

## 2021 三季度报点评：业绩符合市场预期，CC 热场龙头开启平台型布局

2021 年 10 月 26 日

买入（维持）

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	426	1,150	1,545	2,290
同比（%）	78.0%	169.6%	34.4%	48.2%
归母净利润（百万元）	169	484	636	909
同比（%）	117.0%	187.2%	31.3%	42.9%
每股收益（元/股）	2.11	6.05	7.95	11.36
P/E（倍）	169.47	59.00	44.94	31.44

**事件 1:** 公司公告三季报，2021 年前三季度公司实现营业收入 8.88 亿元，同比+207.95%，归母净利润 3.34 亿元，同比+192.65%；扣非归母净利润为 3.08 亿元，同比+221.80%。

**事件 2:** 公司拟以自有资金 1.5 亿元人民币，投资设立全资子公司湖南金博碳陶科技有限公司，专注于碳/陶复合材料领域的技术研发、产品制备、市场应用等。

### 投资要点

#### ■ 业绩符合市场预期，C/C 热场龙头迎业绩释放期

2021 年前三季度公司实现营业收入 8.88 亿元，同比+207.95%，归母净利润 3.34 亿元，同比+192.65%；扣非归母净利润为 3.08 亿元，同比+221.80%；其中 Q1-Q3 较上年同期增加股权支付费用 0.42 亿元和可转债利息支出 0.05 亿元，若剔除股份支付和可转债利息支出的影响，公司的扣非归母净利润为 3.55 亿元，同比+269.79%。单季度来看，2021Q3 公司实现营业收入 3.76 亿元，同比+264.27%，环比+20.21%，我们预计 Q3 单季度出货量 460 吨，单吨售价约 82 万元；公司 2021Q3 单季度归母净利润为 1.30 亿元，同比+220.01%，环比+2.87%。

#### ■ 受碳纤维涨价影响毛利率下滑，Q3 剔除股份支付费用&可转债利息的净利率为 42%

2021Q1-Q3 综合毛利率 58.15%，同比-4.5pct，其中 2021Q3 单季度毛利率为 55.05%，同比-9.0pct，环比-4.0pct，主要系 2020Q4 以来原材料碳纤维价格上涨，且原材料价格上涨对毛利率的影响由一定滞后性，对 Q1、Q2 毛利率影响较小，对 Q3 影响较为明显，公司已通过技术进步抵消了部分影响。后续碳纤维价格的变动需要跟踪日本何时放开碳纤维出口，届时供需结构优化可以推动碳纤维价格降低；同时公司近期研发重点转向提高碳纤维利用率，进一步抵消部分碳纤维涨价影响。公司控费能力优异，使得净利率受影响较小，2021Q1-Q3 公司净利率为 37.66%，同比-2.0pct，若剔除股份支付及可转债利息的影响，公司 2021Q1-Q3 净利率为 42.9%。前三季度公司期间费用率合计为 16.40%，同比-6.0pct。2021Q3 单季度净利率为 34.57%，同比-5.2pct，环比-5.9pct，主要系股份支付费用及可转债利息增加所致，公司 2021Q3 比上年同期增加股份支付 2446 万元，增加可转债利息支出 454 万元，若剔除股份支付费用和可转债利息影响，公司 2021Q3 单季度净利率为 42.3%。

**盈利预测与投资评级：**随着下游扩产+技术迭代，我们将公司 2021-2023 年的归母净利润分别从 4.5/6.2/9.0 上调至 4.8（上调 6.7%）/6.4（上调 3.2%）/9.1（上调 1.1%）亿元，对应当前股价 PE 为 59/45/31 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游资本支出不及市场预期；设备研发及市场开拓低于市场预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	357.11
一年最低/最高价	110.54/423.40
市净率(倍)	17.39
流通 A 股市值(百万元)	22946.67

### 基础数据

每股净资产(元)	20.54
资产负债率(%)	31.18
总股本(百万股)	80.20
流通 A 股(百万股)	64.26

### 相关研究

- 1、《金博股份 (688598)：定增加码扩产&研发，CC 热场龙头产能+成本控制优势稳固》2021-10-12
- 2、《金博股份 (688598)：14 亿长协落地，订单饱满增厚业绩弹性》2021-09-10
- 3、《金博股份 (688598)：2021 中报点评：业绩超市场预期，产能落地进入业绩释放期》2021-08-25

