

# 宇邦新材（301266.SZ）

焊带产品布局全面，持续受益于光伏N型电池技术迭代

增持

## 核心观点

**公司光伏焊带出货量排名第一，2023年开局表现良好。**公司主营业务为光伏焊带，2022年的营收占比为82%。2022年公司焊带销量2.24万吨，市场排名第一。2022年公司实现营收20.11亿元，同比+62%；实现归母净利润1.00亿元，同比+30%。2023Q1公司实现营收5.54亿元，同比+19%，环比-3%；实现归母净利0.36亿元，同比+79%，环比+44%。

**焊带是光伏组件环节辅材之一，2025年市场空间可达209亿，三年CAGR为28.6%。**光伏焊带主要应用于连接光伏太阳能电池片，起到导电、聚电的作用，光伏焊带在光伏组件成本中占比约为3.6%。目前单GW组件对应约430吨焊带需求，对应单GW光伏焊带市场空间0.36亿元。我们预计2023-2025年，全球组件需求约为432/564/672GW，同比+57%/31%/19%，全球焊带市场空间约为147/183/209亿，同比+50%/25%/14%，三年CAGR为28.6%。

**公司主要客户为头部组件商，光伏焊带市场集中度有望进一步提升。**公司客户主要是天合光能、隆基绿能、晶科能源、晶澳科技、阿特斯，前五大客户收入占总收入57%。公司前五大客户对应全球排名前五的组件供应商，2022年前五大组件厂商合计市场占有率为67.3%。焊带行业市场格局较为分散，CR2合计市场份额约27%，我们认为未来光伏焊带CR2市场份额提升空间较大，预计公司2022-2025年光伏焊带出货量将从2.23万吨增长至7万吨，市场占有率达到18.8%提升至26.7%。

**公司焊带产品布局全面，将持续受益于光伏N型电池技术迭代。**公司目前已布局多种多主栅类产品，包括MBB焊带、SMBB焊带、OBB焊带及异型焊带，可满足未来N型技术下TOPCon、HJT、XBC类N型电池对不同焊带的需求。预计公司多主栅类焊带产品出货占比将逐年上升，作为头部焊带厂商公司有望持续受益于光伏N型电池技术迭代。

**风险提示：**SMBB焊带及其他新产品推广不及预期的风险；产能投产不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险。

**投资建议：**我们预计公司2023-2025年实现营业收入32.61/48.72/60.70亿元，同比增长62.2%/49.4%/24.6%；实现归母净利润2.49/3.68/4.60亿元，同比增长148.2%/47.7%/24.9%，当前股价对应PE分别为28/19/15倍。综合考虑FCFE估值和相对估值，我们认为公司股价的合理估值区间为73.9-79.8元，对应2023年动态PE区间为31-33倍，较公司当前股价有7.8%-16.4%的溢价空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,239	2,011	3,261	4,872	6,070
(+/-%)	51.4%	62.3%	62.2%	49.4%	24.6%
净利润(百万元)	77	100	249	368	460
(+/-%)	-2.2%	29.9%	148.2%	47.7%	24.9%
每股收益(元)	1.11	0.97	2.40	3.54	4.42
EBIT Margin	8.9%	6.6%	9.3%	9.2%	9.2%
净资产收益率(ROE)	12.3%	9.8%	16.7%	20.7%	21.4%
市盈率(PE)	60.6	69.8	28.1	19.0	15.2
EV/EBITDA	43.7	53.2	24.3	17.7	14.2
市净率(PB)	7.00	5.07	4.35	3.61	2.98

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：李恒源

021-60875174

lihengyuan@guosen.com.cn

S0980520080009

### 基础数据

投资评级

增持(首次评级)

合理估值

73.90 - 79.80元

收盘价

68.55元

总市值/流通市值

7129/2571百万元

52周最高价/最低价

90.99/47.23元

近3个月日均成交额

105.43百万元

### 市场走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

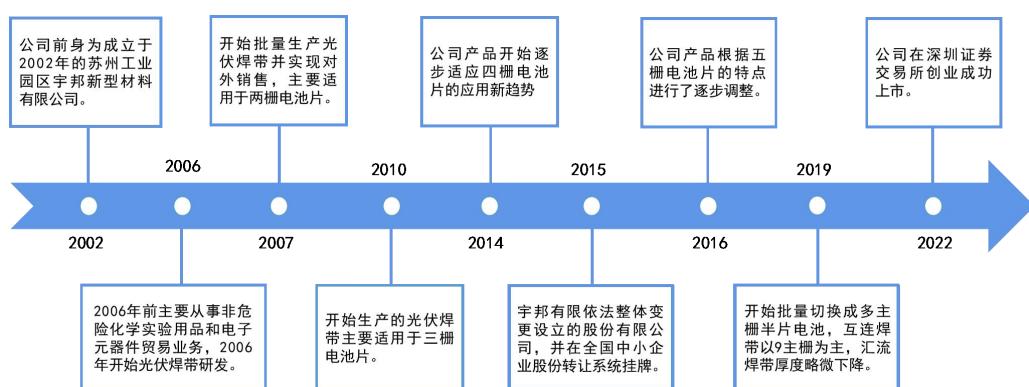
### 相关研究报告

## 深耕光伏焊带业务，公司迎高速成长期

### 1、历史沿革

宇邦新材前身是成立于 2002 年的苏州宇邦新型材料有限公司，在 2006 年前主要从事非危险化学实验用品和电子元器件贸易业务。2006 年，公司开始光伏焊带研发，同时兼营上述贸易业务。2007 年，公司开始批量生产光伏焊带并实现对外销售。2022 年，公司在深圳证券交易所创业板成功上市。

图1：公司历史沿革

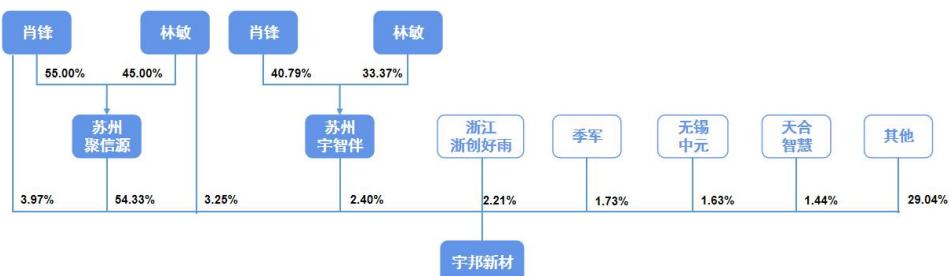


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

### 2、股权结构

公司控股股东为苏州聚信源，公司实际控制人为肖锋、林敏。苏州聚信源持股公司 54.33% 股权，是公司的控股股东，其中肖锋占苏州聚信源 55% 股权，林敏占苏州聚鑫源 45% 的股权；另外，肖锋、林敏直接持股比例又分别为 3.97% 和 3.25%，肖锋、林敏合计持有公司股权 64.55%，为公司的实际控制人。

图2：公司股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 3、股权激励

2022 年 12 月 16 日，公司发布《关于向激励对象首次授予限制性股票的公告》，公司以 33.40 元/股的价格向 12 名激励对象授予 26.8 万股限制性股票，约占公司总股本 0.258%。2023 年 6 月 26 日，公司发布《关于向激励对象授予预留部分限制性股票的公告》，公司以 33.22 元/股的价格向 2 名激励对象授予 4.5 万股预留部分限制性股票，约占公司总股本 0.04%。截止 2023 年 7 月 1 日，公司最新收盘价为 69.00 元/股。

**表1: 公司 2022 年股票期权授予方案**

序号	姓名	职务	股票期权数量(万股)	占股票期权总数比例	占总股本比例
1	蒋雪寒	董事、财务负责人	6.00	18.29%	0.06%
2	王斌文	董事	6.00	18.29%	0.06%
3	其他激励对象(10人)	中层管理人员及核心技术(业务)人员	14.80	45.12%	0.14%
4	预留部分	中层管理人员(2人)	4.50	13.72%	0.04%
<b>授予合计(14人)</b>			<b>31.30</b>	<b>100.00%</b>	<b>0.30%</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

本激励计划的考核年度为 2023-2025 年三个会计年度，每个会计年度考核一次。本次股权激励的公司层面业绩考核目标是满足以下两个条件之一：

1. 以 2022 年为基准年，公司 2023-2025 年净利润增长率不低于 15%/32%/51%；
2. 以 2022 年为基准年，公司 2023-2025 年焊带产品出货量增长率不低于 30%/69%/120%。

