

2022年12月27日

证券研究报告·公司专题报告

高测股份 (688556) 电力设备

买入 (维持)

当前价: 74.00元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

薄片化助力 HJT 降本，切片代工盈利稳定

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年业绩预增公告, 2022 年预计公司实现归母净利润 7.6~8.2 亿元, 同比增长 340.09%~374.83%。其中 22Q4 预计归母净利润 3.3~3.9 亿元, 环比增长 73.6%~105.0%。
- **预计 22Q4 业绩增长主要来自切割设备业务, 切割设备出货持续增长+费用率摊薄, 盈利能力持续提升。** 2022 年受益于硅片环节扩产, 光伏切割设备需求旺盛, 12 月 20 日公司年内第 1245 台切片机发往天合, 年内仅切片机出货超过 1245 台, 2021 年光伏切割设备销量 1063 台。销量高速增长摊薄相关成本和期间费用, 切割设备净利率环比提升。
- **金刚线产能优化提升, 销量环比持续增长。** 2022 年 12 月中公司金刚线单季度出货突破 1000 万 km, 因此我们预计 22Q4 出货约 1200 万 km, 考虑自用部分后销量约 950 万 km, 销量环比提升约 70%。22Q4 公司金刚线产能持续优化, 同时产品价格整体平稳, 因此盈利能力亦保持良好, 预计 22Q4 贡献利润约 1 亿元。2023 年公司壶关一期 4000 万 km 投产, 全年金刚线出货量预计倍增。
- **切片出货持续提升, 整体利润保持良好, 远期看单 GW 利润有望稳定在 1000 万元。** 硅片薄片化为 HJT 降本的重要路径之一, 我们计算自 130 μ m 起, HJT 硅片厚度每下降 10 μ m, 成本可下降约 4%, 因此中长期看薄片化动力仍然充足。公司薄片化切割工艺领先, 当前切片厚度可至 80 μ m, 在薄片化趋势下单位硅棒出片数提升, 同时产量亦保持增长, 因此能够抵消部分硅片价格下降因素。薄片化工艺优势下公司订单需求充足, 产能持续扩张。2022 年 12 月公司宣布在滑县投建 5GW 切片产能, 2023H2 建湖二期 12GW 投产, 预计至 2023H2 公司切片产能将达到 38GW, 2023 年切片出货能力全面提升。后期硅片价格下降, 在 5% 的外售比例下公司单 GW 切片利润仍有望稳定在 1000 万元。
- **盈利预测与投资建议:** PERC 时代硅片从 180 μ m 减薄至 150 μ m, 验证了公司切片业务的商业模式及盈利能力。未来 HJT 硅片从 140 μ m 减薄至 100 μ m, 高测将确立切片龙头地位, 享受技术进步、产能释放的新一轮红利。预计未来三年公司净利润 CAGR 为 93.87%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 全球光伏装机需求不及预期的风险; 下游硅片扩产不及预期的风险; 原材料成本上涨, 公司盈利能力下降的风险; 政策变化的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1566.60	3572.54	5273.14	6339.15
增长率	109.97%	128.04%	47.60%	20.22%
归属母公司净利润 (百万元)	172.69	785.93	995.47	1258.30
增长率	193.38%	355.10%	26.66%	26.40%
每股收益 EPS (元)	0.76	3.45	4.37	5.52
净资产收益率 ROE	14.96%	41.25%	36.28%	33.09%
PE	98	21	17	13
PB	14.61	8.85	6.15	4.44

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

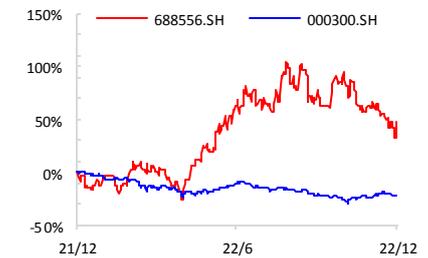
邮箱: ayc@swsc.com.cn

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: Wind

基础数据

总股本(亿股)	2.28
流通 A 股(亿股)	1.70
52 周内股价区间(元)	36.45~106.33
总市值(亿元)	168.72
总资产(亿元)	51.51
每股净资产(元)	6.90

相关研究

1. 高测股份 (688556): 切片代工利润增厚, 碳化硅切片机实现突破 (2022-10-29)
2. 高测股份 (688556): 切片业绩超预期, 切割设备环比持续增长 (2022-08-23)
3. 高测股份 (688556): 薄片化与细线化趋势下, 再论高测切片优势 (2022-06-08)
4. 高测股份 (688556): 业绩超预期, 创新业务持续突破 (2022-04-29)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 22 年业绩预增点评：业绩大超预期，三大主营迎头而上.....	1
2 产业链对于薄片化降本的追求无止境.....	2
2.1 2021~2022 年：硅料价格上涨，P 型硅片厚度降至 150 μ m.....	2
2.2 未来：硅片薄片化为 HJT 降本重要路径之一	3
3 硅片价格下行，切片代工盈利 baseline 与需求何在？	4
3.1 硅片价格回落，高比例剩余片保障切片盈利良好	4
3.2 代工需求旺盛，产能持续扩张.....	5
4 盈利预测与估值.....	6
4.1 盈利预测.....	6
4.2 相对估值.....	7
5 风险提示	7

图 目 录

图 1: 公司分产品营业收入 (万元)	1
图 2: 2022 年公司归母净利润预计同比增长 340%以上 (万元)	1
图 3: 22Q4 预计公司归母净利润 3.3~3.9 亿元, 环比增长 73.6%~105.0% (万元)	1
图 4: 2021 年以来硅料价格持续上涨 (元/kg)	2
图 5: 2019~2020 年硅片厚度变化小 (μm)	2
图 6: 2018 年至今隆基硅片厚度变化历程 (μm)	3
图 7: 公司 HJT 硅片厚度已至 80 μm	4

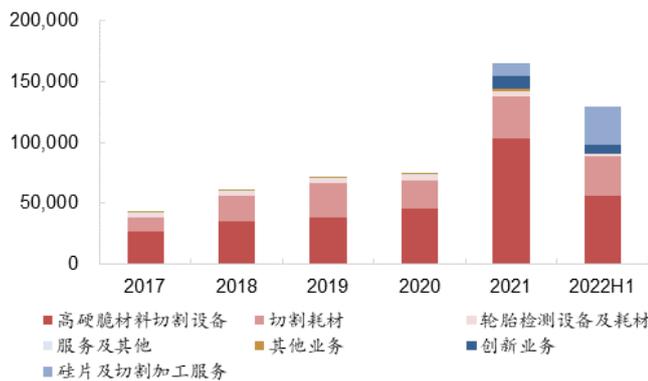
表 目 录

表 1: 不同硅片厚度下 HJT 硅片和电池降本空间测算.....	3
表 2: 若 2024 年硅料价格降至 80 元/kg, 公司每 GW 切片利润有望稳定在 1000 万元左右	4
表 3: 2022 年 12 月, 公司在滑县计划再扩产 5GW 切片产能, 总产能规划达到 52GW.....	5
表 4: 分业务收入及毛利率	6
表 5: 可比公司估值.....	7
附表: 财务预测与估值	8

1 22 年业绩预增点评：业绩大超预期，三大主营迎头而上

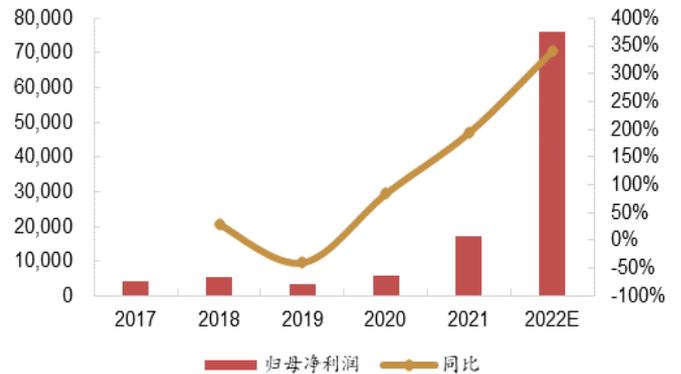
公司发布 2022 年业绩预增公告。2022 年预计公司实现归母净利润 7.6~8.2 亿元，同比增长 340.09%~374.83%。其中 22Q4 预计归母净利润 3.3~3.9 亿元，环比增长 73.6%~105.0%。

图 1：公司分产品营业收入（万元）



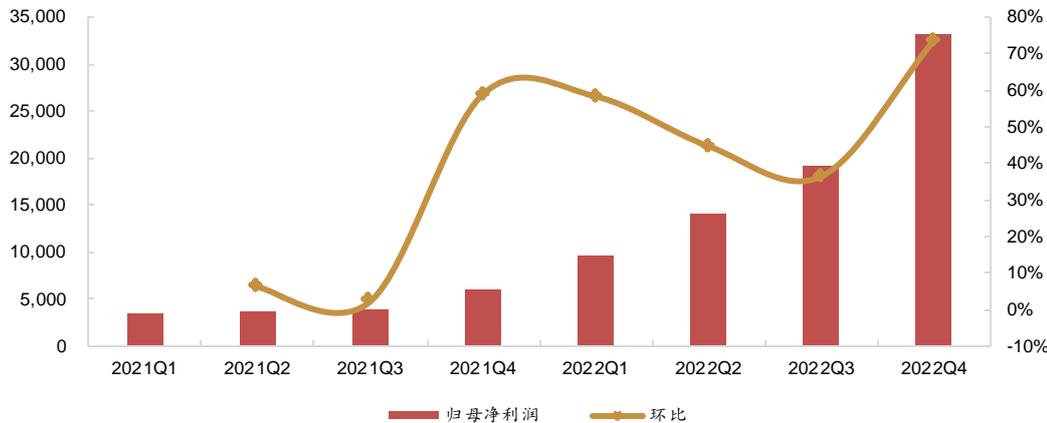
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：2022 年公司归母净利润预计同比增长 340%以上（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：22Q4 预计公司归母净利润 3.3~3.9 亿元，环比增长 73.6%~105.0%（万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

预计 22Q4 业绩增长主要来自切割设备业务，切割设备出货持续增长叠加费用率摊薄，盈利能力持续提升。2022 年受益于硅片环节扩产，光伏切割设备需求旺盛，12 月 20 日公司年内第 1245 台切片机发往天合，年内仅切片机出货超过 1245 台，2021 年光伏切割设备销量 1063 台。销量高速增长摊薄相关成本和期间费用，我们预计切割设备净利率同环比均有提升。

金刚线产能优化提升，销量环比持续增长。公司金刚线产能通过技改、线速优化等方式持续提升。2022 年 12 月中公司金刚线单季度出货突破 1000 万 km，预计 22Q4 出货约 1200 万 km，考虑自用部分后销量约 950 万 km，销量环比提升约 70%，年产能也达到 4800 万 km 左右。金刚线产能持续优化，同时价格整体平稳，因此盈利能力亦保持良好，我们预计 22Q4 贡献利润约 1 亿元。2023H2 公司壶关一期 4000 万 km 投产，全年金刚线出货量预计倍增。

切片业务受硅片价格下降影响单 GW 利润有所下降，然出货持续提升，整体利润仍保持良好。22Q4 硅片价格进入下降通道，公司剩余片外售价格有所影响，预计部分影响单 GW 利润。得益于公司薄片化切割工艺，薄片化趋势下单位硅棒出片数提升，同时产量亦保持增长，因此抵消部分硅片价格下降因素。12 月公司宣布在滑县投建 5GW 切片产能，2023H2 建湖二期 12GW 投产，预计至 2023H2 公司切片产能将达到 38GW，2023 年切片出货能力全面提升，出货量预计较 2022 年增长 180%。

2 产业链对于薄片化降本的追求无止境

我们前期的报告中重点阐述了切片薄片化与细线化趋势下，高测的切片技术优势，以及公司切片业务的利润弹性。针对当前市场对于薄片化与细线化的讨论，以及硅片价格下行后切片利润的 baseline 何在，本篇专题从 HJT 技术的视角出发，探究未来薄片化的动力与降本优势，以及硅片价格下降趋势下，公司切片代工利润的稳定性。

2.1 2021~2022 年：硅料价格上涨，P 型硅片厚度降至 150 μm

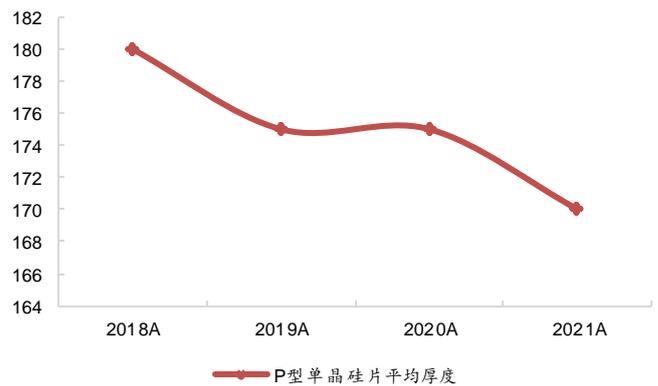
2021 年以来硅料价格持续上涨，加速硅片薄片化进程。2021~2022 年，硅料价格从 8 万元/吨上涨至最高超过 30 万元/吨，在硅料成本压力下，硅片减薄直接降低单瓦硅耗，降低硅成本，推动薄片化进程。根据 CPIA 数据，2019-2020 年行业平均硅片厚度（P 型）近无变化，基本保持在 175 μm 左右。然而 2021 年以来伴随硅料价格上涨，硅片不断减薄，硅片主流厚度从 2021 年初的 170~175 μm，下降至 2022 年末的 150 μm（隆基/中环/通威等主流厚度），每半年约下降 5 μm。隆基官网公示的硅片厚度变化亦是如此，2020H2~2021.4 隆基 182 硅片厚度为 175 μm，2021.5~2022.4 硅片厚度从 170 μm 下降至 165 μm，2022H2 硅片厚度继续下降至 150 μm。硅片厚度下降 5 μm，单片硅耗量可下降 3% 左右。2022Q4 硅片环节硅耗量已降至 2.5g/W（2021 年初约 2.9-3g/W），在硅料价格上涨趋势下能够缓解成本压力，因此薄片化领先的企业也能获得相对竞争优势。

