



光伏热场需求偏弱，新业务有待放量

投资要点

- **事件:** 公司 2024H1 实现营业收入 3.43 亿元，同比下降 43.43%；实现归母净利润-1.03 亿元，同比下降 136.45%。2024Q2 实现营业收入 1.41 亿元，同比下降 53.67%；归母净利润-0.48 亿元，同比下降 129.37%。
- **上半年热场需求偏弱，价格下跌致业绩承压。**根据工信部及 CPIA 数据，2024H1 我国硅片产量约 402GW，同比增长约 58.9%。虽然硅片产量保持增长，但是由于新增硅片产能大幅放缓，导致热场新增需求骤降。今年 TOPCon 渗透率快速提升，硅片厚度由 PERC 的 150um 减薄至 130um，也影响了热场需求。在碳碳热场需求偏弱的情况下，热场价格同比大幅下降，致使公司业绩承压。从收入构成来看，2024H1 光伏领域产品收入 2.58 亿元，毛利率仅 0.46%，盈利大幅承压。半导体领域产品收入 912 万元，毛利率 53.16%。交通领域产品收入 517 万元，毛利率 24.86%。锂电领域产品收入 6907 万元，毛利率-14.74%。新业务尚未形成较好盈利增长点，在光伏碳碳热场需求、价格承压的情况下出现亏损。
- **光伏热场价格底部运行，预计 2025 年供需形势有望改善。**当前碳碳热场全行业亏损，价格已经处于底部。目前头部碳碳热场厂商金博股份、天宜上佳均无扩产计划，西安超码募投项目也出现延期。2024、2025 年行业新增产能有限。光伏碳碳热场除坩埚外替换周期均在 1 年以上，设备属性较为明显。2024 年虽然下游硅片排产高增，但由于新增硅片产能出现下滑，我们预计光伏热场价格难有向上弹性。2025 年，随着 2023 年新投产硅片单晶炉逐渐进入热场替换周期，光伏碳碳热场替换需求将显著增长，我们预计 2025 年行业供需格局有望显著改善，碳碳热场价格有望迎来上涨。
- **聚焦碳材料产业化平台战略，加快新产品市场推广步伐。**光伏领域，公司开发的新型碳基复合材料主加热器产品，具备优异的力学、热学与电学性能，目前已通过客户验证，可满足单晶炉节能降耗、单晶硅降氧含量的技术需求。金博碳陶预制体近净成形自动化生产线、连续陶瓷化生产线相继投产，保障了碳/陶制动盘量产项目的稳定供应，为和后续放量奠定良好基础。且 2024H1 公司交通领域产品毛利率为 24.86%，有望成为公司新增长点。公司锂电碳基复合材料热场系列产品目前在下游客户验证拓展情况顺利，已向国内多家重点锂电正/负极材料厂商正式供货，另有多家锂电负极材料客户正在产品验证中。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 0.51、2.08、3.09 亿元，对应 PE 60、15、10 倍。目前硅片下游排产仍然疲软，2024Q3 热场需求暂未见明确改善迹象。展望 2025 年，光伏碳碳热场需求、价格有望回暖，碳陶盘、氢能、锂电负极代工及热场业务有望贡献业绩增量。
- **风险提示:** 新业务进展不及预期风险，光伏热场行业竞争加剧风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1071.53	873.17	1853.91	2676.79
增长率	-26.11%	-18.51%	112.32%	44.39%
归属母公司净利润(百万元)	202.46	51.47	208.41	308.71
增长率	-63.27%	-74.58%	304.89%	48.12%
每股收益 EPS(元)	0.99	0.25	1.02	1.51
净资产收益率 ROE	3.36%	0.85%	3.32%	4.72%
PE	15	60	15	10
PB	0.51	0.51	0.49	0.47

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

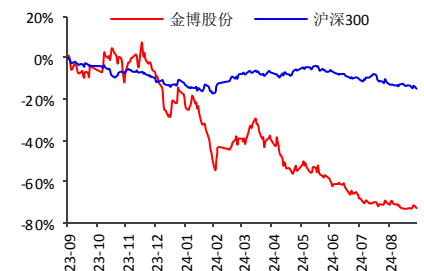
分析师: 谢尚师

执业证号: S1250523070001

电话: 021-68416923

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)	2.05
流通 A 股(亿股)	2.05
52 周内股价区间(元)	14.71~91.28
总市值(亿元)	31.00
总资产(亿元)	68.40
每股净资产(元)	42.86

