

事件: 4 月 26 日, 公司发布 2022 年度报告与 2023 年度一季报, 22 年公司实现收入 37.67 亿元, 同比+33.83%; 实现归母净利-1732.39 万元, 同比-118.44%; 实现扣非净利-1264.39 万元, 同比-112.00%。分季度来看, 22Q4 公司实现收入 11.56 亿元, 同比+96.26%; 实现归母净利-3147.33 万元, 扣非净利-139.12 万元。公司 22 年亏损的原因主要由于美联储持续大幅加息等全球宏观环境变动的影响, 短期内美元升值, 人民币有所贬值, 导致公司因进口银粉而持有的外币贷款产生汇兑损失约 1 亿元。

23Q1 公司实现营收 15.48 亿元, 同比+121.72%; 归母净利润 8626.37 万元, 实现扣非净利 7977.50 万元, 总体来看 23Q1 业绩超预期。

业绩短期承压, Q1 盈利能力显著提升。 由于汇兑损益和产品价格下降等因素, 公司 22 年盈利能力有所下降, 毛利率、净利率为 8.80%/-0.56%, 其中 22 年四季度净利率为-2.92%。23 年一季度公司盈利触底反弹, 毛利率、净利率达到 11.31%/5.48%, 与 22 年全年相比提升 2.51/6.04Pcts, 盈利提升主要得益于公司费用管控能力的提升, 23 一季度公司销售、管理和财务费用率为 0.96%/2.82%/0.82%, 与 22 年全年相比下降 0.28/1.14/2.17Pcts。

产品竞争力持续提升, N 型替代+国产银粉导入有望增厚盈利。 公司 22 年销售量达到 721 吨, 同比+46%, 其中大部分为光伏导电浆料。TOPCon 方面, 公司显著提升了 N 型 TOPCon 电池全套导电银浆产品的竞争力, 在出货结构中占比持续快速攀升, 产品性能与市场份额均处于行业领先地位; HJT 方面, 公司的 N 型 HJT 电池低温银浆及银包铜浆料产品已在多家行业头部企业完成了产品认证和批量验证, 处于持续供货交付阶段; 新型 IBC 电池导电银浆多年来处于持续出货交付阶段。此外, 公司大力推进国产银粉导入替代, 配合下游龙头客户的降本需求不断提升国产银粉使用比例。国产银粉的替代使用有利于公司供应链安全与降本, 对公司盈利能力起到正面积积极的影响。

布局电子专用材料优化产业结构, 产业链布局加速完善。 公司在山东东营启动投资建设电子专用材料项目, 项目计划总投资 4 亿元, 包括年产 5000 吨硝酸银项目、年产 2000 吨金属粉项目、年产 200 吨电子级浆料项目, 该项目投产后有望强化公司在光伏和半导体领域的布局深度。

投资建议: 预计公司 23-25 年营收分别为 76.39/96.51/124.16 亿元, 归母净利润分别为 3.99/6.04/8.11 亿元, 对应 PE 为 17/11/8, 公司是国内光伏银浆领先企业, 有望受益于光伏行业的高景气与 HJT 产业化, 维持“推荐”评级。

风险提示: 下游需求不及预期, 市场竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3767	7639	9651	12416
增长率 (%)	33.8	102.8	26.3	28.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	-17	399	604	811
增长率 (%)	-118.4	2403.8	51.3	34.3
每股收益 (元)	-0.17	3.99	6.04	8.11
PE	/	17	11	8
PB	7.5	5.2	3.6	2.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价)

推荐

当前价格:

维持评级

68.58 元



分析师 邓永康

执业证书: S0100521100006

电话: 021-60876734

邮箱: dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书: S0100522070002

电话: 021-60876734

邮箱: guoyanchen@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书: S0100522120001

电话: 021-60876734

邮箱: zhubiye@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书: S0100122060013

电话: 021-60876734

邮箱: linyutao@mszq.com

相关研究

1. 光伏行业专题报告: 洞鉴光伏·9 月刊—初心如磐, 光向璀璨-2022/09/20

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3767	7639	9651	12416
营业成本	3435	6791	8497	10910
营业税金及附加	4	8	10	12
销售费用	47	76	97	124
管理费用	34	53	68	87
研发费用	115	191	241	310
EBIT	85	508	740	974
财务费用	113	61	60	59
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-18	0	0	0
营业利润	-37	447	679	914
营业外收支	3	7	7	7
利润总额	-33	454	686	921
所得税	-12	54	82	111
净利润	-21	399	604	811
归属于母公司净利润	-17	399	604	811
EBITDA	99	523	757	993

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	866	925	1064	1256
应收账款及票据	1633	2534	3217	4139
预付款项	110	136	170	218
存货	362	660	826	1061
其他流动资产	56	26	25	28
流动资产合计	3028	4281	5302	6701
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	94	121	133	136
无形资产	18	18	17	17
非流动资产合计	327	322	315	306
资产合计	3355	4602	5617	7007
短期借款	1560	1560	1560	1560
应付账款及票据	781	1509	1888	2424
其他流动负债	46	166	197	240
流动负债合计	2387	3235	3645	4225
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	23	23	23	23
非流动负债合计	23	23	23	23
负债合计	2410	3258	3669	4248
股本	100	100	100	100
少数股东权益	26	26	26	26
股东权益合计	945	1344	1948	2759
负债和股东权益合计	3355	4602	5617	7007

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	33.83	102.80	26.34	28.65
EBIT 增长率	-12.78	495.83	45.67	31.64
净利润增长率	-118.44	2403.81	51.32	34.27
盈利能力 (%)				
毛利率	8.80	11.11	11.95	12.13
净利率	-0.46	5.22	6.26	6.53
总资产收益率 ROA	-0.52	8.67	10.75	11.57
净资产收益率 ROE	-1.89	30.28	31.42	29.67
偿债能力				
流动比率	1.27	1.32	1.45	1.59
速动比率	1.07	1.07	1.18	1.28
现金比率	0.36	0.29	0.29	0.30
资产负债率 (%)	71.82	70.79	65.31	60.62
经营效率				
应收账款周转天数	85.46	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	37.98	35.00	35.00	35.00
总资产周转率	1.34	1.92	1.89	1.97
每股指标 (元)				
每股收益	-0.17	3.99	6.04	8.11
每股净资产	9.19	13.18	19.22	27.33
每股经营现金流	-1.97	0.49	2.10	2.62
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	17	11	8
PB	7.5	5.2	3.6	2.5
EV/EBITDA	60.54	11.35	7.65	5.64
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-21	399	604	811
折旧和摊销	14	15	17	19
营运资金变动	-349	-439	-472	-628
经营活动现金流	-197	49	210	262
资本开支	-86	-3	-3	-3
投资	42	37	0	0
投资活动现金流	-41	34	-3	-3
股权募资	1	0	0	0
债务募资	322	44	0	0
筹资活动现金流	279	-24	-68	-68
现金净流量	41	59	139	192

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准

	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026