

## 2021年业绩预告点评:业绩预告超市场预期,光伏热场龙头盈利安全边际高

2022年01月24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    | 1,330  | 1,760 | 2,416 |
| 同比(%)      | 78.0%  | 211.8% | 32.3% | 37.3% |
| 归母净利润(百万元) | 169    | 501    | 657   | 898   |
| 同比(%)      | 117.0% | 196.9% | 31.3% | 36.6% |
| 每股收益(元/股)  | 2.11   | 6.26   | 8.21  | 11.22 |
| P/E(倍)     | 140.33 | 47.26  | 36.00 | 26.36 |

### 投资要点

#### ■ 业绩预告超市场预期, 盈利能力稳定

公司营收、利润预告数均超市场预期, 预计2021年实现营业收入13.2-13.4亿元, 同比+210%-214%, Wind一致预期为11.7亿元; 归母净利润为4.9-5.1亿元, 同比+191%-200%, Wind一致预期为4.5亿元, 公司2021年三季度报点评中我们盈利预测为4.8亿元; 扣非归母净利润为4.4-4.6亿元, 同比+204%-215%; 净利率水平为37%-38%。

Q4单季度来看, 营业收入为4.4-4.5亿元, 同比+216%-228%, 我们预计公司Q4出货量560吨, 单价约为80万元/吨; 归母净利润为1.6-1.7亿元, 同比+189%-219%, 环比+20%-32%; 净利率水平为35%-39%, 碳纤维涨价背景下技术降本保持高盈利能力。

#### ■ 技术降本稳定毛利率, 规模效应有利净利率

过去由于技术降本, 金博股份2018-2020年毛利率一直保持在60%以上, 我们假设2022-2023年单吨价格分别为70.65万元/吨, 金博股份2022-2023年毛利率将维持在54%左右, 产品降价对高毛利龙头影响较小; 同时随着规模效应凸显, 降价对净利率的影响减弱, 盈利安全边际高。

#### ■ C/C热场供不应求, 金博股份定增加码扩产

根据我们统计和测算, 2021-2023年全市场合计C/C产能分别超4400吨、8400吨、9200吨; 需求主要来自“新增+替换”, 2021-2022年全市场C/C热场需求合计分别约6100吨和8000吨, 2022年供需紧平衡。但由于2021年热场订单已排产至2022年底(截至2021年底, 公司在手订单金额为9.73亿元(含税), 对应1145吨C/C热场), 因此2022年订单需求将排产至2023年。2021年10月公司公告定增募资不超31.03亿元, 其中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。我们预计公司2023年底达到产能规模3150吨, 保障对合同的履行有充足产能配套。

#### ■ 布局市场空间广阔的SiC热场, 迎第二增长曲线

热场的市场空间为SiC器件市场空间的20%, 我们测算2025年SiC热场市场空间超70亿元。SiC对纯度的要求高, 公司在提升产品纯度方面技术储备丰富, 可实现纯度等级I级<200ppm、II级<100ppm、III级<30ppm, 并具备了<5ppm涂层工艺制备能力, 正在突破纯度要求更高的SiC领域。

#### ■ 金博股份推动碳陶刹车材料降本, 供给创造需求打开下游市场空间

我们测算2025年碳陶刹车片国内市场空间达83亿元, 全球市场空间超300亿元。金博股份预计可将碳陶刹车系统单价降至1万元以内, 公司产品正在国内知名车企验证, 我们预计2022年通过验证后拿到批量订单。

■ 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年的归母净利润预测由4.8/6.4/9.1亿元调至5.0(上调4%)/6.6(上调3%)/9.0(下调1%)亿元, 对应当前股价PE为47/36/26倍, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 下游资本支出不及预期; 设备研发及市场开拓低于预期。

### 股价走势



### 市场数据

|             |               |
|-------------|---------------|
| 收盘价(元)      | 295.70        |
| 一年最低/最高价    | 146.29/423.40 |
| 市净率(倍)      | 14.40         |
| 流通A股市值(百万元) | 19,000.67     |

### 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): 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》2021-10-26
- 2、《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
- 3、《金博股份(688598): 14亿长协落地, 订单饱满增厚业绩弹性》2021-09-10

## 1. 业绩预告超市场预期，盈利能力稳定

公司营收、利润预告数均超市场预期，预计 2021 年实现营业收入 13.2-13.4 亿元，同比+210%-214%，Wind 一致预期为 11.7 亿元；归母净利润为 4.9-5.1 亿元，同比+191%-200%，Wind 一致预期为 4.5 亿元，公司 2021 年三季报点评中我们盈利预测为 4.8 亿元；扣非归母净利润为 4.4-4.6 亿元，同比+204%-215%；净利率水平为 37%-38%。热场龙头盈利能力稳定。

Q4 单季度来看，营业收入为 4.4-4.5 亿元，同比+216%-228%，我们预计公司 Q4 出货量 560 吨，单价约为 80 万元/吨；归母净利润为 1.6-1.7 亿元，同比+189%-219%，环比+20%-32%；净利率水平为 35%-39%。

## 2. 技术降本稳定毛利率，规模效应有利净利率

2018-2020 年，公司热场的单吨售价由 135 万元降低到 95 万元，两年下降 30%，我们预计 2021 年金博股份热场的单吨售价下降至 85 万元，主要系公司技术进步不断降本，并主动降价让利给下游客户，以博取更大市场份额。根据公司 2022 年 1 月 7 日的定增回复函，由于技术进步成本降低，公司预计产品单价会继续下调 10%到 30%不等，从而继续提高市占率和碳基复合材料的渗透率，我们预计 2022-2023 年单价分别下降至 70 万元/吨和 65 万元/吨。

2018 年以来，金博股份热场一直在主动降价，我们认为符合光伏行业通过技术进步而不断降本增效的逻辑，且由于技术降本，金博股份 2018-2020 年的毛利率一直保持在 60%以上。2021 年，公司的单吨营业成本降幅较小，主要系 2021 年原材料碳纤维涨价明显，我们预计 2022 年碳纤维产能释放后价格有望进入下行通道，有利于金博股份单吨营业成本进一步降低，抵消售价降低带来的毛利率下滑。根据下表测算，我们判断金博股份 2021-2023 年的毛利率分别为 58.0%、54.3%、53.8%，仍保持较高毛利率水平。同时我们认为公司产能不断释放，规模效应凸显，降价对于净利率的影响会比对毛利率的影响更小。

图 1: 金博股份一直围绕光伏降本增效原则主动降价让利给客户, 且仍能够保持高毛利

|                      | 2018  | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 金博股份C/C热场单位售价 (万元/吨) | 135   | 106   | 95    | 81    | 70    | 65    |
| 金博股份热场单价同比降幅         |       | -21%  | -11%  | -15%  | -14%  | -7%   |
| 金博股份营业成本 (万元/吨)      | 43    | 41    | 36    | 34    | 32    | 30    |
| 金博股份成本同比降幅           |       | -6%   | -13%  | -4%   | -6%   | -6%   |
| 金博股份毛利率              | 67.9% | 61.7% | 62.6% | 58.0% | 54.3% | 53.8% |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. C/C 热场供不应求, 金博股份定增加码扩产

**供给端来看**, 根据 1 月 7 日金博股份的定增回复函, 公司 2018 年至 2021 年 9 月底的产能分别为 188 吨、202 吨、482 吨、1144 吨, 我们预计随着 2021Q4 可转债扩产的 600 吨逐步达产, 公司 2021 年底的产能有望达到 1650 吨。根据我们对 C/C 热场头部企业的产能统计 (金博股份、西安超码、天宜上佳、陕西美兰德、隆基股份), 我们预计几家头部企业的产能在 2021-2023 年分别超 3500 吨、6700 吨、7300 吨, 我们假设几家头部企业的市占率为 80%, 则全市场合计产能分别超 4400 吨、8400 吨、9200 吨。

**需求端来看**, C/C 热场需求主要来自“新增+替换”需求。(1) 新增产能需求方面: 单 GW 硅片产能所需单晶炉约 75-80 台, 新增一台单晶炉对 C/C 热场的需求约为 0.27 吨, 因此我们预计单 GW 新增硅片产能对应的 C/C 热场的需求为 21 吨。(2) 替换需求方面: C/C 热场属于耗材, 在单晶炉开工的情况下, 每台单晶炉每年对 C/C 热场的替换需求约为 0.225 吨, 因此我们预计单 GW 硅片出货对应的 C/C 热场的需求为 18 吨。根据我们测算, 我们预计 2021-2022 年, 全市场 C/C 热场的需求量分别约 6100 吨和 8000 吨。我们判断 2022 年 C/C 热场供需处于紧平衡状态, 但由于 2021 年热场订单已排产至 2022 年底 (截至 2021 年 12 月 31 日, 金博股份在手订单金额为 9.73 亿元 (含税), 按照 85 万元/吨的售价, 对应 1145 吨 C/C 热场), 因此我们判断 2022 年订单需求将排产至 2023 年。

图 2: C/C 热场头部企业的扩产情况梳理

| (单位: 吨)         | 2020        | 2021        | 2022E       | 2023E       |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 金博股份            | 482         | 1650        | 2500        | 3150        |
| 西安超码            | 200         | 600         | 1000        | 1000        |
| 天宜上佳            |             | 100         | 2000        | 2000        |
| 美兰德             | 300         | 760         | 760         | 760         |
| 隆基股份            |             | 461         | 461         | 461         |
| <b>头部企业合计产能</b> | <b>982</b>  | <b>3571</b> | <b>6721</b> | <b>7371</b> |
| 头部企业市占率         | 80%         | 80%         | 80%         | 80%         |
| <b>全市场合计产能</b>  | <b>1228</b> | <b>4464</b> | <b>8401</b> | <b>9214</b> |

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 我们预计 2022 年全市场 C/C 热场的”新增+替换“需求近 8000 吨

|   | 2017        | 2018         | 2019         | 2020         | 2021E        | 2022E        |
|---|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 隆基股份                                      | 15.0        | 28.0         | 45.0         | 85.0         | 105.0        | 130.0        |
| 中环股份                                      | 13.0        | 23.0         | 30.0         | 55.0         | 85.0         | 110.0        |
| 上机数控                                      |             |              | 1.5          | 20.0         | 30.0         | 50.0         |
| 晶科能源                                      | 4.0         | 6.5          | 11.5         | 20.0         | 32.0         | 60.0         |
| 晶澳科技                                      | 4.5         | 4.5          | 8.4          | 16.0         | 30.0         | 40.0         |
| 高景太阳能                                     |             |              |              |              | 20.0         | 35.0         |
| 京运通                                       | 1.0         | 3.0          | 5.0          | 6.5          | 15.0         | 30.0         |
| 双良节能                                      |             |              |              |              | 20.0         | 20.0         |
| 通威股份                                      |             |              | 0.4          | 0.4          | 10.0         | 17.5         |
| 阿特斯                                       |             |              | 2.0          | 2.0          | 10.0         | 15.0         |
| 三一重工                                      |             |              |              |              |              | 15.0         |
| 协鑫  | 1.0         | 1.0          | 2.0          | 7.0          | 7.0          | 7.0          |
| 锦州阳光                                      | 1.0         | 2.0          | 3.7          | 5.7          | 5.7          | 5.7          |
| 环太  |             |              | 2.0          | 5.0          | 5.0          | 5.0          |
| 中润  |             |              | -            | 5.0          | 5.0          | 5.0          |
| 宇泽  |             |              | 3.0          | 3.0          | 3.0          | 8.0          |
| 亿晶  |             |              | -            | 3.0          | 3.0          | 3.0          |
| 赛宝伦                                       |             |              | 2.0          | 2.0          | 2.0          | 2.0          |
| 豪安  |             |              | 2.0          | 2.0          | 2.0          | 2.0          |
| 东方希望                                      |             |              | 1.0          | 1.0          | 1.0          | 1.0          |
| 天合光能                                      |             |              | 0.8          | 0.8          | 0.8          | 0.8          |
| 江苏晶品                                      |             |              | 0.6          | 0.6          | 0.6          | 0.6          |
| 浙江砂盛                                      |             |              | 0.5          | 0.5          | 0.5          | 0.5          |
| 浙江东明                                      |             |              | 0.4          | 0.4          | 0.4          | 0.4          |
| <b>硅片产能合计 (GW)</b>                        | <b>39.5</b> | <b>68.0</b>  | <b>121.8</b> | <b>240.9</b> | <b>393.0</b> | <b>563.5</b> |
| <b>新增硅片产能 (GW)</b>                        |             | <b>28.5</b>  | <b>53.8</b>  | <b>119.1</b> | <b>152.1</b> | <b>170.5</b> |
| <b>单GW的C/C热场需求量(吨) (已考虑C/C渗透率)</b>        |             | <b>21</b>    | <b>21</b>    | <b>21</b>    | <b>21</b>    | <b>21</b>    |
| <b>硅片新增产能对应的C/C热场需求(吨)</b>                |             | <b>599</b>   | <b>1,129</b> | <b>2,501</b> | <b>3,194</b> | <b>3,581</b> |
| 中国新增装机量合计 (GW)                            | 53          | 40           | 30           | 48           | 50           | 80           |
| 海外新增装机量合计 (GW)                            | 46          | 62           | 85           | 100          | 100          | 140          |
| 全球新增装机量合计 (GW)                            | 99          | 102          | 115          | 148          | 150          | 220          |
| 硅片产销率                                     |             | 95%          | 85%          | 92%          | 92%          | 90%          |
| 硅片出货量 (GW)                                |             | 107          | 135          | 161          | 163          | 244          |
| <b>单GW硅片出货对应的C/C热场替换需求(吨) (已考虑C/C渗透率)</b> |             | <b>18</b>    | <b>18</b>    | <b>18</b>    | <b>18</b>    | <b>18</b>    |
| <b>硅片出货对应的C/C热场替换需求(吨)</b>                |             | <b>1926</b>  | <b>2430</b>  | <b>2898</b>  | <b>2935</b>  | <b>4400</b>  |
| <b>C/C热场的”新增+替换“需求(吨)</b>                 |             | <b>2,525</b> | <b>3,559</b> | <b>5,399</b> | <b>6,129</b> | <b>7,981</b> |

数据来源: 索比光伏网, 金博股份公告, 东吴证券研究所测算

2021年10月，金博股份公告定增拟募资不超过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。

2020年公司的热场年产量为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。叠加定增募投的年产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），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（销售额口径）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。

图4：2021年10月公告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

#### 4. 布局市场空间广阔的SiC热场，迎第二增长曲线

SiC半导体属于三高（导热性、击穿电压和带宽高）材料，有作为功率器件的潜质，未来景气度高。衬底占碳化硅半导体器件市场40%-50%，在衬底的制造成本中，热场为最核心的零部件，成本占比40%左右，**即热场的市场空间为SiC器件市场空间的20%**。

SiC对纯度的要求很高，这也是公司做高纯产线的原因：热场长晶像“盲盒”，不知道长出来能不能用。长晶的难度在于这是一个气体-固体-气体的过程，需要在高温环境下进行气流场控制。

公司在提升产品纯度方面，做了充分的技术储备，可实现纯度等级I级<200ppm、II级<100ppm、III级<30ppm，并具备了<5ppm涂层工艺制备能力，分别可满足光伏P

型单晶、N型单晶和半导体硅单晶的生产要求，正在突破纯度要求更高的 SiC 领域，研究如何设计热场才能帮助客户提高良率。

图 5：2025 年 SiC 热场市场空间超 70 亿元

|                    |    | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------------------|----|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 汽车销量 (万辆)          | 国内 | 2888  | 2808  | 2577  | 2654  | 2734  | 2816   | 2900   | 2987   | 3077   |
|                    | 全球 | 9408  | 9333  | 9032  | 9303  | 9582  | 9870   | 10166  | 10471  | 10785  |
| 新能源车渗透率            | 国内 | 2.14% | 4.03% | 4.45% | 5.00% | 9.00% | 12.00% | 15.00% | 18.00% | 27.00% |
|                    | 全球 | 1.27% | 2.13% | 2.39% | 3.90% | 8.00% | 13.50% | 20.00% | 27.00% | 32.00% |
| 新能源车销量 (万辆)        | 国内 | 62    | 113   | 115   | 133   | 246   | 338    | 435    | 538    | 831    |
|                    | 全球 | 119   | 199   | 216   | 363   | 767   | 1332   | 2033   | 2827   | 3451   |
| 碳化硅渗透率             | 国内 |       |       |       |       | 0.1%  | 1.5%   | 6%     | 18%    | 40%    |
|                    | 全球 |       |       |       |       | 0.1%  | 2.0%   | 8%     | 20%    | 50%    |
| 6寸碳化硅的单车需求量 (片/辆)  |    |       |       |       |       | 0.5   | 0.5    | 0.5    | 0.5    | 0.5    |
| 新能源车用碳化硅需求量 (万片)   | 国内 |       |       |       |       | 0.1   | 2.5    | 13.1   | 48.4   | 166.2  |
|                    | 全球 |       |       |       |       | 0.4   | 13.3   | 81.3   | 282.7  | 862.8  |
| 碳化硅应用于新能源车的占比      |    |       |       |       |       | 50%   | 55%    | 60%    | 70%    | 80%    |
| 全球碳化硅需求量 (万片)      |    |       |       |       |       | 0.8   | 24.2   | 135.5  | 403.9  | 1078.5 |
| 6寸碳化硅器件售价 (元/片)    |    |       |       |       |       | 6000  | 6000   | 5500   | 5000   | 5000   |
| 6寸碳化硅器件成本 (元/片)    |    |       |       |       |       | 4000  | 4000   | 3800   | 3500   | 3300   |
| 全球6寸碳化硅器件市场空间 (亿元) |    |       |       |       |       | 0.5   | 14.5   | 75     | 202    | 539    |
| 全球6寸碳化硅器件成本空间 (亿元) |    |       |       |       |       | 0.3   | 9.7    | 52     | 141    | 356    |
| 热场在碳化硅器件的成本占比      |    |       |       |       |       | 20%   | 20%    | 20%    | 20%    | 20%    |
| 热场市场空间 (亿元)        |    |       |       |       |       | 0.1   | 1.9    | 10     | 28     | 71     |

数据来源：中国汽车网，东吴证券研究所测算

## 5. 金博股份推动碳陶刹车材料降本，供给创造需求打开下游市场空间

金博股份于 2021 年 10 月 25 日发布公告，拟以自有资金 1.5 亿人民币投资设立全资子公司，开展碳/陶复合材料产品新业务。碳/陶复合刹车材料既保持了碳/碳复合刹车材料密度低、耐高温的优点，又克服了碳/碳刹车材料静摩擦系数低、湿态衰减大、摩擦寿命不足及环境适应性差等缺点，在刹车制动领域具有广阔的应用前景。

**碳陶刹车材料渗透率低，主要系成本高：**碳/陶复合材料在刹车制动领域大规模应用的主要障碍为生产成本较高、大批量生产工艺复杂、难度大、周期长。进口碳陶刹车系统单价约 8 万人民币，因此只能作为高端车的选配件。公司预计可将碳陶刹车系统单价降至 1 万元以内，公司产品正在国内知名车企验证，我们预计 2022 年通过验证后拿到批量订单。

我们假设:

**价格:** 2021 年碳陶刹车片单价为 8 万元/辆, 2022 年金博股份碳陶刹车片验证通过后, 将市场平均价格降至 2 万元/辆, 2023-2025 年单价分别下降至 1、0.7、0.5 万元/辆。

**碳陶刹车片渗透率:** 随着单价大幅降低, 碳陶刹车片渗透率于 2023 年开始快速提升。

根据我们测算, 2025 年碳陶刹车片国内市场空间达 83 亿元, 全球市场空间超 300 亿元。

图 6: 进口碳陶刹车材料成本高, 限制了渗透率提升, 金博股份有望推动行业进步

|                     |    | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|---------------------|----|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 汽车销量 (万辆)           | 国内 | 2888  | 2808  | 2577  | 2654  | 2734  | 2816   | 2900   | 2987   | 3077   |
|                     | 全球 | 9408  | 9333  | 9032  | 9303  | 9582  | 9870   | 10166  | 10471  | 10785  |
| 新能源车渗透率             | 国内 | 2.14% | 4.03% | 4.45% | 5.00% | 9.00% | 12.00% | 15.00% | 18.00% | 27.00% |
|                     | 全球 | 1.27% | 2.13% | 2.39% | 3.90% | 8.00% | 13.50% | 20.00% | 27.00% | 32.00% |
| 新能源车销量 (万辆)         | 国内 | 62    | 113   | 115   | 133   | 246   | 338    | 435    | 538    | 831    |
|                     | 全球 | 119   | 199   | 216   | 363   | 767   | 1332   | 2033   | 2827   | 3451   |
| 碳陶刹车片渗透率            | 国内 |       |       |       |       | 0.1%  | 1.0%   | 5.0%   | 10.0%  | 20.0%  |
|                     | 全球 |       |       |       |       | 0.1%  | 0.6%   | 4.0%   | 8.0%   | 18.0%  |
| 应用碳陶刹车片的新能源车数量 (万辆) | 国内 |       |       |       |       | 0.2   | 3      | 22     | 54     | 166    |
|                     | 全球 |       |       |       |       | 0.8   | 8      | 81     | 226    | 621    |
| 碳陶刹车片单价 (万元/辆)      |    |       |       |       |       | 8     | 2      | 1      | 0.7    | 0.5    |
| 碳陶刹车片市场空间 (亿元)      | 国内 |       |       |       |       | 2     | 7      | 22     | 38     | 83     |
|                     | 全球 |       |       |       |       | 6     | 16     | 81     | 158    | 311    |

数据来源: 中国汽车网, 东吴证券研究所

## 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 年的归母净利润预测由 4.8/6.4/9.1 亿元调至 5.0(上调 4%)/6.6(上调 3%)/9.0(下调 1%)亿元, 对应当前股价 PE 为 47/36/26 倍, 维持“买入”评级。

## 7. 风险提示

下游资本支出不及预期; 设备研发及市场开拓低于预期。

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>1476</b> | <b>1938</b> | <b>2670</b> | <b>营业收入</b>      | <b>426</b>   | <b>1330</b>  | <b>1760</b>  | <b>2416</b>  |
| 现金             | 147         | 302         | 625         | 1117        | 减:营业成本           | 160          | 559          | 804          | 1117         |
| 应收账款           | 98          | 219         | 241         | 265         | 营业税金及附加          | 3            | 9            | 12           | 17           |
| 存货             | 47          | 122         | 132         | 184         | 营业费用             | 19           | 66           | 53           | 72           |
| 其他流动资产         | 803         | 832         | 940         | 1104        | 管理费用             | 35           | 160          | 177          | 206          |
| <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           | -6           | -12          |
| 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          | 35           | 35           | 35           |
| 无形资产           | 34          | 33          | 32          | 31          | <b>营业利润</b>      | <b>195</b>   | <b>571</b>   | <b>756</b>   | <b>1053</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>1952</b> | <b>2489</b> | <b>3239</b> | <b>利润总额</b>      | <b>198</b>   | <b>587</b>   | <b>771</b>   | <b>1053</b>  |
| <b>流动负债</b>    | <b>159</b>  | <b>276</b>  | <b>353</b>  | <b>474</b>  | 减:所得税费用          | 29           | 87           | 114          | 155          |
| 短期借款           | 0           | 10          | 10          | 10          | 少数股东损益           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款           | 39          | 31          | 33          | 46          | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>169</b>   | <b>501</b>   | <b>657</b>   | <b>898</b>   |
| 其他流动负债         | 120         | 235         | 310         | 418         | EBIT             | 211          | 536          | 715          | 1005         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>33</b>   | <b>33</b>   | <b>33</b>   | <b>33</b>   | EBITDA           | 226          | 568          | 760          | 1061         |
| 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>309</b>  | <b>386</b>  | <b>507</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         | 6.26         | 8.21         | 11.22        |
| 归属母公司股东权益      | 1293        | 1643        | 2103        | 2731        | 每股净资产(元)         | 16.16        | 20.54        | 26.29        | 34.14        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>1485</b> | <b>1952</b> | <b>2489</b> | <b>3239</b> | 发行在外股份(百万股)      | 80           | 80           | 80           | 80           |
|                |             |             |             |             | ROIC(%)          | 38.3%        | 58.4%        | 66.3%        | 81.2%        |
|                |             |             |             |             | ROE(%)           | 13.0%        | 30.5%        | 31.2%        | 32.9%        |
|                |             |             |             |             | 毛利率(%)           | 62.6%        | 58.0%        | 54.3%        | 53.8%        |
|                |             |             |             |             | 销售净利率(%)         | 39.5%        | 37.6%        | 37.3%        | 37.1%        |
|                |             |             |             |             | 资产负债率(%)         | 12.9%        | 15.8%        | 15.5%        | 15.7%        |
|                |             |             |             |             | 收入增长率(%)         | 78.0%        | 211.8%       | 32.3%        | 37.3%        |
|                |             |             |             |             | 净利润增长率(%)        | 117.0%       | 196.9%       | 31.3%        | 36.6%        |
|                |             |             |             |             | P/E              | 140.33       | 47.26        | 36.00        | 26.36        |
|                |             |             |             |             | P/B              | 18.30        | 14.40        | 11.25        | 8.66         |
|                |             |             |             |             | EV/EBITDA        | 105.60       | 42.19        | 31.63        | 22.77        |

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>