

产能高速扩张，业绩成长加速

投资要点

- **业绩总结：**2021年上半年实现营业收入8.27亿元，同比增长41.50%；实现归母净利润3.68亿元，同比增长67.50%；实现扣非归母净利润3.17亿元，同比增长44.89%，EPS为0.92元，业绩符合预期。
- **产能高速扩张，业绩成长加速。**截至2021年6月30日，公司金刚石线年化产能达到5300万公里，较年初的3500万公里大幅提升超50%。上半年公司金刚石线销量1988.35公里，产能快速释放推动公司业绩加速成长。21Q2公司实现营业收入4.64亿元，同比增长65.84%，增速较21Q1大幅提升46.69pp。公司在美畅工业园规划了200条产线，2160万公里产能将于2023年上半年全部达产；在富海工业园规划了257条产线，3000万公里产能将分三期建设。未来市场份额进一步提升的同时，业绩也有望维持高增长。
- **成本控制能力领先，维持高盈利水平。**上半年公司金刚石线销量1988.35万公里，销售均价为40.85元/公里，较2020年全年下降14.27%。公司平均成本为17.11元/公里，较2020年全年下降12.89%。上半年公司金刚石线毛利率为58.10%，同比基本持平。公司凭借优秀的成本控制能力，在均价下降的情况下依然能维持较高的盈利水平。公司拟投资1.59亿元建设年产6000吨金刚切磨丝基材项目，产业链进一步向上游延伸。公司的金刚石线报价自2020年10月1日以来一直维持在50.40元/公里水平，后续随着一体化成本优势的体现，产能规模优势的发挥，将支持公司市占率进一步提升。
- **持续研发投入，技术、产品领先市场。**公司上半年研发费用3991万元，同比增长58.91%，维持高水平研发投入。公司已突破36μm金刚石线生产，目前42μm规格的金钢石线为公司的主要产品，较同行业主流产品的45μm规格仍保持技术领先优势。同时，公司积极研发试验金刚石线在蓝宝石、精密陶瓷、磁性材料等硬脆材料切割领域的应用，为公司经营提供新的业绩增长点。
- **盈利预测与投资建议。**公司作为光伏硅片上游金刚石线的龙头企业，将充分受益于下游硅片的扩产，同时公司成本控制和盈利能力领先行业。我们预计公司未来三年归母净利润增速为35.6%，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧导致价格下降；新业务拓展不及预期；新建项目投产及达产或不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1205.32	1825.00	2305.00	2732.50
增长率	1.01%	51.41%	26.30%	18.55%
归属母公司净利润（百万元）	449.67	778.76	955.36	1121.23
增长率	10.30%	73.19%	22.68%	17.36%
每股收益EPS（元）	1.12	1.95	2.39	2.80
净资产收益率ROE	13.10%	18.90%	19.41%	19.16%
PE	77	44	36	31
PB	10.03	8.36	7.01	5.90

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

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.00
流通A股(亿股)	1.76
52周内股价区间(元)	43.68-86.6
总市值(亿元)	346.41
总资产(亿元)	40.08
每股净资产(元)	9.05

相关研究

1 金刚石线龙头，充分受益于硅片行业扩产潮

公司高速发展，金刚线产量持续突破。公司前身为杨凌美畅新材料有限公司，成立于 2015 年，并于 2017 年完成股份制改造，2020 年 8 月创业板上市。公司是一家从事金刚石工具及相关产业链的材料和制品的研发、生产及销售的新材料企业，目前主要产品为电镀金刚石线，可用于晶体硅、蓝宝石等硬脆材料的切割。公司成立时间虽短，但发展迅速，基于电镀工艺及技术优势，公司产品在稳定性、切割质量、工艺适用性等方面均有较强的竞争优势，公司自主研发的“单机六线”生产线工艺国际领先，生产效率更高。近年来，公司凭借产能优势和产品的质量及性能优势，与光伏行业诸多具有较强行业影响力的下游客户达成了合作关系，包括隆基股份、保利协鑫、晶科能源、阿特斯太阳能、中环股份、阳光能源、比亚迪等，已基本涵盖国内光伏及硅片生产的主要企业。

图 1：公司自主研发的“单机六线”生产线工艺位于国际领先



数据来源：公司官网，西南证券整理

深耕金刚石工具领域，产品品类丰富。公司主要产品为电镀金刚石线，电镀金刚石线目前主要用于晶体硅、蓝宝石等硬脆材料的切割，切割硅片的金刚石线线径通常为 50 μ m-70 μ m，切割蓝宝石的金刚石线线径通常为 180 μ m-250 μ m；从线径规格及技术要求上看，硅片切割用的金刚石线线径要求更细，技术要求更高，公司技术优势得以充分彰显。

表 1：公司产品规格及应用

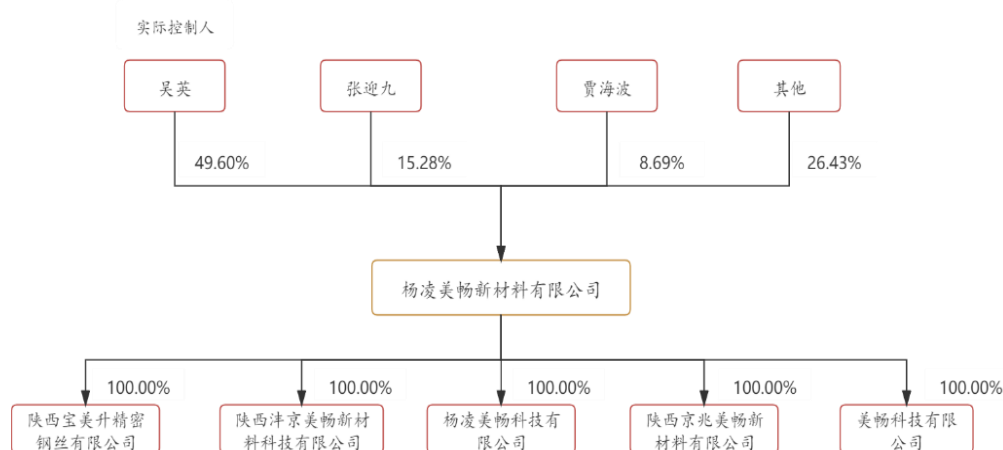
规格	母线直径（微米）	成品直径（微米）	最小破断拉力（牛）	用途
50	50	65 $\pm$ 5	9.5	晶硅切割
55	55	70 $\pm$ 5	11	
60	60	75 $\pm$ 5	13	
65	65	80 $\pm$ 5	15	
70	70	85 $\pm$ 5	17	
80	80	110 $\pm$ 5	20	水晶材料切割
100	100	130 $\pm$ 5	30	
110	110	150 $\pm$ 5	35	
110	110	160 $\pm$ 5	35	磁性材料切割

规格	母线直径（微米）	成品直径（微米）	最小破断拉力（牛）	用途
120	120	170±5	40	蓝宝石切割
130	130	200±5	50	
180	180	250±5	80	

数据来源：公司公告，西南证券整理

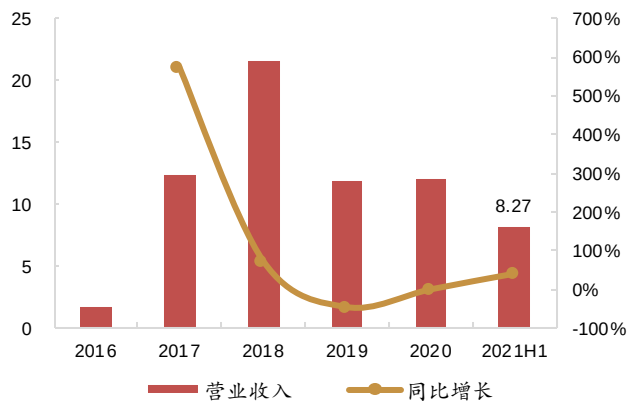
股权较为集中，研发人员充分激励。公司实际控制人为董事长吴英先生，截至报告期，吴英先生直接持股 49.60%，为公司第一大股东；第二大股东为郑州大学物理工程学院张迎九教授，直接持股 15.28%；第三大股东为董事、首席技术官贾海波，直接持股 8.69%。张迎九教授和贾海波先生为公司研发团队负责人，在行业内首先推出了多线金刚石线生产设备。由此可见，公司重视高技术人才发展，授予较多股份数，有利于激励员工技术研发不断创新。

图 2：公司股权较集中，实际控制人为董事长吴英先生

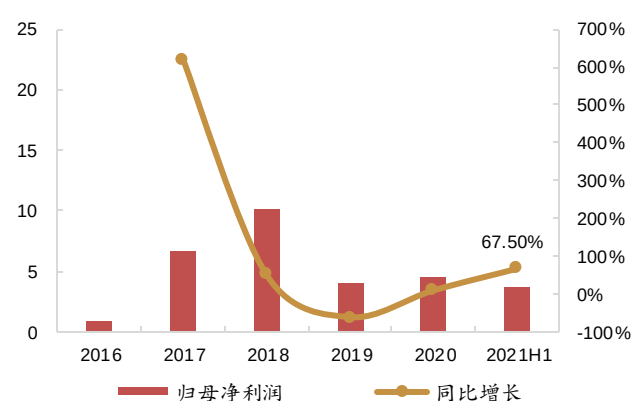


数据来源：公司公告，西南证券整理

下游硅片扩产潮开启，公司营收步入上升通道。2020 下半年以来，基于对未来光伏发展道路的信心，以及大尺寸硅片的推进，硅片龙头与一体化组件企业纷纷宣布硅片扩产计划。同时，高景、双良节能等新进者携宏大项目计划入局硅片环节，2021 年硅片扩产氛围浓厚，金刚线需求骤增。在行业需求高景气度下，公司营收快速增长，2021 年上半年公司实现营收 8.27 亿元，同比增长 41.50%；实现归母净利润 3.68 亿元，同比增长 67.50%。

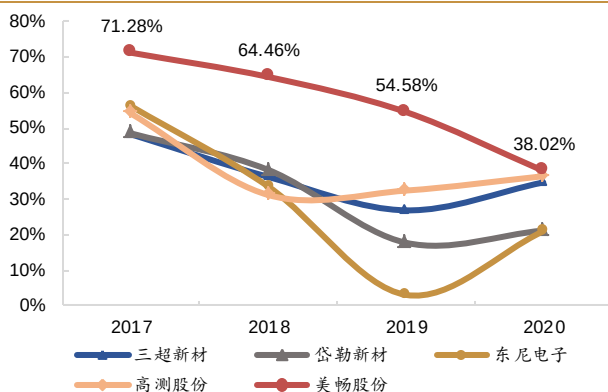
图 3：2021H1 营收 8.27 亿元，同比+41.50%（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

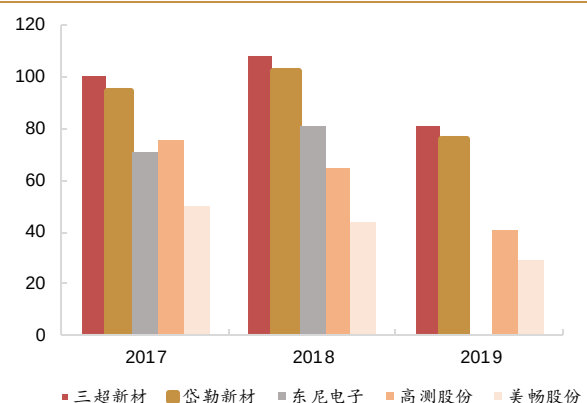
图 4：2021H1 归母净利润 3.68 亿元，同比+67.50%（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

公司毛利率远高于行业其他公司。2017-2019 年，公司毛利率大幅高于同行业公司，主要原因为：①公司自实现量产以来，生产线均为“单机六线”的生产工艺，而同行业公司的生产线多为“单机单线”或“单机双线”工艺；因此，同样数量的生产线，美畅股份的理论产能约为同行的 3-6 倍，因而其产品的单位人工和制造费用要远低于同行；②美畅股份由于工艺优势其产品的良品率较高，因质量问题产生的材料损耗较低，因而其原材料单位耗用量较低。综合以上因素，公司近年实现较高毛利率水平，盈利能力突出。

图 5：公司毛利率远高于同行业公司


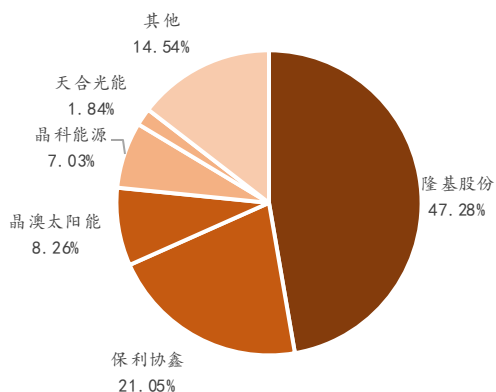
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司单位成本远低于同行业公司（元/公里）


数据来源：公司公告，西南证券整理

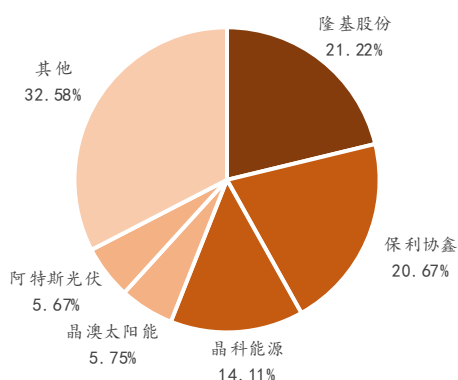
深度绑定下游优质客户，集中度大幅提高。公司深度绑定下游光伏行业的大型企业，如隆基股份、保利协鑫、晶科能源、晶澳太阳能、阿特斯光伏等，客户采购金刚石线主要用于硅片生产过程中的切片环节。公司前五大客户占比从 2018 年 67.42% 上升至 2020 年 90.3%，集中度大幅提高，且均为优质客户，有利于确保订单的稳定性和充足性，为公司未来业绩快速发展保驾护航。

图 7：2019 年公司前五大客户合计占比 85.46%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2018 年公司前五大客户合计占比 67.42%



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：受益于硅片扩产带来的金刚石线需求高增，2021-2023 年公司金刚石线销量分别为 4500 万公里、6000 万公里、7500 万公里，毛利率分别为 58%、57.5%、57%；

假设 2：公司其他业务保持平稳。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
电镀金刚石线	收入	1183.47	1800.00	2280.00	2707.50
	增速	-0.42%	52.09%	26.67%	18.75%
	成本	488.02	756.00	969.00	1164.23
	毛利率	58.76%	58.00%	57.50%	57.00%
其他业务收入	收入	21.85	25.00	25.00	25.00
	增速	353.55%	14.43%	0.00%	0.00%
	成本	35.82	37.50	37.50	37.50
	毛利率	-63.96%	-50.00%	-50.00%	-50.00%
合计	收入	1205.32	1825.00	2305.00	2732.50
	增速	1.01%	51.41%	26.30%	18.55%
	成本	523.84	793.50	1006.50	1201.73
	毛利率	56.54%	56.52%	56.33%	56.02%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取光伏辅材环节三家公司作为可比公司,2021 年三家公司平均 PE 为 63 倍,2022 年平均 PE 为 40 倍。公司作为光伏硅片上游金刚石线的龙头企业,将充分受益于下游硅片的扩产,同时公司成本控制和盈利能力领先行业。我们预计公司未来三年归母净利润增速为 35.6%,首次覆盖给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
601865.SH	福莱特	51.20	0.80	1.09	1.49	46.86	34.43	27.69
688598.SH	金博股份	378.90	2.11	4.86	7.13	102.64	78.02	53.17
688556.SH	高测股份	65.30	0.36	0.87	1.74	76.77	75.44	37.61
平均值						75.42	62.63	39.51

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

- 1) 行业竞争加剧导致价格下降的风险；
- 2) 新业务拓展不及预期的风险；
- 3) 新建项目投产及达产或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1205.32	1825.00	2305.00	2732.50	净利润	452.61	783.86	961.61	1128.57
营业成本	523.84	793.50	1006.50	1201.73	折旧与摊销	69.17	40.40	44.17	46.83
营业税金及附加	14.12	18.25	25.36	28.69	财务费用	1.54	-4.46	-6.06	-7.82
销售费用	25.71	36.50	57.63	68.31	资产减值损失	-16.42	0.00	0.00	0.00
管理费用	46.93	82.13	115.25	136.63	经营营运资本变动	-192.02	208.94	-150.75	-111.48
财务费用	1.54	-4.46	-6.06	-7.82	其他	-59.00	-15.83	3.70	-2.81
资产减值损失	-16.42	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	255.89	1012.91	852.67	1053.28
投资收益	27.18	0.00	0.00	0.00	资本支出	-54.27	-80.00	-80.00	-20.00
公允价值变动损益	1.58	1.05	1.23	1.17	其他	-694.14	1.05	1.23	1.17
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-748.42	-78.95	-78.77	-18.83
营业利润	534.19	900.14	1107.56	1306.14	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.67	-19.39	-14.82	-16.34	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	528.52	880.74	1092.74	1289.79	股权融资	1629.37	0.00	0.00	0.00
所得税	75.91	96.88	131.13	161.22	支付股利	0.00	-89.93	-155.75	-191.07
净利润	452.61	783.86	961.61	1128.57	其他	-11.92	4.46	6.06	7.82
少数股东损益	2.94	5.10	6.26	7.34	筹资活动现金流净额	1617.45	-85.47	-149.69	-183.25
归属母公司股东净利润	449.67	778.76	955.36	1121.23	现金流量净额	1123.01	848.49	624.21	851.20
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1495.26	2343.76	2967.96	3819.17	成长能力				
应收和预付款项	259.12	358.23	466.88	547.94	销售收入增长率	1.01%	51.41%	26.30%	18.55%
存货	218.00	367.81	469.55	568.95	营业利润增长率	3.00%	68.51%	23.04%	17.93%
其他流动资产	1090.94	769.62	774.37	778.59	净利润增长率	10.77%	73.19%	22.68%	17.36%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	5.21%	54.75%	22.39%	17.41%
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	529.43	575.57	617.93	597.64	毛利率	56.54%	56.52%	56.33%	56.02%
无形资产和开发支出	33.17	29.35	25.52	21.70	三费率	6.15%	6.26%	7.24%	7.21%
其他非流动资产	62.70	59.99	57.27	54.56	净利率	37.55%	42.95%	41.72%	41.30%
资产总计	3688.62	4504.32	5379.48	6388.54	ROE	13.10%	18.90%	19.41%	19.16%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.27%	17.40%	17.88%	17.67%
应付和预收款项	152.64	265.20	326.30	390.34	ROIC	38.17%	63.91%	73.51%	75.70%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	50.19%	51.29%	49.70%	49.23%
其他负债	81.87	91.07	99.28	106.80	营运能力				
负债合计	234.50	356.28	425.58	497.14	总资产周转率	0.45	0.45	0.47	0.46
股本	400.01	400.01	400.01	400.01	固定资产周转率	2.56	3.42	4.00	4.60
资本公积	1831.55	1831.55	1831.55	1831.55	应收账款周转率	5.85	6.33	6.01	5.78
留存收益	1222.56	1911.39	2710.99	3641.15	存货周转率	2.01	2.41	2.23	2.17
归属母公司股东权益	3454.12	4142.95	4942.55	5872.71	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	69.39%	—	—	—
少数股东权益	0.00	5.10	11.35	18.70	资本结构				
股东权益合计	3454.12	4148.05	4953.91	5891.40	资产负债率	6.36%	7.91%	7.91%	7.78%
负债和股东权益合计	3688.62	4504.32	5379.48	6388.54	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	17.60	12.98	12.82	13.09
					速动比率	16.35	11.74	11.53	11.78
					股利支付率	0.00%	11.55%	16.30%	17.04%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	604.90	936.08	1145.67	1345.14	每股收益	1.12	1.95	2.39	2.80
PE	77.04	44.48	36.26	30.90	每股净资产	8.64	10.36	12.36	14.68
PB	10.03	8.36	7.01	5.90	每股经营现金	0.64	2.53	2.13	2.63
PS	28.74	18.98	15.03	12.68	每股股利	0.00	0.22	0.39	0.48
EV/EBITDA	53.49	33.66	26.96	22.33					
股息率	0.00%	0.26%	0.45%	0.55%					

数据来源：Wind，西南证券整理

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn