

2024年04月28日  
连城数控(835368.BJ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

光伏设备

投资评级

**买入-A**  
维持评级

6个月目标价

38.4元

股价(2024-04-26)

28.06元

交易数据

总市值(百万元) 6,552.00

流通市值(百万元) 3,582.63

总股本(百万股) 233.50

流通股本(百万股) 127.68

12个月价格区间 26.02/57.27元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅%  | 1M   | 3M    | 12M   |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | -1.6 | -28.2 | -37.1 |
| 绝对收益 | -0.5 | -20.7 | -46.6 |

温肇东

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521060002

wenzd@essence.com.cn

王瀚悦

联系人

SAC 执业证书编号: S1450123060045

wanghy10@essence.com.cn

相关报告

|                            |            |
|----------------------------|------------|
| 双产业链条纵横布局, 持续优化客户与业务范畴(更正) | 2024-04-23 |
| 双产业链条纵横布局, 持续优化客户与业务范畴     | 2024-04-17 |

## 下游需求持续增长, 交付能力提升带动业绩上行

### 事件:

4月26日, 连城数控发布2023年年报和2024年一季报。2023年, 公司实现营业收入60.02亿元, 同比增长59.10%; 实现归母净利润6.81亿元, 同比增长50.66%。2024年一季度, 公司实现营业收入10.97亿元, 同比增长69.35%; 实现归母净利润2.21亿元, 同比增长116.05%。

### 光伏市场需求增长, 带动设备收入规模提升:

连城数控专注于光伏及半导体装备领域发展, 主要产品为晶体材料生长及加工设备。2023年公司晶体生长及加工设备、电池片及组件设备、其他配套设备的收入分别为48.78亿元、2.77亿元、1.47亿元, 分别占总营收的81.28%、4.61%、2.45%。2023年以来整体光伏市场继续保持高位运行, 产业需求推动光伏产品制造规模进一步扩大, 光伏设备产品的需求同步增加, 带动公司收入和利润规模增长迅速。

### 我国半导体产能份额持续扩大, 碳化硅器件加速渗透:

2023年以来, 我国半导体产能在全球产能中的份额持续增长。2023年中国半导体晶圆产能同比增长12%, 达到每月760万片晶圆。在我国半导体产业加速国产替代、自主可控进程的背景下, 半导体硅材料设备具有较大的进口替代需求, 为半导体大硅片长晶和加工设备制造企业带来市场机遇。而随着新能源汽车、光伏等下游应用领域需求快速增长, 碳化硅器件加速渗透, 推动国内碳化硅衬底厂商加速扩产, 拉升碳化硅材料设备需求。2023年碳化硅市场规模高速增长, 碳化硅长晶和加工设备市场空间广阔, 公司有望持续受益。

### 研发投入取得阶段性成果, 交付能力提升:

公司研发费用逐年增长, 2023年研发支出2.55亿元(+44.60%), 2024年一季度研发支出0.65亿元(+22.63%)。2023年, 公司电池片及组件设备业务研发投入取得阶段性成果, 产品销售规模扩大; 在持续的研发创新的同时, 公司不断加强市场的开拓, 提升设备交付能力, 推动销售规模增长。公司在手订单充足, 未来随着交付能力的进一步提升, 营收水平有望进一步增长。

### 投资建议:

我们预计公司2024年-2026年收入分别为77.82亿元、97.22亿元、

122.67 亿元，归母净利润分别为 8.97 亿元、11.74 亿元、13.50 亿元。采用 PE 估值法，考虑到公司设备产品性能优越、在手订单充沛，且有望受益于光伏行业高位运行及半导体国产化替代趋势，2024、2025 年盈利能力有望持续提升。给予 2024 年 10 倍 PE，对应目标价 38.4 元，维持“买入-A”投资评级。

■ 风险提示：行业波动和政策风险；境外需求及贸易政策风险；客户相对集中及关联交易占比较高的风险。

| (百万元)    | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E    |
|----------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 主营业务收入   | 3,772.2 | 6,001.6 | 7,781.5 | 9,722.2 | 12,267.0 |
| 净利润      | 452.3   | 681.5   | 897.1   | 1,173.5 | 1,349.8  |
| 每股收益(元)  | 1.94    | 2.92    | 3.84    | 5.03    | 5.78     |
| 每股净资产(元) | 13.64   | 16.43   | 19.84   | 24.29   | 29.64    |

| 盈利和估值  | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 14.5  | 9.6   | 7.3   | 5.6   | 4.9   |
| 市净率(倍) | 2.1   | 1.7   | 1.4   | 1.2   | 0.9   |
| 净利润率   | 12.0% | 11.4% | 11.5% | 12.1% | 11.0% |
| 净资产收益率 | 14.2% | 17.8% | 19.4% | 20.7% | 19.5% |
| 股息收益率  | 0.7%  | 0.0%  | 1.5%  | 2.0%  | 1.5%  |
| ROIC   | 24.4% | 33.7% | 34.9% | 50.0% | 27.9% |

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表          |         |          |         |          |          | 财务指标           |        |        |         |          |         |
|--------------|---------|----------|---------|----------|----------|----------------|--------|--------|---------|----------|---------|
| (百万元)        | 2022A   | 2023A    | 2024E   | 2025E    | 2026E    |                | 2022A  | 2023A  | 2024E   | 2025E    | 2026E   |
| 营业收入         | 3,772.2 | 6,001.6  | 7,781.5 | 9,722.2  | 12,267.0 | <b>成长性</b>     |        |        |         |          |         |
| 减: 营业成本      | 2,790.1 | 4,395.8  | 5,728.3 | 7,149.0  | 8,954.1  | 营业收入增长率        | 84.9%  | 59.1%  | 29.7%   | 24.9%    | 26.2%   |
| 营业税费         | 22.2    | 34.3     | 40.5    | 54.0     | 67.3     | 营业利润增长率        | 22.3%  | 47.5%  | 39.9%   | 30.2%    | 12.8%   |
| 销售费用         | 138.5   | 253.9    | 280.9   | 374.0    | 597.4    | 净利润增长率         | 30.7%  | 50.7%  | 31.6%   | 30.8%    | 15.0%   |
| 管理费用         | 230.7   | 318.0    | 445.1   | 551.7    | 720.1    | EBITDA 增长率     | 30.5%  | 27.2%  | 72.8%   | 28.4%    | 12.0%   |
| 研发费用         | 176.0   | 254.5    | 288.7   | 355.8    | 538.5    | EBIT 增长率       | 24.7%  | 28.8%  | 81.9%   | 30.3%    | 12.6%   |
| 财务费用         | -4.5    | -13.1    | -4.6    | -5.1     | -7.6     | NOPLAT 增长率     | 32.3%  | 29.4%  | 57.2%   | 31.2%    | 8.5%    |
| 加: 资产/信用减值损失 | -118.6  | -365.5   | -61.6   | -82.8    | -170.0   | 投资资本增长率        | -6.1%  | 51.7%  | -8.5%   | 94.6%    | -18.1%  |
| 公允价值变动收益     | -       | 1.4      | -60.2   | -5.4     | 43.9     | 净资产增长率         | 37.9%  | 14.2%  | 18.8%   | 20.6%    | 19.3%   |
| 投资和汇兑收益      | 98.6    | 127.5    | 48.9    | 55.6     | 93.6     |                |        |        |         |          |         |
| 营业利润         | 450.5   | 664.4    | 929.6   | 1,210.2  | 1,364.6  | <b>利润率</b>     |        |        |         |          |         |
| 加: 营业外净收支    | 9.6     | 1.5      | 9.5     | 6.1      | 5.7      | 毛利率            | 26.0%  | 26.8%  | 26.4%   | 26.5%    | 27.0%   |
| 利润总额         | 460.0   | 665.9    | 939.1   | 1,216.3  | 1,370.3  | 营业利润率          | 11.9%  | 11.1%  | 11.9%   | 12.4%    | 11.1%   |
| 减: 所得税       | 35.0    | 120.6    | 88.1    | 105.9    | 165.4    | 净利润率           | 12.0%  | 11.4%  | 11.5%   | 12.1%    | 11.0%   |
| 净利润          | 452.3   | 681.5    | 897.1   | 1,173.5  | 1,349.8  | EBITDA/营业收入    | 11.9%  | 9.5%   | 12.7%   | 13.0%    | 11.6%   |
|              |         |          |         |          |          | EBIT/营业收入      | 10.5%  | 8.5%   | 11.9%   | 12.4%    | 11.1%   |
|              |         |          |         |          |          | <b>运营效率</b>    |        |        |         |          |         |
| <b>资产负债表</b> |         |          |         |          |          | 固定资产周转天数       | 42     | 31     | 24      | 17       | 12      |
| (百万元)        | 2022A   | 2023A    | 2024E   | 2025E    | 2026E    | 流动营业资本周转天数     | 64     | 47     | 48      | 74       | 80      |
| 货币资金         | 1,104.9 | 1,191.5  | 1,829.2 | 777.8    | 2,463.8  | 流动资产周转天数       | 477    | 539    | 431     | 371      | 392     |
| 交易性金融资产      | 16.8    | 214.0    | 93.1    | 87.7     | 131.6    | 应收帐款周转天数       | 78     | 95     | 92      | 87       | 92      |
| 应收帐款         | 940.2   | 2,232.7  | 1,756.4 | 2,952.6  | 3,285.9  | 存货周转天数         | 185    | 237    | 153     | 162      | 183     |
| 应收票据         | 164.9   | 316.0    | 554.0   | 407.6    | 781.7    | 总资产周转天数        | 609    | 644    | 509     | 432      | 439     |
| 预付帐款         | 110.0   | 140.4    | 398.5   | 225.2    | 486.0    | 投资资本周转天数       | 156    | 120    | 107     | 120      | 114     |
| 存货           | 3,206.3 | 4,679.8  | 1,941.8 | 6,784.4  | 5,663.6  |                |        |        |         |          |         |
| 其他流动资产       | 1,423.9 | 2,220.3  | 1,057.6 | 1,180.0  | 1,486.0  | <b>投资回报率</b>   |        |        |         |          |         |
| 可供出售金融资产     | -       | -        | -       | -        | -        | ROE            | 14.2%  | 17.8%  | 19.4%   | 20.7%    | 19.5%   |
| 持有至到期投资      | -       | -        | -       | -        | -        | ROA            | 4.8%   | 4.3%   | 9.2%    | 7.9%     | 7.6%    |
| 长期股权投资       | 432.0   | 516.7    | 516.7   | 516.7    | 516.7    | ROIC           | 24.4%  | 33.7%  | 34.9%   | 50.0%    | 27.9%   |
| 投资性房地产       | -       | -        | -       | -        | -        | <b>费用率</b>     |        |        |         |          |         |
| 固定资产         | 492.0   | 532.0    | 488.9   | 445.8    | 402.7    | 销售费用率          | 3.7%   | 4.2%   | 3.6%    | 3.8%     | 4.9%    |
| 在建工程         | 33.9    | 79.7     | 79.7    | 79.7     | 79.7     | 管理费用率          | 6.1%   | 5.3%   | 5.7%    | 5.7%     | 5.9%    |
| 无形资产         | 228.2   | 247.2    | 229.3   | 211.3    | 193.3    | 研发费用率          | 6.3%   | 5.8%   | 5.0%    | 5.0%     | 6.0%    |
| 其他非流动资产      | 618.9   | 335.6    | 345.6   | 394.8    | 355.1    | 财务费用率          | -0.1%  | -0.2%  | -0.1%   | -0.1%    | -0.1%   |
| 资产总额         | 8,772.0 | 12,705.9 | 9,290.9 | 14,063.7 | 15,845.9 | 四费/营业收入        | 14.3%  | 13.6%  | 13.0%   | 13.1%    | 15.1%   |
| 短期债务         | 449.7   | 606.7    | -       | 126.9    | -        | <b>偿债能力</b>    |        |        |         |          |         |
| 应付帐款         | 1,549.1 | 3,111.1  | 779.0   | 4,123.7  | 3,114.3  | 资产负债率          | 60.2%  | 68.6%  | 49.0%   | 59.3%    | 56.9%   |
| 应付票据         | 1,686.3 | 1,667.0  | 2,575.7 | 2,735.9  | 3,969.2  | 负债权益比          | 151.0% | 218.4% | 96.0%   | 145.9%   | 132.2%  |
| 其他流动负债       | 1,497.9 | 3,186.3  | 1,135.0 | 1,219.3  | 1,847.8  | 流动比率           | 1.34   | 1.28   | 1.70    | 1.51     | 1.60    |
| 长期借款         | -       | -        | -       | 71.2     | -        | 速动比率           | 0.73   | 0.74   | 1.27    | 0.69     | 0.97    |
| 其他非流动负债      | 94.0    | 143.7    | 60.5    | 68.4     | 90.9     | 利息保障倍数         | -87.90 | -38.80 | -201.10 | -236.29  | -178.52 |
| 负债总额         | 5,277.0 | 8,714.8  | 4,550.2 | 8,345.4  | 9,022.2  | <b>分红指标</b>    |        |        |         |          |         |
| 少数股东权益       | 309.0   | 153.8    | 108.5   | 46.8     | -96.2    | DPS(元)         | 0.20   | -      | 0.43    | 0.57     | 0.43    |
| 股本           | 233.5   | 233.5    | 233.5   | 233.5    | 233.5    | 分红比率           | 10.3%  | 0.0%   | 11.1%   | 11.4%    | 7.5%    |
| 留存收益         | 2,950.5 | 3,601.0  | 4,398.6 | 5,438.0  | 6,686.5  | 股息收益率          | 0.7%   | 0.0%   | 1.5%    | 2.0%     | 1.5%    |
| 股东权益         | 3,495.1 | 3,991.2  | 4,740.6 | 5,718.3  | 6,823.8  |                |        |        |         |          |         |
|              |         |          |         |          |          | <b>现金流量表</b>   |        |        |         |          |         |
|              |         |          |         |          |          | (百万元)          | 2022A  | 2023A  | 2024E   | 2025E    | 2026E   |
|              |         |          |         |          |          | 净利润            | 425.0  | 545.2  | 897.1   | 1,173.5  | 1,349.8 |
|              |         |          |         |          |          | 加: 折旧和摊销       | 58.7   | 67.2   | 61.1    | 61.1     | 61.1    |
|              |         |          |         |          |          | 资产减值准备         | 39.8   | 207.8  | -       | -        | -       |
|              |         |          |         |          |          | 公允价值变动损失       | -      | -1.4   | -60.2   | -5.4     | 43.9    |
|              |         |          |         |          |          | 财务费用           | 3.7    | 4.6    | -4.6    | -5.1     | -7.6    |
|              |         |          |         |          |          | 投资收益           | -111.9 | -138.8 | -48.9   | -55.6    | -93.6   |
|              |         |          |         |          |          | 少数股东损益         | -27.2  | -136.2 | -46.1   | -63.1    | -144.9  |
|              |         |          |         |          |          | 营运资金的变动        | -181.4 | 596.2  | 132.4   | -2,191.0 | 753.1   |
|              |         |          |         |          |          | 经营活动产生现金流量     | -353.2 | 463.4  | 930.8   | -1,085.6 | 1,961.8 |
|              |         |          |         |          |          | 投资活动产生现金流量     | -103.6 | -240.2 | 410.9   | -37.0    | 14.4    |
|              |         |          |         |          |          | 融资活动产生现金流量     | 540.8  | 76.9   | -704.0  | 71.2     | -290.3  |
|              |         |          |         |          |          | <b>业绩和估值指标</b> |        |        |         |          |         |
|              |         |          |         |          |          | EPS(元)         | 1.94   | 2.92   | 3.84    | 5.03     | 5.78    |
|              |         |          |         |          |          | BVPS(元)        | 13.64  | 16.43  | 19.84   | 24.29    | 29.64   |
|              |         |          |         |          |          | PE(X)          | 14.5   | 9.6    | 7.3     | 5.6      | 4.9     |
|              |         |          |         |          |          | PB(X)          | 2.1    | 1.7    | 1.4     | 1.2      | 0.9     |
|              |         |          |         |          |          | P/FCF          | 6.8    | 429.7  | 13.3    | -9.2     | 3.4     |
|              |         |          |         |          |          | P/S            | 1.7    | 1.1    | 0.8     | 0.7      | 0.5     |
|              |         |          |         |          |          | EV/EBITDA      | 23.4   | 14.8   | 4.2     | 4.1      | 2.2     |
|              |         |          |         |          |          | CAGR(%)        | 37.7%  | 30.3%  | 37.0%   | 37.7%    | 30.3%   |
|              |         |          |         |          |          | PEG            | 0.4    | 0.3    | 0.2     | 0.1      | 0.2     |
|              |         |          |         |          |          | ROIC/WACC      | 2.3    | 3.2    | 3.3     | 4.8      | 2.7     |
|              |         |          |         |          |          | REP            | 2.8    | 1.1    | 0.6     | 0.3      | 0.3     |

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034