

仕净科技 (301030)

2022 年中报点评：在手订单充裕，净利率明显回升

买入（维持）

2022 年 08 月 26 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 赵梦妮

执业证书：S0600120100018

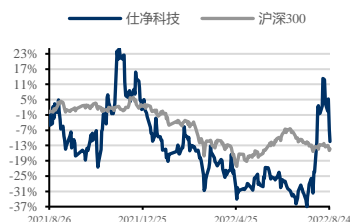
zhaomn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	795	1,505	2,959	3,762
同比	19%	89%	97%	27%
归属母公司净利润（百万元）	58	120	240	315
同比	-5%	107%	99%	31%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.44	0.90	1.80	2.36
P/E（现价&最新股本摊薄）	66.68	32.22	16.16	12.33

投资要点

- **事件：**2022 年上半年公司实现营业收入 6.72 亿元，同增 109.12%；归母净利润 0.41 亿元，同增 56.58%；扣非 0.34 亿元，同增 34.82%。
- **光伏污染防治设备收入高增，减值计提 2470 万元，净利率回升明显。**2022H1 公司制程污染防治设备收入 6.22 亿元，同增 105.41%，占总收入的 92.47%，主要系光伏行业贡献，毛利率 25.49%，同减 2.83pct。2022Q2 公司实现营业收入 3.84 亿元，同增 77.45%，归母净利润 0.28 亿元，同增 61.75%，归母净利率 7.29%，环比 2022Q1 归母净利率 4.43% 提升了 2.86pct。若考虑加回 2022H1 因应收账款坏账损失计提的减值损失 2470 万元后，公司 2022H1 归母净利润达 6546 万元，归母净利率 9.74%，净利率明显回升，盈利能力出现边际修复，关注后续回款情况。
- **新增配套的光伏电池片新扩产能约 65GW，在手订单充裕。**公司目前为约 65GW 的光伏电池片的新增产能提供配套设备，公司的设备与产线绑定，随着光伏电池技术路线的不断迭代，我们认为会有更多新增产能及改造需求释放，公司订单有望持续快速增长。
- **订单规模扩大，现金流仍旧承压。**2022H1，1) 公司经营活动现金流净额-2.86 亿元，同减 198.83%，主要系公司订单规模扩大，增加生产经营付款所致；2) 投资活动现金流净额-0.32 亿元，同减 1573.3%；3) 筹资活动现金流净额 2.61 亿元，同增 115.94%。
- **光伏制程污染防治设备龙头，单位价值量有望提升成长加速。**公司凭品牌、技术、成本优势巩固光伏电池制程废气治理设备龙头地位，工艺优势体现在良好解决氮氧化物，氢氟酸，硅烷的同时保证生产的安全性、稳定性。受益于光伏电池扩产加速，同时新技术路线&一体化品类扩张将有望提升公司单位价值量。1) **新技术路线：**TOPCon 电池扩产加速，工序增加、污染物增多带动公司设备价值量提升。2) **一体化系统：**公司有望将废气设备的优势复制至综合配套系统，2021 年公司接连中标 2 亿元/3.1 亿元综合配套设备大单验证模式转变，综合配套设备系统单 GW 体量价值可达 5000-6000 万，较废气设备投资额有 5~11 倍提升空间。
- **水泥超低排放改造&中建材合作稳步推进，积极探索碳捕捉项目。**1) **水泥超低排放改造需求释放：**2019 年公司与中建材签订 76 亿元战略合作协议，截至 2022H1 与中建材已履行的合同额为 1.22 亿元。2) **探索水泥 CO2 减排和钢渣资源化利用。**响应双碳政策，公司拟依托济源中联水泥线投资建设捕碳钢渣生产线和高活性复合矿粉生产线。项目建成后不仅可以低成本捕集烟气 CO2，同时实现钢渣资源化利用，制备低碳建筑材料，实现节能环保和循环经济的双重目标。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到光伏电池行业扩产加速，公司设备品类拓展顺利价值体量提升，在手订单充裕，我们维持公司 2022 年归母净利润预测 1.2 亿元，将 2023-2024 年归母净利润自 1.86/2.70 亿元上调至 2.40/3.15 亿元，对应 PE 为 32、16、12 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**订单不及预期，研发风险，行业竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.10
一年最低/最高价	20.70/41.15
市净率(倍)	3.63
流通 A 股市值(百万元)	3,034.01
总市值(百万元)	3,880.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.02
资产负债率(% ,LF)	63.06
总股本(百万股)	133.33
流通 A 股(百万股)	104.26

