

## 机械设备

2020年09月25日

## N 海目星 (688559)

——深耕激光及自动化，3C 和动力电池助力高成长

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

## 投资要点：

- **海目星激光一直以来深耕激光和自动化领域，现已成为行业内领先的激光+自动化装备综合解决方案提供商。**公司专注于激光光学及控制技术、与激光系统相配套的自动化技术。公司成立于2008年，2020年在上交所科创板上市。公司主要产品按应用领域分为动力电池激光及自动化设备、通用激光及自动化设备、显示及脆性材料精密激光及自动化设备三大类别。在3C及锂电行业中，公司定位于服务下游各应用场景的龙头或大型企业，积累了如特斯拉、宁德时代、苹果、富士康等行业龙头或知名企业客户。
- **政策及技术驱动需求扩张，激光及自动化设备市场可期。**激光设备处于产业链核心环节，下游应用领域较为广阔。一方面，激光及自动化设备行业属于高端技术制造业，长期以来受到国家产业政策的重点鼓励和大力支持。另一方面，3C、动力电池等行业技术迭代，带来激光设备需求提升。在3C电子精密化进程中，激光加工技术有望扩展相关市场份额，激光从行业的可选工艺变成主流应用；新能源汽车趋势不可逆，带动动力电池持续增长，且动力电池能量密度及安全性能逐步上升，对激光加工设备提出更高要求。
- **公司战略聚焦核心团队、定位细分市场、服务行业龙头。**1) 技术层面：公司专注于激光光学及控制技术、与激光系统相配套的自动化技术，并持续强化这两大核心能力，核心产品不断迭代；2) 人才方面：公司高度重视聚集和培养专业人才，在对未来市场发展方向谨慎判断的基础上，针对性地引入专业人才，且多数高管拥有多年激光、机械自动化设备开发经验，助力公司自主研发进程；3) 客户方面：依托技术及研发优势，聚焦头部优质客户，市场占有率稳步提升。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计公司2020-2022年的EPS分别为0.75、1.05、1.61元/股，目前股价(2020/9/24收盘价)27.85元，对应PE为36.9、26.5、17.3倍。选取激光产业链中的大族激光、华工科技等企业作为可比公司，进行对比参考，可比公司20-22年的PE中值为47.8、30.5、24.5倍，公司估值水平较可比公司估值中值比较低。考虑到公司聚焦下游行业龙头客户，或将受益于3C、动力电池等行业带来的激光设备需求提升，因此首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**公司订单执行力度不达预期的风险；动力电池行业波动及政策变动风险；钣金切割设备领域竞争激烈导致价格下滑的风险；政府补助不能持续的风险。

**市场数据：** 2020年09月24日

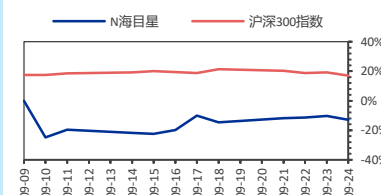
收盘价(元)	27.85
一年内最高/最低(元)	36.2/22.9
市净率	6.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	1267
上证指数/深证成指	3223.18/12816.61

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2020年06月30日

每股净资产(元)	4.51
资产负债率%	74.80
总股本/流通A股(百万)	200/46
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

韩强 A0230518060003  
hanqiang@swsresearch.com  
耿耘 A0230520050001  
gengyun@swsresearch.com

## 研究支持

李蕾 A0230519080008  
lilei@swsresearch.com  
刘建伟 A0230120030001  
liujw@swsresearch.com

## 联系人

刘建伟  
(8621)23297818x02123297722  
liujw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 财务数据及盈利预测

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,031	458	1,252	1,562	1,988
同比增长率(%)	28.75	27.11	21.48	24.68	27.30
归母净利润(百万元)	146	23	150.93	209.97	321.84
同比增长率(%)	74.63	-61.70	3.70	39.12	53.28
每股收益(元/股)	0.97	0.15	0.75	1.05	1.61
毛利率(%)	36.25	36.32	34.87	35.26	35.46
ROE(%)	22.24	3.36	9.40	11.57	15.06
市盈率	-	-	36.9	26.5	17.3

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.75、1.05、1.61 元/股，目前股价（2020/9/24 收盘价）27.85 元，对应 PE 为 36.9、26.5、17.3 倍。选取激光产业链中的大族激光、华工科技等企业作为可比公司，进行对比参考，可比公司 20-22 年的 PE 中值为 47.8、30.5、24.5 倍，公司估值水平较可比公司估值中值比较低。考虑到公司聚焦下游行业龙头客户，或将受益于 3C、动力电池等行业带来的激光设备需求提升，因此首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设点

1) 钣金业务：2020 年受下游行业资本开支缩减影响有所下滑，随着下游行业景气度提升，预计 2021-2022 年行业增速保持在 15%-20%；公司聚焦高功率等业务，预计公司钣金业务收入增速高于行业，2020-2022 年分别为 8.00%、26.41%、35.23%。

2) 3C 业务：预计电子信息制造业固定资产投资同比增速保持在 20%左右，在 3C 电子精密化进程中，激光加工技术有望扩展相关市场份额，从行业的可选工艺变成主流应用。公司依托自主激光器及自动化技术，预计公司 3C 业务收入增速快于行业。

3) 动力电池业务：动力电池能量密度及安全性能逐步上升，对激光加工设备提出更高要求，预计激光加工设备产业规模有望不断增长。公司业务聚焦核心客户，有望依托核心技术，受益于行业快速增长，预计公司动力电池业务 2020-2022 年收入增速分别为 28.67%、24.79%、27.73%。

### 有别于大众的认识

1) 市场认为钣金激光切割设备业务市场竞争较为激烈，后续该业务收入或存在规模及毛利率持续下滑风险，拖累整体业绩。我们分析认为，公司规划将钣金业务生产基地由广州迁至江苏，将进一步助力公司拓展市场需求，且公司定位高功率激光切割设备，收入规模及毛利率下滑风险可控。

2) 市场认为受新能源汽车行业补贴退坡影响，新能源汽车企业生产节奏放缓、且存在向上游供应商传导成本压力的诉求，从而影响公司动力电池激光设备业务发展。我们分析认为，新能源汽车趋势不可逆，未来新能源汽车渗透率预计将逐步上升，从而推动动力电池需求增长；同时，动力电池能量密度及安全性能要求提升，进一步促进激光加工设备需求。且公司聚焦特斯拉、中航锂电等行业龙头客户，议价能力及接单能力较强，中长期来看，公司将在行业内大有可为。

