

投资评级：增持（维持）
报告日期：2022年11月21日
市场数据

目前股价	123.94
总市值（亿元）	431.60
流通市值（亿元）	334.39
总股本（万股）	34,823
流通股本（万股）	26,980
12个月最高/最低	164.97/48.07

分析师

分析师：于夕朦 S1070520030003

☎ 010-88366060-8831

✉ yuximeng@cgws.com

联系人（研究助理）：吴念峻

S1070122070011

☎ +86-755-83668784

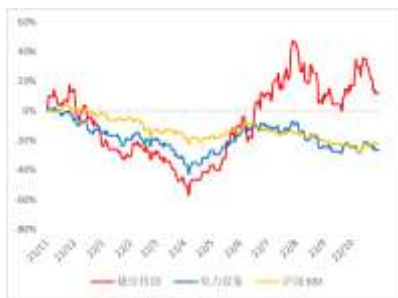
wunianjun@cgws.com

联系人（研究助理）：詹海希

S1070121110016

☎ +86-755-83462389

詹海希@cgws.com

股价表现


数据来源：IFIND

相关报告

<<Q3 业绩超预期，有望乘 TOPCon 扩产春风再远航>>

2022-10-28

<<各技术路线布局稳步推进，有望受益于 TOPCon 大规模产能释放>>

2022-10-25

<<Q2 盈利短期承压，订单充足支撑多技术路线持续突破>>

2022-08-19

PE-poly 整线设备落地，TOPCon 设备有望持续放量

——捷佳伟创（300724）公司动态点评

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,044.25	5,047.21	6,311.03	7,958.88	10,108.98
(+/-%)	60.03%	24.80%	25.04%	26.11%	27.01%
归母净利润（百万元）	523.03	717.40	1,021.02	1,374.01	1,708.23
(+/-%)	36.95%	37.16%	42.32%	34.57%	24.32%
摊薄 EPS（元/股）	1.63	2.12	2.93	3.95	4.90
PE	76.0	58.5	42.3	31.4	25.3

资料来源：长城证券研究院

核心观点

■ **事件：**11月17日，公司微信公众号发布，公司为铃达股份定制的 5GW TOPCon PE-poly 高效光伏电池整线装备工程进入生产阶段，标志着公司将在中国境内首次落地车间级 TOPCon 整线设备。

11月20日，公司微信公众号发布，公司中标全球光伏头部企业华北基地的车间级 TOPCon 电池 PE-poly 核心装备及其他各类设备的订单。截至 11月20日，公司提供 PE-poly 核心设备的产线年产能累计达 100GW。

■ **TOPCon 产业方向趋势明确，公司新产品有望迎来新增长。**我们预计 TOPCon 明年仍大幅扩产维持高景气，TOPCon 主流厂商年底产能预计可超 70GW，明年产能有望突破 130GW。另外，TOPCon 电池技术再获突破，10月14日，晶科能源公告其自主研发 182N 型高效单晶硅电池（TOPCon）转化效率经第三方测试认证，全面积电池转化效率达到 26.1%，再次创造了 182 及以上尺寸大面积 N 型 TOPCon 电池转化效率新纪录。随着 TOPCon 技术驱动转换效率逐渐提升，TOPCon 盈利能力将逐渐凸显，吸引更多企业投资扩产 TOPCon 产线，公司将充分受益于 TOPCon 扩产趋势并释放 TOPCon 设备订单。

■ **PE-poly 设备助力 TOPCon 降本增效，TOPCon 设备市占率有望进一步提升。**公司开发的 PE-poly 设备是集隧穿层、Poly 层、掺杂层等多层复合生长膜于一体的 TOPCon 电池关键核心制程工艺设备。PE-poly 路线的直接镀膜工艺充分保证同一真空状态各膜层定向生长，各膜层界面结合致密，有利于电池片电性能的提高及稳定控制；该路线的原位掺杂工艺不仅可以实现高浓度掺杂效果，有利于未来 Poly 层优化减薄，还能适配低膜层的浆料，未来具有宽阔的提效降本空间；同时，该路线的产线日常维护模式非常友好，大大减轻设备及其生产人员的劳动强度，减少了维护保护的难度和时间。公司 PE-poly 设备已多次获得光伏头部企业订单，公司凭借技术优势与先发优势有望进一步提升 TOPCon 设备市占率。

■ **盈利预测：**公司技术、产品优势居于行业龙头地位，横向拓展能力优秀，

有望在 N 型组件扩产和光伏新技术迭代进程中充分受益。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 63.11/79.59/101.09 亿元，归母净利润分别为 10.21/13.74/17.08 亿元，对应 EPS 为 2.93/3.95/4.90 元，对应 PE 为 42.3X、31.4X、25.3X，维持“增持”评级。