相关研究

《仕净科技(301030)：签署 2.58 亿元消费电子配套系统大单，一体化再验证》 2022-06-09

《仕净科技(301030)：2021 年年报&22 年一季报点评：光伏&水泥快速拓展，成本上行压制毛利率》 2022-04-30

《仕净科技(301030)：股权激励出台，目标净利润复合增速近 40%》 2022-03-02

事件：2022 年上半年公司实现营业收入 6.72 亿元，同比增长 109.12%；归母净利润 0.41 亿元，同比增长 56.58%；扣非归母净利润 0.34 亿元，同比增长 34.82%。

1. 光伏配套设备收入快速增长，Q2 单季净利率回升

光伏污染防治设备收入高增，2022Q2 净利率回升 2.86pct 至 7.29%。2022 年上半年，公司实现营业收入 6.72 亿元，同比增长 109.12%；归母净利润 0.41 亿元，同比增长 56.58%。其中制程污染防治设备实现收入 6.22 亿元，同比增长 105.41%，占总营业收入的 92.47%，为公司的主要营收来源，制程污染防治设备毛利率为 25.49%，同比减少 2.83pct。公司收入及业绩的高速增长主要系光伏行业景气高企，光伏电池产能加速扩产，公司作为光伏电池配套设备供应商需求不断释放。2022Q2，公司实现营业收入 3.84 亿元，同比增长 77.45%，归母净利润 0.28 亿元，同比增长 61.75%，扣非归母净利润 0.27 亿元，同比增长 59.50%，归母净利率 7.29%，环比 2022Q1 归母净利率 4.43%提升了 2.86pct，公司盈利能力出现边际修复。

应收账款增加，计提减值损失 2470 万元。2022 上半年，公司应收账款账面价值 10.92 亿元。随着公司业务规模的扩大，应收账款规模随之增加，公司对可能发生减值损失的应收账款、应收票据、其他应收款、合同资产、存货及商誉等资产计提了相应的减值损失，共计提减值损失 2470.23 万元，其中，计提信用减值损失 2472.43 万元，包括应收账款坏账损失 2428.23 万元，其他应收款坏账损失 44.19 万元，冲回资产减值损失 2.2 万元。若考虑加回减值损失 2470 万元，公司 2022H1 归母净利润可达 6546 万元，归母净利率达 9.74%。

订单规模扩大，现金流仍旧承压。1) 2022 年上半年公司经营活动现金流净额-2.86 亿元，同比减少 198.83%，主要系公司订单规模扩大，增加生产经营付款所致；2) 投资活动现金流净额-0.32 亿元，同比减少 1573.3%；3) 筹资活动现金流净额 2.61 亿元，同比增加 115.94%。

费用控制良好，期间费用率下降 3.9pct 至 15.04%。2022 年上半年，公司期间费用同比增长 66.08%至 1.01 亿元，期间费用率下降 3.9pct 至 15.04%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 77.25%、增加 57.83%、增加 28.23%、增加 161.76%至 0.25 亿元、0.39 亿元、0.2 亿元、0.17 亿元；销售、管理（含研发）、研发、财务费用率分别下降 0.66pct、下降 3.76pct、下降 1.88pct、上升 0.52pct 至 3.66%、8.78%、2.97%、2.6%。

资产负债结构稳定，营运效率提升。2022 年上半年公司资产负债率为 63.06%，同比上升 3.2pct，较年初上升 5.42pct。2021 年上半年公司应收账款同比增长 74.47%至 10.92 亿元，应收账款周转天数同比减少 122.81 天至 263.54 天；存货同比增长 123.78%至 8.73 亿元，存货周转天数同比增加 36.66 天至 260.57 天；应付账款同比增长 82.43%至 4.86

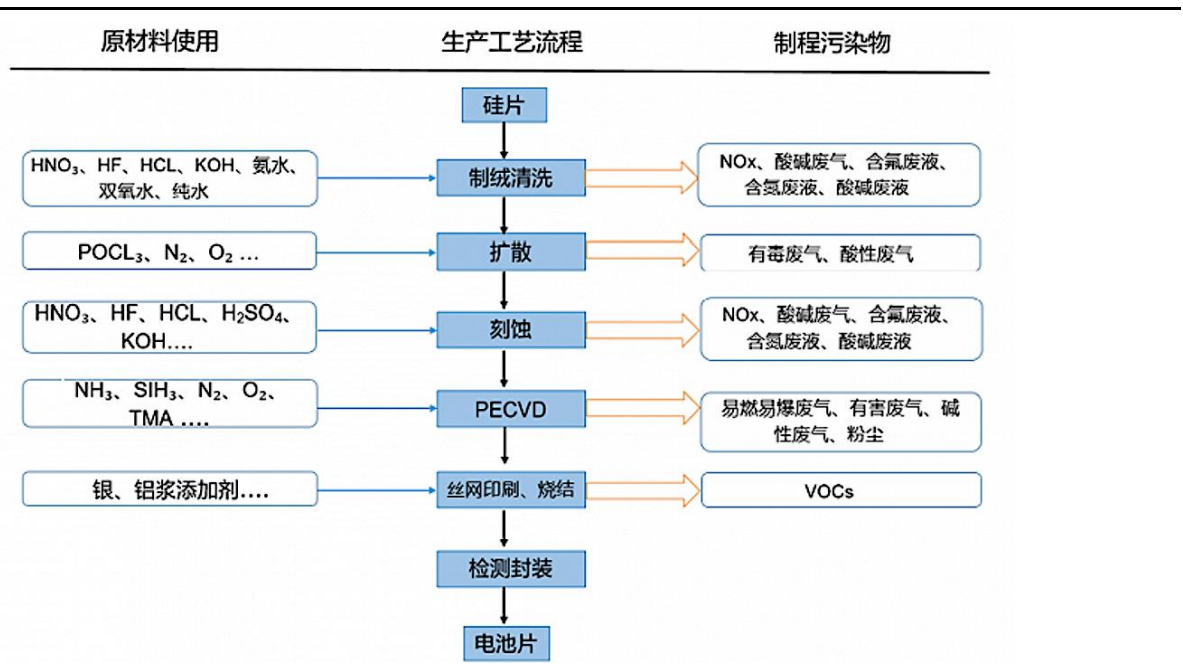
亿元，应付账款周转天数同比减少 53.67 天至 144.5 天，使净营业周期同比减少 32.47 天至 379.62 天。

2. 光伏电池行业扩产提速，新技术路线&扩品类带动价值量提升

光伏电池废气治理设备龙头，需求刚性行业扩产提速。在全球碳减排大背景下，光伏行业迎来快速增长，公司生产的光伏制程污染防控设备在严控产品质量、生产安全和污染控制方面起到重要作用，需求刚性快速扩张。公司凭借其核心技术、品牌效应、成本优势在光伏制程污染防控设备中维持高份额，服务的客户覆盖 2021 年全球光伏组件出货量前 10 名中的 8 家。我们预计公司废气污染防控设备在行业中市占率超 75%，龙头优势逐步固化。

公司光伏制程配套设备的工艺优势：1) 混酸排放浓度低：对强酸、硝酸、氢氟酸等混酸的排放能降低到 5mg/L 以下，而光伏行业排放标准是 30mg/L；2) 硅烷气体处理能力强：制程环节烷类等易燃易爆气体混杂氨气、氢气和粉尘，容易发生爆炸，原来国外系统处理过程中只能解决硅烷，但没有解决氨气、粉尘和氨气问题，同时造成二次污染。公司工艺已经解决二次污染的问题，同时公司可以把氨回收后卖给水泥厂、钢铁厂、电厂用做脱硝。综合来讲，公司解决了氮氧化物，氢氟酸，硅烷的同时还保证了生产的安全性和稳定性。

图1：公司污染防控治理设备主要应用在光伏电池生产环节



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

新技术路线&一体化提升单 GW 价值量，成长加速。我们认为公司在光伏电池废气治理设备环节优势明确，有望稳定高市场份额，在享受行业扩产加速订单放量的过程中，公司的设备价值体量还会随着新技术路线的应用及品类的持续扩张而有所提升，具体可体现在两个方面：

1) **TOPCon 扩产加速，工序较多带动单位投资提升。**2022 年以来，TOPCon 电池凭借转换效率高、低成本优势，同时可承接原有 PERC 产线改造升级，TOPcon 电池产能扩产加速，考虑到 TOPCon 工艺步骤较多，产生的污染物量较 PERC 产线提升，能够带动公司污染防控设备单 GW 价值体量有所上行。

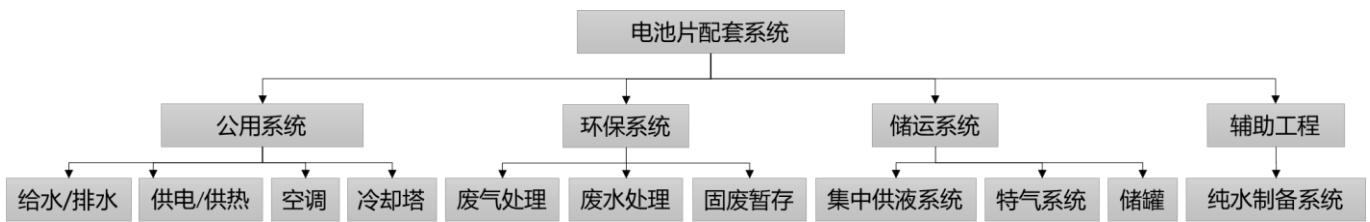
图2：不同光伏电池生产技术路线比较

TOPCON	步骤	PERC	步骤	HJT	步骤
硼扩散	①	制绒清洗	①	清洗制绒	①
BSG刻蚀	②	扩散/掺杂	②	非晶硅沉积	②
清洗制绒	③	边绝缘	③	TCO导电膜沉积	③
磷扩散	④	PSG刻蚀	④	丝网印刷	印刷 ④
边绝缘	⑤	背部钝化	⑤	固化	
PSG刻蚀	⑥	减反射膜	⑥	测试分选	
减反射膜	⑦	激光开槽	⑦		
背部多晶硅	⑧	丝网印刷	印刷 ⑧		
湿法刻蚀	⑨	烧结			
丝网印刷	印刷 ⑩	测试分选			
烧结					
测试分选					
工序数：	10	8		4	

数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所整理

2) **综合配套系统大单接连落地验证优势，一体化价值量提升空间可达 5~11 倍。**公司凭借长时间品牌、技术、成本优势铸就的市场份额累积，未来将致力于从废气、废水、纯水等设备系统转向一体化的综合配套系统，从而实现销售规模的提升。公司于 2021 年 9 月和 11 月接连落地两个光伏电池综合配套系统的大单，其单 GW 价值量分别达到 5000 万元及 6200 万元。两个大单的落地验证了公司向一体化综合配套设备模式转变的能力，从公司典型项目合同金额来看，单一的废气设备单 GW 投资金额约 500~800 万元，综合配套设备系统单 GW 投资金额约 5000~6000 万元，则公司在从废气设备向一体化配套设备转型过程中单位价值体量提升空间可达 5~11 倍。

图3：不同光伏电池生产技术路线比较



数据来源：浙江某光伏年产 360MW 光伏电池片生产线技改及新增年产 260MW 光伏电池片生产线项目环境影响报告书，东吴证券研究所

表1：公司光伏制程配套设备典型项目梳理

项目类型	合同名称	中标时间	客户名称	金额 (亿元)	产能	单 GW 投资 (万元)
综合配套	4GW 高效 PERC 太阳能电池生产项目	2021 年 9 月	润阳光伏	2	4GW	5000
	5GW 高效太阳能电池片生产项目	2021 年 11 月	中润光伏	3.1	5GW	6200
废气设备	5GW 光伏电池项目废气处理系统	2017 年	南通苏民光伏	0.41	5GW	813
	4GW 高效单晶硅电池片（二期）项目	2019 年	平煤隆基	0.22	4GW	542

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2022H1 新增配套设备对应光伏电池片新增产能约 65GW。公司今年为约 65GW 的光伏电池片新增产能提供配套设备，公司的设备与产线绑定，随着光伏电池技术路线的不断迭代，我们认为会有更多的新增产能及改造需求释放，公司订单有望持续快速增长。

3. 水泥超低排放改造&减碳需求释放，中建材合作稳步推进

水泥行业超低排放改造带来末端污染治理设备市场机遇。全国非电领域超低排放改造启动，废气治理难度大幅提升，现有设备及技术较难满足超低排放要求，公司末端污染治理设备迎来良好发展空间。随着火电、钢铁行业陆续启动超低排放改造，水泥等建材行业的大气污染物排放占比将进一步提高，水泥行业超低排放改造也成为必然。**2021 年 11 月 8 日中共中央、国务院发布《关于深入打好污染防治攻坚战的意见》，明确提出推进钢铁、水泥、焦化行业企业超低排放改造。**截至 2021 年，河南、江苏、浙江、安徽等省份均已出台《水泥行业超低排放改造实施方案》。然而，非电领域超低排放要求大幅提升了相关行业废气治理难度，现有的 SCR 和 SNCR 技术越来越无法满足日趋严格的排放标准，水泥建材行业环保设备及技术亟需更新，以释放公司末端污染治理设备需求。

水泥超低排放打开 300 亿存量空间，携手中建材签订 76 亿元战略合作协议。2019 年公司与中建材签订 76 亿元战略合作协议及补充协议，约定在 6 年内签订约 400 条左右水泥生产线上新及改造项目的烟气治理设备供货合同。据中建材合同为标准，单条产线烟气治理设备投资额约 1900 万元，我们测算水泥行业超低排放改造市场空间将达到 **306 亿元**。截至 2022H1，公司与中建材已履行的合同金额为 1.22 亿元，水泥超低排放改造有望加快推行，为公司贡献业绩新增量。

表2：水泥排放改造市场空间测算

2020 年全国现有新型干法水泥生产线（条）	单条产线投资额（亿元）	总投资额（亿元）
1609	0.19	306

数据来源：招股说明书，中国水泥协会信息研究中心，东吴证券研究所

积极响应双碳政策，探索水泥 CO₂ 减排和钢渣资源化利用。双碳目标明确，全国碳市场亦以电力行业为突破口，“十四五”期间将逐步纳入石化、化工、建材、钢铁、有色金属、造纸和航空等行业。高排放高耗能等工业行业减少能耗、降低碳排放需求日益增强。公司积极把握节能降碳行业机会，于 2022 年 6 月发布的定增预案中指出将募集资金投向年减排万吨级 CO₂ 和钢渣资源化利用项目。项目计划投资 7800 万元，拟依托济源中联水泥线建设一条捕碳钢渣生产线和一条高活性复合矿粉生产线。该项目利用钢渣等非碳原料低成本原位捕集烟气 CO₂，捕碳后的钢渣可作为优质水泥混合材，制备低碳水泥；也可与矿粉、粉煤灰等其他材料混合制备超细高活性优质复合矿粉，应用于水泥、混凝土及其他相关产业。该项目建成后，不仅可以利用**钢渣低成本捕集烟气 CO₂**，**同时实现钢渣的资源化利用，制备低碳建筑材料，达到节能环保和循环经济的双重目标**。水泥行业碳捕捉技术将成为重要的减碳路径，若项目落地后验证较强的盈利能力及产业内在价值，将有望实现在水泥产线及其他行业的复制，持续给公司带来利润增长点。

盈利预测与投资评级：新能源革命驱动光伏电池产能扩张释放制程治理需求，公司为光伏电池制程污染防控设备龙头，一体化&新领域拓展助力成长。考虑到光伏电池产能扩张加速，公司设备品类拓展顺利价值体量提升，在手订单充裕，我们维持公司 2022 年归母净利润预测 1.2 亿元，将 2023-2024 年归母净利润自 1.86/2.70 亿元上调至 2.40/3.15 亿元，对应 PE 为 32、16、12 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：订单不及预期，研发风险，行业竞争加剧。

仕净科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,263	3,167	4,489	5,494	营业总收入	795	1,505	2,959	3,762
货币资金及交易性金融资产	499	361	-601	-710	营业成本(含金融类)	577	1,087	2,165	2,781
经营性应收款项	1,093	1,538	2,572	2,974	税金及附加	5	9	17	19
存货	585	1,101	2,193	2,817	销售费用	26	50	104	113
合同资产	68	135	266	339	管理费用	53	101	203	236
其他流动资产	19	32	59	76	研发费用	32	65	127	162
非流动资产	171	189	213	244	财务费用	18	44	71	111
长期股权投资	1	2	3	4	加:其他收益	13	23	44	68
固定资产及使用权资产	107	114	125	140	投资净收益	-1	-3	-5	-7
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	20	29	41	55	减值损失	-28	-27	-26	-29
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	3	3	营业利润	68	142	284	373
其他非流动资产	40	40	40	40	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	2,435	3,357	4,703	5,738	利润总额	68	143	285	373
流动负债	1,253	2,032	3,113	3,808	减:所得税	9	20	40	52
短期借款及一年内到期的非流动负债	671	1,071	1,471	1,921	净利润	59	123	245	321
经营性应付款项	460	774	1,335	1,562	减:少数股东损益	1	2	5	6
合同负债	81	109	173	167	归属母公司净利润	58	120	240	315
其他流动负债	41	78	135	158	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.44	0.90	1.80	2.36
非流动负债	150	170	190	210	EBIT	86	194	343	452
长期借款	149	169	189	209	EBITDA	93	202	352	462
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	27.41	27.78	26.82	26.08
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	7.32	8.00	8.12	8.36
其他非流动负债	1	1	1	1	收入增长率(%)	18.89	89.43	96.58	27.15
负债合计	1,403	2,202	3,304	4,018	归母净利润增长率(%)	-5.24	106.94	99.40	31.01
归属母公司股东权益	1,026	1,147	1,387	1,701					
少数股东权益	5	8	12	19					
所有者权益合计	1,031	1,154	1,399	1,720					
负债和股东权益	2,435	3,357	4,703	5,738					

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	-210	-471	-1,261	-422	每股净资产(元)	7.70	8.60	10.40	12.76
投资活动现金流	-19	-29	-38	-48	最新发行在外股份(百万股)	133	133	133	133
筹资活动现金流	320	362	337	361	ROIC(%)	4.76	7.86	10.81	11.24
现金净增加额	90	-138	-962	-109	ROE-摊薄(%)	5.67	10.50	17.31	18.49
折旧和摊销	7	8	9	11	资产负债率(%)	57.64	65.61	70.25	70.02
资本开支	-18	-25	-32	-40	P/E(现价&最新股本摊薄)	66.68	32.22	16.16	12.33
营运资本变动	-325	-713	-1,658	-906	P/B(现价)	3.78	3.38	2.80	2.28

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>

