

投资评级 **优于大市** 维持

# TOPCon 设备快速放量，中标头部客户量产型 HJT 整线订单

**股票数据**

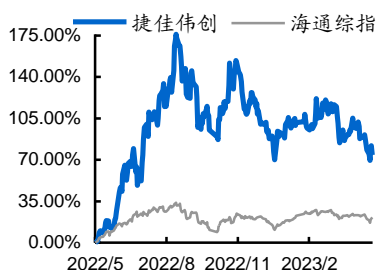
05月05日收盘价(元)	105.78
52周股价波动(元)	57.80-168.50
总股本/流通A股(百万股)	348/273
总市值/流通市值(百万元)	36833/28924

**相关研究**

《TOPcon 设备持续放量，HJT 板式 PECVD 路线微晶工艺迎来突破》2022.11.27

《合同负债稳步增长，TOPcon 设备率先放量》2022.11.08

《盈利能力稳中向好，TOPCon、钙钛矿、半导体设备全面布局推动长期成长》2022.08.15

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-9.3	-14.5	-9.0
相对涨幅 (%)	-7.2	-11.8	-6.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:赵靖博

Tel:(021)23154119

Email:zjb13572@haitong.com

证书:S0850521100001

联系人:刘绮雯

Tel:(021)23154659

Email:lqw14384@haitong.com

**投资要点:**

- 事件:** 捷佳伟创公告 2022 年年报及 2023 年一季报, (1) 2022 年公司实现营收 60.05 亿元, 同比+18.98%; 归母净利润 10.47 亿元, 同比+45.93%; (2) 2022 年 Q4 实现营收 17.49 亿元, 同比+34.29%; 归母净利润 2.26 亿元, 同比+91.75%; (3) 2023 年 Q1 公司实现营收为 19.31 亿元, 同比+41.73%; 归母净利润为 3.36 亿元, 同比+23.16%。
- 盈利能力稳中向好, 费用率持续优化。** (1) 从盈利能力看, 2022 年公司毛利率为 25.44%, 同比+0.84pct; 净利率为 17.43%, 同比+3.29pct; 2022 年 Q4 公司毛利率为 25.39%, 同比+3.97pct; 净利率为 13.02%, 同比+4.21pct; 2023 年 Q1 公司毛利率为 22.78%, 同比-4.35pct; 净利率为 17.42%, 同比-2.57pct。
- 合同负债、存货均处快速上升趋势。** (1) 截至 2022 年末, 公司存货为 70.68 亿元, 同比+75.25%, 合同负债为 58.12 亿元, 同比+55.05%; (2) 截至 2023Q1 末, 公司存货为 87.84 亿元, 同比+111.43%, 合同负债为 77.86 亿元, 同比+132.08%。我们认为, 公司合同负债、存货维持高位印证了公司在手订单相对饱满, 奠定了未来业绩增长基础。
- 多技术路线布局拓展, TOPCon、HJT、钙钛矿、半导体设备领域多点开花。**

**(1) TOPCon:** 公司已成为 TOPCon 路线主要设备供应商, 具备整线设备交付能力。公司 PE-poly 装备技术方案已成为 TOPCon 技术路线主流选择, 市占率超 50%。据光伏前沿公众号, 亚化咨询预计 2023 年 TOPCon 产能超 300GW。随着 2023 年 TOPCon 扩产持续推进, 公司作为 TOPCon 设备龙头厂商, 我们认为有望率先受益。

**(2) HJT:** 近期公司板式 PECVD 双面微晶工艺设备中标全球头部光伏企业量产型 HJT 整线订单。此外, 公司还积极参与国内外新能源头部企业的 HJT 项目招标, 取得了制绒/板式 PECVD /Cat-CVD /PAR /PVD /印刷等十余项单机设备中标通知书及重复订单。

