

➤ **公司事件：**公司公众号发文，公司继量产型 RPD 钙钛矿设备出货后，又成功中标全球太阳能头部客户的 PE-Poly 路线的 TOPCon 电池项目，本次中标的设备包括湿法、PE-Poly、硼扩散、PECVD 正背膜等，公司设备各项性能指标达到国际先进水平。

➤ **看点一：PE-Poly 技术路线设备获客户充分认可。**传统工艺路线下，TOPCon 的隧穿氧化层以及沉积本征多晶硅层通常使用 LPCVD 设备完成制备，本次公司中标头部的客户 PE-Poly 路线的 TOPCon 电池项目，意味着由公司独创推出的 PE-Poly 技术路线趋于成熟，获得客户的高度认可。具体来看，PE-Poly 路线具有设备投资成本低（较 LPCVD 低 2000-3000 万/GW）、掺杂工艺时间短、效率高、解决饶镀问题等明显优势，同时，还能再节约一定程度的石英件成本，具备更高的经济性。

➤ **看点二：干法及湿法设备同步推进，设备价值量占比提升至 70%+。**本次中标项目包含湿法及干法设备，我们认为：一方面，公司成功完成对适用于新型高效电池硅片湿法设备的研发与生产，湿法设备在市场的领先地位继续得以夯实；另一方面，干法和湿法设备的协同推进，进一步提升在 TOPCon 电池设备整线中的价值量占比。我们预估 PE-Poly 的 TOPCon 电池整线中，单 GW 整线设备投资额约为 1.9 亿元/GW，其中，传统的湿法设备价值量占比仅为 4%，而扩散炉 (21%) +PE-Poly (25%) +正背面镀膜设备 (24%) 价值量占比可达 69%，公司可提供的设备产品价值量占比可提升至 73%，更大程度享受到 TOPCon 电池产能扩张的红利，支撑公司未来高增长。

➤ **看点三：头部客户加码 PE-Poly 路线，或推动技术渗透率提升。**在此之前，公司的核心设备 PE-Poly 已经取得润阳、晶澳等客户订单，并且也在行业内其他头部电池片厂家试运行，效果良好。按照我们的不完全统计，截至 6 月，市场上已公告的 TOPCon 电池产能已经超过 90GW，头部客户采购 PE-Poly 设备或成为行业新的风向标，后续设备的量产运行将加速 PE-Poly 设备的渗透率提升。天合、通威、晶澳及润阳等光伏企业尚未完成全部的设备招标，随着技术路线方向趋于明朗，我们预计公司下半年有望获得更多的设备订单，利好公司未来发展。

➤ **投资建议：**由于 PERC 电池产能建设超预期，叠加新签订单落地，我们上调公司盈利预测，预计公司 2022-2024 年实现营收 62.82/74.43/94.28 亿元，归母净利润 9.54/11.53/14.08 亿元，同比增 33.0%/20.9%/22.2%，当前股价对应 PE 分别为 45 倍/37 倍/31 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**光伏下游需求不及预期，电池路径变化等。

推荐

维持评级

当前价格：

123.40 元



分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

研究助理 翁嘉敏

执业证书：S0100121120025

电话：13777083119

邮箱：wengjiamin@mszq.com

相关研究

- 捷佳伟创 (300724.SZ) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：全年业绩符合预期，2022 Q1 盈利能力改善-2022/05/05
- 【民生机械】捷佳伟创 (300724) 21 年三季报点评：盈利增速短期放缓，关注后续经营情况改善-2021/11/02
- 【民生机械】捷佳伟创 (300724) 21 年中报点评：业绩高速增长，异质结产品再迎突破-2021/08/28
- 【民生机械】捷佳伟创 (300724) 公司点评：湿法设备顺利交付，成功进军半导体领域-2021/07/24
- 捷佳伟创 (300724) 2020 年报&2021 年一季报点评：收入快速增长，定增助力 HJT 设备产能释放-2021/04/30

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5047	6282	7443	9428
增长率 (%)	24.8	24.5	18.5	26.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	717	954	1153	1408
增长率 (%)	37.2	33.0	20.9	22.2
每股收益 (元)	2.06	2.74	3.31	4.04
PE	60	45	37	31
PB	6.9	6.1	5.2	4.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 7 月 22 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5047	6282	7443	9428
营业成本	3806	4729	5621	7177
营业税金及附加	21	30	35	44
销售费用	71	160	155	200
管理费用	102	138	158	200
研发费用	238	298	352	446
EBIT	819	928	1122	1359
财务费用	-7	-20	-22	-27
资产减值损失	-64	-15	-10	-10
投资收益	-13	-26	-35	-39
营业利润	817	1090	1317	1610
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	816	1090	1317	1610
所得税	103	136	164	201
净利润	714	954	1153	1409
归属于母公司净利润	717	954	1153	1408
EBITDA	862	970	1173	1417

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3991	4047	4938	5752
应收账款及票据	2797	3624	4274	5391
预付款项	109	166	187	238
存货	4033	6064	6793	8673
其他流动资产	723	969	1130	1322
流动资产合计	11652	14870	17323	21375
长期股权投资	77	58	38	21
固定资产	330	356	378	399
无形资产	155	220	295	375
非流动资产合计	1131	1220	1316	1415
资产合计	12783	16090	18639	22790
短期借款	13	5	5	5
应付账款及票据	2250	2978	3528	4467
其他流动负债	4275	5971	6816	8621
流动负债合计	6538	8955	10350	13093
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	41	41	41	41
非流动负债合计	41	41	41	41
负债合计	6579	8996	10391	13134
股本	348	348	348	348
少数股东权益	1	1	1	2
股东权益合计	6204	7095	8248	9656
负债和股东权益合计	12783	16090	18639	22790

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	24.80	24.47	18.47	26.67
EBIT 增长率	19.84	13.21	20.96	21.14
净利润增长率	37.16	32.95	20.87	22.18
盈利能力 (%)				
毛利率	24.60	24.73	24.48	23.87
净利润率	14.14	15.18	15.49	14.94
总资产收益率 ROA	5.61	5.93	6.19	6.18
净资产收益率 ROE	11.57	13.45	13.98	14.59
偿债能力				
流动比率	1.78	1.66	1.67	1.63
速动比率	1.07	0.91	0.94	0.89
现金比率	0.61	0.45	0.48	0.44
资产负债率 (%)	51.47	55.91	55.75	57.63
经营效率				
应收账款周转天数	95.73	103.10	98.51	99.58
存货周转天数	386.79	468.09	441.12	441.05
总资产周转率	0.39	0.39	0.40	0.41
每股指标 (元)				
每股收益	2.06	2.74	3.31	4.04
每股净资产	17.81	20.37	23.68	27.72
每股经营现金流	3.88	0.86	3.11	2.93
每股股利	0.18	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	60	45	37	31
PB	6.9	6.1	5.2	4.5
EV/EBITDA	45.27	40.15	32.43	26.27
股息收益率 (%)	0.15	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	714	954	1153	1409
折旧和摊销	42	42	51	58
营运资金变动	451	-737	-166	-495
经营活动现金流	1349	300	1082	1020
资本开支	-239	-165	-176	-184
投资	-348	19	20	18
投资活动现金流	-571	-172	-191	-206
股权募资	2521	0	0	0
债务募资	-180	-8	0	0
筹资活动现金流	2241	-71	0	0
现金净流量	3008	56	891	814

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026