

# 300861 美畅股份 (300861)

## 薄片化和细线化迭代，金刚线龙头尽享成长 买入 (首次)

2022年05月13日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006  
chenyao@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002  
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,848	3,237	4,807	6,504
同比	53%	75%	48%	35%
归属母公司净利润 (百万元)	763	1,302	1,857	2,423
同比	70%	71%	43%	31%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.91	3.25	4.64	6.06
P/E (现价&最新股本摊薄)	39.68	23.26	16.31	12.50

### 投资要点

- 深耕硅片切割领域，全球金刚线龙头：**公司成立于2015年，从国产替代起步，持续深耕硅片切割，创新研发并扩大产能，目前已成为全球生产规模最大、盈利能力最强的金刚线生产企业。到2021年底公司金刚线产能7000公里，市占率61%，2021年公司综合毛利率55.2%，销售净利率41.3%，期间费用率低于行业平均水平，盈利能力强劲。公司低资产负债率、高加权净资产收益率，尽享成长属性。
- 金刚线细线化及硅片薄片化，推动金刚线需求增速高于光伏行业：**金刚线是切割环节的耗材，约占硅片非硅成本的7%，线径和品质对单位硅耗和薄片化起决定性作用。1) 随硅料价格高企及N型技术拓展，金刚线线径加速减细，36+38线占比由21年的20%提升至22Q1的65%；2) 硅片薄片化进程加速，主流厚度从21年的175μm降至22年的165μm，后续N型硅片将进一步推动减薄。细线化和硅片薄片化都对金刚线切割力要求提升，带来金刚线用量的大幅增加，单GW耗量从21年的33万公里提升至50万公里+，我们预计2022、2025年金刚线需求分别为1.42亿、4.06亿公里，年复合增长率约42%，行业增量空间广阔。
- 市场份额独占鳌头，技术革新行业拔群：**从行业格局来看，因前期价格竞争激烈，二线企业逐步出清，公司大规模扩产，稳坐龙头地位，2021年市占率61%。“单机十二线”技改完成后公司产能将达到1.2亿公里，我们预计公司长期市占率可达70%。同时公司注重研发投入，创新能力强，量产金刚线线径屡屡突破行业记录，加速整个行业的细线化进程。同时公司的金刚线稳定性好，切割良率高，饱受硅片厂商青睐。
- 多重优势叠加，盈利能力明显：**优势主要来自：1) 公司向上游供应链拓展，黄丝100%自供宝美升用于母线生产，目前母线自供率为30%左右，自供可降本15%左右，后续持续加码；2) 扩产速度大幅领先同业，“单机十二线”技改后将降本1元/公里左右，规模优势愈发凸显；3) 绑定隆基等硅片龙头，客户结构优质，集中度高；为客户提供定制化金刚线方案，不断满足客户降本增效需求，客户黏性高。因而我们预计公司金刚线高毛利率有持续性，将维持在50%以上，业绩确定性较强。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2022/2023/2024年营收32.37/48.07/65.04亿元，归母净利润13.02/18.57/24.23亿元，同比+71%/43%/31%，EPS为3.25/4.64/6.06元/股；由于公司龙头地位稳固，客户优质且集中，成本优势显著，我们给予公司2022年35倍PE，目标价113.75元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧、新增装机量不及预期、技术迭代风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	75.70
一年最低/最高价	53.90/88.55
市净率(倍)	7.04
流通 A 股市值(百万元)	15,262.38
总市值(百万元)	30,280.76

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.75
资产负债率(% ,LF)	11.01
总股本(百万股)	400.01
流通 A 股(百万股)	201.62

### 相关研究

## 内容目录

1. 深耕硅片切割领域，全球金刚线龙头 .....	5
1.1. 金刚线龙头，助力行业发展.....	5
1.2. 顺应行业变化，生产经营稳定.....	6
1.3. 营收与利润有所回升，利润率维持较高水平.....	7
2. 细线化叠加薄片化，金刚线增速甚于光伏 .....	9
2.1. 金刚线替代砂浆切割，助力光伏行业成长.....	9
2.2. 硅片厂商降本增效，细线化要求不断提高.....	12
2.3. 硅片薄片化趋势明确，金刚线增量 alpha 显著 .....	14
2.4. 光伏成长性凸显，带来金刚线广阔增量.....	15
3. 高市占叠加低成本，龙头地位牢不可破 .....	17
3.1. 市场份额独占鳌头，产能扩张一骑绝尘.....	17
3.2. 生产成本优势明显，盈利能力大幅领先.....	19
3.3. 多重优势累加，成长后劲充足.....	22
4. 盈利预测与估值 .....	25
4.1. 盈利预测.....	25
4.2. 估值对比及投资建议.....	26
5. 风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1: 美畅股份发展历程.....	5
图 2: “单机六线”生产技术.....	6
图 3: 公司股权结构稳定（截至 2022 年一季报）.....	6
图 4: 金刚线销量持续高增（万公里）.....	7
图 5: 金刚线在晶硅片切割领域的渗透率（%）.....	7
图 6: 公司历年收入构成.....	7
图 7: 公司历年营收及同比.....	8
图 8: 公司历年净利润及同比.....	8
图 9: 公司毛利率和归母净利率水平（%）.....	8
图 10: 公司期间费用控制能力强（%）.....	9
图 11: 各公司期间费用率（不含研发）比较（%）.....	9
图 12: 金刚线产业链在光伏产业链中的位置.....	10
图 13: 单晶硅片中非硅成本构成.....	10
图 14: 金刚线产业链发展历程.....	11
图 15: 公司金刚线销售均价.....	12
图 16: 2020 年金刚线企业竞争格局.....	12
图 17: 2021 年金刚线企业竞争格局.....	12
图 18: 硅料价格维持高位.....	13
图 19: 单晶硅片厚度发展趋势（ $\mu\text{m}$ ）.....	13
图 20: 金刚线母线直径的变化趋势（ $\mu\text{m}$ ）.....	13
图 21: 上游钨丝厂商相关布局公告.....	14
图 22: N 型技术将逐渐占据更大的市场份额（%）.....	15
图 23: 38 $\mu\text{m}$ 、40 $\mu\text{m}$ 金刚线切割不同厚度 182 硅片时的单片线耗（米/片）.....	15
图 24: 2022 年中国硅片产量预计将超过 293GW.....	16
图 25: 全球长期光伏空间测算（GW）.....	16
图 26: 金刚线行业需求测算.....	17
图 27: 各金刚线历年销量对比（万公里）.....	18
图 28: 市场占有率水平总体保持向上（%）.....	18
图 29: 公司金刚线产能远超同行业竞争者（万公里）.....	19
图 30: 各厂商单位人工成本比较（元/公里）.....	19
图 31: 各厂商单位制造成本比较（元/公里）.....	19
图 32: 各厂商单位原材料成本比较（元/公里）.....	20
图 33: 2022 年一季度公司金刚线的成本构成.....	21
图 34: 生产成本逐年下降（元/公里）.....	21
图 35: 可比公司毛利率对比（%）.....	22
图 36: 可比公司销售净利率对比（%）.....	22
图 37: 部分金刚线厂商生产效率.....	22
图 38: 前五大客户销售占比（%）.....	23
图 39: 公司历年研发费用和研发费用率.....	24
图 40: 公司历年资产负债率和净资产收益率（加权）（%）.....	25
图 41: 公司历年资本结构.....	25
图 42: 美畅股份盈利预测.....	26

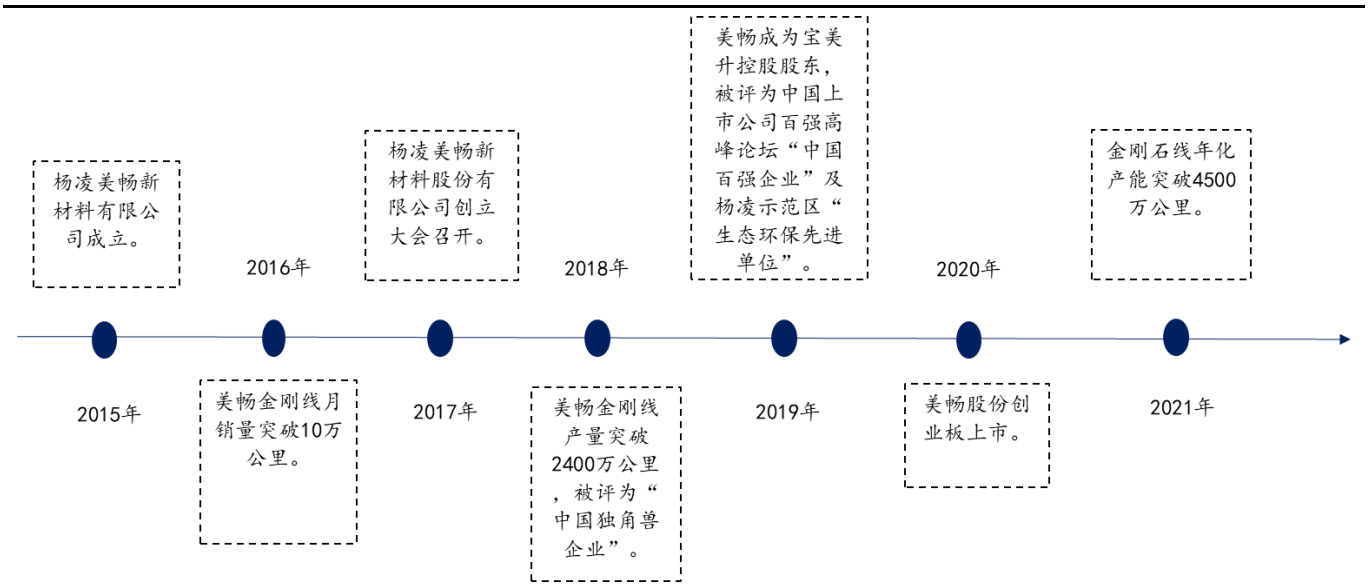
图 43: 可比公司估值 (2022 年 5 月 12 日收盘价) ..... 26

## 1. 深耕硅片切割领域，全球金刚线龙头

### 1.1. 金刚线龙头，助力行业发展

**金刚线行业龙头，国产化践行者。**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、盈利能力较强的金刚线生产企业。创始技术团队于 2010 年开始投入金刚线研发，依靠技术创新快速实现行业领先，美畅成为金刚线国产替代的主力厂商，使得金刚线在光伏领域得以大规模应用，光伏硅片的生产成本也由此大幅降低，推动了我国光伏行业的降本增效和快速发展。

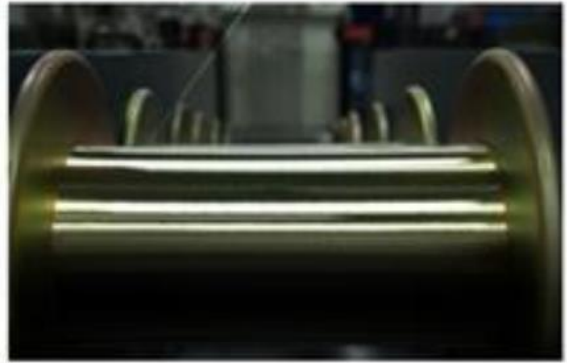
图1: 美畅股份发展历程



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

**公司始终坚持以技术研发为核心。**公司在电镀金刚线生产的核心技术、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线生产全套核心技术。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；公司自主研发的“单机六线”生产线工艺国际领先，生产效率更高，是公司能够在较短时间内实现产能快速扩张的重要因素。后技术升级为“单机九线”，于 2022 年 4 月底现有生产线再次全部升级为“单机十二线”。

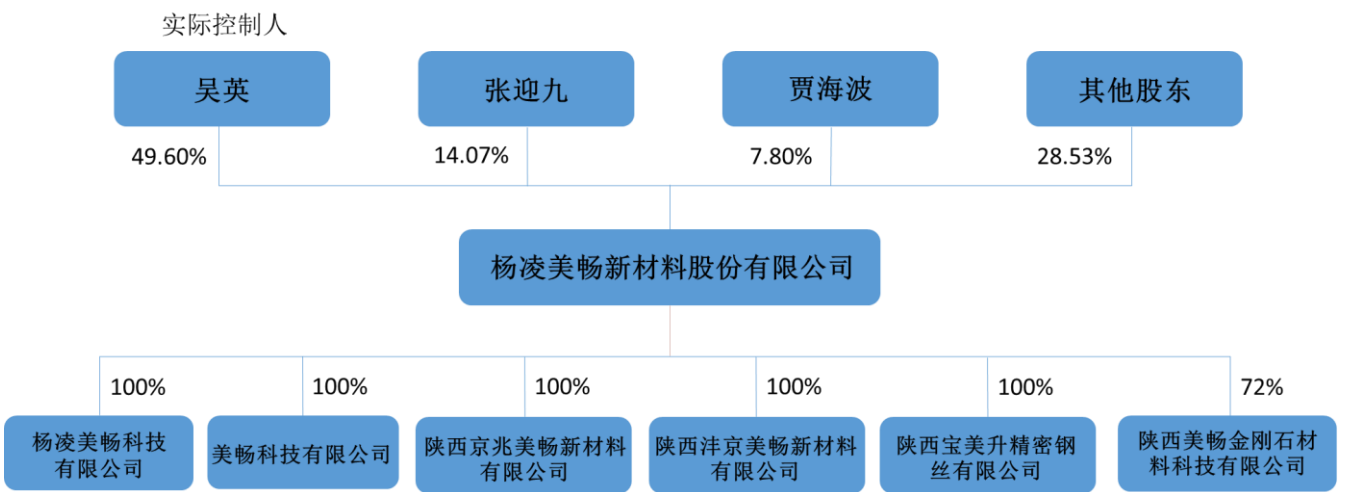
图2: “单机六线”生产技术



数据来源: 招股说明书、东吴证券研究所

公司股权结构稳定, 产业链布局完善。公司股权集中, 董事长吴英持有公司 49.60% 的股份, 为公司实际控制人。公司第二和第三大股东张迎九和贾海波分别持股 14.07% 和 7.80%。公司管理层技术背景雄厚, 有丰富的产业经验和管理能力, 有助于把握公司重大战略方向, 继续保持行业领先地位。公司下设五家全资子公司和一家控股子公司, 全面布局金刚线生产链。

图3: 公司股权结构稳定 (截至 2022 年一季度)



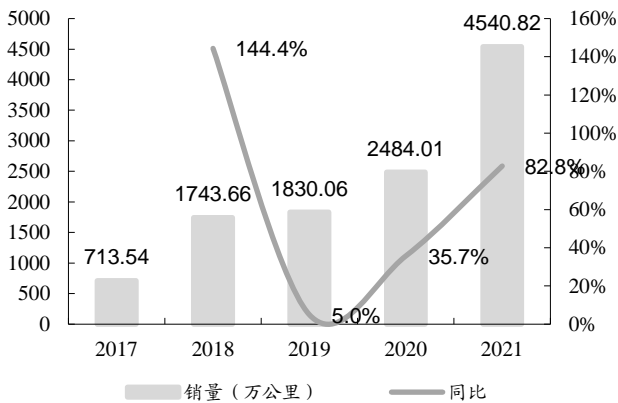
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

### 1.2. 顺应行业变化, 生产经营稳定

公司的主要产品为电镀金刚线, 目前 95% 以上的产品是用于光伏晶硅片的切割。公司产品的销量主要受下游光伏行业新增装机量以及金刚线在晶硅片切割领域的渗透

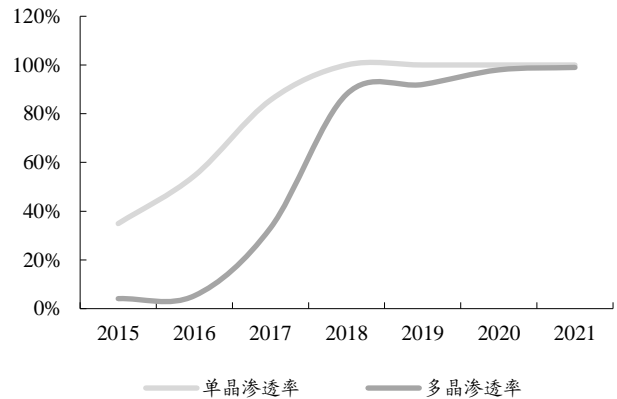
率影响。2015-2017 年，受组件成本下降的有利影响，我国光伏新增装机量年复合增长率达 87.81%；与此同时，金刚线在国产化后由于价格相比依靠进口时期大幅下降，金刚线在单晶硅片切割领域迅速替代传统游离磨料砂浆切割工艺，渗透率快速提高，受双重利好影响，金刚线需求在 2015-2017 年期间市场需求呈几何式增长。在多晶领域，随着多晶的黑硅技术成熟，多晶硅片的制绒问题得到解决，多晶厂商在 2017 年下半年开始大规模使用金刚线切割工艺，金刚线市场需求进一步快速增长。但由于单晶硅片具有更高的转化效率，随着单多晶硅价差缩小，2019 年以后单晶硅市场份额再度回升，2020 年单晶硅片渗透率更是达到了 90%，公司多晶硅切割线营收占比会进一步下滑。同时公司也在积极探索其他金刚线的应用领域。

图4: 金刚线销量持续高增 (万公里)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5: 金刚线在晶硅片切割领域的渗透率 (%)



数据来源：ITRPV，东吴证券研究所

图6: 公司历年收入构成

按用途分类	2018年		2019年		2020年		2021年		
	营业收入 (亿元)	占比	营业收入 (亿元)	占比	营业收入 (亿元)	占比	营业收入 (亿元)	占比	
晶体硅切片金刚线	单晶硅切割线	6.98	32.33%	7.74	64.86%	11.83	98.19%	18.24	98.72%
	多晶硅切割线	14.56	67.49%	4.05	33.94%				
其他	0.04	0.18%	0.14	1.20%	0.22	1.81%	0.24	1.28%	
合计	21.58	100.00%	11.93	100.00%	12.05	100.00%	18.48	100.00%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 营收与利润有所回升，利润率维持较高水平

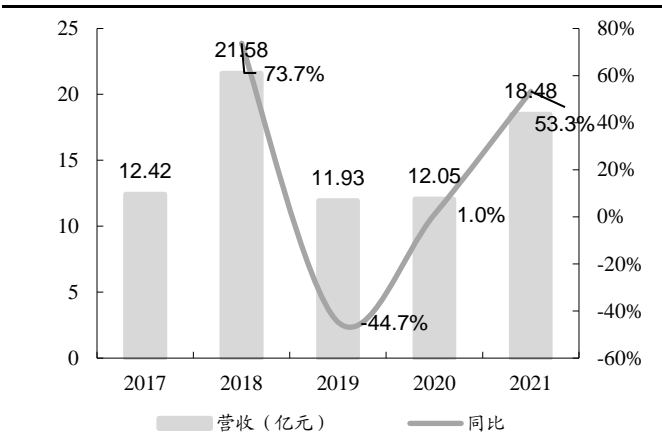
2016-2018 年期间，因公司产能快速释放，使得营收与归母净利润快速提升，2018 年营收与归母净利润分别达 21.58 亿元、10.24 亿元，同比增长 73.7%、51.2%。

2019 年，由于“531”政策导致下游需求减少，且前期众多金刚线厂商进入行业，使得行业出现供过于求的竞争局面，金刚线价格快速下降，从而导致公司的营收与归母

净利润大幅下降至 11.93 亿元、4.08 亿元，同比下降 44.7%、60.2%。同时价格的下降也导致公司利润率有所下降，2019 年公司毛利率为 55.5%，较同期-8.1pct。

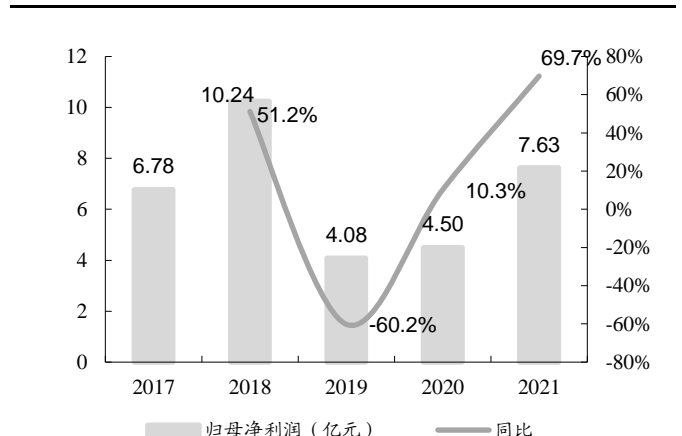
2020 年以来，受益于下游需求旺盛且金刚线价格逐渐平稳，公司营收与利润均有所回升，2020 年营收、归母净利润为 12.05 亿元、4.50 亿元，同比提升 1.0%、10.3%。2021 年受益于光伏平价时代来临与国家双碳政策支持，光伏迎来高景气周期，公司快速扩产，营收、归母净利润分别为 18.48 亿元、7.63 亿元，同比提升 53.3%、69.7%，毛利率为 55.2%，继续保持在较高水平。

图7：公司历年营收及同比



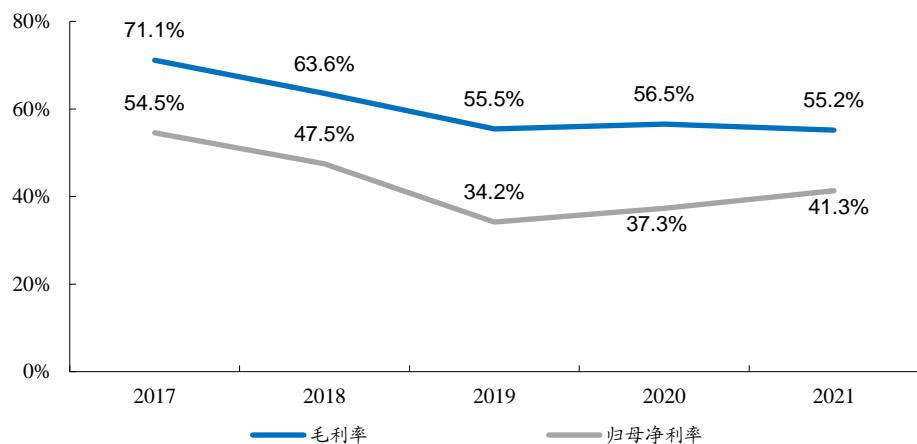
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：公司历年净利润及同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：公司毛利率和归母净利率水平 (%)



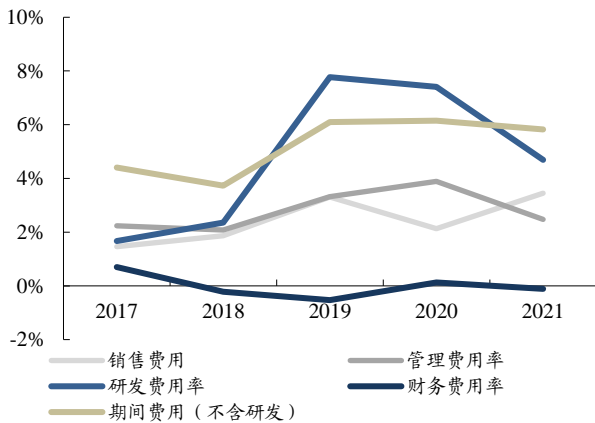
数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司期间费用率低，费用控制能力强。公司持续进行研发投入，因而研发费用较高，不含研发的期间费用率较低，2021 年公司期间费用率（不含研发）为 5.82%，相比 2020

年的 6.15%下降了 0.33pct，期间费用控制能力较强。

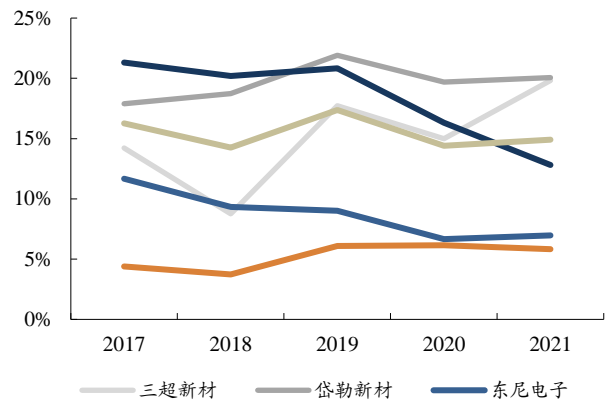
公司期间费用率大幅低于同行业其他公司平均值。一方面是因为公司营收规模远高于可比公司，同时公司主营业务集中于金刚线且市场地位持续全球领先，因此在销售费用、管理费用等科目上均具有规模递减的特征；另一方面，公司盈利能力强劲，资产负债率较低，基本不存在财务费用。

图10: 公司期间费用控制能力强 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 各公司期间费用率 (不含研发) 比较 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

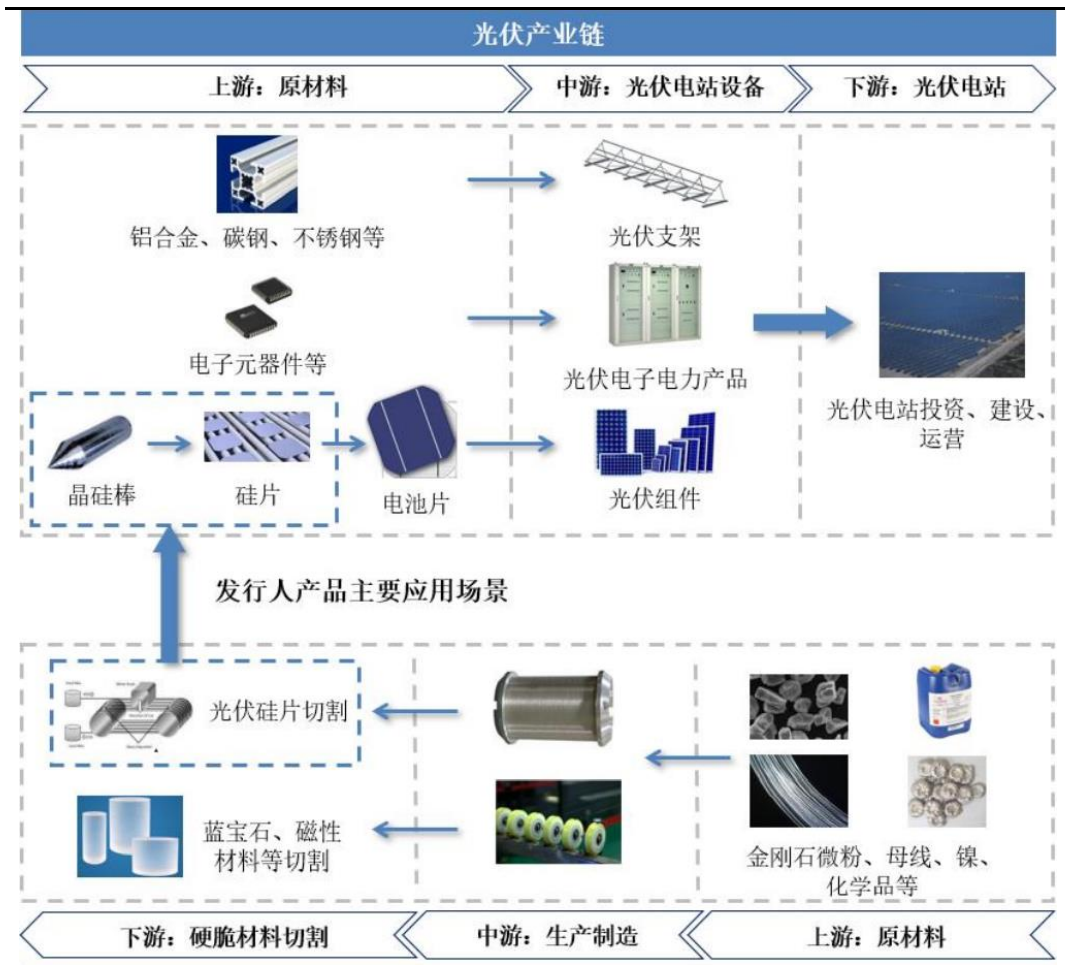
## 2. 细线化叠加薄片化，金刚线增速甚于光伏

### 2.1. 金刚线替代砂浆切割，助力光伏行业成长

金刚线用于硅片生产环节切割硅片。光伏产业链主要包括硅料、硅片、晶硅电池片、光伏组件、光伏发电系统 5 个环节。上游为硅料的采集、硅片的生产环节；中游为晶硅电池片、光伏组件的生产环节；下游为光伏发电系统的集成与运营环节。其中，硅片切割是硅片生产环节的主要工序，金刚线可用于硅棒截断、硅锭开方、硅片切割，其切割性能直接影响硅片的质量及光伏组件的光电转换性能。

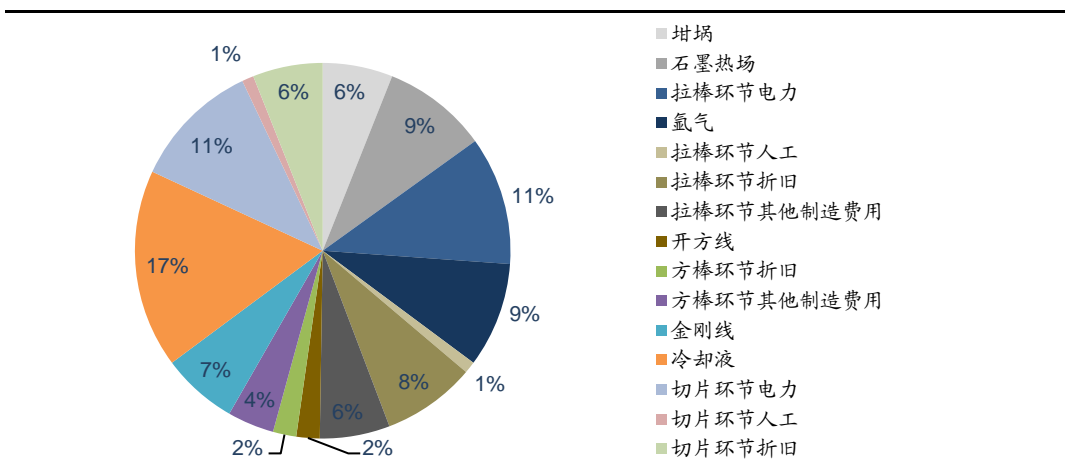
金刚线占单晶硅片的成本比重仅 1%，占非硅成本 7%左右。虽然成本占比较小，但金刚线线径和品质是减少切割损失、实现硅片薄片化以及提升良率的关键，对单位硅耗有决定性作用。

图12: 金刚线产业链在光伏产业链中的位置



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图13: 单晶硅片中非硅成本构成



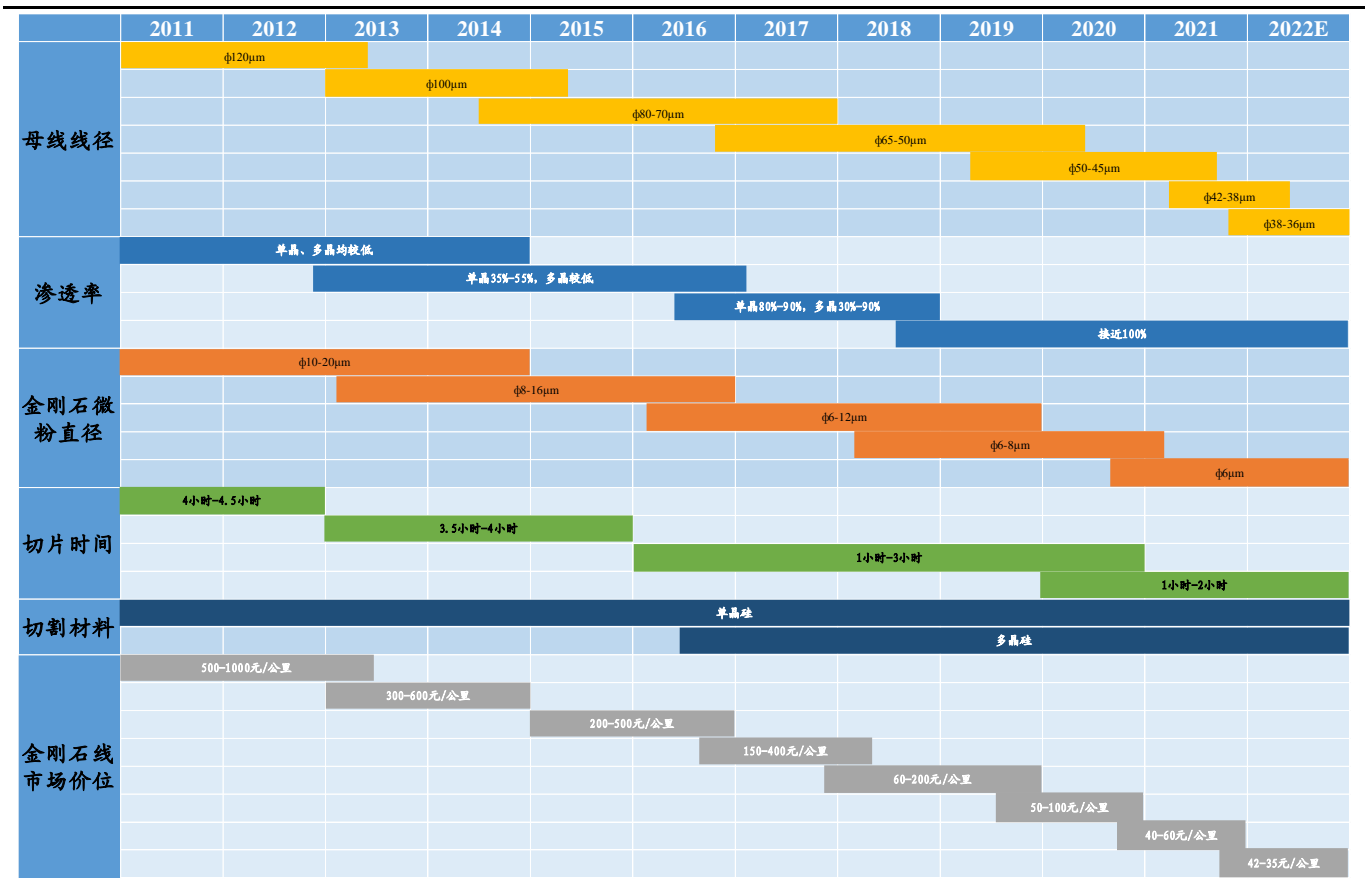
数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

晶硅切割技术不断发展，金刚线技术优势明显。硅片切割方法经历了内圆锯切割、

游离磨料砂浆切割、金刚线切割的技术升级路线，其中每一步改进都带来了原材料利用率、切割效率的提升和硅片单位切割成本的降低。金刚线切割技术作为近几年出现的新切割技术，相比于游离磨料砂浆切割方式，具有切割速度快（4-5倍切割速度）、出片率高（多出15%-20%硅片）、环境污染小等方面的优势。

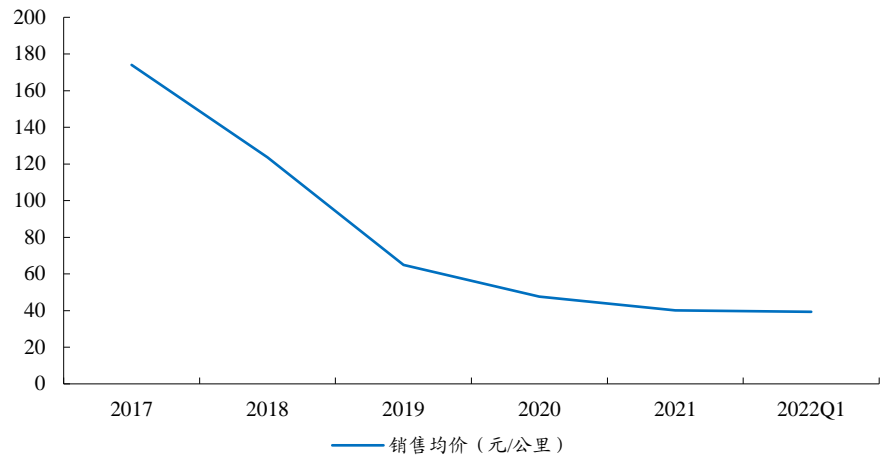
国产化替代之后，价格不断下降，助力光伏行业降本增效。国内厂商在技术及产能上完成金刚线的国产替代之后，产品价格迅速降低，截至2022年一季度，金刚线龙头美畅股份的均价已下降至39.31元/公里。大幅降低了硅片生产企业的生产成本，提高光伏装机收益率，进而推动光伏行业装机量相应增长。目前，主要的单、多晶硅片生产厂商已全面采用金刚线切割工艺，渗透率接近100%。

图14：金刚线产业链发展历程



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

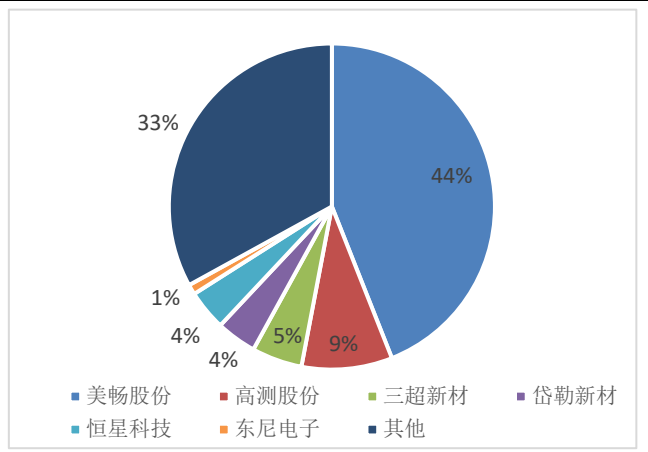
图15: 公司金刚线销售均价



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

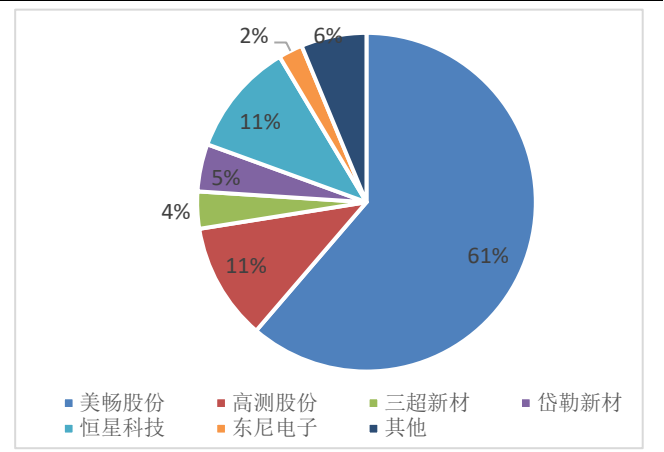
目前金刚线呈现“一家独大”竞争格局。随着金刚线行业经过两年的降价出清, 市场集中度有所提升。2020年光伏金刚线CR5约为66%, 2021年CR5高达92%。其中, 美畅股份市占率大幅领先, 行业内其他厂商虽然也具一定竞争力, 但是与龙头美畅股份难以匹敌。

图16: 2020年金刚线企业竞争格局



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图17: 2021年金刚线企业竞争格局

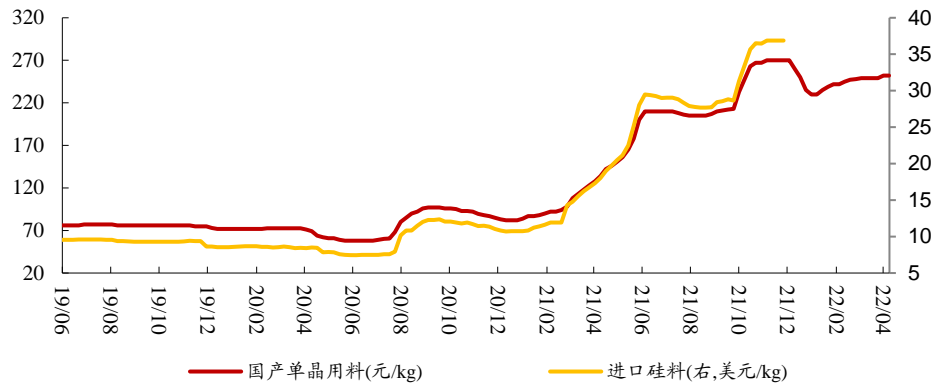


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2.2. 硅片厂商降本增效, 细线化要求不断提高

细线化带来切割过程硅耗的降低。由于自2021年以来硅料价格较高, 下游硅片厂商要求更细线径的产品以最大程度降低切割过程中硅的损耗。金刚线线径越细, 锯缝越小, 切割时产生的锯缝硅料损失越少, 同样一根硅棒可切割加工出的硅片数量越多。

图18: 硅料价格维持高位

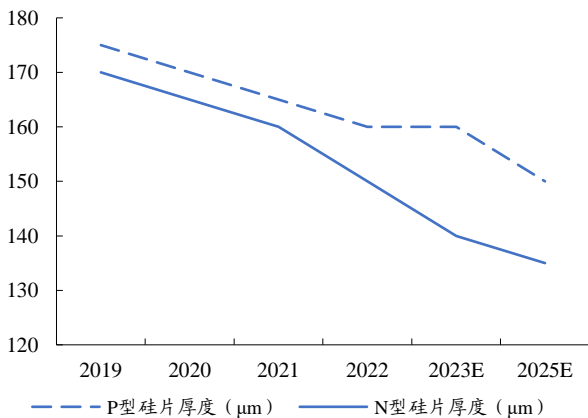


数据来源: Solarzoom, 东吴证券研究所

厚度的降低有利于降低硅片单片成本,对金刚线的线径有了更高的要求。出于对降本考虑,当前硅片企业普遍将薄片化作为重点研发方向。减小硅片厚度可提高每公斤单晶出片率、提升切片产量。同时,相同切割工艺下,金刚线越细,电镀在钢线基体上的金刚石微粉颗粒越小,切割加工时对硅片的表面损伤越小,硅片表面质量越好,硅片TTV等质量指标表现也就越好,有利于提升硅片的良率。

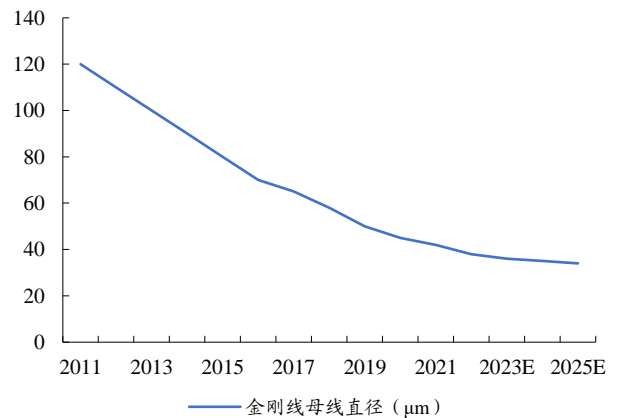
目前P型单晶硅片薄片化经历了350 μm、250 μm、220 μm、200 μm、180 μm等多个节点,平均厚度达175 μm,2021年底已降至165 μm,2022年有望达到160 μm。作为下一代电池片衬底的N型硅片,2021年厚度降至160 μm,目前已经具备120-140 μm的薄片技术,远期有望达到100-120 μm。

图19: 单晶硅片厚度发展趋势 (μm)



数据来源: CPIA, 东吴证券研究所

图20: 金刚线母线直径的变化趋势 (μm)



数据来源: 招股说明书, CPIA, 东吴证券研究所

**高碳钢丝线径接近极限，钨丝替代是行业发展的新方向。**下游硅片厂商对于金刚线细线化的要求越来越高，36  $\mu\text{m}$  和 38  $\mu\text{m}$  金刚线占比由 2021 年的 20% 提升至 2022 年一季度的 65%。然而目前金刚线线径已逐渐接近极限，进一步细线化需要改变金属材质。钨丝是高碳钢丝的主要替代品，优势有：1) 线径更小，可以切出较薄的硅片，符合光伏行业薄片化发展趋势，且有利于节省硅料成本；2) 破断力高，切割速度快，有利于提高企业生产效率；3) 钨丝的耐用性能好，能减少金刚线的损耗。但是，钨丝最终能否全面取代碳钢丝，仍需要后续市场验证。其需要解决的核心问题就包括钨丝的成本问题，其价格目前是碳钢丝的 2 倍左右，严重压缩生产企业的盈利空间。

目前，上游钨丝厂商均已开始相关布局。继厦门钨业拟投资 8.4 亿元建设 600 亿米光伏用钨丝生产线项目公告之后，中钨高新也发布公告，拟新增年产 100 亿米光伏行业用钨丝产能，旨在满足未来光伏发电产业对钨丝的需求。

图21：上游钨丝厂商相关布局公告

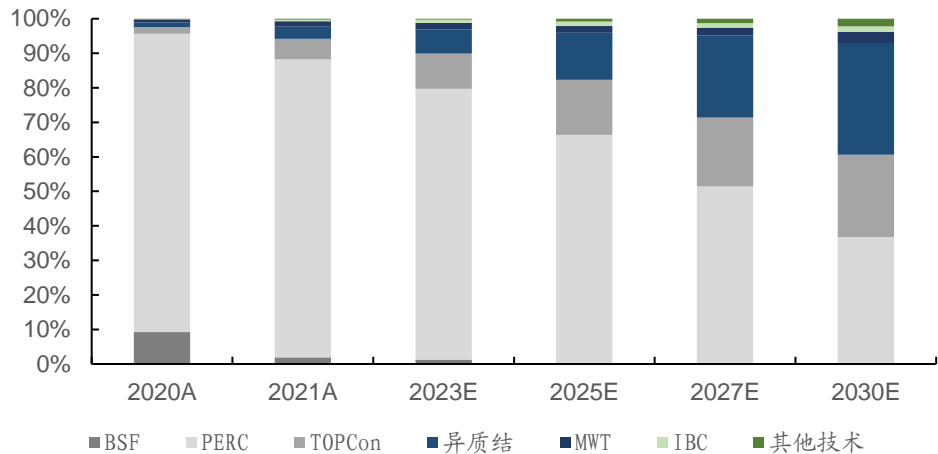
公司名称	项目名称	项目投资	项目计划
厦门钨业	600 亿米光伏用钨丝生产线项目	8.4 亿元	2022 年 3 月启动，公司计划于 2023 年上半年完成项目建设
中钨高新	年产 100 亿米钨丝扩能改造项目	1.0 亿元	项目建设期为 9 个月

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.3. 硅片薄片化趋势明确，金刚线增量 alpha 显著

**TOPCon 性价比显现，助力 N 型硅片薄片化。**TOPCon 电池参数优异，可基于 PERC 工艺升级，且就 2021 年头部厂推出的 TOPCon 产品来看，参数性能显著优于 PERC，已经具备显著性价比优势，同时头部组件企业已启动量产布局、下游业主接受度在持续提升，产品迎来渗透率初步提升。而随着未来降本技术的继续推进，同时产能释放带来的规模效应，将持续拉大 N 型组件的优势地位，市场份额有望快速提升至主流水平。作为 TOPCon 电池的衬底，N 型硅片由于其良好的延展性，相比 P 型更容易实现减薄，厚度较 P 型有较大下降空间。

图22: N型技术将逐渐占据更大的市场份额(%)



数据来源: CPIA, 东吴证券研究所

**更薄硅片的切割带来金刚线线耗的增加。**更薄的硅片意味着更细的金刚线线径,且对金刚线的切割力有更高的要求。目前行业主流产品直径在 $38\mu\text{m}$ ~ $42\mu\text{m}$ 之间,并逐步向 $35\mu\text{m}$ 渗透。随着金刚线直径越来越细,附着在其母线上的金刚砂颗粒越小,其切割能力越小,切割单片硅片所需要的金刚线越长。同时,线径越细,切割对硅片的表面损伤越小,硅片表面质量越好,硅片良率高。因此,细线化意味着更多的线耗。

随着高碳钢丝的线径逐步接近极限,其线耗在加速增加,我们预计未来金刚线的需求有望在光伏装机增长的基础上进一步放量。因此,基于硅片薄片化的趋势,金刚线的需求增速大于光伏装机的增速,充分享受alpha带来的行业增量。

图23:  $38\mu\text{m}$ 、 $40\mu\text{m}$ 金刚线切割不同厚度182硅片时的单片线耗(米/片)

	182 硅片					
	170	170	165	165	160	145
硅片厚度( $\mu\text{m}$ )	170	170	165	165	160	145
金刚线线径( $\mu\text{m}$ )	45	40	40	38	38	38
单片线耗(米/片)	2.1	3.0	3.3	3.9	4.2	5.0

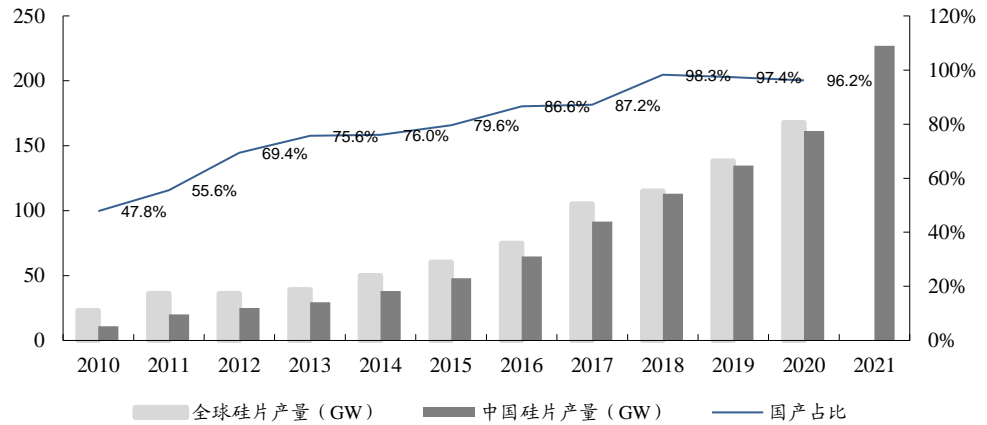
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

#### 2.4. 光伏成长性凸显,带来金刚线广阔增量

**全球硅片产量稳定增长,中国企业占比持续爬升。**2010年开始以保利协鑫为代表的多晶硅龙头逐步往下游延伸涉足硅片制造领域。2017年底开始单晶渗透率快速提升,以单晶龙头隆基为代表的专业化厂商持续加码产能布局,同时一体化组件企业晶澳、晶科等也纷纷开始扩大硅片产能以加速行业降本。2020年开始非传统单晶企业继续挺进硅

片市场，如上机数控、京运通等。2021 年中国硅片产量 227GW，同比增长 40.7%。我们预计 2022 年中国硅片产量将超过 293GW。

图24：2022 年中国硅片产量预计将超过 293GW



数据来源：CPIA，东吴证券研究所

光伏成长性凸显，我们预计 2030 年需求超 1400GW。由于光伏资源禀赋优异、光伏全球平价到来，成本仍在快速下降，且匹配储能发展，碳减排、碳中和目标的实现，电力行业减排、发电结构的改善需要依赖低成本高效率的光伏的来实现，光伏将从辅助能源成长为主力能源，带来行业广阔增量空间。全球范围来看，我们预计 2025 年光伏新增装机达 485GW，2030 年光伏新增装机达 1400GW。

图25：全球长期光伏空间测算 (GW)

电力能源结构	发电量:世界 (TWh)	YOY	光伏发电量 (TWh)	光伏累计装机量 (MW)	光伏利用小时数	光伏占发电总量的比例	光伏新增 (GW)	光伏新增发电量占比 (GW)	YOY
2015	24286.9	1.5%	260.0	224933	1298.5	1.1%	47	17%	22.4%
2016	24956.9	2.8%	328.2	301562	1246.7	1.3%	75	10%	59.4%
2017	25676.6	2.9%	442.6	401682	1258.8	1.7%	99	16%	32.5%
2018	26614.8	3.7%	584.6	504082	1290.9	2.2%	104	15%	5.6%
2019	27004.7	1.5%	724.1	619082	1289.4	2.7%	115	36%	10.1%
2020	27463.7	1.7%	889.4	749164	1300.0	3.2%	130	36%	13.1%
2021E	28013.0	2.0%	1077.8	908930	1300.0	3.8%	160	34%	22.8%
2022E	28685.3	2.4%	1338.6	1150483	1300.0	4.7%	242	39%	51.2%
2023E	29402.5	2.5%	1697.2	1460571	1300.0	5.8%	310	50%	28.4%
2024E	30146.3	2.5%	2151.0	1848588	1300.0	7.1%	388	61%	25.1%
2025E	30918.1	2.6%	2718.2	2333238	1300.0	8.8%	485	74%	24.9%
2026E	31718.9	2.6%	3422.9	2932719	1300.0	10.8%	599	88%	23.7%
2027E	32572.1	2.7%	4294.0	3673477	1300.0	13.2%	741	102%	23.6%
2028E	33458.1	2.7%	5370.5	4588785	1300.0	16.1%	915	122%	23.6%
2029E	34378.2	2.8%	6700.9	5720338	1300.0	19.5%	1132	145%	23.6%
2030E	35333.9	2.8%	8346.7	7120689	1300.0	23.6%	1400	172%	23.8%

数据来源：BP，东吴证券研究所

结合我们预计的光伏装机量，叠加薄片化带来的行业 alpha，对金刚线需求量进行测算。由于线耗随硅片面积成比例提升，我们以主流 182 尺寸为例，假设 21/22/23/24/25 年 182 硅片平均厚度分别为 175/165/160/150/145mm，金刚线的平均线径为 40/38/36/36/35  $\mu\text{m}$ ，单片金刚线线耗为 2.4/3.8/4.4/4.9/5.4 米，182 硅片单片功率分别为 7.35/7.52/7.68/7.85/8.02W，则对应单瓦金刚线线耗分别为 0.33/0.50/0.58/0.62/0.67 米。我们预计 2022 年光伏硅片切割用的金刚线需求为 1.42 亿公里，2025 年可达 4.06 亿公里，年复合增速可达 42%。如若金刚线线径突破 34  $\mu\text{m}$  极限，则需求量可再次上升，需求空间十分广阔。

图26：金刚线行业需求测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球光伏新增装机量 (GW)	163	240	315	403	504
容配比	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
硅片需求量 (GW)	227	283	378	484	605
单GW线耗 (KM/GW)	33	50	58	62	67
总金刚线需求量 (万公里)	7491	14160	21735	30046	40563
增速	-	89.0%	53.5%	38.2%	35.0%

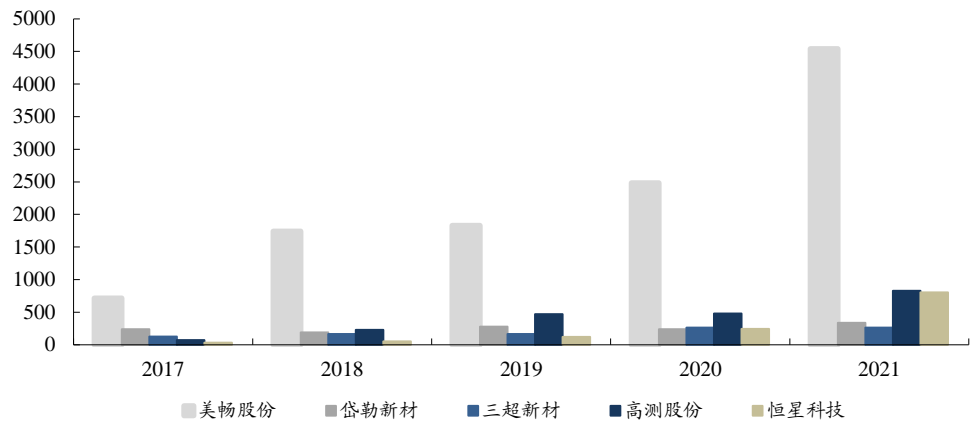
数据来源：CPIA，公司公告，东吴证券研究所

### 3. 高市占叠加低成本，龙头地位牢不可破

#### 3.1. 市场份额独占鳌头，产能扩张一骑绝尘

**紧抓工艺转换契机，一举奠定龙头地位。**公司凭借产品的质量及性能优势，通过产能的迅速扩张，抓住了金刚线国产化后下游光伏企业转换切割工艺的市场契机，先后与隆基股份、保利协鑫、晶科能源、阿特斯光伏等国内大型太阳能光伏企业建立了良好合作关系，占据了较高的市场份额。自 2017 年开始，公司一直在行业中保持强势的领先地位。到目前为止，金刚线行业呈现“一家独大”的竞争格局，美畅股份金刚线销量大幅领先其他金刚线企业，龙头地位不可撼动。

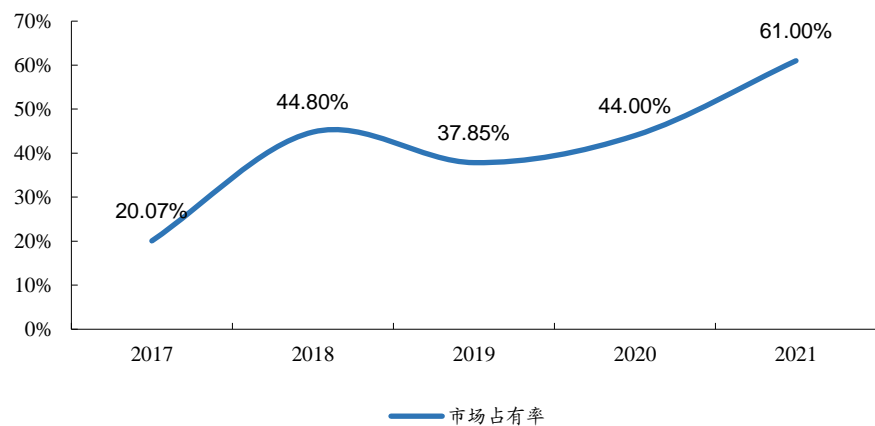
图27: 各金刚线历年销量对比 (万公里)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**顺应行业变化, 市占率总体保持提升。**经历金刚线国产化替代与光伏“531 新政”后, 金刚线大幅降价, 二线企业逐步出清。公司基于对光伏行业高景气的判断, 坚持大规模扩产, 公司表现出强大的韧性, 市占率总体保持提升。2021 年底, 公司金刚线市场份额达到 61%, 较 2017 年提高了 41 pct, 我们预计公司长期目标市占率可达 70%。公司依靠多重优势, 在行业逐渐激烈的竞争中保持规模的顺利扩张, 公司从 2015 年成立至今, 市场占有率水平总体保持持续向上的态势。

图28: 市场占有率水平总体保持向上 (%)



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

**引领行业产能扩张, 进一步巩固龙头地位。**公司自 2016 年 2 月实现量产后, 行业的高景气度刺激对金刚线的需求, 美畅股份持续高速扩产巩固龙头地位。产能从 2017 年的 846 万公里提高到 2020 年底的 3500 万公里, 2021 年产能在此基础上再次翻倍, 产能

达到 7000 万公里。同时在 2022 年 4 月底完成了对现有 578 条生产线实施“单机十二线”技术升级，生产效率较原“单机九线”提升 33%。我们预计到 2022 年 5 月底新产能投放后总产能将达到 1.2 亿公里，扩产速度大幅领先于行业内的其他公司，届时将进一步巩固龙头地位。

图29：公司金刚线产能远超同行业竞争者（万公里）

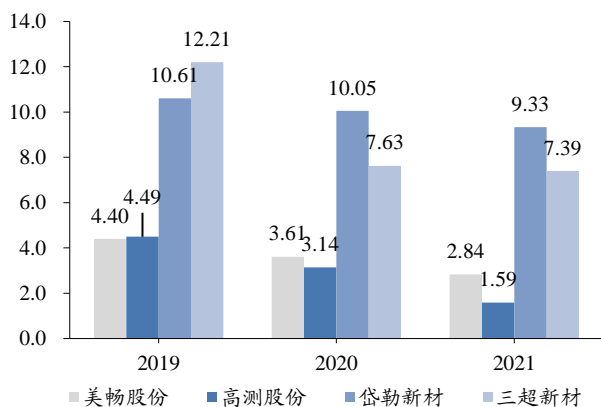
	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
美畅股份	846	2136	2339	3500	7000	12000
高测股份	77	280	539	950	2000	2500
岱勒新材	200	217	240	600	1000	1200
恒星科技	40	50	140	272	1200	3000
三超新材	146	198	235	585	760	1250

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 生产成本优势明显，盈利能力大幅领先

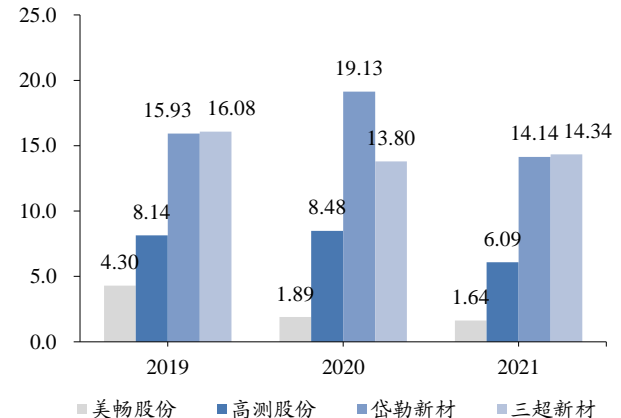
**规模优势叠加技术优势，成本优势凸显。**公司当前无论在销量上还是产能上都是当之无愧的龙头。2021 年公司金刚线销量 4540.82 万公里，较 2020 年（2484.01 万公里）增长 82.80%，规模优势使得美畅新材的单位人工和单位制造费用成本较低。另一方面，公司具备全球领先的电镀金刚线制造的全套核心技术，当前正在进行“单机十二线技改”。生产效率高，并且产品质量稳定，成品率高，在业内具备品牌知名度。在规模和技术优势下公司单位制造成本做到了行业内最低，单位人工也相对较低。

图30：各厂商单位人工成本比较（元/公里）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图31：各厂商单位制造成本比较（元/公里）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 产业链延伸实现原材料自供，进一步降低成本。

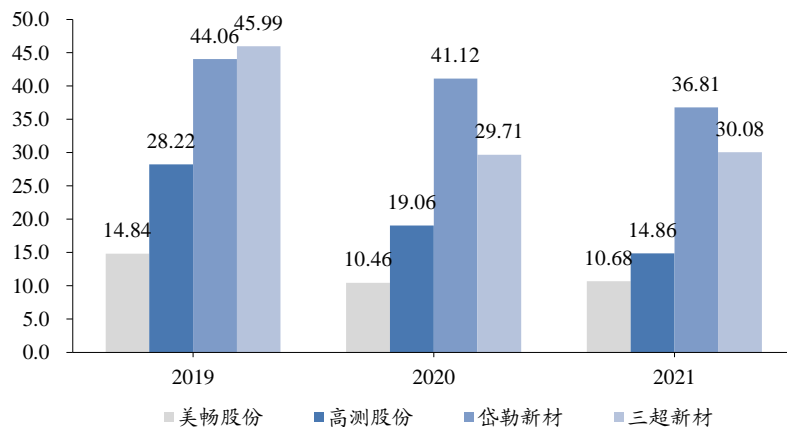
1) 母线成本是金刚石线最主要的成本构成，大约占金刚石线总成本的 45%，是公司重点落实的降本环节之一。公司与宝钢合资公司宝美升自产母线，母线实现国产化，随后于 2020 年完成对宝美升的全资收购，公司母线自供比例接近 100%，成本进一步下降。后由于金刚石线大幅扩产导致自产母线供应不及，自供率下降至 30%，公司计划半年以后扩产落地，自供率将恢复，成本将进一步降低 15% 左右。

2) 公司与奥钢联特种线材联合研发黄丝产品，由原先直接外购母线的模式转换为将奥钢联研制的黄丝委托宝美升进行母线拉制，合作研制的黄丝在性能上更具优势，表面缺陷更少且柔韧性更好，在拉制母线时具备更高的成材率，进一步降低了母线的成本。同时公司自主扩建黄丝产能提升自供率，计划分三期共建设年产 6000 吨金刚切割丝基材产能，其中一期规划 2000 吨产能，公司计划 2022 年下半年可投产，黄丝自供率可达 100%，能够满足目前公司金刚石线年化产量的生产需求。

3) 成立子公司津京美畅，逐渐将金刚石微粉镀镍工序由委外加工转为自制，实现在金刚石微粉镀镍环节的自主化，微粉外协加工费用大幅降低。

4) 成立控股子公司美畅金刚石科技，控股 72%，进一步向上打通产业链，实现金刚石微粉的自制，有助于提升金刚石线的产品品质且能够进一步降低成本。

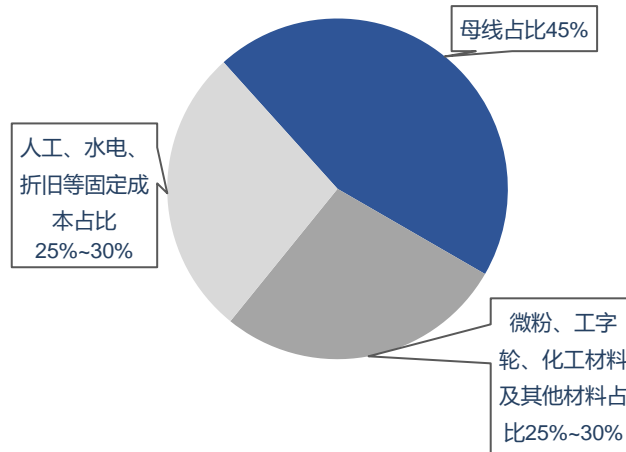
图32: 各厂商单位原材料成本比较 (元/公里)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**其他环节的降本措施:** 1) 公司采购可多次使用的高品质往复轮，叠加部分单价较高的工字轮通过机加车间自产，整体降低了单耗与成本。2) 公司原材料单耗明显低于竞争对手，单公里金刚石线约需要母线 1.06 公里，逐步接近理论极限值，主要竞争对手相比于美畅仍然有较大差距。3) 公司开发了半裸砂，即金属化镀层很薄或半包覆的技术工艺，降低金刚石微粉镀覆单耗。

图33: 2022年一季度公司金刚线的成本构成



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

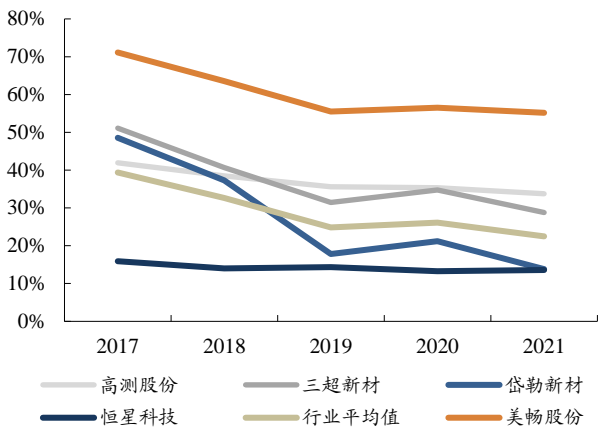
图34: 生产成本逐年下降 (元/公里)

项目	2017	2018	2019	2020	2021
原材料	33.20	28.91	14.84	10.46	10.68
直接人工	4.46	4.40	4.11	3.61	2.84
折旧			2.70	2.08	1.25
能源和动力	12.33	10.63	2.10	1.60	0.76
其他制造费用			4.00	1.89	1.64
<b>合计</b>	<b>49.99</b>	<b>43.94</b>	<b>27.77</b>	<b>19.64</b>	<b>17.17</b>

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

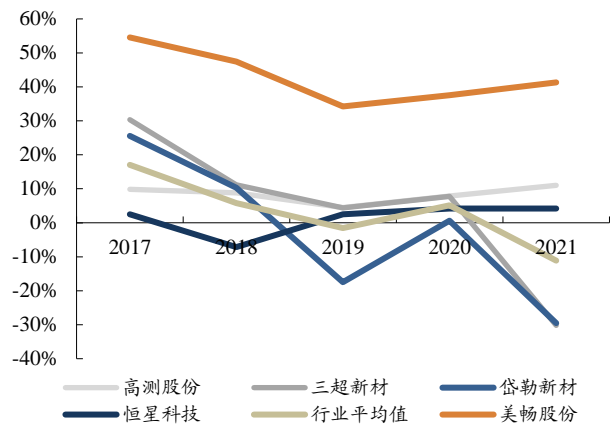
**公司毛利率、净利率大幅领先。**一方面, 公司主营业务毛利率大幅高于可比公司平均水平, 得益于单位制造和单位材料成本均低于行业平均值; 另一方面, 公司主营业务净利率也大幅高于可比公司平均水平, 除得益于公司主营业务高毛利以外, 也得益于公司良好的费用管理能力。“531 新政”后, 金刚线市场供大于求, 价格快速下降, 虽然毛利率、净利率从 2017 年至 2019 年整体有所下降, 但变动方向与可比公司一致, 但仍显著优于其他竞争对手。近年公司利用自身产业链优势与技术积累, 叠加自身优势持续降本, 盈利能力逐渐企稳, 拉大了与其他竞争对手的差距。

图35: 可比公司毛利率对比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图36: 可比公司销售净利率对比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.3. 多重优势累加, 成长后劲充足

生产线工艺不断优化, “单机十二线”再创效率新高。美畅股份技术团队独创的“单机六线”生产技术提高了金刚线的生产效率, 大大加快了金刚线的国产化速度。2020年7月, “单机六线”升级为“单机九线”技改完成, 生产效率提高50%, 投入的技改资金仅约为原六线机购建成本的1/8。2022年, 公司在原“单机九线”生产线的基础上继续进行“单机十二线”技术升级, 于2022年4月底完成全部改造, 投入的技改资金约为原九线机购建成本的15%, 生产效率较原九线机可再提升33%, 再创效率新高。同时技改完成后将带来成本1元/公里左右的下降空间。

图37: 部分金刚线厂商生产效率

公司	生产效率
美畅股份	单机十二线
高测股份	单机十二线
三超新材	单机十线
岱勒新材	单机八线
恒星科技	单机六线

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

依托下游光伏企业, 客户集中度、黏性较高。公司凭借稳定优质的产品质量及规模化的生产能力迅速得到了下游客户的广泛认可, 与下游客户保持了良好的战略合作关系。目前, 公司已与下游光伏晶硅龙头企业如晶科能源、隆基股份、保利协鑫、晶澳太阳能、阿特斯光伏等大型光伏企业形成了稳定的战略合作关系, 成为其核心供应商。公司的主

要客户集中度较高，2019 年、2020 年和 2021 年，公司前五大客户的销售占比均在 80% 以上。并且金刚线线径和品质是减少切割损失、实现硅片薄片化以及提升良率的关键，出于对生产稳定性的需求，客户不会轻易更换供应商，黏性较好。

**公司系隆基股份第一大金刚线供应商。**隆基股份作为单晶硅领域的行业龙头企业，切割工艺的技术要求和标准较高，且对金刚线的需求量很大。目前国内生产厂商中，公司在产品质量、性能稳定性、出片率、良品率及价格等方面有综合优势，因而成为隆基股份金刚线的第一供应商。而且隆基股份是单晶硅领域龙头企业，发展势头良好，与隆基股份之间的深度合作为公司的发展提供了良好的环境。

图38: 前五大客户销售占比 (%)

2018年		2019年		2020年		2021年	
客户名称	销售份额	客户名称	销售份额	客户名称	销售份额	客户名称	销售份额
隆基股份	21.22%	隆基股份	47.28%	隆基股份	68.89%	隆基股份	62.25%
保利协鑫	10.67%	保利协鑫	21.05%	保利协鑫	11.61%	客户二	10.58%
晶科能源	14.11%	晶澳科技	8.26%	晶澳科技	3.74%	客户三	6.58%
晶澳科技	5.75%	晶科能源	7.03%	晶科能源	3.22%	客户四	5.37%
阿特斯	5.67%	天合光能	1.84%	天合光能	1.87%	高景太阳能	2.20%
<b>合计</b>	<b>57.42%</b>		<b>85.46%</b>		<b>89.33%</b>		<b>86.98%</b>

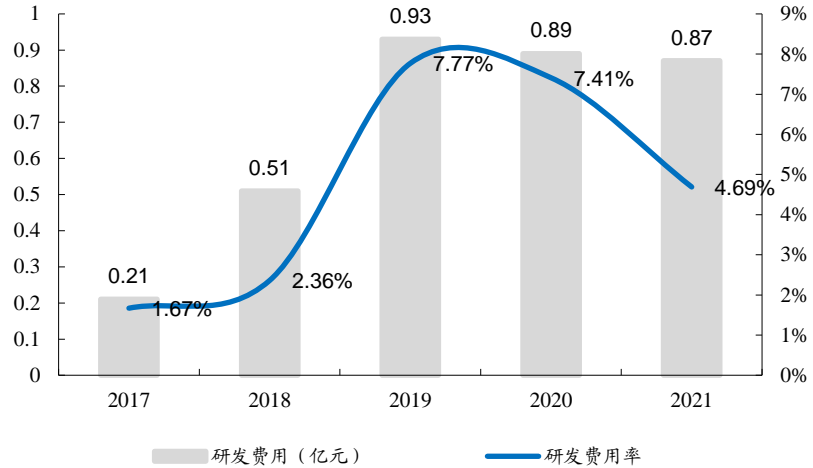
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**为客户提供定制化金刚线方案，满足客户降本增效需求。**由于各硅片厂商的切割设备新老不一，切割的硅片大小不一，对切割效率和质量的要求也不一，因此不能简单地以线径来衡量各硅片厂商对金刚线的要求，其中涉及金刚线生产过程中其他相关技术参数的调整，因而不同的客户对金刚线有不同的要求。美畅股份深入下游硅片厂商生产线，与硅片厂商共同探讨硅片切割降本增效的解决方案，凭借强大的研发能力与以及客户的紧密配合，可以满足不同客户的定制化需求，仅 38  $\mu\text{m}$  金刚线公司就有十几种规格的产品。不仅为他们降低了切割过程中的成本，而且提升了硅片的良率，大幅地提高了客户的满意度，为金刚线实现了二次赋能。并且定制化的解决方案无形之中提升了客户黏性，公司市场地位愈发稳固。

**引领行业技术进步，研发费用维持高位。**公司重视研发投入，研发费用由 2017 年的 0.21 亿元提高到 2021 年的 0.87 亿元，增长了 3 倍多，研发费用率由 2017 年的 1.67% 提高到 2021 年的 4.69%。公司技术研发围绕“五化”的发展路径，即细线化、快切化、省线化、低 TTV 化、切割高稳定化，公司的金刚石产品良率高、一致性好、把持力强。后又推出了金刚线的“四新技术”为金刚线在硅片薄片化发展提供了有效的切片技术支持。公司注重创新能力也卓有成效，批量出货的金刚线线径屡屡突破行业记录，36  $\mu\text{m}$  线径金刚线已批量出货，计划于 2022 年推出 35  $\mu\text{m}$  金刚线，34  $\mu\text{m}$  金刚线在研，加速