**(3) 钙钛矿:** 公司具备钙钛矿及钙钛矿叠层 MW 级量产型整线装备研发供应能力, 客户端反馈良好。公司在大尺寸钙钛矿、全钙钛矿叠层、HJT/TOPCon 叠层钙钛矿领域的设备销售持续放量, 产品涵盖 RPD、PVD、PAR、CVD、蒸发镀膜、精密狭缝涂布、晶硅叠层印刷等, 已向十多家光伏龙头和研究机构提供装备服务。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5047	6005	9467	14434	18442
(+/-)YoY(%)	24.8%	19.0%	57.6%	52.5%	27.8%
净利润(百万元)	717	1047	1525	2429	3133
(+/-)YoY(%)	37.2%	45.9%	45.7%	59.3%	29.0%
全面摊薄 EPS(元)	2.06	3.01	4.38	6.98	9.00
毛利率(%)	24.6%	25.4%	26.9%	27.7%	27.9%
净资产收益率(%)	11.6%	14.5%	17.6%	22.0%	22.3%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

(4) **半导体清洗设备:** 公司全资子公司创微电子自研 6 吋、8 吋、12 吋湿法刻蚀清洗设备, 包括有篮/无篮槽式设备及单片设备, 获得批量订单。

- **盈利预测与估值:** 预计公司 2023/2024/2025 年实现归母净利润 15.25/24.29/31.33 亿元, 对应 EPS 分别为 4.38/6.98/9.00 元/股, 参考可比公司估值(2023 年平均 PE 为 36.14 倍), 给予公司 2023 年 35-40 倍估值, 合理价值区间为 153.30-175.20 元/股, 合理市值区间为 533.75-610.00 亿元, 对应 2023 年 PS 为 5.64-6.44 倍, 给予公司“优于大市”评级。
- **风险提示:** TOPCon 扩产不及预期、电池技术降本提效不及预期、下游需求增长不及预期等。

公司主要从事光伏行业晶体硅太阳能电池设备研发、生产和销售，选取可比公司均为光伏设备产业链相关标的，分别为晶盛机电、迈为股份、金辰股份和北方华创。

可比公司 2023 年预测 PE 估值平均值为 36.14 倍，我们给予公司 2023 年 35-40 倍 PE 估值，合理价值区间为 153.30-175.20 元/股(预计 2023 年公司 EPS 为 4.38 元)，预测公司 2023 年实现归母净利润 15.25 亿元，合理市值区间为 533.75-610.00 亿元，对应 2023 年 PS 为 5.64-6.44 倍，给予“优于大市”评级。

表 1 可比公司 PE 估值 (2023.05.05)

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
300316.SZ	晶盛机电	67.02	877.10	29.24	43.94	54.85	30.00	19.96	15.99
300751.SZ	迈为股份	261.48	455.60	8.62	14.22	22.72	52.86	32.04	20.05
603396.SH	金辰股份	64.60	75.04	0.64	1.88	3.43	116.37	39.92	21.88
002371.SZ	北方华创	322.13	1705.87	23.53	32.41	44.05	72.51	52.63	38.73
	平均值						67.93	36.14	24.16

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 可比公司预估 2023、2024 年归母净利润来自 Wind 一致预期

表 2 可比公司 PS 估值 (2023.05.05)

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	营业总收入 (亿元)			PS (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
300316.SZ	晶盛机电	67.02	877.10	106.38	166.48	213.87	8.24	5.27	4.10
300751.SZ	迈为股份	261.48	455.60	41.48	73.91	114.20	10.98	6.16	3.99
603396.SH	金辰股份	64.60	75.04	19.52	27.31	42.28	3.85	2.75	1.77
002371.SZ	北方华创	322.13	1705.87	146.88	199.27	254.72	11.61	8.56	6.70
	平均值						8.67	5.69	4.14

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 可比公司预估 2023、2024 年归母净利润来自 Wind 一致预期

