

## 恒星科技 (002132.SZ)

增持 (维持)

### Q2 高质量增长，金刚线业务成为上半年利润贡献主力

2022 年上半年公司收入同比增长 37.9%至 23.44 亿元，归母净利润同比增长 6.6%至 1.09 亿元，其中二季度公司收入 14.88 亿元，同比增长 54%，归母净利润 0.78，同比增长 47%。公司之前经营领域为传统金属行业，业绩主要来源于传统金属行业，近几年公司光伏金刚线业务获得突破，已经开始放量，2022 年上半年公司业绩近 70%来源于金刚线。公司在金刚线领域完成了技术和工艺积累，并且大部分母线能自制，发展后劲较足，随着三四季度金刚线产能达产，公司有望进一步展现金刚线业务竞争力。

- **2021 年半年报简析。**公司发布 2022 年半年报，2022 年上半年公司收入 23.44 亿元，同比增长 37.9%，归母净利润 1.09 亿元，同比增长 6.6%，扣非归母净利润 0.98 亿元，同比增长 12.7%；2022 年二季度，公司收入 14.88 亿元，同比增长 54%，归母净利润 0.78 亿元，同比增长 47%。
- **金刚线成为公司利润增长主力。**2022 年上半年金刚线销量 750 万公里，其中一季度约为 300 万公里，二季度约为 450 万公里，上半年公司金刚线单公里售价不含税 34.62 元，毛利率达 51.22%，预计公司上半年金刚线业务单公里净利为 10 元左右，对应贡献约 7500 万利润，占归母净利润比重接近 70% (约为 68.96%)，公司上半年业绩贡献主力已由此前传统金属业务变为金刚线。
- **毛利率彰显公司金刚线业务竞争力。**公司多年前就开始研发和投入金刚线切割产品，是业内唯一一家掌握金刚线全产业链技术的企业，已率先研制出了“十六线机”投入生产，并具备全部母线自制能力。2021 年、2022 年一季度公司金刚线业务毛利率分别为 42.89%、53.74%，上半年毛利率为 51.22%，公司金刚线业务的竞争力已经连续 2 个季度体现于报表端，毛利率连续 2 个季度维持 50%以上，预计三四季度产能释放并稳定生产后，公司金刚线业务毛利率有望继续提升。
- **受疫情及大宗影响，公司传统金属制品业务上半年微利。**公司 2018 年之前主业基本以传统金属制品为主，毛利率为 14-23%之间，均值约为 17%，净利率在 1.9-5%之间，均值约为 2.3% (剔除 2016 年 5.2%、2018 年-7.2%)，较为稳定。2022 年上半年公司传统金属制品受到疫情及大宗价格上涨的影响，基本微利经营。
- **公司有机硅有望贡献业绩增量。**2022 年 3 月，公司“年产 12 万吨高性能有机硅聚合物项目”正式完工并投入试运行，2022 年上半年，根据分部报告，公司有机硅业务贡献约 0.32 亿元左右业绩。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2022-2023 年归母净利润分别为 4.00、8.14 亿元，对应估值 23 倍、11 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格持续上涨，有机硅产能释放不及预期，金刚线业务毛利率低于预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2833	3396	5584	8095	8106
同比增长	-16%	20%	64%	45%	0%
营业利润(百万元)	142	149	466	950	1234
同比增长	44%	5%	212%	104%	30%
归母净利润(百万元)	122	140	400	814	1058
同比增长	44%	15%	185%	103%	30%
每股收益(元)	0.10	0.10	0.29	0.58	0.75
PE	68.4	66.5	23.3	11.5	8.8
PB	3.0	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

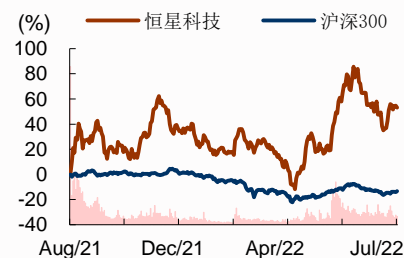
周期/金属及材料  
目标估值：8.50 - 9.00 元  
当前股价：6.66 元

#### 基础数据

总股本 (万股)	140154
已上市流通股 (万股)	139919
总市值 (亿元)	93
流通市值 (亿元)	93
每股净资产 (MRQ)	2.6
ROE (TTM)	4.1
资产负债率	53.2%
主要股东	谢保军
主要股东持股比例	18.97%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	29	68
相对表现	-6	38	81



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《恒星科技 (002132) — 光伏金刚线业务开始放量，贡献有望逐步加大》2022-06-14

