

## 细线化持续迭代, 金刚线价格缓降

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年度报告。2022年公司实现营收36.6亿元, 同比增长98.0%; 归母净利润14.7亿元, 同比增长93.0%; 扣非净利润13.9亿元, 同比增长103.2%; EPS 3.07元。
- **受益于薄片化、细线化带来的线耗需求增长, 以及硅片产量持续增长, 2022年公司金刚线销量加速增长。**2022年硅料价格高企, 切片环节薄片化与细线化持续推进, 单GW切片线耗持续增长。根据CPIA数据, 22年全球硅片产量357GW, 同比增长53%, 故2022年金刚线需求加速增长, 行业维持高景气。报告期内公司针对金刚线基材和金刚砂持续创新, 金刚线线径由40 $\mu$ m迭代至28 $\mu$ m, 配合下游细线化等切片要求; 目前钨丝线也实现月产量百万km。22年公司金刚线销量9615.6万km, 同比增长111.8%; 其中22Q4销量3150万km, 环比增长近28%, 22年季度销量环比持续提升。
- **金刚线价格降幅大幅收窄, 价格竞争局面明显优于预期。**2022年公司金刚线不含税均价37.63元/km, 同比-6.3%, 较2021年15.7%的降幅大幅收窄。2022年薄片化+细线化带来切片行业线耗需求大幅增长, 为价格较为稳定的原因之一。但不可忽视的是, 产品细线化迭代+品质提升后技术溢价显著, 叠加细线化后生产难度和成本提升, 因此我们认为后续金刚线价格降幅将趋缓, 产品细线化/快切化/省线化/低TTV/高稳定化等方面竞争将更为重要, 价格竞争局面有望明显优于市场预期。
- **细线化迭代不断推进, 原材料品质要求提升, 单位材料成本有所增长; 产能提升持续摊薄制造费用。**22年公司加速推进细线化迭代, 原材料品质要求提升相应增加单位成本。22年公司金刚线单位材料成本12.18元/km, 同比+14%。另一方面, 由于产能的增长带来的规模效应, 特别是通过更多线机技改、走线速度提升摊薄人工与制造费用, 22年单位人工同比-32.7%, 单位制造费用同比-30.5%, 在营业成本中比重下降。公司向产业链上游布局黄丝和母线, 目前黄丝已投产, 黄丝与母线自供比例将逐步提高, 2023年公司在原材料端降本空间充足, 成本优势进一步增强。
- **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28.74%, 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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3658.25	5056.69	6859.71	7830.75
增长率	97.99%	38.23%	35.66%	14.16%
归属母公司净利润(百万元)	1472.91	2191.45	2825.86	3142.59
增长率	93.00%	48.78%	28.95%	11.21%
每股收益EPS(元)	3.07	4.57	5.89	6.55
净资产收益率ROE	28.93%	31.33%	30.12%	26.28%
PE	15	10	8	7
PB	4.41	3.21	2.40	1.88

数据来源: Wind, 西南证券

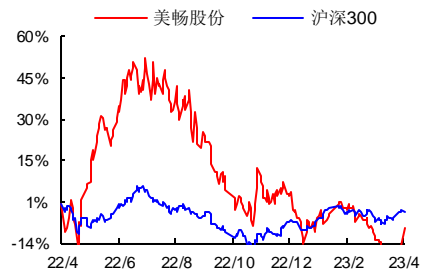
### 西南证券研究发展中心

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)	224.60
总资产(亿元)	44.60
每股净资产(元)	10.04

### 相关研究

1. 美畅股份(300861): 单位盈利稳中有升, 钨丝线出货增量显著 (2023-04-12)
2. 美畅股份(300861): 产销环比增长, 细线化进程超预期 (2022-11-02)
3. 美畅股份(300861): 产能扩张推动降本, 盈利能力环比提升 (2022-08-27)
4. 美畅股份(300861): 工艺湛美, 畅享盈利 (2022-06-02)
5. 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

### 关键假设：

假设 1：2023~2025 年公司金刚线销量分别为 9600 万 km、1.4 亿 km、2 亿 km、2.4 亿 km，2023~2025 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 2：2023~2025 年其他业务每年增速为 30%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 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		2022A	2023E	2024E	2025E
电镀金刚石线	收入	3618.7	5005.3	6793.0	7744.0
	增速	98.4%	38.3%	35.7%	14.0%
	毛利率	55.8%	56.1%	56.7%	55.0%
其他业务	收入	39.5	51.3	66.8	86.8
	增速	66.6%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	-206.7%	-100.0%	-100.0%	-100.0%
合计	收入	3658.2	5056.7	6859.7	7830.8
	增速	98.0%	38.2%	35.7%	14.2%
	毛利率	53.0%	54.5%	55.2%	53.3%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3658.25	5056.69	6859.71	7830.75	净利润	1474.68	2191.45	2825.86	3142.59
营业成本	1719.41	2300.70	3073.51	3658.35	折旧与摊销	142.73	105.03	111.32	117.65
营业税金及附加	31.35	20.23	30.87	39.15	财务费用	-11.81	-2.70	-5.08	-8.10
销售费用	111.77	111.25	171.49	156.62	资产减值损失	-46.19	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	103.56	202.27	274.39	297.57	经营营运资本变动	-757.23	-655.26	-410.99	-384.02
财务费用	-11.81	-2.70	-5.08	-8.10	其他	-314.50	-15.53	3.57	-2.69
资产减值损失	-46.19	-20.00	-20.00	-20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>487.68</b>	<b>1602.99</b>	<b>2504.68</b>	<b>2845.43</b>
投资收益	51.19	30.00	30.00	30.00	资本支出	-287.32	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	5.28	0.00	0.00	0.00	其他	643.95	83.25	-61.14	66.69
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>356.63</b>	<b>-16.75</b>	<b>-161.14</b>	<b>-33.31</b>
<b>营业利润</b>	<b>1719.29</b>	<b>2434.95</b>	<b>3324.54</b>	<b>3697.17</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.31	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	50.00	100.00	100.00
<b>利润总额</b>	<b>1718.98</b>	<b>2434.95</b>	<b>3324.54</b>	<b>3697.17</b>	股权融资	17.30	0.00	0.00	0.00
所得税	244.30	243.49	498.68	554.58	支付股利	-400.01	-294.58	-438.29	-565.17
净利润	1474.68	2191.45	2825.86	3142.59	其他	-49.55	-11.28	5.08	8.10
少数股东损益	1.76	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-432.26</b>	<b>-255.86</b>	<b>-333.21</b>	<b>-457.07</b>
归属母公司股东净利润	1472.91	2191.45	2825.86	3142.59	<b>现金流量净额</b>	<b>418.87</b>	<b>1330.39</b>	<b>2010.33</b>	<b>2355.06</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	621.45	1951.84	3962.17	6317.23	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1612.24	991.01	1339.60	1544.20	销售收入增长率	97.99%	38.23%	35.66%	14.16%
存货	790.17	920.28	1229.40	1463.34	营业利润增长率	91.10%	41.63%	36.53%	11.21%
其他流动资产	2463.22	3056.19	3598.09	3804.16	净利润增长率	93.23%	48.61%	28.95%	11.21%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	86.23%	37.14%	35.21%	10.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	965.72	979.19	986.36	987.21	毛利率	53.00%	54.50%	55.19%	53.28%
无形资产和开发支出	72.46	64.12	55.77	47.43	三费率	5.56%	6.15%	6.43%	5.70%
其他非流动资产	232.18	222.03	211.88	201.73	净利率	40.31%	43.34%	41.19%	40.13%
<b>资产总计</b>	<b>6757.46</b>	<b>8184.66</b>	<b>11383.28</b>	<b>14365.29</b>	ROE	28.93%	31.33%	30.12%	26.28%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	21.82%	26.78%	24.82%	21.88%
应付和预收款项	712.24	874.14	1170.38	1384.73	ROIC	63.30%	66.68%	71.00%	69.75%
长期借款	0.00	50.00	150.00	250.00	EBITDA/销售收入	50.58%	50.18%	50.01%	48.61%
其他负债	947.66	266.09	680.91	771.15	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1659.91</b>	<b>1190.24</b>	<b>2001.29</b>	<b>2405.88</b>	总资产周转率	0.65	0.68	0.70	0.61
股本	480.01	560.01	560.01	560.01	固定资产周转率	4.67	5.33	7.16	8.14
资本公积	1768.84	1688.84	1688.84	1688.84	应收账款周转率	6.25	6.22	7.68	7.11
留存收益	2841.33	4738.21	7125.77	9703.19	存货周转率	2.94	2.69	2.86	2.72
归属母公司股东权益	5090.19	6987.06	9374.63	11952.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	47.30%	—	—	—
少数股东权益	7.36	7.36	7.36	7.36	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5097.55</b>	<b>6994.43</b>	<b>9381.99</b>	<b>11959.41</b>	资产负债率	24.56%	14.54%	17.58%	16.75%
负债和股东权益合计	6757.46	8184.66	11383.28	14365.29	带息债务/总负债	0.00%	4.20%	7.50%	10.39%
					流动比率	3.81	7.52	6.21	6.78
					速动比率	3.26	6.52	5.46	6.03
					股利支付率	27.16%	13.44%	15.51%	17.98%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	3.07	4.57	5.89	6.55
					每股净资产	10.60	14.56	19.53	24.90
					每股经营现金	1.02	3.34	5.22	5.93
					每股股利	0.83	0.61	0.91	1.18
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1850.20	2537.28	3430.78	3806.71					
PE	15.25	10.25	7.95	7.15					
PB	4.41	3.21	2.40	1.88					
PS	6.14	4.44	3.27	2.87					
EV/EBITDA	10.74	8.82	5.94	4.77					
股息率	1.78%	1.31%	1.95%	2.52%					

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。

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	wywf@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	cyyf@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