

## 2022 年三季报点评: Q3 金刚线价格维持稳定, 成本上涨盈利承压

2022 年 11 月 25 日

买入 (维持)

证券分析师  
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,848	3,572	5,111	6,978
同比 (%)	53%	93%	43%	37%
归母净利润 (百万元)	763	1,466	1,909	2,482
同比 (%)	70%	92%	30%	30%
每股收益 (元/股)	1.59	3.05	3.98	5.17
P/E (倍)	33.07	17.22	13.22	10.17

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年三季报, 公司 2022Q1-3 实现营收 24.61 亿元, 同增 93.61%; 实现归母净利润 10.28 亿元, 同增 86.55%。其中 2022Q3 实现营收 9.23 亿元, 同增 107.60%, 环增 5.81%; 实现归母净利润 3.62 亿元, 同增 97.29%, 环减 5.11%。Q1-3 毛利率为 54.39%, 同减 2.42pct, Q3 毛利率 52.29%, 同减 4.02pct, 环减 4.47pct; Q1-3 归母净利率为 41.78%, 同减 1.58pct, Q3 归母净利率 39.23%, 同减 2.05pct, 环减 4.52pct。接近业绩预告上限, 符合我们的预期。
- **2022Q3 金刚线产能接近满产, 再度扩张稳固龙头地位。** 2022Q1-Q3 金刚线销量 6465 万公里, 同增 110%, 其中 Q3 金刚线销量为 2468 万公里, 同增 125%, 环增 7%。整个 Q3 产能接近 3000 万公里, 算上客户寄售、流转在途以及终端库存数量, Q3 产能利用率超 95%, 接近满产。此外, 公司 8 月份开始进行 15 线机改造, 截止到 10 月底改造进度完成 50%, 公司计划 11-12 月改造完成; 富农工业园一期厂房开始投产, 贡献 100 万公里/月产能, 到 22 年底月产能达 1400 万公里; 二期厂房计划 2023 年 Q1 释放产能, 到 2023Q1 末月产能达 1500 万公里。
- **2022Q3 销售均价保持稳定, 原材料价格上涨盈利承压。** 2022Q3 金刚线销售均价 37.0 元/公里, 环比持平。Q3 母线、微粉等原材料价格上涨明显, 36、38 线径母线采购价格上涨 1 元+/公里, 微粉成本上涨 0.5-0.6 元/公里, 再加之公司 Q2 成本下降较为全面, 短时间内降本空间有限, 因此金刚线单公里成本环比上涨 1.5-1.6 元, 毛利率环比下降 5pct 达到 52%。综合来看, 我们预计 2022 年全年金刚线单公里净利 16 元, 对应净利润约为 15 亿元, 同增 97%。
- **黄丝生产趋于稳定, 静待母线扩产。** 10 月黄丝产能完成初步调试和小批量测试, 公司计划 11 月投入中批量生产, 产量小于 100 吨/月, 覆盖公司目前自有拉丝机产能, 效果理想的话母线成材率将从外采的 65% 提升至 80%。随黄丝生产以及品质趋于稳定, 公司将开始提升母线产能。目前母线月产能依旧维持在 200 万公里+, 自供比例不足 20%。
- **盈利预测与投资评级:** 基于下游需求旺盛, 叠加细线化薄片化趋势, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 14.7/19.1/24.8 亿元, 同增 92%/30%/30%, 维持此前盈利预测。我们给予公司 2023 年 20 倍 PE, 对应目标价 79.6 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期, 原材料价格高涨等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	52.58
一年最低/最高价	49.28/99.68
市净率(倍)	5.43
流通 A 股市值(百万元)	12,721.21

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.68
资产负债率(%LF)	14.76
总股本(百万股)	480.01
流通 A 股(百万股)	241.94

### 相关研究

《美畅股份(300861): 2022 年中报点评: 22Q2 金刚线销量持续高增, 降本增效盈利强劲》

2022-08-29

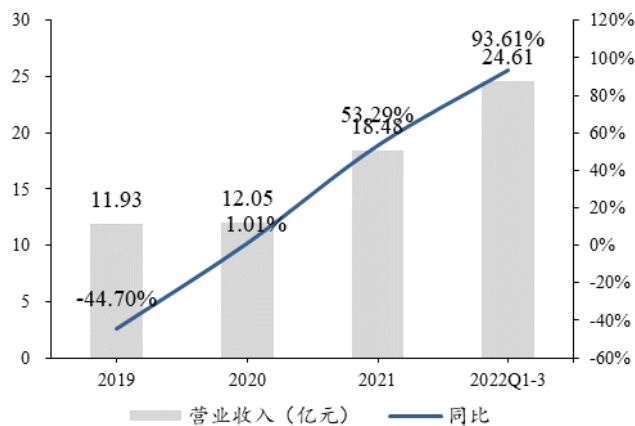
《美畅股份(300861): 半年报业绩预告点评: 金刚线需求旺盛出货高增, 降本增效盈利强劲》

2022-07-22

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢曾朵红, 陈璐和周尔双的指导。

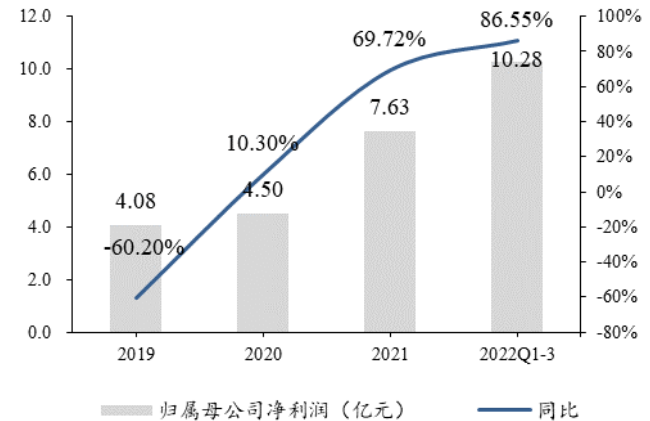
**事件:** 公司发布 2022 年三季度报, 公司 2022Q1-3 实现营收 24.61 亿元, 同增 93.61%; 实现归母净利润 10.28 亿元, 同增 86.55%。其中 2022Q3 实现营收 9.23 亿元, 同增 107.60%, 环增 5.81%; 实现归母净利润 3.62 亿元, 同增 97.29%, 环减 5.11%。Q1-3 毛利率为 54.39%, 同减 2.42pct, Q3 毛利率 52.29%, 同减 4.02pct, 环减 4.47pct; Q1-3 归母净利率为 41.78%, 同减 1.58pct, Q3 归母净利率 39.23%, 同减 2.05pct, 环减 4.52pct。接近业绩预告上限, 符合我们的预期。

图1: 2022Q1-3 收入 24.61 亿元, 同比+93.61%



数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

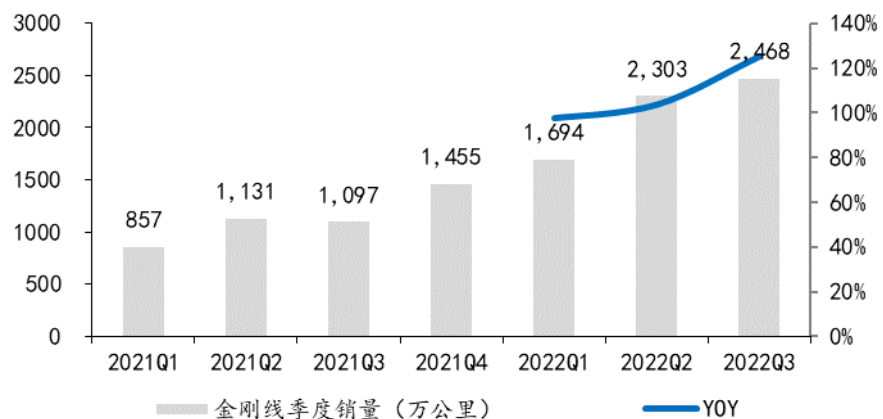
图2: 2022Q1-3 归母净利润 10.28 亿元, 同比+86.55%



数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

**2022Q3 金刚线产能接近满产, 再度扩张稳固龙头地位。**2022Q1-Q3 金刚线销量 6465 万公里, 同增 110%, 其中 Q3 金刚线销量为 2468 万公里, 同增 125%, 环增 7%。整个 Q3 产能接近 3000 万公里, 算上客户寄售、流转在途以及终端库存数量, Q3 产能利用率超 95%, 接近满产。此外, 公司 8 月份开始进行 15 线机改造, 截止到 10 月底改造进度完成 50%, 公司计划 11-12 月改造完成; 富农工业园一期厂房开始投产, 贡献 100 万公里/月产能, 到 22 年底月产能达 1400 万公里; 二期厂房计划 2023 年 Q1 释放产能, 到 2023Q1 末月产能达 1500 万公里。

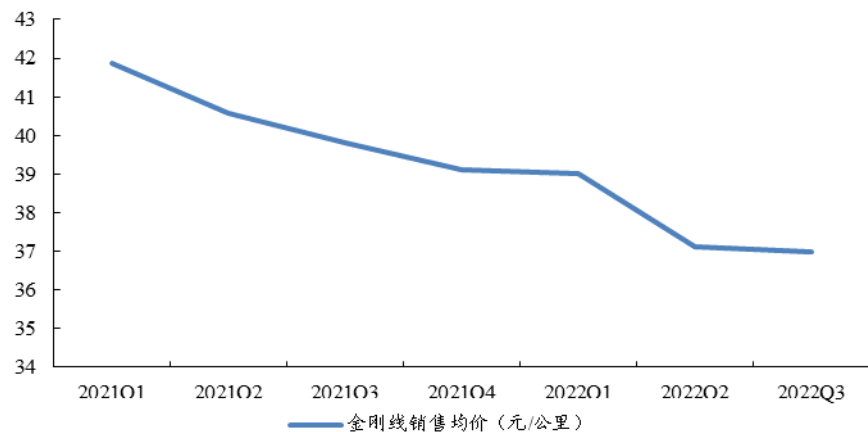
图3: 公司金刚线季度销量 (GW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港)

**2022Q3 销售均价保持稳定，原材料价格上涨盈利承压。**2022Q3 金刚线销售均价 37.0 元/公里，环比持平。Q3 母线、微粉等原材料价格上涨明显，36、38 线径母线采购价格上涨 1 元+/公里，微粉价格上涨 0.3 元/克拉，单公里需求微粉 2 克拉左右，成本上涨 0.5-0.6 元/公里，再加之公司 Q2 成本下降较为全面，短时间内降本空间有限，因此金刚线单公里成本环比上涨 1.5-1.6 元，毛利率环比下降 5pct 达到 52%。综合来看，我们预计 2022 年全年金刚线单公里净利 16 元，对应净利润约为 15 亿元，同增 97%。

图4：金刚线销售均价（元/公里）



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

**黄丝生产趋于稳定，静待母线扩产。**10 月黄丝产能完成初步调试和小批量测试，公司计划 11 月投入中批量生产，产量小于 100 吨/月，覆盖公司目前自有拉丝机产能，效果理想的话母线成材率将从外采的 65%提升至 80%。随黄丝生产以及品质趋于稳定，公司将开始提升母线产能。目前母线月产能依旧维持在 200 万公里+，自供比例不足 20%

**盈利预测与投资评级：**基于下游需求旺盛，叠加细线化薄片化趋势，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 14.7/19.1/24.8 亿元，同增 92%/30%/30%，维持此前盈利预测。我们给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应目标价 79.6 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**竞争加剧，政策不及预期，原材料价格高涨等。

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)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>3,628</b>	<b>5,565</b>	<b>7,582</b>	<b>10,255</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,848</b>	<b>3,572</b>	<b>5,111</b>	<b>6,978</b>
现金	2,409	3,274	4,135	5,472	减:营业成本	828	1,574	2,480	3,627
应收账款	864	1,585	2,381	3,224	营业税金及附加	16	36	49	63
存货	338	687	1,043	1,531	销售费用	64	125	174	223
其他流动资产	17	19	23	28	管理费用	46	107	148	195
<b>非流动资产</b>	<b>832</b>	<b>1,450</b>	<b>2,007</b>	<b>2,513</b>	研发费用	87	179	235	300
长期股权投资	0	150	270	370	财务费用	-2	2	11	20
固定资产	642	1,018	1,416	1,816	资产减值损失	18	-14	0	0
在建工程	69	122	133	129	加:投资净收益	57	89	128	195
无形资产	39	48	55	61	其他收益	52	54	77	140
其他非流动资产	82	112	133	137	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4,460</b>	<b>7,015</b>	<b>9,588</b>	<b>12,768</b>	<b>营业利润</b>	<b>900</b>	<b>1,706</b>	<b>2,219</b>	<b>2,884</b>
<b>流动负债</b>	<b>338</b>	<b>809</b>	<b>1,305</b>	<b>2,000</b>	加:营业外净收支	-3	-2	1	2
短期借款	14	214	434	676	<b>利润总额</b>	<b>897</b>	<b>1,705</b>	<b>2,220</b>	<b>2,886</b>
应付账款	232	443	648	995	减:所得税费用	134	239	311	404
其他流动负债	92	152	223	329	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>104</b>	<b>704</b>	<b>1,254</b>	<b>1,754</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>763</b>	<b>1,466</b>	<b>1,909</b>	<b>2,482</b>
长期借款	0	300	600	900	EBIT	835	1,552	2,026	2,569
其他非流动负债	104	404	654	854	EBITDA	940	1,678	2,175	2,747
<b>负债合计</b>	<b>443</b>	<b>1,513</b>	<b>2,560</b>	<b>3,754</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	<b>重要财务及估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
归属母公司股东权益	4,017	5,501	7,029	9,014	每股收益(元)	1.59	3.05	3.98	5.17
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,460</b>	<b>7,015</b>	<b>9,588</b>	<b>12,768</b>	每股净资产(元)	10.04	7.73	9.88	12.67
					发行在外股份(百万股)	480	480	480	480
					ROIC(%)	18.95	25.71	23.29	22.11
					ROE(%)	19	26.65	27.16	27.54
					毛利率(%)	55.16	55.94	51.48	48.02
					销售净利率(%)	41.31	41.04	37.36	35.57
					资产负债率(%)	9.92	21.57	26.7	29.4
					收入增长率(%)	53.29	93.32	43.08	36.53
					净利润增长率(%)	69.72	92.09	30.24	30.01
					P/E	33.07	17.22	13.22	10.17
					P/B	5.24	6.8	5.32	4.15

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

### 分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

### 利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

### 免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

### 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### 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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