整个行业的细线化进程。同时公司的金刚线稳定性好，切割良率高，饱受下游客户青睐。

图39：公司历年研发费用和研发费用率

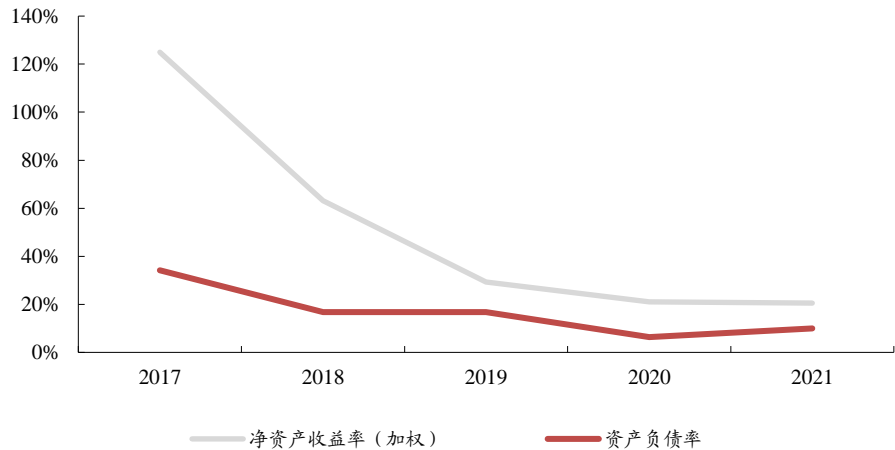


数据来源：Wind，东吴证券研究所

**全力研发新型切割技术，横向拓展应用市场领域。**目前公司 99%以上的收入来自于光伏领域，公司同时还在研发新技术力争在其他领域打开市场。公司于 2020 年 11 月发布公告称公司正在研发单向（环形）切割和异形切割两种新的切割技术，针对半导体、贵重石材、建材、陶瓷等材料切割开发了不同类型的金刚线切割设备，为金刚线在其他硬脆材料的切割应用奠定的技术基础。其中 2021 年石材领域业绩增长超 50%，半导体领域 2021 年进行客户验证，2022 年下半年或 2023 年上半年可能实现放量。公司通过提升研发投入，以巩固自身的技术优势与成本优势，未来公司的竞争力将进一步提高。

**低 TDR 高 ROE，尽享成长属性。**公司经营状况良好，资产负债率自 2017 年至 2021 年始终保持在 40%以下且整体保持下降态势，2021 年降至 9.92%；与此同时，自 2017 年至 2021 年，加权净资产收益率保持在 20%以上，成长性显著。公司资产负债率较低，基本不存在财务费用，资产负债率优于同行业可比公司平均水平。公司 2018 年、2019 年销售收入快速增长，经营利润的积累使得公司流动资产、速动资产及净资产均相应大幅增长。同时，公司经营性现金流情况良好，各期末流动负债均为经营性负债，无银行借款等外部金融性负债。2020 年公司上市后获得资本的注入，公司股本、净资产、每股净资产大幅提高，整体实力增强，资产负债率进一步降低 10.42pct，无偿债风险。同时公司业绩表现优秀，自我造血能力强劲，得益于优秀的盈利能力，公司自 2020 年上市后尚无任何融资计划，依旧可以保持领先行业的发展水平。

图40: 公司历年资产负债率和净资产收益率(加权)(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图41: 公司历年资本结构

	2018	2019	2020	2021
资产负债率	16.79%	16.78%	6.36%	9.92%
权益乘数	1.20%	1.20%	1.07%	1.11%
流动资产/总资产	64.21%	66.35%	83.05%	81.34%
非流动资产/总资产	35.79%	33.65%	16.95%	18.66%
有形资产/总资产	79.19%	78.16%	91.65%	87.99%
归属母公司股东的权益/ 全部投入资本	98.54%	94.21%	98.96%	97.84%
带息债务/全部投入资本	1.46%	5.29%	1.04%	2.16%
流动负债/负债合计	84.43%	84.03%	74.20%	76.39%
非流动负债/负债合计	15.57%	15.97%	25.80%	23.61%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

公司主营业务为电镀金刚线的生产和销售, 历年该主营业务营收占总营收 98%以上。

销量: 考虑公司市场地位、产能规划及行业需求情况, 我们预计公司 2022-2024 金  
刚线销量分别为 8850/14128/20131 万公里。

盈利: 考虑公司规模效应及产业链布局, 成本优势显著, 我们预计公司 2022-2024

金刚线毛利率分别为 55%/53%/50%。

图42: 美畅股份盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入 (亿元)	12.05	18.48	32.37	48.07	65.04
增速	-	53%	75%	48%	35%
成本 (亿元)	5.24	8.28	14.59	22.61	32.52
增速	-	58%	76%	55%	44%
毛利 (亿元)	6.81	10.20	17.79	25.46	32.52
增速	-	50%	74%	43%	28%
<b>金刚线业务</b>					
金刚线需求 (万公里)	5679	7491	14160	21735	30046
公司市占率	44%	61%	63%	65%	67%
销量 (万公里)	2484	4541	8850	14128	20131
单价 (元/公里)	47.6	40.2	36.2	33.6	31.9
成本 (元/公里)	19.7	17.2	16.3	15.8	16.0
收入 (亿元)	11.8	18.2	32.0	47.5	64.3
增速	-	54%	75%	48%	35%
成本 (亿元)	4.9	7.8	14.4	22.3	32.1
增速	-	59%	85%	55%	44%
毛利 (亿元)	6.9	10.5	17.6	25.2	32.1
毛利率	59%	57%	55%	53%	50%
<b>其他业务</b>					
收入 (亿元)	0.22	0.24	0.38	0.57	0.74
增速	-	8%	60%	50%	30%
成本 (亿元)	0.35	0.49	0.19	0.28	0.37
增速	-	40%	-61%	50%	30%
毛利 (亿元)	-0.13	-0.25	0.19	0.28	0.37
毛利率	-59%	-107%	50%	50%	50%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 4.2. 估值对比及投资建议

我们预计公司 2022/2023/2024 年营收 32.37/48.07/65.04 亿元, 归母净利润 13.02/18.57/24.23 亿元, 同比+71%/43%/31%, EPS 为 3.25/4.64/6.06 元/股; 由于公司龙头地位稳固, 客户优质且集中, 成本优势显著, 我们给予公司 2022 年 35 倍 PE, 目标价 113.75 元, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

图43: 可比公司估值 (2022 年 5 月 12 日收盘价)

证券代码	公司	权重	股价 (元)	总股本 (亿股)	市值 (亿元)	EPS			PE		
						2021	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
688598.SH	金博股份	30%	232.66	0.80	186.59	6.25	8.40	10.90	37.24	27.69	21.34
603806.SH	福斯特	30%	102.20	9.51	972.03	2.88	3.75	4.45	35.49	27.25	22.97
688556.SH	高测股份	40%	78.06	1.62	126.34	1.07	2.72	4.03	73.16	28.66	19.37
可比公司加权平均 (权重 × PE)									51.08	27.94	21.04
300861.SZ	美畅股份		75.70	4.00	302.81	1.91	3.25	4.64	39.68	23.26	16.31

数据来源: Wind 一致预期, 东吴证券研究所

## 5. 风险提示

行业竞争加剧。金刚线制造行业的高利润高回报吸引了众多厂商的加入，行业内众多厂商不断扩张的产能也逐步投产，金刚线行业的市场竞争激烈，产品价格存在竞争超出预期的风险，影响公司的盈利能力。

新增装机量不及预期。全球疫情管控存在不确定性等多方面风险，光伏行业仍然面临着挑战，因此光伏新增装机量的增长情况仍然受到政策及产业技术进步情况的影响存在一定波动，进而会使得金刚线的市场需求增长存在一定波动或不及预期。

技术迭代风险。目前金刚线环节高碳钢丝母线线径接近极限，存在母线替代等潜在技术变革，如技术变革导致金刚线工艺出现重大变化，将影响公司的龙头地位。

## 美畅股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>3,628</b>	<b>5,389</b>	<b>7,335</b>	<b>9,903</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,848</b>	<b>3,237</b>	<b>4,807</b>	<b>6,504</b>
货币资金及交易性金融资产	2,409	3,295	4,126	5,508	营业成本(含金融类)	828	1,459	2,261	3,252
经营性应收款项	864	1,440	2,235	2,996	税金及附加	16	32	46	59
存货	338	636	951	1,373	销售费用	64	113	163	208
合同资产	0	0	0	0	管理费用	46	97	139	182
其他流动资产	16	18	22	26	研发费用	87	162	221	280
<b>非流动资产</b>	<b>832</b>	<b>1,450</b>	<b>2,007</b>	<b>2,513</b>	财务费用	-2	2	11	20
长期股权投资	0	150	270	370	加:其他收益	41	49	72	130
固定资产及使用权资产	642	1,018	1,416	1,816	投资净收益	57	81	120	182
在建工程	69	122	133	129	公允价值变动	11	0	0	0
无形资产	39	48	55	61	减值损失	-18	14	0	0
商誉	8	8	8	8	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	32	42	47	42	<b>营业利润</b>	<b>900</b>	<b>1,515</b>	<b>2,158</b>	<b>2,815</b>
其他非流动资产	42	62	77	87	营业外净收支	-3	-2	1	2
<b>资产总计</b>	<b>4,460</b>	<b>6,839</b>	<b>9,341</b>	<b>12,417</b>	<b>利润总额</b>	<b>897</b>	<b>1,514</b>	<b>2,159</b>	<b>2,817</b>
<b>流动负债</b>	<b>338</b>	<b>764</b>	<b>1,232</b>	<b>1,868</b>	减:所得税	134	212	302	394
短期借款及一年内到期的非流动负债	14	214	434	676	<b>净利润</b>	<b>763</b>	<b>1,302</b>	<b>1,857</b>	<b>2,423</b>
经营性应付款项	232	410	591	892	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	6	4	9	15	<b>归属母公司净利润</b>	<b>763</b>	<b>1,302</b>	<b>1,857</b>	<b>2,423</b>
其他流动负债	86	136	198	286	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.91	3.25	4.64	6.06
非流动负债	104	704	1,254	1,754	EBIT	835	1,374	1,976	2,523
长期借款	0	300	600	900	EBITDA	940	1,500	2,125	2,701
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	55.16	54.94	52.96	50.00
租赁负债	16	316	566	766	归母净利率(%)	41.31	40.21	38.62	37.26
其他非流动负债	88	88	88	88	收入增长率(%)	53.29	75.21	48.48	35.31
<b>负债合计</b>	<b>443</b>	<b>1,469</b>	<b>2,486</b>	<b>3,623</b>	归母净利润增长率(%)	69.72	70.57	42.62	30.51
归属母公司股东权益	4,017	5,370	6,855	8,794					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,017</b>	<b>5,370</b>	<b>6,855</b>	<b>8,794</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,460</b>	<b>6,839</b>	<b>9,341</b>	<b>12,417</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	343	706	1,041	1,665	每股净资产(元)	10.04	7.55	9.64	12.36
投资活动现金流	-1,471	-914	-785	-700	最新发行在外股份(百万股)	400	400	400	400
筹资活动现金流	-209	843	376	218	ROIC(%)	18.95	23.06	23.19	22.15
现金净增加额	-1,338	635	631	1,182	ROE-摊薄(%)	19.00	24.24	27.08	27.55
折旧和摊销	105	126	149	178	资产负债率(%)	9.92	21.48	26.61	29.18
资本开支	-58	-530	-535	-548	P/E(现价&最新股本摊薄)	39.68	23.26	16.31	12.50
营运资本变动	-513	-683	-925	-876	P/B(现价)	7.54	10.03	7.85	6.12

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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>

