



报告日期：2022年1月26日

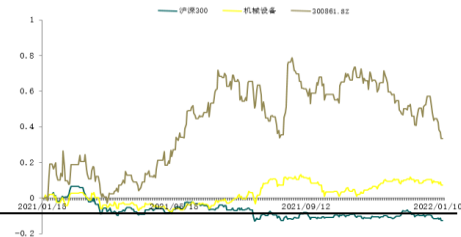
美畅股份（300861.SZ）：

公司竞争优势明显，晶硅切割耗材景气延续

公司评级：增持

52 周内高	91.6
52 周内低	48
总市值(百万元)	24748.6
流通市值(百万元)	10861.8
总股本(百万股)	400.0
A 股(百万股)	400.0
一已流通(百万股)	175.6
一限售股(百万股)	224.5
52 周内高	91.6

行业指数走势



投资要点：

- 公司恢复高速增长。**2022年1月11日，公司发布业绩预告，2022年归属于上市公司股东的净利润68,400万元-83,600万元，同比增长52.11%-85.91%。2019年受行业竞争以及531新政影响，公司产品售价大跌，在销量小幅增长的同时，收入利润大幅下降。2020年公司凭借出色的降本能力，实现净利润4.50亿元，同比增加10.30%，恢复增长。20年底至21年金刚线售价较为稳定，2021年前三季度公司实现销售毛利率56.81%，预计未来几年有望维持在约55%+的高位。
- 公司业务竞争优势明显。**1) 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。生产的金刚线已突破36 μ m，主流产品在40 μ m-42 μ m，保持行业领先地位。2) 从2017年以来一直保持市场份额领先地位，行业龙头地位稳固。3) 金刚线产品成本领先同业，拥有较好的定价能力，毛利率水平也大幅领先其他公司。
- 金刚切线业务有望保持快速增长。**1) 金刚切线业务需求高速增长。未来5年全球光伏装机将保持高速增长，细线化将增加单位硅片金刚切线用量。2) 公司产能持续扩张。2021年年底产能可达7000万公里，2022年还将有3000万公里产能达产，预计年底的年化产能将达1亿公里。3) 预计销售价格下降趋势将趋缓。在行业需求景气、金刚线成本占比变小、行业降本速度变慢的情况下，预计产品销售价格大幅下降的可能性较小。
- 盈利预测**
综合考虑金刚线业务未来需求增长以及公司市占率，预计2021-2023年公司金刚线销量分别为4300、6430、8420万公里，对应金刚线业务收入将达到17.5、23.5、29.2亿元。预计2021-2023年公司归母净利润为7.53、9.66、11.9亿元，同比增速分别为67.5%、28.3%、23.1%。对应市盈率为32.9、25.6、20.8倍。考虑行业景气度以及公司竞争优势，给予“增持”评级。

风险提示：行业竞争导致产品价格超预期下降；行业需求增长不及预期。

财务与估值指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1205	1766	2370	2943
归属净利润	449.7	753.1	966.0	1188.8
增长率(%)	10	67	28	23
每股收益 EPS(元)	1.1	1.9	2.4	3.0
市盈率(P/E)	55.04	32.86	25.62	20.82
市净率(P/B)	7.2	6.6	6.0	5.4

数据来源：公司公告，英大证券研究所

研究员：刘杰
执业编号：S0990521100001
电话：0755-83007043
E-mail：liujie@ydzq.sgcc.com.cn

目录

一、公司恢复高速增长	3
二、业务竞争优势明显	5
2.1 技术实力领先	5
2.2 市场规模领先	6
2.3 成本显著低于同业公司	6
三、金刚切线业务有望保持快速增长.....	7
3.1 行业需求快速增长	7
3.2 产能持续扩张	8
3.3 整合上游产业链，进一步控制成本	8
3.4 价格下降趋势将趋缓	8
四、盈利预测	9
五、风险提示	10
财务报表以及主要财务比率	11

