

2023年09月27日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

光伏焊带领军企业，N型新品加速放量 买入（首次）

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元） | 1,247 | 2,274 | 3,027 | 3,892 |
| 同比 | 55% | 82% | 33% | 29% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 50 | 124 | 162 | 208 |
| 同比 | -7% | 147% | 31% | 28% |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 0.46 | 1.13 | 1.48 | 1.90 |
| P/E（现价&最新股本摊薄） | 23.59 | 9.56 | 7.31 | 5.70 |

关键词：#新需求、新政策

投资要点

- **光伏焊带领先企业、业绩稳步增长。**深耕光伏焊带十数载，为行业领先企业。主要产品包括互连焊带和汇流焊带。随下游光伏行业需求旺盛，公司营收/归母净利润由2018年3.49/0.17亿元增至2022年12.5/0.5亿元，四年CAGR达37%/31%；2023H1营收及归母净利润分别为9.36亿元、0.48亿元，同增38%、65%。
- **产品随电池技术持续迭代升级，我们预计2025年需求27.0万吨、2022-2025年CAGR达19.5%，龙头市占率有望进一步提升。**随N型新技术TOPCON、HJT、xBC类电池技术不断发展，焊带产品不断随之适配迭代升级，焊带朝着更细线径、更多数量的方向发展，从而减少银耗、减少遮光面积，提升组件功率。SMBB有望随TOPCon大规模放量，0BB、低温焊带、扁焊带随HJT、xBC起量逐步放量，我们预计2023/2025年焊带需求达18.4/27.0万吨，2022-2025年CAGR达19.5%。焊带环节市场格局较为分散，2022年CR2仅27%，龙头焊带厂商凭借资金优势加速扩张，市占率有望进一步提升。
- **深度合作大客户享高增需求、新品随N型加速放量。**量：光伏装机需求旺盛，下游客户为晶科、隆基、晶澳、天合等组件龙头，同时拓展通威等新进厂商，公司采取深度合作大客户战略，将充分受益于龙头集中度提升，公司2023年9月末产能达3000吨/月，后续仍将有3万吨扩产规划，将充分满足市场增长需求。利：2022年公司第一大客户为晶科能源，销售占比超40%，晶科为TOPCon先行者，公司SMBB焊带有望受益充分放量，2023H1销售占比已达23%，下半年有望进一步提升，而SMBB相较于MBB焊带盈利更强，有望带动公司盈利结构性改善。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年归母净利润为1.24/1.62/2.08亿元，同比增长147%/31%/28%，对应PE为10/7/6倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业需求增长不及预期、行业竞争加剧、客户拓展不及预期、原材料价格剧烈波动、SMBB盈利下行。

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 10.90 |
| 一年最低/最高价 | 10.01/16.46 |
| 市净率(倍) | 2.39 |
| 流通A股市值(百万元) | 721.44 |
| 总市值(百万元) | 1,191.59 |

基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 4.57 |
| 资产负债率(% LF) | 63.57 |
| 总股本(百万股) | 109.32 |
| 流通A股(百万股) | 66.19 |

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢曾朵红、陈璐和郭亚男的指导。

1. 光伏焊带领先企业，业绩稳步增长

主营光伏焊带，产品序列丰富。公司主要生产的产品为光伏焊带，又称涂锡焊带。光伏焊带是光伏组件的重要组成部分，属于电气连接部分，应用于太阳能电池片的串联或并联，发挥汇集电流和导电的重要作用。根据光伏焊带的性能及适用领域，互连焊带主要包括常规互连焊带、低电阻焊带、反光焊带、MBB 焊带、低温焊带等；汇流焊带主要包括常规汇流焊带、反光焊带、黑色焊带等。

营收逐步增长，盈利水平回升。2020 年上游原材料价格上涨带动焊带价格提升，公司营收连年高涨，2018/2022 年营收分别为 3.5/12.5 亿元，2018-2022 年 CAGR 达 37%，2023H1 营收 9.36 亿元，同增 38%；盈利方面，2018 年公司归母净利润仅为 0.17 亿元，2018-2020 年保持高速增长至 0.6 亿元，2021 年受原材料涨价影响增速由正转负，2022 年仍受原料价格影响，归母净利润为 0.5 亿元，同降 7.41%，增速远低于营收增长，2023H1 公司实现净利润 0.48 亿元，同增 65%，逐步恢复高增长。

2. 受益光伏装机需求高增，N 型发展推动焊带迭代升级

光伏需求旺盛下充分带动焊带需求提升，光伏焊带需求预计 2025 年达 27.0 万吨。根据产业链关系设定光伏焊带和光伏新增装机增速一致，目前全球光伏装机处于高速增长态势，焊带市场需求亦相应增加，我们预计 2023 年光伏焊带需求将达 18.4 万吨，到 2025 年光伏焊带需求将达 27.0 万吨，2022-2025 年 CAGR 达 19.5%。

光伏焊带具有“小行业，大市场”的特征。我国光伏焊带行业发展较为充分，主要以民营企业为主，行业市场化程度较高，同时相比于光伏行业其他环节，如胶膜环节，龙头市占率接近一半，而相比之下焊带行业龙头集中度较低，公司 2022 年市占率仅 10.6%，CR2 也仅 27%，同时焊带行业上市公司较少，随龙头上市充分募资积极进行产能扩张，行业龙头市占率有望进一步提升。

3. 重研发、扩产能，大客户策略推动新品加速放量

不断加大研发投入顺应市场发展与多样化需求，产品性能优越行业领先。2018-2022 年公司研发费用从 0.11 亿元增加至 0.42 亿元，CAGR 达 40%，2023H1 研发费用 0.29 亿元。研发投入的不断加大保障了公司有力的产品竞争力，从产品各项性能指标对比来看，公司产品各项指标如屈服强度、抗拉强度等性能水平为行业领先；同时不断投入进行新品研发与技术开拓，顺应市场前沿技术发展与多样化需求，巩固公司的技术护城河，保持公司行业领先地位。

定增募资扩产，满足市场高增需求。2022 年 9 月公司正式发布定增公告，募资 7500 万元用于焊带产能的扩张，将扩张 15000 吨焊带产能，其中 SMBB 焊带 9000 吨、异形焊带 3000 吨、反光汇流焊带 3000 吨，公司预计 2023 年 9 月末公司产能可达月产

3000 吨，后续仍将有 3 万吨扩产规划，充分满足客户订单需求。

深度合作大客户，将充分受益于龙头集中度提升。2022 年公司前五大客户为晶科能源、隆基乐叶、晶澳太阳能、天合光能和横店集团，销售占比分别为 44.20%/24.01%/11.19%/11.04%/3.76%，公司五大客户均全球组件龙头厂商，同时 2023 年公司也在拓展新龙头客户，目前通威出货占比逐步提升，2023H2 预计占比可达 20%，将成为公司重要大客户，公司采取深度合作大客户战略，随组件龙头市占率的提升，公司有望受益高增。

晶科为 N 型 TOPCon 先行者，公司 SMBB 新品有望受益放量。2022 年公司第一大客户为晶科能源，营收占比持续超 40%；而晶科为 N 型 TOPCon 技术先行者，TOPCon 出货居行业第一，2023H1 出货已超 16GW，TOPCon 主要使用 SMBB 焊带，而 SMBB 焊带相较于 MBB 焊带盈利更高，公司占晶科焊带供应约四成，SMBB 新品有望受益放量。2023H1 公司 SMBB 占比已达 23%，下半年随 N 型出货提升，占比有望进一步提升。

4. 盈利预测及投资建议

2023-2025 年我们预计整体营收达 22.7/30.3/38.9 亿元，毛利率预计分别达 11.5%/11.3%/10.9%。首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.24/1.62/2.08 亿元，同比增长 147%/31%/28%，对应 PE 为 10/7/6 倍，选择同业宇邦新材及辅材龙头通灵股份与聚和材料为可比公司，考虑公司为焊带龙二，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

行业需求增长不及预期。当前光伏行业处于高增长态势，若未来光伏行业装机需求增速放缓对焊带的需求产生不利影响。

行业竞争加剧。焊带行业竞争格局较为分散，若需求放缓、行业竞争逐步加剧将导致行业内企业盈利下行。

客户拓展不及预期。行业竞争逐步加剧，若公司通威、钧达等客户拓展不及预期将影响出货增长。

原材料价格剧烈波动。公司产品主要原材料为铜、锡等大宗商品，若价格发生剧烈波动将导致成本大幅变化进而影响毛利率。

SMBB 盈利下行。随着二三线企业逐步拓展 SMBB 焊带叠加上游龙头议价能力强，压价下或将影响 SMBB 毛利率下行。

同享科技三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 901 | 1,548 | 1,821 | 2,306 | 营业总收入 | 1,247 | 2,274 | 3,027 | 3,892 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 237 | 261 | 224 | 403 | 营业成本(含金融类) | 1,126 | 2,012 | 2,685 | 3,468 |
| 经营性应收款项 | 578 | 1,133 | 1,393 | 1,638 | 税金及附加 | 2 | 3 | 5 | 6 |
| 存货 | 84 | 150 | 200 | 259 | 销售费用 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 10 | 14 | 17 | 19 |
| 其他流动资产 | 2 | 3 | 4 | 5 | 研发费用 | 42 | 68 | 88 | 109 |
| 非流动资产 | 94 | 148 | 210 | 248 | 财务费用 | 12 | 14 | 19 | 23 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 1 | 0 | 1 | 1 |
| 固定资产及使用权资产 | 77 | 116 | 149 | 176 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 1 | 2 | 1 | 1 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 9 | 23 | 33 | 43 | 减值损失 | (7) | (35) | (37) | (41) |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 2 | 3 | 3 | 4 | 营业利润 | 49 | 127 | 176 | 227 |
| 其他非流动资产 | 4 | 4 | 24 | 24 | 营业外净收支 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| 资产总计 | 995 | 1,696 | 2,032 | 2,553 | 利润总额 | 52 | 132 | 180 | 231 |
| 流动负债 | 535 | 1,111 | 1,283 | 1,595 | 减:所得税 | 2 | 8 | 18 | 23 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 200 | 450 | 550 | 650 | 净利润 | 50 | 124 | 162 | 208 |
| 经营性应付款项 | 319 | 634 | 699 | 903 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 50 | 124 | 162 | 208 |
| 其他流动负债 | 17 | 27 | 34 | 42 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.46 | 1.13 | 1.48 | 1.90 |
| 非流动负债 | 2 | 2 | 2 | 2 | EBIT | 61 | 176 | 231 | 289 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 70 | 189 | 250 | 313 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 9.68 | 11.51 | 11.27 | 10.92 |
| 租赁负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归母净利率(%) | 4.03 | 5.44 | 5.35 | 5.33 |
| 其他非流动负债 | 2 | 2 | 2 | 2 | 收入增长率(%) | 55.37 | 82.36 | 33.09 | 28.61 |
| 负债合计 | 538 | 1,113 | 1,285 | 1,597 | 归母净利润增长率(%) | (7.00) | 146.59 | 30.80 | 28.17 |
| 归属母公司股东权益 | 457 | 583 | 747 | 956 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 457 | 583 | 747 | 956 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 995 | 1,696 | 2,032 | 2,553 | | | | | |

| 现金流量表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 重要财务与估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1 | (145) | (33) | 170 | 每股净资产(元) | 4.18 | 5.33 | 6.83 | 8.75 |
| 投资活动现金流 | (33) | (63) | (77) | (57) | 最新发行在外股份(百万股) | 109 | 109 | 109 | 109 |
| 筹资活动现金流 | 63 | 230 | 70 | 64 | ROIC(%) | 10.49 | 19.55 | 17.87 | 17.95 |
| 现金净增加额 | 34 | 25 | (38) | 180 | ROE-摊薄(%) | 10.98 | 21.23 | 21.68 | 21.70 |
| 折旧和摊销 | 10 | 13 | 18 | 23 | 资产负债率(%) | 54.05 | 65.62 | 63.24 | 62.54 |
| 资本开支 | (33) | (63) | (76) | (56) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 23.59 | 9.56 | 7.31 | 5.70 |
| 营运资本变动 | (71) | (340) | (282) | (141) | P/B(现价) | 2.59 | 2.03 | 1.59 | 1.24 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