**风险提示:** TOPCon 扩产不及预期、电池技术降本提效不及预期、下游需求增长不及预期等。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>6005</b>	<b>9467</b>	<b>14434</b>	<b>18442</b>
每股收益	3.01	4.38	6.98	9.00	营业成本	4477	6919	10435	13299
每股净资产	20.68	24.86	31.64	40.44	毛利率%	25.4%	26.9%	27.7%	27.9%
每股经营现金流	4.17	4.61	7.84	8.90	营业税金及附加	30	43	65	83
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	110	173	264	337
P/E	34.81	23.90	15.00	11.63	营业费用率%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
P/B	5.06	4.21	3.31	2.59	管理费用	124	189	332	424
P/S	6.07	3.85	2.52	1.98	管理费用率%	2.1%	2.0%	2.3%	2.3%
EV/EBITDA	36.98	17.42	10.35	7.38	EBIT	918	1738	2709	3426
股息率%	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	财务费用	-216	-97	-136	-206
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-3.6%	-1.0%	-0.9%	-1.1%
毛利率	25.4%	26.9%	27.7%	27.9%	资产减值损失	-88	-30	-30	-30
净利润率	17.4%	16.1%	16.8%	17.0%	投资收益	13	0	0	0
净资产收益率	14.5%	17.6%	22.0%	22.3%	<b>营业利润</b>	<b>1167</b>	<b>1705</b>	<b>2715</b>	<b>3503</b>
资产回报率	5.5%	7.7%	7.6%	8.9%	营业外收支	6	0	0	0
投资回报率	10.9%	17.2%	21.3%	21.2%	<b>利润总额</b>	<b>1173</b>	<b>1705</b>	<b>2715</b>	<b>3503</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	973	1797	2778	3505
营业收入增长率	19.0%	57.6%	52.5%	27.8%	所得税	126	188	299	385
EBIT 增长率	12.0%	89.4%	55.9%	26.5%	有效所得税率%	10.7%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润增长率	45.9%	45.7%	59.3%	29.0%	少数股东损益	0	-8	-12	-16
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1047</b>	<b>1525</b>	<b>2429</b>	<b>3133</b>
资产负债率	62.4%	56.2%	65.7%	60.3%					
流动比率	1.48	1.64	1.45	1.58	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.79	1.05	0.84	1.03	货币资金	4027	5449	7994	10909
现金比率	0.34	0.49	0.38	0.51	应收账款及应收票据	3684	4681	8050	9268
<b>经营效率指标</b>					存货	7068	5203	10969	9659
应收账款周转天数	95.36	80.00	80.00	80.00	其它流动资产	2776	2813	3399	3866
存货周转天数	446.27	320.00	280.00	280.00	流动资产合计	17555	18145	30412	33702
总资产周转率	0.38	0.49	0.56	0.55	长期股权投资	64	64	64	64
固定资产周转率	14.69	18.26	25.18	29.91	固定资产	488	549	598	636
					在建工程	201	181	163	146
					无形资产	150	150	150	150
					非流动资产合计	1581	1621	1652	1674
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>19136</b>	<b>19767</b>	<b>32064</b>	<b>35376</b>
净利润	1047	1525	2429	3133	短期借款	314	314	314	314
少数股东损益	0	-8	-12	-16	应付票据及应付账款	4998	2883	9002	6145
非现金支出	239	140	149	158	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-113	14	14	14	其它流动负债	6567	7866	11697	14818
营运资金变动	279	-65	149	-191	流动负债合计	11879	11063	21013	21277
<b>经营活动现金流</b>	<b>1451</b>	<b>1606</b>	<b>2729</b>	<b>3098</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-225	-100	-100	-100	其它长期负债	54	54	54	54
投资	-1567	0	0	0	非流动负债合计	54	54	54	54
其他	30	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>11932</b>	<b>11116</b>	<b>21066</b>	<b>21330</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1762</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	实收资本	348	348	348	348
债权募资	312	0	0	0	归属于母公司所有者权益	7203	8657	11017	14080
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	1	-7	-19	-34
其他	-103	-83	-83	-83	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>19136</b>	<b>19767</b>	<b>32064</b>	<b>35376</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>209</b>	<b>-84</b>	<b>-83</b>	<b>-83</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-52</b>	<b>1422</b>	<b>2545</b>	<b>2915</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表  
 资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

赵靖博 机械行业

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。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 浙江鼎力,中联重科,捷佳伟创,中兵红箭,北路智控,三一重工,高测股份

### 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	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;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

本报告仅供海通证券股份有限公司(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,海通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,未经海通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,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,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,海通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。