图表目录

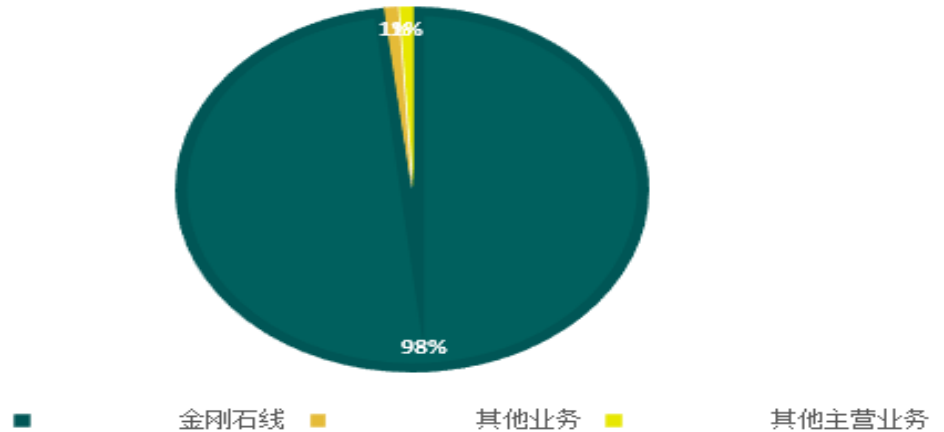
图表 1: 公司业务构成	3
图表 2: 营业收入恢复增长	4
图表 3: 单季度营业收入情况	4
图表 4: 归母净利润情况	4
图表 5: 单季度归母净利润	4
图表 6: 利润率情况	4
图表 7: 单季度利润率情况	4
图表 8: 期间费用率情况 (%)	5
图表 9: 期间费用率 (分项) 情况 (%)	5
图表 10: 经营现金流 (亿元)	5
图表 11: 单季度经营现金流 (亿元)	5
图表 12: 各公司金刚切线销量	6
图表 13: 各企业金刚线售价 (测算)	7
图表 14: 各企业金刚线成本 (测算)	7
图表 15: 毛利率比较 (%)	7
图表 16: 金刚线需求预测	8
图表 17: 公司金刚线平均单价及预测	9
图表 18: 公司金刚线业务销售预测	9
图表 19: 公司盈利预测	10

一、公司恢复高速增长

杨凌美畅新材料股份有限公司成立于2015年7月,是一家主要从事电镀金刚石线及其他金刚石超硬工具研发、生产、销售的高科技创新型企业,是目前全球生产规模最大、市场份额领先的金刚石线生产企业。2018年入选中国独角兽企业,成为陕西省首家独角兽企业。2020年8月24日在深圳证券交易所创业板上市。

公司主要产品是电镀金刚石线,通过一定的方法将金刚石微粉以一定的分布密度均匀的固着在高强度钢线基体上制成,通过与被切割物间高速磨削运动,来达到切割的目的。目前广泛应用在光伏产业(单晶、多晶硅切方切片),蓝宝石,磁性材料、陶瓷、水晶等硬脆材料的切割。金刚石线是光伏硅片的关键耗材,主要应用于硅棒截断、硅锭开方以及硅片切割。

图表 1: 公司业务构成



数据来源: 公司公告, WIND

2021年恢复高速增长

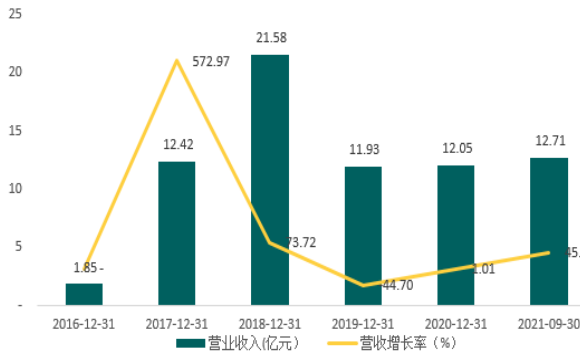
2022年1月11日,公司发布业绩预告,2022年归属于上市公司股东的净利润68,400万元-83,600万元,同比增长52.11%-85.91%;扣除非净利润61,200万元-74,800万元,同比增长49.10%-82.22%。

单晶硅替代多晶硅的技术更替中,金刚线的应用是其中的关键环节之一。金刚线也伴随着单晶崛起在2016-2018年迎来需求爆发,美畅股份作为金刚线龙头企业,技术领先,迅速收获大量订单,业绩快速增长。2019年,受国内需求放缓及行业产能持续扩张影响,产品价格持续下降,公司营收急剧下滑。

随着终端需求转好,产品单价下滑趋缓,2020年公司收入开始企稳回升,2021年随着行业景气,公司业务收入回归高速增长。2021年前三季度,公司实现收入12.71亿元,同比增加45.90%。

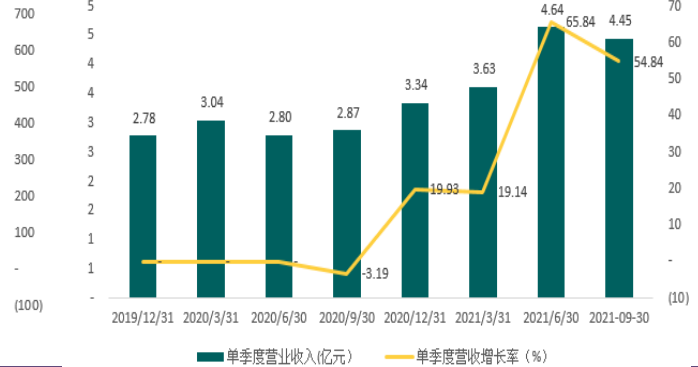


图表 2：营业收入恢复增长



数据来源：公司公告，WIND

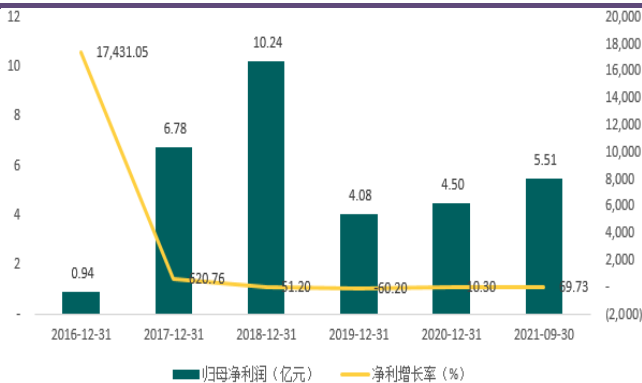
图表 3：单季度营业收入情况



数据来源：公司公告，WIND

同样在利润方面，2020年公司归母净利润4.50亿元，同比增加10.30%，重回增长轨道。2021年前三季度归母净利润5.51亿元，同比增加69.73%，业绩加速释放。

图表 4：归母净利润情况



数据来源：公司公告，WIND

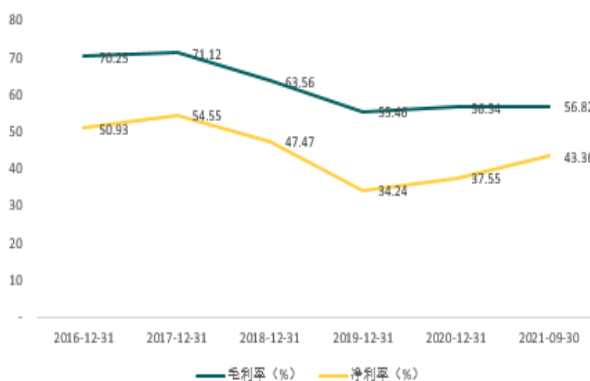
图表 5：单季度归母净利润



数据来源：公司公告，WIND

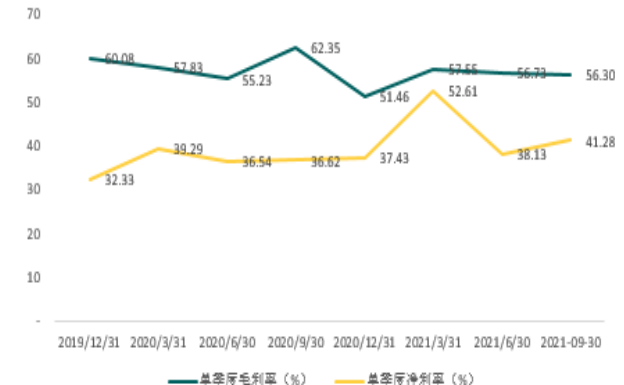
公司毛利率有望维持高位。受行业竞争以及531新政影响，公司销售毛利率2016年的70.25%持续下滑至2019年的55.46%。2020年公司凭借出色的降本，在产品平均价格下降26.7%的情况下维持了毛利率稳定。20年底至21年金刚线售价较为稳定，2021年前三季度公司实现销售毛利率56.81%，预计未来几年有望维持在约55%+的高位。

图表 6：利润率情况



数据来源：公司公告，WIND

图表 7：单季度利润率情况

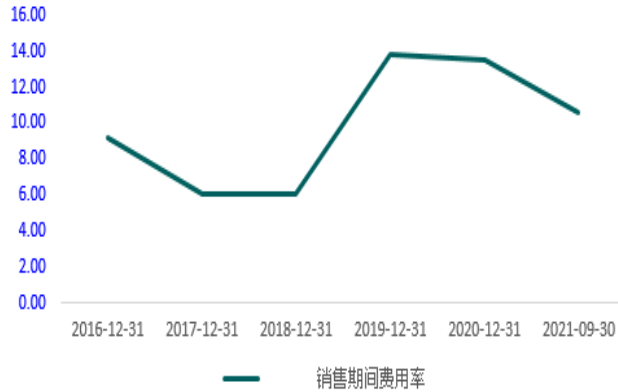


数据来源：公司公告，WIND



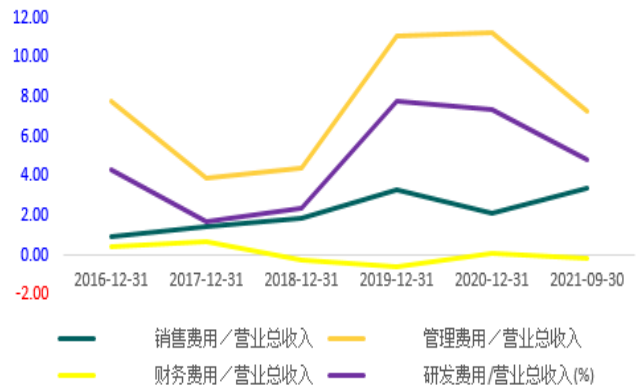
期间费用率有望进一步降低。公司费用管控相对稳健，2019年期间费用率明显提高，主要是因为2019年公司销量快速增长，但是售价降低，导致管理费用和研发费用稳步增长的同时收入出现大幅下滑。随着收入增长恢复，公司期间费用开始稳步下降，未来随着公司业务增长摊薄期间费用，费用率有望进一步降低。

图表 8：期间费用率情况（%）



数据来源：公司公告，WIND

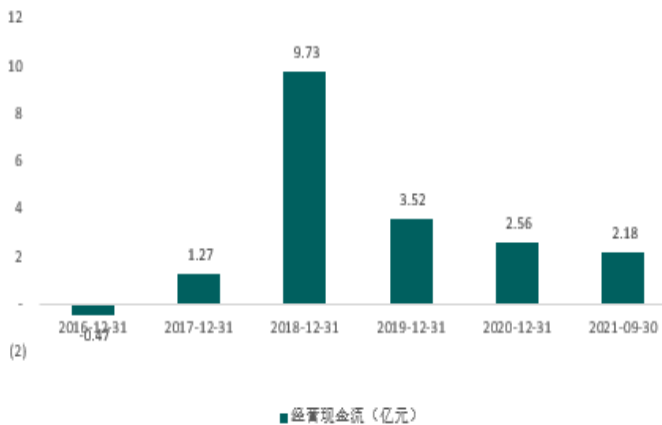
图表 9：期间费用率（分项）情况（%）



数据来源：公司公告，WIND

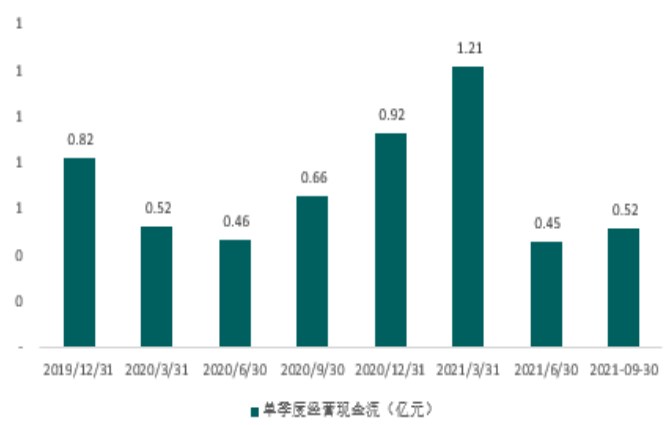
经营现金流量有待改善，但资产状况非常健康。虽然公司在细分领域竞争优势明显，但是由于下游客户较为集中，公司账期相对较长。但是下游客户多为行业巨头，盈利情况好，公司的应收账款多数通过质押给银行获得现金。另外公司货币资金以及金融资产占流动资产在60%以上，无带息负债，资产状况非常健康。

图表 10：经营现金流（亿元）



数据来源：公司公告，WIND

图表 11：单季度经营现金流（亿元）



数据来源：公司公告，WIND

二、业务竞争优势明显

2.1 技术实力领先

公司始终坚持以技术研发为核心，在电镀金刚石线生产的核心技术、工艺控制、装备制造等环节均拥有自主知识产权，掌握了包括电镀液配方、添加剂、金刚石预处

理、上砂、镀液在线处理等在内的金刚石线生产全套核心技术。公司打破行业技术惯性，首先推出“单机6线”生产设备，即单条生产线可同时电镀6条金刚石线，大幅增加生产效率。2020年后公司继续对“单机六线”生产线进行升级改造，实现产能提升与成本进一步下降。

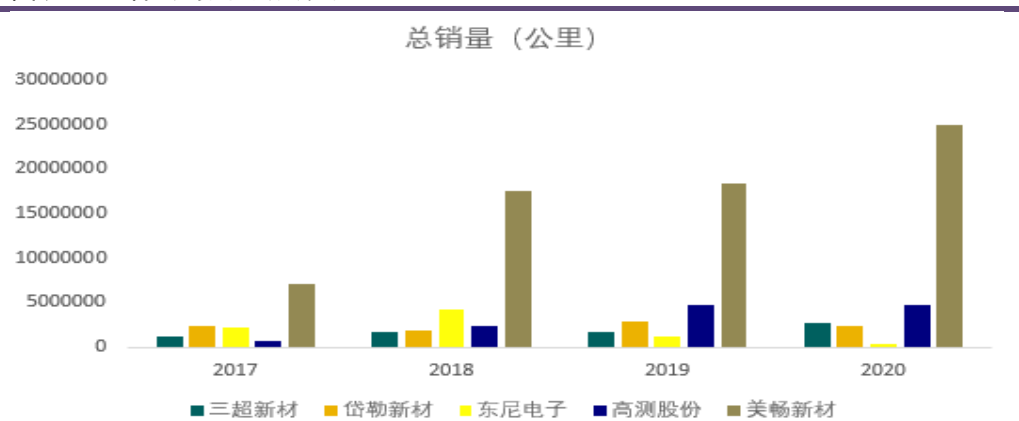
基于公司的电镀工艺及技术优势,公司产品在稳定性、切割质量、工艺适用性等方面均有较强的竞争优势。公司可生产的的金刚线已突破36 μm ，主流产品在40 μm -42 μm ，保持行业领先地位。今年以来公司相继推出了金刚线的“四新技术”（柔性切割、结构丝切割、单向切割、异形切割）为金刚线在硅片大尺寸及薄片化发展提供了有效的切片技术支持，也为金刚线在其他硬脆材料的切割应用奠定的技术基础。

2.2 市场规模领先

公司从2017年以来一直保持市场份额领先位置，2020年实现销量2484万公里，高于同行业主要上市公司销量之和，产销规模快速增长。2021年上半年，公司实现金刚石线销量1988万公里，第三季度金刚线销量1097.33万公里。根据我们的测算，预计市场份额超过50%，行业龙头地位稳固。

金刚线行业市场份额较为集中，主要有美畅股份、高测股份、三超新材、岱勒新材、三超电子、恒星科技等公司，其中美畅股份绝对领先，高测股份拥有一定竞争力，恒星科技正在扩充布局，其它企业在本轮金刚石线产品技术更新中已呈现掉队态势。

图表 12：各公司金刚切线销量



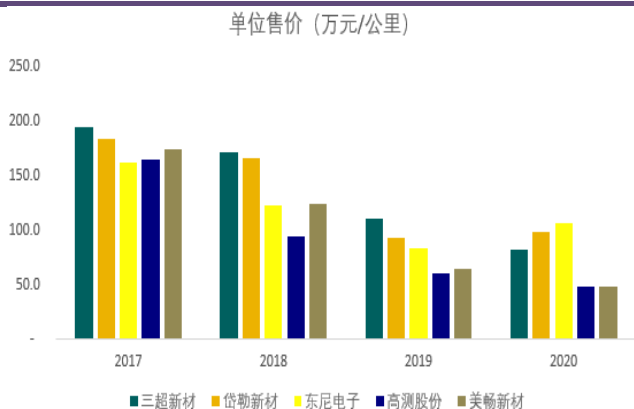
数据来源：公司公告，WIND

2.3 成本显著低于同业公司

根据各公司公告测算，2020年三超新材、岱勒新材、东尼电子、高测股份、美畅股份单位售价约为82元/公里、98元/公里、106元/公里、48元/公里、47.6元/公里；成本方面，2020年三超新材、岱勒新材、东尼电子、高测股份、美畅股份单位售价约为54元/公里、77元/公里、83元/公里、32元/公里、19.7元/公里。

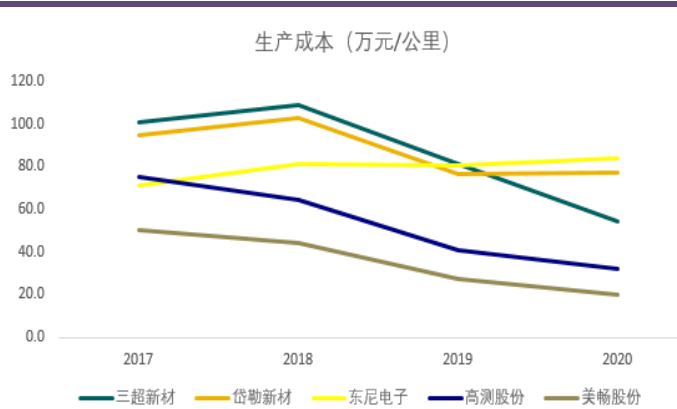
各上市公司产品金刚线单位成本以及售价差距大，主要因为美畅与高测的产品结构以细线（切片线）为主，三超新材、岱勒新材的产品以粗线（开方线等）为主，技术与成本方面的壁垒使得其他企业在细线领域受阻。

图表 13：各企业金刚线售价（测算）



数据来源：公司公告，WIND

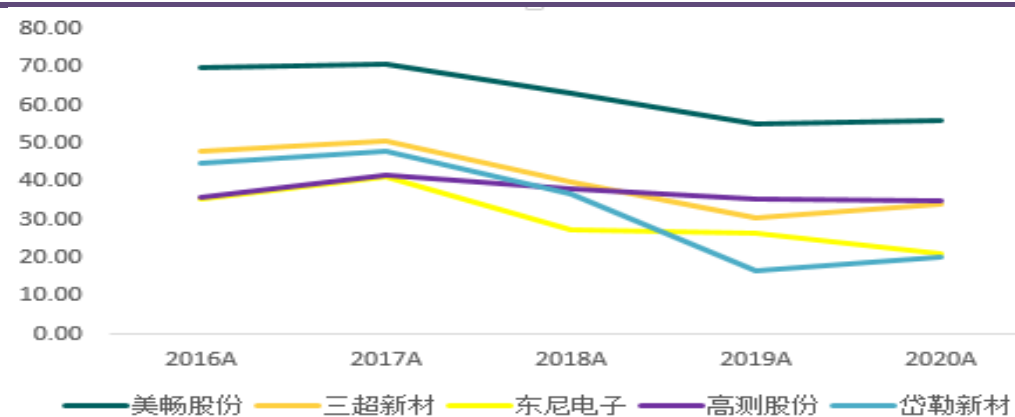
图表 14：各企业金刚线成本（测算）



数据来源：公司公告，WIND

考察产品结构相似的高测股份和美畅股份，两者单价基本保持统一水平。但是由于美畅股份的产品成本领先同业，所以拥有较好的定价能力，毛利率水平也大幅领先其他公司。

图表 15：毛利率比较（%）



数据来源：公司公告，WIND

三、金刚切线业务有望保持快速增长

3.1 行业需求快速增长

光伏产业高速发展。在全球碳中和趋势下，太阳能将被加速利用已无可争议。另外随着技术进步，光伏发电成本已经可以与传统火电进行竞争，并且其成本有望继续



下降，从经济性上，光伏也将必然实现快速发展。预计未来5年全球光伏装机将保持25%左右的年均增速。

细线化增加金刚切线用量。金刚切线细化可以减少硅料的切割损耗，尤其是在硅料价格较高的情况下，金刚切线细化发展越来越快。但是金刚线越细，其最小破断拉力也越小，且细线上附着的金刚石颗粒较小损耗快，导致金刚线的损耗量加大。随着金刚线细化，单位硅片所有耗材将响应提升。

N型电池将不影响金刚线的使用。HJT及TOPCon等N型技术迭代主要对电池片制造工艺造成较大冲击，对切割工艺冲击较小，预计不会对切割工艺造成较大冲击，因此预计金刚石线仍有望在较长时间内维持主流切割技术路线。

预计未来三年，金刚石线需求将维持30%以上复合增速。

图表 16：金刚线需求预测

	2021E	2022E	2023E	2024E
光伏终端装机 (GW)	158	220	275	345
硅片需求 (GW)	189.6	264	330	414
单 GW 线耗 (万公里)	40	42	44	46
金刚石线需求 (万公里)	7584	11088	14520	19044
增长率		46.20%	30.95%	31.16%

数据来源：集邦新能源，公司公告，CPIA，英大证券研究所

3.2 产能持续扩张

截至2021年6月，公司金刚石线年化产能达5300万公里；随着富海工业园的扩产产能全部达产，公司产能有望进一步提升。2021年年底产能可达7000万公里，2022年还将有3000万公里产能达产，预计年底的年化产能将达1亿公里。

3.3 整合上游产业链，进一步控制成本

公司原材料主要为母线、金刚石微粉、工字轮、镍等。公司业务不断向上游产业链延伸，逐步完成金刚石微粉、工字轮以及母线的自供，进而控制成本。

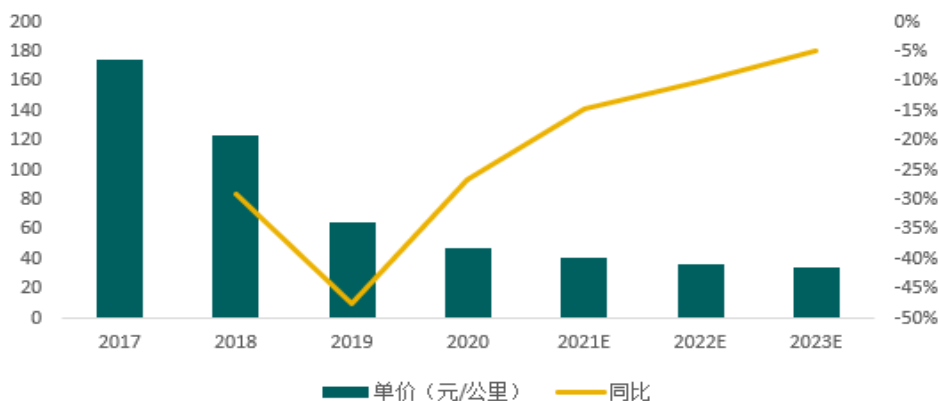
2018年，公司自主研发金刚石微粉破碎技术。2019年开始在机加车间自产部分价格较高的工字轮。

金刚石线的整体成本占比中，母线的占比达到40%以上。2020年，公司全资收购宝美升，正式实现母线的自主供应。生产母线主要材料黄丝方面，公司已正在投资建设年产6000吨金刚切割丝基材项目，首先建设项目一期年产2000吨金刚切割丝基材生产线，项目预留二三期扩建能力。项目投产后有利于实现黄丝自供，从而进一步降低母线成本。

3.4 价格下降趋势将趋缓

历史上金刚石线价格快速下降，导致行业增量不增利，预计未来两年，价格下降幅度将趋缓。一是光伏需求向好，尤其是硅片产能高，会对金刚线的价格形成一定支撑；二是金刚线占硅片成本较低，一般金刚石线占硅片成本约2%，在硅料大涨背景下，成本占比小于1%，总体看来金刚线面临来自下游的降价压力小；三是近年来行业降本速率减缓，来自供给端的价格战压力变小。总体看来，随着行业整体产能扩张以及成本下降，金刚线售价仍可能缓慢下降，但是价格大幅下降的可能性不大。

图表 17：公司金刚线平均单价及预测



数据来源：公司公告，英大证券研究所

四、盈利预测

金刚线业务假设

综合考虑金刚线业务未来需求增长以及公司市占率，预计2021-2023年公司金刚线销量分别为4300、6430、8420万公里；假设2021-2023年公司随着规模扩大以及技术进步带动成本下降12.3%、8%、5%，产品售价分别下降14.8%、10%、5%。21-23年公司金刚线业务收入将达到17.5、23.5、29.2亿元。

图表 18：公司金刚线业务销售预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
单价 (元/公里)	64.9	47.6	40.6	36.5	34.7
成本 (元/公里)	27.6	19.7	17.3	15.9	15.1
销量 (万公里)	1,830.1	2,484.0	4,300.0	6,430.0	8,420.0
毛利率	58%	59%	58%	57%	57%
收入 (百万元)	1,188.4	1,183.5	1,745.8	2,349.5	2,922.8

数据来源：公司公告，英大证券研究所

盈利预测

预计2021-2023年公司归母净利润为7.53、9.66、11.9亿元，同比增速分别为67.5%、28.3%、23.1%。对应市盈率为32.9、25.6、20.8倍。考虑行业景气度以及公司竞争优势，给予“增持”评级。



图表 19：公司盈利预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2157.86	1193.29	1205.32	1765.80	2369.53	2942.84
增长率(%)	73.72%	-44.70%	1.01%	46.50%	34.19%	24.20%
归属母公司股东净利润	1024.40	407.68	449.67	753.08	966.00	1188.83
增长率(%)	51.20%	-60.20%	10.30%	67.47%	28.27%	23.07%
每股收益 EPS(元)	2.56	1.02	1.12	1.88	2.41	2.97
市盈率(P/E)	24.16	60.71	55.04	32.86	25.62	20.82
市净率(P/B)	19.71	18.00	7.16	6.62	6.03	5.44

数据来源：公司公告，IFIND，英大证券研究所（股价日期 20220125）

五、风险提示

- 1、行业竞争导致产品价格超预期下跌。公司毛利率远超同业企业，如果竞争对手降本进程快，有引发产品价格超预期下跌的风险。
- 2、行业需求增长不及预期。光伏行业需求可能受到政策、消纳条件、电价等因素的扰动。



风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计相对强于市场表现15%以上
增持	预计相对强于市场表现5-15%之间
中性	预计相对于市场表现介于±5%之间波动
回避	预计相对弱于市场表现为5%以上