

# 金晶科技 (600586)

证券研究报告

2024年04月22日

## 产品结构持续优化，24年TCO玻璃有望放量

公司23年归母净利润4.62亿元，同比提升29.75%

公司发布23年年报，全年实现收入/归母净利润79.70/4.62亿元，同比分别+6.85%/+29.75%，全年实现扣非归母净利润5.01亿元，同比+33.25%。其中Q4单季度实现收入/归母净利润21.65/0.39亿元，同比分别+21.96%/+166.29%，扣非归母净利润0.76亿元，同比+332.28%。

### 玻璃产品结构持续优化，纯碱盈利提升

1) 玻璃业务：公司23年玻璃业务实现收入53.9亿元，同比+24.61%，其中技术玻璃/建筑玻璃/镀膜类、深加工节能玻璃/光伏玻璃收入分别18.9/17.0/7.2/10.7亿元，同比分别+3.9%/+30.1%/+36.5%/+61.1%，销量同比分别+11%/+30%/+92%/72%。公司通过产品结构调整，高附加值产品占比进一步提升，增强盈利韧性，光伏玻璃方面，公司具备为两种光伏组件配套的能力，马来二线已于23年上半年投产且较快实现达产，与FS合作持续推进，滕州二线TCO升级改造亦基本完成，24年TCO玻璃有望加快放量，此外，压延玻璃持续提升原片和深加工的成品率，通过内部挖潜进一步提升盈利能力，23年宁夏金晶实现净利润3267万，同比增加8517万元。2) 化工业务：公司23年化工产品收入39.14亿元，同比-5.81%，主要系价格下滑所致，销量137.9万吨，同比小幅增长1.76%。受益于原材料和能源成本的减少，吨毛利同比提升87元达727元/吨，最终子公司海天生物实现净利润5.70亿元，同比+24%。

### 费用管控增强，净利率有所提升

23年公司整体毛利率18.19%，同比+1.53pct，其中，Q4单季度整体毛利率18.27%，同比/环比分别+2.30/-2.19pct。23年玻璃业务毛利率同比小幅+0.43pct达7.19%，其中建筑玻璃和光伏玻璃同比分别+7.5pct/+16.42pct，而技术玻璃和镀膜类、深加工及节能玻璃同比分别-11.72pct/-2.68pct，我们预计主要系结构调整原因，化工产品毛利率同比+4.74pct达25.62%。23年期间费用率8.87%，同比-0.23pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.10/-0.26/+0.23/-0.10pct，最终实现净利率5.88%，同比+1.25pct。

### 看好公司TCO玻璃成长性，维持“买入”评级

公司系国内TCO导电膜玻璃龙头企业，在产能、技术、客户等方面先发优势明显，随着国内钙钛矿产能逐步推进以及国外客户突破，TCO玻璃24年有望开始放量，继续看好公司中长期成长性，考虑到玻璃价格恢复缓慢，下调公司24-25年归母净利润预测至5.1/7.5亿元（前值9.2/11.8亿元），并新增26年归母净利润预测9.3亿元，参考可比公司估值，考虑到公司TCO玻璃业务的成长性，给予公司25年14倍目标PE，对应目标价7.3元，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期，行业竞争加剧，生产成本大幅上涨，公司产能增长不及预期等。

| 财务数据和估值       | 2022     | 2023     | 2024E    | 2025E    | 2026E     |
|---------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元)     | 7,458.56 | 7,969.71 | 8,373.81 | 8,897.64 | 10,001.18 |
| 增长率(%)        | 7.76     | 6.85     | 5.07     | 6.26     | 12.40     |
| EBITDA(百万元)   | 1,347.95 | 1,443.96 | 1,264.28 | 1,536.36 | 1,797.05  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 355.94   | 461.83   | 511.92   | 747.54   | 932.35    |
| 增长率(%)        | (72.78)  | 29.75    | 10.85    | 46.03    | 24.72     |
| EPS(元/股)      | 0.25     | 0.32     | 0.36     | 0.52     | 0.65      |
| 市盈率(P/E)      | 23.68    | 18.25    | 16.47    | 11.28    | 9.04      |
| 市净率(P/B)      | 1.57     | 1.44     | 1.33     | 1.21     | 1.07      |
| 市销率(P/S)      | 1.13     | 1.06     | 1.01     | 0.95     | 0.84      |
| EV/EBITDA     | 8.88     | 6.60     | 6.11     | 4.40     | 3.18      |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|       |           |
|-------|-----------|
| 行业    | 建筑材料/玻璃玻纤 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级）  |
| 当前价格  | 5.9元      |
| 目标价格  | 7.3元      |

### 基本数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| A股总股本(百万股)  | 1,428.77  |
| 流通A股股本(百万股) | 1,428.77  |
| A股总市值(百万元)  | 8,429.74  |
| 流通A股市值(百万元) | 8,429.74  |
| 每股净资产(元)    | 4.09      |
| 资产负债率(%)    | 48.25     |
| 一年内最高/最低(元) | 8.64/4.83 |

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

**唐婕** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519070001  
tjie@tfzq.com

**林晓龙** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523050002  
linxiaolong@tfzq.com

### 股价走势



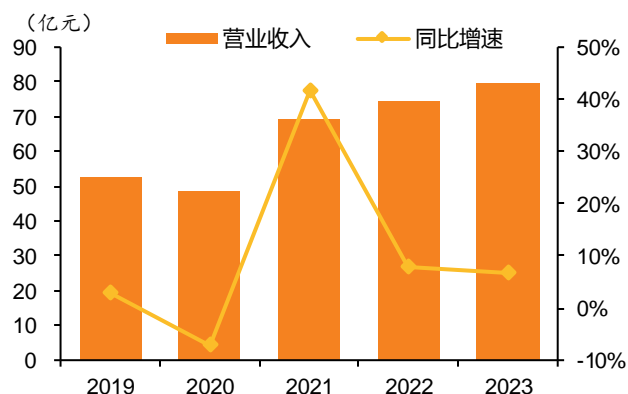
资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《金晶科技-季报点评:主业盈利维持稳定，TCO玻璃布局继续推进》2023-10-26
- 《金晶科技-半年报点评:玻璃盈利环比逐步修复，纯碱仍具韧性》2023-08-28
- 《金晶科技-季报点评:纯碱盈利维持高位，玻璃拐点或已现》2023-04-30

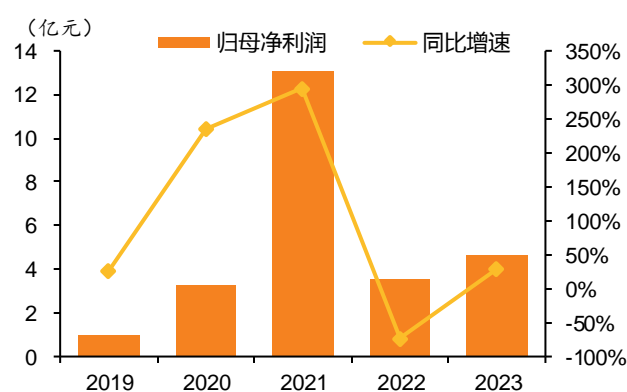
## 公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2019–2023 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2019–2023 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

| 证券代码       | 证券名称 | 总市值<br>(亿元) | 当前价格<br>(元) | EPS (元) |       |      |      | PE (倍)      |             |             |             |
|------------|------|-------------|-------------|---------|-------|------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|            |      |             |             | 22A     | 23A/E | 24E  | 25E  | 22A         | 23A/E       | 24E         | 25E         |
| 002623.SZ  | 亚玛顿  | 39          | 19.61       | 0.42    | 0.61  | 0.95 | 1.35 | 46.7        | 32.0        | 20.7        | 14.5        |
| 600876.SH  | 凯盛新能 | 73          | 11.36       | 0.63    | 0.61  | 0.85 | 1.16 | 18.0        | 18.6        | 13.3        | 9.8         |
| <b>平均值</b> |      |             |             |         |       |      |      | <b>32.4</b> | <b>25.3</b> | <b>17.0</b> | <b>12.2</b> |
| 600586.SH  | 金晶科技 | 84          | 5.90        | 0.25    | 0.32  | 0.36 | 0.52 | 23.7        | 18.3        | 16.5        | 11.3        |

