

电子组

唯特偶 (301319.SZ) 买入 (首次评级)

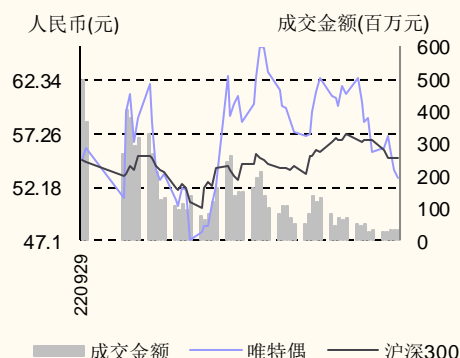
公司深度研究

市场价格 (人民币): 53.00 元

目标价格 (人民币): 80.62 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	0.59
已上市流通 A 股(亿股)	0.14
总市值(亿元)	31.08
年内股价最高最低(元)	65.59/47.10
沪深 300 指数	3828
创业板指	2286

**电子焊接材料龙头，新能源应用快速增长****公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	591	863	1,112	1,283	1,554
营业收入增长率	14.01%	46.07%	28.87%	15.38%	21.12%
归母净利润(百万元)	65	82	91	135	190
归母净利润增长率	20.45%	26.17%	10.75%	48.17%	40.54%
摊薄每股收益(元)	1.483	1.872	1.555	2.304	3.237
每股经营性现金流净额	1.36	-0.32	1.09	1.75	2.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.84%	22.53%	8.06%	10.77%	13.26%
P/E	N/A	N/A	35.75	24.13	17.17
P/B	N/A	N/A	2.88	2.60	2.28

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **深耕微电子焊接材料，服务多领域优质客户。** 1) 公司深耕微电子焊接材料领域，产品应用领域广泛，主要服务细分领域头部客户，通信领域有华为、中兴等，光伏领域有晶科科技、晶澳科技等，新能源汽车领域有比亚迪、长城等知名品牌；2) 公司 19-21 年连续三年锡膏产销量/出货量国内第一，助焊剂产销量/出货量国内第二，业内领先；3) 公司 22 年前三季度营收 8.33 亿元，同增 43%；归母净利润 0.63 亿元，同增 1%，持续受益于高景气度下游国产替代需求，利润增速低于营收增速主要系原材料价格上涨成本增加。
- **进口替代空间大且替代进程加速。** 1) 根据中国电子材料行业协会数据，2015-2019 年我国微电子焊接材料产量 CAGR 为 4.04%，2020 年我国总体市场规模为 300 亿元，其中锡膏市场规模达到 40 亿元；2) 国内锡膏市场约 50% 份额由知名外资企业占据，在中美摩擦及国家政策扶持下，以华为、中兴通讯、海康威视等为代表的国内企业转向国内微电子焊接材料供应商，加快了电子焊接产品进口替代，公司作为细分赛道国内龙头厂商将持续受益。
- **看好下游光伏、新能源车领域高景气度机遇。** 1) 光伏新增装机规模将持续增长，根据国金研究所预测 2023 年全球/中国光伏新增装机量中性情况将达到 350/140GW，4 年 CAGR 分别为 28%/31%。2) 电气化将带动微电子焊接材料需求，根据国金研究所 2022 年全球/中国电车渗透率为 12%/23%，预计 2025 年将增长至 29%/47%。3) 公司 2021 年光伏/5G/新能源车行业客户的销售额同增 39%/64%/729%，重点领域业绩增长较快。4) 消费类/通信/安防仍是重要下游市场，行业稳定增长、公司新客户拓展将带来增量空间。
- 公司 9 月 IPO 发行价格 47.75 元/股，实际募集资金净额 62430 万元，用于微电子焊接材料产能扩建、生产线技术改造、研发中心建设项目。

投资建议

- 预测 2022-2024 年公司分别实现归母净利 0.91、1.35、1.90 亿元，同比 +10.75%、+48.17%、+40.54%，给予公司 2023 年 35 倍 PE 估值，目标市值 47.28 亿元，对应目标价格为 80.62 元/股，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

- 新产品研发风险、原材料价格波动风险、下游领域客户拓展不及预期风险、限售股解禁风险。

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

刘妍雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520090004
liuyanxue@gjzq.com.cn

邓小路 分析师 SAC 执业编号: S1130520080003
dengxiaolu@gjzq.com.cn

内容目录

1、深耕微电子焊接材料，面向多领域优质客户	4
1.1 围绕焊接材料产品线延展，下游应用领域广泛	4
1.2 下游采用大客户战略，业绩实现较快增长	5
1.3 财务表现较优，成长性良好	8
2、进口替代趋势明显，下游驱动行业市场空间扩大	9
2.1 焊接材料/锡膏市场稳步增长，2020 年规模达 300/40 亿元	9
2.2 进口替代的趋势为国内优势企业带来存量替代市场	10
2.3 看好光伏新能源领域驱动，消费类有待底部回暖	12
3、公司行业地位领先，深度受益于国产替代	14
3.1 重视技术研发创新，技术水平客户认可度高	14
3.2 绑定优质客户资源，新老客户合作进展顺利	16
4、IPO 募投项目：加码微电子焊接材料产能扩建及研发升级	18
5、盈利预测与投资建议	19
5.1 盈利预测	19
5.2 投资建议及估值	21
6、风险提示	22

图表目录

图表 1：公司主要产品及应用工艺	4
图表 2：公司产品覆盖 PCBA 主要应用环节	5
图表 3：公司细分产品收入规模（万元）	5
图表 4：公司产品应用领域广泛，服务于大客户	5
图表 5：公司营业收入及增速	6
图表 6：公司归母净利润及增速	6
图表 7：公司对大客户的销售收入实现高速增长	6
图表 8：公司在重点行业对主要客户销售规模提升	7
图表 9：公司毛利率及净利率水平	7
图表 10：公司分业务各项毛利率水平	7
图表 11：公司费用水平管控良好	8
图表 12：公司与可比公司营业收入同比增速情况	8
图表 13：公司与可比公司净利润同比增速情况	8
图表 14：公司与可比公司毛利率情况	8
图表 15：公司与可比公司净利率情况	8
图表 16：公司与可比公司销售费用率情况	9
图表 17：公司与可比公司管理费用率情况	9

图表 18: 公司与可比公司应收账款周转率情况.....	9
图表 19: 公司与可比公司存货周转率情况.....	9
图表 20: 2015-2019 年中国电子锡焊料产量情况.....	10
图表 21: 2015-2019 年中国电子锡膏产量情况.....	10
图表 22: 微电子焊接材料及锡膏市场竞争格局 (2020)	10
图表 23: 公司各产品市占率稳步提升.....	11
图表 24: 微电子焊接材料外资内资企业对比.....	11
图表 25: 华为产品零部件国产化率提升.....	12
图表 26: 全球光伏新增装机量预测.....	12
图表 27: 中国光伏新增装机量预测.....	12
图表 28: 全球新能源车销量及渗透率预测.....	13
图表 29: 中国新能源车销量及渗透率预测.....	13
图表 30: 全球手机出货量及增速.....	13
图表 31: 中国手机出货量及增速.....	13
图表 32: 全球智能穿戴手表设备销量及增速.....	13
图表 33: 全球 AR/VR 设备销量及增速.....	13
图表 34: 2019-2022H1 中国 5G 基站累积建设开通数量 (万个)	14
图表 35: 2017-2022 年中国安防行业市场规模预测.....	14
图表 36: 公司研发支出及研发费用率情况.....	14
图表 37: 公司分产品与海外龙头对比情况.....	15
图表 38: 公司主要技术升级带动销售规模增长 (万元)	15
图表 39: 公司在精细化、绿色化及低温化的技术成果.....	16
图表 40: 公司新增客户收入金额及增速.....	17
图表 41: 公司主要客户收入贡献.....	17
图表 42: 公司光伏、通信行业内的代表性客户交易情况.....	17
图表 43: 公司待开发客户情况.....	17
图表 44: 公司合作客户海外市场情况.....	18
图表 45: 公司募集资金投资项目 (万元)	18
图表 46: 公司募集资金投资项目收入利润预测 (万元)	19
图表 47: 公司营收、毛利率预测.....	20
图表 48: 可比公司估值水平.....	22

1、深耕微电子焊接材料，面向多领域优质客户

1.1 围绕焊接材料产品线延展，下游应用领域广泛

- 公司深耕微电子焊接材料的研发、生产及销售，积极拓展多元化应用领域。公司创立于 1998 年，主要产品包括锡膏、焊锡丝、焊锡条等微电子焊接材料，助焊剂、清洗剂等辅助焊接材料。在产业环节上，公司产品主要应用于 PCBA 制程、精密结构件连接、半导体封装等电子器件的组装、互联；在终端应用上，下游范围广泛，包括消费电子、LED、智能家电、通信、计算机、工业控制、光伏、汽车电子、安防等多个行业。

图表 1：公司主要产品及应用工艺

	产品名称	产品示意图	产品特点及性能关键	应用工艺
微电子焊接材料	锡膏		焊接性能主要取决于锡合金粉的成分、助焊膏配方组成及锡合金粉与助焊膏的比例配置。	主要是 PCBA 制程，包括 SMT、DIP
	焊锡丝		焊锡丝由锡合金、助焊剂两部分构成，其焊接性能主要取决于锡合金丝芯部内的助焊剂配方材料及比例配置。	主要是 DIP 局部焊接
	焊锡条		通过合金锭经熔化浇铸而成，一般配合助焊剂用于 DIP 工艺中的波峰焊环节，将电子元器件与 PCB 板相连接。	主要是 DIP
辅助焊接材料及其他	助焊剂		助焊剂的性能主要取决于产品的配方，即松香、树脂、活性剂等原材料的选取和配置，通过对配方中原材料比例的调整，可实现多种助焊性能。	主要是 DIP 波峰焊接
	清洗剂		由无水乙醇、异丙醇、水、表面活性剂等原材料物理搅拌而成的混合物，适用于回流炉、波峰焊等设备和治具的清洗，也适用于钢网、焊后 PCBA 的清洗。	主要是 PCBA 制程，包括 SMT、DIP

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

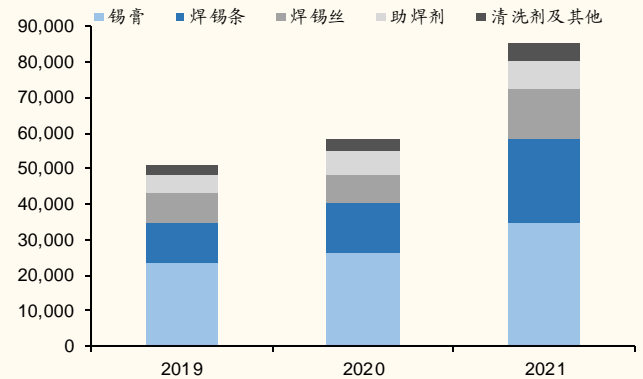
- 锡膏是未来 SMT 方式重点发力产品。公司产品主要用于电子制造过程中的电子装联环节，以所在制造环节的作用进行划分，可以分为焊接材料和辅助焊接材料。当前主流装联是 SMT 贴片及 DIP 封装两种方式，SMT 主要应用产品材料为锡膏、清洗剂，DIP 主要应用产品材料为锡膏、助焊剂、焊锡丝及清洗剂，公司产品覆盖了两大封装技术。比较来看，SMT 技术相比于 DIP 封装技术具有组装密度高、焊接不良率低、焊接一致性及稳定性好、便于自动化生产等优势，是未来 PCBA 电子装联环节的主流发展趋势，因此公司产品中主要用于 SMT 贴片环节的锡膏将是未来公司焊接材料的重点发展方向。
- 2019-2021 年锡膏收入占比分别为 46%、45%、41%，焊锡条为占比第二大产品，分别为 22%、25%、27%，其次是焊锡丝，分别为 16%、13%、17%。公司微电子焊接材料为主要收入来源，三年占比分别为 84%、83%、85%，其次是属于辅助焊接材料及其他产品的助焊剂、清洗剂及其他。

图表 2: 公司产品覆盖 PCBA 主要应用环节



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 3: 公司细分产品收入规模 (万元)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 公司以“小”产品应用于多领域、下游市场空间广阔。微电子焊接材料在现代工业领域应用广泛, 具有“小产品、大市场”的特点, 公司以市场及客户需求为导向积极研发新产品, 当前已经形成了“多品种、多规格”的产品体系, 覆盖了消费电子、LED、智能家电、通信、计算机、工业控制、光伏、汽车电子、安防等众多行业。

图表 4: 公司产品应用领域广泛, 服务于大客户

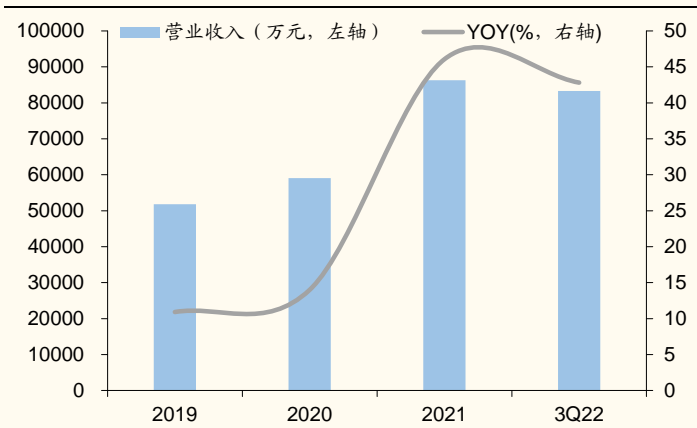
下游行业	终端应用产品	代表性客户
消费电子	智能手机、投影仪、无人机、电子书、可穿戴设备、充电器等产品及其配件等	富士康、奥海科技、传音控股、大疆创新、亚马逊等
LED	LED 显示/照明、小间距 LED, Mini LED, Micro LED 等	强力巨彩、艾比森、欧普照明等
智能家电	智能家居、生活家电、健康护理家电等	格力电器、TCL、海尔、冠捷科技、创维、康佳等
通信	天线基站、5G 滤波器、通讯子系统等	华为、中兴通讯、灿勤科技、TP-LINK(普联)等
计算机	笔记本电脑、台式电脑、平板电脑等	冠捷科技、富士康、联想、戴尔、华硕、惠普
工业控制	电动工具、工业控制系统、工业机器人、机床等	贝仕达克、信捷电气等
光伏	太阳能电池板、接线盒等	晶澳科技、品科科技、天合光能、隆基股份等
汽车电子	车载音响、电路控制板、车载雷达、车载定位系统、刀片电池等	比亚迪、华阳通用等
安防	监控摄像头、测温摄像机、AI 识别系统等	海康威视、大华股份等
其他	医疗器械、终端智能电表等	宝莱特、国家电网(许继集团)等

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

1.2 下游采用大客户战略, 业绩实现较快增长

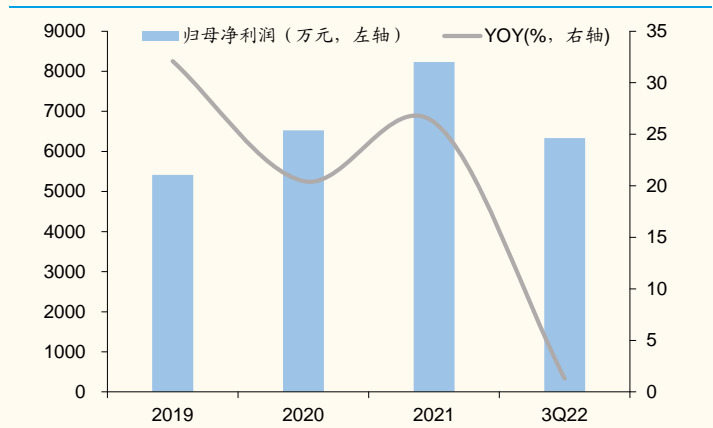
- 2019-2021 营收和利润复合增速分别为 29.05%和 23.28%, 实现较快增长。2022 年前三季度公司实现营收 8.33 亿元, 同比增长 43%, 实现归母净利润 0.63 亿元, 同比增长 1%, 公司营收方面持续保持较高增长, 主要系下游多领域需求提升, 国产替代趋势持续, 盈利能力下降主要系原材料涨价, 成本提升而成本向公司产品价格传导有一定周期。

图表 5: 公司营业收入及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

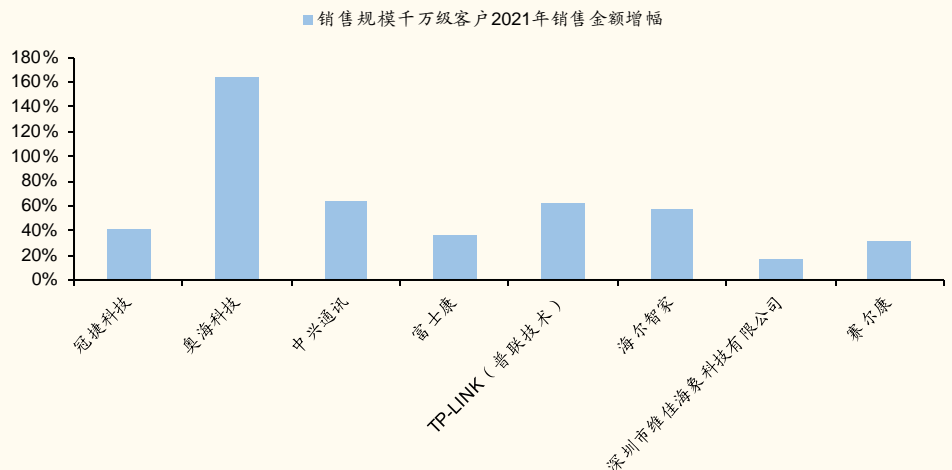
图表 6: 公司归母净利润及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

- 1) 大客户高速增长验证公司客户战略成功。2016 年起, 公司产品实现了主要应用领域的覆盖, 客户数量达到 2000 多家, 主要大客户相对稳定。公司于 2016 年提出“聚焦大客户营销战略”, 聚焦如冠捷科技、中兴通讯、富士康等细分市场的龙头企业, 大客户营销战略成效在 2021 年得到了较好的体现, 公司向主要大客户销售收入均有大幅增长, 最大增幅奥海科技达 164%。
- 2) 把握下游光伏、5G 通信、新能源汽车领域高景气度机遇。近年来公司把握市场热点, 微电子材料下游应用广泛, 公司侧重积极拓展光伏、5G 通信、新能源汽车重点市场, 销售规模上涨较快。公司 2021 年对光伏、5G 通信、新能源汽车等行业的代表性客户的销售额同比增长 39.27%、63.59%、729.42%。

图表 7: 公司对大客户的销售收入实现高速增长



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

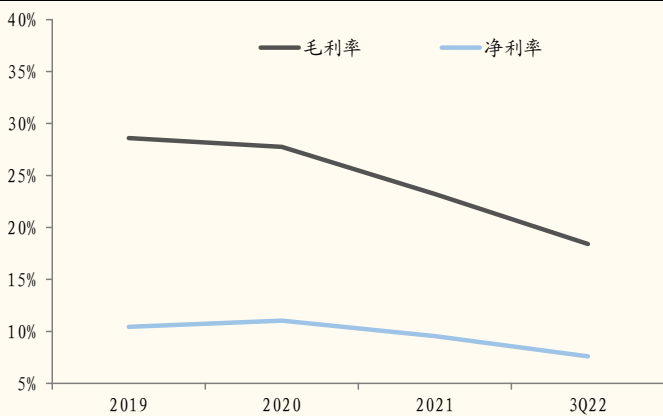
图表 8: 公司在重点行业对主要客户销售规模提升

下游行业	代表性客户	2021 年度 (万元)	2020 年度 (万元)	增幅
光伏	晶科科技、晶澳科技、天合光能、东方日升、爱康科技、阳光电源等	1,985.47	1,425.59	39.27%
5G 通信	中兴通讯、普联技术、华为、灿勤科技等	4,250.15	2,598.09	63.59%
新能源汽车	比亚迪、长城汽车等	1,090.27	131.45	729.42%

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

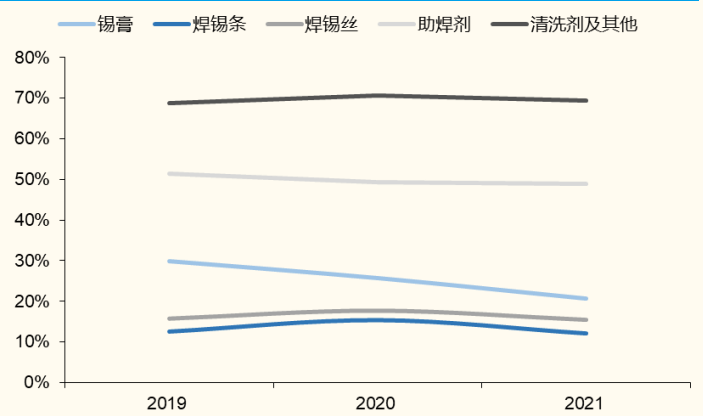
- 公司采取差异化定价, 产品价格传导周期不同。公司产品价格与主要原材料锡锭、锡合金粉的价格波动存在一定的联动效应, 不同定价方式导致产品价格传导的时间及幅度存在一定的差异。以产品划分, 对于锡膏、助焊剂、清洗剂等需定制化生产的产品, 公司采取“协商定价”的方式, 原材料价格变动向下游客户传导的周期通常较长。对于焊锡丝、焊锡条等产品, 公司主要采取“原材料成本+加工费”的定价方式, 原材料价格变动向下游客户的传导比较及时, 主要原材料价格上涨将导致公司产品毛利率下降, 但单位产品毛利基本不受影响。
- 2021 年开始锡锭价格持续上升导致了锡合金粉采购价格的整体上升, 公司商业模式带来的终端锡膏产品价格传导有一定周期, 使得锡膏产品毛利率存在一定的下滑, 进而导致了毛利率整体下滑。公司各项费用结构稳定, 因客户结构以大客户为主、精细化管理改革, 销售费用率、管理费用率都有所降低, 对冲部分上游成本压力。2022 年前三季度实现毛利率 18.42%, 同比下降 6.19pct; 实现净利率 7.60%, 同比增长 3.12pct。

