

## LECO银浆占比提升, 业绩有望持续超预期

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2024年一季度报告。2024Q1公司实现营收36.4亿元, 同比增长135.4%; 归母净利润1.8亿元, 同比增长103.7%; 扣非净利润1.9亿元, 同比增长143.5%; 综合毛利率10.7%, 净利率4.8%。
- N型TOPCon银浆出货占比进一步提升, 推动营收与利润快速增长。** N型TOPCon电池较PERC单瓦银耗更高, 根据SMM数据24Q1 TOPCon电池排产占比已在60%以上, 因此光伏银浆需求快速增长。公司作为TOPCon电池银浆龙头, 24Q1银浆569.9吨, 同比增长96.8%, 其中TOPCon银浆销售量493.2吨, 占比大幅提升至86.5%, 持续领先行业。目前TOPCon电池银浆技术难度更高, 加工费较PERC银浆更高, 因此公司银浆业务的营收与盈利均有所提升。然一季度白银价格有所上涨, 公司产品销售价格和银粉采购价格均以银点价格为基础定价, 在产品单位毛利不变的情况下, 银价上涨带来毛利率随收入基数变大而小幅下降。
- TOPCon银浆中LECO银浆占比提升, 二季度起盈利有望持续提升。** 2023Q4下游TOPCon电池开始导入LECO激光烧结技术, 进展顺利, 目前LECO基本成为TOPCon电池标配, 要求银浆相应优化升级。目前能够提供LECO银浆方案的供应商较为有限, 公司有望享受行业红利。LECO银浆加工费更高, 随着二季度下游LECO持续导入, 公司LECO银浆占比提升, 盈利能力有望继续提升。
- 硝酸银项目持续推进, 年底有望建成投产, 保障供应链安全与稳定。** 2023年公司规划建设5000吨硝酸银、1800吨金属粉体等高性能电子材料产能。硝酸银产品的纯度对于金属粉体的性能有重要影响, 公司投建硝酸银项目可以极大程度地保障供应链安全性与稳定性, 并有利于降低原材料成本, 提高公司产品竞争力, 进而提高盈利能力。公司硝酸银项目预计2024年年底建成投产, 届时综合实力将进一步提升。
- 盈利预测与投资建议:** 公司作为全球光伏正银龙头, TOPCon电池迭代趋势下享受量利提升机遇, 银粉自供比例逐步提升增厚单位盈利能力。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为36.29%, 给予2024年20倍PE, 目标价89.6元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 下游新技术发展不及预期; 原材料价格上涨, 公司盈利下降的风险; 行业竞争加剧, 银浆加工费下降的风险; 汇率波动的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9602.82	17591.13	24314.78	28965.42
增长率	154.94%	83.19%	38.22%	19.13%
归属母公司净利润(百万元)	385.64	630.66	851.20	976.33
增长率	2326.05%	63.54%	34.97%	14.70%
每股收益EPS(元)	2.74	4.48	6.05	6.94
净资产收益率ROE	28.15%	33.27%	32.48%	28.49%
PE	19	12	9	8
PB	5.67	4.00	2.88	2.20

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: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.41
流通A股(亿股)	1.25
52周内股价区间(元)	45.77-94.38
总市值(亿元)	77.64
总资产(亿元)	75.38
每股净资产(元)	14.23

### 相关研究

## 目 录

<b>1 N型电池银浆量利提升，银浆龙头业绩爆发</b> .....	<b>1</b>
1.1 光伏正银龙头之一，N型时代彰显龙头本色.....	1
1.2 银浆为光伏电池核心辅材，N型电池迭代银浆环节壁垒提升.....	2
1.3 营收与利润爆发，享受N型电池迭代红利.....	6
<b>2 盈利预测与估值</b> .....	<b>7</b>
2.1 盈利预测.....	7
2.2 相对估值.....	8
<b>3 风险提示</b> .....	<b>8</b>

## 图 目 录

图 1：帝科股份成立于 2010 年，深耕光伏电池正银产品近 15 年.....	1
图 2：公司实际控制人为董事长史卫利先生.....	1
图 3：正银在 TOPCon 电池中的应用.....	2
图 4：正银产品中，原材料成本占比超过 99%.....	3
图 5：原材料成本中，银粉占比超过 97%（亿元）.....	3
图 6：正银国产化率持续提升，2022 年达到 85%以上.....	4
图 7：激光辅助烧结前后，TOPCon 电池栅线区域对比.....	5
图 8：2024Q1 公司实现营收 36.4 亿元（亿元）.....	7
图 9：2024Q1 归母净利润 1.8 亿元，同比+103.7%（亿元）.....	7
图 10：24Q1 公司银浆销量约 570 吨，同比增长 96.8%（吨）.....	7

