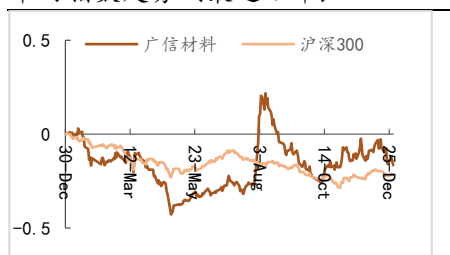


评级： 买入

翟炜
首席分析师
SAC 执证编号：S0110521050002
zhaiwei@sczq.com.cn
电话：13581945259

邓睿祺
分析师
SAC 执证编号：S0110522110004
dengruiqi@sczq.com.cn
电话：18042686813

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）	13.50
一年内最高/最低价（元）	20.50/8.86
市盈率（当前）	-6.60
市净率（当前）	3.85
总股本（亿股）	1.93
总市值（亿元）	26.06

资料来源：聚源数据

相关研究

- 经营反转在即，光伏新材料开启新增长

核心观点

- **国内领先油墨涂料制造企业。**公司是国内领先的油墨、涂料制造企业，拥有高性能油墨、涂料的自主研发能力。在保持传统产品发展的同时，公司还向平板显示和半导体光刻胶、自制树脂等领域进行拓展，计划在纵向实现部分材料自产、增加既有产品供应，在横向扩大产品品类。
- **江西广臻新基地兼顾向上游延伸和强化产业集群，传统业务反转在即。**树脂是公司主要成本项之一，公司计划在江西广臻自制树脂等原材料，以提高公司对关键原材料掌控能力，如果顺利投产将有效降低公司营业成本，并加强产业集群优势。此外，由于新基地位于化工园区，相比不在化工园区的老基地更具环保安全的监管优势。
- **汽车领域涂料需求崛起。**我国新能源车行业的快速发展为国内汽车涂料市场带来机遇，国产涂料品牌在研发本土化、供应当地化、响应快速化等关键环节更具优势。公司积极布局汽车领域，不仅实现车灯涂料在通用五菱、长安、吉利等国内汽车品牌中得到应用，还成功推动新研发的新能源汽车内外饰涂料在比亚迪、长安等国产主机厂供应链实现销售。
- **技术积累有望在平板显示及集成电路光刻胶新业务变现。**我国 FPD 光刻胶和 IC 光刻胶行业存在较大提升需求，公司基于原有 PCB 光刻胶的优势基础，向平板显示光刻胶、集成电路光刻胶延伸。公司所研发的 TP、TN/STN-LCD 光刻胶等部分平板显示光刻胶产品及配套材料已实现销售，有望将公司技术积累进一步变现。
- **新能源领域多款新产品逐步落地，有望成为公司新增长点。**公司积极探索感光材料的新应用场景，重点开发光伏感光胶、光伏绝缘胶等多种光伏领域新应用材料，可用于 HPBC、光伏电镀铜等新技术路线，目前已实现光伏绝缘胶产品在光伏头部企业销售。此外，公司研发的新能源绝缘涂料可应用于新能源汽车动力电池铝外壳，对动力电池外壳进行绝缘防护，可作为一种新材料替代解决方案为新能源电池外壳提供更安全稳定的绝缘防护。
- **盈利预测与评级：**预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 5.99、7.72、10.94 亿元，归母净利润分别为 0.14、0.79、1.83 亿元，对应 EPS 分别为 0.07、0.41、0.95 元。参考可比公司估值及公司自身历史估值水平，并结合公司江西广臻基地的投产时间预期，给予公司 2024 年 30 倍 PE 倍数，对应估值 55 亿元，对应目标价 28.50 元。维持“买入”评级。
- **风险提示：**新能源领域产品研发或验证不及预期的风险；自制树脂不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；宏观经济下行的风险。

盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	6.19	5.99	7.72	10.94
营收增速 (%)	-17.8	-3.2	28.8	41.8
净利润 (亿元)	-4.11	0.14	0.79	1.83
净利润增速 (%)	-91.6	103.4	465.4	133.0
EPS(元/股)	-2.13	0.07	0.41	0.95
PE	-6.5	191.4	33.9	14.5

资料来源: Wind, 首创证券

目录

1 广信材料:	1
1.1 发展历程	1
1.2 股权结构较为集中	1
1.3 主营业务介绍	2
1.3.1 专用油墨业务	2
1.3.2 专用涂料业务	3
1.4 财务分析	5
2 投资机会	7
2.1 定增产能走向投产，业务反转在即	7
2.2 新能源汽车领域涂料需求崛起	9
2.3 光刻胶产品从 PCB 向平板和集成电路升级，技术积累走向变现	10
2.4 新能源领域多款新产品逐步落地，打开成长空间	11
2.4.1 光伏绝缘胶已获得头部企业订单	11
2.4.2 光伏电镀铜掩膜材料潜在空间广阔	12
2.4.3 电池绝缘涂料加紧产业化	13
3 盈利预测与投资建议	14
3.1 盈利预测	14
3.2 估值与投资建议	16
4 风险提示	17

插图目录

图 1 广信材料历史沿革	1
图 2 广信材料股权结构（2022Q3 末）	1
图 3 感光专用油墨基本工作原理	2
图 4 广信材料 PCB 光刻胶产销情况	3
图 5 广信材料 PCB 光刻胶营收规模	3
图 6 广信材料 PCB 光刻胶业务毛利率	3
图 7 广信材料专用涂料产销情况	4
图 8 广信材料涂料业务营收规模	5
图 9 广信材料涂料业务毛利率	5
图 10 广信材料营业收入情况	5
图 11 广信材料归母净利润变化情况	5
图 12 广信材料毛利率净利率变化情况	6
图 13 广信材料销售、管理、财务费用情况（单位：百万元）	6
图 14 广信材料研发费用变化情况	6
图 15 广信材料商誉账面价值（万元）	7
图 16 广信材料运输费情况	9
图 17 全球汽车涂料市场规模（亿美元）	10
图 18 全球光刻胶市场规模预测（单位：亿美元）	11
图 19 2020 年全球光刻胶市场结构	11
图 20 中国光刻胶市场规模（单位：亿元）	11

图 21 2020 年中国光刻胶市场结构.....	11
图 22 隆基 HPBC 电池.....	12
图 23 中国锂电包蓝膜设备市场规模.....	14
图 24 2021 年公司及可比公司营收规模（单位：亿元）.....	16
图 25 2021 年公司及可比公司净利润规模（单位：亿元）.....	16
图 26 2021 年公司及可比公司毛利率情况.....	16
图 27 容大感光 2021 年收入结构.....	16
图 28 松井股份 2021 年收入结构.....	17
图 29 晶瑞电材 2021 年收入结构.....	17

表格目录

表 1 2021 年以来涂料业相关的部分环保政策.....	4
表 2 广信材料拟募投江西广臻规划产能.....	7
表 3 广信材料原材料采购数据.....	8
表 4 2022 全球十大汽车涂料品牌排行榜.....	9
表 5 HJT 电池片非硅成本构成（2022E）.....	13
表 6 低温银浆与电镀铜方案对比.....	13
表 7 2022-2024 年盈利预测.....	15
表 8 可比公司估值比较（PE 法）.....	17

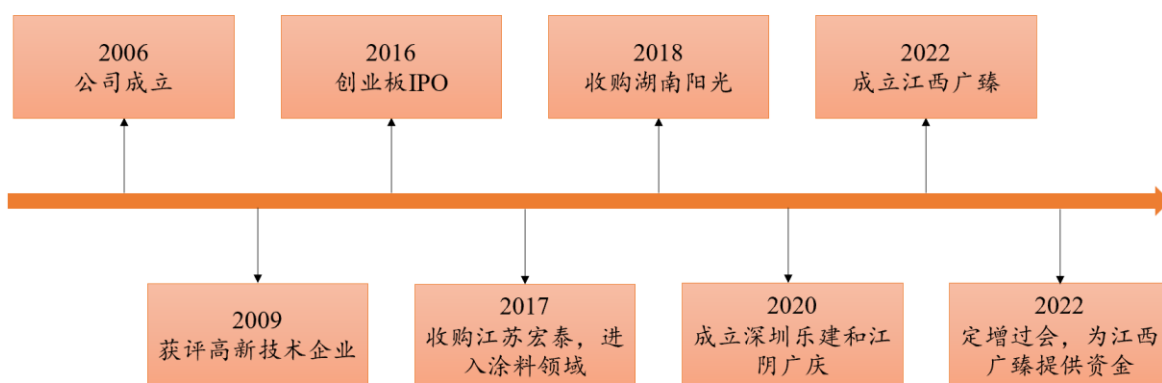
1 广信材料：

1.1 发展历程

江苏广信感光新材料股份有限公司是国内 PCB 光刻胶及消费电子外观结构件 UV 涂料细分领域龙头企业之一，经过近 20 年的发展，公司已掌握以专用油墨及专用涂料两大系列为主的多种电子感光化学品的多项核心技术，形成技术和产品优势、渠道优势、服务和区位优势。

公司前身广信油墨成立于 2006 年，最早以 PCB 阻焊油墨等 PCB 光刻胶为主营，由境外法人股东金信油墨出资设立。2016 年，公司在创业板 IPO。2017 年，公司发行股票收购江苏宏泰进入 UV 涂料领域，2018 年收购湖南阳光进一步扩大涂料业务，2020 年设计深圳乐建和江阴广庆，将产品扩大 LDI 线路油墨、UV 印铁油墨等领域。2021 年，公司再投建江西广臻，除扩大油墨和涂料产能外，还向平板显示和半导体光刻胶、自制树脂等领域进行拓展，计划在纵向实现部分材料自产、增加既有产品供应，在横向扩大产品品类。

