

单位盈利稳中有升，钨丝线出货增量显著

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年一季度业绩预告。23Q1 预计公司实现归母净利润 3.7~4.0 亿元，同比增长 30.0%~40.5%；扣非净利润 3.5~3.8 亿元，同比增长 30.5%~41.7%。非经常性损益对净利润影响约 2000 万元，主要为政府补助和理财收益。23Q1 公司金刚线销量超 2500 万 km，其中含约 200 万 km 钨丝金刚线。
- **23Q1 金刚线销量环比有所下降，钨丝线出货显著提升。** 2023 年一季度公司金刚线出货超过 2500 万 km（考虑到部分为寄售模式，实际出货量略高），22Q4 销量约 3100 万 km，环比下降约 20%，主要源于一季度春节假期、天数下降、下游硅片开工率逐步提升等因素。同比来看，23Q1 金刚线销量同比增长 47% 以上。钨丝线方面，随着下游对钨丝金刚线需求的增加，以及公司在钨丝金刚线方面的持续研发，钨丝金刚线出货规模显著增长。**23Q1 公司钨丝金刚线出货约 200 万 km，目前公司钨丝线月产达到百万 km 级别，出货规格主要为 28/30 线。**
- **单 km 利润提升，二季度起黄丝降本作用凸显，单位盈利仍有提升空间。** 我们计算 23Q1 公司金刚线单 km 利润 14.8~16 元，扣非口径 14~15.2 元，较 22Q3~22Q4 小幅提升，主要源于一季度十五线机技改完成、黄丝产能投放、钨丝线出货提升等因素。**二季度开始，黄丝投产后降本作用开始凸显，黄丝+母线自给有望推动母线成本下降 40% 以上，因此公司金刚线成本仍有 20% 以上的下降空间，保持行业龙头成本优势，看好后续单 km 利润保持提升。**
- **布局微粉研发，产品线进一步丰富，龙头竞争力稳固。** 2022 年 1 月公司设立控股子公司美畅金刚石材料科技，深入微粉环节研发。基于对微粉加工技术方面的理解，公司对 34 线开发了不同产品系列，其中省线产品线耗量与原 38 线的线耗相当，持续为客户创造价值，保持龙头竞争力，进而稳定市场份额。
- **盈利预测与投资建议:** 公司为金刚线行业龙头，黄丝投产后母线自供比例增加，成本优势显著，单位盈利仍有进一步提升空间。我们预计未来三年公司归母净利润 CAGR 为 54.69%，给予 2023 年 15 倍 PE，目标价 67.35 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 全球光伏装机需求不及预期的风险；黄丝与母线自供比例不及预期的风险；行业竞争加剧，价格快速下降的风险；政策变化的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1847.65	3509.27	4854.35	6580.67
增长率	53.29%	89.93%	38.33%	35.56%
归属母公司净利润(百万元)	763.18	1487.67	2154.50	2824.88
增长率	69.72%	94.93%	44.82%	31.12%
每股收益 EPS(元)	1.59	3.10	4.49	5.89
净资产收益率 ROE	19.00%	27.79%	19.89%	29.42%
PE	31	16	11	8
PB	5.90	4.43	3.29	2.47

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

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

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

联系人: 谢尚师
电话: 021-58351679
邮箱: xss@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.80
流通 A 股(亿股)	2.42
52 周内股价区间(元)	44.0-98.44
总市值(亿元)	236.93
总资产(亿元)	42.25
每股净资产(元)	9.51

相关研究

1. 美畅股份(300861): 产销环比增长, 细线化进程超预期 (2022-11-02)
2. 美畅股份(300861): 产能扩张推动降本, 盈利能力环比提升 (2022-08-27)
3. 美畅股份(300861): 工艺精湛, 畅享溢利 (2022-06-02)
4. 美畅股份(300861): 金刚线销量大增, 业绩进入释放期 (2022-04-30)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2022~2024 年公司金刚线销量分别为 9600 万 km、1.4 亿 km、2 亿 km，2023~2024 年金刚线销售均价每年下降 5%；黄丝与母线投产后，毛利率提升。

假设 2：2022~2024 年其他业务每年增速为 10%。

基于以上假设，我们预测公司 2022~2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电镀金刚石线	收入	1823.9	3483.2	4825.7	6549.1
	增速	54.1%	91.0%	38.5%	35.7%
	毛利率	57.3%	54.5%	57.4%	58.2%
其他业务	收入	23.7	26.1	28.7	31.6
	增速	8.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-106.5%	-100.0%	-100.0%	-100.0%
合计	收入	1847.7	3509.3	4854.4	6580.7
	增速	53.3%	89.9%	38.3%	35.6%
	毛利率	55.2%	53.4%	56.4%	57.4%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取金刚线和硅片辅材的三家公司作为可比公司，三家公司 2023 年平均 PE 超过 15 倍。公司为金刚线龙头，黄丝投产后成本进一步下降，单位盈利仍有提升空间。我们预计未来三年归母净利润 CAGR 为 54.69%，给予 2023 年 15 倍 PE，目标价 67.35 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300700.SZ	岱勒新材	16.29	-0.73	0.75	1.30	1.74	-19.57	48.25	12.51	9.38
688556.SH	高测股份	69.12	1.07	3.46	4.98	6.47	63.25	21.68	13.86	10.68
001269.SZ	欧晶科技	124.20	1.29	1.73	5.82	7.93	—	57.21	21.36	15.67
平均值							—	42.38	15.91	11.91

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1847.65	3509.27	4854.35	6580.67	净利润	763.18	1487.67	2154.50	2824.88
营业成本	828.42	1636.16	2115.38	2803.12	折旧与摊销	95.88	68.21	75.90	82.50
营业税金及附加	16.29	14.04	21.84	32.90	财务费用	-2.01	-1.47	-2.72	-3.06
销售费用	63.66	77.20	111.65	138.19	资产减值损失	-16.29	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	132.46	140.37	169.90	296.13	经营营运资本变动	-255.53	-647.36	-588.81	-771.90
财务费用	-2.01	-1.47	-2.72	-3.06	其他	-242.33	-43.99	1.45	1.19
资产减值损失	-16.29	-20.00	-20.00	-20.00	经营活动现金流净额	342.90	843.06	1620.31	2113.61
投资收益	57.27	30.00	30.00	30.00	资本支出	-165.64	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	10.78	0.00	0.00	0.00	其他	-1305.43	895.65	-156.03	-21.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1471.06	795.65	-256.03	-121.26
营业利润	899.66	1652.97	2448.30	3323.39	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.73	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	50.00	100.00	100.00
利润总额	896.93	1652.97	2448.30	3323.39	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	133.75	165.30	293.80	498.51	支付股利	-200.01	-152.64	-297.53	-430.90
净利润	763.18	1487.67	2154.50	2824.88	其他	-9.03	-12.75	2.72	3.06
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-209.04	-115.38	-194.81	-327.84
归属母公司股东净利润	763.18	1487.67	2154.50	2824.88	现金流量净额	-1338.49	1523.33	1169.47	1664.51
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	176.95	1700.29	2869.75	4534.26	成长能力				
应收和预付款项	382.11	696.14	945.13	1275.48	销售收入增长率	53.29%	89.93%	38.33%	35.56%
存货	338.32	654.46	846.15	1121.25	营业利润增长率	68.42%	83.73%	48.12%	35.74%
其他流动资产	2730.15	2244.02	2766.33	3249.17	净利润增长率	68.62%	94.93%	44.82%	31.12%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	64.25%	73.09%	46.62%	34.95%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	694.80	735.18	767.87	793.95	毛利率	55.16%	53.38%	56.42%	57.40%
无形资产和开发支出	46.74	41.36	35.98	30.60	三费率	10.51%	6.16%	5.74%	6.55%
其他非流动资产	90.77	87.57	84.36	81.16	净利率	41.31%	42.39%	44.38%	42.93%
资产总计	4459.86	6159.02	8315.58	11085.86	ROE	19.00%	27.79%	29.89%	29.42%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.11%	24.15%	25.91%	25.48%
应付和预收款项	308.58	619.48	808.86	1075.53	ROIC	50.24%	67.89%	71.73%	73.36%
长期借款	0.00	50.00	150.00	250.00	EBITDA/销售收入	53.77%	49.00%	51.94%	51.71%
其他负债	133.99	137.21	147.43	157.06	营运能力				
负债合计	442.57	806.70	1106.29	1482.59	总资产周转率	0.45	0.66	0.67	0.68
股本	400.01	480.01	480.01	480.01	固定资产周转率	3.25	5.29	6.73	8.72
资本公积	1831.55	1751.55	1751.55	1751.55	应收账款周转率	6.60	8.47	7.74	7.67
留存收益	1785.73	3120.77	4977.73	7371.71	存货周转率	2.58	3.17	2.82	2.85
归属母公司股东权益	4017.29	5352.32	7209.29	9603.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	59.02%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	4017.29	5352.32	7209.29	9603.27	资产负债率	9.92%	13.10%	13.30%	13.37%
负债和股东权益合计	4459.86	6159.02	8315.58	11085.86	带息债务/总负债	0.00%	6.20%	13.56%	16.86%
					流动比率	10.73	8.12	8.72	9.02
					速动比率	9.73	7.11	7.73	8.03
					股利支付率	26.21%	10.26%	13.81%	15.25%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	993.52	1719.70	2521.47	3402.83	每股收益	1.59	3.10	4.49	5.89
PE	31.05	15.93	11.00	8.39	每股净资产	8.37	11.15	15.02	20.01
PB	5.90	4.43	3.29	2.47	每股经营现金	0.71	1.76	3.38	4.40
PS	12.82	6.75	4.88	3.60	每股股利	0.42	0.32	0.62	0.90
EV/EBITDA	17.40	11.99	7.68	5.22					
股息率	0.84%	0.64%	1.26%	1.82%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

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

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

重要声明

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

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn