

## 产能扩张推动降本, 盈利能力环比提升

### 投资要点

- **业绩总结:** 22H1 公司实现营收 15.38 亿元, 同比增长 86.09%; 归母净利润 6.66 亿元, 同比增长 81.19%; 扣非净利润 6.24 亿元, 同比增长 97.85%。二季度公司营收 8.72 亿元, 环比增长 30.99%; 归母净利润 3.82 亿元, 环比增长 34.05%; 扣非净利润 3.56 亿元, 环比+32.78%, EPS 0.95 元。
- **二季度金刚线出货 2300 万 km, 盈利环比提升。** 22H1 公司金刚线营收 15.15 亿元, 同比增长 86.63%; 产量 4638.4 万 km, 出货 3996.7 万 km。其中 Q2 金刚线出货 2302.7 万 km, 环比增长 35.93%, 同比增长 103.60%。Q2 公司综合毛利率 56.75%, 环比增长 2.5pct; 净利率 43.74%, 环比增长 1pct。上半年公司金刚线毛利率 55.99%, 综合毛利率 55.66%, Q1 综合毛利率 54.22%, 因此 Q2 在母线价格上涨下, 金刚线盈利能力环比微增。我们计算公司金刚线单 km 成本下降至 16 元左右, 充分展现技改后降本成果, 以及公司优秀的成本控制能力。
- **单位价格仍具溢价优势, 细线化持续领先。** 22H1 公司金刚线均价 37.9 元/km(不含税), Q2 价格略有所降但仍高于同行 10%左右。目前公司金刚线线径已迭代至 34 $\mu$ m, 研发与创新能力保持领先, 细线化领先带来的溢价优势有望持续。单位利润方面, 产品价格下降+净利率提升, 单 km 利润整体稳定, 我们计算 Q1 单 km 利润约 16.5 元, 扣非后单 km 利润约 15.5 元, 与 Q1 基本一致。
- **产能持续扩张, 满足下游线耗需求, 利润有望实现环比增长。** 至 6 月末公司金刚线年化产能已达到 1 亿 km, 产销规模继续大幅领先行业。公司产能建设持续进行, 出货能力有望环比提升, 满足高硅料价格背景下下游的高线耗需求。随着母线/黄丝投产, 母线自供比例提高, 生产成本将进一步下降; 叠加产能规模增长, 带来成本与费用摊薄, 公司金刚线成本下降空间仍然充足。在细线化的溢价优势下, 公司金刚线高盈利能力有望维持。
- **盈利预测与投资建议:** 公司作为金刚线行业龙头, 细线化优势领先带来溢价能力, 叠加成本持续优化带来稳定的高盈利能力。我们预计未来三年公司归母净利润 CAGR 为 43.81%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 公司产能未能如期释放; 原材料成本持续上涨, 公司盈利能力下降的风险; 全球装机不及预期, 硅片产量不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1847.65	3499.78	4241.48	5139.56
增长率	53.29%	89.42%	21.19%	21.17%
归属母公司净利润(百万元)	763.18	1543.31	1854.85	2269.61
增长率	69.72%	102.22%	20.19%	22.36%
每股收益 EPS(元)	1.59	3.22	3.86	4.73
净资产收益率 ROE	19.00%	28.54%	26.67%	25.64%
PE	41	20	17	14
PB	7.85	5.83	4.53	3.56

数据来源: Wind, 西南证券

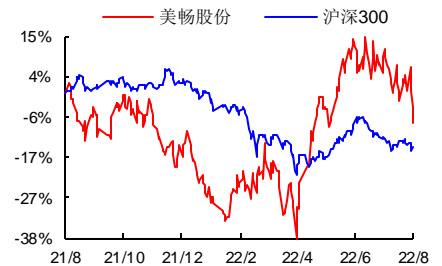
### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨  
执业证号: S1250521080001  
电话: 021-58351917  
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师  
电话: 021-58351679  
邮箱: xss@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.80
流通 A 股(亿股)	2.42
52 周内股价区间(元)	53.9-98.44
总市值(亿元)	315.27
总资产(亿元)	42.25
每股净资产(元)	9.51

### 相关研究

1. 美畅股份(300861): 工艺湛美, 畅享溢利 (2022-06-02)
2. 美畅股份(300861): 金刚线销量大增, 业绩进入释放期 (2022-04-30)
3. 美畅股份(300861): 产能释放销量大增, 业绩符合预期 (2021-10-27)

**关键假设：**

假设 1：根据公司产能投建节奏，2022~2024 年公司金刚石线销量分别为 9400 万 km、1.2 亿 km、1.5 亿 km，毛利率稳定在 55% 以上。