图表 9: 公司毛利率及净利率水平



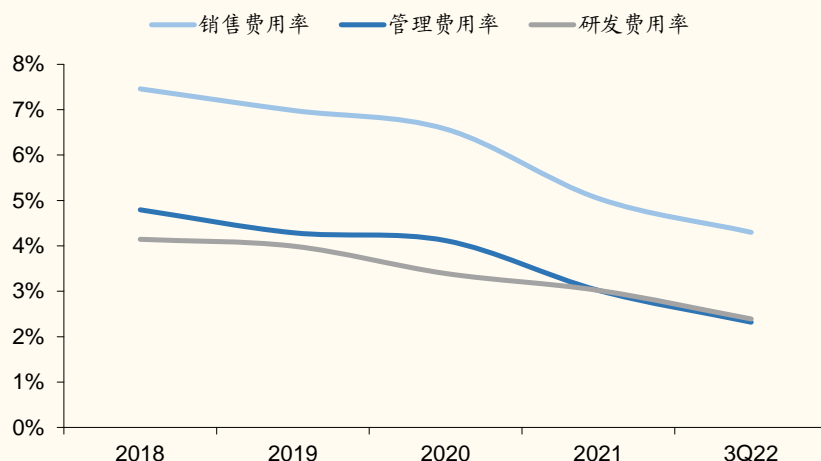
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 公司分业务各项毛利率水平



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 11: 公司费用水平管控良好

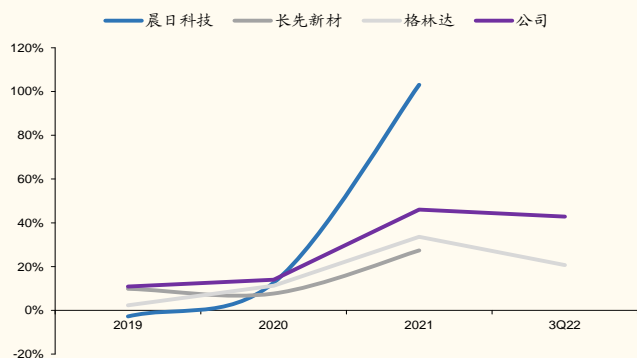


来源: Wind, 国金证券研究所

1.3 财务表现较优, 成长性良好

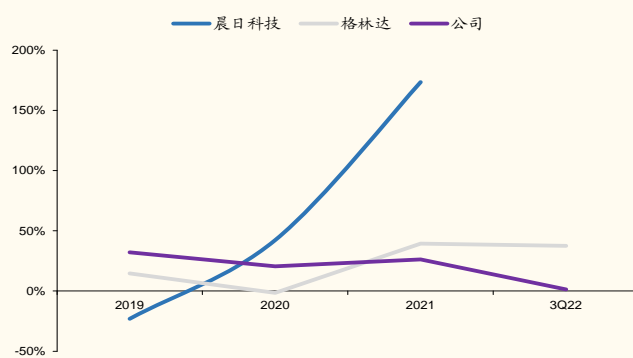
- 公司成长能力、整体盈利能力良好。公司营收增速高于可比公司平均水平, 归母净利润增速处于可比公司中间水平, 业绩保持较快增长; 盈利能力方面, 公司毛利率、净利率处于同行业平均水平, 公司毛利率受原材料锡价影响较大, 2022 年前三季度有一定下滑。

图表 12: 公司与可比公司营业收入同比增速情况



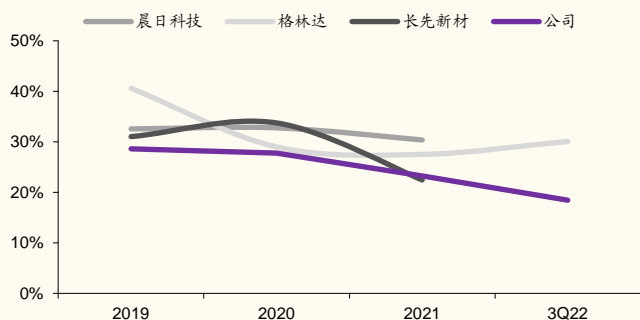
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 公司与可比公司净利润同比增速情况



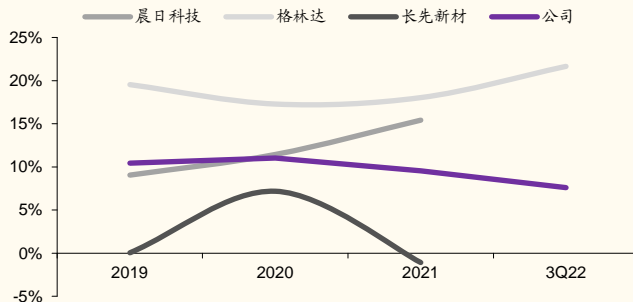
来源: Wind, 国金证券研究所, 注: 长先新材 2020 年出现极值予以剔除

图表 14: 公司与可比公司毛利率情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 公司与可比公司净利率情况

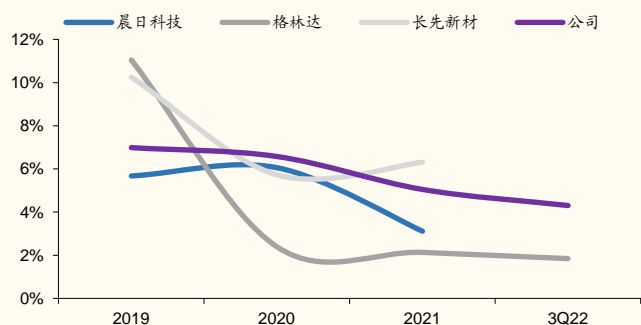


来源: Wind, 国金证券研究所

- 各项期间费用率均逐年下降, 公司规模效应逐步凸显。费用率方面, 公司销售费用率略高于同行业平均水平, 主要系公司不断拓展新客户保持了一

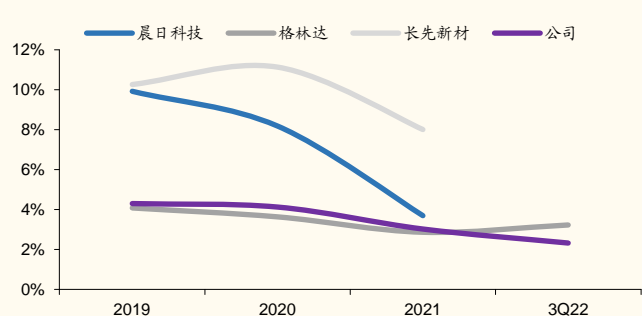
定销售费用支出，可比公司中格林达运输费用计入营业成本，因此其销售费用率 2020 年起大幅降低，公司管理费用率处于同行业可比公司中间水平，随着销售收入规模增长，公司销售费用率、管理费用率持续下降。

图表 16：公司与可比公司销售费用率情况



来源：Wind，国金证券研究所

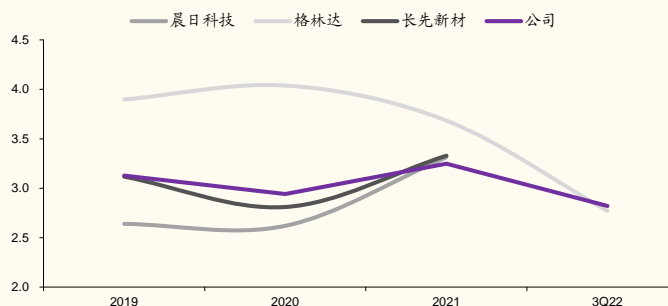
图表 17：公司与可比公司管理费用率情况



来源：Wind，国金证券研究所

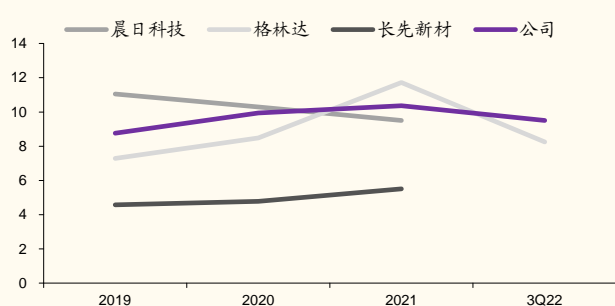
- 营运能力方面，公司存货周转率略高于同行业可比公司的平均水平，具有较好的存货管理水平，公司主要采取“以销定产”、“以产定购”的方式制定采购计划，根据客户订单情况组织生产采购，降低存货库存水平，应收账款周转能力优于可比公司，公司主要服务于各个下游领域中的龙头客户，客户资源较好。

图表 18：公司与可比公司应收账款周转率情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 19：公司与可比公司存货周转率情况



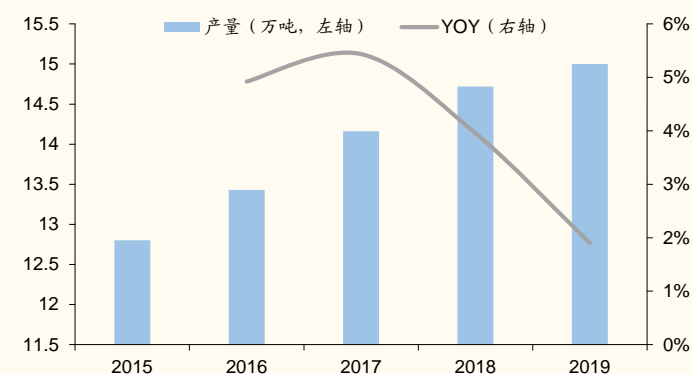
来源：Wind，国金证券研究所

2、进口替代趋势明显，下游驱动行业市场空间扩大

2.1 焊接材料/锡膏市场稳步增长，2020 年规模达 300/40 亿元

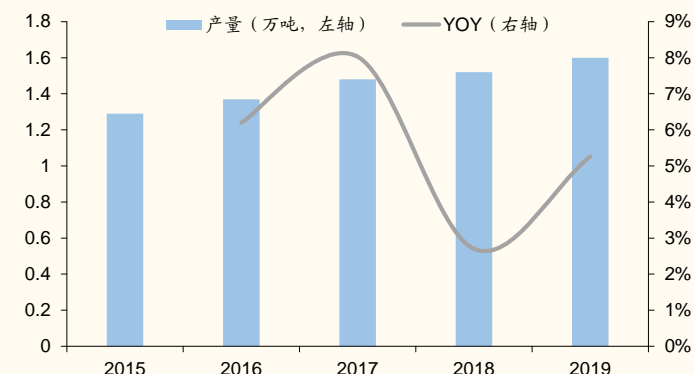
- 2020 年我国微电子焊接材料市场总规模 300 亿元，呈现稳步增长态势。根据中国电子材料行业协会锡焊料材料分会数据，我国国内整体电子锡焊料市场的产量由 2015 年 12.80 万吨增至 2019 年 15.00 万吨，年复合增速 4.04%，整体呈稳步增长态势，2020 年我国微电子焊接材料总体市场规模约为 300 亿元，市场空间广阔。
- 锡膏在微电子焊接材料中的比重逐步提升，2020 年市场规模达 40 亿。在电子元器件发展日渐轻薄智能的发展趋势下，行业企业相继引进 SMT 自动化制程，使得锡膏市场呈逐步增长态势。我国锡膏产量由 2015 年的 1.29 万吨增至 2019 年的 1.60 万吨，期间年复合增速达 5.53%，增速大于锡焊料产量增速，2020 年市场规模达 40 亿元。而焊锡丝及焊锡条的产量则较为稳定，由 2015 年的 10.59 万吨变为 2019 年的 10.88 万吨。

图表 20: 2015-2019 年中国电子锡焊料产量情况



来源: 中国电子材料行业协会 锡焊料材料分会、《我国电子锡焊料行业的现状和发展》, 国金证券研究所

图表 21: 2015-2019 年中国电子锡膏产量情况

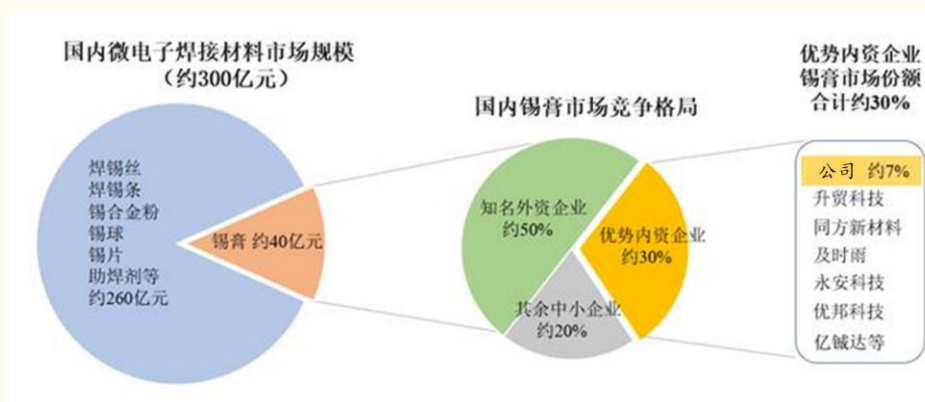


来源: 中国电子材料行业协会 锡焊料材料分会、《我国电子锡焊料行业的现状和发展》, 国金证券研究所

2.2 进口替代的趋势为国内优势企业带来存量替代市场

- 以知名外资企业为主, 内资企业仍有差距。当前国内微电子焊接材料行业市场空间大, 国内外参与企业众多, 国外企业如美国爱法、日本千住、美国钢泰、日本田村等由于成立时间早、技术较为成熟, 根据中国电子材料行业协会电子锡焊料材料分会, 国内锡膏市场约 50% 的份额外资企业占据。国内生产企业数量虽然较多, 但不同企业规模差距较大, 多数企业受限于技术薄弱、自动化程度较低等因素, 公司、升贸科技、同方新材料、及时雨、永安科技、优邦科技、亿钺达等公司经过多年发展, 占据了约 30% 的市场份额。

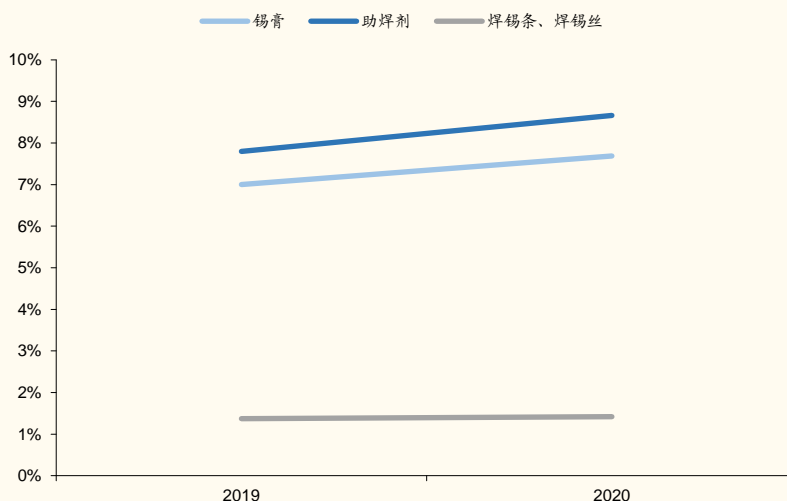
图表 22: 微电子焊接材料及锡膏市场竞争格局 (2020)



来源: 中国电子材料行业协会电子锡焊料材料分会, 国金证券研究所

- 具有核心配方技术、先进的技术水平和生产工艺有助于抢占市场份额。锡膏生产厂商核心竞争力在于针对不同的客户调试不同的产品配方, 焊锡丝、焊锡条产品的关键性能取决于线径、产品配方, 助焊剂、清洗剂产品的关键性能同样取决于产品配方, 配方的不同使得生产出的产品也具有明显差异。根据中国电子材料行业协会电子锡焊料材料分会数据, 2020 年公司锡膏产量为 1260.71 吨、助焊剂产量为 3335.07 吨, 焊锡条产量为 1459 吨、焊锡丝产量为 1638 吨, 公司市占率分别为 7.69%、8.66%、1.37%、1.48%, 较 2019 年均有提升。

图表 23: 公司各产品市占率稳步提升



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 国内企业已具备国产化替代技术条件。美国爱法、日本田村等国际知名企业在经营规模、产品品类、业务覆盖区域等方面均强于以公司为代表的国内生产企业, 但国内企业对于客户的需求响应更及时, 服务更为灵活, 产品销售价格也具有较为明显的优势, 并且国内优势企业已具备生产先进的中高端电子锡焊料产品的能力, 在超细粒度锡膏焊接材料、低温合金材料设计等核心技术上不断提升, 产品性能与知名外资企业的差距日渐缩小, 因此在具备先进技术水平的关键基础上, 国内企业有望利用本土优势替代国外品牌的份额。

图表 24: 微电子焊接材料外资内资企业对比

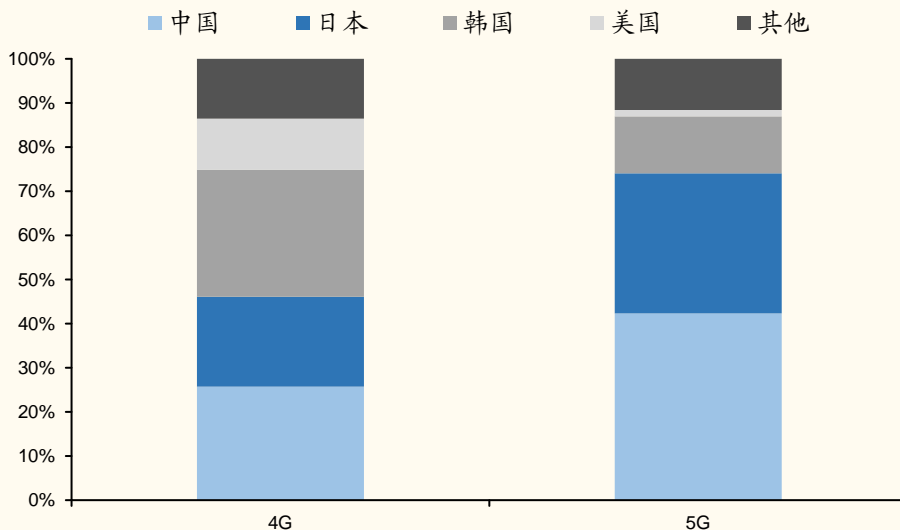
企业名称	成立年限	2021 年营业收入 (折合人民币万元)	主要产品
美国爱法	100 年以上	525,839.60	1.焊膏 2.预成型焊料 3.液体助焊剂、电子清洁剂 4.钎焊合金、粉芯线材 5.贴片胶 6.模板等
日本千住	80 年以上	无公开数据	1.焊锡膏 2.焊锡丝、焊锡片、焊锡球 3.助焊剂 4.FA 设备 5.滑动轴承 6.电镀用阳极材料等
日本田村	80 年以上	467,351.98	1.焊膏、助焊膏 2.助焊剂 3.变压器、电抗器等 4.广播通信器材 5.单晶氧化镓基板等
美国钢泰	80 年以上	无公开数据	1.焊锡制品 2.助焊剂 3.硬钎焊 4.导热界面材料 5.溅射靶材 6.铟镓锗锡等金属和无机化合物 7.纳米材料等
升贸科技	40 年以上	189,679.78	1.锡膏 2.锡棒、锡球、锡丝等 3.镀锡铜带及其他产品
同方新材料	40 年以上	189,679.78	1.锡膏 2.锡棒、锡球、锡丝等 3.镀锡铜带及其他产品
及时雨	20 年以上	86,299.44	1.锡膏 2.焊锡丝、焊锡条 3.助焊剂、清洗剂
永安科技	20 年以上	无公开数据	1.锡膏 2.焊锡合金、锡条、锡线、锡粉 3.助焊剂及其它化工产品等
优邦科技	15 年以上	无公开数据	1.锡膏 2.锡丝、锡片、锡条、锡粉等 3.助焊剂 4.热熔胶 5.抛光液 6.半导体专用化学品等
亿钺达	20 年以上	无公开数据	1.焊锡膏 2.锡条、锡丝、锡合金型材 3.助焊剂等
公司	20 年以上	86,299.44	1.锡膏 2.焊锡丝、焊锡条 3.助焊剂、清洗剂

来源: 各企业官方网站, 国金证券研究所

- 核心客户加速进口替代进程, 国内龙头厂商受益。在外部不确定性风险增加的情况下, 国家加大了对集成电路、新材料等行业的扶持, 以华为、中兴通讯、海康威视等为代表的国内科技企业为防止关键技术或材料受制于国外供应商, 保证供应链的安全稳定, 转向国内优秀微电子焊接材料供应商, 加快产业链产品的进口替代。根据 Fomalhaut Techno Solutions, 华

为 4G、5G 手机的国产零部件国产化率明显提升，随着国内核心零部件和技术国产化程度进一步提升，国内微电子焊接龙头企业有望受益于华为等头部科技企业国产化势头。

图表 25：华为产品零部件国产化率提升

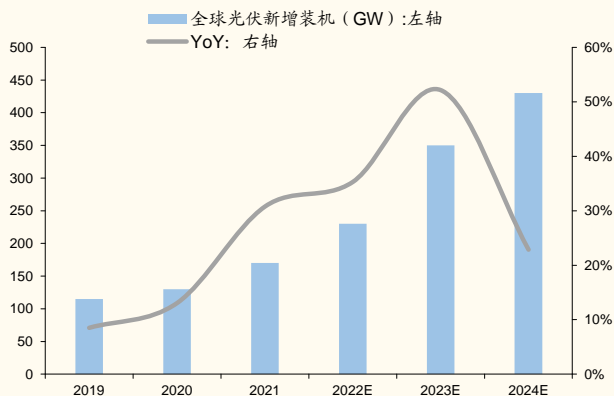


来源：Fomalhaut Techno Solutions，国金证券研究所

2.3 看好光伏新能源领域驱动，消费类有待底部回暖

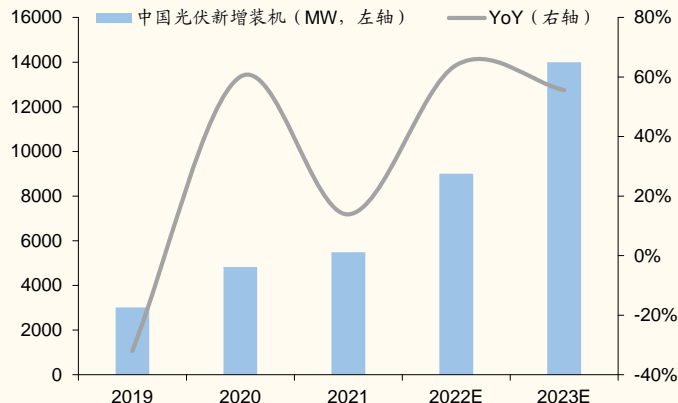
- 光伏装机规模扩大带动微电子焊接材料市场空间扩容。随着碳达峰、碳中和目标的提出，光伏行业有望迎来爆发式增长。根据国金证券研究所电新组预测，2023 年全球、中国光伏新增装机量在中性情况下有望达到 350GW、140GW，4 年 CAGR 分别为 28%、31%，而作为太阳能电池板等产品的基础焊接材料，微电子焊接材料需求将进一步增长。
- 汽车智能化程度提高带动微电子焊接材料市场需求提升。随着汽车智能化程度日益提高，汽车车载显示、LED 照明和车用传感器等方面的使用需求逐渐增加，将进一步带动微电子焊接材料市场需求的提升。根据国金证券研究所电新组预测，2025 年全球、我国新能源汽车渗透率分别将达到 29%、47%，进而带动微电子焊接材料的市场空间扩大。

图表 26：全球光伏新增装机量预测



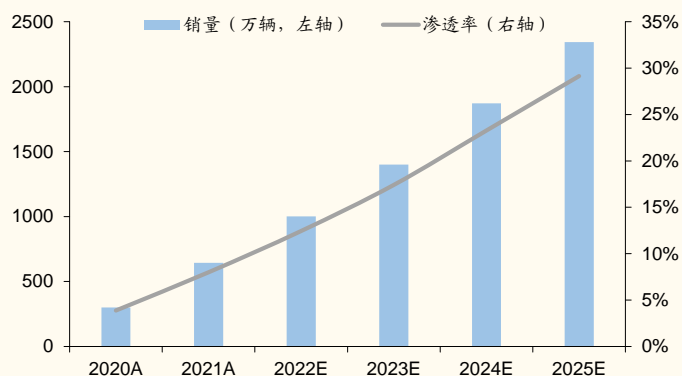
来源：CPIA，国金证券研究所

图表 27：中国光伏新增装机量预测



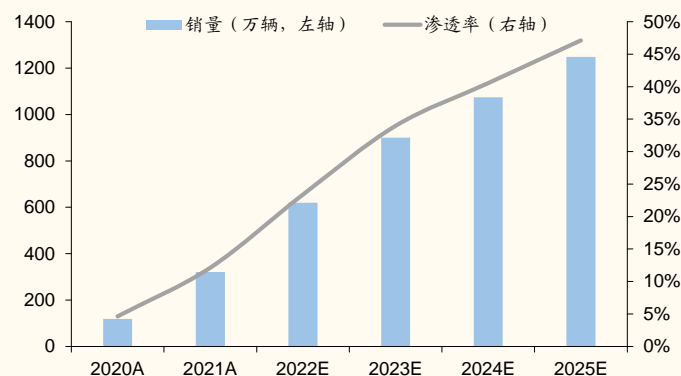
来源：CPIA，国金证券研究所

图表 28：全球新能源车销量及渗透率预测



来源：Marklines，国金证券研究所

图表 29：中国新能源车销量及渗透率预测



来源：Marklines，国金证券研究所

- 消费电子领域需求仍是重要的下游应用市场，其中可穿戴设备的长期增长态势有望为行业增长提供助力。
- 智能手机领域是微电子焊接材料的重要应用市场，2022 年消费电子持续疲软，根据 IDC12 月最新预测，预计 2022 年全球智能手机出货量达 12.4 亿部，同比下降 9.1%，预计 2023 年全球智能手机出货量达 12.7 亿部、同比增长 2.8%，预计 2023 年 H2 智能手机需求逐步复苏，手机产业链潜在式长焦镜头、钛合金外壳等微创新有望带动需求复苏。
- 智能可穿戴方面，根据 IDC 数据，2022Q2 全球 AR/VR 销量为 287 万台，同比增长 30%，环比下降 21%，美国高通胀、俄乌战争等影响下消费电子产品销量进一步放缓，2022Q2 全球智能手表出货量为 3053 万台，同比增长 13.02%，整体来看虽然可穿戴产品销量增势放缓，但是可穿戴设备的结构性创新变化，长期来看增长态势仍有望为微电子焊接材料领域助力。

图表 30：全球手机出货量及增速



来源：IDC，国金证券研究所

图表 31：中国手机出货量及增速



来源：IDC，国金证券研究所

图表 32：全球智能穿戴手表设备销量及增速



来源：IDC，国金证券研究所

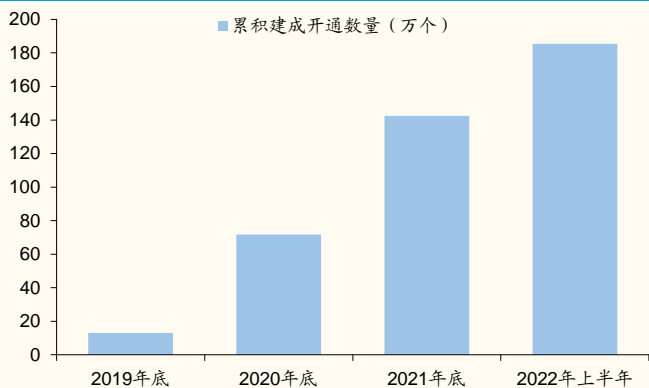
图表 33：全球 AR/VR 设备销量及增速



来源：IDC，国金证券研究所

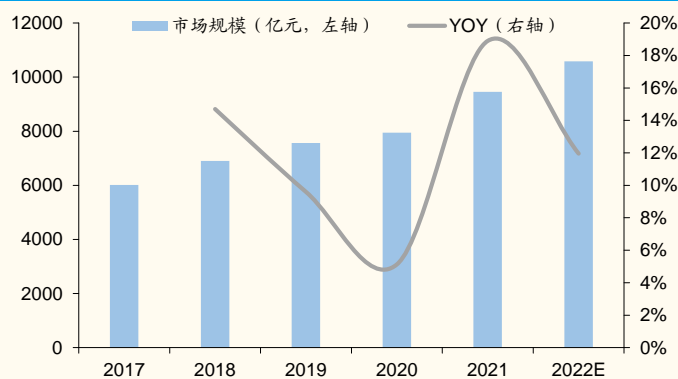
- 智能家电、通信、安防行业的小幅增长同样带来微电子焊接材料需求的提升。1) 智能家电领域，未来消费升级换代将拉动微电子焊接材料需求增长，根据国金证券研究所家电组预计，今年我国家电零售规模大约 8000 亿元，2022-2024 年规模增速为 0.8%、3%、5%，小幅增长。2) 虽然 5G 基站建设增速放缓，长期仍有望保持稳健增长，据工信部数据显示，2021 年我国 5G 新建基站数量超 70 万个，已开通 5G 基站超 142.5 万个，未来通信基站行业的增长将进一步推动微电子焊接材料市场扩张。3) 根据中商产业研究，我国安防行业市场规模从 2017 年的 6016 亿元增长至 2021 年的 9452 亿元，年均复合增长率达 11.96%。

图表 34: 2019-2022H1 中国 5G 基站累积建设开通数量 (万个)



来源: 工信部, 国金证券研究所

图表 35: 2017-2022 年中国安防行业市场规模预测



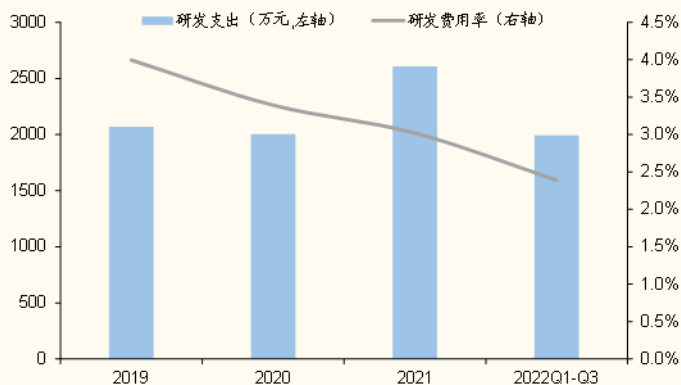
来源: 中商产业研究, 国金证券研究所

3、公司行业地位领先，深度受益于国产替代

3.1 重视技术研发创新，技术水平客户认可度高

- 依靠技术实力、持续加大研发支出，公司逐步占据行业优势地位。2019、2020 年锡膏出货量全球前三强企业为美国爱法、日本千住和公司，公司锡膏产品产销量国内排名第一，助焊剂产销量国内排名第二，业内地位领先。公司 2021 年研发支出同比增加 30%，重视自主创新。依据自身多年在国内微电子焊接材料领域的积累资源，以及重视研发创新，目前公司已属于国内领先优质企业。

图表 36: 公司研发支出及研发费用率情况



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 公司重视技术研发，覆盖配方、生产、检测。公司拥有较强的技术创新能力，逐步形成了行业领先的集产品配方研发、生产过程控制、质量检测于一体的技术体系。截至公司招股书签署日，公司拥有授权专利 26 项，其

中发明专利 23 项。具体来看，公司研发的低温无铅锡膏、超细粒度锡膏、水溶性锡膏、低温焊锡丝、水基型清洗剂已通过华为认证，现已进入小批量试产阶段。

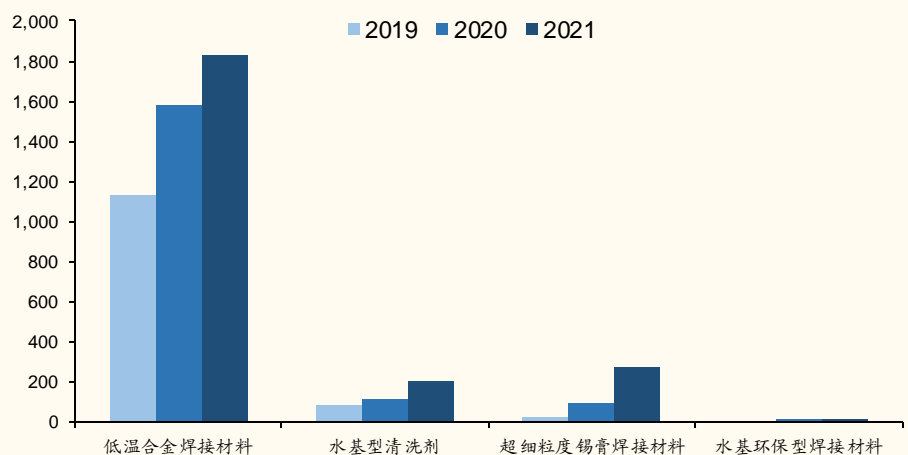
图表 37：公司分产品与海外龙头对比情况

	产品	产品比较
载体-锡膏	锡粉粒径	公司锡膏采用的锡合金粉粒径与国外代表性企业一致，粒径分布涵盖 3#-6#粉
	合金成分	公司锡膏，焊锡丝采用的锡合金成分与国外可比公司一致，如锡铋合金、锡铜合金、锡银铜合金等
载体-助焊剂	无水乙醇、异丙醇等	公司助焊剂采用的载体如无水乙醇、异丙醇等与国外品牌一致
具体技术-锡膏	超细粉锡膏	处于大力开发阶段中，不及美国爱法、日本千住、美国细泰、日本田村等国际领先企业
	水洗锡膏	处于大力开发阶段中，不及美国爱法、日本千住，目前已与客户交货
	无卤锡膏	达到国际通用标准，与美国爱法、日本千住、美国细泰、日本田村等企业没有明显差距
	固晶锡膏	处于大力开发阶段中，不及美国爱法、日本千住
	喷射锡膏	处于大力开发阶段中，不及美国爱法、日本千住
	低温锡膏	技术较为领先，已通过华为认证并交货
具体技术-助焊剂	光伏助焊剂	在光伏组件领域已实现大批量交货
	水洗助焊剂	技术较为领先，目前大量供应给中兴通讯

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司多款微电子焊接材料升级，通过验证并开始供货。公司多年来致力于微电子焊接材料的研发和技术升级，在超细粒度锡膏焊接材料、低温合金焊接材料、水基环保型焊接材料等研发方面的技术已取得较大进展，缩小了公司与国际领先企业的技术差距，部分产品已通过验证并开始供货。

图表 38：公司主要技术升级带动销售规模增长（万元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司在精细化、绿色化及低温化的行业发展方向上已取得一定的技术成果。伴随着电子元器件小型化、轻薄化、低成本化以及工业生产日趋环保化的发展趋势，微电子焊接材料核心技术向产品的精细化、绿色化、低温化方向发展。
- 精细化：电子元器件的尺寸、间距越来越小，因此超细间距、更小焊盘的锡膏应运而生。当前业内企业生产锡膏时普遍采用粉径较大的 T3、

T4 型号的锡合金粉。公司作为技术领先企业开始使用粒径更小的 T5、T6 型号，生产出 T5、T6 粒径锡膏。

- 绿色化：焊接材料无卤化，从而避免卤元素对环境的影响，辅助焊接材料水基化，从而避免传统助焊剂、清洗剂生产过程中排放的 VOC 气体对环境和人体造成的伤害。公司已经开发出满足环保要求的无卤化锡膏、无卤化助焊剂、水基型助焊剂和水基型清洗剂。
- 低温化：为提升焊接效果及电子装联质量，降低制造成本，研发焊接熔点在 183℃ 以下的低温锡膏成为行业技术重要发展趋势之一。公司已经开发出以铋基系列合金为主的低温锡膏。

图表 39：公司在精细化、绿色化及低温化的技术成果

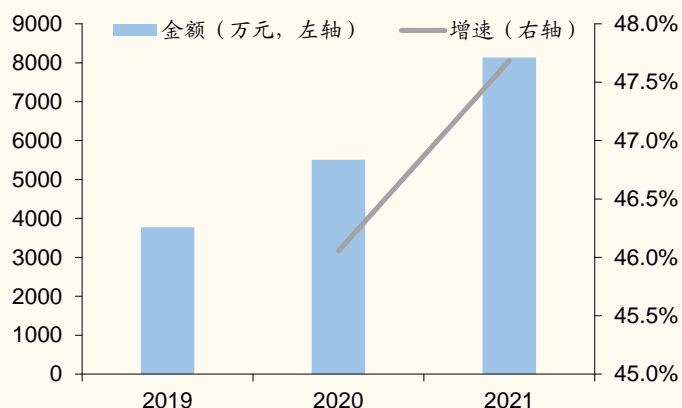
技术方向	产品名称	产品特征	应用情况
精细化	T5 粒径锡膏	锡粉超细粒径 15-25 μ m，能够满足 0.35mmPitch 及以上超细间距 BGA、QFN/QFP 器件的焊接	主要应用于计算机、通信、消费电子等精细化要求较高的行业
	T6 粒径锡膏	锡粉超细粒径 5-15 μ m，粘度稳定，触变性能良好	适用于倒装芯片焊接，已经应用于固晶锡膏领域
绿色化	无卤化锡膏、助焊剂	无卤化锡膏、助焊剂满足环保要求	主要应用于计算机、通信、消费电子等环保要求较高的行业
	水基型助焊剂和清洗剂	载体为水，区别于传统溶剂型产品，环保性能优良	主要应用于焊接后的清洗工艺
低温化	低温锡膏	以铋基系列合金为主，合金熔点低于传统的无铅合金	主要应用于不耐热的电子元件焊接

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

3.2 绑定优质客户资源，新老客户合作进展顺利

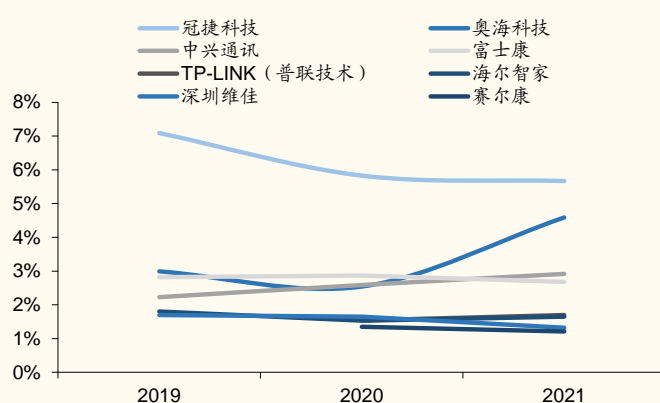
- 主要服务细分领域头部客户，客户资源稳定。公司客户数量众多、下游行业分布广泛，平均每年服务超过上千家客户，前十大客户收入贡献在 25% 左右波动。目前已建立较高的业内知名度与品牌效应，主要客户为细分应用的头部企业，包括智能家电领域领先企业冠捷科技、格力电器、海尔智家等；消费电子领域领先企业富士康、EMS 服务厂商亚马逊等；LED 领域欧普照明、艾比森等；通信领域华为、中兴等；计算机领域联想、戴尔、冠捷等等。
- 客户粘性强，品牌声誉扩大带来新客户小幅增长。微电子焊接材料行业技术要求严密，产品的细微变化都可能影响终端产品的导电及连接性能，因此下游客户对微电子焊接材料供应商的认证非常严格，且周期较长，知名客户的认证周期通常达到 1-2 年。公司均以老客户为主，2021 年公司旧客户销售金额占比高达 90.48%，公司众多客户均已合作多年，客户粘性强，品牌信赖度高。公司的规模不断扩张，也带来了小幅的新客户增长，2021 年新增客户销售金额 9.52%，客户数量的增长也将进一步为公司带来相应市场的扩张。
- 现有的优质客户资源是公司保持盈利能力的重要基础。公司主要的上市公司客户业务呈现持续增长态势，2019 年至 2021 年公司收入的平均增速为 29.05%，处于上市公司客户收入增速的中间水平，得益于公司优质客户业务规模的持续增长，公司的业务规模也保持快速增长。

图表 40: 公司新增客户收入金额及增速



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

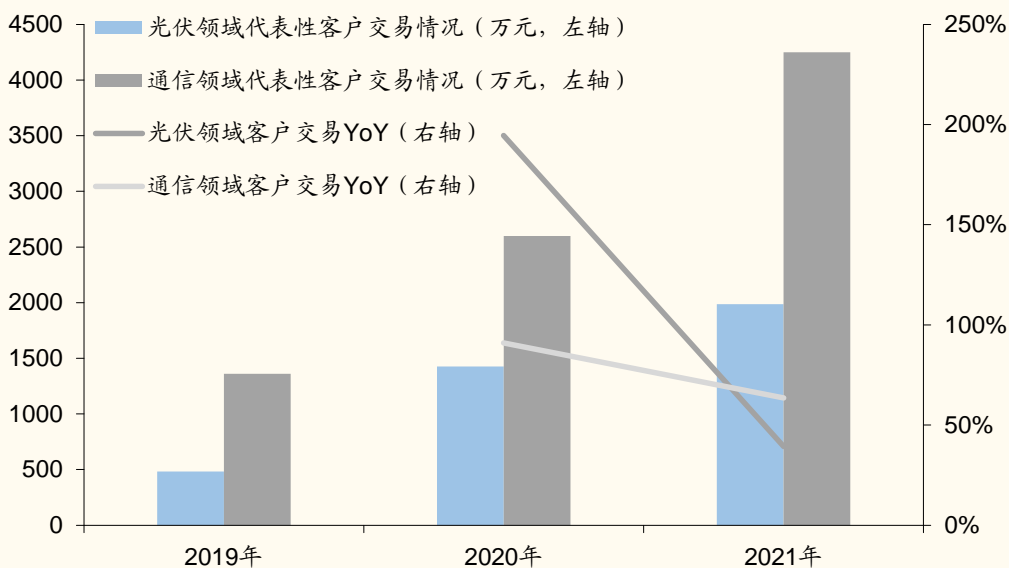
图表 41: 公司主要客户收入贡献



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 抓住光伏、5G 通讯、新能源汽车等下游领域发展机遇, 相关代表性客户成交金额快速提升。公司抓住光伏、5G 通信行业的发展机遇, 光伏、5G 通信行业的快速增长带动了微电子焊接材料需求的快速增长。此外, 公司已开始向比亚迪、长城汽车等知名新能源汽车企业供应水基型清洗剂等产品, 成功切入了新能源汽车领域。

图表 42: 公司光伏、通信行业内的代表性客户交易情况



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 公司仍有部分待开发知名客户, 进展良好。一方面, 尽管公司已为大量知名客户供货, 但与这些客户仍有较大业务拓展空间, 比如公司对富士康的产品供应额仅占其同类产品采购额的 2%-3%; 另一方面, 公司也在积极开发其他大型知名客户, 比如华为, 目前公司多个产品已获得华为认证, 处于小批量试产供货阶段。

图表 43: 公司待开发客户情况

下游行业	终端应用产品	代表性客户
消费电子	服务器	戴尔、惠普、联想、华为、超微、新华三、思科等
	电源、充电器、耳机、音响等	拜亚动力、森海塞尔、JBL、博世、铁三角、捷波朗、苹果、哈曼卡顿、台达、航嘉电子等
	光伏	阿特斯、隆基、锦浪科技、上能电气、华为、Solaredge、固德威、特变电工等
	通信	思科、华为、诺基亚、爱立信、浪潮、新华三、腾达、水星、小米、斐讯、烽火通信、通宇、东山精密等
	LED	三星、飞利浦、欧司朗、达科电子、上海三思、松下等
	智能家电	美的集团、方太、三星、索尼、LG、松下、夏普、西门子、科勒、飞利浦、惠尔浦、博世、戴森、尚克宁家、霍尼韦尔等
	大中型 EMS 工厂	纬创智通、伟创力、和硕、新美亚、天弘、贝莱胜、名幸电子、新加坡创业、美资旭电、广达、英业达等

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 已合作客户的海外市场为公司提供巨大增长潜力。国外市场具有巨大发展空间，目前海外市场中的微电子焊接材料普遍由外资企业占据。公司目前合作的代表性客户例如富士康、冠捷科技、天合光能，都具有多年海外市场，而公司目前仅向其国内生产基地或营销网点供货，随着公司技术、供应链、销售、产能等各方面的提升，会进一步加强与旧客户的合作，在国产替代背景下，进一步带来海外市场的拓展。

图表 44：公司合作客户海外市场情况

代表性客户	国内生产基地及服务网点	海外生产基地及服务网点	2021 年海外收入占比
冠捷科技	厦门、北京、武汉、青岛等	泰国、俄罗斯、波兰、巴西、墨西哥等	70.73%
富士康	深圳、佛山、郑州、武汉、烟台、重庆等	美国、墨西哥、巴西、印度、越南等	-
天合光能	常州、北京、上海、义乌、宿迁、盐城等	泰国、越南、美国等	62.53%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

4、IPO 募投项目：加码微电子焊接材料产能扩建及研发升级

- 公司 9 月 IPO 公开发行人民币普通股新股 1,466.00 万股，实际募集资金净额 62430 万元，发行价格为 47.75 元/股，实际募集资金扣除发行费用后拟投资于“微电子焊接材料产能扩建项目”、“微电子焊接材料生产线技术改造项目”、“微电子焊接材料研发中心建设项目”以及补充流动资金，本次募集资金投资项目包括产能扩建、技术改造及研发升级等方面，是公司现有业务的扩展和延伸。

图表 45：公司募集资金投资项目（万元）

	项目名称	项目投资总额	募集资金投资额
1	微电子焊接材料产能扩建项目	17,844.37	17,844.37
2	微电子焊接材料生产线技术改造项目	4,978.34	4,978.34
3	微电子焊接材料研发中心建设项目	7,940.05	7,940.05
4	补充流动资金	10,000.00	10,000.00
	合计	40,762.76	40,762.76

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 本次募投项目建成达产后，公司预计达产年新增收入 70,152.00 万元，达产年净利润 9,265.57 万元，按照公司目前折旧政策，将新增固定资产年折旧 2,159.44 万元，新增折旧摊销金额对募投项目实施后的新增净利润水平

较小，此外，在募投项目实施基础之上，公司的产品设计、研发能力将进一步提升，有助于未来业绩增长。

图表 46：公司募集资金投资项目收入利润预测（万元）

项目名称	新增固定资产	达产后年折旧	达产后年收入	达产后年利润
微电子焊接材料产能扩建项目	15,844.37	1,341.82	61,910.00	8,088.86
微电子焊接材料生产线技术改造项目	4,378.34	372.86	8,242.00	1,180.71
微电子焊接材料研发中心建设项目	5,000.05	444.76	-	-
补充流动资金	-	-	-	-
总计	25,222.76	2,159.44	70,152.00	9,269.57

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

- 预计 2022-2024 年公司营收达到 11.12 亿元、12.83 亿元、15.54 亿元，同增 28.87%、15.38%、21.12%，毛利率分别为 19.45%、22.00%、23.32%，不同业务的营收、毛利率变动逻辑如下：
- 锡膏产品：预测 2022-2024 年收入规模达到 4.62 亿元、5.26 亿元、6.58 亿元，同比+32.61%、+13.85%、+25.10%，毛利率为 15.50%、17.50%、18.50%。1）营收方面，锡膏为微电子焊接领域未来发展重要材料，国产替代趋势持续，主要景气市场中汽车电子、光伏均处于发展阶段，下游客户如华为、中兴验证通过，陆续进入放量阶段，光伏领域和隆基加强合作，积极进行产品拓展以及新客户拓展；传统 LED、家电、消费电子领域 2022 年下半年需求下滑明显，目前已处于底部，预计 2023-2024 年小幅回升，整体稳健增长；公司通过多班制补充产能，根据公司募集资金投资计划，2023、2024 年公司新增锡膏产能将有望逐步提升负荷，2023、2024 年锡膏新增产量分别为 260、999 吨，总产能达到 1420 吨、2160 吨，提供更大的产能空间。2）毛利率方面：锡膏主要成本为原材料锡合金粉，2022 年上半年锡价到达高点，公司 22Q2 毛利率为低点，伴随着下半年原材料价格回落，产品平均售价会有所下降，锡膏产品稳定单位毛利的情況下，2023-2024 年毛利率有望修复；公司采取了多种措施进行成本控制，保障原材料供应的稳定性，从而稳定公司售价及毛利率；公司募投项目用于锡合金粉自制，逐步原材料稳定自供，我们预测 2022-2024 年锡膏毛利率为 15.50%、17.50%、18.50%。
- 焊锡条产品：预测 2022-2024 年收入规模达到 2.72 亿元、3.04 亿元、3.27 亿元，同比+16.65%、+11.68%、+7.69%，毛利率为 7.5%、11.00%、12.00%。1）营收方面，焊锡条、焊锡丝是当前微电子焊接材料用量较大的产品，公司焊锡条产品优势明显，可按客户要求研制各种合金成分、配比的焊锡条；随着消费类需求触底，汽车新能源需求持续高增，公司焊锡条材料有望持续保持增长。2）毛利率方面，焊锡条的定价方式是成本加成法，上游成本压力能传导至产品价格，单位毛利基本保持稳定，随着原材料锡价回落，公司成本控制措施落实，锡合金粉产能落地，我们预测 2022-2024 年焊锡条毛利率为 7.5%、11.00%、12.00%。
- 焊锡丝产品：预测 2022-2024 年收入规模达到 1.88 亿元、2.18 亿元、2.73 亿元，同比+31.45%、+16.35%、+25.33%，毛利率为 10.5%、13.0%、14.0%。1）营收方面，焊锡丝是微电子焊接材料用量较大的产品，竞争层面焊锡丝产品不存在完全同质化情形，公司看好未来焊锡丝的发展空间，本次募投微电子焊接材料产能扩建项目对焊锡丝产品进行产能扩充；高景气度细分市场将带动行业需求，国产替代空间广阔，相较于可比公司，公司焊锡丝生产工艺、产品性能有优势，有望获得更多市场份额。2）毛利率方面，焊锡丝的定价方式同样是成本加成法，上游成本压力能传导至产

品价格，单位毛利基本保持稳定。随着原材料成本控制措施实施落实、锡合金粉产能落地，我们预测 2022-2024 年焊锡丝毛利率为 10.5%、13.0%、14.0%。

- 助焊剂产品：预测 2022-2024 年收入规模达到 1.09 亿元、1.27 亿元、1.52 亿元，同比+35.15%、+16.57%、+20.0%，毛利率为 47%、46%、46%。1) 营收方面，助焊剂产业门槛要求高，并且国内助焊剂份额较为集中，公司有望凭借其产品优势、资质壁垒和产业链优势持续抢占市场份额；公司助焊剂业务不断拓展市场应用领域，公司具备光伏组件助焊剂技术、免清洗助焊剂技术、水基助焊剂技术等多项核心配方技术，新产品开发提供更多增量空间。2) 毛利率方面，助焊剂上游成本端供应价格稳定，下游需求持续增长，公司凭借配方优势拥有多项的国家发明专利，尤其是在光伏助焊剂产品、通信水洗助焊剂等客户中，属于二供/三供地位，毛利率稳定，另一方面，公司前瞻领先研发助焊剂新产品，包括新型高可靠电源通用助焊剂、高拉力光伏组件用无卤助焊剂等等，部分新产品处于小批量试产阶段，预计大规模量产阶段毛利率会略有下滑并逐步平稳，我们预测 2022-2024 年助焊剂毛利率将为 47%、46%、46%。
- 清洗剂及其他产品：预计 2022-2024 年营收同增 44%、35%、35%，毛利率维持在 68%、67%、67%。1) 营收方面，收入体量较小，但有着严格的准入门槛和监管要求，并且公司已开始向比亚迪、长城汽车等知名新能源汽车企业供应水基型清洗剂等产品，成功切入了新能源汽车领域，2022 年比亚迪放量明显。2) 毛利率方面，公司清洗剂及其他产品毛利率相对较高，主要是由于清洗剂、预成型焊片、稀释剂、导热材料、红胶等产品为微电子焊接材料的特殊配套产品，具有耗用量小、型号杂、需求定制化等特点；公司新开拓清洗剂产品推向市场，新产品的推出在前期会带动整体平均价格提升；水基型清洗剂目前该产品已通过华为认证，处于小批量试产阶段，产品在试产阶段毛利率较高且会有一定波动性，当大规模量产后我们预计毛利率会有一定下滑并趋于稳定，因此我们预计 2022-2024 年毛利率为 68%、67%、67%。
- 其他业务：预计 2022-2024 年营收同增 20%、15%、10%，毛利率分别为 48%、47%、46%。公司其他业务收入主要来源于原材料销售和房屋租赁收入等，这部分业务体量小、占比低，因公司业务规模持续扩大，生产过程中原材料需求增长，可供出售的原材料有限，且房屋租赁收入相对稳定，因此我们预测其他业务 2022-2024 年营收增速会逐年下滑。毛利率方面有一定波动，2019-2021 年其他业务毛利分别为 352、396、418 万元，我们在历史毛利率浮动预测其他业务 2022-2024 年毛利率为 48%、47%、46%。
- 费用情况：(1) 2019-2022Q3 公司研发费用率分别为 3.99%、3.39%、3.02%、2.39%，公司从事精细化工产品生产，需要持续的研发投入优化工艺，开发新的产品，扩展发展空间，因而研发支出非常重要，另一方面伴随未来公司业务规模扩大规模效应也会体现，因此假设 2022-2024 年公司研发费用率为 2.50%。(2) 2019-2022Q3 销售费用率 6.98%、6.57%、5.05%、4.30%，预计上市后随着公司销售规模扩张，销售费用率维持稳定，假设 2022-2024 年公司销售费率维持在 4.2%。(3) 2019-2022Q3 管理费率为 4.29%、4.12%、3.02%、2.32%，公司持续优化管理流程，提高公司运转效率，管理费用率呈现下行趋势，假设 2022-2024 年管理费用率为 2.2%。

图表 47：公司营收、毛利率预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总计						
营业收入（亿元）	5.18	5.91	8.63	11.12	12.83	15.54
YOY	78.67%	14.01%	46.07%	28.87%	15.38%	21.12%
营业成本（亿元）	3.70	4.27	6.63	8.96	10.01	11.92
毛利（亿元）	1.48	1.64	2.00	2.16	2.82	3.62

毛利率	28.61%	27.76%	23.22%	19.45%	22.00%	23.32%
1.锡膏						
营业收入（亿元）	2.35	2.63	3.48	4.62	5.26	6.58
YOY		12.09%	32.40%	32.61%	13.85%	25.10%
营业成本（亿元）	1.65	1.95	2.77	3.90	4.34	5.36
毛利（亿元）	0.70	0.68	0.72	0.72	0.92	1.22
毛利率	29.90%	25.71%	20.62%	15.50%	17.50%	18.50%
2.焊锡条						
营业收入（亿元）	1.15	1.43	2.33	2.72	3.04	3.27
YOY		24.44%	63.23%	16.65%	11.68%	7.69%
营业成本（亿元）	1.00	1.21	2.05	2.52	2.71	2.88
毛利（亿元）	0.15	0.22	0.28	0.20	0.33	0.39
毛利率	12.64%	15.46%	12.17%	7.50%	11.00%	12.00%
3.焊锡丝						
营业收入（亿元）	0.81	0.77	1.43	1.88	2.18	2.73
YOY		-4.76%	85.75%	31.45%	16.35%	25.33%
营业成本（亿元）	0.68	0.63	1.20	1.68	1.90	2.35
毛利（亿元）	0.13	0.14	0.22	0.20	0.28	0.38
毛利率	15.86%	17.72%	15.56%	10.50%	13.00%	14.00%
4.助焊剂产品						
营业收入（亿元）	0.52	0.66	0.80	1.09	1.27	1.52
YOY		27.86%	21.91%	35.15%	16.57%	20.00%
营业成本（亿元）	0.25	0.33	0.41	0.58	0.68	0.82
毛利（亿元）	0.27	0.33	0.39	0.51	0.58	0.70
毛利率	51.40%	49.27%	48.92%	47.00%	46.00%	46.00%
5.清洗剂及其他产品						
营业收入（亿元）	0.30	0.34	0.50	0.71	0.96	1.30
YOY		13.62%	45.21%	44.00%	35.00%	35.00%
营业成本（亿元）	0.09	0.10	0.15	0.23	0.32	0.43
毛利（亿元）	0.21	0.24	0.34	0.49	0.65	0.87
毛利率	68.88%	70.74%	69.35%	68.00%	67.00%	67.00%
6.其他业务						
营业收入（亿元）	0.06	0.08	0.09	0.10	0.12	0.13
YOY		23.81%	9.88%	20.00%	15.00%	10.00%
营业成本（亿元）	0.03	0.04	0.04	0.05	0.06	0.07
毛利（亿元）	0.04	0.04	0.04	0.05	0.06	0.06
毛利率	56.36%	51.27%	49.20%	48.00%	47.00%	46.00%

来源：Wind，国金证券研究所

5.2 投资建议及估值

- 2022 年上半年原材料因素公司整体盈利能力下滑，预测 2022-2024 年公司分别实现归母净利 0.91、1.35、1.90 亿元，同比+10.75%、+48.17%、+40.54%，因长先新材、晨日科技为新三板予以剔除，我们选取格林达、

德邦科技（封装材料）、鼎龙股份（CMP 材料）作为可比公司，截至 2022 年 12 月 26 日，根据 wind 一致预期，3 家可比公司 2023 年平均市盈率为 27.63 倍，我们给予公司 2023 年 35 倍 PE 估值，目标市值 47.28 亿元，对应目标价格为 80.62 元/股。

图表 48：可比公司估值水平

证券代码	证券简称	市值（亿元）	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688035.SH	德邦科技	75.36	52.98	1.03	1.81	2.76	51.62	29.32	19.18
603931.SH	格林达	51.33	25.72	0.94	1.42	1.86	27.41	18.09	13.83
300054.SZ	鼎龙股份	204.60	21.59	0.42	0.61	0.81	51.65	35.46	26.80
	平均值						43.56	27.63	19.94
301319	唯特偶	32.59	55.58	1.55	2.30	3.24	34.64	23.38	18.57

来源：Wind，国金证券研究所，截至 2022 年 12 月 26 日

6、风险提示

- 新产品研发风险：微电子焊接材料领域技术更新快，产品需求多样化，若公司新产品研发不能及时跟进客户需求，则将导致公司业绩不及预期。
- 原材料价格波动风险：微电子焊接材料主要原材料锡锭、锡合金粉，受锡、银价格的影响，若锡、银价格上涨，则将影响公司盈利能力，导致公司业绩不及预期。
- 下游领域客户拓展不及预期的风险：若下游行业的发展速度减缓或公司拓展新领域客户不及预期，则将导致公司业绩不及预期。
- 限售股解禁风险：6 个月内，2023 年 3 月 29 日 75.71 万股解禁上市流通。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	518	591	863	1,112	1,283	1,554
增长率		14.0%	46.1%	28.9%	15.4%	21.1%
主营业务成本	-370	-427	-663	-896	-1,001	-1,192
%销售收入	71.4%	72.2%	76.8%	80.5%	78.0%	76.7%
毛利	148	164	200	216	282	362
%销售收入	28.6%	27.8%	23.2%	19.5%	22.0%	23.3%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-5	-6	-7
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-36	-39	-44	-47	-54	-64
%销售收入	7.0%	6.6%	5.0%	4.2%	4.2%	4.2%
管理费用	-22	-24	-26	-24	-28	-33
%销售收入	4.3%	4.1%	3.0%	2.2%	2.2%	2.2%
研发费用	-21	-20	-26	-28	-32	-38
%销售收入	4.0%	3.4%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	66	77	101	112	162	220
%销售收入	12.7%	13.1%	11.7%	10.1%	12.7%	14.1%
财务费用	-2	-1	-3	2	-1	3
%销售收入	0.3%	0.2%	0.4%	-0.2%	0.1%	-0.2%
资产减值损失	-6	-8	-9	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	-3	0	1
%税前利润	1.9%	1.4%	0.1%	n.a	0.0%	0.6%
营业利润	61	75	94	109	160	223
营业利润率	11.9%	12.7%	10.9%	9.8%	12.5%	14.4%
营业外收支	0	-1	0	-2	-1	0
税前利润	61	74	94	107	159	223
利润率	11.8%	12.6%	10.9%	9.6%	12.4%	14.4%
所得税	-7	-9	-12	-16	-24	-34
所得税率	11.7%	12.3%	12.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	54	65	82	91	135	190
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	54	65	82	91	135	190
净利率	10.5%	11.0%	9.5%	8.2%	10.5%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	54	65	82	91	135	190
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	15	16	18	11	16	20
非经营收益	0	0	2	14	2	1
营运资金变动	-40	-22	-116	-52	-50	-80
经营活动现金净流	29	60	-14	64	103	131
资本开支	-2	-4	-3	-56	-56	-55
投资	0	0	0	0	0	0
其他	14	1	0	-3	0	1
投资活动现金净流	12	-3	-3	-59	-56	-54
股权募资	5	0	0	690	0	0
债权募资	-10	-5	74	-75	5	21
其他	-32	-38	-36	-19	-13	-14
筹资活动现金净流	-37	-43	38	596	-9	7
现金净流量	4	14	21	600	38	84

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	27	49	75	674	712	796
应收款项	221	287	383	432	499	604
存货	42	44	84	99	109	130
其他流动资产	15	9	13	24	25	27
流动资产	305	389	554	1,229	1,345	1,556
%总资产	76.4%	81.2%	86.4%	90.6%	88.9%	88.4%
长期投资	7	13	12	12	12	12
固定资产	73	63	60	101	138	169
%总资产	18.3%	13.2%	9.3%	7.5%	9.1%	9.6%
无形资产	10	10	8	12	17	21
非流动资产	94	90	87	127	168	203
%总资产	23.6%	18.8%	13.6%	9.4%	11.1%	11.6%
资产总计	399	479	642	1,356	1,513	1,760
短期借款	20	15	90	19	23	44
应付款项	71	123	162	177	198	236
其他流动负债	18	23	19	28	36	47
流动负债	109	161	270	224	257	327
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	5	6	2	1	1
负债	117	166	276	226	258	328
普通股股东权益	283	313	365	1,131	1,254	1,432
其中：股本	44	44	44	59	59	59
未分配利润	151	181	232	312	435	613
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	399	479	642	1,356	1,513	1,760

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.231	1.483	1.872	1.555	2.304	3.237
每股净资产	6.425	7.119	8.306	19.282	21.386	24.423
每股经营现金净流	0.666	1.355	-0.324	1.090	1.754	2.231
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	19.17%	20.84%	22.53%	8.06%	10.77%	13.26%
总资产收益率	13.57%	13.62%	12.83%	6.72%	8.93%	10.79%
投入资本收益率	19.19%	20.70%	19.41%	8.31%	10.80%	12.64%
增长率						
主营业务收入增长率	10.93%	14.01%	46.07%	28.87%	15.38%	21.12%
EBIT增长率	27.46%	17.69%	30.17%	11.48%	44.52%	35.21%
净利润增长率	32.09%	20.45%	26.17%	10.75%	48.17%	40.54%
总资产增长率	5.18%	20.01%	33.92%	111.41%	11.52%	16.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	116.7	124.1	112.4	110.0	110.0	110.0
存货周转天数	41.7	36.7	35.2	41.0	41.0	41.0
应付账款周转天数	38.8	40.4	32.7	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	51.4	39.0	25.2	33.2	39.2	39.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.50%	-10.77%	4.05%	-57.99%	-54.94%	-52.50%
EBIT利息保障倍数	41.4	76.8	32.2	-58.3	150.8	-72.4
资产负债率	29.21%	34.64%	43.06%	16.63%	17.09%	18.62%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402