捷佳伟创（300724）

谨慎计提影响短期利润，未来将充分受益技术迭代

增持（维持）

2020 年 08 月 27 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,527	3,667	3,967	4,312
同比（%）	69.3%	45.1%	8.2%	8.7%
归母净利润（百万元）	382	547	673	736
同比（%）	24.7%	43.2%	23.1%	9.3%
每股收益（元/股）	1.19	1.70	2.10	2.29
P/E（倍）	71.76	50.32	40.88	37.39

事件：2020 年上半年，公司实现营收 18.93 亿元（同比+55.35%）；归母净利 2.49 亿元（同比+8.11%），扣非归母净利 2.36 亿元（同比+9.85%）。

投资要点

■ **营收增长较快，在手订单支撑 2020 年业绩高增**

分业务来看，工艺设备收入为 15.57 亿元，同比+47.76%，自动化设备收入 2.72 亿元，同比+111.26%。我们认为营收大幅增长的原因在于 18-19 年是 PERC 电池扩产高峰，公司在手订单随之增长。据我们测算，公司在 2019 年新接订单达 50 亿（其中近 35 亿在上半年签订），按照光伏行业 1 年半左右的收入确认周期，将支撑公司业绩在 2020 年继续较高增长。

■ **盈利能力短期承压，谨慎计提影响利润，合同负债稳步增长保障业绩**

1）2020H1 综合毛利率 27.7%，同比-5.9pct，其中工艺设备毛利率 27.25%，同比-5.82pct，自动化设备毛利率 26.35%，同比-8.87pct。我们判断毛利率下滑的原因主要系：①执行新收入准则，场外安装调试的费用重分类至履约成本，导致营业成本升高；②随着 PERC 设备近两年逐步成熟，公司订单的毛利率也有所影响。我们预计未来随着高毛利率的新产品 TOPCON 设备等订单的放量，公司盈利水平将有所回升。

2）2020H1 净利率 13.0%，同比-5.9pct，主要系减值计提大幅增加所致，H1 公司合计计提资产减值损失 1.04 亿元，对净利率影响在 5.4pct（同比+3.8pct）。上半年应收账款增长较快，H1 末应收账款 12.7 亿元，较 2019 年末增加 8.81 亿元，公司出于谨慎性原则进行计提部分坏账准备。

3）期间费用率 7.1%，同比-5.7pct，主要系疫情期间销售费用下降，公司整体费用管控良好，其中研发投入 5,599 万元，同比+20.31%，研发费用率维持在 3%左右。

4）2020H1 末合同负债（预收账款）26.07 亿元，较 2019 年末+4.06 亿元；存货为 31.41 亿元，同比+9.6%，其中发出商品占比超过 50%，意味着公司存在大量执行中的订单，能够充分支撑后续业绩增长。

■ **多种技术路线储备充分，未来将充分受益技术迭代**

除在目前的主流技术路线 PERC 上占据显著优势外，公司持续进行多个代表未来 2-3 年高效电池技术发展的设备的研发：其中 HJT 电池生产设备国产化正在积极推进中，2020 年 6 月与爱康科技签署 2GW 的 HIT 框架协议，未来将在 PECVD 等关键设备方面展开合作；TOPCon 电池工艺技术钝化设备研发已进入工艺验证阶段；智能制造车间系统产品技术成熟，步入大规模产业化推广阶段。我们认为公司在多种技术路线上储备充分，未来将充分受益于下游的技术迭代。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 5.5，6.7，7.4 亿，对应当前股价 PE 为 50、41、37 倍，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**新品开发不及预期，下游工艺迭代不及预期。

证券分析师 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn
证券分析师 周尔双
执业证号：S0600515110002
021-60199784
zhouersh@dwzq.com.cn
研究助理 朱贝贝
zhubb@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	85.65
一年最低/最高价	29.67/101.98
市净率(倍)	10.02
流通 A 股市值(百万元)	14560.66

基础数据

每股净资产(元)	8.55
资产负债率(%)	59.59
总股本(百万股)	321.22
流通 A 股(百万股)	170.00

相关研究

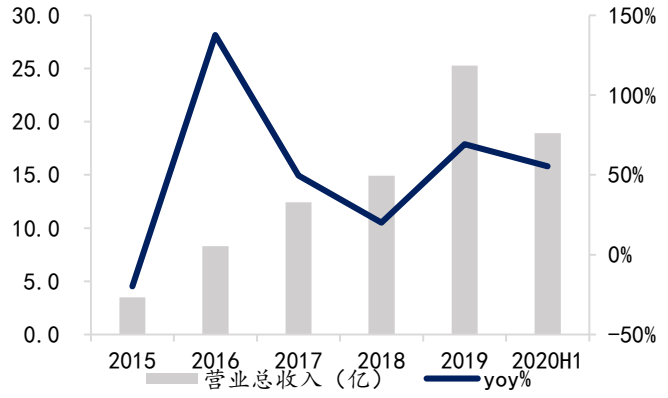
1、《捷佳伟创（300724）：员工激励完成购买，异质结订单渐行渐近》2020-06-17

2、《捷佳伟创（300724）：Q1 业绩受疫情影响，多方位布局未来将显著受益》2020-04-30

3、《捷佳伟创（300724）：业绩稳定增长，下游技术迭代带来设备机遇》2020-04-24

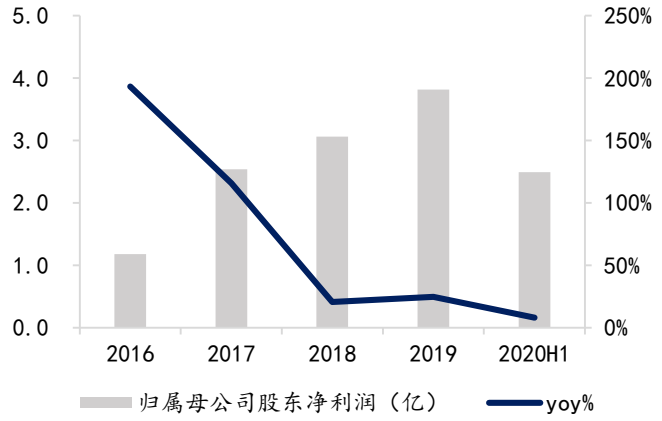
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：2020H1 公司实现营收 18.93 亿元，同比+55.35%



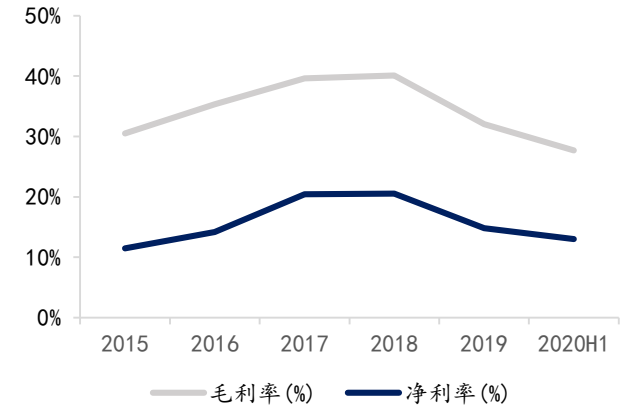
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2020H1 公司实现归母净利 2.49 亿元，同比+8.11%



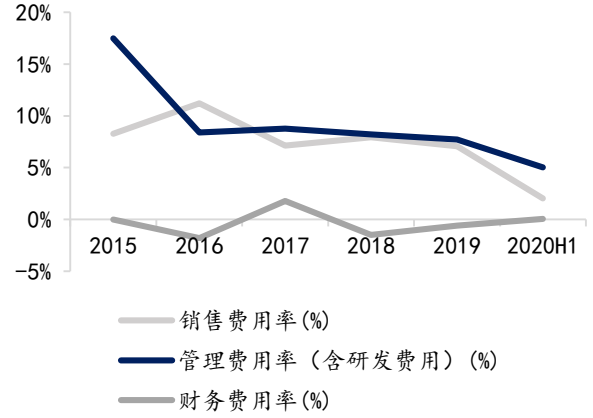
数据来源：东吴证券研究所

图 3：H1 毛利率、净利率均有所回落



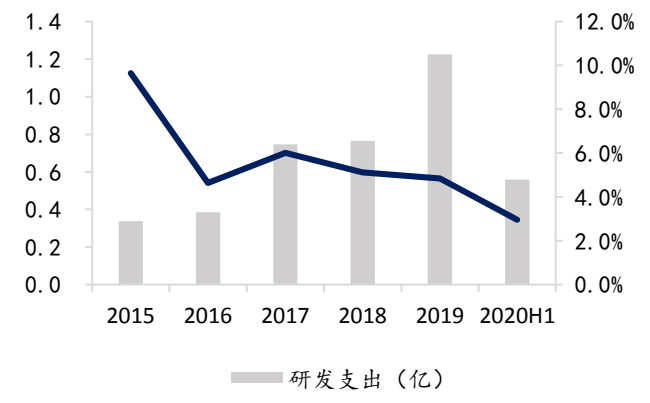
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：H1 期间费用率 7.1%，同比-5.7pct



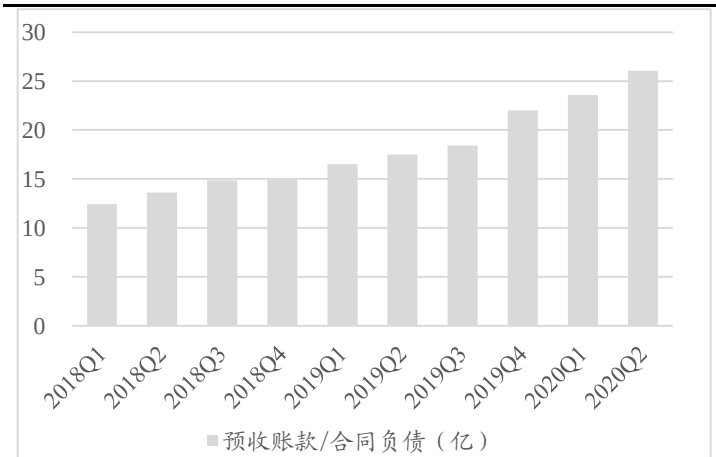
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：H1 研发投入 5,599 万元，研发费用率 3.0%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：H1 合同负债（预收账款）26.07 亿元，较 2019 年末+4.06 亿元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

捷佳伟创三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**5553**	**7955**	**8382**	**9084**
现金	929	523	400	400
应收账款	860	1306	1413	1536
存货	3342	5760	6173	6718
其他流动资产	423	367	397	431
非流动资产	**458**	**674**	**715**	**743**
长期股权投资	129	129	129	129
固定资产	245	448	486	513
在建工程	1	15	20	21
无形资产	29	28	27	26
其他非流动资产	54	54	54	54
资产总计	**6011**	**8630**	**9098**	**9827**
流动负债	**3424**	**4531**	**4421**	**4518**
短期借款	0	0	26	259
应付账款	1059	1584	1698	1847
其他流动负债	2364	2947	2697	2411
非流动负债	**31**	**31**	**31**	**31**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	31	31	31	31
负债合计	**3455**	**4562**	**4452**	**4549**
少数股东权益	3	3	10	18
归属母公司股东权益	2552	4064	4636	5260
负债和股东权益	**6011**	**8630**	**9098**	**9827**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-254	-1394	25	-48
投资活动现金流	632	23	-72	-74
筹资活动现金流	-333	965	-76	123
现金净增加额	48	-406	-123	0
折旧和摊销	16	36	41	47
资本开支	-152	-67	-72	-74
营运资本变动	253	-1877	-686	-839

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2527**	**3667**	**3967**	**4312**
减:营业成本	1717	2628	2816	3065
营业税金及附加	14	21	23	24
营业费用	179	110	139	151
管理费用	74	210	219	229
财务费用	-15	-22	-13	-4
资产减值损失	-86	-100	-10	0
加:投资净收益	8	0	0	0
其他收益	-225	-199	-19	1
营业利润	**428**	**621**	**774**	**846**
加:营业外净收支	1	5	5	5
利润总额	**429**	**626**	**779**	**851**
减:所得税费用	55	80	99	108
少数股东损益	-7	0	7	7
归属母公司净利润	**382**	**547**	**673**	**736**
EBIT	545	700	771	843
EBITDA	560	736	812	890

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.19	1.70	2.10	2.29
每股净资产(元)	7.98	12.65	14.43	16.38
发行在外股份(百万股)	320	321	321	321
ROIC(%)	21.4%	19.8%	16.1%	14.8%
ROE(%)	15.0%	13.5%	14.5%	14.0%
毛利率(%)	32.1%	28.3%	29.0%	28.9%
销售净利率(%)	15.1%	14.9%	17.0%	17.1%
资产负债率(%)	57.5%	52.9%	48.9%	46.3%
收入增长率(%)	69.3%	45.1%	8.2%	8.7%
净利润增长率(%)	24.7%	43.2%	23.1%	9.3%
P/E	71.76	50.32	40.88	37.39
P/B	10.74	6.77	5.93	5.23
EV/EBITDA	55.07	43.58	39.36	36.03

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn