

盈利底部确认, 静待新业务放量

投资要点

- **事件:** 公司2023年前三季度实现营业收入8.78亿元, 同比下降23.46%; 实现归母净利润3.12亿元, 同比下降37.21%; 实现扣非归母净利润0.61亿元, 同比下降78.24%。23Q3单季度实现营业收入2.71亿元, 同比下降9.69%; 归母净利润2883万元, 同比下降77.61%; 扣非归母净利润86万元, 同比下降98.43%。
- **光伏热场竞争格局改善, 盈利底部有望回升。** 公司2022年开始主动塑造市场竞争格局, 光伏产品销售价格下调。受此影响Q3单季度营收及利润均有所下滑。Q3公司综合毛利率26.77%, 环比下降10.27pp。在产品销售价格环比大幅下降, 营收环比下滑的背景下, 公司费用控制良好。23Q3期间费用率23.07%, 环比下降2.26pp。目前光伏热场行业仅两家龙头厂商微利, 二三线厂商亏损, 行业格局已经大幅改善。展望明年, 光伏热场行业几乎无新增产能。热场价格已自底部开始回升, 主要原材料碳纤维价格也处于下降通道, 后续光伏热场业务盈利将迎来底部回升。
- **锂电领域热场新品完成小批量交付, 负极代工产能顺利爬坡。** 锂电领域, 公司成功开发出了磷酸铁锂正极材料烧结与负极材料高温碳化用碳/碳匣钵、负极石墨化艾奇逊坩埚炉用碳/碳坩埚及负极石墨化箱式炉用碳/碳箱板、碳/碳立柱等锂电池用碳/碳系列热场产品, 为锂电池材料制备提供高性能的碳基复合材料热场部件, 并成功应用于公司年产10万吨锂电池负极材料用碳粉制备一体化示范线1期项目(5万吨), 该项目已完成调试投产, 目前出货量实现稳步提升, 锂电负极代工及碳基材料热场产能目前处于产能爬坡阶段, 其中碳/碳匣钵已小批量交付。
- **碳陶盘量产车型正式交付, 短纤盘产品有望打入中端车市场。** 公司碳/陶制动盘首个量产项目, 也是国内首个搭载碳/陶制动盘的量产车型——广汽埃安昊铂SSR上市交付, 标志着碳陶制动盘从0到1的突破。近期, 比亚迪也为汉EV等车型提供碳陶制动盘改装选项。10月23日, 公司发布KBC-S麒麟系列短碳纤维碳/陶制动盘、KPC系列高性能碳/陶盘用刹车片为客户提供高性能碳/陶摩擦副整体解决方案。碳/陶短纤盘价格999元起, 将大幅降低碳/陶刹车盘成本, 加速在中高端车型的渗透率提升。同时, 公司与长华集团签署战略合作协议, 基于在各自材料及应用领域的技术和市场优势, 共同推进满足碳/陶制动盘使用的盘体连接件(合头)、紧固件产品的研发, 加速满足公司碳/陶制动盘产品规模化、品质化及高性价比的需求, 共同推进碳/陶制动盘产品在下游主机厂的推广和应用。
- **盈利预测与投资建议。** 我们调整公司23~25年盈利预测至4.7、7.0、9.5亿元, 对应PE 25、17、12倍。光伏热场价格底部回升盈利反转; 锂电负极代工及热场业务弹性较大, 碳陶刹车盘加速推进。给予目标价100.60元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新业务拓展不及预期风险, 光伏热场行业竞争加剧风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1450.13	1522.00	2633.70	3997.55
增长率	8.39%	4.96%	73.04%	51.78%
归属母公司净利润(百万元)	551.17	471.47	700.50	952.38
增长率	9.99%	-14.46%	48.58%	35.96%
每股收益EPS(元)	3.96	3.39	5.03	6.84
净资产收益率ROE	9.20%	7.44%	10.09%	12.28%
PE	21	25	17	12
PB	1.94	1.83	1.67	1.49

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)	1.39
流通A股(亿股)	1.39
52周内股价区间(元)	74.42~275.66
总市值(亿元)	115.84
总资产(亿元)	29.41
每股净资产(元)	23.11

相关研究

1. 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)
2. 金博股份(688598): 热场价格底部, 新业务有望贡献增量 (2023-05-04)
3. 金博股份(688598): 热场价格预计见底, 第二曲线放量在即 (2023-04-23)
4. 金博股份(688598): 光伏热场格局预期改善, 新业务放量在即 (2022-11-01)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随着公司新增产能释放，2023~2025 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 3700 吨、4200 吨、5000 吨。热场价格自底部有所回升，预计不含税价格维持 33 万元/吨。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 38.55%、44.61%、49.45%。

假设 2：2023~2025 年锂电负极代工量分别为 1 万吨、5 万吨、8 万吨，代工价格稳步提升，分别为 1.0、1.1、1.2 万元/吨，考虑到公司成本优势，假设毛利率分别为在 30%、35%、35%。

假设 3：碳/陶刹车盘 2023 年开始放量，2023~2025 年销量分别为 1 万套、3 万套、5 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/陶刹车盘作为标准化产品，毛利率低于热场，假设稳定在 30% 水平。

假设 4：锂电负极材料热场 2023~2025 年销量分别为 1000 吨、3000 吨、10000 吨，价格保持一定降幅，分别为 10、9、8 万元/吨，毛利率稳定在 35% 水平。

假设 5：氢气回收系统 23Q4 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 3.5 元/m³，由于氢气是副产物，成本较低，假设毛利率稳定在 60% 左右。

基于以上假设，我们预测公司 2023~2025 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		2022A	2023E	2024E	2025E
热场系统系列产品	收入	1,449.21	1,221.00	1,386.00	1,650.00
	增速	242.24%	-8.72%	13.51%	19.05%
	毛利率	47.77%	38.55%	44.61%	49.45%
锂电负极材料代工	收入		100.00	550.00	960.00
	增速			450.00%	74.55%
	毛利率		30.00%	35.00%	35.00%
碳陶刹车盘	收入		100.00	270.00	400.00
	增速			170.00%	48.15%
	毛利率		30.00%	30.00%	30.00%
锂电负极材料热场	收入		100.00	270.00	800.00
	增速			170.00%	196.30%
	毛利率		35.00%	35.00%	35.00%
氢气回收	收入			156.70	186.55
	增速				19.05%
	毛利率			60.00%	60.00%
其他业务	收入	0.92	1.00	1.00	1.00
	增速	380.24%	8.53%	0.00%	0.00%
	毛利率	100.00%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	1,450.13	1,522.00	2,633.70	3,997.55

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	增速	8.39%	4.96%	73.04%	51.78%
	毛利率	47.80%	37.20%	41.04%	41.64%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取光伏行业中的三家主流公司，2023 年三家公司平均 PE 为 20.62 倍，2024 年平均 PE 为 14.60 倍。我们预计 2023~2025 年归母净利润分别为 4.7、7.0、9.5 亿元，对应 PE 25、17、12 倍。考虑到光伏热场行业格局大幅改善，价格底部回升盈利反转；锂电负极代工及锂电负极热场业务盈利弹性较大，碳陶刹车盘从 0 到 1 加速推进有望提升估值。我们给予公司 24 年高于行业平均的 20 倍估值，对应目标价 100.60 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
603806.SH	福斯特	25.20	1.19	1.37	1.88	21.18	18.33	13.38
601865.SH	福莱特	25.82	0.99	1.23	1.69	26.08	20.99	15.28
301266.SZ	宇邦新材	46.74	0.97	2.08	3.09	48.19	22.53	15.14
平均值						31.81	20.62	14.60

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1450.13	1522.00	2633.70	3997.55	净利润	550.78	471.47	700.50	952.38
营业成本	756.95	955.86	1552.94	2333.12	折旧与摊销	71.20	151.65	218.35	272.22
营业税金及附加	16.80	15.22	18.44	27.98	财务费用	12.30	9.42	10.77	21.84
销售费用	93.27	85.23	126.42	191.88	资产减值损失	-11.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	233.42	243.52	395.06	599.63	经营营运资本变动	-52.66	20.28	-538.82	-662.95
财务费用	12.30	9.42	10.77	21.84	其他	-75.95	-56.95	-32.92	-9.30
资产减值损失	-11.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	494.68	595.88	357.88	574.18
投资收益	11.17	40.00	30.00	20.00	资本支出	-1173.12	-800.00	-800.00	-800.00
公允价值变动损益	12.45	15.00	15.00	15.00	其他	-2437.56	1154.44	-139.17	-56.15
其他经营损益	0.00	250.00	200.00	200.00	投资活动现金流净额	-3610.67	354.44	-939.17	-856.15
营业利润	607.84	517.75	775.08	1058.09	短期借款	-28.92	-50.00	0.00	480.05
其他非经营损益	11.76	12.00	12.00	12.00	长期借款	166.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	619.60	529.75	787.08	1070.09	股权融资	3688.79	0.00	0.00	0.00
所得税	68.81	58.27	86.58	117.71	支付股利	-20.05	-110.23	-94.29	-140.10
净利润	550.78	471.47	700.50	952.38	其他	-692.91	-33.87	-10.77	-21.84
少数股东损益	-0.38	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	3112.90	-194.11	-105.07	318.11
归属母公司股东净利润	551.17	471.47	700.50	952.38	现金流量净额	1.89	756.21	-686.36	36.14
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	293.77	1049.98	363.62	399.76	成长能力				
应收和预付款项	801.16	709.98	1212.09	1842.92	销售收入增长率	8.39%	4.96%	73.04%	51.78%
存货	190.70	280.28	463.88	694.88	营业利润增长率	6.40%	-14.82%	49.70%	36.51%
其他流动资产	3008.12	1989.02	2395.53	2759.46	净利润增长率	9.92%	-14.40%	48.58%	35.96%
长期股权投资	67.47	67.47	67.47	67.47	EBITDA 增长率	8.84%	-1.81%	47.93%	34.65%
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	1953.36	2625.10	3230.15	3781.33	毛利率	47.80%	37.20%	41.04%	41.64%
无形资产和开发支出	239.80	216.41	193.01	169.61	三费率	23.38%	22.22%	20.21%	20.35%
其他非流动资产	282.24	282.24	282.24	282.24	净利率	37.98%	30.98%	26.60%	23.82%
资产总计	6836.62	7220.48	8207.99	9997.67	ROE	9.20%	7.44%	10.09%	12.28%
短期借款	50.00	0.00	0.00	480.05	ROA	8.06%	6.53%	8.53%	9.53%
应付和预收款项	315.54	416.68	678.57	1019.89	ROIC	23.37%	14.21%	16.53%	17.50%
长期借款	214.00	214.00	214.00	214.00	EBITDA/销售收入	47.67%	44.60%	38.13%	33.82%
其他负债	269.15	251.08	370.50	526.53	营运能力				
负债合计	848.69	881.76	1263.07	2240.46	总资产周转率	0.30	0.22	0.34	0.44
股本	94.07	139.23	139.23	139.23	固定资产周转率	1.46	0.86	0.99	1.21
资本公积	4713.22	4668.06	4668.06	4668.06	应收账款周转率	3.24	3.35	4.23	4.02
留存收益	1265.70	1626.94	2233.15	3045.43	存货周转率	3.20	3.91	4.13	4.00
归属母公司股东权益	5983.41	6334.20	6940.40	7752.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.82%	—	—	—
少数股东权益	4.52	4.52	4.52	4.52	资本结构				
股东权益合计	5987.93	6338.71	6944.92	7757.20	资产负债率	12.41%	12.21%	15.39%	22.41%
负债和股东权益合计	6836.62	7220.48	8207.99	9997.67	带息债务/总负债	31.11%	24.27%	16.94%	30.98%
					流动比率	7.47	6.63	4.48	2.90
					速动比率	7.14	6.17	4.01	2.54
					股利支付率	3.64%	23.38%	13.46%	14.71%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	691.34	678.82	1004.20	1352.15	每股收益	3.96	3.39	5.03	6.84
PE	21.02	24.57	16.54	12.16	每股净资产	42.98	45.49	49.85	55.68
PB	1.94	1.83	1.67	1.49	每股经营现金	3.55	4.28	2.57	4.12
PS	7.99	7.61	4.40	2.90	每股股利	0.14	0.79	0.68	1.01
EV/EBITDA	6.86	12.94	9.24	7.13					
股息率	0.17%	0.95%	0.81%	1.21%					

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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
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	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@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	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	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