## 表 目 录

表 1：公司核心技术团队成员拥有丰富的研发工作经历.....	2
表 2：光伏银浆主要由银粉、玻璃氧化物和有机载体组成.....	3
表 3：预计 2024 年 TOPCon 银浆需求达到 5300 吨左右.....	4
表 4：银浆企业进入下游电池组件客户供应商体系需经历至少四个环节的验证.....	6
表 5：分业务收入及毛利率.....	8
表 6：可比公司估值.....	8
附表：财务预测与估值.....	9

# 1 N型电池银浆量利提升，银浆龙头业绩爆发

## 1.1 光伏正银龙头之一，N型时代彰显龙头本色

光伏正银龙头之一，引领 N 型 TOPCon 电池银浆发展。2010 年公司于无锡成立，2010~2015 年持续投入光伏电池正面银浆的研发，2015 年 L202h 型号正银产品通过客户量产测试。2016~2017 年公司持续优化、对正银产品迭代升级，先后推出以 DK91、DK92 为代表的正银产品，部分性能指标达到或超越国际四大正银厂商，为后期产品快速推向市场、客户持续拓展奠定基础。2020 年公司登陆创业板上市，为国内首家光伏电池银浆上市公司。2022 年公司应用于 N 型 TOPCon 电池的全套导电银浆出货占比大幅提升，处于行业领导地位；2023 年随着下游 TOPCon 电池占比提升，激光诱导烧结的导入，公司 TOPCon 电池银浆产销量与占比进一步提升，引领 TOPCon 电池银浆产品持续迭代。为进一步打通上游，提高银粉国产化率，2023 年 7 月公司于徐州规划建设 5000 吨硝酸银、1800 吨金属粉体等高性能电子材料产能，投产后将提升公司的盈利能力，巩固光伏银浆龙头地位。

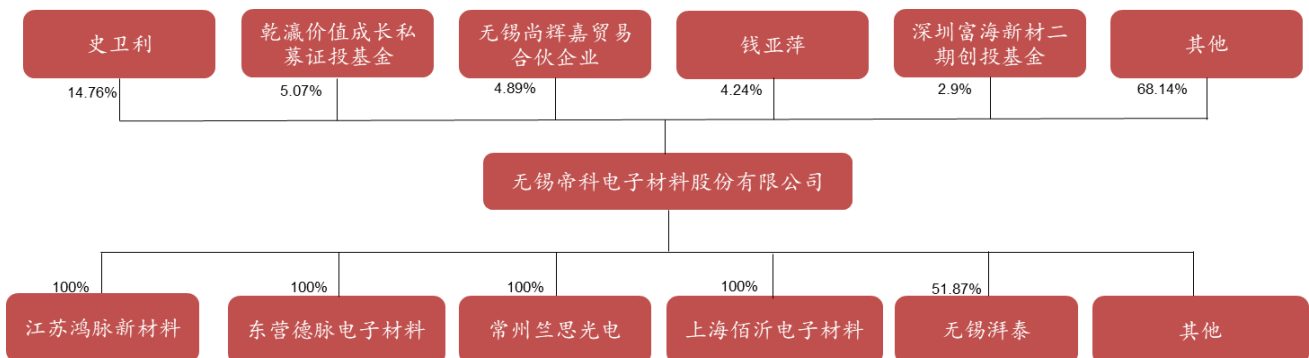
图 1：帝科股份成立于 2010 年，深耕光伏电池正银产品近 15 年



数据来源：公司招股说明书，公司官网，西南证券整理

公司实控人为史卫利先生及其母闫经梅女士。截至 2024 年一季度末，公司董事长、总经理史卫利直接持有公司 14.76% 的股份，另通过无锡尚辉嘉、无锡迪银科、无锡赛德科等持股平台间接持股。闫经梅女士直接持股 1.15%，与史卫利先生为一致行动人，二人直接持股比例合计 15.9%。

图 2：公司实际控制人为董事长史卫利先生



数据来源：Wind，西南证券整理

以董事长为核心的核心技术团队成员拥有丰富的研发工作经历，实力雄厚。公司核心技术人员以董事长史卫利先生为首，与研发总监张洪旺先生均拥有在美多年的研发工作经历。公司首席科技官崔永郁先生曾任三星 SDI（全球主要银浆供应商之一）首席研究员，为公司银浆产品研发提供丰富的经验支持。

**表 1：公司核心技术团队成员拥有丰富的研发工作经历**

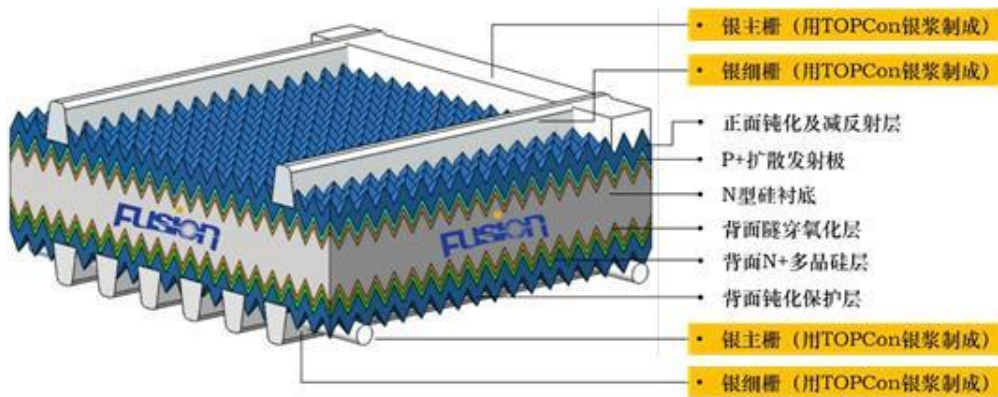
姓名	职务	主要履历
史卫利	董事长、总经理	2006 年 6 月毕业于美国纽约州立大学布法罗分校，获博士学位。2006 年 7 月至 2008 年 7 月，任美国 Evident Technologies, Inc. 资深化学师；2008 年 8 月至 2009 年 7 月，任美国 Nano Dynamics Inc. 项目经理；2009 年 9 月至 2010 年 8 月，任美国 Henkel Corporation 研究员（顾问）；2010 年 8 月至 2012 年 4 月，任美国 FERRO Corporation 研发科学家；2013 年 4 月至今，任公司董事长兼总经理。
张洪旺	副总经理、研发总监	博士学位，2001 年 8 月至 2008 年 2 月，任美国纽约州立大学布法罗分校研究助理；2008 年 3 月至 2008 年 9 月，任美国 Sun Innovation 材料化学家；2008 年 10 月至 2010 年 9 月，任美国罗德岛布朗大学博士后研究员；2010 年 9 月至 2013 年 5 月，任纽约州立大学布法罗分校博士后研究员；2013 年 5 月至今，任本公司研发总监；2015 年 11 月至今，任公司董事。
崔永郁	副总经理、首席科技官	韩国国籍，博士学位。2008 年 8 月至 2014 年 4 月，任韩国三星 SDI 首席研究员；2014 年 5 月至 2014 年 10 月，任沈阳大学研发教授；2014 年 11 月至 2015 年 10 月，任加州大学尔湾分校研究专员；2016 年 8 月至今，任公司首席科技官；2018 年 4 月至今，任公司副总经理、首席科技官。

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 银浆为光伏电池核心辅材，N 型电池迭代银浆环节壁垒提升

光伏电池银浆为制作光伏电池电极的核心材料，由银粉、玻璃氧化物、有机载体等组成。光伏电池电极分为主栅和细栅，细栅用于收集光生载流子，主栅的作用为汇集细栅的电流以及串联。光伏银浆为电子导电浆料的一种，是制备光伏电池金属电极的关键材料，按应用在电池中的位置可分为正面银浆和背面银浆，主要应用在 PERC 电池的正面和 N 型电池的双面；按烧结温度可分为高温银浆和低温银浆。光伏电池银浆是由银粉（导电相）、玻璃氧化物（粘结相）、有机载体（有机树脂/溶剂）组成的混合物，经过配料、混合搅拌、研磨、过滤、检测等生产工序形成均匀膏状物。

**图 3：正银在 TOPCon 电池中的应用**



数据来源：聚和材料招股书，西南证券整理

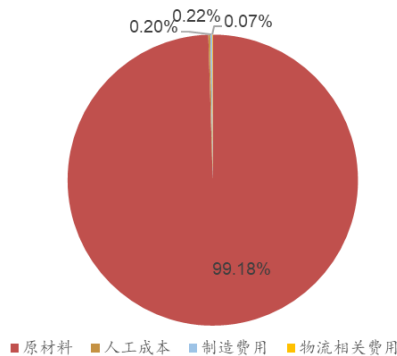
**表 2：光伏银浆主要由银粉、玻璃氧化物和有机载体组成**

	作用
银粉	由硝酸银提取所得，主要作用是导电，成分占比在 89%~90%，银粉质量的优劣直接影响电极材料的体电阻、接触电阻、拉力等
玻璃氧化物	粘结相，作用是导电膜层介质、连接导电相和基底，成分占比 2%~3%，其自身成分比例和整体在银浆中的含量过高会导致银浆导电性变差，过低则无法渗透入钝化层和硅衬底形成导电接触。对银粉的烧结和银-硅欧姆接触的形成、接触效率和拉力有决定作用。
有机载体	主要成分包含有机溶剂、流变剂、润滑剂、树脂、表面活性剂等，成分占比 7%~9%。主要作用是导电相粘结相运载体，控制浆料的流动性。对印刷性能和印刷质量有较大影响。

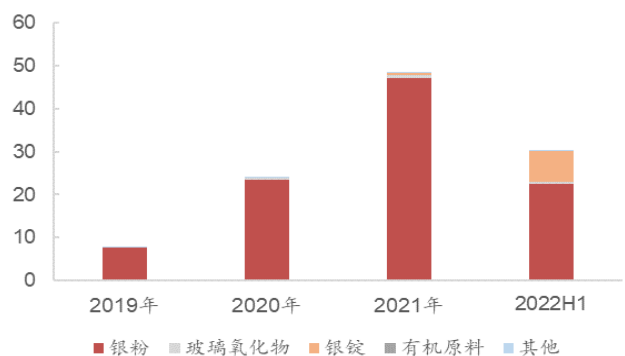
数据来源：SMM 光伏视界，CPIA，西南证券整理

配方为光伏银浆的关键，需根据下游电池技术的工艺和类型的变化不断调整与优化，具备一定定制化的特点。银浆配方的参数调整都可能会影响与电池片厂商生产工艺的适配性及电池片的光电转化效率。光伏电池技术路线多样，同种技术路线中不同厂商也存在一定的工艺差异；在电池技术迭代升级的窗口，银浆企业需要持续升级技术、快速调整配方，开发针对不同技术路线、不同工艺的银浆产品，以满足不同客户的需求。因此，针对产品配方的研究开发、迭代改良、客户适配，是银浆企业核心竞争力的重要来源。

银浆中银粉成本占比超过 97%，对企业营运资金要求较高。根据聚和材料的年度报告和招股书，正银产品中原材料成本达到 99.18%，原材料成本中，超过 97%为银粉（2022 年公司采购一定银锭委托现有银粉供应商加工成银粉），因此银粉价格对成本影响大。银浆企业主要向日本 DOWA 进口银粉，其定价方式一般为伦敦银价折合为结算币种金额的基础上加收一定加工费，因此银粉采购价格受加工费、伦银价格和汇率波动的影响。银粉作为大宗商品，公司向 DOWA 采购时通常以现款和信用证结算，采购付款周期短，因此多采取以销定购、“背靠背”的采购方式；而下游客户为电池组件企业，公司通常给予客户一定账期，并多以银票结算，因此回款周期长于采购付款周期，对营运资金需求大、要求高。

**图 4：正银产品中，原材料成本占比超过 99%**


数据来源：聚和材料招股书，西南证券整理

**图 5：原材料成本中，银粉占比超过 97%（亿元）**


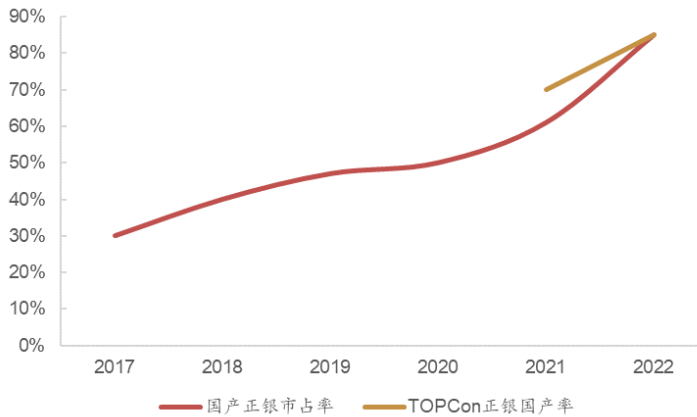
数据来源：聚和材料招股书，西南证券整理

正银国产化率提升，N型电池正银国产化比例高。相较于光伏产业链其他环节，银浆国产化进程相对滞后，特别是正银部分，长期被贺利氏、杜邦等海外企业占据市场。2018 年以后国产正银在性能和价格方面竞争力增强，特别是 2020 年聚和收购三星 SDI 在中国的浆料业务、2021 年帝科收购索特（杜邦 Solamet 光伏银浆业务）后，市场占比提升。根据 CPIA 年报数据，国产正银市占率从 2021 年的 61%左右提升至 2022 年 85%以上，2023 年或提



升至 95%以上；其中聚和、帝科、晶银三家企业在正银市场的全球市占率为 70%以上。N 型电池方面，根据 CPIA 数据，2022 年 TOPCon 电池正银市占率达到 85%左右，HJT 电池用低温银浆中晶银（苏州固得全资子公司）市占率达到 50%以上。

**图 6：正银国产化率持续提升，2022 年达到 85%以上**



数据来源：CPIA，西南证券整理

**2024 年 TOPCon 电池有望基本完成对 PERC 迭代，全年占比或在 70%以上。**2023 年 TOPCon 电池排产占比逐步提升，根据 SMM 数据统计，10 月电池全行业中 TOPCon 排产占比约 32%，至 12 月底排产占比突破 50%。根据 SMM 预测，2024 年 TOPCon 电池组件出货占比有望达到 70%，较 2023 的 30%左右大幅提升，基本完成对 PERC 的迭代。

**TOPCon 电池单瓦银耗更高，N 型电池技术迭代下银浆需求增长。**根据 CPIA 数据、装机预期、考虑 1.3 的容配比和各渠道库存、冗余产量等，我们预计 2024 年全球电池组件需求达到 680GW，2025 年达到 800GW，PERC 电池组件占比随 TOPCon 渗透率提升而下降。根据 CPIA 光伏产业发展路线图（2022~2023），2022 年 PERC 正银耗量约 65mg/片，背面浆料为背银和铝浆背银耗量约 26mg/片；TOPCon 正面细栅采用银铝浆，背面细栅和正面细栅均为银浆，整体来看双面银铝浆（95%银）平均耗量为 115mg/片；HJT 双面低温银浆耗量约 127mg/片。根据聚和材料 23 年中报业绩说明会公告，23 年 TOPCon 银浆耗量约 13mg/W。考虑 TOPCon 电池效率提升、栅线细化等因素，单瓦银耗将保持下降。然随着全球光伏装机需求增长、TOPCon 渗透率提升，电池银浆需求将保持增长，我们计算 2024 年全球光伏银浆需求有望超过 7650 吨，其中 TOPCon 电池银浆超过 5300 吨，同比增长 186.3%。

**表 3：预计 2024 年 TOPCon 银浆需求达到 5300 吨左右**

	2022	2023E	2024E	2025E
全球装机 (GW)	230	400	480	580
电池组件需求 (GW)	366.1	560	680	800
PERC 电池占比	88%	70%	22%	4%
TOPCon 电池占比	6.0%	25%	70%	85%
其他	6.0%	5%	8%	11%
PERC 需求 (GW)	322.2	392.0	149.6	32.0
TOPCon (GW)	22.0	140.0	476.0	680.0
其他 (GW)	22.0	28.0	54.4	88.0

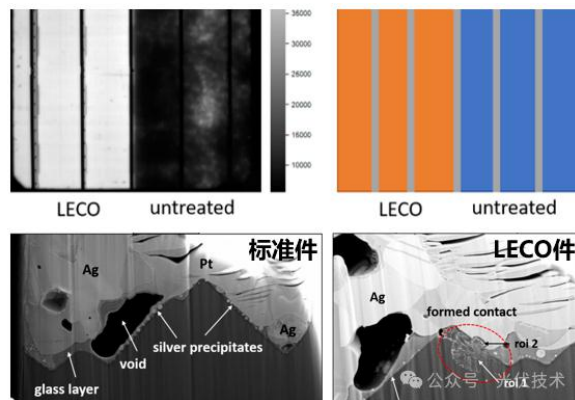
	2022	2023E	2024E	2025E
单位银耗:				
PERC 正银 (mg/W)	8.5	6.5	6.5	6.5
PERC 背银 (mg/W)	3.9	3.2	3.2	3.2
TOPCon 主栅 (mg/W)	2.6	1.9	1.8	1.6
TOPCon 副栅 (mg/W)	12.2	11.4	9.4	8.6
其他 (mg/W)	16	16	16	16
银浆需求 (吨)				
PERC 正银	2738.4	2548.0	972.4	208.0
PERC 背银	1256.5	1254.4	478.7	102.4
TOPCon 主栅	57.1	266.0	856.8	1088.0
TOPCon 副栅	268.0	1596.0	4474.4	5848.0
其他	351.5	448.0	870.4	1408.0
TOPCon 银耗	325.1	1862.0	5331.2	6936.0
同比		472.8%	186.3%	30.1%

数据来源: 聚和材料公司公告, 集邦新能源, 西南证券整理

**激光辅助烧结应用于 TOPCon 电池工序, 可提效 0.2% 以上, 理论提效极限可达 0.6%。**

激光辅助烧结又名激光增强接触优化 (LECO), 用于改善光伏电池中金属电极与硅片之间的接触。通过在 TOPCon 电池正面使用高强度激光脉冲, 同时施加 10V 或以上的偏转电压, 由此产生的数安培的局部电流会显著降低金属与半导体之间的接触电阻。在此过程中, 激光加热造成的热点会局部破坏硅片上的钝化层, 使得银能够与硅片形成直接接触, 建立有效的电子传输路径。并且, 在高温的作用下, 银与硅反应, 局部形成银硅合金。这个过程涉及到银原子扩散进入硅片表面, 并在接触区域形成良好的欧姆接触。根据帝尔激光等测试验证, 目前在 TOPCon 生产中增加激光辅助烧结工艺, 可使 TOPCon 电池提效 0.2% 以上; 根据德国 Fraunhofer ISE 与 Cell Engineering GmbH 理论研究结果, TOPCon 叠加 LECO 后转换效率提高了 0.6%。同时, 激光辅助烧结可以精准控制烧结过程, 使得 TOPCon 电池的背面薄 poly 化难度降低。