注：数据截至 20240419 收盘，除金晶科技为天风预测外，其余公司 EPS 为 Wind 一致预测，亚玛顿 23 年为预测值。

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2022             | 2023             | 2024E            | 2025E            | 2026E            | 利润表(百万元)         | 2022          | 2023          | 2024E         | 2025E         | 2026E           |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| 货币资金             | 2,185.94         | 1,971.42         | 1,670.76         | 2,528.76         | 3,496.20         | 营业收入             | 7,458.56      | 7,969.71      | 8,373.81      | 8,897.64      | 10,001.18       |
| 应收票据及应收账款        | 351.83           | 292.63           | 347.04           | 352.55           | 422.61           | 营业成本             | 6,215.77      | 6,520.01      | 6,944.21      | 7,180.68      | 7,947.40        |
| 预付账款             | 81.07            | 50.53            | 99.39            | 54.26            | 113.08           | 营业税金及附加          | 66.47         | 96.71         | 101.61        | 107.97        | 121.36          |
| 存货               | 1,370.42         | 878.37           | 1,841.18         | 924.77           | 2,177.43         | 销售费用             | 51.59         | 46.98         | 50.24         | 53.39         | 60.01           |
| 其他               | 221.82           | 809.17           | 615.51           | 499.16           | 735.26           | 管理费用             | 317.09        | 318.29        | 330.77        | 351.46        | 395.05          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>4,211.08</b>  | <b>4,002.12</b>  | <b>4,573.88</b>  | <b>4,359.50</b>  | <b>6,944.59</b>  | 研发费用             | 206.80        | 239.24        | 251.37        | 266.21        | 298.22          |
| 长期股权投资           | 429.90           | 368.96           | 368.96           | 368.96           | 368.96           | 财务费用             | 103.66        | 102.65        | 100.62        | 78.14         | 106.39          |
| 固定资产             | 5,214.25         | 5,588.35         | 5,646.92         | 5,485.50         | 5,304.07         | 资产/信用减值损失        | (79.84)       | (17.77)       | (10.00)       | (10.00)       | (10.00)         |
| 在建工程             | 483.48           | 207.31           | 207.31           | 207.31           | 207.31           | 公允价值变动收益         | (1.73)        | (0.16)        | 0.47          | 0.21          | (0.30)          |
| 无形资产             | 578.10           | 567.36           | 550.58           | 533.80           | 517.02           | 投资净收益            | 0.87          | (64.70)       | 10.00         | 20.00         | 20.00           |
| 其他               | 544.26           | 674.53           | 593.01           | 603.93           | 623.82           | 其他               | 168.24        | 164.23        | 0.00          | 0.00          | 0.00            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>7,249.98</b>  | <b>7,406.51</b>  | <b>7,366.78</b>  | <b>7,199.50</b>  | <b>7,021.18</b>  | <b>营业利润</b>      | <b>409.65</b> | <b>564.23</b> | <b>595.46</b> | <b>870.01</b> | <b>1,082.45</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>11,461.05</b> | <b>11,408.63</b> | <b>11,940.66</b> | <b>11,559.00</b> | <b>13,965.78</b> | 营业外收入            | 3.56          | 3.23          | 3.98          | 3.59          | 3.60            |
| 短期借款             | 1,618.96         | 1,224.23         | 900.00           | 800.00           | 700.00           | 营业外支出            | 17.66         | 44.72         | 20.00         | 27.46         | 30.73           |
| 应付票据及应付账款        | 3,402.05         | 2,404.35         | 3,382.49         | 2,601.40         | 4,021.43         | <b>利润总额</b>      | <b>395.55</b> | <b>522.74</b> | <b>579.44</b> | <b>846.14</b> | <b>1,055.33</b> |
| 其他               | 497.72           | 718.49           | 941.13           | 777.15           | 983.11           | 所得税              | 50.10         | 54.40         | 60.30         | 88.05         | 109.82          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>5,518.73</b>  | <b>4,347.07</b>  | <b>5,223.63</b>  | <b>4,178.55</b>  | <b>5,704.54</b>  | <b>净利润</b>       | <b>345.44</b> | <b>468.34</b> | <b>519.14</b> | <b>758.09</b> | <b>945.50</b>   |
| 长期借款             | 303.53           | 940.38           | 250.00           | 250.00           | 250.00           | 少数股东损益           | (10.50)       | 6.52          | 7.22          | 10.55         | 13.16           |
| 应付债券             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>355.94</b> | <b>461.83</b> | <b>511.92</b> | <b>747.54</b> | <b>932.35</b>   |
| 其他               | 41.71            | 82.86            | 77.73            | 67.43            | 76.01            | 每股收益(元)          | 0.25          | 0.32          | 0.36          | 0.52          | 0.65            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>345.24</b>    | <b>1,023.24</b>  | <b>327.73</b>    | <b>317.43</b>    | <b>326.01</b>    | <b>主要财务比率</b>    | <b>2022</b>   | <b>2023</b>   | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>  | <b>2026E</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>6,026.32</b>  | <b>5,504.99</b>  | <b>5,551.35</b>  | <b>4,495.98</b>  | <b>6,030.55</b>  | <b>成长能力</b>      |               |               |               |               |                 |
| 少数股东权益           | 56.35            | 62.86            | 69.06            | 78.69            | 90.84            | 营业收入             | 7.76%         | 6.85%         | 5.07%         | 6.26%         | 12.40%          |
| 股本               | 1,428.77         | 1,428.77         | 1,428.77         | 1,428.77         | 1,428.77         | 营业利润             | -75.34%       | 37.74%        | 5.53%         | 46.11%        | 24.42%          |
| 资本公积             | 1,709.60         | 1,780.75         | 1,780.75         | 1,780.75         | 1,780.75         | 归属于母公司净利润        | -72.78%       | 29.75%        | 10.85%        | 46.03%        | 24.72%          |
| 留存收益             | 2,348.25         | 2,764.73         | 3,204.05         | 3,886.48         | 4,747.69         | <b>获利能力</b>      |               |               |               |               |                 |
| 其他               | (108.25)         | (133.46)         | (93.32)          | (111.68)         | (112.82)         | 毛利率              | 16.66%        | 18.19%        | 17.07%        | 19.30%        | 20.54%          |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>5,434.73</b>  | <b>5,903.64</b>  | <b>6,389.30</b>  | <b>7,063.01</b>  | <b>7,935.23</b>  | 净利率              | 4.77%         | 5.79%         | 6.11%         | 8.40%         | 9.32%           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>11,461.05</b> | <b>11,408.63</b> | <b>11,940.66</b> | <b>11,559.00</b> | <b>13,965.78</b> | ROE              | 6.62%         | 7.91%         | 8.10%         | 10.70%        | 11.89%          |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | ROIC             | 8.79%         | 12.19%        | 10.70%        | 15.12%        | 20.01%          |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | <b>偿债能力</b>      |               |               |               |               |                 |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 资产负债率            | 52.58%        | 48.25%        | 46.49%        | 38.90%        | 43.18%          |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 净负债率             | -0.39%        | 9.65%         | -3.27%        | -16.54%       | -27.89%         |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 流动比率             | 0.74          | 0.89          | 0.88          | 1.04          | 1.22            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 速动比率             | 0.50          | 0.70          | 0.52          | 0.82          | 0.84            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | <b>营运能力</b>      |               |               |               |               |                 |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 应收账款周转率          | 27.81         | 24.73         | 26.18         | 25.44         | 25.80           |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 存货周转率            | 5.73          | 7.09          | 6.16          | 6.43          | 6.45            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 总资产周转率           | 0.67          | 0.70          | 0.72          | 0.76          | 0.78            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | <b>每股指标(元)</b>   |               |               |               |               |                 |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 每股收益             | 0.25          | 0.32          | 0.36          | 0.52          | 0.65            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 每股经营现金流          | 0.68          | 0.49          | 1.05          | 1.05          | 1.12            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 每股净资产            | 3.76          | 4.09          | 4.42          | 4.89          | 5.49            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | <b>估值比率</b>      |               |               |               |               |                 |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 市盈率              | 23.68         | 18.25         | 16.47         | 11.28         | 9.04            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 市净率              | 1.57          | 1.44          | 1.33          | 1.21          | 1.07            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | EV/EBITDA        | 8.88          | 6.60          | 6.11          | 4.40          | 3.18            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | EV/EBIT          | 13.61         | 10.22         | 10.95         | 7.06          | 4.77            |

| 现金流量表(百万元)     | 2022            | 2023            | 2024E             | 2025E           | 2026E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 345.44          | 468.34          | 511.92            | 747.54          | 932.35          |
| 折旧摊销           | 468.43          | 511.25          | 558.21            | 578.21          | 598.21          |
| 财务费用           | 133.81          | 129.97          | 100.62            | 78.14           | 106.39          |
| 投资损失           | (0.87)          | 64.70           | (10.00)           | (20.00)         | (20.00)         |
| 营运资金变动         | (37.94)         | (1,094.06)      | 334.23            | 107.63          | (25.40)         |
| 其它             | 58.53           | 624.19          | 7.69              | 10.76           | 12.86           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>967.40</b>   | <b>704.39</b>   | <b>1,502.66</b>   | <b>1,502.28</b> | <b>1,604.40</b> |
| 资本支出           | 841.51          | 496.36          | 605.13            | 410.29          | 391.43          |
| 长期投资           | (7.65)          | (60.94)         | 0.00              | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (1,283.15)      | (777.79)        | (1,195.13)        | (790.29)        | (771.43)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(449.29)</b> | <b>(342.37)</b> | <b>(590.00)</b>   | <b>(380.00)</b> | <b>(380.00)</b> |
| 债权融资           | 268.12          | 273.98          | (1,179.85)        | (179.91)        | (183.67)        |
| 股权融资           | (112.02)        | 45.94           | (33.48)           | (84.38)         | (73.29)         |
| 其他             | (618.43)        | (348.27)        | 0.00              | 0.00            | 0.00            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(462.33)</b> | <b>(28.35)</b>  | <b>(1,213.32)</b> | <b>(264.29)</b> | <b>(256.96)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00              | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>55.78</b>    | <b>333.67</b>   | <b>(300.66)</b>   | <b>857.99</b>   | <b>967.44</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                    | 海口                                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | 邮编：570102                                | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 电话：(0898)-65365390                       | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com                     | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       |  | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |