

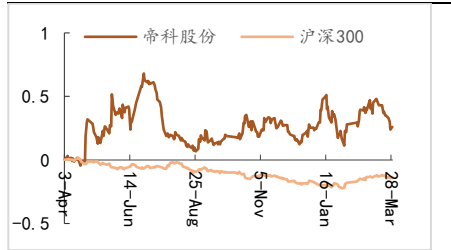
评级： 买入

核心观点

董海军  
分析师  
SAC 执证编号: S0110522090001  
donghaijun@sczq.com.cn  
电话: 86-10-5651 1712

张星梅  
研究助理  
zhangxingmei@sczq.com.cn  
电话: 010-81152658

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	32.96
一年内最高/最低价 (元)	68.00/32.62
市盈率 (当前)	15.83
市净率 (当前)	3.83
总股本 (亿股)	75.82
总市值 (亿元)	2,498.87

资料来源: 聚源数据

相关研究

- **事件:** 公司发布 2023 年度报告, 2023 年实现营业收入 96.03 亿元, 同比增长 154.94%, 实现归母净利润 3.86 亿元, 同比增长 2336.51%, 实现扣非归母净利润 3.43 亿元, 同比增长 2829.96%。2023 年四季度实现营业收入 35.06 亿元, 同比增长 203.41%, 环比增长 33.74%, 实现归母净利润 0.93 亿元, 同比增长 395.41%, 环比增长 3.37%。
- **TOPCon 电池技术进入产业化爆发期, 公司 N 型浆料量利双升。** 2023 年, 公司光伏银浆销量 1713.62 吨, 同比增长 137.89%; 其中 N 型银浆出货 1008.48 吨, 占总出货量比例迅速提升至 58.85%, 处行业领先地位。随着全球光伏新增装机量的提高和光伏技术的进步, TOPCon 电池技术进入了产业化爆发期, 带来了单位银浆耗量与单位加工费的提升。作为光伏导电银浆龙头企业, 公司抓住 N/P 切换机遇, 立足市场前沿, TOPCon 银浆技术持续领跑, N 型浆料销售占比不断提升, 带动了公司整体产量和盈利能力提升, 进一步巩固公司的行业领先地位。
- **LECO 浆料快速放量, 公司享受先发优势。** LECO 浆料通过与激光辅助烧结技术结合, 可提升 TOPCon 电池的效率 0.3-0.5%。公司引领以激光增强烧结为代表的金属化新工艺的产业化与大规模量产, 在 LECO 浆料技术方面具有领先优势。由于技术难度大、维护与操作要求高, LECO 浆料的产品溢价更高, 相关加工费有望提升。随着电池厂商 LECO 技术的全面切换, 公司 LECO 银浆将实现大幅放量, 有望率先享受 LECO 浆料量产红利。
- **加强研发投入, 持续提升产品竞争力。** 公司 2023 年研发费用 3.1 亿元, 同比增长 169.52%, 研发投入占比 3.23%。在光伏新能源领域, 公司持续推动 P 型电池导电银浆提效降本; 加速激光增强烧结、背面超薄磷掺杂多晶硅层等先进工艺量产, 强化 TOPCon 电池全套导电银浆产品的竞争力; 加快 HJT 电池低温银浆及银包铜浆料以及新型 IBC 电池金属化浆料方案的迭代完善。在半导体电子领域, 不断升级芯片封装银浆产品组合, 拓展功率半导体封装用烧结银与 AMB 陶瓷覆铜板钎焊浆料。未来公司将继续发挥研发优势, 不断拓宽公司产品的应用领域和市场。
- **盈利预测与投资评级。** 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 6.4/7.9/8.9 亿元, 每股收益分别为 6.35/7.82/8.82 元, 对应 PE 分别为 11.5/9.3/8.3 倍。首次覆盖, 我们给予公司“买入”的投资评级。
- **风险提示:** 下游装机需求布局预期; 行业竞争加剧导致盈利能力下降。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	96.0	136.0	160.6	180.6
营收增速 (%)	154.9	41.6	18.1	12.5
归母净利润 (亿元)	3.9	6.4	7.9	8.9
归母净利润增速 (%)	2326.1	65.6	23.1	12.8
EPS (元/股)	3.84	6.35	7.82	8.82
PE	19.1	11.5	9.3	8.3

资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6266	7240	8367	9294	经营活动现金流	-1051	49	429	562
现金	1835	1000	1000	1000	净利润	386	639	786	886
应收账款	2933	4125	4870	5479	折旧摊销	19	32	38	44
其它应收款	7	11	12	14	财务费用	155	124	103	32
预付账款	66	94	111	125	投资损失	18	-34	-34	-34
存货	602	846	1000	1131	营运资金变动	-1615	-713	-459	-358
其他	16	23	27	31	其它	-6	16	11	9
非流动资产	518	585	644	701	投资活动现金流	-81	-68	-67	-72
长期投资	0	0	0	0	资本支出	125	100	100	105
固定资产	265	335	398	456	长期投资	174	0	0	0
无形资产	50	45	41	42	其他	-131	32	33	33
其他	139	139	139	139	筹资活动现金流	1113	-816	-362	-490
资产总计	6785	7824	9010	9995	短期借款	-8	-13	-16	-18
流动负债	5367	5651	6209	6562	长期借款	24	174	50	-150
短期借款	2653	1706	1588	1516	其他	145	80	-192	-236
应付账款	155	221	261	295	现金净增加额	-19	-835	0	0
其他	1045	1488	1759	1990					
非流动负债	76	126	176	176	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0	50	100	100	成长能力				
其他	69	69	69	69	营业收入	154.9%	41.6%	18.1%	12.5%
负债合计	5443	5777	6385	6738	营业利润	1217.2%	66.3%	23.2%	12.8%
少数股东权益	18	5	-11	-29	归属母公司净利润	2326.1%	65.6%	23.1%	12.8%
归属母公司股东权益	1323	2042	2637	3287	获利能力				
负债和股东权益	6785	7824	9010	9995	毛利率	11.1%	10.6%	10.5%	10.0%
					净利率	4.0%	4.7%	4.9%	4.9%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	ROE	29.1%	31.3%	29.8%	27.0%
营业收入	9603	13599	16055	18062	ROIC	12.7%	18.6%	19.3%	18.3%
营业成本	8533	12154	14364	16247	偿债能力				
营业税金及附加	13	18	21	24	资产负债率	80.2%	73.8%	70.9%	67.4%
营业费用	83	117	138	155	净负债比率	39.5%	24.4%	20.4%	16.2%
研发费用	310	413	488	549	流动比率	1.17	1.28	1.35	1.42
管理费用	34	48	57	64	速动比率	1.06	1.13	1.19	1.24
财务费用	150	124	103	32	营运能力				
资产减值损失	-107	-80	-80	-80	总资产周转率	1.42	1.74	1.78	1.81
公允价值变动收益	57	57	57	57	应收账款周转率	3.58	3.02	2.80	2.74
投资净收益	-23	-23	-23	-23	应付账款周转率	7.30	6.44	5.94	5.82
营业利润	408	679	837	944	每股指标(元)				
营业外收入	11	11	11	11	每股收益	3.84	6.35	7.82	8.82
营业外支出	4	4	4	4	每股经营现金	-10.46	0.49	4.27	5.59
利润总额	415	686	844	951	每股净资产	13.17	20.32	26.23	32.71
所得税	37	61	74	83	估值比率				
净利润	378	625	770	868	P/E	19.1	11.5	9.3	8.3
少数股东损益	-8	-13	-16	-18	P/B	5.55	3.60	2.79	2.24
归属母公司净利润	386	639	786	886					
EBITDA	576	834	978	1020					
EPS (元)	3.84	6.35	7.82	8.82					

## 分析师简介

董海军，分析师，北京大学硕士，2020年8月加入首创证券。

张星梅，复旦大学硕士，对外经济贸易大学学士，2022年11月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
投资评级分为股票评级和行业评级	<b>股票投资评级</b>	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b>	<b>行业投资评级</b>	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现