相关研究

1. 金博股份 (688598): 热场价格下降盈利承压 (2024-05-09)
2. 金博股份 (688598): 盈利底部确认, 静待新业务放量 (2023-10-30)
3. 金博股份 (688598): 光伏热场盈利触底回升, 新业务进展顺利 (2023-08-16)

盈利预测

关键假设：

假设 1：2024~2026 年热场系统系列产品（包括光伏及半导体产品）出货量分别为 2200 吨、3500 吨、4200 吨。热场价格自 2025 年有所回升，预计 2024~2026 年不含税价格分别为 23 万、24 万、25 万。原材料碳纤维采购价格有所下降，公司通过预制体制备技术改进，持续推动降本增效，毛利率稳步提升，分别为 2.33%、16.08%、21.56%。

假设 2：2024~2026 年锂电负极代工量分别为 2 万吨、4 万吨、5 万吨，代工价格稳定在 1 万元/吨（含税），随着产能利用率提升，毛利率逐年提升，分别为 5%、15%、20%。

假设 3：碳/陶刹车盘 2024 年开始放量，2024~2026 年销量分别为 0.5 万套、4 万套、8 万套，单套价格保持一定降幅，分别为 1 万元、0.9 万元、0.8 万元。碳/陶刹车盘毛利率假设稳定在 25% 水平。

假设 4：锂电负极材料热场 2024~2026 年销量分别为 1000 吨、2000 吨、5000 吨，价格保持一定降幅，分别为 10、9、8 万元/吨，毛利率稳定在 30% 水平。

假设 5：氢气回收系统 24Q3 正式投产，假设 1Kg 碳/碳复合材料副产 10.66m³ 氢气，氢气价格假设为 3.0 元/m³，由于氢气是副产物，成本较低，假设毛利率稳定在 40% 左右。

基于以上假设，我们预测公司 2024~2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
热场系统系列产品	收入	1,067.54	506.00	840.00	1,050.00
	增速	-26.34%	-52.60%	66.01%	25.00%
	毛利率	27.12%	2.33%	16.08%	21.56%
锂电负极材料代工	收入		176.99	353.98	442.48
	增速			100.00%	25.00%
	毛利率		5.00%	15.00%	20.00%
碳陶刹车盘	收入		50.00	360.00	640.00
	增速			620.00%	77.78%
	毛利率		25.00%	25.00%	25.00%
锂电负极材料热场	收入		100.00	180.00	400.00
	增速			80.00%	122.22%
	毛利率		30.00%	30.00%	30.00%
氢气回收	收入		35.18	111.93	134.32
	增速			218.18%	20.00%
	毛利率		40.00%	40.00%	40.00%
其他业务	收入	3.99	5.00	8.00	10.00
	增速	333.05%	25.31%	60.00%	25.00%
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
合计	收入	1,071.53	873.17	1,853.91	2,676.79
	增速	-26.11%	-18.51%	112.32%	44.39%
	毛利率	0.00%	9.41%	20.76%	24.60%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1071.53	873.17	1853.91	2676.79	净利润	203.67	51.47	208.41	308.71
营业成本	778.07	790.97	1468.97	2018.18	折旧与摊销	114.91	197.80	242.73	261.85
营业税金及附加	12.78	10.48	18.54	26.77	财务费用	7.11	15.67	18.60	24.60
销售费用	63.39	52.39	101.97	147.22	资产减值损失	-14.86	-15.00	-10.00	-10.00
管理费用	208.44	157.17	241.01	321.22	经营营运资本变动	108.09	282.79	-441.69	-380.39
财务费用	7.11	15.67	18.60	24.60	其他	-210.89	-30.14	-6.61	11.08
资产减值损失	-14.86	-15.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	208.02	502.60	11.43	215.85
投资收益	66.20	10.00	10.00	10.00	资本支出	-1293.19	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	-43.32	10.00	10.00	10.00	其他	1174.15	-86.21	-84.15	89.78
其他经营损益	0.00	200.00	200.00	180.00	投资活动现金流净额	-119.04	-286.21	-284.15	-110.22
营业利润	230.42	81.49	234.83	348.80	短期借款	4.00	-54.00	26.22	42.95
其他非经营损益	-4.26	-23.00	2.00	2.00	长期借款	126.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	226.16	58.49	236.83	350.80	股权融资	-80.07	0.00	0.00	0.00
所得税	22.49	7.02	28.42	42.10	支付股利	-23.52	-40.49	-10.29	-41.68
净利润	203.67	51.47	208.41	308.71	其他	-54.75	-16.30	-18.60	-24.60
少数股东损益	1.21	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-27.79	-110.80	-2.67	-23.34
归属母公司股东净利润	202.46	51.47	208.41	308.71	现金流量净额	61.41	105.59	-275.38	82.29
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	355.18	460.78	185.39	267.68	成长能力				
应收和预付款项	812.22	420.46	877.26	1263.06	销售收入增长率	-26.11%	-18.51%	112.32%	44.39%
存货	251.17	223.16	438.69	596.36	营业利润增长率	-62.09%	-64.63%	188.16%	48.53%
其他流动资产	2004.21	2121.39	2421.68	2516.48	净利润增长率	-63.02%	-74.73%	304.89%	48.12%
长期股权投资	75.60	75.60	75.60	75.60	EBITDA 增长率	-49.02%	-16.31%	68.21%	28.03%
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	3118.78	3144.89	3126.06	3088.12	毛利率	27.39%	9.41%	20.76%	24.60%
无形资产和开发支出	240.98	217.08	193.18	169.28	三费率	26.03%	25.79%	19.50%	18.42%
其他非流动资产	302.99	302.99	302.99	302.99	净利率	19.01%	5.90%	11.24%	11.53%
资产总计	7161.14	6966.35	7620.86	8279.58	ROE	3.36%	0.85%	3.32%	4.72%
短期借款	54.00	0.00	26.22	69.17	ROA	2.84%	0.74%	2.73%	3.73%
应付和预收款项	545.57	340.94	635.51	874.40	ROIC	6.13%	2.22%	5.63%	7.47%
长期借款	340.55	340.55	340.55	340.55	EBITDA/销售收入	32.89%	33.78%	26.76%	23.73%
其他负债	157.42	210.92	346.52	456.36	营运能力				
负债合计	1097.54	892.41	1348.80	1740.49	总资产周转率	0.15	0.12	0.25	0.34
股本	139.23	204.78	204.78	204.78	固定资产周转率	0.66	0.36	0.63	0.88
资本公积	4587.99	4522.44	4522.44	4522.44	应收账款周转率	1.98	1.96	4.53	3.94
留存收益	1444.65	1455.63	1653.75	1920.77	存货周转率	3.29	3.11	4.33	3.86
归属母公司股东权益	6057.88	6068.22	6266.34	6533.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	48.00%	—	—	—
少数股东权益	5.72	5.72	5.72	5.72	资本结构				
股东权益合计	6063.60	6073.95	6272.07	6539.09	资产负债率	15.33%	12.81%	17.70%	21.02%
负债和股东权益合计	7161.14	6966.35	7620.86	8279.58	带息债务/总负债	35.95%	38.16%	27.19%	23.54%
					流动比率	4.86	6.46	4.11	3.45
					速动比率	4.50	6.02	3.65	3.00
					股利支付率	11.62%	78.67%	4.94%	13.50%
					每股指标				
					每股收益	0.99	0.25	1.02	1.51
					每股净资产	29.58	29.63	30.60	31.90
					每股经营现金	1.02	2.45	0.06	1.05
					每股股利	0.11	0.20	0.05	0.20
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	352.44	294.96	496.16	635.25					
PE	15.31	60.23	14.88	10.04					
PB	0.51	0.51	0.49	0.47					
PS	2.89	3.55	1.67	1.16					
EV/EBITDA	0.01	2.48	1.87	1.51					
股息率	0.76%	1.31%	0.33%	1.34%					

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

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
