



买入（维持）

所属行业：建筑材料/玻璃制造  
当前价格(元)：26.59

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

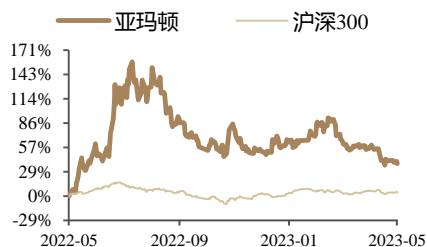
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

研究助理

杨东瑜

邮箱：yangdy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.13	-16.85	-25.31
相对涨幅(%)	-8.82	-16.70	-24.12

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《亚玛顿(002623.SZ)：晶澳光伏玻璃大单落地，超薄玻璃龙头再获认证》，2022.12.20
- 《亚玛顿(002623.SZ)：原片资产收购暂缓，硅料下行光伏产业链利润有望再分配》，2022.12.5
- 《亚玛顿(002623.SZ)：Q3价格下调影响业绩，看好Q4产业链供需改善下价格回暖》，2022.10.27
- 《亚玛顿(002623.SZ)：电玻和组件业务影响业绩，22H2超薄光伏玻璃预计持续景气》，2022.8.15
- 《亚玛顿(002623.SZ)：业绩符合预期，超薄玻璃走出差异优势》，2022.7.15

# 亚玛顿 (002623.SZ)： 22&23Q1 业绩高增长，23年产品结构继续优化

投资要点

- **事件：**公司发布2022年年报和2023年一季报，其中2022年报告期内，公司实现营业收入31.68亿元，同比增长55.92%；实现归母净利润8359.34万元，同比增长54.81%；实现扣非归母净利润6281.61万元，同比大增362.88%。2023年一季度，公司实现营业收入8.09亿元，同比增长14.62%，实现归母净利润0.16亿元，同比增长41.68%，实现扣非归母净利润0.09亿元，同比增长130.38%。
- **光伏玻璃产销双增带动业绩高增，23年价格趋势仍为利润主要影响因素。**2022年报告期内，光伏玻璃营收仍占公司90.95%营收比例，公司营收和利润规模大幅增长，一方面受益于安徽产地加工产能的进一步释放，公司进一步优化产品结构，提升2.0mm及以下高附加值产品占比，因此光伏玻璃产量和销量较去年同期大幅增长；同时报告期内，安徽深加工生产线的产量以及成品率不断提升，单位加工成本进一步下降。22Q4公司毛利率为9.62%，相比去年同期下降2.02pct，2023Q1公司毛利率为6.88%，相比去年同期增长1.89pct。22Q4公司期间费用率为8%，相比去年同期下降3.1pct，其中财务费率和管理费率分别下降1.8/1.6pct，23Q1公司期间费用率为5.5%，相比去年同期为增加1%，主要增长来源于研发费用增长。2022年12月，公司发布公告拟在鄱西县投资建设年产1500万平方米高端电子玻璃生产线、年产1100万平方米高铝电子玻璃生产线和高端电子玻璃生产线，预计首期投资20亿元。2023年公司预计仍将坚持超薄玻璃占比提升的差异化竞争策略，对BIPV建筑一体化、节能建材、电子消费类产品等领域持续开发和拓展，延伸产品多元化布局，优化公司产品结构，为公司增加新的利润增长点。远兴500t/a纯碱项目投产后，23H2纯碱价格受供需格局变化有望进一步下滑，进而实现生产成本进一步降低。
- **22Q4经营性现金净额转正，应收账款和票据随营收同步增长。**22Q4公司收现比为0.78x，相比去年同期0.37x增长0.41x，23Q1公司收现比为0.67x，相比去年同期0.53x增长0.14x，公司经营性现金流效率有所提升。22Q4公司经营性现金净流入1.69亿元，相比去年同期2.61亿元净流出实现4.3亿元净增长，23Q1经营性现金净流出1.32亿元，相比去年同期小幅增长，公司年底现金流管控能力大幅提升。应收账款和票据方面，22Q4同比增加53%，其中应收票据同比增加120.3%，应收账款同比增加30.6%；23Q1应收账款和应收票据同比增加23.1%，其中应收票据同比增加21.4%，应收账款同比增加24%，23Q1应收增速高于同期营收增速。
- **募投项目延期投产，后续凤阳资产有望并入。**公司公告表示，募投项目“大尺寸、高功率超薄光伏玻璃智能化深加工建设项目”目前已经建成投产10条深加工生产线，剩余2\*1.6mm的深加工超薄光伏玻璃设备调试延期，因此预期投产时间延迟至2023年9月底。此前公司拟通过发行股份及支付现金购买资产的方式购买凤阳硅谷100%的股权并募集配套资金，资产并入后公司将实现光伏玻璃生产垂直一体化的产业布局，考虑原材料和燃料均承受了较大的成本上升的压力，公司2022年12月召开第五届董事会上，审议通过了关于终止发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项的议案。后期公司将在综合考虑外部环境变化、公司战略规划、估值调整等因素的前提下重新筹划本次交易事项。
- **投资建议：**我们调整2023/2024/2025年公司归母净利润为1.75/2.25/3.80亿，

EPS 为 0.88/1.13/1.91 元, PE 估值 30.2/23.48/13.92, 维持“买入”评级。

- **风险提示:** 电子玻璃出货增长不及预期; 原材料成本下降幅度不及预期; 光伏玻璃产品价格受供需结构影响下滑。

股票数据		主要财务数据及预测				
		2021	2022	2023E	2024E	2025E
总股本(百万股):	199.06					
流通 A 股(百万股):	198.64					
52 周内股价区间(元):	19.27-49.60					
总市值(百万元):	5,293.07					
总资产(百万元):	5,248.81					
每股净资产(元):	16.29					
资料来源: 公司公告						
营业收入(百万元)		2,032	3,168	3,754	5,047	6,876
(+/-)YOY(%)		12.7%	55.9%	18.5%	34.5%	36.2%
净利润(百万元)		54	84	175	225	380
(+/-)YOY(%)		-60.8%	54.8%	109.7%	28.7%	68.6%
全面摊薄 EPS(元)		0.27	0.42	0.88	1.13	1.91
毛利率(%)		8.3%	8.1%	8.2%	8.7%	9.8%
净资产收益率(%)		1.6%	2.6%	4.8%	5.3%	7.4%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.88	1.13	1.91
每股净资产	16.21	18.35	21.36	25.78
每股经营现金流	0.51	1.11	1.00	1.40
每股股利	0.06	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	63.32	30.20	23.48	13.92
P/B	1.64	1.45	1.24	1.03
P/S	1.67	1.41	1.05	0.77
EV/EBITDA	20.72	26.48	21.18	14.30
股息率%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	8.1%	8.2%	8.7%	9.8%
净利润率	2.6%	4.7%	4.5%	5.5%
净资产收益率	2.6%	4.8%	5.3%	7.4%
资产回报率	1.7%	2.9%	3.1%	4.2%
投资回报率	1.8%	1.9%	2.5%	3.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	55.9%	18.5%	34.5%	36.2%
EBIT 增长率	440.9%	23.7%	62.5%	88.1%
净利润增长率	54.8%	109.7%	28.7%	68.6%
偿债能力指标				
资产负债率	34.8%	37.8%	40.8%	42.7%
流动比率	2.2	1.9	1.7	1.6
速动比率	2.0	1.7	1.6	1.5
现金比率	0.5	0.3	0.3	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	75.1	75.1	75.1	75.1
存货周转天数	23.3	23.3	23.3	23.3
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8
固定资产周转率	2.5	2.7	3.1	3.4

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	84	175	225	380
少数股东损益	3	6	7	12
非现金支出	184	141	141	141
非经营收益	-2	-44	-33	-38
营运资金变动	-168	-56	-141	-215
经营活动现金流	101	221	200	279
资产	-240	-270	-250	-250
投资	282	-557	0	0
其他	81	70	74	94
投资活动现金流	123	-756	-175	-156
债权募资	564	342	359	412
股权募资	0	0	0	0
其他	-699	-29	-42	-56
融资活动现金流	-134	313	317	355
现金净流量	91	-223	341	479

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 9 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,168	3,754	5,047	6,876
营业成本	2,911	3,444	4,606	6,201
毛利率%	8.1%	8.2%	8.7%	9.8%
营业税金及附加	15	18	24	32
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	6	7	10	13
营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	62	74	100	136
管理费用率%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	102	121	163	221
研发费用率%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
EBIT	72	89	145	273
财务费用	17	-3	7	1
财务费用率%	0.5%	-0.1%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-3	-10	-10	-10
投资收益	22	73	74	94
营业利润	90	181	233	393
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	86	181	233	393
EBITDA	254	220	276	404
所得税	0	0	0	0
有效所得税率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
少数股东损益	3	6	7	12
归属母公司所有者净利润	84	175	225	380

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	753	530	871	1,351
应收账款及应收票据	1,018	1,206	1,621	2,209
存货	185	219	293	395
其它流动资产	1,056	1,629	1,664	1,713
流动资产合计	3,012	3,584	4,450	5,667
长期股权投资	32	32	32	32
固定资产	1,258	1,397	1,641	2,010
在建工程	249	499	749	999
无形资产	145	145	145	145
非流动资产合计	1,971	2,363	2,857	3,476
资产总计	4,984	5,947	7,307	9,143
短期借款	421	763	1,122	1,534
应付票据及应付账款	880	1,042	1,393	1,875
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	77	88	110	140
流动负债合计	1,379	1,892	2,625	3,549
长期借款	162	162	162	162
其它长期负债	192	192	192	192
非流动负债合计	355	355	355	355
负债总计	1,734	2,247	2,980	3,904
实收资本	199	199	199	199
普通股股东权益	3,228	3,652	4,252	5,132
少数股东权益	22	28	35	47
负债和所有者权益合计	4,984	5,927	7,267	9,083

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

杨东谕 建筑建材行业研究助理，帝国理工学院硕士，主要负责消费建材板块，2021年加入德邦证券。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。