

N型银浆占比提升, 盈利持续改善

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2024年半年度报告。24H1公司实现营收67.6亿元, 同比+61.8%; 归母净利润3.0亿元, 同比+11.1%; 扣非净利润3.3亿元, 同比+65.9%。其中24Q2公司实现营收38.1亿元, 环比+29.1%; 归母净利润2.2亿元, 环比+194.4%; 计提资产减值损失+信用减值损失约9900万元。
- LECO成为TOPCon电池标配工艺, 公司TOPCon电池银浆出货占比提升, 盈利持续提升。** 24Q2 TOPCon电池排产占比近80%, 且LECO工艺成为TOPCon产线标配, 因此公司TOPCon银浆占比从一季度的60%提升至第二季度的80%。出货量方面, 24H1公司银浆出货1153吨, 其中一季度约550吨, 二季度约613吨环比提升11%+。LECO银浆银浆加工费更高, 盈利更好, 加之二季度银价上涨带来部分银点收益, 二季度公司盈利能力全面提升: 毛利率较Q1提升4.7pp至12.96%; 净利率提升3.3pp至5.85%。
- 新技术产品持续研发与拓展, 产品矩阵拓宽。** 公司持续加强电池新技术配套银浆产品研发, 围绕“超窄线宽快速印刷技术”, “高醋酸可靠性烧结体系技术”, “硼扩散激光SE匹配银浆技术”, “高铜含低电阻低温浆料技术”, “LECO烧结高性能银浆”, “P-Poly低接触低复合银浆技术”, “0BB高效低成本银浆技术”等多项光伏金属化关键技术进行突破创新。0BB封装定位胶实现规模化量产, 并退出BC绝缘胶和电池保护胶系列产品。在非光伏领域, 在通信器件、基础电子元器件等市场的产品实现单月吨级量产出货。
- 二季度经营性现金流转正。** 24Q2公司加强回款, 经营性现金流净额7.6亿元, 环比转正; 二季度末公司货币资金7.3亿元, 在手资金充足。
- 盈利预测与投资建议:** 公司为光伏电池银浆龙头, 成本与盈利优势显著。给予2025年13倍PE, 目标价44.20元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 全球光伏装机需求不及预期的风险; 原材料价格大幅波动的风险; 竞争加剧, 盈利能力下降的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10290.37	16320.00	19340.00	22100.00
增长率	58.21%	58.59%	18.50%	14.27%
归属母公司净利润(百万元)	442.08	696.64	823.69	941.15
增长率	13.00%	57.58%	18.24%	14.26%
每股收益EPS(元)	1.83	2.88	3.40	3.89
净资产收益率ROE	8.97%	12.62%	13.28%	13.48%
PE	16	10	9	8
PB	1.46	1.30	1.16	1.03

数据来源: Wind, 西南证券

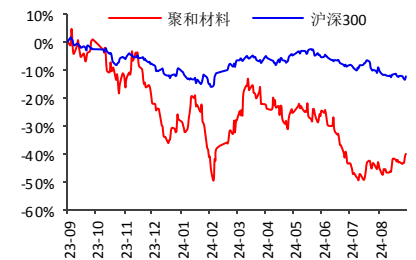
西南证券研究发展中心

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: Wind

基础数据

总股本(亿股)	2.42
流通A股(亿股)	1.79
52周内股价区间(元)	24.80-78.19
总市值(亿元)	71.97
总资产(亿元)	86.26
每股净资产(元)	19.28

相关研究

- 聚和材料(688503): 光伏银浆量利提升, 正银龙头加速成长 (2024-03-18)

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、3500 吨、4000 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，预计加工费维持在较为稳定的水平，2024~2026 年银浆价格为 580 万元/吨、550 万元/吨、550 万元/吨。

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 1：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	10203.9	16240.0	19250.0	22000.0
	增速	57.6%	59.2%	18.5%	14.3%
	毛利率	9.6%	12.0%	11.0%	11.0%
其他业务	收入	86.5	80.0	90.0	100.0
	增速	177.6%	-7.5%	12.5%	11.1%
	毛利率	30.4%	24.4%	23.3%	22.5%
合计	收入	10290.4	16320.0	19340.0	22100.0
	增速	58.2%	58.6%	18.5%	14.3%
	毛利率	9.8%	12.1%	11.1%	11.1%

数据来源：Wind, 西南证券

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 2025 年平均 PE 为 13 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 2024 年公司归母净利润为 7.0 亿元，2025 年归母净利润为 8.2 亿元，给予 2025 年 13 倍 PE，目标价 44.20 元，维持“买入”评级。

表 2：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	帝科股份	35.75	3.85	4.42	5.36	6.35	9.29	8.09	6.67	5.63
002079.SZ	苏州固得	7.72	0.19	0.24	0.43	0.53	40.63	31.51	17.77	14.64
603806.SH	福斯特	15.39	0.99	0.86	1.08	1.30	15.55	17.82	14.19	11.83
平均值							21.82	19.14	12.88	10.70

数据来源：Wind, 西南证券整理

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	10290.37	16320.00	19340.00	22100.00	净利润	441.11	696.64	823.69	941.15
营业成本	9280.21	14351.70	17201.50	19657.50	折旧与摊销	67.01	33.04	40.30	46.50
营业税金及附加	15.46	22.56	27.51	31.15	财务费用	38.61	178.04	212.46	224.50
销售费用	39.97	97.92	96.70	88.40	资产减值损失	-47.70	-200.00	-80.00	-50.00
管理费用	381.32	1060.80	967.00	1105.00	经营营运资本变动	-1832.62	-1078.44	-1005.68	-994.60
财务费用	38.61	178.04	212.46	224.50	其他	-1330.15	268.00	119.88	94.38
资产减值损失	-47.70	-200.00	-80.00	-50.00	经营活动现金流净额	-2663.75	-102.71	110.65	261.93
投资收益	41.29	0.00	0.00	0.00	资本支出	-185.53	-150.00	-150.00	-100.00
公允价值变动损益	-12.70	-8.47	-9.88	-9.41	其他	318.72	22.31	-126.07	43.55
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	133.18	-127.69	-276.07	-56.45
营业利润	498.02	800.51	904.95	1034.05	短期借款	1164.70	1343.58	769.21	439.75
其他非经营损益	0.07	0.23	0.21	0.19	长期借款	0.00	50.00	50.00	20.00
利润总额	498.09	800.74	905.15	1034.24	股权融资	-17.13	0.00	0.00	0.00
所得税	56.98	104.10	81.46	93.08	支付股利	-60.21	-88.42	-139.33	-164.74
净利润	441.11	696.64	823.69	941.15	其他	1274.31	-191.57	-212.46	-224.50
少数股东损益	-0.98	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	2361.68	1113.60	467.42	70.51
归属母公司股东净利润	442.08	696.64	823.69	941.15	现金流量净额	-171.93	883.20	302.00	276.00
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	748.80	1632.00	1934.00	2210.00	成长能力				
应收和预付款项	2890.24	4619.01	5428.59	6227.01	销售收入增长率	58.21%	58.59%	18.50%	14.27%
存货	1327.01	1812.97	2216.73	2565.75	营业利润增长率	16.48%	60.74%	13.05%	14.27%
其他流动资产	1827.97	1408.32	1532.07	1486.87	净利润增长率	12.75%	57.93%	18.24%	14.26%
长期股权投资	228.52	228.52	228.52	228.52	EBITDA 增长率	21.51%	67.58%	14.44%	12.73%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	203.66	340.42	469.93	543.23	毛利率	9.82%	12.06%	11.06%	11.05%
无形资产和开发支出	138.76	120.64	102.51	84.39	三费率	4.47%	8.19%	6.60%	6.42%
其他非流动资产	130.80	129.12	127.44	125.76	净利率	4.29%	4.27%	4.26%	4.26%
资产总计	7495.75	10291.00	12039.79	13471.54	ROE	8.97%	12.62%	13.28%	13.48%
短期借款	1930.28	3273.87	4043.07	4482.82	ROA	5.88%	6.77%	6.84%	6.99%
应付和预收款项	570.72	1357.62	1585.52	1772.23	ROIC	11.11%	13.58%	12.98%	12.48%
长期借款	0.00	50.00	100.00	120.00	EBITDA/销售收入	5.87%	6.20%	5.99%	5.91%
其他负债	74.91	89.47	106.79	115.66	营运能力				
负债合计	2575.91	4770.96	5835.38	6490.71	总资产周转率	1.55	1.84	1.73	1.73
股本	165.63	242.03	242.03	242.03	固定资产周转率	72.81	70.63	52.70	46.63
资本公积	3526.22	3449.81	3449.81	3449.81	应收账款周转率	6.68	6.75	6.09	5.94
留存收益	1219.97	1828.20	2512.56	3288.98	存货周转率	9.55	9.09	8.52	8.21
归属母公司股东权益	4919.84	5520.05	6204.41	6980.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	74.94%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	4919.84	5520.05	6204.41	6980.83	资产负债率	34.36%	46.36%	48.47%	48.18%
负债和股东权益合计	7495.75	10291.00	12039.79	13471.54	带息债务/总负债	74.94%	69.67%	71.00%	70.91%
					流动比率	2.66	2.02	1.95	1.97
					速动比率	2.14	1.63	1.56	1.56
					股利支付率	13.62%	12.69%	16.92%	17.50%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	603.64	1011.59	1157.71	1305.05	每股收益	1.83	2.88	3.40	3.89
PE	16.28	10.33	8.74	7.65	每股净资产	20.33	22.81	25.63	28.84
PB	1.46	1.30	1.16	1.03	每股经营现金	-11.01	-0.42	0.46	1.08
PS	0.70	0.44	0.37	0.33	每股股利	0.25	0.37	0.58	0.68
EV/EBITDA	7.63	7.33	6.75	6.17					
股息率	0.84%	1.23%	1.94%	2.29%					

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
上海	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
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	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
	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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@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
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