**表2: 公司股权激励计划公司层面考核条件明细**

行权期	业绩考核目标	对应年度净利润(亿元)	对应焊带出货量(万吨)	行权比例
第一个行权期	以 2022 年为基准年，公司 2023 年净利润增长率不低于 15%，或 2023 年焊带产品出货量增长率不低于 30%	1.15	2.91	30%
第二个行权期	以 2022 年为基准年，公司 2024 年净利润增长率不低于 32%，或 2024 年焊带产品出货量增长率不低于 69%	1.32	3.79	30%
第三个行权期	以 2022 年为基准年，公司 2025 年净利润增长率不低于 51%，或 2025 年焊带产品出货量增长率不低于 120%	1.51	4.93	40%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

#### 4、可转债融资进展

2023 年 6 月 30 日，公司发布《向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书(上会稿)》，公司拟向不特定对象发行可转换公司债券募集资金总额不超过 5 亿元，募集资金拟用于年产光伏焊带 2 万吨产能建设。截止 2023 年一季度，预计公司光伏焊带产能约为 3.35 万吨/年。

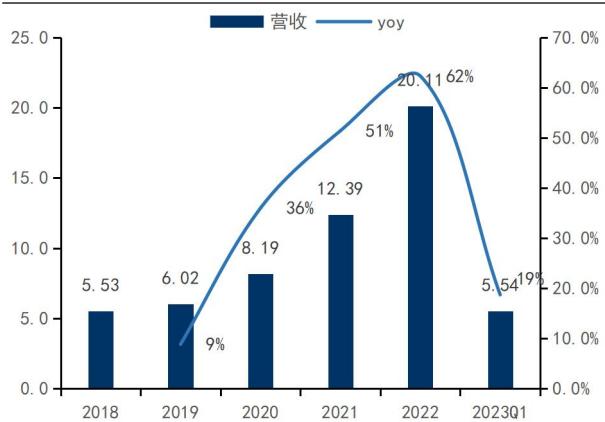
**表3: 可转债募投项目明细**

项目名称	项目投资总额(亿元)	拟投入募集资金金额(亿元)
安徽宇邦新型材料有限公司年产光伏焊带 20,000 吨生产项目	4.42	3.57
补充流动资金	1.43	1.43
合计	5.85	5.00

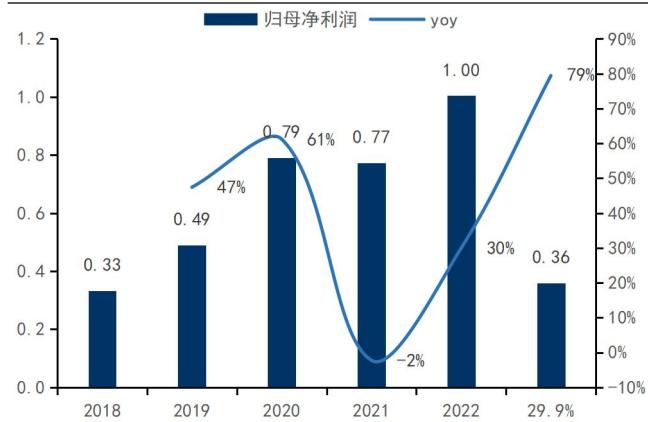
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

#### 5、公司业务

**营业收入稳步增长，盈利快速增长。**2022 年公司实现营收 20.11 亿元，同比+62%；实现归母净利 1.00 亿元，同比+30%。2023Q1 公司实现营收 5.54 亿元，同比+19%，环比-3%；实现归母净利 0.36 亿元，同比+79%，环比+44%。一季度营收增速同比低于光伏行业增速，系公司产品因原材料价格同比下降，致使单位产品价格同比下降所致，公司营收同比增速小于出货量同比增速；一季度盈利高增主要系公司销售规模扩大，产线升级等降本增效措施推进有效所致。

**图3: 公司营业收入及增速 (亿元, %)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

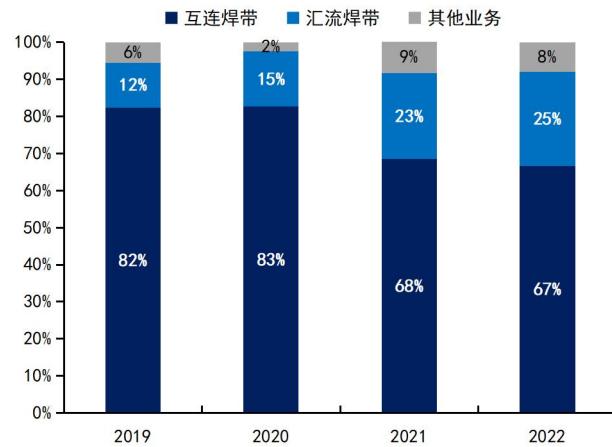
**图4: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**公司主营业务为光伏焊带，应用于连接光伏太阳能电池片并起导电作用。公司光伏焊带的主要产品细分为：互连焊带（2022 年营收占比 76%，毛利率 9.8%）、汇流焊带（2022 年营收占比 23%，毛利率 12.6%）。**

**图5: 公司营收结构 (亿元)**

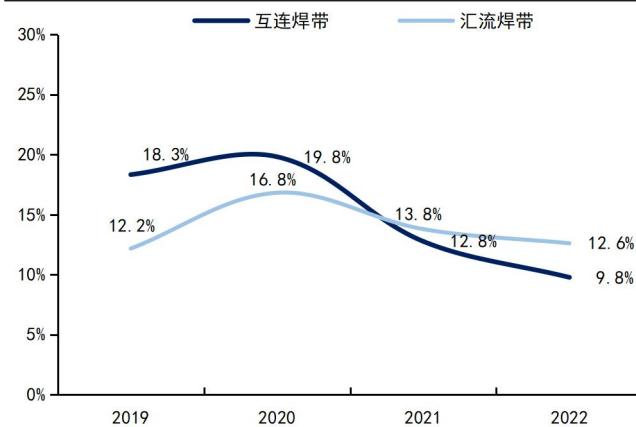

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图6: 公司毛利润贡献结构 (%)**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图7: 公司毛利率与净利率变化 (%)**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图8: 公司互连焊带和汇流焊带毛利率对比 (%)**


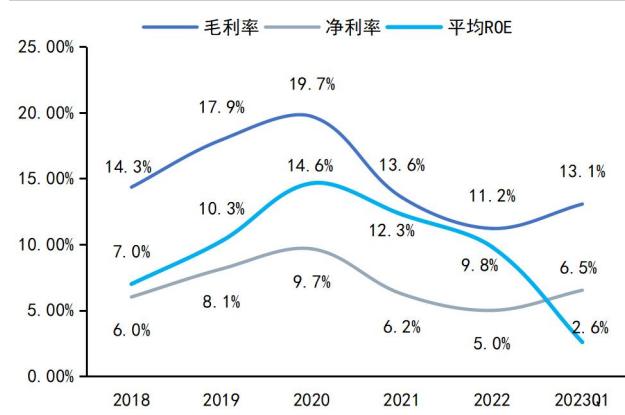
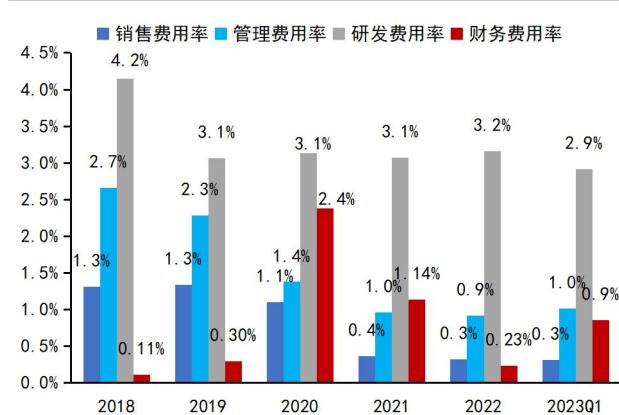
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 6、公司财务状况分析

**公司毛利率持续改善，期间费用率平稳波动。**2018–2022 年公司毛利率和净利率先上升后下滑，系原材料价格在 2018–2022 年经历了较大波动，其中 2018 年至 2020 年原材料价格持续下滑，公司毛利率有所上升；而 2021 年至 2022 年原材料价格上涨，期间公司产品销售价格涨幅难以完全覆盖原材料价格涨幅，叠加 MBB 产品毛利率下降，两方面原因导致毛利率水平有所下滑。2023Q1 公司毛利率为 13.1%，同比+2.0pct，环比+2.6pct，系原材料价格有所下降、高价值 SMBB 互连焊带产品占比提升及实施产线升级等提效降本措施所致；2023Q1 净利率为 6.5%，同比+2.2pct，环比+2.2pct。

2023 年一季度公司期间费用率(含研发费用)为 5.1%，同比+0.7pct，环比-0.5pct，主要系公司一季度系公司产品因原材料价格同比有所下降，使得单位产品价格同比下降，公司营收同比增速小于出货量同比增速所致。

其中，2023Q1 销售费用率为 0.3%，同环比基本稳定；2023Q1 管理费用率为 1.0%，同比+0.2pct，环比+0.1pct，主要系当期公司增扩团队编制、新增股份支付费用所致；2023Q1 研发费用率为 2.9%，同比+0.5pct，环比-0.2pct，主要系公司当期持续加大研发投入、新项目的立项及开展增加所致。

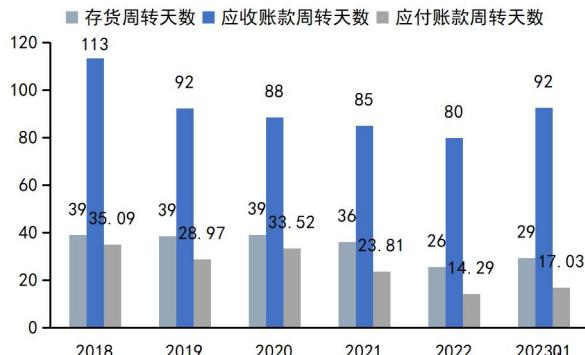
**图9: 公司毛利率、净利率和平均 ROE 变化 (%)**

**图10: 公司期间费用占比情况变化 (%)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2023Q1 公司经营性现金流为负值、存货/应收账款/应付账款周转天数上升，主要系公司当期经营规模提升，原材料采购增加所致。

**图11: 公司经营活动现金流情况**

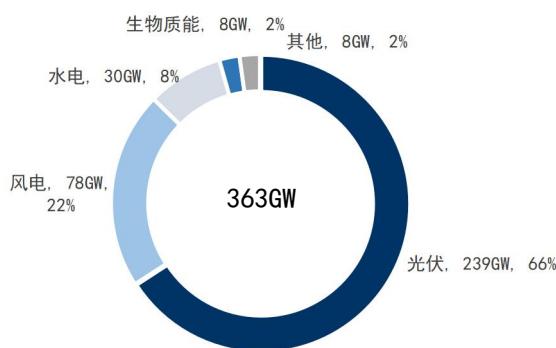
**图12: 公司营运能力指标变化情况（日）**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

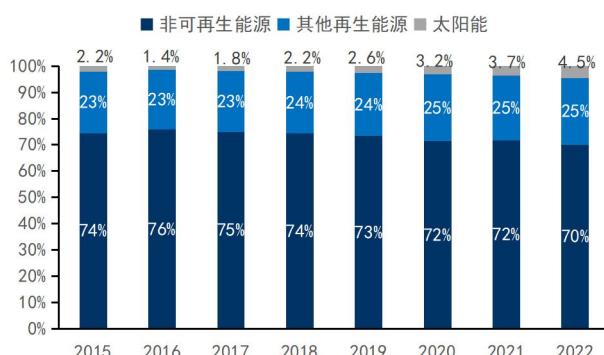
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 光伏行业快速发展，光伏焊带市场集中度仍有较大提升空间

**光伏行业：双碳目标驱动行业需求高景气，硅料供给释放打开市场增长空间。**随着全球变暖带来的环境气候问题日益凸显，“碳中和”在全球范围内获得了广泛的关注和支持，许多国家和地区纷纷提出各自的碳中和目标。发展可再生能源，是实现“碳中和”目标的重要途径，而光伏是可再生能源中成本优势最突出，应用场景最广泛的能源品类之一。2022 年全球可再生能源装机容量为 363GW，其中光伏新增装机占比 66%，同比提升 10pct。从发电规模来看，2022 年全球光伏发电占电力总供应 4.5%，尽管同比显著提升 0.8pct，但绝对水平仍然较低，未来有较大提升空间。

**图13: 2022 年全球新增可再生能源装机容量 (GW)**


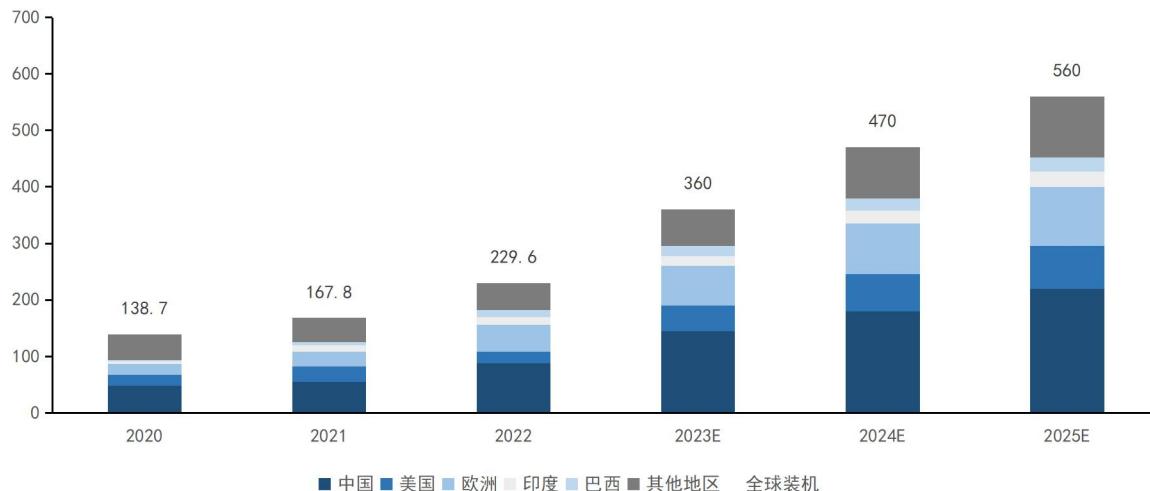
资料来源: SolarPowerEurope, 国信证券经济研究所整理

**图14: 光伏发电在全球总电力供应中的占比**


资料来源: SolarPowerEurope, 国信证券经济研究所整理

**随着光伏发电在世界各地陆续进入平价时代，国内外需求持续向好。**我们预计 2023–2025 年，全球光伏新增装机分别为 360/470/560GW，同比增速 56.8%/30.6%/19.1%，对应全球组件需求约为 432/564/672GW。

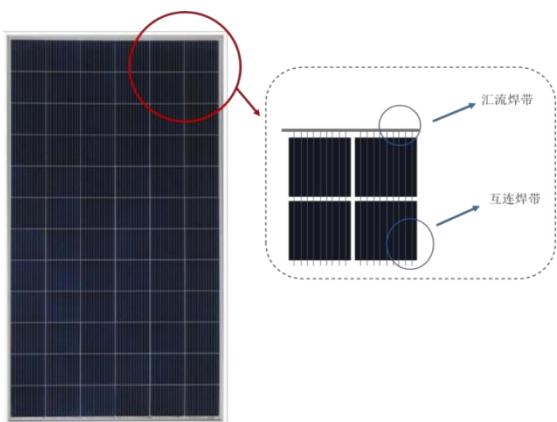
图15: 2020–2025 年全球光伏新增装机容量 (GW)



资料来源：中国光伏行业协会、SolarPowerEurope，国信证券经济研究所整理及预测

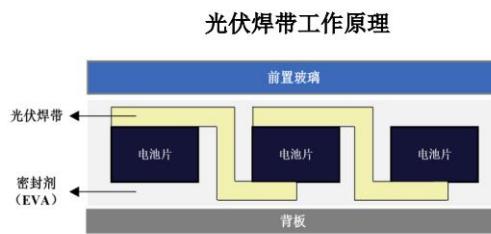
**光伏焊带是重要的光伏辅材，可分为互连焊带和汇流焊带。**光伏焊带在光伏组件成本中占比约为 3.6%，2022 年估算平均 GW 组件中焊带的用量约为 430 吨（以 8.4 万/吨计算，单 GW 组件对应 0.36 亿光伏焊带市场空间）。光伏焊带主要分为互连带和汇流带两大类：互连焊带是应用于光伏电池片间的串联或并联，汇流焊带是用于连接光伏电池串及接线盒，两类焊带的主要作用是电池片的导电、聚电功能。另外，对于常规光伏组件，互连焊带和汇流焊带的耗用量配比约为 3:1；对于多主栅组件，互连焊带和汇流焊带的耗用量配比约为 4:1。

图16: 焊带在组件中所处位置



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图17: 焊带的工作原理

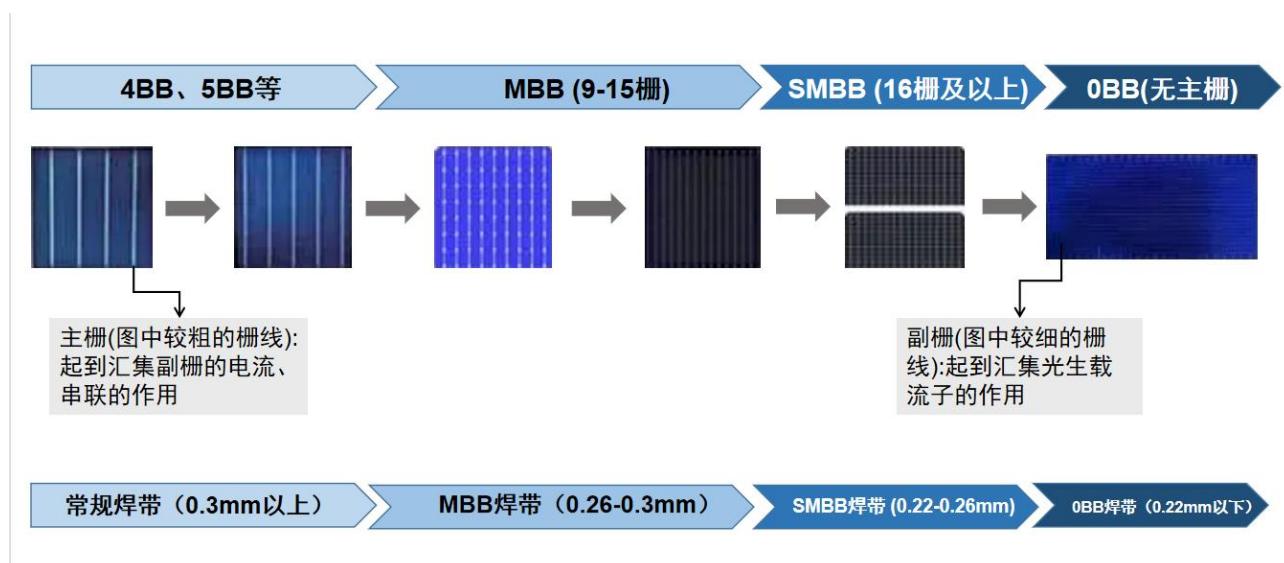


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**光伏焊带技术趋势是“更多”且“更细”。**互连焊带主要包括常规焊带、MBB (Multi-Busbar, 多主栅) 焊带、SMBB (SuperMulti-Busbar, 超多主栅) 焊带、OBB (0-Busbar, 无主栅) 焊带等。当前，MBB 焊带已取代常规焊带成为行业主流，

SMBB 焊带是对 MBB 焊带的升级，从 MBB 技术到 SMBB 技术是光伏组件焊带的技术迭代方向，核心原因是可以提效降本：1、效率上，增加主栅数量可缩短主栅之间的细栅长度，有效降低细栅电阻，从而减少组件功率损耗且提高组件可靠性；2、成本上，多主栅技术对应的焊带可以越来越细，如常规焊带线径在 0.3mm 以上，MBB 焊带一般线径为 0.26-0.3mm，而 SMBB 焊带线径目前可以做到 0.22-0.26mm，更细的焊带可降低电池片银浆耗量，可有效降低组件的单瓦成本。

图18: 光伏焊带技术发展趋势及对应线径



资料来源：中国光伏行业协会、公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

预计 2025 年全球光伏焊带市场空间达 209 亿元，未来三年 CAGR 为 28.6%。我们预计 2023-2025 年，全球组件需求约为 432/564/672GW，同比+56.8%/+30.6%/+19.1%。在多主栅技术驱动下，虽然栅线数量增加导致每片电池片所需使用的焊带根数增加，但由于焊带细线径化方向发展速度更快，单 GW 组件中焊带的用量呈现逐渐减少的趋势，假设单 GW 组件焊带耗量由 2022 年的 430 吨下降至 2025 年 390 吨，我们预计全球光伏焊带市场出货规模将由 2022 年的 11.9 万吨增长至 2025 年 26.2 万吨，三年 CAGR 为 30.3%，对应全球光伏焊带市场空间将从 98.0 亿元增长至 2025 年的 208.6 亿元，CAGR 为 28.6%。预计公司 2022-2025 年光伏焊带出货量将从 2.23 万吨增长至 7 万吨，市场占有率为 18.8% 提升至 26.7%。

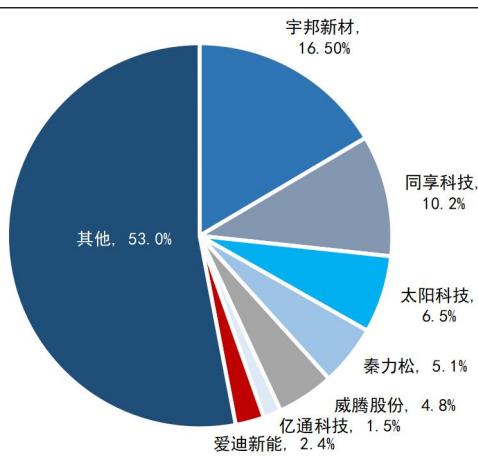
**表4: 光伏焊带市场空间**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球新增装机容量及预期 (GW)	167.80	229.60	360.00	470.00	560.00
容配比	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
组件销量 (GW)	201.36	275.52	432.00	564.00	672.00
单 GW 组件焊带耗量 (吨)	450.00	430.00	410.00	400.00	390.00
全球光伏焊带需求 (万吨)	9.06	11.85	17.71	22.56	26.21
互连焊带					
耗用量比例 (%)	73.0%	75.0%	80.0%	80.0%	80.0%
需求量 (万吨)	6.61	8.89	14.17	18.05	20.97
单吨售价 (万元/吨)	8.55	8.36	8.37	8.15	7.95
市场空间 (亿元)	56.56	74.28	118.60	147.09	166.68
汇流焊带					
耗用量比例 (%)	27.0%	25.0%	20.0%	20.0%	20.0%
需求量 (万吨)	2.45	2.96	3.54	4.51	5.24
单吨售价 (万元/吨)	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00
市场空间 (亿元)	19.57	23.69	28.34	36.10	41.93
合计市场空间 (亿元)	76.13	97.98	146.94	183.19	208.62
yoy		28.7%	50.0%	24.7%	13.9%
公司销量 (万吨)	1.42	2.23	3.60	5.50	7.00
公司市占率 (%)	15.7%	18.8%	20.3%	24.4%	26.7%

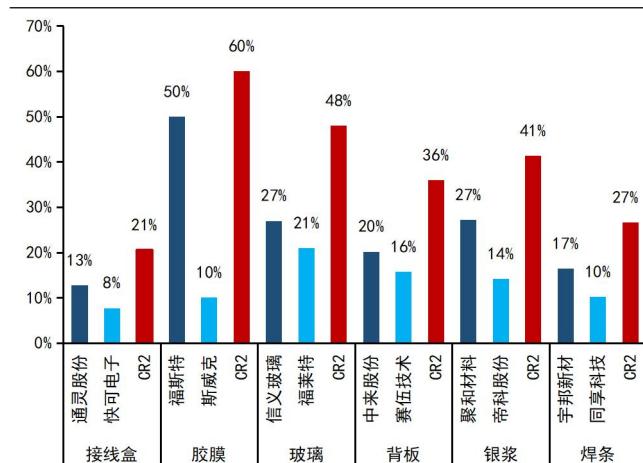
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算整理

### 市场格局较为分散，CR2 合计市占率约 27%，仍有较大的市场集中度提升空间。

目前光伏焊带市场格局较为分散，根据中商产业研究院，2021 年宇邦新材与同享科技的全球市场占有率分别达 16.7%、10.2%，两家公司合计市场份额约 27%。与胶膜、玻璃、银浆、背板等其他光伏辅材环节相比，光伏焊带环节的市场集中度较低，CR2 市占率处于较低水平，但考虑到 CR2 具备的技术优势、客户优势以及上市融资优势已逐渐彰显，我们认为未来光伏焊带 CR2 市场份额的提升空间巨大，行业集中度有望进一步提升。

**图19: 光伏焊带企业市占率情况 (%)**


资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

**图20: 光伏各环节 CR2 市占率 (%)**


资料来源：各公司公告，国际太阳能光伏网，国信证券经济研究所整理与预测注：接线盒环节是销售额市占率，其余均为出货量市占率。

## 公司业务介绍及同行业对比

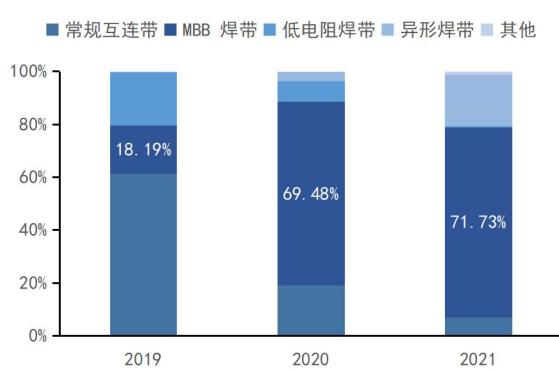
公司产品布局丰富，高价值量多主栅产品占比逐年提升。对于焊带环节而言，更多的栅线数量与更细的线径是同步需求的，焊带的“更多”且“更细”对加工难度和生产良率要求更高。公司目前已布局多种多主栅类产品，包括 MBB 焊带、SMBB 焊带、OBB 焊带，可满足未来 N 型技术下 TOPCon、HJT、XBC 类 N 型电池对不同焊带的需求，公司多主栅类焊带产品出货占比逐年上升，截止到 2021 年 MBB 产品出货占比已达到 71. 7%。另外，MBB 焊带在售价上明显高于常规焊带，我们预计生产难度更大的 SMBB 焊带的加工费水平将较 MBB 焊带进一步提升，头部焊带厂商有望持续受益于 N 型电池技术迭代。

表5：公司互连焊带产品布局丰富

类别	品种	适用领域	产品特点
互连 焊带	常规焊带	适用于常规组件	具有低屈服度、高抗拉性等优良特性，满足常规组件需求
	MBB 焊带	适用于多栅组件	比常规焊带更细，栅线越多越细有利于减少对电池片的遮光，更有效地利用太阳光，同时会使得电流密度分布更加均匀，组件功率将会明显提升 5-8W，同时电池的正银可以减少约 30%。
	SMBB 焊带	适用于 PERC、TOPCon 电 池组件	线径更细： $\leq 0.29\text{mm}$ 、导电、汇集电流；锡层均匀；电阻率 $\leq 0.0225\Omega \text{mm}^2/\text{m}$ ，可降低电池片银浆耗量（目前 TOPCon 的银浆耗量比 PERC 高 20-30%）
	OBB 焊带	适用于 HJT 电池组件	电池正面仅印刷细栅线、多根特殊镀层铜线（主栅）、层压实现主栅与细栅的串焊及互联，遮挡面积减少 25%，使用熔点温度不超过 175°C 的焊料进行低温焊接，银浆耗量减少 80%。
	异形焊带	适用于 BC 类组件	该产品特点为一段为异形结构，用于电池片的正面，可以最大程度反射太阳光，提高组件功率；相邻的一段为相对又薄又宽的扁平结构，用于电池片的背面，不仅可以减小片间距，同时还能降低组件背面封装胶膜的厚度，有利于降低组件成本。

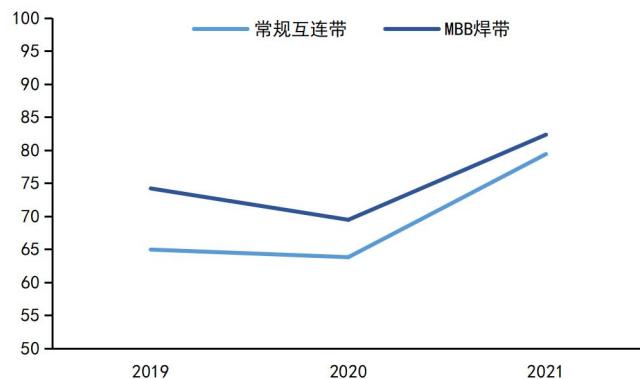
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图21：宇邦新材互连焊带出货结构情况（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22：宇邦新材常规焊带与 MBB 焊带单价对比（万元/吨）

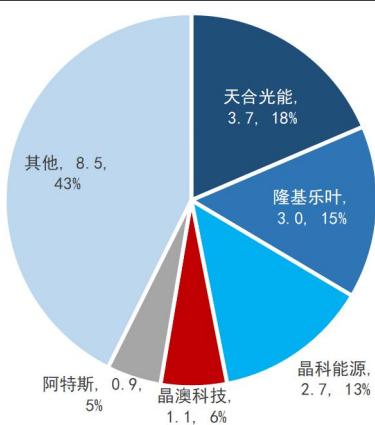


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。

**公司主要客户为头部光伏组件商。**公司客户主要是天合光能、隆基绿能、晶科能源、晶澳科技、阿特斯，前五大客户收入占总收入 57%。公司前五大客户对应全球排名前五的组件供应商，2022 年前五大组件厂商合计市场占有率为 67. 3%。客户集中于头部厂商有望为公司带来更高的业绩增量，并起到示范作用，为公司

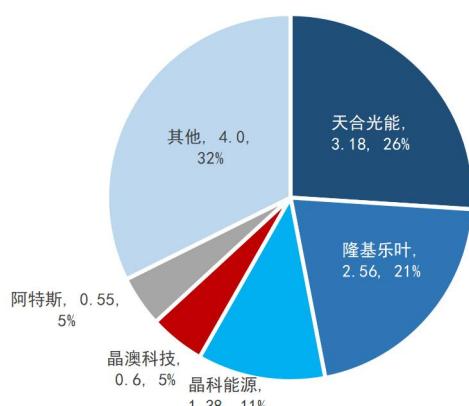
市占率的持续提升打下基础。

图23: 2022年前五大客户销售收入及占比(亿元, %)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

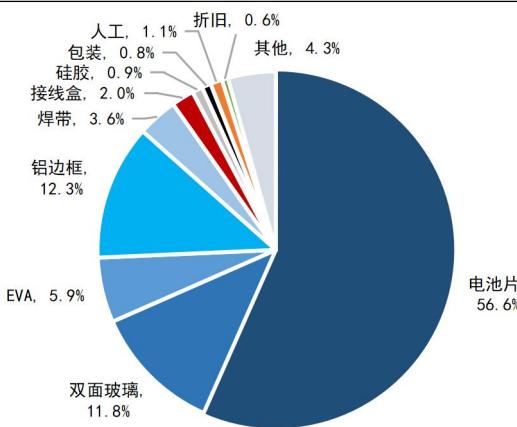
图24: 2021年前五大客户销售收入及占比(亿元, %)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

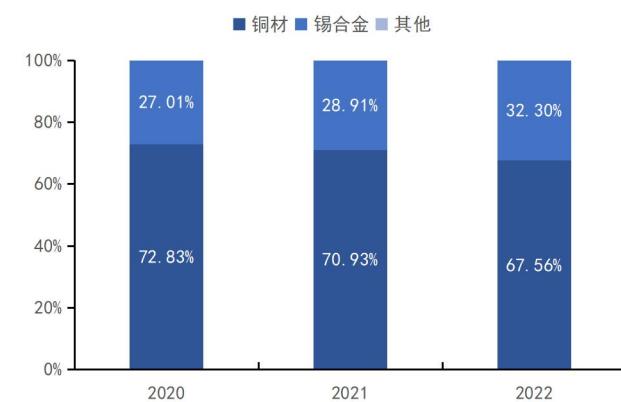
**公司主要生产成本为铜材及锡合金，未来锡合金成本占比或将提升。**光伏焊带主要由铜基材和锡合金涂层等部分构成：基材是不同尺寸的铜材，并要求规格尺寸精确、导电性能好，具有一定的强度；表面涂层是将锡合金涂层，按一定成分比例和厚度均匀地覆盖在铜基材表面，铜材、锡合金材料成本占公司总生产成本的90%以上。多主栅类焊带相对常规焊带线径更细，铜基材的耗量相对降低，而锡合金的耗材相对占比提高，因此随着多主栅类焊带销量的提升，我们判断锡合金在总成本中的占比逐步提升。

图25: 焊带在光伏组件成本中占比3.6%



资料来源：Solarzoom，国信证券经济研究所整理，注：以M10尺寸组件为例，数据截至时间为2023年6月15日。

图26: 焊带直接材料的成本构成占比(%)

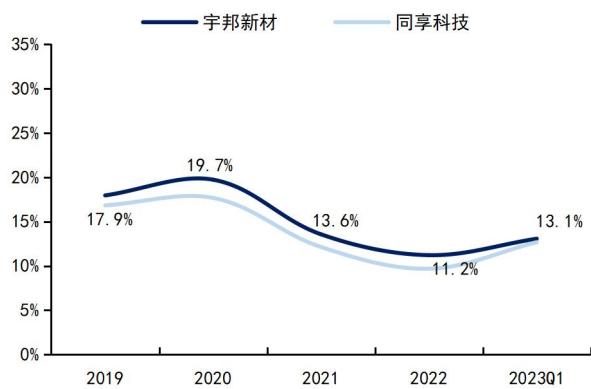


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 财务指标对比：公司盈利能力、偿债能力均处于行业领先地位

**公司毛利率、净利率回升。**2019-2022年公司毛利率和净利率先上升后下滑，主要系原材料价格在2018-2022年经历了较大波动，其中2019年至2020年原材料价格持续下滑，公司毛利率有所上升；而2021年至2022年原材料价格上涨，期间公司产品销售价格涨幅难以完全覆盖原材料价格涨幅，叠加MBB产品毛利率下降，两方面原因导致毛利率水平有所下滑。2023Q1公司毛利率为13.1%，同比

+2.0pct, 环比+2.6pct; 净利率为6.5%, 同比+2.2pct, 环比+2.2pct, 均有所回升, 且优于可比公司水平, 主要系公司高价值SMBB互连焊带产品占比提升及实施产线升级等提效降本措施所致; 2023Q1净利率为6.5%, 同比+2.2pct, 环比+2.2pct。

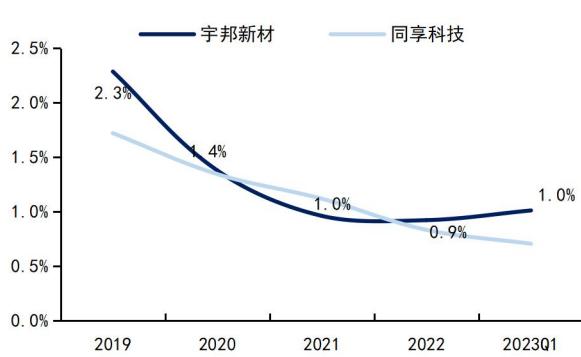
**图27: 公司与可比公司毛利率对比 (%)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

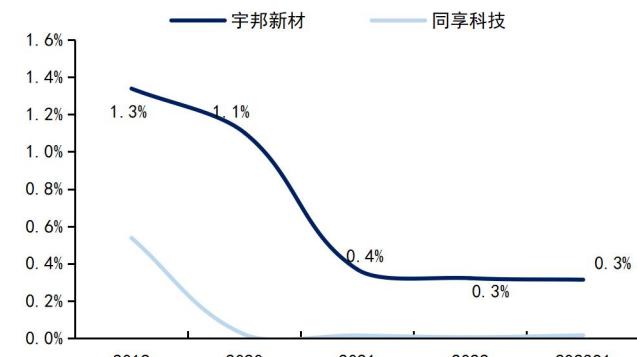
**图28: 公司与可比公司净利率对比 (%)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

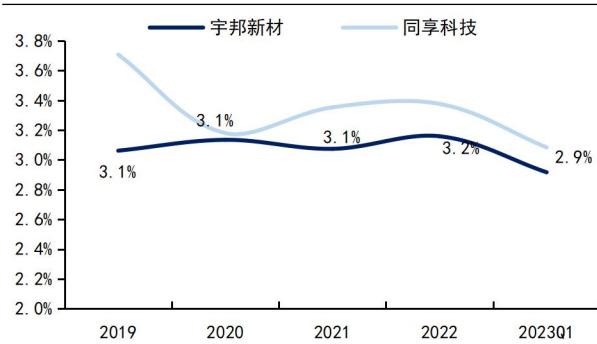
**公司期间费用率呈持续下降态势。**2019–2022年公司期间费用率分别为7.0%、8.0%、5.5%、4.6%, 呈不断下降趋势。2023Q1公司期间费5.1%, 同比+0.7pct, 环比-0.4pct, 主要系公司一季度系公司产品因原材料价格同比有所下降, 使得单位产品价格同比下降, 公司营收同比增速小于出货量同比增速所致。

**图29: 公司与可比公司管理费用率对比 (%)**


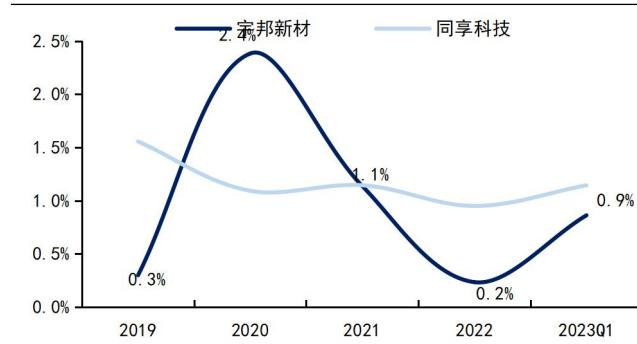
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图30: 公司与可比公司销售费用率对比 (%)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图31: 公司与可比公司研发费用率对比 (%)**


请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

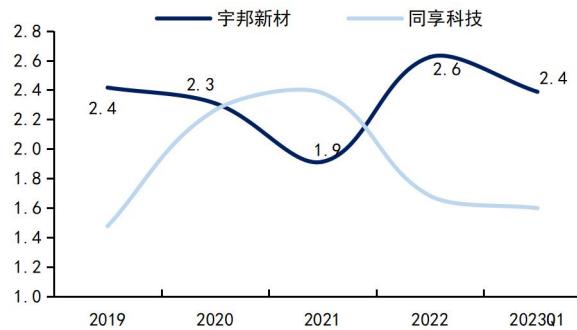
**图32: 公司与可比公司财务费用率对比 (%)**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

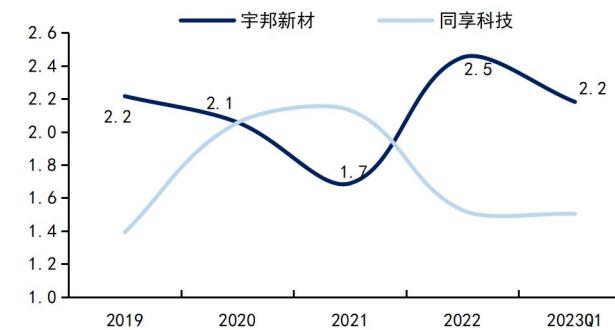
**公司资产负债率水平、现金比率领先同业。**长期偿债能力方面，2019–2023Q1 公司资产负债率缓慢上升，目前与可比公司相比，仍处于较低水平。短期偿债能力方面，2019 年与 2023Q1 公司速动比率、流动比率基本持平，现金比率稍有下降，但仍优于可比公司水平。

图33：公司与可比公司流动比率对比（%）



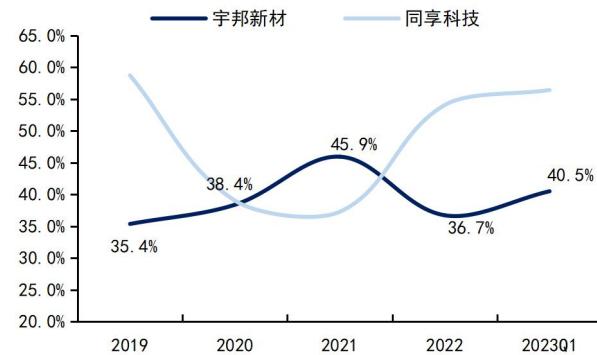
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图34：公司与可比公司速动比率对比（%）