- **风险提示：**行业竞争加剧风险，新产品拓展不及预期，TOPcon 扩产不及预期，光伏装机不及预期，行业政策变化，宏观经济波动等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,044.25	5,047.21	6,311.03	7,958.88	10,108.98	成长性					
营业成本	2,975.55	3,805.77	4,702.26	5,895.92	7,442.37	营业收入增长	60.03%	24.80%	25.04%	26.11%	27.01%
营业税金及附加	21.65	21.41	25.24	35.02	42.46	营业成本增长	73.30%	27.90%	23.56%	25.38%	26.23%
销售费用	80.78	71.36	88.35	110.63	139.50	营业利润增长	35.75%	40.68%	39.99%	35.22%	24.04%
管理费用	85.79	101.51	116.75	143.26	181.96	利润总额增长	35.97%	39.96%	40.24%	35.13%	24.07%
研发费用	191.21	237.82	300.40	376.46	479.17	归母净利润增长	36.95%	37.16%	42.32%	34.57%	24.32%
财务费用	52.10	-6.76	-31.56	-31.84	-30.33	盈利能力					
其他收益	131.73	138.52	113.07	127.77	126.45	毛利率	26.43%	24.60%	25.49%	25.92%	26.38%
投资净收益	-41.79	-12.97	-8.05	-2.96	8.10	销售净利率	14.36%	16.19%	18.13%	19.44%	18.98%
营业利润	580.93	817.27	1,144.11	1,547.12	1,919.02	ROE	16.86%	11.51%	14.15%	16.30%	16.43%
营业外收支	2.31	-0.95	0.68	-0.13	0.27	ROIC	34.85%	47.43%	63.55%	88.92%	84.24%
利润总额	583.24	816.32	1,144.79	1,546.99	1,919.29	营运效率					
所得税	71.46	102.54	137.37	185.64	230.31	销售费用/营业收入	2.00%	1.41%	1.40%	1.39%	1.38%
少数股东损益	-11.25	-3.61	-13.60	-12.66	-19.25	管理费用/营业收入	2.12%	2.01%	1.85%	1.80%	1.80%
归母净利润	523.03	717.40	1,021.02	1,374.01	1,708.23	研发费用/营业收入	4.73%	4.71%	4.76%	4.73%	4.74%
资产负债表						财务费用/营业收入	1.29%	-0.13%	-0.50%	-0.40%	-0.30%
					(百万)	投资收益/营业利润	-7.19%	-1.59%	-0.70%	-0.19%	0.42%
流动资产	8,692.74	11,652.16	13,421.89	16,415.17	19,761.06	所得税/利润总额	12.25%	12.56%	12.00%	12.00%	12.00%
货币资金	1,548.03	3,990.91	5,006.21	6,072.41	6,908.64	应收账款周转率	5.82	4.34	5.00	4.80	4.50
应收票据及应收账款合计	2,453.70	2,796.93	2,357.07	4,054.25	4,819.19	存货周转率	1.13	1.29	1.38	1.52	1.63
其他应收款	37.26	12.78	60.00	60.00	60.00	流动资产周转率	0.57	0.50	0.50	0.53	0.56
存货	3,822.54	4,032.94	5,110.35	5,371.29	7,032.65	总资产周转率	0.53	0.46	0.46	0.50	0.52
非流动资产	590.69	1,130.79	1,009.72	965.96	1,230.57	偿债能力					
固定资产	250.95	329.65	347.02	369.37	387.40	资产负债率	67.31%	51.47%	49.27%	51.40%	51.02%
资产总计	9,283.43	12,782.95	14,431.61	17,183.82	20,991.63	流动比率	1.40	1.78	1.95	1.87	1.85
流动负债	6,207.50	6,538.30	6,874.94	8,791.46	10,669.67	速动比率	0.78	1.17	1.21	1.26	1.19
短期借款	193.63	13.47	-166.69	233.31	633.31	每股指标 (元)					
应付款项	1,640.98	2,088.82	2,213.02	3,226.38	4,146.46	EPS	1.63	2.12	2.93	3.95	4.90
非流动负债	40.95	41.06	41.01	41.03	41.02	每股净资产	8.72	17.81	20.48	24.05	29.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.96	3.88	2.57	2.57	2.09
负债合计	6,248.46	6,579.35	6,915.95	8,832.49	10,710.69	每股经营现金/EPS	0.59	1.83	0.88	0.65	0.43
股东权益	3,034.98	6,203.59	7,515.66	8,351.33	10,280.93	估值					
股本	321.22	348.28	348.28	348.28	348.28	PE	76.0	58.5	42.3	31.4	25.3
留存收益	2,740.46	5,869.86	7,179.80	8,028.13	9,976.99	PEG	1.97	1.76	1.08	0.81	0.76
少数股东权益	-1.19	1.18	-12.42	-25.08	-44.33	PB	14.22	6.96	6.05	5.15	4.18
负债和权益总计	9,283.43	12,782.95	14,431.61	17,183.82	20,991.63	EV/EBITDA	58.63	38.79	31.56	22.93	18.27
现金流量表					(百万)	EV/SALES	11.18	6.96	5.95	4.62	3.60
经营活动现金流	333.77	1,349.50	896.17	894.78	727.44	EV/IC	30.26	22.81	25.02	18.63	10.38
其中营运资本减少	2,557.98	644.87	-129.01	-487.58	-982.74	ROIC/WACC	3.67	4.65	6.23	8.72	8.26
投资活动现金流	-77.89	-571.32	-38.86	-129.33	-134.16	REP	8.24	4.91	4.02	2.14	1.26
其中资本支出	37.95	132.63	101.08	132.52	143.69						
融资活动现金流	122.31	2,241.38	157.99	300.76	242.95						
净现金总变化	378.19	3,019.56	1,015.31	1,066.20	836.23						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>