

专用设备

业绩符合预期，积极研发将保持竞争优势

2021年08月26日

——捷佳伟创（300724）2021中报点评

公司评级：增持(维持)

分析师：赵晓闯

执业证书：S1030511010004

电话：0755-23602217

邮箱：zhaoxc@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1、全面布局新技术将维持竞争优势
2021.04.30

核心观点：

- 1) **公司期间业绩符合预期。**公司中期实现营业收入及归母净利润分别为 26.2 亿元 (+38.6%) 及 4.6 亿元 (+83.7%)；其中第二季度实现营入及归母净利润分别为 14.5 亿元 (+3.4%) 及 2.5 亿元 (+51.1%)，均为历史最高单季值。上半年利润增速高于收入增速，主要是由于信用减值损失同比减少 0.72 亿元及政府补助带来的其他收益同比增加 0.62 亿元所致。
- 2) **单季度毛利率下滑，经营性现金流较好。**上半年毛利率为 25.99% (同比减少 1.69pct)，Q2 毛利率为 23.56%，同比及环比分别减少 2.11pct 及 5.41pct；其中工艺设备业务中期毛利率为 27.43% (同比增加 0.18pct)，保持稳定。预计随着 HJT 及大尺寸等新产品的拓展，公司毛利率可望企稳回升。上半年经营性现金流净额为 5.46 亿元 (同比+3.43 亿元)，改善明显。
- 3) **积极投入新技术产品研发，可望保持业内领先优势。**公司中期研发投入 1.35 亿元 (同比+141.3%)，占收入比 5.2%。公利用已有技术优势积极推进代表新技术方向的大尺寸硅片 (M12)、HJT 电池、TOPCon 电池等相关设备产品，不断提升市场认可度，可望在国内外太阳能电池设备领域保持领先地位。
- 4) **盈利预测与投资评级。**根据假设条件，我们预测公司 2021/2022/2023 EPS 分别为 2.56 元、3.53 元及 4.57 元，对应市盈率分别为 73.6/53.5/41.3 倍。公司作为光伏电池片设备龙头，利用已有技术优势积极拓展代表新一代技术方向的设备产品，HJT 关键设备管式 PECVD 等都不断突破，将持续受益光伏平价上网带来的行业发展机会，维持公司“增持”评级。
- 5) **风险提示：**产业政策变动风险；市场竞争加剧的风险；新技术产品拓展风险等。

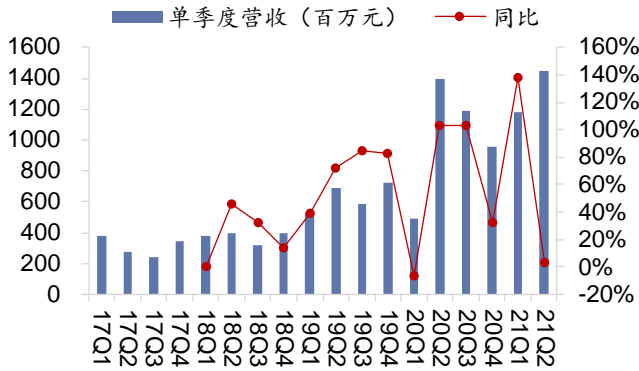
捷佳伟创（300724）与沪深 300 对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值 (百万)	65,673.62
流通市值 (百万)	57,195.12
总股本 (百万股)	347.70
流通股本 (百万股)	302.81
日成交额 (百万)	1,518.75
当日换手率 (%)	2.61
第一大股东	余仲
请务必阅读文后重要声明及免责条款	

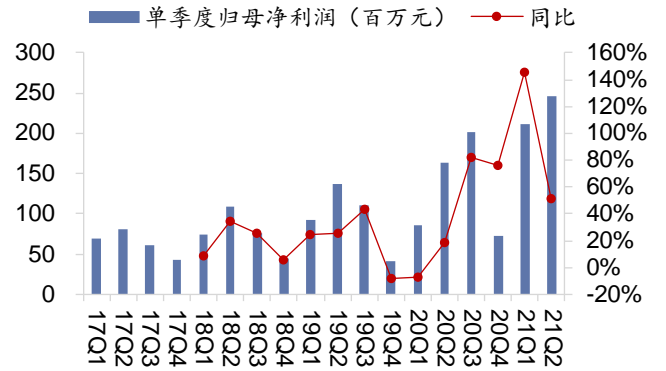
预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4044.25	5647.20	7561.95	9398.05
收入同比	60.03%	39.64%	33.91%	24.28%
净利润 (百万元)	523.03	891.83	1227.22	1589.77
净利润同比	36.9%	70.5%	37.6%	29.5%
毛利率	26.43%	27.33%	28.22%	29.08%
净利率	12.93%	15.79%	16.23%	16.92%
EPS (元)	1.63	2.56	3.53	4.57
PE (倍)	115.9	73.6	53.5	41.3

Figure 1 公司单季度营业收入情况



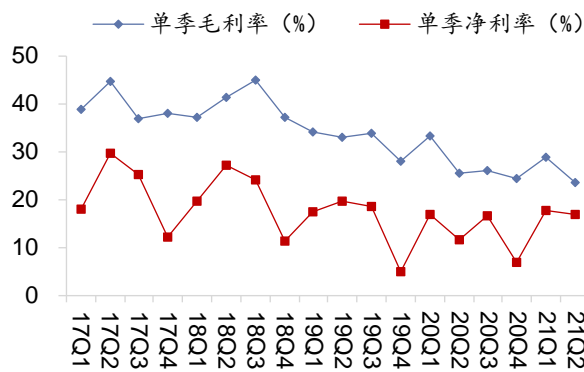
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 2 公司单季度归母净利润情况



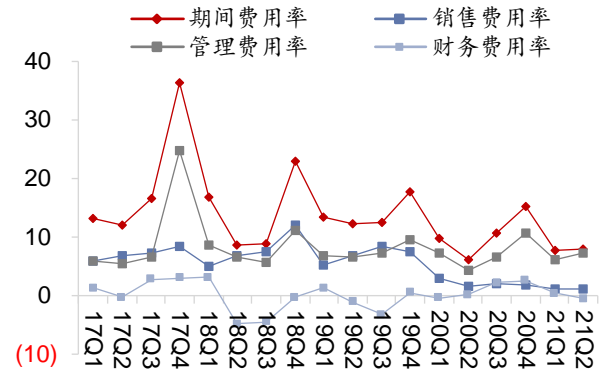
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 3 公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 4 公司费用率情况



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 5 公司历史 PE 估值情况



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

一、盈利预测与投资评级

1.1 关键假设

(1) 收入增长假设

公司作为不断拓展新技术产品的电池片设备龙头,在持续受益 PERC 产能建设的同时,也在新电池技术 HJT、TOPCon 及大尺寸电池技术领域占据了先机,可望利用已有技术优势在新技术产品中持续获得市场认可,我们预测公司 2021-2023 年营业总收入同比增速分别为 39.6%/33.9%/24.3%。

分业务看,2021-2023 年,包括半导体沉积掺杂设备及湿法工艺设备的工艺设备业务营业收入同比增速分别为 40%/35%/25%;自动化设备业务实现收入同比增速分别为 40%/30%/20%;配件及其他业务实现收入同比增速分别为 30%/20%/20%。

(2) 毛利率假设

公司产品毛利率主要受光伏行业景气度、竞争情况、产品技术附加值等因素影响。由于行业竞争、产品结构及会计准则等原因,公司毛利率有一定下滑。同时,在 2021 上半年,公司的工艺设备板块业务毛利率仍保持稳定,预计随着 HJT、大尺寸等新产品的拓展,公司毛利率可望企稳回升,我们预测公司 2021-2023 年综合毛利率稳中趋升,分别为 27.3%/28.2%/29.1%。

(3) 费用假设

公司在收入持续增长过程中,研发支出以及新产品推广等费用也持续增长,我们预计 2021-2023 年公司三费率保持在约 10%的水平,其中研发费用率保持在 4.8%的较高水平。

Figure 6 公司营业收入及毛利率预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)								
工艺设备	642	1,051	1,221	2,150	3,425	4,796	6,474	8,093
同比	151.5%	63.7%	16.2%	76.1%	59.3%	40.0%	35.0%	25.0%
自动化设备	128	162	184	284	471	660	858	1029
同比	145.5%	26.5%	14.0%	54.0%	65.9%	40.0%	30.0%	20.0%
配件及其他	62	30	87	93	148	192	230	276
同比	44.9%	-50.9%	189.3%	6.8%	58.2%	30.0%	20.0%	20.0%
合计收入	831	1243	1493	2527	4044	5647	7562	9398
同比	137.7%	49.5%	20.1%	69.3%	60.0%	39.6%	33.9%	24.3%

毛利率								
工艺设备	37.5%	39.4%	38.7%	31.0%	25.8%	27.0%	28.0%	29.0%
自动化设备	37.0%	39.1%	42.3%	36.2%	21.8%	22.0%	23.0%	23.0%
配件及其他	9.1%	48.4%	54.2%	43.8%	54.6%	54.0%	54.0%	54.0%
主营毛利率	35.3%	39.6%	40.1%	32.1%	26.4%	27.3%	28.2%	29.1%

资料来源：wind、世纪证券研究所

1.2 盈利预测与投资评级

根据假设条件,我们预测公司2021/2022/2023年实现的营业收入分别为56.5亿元、75.6亿元和94亿元;实现的归属母公司净利润分别为8.9亿元、12.3亿元和15.9亿元,实现的EPS分别为2.56元、3.53元及4.57元。根据我们的盈利预测,公司2021-2023年动态市盈率分别为73.6/53.5/41.3倍。公司作为光伏电池片设备龙头,利用已有技术优势积极拓展代表新一代技术方向的设备产品,HJT关键设备管式PECVD等都不断突破,将持续受益光伏平价上网带来的行业发展机会,维持公司“增持”评级。

二、风险提示

2.1 光伏政策变动风险

光伏行业在很多国家和地区仍然需要政府的补贴政策支持,光伏行业受政策的影响大,行业景气度与政策变化关联度高。未来若国内外光伏政策再次出现重大不利变化,例如补贴大幅降低或取消,而光伏发电成本下降的幅度显著低于补贴下降的幅度,将使得市场需求和整个光伏行业的发展受到较大负面影响,从而可能出现公司销量、价格及经营业绩大幅下滑的风险。

2.2 市场竞争加剧的风险

光伏设备行业市场竞争较为激烈,在光伏电池片制造的清洗制绒、扩散制结、镀膜、印刷电极等环节均有各具竞争优势的国内外优秀光伏设备提供商。此外,光伏行业正处于快速发展的风口,国家扶持政策的不断出台、光伏平价时代的来临将促使市场需求进一步扩大,投资收益的良好预期可能吸引更多具备技术实力、资金实力的企业进入光伏行业,加剧行业竞争。若公司不能通过持续的研发创新保持产品竞争优势,不能及时、准确地把握行业和技术发展趋势从而不断推出适应市场需求的新产品,则公司将可能失去其领先优势,进而面临市场份额下降、毛利率和盈利能力下滑的风险。

2.3 新技术产品拓展的风险

公司在向 TOPCon、HJT 等新技术路线拓展时，若新产品研发进度低于预期，或者产品性能质量达不到客户要求，未能被客户验证成功，则可能面临失去竞争优势，及市场份额下滑的风险。

附：财务预测摘要

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	4044	5647	7562	9398
每股收益	1.63	2.56	3.53	4.57	营业成本	2976	4104	5428	6665
每股净资产	9.45	10.86	13.69	17.40	毛利率%	26.4%	27.3%	28.2%	29.1%
每股经营现金流	1.04	2.72	2.68	3.44	营业税金及附加	22	31	42	52
每股股利	0.00	0.52	0.69	0.86	营业税金率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	81	136	181	226
P/E	115.88	73.64	53.51	41.31	营业费用率%	2.0%	2.4%	2.4%	2.4%
P/B	19.98	17.40	13.79	10.85	管理费用	86	141	189	235
P/S	15.00	11.63	8.68	6.99	管理费用率%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%
EV/EBITDA	54.78	62.29	45.13	34.44	研发费用	191	271	363	451
股息率 (%)	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%	研发费用率%	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%
盈利能力指标 (%)					财务费用	52	-13	-24	-31
毛利率	26.4%	27.3%	28.2%	29.1%	财务费用率%	1.3%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
净利润率	12.9%	15.8%	16.2%	16.9%	资产减值损失	-33	-30	-42	-52
净资产收益率	17.2%	23.6%	25.8%	26.3%	投资收益	-42	0	0	0
资产回报率	5.6%	7.6%	8.1%	8.5%	营业利润	581	1019	1403	1817
投资回报率	21.6%	23.3%	25.3%	25.8%	营业外收支	2	0	0	0
盈利增长 (%)					利润总额	583	1019	1403	1817
营业收入增长率	60.0%	39.6%	33.9%	24.3%	所得税	71	127	175	227
EBIT 增长率	74.6%	26.3%	37.0%	29.5%	有效所得税率%	12.3%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润增长率	36.9%	70.5%	37.6%	29.5%	少数股东损益	-11	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	523	892	1227	1590
资产负债率	67.3%	67.7%	68.4%	67.5%					
流动比率	1.40	1.41	1.40	1.43	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.71	0.67	0.66	0.69	货币资金	1548	2090	2729	3571
现金比率	0.25	0.27	0.27	0.28	应收款项	2454	2715	3437	4277
经营效率指标 (%)					存货	3823	5142	6798	8348
应收帐款周转天数	90.29	90.00	80.00	80.00	其它流动资产	868	1096	1451	1791
存货周转天数	468.90	460.00	460.00	460.00	流动资产合计	8693	11043	14416	17988
总资产周转率	0.44	0.48	0.50	0.50	长期股权投资	85	85	85	85
固定资产周转率	16.12	20.31	24.65	27.98	固定资产	251	278	307	336
					在建工程	39	49	59	69
					无形资产	29	27	25	23
					非流动资产合计	591	626	662	700
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产总计	9283	11668	15078	18687
净利润	523	892	1227	1590	短期借款	194	0	0	0
少数股东损益	-11	0	0	0	应付账款	2066	2608	3450	4237
非现金支出	178	115	148	190	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	34	5	0	0	其它流动负债	3948	5246	6822	8334
营运资金变动	-391	-67	-444	-583	流动负债合计	6208	7854	10272	12571
经营活动现金流	334	944	932	1197	长期借款	0	0	0	0
资产	-167	-50	-53	-55	其它长期负债	41	41	41	41
投资	86	0	0	0	非流动负债合计	41	41	41	41
其他	4	0	0	0	负债总计	6248	7895	10313	12612
投资活动现金流	-78	-50	-53	-55	实收资本	321	348	348	348
债权募资	193	-194	0	0	归属于母公司所有者权益	3036	3774	4762	6051
股权募资	31	26	0	0	少数股东权益	-1	-1	-1	-1
其他	-102	-185	-240	-300	负债和所有者权益合计	9283	11668	15073	18662
融资活动现金流	122	-352	-240	-300					
现金净流量	362	542	639	842					

数据来源: wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，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，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。