



# 博众2022年度投资前瞻

——大阳金融研究团队

出品时间：2022年1月3日18:00

# 目录

## CONTENTS

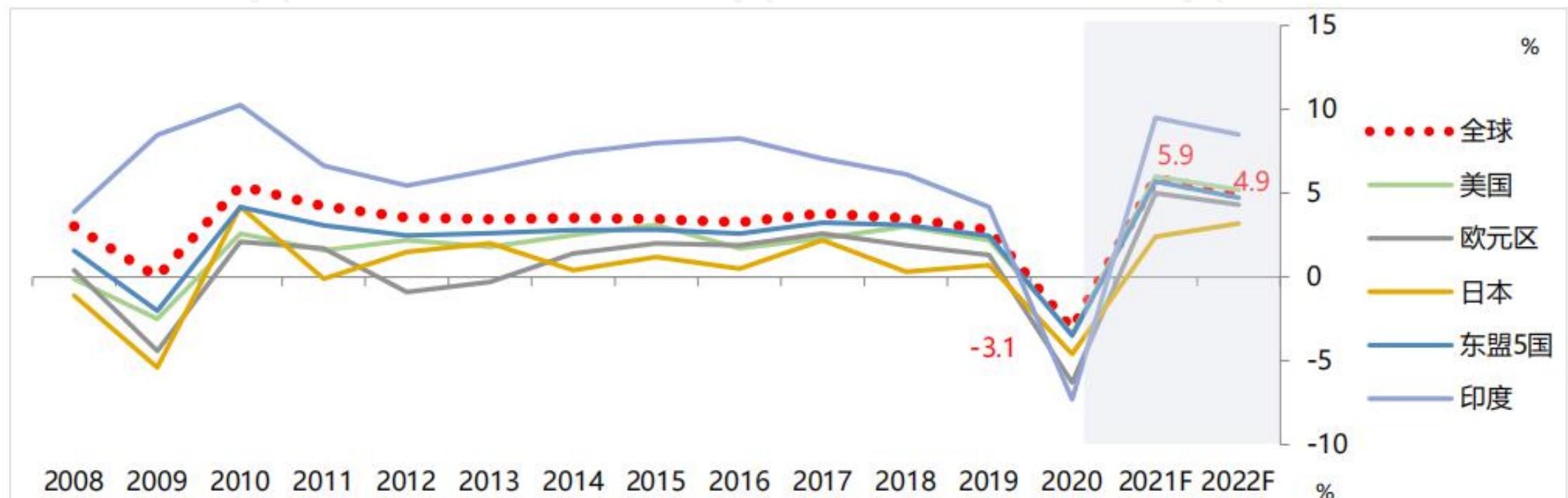
# 目 录

- 1 历史复盘
- 2 经济展望
- 3 A股策略
- 4 十大好股

# 2021年全球经济回顾

◆波动中复苏，受疫情反复影响。2021 年全球经济逐渐从底部恢复。疫情仍在很大程度上影响全球经济复苏态势，由于疫情不断反复，全球经济呈现“W型”复苏，一季度减速、二季度复苏、三季度再度放缓、预计四季度将有所回升。

图1：2021 年全球经济低位反弹，阴影部分代表一致性预期



数据来源于：wind，博众研究所整理

入市有风险，投资需谨慎

# 2021年全球股市回顾

◆全球股市在波动中上行。2021 年，全球股票市场总体波动上行，走势分为三个阶段。

第一阶段：年初至 3 月底，由于通胀预期与长期利率抬升的影响，全球股市经历了短暂的下跌。

第二阶段：4 月到 9 月初，全球经济逐渐好转，但疫情反复叠加市场对流动性收紧的担忧，全球股市在小幅震荡中上行。

第三阶段：9 月至今，美联储释放鹰派信号，美债收益率走高，叠加能源价格飙升，通胀压力居高不下，全球股市下跌。

图2：2021 年全球主要股票市场变动幅度 (%)

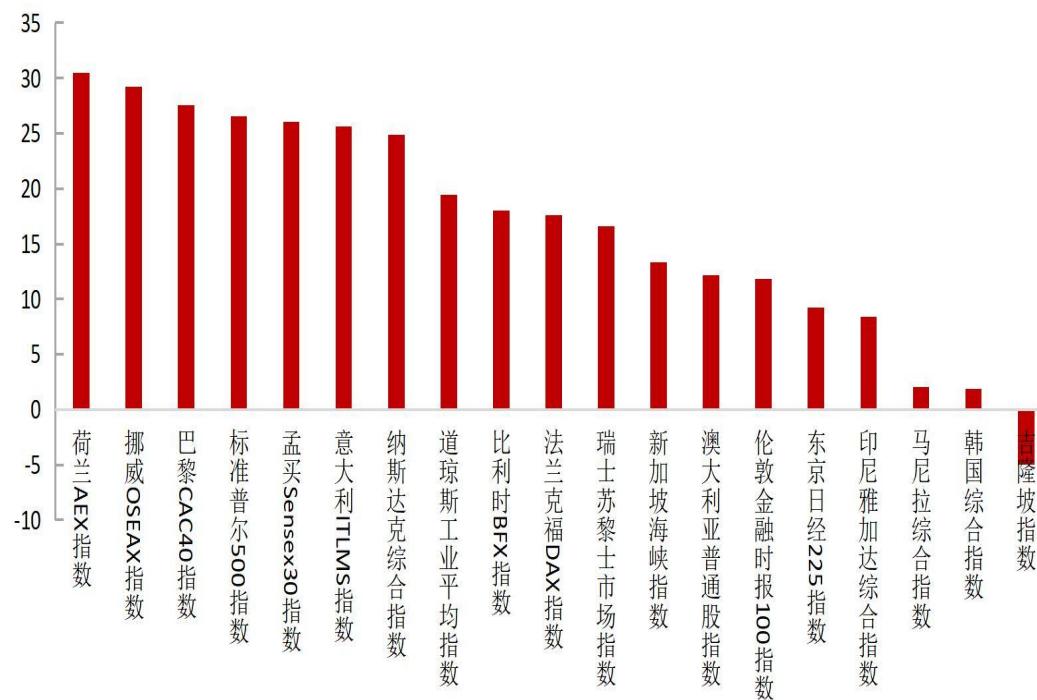


图3：MSCI 新兴市场与发达市场指数比较



数据来源于：wind，博众研究所整理

入市有风险，投资需谨慎

# 2021年我国经济回顾

- ◆ 我国率先控制疫情后，在全球经济复苏中一马当先。2021年，受出口超预期增长、新动能不断增强和上年低基数等因素的影响，中国经济稳定回升，全年呈前高后低走势。前三季度GDP增速分别为18.3%、7.9%、4.9%，预计2021年全年GDP增长8.1%左右，两年平均增长5.2%左右。
- ◆ 经济复苏伴随着的是物价水平的加速上涨，甚至会出现滞涨的局面。大宗商品价格大幅上行导致PPI涨幅持续攀升，猪肉价格下跌拖累CPI涨幅低位运行，PPI-CPI“剪刀差”扩大至历史极值。

图4：我国GDP增速情况

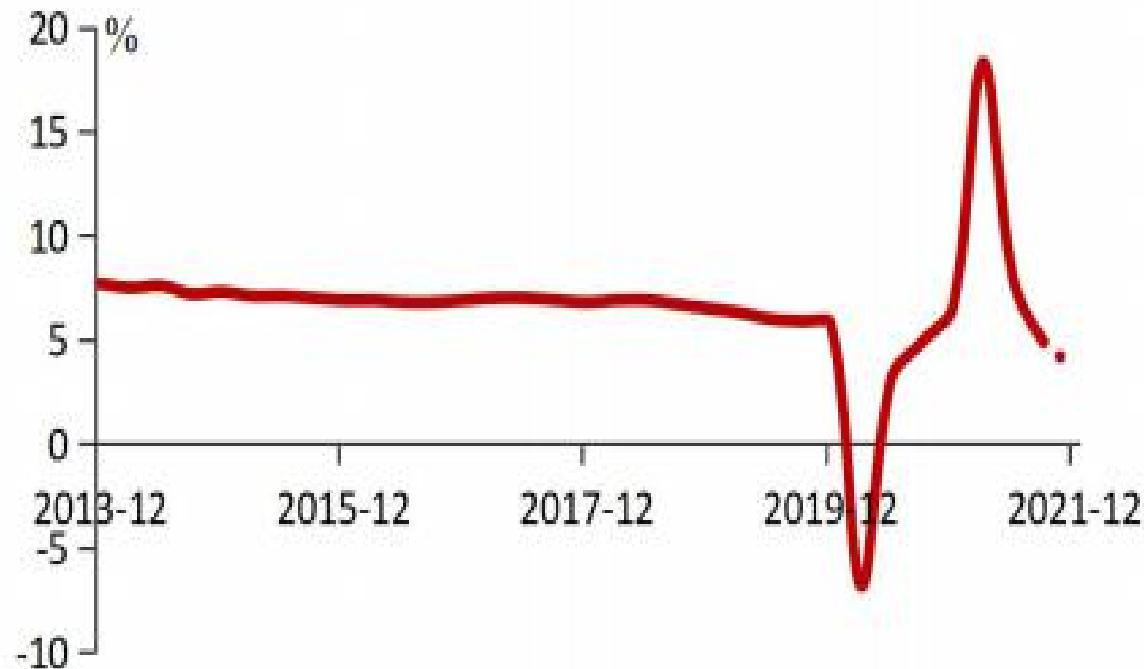
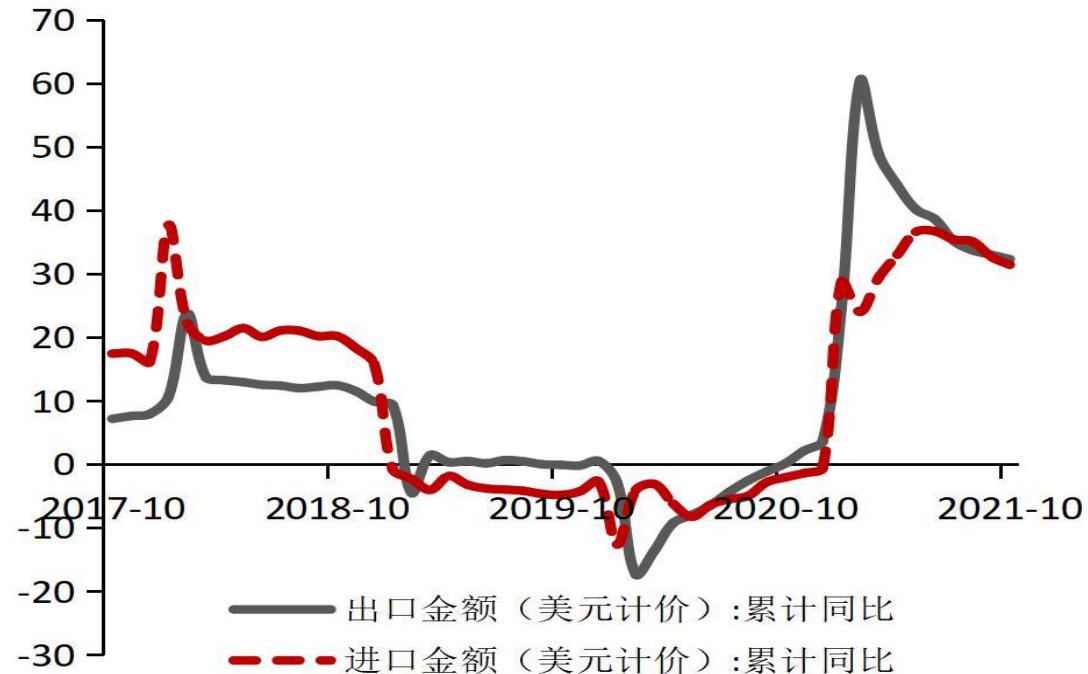


图5：我国进出口增速走势



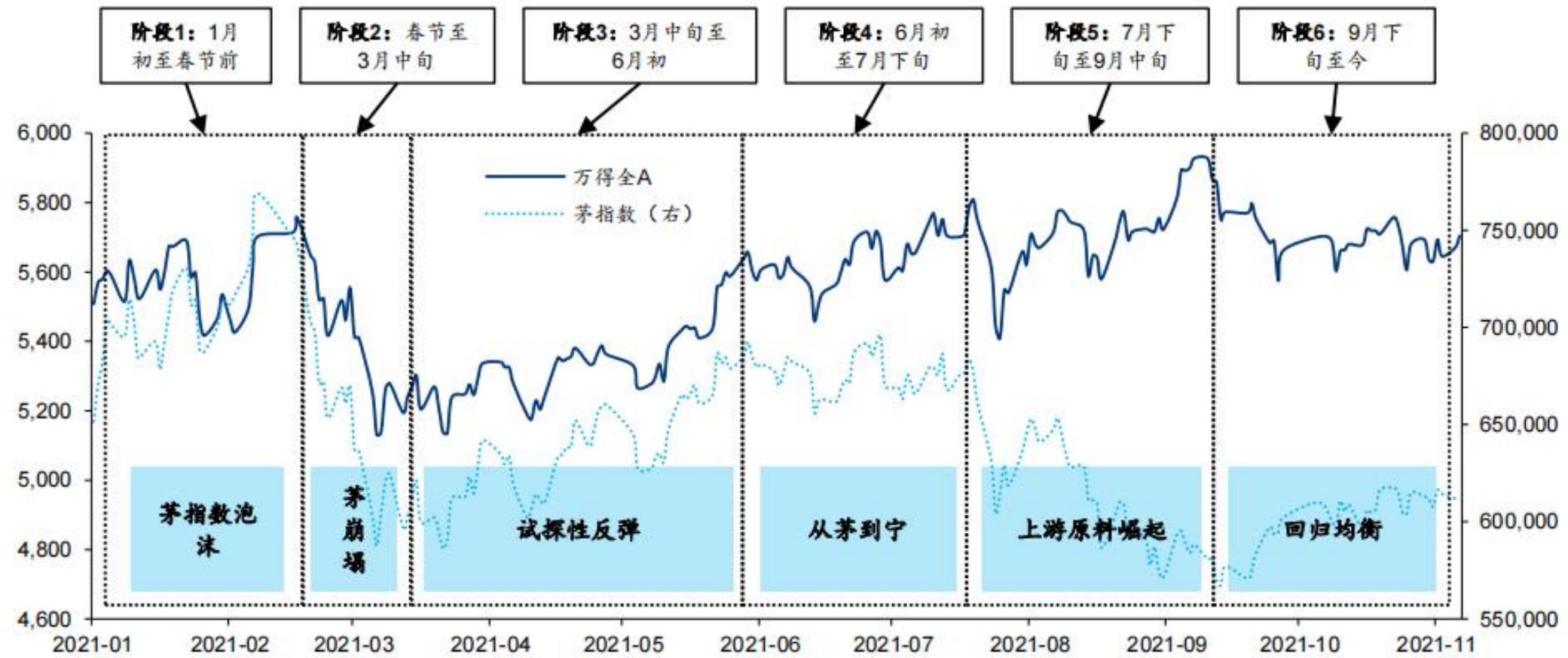
数据来源于：wind，博众研究所整理

入市有风险，投资需谨慎

# 2021年我国股市回顾

◆2021年，在多空双方博弈下，A股呈现高位震荡走势，整体围绕3500点中枢波动，呈箱体震荡走势。从行业指数涨跌走势看，2021年市场风格切换频繁，消费、周期、科技等板块出现轮动行情，市场主线大致分为6个阶段：

图6：年初至今，A股的六大阶段



数据来源于：wind，博众研究所整理  
入市有风险，投资需谨慎

# 目录

## CONTENTS

# 目 录

- 1 历史复盘
- 2 未来展望
- 3 A 股策略
- 4 十大好股

# 2022年全球宏观经济展望

- ◆展望2022年，全球经济增速将逐渐回落至常态，各国经济复苏分化。
- ◆全球主要经济体财政支持力度减弱，货币政策收紧，流动性面临拐点，新兴经济体可能会被动加息。
- ◆随着疫苗接种加速和口服特效药上市，疫情对经济的负面影响逐渐减弱。全球供应链正逐步恢复，各国放宽了防疫限制措施，工厂逐步恢复正常运行。

表1：2022 年全球主要经济体关键指标预测（%）

地区/国家	GDP 增长率			CPI 涨幅			失业率			
	2020	2021 <sup>f</sup>	2022 <sup>f</sup>	2020	2021 <sup>f</sup>	2022 <sup>f</sup>	2020	2021 <sup>f</sup>	2022 <sup>f</sup>	
美洲	美国	-3.5	5.6	3.7	1.2	4.5	3.6	8.1	5.4	4.0
	加拿大	-5.3	3.8	4.9	0.7	3.3	2.9	9.6	7.6	6.1
	墨西哥	-8.2	6.2	4.0	3.4	5.5	4.2	4.4	4.2	4.1
	巴西	-4.1	5.2	1.5	3.2	8.1	5.4	13.4	13.9	12.6
	智利	-6.0	10.1	2.5	3.1	4.3	4.7	10.6	9.2	7.8
	阿根廷	-10	7.5	2.5	42	48	47.7	11.6	10.6	10
亚太	日本	-4.7	2.8	3.2	0.0	-0.2	0.7	2.8	2.8	2.6
	澳大利亚	-2.4	4.4	4.1	0.9	2.7	2.5	6.5	5.1	4.4
	印度	-7.3	8.7	8.5	6.6	—	5.4	—	—	—
	韩国	-0.9	4.6	3.3	0.7	2.2	1.7	3.2	3.7	3.8
	印尼	-2.1	3.6	5.9	2.0	1.6	2.9	7.2	6.5	5.9
欧非	欧元区	-6.5	4.8	4.9	0.3	2.4	2.2	8.0	7.8	7.6
	英国	-9.8	8.1	5.5	0.9	2.4	3.5	4.4	4.8	4.6
	俄罗斯	-2.6	4.7	2.9	3.4	6.5	5.0	5.8	5.0	4.5
	土耳其	1.8	9.0	3.3	12.3	17.3	15	13.4	12.5	12
	尼日利亚	-5.4	2.6	2.7	13.2	16.8	13.4	33.3	—	—
	南非	-7.0	5.0	2.2	3.3	4.5	4.5	29.2	34	33
全球		-3.2	5.3	4.5	3.2	3.7	3.5	—	—	—

数据来源于：中国银行研究院，博众研究所整理

入市有风险，投资需谨慎

# 2022年我国宏观经济展望

◆展望2022年，中国经济面临的外部环境依然复杂多变。“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。疫情对经济运行的影响还将存在，投资增长面临的掣肘因素较多，消费恢复依然面临诸多困难。同时经济结构加速转变，新动能加快培育，中国经济迈向高质量发展的大方向不会改变。总体判断，2022年形势要比2021年要严峻。

表2：2022年中国经济金融主要指标及预测（%）

指 标	2019 (R)	2020 (R)	2021					2022 (F)
			Q1 (R)	Q2 (R)	Q3 (R)	Q4 (E)	全年 (E)	
GDP	6.0	2.3	18.3	7.9	4.9	3.9	8.1	5.0
规模以上工业增加值	5.7	2.8	24.5	9.0	4.9	4.0	10.0	4.5
服务业增加值	7.2	2.1	15.6	8.3	5.4	3.9	8.0	5.6
固定资产投资额（累计）	5.4	2.9	25.6	12.6	7.3	5.0	5.0	4.8
房地产开发投资额（累计）	9.9	7.0	25.6	15.0	8.8	4.7	4.7	4.5
消费品零售总额	8.0	-3.9	33.9	14.1	5.1	5.0	13.0	4.5
出口	0.5	3.6	48.8	30.7	24.4	15.7	27.6	4.5
进口	-2.7	-0.6	29.4	44.4	26.3	16.8	28.0	6.0
居民消费价格指数（CPI）	2.9	2.5	0.0	1.1	0.8	1.7	0.9	2.3
工业品出厂价格指数（PPI）	-0.3	-1.8	2.1	8.2	9.7	12.7	8.2	5.0
广义货币（M2，期末）	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	8.2	8.2	8.5
社会融资规模（存量，期末）	10.7	13.3	12.3	11.0	10.0	10.5	10.5	11.0
1年期MLF	3.25	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95
1年期LPR	4.15	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
人民币兑美元即期汇率	6.97	6.54	6.56	6.46	6.46	6.38	6.38	6.45

数据来源于：中国银行研究院，博众研究所整理

入市有风险，投资需谨慎

# 消费：预计成为刺激经济的力量

- ◆ 社零同比增速已连续两个月出现回升，国内消费持续修复。社零增速有望保持上升势头。
- ◆ 明年消费可能成为刺激经济的重要抓手，期待相关政策落地。
- ◆ 目前疫情仍是消费常态化的障碍。在明年的疫情好转预期下，部分休闲服务行业的收入规模有望显著修复，例如餐饮、酒店、旅游景区等。

图7：社会消费品零售及其构成的增速



图8：居民部门杠杆及可支配收入增速



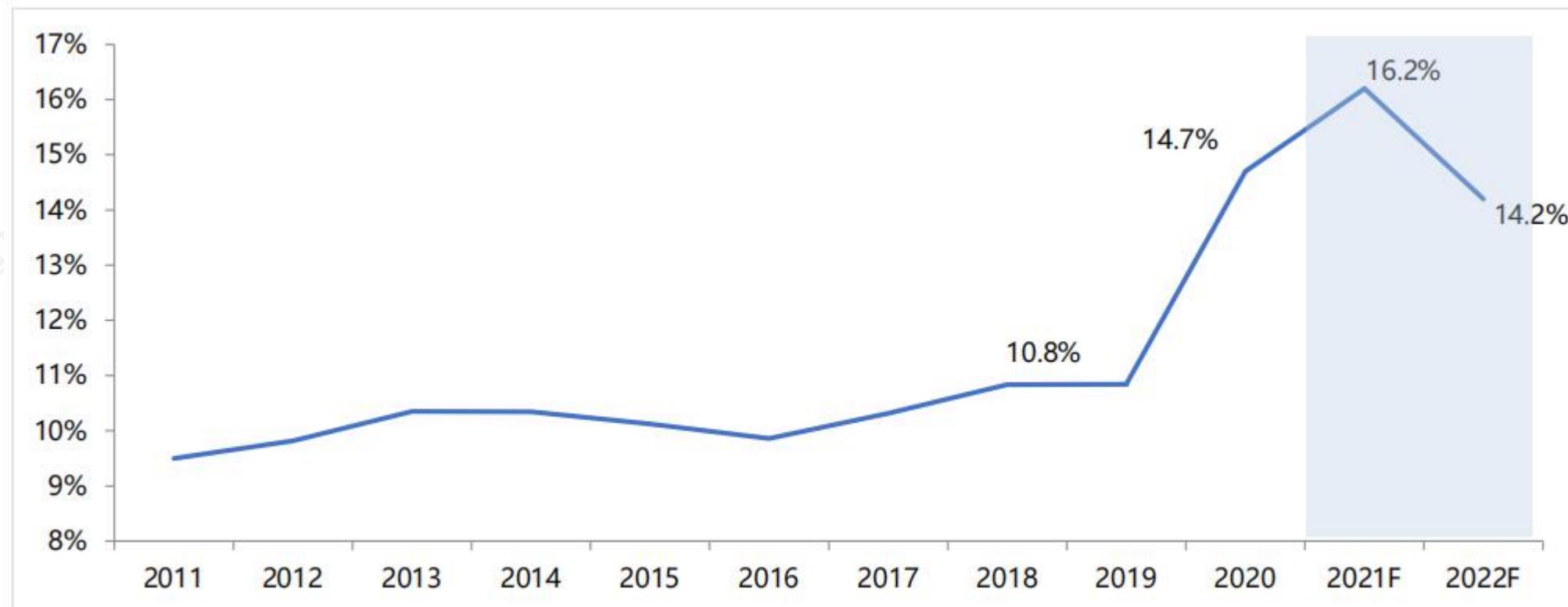
数据来源于：wind，博众研究所整理

入市有风险，投资需谨慎

# 出口：增速可能继续回落，国际供应链逐渐恢复

- ◆ 中国出口的高增速已经开始回落，预计22年将继续回落。部分出口商品的高增速仍将支持出口整体具有相对韧性。
- ◆ 东南亚国家逐渐从疫情冲击中恢复，东南亚供应链正在修复。
- ◆ 新变异毒株Omicron对国际供应链的影响仍需观察。

图9：2022 年我国出口商品占全球市场份额将会回落



数据来源于：wind，博众研究所整理  
入市有风险，投资需谨慎

# ■ 投资：投资增速将小幅下行，实际增长动能增强

- ◆ 2022 年固定资产投资同比增速达 4.3%，将小幅回落，但与上年的两年平均增速基本持平，会加快 0.4 个百分点左右，经济下行压力下，投资稳增长需求有所加大。
- ◆ 预计制造业投资将保持较快增长，房地产投资将出现历史上的首次同比负增，基建投资增长将会提速。

图10：固定资产投资增速同比走势，阴影代表一致性预期



数据来源于：wind，博众研究所整理

入市有风险，投资需谨慎

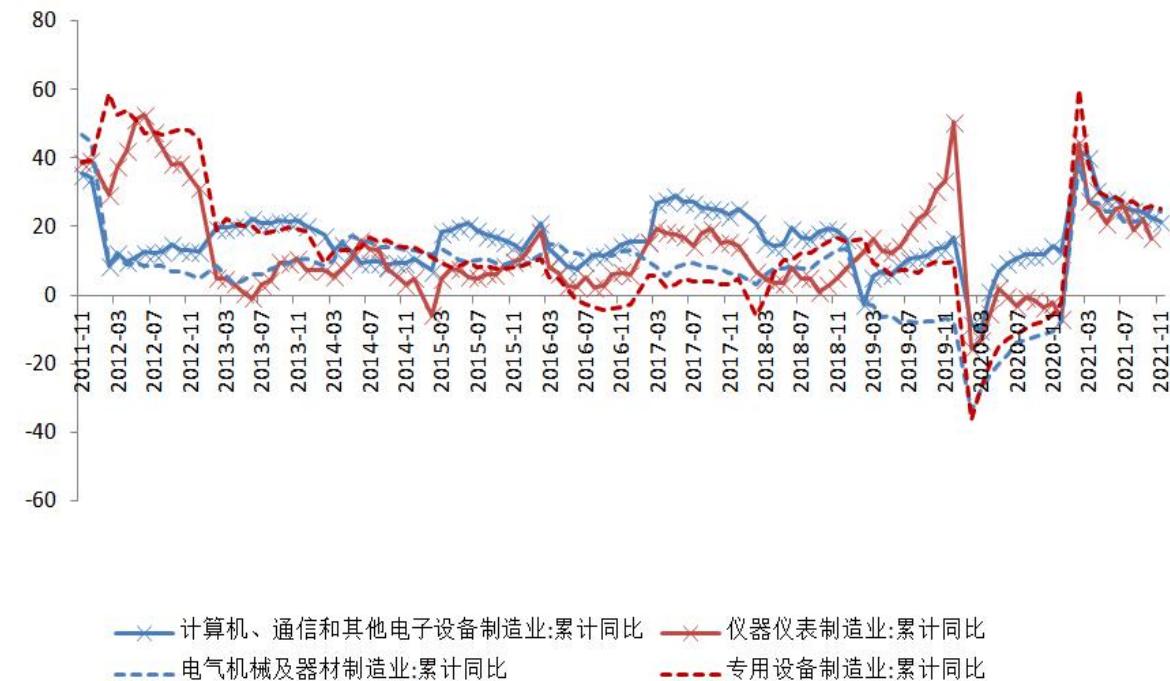
# 投资-制造业：高端制造维持高增

- ◆ 产业政策、金融政策对制造业投资的支持力度加大，高端制造业投资有望保持高增速。
- ◆ 锚定以芯片、“卡脖子”难题、“专精特新”、快产业数字化。

图11：制造业和工业企业利润维持高增速



图12：高端制造业投资增速持续高增长



数据来源于：wind，博众研究所整理

入市有风险，投资需谨慎

# ■ 投资-基建：有望发力，经济维稳的重要工具

◆2021年基建投资增速持续下降，增速已趋近0。2021年新增地方政府专项债发行明显少于2020年。2022年在经济增速放缓压力下，财政政策有望逐渐发力。

图13：历年基建同比增速

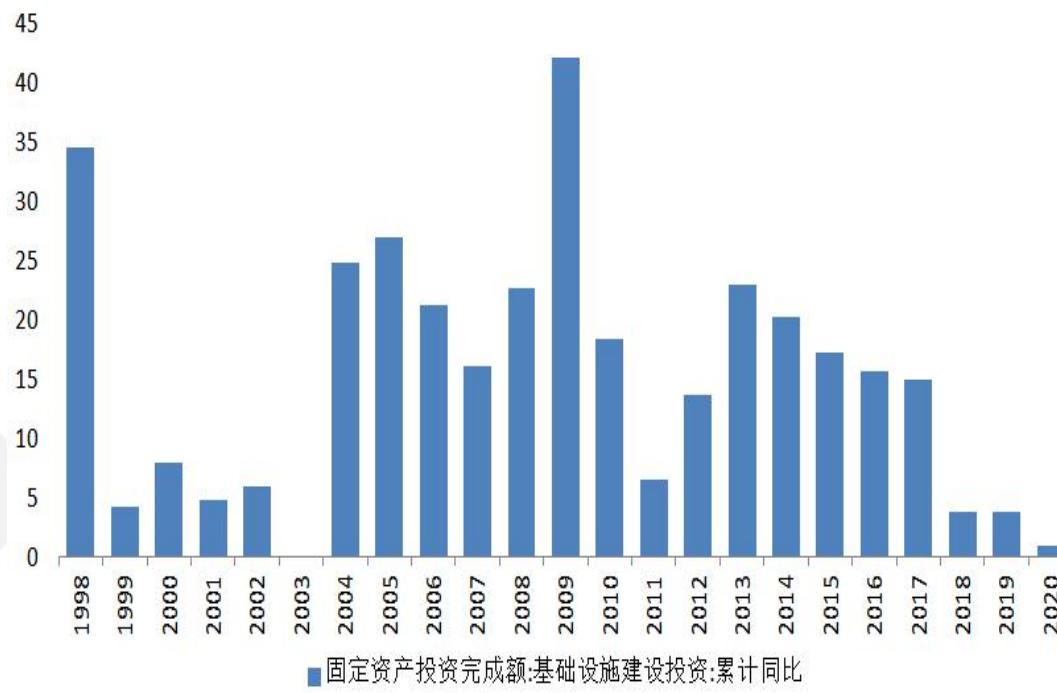
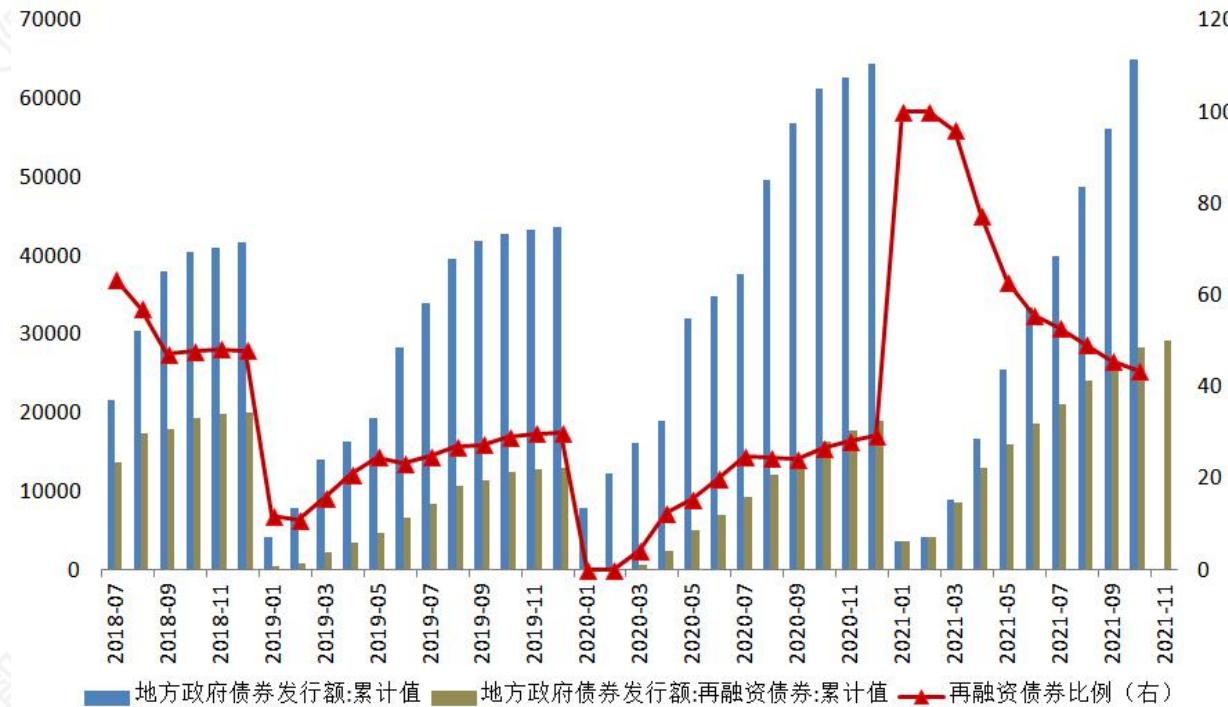


图14：地方政府新增专项债

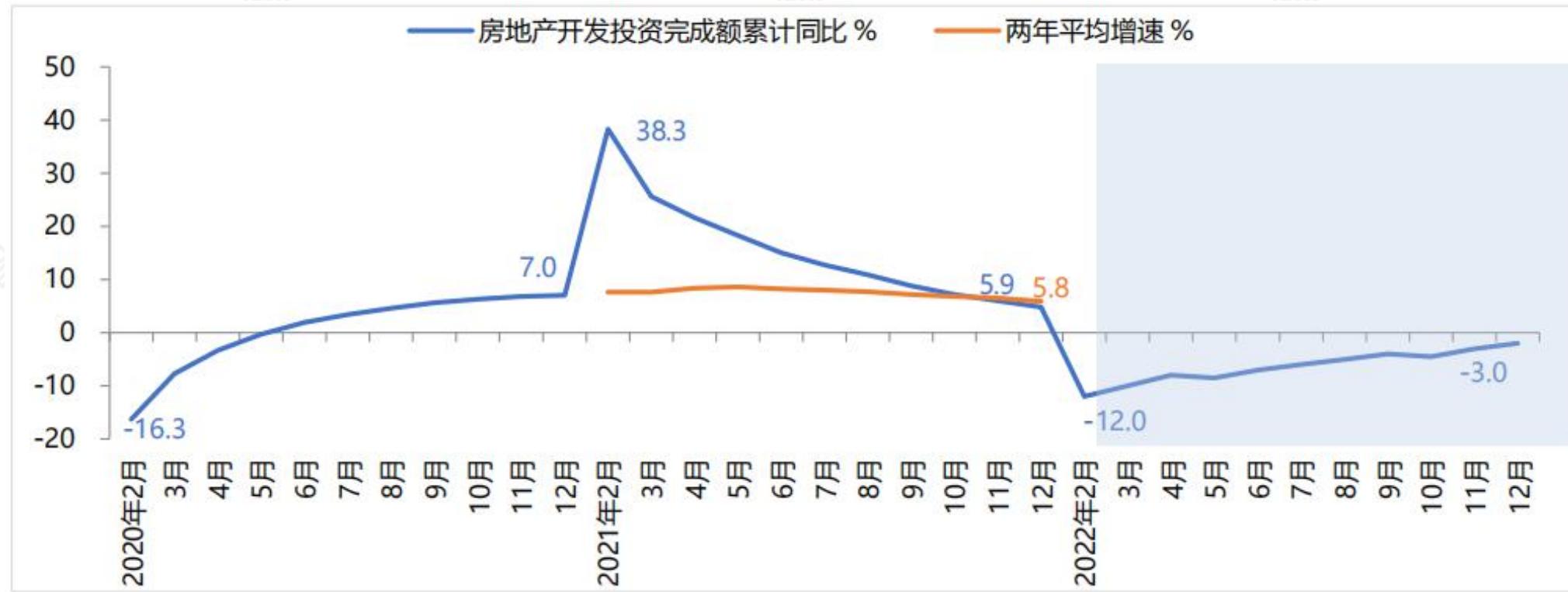


数据来源于：wind，博众研究所整理

# ■ 投资-房地产：持续收紧，出现负增长

- ◆ 2021 年，房地产投资在调控政策持续收紧。2021 年下半年，商品房销量在负增长区间加速下滑。
- ◆ 房企拿地规模大幅下降，楼市入冬导致“高周转”模式难以为继。保障租赁住房建设可能是一个潜在的支撑因素。

图15：房地产投资增速同比走势，阴影代表一致性预期



数据来源于：wind，博众研究所整理

入市有风险，投资需谨慎

# 货币政策：在稳健基调下偏松调节

支小再贷款  
碳减排支持工具

结构性优惠利率  
差别存款准备金率

结构性  
货币政策工具

两项直达工具  
资金接续安排

预计2022年货币政策在稳健基调下仍有向松调整的空间

◆ 央行将继续采用MLF、OMO等多种常规工具调节中短期流动性，并综合利用降准、降息等操作加强跨周期和逆周期调节。

同时货币政策有望更多运用结构性工具，为实体经济特别是小微、科创、绿色等重点领域提供精准导向

- ◆ 一是用足用好结构性增量工具，如已推出的支小、区域发展、煤炭清洁高效利用等再贷款工具以及新创设的碳减排支持工具；
- ◆ 二是可能运用结构性优惠利率和差别存款准备金率；
- ◆ 三是对两项直达工具做出到期后的资金接续安排。

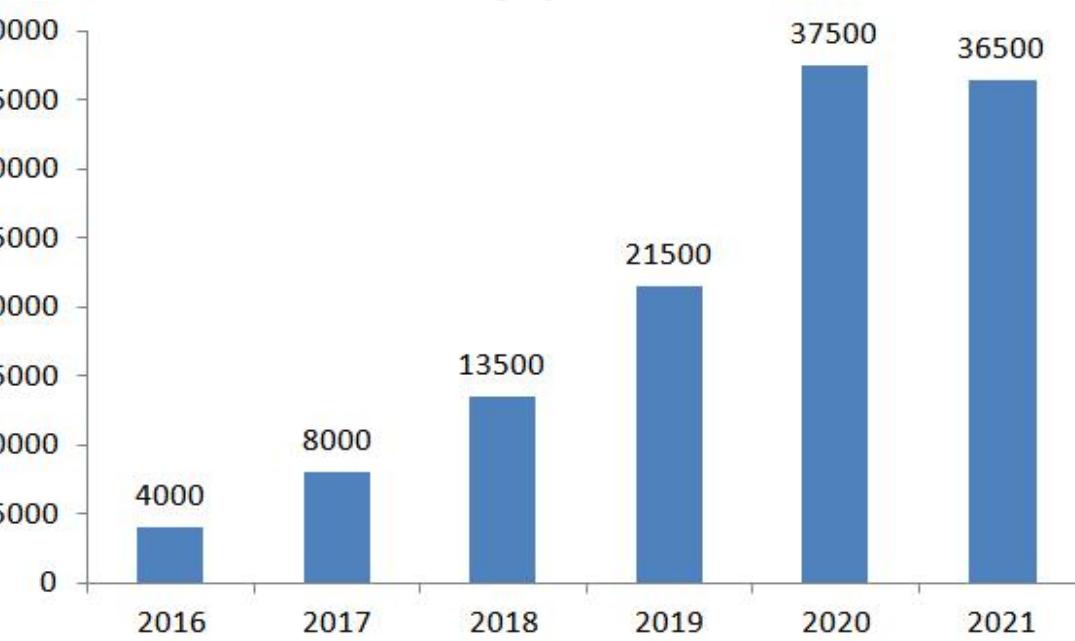
# 财政政策：稳增长背景下更加积极

- ◆12月中央经济工作会议定调了积极的财政政策，结合会议内容，发力的重点预计在两个方面：
- ◆实施新一轮减税降费。可能加大增值税留底退税的力度，加大科技型中小企业研发费用加计扣除政策力度，实行固定资产加速折旧，支持科技创新和工业提质升级等。
- ◆适度超前开展基础设施投资。预计将有大量“十四五”重点建设项目集中落地，特别是减污降碳、数字经济、新能源、新材料、新产业集群等新基建领域的投资力度将加大，既能扩大短期投资需求，又能实现长期经济增长动能的切换。

图16：财政收支及赤字（单位：万元、%）



图17：专项债发行规模（单位：万元）



数据来源于：wind，博众研究所整理

# 目录

## CONTENTS

# 目 录

- 1 历史复盘
- 2 未来展望
- 3 A 股策略
- 4 十大好股

# 2022年A股盈利预测

◆2022年大类行业中明显的两个边际变化在于周期的回落与必选消费的修复。

1) 周期增速快速回落：自下而上盈利预测来看，2022年周期各板块增速将大幅回落，其中上游周期随着景气回落与低基数的消失回落幅度最大，下游周期在地产拖累下亦面临负增长压力，仅中游周期回落幅度较小。

2) 消费步入修复：2021年全年来看可选消费与必选消费盈利增速预测分别为23.7%与-9.0%，2022年分别为12.1%与15.4%，必选板块修复明显。

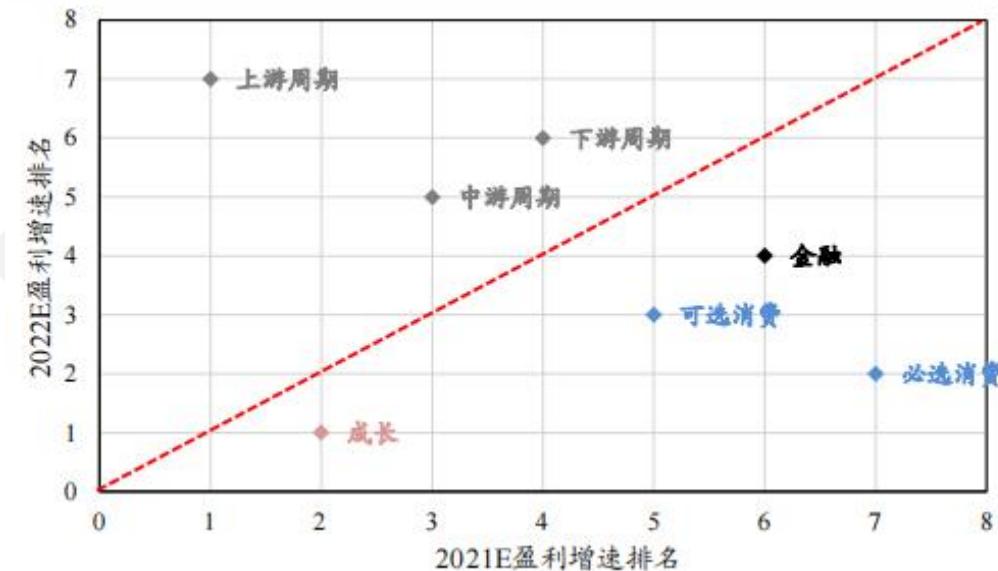
3) 成长维持高景气：2021年成长板块增速预计为41.8%，2022年增速预计为18.6%左右，保持景气优势。

4) 金融保持稳定：金融板块2021年与2022年盈利增速分别为10.5%与10.4%，基本保持稳定。

图18：必选边际改善，可选/成长/金融保持稳定



图19：大类板块相对格局变化



数据来源于：wind，博众研究所整理 入市有风险，投资需谨慎

# 2022年A股盈利预测

◆2022年行业盈利增速表现两个特征：

- 1) 2021年行业盈利表现差距大，寻找具有高景气特征的行业是相对容易的。2022年行业间增速差异快速收敛，各行业的增速分布在一个更窄的区间内，寻找高景气将较2021年困难得多。
- 2) 2022年，多数行业将面临增速下滑的境况。2022年预测增速较2021年仍保持上行的行业主要集中在必选消费、成长等板块。

图20：行业间增速差异收窄，多数行业增速回落

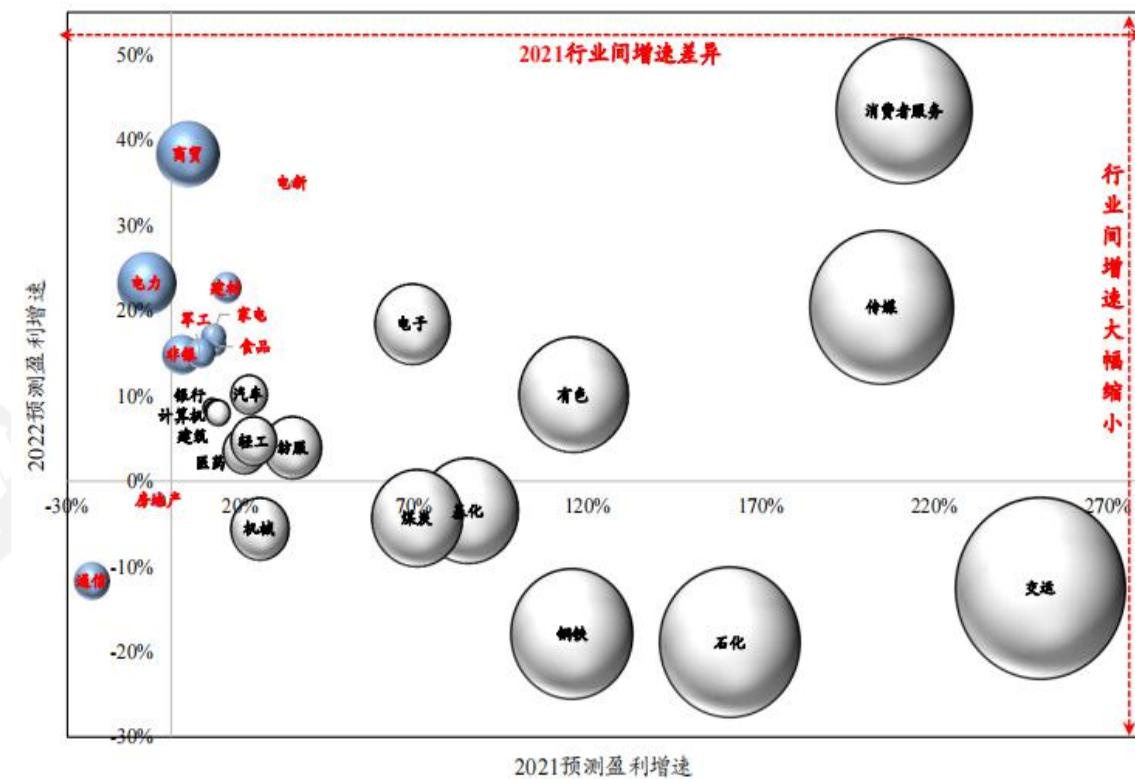


图21：各一级行业盈利增速预测

大类行业	一级行业	对当年预测误差		对下年预测误差		2021初始预测增速		2022初始预测增速		2021调整后预测增速		2022调整后预测增速		2021盈利增速排名	2022盈利增速排名	排名变动
		a	b	c	d	e=c-a	参考	f=d-b	参考	g=rank(e)	h=rank(f)	g-h	h-g			
上游周期	石油石化	6.9%	29.9%	167.8%	11.0%	160.9%	中	-18.9%	中	4	28	-24	-24			
	有色金属	47.2%	23.1%	163.0%	33.3%	115.8%	低	10.1%	低	5	14	-9	-9			
	煤炭	5.3%	12.1%	75.9%	7.8%	70.7%	中	-4.3%	中	8	23	-15	-15			
中游周期	钢铁	27.3%	25.3%	142.7%	7.4%	115.5%	极低	-17.9%	中	6	27	-21	-21			
	建材	6.5%	-8.1%	22.1%	14.6%	15.6%	高	22.7%	中	16	6	10	10			
	机械	16.3%	29.9%	41.6%	24.4%	25.3%	中	-5.5%	中	12	24	-12	-12			
	基础化工	27.1%	26.5%	112.6%	23.1%	85.5%	低	-3.5%	中	7	22	-15	-15			
下游周期	电力及公用事业	6.8%	7.7%	-0.4%	31.0%	-7.1%	高	23.3%	中	26	5	21	21			
	交通运输	12.0%	25.8%	262.4%	13.3%	250.3%	中	-12.5%	高	1	26	-25	-25			
	建筑	4.9%	7.0%	18.3%	15.1%	13.4%	极高	8.1%	高	17	17	0	0			
必选消费	房地产	11.5%	12.4%	7.8%	10.3%	-3.7%	中	-2.1%	高	25	21	4	4			
	医药	15.1%	13.3%	36.0%	17.0%	20.9%	高	3.6%	极高	15	20	-5	-5			
	纺织服装	14.8%	18.6%	49.7%	22.5%	34.9%	中	3.9%	极高	10	19	-9	-9			
	农林牧渔	31.8%	40.5%	-89.1%	450.1%	-120.9%	低	409.6%	低	28	1	27	27			
	食品饮料	5.7%	4.9%	18.1%	21.0%	12.4%	极高	16.1%	高	19	10	9	9			
	商业零售	11.3%	20.8%	16.0%	59.2%	4.7%	中	38.4%	高	23	3	20	20			
可选消费	消费者服务	18.9%	15.6%	229.9%	59.1%	211.0%	中	43.4%	高	2	2	0	0			
	汽车	12.0%	19.2%	34.2%	29.5%	22.2%	中	10.2%	高	14	13	1	1			
	家电	2.8%	-0.3%	14.8%	16.7%	12.0%	中	17.0%	中	20	9	11	11			
	轻工制造	13.2%	18.6%	36.9%	23.3%	23.7%	中	4.7%	高	13	18	-5	-5			
成长	电力设备及新能源	24.3%	1.3%	59.1%	36.3%	34.8%	低	35.0%	高	11	4	7	7			
	电子	17.3%	8.9%	86.7%	27.5%	69.4%	中	18.5%	高	9	8	1	1			
	通信	50.9%	34.1%	27.9%	22.4%	-23.0%	中	-11.7%	中	27	25	2	2			
	计算机	42.8%	24.5%	55.4%	32.8%	12.6%	中	8.3%	高	18	16	2	2			
	国防军工	22.2%	18.0%	30.5%	33.0%	8.3%	低	15.0%	高	22	11	11	11			
金融	银行	-1.5%	0.6%	10.1%	9.3%	11.7%	高	8.7%	中	21	15	6	6			
	非银行金融	5.4%	4.7%	8.3%	19.6%	2.9%	高	14.9%	中	24	12	12	12			

数据来源于：wind，博众研究所整理

入市有风险，投资需谨慎

# 2022年A股流动性展望

- ◆ 资产配置房产意愿大幅下降。购房意愿大幅下降：“房住不炒”深入人心，房地产从投资属性回归居住属性，居民资产面临再配置。
- ◆ 银行理财资金被动流入市场。理财净值化转型完成，A股告别过去暴涨暴跌模式，走向成熟稳健慢牛行情，吸引更多长期配置型资金流入。

图22：拥有多套住房的家庭购房意愿大幅下降

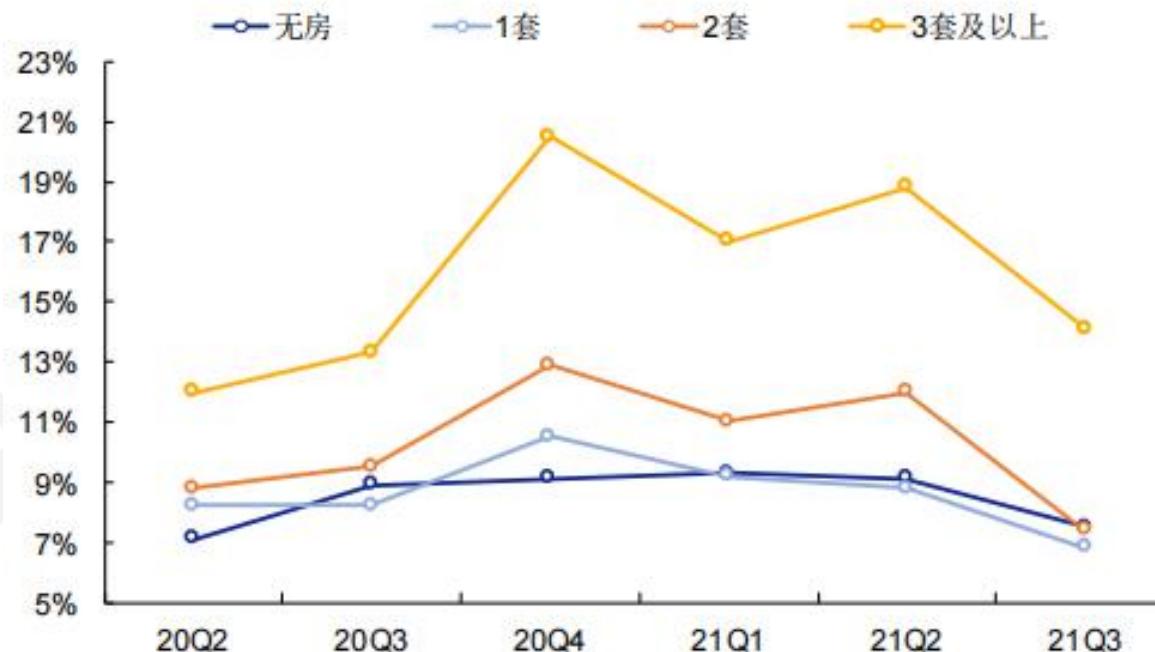
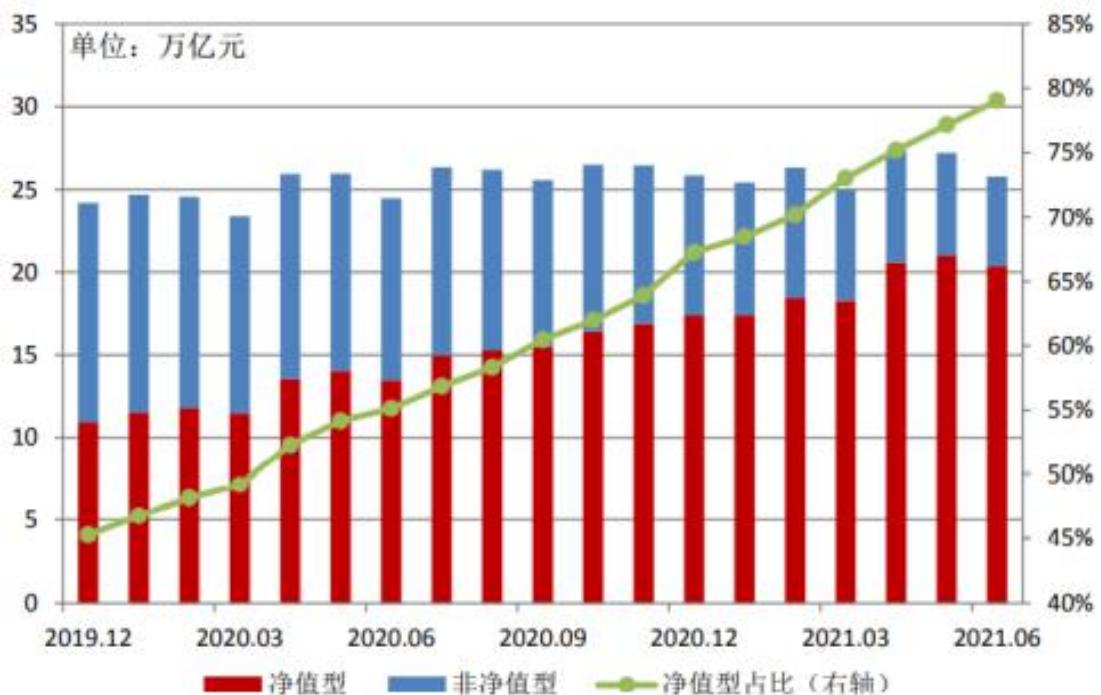


图23：理财规模及净值型占比情况



数据来源于：wind，博众研究所整理

# 估值：大部分行业当下恢复到合理区间

- ◆ 从行业指数角度看，大部分行业指数市盈率下滑至2010年来的历史中位数水平以下。
- ◆ 食品饮料、电气设备、汽车等行业目前估值水平较高。
- ◆ 从绝对数量看，国防军工、电新、计算机、休闲服务目前估值较高。

图24：申万一级行业指数PB

申万一级行业指数PB (2010.1.1起)				
	历史分位数	最大	最小	中位数
农林牧渔	31.52%	7.37	2.37	3.55
采掘	31.52%	5.02	0.91	1.61
化工	83.74%	5.30	1.56	2.54
钢铁	50.73%	2.72	0.73	1.24
有色金属	77.01%	6.80	1.73	3.10
电子	83.90%	6.94	2.11	3.63
家用电器	49.75%	4.85	1.81	3.11
食品饮料	89.98%	12.66	3.01	5.52
纺织服装	41.54%	6.23	1.53	2.21
轻工制造	47.45%	6.39	1.47	2.41
医药生物	52.05%	8.35	2.63	4.31
公用事业	28.24%	4.54	1.26	1.97
交通运输	44.82%	3.92	1.11	1.58
房地产	0.82%	4.09	0.83	1.89
商业贸易	17.56%	5.48	1.28	2.16
休闲服务	85.05%	9.80	2.51	3.95
综合	31.85%	7.75	1.16	2.79
建筑材料	23.97%	4.39	1.53	2.19
建筑装饰	4.10%	3.89	0.78	1.58
电气设备	98.35%	7.28	1.56	3.06
国防军工	75.20%	8.24	1.89	3.17
计算机	40.06%	15.52	2.42	4.24
传媒	16.25%	11.38	1.73	3.50
通信	29.06%	6.60	1.33	2.66
银行	0.00%	2.62	0.60	0.97
非银金融	0.16%	4.77	1.42	1.94
汽车	79.47%	4.45	1.37	2.28
机械设备	65.84%	6.20	1.64	2.65

图25：申万一级行业指数PE (TTM)

申万一级行业指数PE (TTM) (2010.1.1起)				
	历史分位数	最大	最小	中位数
农林牧渔	58.8%	119.6	15.0	40.1
采掘	1.5%	85.8	10.8	17.4
化工	21.7%	76.6	13.2	27.4
钢铁	10.2%	147.1	5.8	22.3
有色金属	16.6%	140.3	21.4	43.9
电子	11.8%	116.4	23.2	48.8
家用电器	47.6%	32.3	10.7	16.8
食品饮料	90.6%	63.0	16.7	31.0
纺织服装	45.8%	63.1	18.0	29.0
轻工制造	10.3%	113.3	14.4	34.7
医药生物	25.0%	74.4	24.1	38.5
公用事业	53.5%	40.0	13.8	22.2
交通运输	3.9%	42.8	12.3	18.9
房地产	2.0%	39.0	6.8	14.6
商业贸易	45.8%	70.8	13.8	26.3
休闲服务	54.5%	209.7	25.3	47.5
综合	61.1%	120.6	22.6	44.0
建筑材料	11.7%	50.7	10.2	20.7
建筑装饰	6.1%	33.6	7.9	13.1
电气设备	95.9%	100.0	20.8	40.1
国防军工	60.6%	245.8	28.2	64.4
计算机	60.4%	157.4	30.3	54.2
传媒	12.6%	141.8	20.1	43.2
通信	32.2%	95.1	28.8	40.8
银行	19.9%	13.9	4.5	6.7
非银金融	9.4%	36.6	11.2	17.9
汽车	96.2%	41.0	10.9	18.3
机械设备	39.1%	136.1	12.9	29.7

数据来源于：wind，博众研究所整理  
入市有风险，投资需谨慎

# 大势研判：大盘的V型震荡

- ◆2022上半场：中央经济工作会议后政策不确定性阶段性下降，叠加宽松预期加码，看好春季躁动接棒跨年行情。
- ◆2022下半场：经济缓步走出压力区、经济政策环境的不确定性下降，下半年市场将逐步回温。

图26：2022年大势研判：大盘V型震荡，积极布局跨年行情



数据来源于：wind，博众研究所整理

# 主线预测：关注景气反转与景气延续

◆在增速回落的大趋势中，关注景气相对优势的变化。

- 1) 景气延续：电力设备与新能源、电子以及消费者服务行业增速排名继续靠前；
- 2) 景气反转：农林牧渔、电力与商贸行业2022年盈利增速排名大幅上行，景气反转明显；
- 3) 景气改善：建材、家电、食品饮料和军工行业盈利增速排名均有改善，此外金融板块中银行与非银景气均有所改善；

图27：关注景气延续与景气反转两条主线

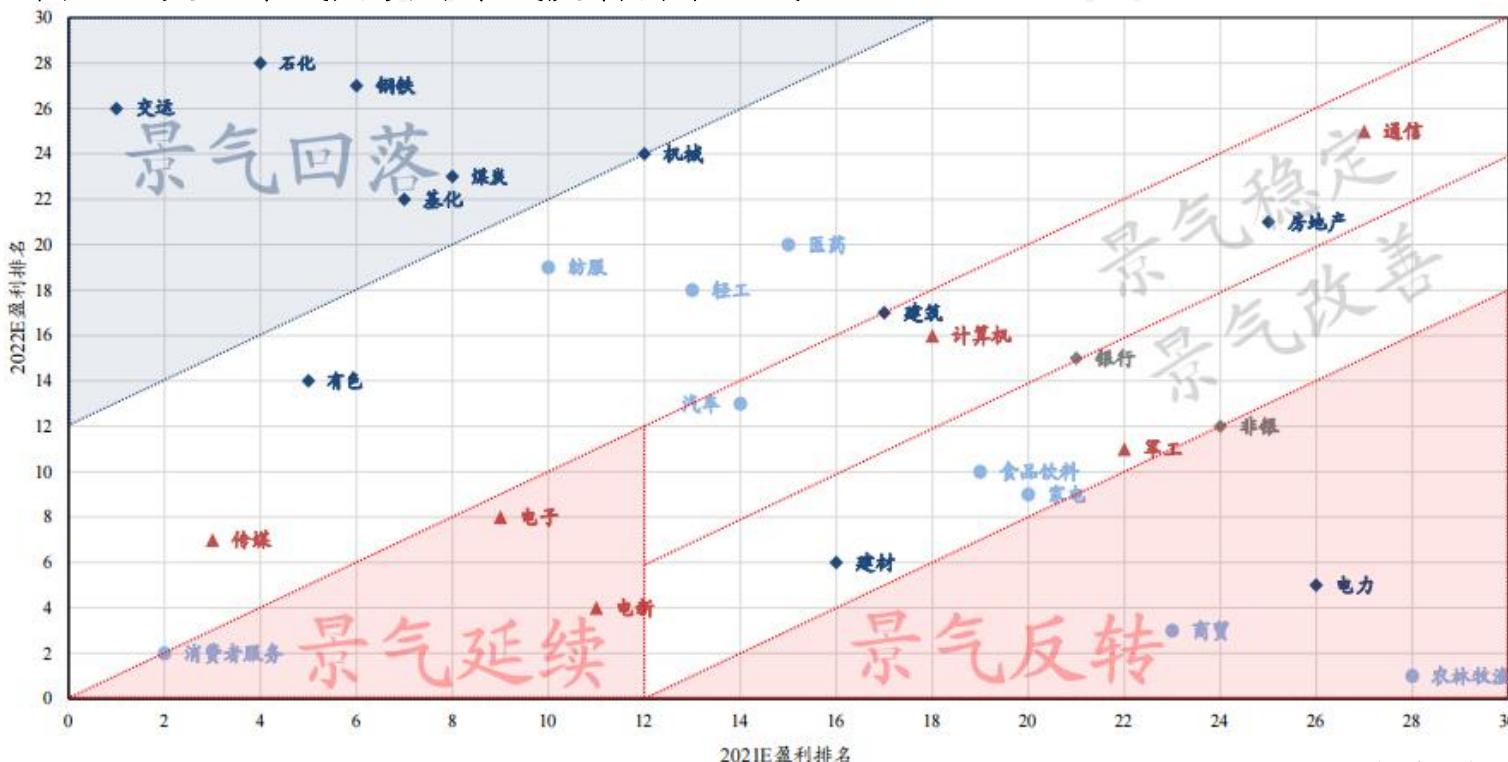


图28：景气延续与反转行业2022估值均快速回落

一级行业	2022调整后 预测增速	景气 类型	2021.11.11		2022E	
			pe_ttm	分位	forward_pe	分位
农林牧渔	409.6%	反转	946.8	99.8%	36.0	25.2%
消费者服务	43.4%	延续	116.8	90.7%	29.5	9.8%
商贸零售	38.4%	反转	104.2	99.8%	23.7	29.9%
电新	35.0%	延续	59.2	82.2%	37.0	23.7%
电力	23.3%	反转	27.6	80.6%	20.1	29.8%
建材	22.7%	改善	12.7	10.7%	11.0	2.5%
传媒	20.4%	大幅回落	104.8	93.6%	24.7	0.5%
电子	18.5%	延续	44.4	19.4%	29.3	0.8%
家电	17.0%	改善	18.6	41.3%	16.1	29.0%
食品饮料	16.1%	改善	44.1	86.6%	34.4	68.9%
国防军工	15.0%	改善	73.3	50.8%	45.5	7.9%
非银	14.9%	改善	13.5	5.7%	11.2	0.1%
汽车	10.2%	稳定	46.6	94.6%	28.0	84.1%
银行	8.7%	改善	5.3	10.8%	5.0	8.1%

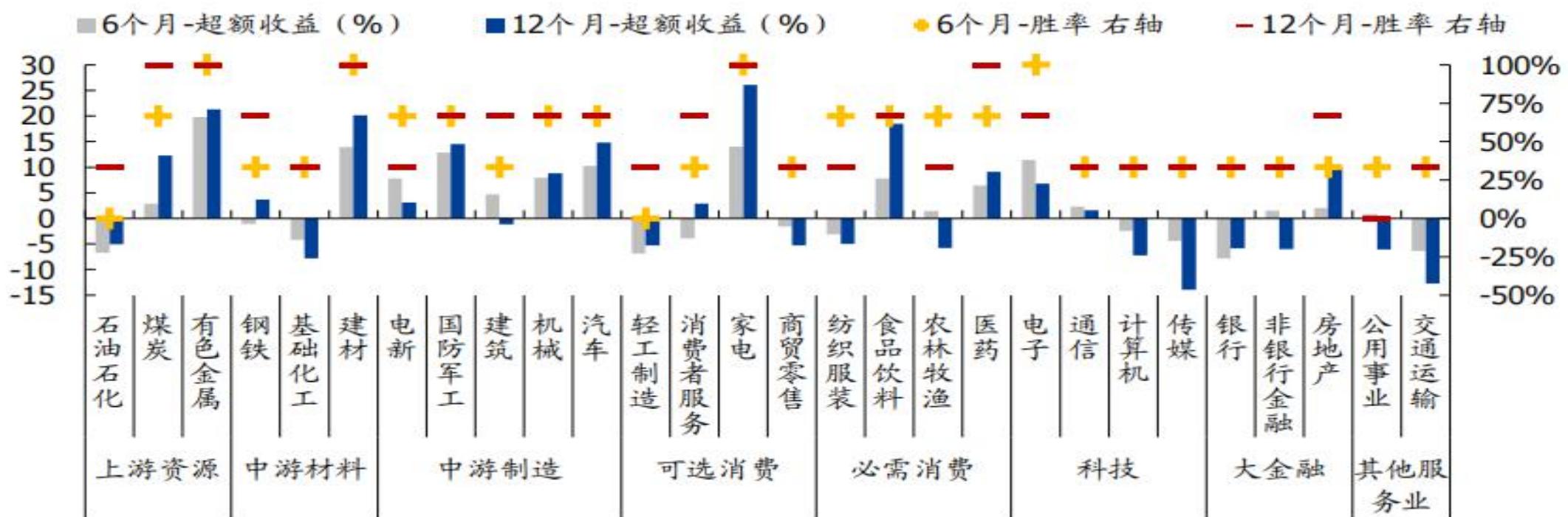
数据来源于：wind，博众研究所整理

入市有风险，投资需谨慎

# 主线预测：CPI-PPI收敛下的投资机会

- ◆ PPI处于高位且持续下行，CPI持续回升但总体温和，PPI-CPI剪刀差收窄。剪刀差收窄期间，下游消费获得超额收益。从2017年12月至2018年5月申万三级行业区间涨跌幅来看，涨幅最大的前16家中有14家是下游消费行业，其中医疗，啤酒，调味等表现较好。
- ◆ 从节奏上看，2017年12月剪刀差开始明显收窄和次年3-5月下游提价后业绩开始兑现到财报，两个时点下游相对收益最高。

图29：PPI下行CPI上行期各行业超额收益与胜率



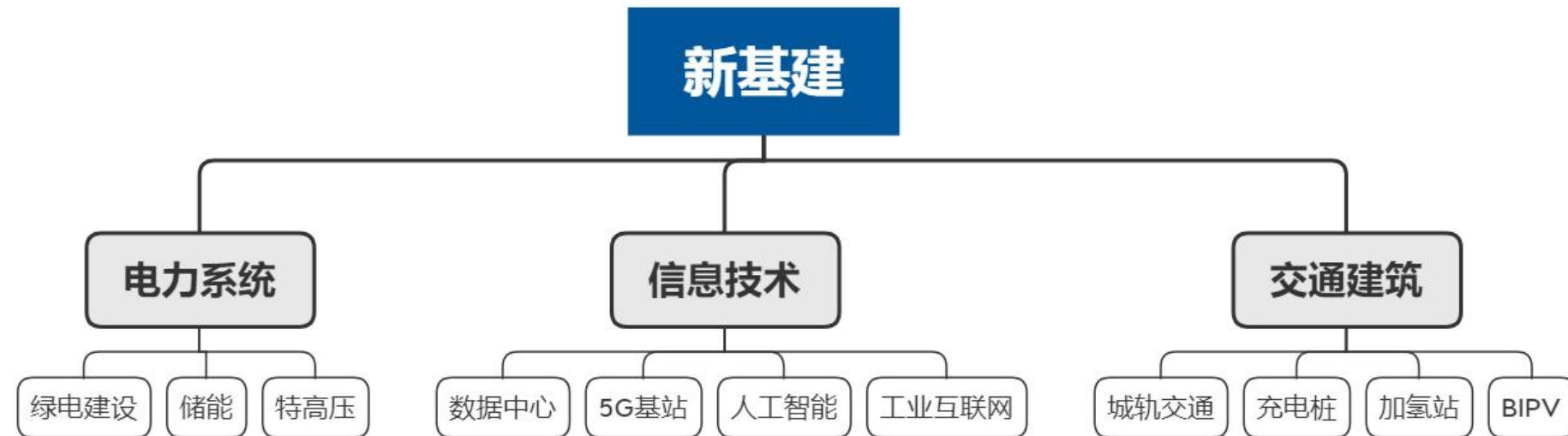
数据来源于：wind，博众研究所整理

入市有风险，投资需谨慎

# 主线预测：经济工作会议“稳增长”定调

- ◆ 12月中央经济工作会议定调更加积极，“稳增长”将成为贯穿明年宏观调控的主脉络。在当前更加注重高质量发展的基调下，促进消费持续恢复仍是本轮稳增长的主要抓手。
- ◆ 财政政策发力的预期下基建投资的刺激空间打开。明年经济压力较大下基建是托底经济重要导向，旧基建相对饱和，新基建蓄势待发。新基建方向基本围绕特高压、充电桩、储能、IDC、5G等偏科技与碳中和的方向

图30：新型基础设施涵盖范围



数据来源于：公开资料，博众研究所整理

入市有风险，投资需谨慎

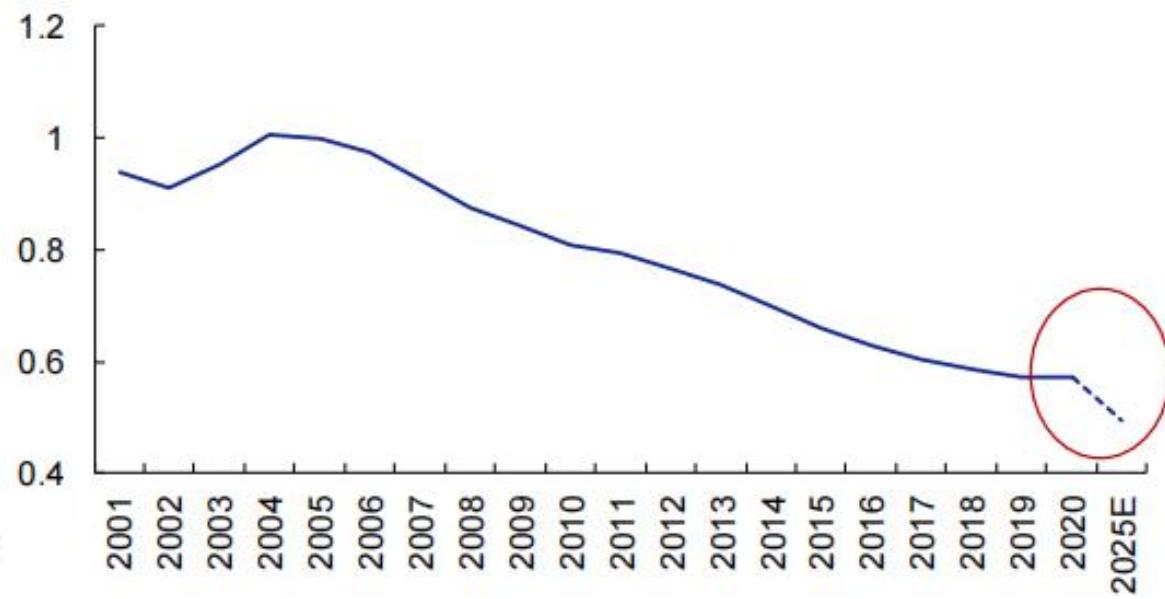
# 主线预测：能源大转型：碳中和周期

- ◆ 我国积极参与碳中和，在政策目标下，能源结构清洁化转型步伐将继续加快。依碳达峰碳中和工作要求，在2025年/2030年/2060年，非化石能源占比需分别达至少20%/25%/80%。当前远不及目标要求，预计之后转型步伐将进一步加快。
- ◆ 新能源充分受益碳中和推进，具备较高成长空间及投资价值。一方面，非化石能源提升的政策目标要求下，新能源更需加快推进，在技术及政策双驱动下有望获快速增长。另一方面，当前我国非化石能源占比仅16%，替代空间广。

图31：非化石能源占比提升预计大幅提升



图32：未来5年能效提升步伐将加快

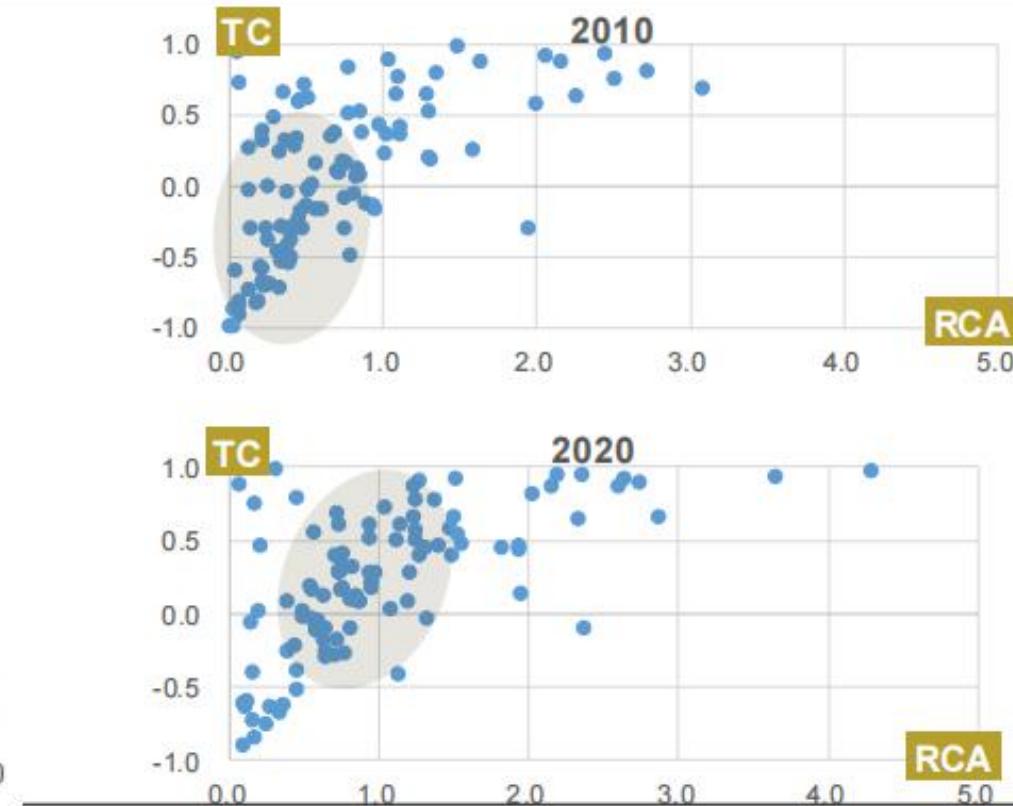
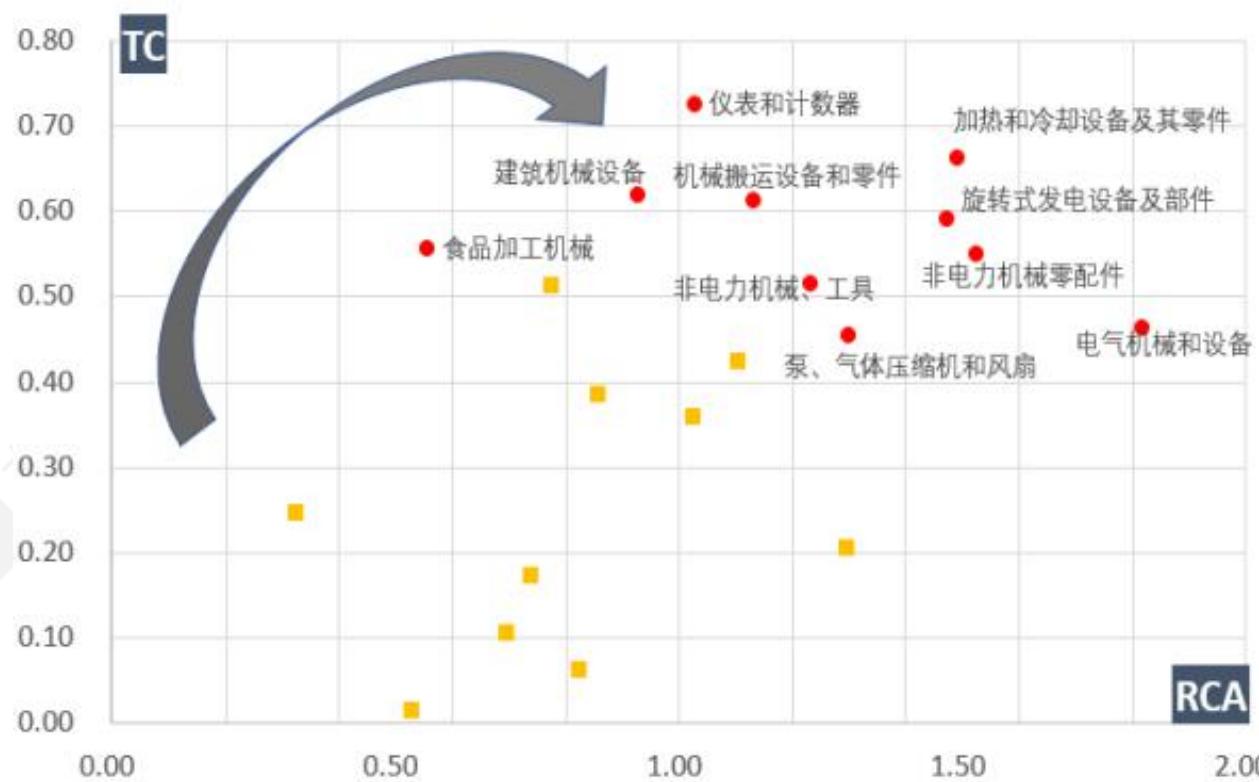


数据来源于：wind，博众研究所整理

# 主线预测：制造升级，中国先进制造快速崛起

◆中国在全球价值链地位：产业升级已显成效，高端制造业地位明显提升。从动态视角来看，近年来我国中高端制造业全球比较优势显著增强大幅提升。

图33：2016-2020年我国部分中高端制造业全球比较优势显著增强



数据来源于：wind，博众研究所整理

入市有风险，投资需谨慎

# 行业配置思路

自上而下

产业趋势

增长政策发力

未来一到两个季度，稳增长政策有望，信贷企稳指向银行，地产政策边际转变，财政发力重点关注新基建。

CPI-PPI收敛

PPI见顶回落，上游成本压力缓解，重点关注汽车、家电、机械以及国防军工。

后疫情边际好转

CPI温和回升，食品厂商提价以传导成本压力，猪周期有望在2022Q2迎来反转。

疫情受控确定性增加，提振酒店等线下服务消费：关注我国“国际放开”进展，航空机场、酒店等线下服务消费或迎关键拐点。

碳中和

“碳中和”仍将是市场主线，碳减排支持工具投向揭示碳中和发展方向，重点关注风电、光伏与储能赛道。

科技升级

5G建设强政策导向下，元宇宙有望引领下一轮科技浪潮，可期新技术科技产品落地带动消费电子、传媒等板块机会。

估值盈利匹配

基于行业PE (TTM) 与修正2022年业绩增速预测构建PE-G体系，这一视角下银行和建筑颇具配置性价比

# 配置方向—绿色电力

- ◆近期南网十四五规划落地：电网建设规划投资6700亿，较十三五增50%，配电网投资（占50%）及储能配套率（近20%）超预期。
  - ◆21年起步入新型电力系统建设期：周期跨度长达5年+，投资额侧重配电智能化、特高压、储能等。其中智能配电等二次设备环节，龙头公司相关业务未来5年业绩有望持续高增，开启成长周期；政策推进、技术升级、绿电占比逐步提升背景下，配储率同样具较大提升空间。
- 22年重点关注环节：电网自动化、电化学储能、储能逆变器。

图34：我国将迈入新一轮电网建设周期



图35：国内外新增储能预测



数据来源于：wind，博众研究所整理

入市有风险，投资需谨慎

# 配置方向—智能汽车

- ◆ 继新能源后，智能化将成为我国汽车产业大趋势。2020年，我国智能网联汽车市场规模达2556亿元，同比大幅增长54.35%。此外，L2级自动驾驶在所售乘用车的渗透率逐年稳步增长，2020年达13%，较19年再增4.2pct。
- ◆ 当前在售汽车智能化以车联网为主要载体，ADAS装配量出现显著增长。2020年，已上市在售汽车中，车联网配置率已达71.13%。ADAS装备中，以AEB及LDW为代表，其2020年配置率分别达43.66%、38.73%，较上年大幅增长15.80pct、13.16pct。

图36：我国已售出的乘用车中自动驾驶的渗透率

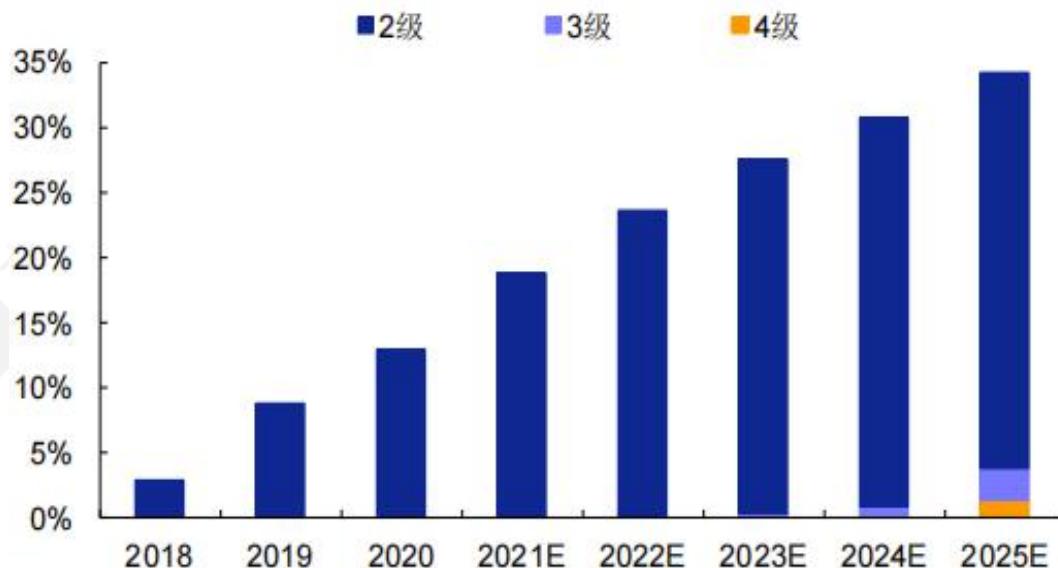
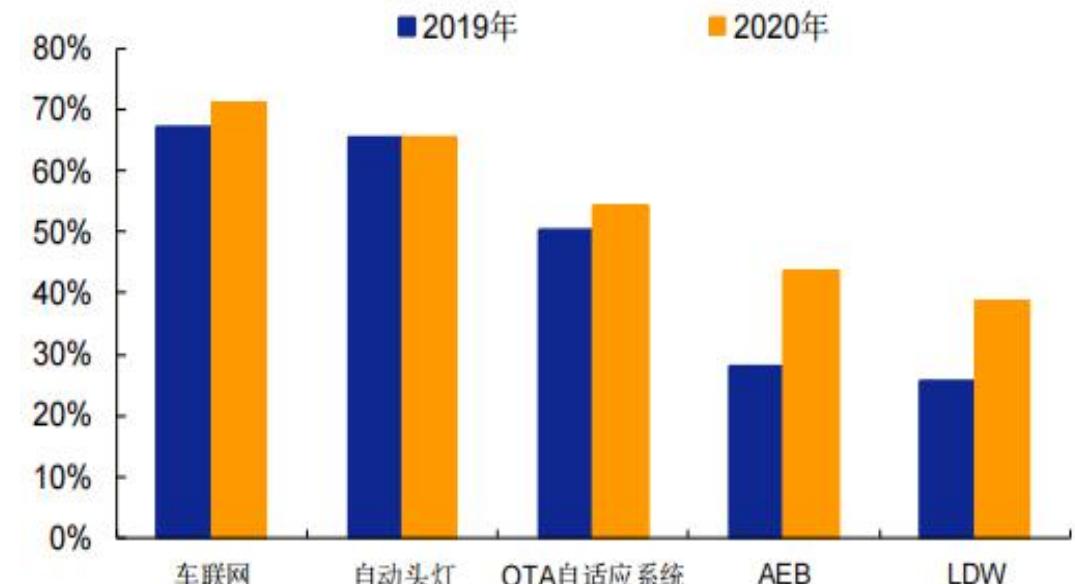


图37：2020年已上市在售汽车智能化配置分布情况



数据来源于：wind，博众研究所整理

# 配置方向一元宇宙

- ◆ 2020年新冠疫情的爆发在客观层面一定程度上推动人类社会对虚拟化的再认识、再接触与再接受，元宇宙概念板块在社会意识形态初步形成的条件下开始受到更多关注。
- ◆ 在Roblox上市、国内科技巨头持续推进相关领域布局、Facebook更名等一系列事件下，元宇宙产业初起步。作为元宇宙多维世界中重要应用落地设备，VR/AR有望再迎强需求。
- ◆ 苹果预计最早于明年推出MR头戴设备，其入局将伴随有强大的用户生态及成熟的供应链，市场有望受较大推动发展。

图38：历次互联网技术革命触发驱动与演化形态



图39：全球VR头显出货量及预测



数据来源于：wind，博众研究所整理  
入市有风险，投资需谨慎

# 配置方向一消费

- ◆ 四季度以来大众消费品企业密集提价，业绩大概率已出底部。成本压力逐步缓解，叠加需求回暖复苏，2022年业绩可期。
- ◆ 从静态市盈率来看，消费板块目前的估值略高于 2010 年以来中位值水平，但仍大幅低于 2021 年 2 月的高点。
- ◆ 在历次 PPI-CPI 剪刀差收窄期间，下游的消费、医药等板块表现相对较好，具备超额收益。

图40：消费板块历史PE (TTM)



图41：2005年来PPI-CPI剪刀差收窄期间市场表现

行业超额收益 (%)	全时段	2017. 12	2018. 1	2018. 2	2018. 3	2018. 4	2018. 5
		2017. 12	2018. 1	2018. 2	2018. 3	2018. 4	2018. 5
医疗服务Ⅲ	53.79	17.30	-4.80	3.13	18.33	8.43	4.85
啤酒	52.18	14.50	-2.54	0.25	8.47	3.66	22.89
调味发酵品Ⅲ	36.66	7.55	-3.32	1.77	2.21	8.35	17.78
旅游综合	35.85	1.27	4.39	6.06	5.29	-0.10	16.70
家纺	29.76	6.66	-2.78	3.72	6.10	-3.05	18.46
白酒	26.85	11.55	1.04	-2.12	-3.10	3.56	16.35
机场	26.08	5.09	0.45	7.06	1.57	3.38	6.93
专业连锁Ⅲ	25.13	3.54	-4.27	0.44	15.85	2.64	6.07
生物制品Ⅲ	24.31	1.47	-1.42	1.76	11.42	-1.86	12.51
洗衣机	23.31	5.65	11.96	5.07	-10.15	3.87	8.09
人工景区	23.12	0.03	-9.92	3.50	16.46	5.18	7.34
其他食品	22.46	19.89	-0.81	2.52	-2.33	-0.41	4.33
休闲服装	21.67	-0.63	-6.38	11.33	6.88	0.35	9.32
肉制品	21.54	-0.55	-5.11	1.18	6.78	4.51	14.46
宏观形势							
CPI 同比 (%)		1.80	1.50	2.90	2.10	1.80	1.80
PPI 同比 (%)		4.90	4.30	3.70	3.10	3.40	4.10
PPI-CPI剪刀差 (%)		3.10	2.80	0.80	1.00	1.60	2.30
剪刀差环比变化 (%)		-1.00	-0.30	-2.00	0.20	0.60	0.70

数据来源于：wind，博众研究所整理

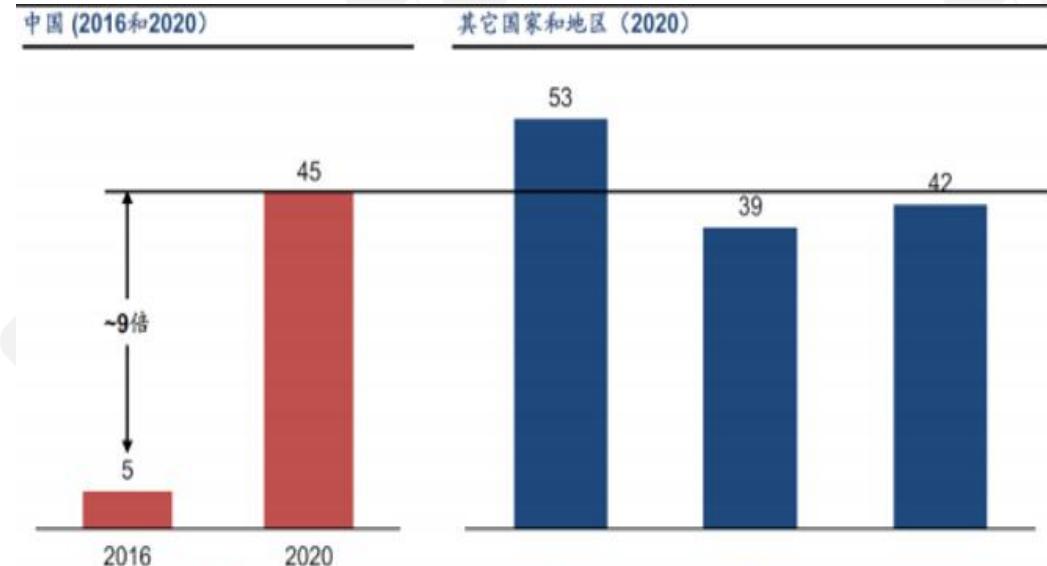
# 配置方向一医药

- ◆ 集采冲击已经逐渐弱化，未来市场还有望呈现稳定的正向增长。政策端来看，医药谈判最为关注的创新药，降价幅度温和，今年为创新药进医保的第三年，今年的医保价格调整，市场已有一定预期。
- ◆ 年底的国家集采，规则上已有大幅放松，利空基本已经出尽。政策面企稳，创新转型带来机会。医保谈判落地，集采影响弱化，政策面趋于稳定。药品板块估值已处于较低分位，预计2022年医药板块整体估值修复机会，创新转型也值得期待。

图42：2016-2020年创新药医保谈判降幅



图43：国内创新药数量显著增加



数据来源于：wind，博众研究所整理

入市有风险，投资需谨慎

# 配置方向一军工

- ◆ 十四五期间国防预算提升，军队现代化建设加速，军工行业景气上行。军工企业普遍在 2021 年上半年开始呈现向上转折趋势，普遍业绩出众。随着十四五期间主要机型换装列装加速，航空产业链景气度有望持续高增。
- ◆ 2022 年新建产能将进入集中达产期，四季度以及明年初关注军工景气度向中下游传导进度。重点关注环节：新材料、主机厂、军工电子。

图44：军工板块投资逻辑演变



数据来源于：wind，博众研究所整理  
入市有风险，投资需谨慎

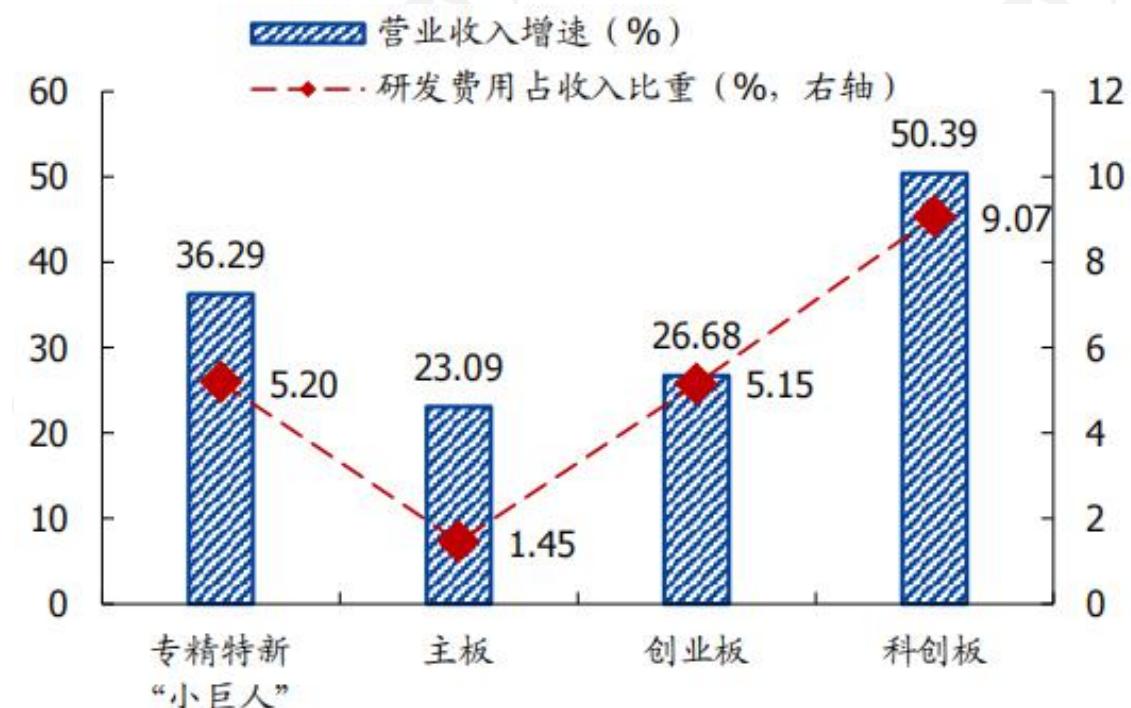
# 配置方向—专精特新

- ◆ “十四五”规划强调推动中小企业提升专业化优势，培育专精特新“小巨人”企业和制造业单项冠军企业，“专精特新”今年以来在国家战略层面被多次提及。
- ◆ “小巨人”集中于先进制造、TMT、医药化工等行业，市值多为百亿以下（平均市值 95 亿元），估值处于中等水平（57 倍 PE），具备较强的成长性与创新性。

图45：专精特新A股行业分布（家）



图46：“小巨人”A股上市公司成长与创新能力特征（%）



数据来源于：wind，博众研究所整理

入市有风险，投资需谨慎

# 目录

## CONTENTS

# 目 录

- 1 历史复盘
- 2 未来展望
- 3 A 股策略
- 4 十大好股

# ■ 十大好股：爱博医疗 (688050)

投资逻辑：

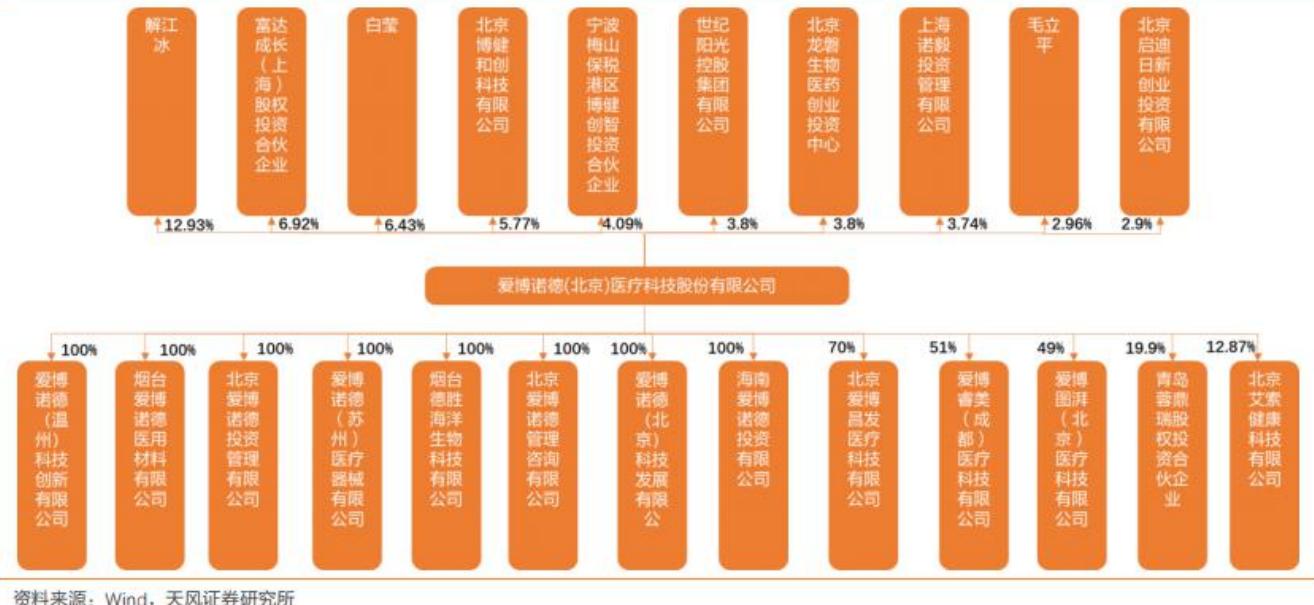
1. 人工晶状体在集采之后，国产替代开始加速，公司是国内龙头企业，聚集中高端产品，能够充分迅速替代海外产品。
2. 公司是OK镜的新介入者，凭借自产原材料，公司有较大的成本优势，因而定价比现有的OK镜普遍便宜一半以上，通过低价策略公司能够迅速抢占市场。
3. 公司通过收购天眼后，迅速切入到彩瞳市场，未来市场放量可期。
4. 公司的研发投入处在较高的水平，后续有ICL晶体等大品种可期待上市后放量。

# 公司概况

公司专注于眼科医疗器械的自主研发、生产、销售及相关服务。目前公司的主要产品覆盖手术和视光两大领域，主要针对白内障和屈光不正两大类眼科疾病，其中手术领域的核心产品为人工晶状体，视光领域的核心产品为角膜塑形镜，以及围绕这两项核心产品研发生产的一系列配套产品。

核心技术团队成员在高分子材料、光学工程等专业取得博士学位，在眼科领域深耕多年，均在爱博医疗有长期任职经历，团队长期稳定。

图 2：公司的股权结构中，解江冰为公司实际控制人(截至 2021 年 9 月 22 日)



资料来源：Wind，天风证券研究所

# 公司业务状况

公司在人工晶体领域是国内领先企业，是国内首家高端屈光性人工晶状体制造商，拥有人工晶状体核心技术和完整的自主知识产权。

公司是中国大陆第二家研发生产角膜塑形镜的企业。“普诺瞳”角膜塑形镜是公司在人工晶状体技术基础上研发的另外一项核心产品，创新性地设计和制造了具有非球面基弧的角膜塑形镜。

公司收购天眼医药，进军彩瞳行业，进一步拓宽产品线。

图1：公司四大产品管线



资料来源：公司公告，米欧米官网，安适优官网，南宁爱尔眼科官网，公司专利申请书，天风证券研究所

# 公司近五年及新一期财务

爱博医疗过去的增速一直非常快，盈利能力随着公司产能扩大而不断提升。

2020年一季度，公司受疫情影响较大，使得20年整体增速有所下滑，后随着OK镜的放量而迅速恢复高增速；由于2020Q1的低基数，这也使得2021的增速较高。

爱博医疗 688050.SH 213.12 +0.24% 财务摘要							
报告期	2021-09-30	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	
	三季报 合并报表	年报 合并报表	年报 合并报表	年报 合并报表	年报 合并报表	年报 合并报表	
<strong>利润表摘要</strong>							
营业收入	3.25	2.73	1.95	1.27	0.75	0.44	
同比(%)	78.99	39.88	53.73	69.72	71.86		
营业总成本	1.87	1.68	1.29	1.12	0.83	0.53	
营业利润	1.52	1.11	0.70	0.27	-0.03	-0.10	
同比(%)	91.45	59.72	160.35	946.89	67.94		
利润总额	1.56	1.11	0.70	0.27	-0.03	-0.04	
同比(%)	97.11	59.41	160.75	949.43	14.60		
净利润	1.39	0.96	0.66	0.20	-0.04	-0.01	
同比(%)	103.51	46.17	223.80	594.37	-175.80		
归属母公司股东的净利润	1.40	0.97	0.67	0.20	-0.04	-0.01	
同比(%)	104.36	44.80	228.32	612.11	-183.99		
非经常性损益	0.17	0.07	0.03	0.11	-0.03	0.05	
扣非后归属母公司股东的净利润	1.24	0.90	0.64	0.09	-0.01	-0.06	
同比(%)	85.03	41.22	582.80	1,317.62	87.86		
研发支出	⑦ 0.36	0.40	0.29	0.20	0.16	0.16	
EBIT		1.06	0.69	0.20	-0.03	-0.09	
EBITDA		1.36	0.93	0.35	0.06	-0.02	
> 资产负债表摘要							
> 现金流量表摘要							
<strong>关键比率</strong>							
ROE(摊薄)(%)	8.57	6.36	10.80	3.69	-2.00	-0.75	
ROE(加权)(%)	8.90	9.65	11.41	4.71	-2.07	-0.95	
扣非后ROE(摊薄)(%)	7.55	5.91	10.28	1.69	-0.38	-3.36	
ROA(%)	7.83	8.27	10.34	4.71	-1.61	-0.64	
ROIC(%)	8.11	8.30	10.10	5.14	-1.26	-0.68	
销售毛利率(%)	83.98	83.91	85.69	81.37	75.11	71.54	
销售净利率(%)	42.70	35.20	33.69	15.99	-5.49	-3.42	
扣非后销售净利率(%)	38.03	32.84	32.53	7.32	-1.02	-14.45	

# 白内障人数持续增长

我国老龄化加深，白内障患者人数持续增长

据弗若斯特沙利文，我国45岁以上白内障患者人群预计 will 由2015年的1.27亿人增长至2024年的1.96亿人，年均复合增长率为5%。白内障具有较高的年龄相关性，我国60岁至89岁人群白内障发病率是80%，而90岁以上人群白内障发病率将达到90%以上，随着我国人口寿命提高、老龄化加剧，白内障患病人数将呈现长期增长态势。人工晶状体植入术作为治疗白内障最有效的手段，其需求量将日益上升。

图表14：我国45岁以上白内障患者人数(百万人)



资料来源：弗若斯特沙利文，朝聚眼科招股书，国海证券研究所

# 渗透率提升带来人工晶状体需求

我国白内障手术渗透率提升，人工晶状体需求不断增长

根据前瞻产业研究院，2012年-2018年，我国白内障手术量从145万例增加至370万例，CAGR达到 16.90%。2019年后，由于医保支出结构优化调整，使得我国白内障手术量同比增速出现放缓迹象。2020年，新型冠状病毒疫情冲击全球，白内障手术量作为非急诊手术，受到较大影响。

根据爱博医疗招股说明书，2018年我国CSR达到2662，远低于同期欧美国家10000以上的CSR，且低于印度2014年4830和巴西2013年3165的CSR水平，我国白内障治疗渗透率还有较大提升空间。保守估计，2021年开始，我国白内障手术量将保持约10%的年增速，预计2025年将达到625万例。

图 29：我国白内障手术量



资料来源：前瞻产业研究院、爱博医疗招股说明书，东莞证券研究所

# 集采利于国产替代

集采前进口品牌占国内市场份额80%，进口替代空间广阔

据公司招股书，2017年、2018年，国内人工晶体市场规模约为305万片、370万片，其中国产品牌约占49-54万片、70-75万片，进口品牌约占251-256万片、295-300万片，进口品牌占据绝大多数市场份额，国产化率约为16%-18%、19%-20%，进口替代空间广阔。

## 集采降价幅度较小，有利于国产替代

人工晶体暂未全国集采，地方集采降价幅度在50%上下浮动，基本未伤及厂家的出厂价，集采后更有利干推动国产品牌的推广，预期未来国产替代将会加速。

图表17：进口与国产IOL市场份额对比



资料来源：招股书，国海证券研究所

图表21：各省、联盟地区人工晶体集采情况

相关省份	时间	采购比例	采购周期	分组规则	平均降幅	公司中标情况	投标、中标情况
	2019年7月	90%	1年	-	国产品类平均降价18.1%，进口品类平均降价20.9%，总体平均降价20.5%	A1-UV, 1950元，降幅为18.1%	8个产品中选
安徽	2021年8月	80%	2年	单焦3个分组 多焦2个分组	平均降幅52.6%（其中2019年谈判议价中选产品本次平均降幅49.35%）	国械注准20163221747 国械注准20183220052 国械注准20193161652	90个产品中选
	2019年9月	70%	1年	-	26.89%	-	16个产品中选，均为进口
江苏	2021年6月	80%	1年+1年	单焦/球面/软性，单焦/非球面，单焦/非球面/散光 多焦（非三焦）/非球面 三焦/非球面 多焦/非球面/散光	38%	2款，分组2、3分别中选1款 国械注准 20193161652 国械注准 20163221747	33个产品中选
京津冀 黑吉辽蒙晋鲁	2020年4月	60%	1年	53个分组组	54.21%	A1-UV, 1948元 A2-UV, 1400元 ATIBH, 3899元	44个产品中选（竞价组25个，谈判组19个）
陕宁甘青湘桂晋 琼、兵团	2020年7月	70%	1年	单焦晶体11组， 多焦晶体4组， 散光晶体2组	44%	国械注准20193161652, 1130元 国械注准20203160517, 1800元 国械注准20163221747, 3448元	56个产品中选，包括6个国产产品
上海	2020年8月	30%	1年	8个分组	-	-	2个产品中选
河南	2020年12月	70%	1年	8个分组	56.30%	2款，分组3、5分别中选1款 国械注准20193161652 国械注准20183220052	-
广东、江西、河南	2021年2月	70%	至2022年底	11个分组	55.13%	国械注准20193161652, 1050元 国械注准20163221747, 3040元	65个产品中选
福建	2021年4月	-	1年+1年	单焦点晶体，2个分组	-	国械注准20203160517	-
浙江、湖北	2021年9月	80%	2年	9个分组	-	国械注准20193161652	-

资料来源：各地医保局，国海证券研究所

# 人工晶状体竞争壁垒

人工晶体的竞争主要还是体现在技术能力上，特别是三焦点人工晶体，目前全球仅蔡司一家能够做出来，还有散光技术、景深延长技术等等，这些都有着较高的技术壁垒，国内厂家仍在技术攻关中。从国内企业的比较来看，爱博医疗是走在了国产最前列，并在紧紧追赶海外的企业。

表 5：我国软性人工晶状体市场中的外资与内资企业

中国软性人工晶状体市场中的欧美企业			
类别	无附加技术	含抗散光技术(Toric)	含景深延长(EDOF)技术
可调节	博士伦	无	无
单焦	博士伦、强生、爱尔康(Alcon)、瑞纳(Rayner)、蔡司(ZEISS)	强生、爱尔康(Alcon)、瑞纳(Rayner)	强生
双焦	强生、爱尔康(Alcon)、瑞纳(Rayner)、蔡司(ZEISS)	强生、爱尔康(Alcon)、瑞纳(Rayner)、蔡司(ZEISS)	无
三焦	蔡司(ZEISS)	蔡司(ZEISS)	无

中国软性人工晶状体市场中的本土企业			
类别	无附加技术	含抗散光技术(Toric)	含景深延长(EDOF)技术
可调节	昊海生科	无	无
单焦	瑞霖医药、蕾明视康、爱博诺德、昊海生科	无	无
双焦	爱博诺德、昊海生科	爱博诺德	无
三焦	无	无	无

资料来源：火石创造，东莞证券研究所

# ■ 青少年近视发展趋势

儿童、青少年近视呈现发病早、进展快、程度深的趋势。

据卫健委，2020年儿童青少年总体近视率52.7%(+2.5pct)，其中6岁儿童、小学生、初中生、高中生近视率分别为14.3%、35.6%、71.1%、80.5%。小学阶段近视率攀升速度较快，从小学一年级的12.9%快速上升至六年级的59.6%，平均每升高一个年级，近视率增加9.3个百分点。

	2011	2012	2013	2014	2015	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
8-12岁人数(万)	-	-	-	-	-	7989	8009	8050	8082	8154	8221	8403	8491
13-15岁人数(万)	-	-	-	-	-	4809	4794	4795	4786	4817	4811	4807	4827
16-18岁人数(万)	-	-	-	-	-	5120	4948	4839	4809	4794	4795	4786	4817
8-12岁近视率	-	-	-	-	-	36%	36%	36%	37%	37%	37%	37%	37%
13-15岁近视率	-	-	-	-	-	72%	71%	70%	69%	68%	67%	66%	65%
16-18岁近视率	-	-	-	-	-	81%	80%	79%	78%	77%	76%	76%	75%
8-18岁近视人数(万人)	12892	12870	12822	12754	12650	10486	10263	10113	10015	9973	9916	9895	9886

资料来源：东莞证券

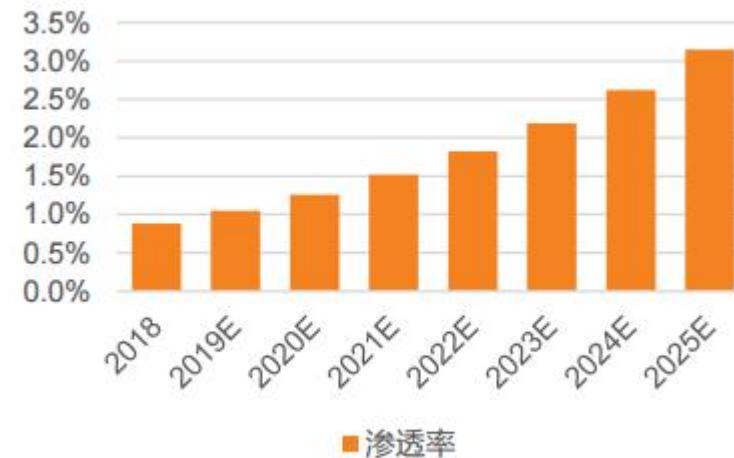
# OK镜未来空间广阔

OK镜渗透率低、市场空间广阔

根据中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会验配量测算，2015 年国内OK镜消费量为64.3万副，渗透率为0.51%。2018年国内角膜塑形镜的使用量为64万副，行业渗透率约为1%。据前瞻产业研究院测算，到2023年角膜塑形镜渗透率在国内有望达到2%左右，复合增长率达30%。

随着家长对OK镜的认知加强、居民收入水平的提升，以及爱博医疗低价介入的搅局，未来OK镜的渗透率会快速提升。

图 28：OK 镜在全国近视青少年中渗透率有望逐年升高



资料来源：爱博医疗招股说明书，天风证券研究所

# 爱博低价突破

爱博产品低价搅局，打破过去稳定格局

国内市场目前有11款角膜塑形镜获批，其中市场份额较高的品牌商包括欧普康斯、欧几里得、阿尔法、CRT等。普诺瞳角膜塑形镜在国内生产发货，产品透氧率和设计均有特点，特别在价格上几乎为其它OK镜的一半不到，2020年起持续放量，预计将保持高增长态势。

图 43：2019 年中国角膜塑形镜竞争格局（按企业）



资料来源：头豹研究院，东莞证券研究所

# 爱博OK镜三大优势

## 爱博OK镜产品优势

原材料自研自产获得，其生产成本相对其它公司来说更低，这也是其能够在定价上能定到其它企业一半以下价格的底气。

创新性地设计和制造了具有非球面基弧的角膜塑形镜，临床使用反馈点染率（点状感染）明显较低、偏位率明显较低、验配成功率高。

由于产品的定制特性，相对于海外厂商来说，国内厂商供货周期以及全面周到的售后服务，更能吸引客户。

图表37：国内获批的11款角膜塑形镜产品对比

序号	品牌	注册证编号	注册人	产地	镜片材料来源	设计	透氧系数	湿润角	作用方式	获批度数范围	散光范围
1	DreamVision, 梦戴维	国械注准20163160131	欧普康视	中国	博士伦	VST	100	49°	日戴、夜戴或日夜交替配戴	-0.50D~-6.00D之间	1.5D以内
2	C&E	国械注进20163220202	C&E GP Specialists (2020年被Cooper收购)	美国	Paragon	VST	75	42°	夜戴	-1.00D~-3.00D之间	0~-1.50D之间
3	Euclid	国械注进20163220204	Euclid	美国	博士伦	VST	127	36°	夜戴	-5D之内	1.5D以内
4	阿尔法	国械注进20163221583	阿迩发集团株式会社	日本	博士伦	VST, 配连弧2段球面	104	35°	夜戴	-1D~-4D之间	1.00以内
5	亨泰	国械注许20163220006	亨泰光学	中国台湾	博士伦	VST	90	30°	夜戴	-4D之内	1.50D以内
6	Lucid	国械注进20163220203	韩国露晰得	韩国	博士伦	VST	100	49°	夜戴	-5D之内	2D以内
7	DreamLite	国械注进20173226392	Procornea (2017年被Cooper收购)	荷兰	博士伦	VST	100	49°	夜戴	-0.75D~-4.50D之内	1.50D以内
8	ORT (依视路代理)	国械注进20163223260	PARAGON (2017年被Cooper收购)	美国	Paragon	CRT, 配连弧直线条	75	42°	夜戴	-4D之内	1.5D以内
9	普诺瞳	国械注准20193160198	爱博医疗	中国	Contamac。自制高透氧的氟硅丙烯酸酯聚合物材料片	VST, 全弧段非球面	125	43°	夜戴	-1.00D~-4.00D之内	顺规则散光度数不超过1.75D, 逆规则散光不超过1.5D
10	迈儿康 (昊海生科代理)	国械注许20193160009	亨泰光学	中国台湾	博士伦	VST, 全屏非球面	141	49°	夜戴	-4.00D之内	1.50D以内
11	-	国械注准20213160638	天津视达佳	中国	-	-	-	-	夜戴	-1.00D~-4.00D之内	1.50D之内

资料来源：招股书，国家药监局，国海证券研究所

# 彩瞳市场高速增长

我国彩瞳市场规模高速增长，渗透率仍有较大提升空间

根据头豹研究院，2016年-2020年，我国彩瞳市场规模从41.8亿元增加至225.4亿元，期间CAGR高达52.39%。2020年-2025年，中国彩瞳市场规模将以20.84%的复合增速增长，预计在2025年达到580.8亿元。考虑到彩瞳的妆容化、快消化等特点逐渐强化，无度数彩瞳的未来增速将超过有度数彩瞳。目前我国彩瞳渗透率在2.2%左右，日韩渗透率在10%左右。

图 53：中国彩瞳市场规模（按终端价）



资料来源：头豹研究院，东莞证券研究所

图30、2015-2026国内彩瞳市场规模测算（按出厂价计，亿元）



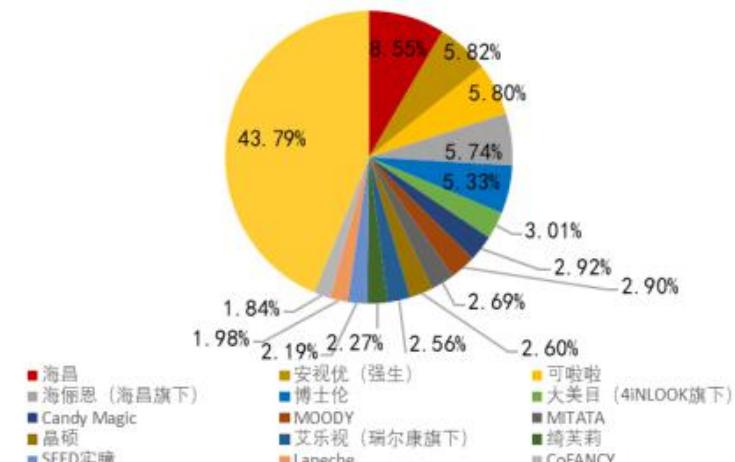
# 彩瞳国产品牌崛起

我国彩瞳行业集中度低，国货品牌逐渐崛起

根据淘宝销售额数据显示，彩瞳CR5为31.24%，CR10为45.36%；同时，没有任何一个品牌的市场份额超过10%，且大多数品牌的市场份额都低于5%，可见彩瞳行业集中度较低。

中国大陆的品牌方大部分都是最近3-5年内成立的，主要进行线上的渠道和品牌营销，不作产品生产。国潮彩瞳虽然可以自主设计产品花色，但受制于代工生产工艺，导致成品缺乏特色，同质化较严重。

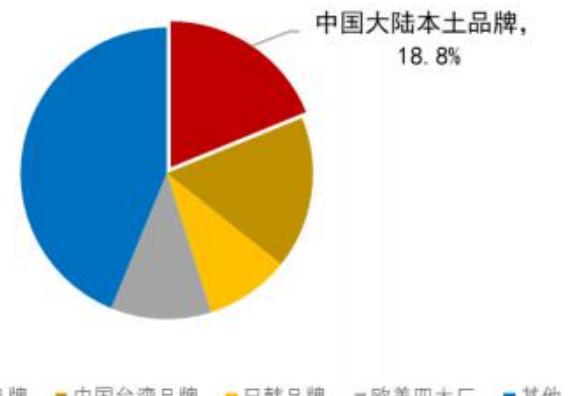
图 54：中国天猫淘宝彩瞳品牌销售额占比



来源：头豹研究院，东莞证券研究所

备注：数据日期为 2019 年 11 月-2020 年 10 月

图 55：中国天猫淘宝彩瞳各地区品牌销售额占比



资料来源：头豹研究院，东莞证券研究所

备注：数据日期为 2019 年 11 月-2020 年 10 月

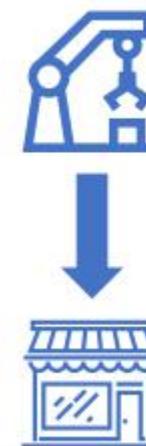
# 彩瞳将是爱博新增长点

公司以4000万元收购天眼医药55%的股权，介入到彩瞳市场。

目前，天眼医药已获得国家药监局三项彩色软性亲水接触镜注册证和江苏省药监局的生产许可证，预计将于 2021 年 8-9 月正式投入生产。天眼医药现有软性亲水接触镜理论产能约为 1,000 万片/年，近期增加3条产线达到3000万片/年产能，二期扩建后产能有望达到年产1亿片以上。

公司将成为国内少有的能直接生产彩瞳的公司之一。

图表41：彩瞳产业链



## 上游：生产方

负责产品注册（第三类医疗器械），生产代工  
多为台湾、马来西亚、韩国产能，约占90%  
国内：瑞尔康、康视达、**天眼医药**、爱睿思

## 下游：品牌商

品牌营销和销售，部分开始向上游扩张建设产能  
市场集中度仍低，品牌包括海昌、安视优、  
可唯唯、Moody等。

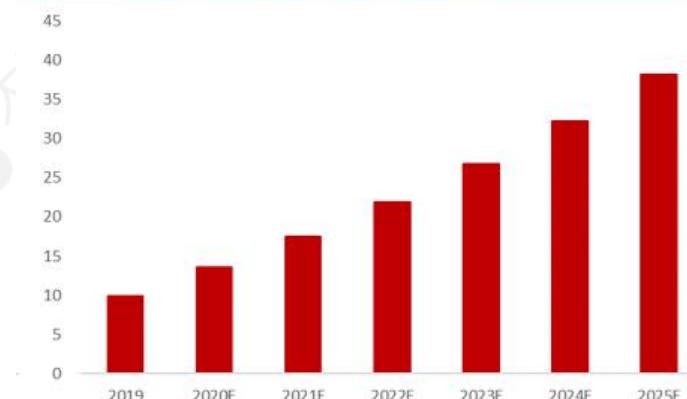
资料来源：国海证券研究所

# 爱博在研产品-ICL晶体

目前ICL晶体在全球范围内被STAAR公司所垄断，公司产品有望2023年上市，打破垄断格局，与龙头企业共同竞争。

ICL 被认为是可替代 LASIK、PRK 和其他切削手术进行屈光矫正的最新技术，是矫治近视的最新和最安全的技术之一。随着近视患者医疗教育的深化，我国 ICL 手术的普及率和渗透率将持续提升，市场规模有望保持快速增长。根据前瞻产业研究院预测数据，2025 年我国 ICL 晶体市场规模（按出厂价）将达到 38.12 亿元，2019 年-2025 年的复合增速为 25.11%。

图 38：中国 ICL 晶体市场规模预测（按出厂价）



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

备注：假设按出厂价 7100 元/对计算

# 盈利预测

- 重要假设：

- 带量采购后，国产人工晶体快速国产替代，市占率大幅提升。
- 公司OK镜能够凭借低价策略迅速抢占大量市场。
- 公司能够迅速打开彩瞳市场。

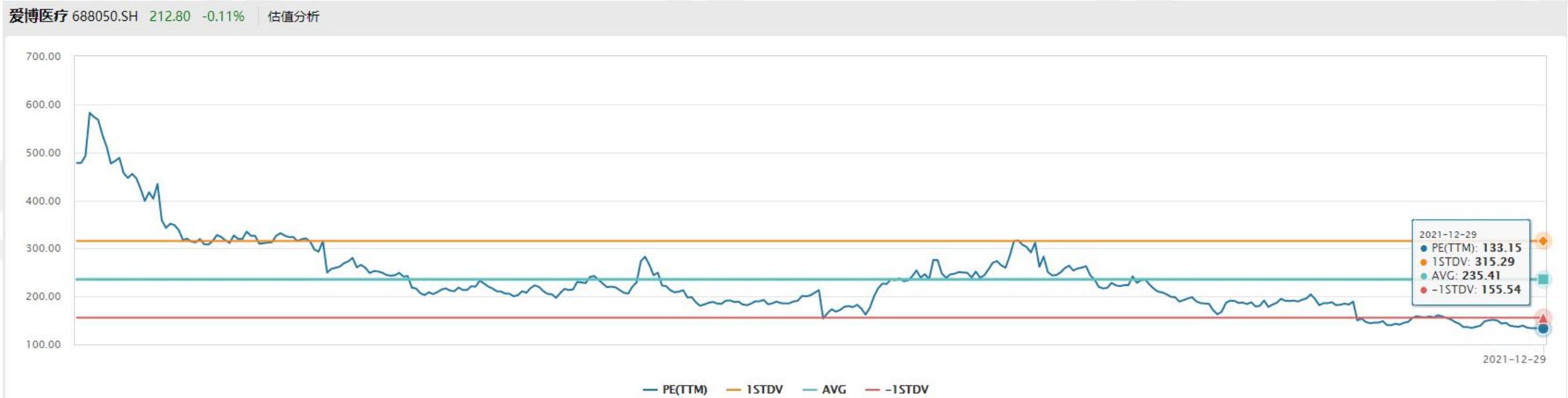
一致预测

关键指标	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万)	434.04	618.85	853.57
增长率(%)	58.96	42.58	37.93
归母净利润(百万)	169.50	243.10	338.21
增长率(%)	75.55	43.42	39.12
EPS(摊薄)	1.61	2.31	3.22
基准股本(百万股)	105.14	105.14	105.14
ROE(摊薄)(%)	9.80	12.35	14.76
ROA(%)	7.84	9.83	11.76
PE	132.14	92.14	66.23
PEG	1.75	2.12	1.69

	2019	2020	2021	2022	2023	
<b>人工晶状体</b>						
我国白内障患者 (百万人)	155	162.3	170.8	179.3	188.265	据弗若斯特沙利文，我国45岁以上白内障患者人群预计将由2015年的1.27亿人增长至2024年的1.96亿人，年均复合增长率为5%。白内障具有较高的年龄相关性，我国60岁至89岁人群白内障发病率是80%，而90岁以上人群白内障发病率达到90%以上，随着我国人口寿命提高、老龄化加剧，白内障患病人数将呈现长期增长态势。
治疗渗透率	1.20%	1.18%	1.23%	1.29%	1.36%	对比欧美，其渗透率在5%左右；另外2020受疫情影响，渗透率略有下滑（一次手术做一只）
我国白内障手术量 (万例)	373	383	421.3	463.4	513.0	随着集采推进，手术量能保持10%以上的增速
公司销量 (万片)	41.55	50	72.5	97.875	132.131	2019年带量采购后，国产人工晶体市占率快速提升，2020受疫情影响增速有所下滑，21年恢复
公司市占率	11.14%	13.05%	17.21%	21.12%	25.76%	公司高端产品占比不断提高，尽管2020年因带量采购价格有所下降，但高端产品占比提高，使得整体价格并未下滑，后续仍会有所提高
单价	431	447	469.35	492.82	517.46	
收入	1.791	2.235	3.403	4.823	6.837	
增速		24.8%	52.3%	41.8%	41.8%	
<b>OK镜</b>						
我国青少年近视人口 (万人)	10262.95	10112.10	10015.31	9972.83	9972.83	
OK镜渗透率	1.05%	1.26%	1.52%	1.82%	2.13%	OK镜1-2年更换一次，不用考虑存量市场；另外由于价格较高，渗透率难以迅速提升。
OK镜销量 (万副)	107.76	127.41	152.23	181.51	212.42	
公司销量 (万副)	1.16	5.11	11.86	17.78	25.79	
公司市占率	1.08%	4.01%	7.79%	9.80%	12.14%	欧普康视的市占率在20%+，公司能够依靠低价迅速抢占市场
单价	808	808.0	848.4	890.8	935.4	公司定价不到欧普康视的一半，未来预期能缓慢提价
收入	0.094	0.413	1.006	1.584	2.412	
增速		340.5%	143.6%	57.5%	52.3%	
<b>彩瞳</b>						<b>股权</b>
彩瞳市场规模		15.88	19.06	22.87	27.44	32.93 55%
市占率					1%	2% 目前彩瞳市场分散，最大也就8%的市场，未有大龙头出现
收入					0.274	0.659
总收入		1.885	2.648	4.409	6.559	9.611
增速			40.5%	66.5%	48.8%	46.5%
利润		0.66	0.96	1.675	2.492	3.652
增速			45.5%	74.5%	48.8%	46.5%

# 估值分析

- 公司未来两年增速维持在50%左右，若给予80倍PE，对应2021E/2022E/2023E三年利润1.675亿/2.492亿/3.652亿的估值为134亿/199亿/292亿，而现在公司市值为223亿，处在一个较为合理偏高的位置。
- 从历史估值来看，公司估值一直处在一个非常高的位置，现在133倍的PE也是在历史低位。



# 主要风险

- 人工晶体国产替代速度不及预期
- 人工晶体后续可能面临国家集采而大幅降价超预期的风险
- 公司OK镜未必能够迅速抢占市场的风险
- 公司研发进度不及预期
- 目前公司估值偏高，明年可能面临增速下滑而杀估值的风险

# ■ 大好股：杭可科技 (688006)

投资逻辑：

1. LG新能源和SKI订单预计在22年将大量落地，杭可科技是这两家后道设备主要供应商。根据LG规划看，未来杭可四年或将拿下116亿元LG的订单。
2. 产能扩张加速交付，21年底预计达40亿元+，10月公告投资扩产15万平米对应产值约20亿元，预计22H2达产，届时杭可产能将达60亿元。
3. 22年开始海外订单占比将显著提高到50%左右，抬高公司综合毛利率水平。
4. 全球汽车电动化趋势下锂电池企业纷纷扩产，敲定中长期锂电设备行业确定性，2021-2023年新增锂电设备需求累计可以达到2330亿元，其中后端设备预计可以达到700亿元左右。
5. 线性充放电控制精度、充放电效率等关键技术指标相对行业优势明显。

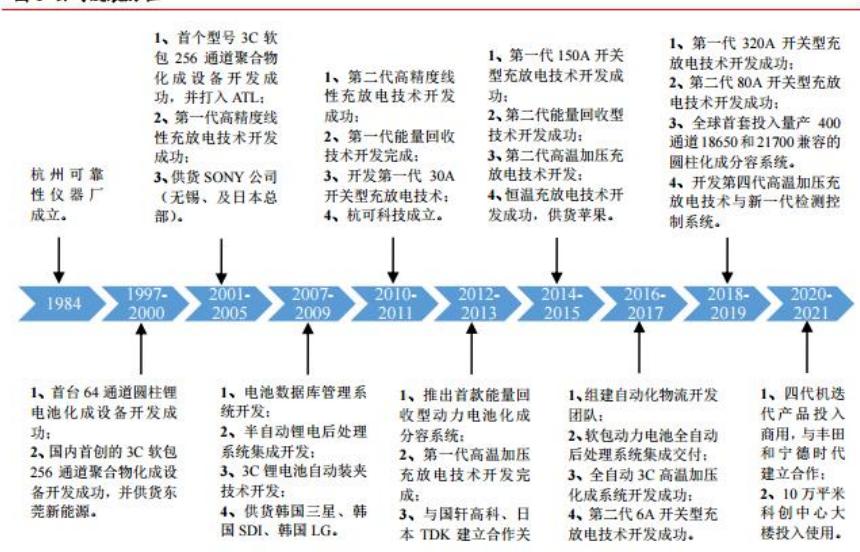
# 公司概况

杭可科技定位锂电池设备行业，主要为客户提供锂电后处理系统整体解决方案。

后处理工序是锂离子电池生产的必备工序，经过后处理锂离子电池才能达到可使用状态，后处理系统直接决定电池产品的成品率和最终品质，因此电池制造商对后处理设备的性能、可靠性、稳定性、安全性等要求非常高，后段锂电设备客户粘性相对较高。锂电池后段设备基本都属于定制型系统。后段设备公司盈利能力优势显著，综合毛利率一般在 40-50%，显著优于其他环节。

杭可科技核心技术主要体现在充放电机、内阻测试仪等后处理系统核心设备。

图1 公司发展历程



数据来源：公司官网，上海证券研究所

# 公司近五年及新一期财务

营收结构来看：充放电设备、其他设备（主要是内阻测试仪）、配件三大业务分别占比74.04%、22.88%、1.55%；毛利率分别为49.86%、42.86%、71.78%，毛利率与净利率水平均高于国内外同行。

2016~2021Q3公司营收、利润规模均实现了显著增长（2016~2020营收、净利润复合增速分别为42.07%、32.81%）。

2021H1，公司归母净利润1.27亿元，同比下滑35.77%。净利润下滑主要是上半年受内外销结构变化以及材料价格上涨等因素影响导致综合毛利率下滑以及期间费用快速增长导致，费用增多的同时政府补贴反而少了2024.42万元。

	2021 三季报	2020 年报	2019 年报	2018 年报	2017 年报	2016 年报
营业收入	17.62	14.93	13.13	11.09	7.71	4.10
营业收入同比增长率(%)	70.96	13.70	18.36	43.88	87.95	59.01
营业收入	17.62	14.93	13.13	11.09	7.71	4.10
营业收入同比增长率(%)	70.96	13.70	18.36	43.88	87.95	59.01
营业总成本	15.19	10.82	8.75	--	--	--
营业利润	2.63	4.25	3.27	3.30	2.10	0.83
营业利润同比增长率(%)	-26.49	30.00	-0.82	57.52	153.51	42.77
利润总额	2.66	4.25	3.34	3.31	2.09	1.06
净利润	2.38	3.72	2.91	2.86	1.81	0.92
归属母公司股东的净利润	2.38	3.72	2.91	2.86	1.81	0.90
归属母公司股东的净利润同比增长率(%)	-22.63	27.73	1.73	58.50	101.31	57.98
扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润	2.02	3.18	2.43	2.76	1.82	0.75
扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润同比增长率(%)	-19.74	30.71	-11.92	51.61	144.46	85.14
非经常性损益	0.36	0.54	0.48	0.10	-0.02	0.15
研发费用	0.91	1.04	0.74	0.57	0.49	0.26

# 锂电池产业链

锂电池生产工艺流程分为前中后三道工序。前道工序是极片制作，中间工序是电芯制作，后道工序是检测封装等。在锂电池生产线上，前道工序成本占40%左右，中道和后道工序大致各占30%。

图 18 锂电池的一般生产工艺过程

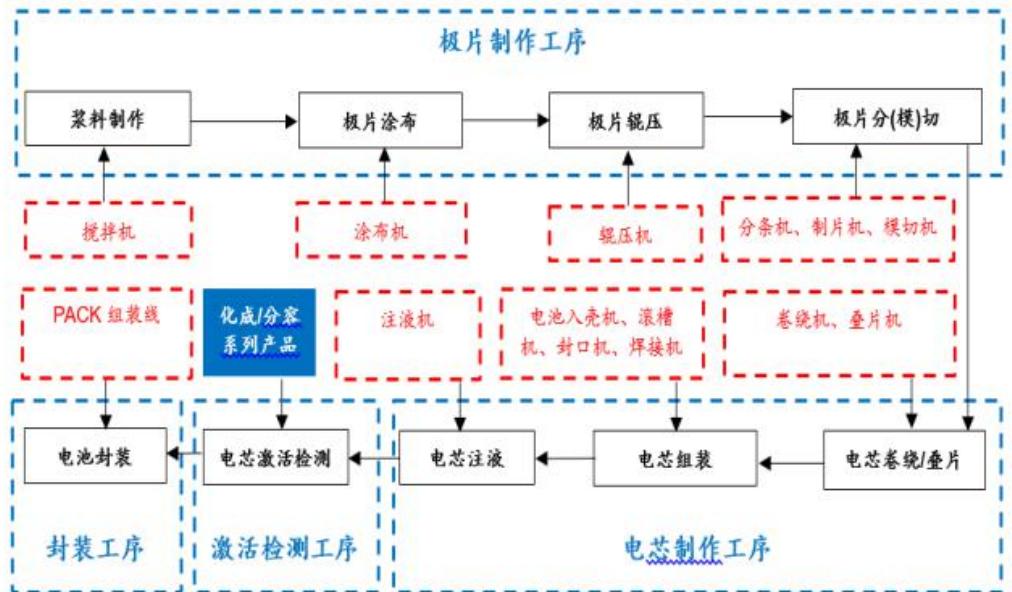
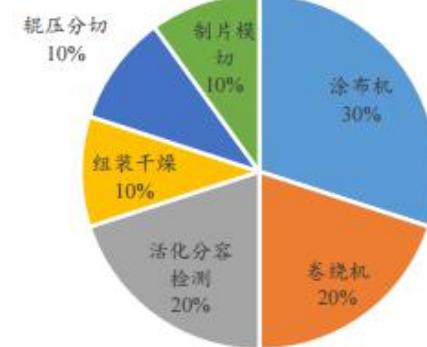


图 19 锂电池生产线各工序成本大致结构



图 20 锂电池生产线各设备成本大致占比



数据来源：GGII，上海证券研究所

数据来源：GGII，上海证券研究所

# 锂电池行业空间及增速

市场空间与增速：根据全球主要锂电池企业扩产计划统计情况来看，2021新增产能/22/23/中长期规划产能分别为215/466/443/2484GWh,对应设备投资额456/988/886/3801亿元，其中后端设备投资额按30%测算分别为137/296/266/1140亿元，预计从2023年开始投资规模开始逐步下降。

表 14 全球主要锂电池企业扩产统计（产能单位：GWh）

企业名称 (2020 年)	当前产能 2021 年新 增产能	2022 年新 增产能	2023 年新 增产能	中长期规 划产能
宁德时代	69	34	87	163
比亚迪	46	20	45	--
中航锂电	16	53	75	300
国轩高科	10	17	26	100
亿纬锂能	11	13	35	200
塔菲尔新能源	4	6	3	--
瑞浦能源	6	8	20	200
鹏辉能源	6	6	--	--
孚能科技	13	8	28	120
峰巢新能源	12	6	32	200
LG 化学	120	10	65	32
松下	35	4	24	37
三星 SDI	30	10	6	2
SKI	40	20	20	125
合计产能	418	215	466	443
每 GWh 设备 投资额(亿元)	--	2.12	2.12	2.0
设备投资额合 计(亿元)	--	456	988	886
后端设备投 资额合计(亿元)	--	137	296	266
				1140

数据来源：根据公开资料整理，上海证券研究所

注：1、以上数据预测基于公司截止 2021 年 7 月底已披露的投资项目，鉴于不同公司的建设投产周期不同，可能和未来实际数据有较大误差；2、中长期产能的设备投资额测算中已减去当前产能数据；3、后端设备投资额按照占总设备投资额的 30%测算。

# 动力电池需求端

动力电池装机量测算：2025年全球合计销量超过1800万辆，同时随着纯电动汽车占比的提升、单车带电量的增加，预计2025年国内动力电池装机量417GWh，国外装机量647GWh，全球合计装机量 1064GWh，2020-2025年年复合增长率47.4%。

表 7 全球动力电池装机量测算

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车销量(万辆)										
全球	91	135	204	216	306	524	747	970	1314	1818
YoY		48%	51%	6%	42%	71%	43%	30%	35%	38%
中国	52	81	122	121	129	250	351	432	564	756
YoY		56%	50%	-1%	7%	94%	40%	23%	31%	34%
国外	40	54	82	96	177	274	396	538	750	1062
YoY		37%	51%	17%	86%	55%	44%	36%	39%	42%
单车带电量(kwh)										
国内	53.9	44.8	46.8	52.2	48.2	45.2	46.7	50.8	52.9	55.2
国外	41.2	42.2	57.7	63.1	51.1	55.6	62.9	62.3	61.5	60.9
动力电池需求(GWh)										
全球	44.2	59.1	104.1	123.3	152.8	265.5	413.5	554.7	759.5	1063.8
国内	27.9	36.3	57.0	63.0	62.2	112.9	164.0	219.4	298.5	417.2
国外	16.3	22.8	47.1	60.3	90.6	152.6	249.5	335.3	461.0	646.6

资料来源：中航证券研究所预测

# 锂电设备市场需求测算

锂电设备需求主要源自动力电池和非动力电池（储能、小动力、消费、电动工具）需求两大块。预计2025年全球锂电设备市场规模超过千亿元，2020-2025年CAGR约27%。

表 8 锂电设备市场规模测算：需求端

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
动力电池需求(GWh)							
全球	123.3	152.8	265.5	413.5	554.7	759.5	1063.8
国内	63.0	62.2	112.9	164.0	219.4	298.5	417.2
国外	60.3	90.6	152.6	249.5	335.3	461.0	646.6
非动力电池需求(GWh)							
储能	12.5	19.0	32.8	55.5	78.7	108.1	167.5
小动力	5.5	9.7	12.5	16.2	20.9	27.1	35.0
消费	70.0	75.0	81.0	87.5	95.0	99.8	104.7
电动工具	8.0	9.6	11.0	13.2	15.2	17.5	20.1
全部锂电池需求(GWh)	219.3	266.1	402.8	585.9	764.6	1011.9	1391.2
需求/产量	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
产能利用率	59.6%	59.7%	67.2%	75.1%	77.2%	79.9%	82.4%
锂电池产能(GWh)	460.1	557.7	749.9	975.2	1238.0	1583.2	2110.8
新增产能需求(GWh)	47.3	97.6	192.2	225.3	262.9	345.2	527.6
更新产能需求(GWh)	79.6	96.5	123.8	138.0	167.3	225.0	292.5
全部产能需求(GWh)	126.9	194.1	316.0	363.3	430.2	570.1	820.1
单GWh设备投资额(亿元/GWh)	2.10	2.00	1.90	1.80	1.70	1.60	1.55
锂电池设备市场规模(亿元)	266.4	388.2	600.4	654.0	731.3	912.2	1271.2
锂电池设备市场规模(只考虑动力，亿元)	136.5	202.7	457.9	488.9	520.4	701.3	980.0

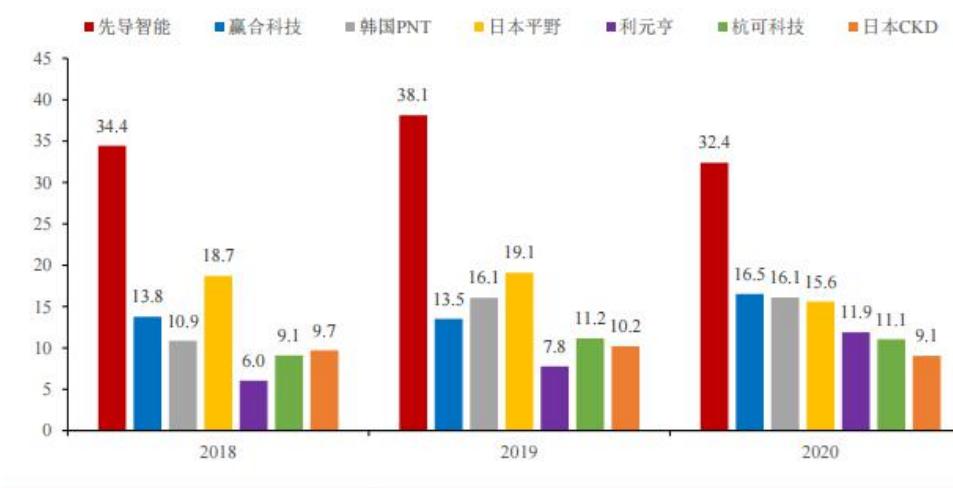
资料来源：高工锂电、起点大数据研究院、中航证券研究所预测

# 国产设备优势

总的来看，整线交付有利于提升锂电池企业扩产效率。目前处于领先的先导智能便是整线解决方案供应商。从锂电设备收入规模来看，先导智能遥遥领先，近三年锂电设备收入规模都在30亿元以上，杭可科技位列第6。

国产设备市占率不断提升的原因：在价格、交货期、售后服务等多个方面占有优势。据高工产研锂电研究所（GGII）调研统计，2019年中国锂电设备整体国产化率达到90%。

图 21 全球主要公司锂电设备收入规模（亿元）

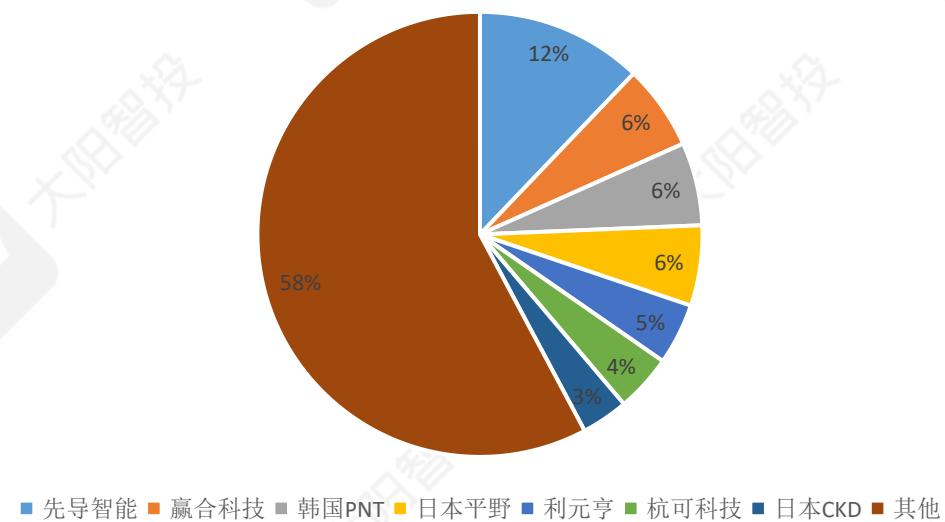


# 全球锂电设备产商市占率

锂电池设备市占率情况如下图，2020年我国锂电设备市场规模267亿元，同比增长26.9%；主要玩家市占率情况如下：先导智能大幅领先其他公司，其次是赢合科技，杭可科技位列行业第6。

根据我国锂电生产后端设备市场规模以及公司收入占比来看，近年杭可科技后段设备市占率处于上行走势，从2016年的10.4%增长到2020年的18.8%，其中2019年更是达到20.1%。

全球主要锂电设备厂商市占率（2020年）



# 同业盈利能力对比

盈利能力对比（毛利率、净利率、ROE）

2018~2020年杭可科技毛利率和净利率均高于同行，维持在40~50%的高位水平。2021H1，杭可科技毛利率、净利率分别下降至 28.4%、11.77%，主要是内外销结构变化以及原材料价格上涨等因素导致综合毛利率下降，同时期间费用快速增长又进一步导致净利率下滑。

未来随着海外客户占比回升有望回到正常水平。

图 26 榴电生产后端设备企业毛利率



图 27 榴电生产后端设备企业净利率



图 28 榴电生产后端设备企业 ROE



数据来源：Wind，公司官网，上海证券研究所

数据来源：Wind，公司官网，上海证券研究所

数据来源：Wind，公司官网，上海证券研究所

# 公司核心竞争优势

**技术优势：**1) 品类与电控精度优势。杭可科技是行业内少数可同时为圆柱、软包、方形锂电池提供包括充放电设备在内的后处理工序全套整线解决方案的供应商。公司的充放电机电压控制精度已经达到万分之二、电流控制精度达到万分之五、充放电效率均高于同行业其他后处理设备厂商。2) 自主研发电池生产数据集中管理技术，能够为后处理系统提供全自动服务，相比于竞争对手多采取委外的方式，在数据应用效率、设备生产效率方面具备显著优势。

**客户优势：**海外客户占比高，深度绑定LG新能源、三星SKI。杭可科技2020年国外客户营收占比超过40%，在LG后道设备中占比70%销售额份额，SKI美国产线设备已经开始交付。

表 11 公司核心技术与国内外水准对比

技术类别	技术名称	杭可科技水平	国内行业平均水平	国外行业平均水平
控制及检测精度类技术	高精度线性充放电技术	电压精度 0.02% 电流精度 0.05%	电压精度 0.04%-0.1% 电流精度 0.05%-0.1%	电压精度 0.04%-0.05% 电流精度 0.1%
	全自动校准技术	最大 400 个通道同时校准	最大 256 个通道同时校准	最大 256 个通道同时校准
能量利用效率类技术	高频 PWM 变流技术高频、SPWM/SVPWM 变流技术和能量回收技术	电压精度 0.02% 电流精度 0.05% 充电效率≥80% 放电效率≥80%	电压精度 0.1%-0.2% 电流精度 0.1%-0.2% 充电效率≥65-78% 放电效率≥65-75%	电压精度 0.04%-0.1% 电流精度 0.05%-0.1% 充电效率≥75% 放电效率≥70%
	高温加压充放电技术	可以实现	仅个别厂商可以实现	无法实现
	恒温充放电技术	可以实现	无法实现	无法实现
温度/压力控制类技术	锂电池自动装夹技术	全电池类型设备均可满足	绝大部分厂商无法满足全电池类型的自动装夹	全电池类型设备均可满足
	电池生产数据集中管理技术	已具备自主研发的电池生产数据集中管理技术，能够为全自动后处理系统服务	通常外包给专业软件公司制作；很少有后处理设备厂家能够提供专业的数据集中管理技术	技术水平很高，大幅领先于国内，但一般由电池生产商掌握，后处理设备厂商一般不负责该部分

# ■ 投资逻辑分析

**订单：**22年产能角度看订单可能达到70亿+，LG和SKI订单预计22年落地（具体可能在Q1~Q2期间）2021年1-11月新签45亿元订单，预计全年新签50+亿元，其中以国内客户为主，大约占比70-80%，主要面向一线和准一线客户，预计2022年海外国内订单各占50%。目前海外订单已开始启动，SK美国线杭可设备已开始交付。

**产能：**人均产值100万，4000人对应40亿年产值，目前目标22年产值是50亿+；后续产能22年下半年出来，22H2产值达到60亿。**产值/出货量角度：**2020年出货15亿元左右，2021年约40亿元出货量，2022年出货量预计45亿+。

**毛利率：**海外毛利率比国内高10~15%，总体海外毛利率40%左右，之前是60~70%；

# 盈利预测

根据公司最近股权激励计划的考核目标，我们做如下测算。

重要假设如下：

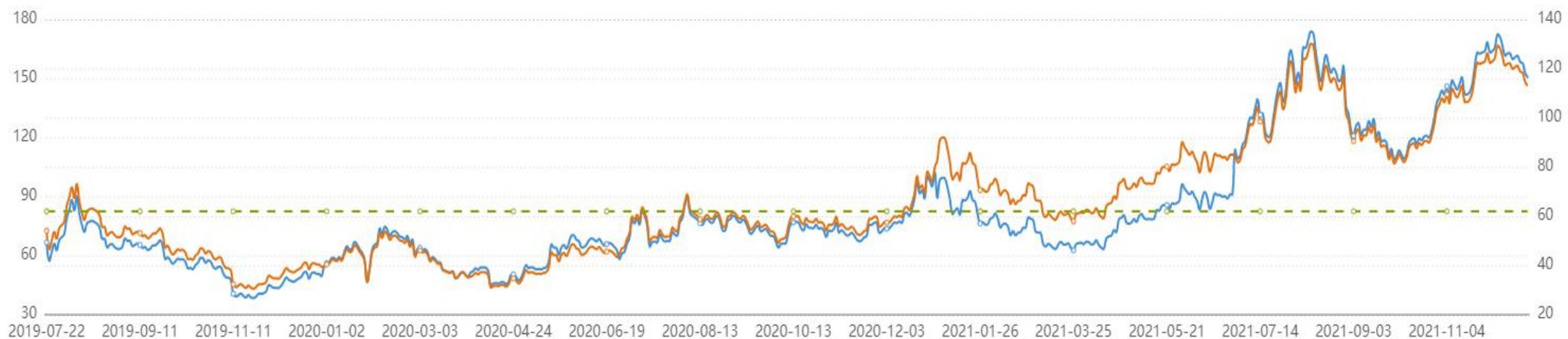
1. 杭可科技能完成2021/2022/2023年营业收入目标。
2. 随着LG、SKI等海外大订单落地，杭可科技21/22/23年海外营收占比逐年提升10%。
3. 不考虑22、23年之后毛利率下行的情况，杭可科技海外、国内毛利率根据21H1数据拟合计算。

	2020年	2021年	2022年	2023年
营业收入	14.93	24.63	39.56	59.72
YOY	13.70%	64.97%	60.64%	50.94%
净利润	3.719	4.18	5.82	9.31
YOY	27.73%	12.40%	39.23%	59.97%

单位：亿元

# ■ 估值分析及投资建议

- 杭可科技上市以来PE-TTM均值在82倍左右，由前面计算知21~23年净利润CAGR为35.78%左右，对应PEG为2.29。
- 当前PE-TTM为141倍，21年对应当前市值PE为102倍，均处于历史较高位置，短期看估值偏高，但是中长期还是有较大增长空间。



# ■ 主要风险

- **下游电池厂扩产进度不及预期。**如果LG、SKI等海外厂商扩产进度缓慢则会影响公司订单情况，市场目前普遍预期22年上半年订单会落地，如果不及预期则有增速下滑风险。
- **行业竞争加剧，盈利能力下滑。**21年行业毛利率水平已经开始下滑，未来随着每GWh设备投资额下行毛利率有进一步下降的可能，可能会造成杀估值情况出现。
- **产能扩张不及预期，影响订单交付。**公司自身交付能力如果不能快速提升，则也会影响当期营业收入水平，进而影响当期利润。

# ■ 十大好股：航发动力 (600893)

投资逻辑：

1. 公司是国内大型航空发动机制造基地，国内唯一的生产制造涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类军用航空发动机的企业。综合技术水平国内领先，是主战机型发动机国内唯一供应商。
2. 国家航空装备升级换代及规模上量持续，军队常态化高强度备战训练，存量军机发动机加速更新，重型装备占比提高，航发维修需求持续放量。
3. 公司营收快速增长，预收/预付款项占比快速提升表明增长潜力强劲。盈利未跟随营收快速增长，主要受航发业务结构调整导致的毛利率下降影响。对比历史数据趋势及航发型号发展规律，预计未来毛利率有望触底进入上升通道。

# 公司概况

公司是国内大型航空发动机制造基地，国内唯一的生产制造涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类军用航空发动机的企业。综合技术水平国内领先，是主战机型发动机国内唯一供应商。

图 2：航发动力主要股东及下属控股子公司股权结构图



资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

- 航发动力控股股东及实际控制人  
为中国航发集团，直接持股比例  
45.79%，合计持股比例51%。
- 航发动力主要由中国航发黎明、  
黎阳、南方及西航国内四家发动  
机主机厂组成，还包括航空发动  
机零部件制造厂、军用航空发动  
机专业维修单位等。
- 航发动力主要业务收入及利润总  
额来自于四大航空发动机主机厂，  
占比约在95%。

# 公司近三年财务概况

- 由于公司营收主要在Q4确认，所以21H营收数据增长虽然不明显，但21前三季度，营收都保持着增长。
- 由于订单预付变化，公司合同负债增长过快。此时参考存货增长意义更高。结合营收与存货同步增长，说明公司在手订单饱满，产销规模有望增大。
- 21H毛利率和净利率均有所提升。

单位：百万	2019/12/31	2020/12/31	2021/6/30
营业收入	25,210.5	28,632.6	10,083.8
归母净利润	1,077.4	1,146.0	461.3
扣非归母净利润	781.2	872.3	386.2
经营活动现金流	5,094.5	3,608.6	13,024.0
投资活动现金流	-2,344.7	-2,669.2	-12,662.5
(购买固定、无形等资产现金)	2,451.5	2,588.9	1,007.3
自由现金流	2,750	939	362
毛利率	16.7	15.0	17.5
ROE(加权平均)	3.97	3.72	1.27
净利率	4.4	4.1	4.8
合同负债	2,847.17	2,805.46	24,823.09
存货	18,544	18,744	25,751

# 航空发动机产业链分析

根据航空发动机制造从生产到应用的全过程，产业链一般可以分为上游、中游、下游三个细分行业。

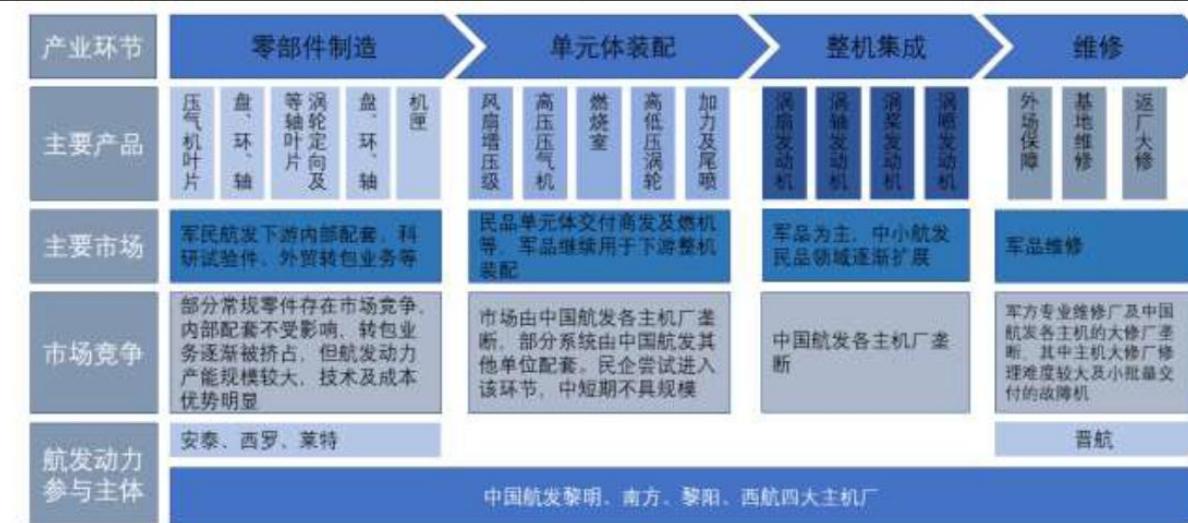
上游主要为零部件制造。部分零部件存在市场竞争，航发动力产能规模较大，技术及成本优势明显。

中游为包括单元件装配和整机集成。市场基本给航发各主机厂垄断。

下游为应用与维修维护。军品维修被航发各主机厂的大修厂垄断。

综上，产业链上的各个环节主要由中国航发黎明、南方、黎阳、西航四大主机厂参与。故此，公司在整条产业链上有绝对优势。

图 5：航发动力涉及的航发产业环节、主要产品及市场竞争情况



资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

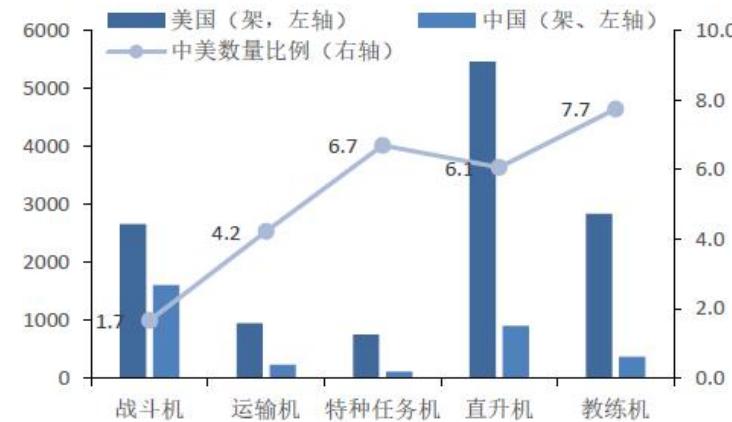
# 我国军机与美军差距大

中美目前主战军机装备从数量及组成上存在明显差距。

美军机种数量大都双倍以上于我国，尤其远程投送的运输机及现代化作战需求的特种飞机，中国军机数量明显偏少，属于明显的战略短板，规模上量需求强烈。

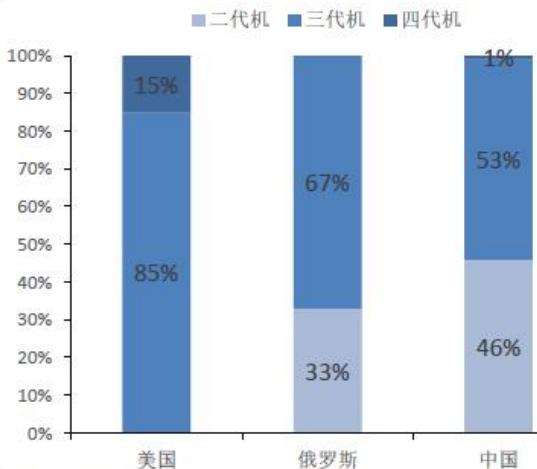
军机代际组成是其作战能力的重要体现，以中美间数量差距最小的战斗机为例，美国已经实现战斗机换代，形成三代机及三代半为主体，四代机为骨干的战机结构调整，而我国目前二代机数量近半，先进三/四代战机占比明显不足，甚至落后于俄罗斯，军机换代需求明显。

图 15：中美军机各类型机种数量差异巨大



资料来源：《world Air Force 2021》、国信证券经济研究所整理

图 16：中美及中俄间战斗机存在代差级落后



资料来源：《world Air Force 2021》、国信证券经济研究所整理

# 飞机研制，动力先行

飞机研制，动力先行。军机的作战性能很大程度上取决于航空发动机的先进程度，同时军机的研制难度及周期小于配套的航空发动机，航空发动机科研、生产及维修保障是各国发展中空军事力量的重要组成，也是前提条件。

虽然我国军用航发已基本实现自主可控，但距离国外先进水平仍有差距。我国目前在役航空发动机性能及在研型号进展落后于美国。因此，可以预计国家对军用航发换代升级及上量交付的需求明确，市场景气将持续可观。

表 5：军用航空发动机划代标准及中外各代航发比对

航发划代	第一代	第二代	第三代	第四代	第五代
推重比	3.5-4.7	4.6-7	7-10	10-12	12 以上
涡轮前温度 (K)	1100-1150	1150-1440	1650-1850	1920-1980	>2000
中国典型型号	WP5、WP6	WP13、WS9	WS10、WS13	WS15	/
中国配套飞机	歼6	歼7、歼8	歼10、枭龙	歼20、FC31	
中国发展时间	1950-1970	1970-1990	1990-2000	2000 至今 (研 / 制)	
欧美典型型号	J-57、RD-9B	J-79 、 R11-300 、 R15B-300、MK202	F100、F404、RD-33、AL-31F、M88、EJ200	F119 、 F135 、 117S	XA100-GE-100
欧美配套飞机	F-100,、MIG-19	F-104、F-4、MIG-21/23	F-15、F-16、MIG-29、SU-27/35、幻影、阵风	F-22 、 F-35 、 T50	/
欧美发展时间	1950-1960	1960-1970	1970-2000	2000 至今 (应 2010 年至今用)	

资料来源：《新一代战斗机及其动力发展解析》、《未来航空发动机控制技术的发展趋势》、《国外航空发动机简明手册》、《战斗机-在竞争中更新换代》，国信证券经济研究所整理

# 航空发动机市场空间

假设1：结合目前飞机主机厂数量，并考虑军工行业的高景气度，假设2021~2027年我国军机数量以10%的年均复合增速增加，预计到2027年我国军机数量将比现在3260架增加3093，达到6353架。

假设2：一般军用发动机寿命为8~10年，常态化的练兵备战也加剧了装备的损耗，大大缩短了装备的更新周期，因此假设目前存量军机在7年内换发一次，每年有当前存量的1/7约466架共932台发动机需要更换，换发来自于备用发动机，故不再考虑备用部分，同时假设增量军机在七年<sup>编上不换发</sup>内不换发。2021到2027年我国军用航空

假设3：根据不同型号装备发动机数量有所不同，假设平均每架飞机装备两台发动机，预计2021~2027年我国军用发动机总需求量为12710台。发动机采购价格参考国内外各方采购信息取中值2000万人民币/台。

假设4：发动机寿命期内通常需要大修2次，每次大修费用约占采购费的50%。假设发动机每3年大修一次，现有军机发动机每年约有33%共2173台需要大修。

表 5：我国军用航空发动机市场测算

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	总计
飞机总数	3586	3945	4339	4773	5250	5775	6353	
新增飞机数(架)	326	359	394	434	477	525	578	3093
新增发动机数(飞机数X2台)	652	718	788	868	954	1050	1156	6186
存量军机换发数量(台)	932	932	932	932	932	932	932	6524
大修发动机数量(台)	2173	2173	3757	3823	3893	3973	4059	23851
维修市场空间(亿元)	217.3	217.3	375.7	382.3	389.3	397.3	405.9	2385.1
采购市场空间(亿元)	316.8	330	344	360	377.2	396.4	417.6	2542
总市场空间(亿元)	533.9	546.9	719.6	741.9	766.7	793.6	823.4	4927.1

资料来源：Wind, 财信证券

# ■ 投资逻辑分析

**量的提升：**正如前文所讨论，目前我国军用航空发展明显落后与美国，十四五有奋力追赶的势头。在军机数量提升必然伴随着军用发动机需求量的提升。量的提升有带来公司营收提升。

**价的提升：**这部分主要体现在毛利率与净利润率的提升当中。截止21H，公司毛利率/净利润率分别为17.5%/4.8%。受制于传统军品价格管理机制，主机厂利润率普遍较低。我国军工总装类企业上市公司销售净利润率仅在3%-4%左右，远低于国际同类企业平均水平。未来，行业景气度提升与相关改革展开，公司净利润率有望得到提升。

**其他品类：**燃气轮机与民用航空发动机是公司未来两个点。不过相对于军用发动机来说，该两个方向不是主要发力点，公司能获得的市场空间远不如军用发动机，所以不重点讨论，而是在估算中给予保守增速。

# 盈利预测

根据券商一致预期与公司披露的经营计划，我们做出如下测算。

重要假设：

1. 航空发动机及衍生品业务以前文估算的国内军用航空发动机空间为基础进行估算；
2. 外贸出口部分营收，假设10%复合增速；
3. 非航空产品部分营收，假设10%复合增速；
4. 其他收入部分营收，假设5%复合增速；
5. 根据未来净利润率情况，分情景讨论。

		2020	情景一	情景二
			2025	2025
航空发动机及衍生品	营收	26,163.3	64,100.0	64,100.0
	yoY		0.20	0.20
外贸出口	营收	1,509.4	2,430.9	2,430.9
	yoY		0.10	0.10
非航空产品及其他	营收	592.9	954.9	954.9
	yoY		0.10	0.10
其他	营收	367.1	468.5	468.5
	YoY		0.05	0.05
总营收	28,632.6	67,954.2	67,954.2	
净利润率	4.1	5.50	6.50	
净利润	1,173.9	3,737.5	4,417.0	
归母占比	0.98	0.98	0.98	
归母净利润	1,146.0	3,673.2	4,288.9	
yoY		0.26	0.30	

数据来源：公司公告、券商研报、大阳金融研究团队

# 估值分析

- 目前公司pe在130附近，高于近十年90.78%的时间。
- 高于航空装备Ⅱ行业均值(78)。



# ■ 主要风险

- **市场竞争加大，新研航发型号进展缓慢。**近年来，公司航空发动机产品结构加快调整，新产品比例逐步增加，传统产品市场需求逐步萎缩。同时，随着民营企业积极参与军工产品市场竞争，加大了公司在航空发动机及衍生产品市场的竞争压力。
- **新冠疫情不确定性及中美贸易摩擦的不确定性。**疫情和中美贸易摩擦对外贸转包生产产生一定负面影响；汇率波动对外贸合同计价及结算产生不确定性影响。
- **净利润率提升不及预期。**业绩测算中，利润增速高于营收增速的重要假设是净利润率提升。

# ■ 十大好股：鸿利智汇 (300219)

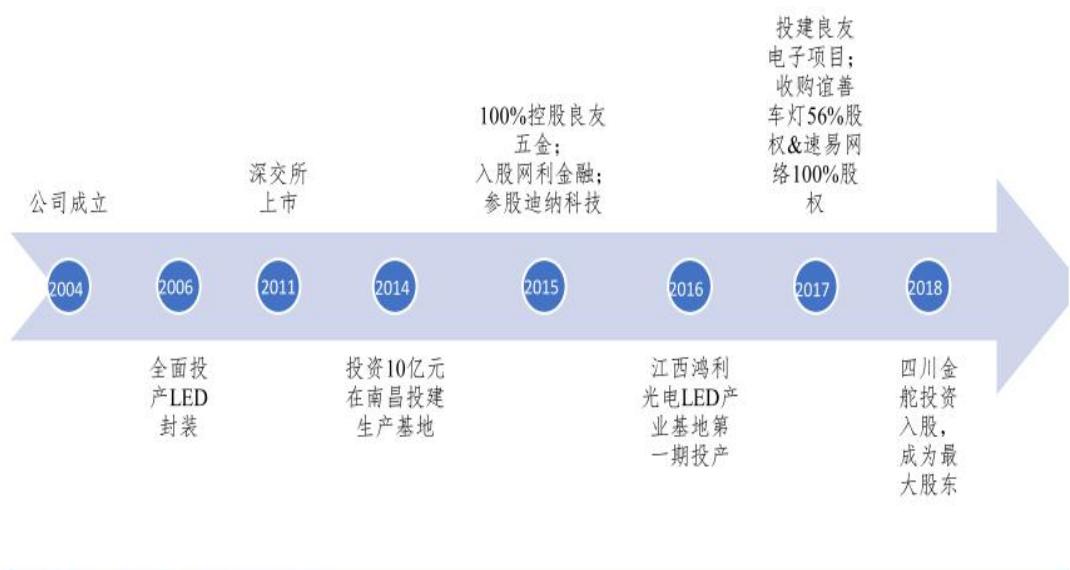
投资逻辑：

1. 公司是国内领先的LED封装企业。
2. Mini LED是未来行业需求重要增长点。
3. 公司自20Q4起，连续4个季度营利双增，受益于行业景气度好转，业绩明显好转。
4. 业绩驱动因素是产能提升（需求同步增长）与高毛利率产品占比提升（Mini LED）。

# 公司发展历程

公司创立于2004年，总部位于中国广州。公司于2011年在深交所上市，2018年成为泸州老窖集团旗下上市公司。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网、华金证券研究所

- 2020年1月，鸿利智汇荣获中华人民共和国国务院颁发的2019年度国家科学技术进步一等奖。
- 公司目前共有三个省级工程技术研究中心，以及三个国家认可CNAS实验室，且其中一个为获得美国EPA授权的能源之星实验室。
- 公司在传统领域的灯珠售价比**竞品价格略高**，而公司的客户相对集中于国际大牌公司，比如飞利浦、首尔半导体。
- 公司于2017年开始布局Mini LED领域，2018年开始试生产并承接国内外大厂的小批量订单。

# 公司业务拆分

单位：百 万		2019/12/31	2020/12/31
总收入		3,593.6	3,124.3
YOY		-10.2%	-13.1%
总毛利		674.1	667.3
YOY		-27.1%	-1.0%
毛利率		18.76	21.36
净利润率		(26.13)	2.40
封装板块	收入	2,592.2	2,524.9
	YOY		
	成本	2,023.9	1,979.9
	毛利	568.3	545.1
	YOY		
	毛利率	21.9%	21.6%
	毛利占比	84.3%	81.7%
汽车照明	收入	560.9	512.7
	YOY		
	成本	488.9	405.6
	毛利	72.0	107.1
	YOY		
	毛利率	12.8%	20.9%
	毛利占比	10.7%	16.0%

数据来源：公司年报

- 公司主营业务包括LED封装与汽车照明，其中封装板块毛利占比最高。
- 公司LED封装业务主要产品：

产品	销售模式	应用领域	行业地位
Mini LED	直销	LED直显、LED背光及相关产品	技术、产品均处于国内领先地位
白光LED、车规级LED、LED灯丝、UV LED、红外LED、LED支架、五金器件、光学模组等	直销	汽车照明、通用照明、特殊照明、专用照明、UV固化、大健康、人脸识别等	技术、产品均处于国内领先地位

- 公司LED照明业务主要产品：

产品	销售模式	应用领域	行业地位
商用车LED智能灯具	直销	商用车照明、装饰	技术、产品均处于国内领先地位
乘用车智能灯具	直销	乘用车照明、装饰	国内自主品牌领先地位
工程照明业务	直销	智慧城市道路照明、市政园林景观照明	道路、景观照明的设计、施工专业化水平 处于国内领先地位

# LED产业链分析

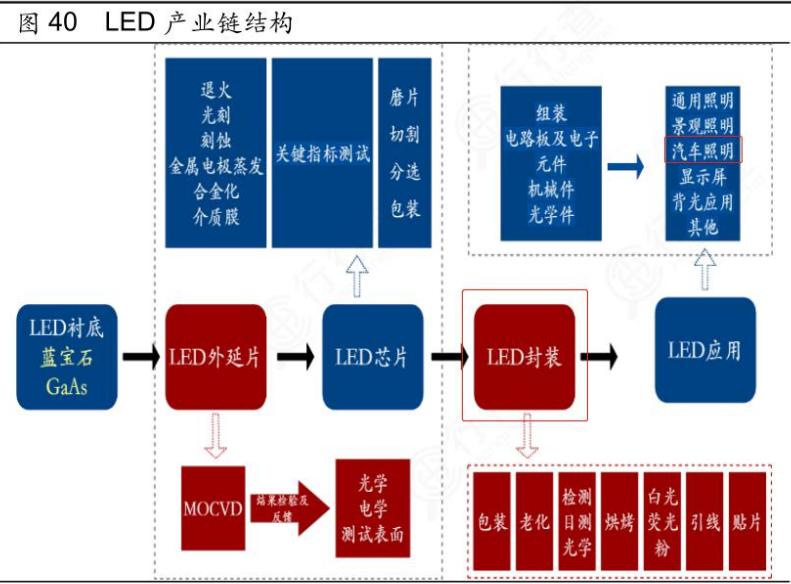
根据LED从生产到应用的全过程，LED产业链一般可以分为上游、中游、下游三个细分行业。

上游主要为衬底和LED芯片的生产制造，衬底是制造LED的基底、生产外延片的主要原材料，外延片目前主要采用MOCVD设备进行生产。

中游为LED芯片的封装，封装是将LED芯片粘着导线、进行固定并用不同的材料封装成所需要的形状，根据用户需求，进行LED应用产品及控制系统的研发、设计、制造、安装及服务。

下游为各类LED显示、照明、背光产品的生产和应用。

图 40 LED 产业链结构



资料来源：中国产业信息网，万和证券研究所

# 国内LED市场规模及增速

- 国内LED行业各环节市场规模以及增长率

图 19：2006-2016 年我国半导体照明产业各环节产业规模（亿元）及增长率（%）



市场规模 (亿元)	2017	2018	2019	2020
整体	6538	7374	7549	7013
YoY	25.3	12.8	2.4	-7.1
上游	232	240	201	221
YoY	28	3.4	-16.3	10
中游	963	1054	959	825
YoY	29	9.4	-9.0	-14
下游	5343	6080	6389	5967
YoY	25	13.8	5.1	-6.6

数据来源：《中国半导体照明产业发展蓝皮书》

# LED行业盈利大幅回升

进入2020年下半年以后，随着全球经济逐步恢复，LED行业需求开始回暖，叠加疫情影响下上游驱动IC等产品供应持续紧张，LED产品价格开始调涨，板块Q1盈利能力有所恢复。

LED板块行业2021年第一季度销售毛利率为23.73%，同比-2.66pct，环比+3.30pct，板块销售净利率为6.71%，同比+3.00pct，环比+11.76pct，盈利能力出现大幅回升。

图1：2017Q1-2021Q1 板块销售毛利率（%）

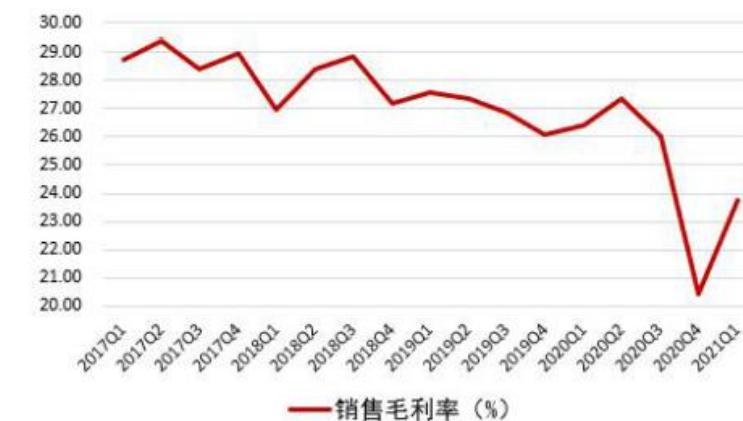
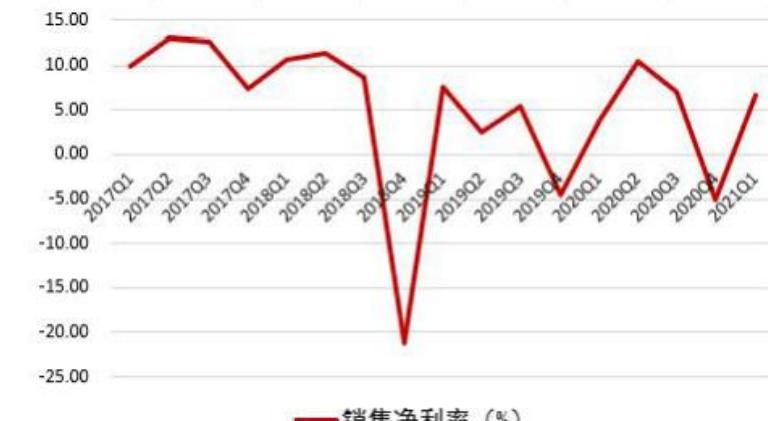


图2：2017Q1-2020Q3 LED板块销售净利率（%）



资料来源：Wind, 东莞证券研究所

资料来源：Wind, 东莞证券研究所

# LED存货出现改善

从行业库存水位来看，LED 板块库存水位自 17Q3 开始迅速走高，并于 18Q3 达到顶峰，在 19 年前三季度基本保持平稳，但仍处于较高水平，但从 19Q3 水位开始掉头向下，2020 年和 2021Q1 板块存货/营业收入（TTM）维持在相对低位，且存货/总资产持续降低，行业库存高企的情况有所改善，存货水位恢复至较低水平。

图 3：2017Q1-2021Q1 LED 板块存货/营业收入（TTM）



资料来源：Wind, 东莞证券研究所

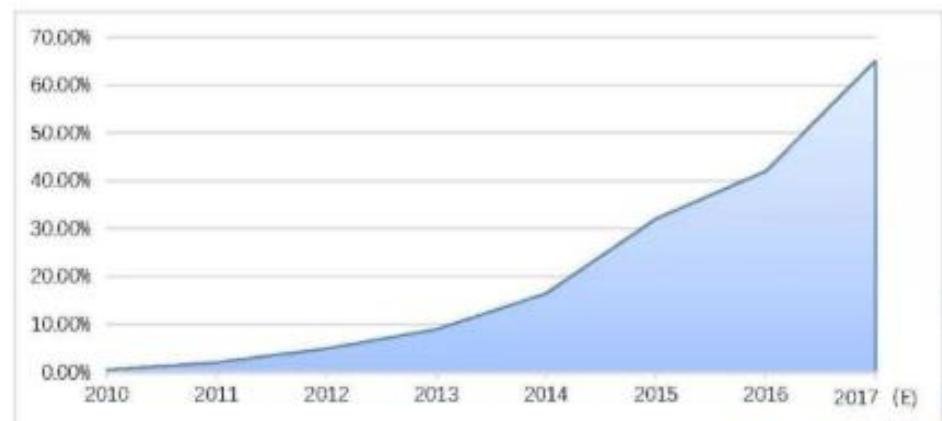
# LED未来成长方向

行业成长两步走：一是新产品开发，带来新的需求；二是成本下降，使得产品普及，形成一定市场规模。具体案例：Led照明渗透率（政策推动+成本推动），2013年，led照明渗透率突破10%，行业进入加速成长期。2017年，led照明渗透率突破60%，行业快速成长阶段结束。

图 30：各国出台政策禁止白炽灯销售



图 14 2017 年我国 LED 照明产品国内市场渗透率



# ■ Mini LED产品开始放量

2021年，Mini LED产品开始放量

Mini LED 目前拥有两种应用路径，一是取代传统 LED 作为液晶显示背光源，采用更加密集的灯珠间距改善背光效果；二是以自发光的形式实现 Mini RGB 显示，在小间距 LED 的基础上采用更加密集的芯片分布，实现更细腻的显示效果。由于 Mini LED 背光技术相对成熟，目前 Mini LED 的应用以 LCD 背光源为主，行业内厂商纷纷推进；而 Mini RGB 现阶段仍面临技术困难和成本问题，显示产品相对较少，主要为展示用品。

图 14：三星发布的采用 Mini LED 的 Neo QLED 量子电视



资料来源：互联网，东莞证券研究所

图 15：京东方 P0.9 玻璃基 Mini LED 显示产品



资料来源：互联网，东莞证券研究所

# Mini LED市场规模

长期：随着 Mini LED 技术的进步，其产品的像素点间距从当前主流的 P0.9 逐步向 P0.7、P0.5、P0.3 过渡，意味着相同分辨率产品的尺寸会大幅下降，一旦实现大规模商业化，其应用场景将渗透至家用等消费品类，市场规模可达万亿空间。

中期：机构预计 2024 年全球市场规模将扩张至 23.2 亿美元，年复合增长率为 147.88%。而根据高工 LED 研究院数据显示，2019 年中国 Mini LED 市场规模约为 16 亿元，2020 年约为 37.8 亿元，同比增长 140%，至 2026 年有望突破 400 亿元，2020-2026 年 CAGR 高达 50%。



# ■ Mini LED背光市场规模

假设：1) 出货量没有太大变化；2) 价格采用目前大致价格。

20年，我国封装产值约800亿，考虑占全球约70%，全球封装产值约1150亿。

	出货量(亿)	渗透率	背光单价(元)	价格系数	背光规模
电视机	2.2	0.1	2500	0.7	385
笔记本	2.1	0.1	800	0.7	117.6
平板	1.8	0.1	600	0.7	75.6
显示器	1.5	0.1	1200	0.7	126
VR	1	0.4	200	1	80
车载	1.8	0.1	600	0.7	75.6
			total		859.8
	出货量(亿)	渗透率	背光单价(元)	价格系数	背光规模
电视机	2.2	0.15	2500	0.5	412.5
笔记本	2.1	0.15	800	0.5	126
平板	1.8	0.15	600	0.5	81
显示器	1.5	0.15	1200	0.5	135
VR	1	0.6	200	0.8	96
车载	1.8	0.15	600	0.5	81
			total		931.5

# ■ 投资逻辑分析：量

**2020/12/9：**公司通过了《关于子公司与南昌临空经济区管委会签订投资合作协议书的议案》。斯迈得将在南昌临空经济区内成立新项目公司，投资建设LED项目及相关配套设施，主要为产品研发与生产销售-高光效LED封装、智能模组等。项目投资约12亿人民币（分期投入），一期产值约8亿元。建设期18个月，目前斯迈得现有产能4万KK以上，本项目建成投产后，预计每年新增产能6万KKLED封装器件，根据产品市场价格及市场调查的数据，项目在达产年份内预计销售总收入为100,000万元。

**2020/12/16：**公司子公司鸿利显示于2020年12月16日与广州市花都区人民政府签订《合作协议》，鸿利显示将在花都区投资建设鸿利光电LED新型背光显示二期项目，主要致力于Mini LED、Micro LED的研发、生产和销售。项目投资规模约20亿元，预计完全达产后年产值约40亿元。预计2022年上半年完成并投入使用，在MiniLED背光方面，可以实现每月16万台75寸电视的产能；在显示方面，以P0.9为例，每月产能达到10000平方米。第一期投1.5亿，达产后预计产值6亿。一期20年末已经投产。

**2020/12/17：**为进一步提升市场占有率，满足客户需求，不断提高公司盈利能力，广州分公司计划从2021年第一季度开始进行生产扩线，扩线场地为公司生产车间三层，投资资金约30,000万元，计划年产值达到40,000万元。

# ■ 投资逻辑分析：量

---

项目	类型	预计投资额 (亿)	预计建成时间	预计每新增营 收(亿)	预计年新增净 利(亿)
花都项目	Mini LED	22	22年中	34.3	3.36
广分扩产	传统封装	2.8	22年初	2.8	0.29
南昌项目	传统封装	12	22年中	9.1	1.03
总计		36.8		46.2	4.68

---

数据来源：公司公告

# 盈利预测

根据券商一致预期与公司披露的经营计划，我们做出如下测算。

重要假设：

1. 假设22H达产后，23年新项目能够实现公司预期目标；
2. 传统led按照扣除其他亏损项倒推，净利率估算约0.12，车灯业务营收不变，净利率回升；
3. 假设净利润/归母净利润率=1。

情景一				情景二				情景三			
	营收	净利润率	净利润		营收	净利润率	净利润		营收	净利润率	净利润
2020年	25.2	0.03	0.75	2020年	25.2	0.03	0.75	传统封装	38.1	0.12	4.57
2023				2023				mini	90	0.15	13.50
传统封装	25.2	0.10	2.58	传统封装	25.2	0.12	3.02	车灯	5	0.15	0.75
	12.9	0.10	1.32		12.9	0.12	1.55	总计			18.82
Mini led封装 (按项目估算)	34.3	0.10	3.36	Mini led封装	46	0.15	6.9	市占率	15		
车灯	5	0.10	0.51	车灯	5	0.15	0.75				
总计	77.4		7.77	总计	89.1		12.22				
pe			25				25				25
总市值			194.26				305.55				470.55

数据来源：公司公告、券商研报、大阳金融研究团队

# ■ 估值分析及投资建议

- 17-18年估值区间约在15-30倍pe内；
- 18年后，由于之前并购与行业景气度下滑带来负面影响，公司利润快速下滑。



# ■ 主要风险

- **传统led景气度下滑。**自20Q3行业景气度见底回升，目前景气度还在保持，若景气度下滑，传统封装业务面临下滑风险。
- **Mini LED渗透率提升不及预期。**目前mini led在渗透提升初期，各种产品陆续面世，若新产品销量不好，渗透率提升较慢，mini led带来的业绩提升会减少。
- **疫情反复影响需求。**封装处于产业链中间，如果疫情反复，会影响终端需求，进而导致封装不景气。

# ■ 十大好股：金力永磁 (300748)

投资逻辑：

1. 公司今年四季度包头 8000 吨项目投产，公司毛坯产能将从 15000吨跃升至 23000 吨，并计划在2025 年毛坯产能达到 40000 吨。
2. 受益于下游下游新能源车、汽车EPS、节能电机等需求旺盛，上游稀土供给受指标限制，预计未来存在一定的供给缺口，供需紧张推动产品价格维持高位。
3. 公司是国内少数能以晶界渗透技术批量生产和供应产品的高新技术企业，形成并掌握了六大自有核心技术体系及专利体系。
4. 公司已成功进入金风科技、西门子歌美飒、博世集团、特斯拉、比亚迪、美的、格力、三菱、通力电梯等各领域顶尖客户的供应体系，行业龙头企业具有门槛高、订单增长较快、回稳定定、粘性高等优势，增强公司竞争优势。

# 公司概况

江西金力永磁科技股份有限公司成立于 2008 年 8 月，并在 2018 年 9 月创业板上市。公司是研发、生产和销售高性能钕铁硼永磁材料的高新技术企业，是全球新能源和节能环保领域核心应用材料的领先供应商。

图 1：公司产品应用领域



资料来源：公司官网、招商证券

- 采购模式：**发行人的生产采购主要包括稀土原材料及辅助金属材料。公司主要采用以销定产的生产销售模式，根据在手订单情况提前采购稀土原材料及辅助金属材料。此外，发行人会依据上游原材料价格走势，采购适量的稀土原材料作为安全库存。。
- 生产模式：**钕铁硼永磁材料下游应用领域十分广泛，下游客户生产的终端产品各不相同，对磁体的成分配比、品种规格、磁性能、形状大小、尺寸公差、涂层、充磁方式等方面的要求也不尽相同。即使是同一客户的不同产品，其装备的磁体性能要求也存在差异。因此，公司采用以销定产、定制化为主的生产管理模式，根据客户整体产品方案，对钕铁硼磁钢进行具体的开发设计，并进行差异化生产。
- 销售模式：**钕铁硼永磁材料定制化为主的生产模式，决定了本行业的销售模式是以直销为主。

# 公司近四年及新一期财务

公司前三季度营业收入为29.18亿元，同比增长80.55%；归母净利润3.51亿元，同比增长130.20%。其中，2021年Q3实现营业收入11.09亿元，同比增长69.92%；归母净利润1.31亿元，同比增长114.31%。

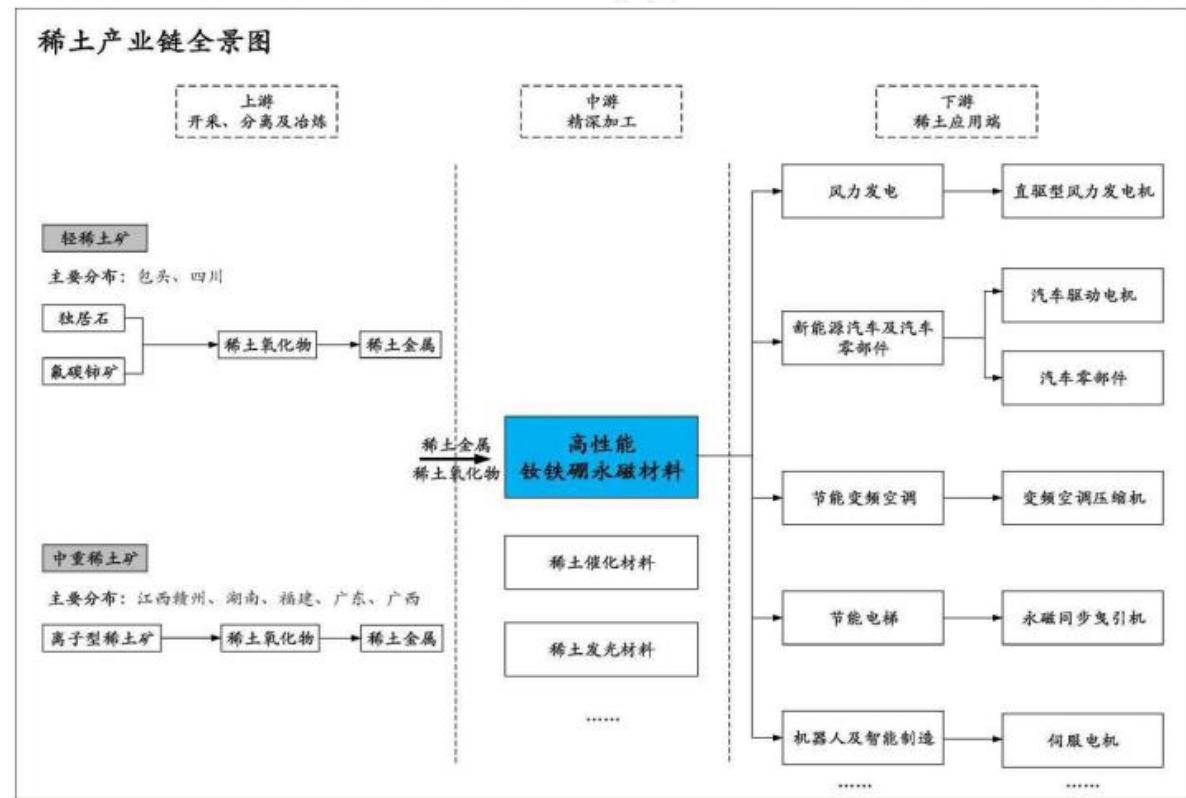
公司加码赣州新能源汽车业务产能、与特斯拉签订3年采购协议的效果初现：2021年前三季度，公司在新能源汽车及汽车零部件领域的营收同比增长逾200%；能效政策拉动市场需求，公司节能变频空调领域营收同比增长约80%；在高基数基础上，公司风力发电领域营收同比增长约10%。另外公司在3C领域加大规模化量产，将有望成为新的营收增长点。

单位（百万元）	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
营业收入	912.43	1289.34	1696.84	2419.31	2918.15
YOY (%)	13.16	41.31	31.61	42.58	80.55
归母净利润	139.36	147.2	156.88	244.48	351.43
YOY (%)	102.69	5.62	6.58	55.84	130.2
销售毛利率 (%)	28.87	22.7	21.58	24.15	22.87
销售净利润 (%)	15.24	11.36	9.23	10.11	12.06
ROE (加权) (%)	18.4	16.2	13.41	17.13	15.69
期间费用率 (%)	8.17	12.72	10.68	12.51	9.34
资产负债率 (%)	43.37	46.49	52.93	55.7	48.83

数据来源：公司年报

# 产业链分析

钕铁硼永磁材料行业的上游主要是稀土矿开采、稀土冶炼及能源电力行业，下游是消费类电子产品和基础工业等传统应用领域，以及新能源和节能环保等新兴应用领域，包括风力发电、新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、节能电梯、机器人及智能制造等。



# 全球氧化镨钕供给预测

基于对全球稀土资源的梳理，假设未来五年我国轻稀土开采指标保持 20%左右的增速，中重稀土指标量持平，海外稀土矿在 2024 年后逐步抬升。假设废料回收比例为 30%，基于不同资源镨钕配分情况，得到全球氧化镨钕供给预测。预计到 2025 年全球氧化镨钕供应量可达 12.4 万吨，五年间复合增速 13.8%。

表 4：全球氧化镨钕供给预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>中国</b>						
五矿稀土集团有限公司	2010	2010	2010	2010	2010	2010
中国稀有稀土有限公司	17050	17050	17050	17050	17050	17050
中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	73550	100350	130455	169592	211989	264987
中国南方稀土集团有限公司	41250	42450	43808	45220	47056	48984
广东省稀土产业集团有限公司	2700	2700	2700	2700	2700	2700
厦门钨业股份有限公司	3440	3440	3440	3440	3440	3440
稀土矿供给合计, 吨	140000	168000	199463	240012	284246	339171
增速		20%	19%	20%	18%	19%
<b>中国氧化镨钕供给, 吨</b>	<b>23929</b>	<b>31839</b>	<b>38549</b>	<b>46588</b>	<b>55343</b>	<b>66231</b>
增速		33%	21%	21%	19%	20%
<b>海外氧化镨钕供应</b>						
美国	5369	5652	5652	5652	5652	5652
澳洲	4853	4500	6000	6000	6500	7000
缅甸	7410	4940	4940	4940	4940	4940
其他	1890	1890	1890	1890	2520	3150
海外氧化镨钕合计, 吨	19522	16982	18482	18482	19612	20742
增速		-13%	9%	0%	6%	6%
<b>其他氧化镨钕来源</b>						
独居石, 吨	2277	2277	2277	2277	2277	2277
废料回收, 吨	19620	20532	23269	26502	30437	35223
<b>全球氧化镨钕供给, 吨</b>	<b>65348</b>	<b>71630</b>	<b>82577</b>	<b>93848</b>	<b>107669</b>	<b>124474</b>
增速		10%	15%	14%	15%	16%

资料来源:Wind、工信部、国信证券经济研究所整理预测

# 稀土永磁消费量及增速

新能源车带动永磁需求爆发，2021年1-10月，我国新能源汽车产量累计达256.6万辆，同比增长180.6%。电机是新能源车核心部件，随着新能源车的爆发，永磁电机需求高速增长。新能源汽车每辆纯电动车消耗钕铁硼5-10kg，每辆插电式混合动力汽车消耗2-3kg。全球汽车电动化发展趋势明确，产销量持续超预期，预计2025年电动车年销量将突破2100万辆，对应电动汽车氧化镨钕的消费量将超过5万吨，5年间复合增速达47%。

风电市场广阔，永磁电机渗透率提高。在碳中和的背景下，风电作为一种开发条件成熟的清洁能源，对于实现控制全球温升目标有着重要意义，有望迎来加速发展。据百川数据显示，每千瓦装机容量对应的钕铁硼用量约为0.67kg，假设半直驱永磁风机用钕铁硼量是直驱永磁风机的1/5。预计2025年全球风电新增装机容量超过150GW，对应风电领域氧化镨钕的消费量将超过1.1万吨，5年间复合增速6%。

# 稀土永磁消费量及增速

政策支持节能电机发展，增加永磁需求。2021年11月，工信部、市场监督总局联合印发《电机能效提升计划（2021-2023年）》，提出到2023年，高效节能电机年产量达到1.7亿千瓦，在役高效节能电机占比达到20%以上的目标。假设每万千瓦工业电机对应钕铁硼的用量为3吨，未来五年中国工业电机新增装机容量保持2%的增速，其中稀土永磁电机渗透率逐年提高，**预计2025年中国工业电机对应氧化镨钕的消费量将超过1.3万吨，5年间复合增速51%。**

传统领域产品高端化带动永磁需求，EPS转向系统也是钕铁硼应用的一个重要场景，因为具有结构紧凑、高效可靠、节能环保、安全性高等优点，近年来渗透率快速提高。假设每台EPS系统需要0.15kg钕铁硼，每万台微电机需要90kg钕铁硼，未来五年汽车产销量恢复增长，单车微电机数量逐步提高，EPS系统及钕铁硼微电机渗透率逐步提高，**预计到2025年汽车领域氧化镨钕的消费量将接近1.3万吨，5年间复合增速8%。**

# 全球氧化镨钕供需平衡表

基于对磁材需求的分析，未来五年新能源车、风电、工业机器人等领域的快速发展，以及在工业电机、变频空调、节能电梯等领域内稀土永磁电机渗透率的提升将带动氧化镨钕需求的大幅提升。预计到 2025 年全球氧化镨钕需求或将超过 13 万吨，5 年间复合增速达 13.5%。在供给稳健增长的假设下，全球氧化镨钕的供需缺口将持续扩大。

表 12：全球氧化镨钕供需平衡表（吨）

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	复合增速
<strong>需求</strong>							
新能源汽车	7303	14275	22146	29740	38662	50261	47%
汽车传统领域	8768	9427	10158	10970	11837	12761	8%
风电	8494	7637	7940	8543	9759	11420	6%
变频空调	3501	4808	5571	6121	6699	7305	16%
节能电梯	3354	3606	3878	4171	4486	4826	8%
工业机器人	3507	3874	4304	4721	5190	5720	10%
工业电机	1723	3514	5735	9141	11188	13314	51%
消费电子	1876	1942	1979	2017	2056	2096	2%
其他	32547	30920	29374	27905	26510	25184	-5%
<strong>合计</strong>	<strong>70022</strong>	<strong>79006</strong>	<strong>90137</strong>	<strong>102427</strong>	<strong>115530</strong>	<strong>132073</strong>	<strong>13.5%</strong>
<strong>供给</strong>							
全球	65348	71630	82577	93848	107669	124474	
<strong>库存变化</strong>							
氧化镨钕工厂库存变化	-4674	-1500	0	0	0	0	
<strong>供需平衡</strong>	<strong>-5875</strong>	<strong>-7561</strong>	<strong>-8578</strong>	<strong>-7861</strong>	<strong>-7600</strong>		

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测

# 稀土永磁竞争格局

钕铁硼永磁材料根据技术路线，可分为烧结钕铁硼、粘结钕铁硼和热压钕铁硼三大类。其中烧结钕铁硼由日本住友金属发明，2004年日本住友金属被日立金属（NEOMAX）收购；粘结钕铁硼由美国麦格昆磁（Magnequench）发明。**烧结钕铁硼永磁材料应用市场更为广泛。**目前中国境外的钕铁硼永磁材料制造商主要集中在日本和欧洲，包括日立金属、TDK、信越化学和德国VAC。我国有充足的稀土原材料和具备竞争力的生产基础，加上国内新能源和节能环保产业迅速发展，下游领域需求比较大，中国已经成为全球钕铁硼永磁材料的重要生产基地和消费市场。

我国稀土永磁大部分企业生产规模较小，**企业两极分化严重**。2019年，烧结钕铁硼生产企业接近200家，年产量3000吨以上的企业仅占7.5%，而年产1500吨以下的企业占84%，大部分磁材企业产量不到1500吨，而行业产能规模最大磁材企业年产能接近20000吨。

这主要由于中低端钕铁硼进入门槛和技术含量较低，我国中、低端钕铁硼主要由大量中小企业生产，竞争无序，产能过剩，生产毛利率普遍低于10%；高性能钕铁硼永磁材料技术和准入门槛较高，生产主体主要为上市公司，毛利率均高于18%，供给端增长能力有限。

# 公司战略及竞争优势

金力永磁是高性能钕铁硼永磁材料行业发展最快的公司之一，积累了较为雄厚的客户基础和丰富的行业经验，在行业内树立了良好的品牌形象，具备较为突出的竞争优势。

**客户方面：**公司是全球领先的新能源汽车、节能变频空调及风电领域磁钢供应商。在新能源汽车领域，公司的主要客户包括特斯拉、比亚迪、联合汽车电子、上汽集团、蔚来、理想汽车等新能源汽车行业龙头企业；此外，公司是大众集团 MEB 纯电动平台项目以及美国通用汽车公司 BEV3 全球电动车平台的稀土永磁材料供应商。在节能变频空调领域，公司主要客户包括美的、格力、上海海立、三菱等知名品牌。在风力发电领域，公司的主要客户包括金风科技和西门子-歌美飒等，2020 年公司风电磁钢产品出货量可装配风机的装机容量约 10GW。在 3C、节能电梯、机器人及智能制造、轨道交通等领域，公司的主要客户包括博世力士乐、通力电梯等各领域顶尖客户。

大型知名企业对产品品质要求十分严格，产品验证程序多、认证周期比较长。由于周期较长，客户一旦选定供应商不会轻易更换，具有较强的客户粘性。

# 公司战略及竞争优势

**资源方面：**稀土是我国战略资源，公司在国内主要稀土矿源地都设有分支机构。公司总部位于重稀土主要生产地江西赣州，并在轻稀土主要生产地内蒙古包头投资建设一期 8000 吨的高性能稀土永磁材料基地。公司与包括南方稀土集团、北方稀土集团在内的重要稀土原材料供应商建立了稳定的合作关系，并与南方稀土集团、北方稀土集团签署长期供货协议，能够保障公司稀土原材料的长期稳定供应。同时，公司根据在手订单提前采购稀土原材料、建立稀土原材料安全库存、与客户建立调价机制、优化配方及工艺技术等措施，能够减少稀土原材料价格波动对公司经营业绩的影响。

**技术方面：**公司已掌握以晶界渗透技术为核心的自主核心技术及专利体系，包括晶界渗透技术、配方体系、晶粒细化技术、一次成型技术、生产工艺自动化技术以及耐高温耐高腐蚀性新型涂层等技术。其中，公司已就核心的晶界渗透技术申请多项中国、美国、欧盟和日本的发明专利授权。晶界渗透技术是将部分重稀土（主要包括镝和铽）的添加从坯料工序后置到成品工序。一方面，公司通过配方优化降低乃至消除高性能钕铁硼永磁材料生产过程中重稀土的添加，帮助风电行业的客户降低其生产成本。另一方面，在新能源汽车及变频空调等领域，公司有能力采用晶界渗透技术实现大规模生产，并开发出高牌号产品，在大幅减少重稀土用量的同时维持产品的高性能。

# ■ 投资逻辑分析

- 1. 量：**2021年，公司拥有钕铁硼毛坯产能15000吨/年，在2022年具备23000吨高性能稀土永磁材料产能的基础上，逐步配置资源和能力，建设好赣州、包头、宁波生产基地；规划到2025年建成40000吨高性能稀土永磁材料产能。
- 2. 价：**2021年，代表磁材原料价格的氧化镨钕均价从40.8万元/吨涨至84.2万元/吨，涨幅106%，但由于钕铁硼终端产品销售价格一般是根据2-3个月前稀土价格水平确定，传导具有一定的滞后性，这使得2021年磁材价格的上涨幅度预计为50%左右。

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2025年
毛坯产能	4800	7000	10000	12000	15000	23000	23000	40000
实际产能	4800	7000	10000	12000	15000	19000	23000	40000

数据来源：公司年报

# 盈利预测

根据券商一致预期与公司披露的经营计划，我们做出如下测算。

重要假设：

1. 根据公司的产能投放节奏，假设公司2021-2023年钕铁硼销量分别为9750/12350/14950吨。单价方面，假设2021-2023年钕铁硼单价分别上涨50%/20%/5%。
2. 盈利能力方面，考虑稀土上游涨价，中游磁材企业传导滞后，2021-2023年毛利率逐步上升。
3. 综上，预计2021-2023年公司净利润分别为4.38/6.96/8.90亿元，同比增79.2%/58.7%/27.9%。

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
营业收入	912.43	1289.34	1696.84	2419.31	3952.50	5957.64	7559.10
YOY		41.31%	31.61%	42.58%	63.37%	50.73%	26.88%
净利润	139.03	152.25	156.64	244.58	438.34	695.82	889.80
YOY		9.50%	2.89%	56.14%	79.22%	58.74%	27.88%

单位：百万元

# ■ 估值分析及投资建议

- 据测算，金力永磁2023年净利润为8.90亿元，考虑公司历史估值及同业估值情况，给予2023年60XPE，其对应的预估市值为533.88亿元。



# 主要风险

- **新项目投产进程不达预期：**因投资成本发生变化或宏观政策、市场环境发生重大不利变化等因素导致项目实施风险。
- **下游需求不及预期：**新能源车、风电等市场受政策、经济景气程度影响较大，如果未来“碳中和”政策执行力度减弱，下游高端永磁需求不及预期，会对公司磁钢产品销量及售价造成影响。
- **上游原料价格波动风险：**稀土供求由政府政策、稀土企业产能等因素决定，稀土价格的大幅波动会影响公司的原料储备，并且由于永磁价格调整约滞后于稀土价格变化一个季度，公司的盈利能力将受到影响。

# ■ 十大好股：诺力股份 (603611)

投资逻辑：

1. 智能制造和智慧物流行业市场空间广阔。下游分布烟草、医药、汽车、食品零售等诸多行业，和发达国家平均80%的自动化率相比，国内自动化率在20%左右。
2. 2021年上半年，公司所处内部物流行业保持良好的增长势头，物料搬运设备业务和自动化立体仓库业务订单饱满，增速创历年来新高。
3. 工业仓储车辆与智能物流双主业发展。公司作为我国工业仓储车辆龙头企业，轻小型搬运车辆市占率位居国内第一，收购无锡中鼎和法国SAVOYE，整体竞争力领先。

# 公司概况

公司成立于2000年，从轻小型搬运车起家，逐步向覆盖仓储物流“核心设备+系统集成+软件”全产业链的领先企业转型。

图1 公司发展历程

2000年	• 长兴诺力机械有限责任公司成立，主要从事轻小型搬运车生产和销售
2002年	• 轻小型搬运车辆销量达到国内同行业第一，并保持至今
2003年	• 股份公司设立，产品向电动工业车辆延伸，主要生产电动仓储车辆
2010年	• 公司电动步行式仓储车辆销量达到国内同行业第一
2014年	• 诺力立体车库产品发布
2015年	• 公司挂牌上交所，实现A股上市
2016年	• 收购无锡中鼎90%的股权，进军智能仓储领域；北美子公司、俄罗斯子公司成立
2017年	• 发布股票激励计划；发起成立10亿元诺力智能仓储物流、智能制造产业并购基金
2018年	• 诺力成立并购基金收购法国Savoye公司
2019年	• 法国Savoye公司成为全资子公司，Q4开始并表；完成中鼎集成剩下10%股权收购

资料来源：Wind、诺力股份官网、招商证券

- 前身为1984年设立的浙江省长兴煤炭机械配件厂，2000年改制为诺力机械有限公司。
- 2015年上市之前，轻小型搬运车辆占到公司主营业务收入70%以上，并且是该产品海外出口的主力，分别占据欧盟市场45%的份额和全球35%的市场份额。
- 2016年底，公司并购了国内主流的物流系统集成商无锡中鼎正式开始从仓储设备向系统集成商的业务拓展。
- 2019年6月公司收购法国老牌的物流自动化企业SAVOYE，并于10月开始并表。

# 公司近五年及新一期财务

- 公司2015年上市以来，收入从11.49亿快速增加至2020年的40.77亿，归上净利润从1.07亿增加至2.42亿。
- 从2012年开始，公司和宁波如意共计占据市场97%的市场份额。但轻小型搬运车辆技术含量低，产品在外观和功能上相对稳定。公司把握电动叉车的发展机遇，布局电动仓储叉车市场，通过技术研发迅速抢占市场。
- 公司应收账款、合同负债和存货持续增加，为业绩增长奠定基础。

报表类型	2021三季报 合并 CNY	2020年报 合并 CNY	2019年报 合并 CNY	2018年报 合并 CNY	2017年报 合并 CNY	2016年报 合并 CNY	2015年报 合并 CNY
利润表摘要							
营业收入	42.65	40.77	30.87	25.53	21.20	13.10	11.49
营业收入同比增长率(%)	46.94	32.06	20.94	20.43	61.83	13.98	-4.71
营业收入	42.65	40.77	30.87	25.53	21.20	13.10	11.49
营业收入同比增长率(%)	46.94	32.06	20.94	20.43	61.83	13.98	-4.71
营业总成本	39.65	38.33	28.27	--	--	--	--
营业利润	2.83	2.83	2.78	2.40	2.03	1.69	1.28
营业利润同比增长率(%)	27.83	1.61	16.03	18.20	19.97	32.30	36.07
利润总额	2.83	2.83	2.81	2.39	2.03	1.78	1.34
净利润	2.37	2.40	2.47	2.00	1.66	1.45	1.09
归属母公司股东的净利润	2.36	2.42	2.42	1.88	1.60	1.45	1.07
归属母公司股东的净利润同比增长率(%)	19.00	0.05	28.61	18.11	10.12	35.12	30.19
扣除非经常性损益后的归属母公司股东	2.08	1.83	2.07	1.82	1.22	1.36	0.92
扣除非经常性损益后的归属母公司股东	40.49	-11.37	13.66	48.71	-9.94	47.84	5.71
EBIT	3.04	3.06	2.91	2.40	2.00	1.77	1.35
EBITDA	--	4.04	3.67	2.94	2.42	2.09	1.65
EBIT Margin(%)	7.13	7.50	9.41	9.40	9.46	13.52	11.79
EBITDA Margin(%)	--	9.92	11.88	11.53	11.42	15.99	14.32
每股收益-基本(元)	0.88	0.91	0.93	0.71	0.86	0.91	0.68
每股收益-稀释(元)	0.88	0.91	0.93	0.71	0.86	0.91	0.68
每股收益-扣除非经常性损益的基本(元)	0.77	0.69	0.80	0.69	0.66	0.85	0.59
每股收益-扣除非经常性损益的稀释(元)	0.77	0.69	0.80	0.69	0.66	0.85	0.59
每股收益-期末股本摊薄(元)	0.88	0.91	0.91	0.70	0.83	0.83	0.67
净资产收益率-摊薄(%)	11.72	12.98	15.08	10.93	10.03	11.19	12.40
净资产收益率-加权(%)	12.20	13.99	14.53	11.47	10.44	15.84	13.34
净资产收益率-扣除非经常性损益(%)	--	10.58	12.41	11.08	8.01	14.87	11.44
销售毛利率(%)	20.00	23.09	23.47	24.03	23.90	27.46	23.26
销售净利率(%)	5.54	5.88	8.01	7.82	7.85	11.09	9.51

# 公司产品结构

- 公司自18年开始更改业务分类，智能物流系统集成和仓储物流车辆及设备，系统集成的占比逐年提升，增长迅速，仓储物流车辆增长相对缓慢。
- 毛利率有一定波动，但整体不大。物流车辆毛利率与钢铁价格有关，工业车辆原材料成本占生产成本的88-95%，而其中钢材及钢制品占生产成本的比例分别为60%左右。
- 21年直接原材料上涨较大，对公司业绩有一定影响，倘若未来钢价下跌，则可有利于成本的下降。

	2020 年报 点击浏览 CNY	2019 年报 点击浏览 CNY	2018 年报 点击浏览 CNY	2017 年报 点击浏览 CNY
<b>货币类型</b>				
<b>营业收入</b>	<b>40.93</b>	<b>30.95</b>	<b>25.53</b>	<b>21.20</b>
智能物流系统集成	20.90	12.49	6.80	4.59
仓储物流车辆及设备	19.87	18.30	18.58	--
其他业务	0.16	0.16	0.15	0.11
轻小型搬运车辆	--	--	--	9.52
电动步行式仓储车辆	--	--	--	3.06
配件及其它	--	--	--	2.10
电动乘驾式叉车	--	--	--	1.15
停车设备	--	--	--	0.67
合计	40.93	30.95	25.53	21.20
<b>毛利率(%)</b>	<b>23.68</b>	<b>23.47</b>	<b>24.03</b>	<b>23.90</b>
智能物流系统集成(%)	24.17	22.78	28.45	29.09
仓储物流车辆及设备(%)	23.12	23.63	22.25	--
其他业务(%)	30.70	60.21	44.02	60.72
轻小型搬运车辆(%)	--	--	--	23.38
电动步行式仓储车辆(%)	--	--	--	19.84
配件及其它(%)	--	--	--	21.61
电动乘驾式叉车(%)	--	--	--	22.39
停车设备(%)	--	--	--	17.97
合计(%)	23.68	23.47	24.03	23.90
<b>收入构成</b>				
智能物流系统集成(%)	51.06	40.35	26.65	21.65
仓储物流车辆及设备(%)	48.55	59.15	72.78	--
其他业务(%)	0.39	0.50	0.57	0.52
轻小型搬运车辆(%)	--	--	--	44.90
电动步行式仓储车辆(%)	--	--	--	14.44
配件及其它(%)	--	--	--	9.88
电动乘驾式叉车(%)	--	--	--	5.43
停车设备(%)	--	--	--	3.17
合计(%)	100.00	100.00	100.00	100.00

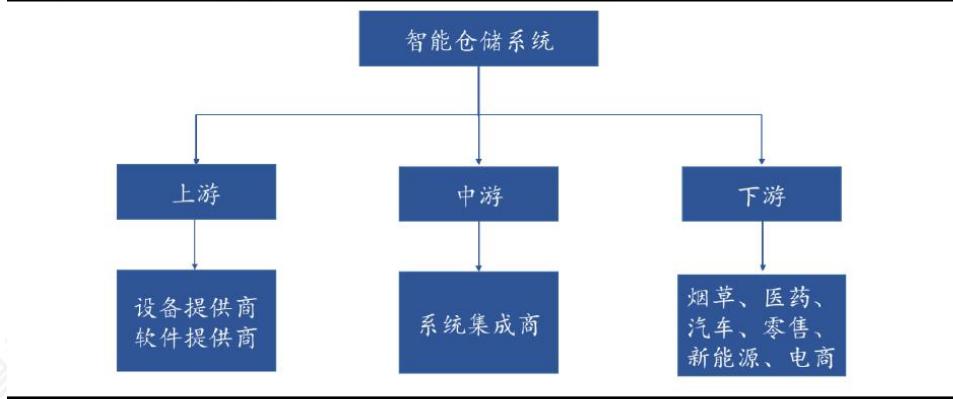
# 智能仓储产业链分析

仓储物流车辆及设备主要是工业车辆里的可非机动工业车辆。非机动工业车辆包括：轻小型搬运车辆、牵引车和固定平台搬运车。上游主要是零部件和钢铁公司为主，进而公司负责组装生产销售给下游物流企业。

智能物流系统集成是公司布局的仓储物流车辆的下游，对于智能物流系统而言，上游是设备和软件提供商，下游则的应用领域非常广泛，包括医药、食品饮料、电商物流、汽车、3C家电、烟草、机场、新能源等。医药以及食品饮料等。



图 15：智能仓储产业链



资料来源：RFID 世界网，财富证券

# 智能物流市场快速发展

在土地成本、人力成本不断增加的背景下，智慧物流仓储行业所提供的“机器换人，算法换人，数字换人”的解决方案，契合国家及政府所提倡的智能制造2025战略，通过机器化、数字化、可视化等赋能手段，为国家相关产业、制造业、实业提供了内部降本增效的切实可行方案。随着近年来智慧物流仓储行业不断优化升级，行业内的产品、服务、方案功能不断按照需求延展，性价比不断提升，这为智慧物流市场渗透率不断提升打下了良好的基础。**近年来，全球自动化物流仓储系统市场保持快速增长，且市场容量巨大，主要有以下原因：**

- 1) 智能工厂是时代发展的要求。智能工厂要实现生产智能化、数字化、信息化，必然要建立自动化的物流仓储系统。
- 2) 智慧物流系统自动化程度提升是降低物流费用、提高效率的重要驱动。仓储的核心成本有两项：房租和人工。如果要降房租，就要实现立体化；如果要降人工，就要实现自动化。
- 3) 各国政府近年来出台了一系列的政策，对智能物流行业进行大力政策支持。

# 智能仓储市场规模

中国仓储自动化市场经过10年发展，通过电商、快递等行业的快速崛起，经历了一段高速发展时期，设备商行业规模从2014年的400亿提升至2019年的857亿，年复合增速达到16.5%。高工机器人产业研究所（GGII）发布的《2020年中国智能仓储行业调研报告》认为：中国的物流成本与发达国家相比依然有较大的降低空间，大部分行业在智能仓储方面的布局尚处于早期阶段，中国物流业的崛起将为仓储业的发展提供巨大的市场需求，相较于当前的需求，未来智能仓储具有更大的市场空间，预计到2023年智能仓储市场规模有望达到1650亿元。



数据来源：高工机器人产业研究所（GGII）

# 行业集中度呈上升趋势

从全球空间看，全球前十大物流仓储自动化企业年收入在64~280亿之间，近年来头部企业规模总体呈现上升趋势。全球龙头日本大福19年收入270亿，尽管19年受到下游半导体和显示面板行业固定资产投资下滑影响，当年收入小幅下滑3.4%，但2014-19年5年间的收入复合增速依旧有14.5%。另外，大福在中国（含台湾地区）的收入占比在20-30%。因此不论是全球还是中国，物流自动化行业均有较大的市场空间，且处在持续增长中。

表 8：2019 年全球前十大物流仓储自动化企业

排名	企业名称	2019 年营收（亿元）	国家
1	大福	270.01	日本
2	胜斐迩	221.92	德国
3	德马泰克	183.64	德国
4	霍尼韦尔	124.17	美国
5	村田机械	124.17	日本
6	范德兰德	117.27	荷兰/日本
7	科纳普	94.51	奥地利
8	伯曼集团	75.88	德国
9	MHS	68.99	美国
10	瑞仕格	63.60	瑞士/中国

资料来源：Modern Materials Handling、GGII、招商证券

图 23 日本大福收入及增速



资料来源：bloomberg、招商证券

# 智能物流系统集成

公司智慧物流系统业务具有跨行业综合服务能力，目前在全球范围内已累计完成相关物流系统工程案例超过 1700 个，客户广泛分布于食品饮料、医药、电子商务、汽车、电力、机械制造、造纸、化工、纺织服装、物流仓储、冷链、新能源锂电等众多领域。

公司的智慧物流系统综合解决方案根据客户生产、仓储、配送等环节的特定需求进行差异化定制，为非标准化的产品。根据所处供应链位置的不同，公司为以下应用场景提供专业系统集成解决方案：原料成品仓库、车间缓存处理中心、自动化生产线、自动化输送线、大型配送中心等，此外还包括为冷链、锂电、电子商务等特殊需求行业专门研发设计的物流解决方案。

表 10：物流自动化可比公司的覆盖环节（○为有产品覆盖，●为具备研发设计能力）

公司	2019 年收入（亿）	自动化输送系统		自动化仓储系统		自动化分拣系统	
		叉车	AGV/AGC	堆垛机	穿梭机	货架	输送机
诺力股份	30.9 (中鼎 约 9 亿)	●	●	● 中鼎	● SAVOYE	○ 中鼎	○ 中鼎 /SAVOYE
德马科技	7.9					●	●
今天国际	7.1			○ 旭龙昇	○	○	○
音飞储存	7.0	●	○	●	●	○	
新松机器人	物流自动化 业务 10.6	○	●	●	○	●	●
东杰智能	物流自动化 业务 4.1		○	○	●	○	
兰剑智能	4.0	●	●	●	○	○	○

资料来源：公司公告、招商证券

# 诺力客户优势明显

客户资源优势明显。中鼎集成、法国SAVOYE、上海诺力公司自设立以来持续深耕智慧物流行业，截至目前已完成相关物流系统工程案例超过 1700 个，众多客户都是行业的头部企业，具有很强的标杆作用，极大地提升了公司在智慧物流业务领域的品牌地位。

A、中鼎集成的主要客户

冷链行业	安井、中粮肉食、双汇集团、北大荒等
新能源行业	宁德时代、比亚迪、LG化学、孚能科技等
制造行业	一汽铸造、中国一重、正泰电器、特变电工等
医药行业	中国医药集团、九州通集团、天士力、扬子江药业等
汽车行业	北京奔驰、上海通用、一汽大众、北京现代等
煤炭、电力行业	国家电网、西山煤电、川煤集团、同煤集团等
食品行业	蒙牛乳业、顶新集团、喜之郎、九三集团等
其他行业	圣象集团、中国石油、利群集团、中国烟草等

B、法国SAVOYE的主要客户

第三方物流行业	Bollore (波洛莱)、Logistex、DocSourcing
---------	------------------------------------

19 / 203

NOBLELIFT 诺力 谢力股份 2020 年年度报告

食品/冷链行业	KERMENE、Cooperl (科普利信)、Colruyt (克鲁特)
医药行业	库博光学、OPHTALMIC、CSP、Hartmann
汽车行业	雷诺、Alliance Automotive、Mister Auto、Bodemer (雷诺汽车备件配送)、Breizh、Flauraud、Gemy
办公用品行业	史泰博、Lyreco、Pichon、CANSON (康颂)
图书行业	MDS、Cap Diffusion
鞋服、奢侈品	LACOSTE、爱马仕、Babolat (百宝力)、ASICS (亚瑟士)、迪卡侬、老佛爷百货、KIAIDI (凯家衣)、
化妆品、个人护理	LV、雅诗兰黛、迪奥、欧莱雅、纪梵希、爱马仕、希思黎、宝洁
工业设备	Weldon、TB、Parker、Bihr、Brammer、Hilti
电子设备	Sermes、Wurth (伍尔特)
电商	VENTEPRIVEE、Foto Vista、Next Solutions

# 诺力仓储物流车辆及设备业务

诺力股份拥有二十年的仓储物流搬运车辆研发和生产经验，已连续多年占据全球轻小型工业车辆首位；电动工业车辆居于国内同行领先地位，在国内制造商中连续多年排名领先。依托公司强大的智能制造装备水平，公司主营产品“工业车辆”荣获国家级“制造业单项冠军示范企业（2020年-2022年）”的称号。

2021年上半年公司仓储物流车辆及设备实现收入 14.04 亿元，同比增长 46.1%，公司面向全球的仓储物流市场，下半年随着海外疫情恢复带动经济活动复苏，预计仓储车辆仍将持续增长。

	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
<b>指标类型</b>	累计值	累计值	累计值	累计值	累计值
<b>时间区间</b>	12个月	12个月	12个月	12个月	12个月
<b>产量</b>					
仓储物流车辆产量(台)	--	--	1,038,360.00	1,255,525.00	1,336,373.00
				21%	6%
轻小型搬运车辆产量(台)	637,607.00	810,109.00	--	--	--
电动步行式仓储车辆产量(台)	21,103.00	37,538.00	--	--	--
电动乘驾式叉车产量(台)	684.00	1,502.00	--	--	--
<b>销量</b>					
仓储物流车辆销量(台)	--	--	1,042,775.00	1,236,312.00	1,329,246.00
轻小型搬运车辆销量(台)	633,535.00	775,670.00	--	--	--
电动步行式仓储车辆销量(台)	20,201.00	25,483.00	--	--	--
电动乘驾式叉车销量(台)	642.00	1,307.00	--	--	--
<b>库存量</b>					
仓储物流车辆库存量(台)	--	--	42,274.00	51,811.00	58,938.00
轻小型搬运车辆库存量(台)	31,299.00	34,439.00	--	--	--
电动步行式仓储车辆库存量(台)	2,389.00	12,055.00	--	--	--
电动乘驾式叉车库存量(台)	118.00	195.00	--	--	--

# 诺力在手订单饱满

1、报告期内，中鼎集成的主要订单情况如下表：

单位：亿元（含税）

序号	应用领域	2021年1-6月新增订单	2021年1-6月完成订单	2021年6月30日在手订单
1	新能源	11	4.21	22.6
4	汽车零部件	1.59	1.20	2.19
6	其他	1.20	1.14	10.62
	合计	13.79	6.55	35.41

2、报告期内，法国SAVOYE的主要订单情况如下表

单位：亿元（不含税）

序号	应用领域	2021年1-6月新增订单	2021年1-6月完成订单	2021年6月30日在手订单
1	电商	1.88	1.84	1.53
2	化妆品	0.39	0.25	0.31
3	食品及快消	1.94	1.85	2.96
5	零部件及工业用品	0.68	0.63	1.25
6	办公用品	0.46	0.45	0.39
8	纺织	0.74	0.21	0.90

20 / 156

NOBLELIFT 诺力

2021 年半年度报告

9	其他	2.06	1.96	1.89
	合计	8.15	7.19	9.23

近年来新增订单维持高位，在手订单饱满。

中鼎2019年底在手订单24亿，2020完成订单8.88亿新增13.11亿，在手订单28.17亿。2021半年报显示新增订单35.41亿，新增订单13.79亿，完成订单6.55亿。法国SAVOYE半年报新增订单8.15亿，完成订单7.19亿，在手订单9.23亿。

而从领域来看：中鼎集成的主要订单新能源订单占比较大为63.82%，其次为医药。法国SAVOYE食品及快消占比最高为32.07%。

# ■ 投资逻辑分析

- 1. 量：**公司所在智能制造和智慧物流行业市场空间广阔，产品在国民经济各行各业的物料装卸、搬运、仓储等环节均得到广泛的使用；上半年，公司所处内部物流行业保持良好的增长势头，物料搬运设备业务和自动化立体仓库业务订单充分，增速创历年来新高。
- 2. 价：**价格方面主要是签订单为主，下游是B端客户，不存在大幅度的价格上涨下跌情况。但原材料的价格对公司盈利能力影响比较大。为了提升的成本控制能力，公司推进精益生产与质量管理相结合，向精益质量管理转变。

# 盈利预测

根据公司订单与公司披露的经营计划，我们做出如下测算：

假设1：公司仓储物流车辆及设备收入是高于行业增速的，21年后为10%的增长，中鼎和法国SAVOYE订单基本与行业历史持平为15%；

假设2：目前在招聘人员，后续会加紧推进各项目建设，推进订单交付能力，后期的订单完成率会逐步提升；

假设3：成本占比较高的钢材价格变动有关，预计未来成本下降，利润率缓慢回升。

中鼎订单 (亿元)	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020	2021	2022	2023
新增订单	10	15	14.1	13.1	35	40.25	46.2875
完成订单	5.37	8.07	9.03	8.88	15	28.902	38.6867
年底在手订单	11.3	18.87	23.94	28.17	48.17	59.518	67.1188
法国 S AVOYE订单 (亿元)	2019-12-31	2020	2021	2022	2023		
新增订单	10.4	14.38	16	18.4	21.16		
完成订单	10.18	12.08	15	12.605	16.7025		
年底在手订单	6.08	8.21	9.21	15.005	19.4625		
智能物流系统集成收入 仓储物流车辆及设备收入			20.96	30	41.507	55.3892	
总营业收入			19.87	26.8245	29.50695	32.45765	
收入增速				32.06%	39%	25%	24%
销售净利率				5.88%	5.88%	6%	6%
净利润				2.41	3.35	4.27	5.28
净利润增速					39%	27%	24%
PE				15.87	14.938	11.718	9.475

数据来源：公司公告、券商研报、大阳金融研究团队

# ■ 估值分析及投资建议

- 目前公司PE在18附近，处于历史上18.44%的分位；
- 假设未来公司保守为20倍PE，对于4.27、5.28亿利润，22年市值可达85.4亿，23年市值可达105.6亿。



# ■ 主要风险

- **出口地区经济下行而导致需求减少的风险。**由于公司的主要出口市场属于疫情影响严重的地区，因此必然会对海外市场的需求和供应链产生负面影响，进而导致公司海外主要出口地区市场销售存在下滑的风险。
- **行业竞争激烈导致业绩波动风险。**智能物流系统和仓储物流车的竞争门槛相对较低，行业的高景气度吸引更多的竞争对手从而导致盈利能力下滑。
- **应收账款管理及回收的风险。**未来对国内外市场的进一步开拓，营业收入将会保持快速增长态势，对应收账款的管理将提出更高的要求，如果出现应收账款不能按期或无法收回的情况，将对公司的营运资金安排和经营业绩产生一定的影响。

# ■ 十大好股：荃银高科 (300087)

投资逻辑：

1. 种业板块目前正处在全球粮食危机，国内粮食安全的背景下，国家通过法规重点打击伪劣种子，并且国内未来即将放开转基因种子，会使得国内种业的集中度大幅提升。
2. 荃银高科尽管转基因种子储备不多，但背靠先正达集团，其在转基因领域实力雄厚，有望助力荃银高科在转基因领域实现弯道超车，跃进式发展。

# 公司概况

公司是一家“以种业为核心，农业服务为延伸，探索和创新农业多元化发展”的现代高科技种业上市公司。公司主要从事水稻、玉米、小麦等主要农作物种子的研发、繁育、推广、服务，以及订单农业业务。当前，公司的杂交水稻研发、推广及海外业务规模均位居全国种子企业前二。

图表 2：公司控股股东为中化现代农业（截至 2021Q1）



来源：公司公告；国联证券研究所

# 公司主要业务及订单

种业业务方面，公司主要产品为杂交水稻、杂交玉米、小麦、棉花等农作物种子，销售区域覆盖华中、华东、华南、东北、华北、西南、西北等国内主要农作物种植区域及东南亚、南亚、非洲等境外地区；

订单业务方面，公司通过“品种+品牌+资本”，与产业链粮食加工企业、养殖企业等相关品牌公司合作，发展专用小麦、优质水稻、青贮玉米等订单农业业务，增强种业市场竞争力。

图表3：公司主要农作物种子



来源：公司官网；国联证券研究所

# 公司近五年及新一期财务

荃银高科过去几年的增速一直保持着不错的发展，由于农业季节性原因，公司有较大的收入会在四季度确认，使得公司三季报看起来是亏损的。

荃银高科 300087.SZ 30.27 +0.46%   财务摘要								
报告期	2021-09-30		2020-12-31		2019-12-31		2018-12-31	
	三季报	年报 合并报表	年报 合并报表	年报 合并报表	年报 合并报表	年报 合并报表	年报 合并报表	
<strong>✓ 利润表摘要</strong>								
营业收入	11.99	16.02	11.54	9.10	9.47	7.57		
同比(%)	35.49	38.84	26.73	-3.92	25.12	24.66		
营业总成本	12.10	14.45	10.56	8.35	8.59	7.15		
营业利润	-0.03	1.44	0.90	0.98	1.05	0.43		
同比(%)	63.69	59.82	-7.96	-6.59	149.46	9.17		
利润总额	-0.05	1.46	0.87	0.94	1.02	0.54		
同比(%)	35.08	67.86	-7.35	-7.83	87.46	24.07		
净利润	-0.05	1.47	0.87	0.93	0.97	0.52		
同比(%)	28.41	69.40	-6.41	-4.40	84.94	22.23		
归属母公司股东的净利润	-0.01	1.33	0.95	0.68	0.62	0.31		
同比(%)	-118.73	41.10	38.43	9.38	103.61	38.58		
非经常性损益	0.07	0.25	0.18	0.13	0.10	0.09		
扣非后归属母公司股东的净利润	-0.08	1.08	0.77	0.55	0.53	0.22		
同比(%)	60.25	40.82	39.96	4.12	139.93	59.58		
研发支出	② 0.39	0.56	0.55	0.63	0.45	0.31		
EBIT		1.62	0.90	0.91	1.03	0.38		
EBITDA		2.08	1.38	1.32	1.38	0.70		
<strong>&gt; 资产负债表摘要</strong>								
<strong>&gt; 现金流量表摘要</strong>								
<strong>✓ 关键比率</strong>								
ROE(摊薄)(%)	11 -0.08	19.76	19.64	8.53	8.48	4.65		
ROE(加权)(%)	11 -0.14	24.86	13.47	8.44	8.50	4.83		
扣非后ROE(摊薄)(%)	11 -0.62	16.06	16.00	6.87	7.18	3.34		
ROA(%)	11 -0.18	6.99	4.77	5.30	6.42	4.13		
ROIC(%)	11 0.69	15.31	9.59	8.80	10.08	6.06		
销售毛利率(%)	11 21.05	30.67	37.74	43.11	40.83	35.94		
销售净利率(%)	11 -0.44	9.17	7.52	10.18	10.23	6.92		
扣非后销售净利率(%)	11 -0.63	6.77	6.68	6.05	5.58	2.91		

# 我国种业市场规模

自我国种子行业进入市场化发展阶段以来，种子经营企业迅速增长，与企业数量一同增长的是良种的供给量，2012年我国种子产量仅为1649.8万吨，到2020年增长至2058.4万吨。2012年国内种子行业市场规模1038亿元，到2020年种子市场规模达到了1300亿元。

2012-2020年中国种子产量走势



2012-2020年中国种子行业市场规模走势



# 种业发展主要方向

现在，国际政治环境愈发复杂，而在改革开放后，我国经济快速发展，与之相对的是对于粮食的需求迅速增长，部分农产品如大豆高度依赖进口，近10年来进口依存度均超80%。面对严峻的国际形势和日益增长的粮食需求，提升粮食自给率、保障粮食安全迫在眉睫。

其中，种子处于种植产业链的最前端，是农业的“芯片”，是保障我国粮食安全的核心变量，也是农业效率提升的关键。有研究资料表明过去 100年农业生产效率提升的 60%来源于种子技术。从中长期发展趋势上看，由于受资源约束的影响，未来农业生产效率提升中的 75-90%或将来源于种子和生物技术。

我国种子市场虽然占据全球的比例较高，但大多依赖于进口，种业大而不强，自主创新能力国际竞争力较弱，很多农作物缺乏替代品种，仍需依赖进口。因此做大做强我国种业，进行进口替代是未来的主方向。

# 世界主要转基因作物种植情况

全球转基因技术研发势头强劲，发达国家或地区如美国、欧盟、加拿大、澳大利亚等都在抢占技术制高点，发展中国家如巴西、印度等也在积极推进建转基因作物。美国政府态度积极，方向明确，已经占据了全球转基因产业发展先机，在全球种业具有明显优势。

美国是最早商业化种植转基因作物的国家，据农业部，截至 2014 年，美国转基因抗虫玉米和抗除草剂大豆的种植面积已分别超过玉米、大豆面积的 90%，美国市场上 70% 的加工食品都含有转基因成分。

目前，世界上转基因大豆和玉米是种植最广泛的转基因品种，棉花是种植最广泛的转基因经济作物，在转基因小麦和水稻的推广方面，各国都比较谨慎。

图表8：世界主要转基因作物种植情况

	大豆	玉米	小麦	水稻	棉花	油菜	甜菜	番木瓜
美国	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✓	✓
欧盟	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗
加拿大	✓	✓	✗	✗	✗	✓	✓	✗
澳大利亚	✗	✗	✗	✗	✓	✓	✗	✗
巴西	✓	✓	✗	✗	✓	✗	✗	✗
印度	✗	✗	✗	✗	✓	✗	✗	✗
墨西哥	✗	✗	✗	✗	✓	✗	✗	✗
阿根廷	✓	✓	✗	✗	✓	✗	✗	✗
南非	✓	✓	✗	✗	✓	✗	✗	✗
巴基斯坦	✗	✗	✗	✗	✓	✗	✗	✗
巴拉圭	✓	✓	✗	✗	✓	✗	✗	✗
玻利维亚	✓	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗
中国	✗	✗	✗	✗	✓	✗	✗	✓

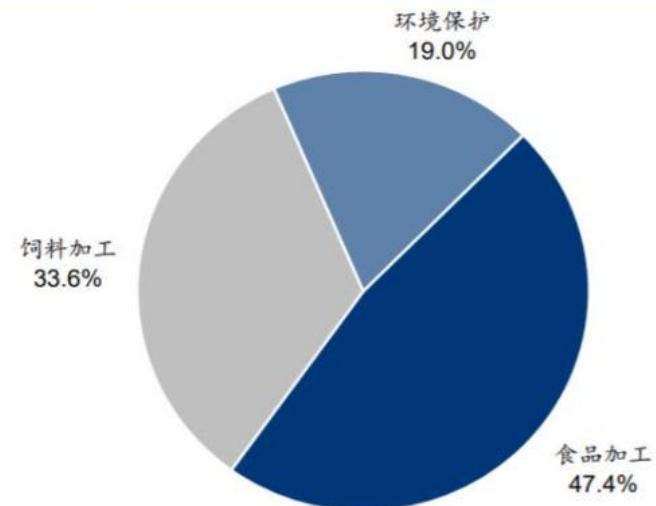
资料来源：《2018年全球生物技术/转基因作物商业化发展态势》，华泰证券研究所

# ■ 转基因种子商业化许可有望放开

目前转基因技术是国际农业技术、育种技术竞争的制高点之一，转基因不仅能有效支撑粮食的增产、节约，有利于我国保持粮食的绝对安全，还涉及我国种业的安全。育种、制种技术是种业的核心。近期，农业部正式批准转基因大豆和转基因玉米的安全证书，我国转基因市场有望正式展开。

并且未来随着转基因种子商业化许可放开，拥有转基因品种专利权、率先通过监管层批准的龙头市场份额将大幅提升，行业集中度将显著提高。

图表12：2018年转基因作物获批数量中用于食用的占比超过一半



资料来源：国际农业生物技术应用服务组织，华泰证券研究所

入市有风险，投资需谨慎

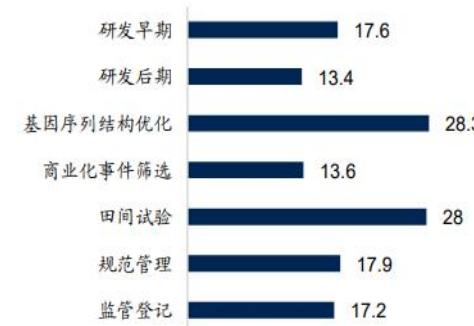
# 种业的核心竞争力

种业的核心竞争力在于研发，特别是转基因的种子，研发更是处在核心地位。

从海外种业巨头的发展经历来看，他们均维持在较高位置的研发投入比例（占销售额12%以上），其中，巨头之一孟山都，在种业领域具有研发优势和技术壁垒，在全球拥有106个种子研发中心，超2万人科研团队。近年来，公司每年申请专利数超400件以上，93%以上专利申请集中在农业与化学领域，与孟山都农业生物技术战略核心一致。孟山都的研发已从农业化工转向育种与农业生物技术领域，农业技术的专利数量保持稳定持续增长，占比也逐年增加。

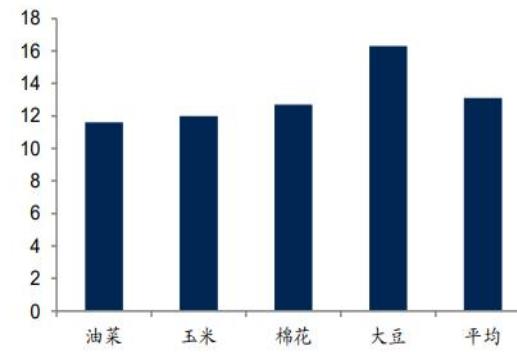
从研发经历上来看，每一个新的基因种子的研发，往往需要10年以上的周期，并且耗费数亿美元。

图 52：转基因种子从研发到登记注册预计需 1.36 亿美元



资料来源：Phillips McDougall，国信证券经济研究所整理

图 53：转基因种子从研发到商业化平均需要 13.1 年



资料来源：Phillips McDougall，国信证券经济研究所整理

# 水稻种子现状

供给端来看，2019年我国杂交水稻制种面积为136万亩，相比2018年大幅调减33万亩，2020年进一步降至128万亩。一方面是由于我国水稻种子库存压力较大，另一方面是由于优质的常规稻种子对杂交稻种子形成挤压。库存上，2016-2019年杂交水稻库存量持续上升，库存消费比也不断提高，2019年达到71%，创历史新高。在高库存背景下，预计水稻种子大幅上涨的可能性较小。但考虑到2020年水稻价格回调，2021年行业在高粮价的驱动下，有望企稳回暖。

图 23：2019 年杂交水稻制种面积大幅回调



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 24：杂交水稻种子库存压力较大



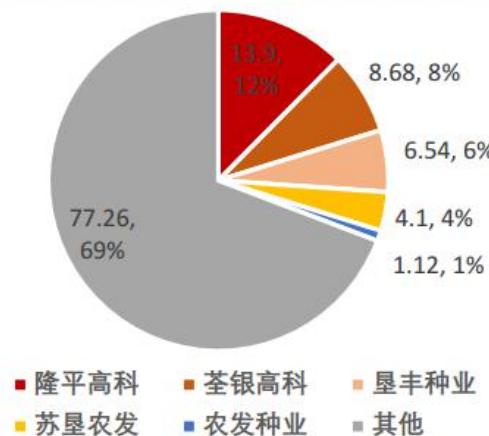
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

# 水稻种子行业格局

从竞争格局来看，隆平高科龙头地位稳固，市占率稳居行业第一，荃银高科紧随其后，排在第二。

由于对盗版种子的打击力度不够，导致水稻种子同质化严重，在无序激烈的竞争中，水稻种子的龙头集中度是不断下滑的，近些年，特别是今年，国家加大了对盗版的打击力度，未来种子集中度有望大幅提升。

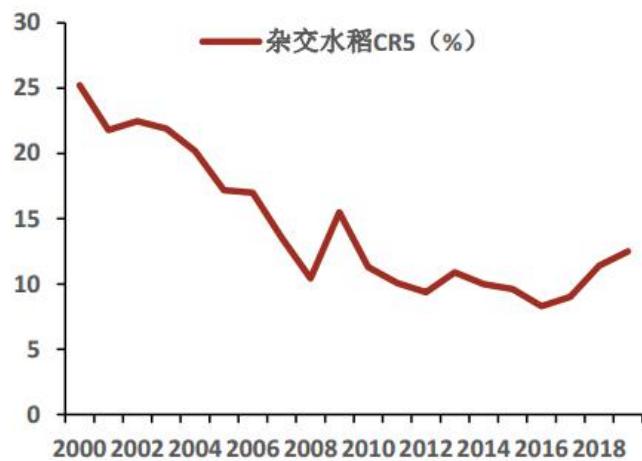
图表 63：公司市占率行业第二



来源：iFind；国联证券研究所

注：2020年市场空间约186亿元；假设批发：零售价=0.6:1

图表 58：2000-2019年杂交水稻品种CR5



来源：中国农作物种业发展报告；国联证券研究所

# 公司水稻种子优势

水稻由于大部分用于食用，因而水稻的转基因推广不会那么快，估计仍然需要较长的时间，那么竞争主要集中在杂交水稻上，而随着消费升级，大米也从“吃饱”向“健康”转型，能产出有机、健康、美味的高品质大米的种子，未来将拥有更多的市场空间。

荃银高科拥有银两优丝苗、银两优 851 等一级米种子品种，公司的米质总体表现优异，多为 1-2 级米，而市场上 3 级米居多，公司水稻品种能够满足下游有机、健康、美味的高品质大米消费需求，符合消费升级趋势。随着集中度提升，公司水稻品种有望受益。

图表 55：公司拥有银两优丝苗、银两优 851 等一级米种子

整精米率	垩白度	直链淀粉含量	胶稠度	等级
银两优丝苗	64.8%	1.0%	17.1%	71.0 毫米 国标 1 级。
银两优 851	63.5%	0.5%	16.9%	69.5 毫米 部标 1 级

来源：公司官网；国联证券研究所

# 玉米种子现状

供给端来看，基于农业供给侧改革背景，，2016-2019年减少了154万亩，2020年由于新冠疫情和转基因落地预期的干扰，玉米制种面积将进一步下降至230万亩附近，创2003年以来新低。库存上，玉米种子的库存量自2013年达到高峰逐步下降，2019年降至6.5亿公斤，根据全国农技中心预测，2020年进一步降至5.5亿公斤，库存消费比为51.9%，8年来首次进入30%-60%的安全区。随着种子库存压力的消解，产不足需的局面日益显现，玉米种子扩大产量和供应量的动力更足。

图 17：玉米制种面积创 2003 年以来新低



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 18：杂交玉米种子库存不断下降



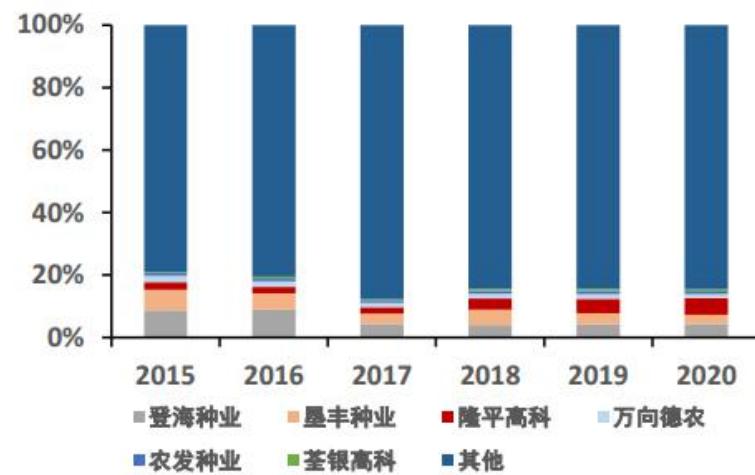
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

# 玉米种子行业格局

全国玉米种子企业 CR5 仅为 14.61%，集中度与全球市场比仍有超 2 倍的差距。从竞争格局来看，目前隆平、登海在国内占据绝对龙头，而荃银高科目前市占率仅 0.43%。

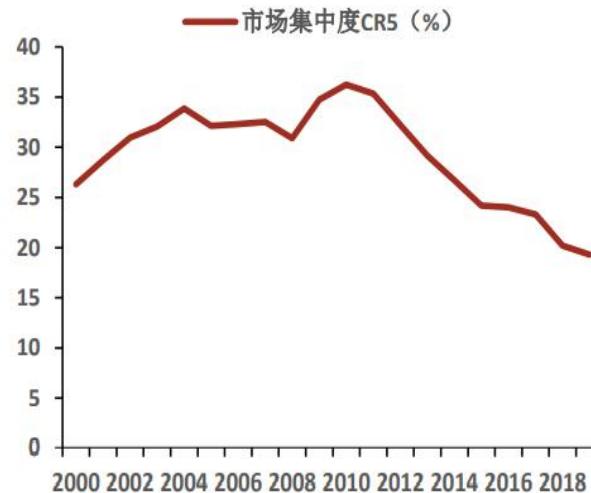
玉米种子也同样面临和水稻种子一样的局面，因为打击盗版力度不够，导致集中度不断下滑，未来随着盗版的打击和转基因种子的推广，集中度有望大幅提升。

图表 29：2015-2020 年玉米种子行业市占率变化



来源：iFind；国联证券研究所

图表 49：2000-2019 年玉米品种 CR5



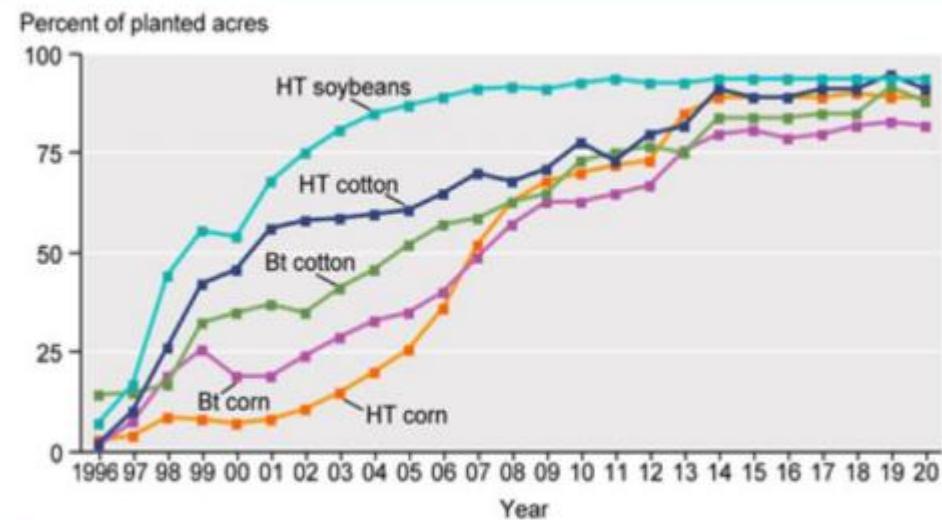
来源：中国农作物种业发展报告；国联证券研究所

# 公司玉米种子优势

玉米大部分用在饲料上，是最有可能首批通过转基因上市的种子之一，因而未来玉米种子主要还是看转基因种子的布局，目前来看，玉米转基因种子储备最多的是大北农（3个），其次隆平高科（1个）。

荃银高科虽然现在玉米种子市占率低，但仍然有玉米‘双抗 12-5’的转基因种子在研，另外，公司背靠先正达集团，更是拥有大量转基因种子的储备。

图表 26：商业化后美国转基因种植占比 (%)



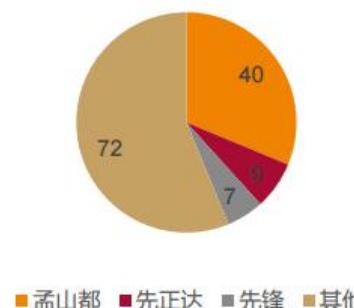
来源：USDA；国联证券研究所

# 先正达集团上市的影响

先正达集团拥有全球领先的专利和非专利农药研发实力，以及世界一流的种业生物技术及育种技术，是全球第一大植保公司和第三大种子公司。通过在转基因领域的持续投入，先正达和孟山都、先锋等少数公司占领了美国转基因性状的主要市场。

先正达在转基因研发方面的投入和已有的性状储备均处于全球领先水平，在我国转基因政策逐步变革的进程中，先正达有望在中国市场发挥研发方面的优势。而先正达成为公司间接第一大股东之后，公司有望成为先正达在国内拓展转基因业务的重要载体，先正达在转基因领域实力雄厚，有望助力荃银高科在转基因领域实现弯道超车，跃进式发展。

图 39：截至 2019 年美国转基因性状占比——先正达占 7%



资料来源：USDA, 天风证券研究所

表 11：先正达在美国获批的转基因性状

编号	作物	性状	生效时间
APHIS-2016-0002	玉米	抗虫抗草铵膦	9/29/2011
APHIS-2015-0080	玉米	抗草甘膦和草铵膦	7/6/2005
APHIS-2012-0090	大豆	抗 HPPD 和草铵膦	7/18/2014
APHIS-2012-0024	玉米	抗根虫	4/20/2010
APHIS-2009-0072	玉米	抗鳞翅目昆虫	3/23/2016
APHIS-2007-0130	棉花	抗鳞翅目昆虫	3/16/2007
APHIS-2007-0016	玉米	耐热性 $\alpha$ -淀粉酶	2/27/2013
APHIS-2006-0157	玉米	抗玉米根虫	2/15/2011
04-051-1, 04-051-2	棉花	抗鳞翅目昆虫	11/30/2015

资料来源：USDA, 天风证券研究所

# 盈利预测

- 重要假设：
    - 1、公司种子业务未被先正达所置换，并且先正达能够帮助公司在转基因竞争中站稳脚跟。
    - 2、种子价格假设不变，公司市占率随着各种利好政策推进而快速提升。

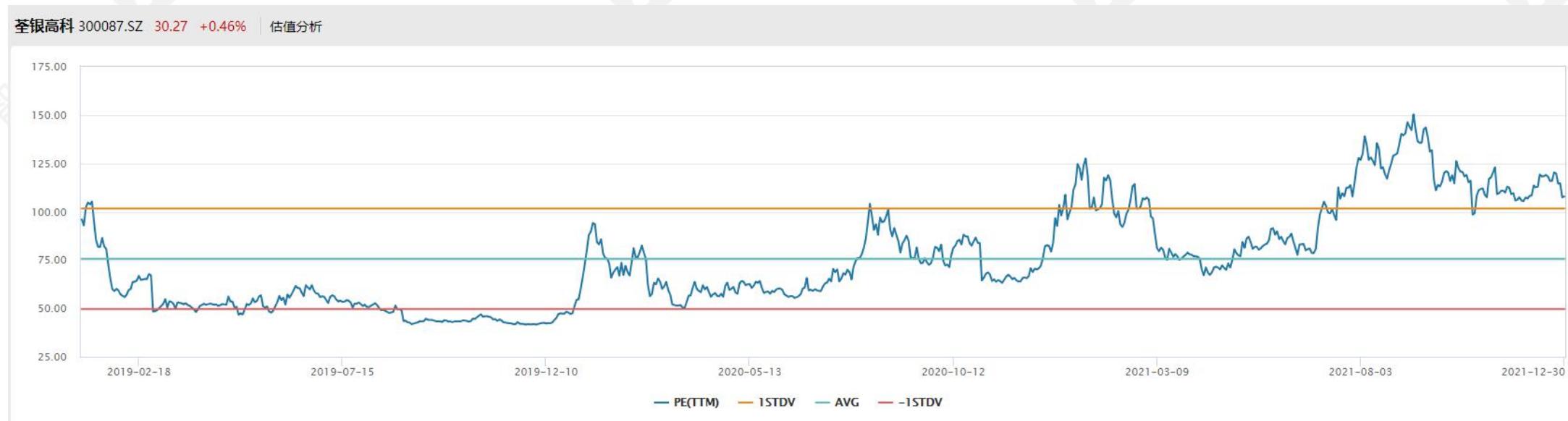
### 一致预测

关键指标	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万)	2,048.53	2,638.57	3,439.95
增长率(%)	27.90	28.80	30.37
归母净利润(百万)	188.60	250.39	335.67
增长率(%)	41.33	32.76	34.06
EPS(摊薄)	0.42	0.55	0.74
基准股本(百万股)	454.10	454.10	454.10
ROE(摊薄)(%)	18.34	19.90	21.63
ROA(%)	6.52	6.83	7.13
PE	72.88	54.90	40.95
PEG	1.76	1.68	1.20

荃银高科	2019	2020	2021	2022	2023			
水稻种子								
市场空间	187.54	185.79	192.13	201.62	211.701			
公司市占率	3.66%	4.67%	5.69%	6.51%	7.44%			
收入	6.87	8.68	10.94	13.12	15.75			
玉米种子								
市场空间	309.5	315	322.5	371.3	429.2			
公司市占率	0.37%	0.43%	0.52%	0.59%	0.66%			
收入	1.14	1.34	1.68	2.18	2.83			
订单农业								
收入	2.24	4.35	6.94	10.05	14.07			
其他								
收入	1.29	1.65	1.90	2.18	2.51			
总收入	11.54	16.02	21.45	27.53	35.16			
增速		38.8%	33.9%	28.4%	27.7%			
利润	0.95	1.33	1.86	2.62	3.34			
增速		40.0%	39.8%	40.6%	27.7%			
利润率	8.23%	8.30%	8.67%	9.50%	9.50%			
玉米‘双抗 12-5’在研中								
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2027 (远期)
玉米种植面积 (亿亩)	6.36	6.32	6.19	6.3	6.45	6.75	7.13	7.5
普通种子每亩价格 (元)	50	50	50	50	50	50	50	50 假设不变
普通渗透率	100%	100%	100%	100%	100%	90%	80%	20%
普通种子市场空间	318	316	309.5	315	322.5	303.8	285.2	75.0
转基因种子每亩价格 (元)	100	100	100	100	100	100	101	101 假设不变
转基因渗透率	0%	0%	0%	0%	0%	10%	20%	80%
转基因种子市场空间	0	0	0	0	0	67.5	144.026	606
玉米种子总空间	318	316	309.5	315	322.5	371.25	429.226	681

# ■ 估值分析及投资建议

- 公司未来两年增速维持在35%左右，若给予60倍PE，对应2021E/2022E/2023E三年利润1.86亿/2.62亿/3.34亿的估值为111.6亿/156.9亿/200.4亿，而现在公司市值为137亿，处在一个较为合理偏低的位置。
- 从历史估值来看，公司估值处在一个历史偏高位置。



# ■ 主要风险

- 转基因政策推进延后或者力度不及预期
- 国家打击假冒伪劣种子的力度不及预期
- 先正达上市后，通过资产置换把荃银高科的核心种子业务给置换出去，公司将沦为一家纯销售企业

# 十大好股：伊利股份 (600887)

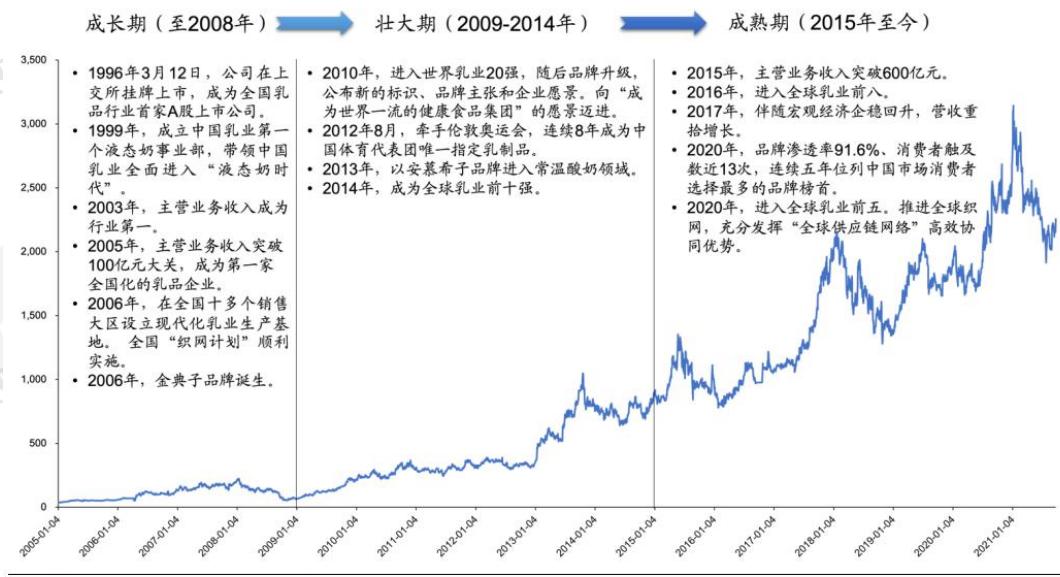
## 投资逻辑：

1. 公司稳居全球乳业第一阵营，蝉联亚洲乳业第一，也是中国规模最大、产品品类最全的乳制品企业。公司锚定 30 年全球乳业第一的战略目标，首次明确 25 年各品类均成为行业第一。
2. 21年以来，乳品动销相对稳定，原奶上涨促使乳企费用缩减，毛销差出现拐点，2022年原奶价格边际减弱，伊利利润端将环比将继续转好，预计2023年净利率达到公司设定的3-5年10%的目标。
3. 伊利定增120.47亿，吸引了巴莱克、高盛等多家知名机构，定增价格37.89元，折扣率低。
4. 综上，伊利未来改善预期的确定性较高。据测算，伊利股份2023年净利润为133.53亿元，考虑历史估值中枢，给予一定的溢价，2023年对应30PE的市值为4006亿元，作为防御性品种，业绩较为稳健。

# 公司概况

公司稳居全球乳业第一阵营，蝉联亚洲乳业第一，也是中国规模最大、产品品类最全的乳制品企业。公司 2020 年营收跻身全球乳业五强，目标 2025 年进入前三，2030 年榜单登顶。

图表 1 公司发展历程（市值，亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

- 公司锚定 30 年全球乳业第一的战略目标，首次明确 25 年各品类均成为行业第一。
- 其中，常温业务通过渠道平台扩张、消费场景多元、产品矩阵推新等方式不断挖潜，在奶源已有稳步布局下，仍将是主要增长驱动板块。奶粉业务加大资源投入，全力提升份额，目标 25 年成为行业第一。奶酪业务当前充分借力集团渠道优势，同时积极摸索机制优化、提升创新效率，强化自身增长动能，部分产品研发周期已从 8-12 个月缩短至 4 个月。低温业务 20 年初已通过 5 大基地实现全国供应，产能全国第一，但考虑市场及盈利模式仍需培育，故短期仍以卡位为主，未来适时发力。

# 公司产品及结构

公司以伊利主品牌和液态奶为核心搭建健康食品矩阵。液体乳是公司主要营收、利润主要来源。液体乳包含白奶、酸奶、调制乳和含乳饮料几大类，其营收占比从 2011 年的 71.91%逐步提升至 2020 年的 78.57%，最高时超过 80%。毛利占比从 2011 年的 66.11%同步提升至 2020 年的 75.25%。

图表 3 公司品牌产品组合



资料来源：公司官网，华安证券研究所

本文观点由大阳金融研究团队（刘刚 执业编号：A0600621060009、容伟彪 执业编号：A0600621050004）编辑整理，观点不构成投资操作建议！

入市有风险，投资需谨慎

- 2020年，公司液体乳系列产品营业收入比上年增长3.20%，奶粉及奶制品系列产品营业收入比上年增长28.15%，冷饮系列产品营业收入比上年增长9.35%。
- 公司主要产品结构：

主营业务分行业情况						
分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
液体乳及乳制品制造业	95,166,145,623.20	60,721,764,537.74	36.19	6.39	8.38	减少 1.17 个百分点
其他	179,027,029.54	118,480,392.81	33.82	188.64	193.03	减少 0.99 个百分点

主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
液体乳	76,123,250,638.96	50,202,771,963.94	34.05	3.20	5.03	减少 1.15 个百分点
奶粉及奶制品	12,885,082,731.94	7,357,857,048.48	42.90	28.15	41.05	减少 5.22 个百分点
冷饮产品	6,157,812,252.30	3,161,135,525.32	48.66	9.35	4.94	增加 2.15 个百分点
其他产品	179,027,029.54	118,480,392.81	33.82	188.64	193.03	减少 0.99 个百分点

主营业务分地区情况						
分地区	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
华北	28,084,370,648.30	17,842,043,263.84	36.47	5.81	5.26	增加 0.33 个百分点
华南	25,129,997,738.54	15,713,468,454.20	37.47	5.94	6.28	减少 0.20 个百分点
其他	42,130,804,265.90	27,284,733,212.51	35.24	7.35	12.14	减少 2.76 个百分点

# 公司近四年及新一期财务

21 年前三季度实现收入 850.07 亿元，同比增长 15.23%，归母净利润 79.44 亿元同比增长 31.87%，扣非归母净利润 75.47 亿元，同比增长 29.96%。其中，单 Q3 实现收入 285.01 亿元，增长 8.61%，归母净利润 26.22 亿元，增长 14.56%，扣非归母净利润 25.37 亿元，增长 24.25%。

Q3 公司液态奶收入增长 2.1%，主要受低温酸奶拖累，奶粉及奶制品业务增长 48.2%，婴配粉表现超预期。利润端，Q3 原奶成本涨幅放缓，**受益结构改善和规模效应，毛销差提升超预期，带动净利率提升。**

单位（亿元）	2017年	2018年	2019年	2020年	2021Q3
营业收入	680.58	795.53	902.23	968.86	850.07
YOY (%)	12.29	16.89	13.41	7.38	15.23
营业利润	71.16	76.91	82.80	85.58	94.09
YOY (%)	28.82	8.08	7.66	3.36	25.69
归母净利润	60.01	64.40	69.34	70.78	79.44
YOY (%)	5.99	7.31	7.67	2.08	31.87
销售毛利率 (%)	37.29	37.82	37.35	35.97	36.81
销售净利率 (%)	8.89	8.17	7.72	7.35	9.41
ROE (加权) (%)	25.22	24.33	26.38	25.18	23.91
期间费用率 (%)	28.06	29.27	28.73	28.06	26.31
资产负债率 (%)	48.80	41.11	56.54	57.09	57.20

数据来源：公司年报

# 乳业发展现状

我国乳制品行业起步晚、起点低，但得益于庞大的人口基数，2019中国乳制品销售规模达到了4196亿，位列全球第二。预计到2022年，中国将超过美国成为全球最大的乳制品市场。

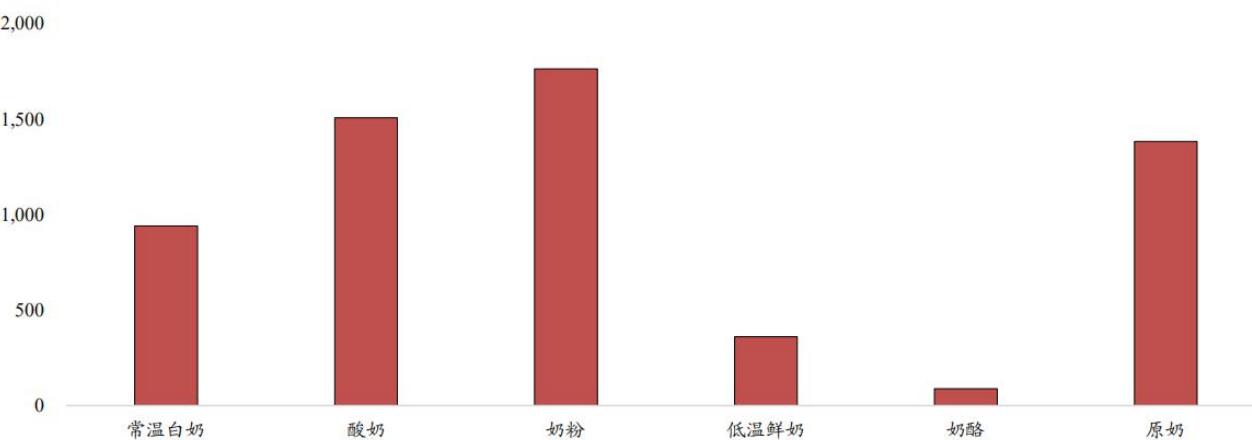
市场规模：中长期来看，乳业从过去总量快速增长阶段，进入了总量稳健增长阶段和集中度提升阶段。

图7：乳品市场空间及近10年增速



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

图8：乳业产业链市场空间（2020，亿元）



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

# 乳业市场空间

- 总量方面，从乳业产业链空间来看，**2020年乳品市场空间6043.8亿元**，原奶市场空间1382.9元。
- 细分板块空间来看，2020年常温白奶空间941.1亿元，酸奶空间1507.0亿元，奶粉空间1763.5亿元，低温鲜奶空间360.9亿元，奶酪空间88.4亿元。
- 未来空间广阔：当前我国人均年乳品消费量（折合原奶）仅35.8kg（2019年），远低于日韩的95.4kg、更低于欧美的296.2kg，还有166.5%-727.4%的大量提升空间，前景广阔。
- 集中度方面，常温白奶、酸奶稳健提升，奶粉、低温鲜奶、奶酪、原奶还有大量提升空间。
- 从乳业产业链增长水平来看，乳品整体（不含奶粉）近5年CAGR为3.6%，常温白奶/酸奶近5年CAGR为2.6%/12.4%，奶粉近5年CAGR为6.5%，低温鲜奶/奶酪近5年CAGR为9.0%/20.6%，原奶近5年CAGR为3.8%。

# 乳业市场空间分解

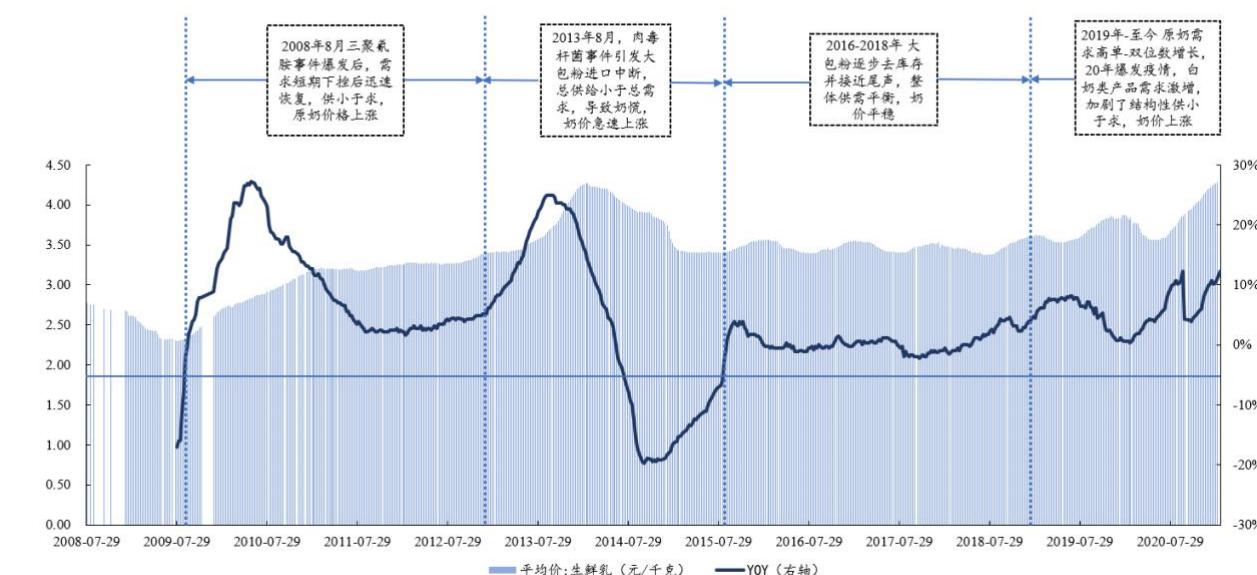
- **白奶：**2020 年白奶销量 886.1 万吨，近 5 年 CAGR 0.28%；白奶价格 14.7 元/公斤，近 5 年 CAGR 3.9%，主要是白奶高端化升级和原奶驱动提价。近 15 年来，白奶价格增长坚挺，不受行业格局变化影响。
- **酸奶：**2020 年酸奶销量 1041.5 万吨，近 5 年 CAGR 9.5%；酸奶价格 14.5 元/公斤，近 5 年 CAGR 2.6%；酸奶整体量增为主，价增为辅。（注：白奶和酸奶销量按 1 升≈1 公斤估算）。
- **低温鲜奶：**2020 年低温鲜奶销量 154.5 万吨，近 5 年 CAGR 4.9%；低温鲜奶价格 23.4 元/公斤，近 5 年 CAGR 3.94%。CR3 集中度为 39.6%，正在围棋式成长，未来增长中枢上升到 20%。
- **奶粉：**2020 年，内资婴配粉销量 0.99 万吨，同比增长 14.8%，近 5 年 CAGR 17.5%；内资婴配粉价格 204.5 元/公斤，同比增长 6.7%，近 5 年 CAGR 4.5%。CR3 集中度为 36.9%，集中度提升速度较快。
- **奶酪：**2020 年奶酪销量 5.87 万吨，近 5 年 CAGR 17.2%；奶酪价格 150.65 元/公斤，近 5 年 CAGR 2.9%。CR2 集中度为 47.5%。

# 原奶价格周期波动

回顾过去十年奶价波动周期，奶价上涨原因不尽相同：

- 第一次：三聚氰胺事件后上游牧场供给收缩，2009年下游乳制品需求快速复苏至奶价上涨；
- 第二次：2013年恒天然肉毒杆菌爆发导致边际供需缺口紧缩，奶价急速上涨；
- 第三次：2H19年供需关系再次走向供不应求，疫情加剧结构性供需缺口，奶价大幅上涨。

图 17：三短周期奶价上涨原因不同



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

# 原奶涨幅边际放缓

根据供需缺口测算，伊利、蒙牛原奶成本涨幅将从1H21的15%收缩至3Q21的10%以内，远低于市场奶价涨幅（3Q21市场平均奶价涨幅16.5%左右），这主要得益于龙头乳企前期的上游产业链布局。根据供需缺口测算，**预计原奶成本涨幅或将于4Q21-1Q22收缩至中个位数区间**，奶价于2023年以前或维持高位平稳。上游集中度提升以及结构性供需缺口延续，故在此期间不会出现奶价急剧下跌的现象。

图 16：原奶价格 2021 年 1 月至今同比上涨 15.7%



# 乳业未来改善因子

**终端改善：提价、结构升级、竞争格局优化。**微观层面的结构升级和提价红利或将从 4Q21 开始显现，并为伊利带来持续的利润率改善。

伊利于年初进行了提价，具体细节包括：1) 基础白利乐枕产品：出厂价从 32.4 元提到 34 元，提价幅度 4.8%。2) 基础白盒纯 250ml：出厂价从 47.9 元提到 50 元，提价幅度 4.4%。3) 利乐枕+纯盒产品销售额占到整体基础白奶的 70-80%，剩余 20-30% 基础白奶产品尚未提价。

根据渠道调研，微观层面结构升级也逐步凸显，以安慕希为例，高端安慕希占比从 1H20 的 50% 不到提升至 1H21 占比 50% 以上，高端安慕希比基础安慕希毛利平均高 7% 左右，假设高端占比提升 1-5%，原奶成本不变，则安慕希整体毛利率提升 0.1-0.3% 左右。金典结构升级，有机+梦幻盖占比从 2020 年初 30% 多（占金典销量）逐步提升，高端金典比基础金典毛利平均高 5-7% 左右，高端占比提升 1-5%，原奶成本不变，则金典整体毛利率提升 0.1%-0.2% 左右。

战略分化使得竞争格局优化，蒙牛未来 5 年战略目标致力于发展鲜奶、奶酪、奶粉新业务，而伊利则将聚焦常温液奶板块，液奶板块竞争格局优化，在此前提下，疫情引发的需求景气度提升及原奶成本上涨进一步强化了该趋势，并不将因奶价涨幅收缩而发生改变。

# 盈利预测

根据公司最近股权激励计划的考核目标，我们做如下测算。

重要假设如下：

1. 2021-2023年，假设液体乳销量为行业6-8%，单价受产品升级影响增速略高；奶粉及奶制品为公司未来主要战略方向，在并购澳优后销量增速预计达15%，单价维持中位水平；冷饮产品及其他产品按保守测算，保持低速或行业平均增速。
2. 盈利假设，2022年考虑原奶价格上涨边际减弱，乳企恶性竞争趋缓，伊利毛销差将逐步扩大，净利率有望在3-5年内达到公司预设的10%目标。

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
营业收入	79553.28	90223.08	96885.64	109022.26	120642.68	132552.05
YOY	16.89%	13.41%	7.38%	12.53%	10.66%	9.87%
净利润	6452.00	6950.73	7098.94	8378.30	10681.46	13352.82
YOY	7.31%	7.73%	2.13%	18.02%	27.49%	25.01%
净利率	8.11%	7.70%	7.33%	7.68%	8.85%	10.07%

单位：百万元

# 估值分析及投资建议

据测算，伊利股份2023年净利润为133.53亿元，考虑历史估值中枢，给予一定的溢价，2023年对应30PE的市值为4006亿元。

当前乳业动销稳健，成本端因子逐渐改善，可当防御性品种。



数据来源：同花顺iFIND、大阳金融研究团队

本文观点由大阳金融研究团队（刘刚 执业编号：A0600621060009、容伟彪 执业编号：A0600621050004）编辑整理，观点不构成投资操作建议！

入市有风险，投资需谨慎

# 主要风险

**原料价格上涨超出预期风险：**公司主营业务为液态奶，生产成本受上游原奶价格波动影响较大，若原奶价格持续走高，公司成本端将承受一定压力。

**并购整合不及预期：**公司近年并购整合动作较大，从上游奶源到下游工厂皆有布局，若并购整合节奏不及预期，将对公司业绩增长造成一定影响

**食品安全风险：**食品安全是食品企业生产命脉，若食品安全出现问题，公司生产经营将受到冲击，同时亦有可能产生负面溢出效应波及行业层面。

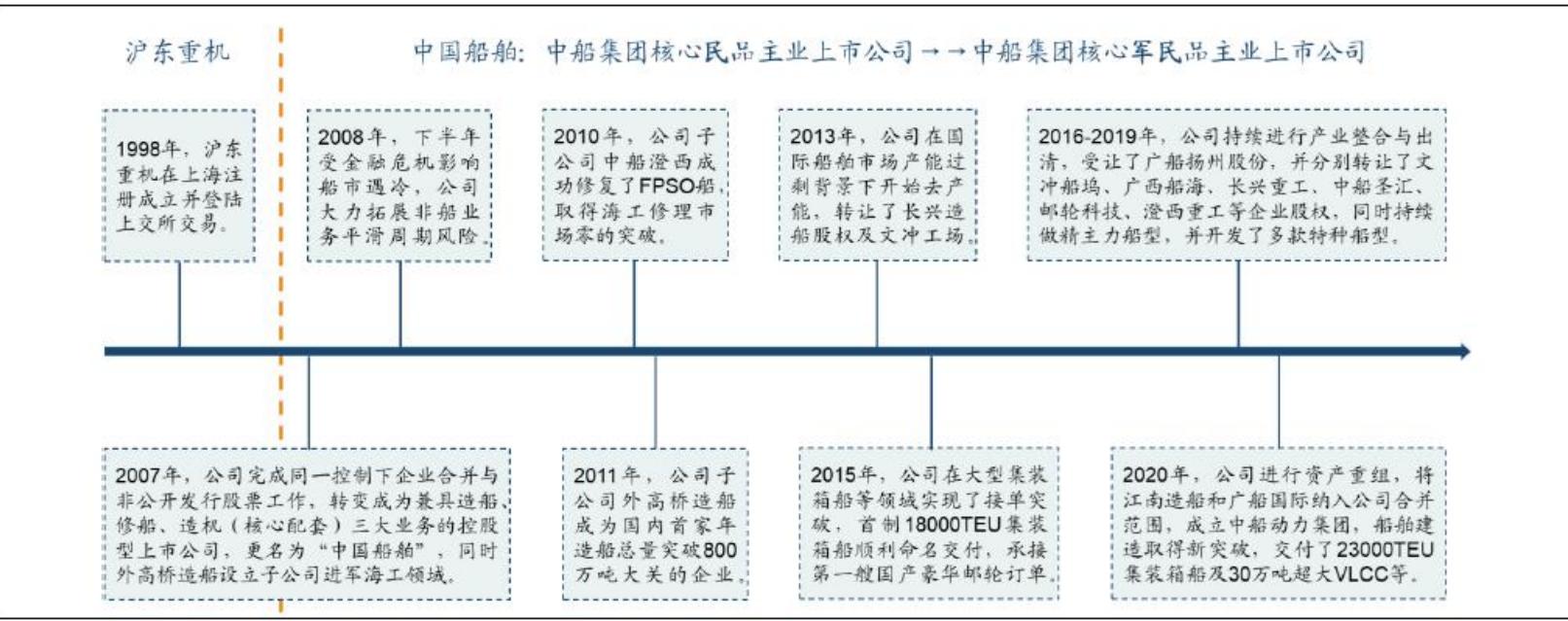
# ■ 十大好股：中国船舶 (600150)

## 投资逻辑：

1. 上轮交付高峰将于2022年左右开始进入更换周期。目前造船订单数量与订单价格均走出低谷，未来有望持续改善。
2. 行业集中度提升，竞争环境较上轮周期得到优化。国内龙头企业竞争能力进一步提升，分别有6家企业进入世界造船完工量、新接订单量和手持订单量前10强。
3. 公司是中国船舶工业集团核心民品上市平台。资产整合后，公司旗下并表船厂从2家提升至4家。21H交付量占全国的15.65%，手持订单占全国的23%。公司作为行业龙头会充分受益于行业复苏。

# 公司概况

公司2007年完成资产重组，名称变更为中国船舶，成为中国船舶工业集团核心民品主业上市平台。



数据来源：中国船舶历年年报、广发证券发展研究中心

- 2008年，受金融危机影响，船市遇冷，公司大力拓展非船业务平滑周期风险。
- 2016-2019年，公司持续进行产业整合和出清，受让了广船扬州股份，并分别转让文冲船坞、广西船海等企业股权。
- 2020年，公司进行资产重组，将江南造船和广船国际纳入公司合并范围，成立中船动力集团。

# 公司业务结构

- 造船业务是公司最主要的利益来源，毛利占比达到65%左右。
- 造船业务周期性明显，毛利率波动较大，目前毛利率处于较低水平。
- 海洋工程毛利率近年持续提升，毛利占比也在提升。

	单位：百万	2020/12/31	2021/6/30
	总收入	55,243.5	27,101.6
	毛利率	10.71	10.26
	净利润率	0.46	0.67
船舶造修	收入	43,200.8	20,896.2
	毛利率	9.0%	8.6%
	毛利占比	65.7%	64.5%
民品 百万/万载重吨	交付量	785.25	327.42
动力装备	收入	5,613.5	1,716.1
	毛利率	18.5%	12.4%
	毛利占比	17.5%	7.6%
百万/万马力	销售量	438	203.72
海洋工程	收入	3,923.7	2,276.1
	毛利率	10.3%	20.5%
	毛利占比	6.8%	16.8%
机电设备	收入	3,075.5	1,716.1
	毛利率	9.7%	12.4%
	毛利占比	5.1%	7.6%

# 公司历年财务情况

- 近年资本开支增加，公司在建工程规模明显增长。
- 重组后，公司营收和净资产规模都明显提升。
- 造船是强周期性的行业，目前净利润率处于低位。

单位: 百万	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	29,855.4	28,699.4	29,658.0	22,198.2	28,323.7	27,763.8	21,457.1	16,691.1	16,910.3	52,657.5	55,243.5
YoY	-3.9%	3.3%	-25.2%	27.6%	-2.0%	-22.7%	-22.2%	1.3%	211.4%	4.9%	
归母净利润	2,608.5	2,252.4	-93.1	39.5	44.2	61.8	-2,604.3	-2,300.1	489.2	2,028.5	305.8
YoY	-13.7%	-104.1%	142.5%	11.8%	40.0%	-4310.7%	11.7%	121.3%	314.7%	-84.9%	
扣非归母净利润	2,492.7	2,081.4	-158.6	-175.1	-244.1	-187.7	-2,919.5	-3,191.6	-344.6	-42.3	-963.9
YoY	-16.5%	-107.6%	-10.3%	-39.4%	23.1%	-1455.2%	-9.3%	89.2%	87.7%	-	2179.6%
(购买固定、 无形等资产 现金)	1,460.1	1,266.4	961.6	785.9	633.8	666.2	245.6	323.9	304.2	3,703.7	2,102.9
毛利率	20.7	13.0	11.6	9.8	8.5	17.7	17.7	13.3	10.6	10.7	
ROE(加权平均)	17.45	13.33	0.15	0.22	0.25	0.35	-16.03	-15.94	3.37	2.66	0.71
净利率	9.0	8.1	0.1	0.0	-0.1	-0.8	-14.1	-15.2	3.6	2.2	0.5
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.5	0.6

# 船舶产业链分析

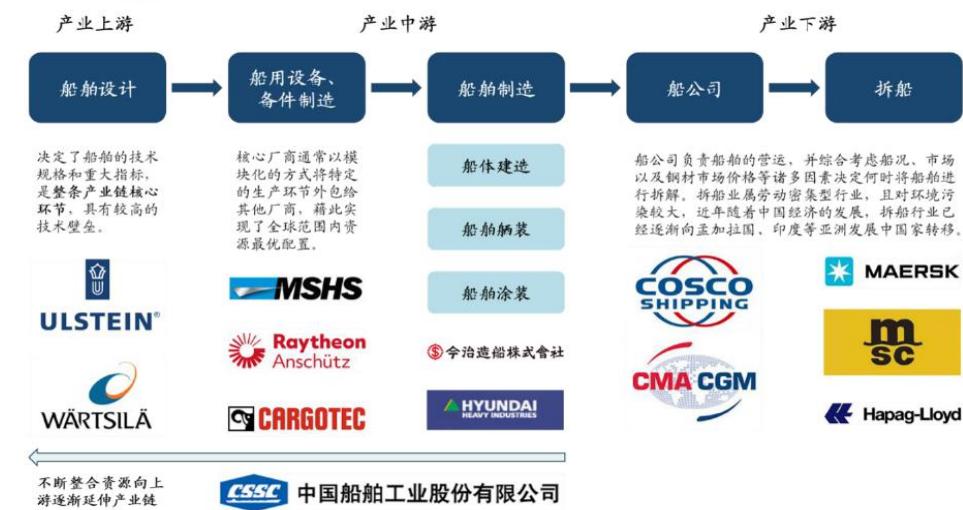
根据船舶从生产到应用的全过程，产业链一般可以分为上游、中游、下游三个细分行业。

上游主要为船舶设计以及相关原材料。

中游为船舶制造，船舶制造是一项极为复杂的系统工程，在钢铁等原材料之外，核心厂商通常以模块化的方式将特定的生产环节外包给其他厂商。核心厂商先后通过船体建造、船舶舾装和船舶涂装等三个大流程将各个子模块总装成型，并交由船公司使用。

下游为船舶应用，包括军用与民用。民用方面，最常见的是运输船，由船公司来负责船舶的运营。

图 9：船舶建造行业产业链示意



数据来源：陈扬、王学锋《基于产业链的国际航运产业再认识：一个新的分析框架》、广发证券发展研究中心

# 造船周期

- 2020年后为预测值



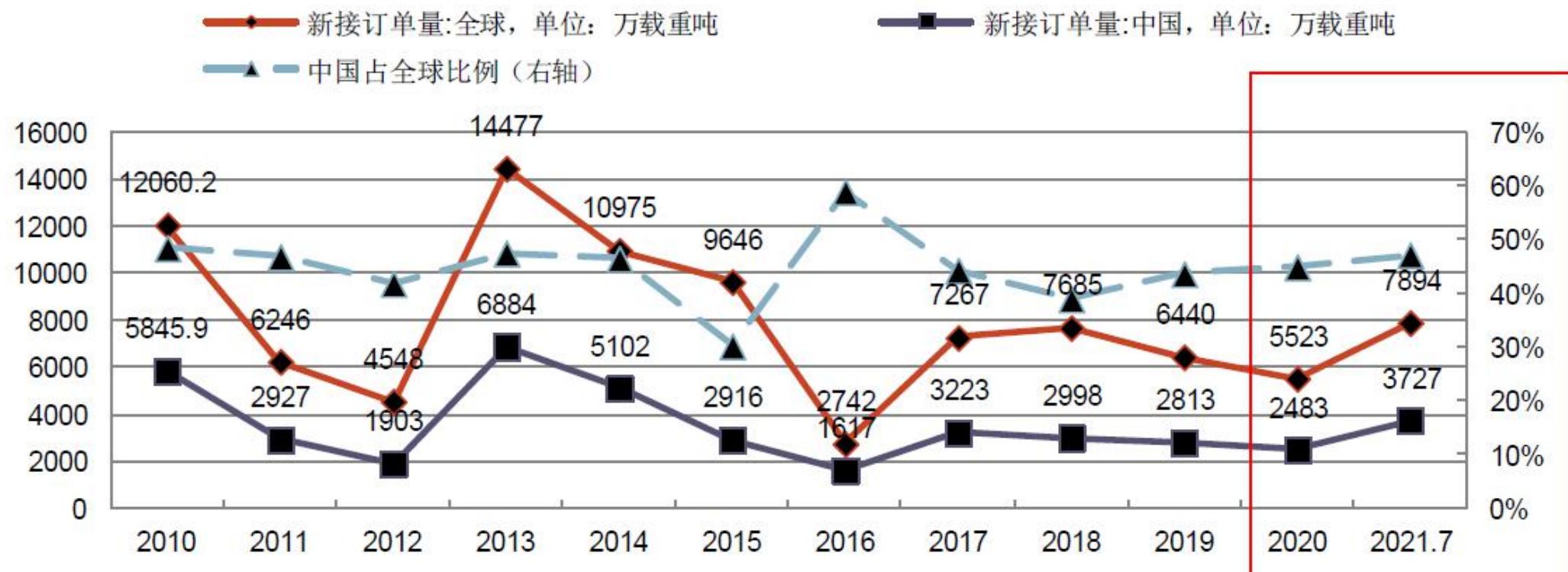
船舶交付量有这明显的周期波动。但全球海运贸易量却是保持着增长。所以，对于整体运输船的需求量也还是保持增长。

资料来源：Maritime Economics 3e(Martin Stopford), Clarksons, 申万宏源研究

# 造船新接订单量回升

订单量自21年开始回升

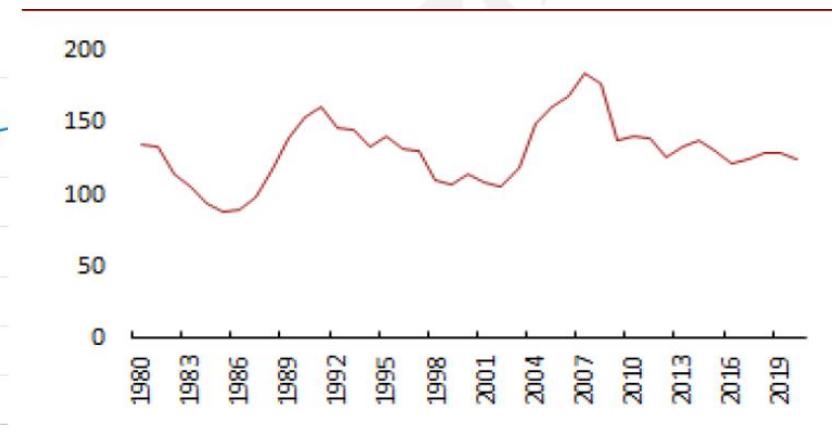
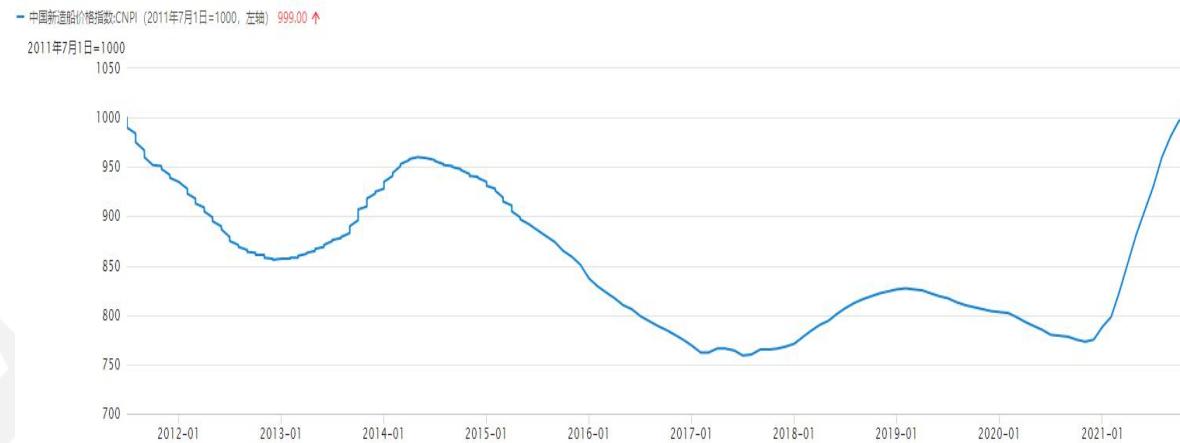
图24：2010年以来全球及中国新接订单量



资料来源：Wind，光大证券研究所

# 订单价格同步回升

订单价格同步订单量回升。就全球价格来说2007年是价格高位，就国内订单价格来看，目前价格已经突破14年以来的地点。



资料来源：Clarkson、招商证券

# 航运景气度回升

集装箱，散货受益于疫情后码头拥堵，以及全球经济刺激。油轮，气体运输船船舶运营受码头效率影响较小，受疫情影响，需求低迷。2020年Q3起，集运景气度率先恢复，带动新船订单2021年Q1起上涨。2021Q1起，BDI上涨，新船订单有望于2022年起增加。如果疫情改善，油轮，气体运输船运输需求有望恢复，资产负债表修复后订单有望增加，形成接力行情。

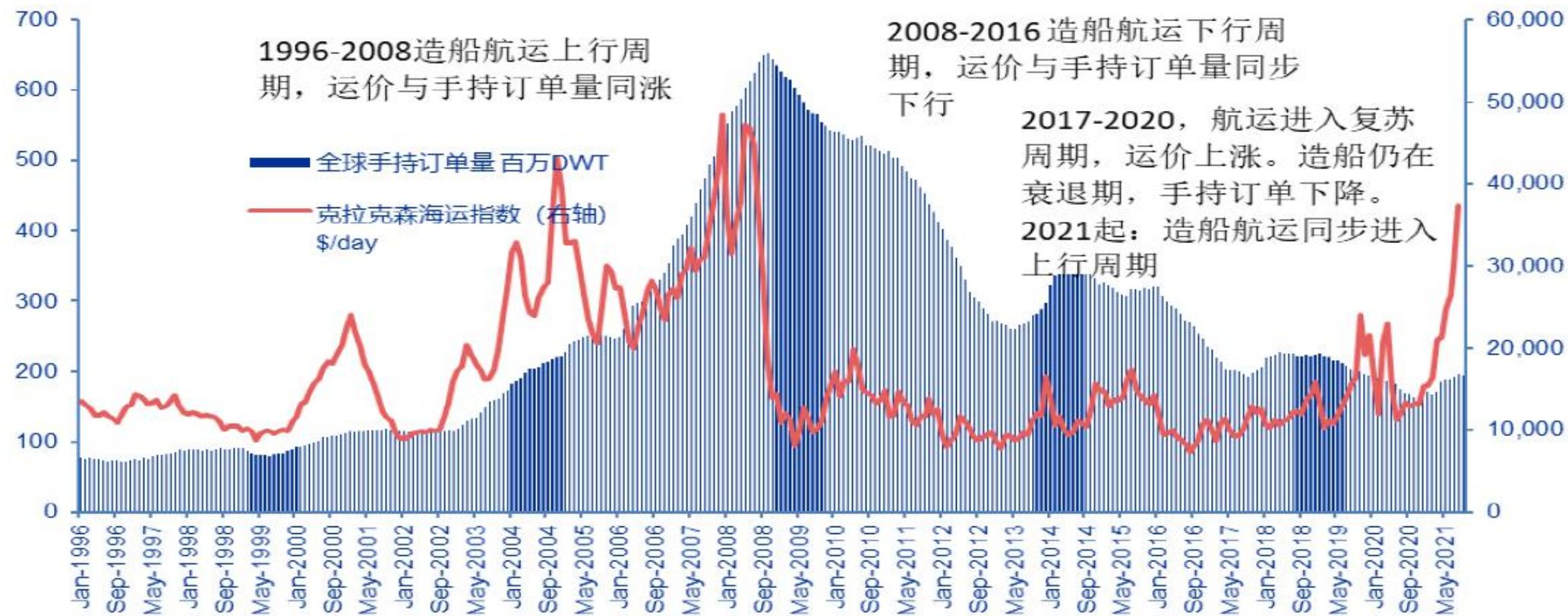
1996 年至今，航运周期发生了四个阶段。

- (1)1996-2008 造船航运上行周期，运价与手持订单量同涨同跌，
- (2)2008-2016 造船航运下行周期，运价与手持订单量同步下行，
- (3)2017-2020，航运进入复苏周期，运价上涨。造船仍在衰退期，手持订单下降。
- (4)2021 起:预计造船航运同步进入上行周期



# 航运景气度向造船传导

21年航运景气传导到造船行业。



# 造船将开启更新周期

除了下游景气度传导，更新周期到来是造船周期到来的重要判断依据，更新周期有望在23年左右开启。

图 8：新造船逐步迎来老船替代高峰（注：下图为预测数据，仅考虑替换需求，单位为百万 CGT）



资料来源：Clarksons, Danish Ship Finance, 申万宏源研究

# 各船型船龄分布

在役船舶中，船龄8-12年是阶段峰值，更新需求会随着这批船的船龄增加而到来。

图 9：各船型船龄分布（艘）

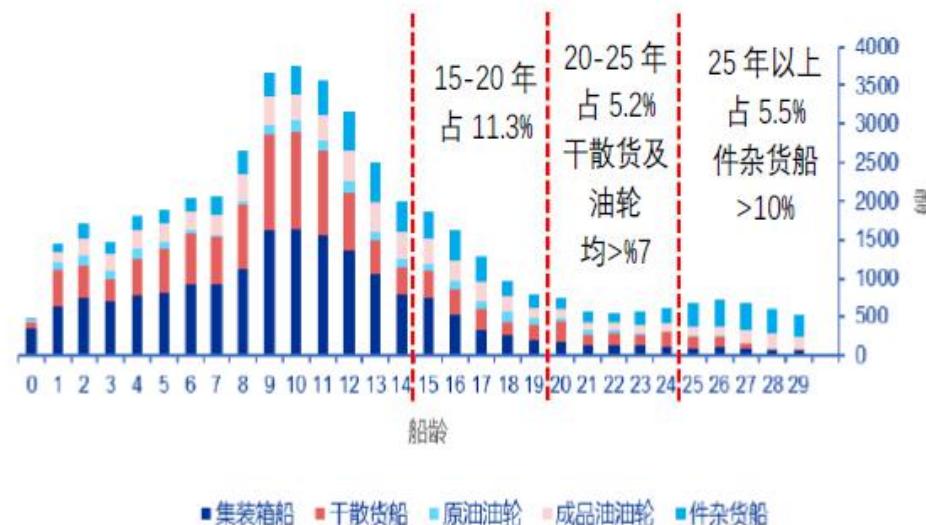


图 10：各船型船龄分布（千载重吨）

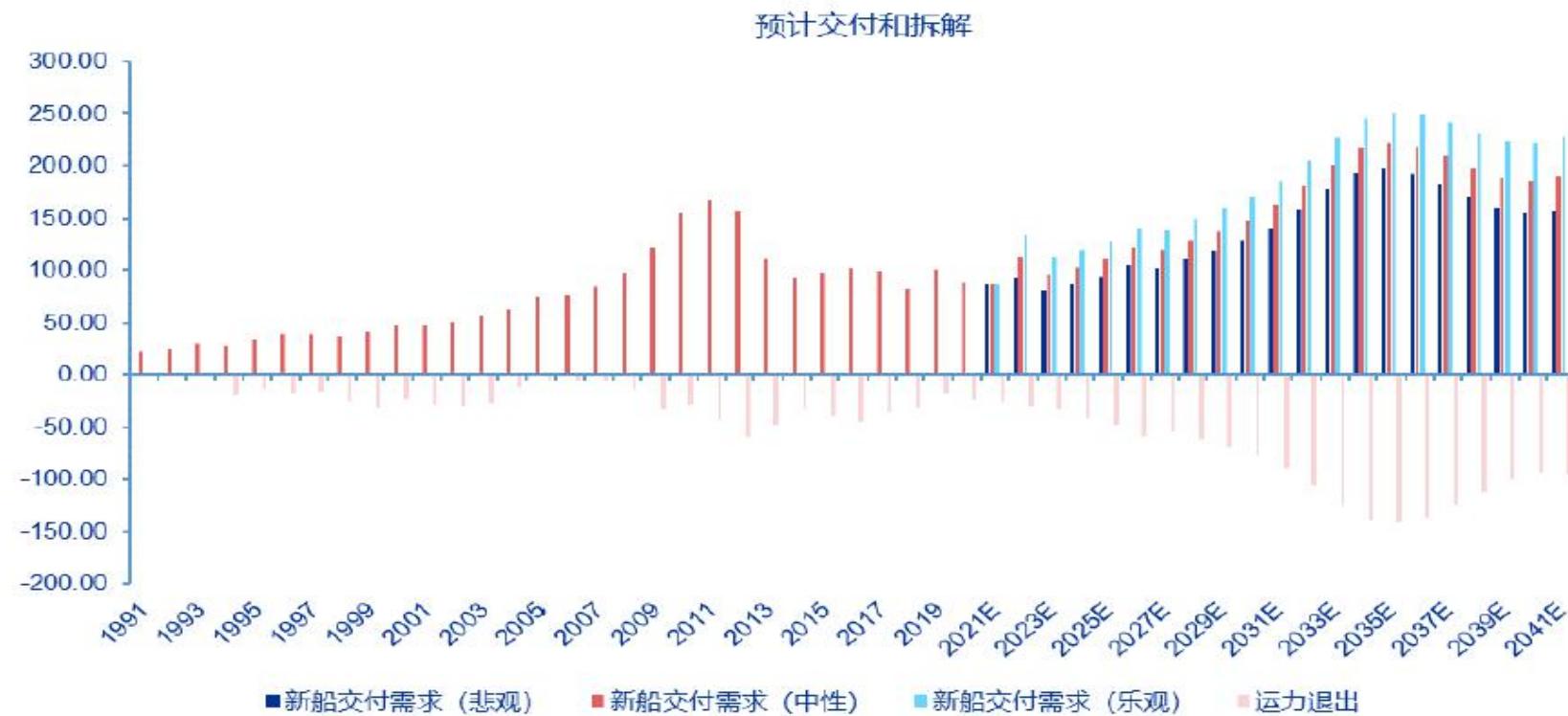


资料来源：Clarksons, 申万宏源研究

资料来源：Clarksons, 申万宏源研究

# 全球造船需求和替代需求预测

图 12：考虑增量需求后全球造船需求和替代需求预测（百万载重吨）



资料来源：Clarksons，申万宏源研究

# 更新周期加速到来

在碳达峰、碳中和背景下，航运业迎来了脱碳挑战。IMO于2018年提出了2030/2050年目标来降低航运业碳排放，并在2020年11月MEPC75次会议上通过了IMO短期减排措施，即引入现有船舶能效指数EEXI及碳排放强度指数CII，鼓励航运业按时完成脱碳目标。

降速航行是最直接有效的减排措施。根据DNV的研究，为满足EEXI和CII不同的严格规定，各类船型均面临更低航速的要求。与此同时，全球运输需求还在增加，故降速航行意味着越来越多的船舶需求。

短期温室气体减排措施对于船舶的影响也与船龄相关。由于船龄较新的船，设计更为先进、环保，因此满足提高后的排放环保要求所需的成本较少；相应的，船龄较长的船所需成本就更高。

因此，在脱碳目标鼓励之下，本轮更新周期可能会被压缩，进而导致短期的需求增加。

# ■ 投资逻辑分析

新订单和在手订单在21H有明显增长。新钱订单甚至半年就超过20年全年的量。

由于造船的时间周期在2-3年，所以21H的订单将会在23年左右确认收入。而这批订单的价格较之前也明显提升，所以毛利率也有望较目前提升。

由此可见，公司业绩有望在23年左右迎来明显拐点。

			2020/12/31	2021/6/30
造船	全国	单位: 万载重吨	完工量	2092
		<sup>yoy</sup>		
		单位: 万载重吨	承接订单	3824
	公司	<sup>yoy</sup>		
		单位: 万载重吨	手持订单量	8660
		<sup>yoy</sup>		
	修船	单位: 万载重吨	船舶订单	634.3
		占比		964.44
		累计在手订单	1390.11	25.2%
修船	修船	交付量	785.25	2003.27
		修船订单	23.11	327.42
	动力	单位: 亿元		11.6
		累计在手订单	14.48	12.56
动力	动力业务	完成量	21.9	11.87
		动力业务	472	320.74
	动力	累计在手订单	488	626.2
		完成量	438	203.72

# 盈利预测

根据券商一致预期与公司披露的经营计划，我们做出如下测算。

重要假设：

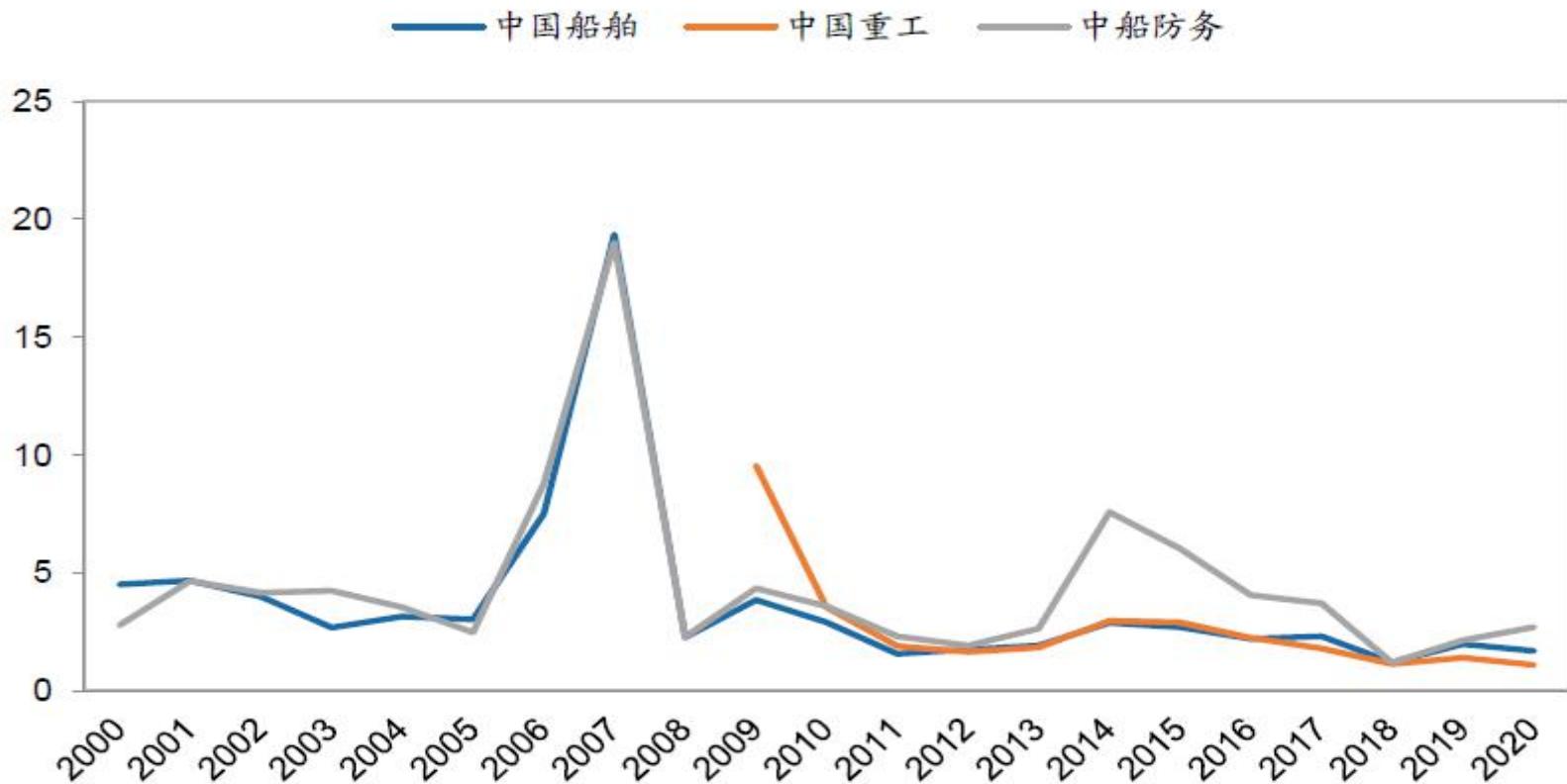
1. 军品按进度确认收入，民品按交付确认收入
2. 券商24年军船收入预计达267.7亿，按照年化10%，倒推20年，182亿。
3. 倒推20年，民品单吨均价约29.05。
4. 21年订单在23年交付。
5. 假设全年订单是21H的1.5倍，价格是20年的1.2倍。
6. 假设23年重组完成，中船动力集团股权置换成造船厂股权。

	2020	2021h	情景1 2023	情景2 2023
民品在手订单 新订单 交付	1390.11 634.3 785.25	2003.27 964.44	1446.66	1446.66
军品 YOY	182		242.2 0.1	242.2 0.1
民品 均价	228.1 29.05		504.3 34.86	504.3 34.86
维修 YOY	21.9	11.87	23.9 0.03	23.9 0.03
船舶造修	432.0		770.5	770.5
动力装备 YOY	56.1		-	-
海洋工程 YOY	39.2		45.4 0.05	45.4 0.05
机电设备 YOY	30.8		35.6 0.05	35.6 0.05
收入	558.1		916.4 0.18	916.4 0.18
军品净利润率 对应归母净利润			0.05 12.1	0.05 12.1
民品净利润率 净利润/归母净 利润			0.05	0.1
对应归母净利润			1 30.5	1 60.9

数据来源：公司公告、券商研报、大阳金融研究团队

# 估值分析

- 目前公司pb在2.3附近，处于历史上36%的分位；
- 公司最近一轮周期（船舶经济服役年限约20年）的平均PB估值水平约为3.7倍。



# ■ 主要风险

- 民船业务新接订单不及预期。若订单不能保持增长，公司业绩将面临业绩下滑风险。
- 航运景气度下滑。若航运景气度下滑名下，订单价格可能会下降，会影响业绩。
- 钢价大幅上涨。钢材价格上涨幅度远超订单价格的话，会导致毛利率下滑，业绩不及预期。

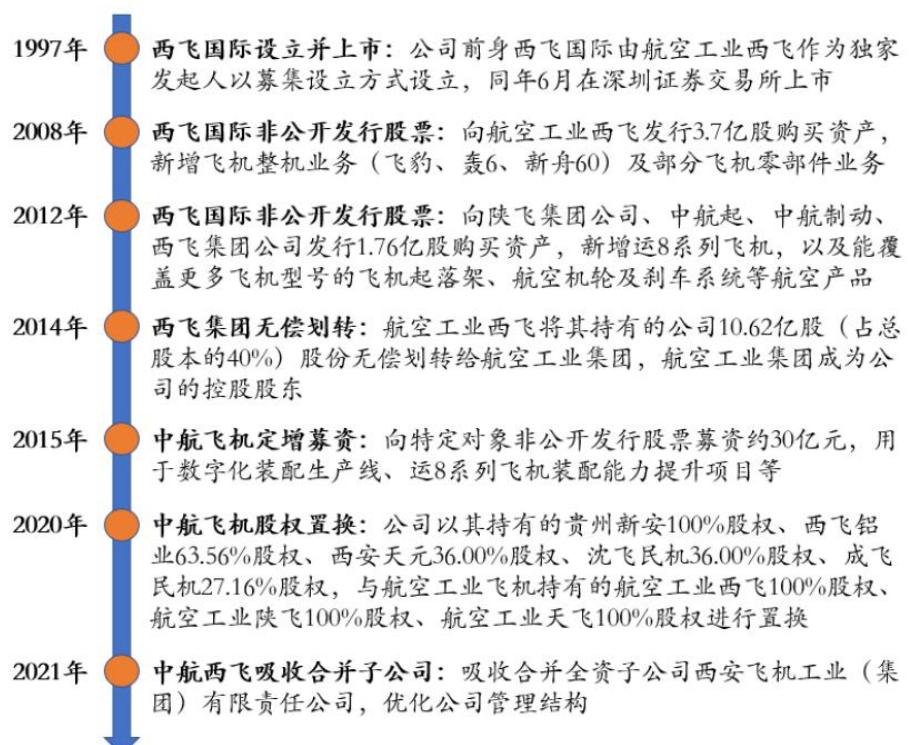
# ■ 大好股：中航西飞（000768）

投资逻辑：

1. 公司是航空工业集团旗下大中型飞机制造商，经过20年重组，明确聚焦航空主业。
2. 公司的军用飞机整机产品主要包括大中型运输机、轰炸机、特种飞机等。十四五期间，多款重点型号军机将会批量生产，公司将明显受益。
3. 公司的飞机零部件产品研制已涵盖所有国产民用大中型飞机主力型号，承担了新舟系列飞机、ARJ21支线飞机、C919大型客机、AG600飞机的机身、机翼等关键核心部件研制工作，是上述飞机型号最大的机体结构制造商。同时，公司积极参与国际合作与转包生产，承担了波音公司737系列飞机垂尾、波音747飞机组合件，空客公司A319/A320系列飞机机翼等产品的制造工作。公司将会受益于国产大中型飞机的量产。

# 公司概况

公司是航空工业集团旗下大中型飞机制造商，航空工业集团是公司控股股东、实际控制人。



数据来源：公司公告，东北证券

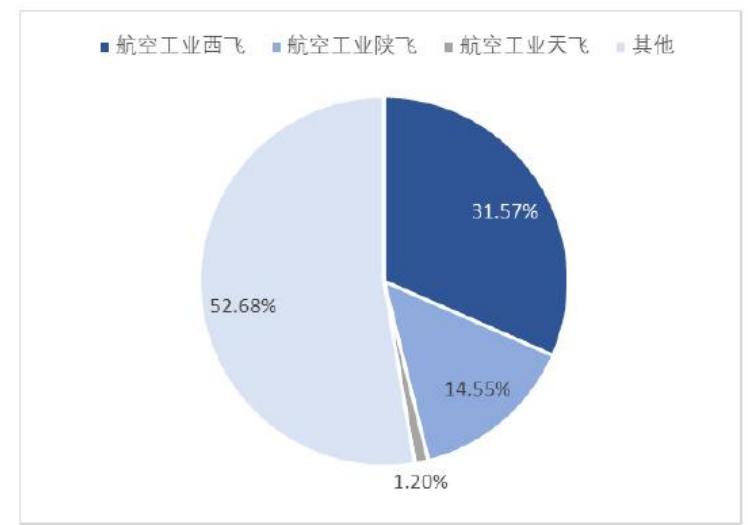
- 2020年12月，公司完成股权置换。剥离飞机零部件制造业务资产和非航空业务资产，置入航空工业西飞、航空工业陕飞、航空工业天飞等飞机整机制造及维修资产。
- 完成置换之后，公司相关机型的制造能力、销售执照将得到统筹管理，资产完整性将得到提高，相关关联交易得到消除。
- 注入的航空工业天飞的航空维修和制造业务，将与公司原有业务进行整合，丰富公司航空维修业务的维修机型型号以及航空制造产品型号。

# 公司股权结构



数据来源: Wind, 东北证券

重组之后，航空工业西飞、航空工业陕飞以及航空工业天飞的净利润占到公司主要子公司的净利润的95%以上。



数据来源: 公司公告, 东北证券

# 公司合同负债高增

- 以2019年数据为例，置出资产贵州新安、西飞铝业、西安天元、沈飞民机、成飞民机净利率分别为2.17%、0.19%、1.57%、-5.09%、0.18%，置入资产航空工业西飞、航空工业陕飞、航空工业天飞净利率分别为2.09%、0.62%、7.59%，整体来看置入资产净利率水平高于置出资产，将直接拉动公司整体盈利能力提升。
- 公司合同负债与存货快速增长，说明公司在手订单饱满，产销规模有望增大。

单位：百万	2019/12/31	2020/12/31	2021/6/30
营业收入	32,079.0	33,484.3	15,050.7
归母净利润	1,074.5	777.4	335.8
扣非归母净利润	441.5	371.2	280.1
经营活动现金流	-2,116.9	2,732.8	-13,740.5
投资活动现金流	-3,744.5	-756.5	-118.4
(购买固定、无形等资产现金)	1,781.2	1,071.3	392.8
自由现金流	-5,861	1,976	-13,859
筹资活动现金流	774.3	-1,465.3	5,810.0
存货	22,147	20,122	23,675
合同负债	3,514.30	4,429.34	4,429.34
毛利率	5.8	7.8	6.5
ROE(加权平均)	3.47	4.45	2.18
净利率	1.7	2.3	2.2

指标	2020 年 1-4 月		2019 年	
	置换前	置换后	置换前	置换后
营业收入（万元）	828922.94	735683.05	3429825.05	2930507.56
营业利润（万元）	11076.42	28093.15	66219.72	106284.41
归母净利润（万元）	7911.88	22683.37	56885.26	90249.22
营业利润率（%）	1.34%	3.82%	1.93%	3.63%
销售净利率（%）	0.95%	3.08%	1.66%	3.09%
基本每股收益（元）	0.03	0.08	0.21	0.33

数据来源：公司公告，东北证券

本文观点由大阳金融研究团队（刘刚 执业编号：A0600621060009、莫云驹 执业编号：A0600620110001）编辑整理，观点不构成投资操作建议！

入市有风险，投资需谨慎

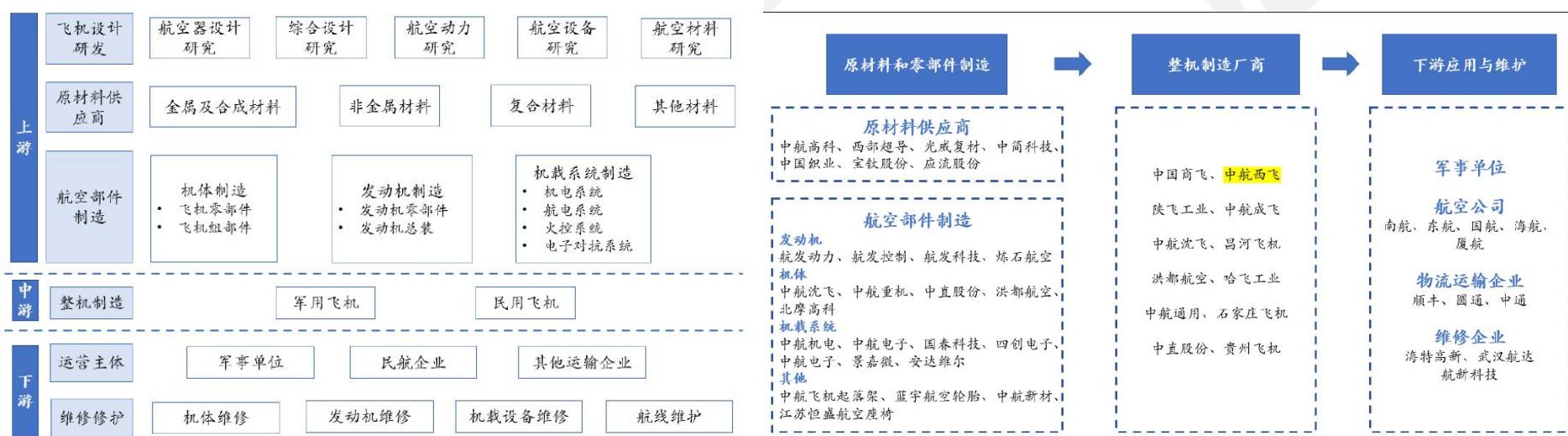
# 飞机制造产业链

根据飞机制造从生产到应用的全过程，产业链一般可以分为上游、中游、下游三个细分行业。

上游主要为飞机设计研发以及相关原材料、零部件制造。原材料、零部件制造有相当多的民企参与，市场开放程度相对较高。

中游为整机制造。整机总装集成和系统集成领域主要由国企承担，行业集中程度较上游更高。

下游为飞机应用与维修维护。针对运营主体可分为军用，民航以及运输。



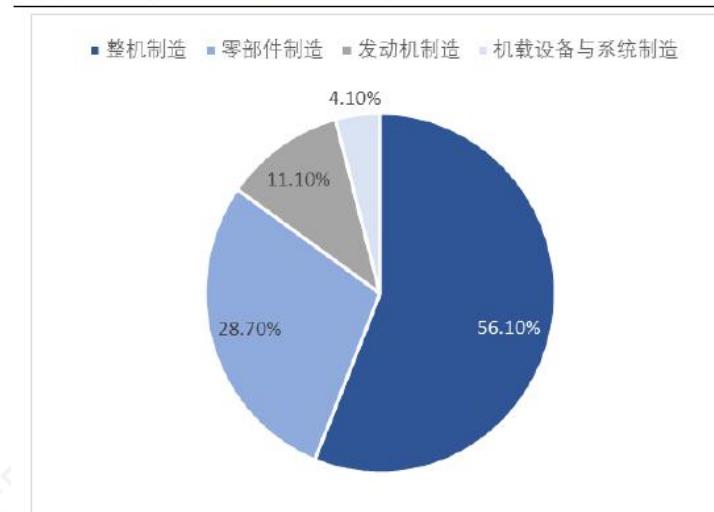
数据来源：前瞻产业研究院，东北证券

数据来源：前瞻产业研究院，东北证券

# 飞机制造市场规模

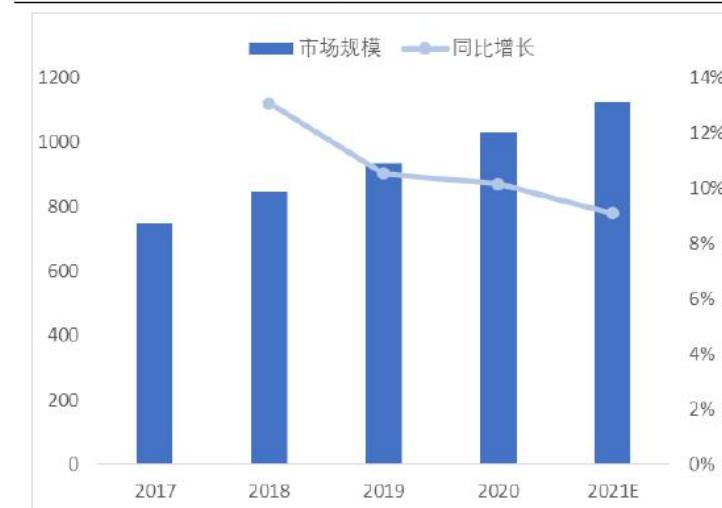
我国飞机制造产业市场规模稳步增长，**其中整机制造市场规模占一半以上**。从飞机制造细分领域来看，整机制造环节占比最高，达到56.1%，其次是航空零部件制造，占比28.70%。发动机制造和机载设备与系统制造分别占比11.1%和4.1%。数据显示，中国航空制造产业规模持续扩大，产品研发进度进一步提速，2020年我国航空装备产业规模达1028.9亿元，同比增长10.15%，2017-2020年均复合增长率为11.24%。根据中商产业研究院预测，2021年我国航空装备市场规模可达1122.3亿元。

图 25：我国航空制造细分产业占比



数据来源：中商产业研究院，东北证券

图 26：我国航空制造市场规模（亿元）及增速



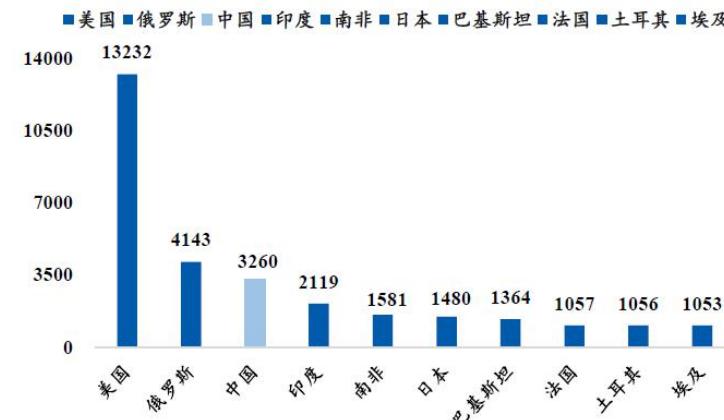
数据来源：中商产业研究院，东北证券

# 行业进入黄金发展期

我国军机总量与美国存在较大差距，对标世界一流军队，军机增补空间很大。截至2020年，美国拥有军用飞机13232架，数量居全球第一；我国拥有军机数量为3260架，仅为美国的60.33%，其中战斗机1571架、战斗直升机902架、运输机264架、教练机405架、特种飞机111架，同美国存在较大差距。

2018年中国空军副司令员徐安祥中将指出，中国空军现代化建设按照三步走战略设计和展开，到2020年基本跨入战略空军门槛，初步搭建起“空天一体、攻防兼备”战略空军架构，构建以四代装备为骨干、三代装备为主体的武器装备体系，不断增强基于信息系统的体系作战能力，**到2035年初步建成现代化战略空军**，具备更高层次的战略能力。

图 27：2020 年全球各国军用飞机现役数量（架）



数据来源：《World Air Forces 2021》，东北证券

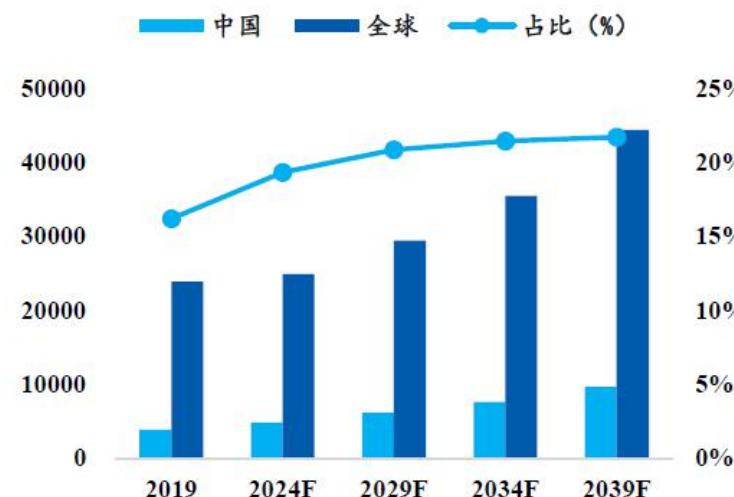
本文观点由大阳金融研究团队（刘刚 执业编号：A0600621060009、莫云驹 执业编号：A0600620110001）编辑整理，观点不构成投资操作建议！

入市有风险，投资需谨慎

# 未来民航飞机需求大增

未来二十年我国民航飞机需求大增，累计市场空间1.3万亿美元。根据《中国商飞公司市场预测年报（2020-2039）》，预计到2039年，全球客机规模将达到44400架，是现有客机规模的1.9倍，年均增长率3.2%；我国客机数量将达到9641架，占全球客机数量比例由2020年的16.2%增长至21.7%，年均增长率4.7%。2020-2039年，预计国内民航飞机交付量将达到8725架，二十年累计市场空间逾1.3万亿美元。

图 49：全球及中国民机存量预测（架）



数据来源：中国商飞，东北证券

# 公司核心竞争优势

中航西飞主要从事大中型飞机整机及航空零部件等航空产品的研制、批产、维修及服务。从产业链的角度来看，公司位于中上游。由于中游整机制造主要以国企承担，竞争格局较好。

资质上，公司是唯一具有运输机和轰炸机研发制造资质的整机厂。目前主要产品有大中型运输机、轰炸机、特种飞机等。

承担任务量上，公司承担国产飞机各机型机体结构，任务量占比高。公司承担了ARJ21、C919、AG600等国内外大中型民用飞机机体部件设计、制造、配套与服务。

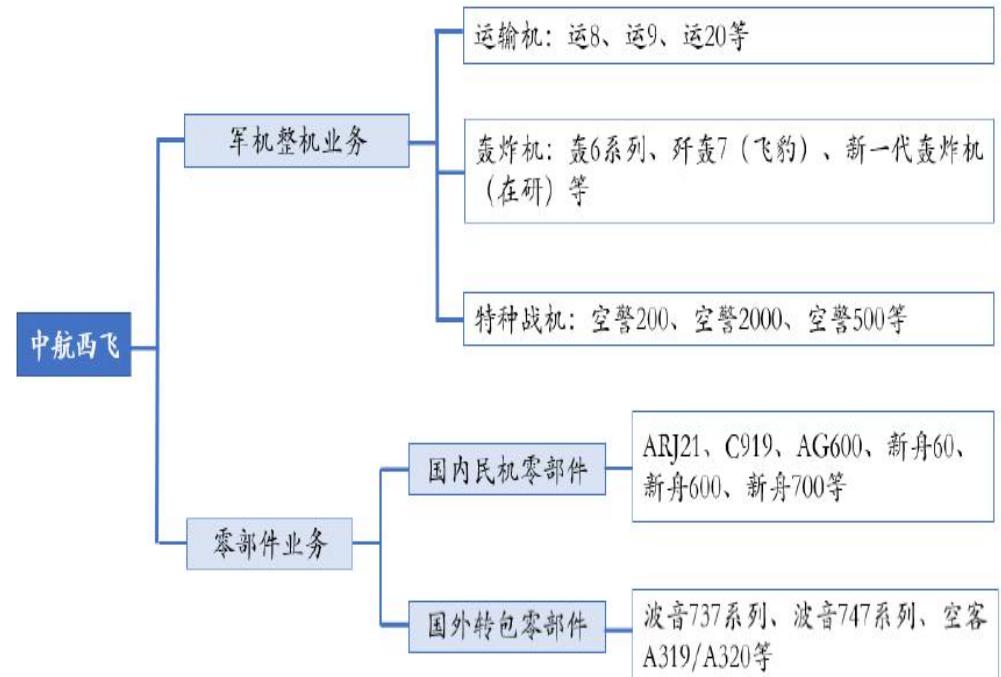
合作伙伴上，公司与欧洲空中客车公司、美国波音公司以及中国商用飞机有限责任公司、中航通用飞机有限责任公司等国内外知名航空公司拥有长期而稳定的合作关系。

# ■ 投资逻辑分析

**运输机：**对比美俄，我国军用运输机数量缺口较大、大型运输机占比较少。美国目前保有的小、中、大型运输机数量分别为299/359/274架，我国目前保有的小、中、大型运输机数量分别为96/127/41架，占比不均衡且总量较少。我国在战略运输机数量上仍有较大提升空间，以运20为代表的国产大型战略运输机或成为未来我国空军运输装备装配重点。

**轰炸机：**总量上，我国与美俄轰炸机总量相当，但远程战略轰炸机数量匮乏。轰-6N在19年国庆阅兵式中首次公开亮相，未来列装数量有望提升。公司作为轰炸机唯一研发生产商，将持续受益。

图 20：公司业务及产品结构



数据来源：公司公告，公开资料整理，东北证券

# ■ 投资逻辑分析

**C919:** 公司是C919核心零部件供应商，有望直接受益于C919订单增长。,公司作为主供应商，承担了机体结构中设计最为复杂、制造难度最大的部件——外翼翼盒、中机身（含中央翼）、襟翼、副翼、缝翼等部件的研制任务，根据公司官网，西飞任务量约占整个机体结构的50%。

**ARJ21:** 2019年ARJ21共计交付12架，2020年交付24架，交付数量实现了翻倍增长，截止到2020年底交付总量达到46架，计划2021完成年交付数量54架，同时交付总量达到100架。公司负责ARJ21飞机的前机身、中机身、中后机身、翼盒等19个工作包的制造，占ARJ21飞机机体结构件的60%以上。随着ARJ21交付数量稳步上升，公司营收规模有望相应扩大。

**外贸:** 随着国外航空零部件制造产能需求向国内转移、公司国际转包生产工艺和竞争力的不断提升，公司有望向价值链高端迈进、实现外贸营收稳步增长。

# 投资逻辑分析

受制于传统军品价格管理机制，主机厂利润率普遍较低。我国军工总装类企业上市公司销售净利润率仅在3%-4%左右，远低于国际同类企业平均水平。2020年我国四大主机厂销售净利率平均为3.56%，显著低于其上游分系统及配套产品生产企业和原材料供应企业。

2019年，《军品定价议价规则(试行)》打破了定价成本制，推行竞争议价，实现由“单一定价方法”向“多种议价方式”，“事后定价”向“全程管控”，“个别成本计价”向“社会平均成本计价”，“传统经验型”向“智能精准型”的转变。采用装备采购目标价格管理制后，军品总装企业具备更大的利润空间。

2021H1，中航沈飞扣非净利润率为5.56%，首次突破成本加成法下5%的利润率瓶颈，侧面印证新军品定价机制的落地。未来随着运-20批量生产装备成本下降、军品定价机制改革等的稳步推进，公司整体利润率水平有望从当前的2%提升至可比公司5%以上水平，潜在盈利能力提升空间较大。

表 21：成本加成法与目标价格法下的企业利润率水平对比

	定价成本	目标成本	激励利润	军品价格	净利润	利润率
成本加成法	1	1	/	1.05	0.05	4.76%
目标价格法 (未降本)	1	1	0	1.05	0.05	0.05/1.05=4.76%
目标价格法 (降本)	1-a	1	0.7a	(1-a)+1*5%+0.7a=1.05-0.3a	(1.05-0.3a)-(1-a)=0.05+0.7a	0.05+7a/1.05-3a (分子增加分母减少，大于4.76%)

数据来源：《World Air Forces 2021》，维基百科，东北证券

本文观点由大阳金融研究团队（刘刚 执业编号：A0600621060009、莫云驹 执业编号：A0600620110001）编辑整理，观点不构成投资操作建议！

入市有风险，投资需谨慎

# 盈利预测

根据券商一致预期与公司披露的经营计划，我们做出如下测算。

重要假设：

1. 已有产品，给予21/22年约15%增速；
2. 新增国产大飞机市场，按照订单给予25年数据，假设25年能够实现年产150架；
3. 根据未来净利润率情况，分情景讨论。

		2020	2022E	2025	2025
已有机型	营收	328.2	434.0	626.3	626.3
	yoy		15%	13%	13%
国产大飞机	营收			89.3	89.3
航天业务	营收	328.2	434.0	715.6	715.6
其他业务	营收	6.6	6.6	6.6	6.6
	总营收	334.8	440.6	722.2	722.2
	净利润率	2.3	3	4	5.5
	归母净利润	7.70	13.22	28.89	39.72

数据来源：公司公告、券商研报、大阳金融研究团队

# 估值分析

- 目前公司pe在129附近，高于近十年68.67%的时间。
- 高于航空装备Ⅱ行业均值(75.56)。



# ■ 主要风险

- **机型研制及量产不及预期。**若新机型开发或产量不及预期，会直接影响营收规模，导致业绩不及预期。
- **净利润率提升不及预期。**业绩测算中，利润增速高于营收增速的重要假设是净利润率提升。

# 免责声明

本文由投资顾问刘冰（执业编号：A0600611010016）、陈宗宝（执业编号A0600611010008）、林杰（执业编号：A0600620080006）、付宇（执业编号：A0600618080001）、吴志辉（投顾编号：A0600617100002）、谢俊（执业编号：A0600620080002）、刘家俊（执业编号：A0600617110001）、洪宏翔（执业编号：A0600620050002）、刘开斌（执业编号：A0600611010012）、张和润正（执业编号：A0600621050005）、张泽民（执业编号：A0600621030008）、郭艳城（执业编码：A0600621010002）、王辰（执业编码：A0600617070002）、肖德春（执业编码：A0600620070001）、许毅（执业编码：A0600620110003）、邱丽平（执业编码：A0600620100004）进行编辑整理，仅代表个人观点，任何投资建议不作为您投资的依据，您须独立作出投资决策，风险自担。本报告虽力求做到准确、公正、客观，但不能确保在实际使用中，不发生任何变更。本报告仅供参考，任何人参考本报 告进行投资的行为，均应对相应投资结果自行承担风险。并且，当您选择使用本报告，即表示您已经认真阅读了本协议并同 意接受本协议全部内容以。本报告不对投资行为及投资结果做任何形式的担保。本报告版权未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，且不对本报告进行有悖原意的引用、删 节和修改。刊载或者转发本报告中的投资观点及策略，应当注明本报告的发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，笔者将保留向其追究法律责任的权利。据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，特此说明：博众通过各渠道推出的相关文章仅面向广东博众证券投资 咨询有限公司的客户群体，文章内容不表明对相关产品或者服务的风险和收益做出实质性判断或者保证。若您并非博众投资 客户群体，请勿接收或者使用博众通过各渠道所推送的任何信息。股市有风险，投资需谨慎！



# THANKS

2021



大阳金融研究团队