游家训 S1090515050001  
 youjx@cmschina.com.cn  
 刘文平 S1090517030002  
 liuwenping@cmschina.com.cn  
 赵旭 S1090519120001  
 zhaoxu2@cmschina.com.cn  
 张伟鑫 S1090521070003  
 zhangweixin@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、2022 年半年报简析 .....	4
二、金刚线成为公司利润增长主力 .....	6
三、传统金属制品业务稳步发展 .....	8
四、有机硅贡献业绩增量 .....	9
五、金刚线增速超过光伏行业增速，竞争相对有序 .....	10
投资建议 .....	13
盈利预测 .....	13
风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1: 2022-2023 年公司分业务收入预计 (百万元) .....	7
图 2: 毛利贡献转为金刚线 (百万元) .....	7
图 3: 公司金刚线业务收入与同比增速 .....	7
图 4: 公司金刚线业务毛利率 .....	7
图 5: 公司传统业务收入与同比增速 .....	8
图 6: 公司传统业务毛利率 .....	8
图 7: 有机硅产业链一览 .....	9
图 8: 单片用量增加 21% (166 到 182) .....	10
图 9: 线径减小, 线耗增加 .....	10
图 10: 切削力随速度下降而下降 .....	11
图 11: 2022 年单 GW 线耗均值增加 52% .....	11
图 12: 金刚线需求复合增速高于光伏行业 .....	11
图 13: 相关企业金刚线业务毛利率 .....	12
图 14: 金刚线价格快速下降 (元/公里) .....	12
图 15: 恒星科技历史 PE Band .....	14
图 16: 恒星科技历史 PB Band .....	14
表 1: 业绩摘要 .....	4
表 2: 主要比率 .....	4

表 3: 单季度业绩摘要 .....	5
表 4: 单季度主要比率 .....	5
表 5: 公司毛利率比肩行业龙头 .....	6
表 6: 2021 公司与行业龙头单公里毛利差异主要来源于售价 (元/公里) .....	6
表 7: 公司传统业务净利率相对稳定 .....	8
表 8: 盈利预测 .....	13
附: 财务预测表 .....	15

## 一、2022 年半年报简析

**2021 年半年报简析。**公司发布 2022 年半年报，2022 年上半年公司收入 23.44 亿元，同比增长 37.89%，归母净利润 1.09 亿元，同比增长 6.56%，扣非归母净利润 0.98 亿元，同比增长 12.68%；2022 年二季度，公司收入 14.88 亿元，同比增长 54%，归母净利润 0.78 亿元，同比增长 47%。

**上半年毛利率同比有所下降。**2022 年上半年公司综合毛利率为 14.34%，同比下降 1.4 个百分点，其中 Q2 毛利率 14.66%，环比提升 0.87 个百分点，主要与原材料价格上涨有关，同时，受疫情影响，公司收入占比较高的传统业务出货下降。

**费用率下降。**2022 年上半年公司销售、管理、财务费用率分别为 1.41%、3.02%、1.05%，同比提升 0.03、提升 0.05、下降 1.11 个百分点，2022 年二季度公司销售、管理、财务费用率分别为 1.2%、2.7%、0.8%，同比下降 0.53、提升 0.03、下降 0.95 个百分点。

表 1: 业绩摘要

百万元	2019 年	2020 年	2021 年	同比变化 (%)	2021H1	2022H1	同比变化 (%)
营业收入	3386.15	2832.76	3396.28	19.89	1700.14	2344.30	37.89
营业成本	2899.40	2457.00	2934.86	19.45	1432.50	2008.13	40.18
毛利润	486.75	375.76	461.42	22.80	267.65	336.17	25.60
销售税金	15.24	18.16	20.99	15.59	11.49	9.49	-17.40
毛利润 (扣除销售税金)	471.51	357.60	440.43	23.16	256.16	326.68	27.53
销售费用	140.10	43.49	58.66	34.88	23.55	33.08	40.46
管理费用	83.79	85.63	113.17	32.17	50.49	70.72	40.07
经营利润	247.62	228.48	268.59	17.56	182.12	222.88	22.38
资产减值损失	-62.45	-0.58	-0.41	-29.58	0.00	0.00	-
财务费用	81.65	59.57	65.03	9.17	36.73	24.66	-32.86
投资收益	8.14	0.64	2.62	309.34	0.01	0.43	5628.52
资产处置收益	49.47	0.23	4.60	1900.23	1.76	0.16	-90.97
其他收益	52.19	59.99	47.00	-21.65	26.93	17.32	-35.67
营业外收入	1.53	5.53	0.87	-84.21	0.82	0.33	-60.30
营业外支出	4.66	1.28	5.22	308.63	0.66	0.54	-18.35
利润总额	95.06	145.89	144.80	-0.75	114.12	124.38	8.99
所得税	10.42	27.11	3.67	-86.46	11.76	13.50	14.83
税后净利润	84.64	118.78	141.13	18.82	102.36	110.88	8.32
少数股东损益	-0.20	-3.53	0.71	-120.19	0.30	2.12	604.85
归母净利润	84.85	122.31	140.42	14.80	102.06	108.76	6.56
非经常性损益	68.10	29.50	22.40	-24.06	14.82	10.46	-29.43
扣非归母净利润	16.74	92.81	118.02	27.16	87.24	98.30	12.68

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 2: 主要比率

(%)	2019 年	2020 年	2021 年	同比变化 (%)	2021H1	2022H1	同比变化 (%)
毛利率	14.37	13.26	13.59	0.32	15.74	14.34	-1.40
销售费用率	4.14	1.54	1.73	0.19	1.39	1.41	0.03
管理费用率	2.47	3.02	3.33	0.31	2.97	3.02	0.05
财务费用率	2.41	2.10	1.91	-0.19	2.16	1.05	-1.11
经营利润率	7.31	8.07	7.91	-0.16	10.71	9.51	-1.20
所得税率	10.96	18.58	2.53	-16.05	10.30	10.85	0.55
净利率	2.51	4.32	4.13	-0.18	6.00	4.64	-1.36
扣非净利率	0.49	3.28	3.47	0.20	5.13	4.19	-0.94

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 3: 单季度业绩摘要

百万元	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q2 同比 (%)	22Q2 环比 (%)
营业收入	733	967	824	872	856	1488	54	74
营业成本	613	819	752	750	738	1270	55	72
销售费用	7	17	18	17	15	18	7	17
管理费用	25	26	33	29	31	40	56	32
财务费用	20	17	13	15	13	12	-30	-7
所得税	6	6	-4	-4	4	9	58	105
归母净利润	49	53	-11	49	31	78	47	149

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 4: 单季度主要比率

(%)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q2 同比 (%)	22Q2 环比 (%)
毛利率	16.38	15.26	8.74	13.96	13.79	14.66	-0.60	0.87
销售费用率	0.94	1.73	2.17	1.97	1.78	1.20	-0.53	-0.58
管理费用率	3.37	2.67	4.05	3.36	3.57	2.70	0.03	-0.87
财务费用率	2.70	1.75	1.58	1.75	1.49	0.80	-0.95	-0.69
净利率	6.73	5.45	-1.35	5.67	3.64	5.21	-0.24	1.58

资料来源: 公司公告, 招商证券

## 二、金刚线成为公司利润增长主力

预计上半年金刚线业务贡献近 70% 利润。2022 年上半年金刚线销量 750 万公里，其中一季度约为 300 万公里，二季度约为 450 万公里，上半年公司金刚线单公里售价不含税 34.62 元，毛利率达 51.22%，预计公司上半年金刚线业务单公里净利为 10 元左右，对应贡献约 7500 万利润，占归母净利润比重接近 70%（约为 68.96%），公司上半年业绩贡献主力已由此前传统金属业务变为金刚线，三四季度，公司金刚线产能将进一步释放。

毛利率彰显公司金刚线业务竞争力。公司多年前就开始研发和投入金刚线切割产品，是业内唯一一家掌握金刚线全产业链技术的企业，已率先研制出了“十六线机”投入生产，并具备全部母线自制能力。公司产品经过多年的磨合和验证，已陆续进入一线客户供应链体系，金刚线业务发展潜力较大。根据定期报告披露，公司 2021 年、2022 年一季度金刚线业务毛利率分别为 42.89%、53.74%，上半年毛利率为 51.22%，公司金刚线业务的竞争力已经连续 2 个季度体现于报表端，毛利率连续 2 个季度维持 50% 以上，但这一毛利率尚未充分体现出公司金刚线业务的竞争力，产能释放并稳定生产后，预计公司金刚线业务毛利率将继续提升。

2021 年与龙头毛利差异主要在于售价。2021 年公司与行业龙头单公里成本差别不大，其中原材料成本高于龙头约 1.72 元/公里，直接人工与其他制造费用为 8.93 元/公里，低于龙头美畅股份 1.21 元/公里，可能主要与十六线机摊薄相关制造费用有关。2021 年公司与龙头的差异主要在于价格，可能与出货线径结构及客户结构有关，随着出货结构的改善，预计这一差异可能会有所减小。

表 5：公司毛利率比肩行业龙头

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022Q1
美畅股份	71.28%	64.46%	54.58%	58.72%	57.26%	54.22%
高测股份	54.12%	31.19%	32.46%	33.02%	35.91%	-
恒星科技	74.13%	26.02%	-9.01%	13.73%	42.89%	53.74%
岱勒新材	46.71%	30.73%	17.76%	21.59%	14.73%	-
三超新材	48.29%	36.29%	26.89%	31.75%	26.20%	-
东尼电子	56.21%	33.54%	3.08%	20.84%	18.33%	-

资料来源：Wind、招商证券

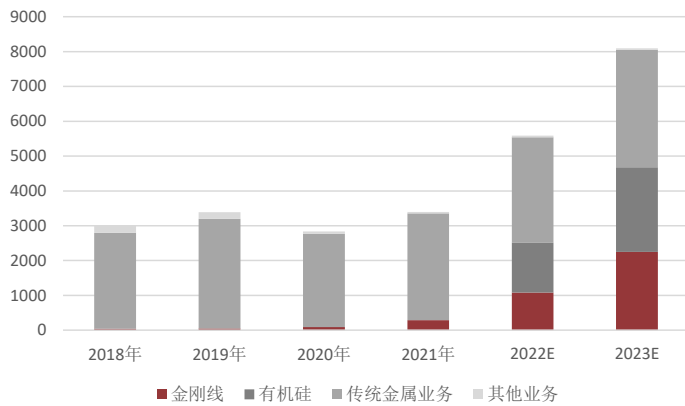
注：美畅股份未披露 Q1 金刚线毛利率，其业务以金刚线为主，Q1 综合毛利率与金刚线应该相近

表 6：2021 公司与行业龙头单公里毛利差异主要来源于售价（元/公里）

	美畅股份	高测股份	恒星科技
原材料	10.68	14.85	12.40
直接人工	2.84	1.59	1.92
制造费用			
折旧			
能源和动力	7.30	6.09	7.01
其他制造费用			
成本合计	20.81	22.53	20.70
价格（不含税）	40.17	35.16	36.25
毛利	19.35	12.63	15.55

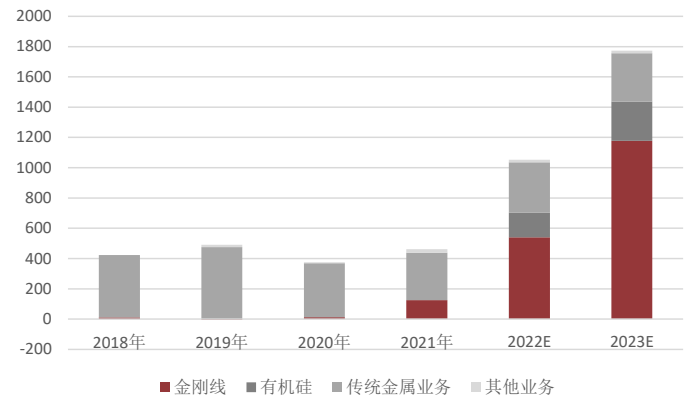
资料来源：Wind、招商证券

图 1: 2022-2023 年公司分业务收入预计 (百万元)



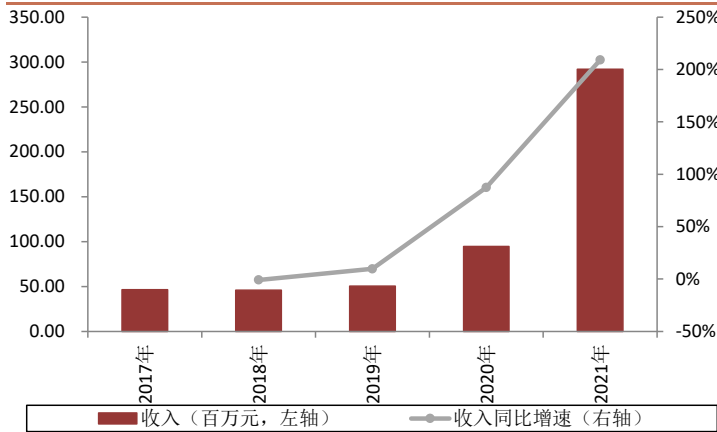
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 毛利贡献转为金刚线 (百万元)



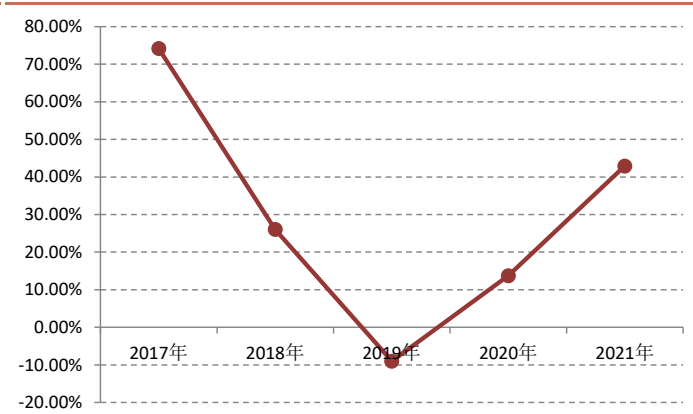
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 公司金刚线业务收入与同比增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司金刚线业务毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

### 三、上半年传统金属制品业务微利

深耕金属线材 20 年，具备行业影响力。公司传统金属制品主要有镀锌钢绞线、镀锌钢丝、胶管钢丝、钢帘线和预应力钢绞线等，广泛应用于电力电缆、特高压工程、汽车工业以及高速公路、城际轨道交通、桥梁、水坝等大型基础设施建设中。公司深耕金属线材 20 年，积累了深厚的技术，曾参与《架空绞线用镀锌钢线》、《橡胶软管增强用钢丝》等国家标准的制定，具备行业影响力。

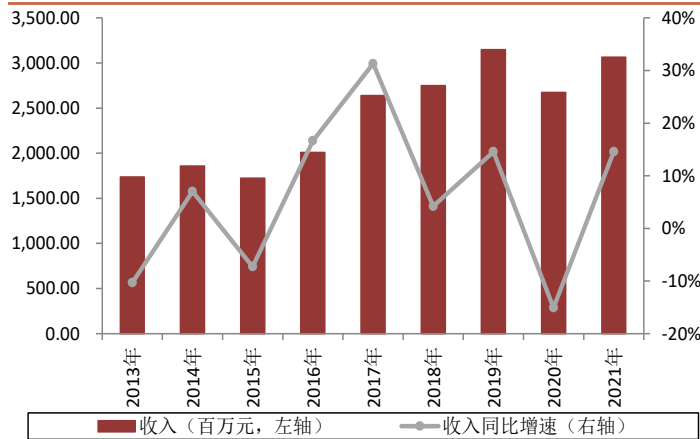
受疫情及大宗影响，公司传统金属制品业务上半年微利。公司 2018 年之前主业基本以传统金属制品为主，毛利率为 14-23% 之间，均值约为 17%，净利率在 1.9-5% 之间，均值约为 2.3%（剔除 2016 年 5.2%、2018 年-7.2%），较为稳定。2022 年上半年公司传统金属制品受到疫情及大宗价格上涨的影响，基本微利经营，倒算业绩预计贡献 300 万左右。传统金属业务交付多数集中在三、四季度，贡献业绩可能会有所增长。

表 7：公司传统业务净利率相对稳定

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
毛利率	14.4%	16.0%	17.3%	19.9%	22.7%	15.9%	14.0%	14.4%	13.3%	13.6%
资产减值损失 (亿元)	0.16	0.01	0.08	0.31	0.45	1.07	3.06	-0.62	-0.01	0
归母净利润 (亿元)	0.2	0.31	0.45	0.39	1.06	0.57	-1.39	0.85	1.22	1.4
净利率	1.9%	1.9%	2.5%	2.4%	5.2%	2.5%	-7.2%	2.5%	4.2%	4.2%

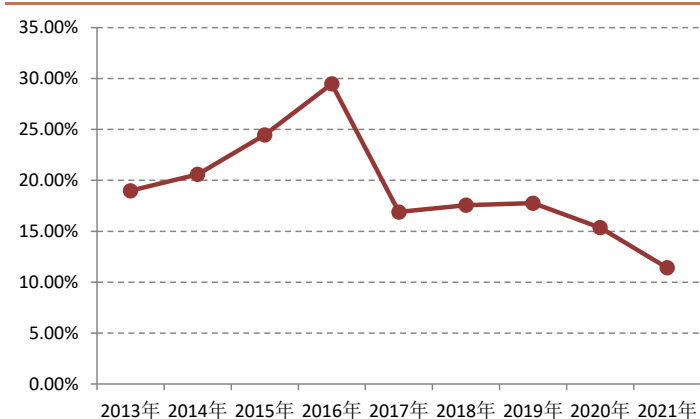
资料来源：公司公告，招商证券

图 5：公司传统业务收入与同比增速



资料来源：华经产业研究院、招商证券

图 6：公司传统业务毛利率



资料来源：公司公告，招商证券



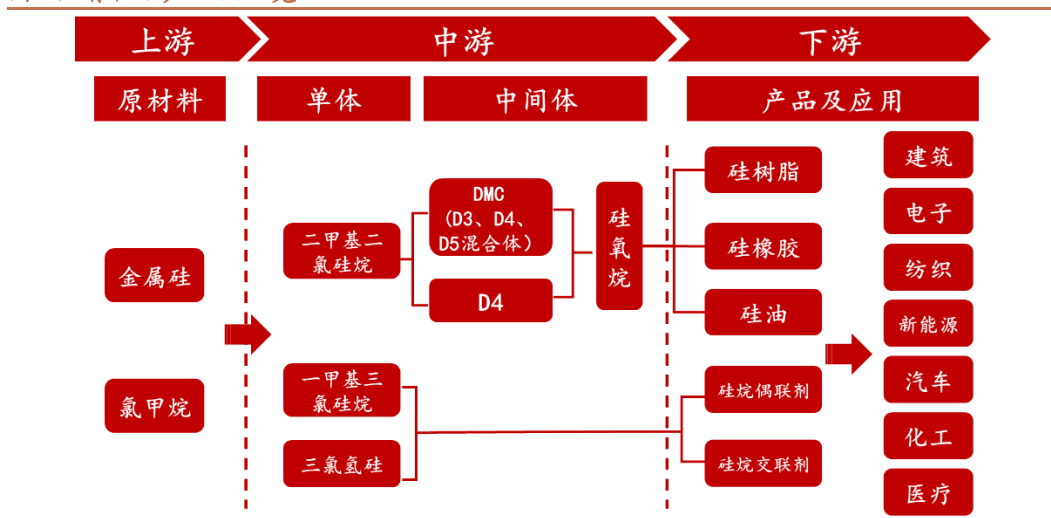
### 四、有机硅贡献业绩增量

2017年4月，公司通过控股万年硅业正式涉足多晶硅生产领域。2018年底，因为外部环境变化，公司做出业务调整，在充分利用现有的多晶硅生产设备的基础上，投资21.07亿元建设有机硅生产基地。

2021年12月底，公司“年产12万吨高性能有机硅聚合物项目”正式完工并投入试运行，2022年3月中旬产出产品并实现销售。2022年1-4月，公司主产品DMC生产近6500吨，销售4600吨，预计二季度末DMC产能可以稳定在8000吨/月，全年销量有望达7-8万吨。

2022年上半年，根据分部报告，公司有机硅业务贡献约0.32亿元左右业绩。

图7：有机硅产业链一览



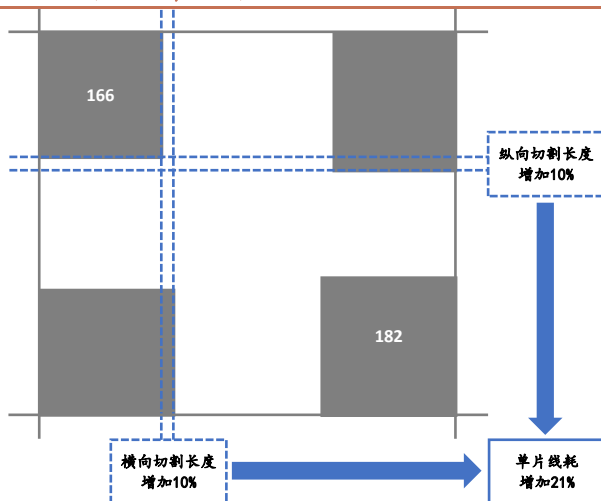
资料来源：公司公告、招商证券

## 五、金刚线增速超过光伏行业增速，竞争相对有序

**薄片化和细线化提升金刚线线耗。**光伏行业需求快速增长背景下，硅料价格受供需关系影响维持高位，细线化与薄片化可提升硅片产出，推广进度加快，此外，硅片向大尺寸发展也对增加了单片线耗(单片提升,单W影响比较小)。细线化线耗提升主要通过四个途径：1) 单片用量加大；2) 线径减小后，附着金刚石微粉数量减少，线用量增加；3) 细线切割速度变慢，线耗提升；4) 硅片变薄提出更高切割要求，线耗增加。细线化与薄片化相互影响，通过多种途径提升线耗，预计 2021-2025 年光伏行业装机复合增速 26%，金刚线需求复合增速 42%，高于光伏行业增速。

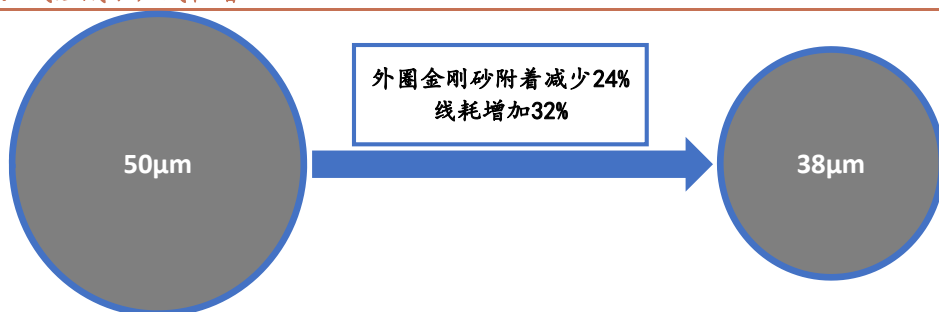
**具备差异化、定制化属性，行业竞争相对有序。**金刚线行业发展初期单价较高，因此主要向着降线耗、降用量方向演化，531 后经过降价，行业基本出清，此后相关企业持续优化制造工艺，也有较多公司也开始不同比例的母线自制。金刚线过去对行业贡献和影响比较大，有一定的差异与定制化特点，并非标准品，其产品存在差异(产品需要贴近客户半定制，质量有波动，需要跟进和迭代)，竞争相对有序，目前金刚线价格压力相对不大，主要的金刚线企业可能仍然有相对好的回报和表现。

图 8：单片用量增加 21% (166 到 182)



资料来源：招商证券

图 9：线径减小，线耗增加



资料来源：招商证券

图 10: 切削力随速度下降而下降

序号	V	F (正转)	F (反转)	序号	V	F (正转)	F (反转)
1	0.025	1.3921	-1.6577	7	0.15	6.0904	-6.2063
2	0.038	2.6382	-2.8865	8	0.187	6.508	-6.6047
3	0.05	3.1803	-3.4589	9	0.2	6.8314	-6.9255
4	0.08	4.3815	-4.4658	10	0.25	7.0542	-7.1522
5	0.1	4.8347	-4.9806	11	0.375	7.1766	-7.2851
6	0.125	5.5728	-5.6962	12	0.5	7.1984	-7.3239

资料来源: 金刚石线锯切割 SiC 单晶片过程控制及仿真、招商证券

图 11: 2022 年单 GW 线耗均值增加 52%

规格	硅片厚度 (μm)	线径 (μm)	线耗 (米/片)	线耗 (米/W)	单 GW 线耗 (万公里)	
182	170	45	2.1	0.28	28	2021 年均值约
182	170	40	3	0.39	39	33.5 万公里/GW
182	165	45	2.57	0.34	34	
182	165	45	2.66	0.35	35	
182	165	42	3.04	0.40	40	
182	165	40	3.3	0.43	43	
182	165	40	3.42	0.45	45	2022 年年均值约
182	165	38	3.9	0.51	51	51 万公里/GW
182	160	38	4.2	0.55	55	
182	160	38	4.4	0.58	58	
182	145	36	5.5	0.72	72	

