.....	7
图 17：固德威储能逆变器毛利率高于并网 10pct 左右.....	7
图 18：NEC2017 要求关断后光伏系统的电压较低.....	8
图 19：德业并离网切换时间大幅短于竞争对手.....	8
图 20：交流耦合系统.....	9
图 21：直流耦合系统.....	9
图 19：公司储能逆变器应用场景.....	9
表 1：美国各州对户用储能均有不同程度的鼓励支持政策.....	10
表 2：公司 2021-2023 年盈利预测.....	10

表 3：可比公司 2022 年预测 PE（截至 2021 年 9 月 24 日收盘） .....11

## 1. 德业股份：低压储能逆变器乘风领跑

德业作为品牌始创于 1990 年的德业科技集团,公司成立于 2000 年,是一家集研发、设计、生产、销售、服务为一体的大型制造企业。2016-2020 年,公司营业收入、利润快速增长,营业收入五年 CAGR 34.3%, 归母净利润 CAGR 43.4%, 利润增速超过营收增速, 反映出公司持续控本与业务转型的成果。

图 1: 公司营业收入稳定增长 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 公司归母净利润持续提升 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 1.1. 从传统家电业务出发, 向逆变器开拓

公司发展目前分为四个阶段:

- 第一阶段为 2000 年至 2006 年: 创立初期, 公司主营注塑件、模具、钣金件等产品, 为美的、长城汽车等客户提供产品配套, 同时小批量生产除湿机等环境电器产品。
- 第二阶段为 2007 年至 2014 年: 2007 年起, 公司基于在除湿机等环境电器产品的研发, 在为美的提供注塑件的基础上, 开始为美的配套生产家用空调热交换器, 从而构建起热交换器硬件和变频控制软件两大核心技术平台, 成为家用空调及相关产业链中的优势供应商。2007 年, 子公司德业变频技术有限公司成立, 开始涉及电路控制领域。
- 第三阶段为 2015 年至 2021 年初: 2015 年, 公司实行业务调整, 确定了热交换器系列、电路控制系列和环境电器系列三大发展主线, 将利润率较低的注塑件产品交由子公司顺德和翔生产, 仅保留环境电器系列产品所需的部分注塑件业务。
- 第四阶段为 2021 年下半年起, 公司把逆变器业务作为未来发展的重点业务, 聘用逆变器团队技术负责人为公司副总经理。

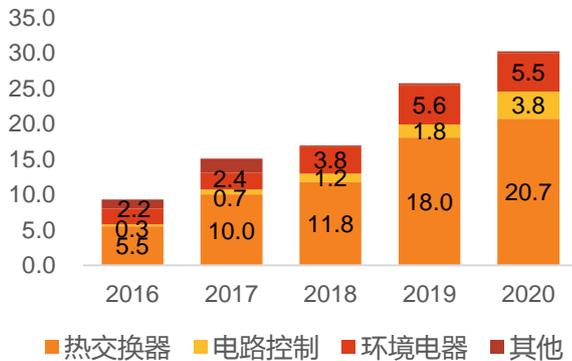
图 3: 公司发展历程



资料来源: 公司招股书, 天风证券研究所

目前公司业务主要分为三大部分：1) 以美的为主要客户的热交换器、变频器系列；2) 以除湿器、暖风机为主的自主品牌小家电系列；3) 以逆变器为主的电路控制系列。其中逆变器业务为未来公司发展的重点，2021H1 营收 3.8 亿元，占公司整体的 20%。

图 4：公司营业收入结构（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司毛利结构（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 产品种类丰富，储能成为亮点

公司逆变器产品覆盖并网、储能两大类场景，其中并网产品主要包括组串式和微型逆变器两种，面向分布式场景；储能产品则首先聚焦在户用储能领域，采用交流耦合方式，预计主要面向存量市场增配储能。

公司组串式逆变器产品主要包括面向户用的 1.5-6kW 逆变器，面向小型工商业的 30-50kW 逆变器，以及面向大型工商业的 70-110kW 逆变器。主要优势在超 25 年的设计寿命，比组件功率质保时间更长。

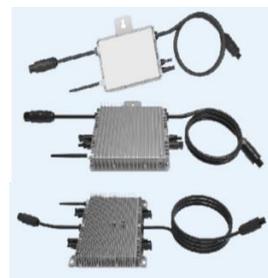
公司微型逆变器产品主要包括采用 1 路 MPPT 的 300-500W 逆变器，2 路 MPPT 的 600-1000W 逆变器，以及 4 路 MPPT 的 1300-2000W 逆变器。

图 6：公司组串式逆变器覆盖 3.6-110kW 功率段



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 7：公司微型逆变器覆盖 300-2000W 功率段



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司储能逆变器产品主要包括面向户用的 3-5kW、5-8kW 单相逆变器，以及 8-12kW 三相逆变器。

图 8：公司储能逆变器产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

丰富的产品类型使得公司能够更好的满足不同类型客户的需求，同时在与经销商、安装商进行合作时可以更好的进行采购与服务对接，降低多品牌造成的对接难度。

### 1.3. 原有业务提供支持，逆变器业务成为重心

公司原有业务在家电行业，其中小家电业务可提供良好的现金流，同时渠道拓展可借鉴家电业务做法，且变频控制芯片可提供逆变器的部分技术借鉴，整体业务均与逆变器业务相性良好，因此在 2016 年后公司新增了逆变器业务团队，此后推出多款产品，广受客户欢迎。2021 年 6 月，公司聘任逆变器技术开发部部长季德海为副总经理，既体现了对逆变器业务的重点关注，又为后续进一步发展逆变器业务提供了支撑。

## 2. 逆变器：聚焦分布式场景，并网从新兴市场入手，储能凭产品、渠道取胜

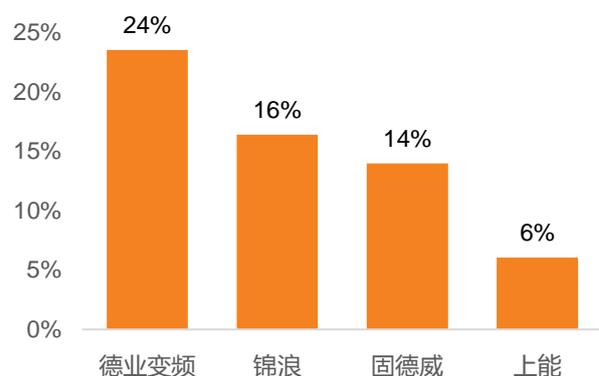
公司自 2016 年开始逆变器业务后，每年收入增速均在 150%以上，从 2016 年的 0.03 亿元增至 2021H1 的 3.8 亿元，同时净利润水平也快速增长，从德业变频子公司数据来看，公司 2021H1 逆变器与变频控制芯片的净利率达 24%，盈利能力远高于同业。

图 9：公司逆变器收入快速增长



资料来源：Wind，公司官网，天风证券研究所

图 10：逆变器企业 2021 年上半年净利率对比

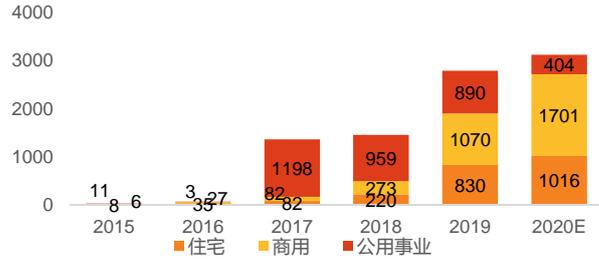


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.1. 并网逆变器：从新兴市场入手，持续提高市占率

公司并网逆变器产品销往巴西、南非、波兰等新兴市场，巴西市场近年来发展迅猛，尤其是分布式装机几乎占了其国内装机的 80%。而作为发展中国家，巴西客户对中国品牌的高性价比非常认可。

图 11: 巴西光伏装机逐步转向以分布式为主



资料来源: 彭博, 天风证券研究所

同时, 公司也在积极推进海外其他市场的开拓。此外, 随国内户用市场起量, 公司也开始发力, 通过参加各类活动来宣传公司产品, 为后续产品放量打下基础。

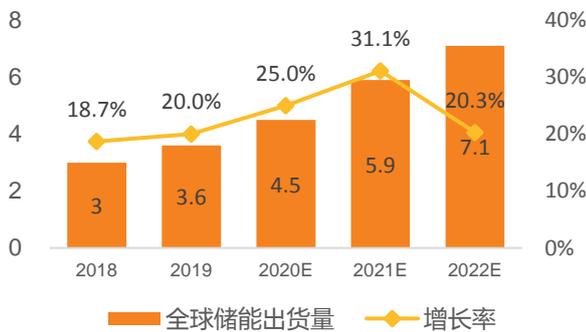
## 2.2. 储能逆变器: 聚焦分布式场景, 凭产品、渠道取胜

### 2.2.1. 表后储能快速发展, 相关企业盈利水平好

随着风电、光伏等新能源装机的快速增长, 其发电间歇性与不稳定性逐步构成了对新能源装机的制约, 配备储能设备成为对行业未来趋势的共识。据赛迪顾问预测, 2020 年全球光伏储能逆变器出货量达 4.5GW, 预计 2021、2022 年分别将达 5.9、7.1GW, 复合增速达 26%。

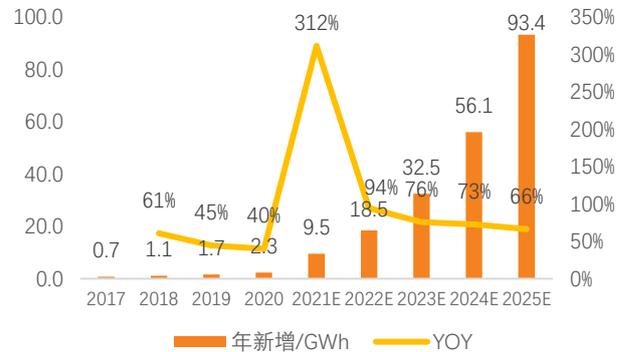
在各类储能形式中, 户用及工商业储能由于可最大限度地实现电力的自发自用, 经济性最为明显, 而且对于无电网支撑的偏远地区以及孤岛电网区域, 光储结合则可保障不间断供电, 因此近年来户用储能发展迅速, 预计到 2025 年新增可达 93GWh。

图 12: 全球光伏储能逆变器出货量 (GW)



资料来源: 赛迪顾问, 天风证券研究所

图 13: 全球户用储能发展迅猛



资料来源: Woodmac, IEA, Solarpower EU, US DOE, 天风证券研究所

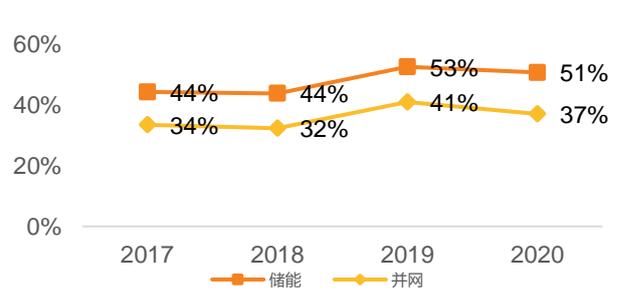
储能场景对于逆变器的需求与并网不同, 除了直流向交流转换外, 还需要具备从交流转换为直流、并离网快速切换等功能, 因此储能逆变器的技术壁垒相较并网逆变器更高, 且当前市场竞争尚不激烈, 所以储能逆变器的毛利率水平明显高于并网逆变器, 我们预计储能逆变器的高毛利率还会持续。

图 14: 各厂商并网逆变器毛利率水平在 30%左右



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 15: 固德威储能逆变器毛利率高于并网 10pct 左右



资料来源: WIND, 天风证券研究所

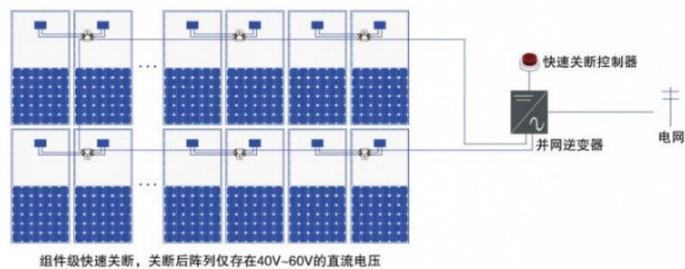
### 2.2.2. 低压+可并联+并离网快速切换，公司产品性能具有优势

与同业相比，公司储能逆变器产品的主要特点是：

(1) **适配 48V 低压应用场景**，低压逆变器安装时更安全，可自行完成，且美国等发达国家已经出台了相关规定，要求屋顶光伏的电压不能超过一定水平。美国 NEC2017 中，以距离到光伏矩阵 305mm 为界限，在快速关断装置启动后 30s 内，界限范围外电压降低到 30V 以下，界线范围内的电压要降低到 80V 以下，而如果采用低压逆变器，即使采用组串级关断，也可保障关断后光伏系统的电压在较低水平。

当前主要的逆变器企业所生产的产品为高压储能逆变器，原因在于高压产品选用的元器件更少，要求的控制精度更低，成本上面更有优势。在相同的输出功率下，电压小就对应更大的电流，容易对元器件造成损坏，德业凭借多年的技术积累，成功研发并推出了 8kW 的低压储能逆变器，在低压储能的应用场景上具有先发优势。

图 16：NEC2017 要求关断后光伏系统的电压较低



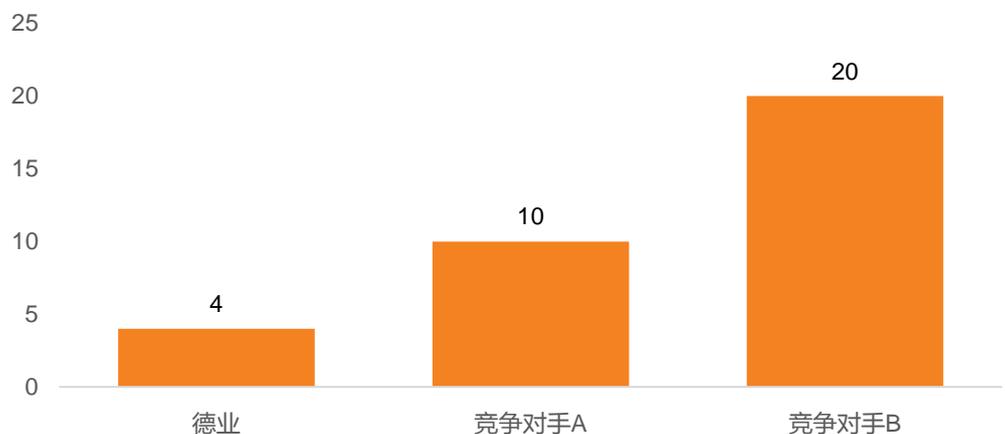
资料来源：索比光伏网，天风证券研究所

(2) **采用频率下垂控制技术实现逆变器并联**，在用户安装一台逆变器后，可按需并联最多 16 台逆变器，进而扩充功率至原来的 16 倍，从而覆盖小型工商业储能场景需求；16 台并联相较于一次性安装大功率储能逆变器可降低单次投资额，节省用户装机成本，另外，多台并联的方式还可提供功率冗余，即便某模块出现故障也可以继续为整个电路提供逆变功能，大大提高了系统的可靠性。

由于逆变器输出端为交流电，因此其并联需要保证多个逆变器的电压、频率、相位均相同，技术难度相对较高，目前国内主要是德业通过频率下垂控制技术实现了逆变器的并联。

(3) **并离网切换时间短**，仅需 4ms 即可完成并网离网切换，确保关键的负载不断电，而锦浪小于 20ms，固德威小于 10ms。

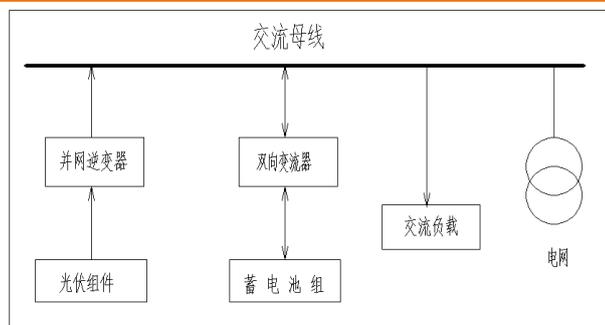
图 17：德业并离网切换时间大幅短于竞争对手



资料来源：公司及竞争对手公司官网，天风证券研究所

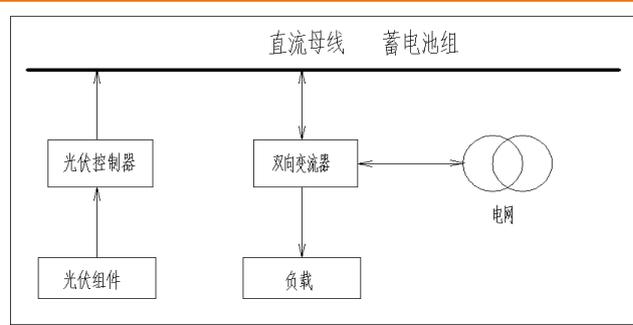
(4) **支持交流耦合方式。**与直流耦合方式相比，交流耦合方式可在现有并网系统上升级成储能系统，只需要增加蓄电池和储能逆变器，且储能系统和光伏并网系统设计独立，可按需设计，适合广大的存量改造项目。

图 18：交流耦合系统



资料来源：北极星储能网，天风证券研究所

图 19：直流耦合系统

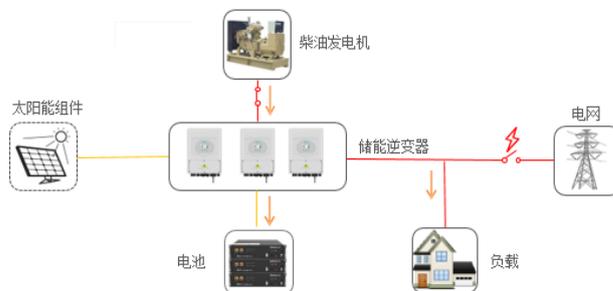


资料来源：北极星储能网，天风证券研究所

### 2.2.3. 依托美国户用市场，分享储能高增红利

公司储能逆变器的应用场景主要是住宅、海岛或其他电网基础设施不稳定地区，主要销往美国、南非、巴基斯坦等。

图 20：公司储能逆变器应用场景



资料来源：公司公告，天风证券研究所

美国户用储能市场近几年增速较高，2017 年以前户用储能装机很少，随着各州鼓励与支持政策的推出并实施以及储能经济性的提升，2018 年户用储能开始放量。2020 年的 FERC2222 法案要求电网允许聚合商将分散的能源组装成任意小规模的资源组合（100kW+），以竞标方式参与电力批发和辅助服务市场，这又为户用储能增加了盈利点，提高了收益率水平。因此 2021 年仅上半年就达到 400MW 以上，同比增长 200%+。

表 1: 美国各州对户用储能均有不同程度的鼓励支持政策

		发布时间
加利福尼亚州	自 2011 年起储能被纳入自发电激励计划的支持范围。目前，住宅储能项目（规模小于等于 10kW）可获得的补贴标准为 0.5 美元/Wh；规模大于 10kW 的储能系统可获得的补贴标准为 0.5 美元/Wh，且不能同时获得投资税收抵免的优惠，若同时获得投资税收抵免，则补贴标准下降为 0.36 美元/Wh。	2011.09
夏威夷州	储能系统安装激励项目将在 2018 年 1 月至 2020 年 12 月之间开展，对用户侧和电网侧储能项目提供资金支持。	2017.01
佛罗里达州	计划在 2018-2019 财年一次性拨付 1,000 万美元的补贴资金，用于支持“光伏+储能”试点项目的开展。	2018.01
亚利桑那州	公用事业公司 SRP 启动了一项电池储能激励计划，支持住宅用户安装和使用电池储能系统。对于购买和安装合格的电池储能系统并且同意参与 SRP 电池研究计划的用户，可以获得上限为 1,800 美元的补贴。该计划于 2018 年 5 月 1 日起执行，在为期 36 个月的时间内为最多 4,500 个住宅用户提供补贴。	2018.05
纽约州	纽约州政府启动了工商业光储项目激励计划，支持光储系统在工商业部门和社区中的应用，旨在加快实现纽约州 2025 年 1.5GW 储能的采购目标。“纽约太阳能计划”将为该项目提供 4,000 万美元的支持资金。	2018.11
	宣布一个总投资为 2.8 亿美元的“市场加速桥激励计划”，以刺激纽约州实现 2030 年达到 3GW 的储能发展目标。	2019.04

资料来源：FERC，派能科技招股说明书，中国储能网，天风证券研究所

未来公司会不断升级高端产品，充分利用先发优势，更好的获取美国表后市场增长带来的红利。

### 3. 盈利预测与估值

受益于储能与光伏装机的高速增长，公司逆变器业务将保持高增。预计 2021-2023 年公司逆变器（包括组串、微型、储能）分别出货 42、85、135 万台，单台不含税均价分别 0.27、0.25、0.24 万元，净利率分别 25%、24%、23%，则逆变器可贡献净利润 2.8/5.3/7.7 亿元；

传统业务（热交换器）稳步发展，预计 2021-2023 年收入分别 26.3/31.1/34.5 亿元，净利率分别 8%、8%、9%，则传统业务可贡献净利润 2.2/2.4/3.0 亿元；

小家电与其他业务快速增长，预计 2021-2023 年收入分别 6.7/7.4/8.5 亿元，净利率分别 16%、16%、16%，则小家电业务可贡献净利润 1.0/1.2/1.4 亿元；

综上，2021- 2023 年公司总净利润分别可达 5.9/8.8/12.0 亿元左右。

表 2: 公司 2021-2023 年盈利预测

		2021E	2022E	2023E
逆变器	销量（万台）	42	85	135
	不含税单价（万元/台）	0.27	0.25	0.24
	收入（亿元）	11.23	21.60	32.59
	净利率	24.8%	24.4%	23.5%
	净利润（亿元）	2.78	5.26	7.65
储能占比		60%	60%	60%
	并网业务			
热交换器	净利润（亿元）	1.11	2.10	3.06
	净利润（亿元）	1.67	3.16	4.59
热交换器	收入（亿元）	26.33	31.14	34.54
	净利率	8%	8%	9%
	净利润（亿元）	2.16	2.35	2.97
小家电	收入（亿元）	6.71	7.41	8.54
	净利率	15%	16%	16%
	净利润（亿元）	0.98	1.20	1.38
合计	营业收入（亿元）	44.27	60.15	75.67
	净利润（亿元）	5.93	8.81	12.00

资料来源：Wind，天风证券研究所

采用分部估值法对公司按逆变器、小家电与传统业务三大部分进行市值预测。

(1) 逆变器：锦浪、固德威市值对应 22 年估值分别在 61、49 倍，给予公司并网业务 50 倍估值，储能处于行业发展初期，市场增速较快，给予 100 倍估值；公司储能收入在逆变器业务中占比 60%左右，因此对公司逆变器业务整体给予  $100 \times 60\% + 50 \times 40\% = 80$  倍估值。

(2) 小家电：公司小家电主要是除湿机，当前北鼎股份、小熊电器市值对应 22 年估值分别在 29、15 倍，给予公司小家电业务 25 倍估值。

(3) 传统业务：公司热交换器与美的保持稳定，当前美的集团、格力电器市值对应 22 年估值分别在 14、8 倍，给予公司传统业务 12 倍估值。

结合公司 22 年业绩分布、业务发展阶段与未来空间情况，首次覆盖给予其目标价 281 元，给予“买入”评级。

表 3：可比公司 2022 年预测 PE（截至 2021 年 9 月 24 日收盘）

证券代码	可比公司	主营业务	2022 年预测 PE	给予 PE	对应市值
300763.SZ	锦浪科技	组串式逆变器	60.98	80	421
688390.SH	固德威	组串逆变, 户用储能	49.27		
000333.SZ	美的集团	消费电器、暖通空调、机器人及自动化系统、智能供应链	14.12	12	28
000651.SZ	格力电器	空调、高端装备、生活品类、通信设备等	8.20		
300824.SZ	北鼎股份	厨房小家电	29.11	25	30
002959.SZ	小熊电器	创意小家电 + 互联网	14.69		
	合计				479

资料来源：WIND，天风证券研究所

## 4. 风险提示

**行业装机不及预期：**如果因政策、不可抗力等各类原因造成行业装机不达预期，则对公司经营业务的市场空间增长有负面影响。

**疫情防控风险：**如果疫情长期未能得到防控，则项目开工建设与物资运输等均会受到影响，使公司收入、利润不达预期。

**海外市场竞争加剧：**如果国内厂商迅速完成了高比例的出口替代，有可能会形成国内企业间的成本竞争，并可能对公司业绩造成负面影响。

**逆变器业务拓展不及预期：**公司作为逆变器市场的新企业，与原有企业仍有差距，若后续因逆变器产品迭代不及竞争对手，可能导致公司业绩不达预期。

**OEM 模式发展风险：**公司部分产品采用 OEM 模式，对客户具有一定依赖度，若客户出现经营问题，可能会对公司造成风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	438.24	522.32	1,519.78	2,903.34	2,834.54
应收票据及应收账款	250.22	323.96	1,397.64	941.34	2,001.51
预付账款	6.89	8.29	12.34	15.12	19.77
存货	194.22	265.40	479.74	440.63	767.03
其他	18.11	179.77	69.65	103.50	120.32
<b>流动资产合计</b>	<b>907.69</b>	<b>1,299.75</b>	<b>3,479.15</b>	<b>4,403.93</b>	<b>5,743.17</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	234.85	262.44	276.98	310.03	341.18
在建工程	0.00	9.17	41.50	72.90	73.74
无形资产	33.53	61.98	59.49	57.01	54.52
其他	36.69	42.17	23.35	11.29	12.53
<b>非流动资产合计</b>	<b>305.07</b>	<b>375.77</b>	<b>401.34</b>	<b>451.23</b>	<b>481.96</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,212.76</b>	<b>1,675.52</b>	<b>3,880.48</b>	<b>4,855.16</b>	<b>6,225.14</b>
短期借款	45.70	10.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	505.06	617.14	959.94	1,143.12	1,494.40
其他	100.31	157.96	154.02	129.87	200.12
<b>流动负债合计</b>	<b>651.07</b>	<b>785.11</b>	<b>1,113.96</b>	<b>1,272.99</b>	<b>1,694.51</b>
长期借款	0.00	0.00	23.60	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	6.00	2.00	2.67
其他	12.86	23.14	15.33	17.11	18.53
<b>非流动负债合计</b>	<b>12.86</b>	<b>23.14</b>	<b>44.93</b>	<b>119.11</b>	<b>121.19</b>
<b>负债合计</b>	<b>663.93</b>	<b>808.25</b>	<b>1,158.89</b>	<b>1,392.10</b>	<b>1,815.71</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	128.00	128.00	170.67	170.67	170.67
资本公积	82.80	82.80	1,371.04	1,371.04	1,371.04
留存收益	420.83	739.27	2,550.93	3,292.40	4,238.76
其他	(82.80)	(82.80)	(1,371.04)	(1,371.04)	(1,371.04)
<b>股东权益合计</b>	<b>548.83</b>	<b>867.27</b>	<b>2,721.60</b>	<b>3,463.06</b>	<b>4,409.43</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,212.76</b>	<b>1,675.52</b>	<b>3,880.48</b>	<b>4,855.16</b>	<b>6,225.14</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	259.71	382.45	594.11	881.30	1,200.30
折旧摊销	38.50	44.65	15.61	18.04	20.50
财务费用	0.25	19.68	(3.82)	(1.39)	3.16
投资损失	(3.81)	(9.86)	(5.45)	(6.38)	(7.23)
营运资金变动	111.83	74.75	(935.46)	648.87	(963.36)
其它	(25.73)	(57.98)	0.00	17.23	22.97
<b>经营活动现金流</b>	<b>380.76</b>	<b>453.68</b>	<b>(335.01)</b>	<b>1,557.68</b>	<b>276.34</b>
资本支出	42.90	84.93	67.81	78.22	48.58
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(97.60)	(317.99)	(18.98)	(186.30)	(137.30)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(54.69)</b>	<b>(233.06)</b>	<b>48.83</b>	<b>(108.08)</b>	<b>(88.71)</b>
债权融资	45.70	10.00	29.60	102.00	102.67
股权融资	(1.04)	(21.20)	1,337.33	3.98	(0.56)
其他	(101.70)	(91.40)	(83.30)	(172.03)	(358.53)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(57.04)</b>	<b>(102.60)</b>	<b>1,283.63</b>	<b>(66.05)</b>	<b>(256.42)</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>269.02</b>	<b>118.01</b>	<b>997.46</b>	<b>1,383.55</b>	<b>(68.80)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,570.01</b>	<b>3,023.63</b>	<b>4,426.97</b>	<b>6,014.51</b>	<b>7,567.33</b>
营业成本	2,026.15	2,339.07	3,438.76	4,544.19	5,647.03
营业税金及附加	11.83	10.99	11.36	18.04	18.92
营业费用	100.29	64.41	88.23	132.32	166.48
管理费用	54.36	61.83	83.02	120.29	143.78
研发费用	86.80	101.70	130.90	192.46	227.02
财务费用	3.63	23.80	(3.82)	(1.39)	3.16
资产减值损失	(3.36)	(1.84)	0.03	(1.72)	(1.18)
公允价值变动收益	0.00	0.07	0.00	17.23	22.97
投资净收益	3.81	9.86	5.45	6.38	7.23
其他	(4.61)	(16.95)	(10.97)	(43.77)	(58.06)
<b>营业利润</b>	<b>291.12</b>	<b>430.69</b>	<b>684.00</b>	<b>1,030.48</b>	<b>1,389.98</b>
营业外收入	4.80	6.61	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.83	0.74	6.00	29.00	26.00
<b>利润总额</b>	<b>295.09</b>	<b>436.55</b>	<b>678.00</b>	<b>1,001.48</b>	<b>1,363.98</b>
所得税	35.37	54.11	83.89	120.18	163.68
<b>净利润</b>	<b>259.71</b>	<b>382.45</b>	<b>594.11</b>	<b>881.30</b>	<b>1,200.30</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>259.71</b>	<b>382.45</b>	<b>594.11</b>	<b>881.30</b>	<b>1,200.30</b>
每股收益(元)	1.52	2.24	3.48	5.16	7.03

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	52.02%	17.65%	46.41%	35.86%	25.82%
营业利润	158.41%	47.94%	58.81%	50.66%	34.89%
归属于母公司净利润	154.57%	47.26%	55.35%	48.34%	36.20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.16%	22.64%	22.32%	24.45%	25.38%
净利率	10.11%	12.65%	13.42%	14.65%	15.86%
ROE	47.32%	44.10%	21.83%	25.45%	27.22%
ROIC	138.37%	332.92%	377.92%	78.31%	210.82%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	54.75%	48.24%	29.86%	28.67%	29.17%
净负债率	-71.52%	-59.07%	-54.75%	-80.89%	-61.96%
流动比率	1.39	1.66	3.12	3.46	3.39
速动比率	1.10	1.32	2.69	3.11	2.94
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	11.39	10.53	5.14	5.14	5.14
存货周转率	13.05	13.16	11.88	13.07	12.53
总资产周转率	2.47	2.09	1.59	1.38	1.37
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.52	2.24	3.48	5.16	7.03
每股经营现金流	2.23	2.66	-1.96	9.13	1.62
每股净资产	3.22	5.08	15.95	20.29	25.84
<b>估值比率</b>					
市盈率	145.03	98.49	63.40	42.74	31.38
市净率	68.63	43.43	13.84	10.88	8.54
EV/EBITDA	0.00	0.00	51.89	33.11	24.60
EV/EBIT	0.00	0.00	53.08	33.69	24.96

### 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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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