**事件：**公司公告三季报，2021 年前三季度公司实现营业收入 8.88 亿元，同比+207.95%，归母净利润 3.34 亿元，同比+192.65%；扣非归母净利润为 3.08 亿元，同比+221.80%。

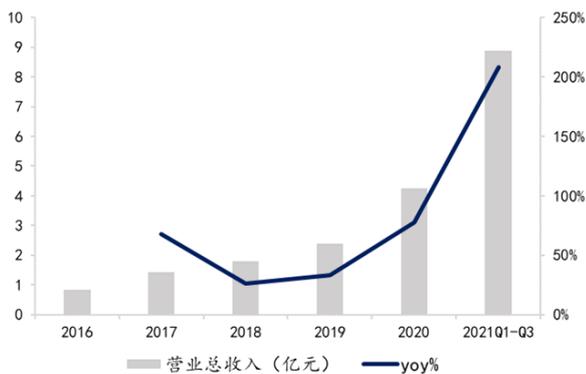
**事件 2：**公司拟以自有资金 1.5 亿元人民币，投资设立全资子公司湖南金博碳陶科技有限公司，专注于碳/陶复合材料领域的技术研发、产品制备、市场应用等。

## 1. 业绩符合市场预期，C/C 热场龙头迎业绩释放期

2021 年前三季度公司实现营业收入 8.88 亿元，同比+207.95%，归母净利润 3.34 亿元，同比+192.65%；扣非归母净利润为 3.08 亿元，同比+221.80%；其中 Q1-Q3 较上年同期增加股权支付费用 0.42 亿元和可转债利息支出 0.05 亿元，若剔除股份支付和可转债利息支出的影响，公司的扣非归母净利润为 3.55 亿元，同比+269.79%。公司 2021 前三季度业绩符合市场预期，订单充足的高盈利龙头进入业绩释放期。

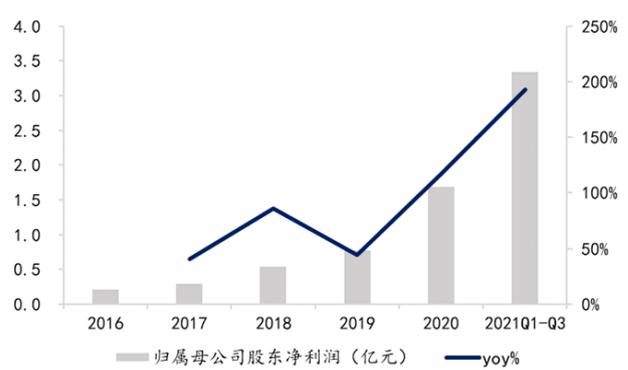
单季度来看，2021Q3 公司实现营业收入 3.76 亿元，同比+264.27%，环比+20.21%，我们预计 Q3 单季度出货量 460 吨，单吨售价约 82 万元；公司 2021Q3 单季度归母净利润为 1.30 亿元，同比+220.01%，环比+2.87%。

图 1：2021 年前三季度公司实现营业收入 8.88 亿元，同比+207.95%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2021 年前三季度公司实现归母净利润 3.34 亿元，同比+192.65%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 受碳纤维涨价影响毛利率下滑，Q3 剔除股份支付费用&可转债利息的净利率为 42%

2021Q1-Q3 综合毛利率 58.15%，同比-4.5pct，其中 2021Q3 单季度毛利率为 55.05%，

同比-9.0pct，环比-4.0pct，主要系 2020Q4 以来原材料碳纤维价格上涨，且原材料价格上涨对毛利率的影响由一定滞后性，对 Q1、Q2 毛利率影响较小，对 Q3 影响较为明显，公司已通过技术进步抵消了部分影响。后续碳纤维价格的变动需要跟踪日本何时放开碳纤维出口，届时供需结构优化可以推动碳纤维价格降低；同时公司近期研发重点转向提高碳纤维利用率，进一步抵消部分碳纤维涨价影响。

公司控费能力优异，使得净利率受影响较小，2021Q1-Q3 公司净利率为 37.66%，同比-2.0pct，若剔除股份支付及可转债利息的影响，公司 2021Q1-Q3 净利率为 42.9%。

前三季度公司期间费用率合计为 16.40%，同比-6.0pct，其中销售费用率为 4.97%，同比+0.4pct；管理费用率（含研发）为 11.13%，同比-6.4pct，主要系规模效应所致；财务费用率为 0.30%，同比-0.1pct。

2021Q3 单季度净利率为 34.57%，同比-5.2pct，环比-5.9pct，主要系股份支付费用及可转债利息增加所致，公司 2021Q3 比上年同期增加股份支付 2446 万元，增加可转债利息支出 454 万元，若剔除股份支付费用和可转债利息影响，公司 2021Q3 单季度净利率为 42.3%。

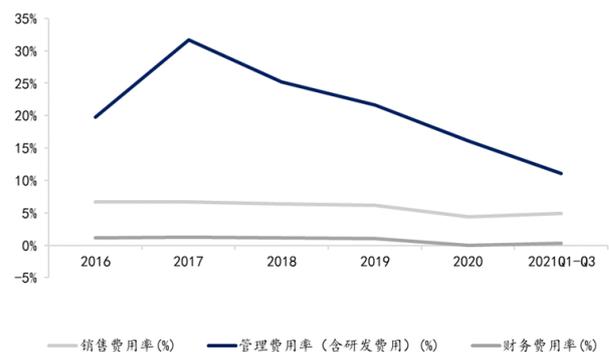
公司 2021Q3 单季度期间费用率合计 18.02%，同比-5.9pct，环比+3.6pct，其中销售费用率为 6.84%，同比+1.3pct，环比+3.5pct；管理费用率（含研发）为 10.20%，同比-7.8pct，环比-1.1pct；财务费用率为 0.98%；同比+0.7pct，环比+1.1pct。

图 3：受碳纤维涨价影响公司毛利率小幅下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2021 前三季度控费能力优异抵消部分毛利率下滑影响



数据来源：Wind，东吴证券研究所

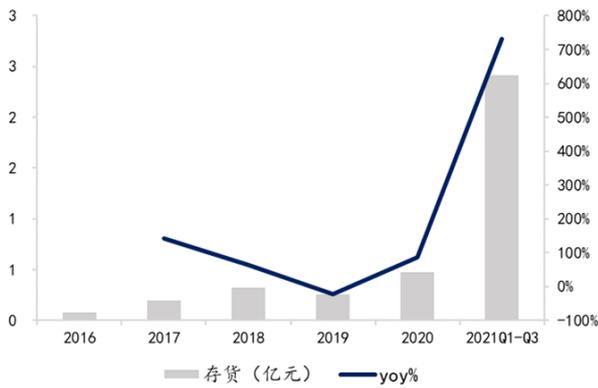
### 3. 公司在手订单充足，存货&合同负债持续高增

截至 2021Q3 末，公司存货为 2.41 亿元，同比+730.30%；合同负债为 0.37 亿元，

同比+217.83%。光伏热场供不应求，公司在手订单充足，目前订单已排产至 2022H2。

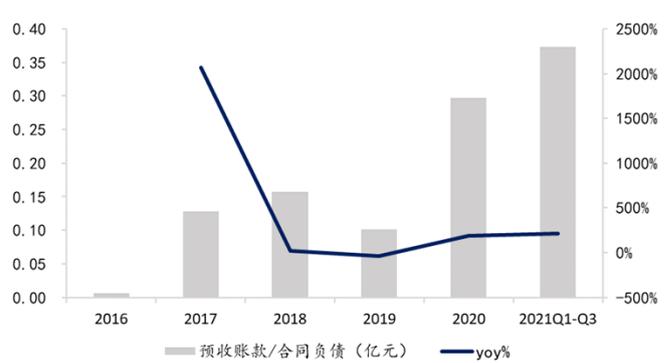
2021 前三季度公司经营性现金净流量为-0.66 亿元，同比-247.78%，主要系公司募投项目投入使用，生产规模不断扩大，需前期备货生产支付较多货款所致，后续随着交付规模提高，公司现金流有望持续改善。

图 5: 截至 2021Q3 末，公司存货为 2.41 亿元，同比 +730.30%



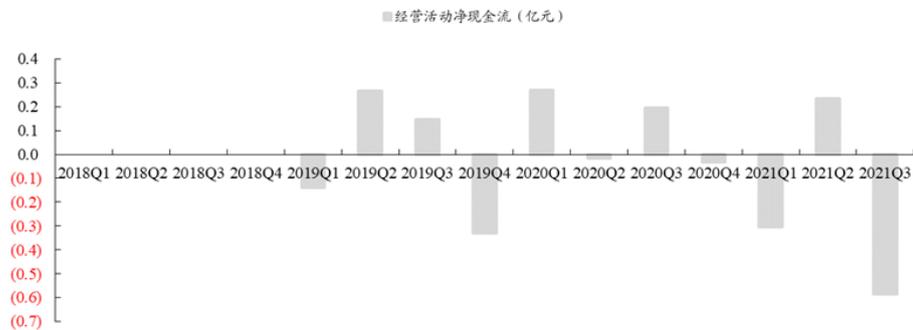
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 此处录入标题



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 2021Q1-Q3 公司经营性现金净流量为-0.66 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4. 定增加码扩产&研发，产能+成本控制优势稳固

2021 年 10 月公司拟定增募资不超过 31.03 亿元用于高纯大尺寸先进碳基复合材料产能扩建项目、金博研究院建设项目及补充流动资金项目。其中公司拟投资 18 亿元，用于建设年产 1500 吨高纯大尺寸先进碳基复合材料产能扩建项目，计划建设期限 24 个月；投资 8 亿元用于金博研究院建设项目，并对外投资设立全资子公司“湖南金博碳基材料研究院有限公司”作为项目主体，计划建设期限 36 个月。

图 8: 本次定增募资拟投资项目

单位: 万元

序号	项目	总投资额	募集资金拟投入额
1	高纯大尺寸先进碳基复合材料产能扩建项目	180,256.46	180,256.46
2	金博研究院建设项目	80,035.17	80,035.17
3	补充流动资金项目	50,000.00	50,000.00
合计		310,291.63	310,291.63

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2020 年金博的热场年产量为 486 吨, 随着光伏行业下游需求旺盛, 叠加当前的小尺寸换大尺寸+未来市场已有预期的 P 型换 N 型, 2021 年的全市场热场产能缺口不断加大。公司持续加速扩产, 此前 IPO 募资+超募资金+可转债扩产使公司 2021 年底产能爬坡至 1650 吨: (1) 老产能放大: 上市前就具备的老产能 200 吨, 随着产品尺寸放大可提升至 350 吨; (2) 先进碳基复合材料产能扩建项目一期: 2020 年初 IPO 募投资金扩 200 吨产能, 技术水平的优化使该项目实际产能提高至 350 吨, 已于 2021Q1 末达产; (3) 先进碳基复合材料产能扩建项目二期: 2020 年 8 月超募资金到位, 再扩 350 吨产能, 已于 2021Q2 末达产; (4) 发行可转债再扩 600 吨: 2020 年 11 月公司公告要发 6 个亿可转债, 再扩 600 吨, 2021 年底达产。公司 7 月 20 日公告, 6 亿元可转债于 7 月 23 日开始申购, 加快可转债对应的 600 吨产能释放。

叠加定增公告的年产 1500 吨热场产能, 我们预计公司 2023 年底达到产能规模 3150 吨 (350+350+350+600+1500, 备注: 供不应求的情况下, 实际出货量大于规划产能, 具备一定出货量弹性), 保障对合同的履行具有充足的产能配套。同时, 公司通过加速扩产将技术优势和成本优势转化为市场优势, 有望实现市场份额的快速提升, 我们预计公司未来在碳基复合材料热场的全球市占率有望由 30% 左右提升至 50%; 同时碳基复合材料热场的渗透率有望进一步提升, 加速对石墨热场的替代。

此外金博研究院的建设有利于进一步巩固技术优势及成本控制能力, 高盈利龙头地位稳固。公司技术优势主要体现在四个方面, 即碳纤维预制体自制、重要设备 CVD 炉自制, 沉积时间短 (致密化周期 < 300h, 远低于行业主流 800-1000h) 和纯化学气相沉积路线不需液相浸渍, 我们判断公司将继续保持较高盈利能力。

## 5. 依托金博研究院，打造平台型材料企业

2021年8月25日，公司公告拟设立湖南金博碳基材料研究院有限公司，注册资本2000万元，其资金来源于公司2021年定增募集的资金。依托金博研究院，公司加强碳基材料通用底层技术研究、碳基材料制备机理研究、碳基材料基础装备开发、碳基材料应用领域及产品拓展研发等，全面提升公司在碳基材料及相关领域的研发创新能力，为后续开展氢能业务、碳陶材料业务奠定基础，进一步打造平台型材料企业。

**(1) 氢能业务：**2021年8月25日，公司公告拟以自有资金1.5亿元人民币投资设立全资子公司（湖南金博氢能科技有限公司），充分利用公司生产环节产生的氢气资源以及公司在先进碳基复合材料领域的技术储备，延伸公司产业链并优化公司资源配置。

金博氢能定位为氢能服务的材料公司，主要包括制氢、储氢和用氢三类业务：

**I、制氢：**主要是将碳基复合材料的纯气相沉积中的甲烷裂解产生的尾气进行回收利用；

**II、储氢：**储氢瓶目前仍以国外供应为主，其关键技术包括内胆的设计、材料的选择、复材设计、缠绕成型、张力控制等，均为与碳纤维材料相关的技术，公司经验丰富；

**III、用氢（碳纸）：**目前日本东丽和西格里为优秀供应商，公司在碳纤维预处理、高温石墨化等头尾环节均有技术储备，中间的造纸环节需要技术突破，正与国外供应商缩小差距。

**(2) 碳陶业务：**2021年10月25日，公司公告拟以自有资金1.5亿元人民币投资设立全资子公司湖南金博碳陶科技有限公司，专注于碳/陶复合材料领域的技术研发、产品制备、市场应用，有望充分利用公司在碳基复合材料领域的关键技术储备。

碳/陶复合材料与碳/碳复合材料同属于碳基复合材料领域，公司具有碳纤维预制体编织技术、化学气相沉积、高温石墨化等碳基复合材料核心制备技术和关键装备研发设计能力，可为碳/陶复合材料相关产品的研发、生产提供技术支持。公司拟开展碳/陶复合材料产品的研发、生产和销售，有利于充分利用公司现有生产环节的共用技术，实现碳/陶复合材料的大规模低成本制备，同时进一步探索和开发其它应用领域产品，丰富公司产品结构，延伸公司产业链。

## 6. 盈利预测与投资评级

随着下游扩产+技术迭代，我们将公司2021-2023年的归母净利润分别从4.5/6.2/9.0上调至4.8（上调6.7%）/6.4（上调3.2%）/9.1（上调1.1%）亿元，对应当前股价PE为59/45/31倍，维持“买入”评级。

## 7. 风险提示

下游资本支出不及市场预期；设备研发及市场开拓低于市场预期。

金博股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>1095</b>	<b>1401</b>	<b>1838</b>	<b>2592</b>	<b>营业收入</b>	<b>426</b>	<b>1150</b>	<b>1545</b>	<b>2290</b>
现金	147	330	642	1120	减:营业成本	160	432	595	905
应收账款	98	189	212	251	营业税金及附加	3	8	11	16
存货	47	95	98	149	营业费用	19	37	48	69
其他流动资产	803	787	886	1072	管理费用	35	130	172	253
<b>非流动资产</b>	<b>390</b>	<b>477</b>	<b>551</b>	<b>569</b>	财务费用	-0	-3	-7	-13
长期股权投资	10	10	10	10	资产减值损失	1	3	2	2
固定资产	319	407	482	500	加:投资净收益	5	2	3	3
在建工程	73	52	46	29	其他收益	-21	7	5	5
无形资产	34	33	32	31	<b>营业利润</b>	<b>195</b>	<b>552</b>	<b>731</b>	<b>1066</b>
其他非流动资产	27	27	27	27	加:营业外净收支	3	16	15	0
<b>资产总计</b>	<b>1485</b>	<b>1878</b>	<b>2389</b>	<b>3161</b>	<b>利润总额</b>	<b>198</b>	<b>568</b>	<b>746</b>	<b>1066</b>
<b>流动负债</b>	<b>159</b>	<b>213</b>	<b>279</b>	<b>415</b>	减:所得税费用	29	84	110	157
短期借款	0	10	10	10	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	39	24	24	37	<b>归属母公司净利润</b>	<b>169</b>	<b>484</b>	<b>636</b>	<b>909</b>
其他流动负债	120	179	244	368	EBIT	211	544	719	1048
<b>非流动负债</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	EBITDA	226	577	765	1104
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	33	33	33	33					
<b>负债合计</b>	<b>192</b>	<b>246</b>	<b>312</b>	<b>448</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	2.11	6.05	7.95	11.36
归属母公司股东权益	1293	1632	2077	2713	每股净资产(元)	16.16	20.40	25.96	33.91
<b>负债和股东权益</b>	<b>1485</b>	<b>1878</b>	<b>2389</b>	<b>3161</b>	发行在外股份(百万股)	80	80	80	80
					ROIC(%)	38.3%	60.9%	69.8%	87.3%
					ROE(%)	13.0%	29.7%	30.6%	33.5%
					毛利率(%)	62.6%	62.4%	61.5%	60.5%
					销售净利率(%)	39.5%	42.1%	41.2%	39.7%
					资产负债率(%)	12.9%	13.1%	13.1%	14.2%
					收入增长率(%)	78.0%	169.6%	34.4%	48.2%
					净利润增长率(%)	117.0%	187.2%	31.3%	42.9%
					P/E	169.47	59.00	44.94	31.44
					P/B	22.10	17.51	13.76	10.53
					EV/EBITDA	127.36	49.96	37.77	26.28

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