### 股价表现的催化剂

1) 公司在锂电或 3C 领域技术取得新突破；2) 获得行业标杆客户订单；3) 公司订单交付顺利、带来收入快速提升等。

### 核心假设风险

公司订单执行力度不达预期的风险；动力电池行业波动及政策变动风险；钣金切割设备领域竞争激烈导致价格下滑的风险；政府补助不能持续的风险。

## 目录

<b>1. 海目星：国内激光和自动化综合解决方案提供商</b>	<b>6</b>
1.1 深耕激光及自动化领域领军企业，聚焦服务下游行业龙头	6
1.2 聚焦提供 3C、动力电池、钣金加工激光设备及解决方案	7
1.3 公司收入规模持续稳健增长，扣非盈利能力保持强劲状态	8
<b>2. 政策及技术驱动需求扩张，激光设备市场可期</b>	<b>10</b>
2.1 激光设备处于产业链核心环节，下游应用领域较为广阔	10
2.2 国家战略及制造业升级背景下，政策助推激光设备发展	10
2.3 国内激光设备市场超 600 亿，3C、动力电池或迎高景气	11
<b>3. 多业务布局打造新增长极，研发保障技术领先</b>	<b>13</b>
3.1 公司深耕 3C 及动力电池，布局半导体、5G 等新领域	13
3.2 人才培养+高研发投入，助力公司持续保持技术优势	15
<b>4. 盈利预测及估值</b>	<b>17</b>
4.1 盈利预测	17
4.2 估值	20
<b>5. 风险提示</b>	<b>21</b>
<b>6. 附表</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1：海目星是国内激光和自动化综合解决方案提供商.....	6
图 2：公司无控股股东，实际控制人和第一大自然人股东为赵盛宇 .....	6
图 3：公司主要产品根据应用领域分为三大类别 .....	8
图 4：2016-2019 年收入 CAGR=51.24% .....	9
图 5：2016-2019 年扣非归母净利润 CAGR=54.31% .....	9
图 6：期间费用率较为稳定，销售及研发费用占比较高.....	9
图 7：毛利率保持较高水平，ROE 和净利率有波动 .....	9
图 8：激光加工设备为激光产业链核心环节，下游市场广阔.....	10
图 9：激光技术广泛应用于 3C 电子产品加工制造工艺流程中.....	12
图 10：电子信息制造业固定资产投资同比增速保持在较高水平 .....	12
图 11：新能源汽车在 2015-2018 年销量显著提升 .....	13
图 12：新能源汽车销量在 2020 年 7-8 月逐步回升 .....	13
图 13：动力电池装机量在 2012-2019 年间持续增长，为上游激光加工设备提供广阔市场空间.....	13
图 14：动力电池装机量在 2020 年 7-8 月逐步回升，预计将恢复增长趋势 .....	13
图 15：公司主要产品技术不断迭代.....	14
图 16：依托技术及研发优势，聚焦 3C 及动力电池等头部优质客户 .....	15
表 1：各主体分工明确、各司其职 .....	7
表 2：三大业务贡献主要收入及毛利（2019 年数据） .....	8
表 3：激光及自动化设备行业长期以来受到国家产业政策的重点鼓励 and 大力支持 .	11
表 4：公司高管团队兼具管理及技术实力 .....	16
表 5：公司保持较高的研发投入 .....	16
表 6：海目星财务摘要.....	17
表 7：海目星各业务拆分预测 .....	18
表 8：海目星期间费用拆分预测.....	20
表 9：海目星可比公司.....	20
表 10：海目星可比公司估值表 .....	21
表 11：海目星利润表简表 .....	22

表 12：海目星资产负债表简表 .....	22
表 13：海目星现金流量表简表 .....	23

# 1. 海目星：国内激光和自动化综合解决方案提供商

## 1.1 深耕激光及自动化领域领军企业，聚焦服务下游行业龙头

海目星激光一直以来深耕激光和自动化领域，现已成为行业内领先的激光+自动化装备综合解决方案提供商。公司专注于激光光学及控制技术、与激光系统相配套的自动化技术，2008 年成立时，公司业务便涵盖风冷紫外等激光器、切割机和打标机等通用激光及自动化设备，后经过技术外延，业务领域从钣金加工拓宽至动力电池、消费电子等，并为国内激光和自动化解决方案的重要提供商、国内主要的动力电池设备供应商，于 2020 年在科创板上市。在 3C 及锂电行业中，公司定位于服务下游各应用场景的龙头或大型企业，积累了如特斯拉、宁德时代、苹果、富士康等行业龙头或知名企业客户。

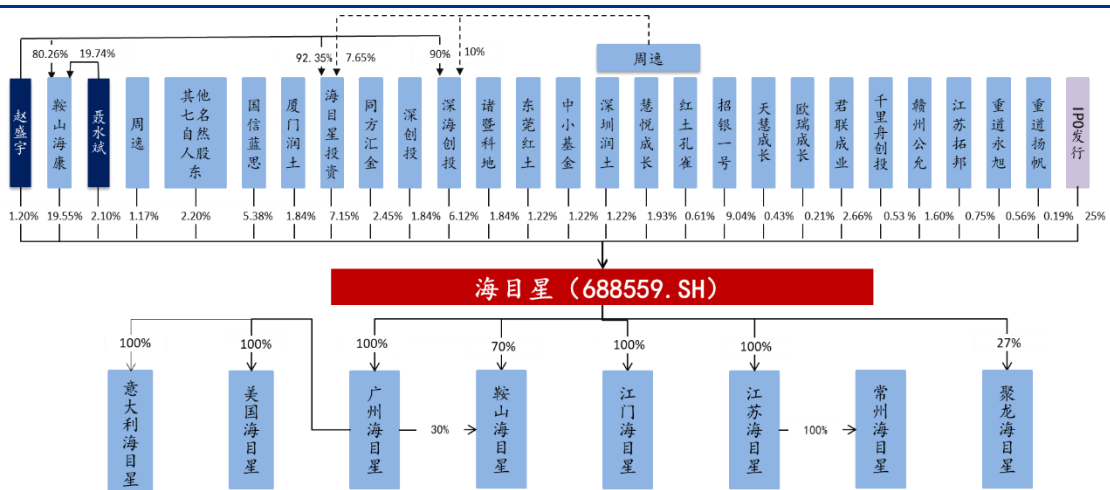
图 1：海目星是国内激光和自动化综合解决方案提供商



资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司实控人为赵盛宇先生，母子公司业务分工明确。公司无控股股东，实际控制人和第一大自然人股东为赵盛宇，现任公司董事长兼总经理。第二大自然人股东为聂水斌，现任公司副董事长。直接持 5%以上股份的股东包括鞍山海康、招银一号、海目星投资、深海创投、国信蓝思等。公司拥有 4 家境内全资一级子公司、1 家境内全资二级子公司、2 家境外全资二级公司以及 1 家境内参股公司。母公司作为业务决策主体，承担部分研发及运营职能；同时承担部分产品生产销售职能；子公司之间业务分工明确、各司其职。

图 2：公司无控股股东，实际控制人和第一大自然人股东为赵盛宇



资料来源：Wind、公司公告、申万宏源研究



**表 1：各主体分工明确、各司其职**

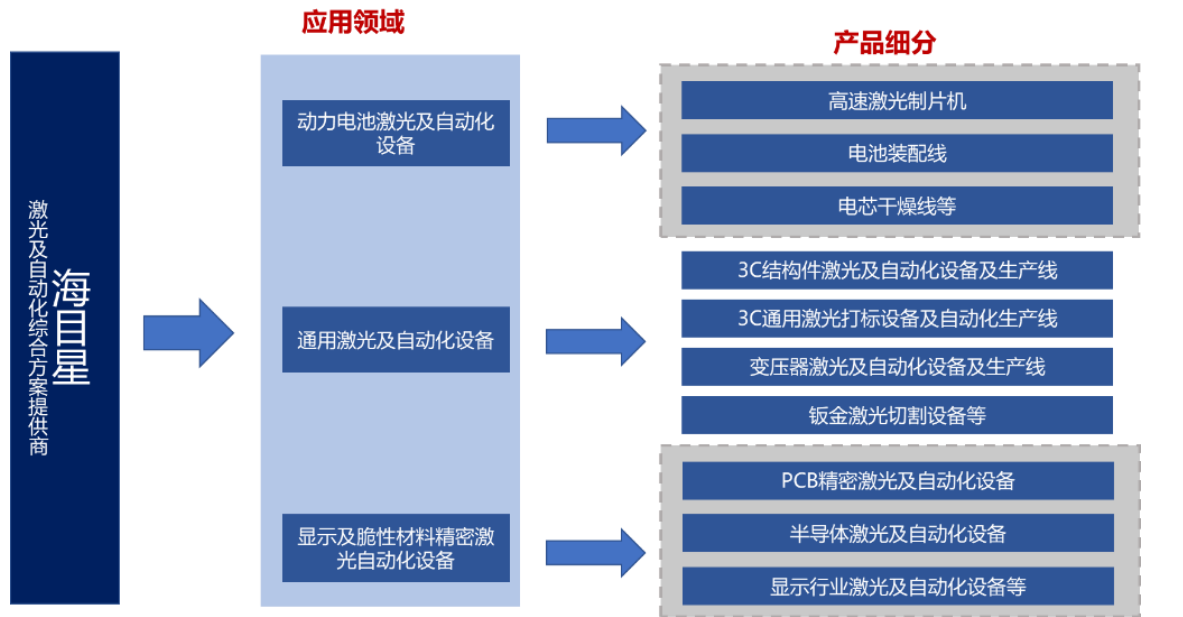
公司主体	当前业务安排	未来的变化趋势
深圳海目星	主要承担动力电池激光及自动化设备、通用激光及自动化设备（除钣金激光切割设备）及显示及脆性材料精密激光及自动化设备的研发、生产、销售	未来拟将动力电池激光及自动化设备的生产职能转移至江门海目星及江苏海目星
广州海目星	主要从事通用激光自动化设备中的钣金激光切割设备的研发、生产、销售	未来拟将钣金激光切割设备相关业务转移至江门海目星；广州海目星仍承担部分产品销售职能
鞍山海目星	主要从事通用激光自动化设备中的激光打标机的研发、生产、销售	鞍山海目星主要生产中高端激光打标机，未来不作为发行人重点业务发展方向
江门海目星	在建，承担部分动力电池激光及自动化设备、钣金激光切割设备的研发、生产、销售	未来拟承接广州海目星的钣金激光切割设备的研发、生产、销售，并承担动力电池激光及自动化设备、部分通用激光及自动化设备的研发、生产、销售
江苏海目星	主要处于在建状态，承担部分钣金激光切割设备及动力电池激光及自动化设备的生产、销售职能	未来拟承担钣金激光切割设备、动力电池激光及自动化设备以及显示及脆性材料精密激光及自动化设备的研发、生产、销售职能
常州海目星	未实际开展业务	拟注销
意大利海目星	主要从事钣金激光切割机的销售职能	未来拟承担钣金激光切割设备相关的产品、技术研发职能，以及欧洲地区钣金激光切割设备的销售及售后服务职能
美国海目星	主要从事钣金激光切割机的销售职能	未来拟承担北美地区钣金激光切割设备销售及售后服务职能

资料来源：公司公告、申万宏源研究

## 1.2 聚焦提供 3C、动力电池、钣金加工激光设备及解决方案

公司主要产品包括动力电池激光及自动化设备、通用激光及自动化设备、显示及脆性材料精密激光及自动化设备。根据不同客户的生产加工要求，公司产品既包括能覆盖生产加工一个或多个激光加工环节的设备，也包括成套的激光及自动化生产线。

1) **动力电池激光及自动化设备**：覆盖下游方形、圆柱及软包电池的部分生产环节，其产品主要包括高速激光制片机、电池装配线、电芯干燥线等；2) **通用激光及自动化设备**：面向消费电子、钣金加工等行业，通过激光与自动化的系统结合，为相关领域提供优质高效的解决方案，产品主要包括激光打标设备、激光焊接及自动化生产线和钣金激光切割设备等；3) **显示及脆性材料精密激光及自动化设备**：采用皮秒、飞秒激光器应用于屏幕、玻璃、陶瓷等对加工精度要求较高的零部件的切割、标记、曝光等。

**图 3：公司主要产品根据应用领域分为三大类别**


资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司主营业务表现突出，三大业务贡献主要收入及毛利。2019 年通用激光及自动化设备、动力电池激光及自动化设备、显示及脆性材料精密激光及自动化设备 3 大业务合计收入占比为 91.76%、合计毛利占比为 87.34%。三大业务贡献公司主要收入及毛利。此外，三大业务毛利率水平较高，其中通用激光及自动化设备毛利率为 36.30%，动力电池激光及自动化设备毛利率为 30.46%，显示及脆性材料精密激光及自动化设备毛利率为 38.81%。

**表 2：三大业务贡献主要收入及毛利（2019 年数据）**

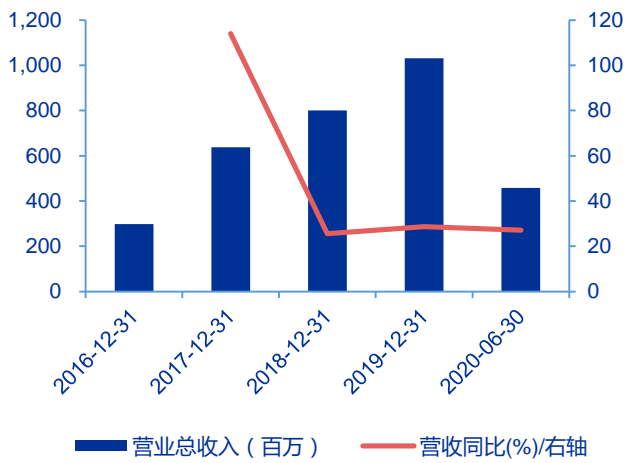
主要产品	营收（百万元）	收入占比(%)	毛利（百万元）	毛利占比(%)	毛利率(%)
通用激光及自动化设备	515.07	49.96%	186.96	50.03%	36.30%
动力电池激光及自动化设备	332.63	32.27%	101.33	27.11%	30.46%
显示及脆性材料精密激光及自动化设备	98.23	9.53%	38.13	10.20%	38.81%
其他	85	8.25%	47.3	12.66%	55.65%

资料来源：Wind、申万宏源研究 注：由于四舍五入的原因，收入占比合计存在 0.01%的误差

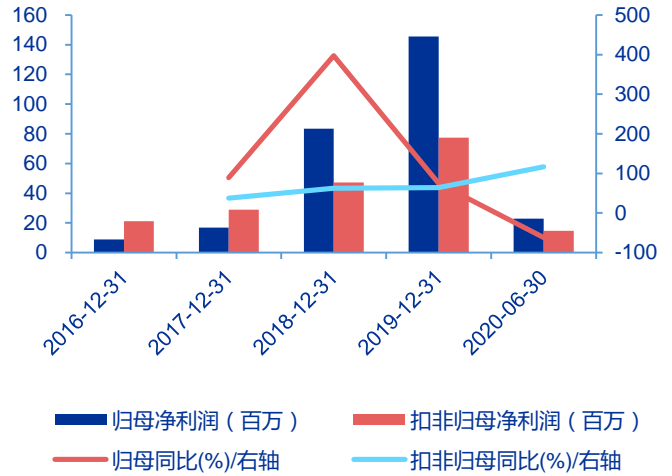
### 1.3 公司收入规模持续稳健增长，扣非盈利能力保持强劲状态

受益于 3C、动力电池等下游行业需求提升，公司凭借技术及产品优势，实现营业收入及归母净利润快速增长。公司深耕激光及自动化领域，在钣金切割市场的基础上，把握 3C、动力电池发展机遇，成功开发下游龙头客户。2016-2019 年，公司收入由 2.98 亿元增长至 2019 年的 10.31 亿元，期间 CAGR 为 51.24%；2016-2019 年，归母净利润由 885 万元增长至 1.46 亿元，期间 CAGR 为 154.31%，受政府补助金额波动影响，2020H1 公司归母净利润同比下滑 61.70%；2016-2019 年，扣非归母净利润由 0.21 亿元增长至 0.77 亿元，期间 CAGR 为 54.31%，2020H1 公司扣非归母净利润增速 116.39%，彰显公司较强的内生经营能力。



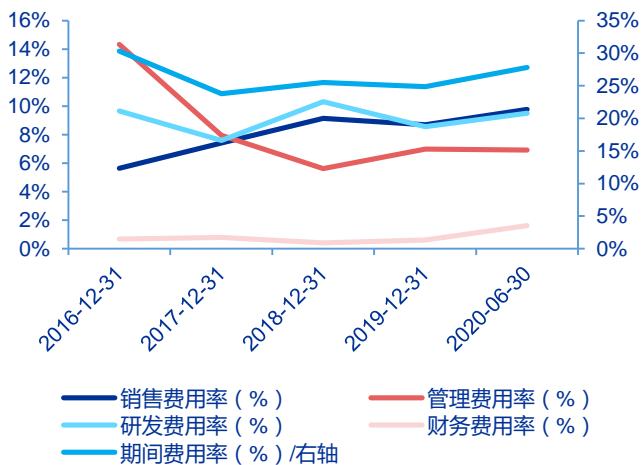
**图 4 : 2016-2019 年收入 CAGR=51.24%**


资料来源：Wind、申万宏源研究

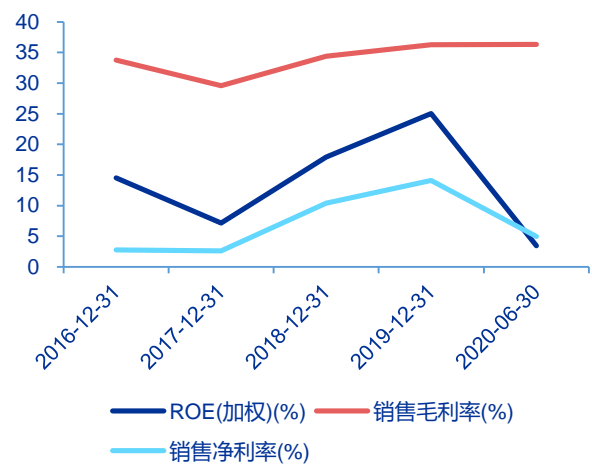
**图 5 : 2016-2019 年扣非归母净利润 CAGR=54.31%**


资料来源：Wind、申万宏源研究

公司期间费用率较为平稳，盈利能力保持强劲状态。2016-2019 年，期间费用占营业收入比例整体保持稳定，其中，为实现市场拓展及新品研发，公司的销售费用和研发费用在期间费用中占比较高。2017-2019 年，公司毛利率、净利率、ROE 保持稳定且总体呈上升趋势；2020H1，公司净利率及 ROE 有所下滑，主要是因为当期政府补助规模同比有所减少、归母净利润规模同比下降，从而导致净利率及 ROE 水平随之下降。

**图 6 : 期间费用率较为稳定，销售及研发费用占比较高**


资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 7 : 毛利率保持较高水平，ROE 和净利率有波动**


资料来源：Wind、申万宏源研究

## 2. 政策及技术驱动需求扩张，激光设备市场可期

### 2.1 激光设备处于产业链核心环节，下游应用领域较为广阔

激光产业链涉及范围较广，激光加工设备为激光产业链核心环节，下游市场广阔。激光因其方向性好、亮度高等特点，已经渗透到各行各业，形成了较为完备的产业链分布。激光产业链上游主要包括光学材料及元器件，即激光器的原部件生产；中游主要为各种激光器，激光器是产生激光的核心单元；下游是激光切割、激光焊接和激光打标等加工设备；终端是围绕激光设备及产品的应用。

制造业加工模式不断发展，激光加工逐步实现对传统加工替代。相较于传统加工设备，激光加工设备具备生产成本低、精度高、批量生产及自动化程度高的优势。因此目前在国内制造业智能化、高端化升级过程中，激光加工设备具备对传统生产设备较强的替代能力，近年来我国下游新能源汽车、半导体和电子制造产业的发展，为激光加工设备产业带来新增长极。

图 8：激光加工设备为激光产业链核心环节，下游市场广阔



资料来源：中科院武汉文献情报中心《2020 中国激光产业发展报告（简版）》、申万宏源研究

### 2.2 国家战略及制造业升级背景下，政策助推激光设备发展

激光及自动化设备行业属于高端技术制造业，长期以来受到国家产业政策的重点鼓励和支持。近年来无论是“十二五”还是“十三五”，我国均出台系统的相关产业政策，

并强调重点支持该产业发展。且在中国制造 2025 强国战略中，激光产业作为高端制造产业的核心部分受到重视。在近年我国产业政策背景下，激光及自动化设备行业具备较大的政策支持力度与未来发展空间。

**表 3：激光及自动化设备行业长期以来受到国家产业政策的重点鼓励和大力支持**

时间	部门	政策法规	相关内容
2015.03	工信部	《2015 年智能制造试点示范专项行动实施方案》	通过试点示范，关键智能部件、装备和系统自主化能力大幅提升，产品、生产过程、管理、服务等智能化水平显著提高，智能制造标准化体系初步建立，智能制造体系和公共服务平台初步成形
2015.05	国务院	《中国制造 2025》	加快发展智能制造装备和产品。突破新型传感器、智能测量仪表、工业控制系统、伺服电机及驱动器和减速器等智能核心装置，推进工程化和产业化
2015.07	国务院	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	大力发展智能制造。以智能工厂为发展方向，开展智能制造试点示范，加快推动云计算、物联网、智能工业机器人、增材制造等技术在生产过程中的应用
2016.04	发改委	《机器人产业发展规划 2016-2020 年》	推进我国机器人产业快速健康可持续发展，而工业机器人技术与激光技术的融合、特别是在汽车领域，大大促进了激光加工工业机器人产业的发展
2016.07	国务院	《“十三五”国家科技创新规划》	开展超快脉冲、超大功率激光制造等理论研究，突破激光制造关键技术，研发高可靠长寿命激光器核心功能部件、国产先进激光制造应用技术和装备
2016.09	工信部、财政部	《智能制造发展规划（2016-2020 年）》	做优做强一批传感器、智能仪表、控制系统、伺服装置、工业软件等“专精特新”配套企业
2016.11	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	研制推广使用激光、电子束、离子束及其他能源驱动的主流增材制造工艺装备，加快研制高功率光纤激光器
2017.04	科技部	“十三五”先进制造技术领域科技创新专项规划》	“十三五”期间，围绕增材制造、激光制造、智能机器人等 13 个主要方向开展重点任务部署加速推动制造业由大变强的转型升级和跨越发展
2017.1	发改委	《高端智能再制造行动计划（2018-2020 年）》	加快增材制造、特种材料、智能加工、无损检测等再制造关键共性技术创新与产业化应用
2017.11	发改委	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020 年）》	加快智能化关键装备研制，推动在重点行业的规模化应用。加快核心部件技术突破，提高核心部件的精确度、灵敏度、稳定性和可靠性
2018.08	工信部、国家标准委	《国家智能制造标准体系建设指南（2018 年版）》	针对智能制造标准跨行业、跨领域、跨专业的特点，立足国内需求，兼顾国际体系，建立涵盖基础共性、关键技术和行业应用等三类标准的国家智能制造标准体系

资料来源：公司公告、申万宏源研究

## 2.3 国内激光设备市场超 600 亿，3C、动力电池或迎高景气

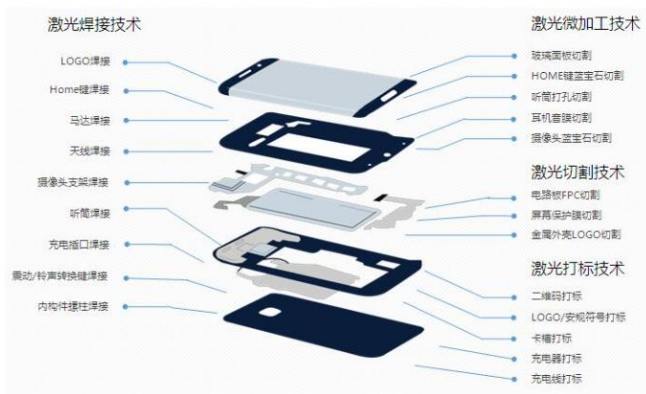
根据中科院武汉文献情报中心《2020 中国激光产业发展报告（简版）》预计，2020 年国内激光设备市场规模为 645 亿元。消费电子及动力电池等产业，由于新品研发、技术迭代等因素，对于激光设备需求逐步提升，或助推激光设备迎来高景气。

### （一）3C 电子迈向高端精密化，激光加工逐渐成为必选加工方式

3C 电子产品对制造工艺要求较高，正处在高集成化、高精化进程中，推动上游新材料、新工艺的不断进步，而激光技术正是 3C 产品制造工艺中迅猛发展的代表。更轻、更薄、更便携成为 3C 产品研发新方向，3C 产品内部构件也越来越小巧，精密度、电子集成度越来越高，对内部构件焊接、切割技术的要求也越来越高。由于传统技术存在不稳定现象，在打标、焊接、切割等过程中容易导致零件损坏，造成成品率低。激光加工技术属于非接触式加工，具有热影响小、加工方式灵活的特点，在 3C 电子行业的应用领域不断扩展，尤其适用高端精密产品加工。以智能手机为例，包括切割、焊接、打标和开孔均使用激光加工技术完成。

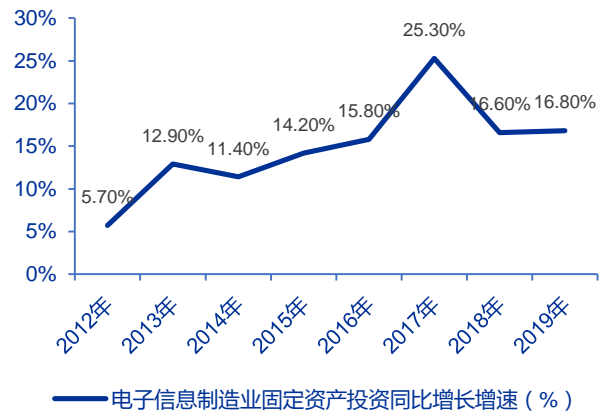
3C 电子高端精密化进程或将助推激光加工设备市场增长。据工信部数据统计，2012-2019 年电子信息制造业固定资产投资同比增速保持在较高水平。同时，近年来中国消费电子制造业产品更新周期呈持续减小趋势，产品更迭快，预计对自动化、高精化制造设备需求量将持续上升，固定资产投资额度将保持往年增速。我们分析认为，在 3C 电子精密化进程中，激光加工技术有望扩展相关市场份额，从行业的可选工艺变成主流应用。

图 9：激光技术广泛应用于 3C 电子产品加工制造工艺流程中



资料来源：Ofweek、申万宏源研究

图 10：电子信息制造业固定资产投资同比增速保持在较高水平



资料来源：工信部官网、申万宏源研究

注：2012-2016 年数据为电子信息制造业 500 万元以上项目完成固定资产投资额的同比增速

## (二) 动力电池能量密度及安全性能逐步上升，对激光加工设备提出更高要求

新能源汽车趋势不可逆，带动动力电池持续增长，进一步带来激光加工设备需求提升。

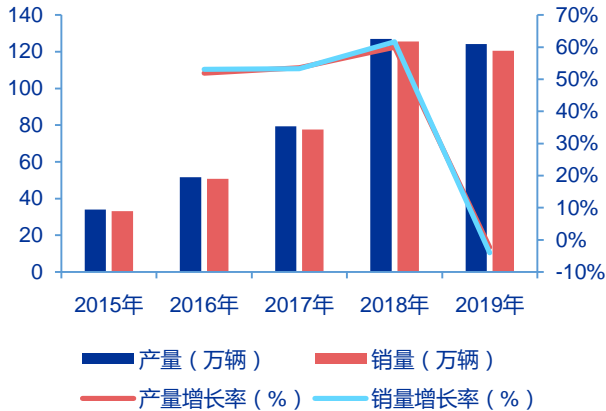
从长期来看，新能源汽车有利于缓解石油消化压力，完善全球能源结构，预计未来将进一步向电动化发展。而向高能量密度发展是动力电池的必然趋势，但在现有的材料体系下，能量密度的提升将导致电池的热稳定性变差，造成安全性风险，从而对激光加工设备的技术与工艺提出了更高的要求，以保证加工过程的材料一致性。

在动力电池高能化进程中，激光加工设备作为上游设备，其产业规模有望不断增长。

据中国汽车工业协会，自 2011 年以来，我国新能源汽车产值呈现快速增长趋势，2018 年我国新能源汽车销量已达到 125.6 万辆，同期增长达 61.65%。同时，自 2014 年以来，我国锂电池需求量快速上升，2015 年动力电池装机量增长率可达 343.28%，至 2018 年已达到 56.89GWh。虽然受行业周期、政府补贴等因素影响，新能源汽车及动力电池产业在 2019

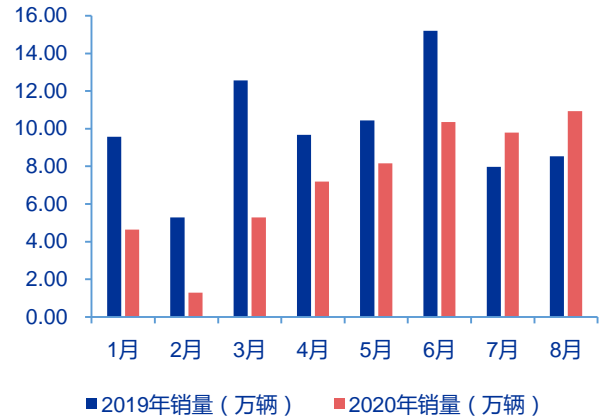
年及 2020 年 H1 增长停滞，但今年 7-8 月二者均重新恢复增长趋势。我们分析预计，未来新能源汽车渗透率或将逐步上升，从而推动动力电池需求增长，助力激光加工设备需求增长。

图 11：新能源汽车在 2015-2018 年销量显著提升



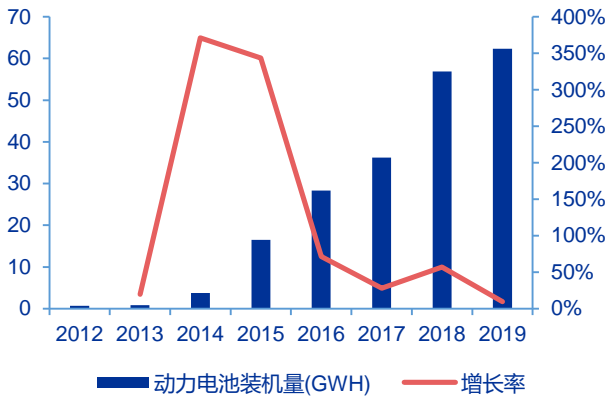
资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 12：新能源汽车销量在 2020 年 7-8 月逐步回升



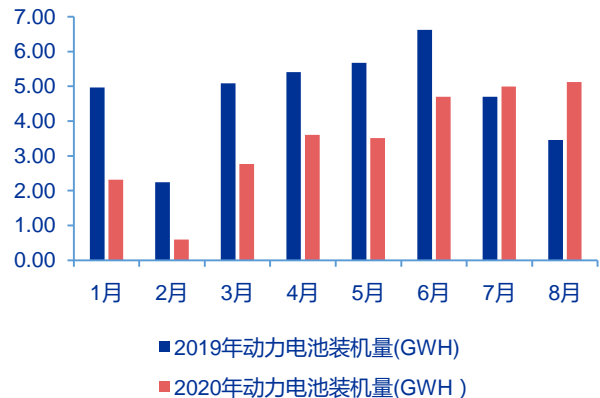
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 13：动力电池装机量在 2012-2019 年间持续增长，为上游激光加工设备提供广阔市场空间



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 14 动力电池装机量在 2020 年 7-8 月逐步回升，预计将恢复增长趋势



资料来源：第一电动研究院、申万宏源研究

## 3. 多业务布局打造新增长极，研发保障技术领先

### 3.1 公司深耕 3C 及动力电池，布局半导体、5G 等新领域

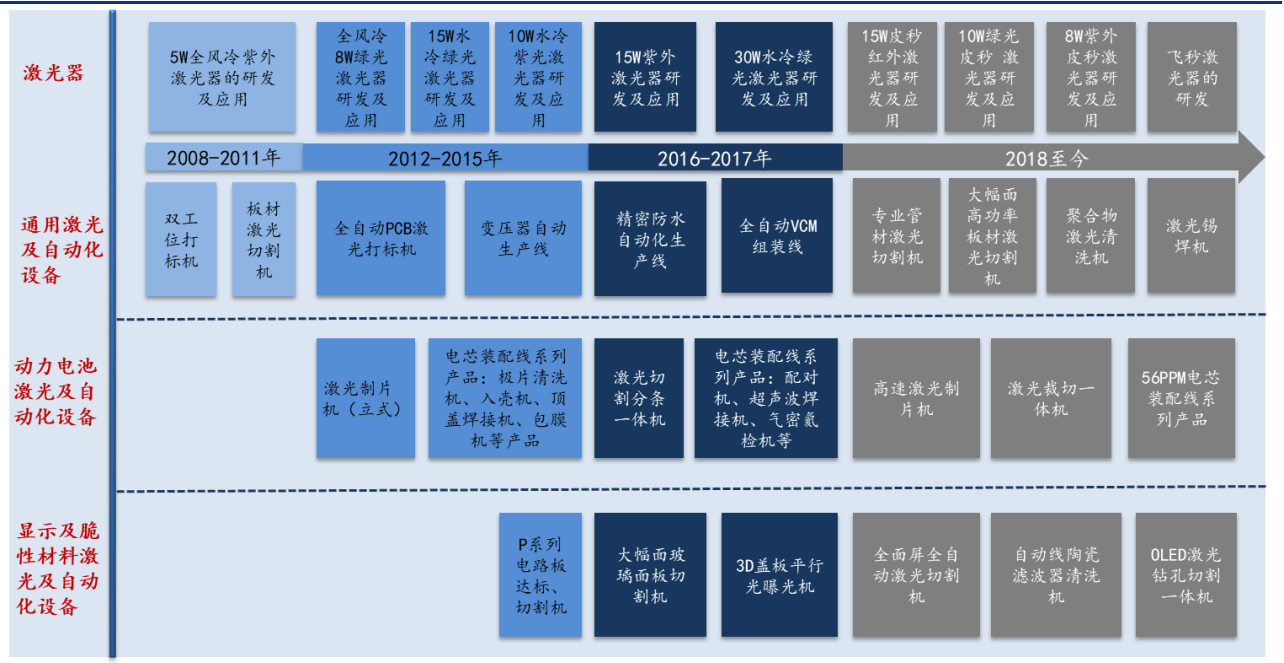
公司定位市场空间大、增长速度快的高景气行业，在 3C 和动力电池领域持续深耕，且公司依托技术及产品优势，聚焦服务苹果、特斯拉等行业龙头客户，预计公司将充分享受下游行业高增长红利。此外，公司募投项目计划布局半导体、5G、氢能源等产业激光及自动化技术开发。我们分析认为，新产业领域布局，或成为公司未来业务新增长极。



**(一)公司产品不断迭代，在 3C 及动力电池领域聚焦行业头部客户，或优先享受行业高速增长红利**

从成立至今，公司的激光器、通用激光及自动化设备、动力电池激光及自动化设备、显示及脆性材料激光及自动化设备不断实现迭代更新及谱系拓展。1) 在消费电子领域：产品种类丰富、下游客户应用场景各异，公司开发并推出了全自动精密线路板激光切割设备、PCB 激光打标机、全面屏全自动激光切割机、OLED 激光钻孔机、全自动 VCM 组装线等产品；2) 在动力电池行业：产品主要用于锂电池生产的前段、中段工艺，公司先后研发出激光制片机（立式）、电新装配线产品、高速激光制片机、激光切割一体机等设备。

**图 15：公司主要产品技术不断迭代**



资料来源：公司公告、申万宏源研究

**坚持大客户战略，积极覆盖行业龙头或优质客户的产品战略方向，获得多个行业标杆客户订单并实现批量交付。**

1) 在动力电池领域，公司作为国内重要的动力电池设备供应商，自成立以来就定位于服务下游各应用场景的龙头企业，专注于优势产品的推广，并不断巩固产品领先性。经过不懈努力，公司客户包括宁德时代、特斯拉、力神、长城汽车、蜂巢能源、中航锂电、亿纬锂能、欣旺达等国内、国际主流动力电池企业。2) 在消费电子领域，凭借对激光及自动化技术应用的多年技术积淀，设计并研发出了满足各类客户需求的高质量设备，目前公司下游覆盖的客户包括 Apple、华为、富士康、伟创力、比亚迪、胜美达、京东方、蓝思科技、华之欧、捷普电子、仁宝、赛尔康、雅达电子等。



**图 16：依托技术及研发优势，聚焦 3C 及动力电池等头部优质客户**


资料来源：公司官网、申万宏源研究

### （二）募投项目布局半导体、氢能源、5G 等产业激光及自动化技术开发，或给公司未来业务增长带来新发力点

公司募投项目计划建设激光及自动化装备研发中心，项目主要研究方向有五个：一是超快激光技术的研发；二是锂电激光及自动化技术开发；三是氢能源激光及自动化技术开发；四是 5G 产业激光及自动化技术开发；五是半导体产业激光及自动化技术开发。项目预计总投资额 1.91 亿元，建设周期共 27 个月。

我们分析认为，该募投项目属于高端装备应用开发项目，项目的实施预计将可研发可显著提升公司高端自动化装配产品的性能，后续公司产品将应用于 5G、半导体、氢能源等领域，大幅提高公司的产品市场竞争力，助力公司收入及利润规模增长。

## 3.2 人才培养+高研发投入，助力公司持续保持技术优势

**公司保持强劲的研发能力，技术实力国内领先。一方面，通过外部引进及自主培养优秀人才，高管兼具管理及研发实力；另一方面，公司保持较高研发投入规模及增速，在激光及自动化领域保持技术持续领先。**

### （一）外部引进+自主培养，高管团队实力雄厚，使得公司研发优势明显

公司高度重视聚集和培养专业人才，在对未来市场发展方向谨慎判断的基础上，针对性地引入专业人才。1) 在公司初创阶段，公司率先进入 3C 通用激光设备细分市场；2) 2010 年，通过引进专业团队，切入激光钣金加工设备市场；3) 2011 年，引进新加坡专业团队，公司切入产线自动化领域；4) 2014 年，引进中国台湾团队并切入激光精密加工设备市场；5) 2015 年，通过战略研判并组建专业团队，切入锂电新能源激光及自动化设备市场。2019 年公司研发人员占比为 15.57%，其中 5 名人员个人拥有的国内外领先技术专利超过 70 项，彰显公司人才储备丰厚，奠定自主研发的领先地位。

多数高管拥有多年激光、机械自动化设备开发经验，助力公司自主研发进程。公司主要技术人员具有 10 余年的激光及自动化行业从业经验，多名高管技术实力较强。其中，公司董事长赵盛宇为资深光学专家，曾获科技创新创业人才、国家高层次人才特殊支持计划领军人才，整体负责公司的研发工作；副总张松岭为资深自动化技术及控制技术专家，深圳市地方级领军人才，广东省动力电池激光智能装备制造工程技术研究中心主任，其负责公司总体发展规划，制定具体研发计划，负责研发项目的产业化应用；副总周宇超曾任大族激光产品部经理，自身具备强大的研发知识储备，具体负责激光器的研发及应用。

**表 4：公司高管团队兼具管理及技术实力**

姓名	职务	入职年份	学历	出生年份	个人简历
赵盛宇	董事长、董事、总经理	2009 年	博士	1972	毕业于法国尼斯大学、中国科学技术部科技创新创业人才、国家高层次人才特殊支持计划领军人才(万人计划)、曾任沈阳仪表科学研究所反光镜事业部部长
聂水斌	副董事长、董事	2008 年	硕士	1976	毕业于中山大学、曾任广州市海珠区炎锋五金工艺厂业务经理
张松岭	董事、副总经理、产品与技术中心总经理	2011 年	硕士	1980	毕业于香港理工大学、曾获“深圳市高层次人才”称号、曾任新加坡海雷激光公司软件工程师、新加坡 Manufacturing Integration Technology Ltd.设备软件开发工程师等
李营	副总经理、营销中心负责人	2012 年	本科	1974	毕业于青岛科技大学、曾任青岛市国人集团公司机械部工程师、深圳泰德激光科技有限公司销售部大区经理、深圳市光大激光科技股份有限公司销售部大客户经理
周宇超	副总经理、激光研发中心总经理	2015 年	硕士	1980	毕业于英国利物浦大学、曾任深圳大族激光科技股份有限公司激光光源产品部经理
高菁	董事、财务负责人、董秘	2019 年	--	1968	曾任中国航空工业机电系统有限公司财务部项目总会计师、深圳光启尖端技术有限责任公司审计部首席风控官及财务总监

资料来源：Wind、申万宏源研究

## （二）公司保持高研发投入，进一步保障技术在行业内保持领先水平

公司 2017-2019 年研发费用分别为 4,849.96 万元、8,249.60 万元及 8,825.22 万元，研发投入规模保持稳定增长的趋势；同期，研发费用占营业收入的比例分别为 7.61%、10.30%、8.56%，保持在较高水平。我们分析认为，公司稳健的研发投入或将不断转化为可以产业化的技术及产品，从而保障公司在激光及自动化领域领先的行业地位。

**表 5：公司保持较高的研发投入**

指标	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31
营业总收入（百万）	298.01	637.72	800.70	1,030.92
同比(%)		113.99%	25.56%	28.75%
研发支出（百万）	28.76	48.50	82.50	88.25
同比(%)		68.64%	70.10%	6.97%
研发费用/营业收入（%）	9.65%	7.61%	10.30%	8.56%

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 4. 盈利预测及估值

### 4.1 盈利预测

根据我们对公司利润表的分析预测：2020-2022 年，预计营业收入分别为 12.52、15.62、19.88 亿元，对应增速 21.48%、24.68%、27.30%；归母净利润分别为 1.51、2.10、3.22 亿元，对应增速 3.70%、39.12%、53.28%。2020-2022 年，预计随着技术水平提升、产品结构调整，公司毛利率及净利率均稳中有升，毛利率分别为 34.87%、35.26%、35.46%；净利率分别为 12.05%、13.45%、16.19%。

表 6：海目星财务摘要

指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	1,031	1,252	1,562	1,988
同比增长率（%）	28.75%	21.48%	24.68%	27.30%
归母净利润（百万元）	145.55	150.93	209.97	321.84
同比增长率（%）	74.63%	3.70%	39.12%	53.28%
每股收益（元/股）	0.97	0.75	1.05	1.61
毛利率（%）	36.25%	34.87%	35.26%	35.46%
ROE（%）	22.24%	9.40%	11.57%	15.06%
净利率（%）	14.12%	12.05%	13.45%	16.19%

资料来源：Wind、申万宏源研究

公司的盈利预测实际上是由对各项业务进行拆分，并对业务营收增速预测以及对公司未来几年成本及费用的营收占比进行预测，最后汇总而得到的。

#### （一）公司业务拆分预测及依据：

##### 1) 标准化产品：

###### ①钣金激光设备：

收入方面，2020 年受下游行业资本开支缩减影响有所下滑，随着下游行业景气度提升，预计 2021-2022 年行业增速保持在 15%-20%，公司聚焦高功率等业务，钣金激光设备业务收入增速高于行业，预计 2020-2022 年分别为 8.00%、26.41%、35.23%；

毛利率方面，考虑到行业为充分竞争市场，毛利率或逐年下滑，预计 2020-2022 年毛利率分别为 22.00%、21.00%、20.00%。

###### ②打标及其他：

收入方面，随着纳秒紫外、纳秒绿光激光打标机市场竞争日趋激烈，公司自主调整自产激光器的研发战略布局，导致应用公司自产激光器的激光打标机产品销售额增速放缓，预计 2020-2022 年收入增速分别为 4.37%、7.37%、13.24%；

毛利率方面，考虑到行业为充分竞争市场，毛利率或逐年下滑，预计 2020-2022 年毛利率分别为 37.53%、37.18%、36.82%。

##### 2) 3C 激光及自动化设备：

收入方面，预计电子信息制造业固定资产投资复合增速仍将保持在 20%左右，在 3C 电子精密化进程中，激光加工技术有望扩展相关市场份额，从行业的可选工艺变成主流应用。公司依托自主激光器及自动化技术，预计公司 3C 业务收入增速快于行业，因此预计公司 2020-2022 年收入增速分别为 16.12%、30.19%、29.51%；

毛利率方面，随着公司产品技术水平提升，尤其是承接苹果等头部客户订单，公司产品附加值越来越高，对应毛利率也较高，预计 2020-2022 年毛利率分别为 48.00%、49.00%、50.00%。

### 3) 动力电池激光及自动化设备：

收入方面，动力电池能量密度及安全性能逐步上升，对激光加工设备提出更高要求，预计激光加工设备产业规模有望不断增长。公司业务聚焦核心客户，有望依托核心技术，受益于行业快速增长，预计 2020-2022 年收入增速分别为 28.67%、24.79%、27.73%。

毛利率方面，一方面，经过公司的技术、工艺积累及客户开发，公司高速激光制片机已形成较强的竞争优势，毛利率有提升趋势；另一方面，下游动力电池行业集中度持续提高，龙头企业市场份额持续扩大，全自动动力电池装配线及设备因市场竞争相对激烈，毛利率有所下降。综合来看，预计公司 2020-2022 年毛利率分别为 30.11%、31.06%、32.26%。

### 4) 显示及脆性材料精密激光及自动化设备：

收入方面，显示及脆性材料精密激光及自动化设备细分种类较多、收入规模存在波动性，假设显示类激光及自动化设备、PCB 类精密激光及自动化设备稳健增长，预计 2020-2022 年收入增速分别为 29.39%、18.30%、23.14%；

毛利率方面，产品均为定制化非标设备，且应用在屏幕、PCB、半导体等部件及材料的精密加工领域，技术含量及工艺水平较高，价格维持在较高水平，预计 2020-2022 年毛利率分别为 37.55%、37.59%、37.63%。

### 5) 其他业务：

由于占比较小，故做粗略假设。收入方面，粗略预计 2020-2022 年收入增速分别为 50.00%、30.00%、20.00%；毛利率方面，保守假设 2020-2022 年毛利率分别为 45.00%、45.00%、45.00%。

**表 7：海目星各业务拆分预测**

单位：百万		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	收入	1,030.93	1,252.40	1,561.51	1,987.75
	yoy	28.75%	21.48%	24.68%	27.30%
	成本	569.15	728.61	1,010.87	1,282.98
	毛利	373.73	436.68	550.64	704.77
	毛利率(%)	36.25%	34.87%	35.26%	35.46%
	业务收入比例(%)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	毛利占比(%)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

(一) 标准化产品 1、钣金切割

	收入	216.67	234.00	295.80	400.00
	yoy	-2.31%	8.00%	26.41%	35.23%
	成本	160.83	182.52	233.68	320.00
	毛利	55.84	51.48	62.12	80.00
	毛利率(%)	25.77%	22.00%	21.00%	20.00%
	业务收入比例(%)	21.02%	18.68%	18.94%	20.12%
	毛利占比(%)	14.94%	11.79%	11.28%	11.35%
	2、打标及其他				
	收入	91.02	95.00	102.00	115.50
	yoy	-8.64%	4.37%	7.37%	13.24%
	成本	54.32	59.35	64.08	72.98
	毛利	36.71	35.65	37.92	42.53
	毛利率(%)	40.33%	37.53%	37.18%	36.82%
	业务收入比例(%)	8.83%	7.59%	6.53%	5.81%
	毛利占比(%)	9.82%	8.16%	6.89%	6.03%
	收入	207.37	240.80	313.50	406.00
	yoy	111.20%	16.12%	30.19%	29.51%
	成本	112.96	125.22	159.89	203.00
(二) 3C 激光及自动化设备	毛利	94.42	115.58	153.62	203.00
	毛利率(%)	45.53%	48.00%	49.00%	50.00%
	业务收入比例(%)	20.12%	19.23%	20.08%	20.43%
	毛利占比(%)	25.26%	26.47%	27.90%	28.80%
	收入	332.63	428.00	534.10	682.20
	yoy	28.90%	28.67%	24.79%	27.73%
	成本	174.84	231.30	368.22	462.13
(三) 动力电池激光及自动化设备	毛利	101.34	128.87	165.88	220.07
	毛利率(%)	30.47%	30.11%	31.06%	32.26%
	业务收入比例(%)	32.27%	34.17%	34.20%	34.32%
	毛利占比(%)	27.12%	29.51%	30.13%	31.23%
	收入	98.23	127.10	150.36	185.15
	yoy	93.77%	29.39%	18.30%	23.14%
	成本	28.50	60.10	93.84	115.48
(四) 显示及脆性材料精密激光及自动化设备	毛利	38.12	47.73	56.52	69.67
	毛利率(%)	38.81%	37.55%	37.59%	37.63%
	业务收入比例(%)	9.53%	10.15%	9.63%	9.31%
	毛利占比(%)	10.20%	10.93%	10.26%	9.89%
	收入	85.00	127.50	165.75	198.90
	yoy	17.51%	50.00%	30.00%	20.00%
	成本	37.70	70.13	91.16	109.40
(五) 其他业务	毛利	47.30	57.38	74.59	89.51
	毛利率(%)	55.65%	45.00%	45.00%	45.00%

业务收入比例(%)	8.25%	10.18%	10.61%	10.01%
毛利占比(%)	12.66%	13.14%	13.55%	12.70%

资料来源：Wind、申万宏源研究

### (二) 公司期间费用率预测及依据：

**销售费用：**考虑到随着销售规模扩大，预计销售费用率会有所下降，预计未来 3 年销售费用率为 8.50%、8.00%、7.00%。

**管理费用：**公司管理费用控制能力较好，预计随着收入规模扩大，未来 3 年管理费用率会有所下降，预计 2020-2022 年管理费用率分别为 6.00%、5.00%、4.00%。

**研发费用：**公司侧重技术及研发，近年一直保持较高的研发投入规模及比例，假设 2020-2022 年研发费用率持续保持在 8.56%。

**财务费用：**规模较小，保守估计存款利率及现金比例乘数不变，预计 2020-2022 年财务费用分别为-4、-11、0 百万元。

表 8：海目星期间费用拆分预测

指标	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用(百万)	90	106	125	139
销售费用率(%)	8.70%	8.50%	8.00%	7.00%
管理费用(百万)	72	75	78	80
管理费用率(%)	6.99%	6.00%	5.00%	4.00%
研发费用(百万)	88	107	134	170
研发费用率(%)	8.56%	8.56%	8.56%	8.56%
财务费用(百万)	6	(4)	(11)	(0)

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 4.2 估值

**选取国内激光产业链企业作为可比公司。**公司为激光及自动化设备领域系统解决方案供应商。国内公司中，选取业务同属激光产业链的上市公司作为可比公司，包括大族激光、华工科技、柏楚电子、杰普特及锐科激光作为可比公司。

表 9：海目星可比公司

代码	简称	公司简介
002008.SZ	大族激光	中国激光装备行业领军企业，世界知名激光加工设备生产厂商，主要从事激光加工设备研发、生产和销售
000988.SZ	华工科技	国内激光加工设备领先厂商，业务涵盖激光装备制造、光通信器件、激光全息防伪等智能制造关键产品及解决方案
688188.SH	柏楚电子	国内激光切割控制系统龙头企业，主营为以激光切割控制系统为核心的各类自动化产品
688025.SH	杰普特	国内领先光电精密检测及激光加工智能装备提供商，为首家商用 MOPA 脉冲光纤激光器生产制造商
300747.SZ	锐科激光	国内领先的光纤激光器及其关键器件制造厂商，其光纤激光器业务具有全球影响力

资料来源：Wind、申万宏源研究



**首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.75、1.05、1.61 元/股，目前股价（2020/9/24 收盘价）27.85 元，对应 PE 为 36.9、26.5、17.3 倍。选取激光产业链中的大族激光、华工科技等企业作为可比公司，进行对比参考，可比公司 20-22 年的 PE 中值为 47.8、30.5、24.5 倍，公司估值水平较可比公司估值中值比较低。考虑到公司聚焦下游行业龙头客户，或将受益于 3C、动力电池等行业带来的激光设备需求提升，因此首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 10：海目星可比公司估值表**

证券简称	2020/9/24	EPS (元/股)				PE				PB
	收盘价 (元/股)	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
大族激光	32.64	0.61	1.19	1.54	1.82	24.8	27.4	21.2	17.9	3.88
华工科技	22.89	0.50	0.66	0.79	0.93	71.9	34.8	29.1	24.5	3.58
柏楚电子	231.86	2.96	3.03	4.12	5.36	112.9	76.4	56.2	43.3	10.39
杰普特	53.43	0.88	1.12	1.76	2.35	41.7	47.8	30.5	22.9	3.11
锐科激光	61.97	1.69	1.02	1.46	1.95	52.3	60.7	42.4	31.7	7.64
行业中值						52.3	47.8	30.5	24.5	3.88
海目星	27.85	0.97	0.75	1.05	1.61	—	36.9	26.5	17.3	8.37

资料来源：Wind、申万宏源研究 注：表中可比公司盈利预测及估值数据均来自于 Wind 一致预测

## 5. 风险提示

**公司订单执行力度不达预期的风险：**截至 2020 年 3 月 31 日，公司在手订单金额（含税）合计为 112,829.73 万元，其中动力电池类设备在手订单共计 75,350.35 万元，3C 消费电子类设备在手订单共计 30,148.36 万元。公司订单是未来收入及业绩增长的重要保障，若公司订单执行力度不达预期，则或导致公司收入、利润增长水平放缓。

**动力电池行业波动及政策变动风险：**动力电池激光及自动化设备为公司主要产品之一，2017-2019 年，公司动力电池激光及自动化设备收入占比分别为 35.19%、32.23%、32.27%，毛利占比分别为 25.78%、30.23%、27.11%。近年来，随着新能源动力电池行业的快速发展，以及产业成熟度的提升，政策也由资金扶持逐渐调整为技术激励，补贴退坡较为明显，从而对动力电池行业的技术水平提出了更高的要求。受新能源汽车行业补贴退坡影响，短期内，新能源汽车企业存在向上游供应商传导成本压力的诉求，动力电池作为新能源汽车的重要部件，动力电池厂商将首当其冲受其影响。动力电池激光及自动化设备系公司主要产品及重要收入来源，若下游进一步控制产品价格，将影响公司动力电池激光及自动化设备类收入。

**钣金切割设备领域竞争激烈导致价格下滑的风险：**公司通用激光及自动化设备中的钣金激光切割机产品平均售价呈持续下降趋势，主要是由于钣金切割设备市场竞争激烈所导致的。若未来行业竞争加剧趋势持续、预计钣金激光切割机平均售价将持续下滑，将对公司经营业绩带来不利影响。

**政府补助不能持续的风险：**2019-2019 年，公司计入损益的政府补助金额分别为 247.20 万元、4,695.85 万元和 9,400.65 万元，占当期利润总额比例分别为 14.35%、48.52%

和 53.12%。虽然公司经营业绩对政府补助不存在重大依赖，但未来收到政府补助金额仍存在不确定性。因此，公司存在因政府补助下降对经营业绩造成不利影响的风险。

## 6. 附表

表 11：海目星利润表简表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	801	1,031	1,252	1,562	1,988
营业收入	801	1,031	1,252	1,562	1,988
营业总成本	750	923	1,112	1,351	1,689
营业成本	525	657	816	1,011	1,283
税金及附加	4	9	11	14	18
销售费用	73	90	106	125	139
管理费用	45	72	75	78	80
研发费用	82	88	107	134	170
财务费用	3	6	-4	-11	-0
其他收益	47	93	45	45	90
投资收益	-0	-0	-0	-0	-0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	-19	-6	-7	-8
资产减值损失	-17	-5	-2	-2	-2
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	97	177	177	247	378
营业外收支	-0	-0	0	0	0
利润总额	97	177	177	247	378
所得税	13	32	27	37	57
净利润	83	145	151	210	322
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属于母公司所有者的净利润	83	146	151	210	322

资料来源：Wind、申万宏源研究

表 12：海目星资产负债表简表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,119	1,464	2,440	2,319	2,348
现金及等价物	178	245	1,343	1,033	847
应收款项	522	512	606	739	924
存货净额	390	643	427	483	514
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	29	64	64	64	64
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产	277	549	716	1,242	1,731
无形资产及其他资产	165	151	151	151	151
资产总计	1,562	2,165	3,307	3,713	4,230
流动负债	666	969	964	964	964

短期借款	92	125	120	120	120
应付款项	562	841	841	841	841
其它流动负债	11	3	3	3	3
非流动负债	389	541	737	933	1,129
负债合计	1,055	1,510	1,702	1,898	2,094
股本	150	150	200	200	200
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	224	225	975	975	975
其他综合收益	-0	0	0	0	0
盈余公积	10	16	24	34	49
未分配利润	124	262	406	606	913
少数股东权益	-0	0	-0	-0	-0
股东权益	507	654	1,605	1,815	2,137
负债和股东权益合计	1,562	2,165	3,307	3,713	4,230

资料来源：Wind、申万宏源研究

表 13：海目星现金流量表简表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	83	145	151	210	322
加：折旧摊销减值	24	38	31	69	106
财务费用	4	8	-4	-11	-0
非经营损失	-16	15	0	0	0
营运资本变动	-102	-66	114	-198	-225
其它	0	2	0	0	0
经营活动现金流	-6	141	293	69	203
资本开支	285	258	189	586	585
其它投资现金流	0	0	-0	-0	-0
投资活动现金流	-285	-258	-190	-586	-585
吸收投资	0	0	800	0	0
负债净变化	247	228	191	196	196
支付股利、利息	12	28	-4	-11	-0
其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	235	200	995	207	196
净现金流	-54	83	1,098	-310	-187

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。