图 4：2021 年以来硅料价格持续上涨（元/kg）

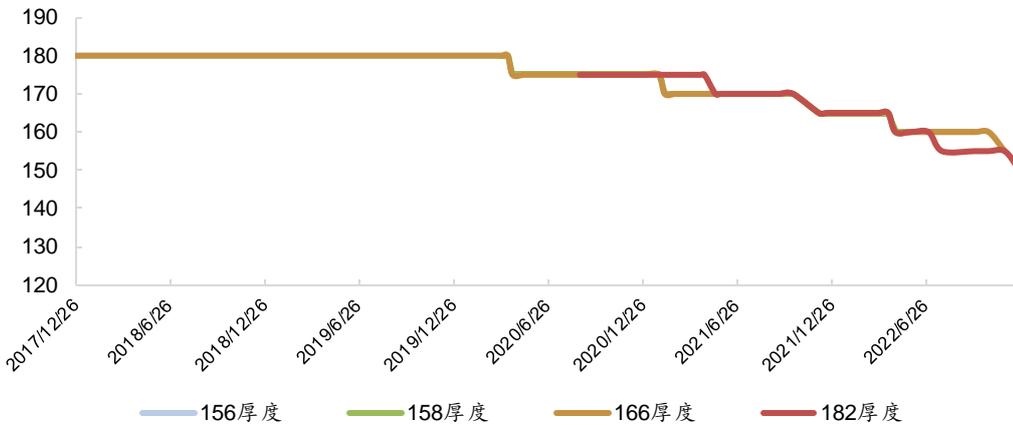


数据来源：PVInfoLink，西南证券整理

图 5：2019~2020 年硅片厚度变化小（μm）



数据来源：CPIA，西南证券整理

图 6：2018 年至今隆基硅片厚度变化历程（ μm ）


数据来源：公司官网，西南证券整理

2.2 未来：硅片薄片化为 HJT 降本重要路径之一

硅片薄片化为 HJT 电池降本的重要路径之一，硅片厚度每下降 $10\mu\text{m}$ ，HJT 硅片成本下降约 4%。我们以 182 尺寸为例分别计算不同厚度下的 HJT 硅片成本，若转换效率提升至 25%、单片功率提升至 8.25W， $120\mu\text{m}$ 厚度下单瓦硅耗为 1.85g，至 $100\mu\text{m}$ 厚度时下降至 1.66g。2023 年后硅料新产能大量投放，硅料价格有望持续下降，我们考虑硅料价格下降至 80 元/kg 水平，分别计算不同硅片厚度下 HJT 硅片成本。若硅片厚度为 $120\mu\text{m}$ ，硅片成本为 0.227 元/W，较 $130\mu\text{m}$ 时成本下降约 3.8%；当硅片厚度为 $100\mu\text{m}$ ，硅片成本为 0.208 元/W，较 $110\mu\text{m}$ 时成本下降约 4.1%；硅片厚度每下降 $10\mu\text{m}$ ，成本下降约 4%。综上，硅片减薄将直接推动 HJT 原材料成本大幅下降，因此硅片薄片化动力依然充足。

表 1：不同硅片厚度下 HJT 硅片和电池降本空间测算

项目	单位	P 型		N 型		
		150 μm	130 μm	120 μm	110 μm	100 μm
硅片厚度	um	150	130	120	110	100
转换效率		23.5%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
单片功率	元/片	7.76	8.25	8.25	8.25	8.25
硅耗	g/W	2.27	1.94	1.85	1.75	1.66
硅料价格	元/Kg	75	80	80	80	80
硅成本	元/W	0.151	0.137	0.131	0.124	0.118
拉棒成本	元/Kg	25	30	30	30	30
切片良率		98.0%	97.5%	97.0%	96.5%	96.0%
出片量	片/Kg	61.59	67.83	71.29	75.17	79.55
出片功率	W/Kg	478	560	588	620	657
拉棒成本	元/W	0.052	0.054	0.051	0.048	0.046
切片成本	元/W	0.045	0.045	0.045	0.045	0.045
硅片成本	元/W	0.248	0.236	0.227	0.217	0.208

数据来源：西南证券

薄片化降低 HJT 生产成本，有望助推 HJT 量产。当前 HJT 电池组件仍未实现大规模量产的重要原因之一为高昂的生产成本，通过硅片减薄降低成本，有望推动 HJT 电池量产化进程，HJT 和薄片化空间进一步打开。

公司已掌握 HJT 超薄半棒半片核心切割工艺。公司在 HJT 切割设备方面，通过在开方和磨抛环节之间增加中剖工序并推出中剖机，建立成熟的半棒半片设备体系。技术方面，2021 年公司首推 HJT 专用半片切割方案，并实现 210 硅片 120 μm 半片量产；2022 年公司同时推出 210 硅片 80 μm 半片样片，并通过 34 μm 及更细金刚线切割，进一步提升出片率。

图 7：公司 HJT 硅片厚度已至 80 μm



数据来源：公司官微，西南证券整理

3 硅片价格下行，切片代工盈利 baseline 与需求何在？

当前硅料/硅片价格下降，公司切片业务中剩余片外售价格随之变化，切片盈利亦受到一定影响。市场担忧硅片价格快速下降，公司切片盈利难以持久。为此，我们计算在硅料极限价格下公司单 GW 切片的盈利能力。

3.1 硅片价格回落，高比例剩余片保障切片盈利良好

硅料价格降至 80 元/kg，在 5% 外售比例下单 GW 利润约 1000 万元。公司切片代工业务收入由加工费、剩余片外售和废料回收收入三部分构成。切片加工费收入较为稳定，当前 182/210 单片价格折算为单瓦后约 0.04 元/W。公司切片外售比例约 5%，考虑 2023/2024 年硅料均价降至 150/80 元/kg，对应硅片不含税价格分别为 0.483/0.336 元/W，因此盈余硅片贡献收入约 2415/1680 万元。硅泥回收收入约 1000 万元，期间费用 1000 万元，因此 2023/2024 每 GW 切片代工利润约 1600/1000 万元。

表 2：若 2024 年硅料价格降至 80 元/kg，公司每 GW 切片利润有望稳定在 1000 万元左右

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4E	2023E	2024E
营业收入测算值 (万元)	9,068.32	8,899.44	9,250.94	8,750.00	7,415.00	6,680.00
代工费收入 (万元)	4,000.00	4,000.00	4,000.00	4,000.00	4,000.00	4,000.00
硅片代工费 (元/W)	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
盈余硅片收入 (万元)	4,320.00	3,875.00	50.00	3,750.00	2,415.00	1,680.00

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4E	2023E	2024E
盈余硅片	6%	5%	5%	5%	5%	5%
盈余硅片售价 (元/W)	0.720	0.775	0.850	0.750	0.483	0.336
硅泥回收收入 (万元)	748.32	1,024.44	1,000.94	1,000.00	1,000.00	1,000.00
营业收入实际值 (万元)	13,820.51	10,014.02	9,817.15			
测算误差 (万元)	4,752.19	1,114.58	566.22			
营业成本 (万元)	8,574.82	5,028.00	5,098.06	4,500.00	4,500.00	4,500.00
期间费用 (万元)	2,618.87	1,726.98	1,100.72	1,000.00	1,000.00	1,000.00
利润总额 (万元)	2,626.82	3,259.04	3,618.37	3,250.00	1,915.00	1,180.00
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润 (万元)	2,232.79	2,770.18	3,075.61	2,762.50	1,627.75	1,003.00

数据来源：公司公告，西南证券

3.2 代工需求旺盛，产能持续扩张

薄片化与细线化趋势下公司切割工艺优势显著，切片产能持续扩张。公司作为光伏切割设备龙头，近年来设备不断优化提升适应大尺寸、薄片化与细线化切割；金刚线方面也实现 34 μ m 线径量产应用，切割设备+耗材+切割工艺优势显著，代工需求亦持续增长。当前公司已与隆基、晶澳、通威、美科、京运通、双良等下游客户建立切片业务合作关系，客户群体不断扩张。因此尽管 22 年末硅片开工率下降，公司订单需求依然旺盛，当前 1.8GW 月产能仍显不足。2022 年 12 月公司宣布投资 2.1 亿元，在河南滑县扩充 5GW 切片产能，预计 2023Q2 投产，将缓解现有产能瓶颈。截至目前，公司在乐山、建湖与滑县共规划 52GW 切片总产能，预计 2023 年将达到 38GW 产能。

表 3：2022 年 12 月，公司在滑县计划再扩产 5GW 切片产能，总产能规划达到 52GW

项目	产能	总投资额 (亿元)	公告时间	投产进度
乐山光伏大硅片研发中心及智能制造示范基地项目	5 亿片/约 5GW	1.83	2021.2.26	2021 年末建成，与通威永祥合作
乐山 20GW 光伏大硅片及配套项目	20	16.49	2021.7.21	项目分为两期：一期为 12GW 机加和 6GW 切片，在京运通产区内建设；二期产能 14GW
建湖 10GW 光伏大硅片项目	10GW	5.45	2021.7.21	22Q3 投产，已满产
建湖 12GW 光伏大硅片项目（二期）	12GW	6.31	2022.4.29	预计 2023H2 年投产
河南滑县硅片合作项目	5GW	2.1	2022.12.8	建设期 4 个月，预计 2023Q2 投产

数据来源：公司公告，公司官微，西南证券

董事长全额认购定增，当前股价极具安全边际。2022 年公司拟定增 9.2 亿以补充流动资金或偿还贷款，董事长张项先生拟以 70.72 元价格全额认购公司。当前公司股价 76.7 元，极具安全边际。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：受益于下游硅片持续扩产，切割设备需求持续增长，2022-2024 年公司光伏设备销量分别为 1500 台、1800 台、1800 台，销售均价每年下降 5%，毛利率分别为 30%、28%、28%。

假设 2：公司金刚线技改完成后，产能大幅提升，规模效应下成本优化，毛利率提升，22Q1 公司金刚线毛利率已达 47.62%。考虑到公司切片自用量，2022-2024 年销量分别为 2500 万千米、4320 万千米、5300 万千米。

假设 3：公司切片产能逐步投产，2022-2024 年切片出货量分别为 10GW、28GW、45GW。得益于工艺优化、规模效应带来的成本摊薄以及硅片薄片化进程，2023 年硅片价格下降后盈利仍较为稳定。

假设 4：其他业务收入与盈利稳定的营收与盈利水平。

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 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
光伏切割设备	收入	980.2	1425.0	1624.5	1543.3
	增速	117.0%	45.4%	14.0%	-5.0%
	毛利率	31.1%	30.0%	28.0%	28.0%
光伏切割耗材	收入	291.6	835.0	1298.6	1513.6
	增速	37.5%	186.4%	55.5%	16.6%
	毛利率	35.9%	39.3%	35.9%	37.9%
轮胎检测设备及耗材	收入	46.5	28.1	—	—
	增速	12.2%	-39.7%	—	—
	毛利率	46.0%	45.0%	—	—
其他切割设备和耗材	收入	105.2	157.9	221.0	287.3
	增速	323.1%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	42.4%	40.0%	40.0%	38.0%
硅片及切割加工服务	收入	105.8	1091.6	2094.0	2960.0
	增速	—	931.8%	91.8%	41.4%
	毛利率	28.7%	38.4%	33.9%	34.3%
服务及其他	收入	20.8	25.0	25.0	25.0
	增速	41.6%	19.9%	0.0%	0.0%
	毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	100.0%
其他业务	收入	16.4	10.0	10.0	10.0
	增速	—	-39.1%	0.0%	0.0%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	毛利率	99.7%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	1566.6	3572.5	5273.1	6339.2
	增速	110.0%	128.0%	47.6%	20.2%
	毛利率	33.7%	35.4%	32.8%	33.8%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取光伏硅片与辅材环节的四家公司作为可比公司，四家公司 2023 年平均 PE 为 17 倍。公司作为硅片切割与耗材龙头，在行业大尺寸薄片化的边际变化下竞争优势凸显。2023 年起公司金刚线与切片出货有望翻倍，且切片业务具备加工盈利稳定性，预计未来三年公司归母净利润 CAGR 为 93.87%，维持“买入”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300861.SZ	美畅股份	48.58	1.91	2.91	3.61	4.42	40.76	16.71	13.47	10.99
688598.SH	金博股份	220.49	6.25	6.94	9.04	12.13	56.82	31.77	24.40	18.18
601012.SH	隆基绿能	42.00	1.68	1.94	2.53	3.14	51.35	21.68	16.61	13.39
002129.SZ	TCL 中环	37.39	1.25	2.26	2.86	3.46	33.48	16.55	13.09	10.80
平均值							45.60	21.68	16.89	13.34

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

- 1) 全球光伏装机需求不及预期的风险；
- 2) 下游硅片扩产不及预期的风险；
- 3) 原材料成本上涨，公司盈利能力下降的风险；
- 4) 政策变化的风险。

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	1566.60	3572.54	5273.14	6339.15	净利润	172.69	785.93	995.47	1258.30
营业成本	1037.90	2309.59	3541.21	4197.17	折旧与摊销	48.52	37.03	56.17	75.33
营业税金及附加	6.24	15.25	22.01	26.66	财务费用	6.74	9.52	17.02	14.72
销售费用	62.58	64.31	79.10	63.39	资产减值损失	-32.99	0.00	0.00	0.00
管理费用	248.56	321.53	500.95	538.83	经营营运资本变动	322.10	-830.09	-224.79	-280.44
财务费用	6.74	9.52	17.02	14.72	其他	-440.55	-8.46	-20.50	11.70
资产减值损失	-32.99	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	76.50	-6.08	823.37	1079.61
投资收益	5.08	0.00	0.00	0.00	资本支出	-283.24	-350.00	-405.00	-310.00
公允价值变动损益	0.29	0.33	0.32	0.32	其他	434.47	-35.67	-8.04	10.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	151.24	-385.67	-413.04	-299.50
营业利润	211.65	852.68	1113.17	1498.71	短期借款	-51.91	332.83	-166.06	-195.23
其他非经营损益	-24.58	-16.58	-19.25	-18.36	长期借款	0.00	50.00	100.00	100.00
利润总额	187.08	836.09	1093.93	1480.35	股权融资	14.83	0.00	0.00	0.00
所得税	14.38	50.17	98.45	222.05	支付股利	-17.80	-34.54	-157.19	-199.09
净利润	172.69	785.93	995.47	1258.30	其他	-45.78	-26.71	-17.02	-14.72
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-100.67	321.58	-240.27	-309.05
归属母公司股东净利润	172.69	785.93	995.47	1258.30	现金流量净额	127.00	-70.17	170.06	471.06
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	427.42	357.25	527.31	998.37	成长能力				
应收和预付款项	1251.76	2742.88	4115.40	4936.68	销售收入增长率	109.97%	128.04%	47.60%	20.22%
存货	557.59	1461.32	2242.08	2611.80	营业利润增长率	274.27%	302.87%	30.55%	34.63%
其他流动资产	187.65	359.72	406.05	476.13	净利润增长率	193.38%	355.10%	26.66%	26.40%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	169.65%	236.90%	31.93%	33.92%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	515.74	836.78	1189.16	1423.32	毛利率	33.75%	35.35%	32.84%	33.79%
无形资产和开发支出	42.46	38.06	38.18	42.36	三费率	20.29%	11.07%	11.32%	9.73%
其他非流动资产	252.31	248.64	244.97	241.30	净利率	11.02%	22.00%	18.88%	19.85%
资产总计	3234.93	6044.67	8763.16	10729.96	ROE	14.96%	41.25%	36.28%	33.09%
短期借款	28.46	361.30	195.23	0.00	ROA	5.34%	13.00%	11.36%	11.73%
应付和预收款项	1469.50	3235.82	5000.25	5877.83	ROIC	30.99%	62.79%	43.72%	42.28%
长期借款	0.00	50.00	150.00	250.00	EBITDA/销售收入	17.04%	25.17%	22.50%	25.06%
其他负债	582.85	492.05	673.88	799.14	营运能力				
负债合计	2080.82	4139.17	6019.37	6926.97	总资产周转率	0.61	0.77	0.71	0.65
股本	161.85	227.93	227.93	227.93	固定资产周转率	5.24	6.75	5.97	5.24
资本公积	642.84	576.76	576.76	576.76	应收账款周转率	3.00	3.11	2.65	2.42
留存收益	349.42	1100.81	1939.10	2998.30	存货周转率	2.19	2.23	1.90	1.72
归属母公司股东权益	1154.11	1905.50	2743.79	3802.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	60.27%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1154.11	1905.50	2743.79	3802.99	资产负债率	64.32%	68.48%	68.69%	64.56%
负债和股东权益合计	3234.93	6044.67	8763.16	10729.96	带息债务/总负债	1.37%	9.94%	5.74%	3.61%
					流动比率	1.22	1.23	1.26	1.37
					速动比率	0.94	0.87	0.87	0.97
					股利支付率	10.31%	4.39%	15.79%	15.82%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	266.91	899.22	1186.36	1588.76	每股收益	0.76	3.45	4.37	5.52
PE	97.67	21.46	16.94	13.40	每股净资产	5.06	8.36	12.04	16.68
PB	14.61	8.85	6.15	4.44	每股经营现金	0.34	-0.03	3.61	4.74
PS	10.77	4.72	3.20	2.66	每股股利	0.08	0.15	0.69	0.87
EV/EBITDA	42.26	18.43	13.76	9.93					
股息率	0.11%	0.20%	0.93%	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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@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	cyyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingyf@swsc.com.cn