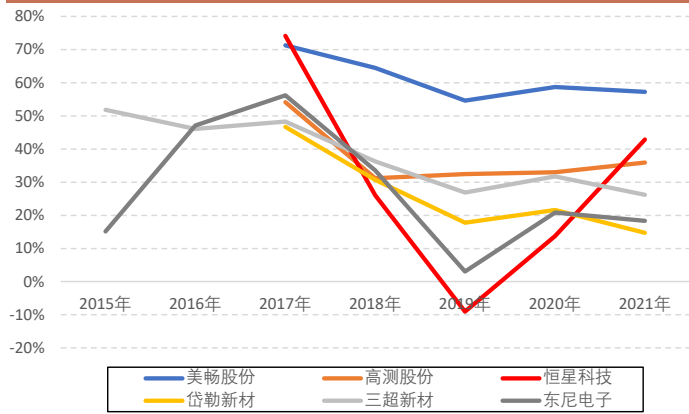
资料来源: 招商证券

图 12: 金刚线需求复合增速高于光伏行业

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
光伏装机 (GW)	165	240	280	340	410
容配比	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
组件需求 (GW)	198	288	336	408	492
PERC 占比	91%	83%	60%	45%	25%
PERC 组件规模 (GW)	181	239	202	184	123
单 GW 线耗 (公里/GW)	42	52	54	56	58
金刚线需求 (亿公里)	0.76	1.24	1.09	1.03	0.71
TOPCon 占比	1%	8%	25%	35%	55%
TOPCon 组件规模 (GW)	2	22	84	143	271
单 GW 线耗 (公里/GW)	42	62	67	71	72
金刚线需求 (亿公里)	0.01	0.13	0.56	1.01	1.95
其他占比	8%	10%	15%	20%	20%
其他组件规模 (GW)	15	27	50	82	98
单 GW 线耗 (公里/GW)	47	65	70	71	72
金刚线需求 (亿公里)	0.07	0.18	0.35	0.58	0.71
总需求 (亿公里)	0.92	1.71	2.20	2.88	3.71
价格 (元/公里)	40	42	44	43	42
市场规模 (亿元)	37	72	97	124	156
光伏装机复合增速					26%
金刚线复合增速					42%

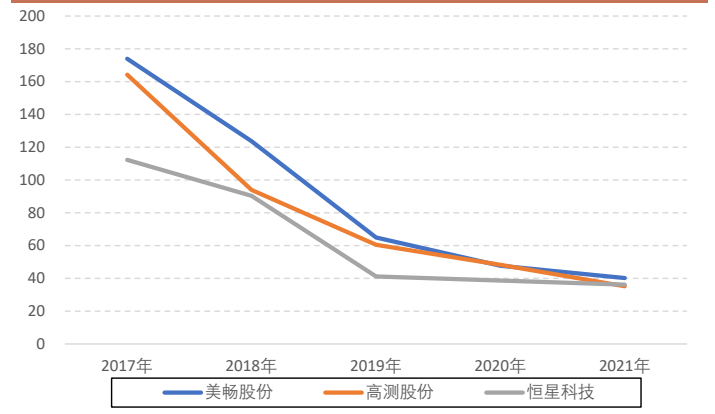
资料来源: 能源局、招商证券

图 13: 相关企业金刚线业务毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

图 14: 金刚线价格快速下降 (元/公里)



资料来源: 公司公告、招商证券

## 投资建议

2022年上半年公司收入同比增长37.9%至23.44亿元,归母净利润同比增长6.6%至1.09亿元,其中二季度公司收入14.88亿元,同比增长54%,归母净利润0.78,同比增长47%。公司之前经营领域为传统金属行业,业绩主要来源于传统金属行业,近几年公司光伏金刚线业务获得突破,已经开始放量,2022年上上半年公司业绩近70%来源于金刚线。公司在金刚线领域完成了技术和工艺积累,并且大部分母线能自制,发展后劲较足,随着三四季度金刚线产能达产,公司有望进一步展现金刚线业务竞争力。

预计公司2022-2023年归母净利润分别为4.00、8.14亿元,对应估值23倍、11倍,维持“增持”评级。

## 盈利预测

表 8: 盈利预测

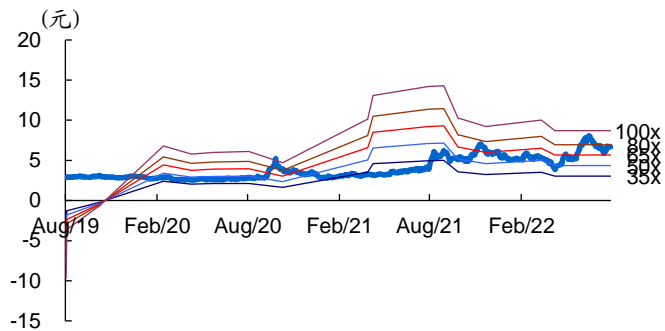
百万元		2020	2021	2022E	2023E	2024E
金刚线	营业收入	94	292	1,080	2,249	2,449
	YOY(%)	87	209	270	108	9
	毛利率	14	43	50	52	50
有机硅	营业收入	-	-	1,430	2,430	2,070
	YOY(%)	-	-	-	70	-15
	毛利率	-	-	11	11	17
传统金属业务	营业收入	2,674	3,064	3,030	3,369	3,538
	YOY(%)	-15	15	-1	11	5
	毛利率	13	10	11	9	13
其他	营业收入	64	40	44	47	49
	YOY(%)	-66	-38	10	7	5
	毛利率	11	56	40	35	30
汇总	营业收入	2,833	3,396	5,584	8,095	8,106
	YOY(%)	-16	20	64	45	0
	毛利率	13	14	19	22	25

资料来源: Wind、招商证券

### 风险提示

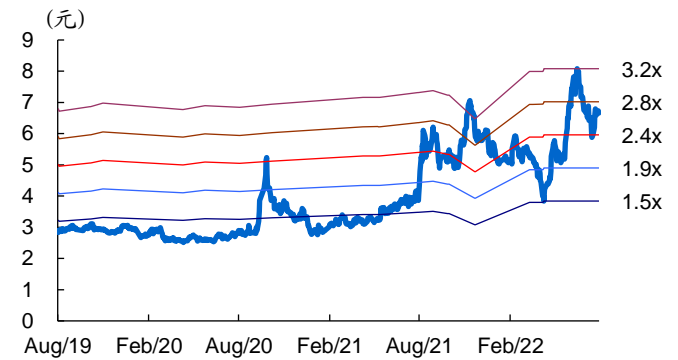
- 1) 原材料价格持续上涨。若原材料价格持续上涨，公司传统金属业务毛利率可能会受到影响。
- 2) 有机硅产能释放不及预期。公司 2022 年新增有机硅业务，产量目标为 7-8 万吨，存在不达预期可能。
- 3) 金刚线业务毛利率低于预期。2022-2023 年公司金刚线业务是利润贡献的主要来源，若毛利率不及预期，对当期利润有较大影响。

图 15: 恒星科技历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 16: 恒星科技历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2400	3090	4393	6170	6026
现金	431	720	598	718	619
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	144	316	520	754	755
应收款项	773	850	1365	1979	1982
其它应收款	28	23	37	54	54
存货	455	543	826	1152	1105
其他	569	639	1046	1512	1510
<b>非流动资产</b>	2783	4141	4202	4259	4312
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1478	1565	1648	1724	1794
无形资产商誉	167	188	169	152	137
其他	1139	2387	2385	2382	2381
<b>资产总计</b>	<b>5184</b>	<b>7231</b>	<b>8595</b>	<b>10429</b>	<b>10338</b>
<b>流动负债</b>	2286	2761	3793	4929	4019
短期借款	1151	1023	1254	1407	639
应付账款	985	1367	2110	2944	2824
预收账款	8	18	28	39	38
其他	142	353	401	538	518
<b>长期负债</b>	18	846	846	846	846
长期借款	0	820	820	820	820
其他	18	26	26	26	26
<b>负债合计</b>	<b>2304</b>	<b>3608</b>	<b>4639</b>	<b>5775</b>	<b>4865</b>
股本	1256	1402	1402	1402	1402
资本公积金	1064	1553	1553	1553	1553
留存收益	464	542	872	1566	2380
少数股东权益	95	127	129	134	139
归属于母公司所有者权益	2785	3496	3826	4521	5334
<b>负债及权益合计</b>	<b>5184</b>	<b>7231</b>	<b>8595</b>	<b>10429</b>	<b>10338</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	387	616	21	314	1142
净利润	122	140	400	814	1058
折旧摊销	137	134	151	156	160
财务费用	51	59	55	52	50
投资收益	(1)	(3)	(40)	(38)	(36)
营运资金变动	74	287	(565)	(695)	(95)
其它	2	(2)	19	24	5
<b>投资活动现金流</b>	(266)	(1506)	(173)	(175)	(177)
资本支出	(332)	(1530)	(213)	(213)	(213)
其他投资	66	24	40	38	36
<b>筹资活动现金流</b>	(206)	1015	31	(18)	(1063)
借款变动	(69)	1074	156	154	(769)
普通股增加	0	145	0	0	0
资本公积增加	0	488	0	0	0
股利分配	(63)	(636)	(70)	(120)	(244)
其他	(75)	(57)	(55)	(52)	(50)
<b>现金净增加额</b>	<b>(85)</b>	<b>125</b>	<b>(121)</b>	<b>120</b>	<b>(99)</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	2833	3396	5584	8095	8106
营业成本	2457	2935	4531	6322	6065
营业税金及附加	18	21	35	50	50
营业费用	43	59	112	154	146
管理费用	86	113	251	356	349
研发费用	86	104	168	243	243
财务费用	60	65	55	52	50
资产减值损失	(2)	(5)	(7)	(6)	(5)
公允价值变动收益	0	0	5	4	3
其他收益	60	47	30	29	28
投资收益	1	7	5	5	5
<b>营业利润</b>	142	149	466	950	1234
营业外收入	6	1	3	3	3
营业外支出	1	5	2	2	2
<b>利润总额</b>	146	145	467	951	1235
所得税	27	4	65	132	172
少数股东损益	(4)	1	2	4	5
<b>归属于母公司净利润</b>	122	140	400	814	1058

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-16%	20%	64%	45%	0%
营业利润	44%	5%	212%	104%	30%
归母净利润	44%	15%	185%	103%	30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.3%	13.6%	18.9%	21.9%	25.2%
净利率	4.3%	4.1%	7.2%	10.1%	13.0%
ROE	4.4%	4.0%	10.5%	18.0%	19.8%
ROIC	4.0%	3.8%	7.4%	12.5%	15.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.4%	49.9%	54.0%	55.4%	47.1%
净负债比率	23.8%	26.5%	24.1%	21.4%	14.1%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.5
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.8	0.8
存货周转率	5.1	5.9	6.6	6.4	5.4
应收账款周转率	3.1	3.3	3.7	3.5	3.0
应付账款周转率	3.0	2.5	2.6	2.5	2.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.10	0.10	0.29	0.58	0.75
每股经营净现金	0.31	0.44	0.01	0.22	0.81
每股净资产	2.22	2.49	2.73	3.23	3.81
每股股利	0.45	0.05	0.09	0.17	0.23
<b>估值比率</b>					
PE	68.4	66.5	23.3	11.5	8.8
PB	3.0	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	37.1	36.2	18.3	10.6	8.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**游家训：**浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**刘珺涵：**美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，覆盖新能源汽车中游产业，现为招商证券电气设备与新能源行业联席首席分析师。

**赵旭：**中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

**刘巍：**德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

**张伟鑫：**天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。