假设 2：其他业务收入增速每年为 10%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电镀金刚石线	收入	1823.94	3473.70	4212.79	5108.00
	增速	54.12%	90.45%	21.28%	21.25%
	毛利率	57.26%	56.43%	56.70%	56.83%
其他业务	收入	23.71	26.08	28.69	31.56
	增速	8.52%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	-106.47%	-100.00%	-100.00%	-100.00%
合计	收入	1847.65	3499.78	4241.48	5139.56
	增速	53.29%	89.42%	21.19%	21.17%
	毛利率	55.16%	55.27%	55.64%	55.87%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1847.65	3499.78	4241.48	5139.56	净利润	763.18	1543.31	1854.85	2269.61
营业成本	828.42	1565.56	1881.38	2268.12	折旧与摊销	95.88	68.21	75.90	82.50
营业税金及附加	16.29	14.00	19.09	25.70	财务费用	-2.01	-1.56	-2.77	-2.75
销售费用	63.66	77.00	97.55	102.79	资产减值损失	-16.29	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	132.46	139.99	148.45	205.58	经营营运资本变动	-253.25	-647.92	-332.46	-407.30
财务费用	-2.01	-1.56	-2.77	-2.75	其他	-244.61	-50.79	-10.00	-10.00
资产减值损失	-16.29	-20.00	-20.00	-20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	342.90	891.25	1565.51	1912.06
投资收益	57.27	30.00	30.00	30.00	资本支出	-165.64	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	10.78	0.00	0.00	0.00	其他	-1305.43	895.65	-156.03	-21.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-1471.06	795.65	-256.03	-121.26
<b>营业利润</b>	899.66	1714.79	2107.78	2550.13	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.73	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	50.00	100.00	100.00
<b>利润总额</b>	896.93	1714.79	2107.78	2550.13	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	133.75	171.48	252.93	280.51	支付股利	-200.01	-152.64	-308.66	-370.97
净利润	763.18	1543.31	1854.85	2269.61	其他	-9.03	-12.66	2.77	2.75
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-209.04	-115.30	-205.89	-268.22
归属母公司股东净利润	763.18	1543.31	1854.85	2269.61	<b>现金流量净额</b>	-1338.49	1571.61	1103.59	1522.58
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	176.95	1748.56	2852.15	4374.74	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	382.11	709.52	858.29	1038.86	销售收入增长率	53.29%	89.42%	21.19%	21.17%
存货	338.32	626.22	752.55	907.25	营业利润增长率	68.42%	90.60%	22.92%	20.99%
其他流动资产	2730.15	2241.65	2613.11	2888.89	净利润增长率	68.62%	102.22%	20.19%	22.36%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	64.25%	79.31%	22.42%	20.59%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	694.80	735.18	767.87	793.95	毛利率	55.16%	55.27%	55.64%	55.87%
无形资产和开发支出	46.74	41.36	35.98	30.60	三费率	10.51%	6.16%	5.73%	5.95%
其他非流动资产	90.77	87.57	84.36	81.16	净利率	41.31%	44.10%	43.73%	44.16%
<b>资产总计</b>	4459.86	6190.07	7964.31	10115.45	ROE	19.00%	28.54%	26.67%	25.64%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.11%	24.93%	23.29%	22.44%
应付和预收款项	308.58	596.30	717.48	865.63	ROIC	50.24%	70.32%	64.90%	68.08%
长期借款	0.00	50.00	150.00	250.00	EBITDA/销售收入	53.77%	50.90%	51.42%	51.17%
其他负债	133.99	135.80	142.68	147.03	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	442.57	782.10	1010.16	1262.65	总资产周转率	0.45	0.66	0.60	0.57
股本	400.01	480.01	480.01	480.01	固定资产周转率	3.25	5.28	5.88	6.81
资本公积	1831.55	1751.55	1751.55	1751.55	应收账款周转率	6.95	8.61	7.31	7.30
留存收益	1785.73	3176.41	4722.59	6621.24	存货周转率	2.58	3.11	2.73	2.73
归属母公司股东权益	4017.29	5407.97	6954.15	8852.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	59.02%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	4017.29	5407.97	6954.15	8852.79	资产负债率	9.92%	12.63%	12.68%	12.48%
负债和股东权益合计	4459.86	6190.07	7964.31	10115.45	带息债务/总负债	0.00%	6.39%	14.85%	19.80%
					流动比率	10.73	8.49	9.36	10.14
					速动比率	9.73	7.49	8.37	9.14
					股利支付率	26.21%	9.89%	16.64%	16.35%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.59	3.22	3.86	4.73
					每股净资产	8.37	11.27	14.49	18.44
					每股经营现金	0.71	1.86	3.26	3.98
					每股股利	0.42	0.32	0.64	0.77
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	993.52	1781.45	2180.90	2629.88					
PE	41.31	20.43	17.00	13.89					
PB	7.85	5.83	4.53	3.56					
PS	17.06	9.01	7.43	6.13					
EV/EBITDA	23.97	15.94	12.48	9.79					
股息率	0.63%	0.48%	0.98%	1.18%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn