

捷佳伟创 (300724)
 /机械设备

证券研究报告/公司点评

2024年4月20日

评级：买入(维持)

市场价格：56.67元

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke03@zts.com.cn

分析师：谢校辉

执业证书编号：S0740522100003

Email: xiexh@zts.com.cn

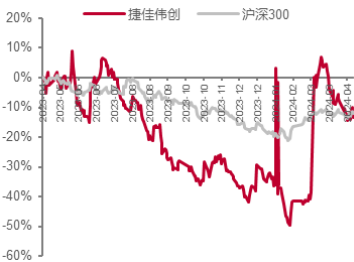
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6005	8733	13275	17788	21168
增长率yoy%	19%	45%	52%	34%	19%
净利润(百万元)	1047	1634	2534	3382	3995
增长率yoy%	46%	56%	55%	33%	18%
每股收益(元)	3.01	4.69	7.28	9.71	11.48
每股现金流量	4.17	10.10	52.49	36.90	39.28
净资产收益率	14.53%	18.67%	22.53%	23.16%	21.51%
P/E	18.8	12.1	7.8	5.8	4.9
P/B	2.7	2.3	1.8	1.4	1.1

备注：股价取自2024年4月19日

基本状况

总股本(百万股)	348.18
流通股本(百万股)	274.14
市价(元)	56.67
市值(百万元)	19731.08
流通市值(百万元)	15535.41

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- **事件：**公司发布2023年年报，2023年实现营业收入87.33亿元，同比增长45.45%，实现归母净利润16.34亿元，同比增长56.04%，实现扣非归母净利润15.25亿元，同比增长57.03%，公司披露2023年度利润分配方案，拟向全体股东每10股派发现金红利12元(含税)。

- **TOPCon加速扩产助力业绩保持高增，盈利能力进一步提升。**

(1) **成长性：**2023年，公司实现营收87.33亿元，同比增长45.45%，归母16.34亿元，同比增长56.04%，其中单四季度实现营收23.28亿元，同比增长33.15%，归母4.11亿元，同比增长81.77%，超市场预期。2023年末，公司合同负债金额181.11亿元，较三季度末增加17.07亿元，较2022年末增加122.99亿元，同比口径增长211.60%，表明公司订单持续高增(这种增长从2022年三季度已经开始体现，2022Q3/2022Q4/2023Q1/2023Q2/2023Q3/2023Q4 合同负债增速分别为27.70%/55.05%/132.08%/217.01%/255.34%/211.60%，与TOPCon行业的扩产节奏基本吻合)。我们认为，2023年度光伏行业迅猛发展，随着TOPCon技术路线的加速扩产以及PE-poly技术路线成为光伏电池生产的主流技术路线，公司充分抓住行业机遇，已成长为TOPCon设备龙头，订单保持高速增长，进而为未来业绩持续高增提供支持。此外，公司将持续践行“质量回报双提升”，聚焦主业，同时根据所处发展阶段，统筹做好业绩增长与股东回报的动态平衡，2023年度拟向全体股东每10股派发现金红利12元(含税)，切实回报广大股东。

(2) **盈利能力：**2023年，公司毛利率和净利率分别为28.95%、18.77%，分别同比增长3.51pct、1.34pct，逐季度来看，2023Q1-2023Q4，毛利率分别为22.78%、29.75%、30.43%、31.85%，呈现持续提升趋势，我们判断主因是从二季度开始，高毛利率的TOPCon设备开始出货并确认收入，且设备和工艺调试逐渐成熟，调试等成本下降。我们在公司2023Q1季报点评中判断，一季度属于新老技术过渡期，盈利属于低点，预计从二季度开始，公司将进入盈利能力上升通道。目前该逻辑正在持续兑现。

(3) **现金流：**2023年，公司经营活动产生的现金流量净额35.17亿元，同比大幅提升142.36%，超过净利润水平，主要系销售规模增加，货款回收增长所致，充分证明了公司经营的稳健性。

(4) **研发投入：**2023年，公司研发投入4.67亿元，同比增长63.46%，占营业收入比重为5.35%，同比增长0.59pct。截至2023年底，公司已获得专利616项，其中发明专利63项。高强度的研发投入使公司各业务板块新品迭出，有效增强了公司产品的市场竞争力，市占率持续稳步提升。

- **新技术布局全面开花，打造平台型企业。**

(1) **HJT：产业拐点临近，公司出货量产型HJT整线设备成长可期。**当前HJT组件功率领先TOPCon一个档位(15W以上)，非硅成本高出后者0.1-0.15元/W，而银浆占HJT非硅成本的40%以上，随着铜电镀技术的成熟，HJT与TOPCon非硅成本差距将缩小至0.05元/W以内，叠加设备降本，HJT较TOPCon的性价比拐点有望来临。短期由于电池片持续降价，目前各类新技术电池均处于亏损状态，因此24年HJT电池扩产节奏预计将放缓，但作为光伏先进技术之一，长期来看HJT仍有望成为各个大厂重点布局方向。在HJT路线上，公司已在RF微晶P工艺方面取得突破，基于双面微晶的12BB异质结电池平均效率达到25.1%，电池良品率稳定在98%以上，

公司的大产能射频板式 PECVD 预计将比市面上主流设备减少 1-2 个微晶 P 腔体。2023 年 10 月，公司顺利发货 HJT 整线设备到全球知名光伏企业，本次出货采用整线交钥匙 (Turn-key) 方式，从全段的主设备到自动化均为公司提供，标志着公司 HJT 设备交付能力达到新的高度，竞争实力凸显。

(2) 钙钛矿：行业潜力巨大，公司设备处于领跑地位。目前单结钙钛矿电池制备设备端，单 GW 投资额达 10 亿以上，预计未来将降至 5-7 亿，即 2025 年钙钛矿设备市场空间有望达到 150-200 亿。公司在钙钛矿设备领域处于行业领先地位，已具备钙钛矿及钙钛矿叠层 MW 级量产型整线装备的研发和供应能力，设备种类涵盖 RPD、PVD、PAR、CVD、蒸发镀膜及精密狭缝涂布、晶硅叠层印刷等核心工艺设备，2023 年公司五合一团簇式钙钛矿叠层真空镀膜装备成功下线。

(3) 半导体：国内清洗设备空间约百亿，批量导入客户放量可期。在全球清洗设备市场，美日韩等国外公司占据领先地位，国内正在快速突破。2022 年，国内清洗设备行业规模约为 97.83 亿元。公司拥有 4 到 12 吋槽式及单晶圆刻蚀清洗湿法工艺设备，能够满足第三代半导体、微机电、后端封装、集成电路 IDM 和晶圆代工厂所需的湿法工艺需求，销售订单不断增加。此外，公司成功研制出碳化硅高温热处理设备，并通过预验收后顺利发往国内半导体 IDM 某头部企业，为公司拓展第三代半导体装备业务奠定了坚实基础。

(4) 锂电真空专用设备：公司自主研发的双面卷绕铜箔溅射镀膜设备成功下线，首卷 4.5 μm 复合铜箔成功出腔，并且提出复合集流体整线铜箔解决方案，为公司在复合集流体真空设备市场打开了新局面，积极推动复合集流体在新能源锂电行业的发展应用。

- **维持“买入”评级。**基于公司已披露的 2023 年年报数据和我们对于公司订单执行进度的判断，我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 25.34/33.82/39.95 (2024-2025 年前值：26.61/37.34 亿元) 亿元，同比分别增长 55%、33%、18%，对应的 PE 分别为 7.8、5.8、4.9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**TOPCon 扩产进度不及预期、光伏政策变动风险、市场竞争逐渐加剧风险、技术路线变更风险、经营规模持续扩张引致的管理风险、应收账款坏账风险、存货滞压或跌价风险。

图表 1: 捷佳伟创盈利预测模型

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,230	23,555	36,534	50,383	营业收入	8,733	13,275	17,788	21,168
应收票据	2,147	3,725	4,925	5,668	营业成本	6,205	9,572	12,729	15,098
应收账款	2,918	4,436	5,944	7,073	税金及附加	92	56	89	106
预付账款	381	588	783	928	销售费用	230	199	267	318
存货	21,282	10,529	11,456	10,569	管理费用	181	265	356	423
合同资产	765	1,142	1,556	1,847	研发费用	467	558	729	847
其他流动资产	4,917	6,645	8,495	9,861	财务费用	-187	-89	-107	-132
流动资产合计	36,876	49,479	68,136	84,482	信用减值损失	-72	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-342	0	0	0
长期股权投资	80	80	80	80	公允价值变动收益	32	0	0	0
固定资产	882	807	739	676	投资收益	37	16	30	20
在建工程	30	30	30	50	其他收益	442	200	150	120
无形资产	154	187	190	198	营业利润	1,842	2,931	3,906	4,649
其他非流动资产	1,111	1,116	1,120	1,124	营业外收入	7	3	3	3
非流动资产合计	2,258	2,221	2,158	2,128	营业外支出	1	4	4	4
资产合计	39,134	51,700	70,294	86,610	利润总额	1,848	2,930	3,905	4,648
短期借款	51	97	226	335	所得税	209	365	482	604
应付票据	2,515	2,586	3,576	4,941	净利润	1,639	2,565	3,423	4,044
应付账款	8,177	8,222	12,476	15,887	少数股东损益	6	31	41	49
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,634	2,534	3,382	3,995
合同负债	18,111	27,528	36,888	43,897	NOPLAT	1,473	2,486	3,329	3,929
其他应付款	109	109	109	109	EPS (按最新股本摊薄)	4.69	7.28	9.71	11.48
一年内到期的非流动负债	75	75	75	75					
其他流动负债	975	1,380	1,771	2,065	主要财务比率				
流动负债合计	30,012	39,996	55,121	67,308	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	261	348	464	619	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	45.4%	52.0%	34.0%	19.0%
其他非流动负债	109	109	109	109	EBIT增长率	73.7%	71.0%	33.7%	18.9%
非流动负债合计	370	457	573	727	归母公司净利润增长率	56.0%	55.1%	33.4%	18.2%
负债合计	30,382	40,452	55,693	68,036	获利能力				
归属母公司所有者权益	8,739	11,204	14,516	18,442	毛利率	28.9%	27.9%	28.4%	28.7%
少数股东权益	12	43	84	133	净利率	18.8%	19.3%	19.2%	19.1%
所有者权益合计	8,751	11,247	14,600	18,575	ROE	18.7%	22.5%	23.2%	21.5%
负债和股东权益	39,134	51,700	70,294	86,610	ROIC	25.9%	31.7%	30.6%	27.3%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	77.6%	78.2%	79.2%	78.6%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	5.7%	5.6%	6.0%	6.1%
经营活动现金流	3,517	18,274	12,848	13,675	流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
现金收益	1,525	2,568	3,407	3,998	速动比率	0.5	1.0	1.0	1.1
存货影响	-14,214	10,753	-927	887	营运能力				
经营性应收影响	-1,119	-3,303	-2,902	-2,018	总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.2
经营性应付影响	5,594	116	5,244	4,776	应收账款周转天数	98	100	105	111
其他影响	11,731	8,140	8,026	6,032	应付账款周转天数	336	308	293	338
投资活动现金流	-2,385	-101	-153	-152	存货周转天数	822	598	311	263
资本支出	-301	-51	-24	-52	每股指标 (元)				
股权投资	-16	0	0	0	每股收益	4.69	7.28	9.71	11.48
其他长期资产变化	-2,068	-50	-129	-100	每股经营现金流	10.10	52.49	36.90	39.28
融资活动现金流	-126	152	283	326	每股净资产	25.10	32.18	41.69	52.97
借款增加	69	133	245	264	估值比率				
股利及利息支付	-79	-86	-83	-82	P/E	12	8	6	5
股东融资	0	0	0	0	P/B	2	2	1	1
其他影响	-116	105	121	144	EV/EBITDA	27	16	12	10

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