图 7: 激光辅助烧结前后, TOPCon 电池栅线区域对比



数据来源: 光伏技术, 西南证券整理



**TOPCon 银浆加工费较 PERC 更高，LECO 银浆技术壁垒与价值量更高，技术迭代趋势下银浆附加值提升。**银浆价格由银价+加工费构成，银价根据伦敦银价为基准。根据 2023 年 11 月聚和公告的三季报投关交流纪要，目前 PERC 电池银浆加工费较稳定，维持在 450~500 元/kg；TOPCon 电池采用银浆加工费比 PERC 高 200 元/kg 以上；HJT 低温银浆加工费在 800g~1000 元/kg。因此，随着 TOPCon 渗透率提升，银浆单耗较 PERC 增长，同时加工费亦提升。LECO 技术中，由于激光可以精确地加热银浆、破坏局部钝化层，使银直接与硅接触，促使银浆局部熔融并扩散进入硅片表面，形成微小的银硅合金结，具有很低的接触电阻；故不再类似传统 TOPCon 使用银铝浆作为电极以降低接触电阻，正面纯银浆也能避免铝可能带来电池效率下降等问题。因此 TOPCon 导入 LECO 技术后，需配合激光工艺开发 LECO 专用浆料，TOPCon 银浆产品技术壁垒与溢价提升，因此加工费将进一步提升。

**TOPCon 电池持续迭代，银浆头部企业具备更优质的客户资源与更强的配方研发能力，建立较高的技术与门槛准入壁垒。**随着 TOPCon 大规模量产，各电池组件企业亦对 TOPCon 优化升级，双面 poly、TBC 均为升级方向之一。TOPCon 升级双面 poly 后，需要在电池正面制备薄 p-poly 层（poly finger），且印刷小于 15 μm 的超细栅线，同时要解决因 p-poly 厚度低于 p+发射极、银铝浆将引发金属复合，以及 p-poly 掺杂浓度比 n-poly 低、纯银浆欧姆接触带来挑战等问题。因此，需要银浆企业开发 TOPCon 双面 poly 专用银浆，通过全新的银粉和玻璃粉设计，实现低的接触电阻。全行业看，头部电池组件企业对电池技术迭代能力更为领先，因此具有良好客户资源基础的头部银浆企业将配合客户需求，开发新的银浆配方，满足下游客户需求。银浆企业进入下游电池组件供应商体系需经过严格的审查与测试流程，在电池技术更新迭代快的趋势下，新进者更难进入且需面临较大不确定性。综上，TOPCon 电池持续迭代，将提升银浆头部企业的配方研发与行业准入壁垒，头部企业领先优势有望放大。

**表 4：银浆企业进入下游电池组件客户供应商体系需经历至少四个环节的验证**

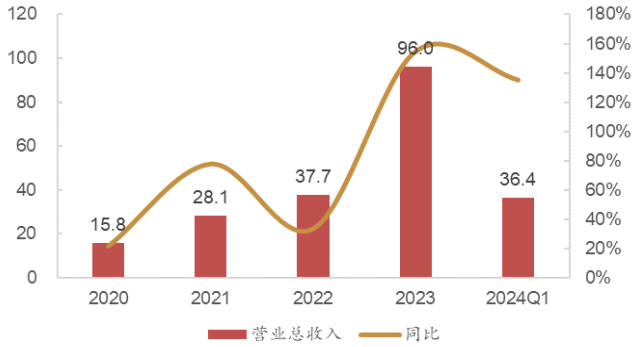
环节	具体内容
资质审查	电池片厂商对光伏浆料厂商的生产能力、生产资质、管理体系、专利等情况进行审查，审查通过后，电池片厂商会提出初步的浆料产品性能要求。
样品测试	电池片厂商对光伏浆料厂商的生产能力、生产资质、管理体系、专利等情况进行审查，审查通过后，电池片厂商会提出初步的浆料产品性能要求。
重复验证	样品测试完成后电池片厂商开始对浆料产品从小批量、中批量、大批量等各个阶段材料的品质均一性、量产稳定性等进行重复验证。验证时间与电池片厂商产品相关，下游厂商不断迭代的电池片产品对浆料产品的验证周期有所不同。
批量供货	电池片厂商与光伏浆料厂商就浆料产品签订正式的采购订单。为确保产品质量，电池片厂商均建立了严格的供应商考核、管理制度，基于产品性能稳定性、供应链安全等因素考虑，优先选择具有技术实力和能够长期稳定合作的供应商进行采购验证。浆料产品通过客户验证后，双方一般会保持长期稳定的合作关系，交易量随着电池片厂商生产规模以及产品质量得到持续验证而逐步扩大。

数据来源：儒兴科技招股说明书，西南证券整理

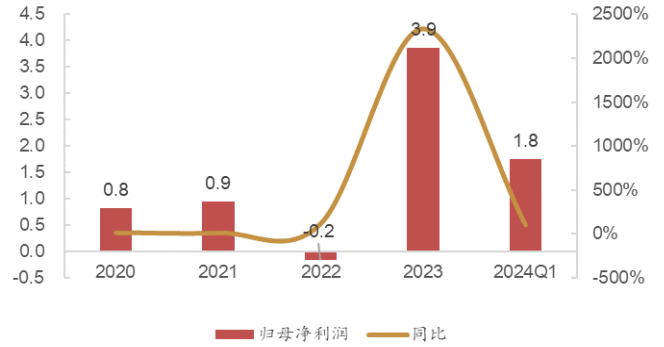
### 1.3 营收与利润爆发，享受 N 型电池迭代红利

**受益于 TOPCon 电池银浆销量和占比提升，2023 年以来公司营收与利润呈现爆发式增长。**2023 年公司营收 96.0 亿元，同比增长 154.9%；归母净利润 3.9 亿元，同比增长 2336.5%（2022 年因进口银粉而持有外币贷款，产生汇兑损失 1 亿元从而造成亏损）；银浆销量 1713.6 吨，同比增长 137.7%，其中 TOPCon 电池银浆销量 1008.5 吨，占比 58%以上。2024 年一季度公司营收 36.4 亿元，同比增长 135.4%；归母净利润 1.8 亿元，同比增长 103.7%；银

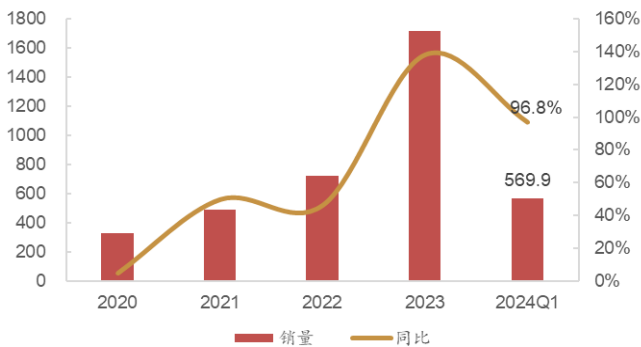
浆销量近 570 吨，同比增长 96.8%，其中 TOPCon 电池银浆销量 493 吨，占比提升至 86% 以上，带动公司利润大幅提升。

**图 8：2024Q1 公司实现营收 36.4 亿元 (亿元)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 9：2024Q1 归母净利润 1.8 亿元，同比+103.7% (亿元)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 10：24Q1 公司银浆销量约 570 吨，同比增长 96.8% (吨)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：随着光伏装机需求增长，光伏电池产量增长，以及 TOPCon 技术迭代，光伏银浆需求保持增长。我们预计 2024~2026 年公司光伏银浆销量分别为 2800 吨、4000 吨、5000 吨。

假设 2：N 型电池银浆加工费较 PERC 更高，且随着 TOPCon 电池持续迭代升级，新工艺导入提高银浆加工壁垒，银价也有所上涨；但 2025 年起加工费随着工艺成熟而有所下降，我们预计 2024~2026 年银浆价格分别为 600/580/550 万元/吨。

假设 3：导电胶业务逐年增长，2024~2026 年营收增速分别为 100%/80%/80%，毛利率恢复至 10% 的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2024~2026 年分业务收入成本如下表：

**表 5：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
光伏导电银浆	收入	9078.4	16800.0	23200.0	27500.0
	增速	167.7%	85.1%	38.1%	18.5%
	毛利率	11.7%	12.0%	12.0%	10.0%
导电胶	收入	9.0	18.0	32.4	58.4
	增速	150.7%	100.0%	80.0%	80.0%
	毛利率	-14.7%	10.0%	10.0%	10.0%
其他	收入	515.4	773.1	1082.4	1407.1
	增速	38.9%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	2.5%	3.0%	3.0%	3.0%
合计	收入	9602.8	17591.1	24314.8	28965.4
	增速	154.9%	83.2%	38.2%	19.1%
	毛利率	11.1%	11.6%	11.6%	9.7%

数据来源：Wind, 西南证券

## 2.2 相对估值

我们选取光伏辅材环节的三家公司作为可比公司，三家公司 2024 年平均 PE 为 19 倍。公司作为全球光伏正银龙头，TOPCon 电池迭代趋势下享受量利提升机遇，银粉自供比例逐步提升增厚单位盈利能力。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 36.29%，给予 2024 年 20 倍 PE，目标价 89.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 6：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
300842.SZ	聚和材料	56.45	2.67	4.43	5.37	6.09	21.14	12.75	10.51	9.26
002079.SZ	苏州固得	9.10	0.19	0.35	0.47	0.50	47.89	25.71	19.38	18.11
603806.SH	福斯特	27.01	0.99	1.39	1.69	2.01	27.28	19.48	16.01	13.47
平均值							32.10	19.31	15.30	13.61

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 3 风险提示

- 1) 下游新技术发展不及预期的风险；
- 2) 原材料价格上涨，公司盈利下降的风险；
- 3) 行业竞争加剧，银浆加工费下降的风险；
- 4) 汇率波动的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9602.82	17591.13	24314.78	28965.42	净利润	377.66	630.66	851.20	976.33
营业成本	8532.69	15550.13	21495.07	26167.38	折旧与摊销	18.97	20.38	26.75	32.78
营业税金及附加	12.59	20.91	29.90	35.22	财务费用	149.80	354.59	441.40	541.75
销售费用	82.60	175.91	291.78	173.79	资产减值损失	-0.60	0.00	0.00	0.00
管理费用	343.96	844.37	1142.79	1013.79	经营营运资本变动	-546.25	-2600.10	-1146.01	-1000.84
财务费用	149.80	354.59	441.40	541.75	其他	-1050.58	195.07	107.77	58.76
资产减值损失	-0.60	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-1050.99</b>	<b>-1399.40</b>	<b>281.11</b>	<b>608.78</b>
投资收益	-36.11	0.00	0.00	0.00	资本支出	-104.85	-150.00	-150.00	-100.00
公允价值变动损益	57.04	41.07	46.40	44.62	其他	24.04	8.21	55.73	45.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-80.81</b>	<b>-141.79</b>	<b>-94.27</b>	<b>-54.57</b>
<b>营业利润</b>	<b>408.14</b>	<b>686.28</b>	<b>960.24</b>	<b>1078.11</b>	短期借款	1092.60	1872.44	1003.06	602.84
其他非经营损益	6.98	6.75	7.03	6.70	长期借款	0.00	50.00	50.00	20.00
<b>利润总额</b>	<b>415.12</b>	<b>693.03</b>	<b>967.27</b>	<b>1084.81</b>	股权融资	18.55	0.00	0.00	0.00
所得税	37.46	62.37	116.07	108.48	支付股利	0.00	-77.13	-126.13	-170.24
净利润	377.66	630.66	851.20	976.33	其他	2.00	-380.01	-441.40	-541.75
少数股东损益	-7.98	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1113.15</b>	<b>1465.31</b>	<b>485.53</b>	<b>-89.15</b>
归属母公司股东净利润	385.64	630.66	851.20	976.33	<b>现金流量净额</b>	<b>-20.20</b>	<b>-75.89</b>	<b>672.37</b>	<b>465.06</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1835.00	1759.11	2431.48	2896.54	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3808.01	7193.78	9605.69	11661.87	销售收入增长率	154.94%	83.19%	38.22%	19.13%
存货	602.19	1473.99	1902.39	2293.23	营业利润增长率	1217.24%	68.15%	39.92%	12.28%
其他流动资产	21.14	70.02	71.94	79.90	净利润增长率	1879.23%	66.99%	34.97%	14.70%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	546.58%	83.95%	34.60%	15.70%
投资性房地产	17.14	17.14	17.14	17.14	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	269.96	401.70	527.06	596.40	毛利率	11.14%	11.60%	11.60%	9.66%
无形资产和开发支出	50.45	48.65	46.85	45.06	三费率	6.00%	7.82%	7.72%	5.97%
其他非流动资产	180.83	180.51	180.19	179.87	净利率	3.93%	3.59%	3.50%	3.37%
<b>资产总计</b>	<b>6784.72</b>	<b>11144.90</b>	<b>14782.74</b>	<b>17770.01</b>	ROE	28.15%	33.27%	32.48%	28.49%
短期借款	2652.61	4525.05	5528.11	6130.95	ROA	5.57%	5.66%	5.76%	5.49%
应付和预收款项	1631.63	3613.38	4891.46	5973.07	ROIC	21.09%	20.63%	17.29%	16.68%
长期借款	0.00	50.00	100.00	120.00	EBITDA/销售收入	6.01%	6.03%	5.87%	5.71%
其他负债	1158.79	1060.97	1642.61	2119.34	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5443.03</b>	<b>9249.41</b>	<b>12162.18</b>	<b>14343.36</b>	总资产周转率	1.89	1.96	1.88	1.78
股本	100.50	140.70	140.70	140.70	固定资产周转率	53.48	55.31	56.44	54.65
资本公积	547.83	507.63	507.63	507.63	应收账款周转率	4.63	4.21	3.92	3.65
留存收益	675.31	1228.84	1953.90	2759.99	存货周转率	17.66	14.97	12.72	12.46
归属母公司股东权益	1323.36	1877.17	2602.23	3408.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	59.68%	—	—	—
少数股东权益	18.33	18.33	18.33	18.33	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1341.69</b>	<b>1895.49</b>	<b>2620.56</b>	<b>3426.65</b>	资产负债率	80.22%	82.99%	82.27%	80.72%
负债和股东权益合计	6784.72	11144.90	14782.74	17770.01	带息债务/总负债	48.73%	49.46%	46.28%	43.58%
					流动比率	1.17	1.15	1.17	1.20
					速动比率	1.06	0.99	1.01	1.03
					股利支付率	0.00%	12.23%	14.82%	17.44%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	2.74	4.48	6.05	6.94
					每股净资产	9.41	13.34	18.49	24.22
					每股经营现金	-7.47	-9.95	2.00	4.33
					每股股利	0.00	0.55	0.90	1.21
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	576.91	1061.25	1428.39	1652.64					
PE	19.45	11.90	8.81	7.68					
PB	5.67	4.00	2.88	2.20					
PS	0.78	0.43	0.31	0.26					
EV/EBITDA	10.34	9.47	7.31	6.41					
股息率	0.00%	1.03%	1.68%	2.27%					

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。



## 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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn



---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@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	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@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

---