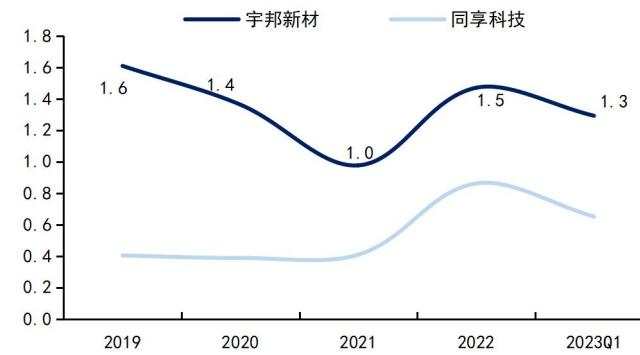
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图35：公司与可比公司资产负债率对比（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图36：公司与可比公司现金比率对比（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测及估值

### ◆ 盈利预测

我们预计 2023–2025 年，全球组件需求约为 432/564/672GW，同比+56.8%/30.6%/19.1%，预计 2023–2025 年全球光伏焊带市场出货规模约为 17.7/22.6/22.6 万吨，同比+49.5%/27.4%/16.2%。公司目前已布局多种多主栅类产品，包括 SMBB 焊带、OBG 焊带等，可满足未来 N 型技术下 TOPCon、HJT、XBC 类 N 型电池对不同焊带的需求，预计公司市占率将伴随新产品释放而提升，预计公司营收及出货量增速均高于行业增速：我们预计 2023–2025 年公司市场占有率为 20.3%/24.4%/26.7%，对应 2023–2025 年公司光伏焊带总出货量为 3.6/5.5/7.0 万吨，同比+61.4%/52.8%/27.3%，光伏焊带业务实现营业收入 27.7/40.3/48.9 亿元，同比+98.2%/45.7%/21.3%。其中：

- SMBB 互联焊带：伴随着 N 型电池组件渗透率提升，公司将进一步扩大 SMBB 的市场份额及出货占比，同时 SMBB 焊带的加工费水平将较 MBB 焊带进一步提升，预计公司 SMBB 产品收入增速将显著高于行业增速。预计 2023–2025 年公司 SMBB 焊带占互联焊带出货的比例为 25%/35%/45%，实现营业收入 6.2/12.8/20.2 亿元，同比 +325.5%/+106.4%/+57.7%，毛利率为 15%/14.5%/14%；
- MBB 互联焊带：预计公司传统 MBB 焊带占比将有所下降，营收及出货量增速将小于行业增速。我们预计 2023–2025 年公司 MBB 互联焊带实现营业收入 13.8/16.9/16.6 亿元，同比 +37.8%/+22.5%/-2.2%，毛利率分别为 12%/11.5%/11%。

**表6: 主营业务假设**

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>互联焊带业务</b>					
合计销售量（万吨）	1.10	1.67	2.88	4.40	5.60
营业收入（百万元）	937.6	1398.0	2425.0	3612.4	4480.0
YOY		49.11%	73.45%	48.97%	24.02%
营业成本（百万元）	817.6	1210.2	2094.2	3129.8	3894.5
毛利率	12.80%	13.43%	13.64%	13.36%	13.07%
<b>其中: SMBB 焊带</b>					
销售量（万吨）		0.17	0.72	1.54	2.52
营业收入（百万元）		145.5	619.2	1278.2	2016.0
YOY			325.55%	106.43%	57.72%
营业成本（百万元）		122.7	526.3	1092.9	1733.8
毛利率		15.70%	15.00%	14.50%	14.00%
<b>其中: MBB 焊带</b>					
销售量（万吨）	0.88	1.25	1.73	2.20	2.24
营业收入（百万元）	719.8	1003.5	1382.4	1694.0	1657.6
YOY		39.42%	37.76%	22.54%	-2.15%
营业成本（百万元）	640.7	885.3	1216.5	1499.2	1475.3
毛利率	10.98%	11.77%	12.00%	11.50%	11.00%
<b>其中: OBB、异形焊带等</b>					
销售量（万吨）	0.22	0.25	0.43	0.66	0.84
营业收入（百万元）	217.8	249.0	423.4	640.2	806.4
YOY		14.32%	70.00%	51.22%	25.96%
营业成本（百万元）	176.9	202.2	351.4	537.8	685.4
毛利率	18.80%	18.80%	17.00%	16.00%	15.00%
<b>汇流焊带</b>					
销售量（万吨）	0.32	0.56	0.72	1.10	1.40
营业收入（百万元）	258.2	446.0	576.0	880.0	1120.0
YOY		72.71%	29.15%	52.78%	27.27%
营业成本（百万元）	224.7	392.5	506.9	774.4	985.6
毛利率	13.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理及预测

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下。2023 年销售费率下降较快主要系光伏焊带业务销售费用支出较少，但同时收入将快速增长。

**表7: 公司盈利预测核心假设**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入增长率</b>	51. 37%	62. 29%	62. 17%	49. 41%	24. 58%
<b>营业成本/营业收入</b>	86. 44%	88. 79%	86. 12%	86. 50%	86. 78%
<b>销售费用/销售收入</b>	0. 37%	0. 32%	0. 30%	0. 25%	0. 20%
<b>管理费用/营业收入</b>	0. 96%	0. 92%	0. 90%	0. 70%	0. 50%
<b>研发费用/销售收入</b>	3. 07%	3. 16%	3. 15%	3. 15%	3. 15%
<b>营业税及附加/营业收入</b>	0. 25%	0. 20%	0. 20%	0. 20%	0. 20%
<b>所得税税率</b>	13. 94%	14. 32%	14. 32%	14. 32%	14. 32%
<b>股利分配比率</b>	0. 00%	18. 64%	15. 00%	15. 00%	15. 00%

资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所预测

综上, 我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 32. 61/48. 72/60. 70 亿元, 同比增长 62. 2%/49. 4%/24. 6%; 实现归母净利润 2. 49/3. 68/4. 60 亿元, 同比增长 148. 2%/47. 7%/24. 9%, 当前股价对应 PE 分别为 28/19/15 倍。

**表8: 公司盈利预测及市场重要数据**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入(百万元)</b>	1, 239	2, 011	3, 261	4, 872	6, 070
(+/-%)	51. 4%	62. 3%	62. 2%	49. 4%	24. 6%
<b>净利润(百万元)</b>	77	100	249	368	460
(+/-%)	-2. 2%	29. 9%	148. 2%	47. 7%	24. 9%
<b>每股收益(元)</b>	1. 11	0. 97	2. 40	3. 54	4. 42
<b>EBITMargin</b>	8. 9%	6. 6%	9. 3%	9. 2%	9. 2%
<b>净资产收益率(ROE)</b>	12. 3%	9. 8%	16. 7%	20. 7%	21. 4%
<b>市盈率(PE)</b>	63. 2	72. 8	28. 1	19. 0	15. 2
<b>EV/EBITDA</b>	45. 5	55. 3	24. 3	17. 7	14. 2
<b>市净率(PB)</b>	7. 31	5. 29	4. 35	3. 61	2. 98

资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所预测

### ◆ 绝对估值: 74. 9-79. 8 元

根据以下主要假设条件, 采用 FCFE 估值方法, 得出公司合理价值区间为 74. 9-79. 8 元, 较公司当前股价有 9. 3%-16. 4% 的溢价空间。

**表9 资本成本假设(百万元)**

无杠杆 Beta	0. 89	T	15. 00%
无风险利率	3. 40%	Ka	8. 30%
股票风险溢价	5. 50%	有杠杆 Beta	0. 94
公司股价(元)	68. 55	Ke	8. 56%
发行在外股数	104	E/(D+E)	90. 00%
股票市值(E)	7005	D/(D+E)	10. 00%
债务总额(D)	437	WACC	8. 13%
Kd	5. 00%	永续增长率(10 年后)	2. 00%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值法相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为绝对估值的敏感性分析。

**表 10 绝对估值的敏感性分析（元）**

<b>77.25</b>	8.4%	8.5%	<b>8.6%</b>	8.7%	8.8%
2.3%	83.64	81.89	80.21	78.58	77.00
2.2%	82.54	80.84	79.19	77.60	76.06
2.1%	81.47	79.81	78.21	76.65	75.15
<b>2.0%</b>	80.44	78.82	<b>77.25</b>	75.74	74.27
1.9%	79.44	77.86	76.33	74.85	73.41
1.8%	78.47	76.93	75.43	73.98	72.58
1.7%	77.53	76.02	74.56	73.14	71.77

资料来源：国信证券经济研究所预测

### 相对估值：70.5-73.9 元

公司主营业务为光伏焊带，产品为光伏组件辅材，我们选取同为光伏组件辅材及设备环节的头部企业作为可比公司：福莱特为光伏玻璃头部企业、通灵股份为光伏接线盒头部企业、聚和材料为光伏银浆头部企业。考虑到公司业绩复合增速高于可比公司，给予 23 年高于均值 5-10% 的估值溢价，得到公司合理相对估值股价区间为 70.5-73.9 元。

**表 11 可比公司估值表**

公司代码	公司名称	最新股价(元) (23.07.04)		EPS		PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
601865	福莱特	37.65	1.33	1.80	2.30	28.31	20.92	16.37
301168	通灵股份	60.26	2.19	3.93	5.20	27.52	15.33	11.59
688503	聚和材料	98.00	3.47	4.84	6.33	28.24	20.25	15.48
					<b>均值</b>	<b>28.02</b>	<b>18.83</b>	<b>14.48</b>
301266	宇邦新材	67.36	2.40	3.54	4.42	28.10	19.02	15.23

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

## 投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

综上，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 32.61/48.72/60.70 亿元，同比增长 62.2%/49.4%/24.6%；实现归母净利润 2.49/3.68/4.60 亿元，同比增长 148.2%/47.7%/24.9%，当前股价对应 PE 分别为 28/19/15 倍。综合考虑 FCFE 估值和相对估值，我们认为公司股价的合理估值区间为 73.9-79.8 元，对应 2023 年动态 PE 区间为 31-33 倍，较公司当前股价有 7.8%-16.4% 的溢价空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采用了绝对估值和相对估值方法，多角度综合分析得出公司的合理估值在 73.9-79.8 元之间，但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、股权资金成本 Ke 的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选择，其中都加入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体如下：

1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

2、股权资金成本 Ke 对公司的估值影响较大，我们在计算 Ke 时采用的无风险利率 3.40%、股票风险溢价 5.50% 的取值都有可能偏低，导致 Ke 计算值较低，从而导

致公司估值高估的风险；

3、我们假定 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司产品的下游行业主要为光伏行业，目前成长性良好，下游需求景气度较高，但是远期面临行业增长减慢甚至下滑的可能性，从而导致公司估值高估的风险；

**相对估值方面：**我们主要关注公司 23 年估值，选取可比公司 23 年平均 PE 作为参考，最终判断公司 23 年合理的 PE 在 29-31 倍之间。上述估值方法存在以下风险：选取的可比公司，各公司对应下游应用存在差异，市场竞争要素和格局存在区别，行业整体估值水平偏高。

### **盈利预测的风险**

**毛利率/价格下降：**铜、锡合金等公司主要原材料价格持续上涨造成公司产品毛利率下降；市场竞争加剧、同行业公司扩产等原因造成公司主要产品价格和毛利率下降市场竞争激烈。

**光伏行业竞争加剧：**光伏组件行业竞争加剧，公司前五大客户收入占比较高，有应收账款计提的风险；焊带行业竞争激烈，公司未来市占率预期存在高估的风险。

### **经营风险**

**产能投放不及预期的风险：**公司正处于产能快速扩张阶段，如果公司新建产能建设进度和调试投产情况不及预期，可能会对公司业绩产生不利影响。

**新产品的研发及市场推广的风险：**公司推出了自主研发的新产品 HJT/XBC 电池组件用焊带，目前尚处在量产初期阶段，如果不能获得市场广泛认可，将会对公司的经营发展产生不利影响。

### **技术风险**

**技术被赶超或替代的风险：**公司所处行业属于技术密集型行业，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

**核心技术泄密风险：**经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

### **政策风险**

公司产品主要用于光伏行业。该行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现销售收入/利润不及预期的风险。

## 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	137	275	300	400	500	<b>营业收入</b>	<b>1239</b>	<b>2011</b>	<b>3261</b>	<b>4872</b>	<b>6070</b>
应收款项	658	1002	1072	1468	1663	营业成本	1071	1785	2808	4214	5267
存货净额	125	129	154	173	173	营业税金及附加	3	4	7	10	12
其他流动资产	53	181	140	190	211	销售费用	5	6	10	12	12
<b>流动资产合计</b>	<b>1062</b>	<b>1956</b>	<b>2038</b>	<b>2606</b>	<b>2923</b>	管理费用	12	19	29	34	30
固定资产	150	192	480	905	1007	研发费用	38	64	103	153	191
无形资产及其他	13	13	12	12	11	财务费用	14	5	6	12	13
其他长期资产	7	17	33	49	61	投资收益	1	2	2	2	2
长期股权投资	5	5	5	5	5	资产减值及公允价值变动	(11)	(16)	(10)	(10)	(10)
<b>资产总计</b>	<b>1237</b>	<b>2183</b>	<b>2568</b>	<b>3576</b>	<b>4007</b>	其他收入	12	19	12	12	12
短期借款及交易性金融负债	321	344	381	799	632	营业利润	87	117	290	429	536
应付款项	148	325	377	566	707	营业外净收支	2	1	0	0	0
其他流动负债	85	72	142	213	265	<b>利润总额</b>	<b>90</b>	<b>117</b>	<b>291</b>	<b>430</b>	<b>537</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>555</b>	<b>746</b>	<b>900</b>	<b>1578</b>	<b>1604</b>	所得税费用	13	17	42	62	77
长期借款及应付债券	13	56	56	56	56	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>77</b>	<b>100</b>	<b>249</b>	<b>368</b>	<b>460</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>13</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>568</b>	<b>802</b>	<b>956</b>	<b>1634</b>	<b>1661</b>	<b>净利润</b>	<b>77</b>	<b>100</b>	<b>249</b>	<b>368</b>	<b>460</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益	669	1381	1612	1943	2347	折旧摊销	10	14	24	40	53
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1237</b>	<b>2183</b>	<b>2568</b>	<b>3576</b>	<b>4008</b>	公允价值变动损失	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
						财务费用	14	5	6	12	13
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(181)	(309)	62	(207)	(23)
每股收益	1.11	0.97	2.40	3.54	4.42	其它	(23)	(143)	6	12	13
每股红利	0.00	0.18	0.36	0.53	0.66	<b>经营活动现金流</b>	<b>(119)</b>	<b>(339)</b>	<b>340</b>	<b>212</b>	<b>502</b>
每股净资产	9.62	13.28	15.50	18.68	22.57	资本开支	(26)	(54)	(310)	(465)	(155)
ROIC	10%	8%	13%	16%	16%	其它投资现金流	(85)	(277)	(16)	(16)	(11)
ROE	12%	10%	17%	21%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(111)</b>	<b>(332)</b>	<b>(326)</b>	<b>(481)</b>	<b>(167)</b>
毛利率	14%	11%	14%	14%	13%	权益性融资	0	612	0	0	0
EBIT Margin	9%	7%	9%	9%	9%	负债净变化	160	174	36	418	(167)
EBITDA Margin	10%	7%	10%	10%	10%	支付股利、利息	0	0	(19)	(37)	(55)
收入增长	51%	62%	62%	49%	25%	其它融资现金流	161	131	36	418	(167)
净利润增长率	-2%	30%	148%	48%	25%	<b>融资活动现金流</b>	<b>146</b>	<b>781</b>	<b>11</b>	<b>369</b>	<b>(235)</b>
资产负债率	46%	37%	37%	46%	41%	<b>现金净变动</b>	<b>(83)</b>	<b>110</b>	<b>25</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
息率	0.0%	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%	货币资金的期初余额	221	137	275	300	400
P/E	60.6	69.8	28.1	19.0	15.2	货币资金的期末余额	137	275	300	400	500
P/B	7.0	5.1	4.3	3.6	3.0	企业自由现金流	(102)	(236)	36	(248)	352
EV/EBITDA	43.7	53.2	24.3	17.7	14.2	权益自由现金流	46	(66)	67	161	174

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032