图 1 广信材料历史沿革

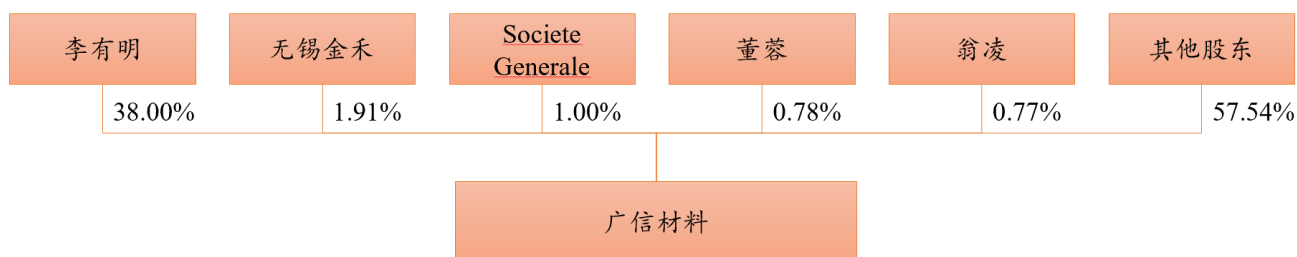


资料来源：公司官网，首创证券

1.2 股权结构较为集中

广信材料股权结构较为集中。至 2022 年 Q3 末，公司实控人李有明直接持有公司 38.00% 的股权，其配偶曾燕云持有公司 0.08% 的股权；其他股东持股较为分散，公司前五大股东合计持有 42.46% 的股权。

图 2 广信材料股权结构（2022Q3 末）



资料来源：wind，首创证券

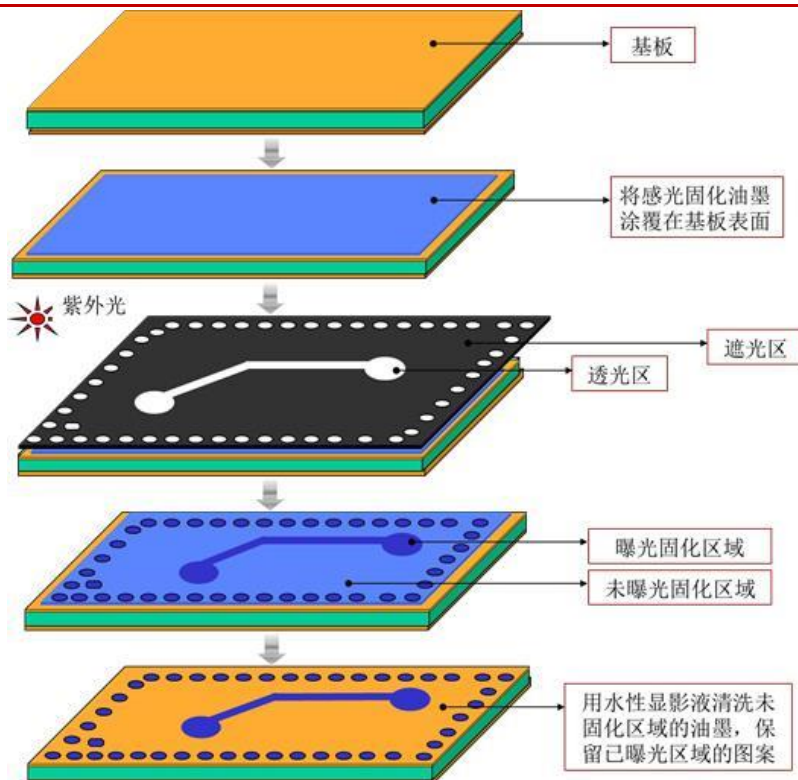
1.3 主营业务介绍

1.3.1 专用油墨业务

专用油墨是广信材料传统主营产品，主要系应用于 PCB 领域的 PCB 光刻胶，包括 PCB 感光阻焊油墨、PCB 感光线路油墨等多个品种。这些专用油墨在特定环境下（如紫外光照射、特定温度）可产生活性自由基或阳离子，通过引发聚合、交联反应，从而在一定时间内由液态转化为固态，形成暂时或永久性的保护涂层。通过感光成像原理，下游厂商可在 PCB 板上精确地印制出高精密度的电子线路。

PCB 光刻胶主要由树脂、单体、溶剂、无机填料、光引发剂及助剂等原材料制成，工艺流程长，控制点繁琐，涉及干制、湿制几十道工序，而下游客户对产品属性的需求呈现多样化的特点，因此 PCB 光刻胶行业的核心壁垒在于可以满足这种的供需匹配的配方和工艺。相应的，多样化的匹配关系提高了 PCB 光刻胶行业的搜寻成本，客户一旦与厂商确立合作关系，将形成较强的黏性关系。

图 3 感光专用油墨基本工作原理

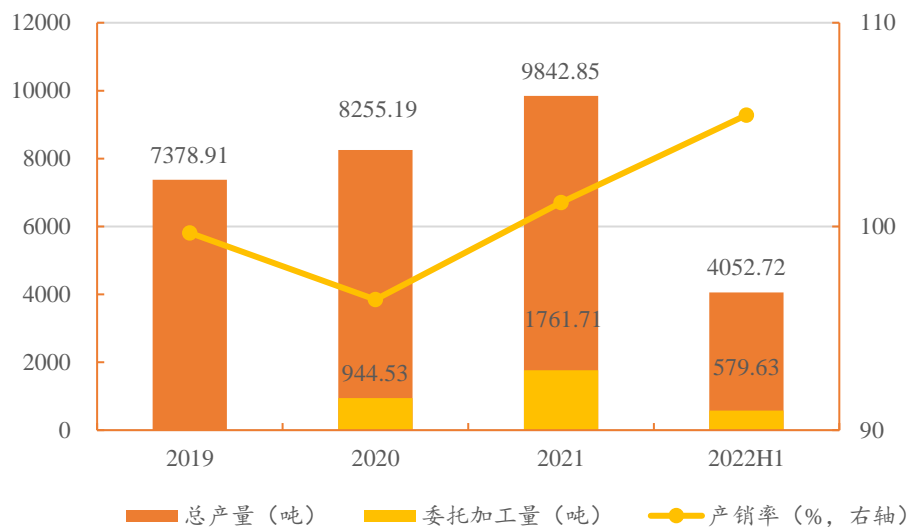


资料来源：公司公告，首创证券

公司 PCB 光刻胶业务实现满产满销。近年来国内 PCB 市场实现较大增长，国产 PCB 光刻胶品牌受益于运输距离、生产成本等优势获得较大发展。公司现有 PCB 光刻胶产能主要分布在江苏江阴，江阴广豫拥有 8000 吨/年的外层油墨产能，子公司深圳乐建研发并销售的内层油墨产品目前由第三方代工生产。2021 年公司 PCB 光刻胶的实际产量为 9842.85 吨，其中深圳乐建委

托外部加工 1761.71 吨，产销率约为 101%。

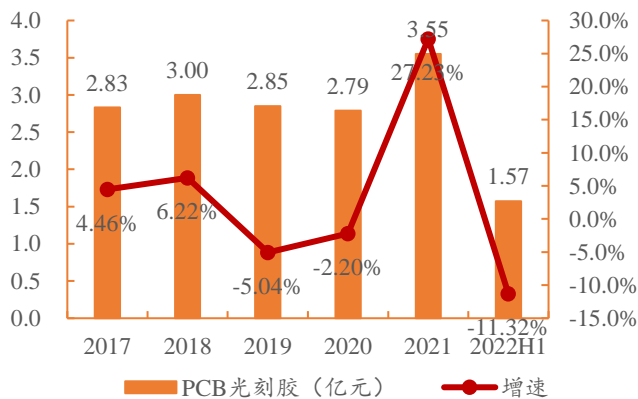
图 4 广信材料 PCB 光刻胶产销情况



资料来源：广信材料定增募集说明书，首创证券

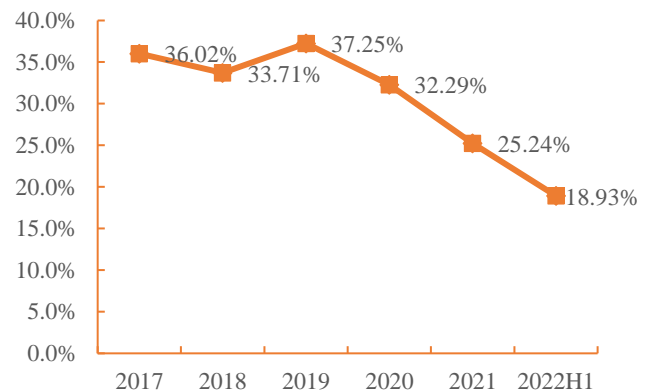
营收层面，2021 年公司实现 PCB 光刻胶产品销售收入为 3.55 亿元，同比增长 27.23%；受原材料价格波动影响，同期 PCB 光刻胶毛利率为 25.24%，同比降低 7.05pcts。

图 5 广信材料 PCB 光刻胶营收规模



资料来源：Wind，首创证券

图 6 广信材料 PCB 光刻胶业务毛利率



资料来源：Wind，首创证券

1.3.2 专用涂料业务

专用涂料业务源于广信材料在 2017 年合并的江苏宏泰。公司的涂料产品以紫外光固化涂料（UV 涂料）为主，多用于消费电子产品的表面处理、中高档化妆品包装物的表面处理、汽车车灯及内外饰等领域的特种保护，在运动器材、智能穿戴、家具等其他领域也有所应用。UV 涂料在生产过程中无需添加溶剂，不会排放出挥发性有机化合物（VOC），对环境污染小；可在常温条件下进行固化，能用于热敏基材，固化能耗低，成膜速度快，适用于快速流

水线涂装；产品成膜后具有良好的硬度、柔韧性、耐磨性、耐划伤性、耐化学品性以及光泽度，综合性能优良。在下游行业技术不断进步、环保要求不断提高的情况下，UV 成为替代传统溶剂型涂料的重要产品之一，我国相关产业政策也在大力倡导涂料行业向绿色化、环保化方向转型，UV 涂料市场拥有较好的发展前景。

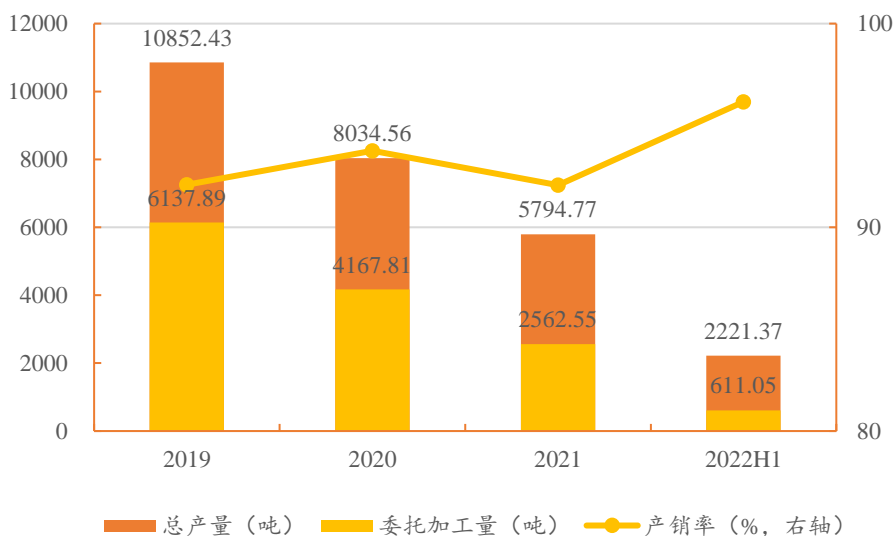
表 1 2021 年以来涂料业相关的部分环保政策

发布时间	法律法规和政策	主要相关内容
2021 年 3 月	《中国涂料行业“十四五”规划》	➢ 到 2025 年，环境友好的涂料品种占涂料总产量的 70%
2021 年 5 月	《汽车零部件再制造规范管理暂行办法》	➢ 再制造企业应具备适应相关产品再制造的环保设施设备，使用低挥发性有机物（VOCs）含量涂料、清洗剂等
2021 年 5 月	《关于加强自由贸易试验区生态环境保护推动高质量发展的指导意见》	➢ 因地制宜推广建设涉挥发性有机物（VOCs）“绿岛”项目 ➢ 鼓励新建项目采用符合国家有关低 VOCs 含量产品规定的涂料、油墨、胶粘剂等
2022 年 1 月	《“十四五”节能减排综合工作方案》	➢ 到 2025 年溶剂型工业涂料、油墨的使用比例分别降低 20%、10%

资料来源：广信材料募集说明书，首创证券

公司涂料产品产销率保持良好。公司涂料产品目前主要由湖南宏泰及湖南阳光的生产基地负责供应，合计 5350 吨产能。2021 年，公司专用涂料的总产量为 5794.77 吨，委托外部加工产能 2562.55 吨，产销率约为 92%。后续规划中，公司在建的江西广臻规划有涂料及配套材料产能 15000 吨，湖南宏泰也有预留二期 1000 吨改建新增产能。

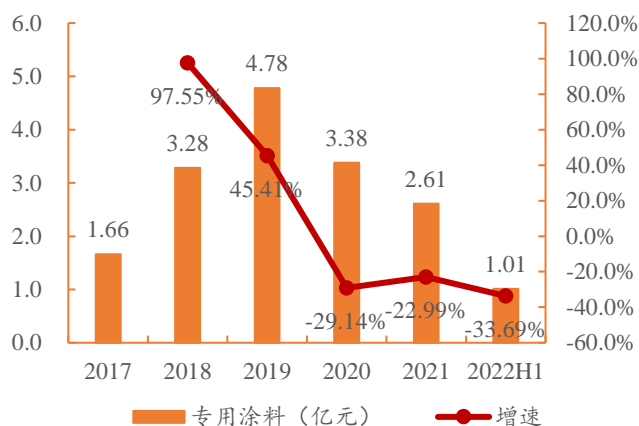
图 7 广信材料专用涂料产销情况



资料来源：广信材料定增募集说明书，首创证券

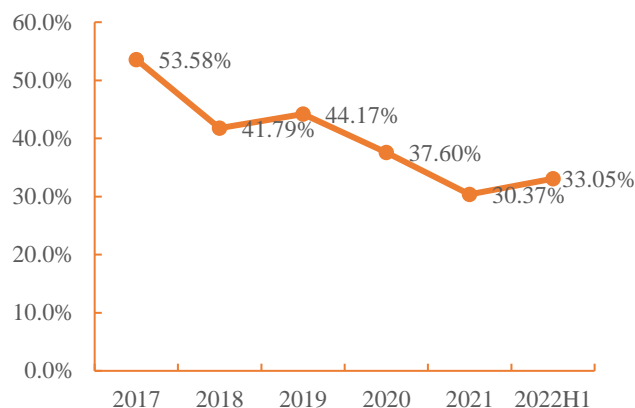
涂料业务是公司净利润的重要来源，受华为事项及消费电子行业增速趋缓影响，公司涂料板块业务规模自 2019 年的高点有所下滑。2021 年，公司实现涂料业务收入 2.61 亿元，同比减少 22.99%；涂料业务毛利率为 30.37%，同比下降 7.23pcts。

图 8 广信材料涂料业务营收规模



资料来源：Wind，首创证券

图 9 广信材料涂料业务毛利率

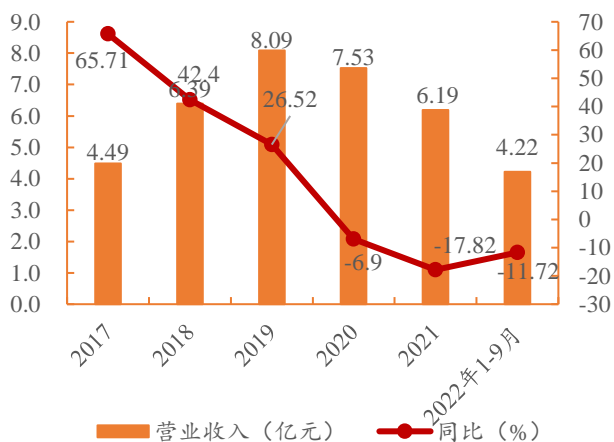


资料来源：Wind，首创证券

1.4 财务分析

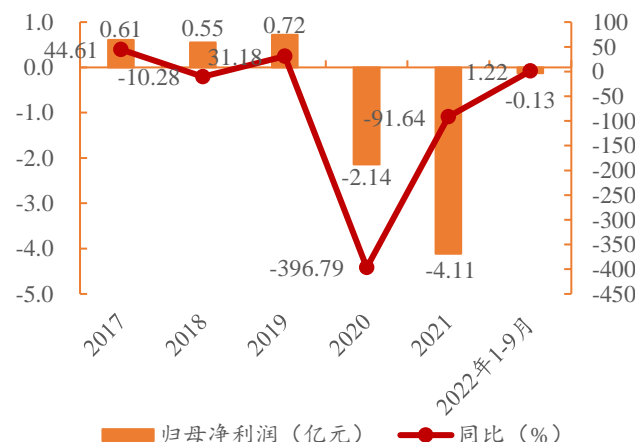
受华为事项及消费电子行业增速趋缓影响，公司涂料板块业务有所下滑，导致主营业务增长有所放缓。2017-2021 年营业收入年均复合增长率约为 8.36%，2021、2022 年 1-9 月营业总收入为 6.19 亿元、4.22 亿元，同比减少 17.82%、11.72%；公司归母净利润受商誉减值影响出现较大亏损，2020-2021 年归母净利润分别为 -2.14 亿元、-4.11 亿元，2022 年 1-9 月公司业绩平稳增长，实现归母净利润 -0.13 亿元，亏损同比收窄 1.22%。

图 10 广信材料营业收入情况



资料来源：Wind，首创证券

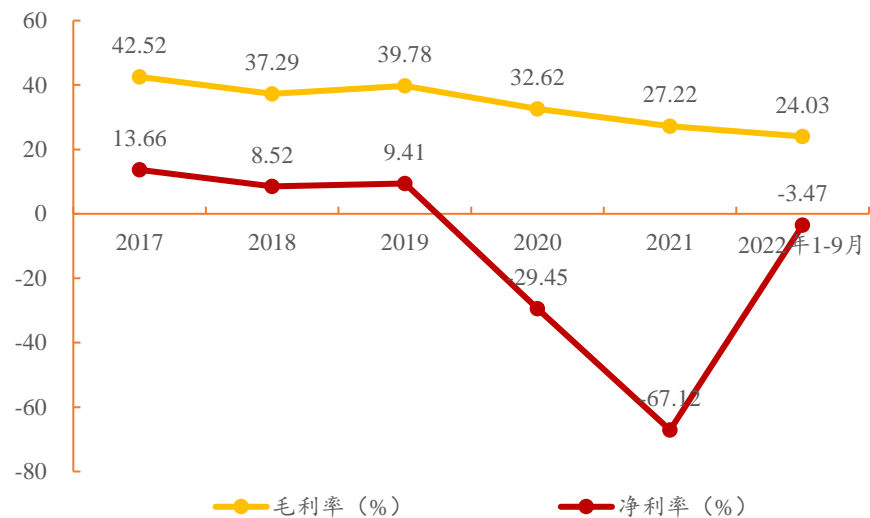
图 11 广信材料归母净利润变化情况



资料来源：Wind，首创证券

受市场变化及上游原材料价格的大幅上涨影响，公司销售毛利率呈现下降趋势，2017至2022年前三季度分别为42.52%、37.29%、39.78%、32.62%、27.22%和24.03%。公司销售净利率受商誉减值影响出现较大波动，2017至2022年前三季度分别为13.66%、8.52%、9.41%、-29.45%、-67.12%和-3.47%。

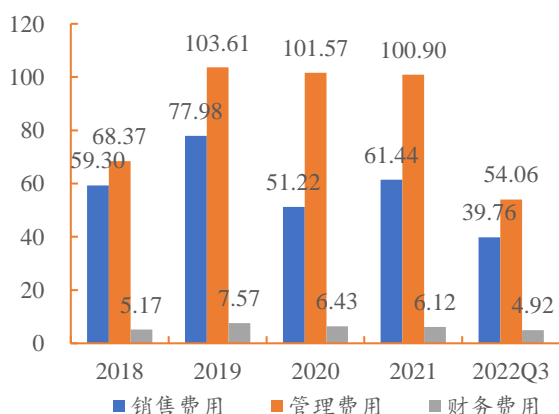
图 12 广信材料毛利率净利率变化情况



资料来源: Wind, 首创证券

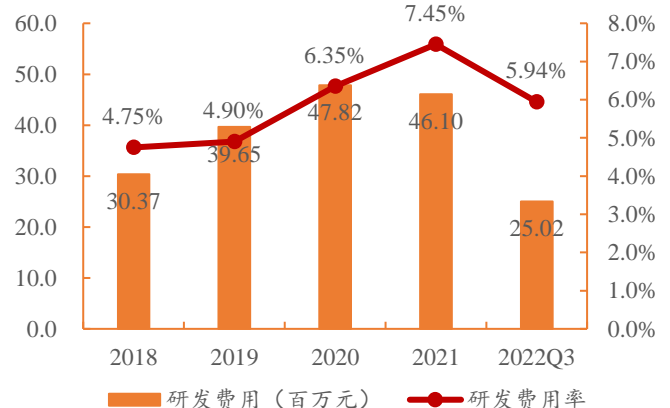
公司期间费用控制较好，2019-2021年发生的期间费用金额总体保持平稳。2021年，公司发生销售费用0.61亿元，同比与2018-2020年间相比总体持平；发生管理费用1.01亿元，与2019-2020年基本持平；发生财务费用0.06亿元，维持在平稳较低水平。公司保持研发投入，2018-2020年间公司研发费用呈上升趋势，2021年进入平稳期并发生研发费用0.46亿元，但由于收入下滑，研发费用率同比增加约1.10pcts至7.45%。

图 13 广信材料销售、管理、财务费用情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 首创证券

图 14 广信材料研发费用变化情况

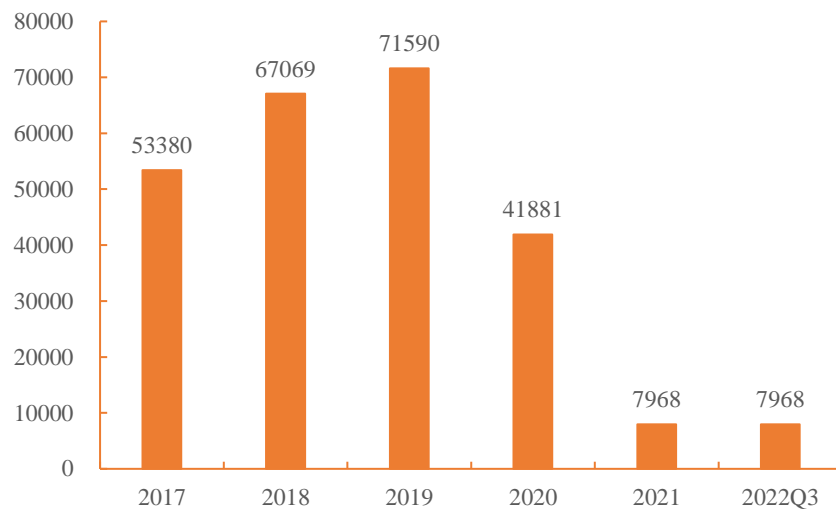


资料来源: Wind, 首创证券

公司商誉减值基本计提完毕。广信材料2017-2019年收购产生的商誉减值在2021年基本计提完毕，后续进一步计提商誉减值的风险较低。2021年

公司商誉的账面价值约为 7968 万元。

图 15 广信材料商誉账面价值（万元）



资料来源：Wind，首创证券

2 投资机会

2.1 定增产能走向投产，业务反转在即

拟定增 5.7 亿元，主要用于江西广臻 5 万吨电子感光材料及配套材料项目。2022 年 11 月，证监会出具《关于同意江苏广信感光新材料股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》，批复同意广信材料的定增计划。根据募集说明书，公司拟募集资金 5.7 亿元，主要用于子公司江西广臻的“年产 5 万吨电子感光材料及配套材料项目”（总投资额为 5.25 亿元），募投项目建设期为 2 年。本次募投项目规划年产 5 万吨电子感光材料及配套项目中包括油墨、自制树脂、涂料、光刻胶及配套试剂四大类产品，其中规划油墨产能 16000 吨，投资额约 1.65 亿元；自制树脂产能 12000 吨，投资额约 0.66 亿元；涂料产能 15000 吨，投资额约 1.31 亿元；光刻胶及配套试剂产能 7000 吨，投资额约 1.64 亿元。

表 2 广信材料拟募投江西广臻规划产能

项目名称	投资额 (万元)	产能 (吨/年)
年产 5 万吨电子感光材料及配套项目	52538.00	50000
其中：油墨	16478.78	16000
自制树脂	6642.91	12000
涂料	13052.75	15000
光刻胶及配套试剂	16363.56	7000

资料来源：广信材料定增募集说明书，首创证券

江西广臻的投产有望从三个方面为公司带来盈利能力的提升。

1) 公司拟通过江西广臻项目向上游原材料延伸。树脂是公司的主要原材料，在根据募集说明书披露，公司 2022 年 1-6 月采购树脂约 2934 吨，采购金额约 9675 万元，采购金额占有所有原材料的 51%。公司 2021 年直接材料成本约占营业成本的 87%，因此公司整体利润水平受树脂价格影响较大。公司在江西广臻项目中规划了 12000 吨自制树脂的产能，投产后将有效改善公司对外部树脂材料的依赖情况，加强公司综合盈利能力。

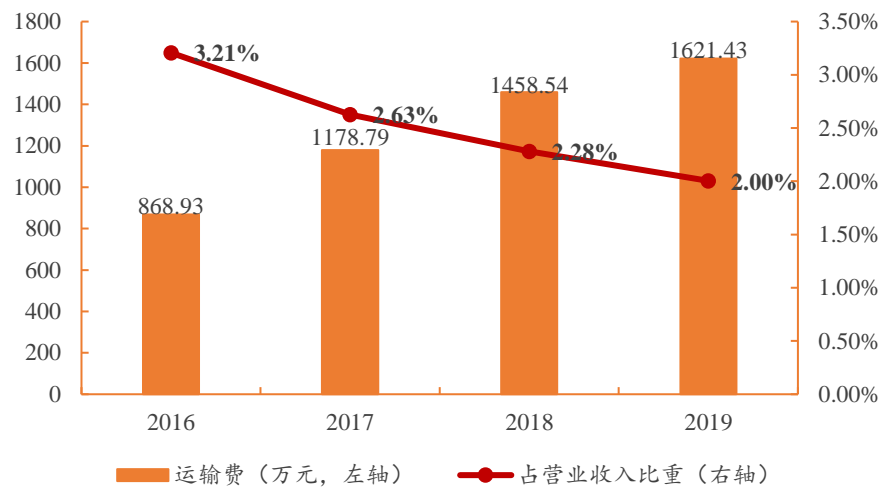
表 3 广信材料原材料采购数据

原材料名称	采购情况 (不含税)	2019	2020	2021	2022 年 1-6 月
树脂	数量 (吨)	5023.52	4377.04	4343.12	2934.05
	金额 (万元)	17711.76	14095.36	16121.82	9675.21
	占采购比重	40.32%	42.87%	37.98%	51.09%
单体	数量 (吨)	1856.64	1671.92	1364.41	523.00
	金额 (万元)	5104.41	3807.04	3984.58	1735.14
	占采购比重	11.62%	11.58%	9.39%	9.16%
光引发剂	数量 (吨)	731.98	454.53	431.68	142.98
	金额 (万元)	3281.70	2873.40	3214.20	1472.55
	占采购比重	7.47%	8.74%	7.57%	7.78%
溶剂	数量 (吨)	7293.27	5357.76	5227.11	2063.95
	金额 (万元)	6245.88	5411.71	7173.67	2417.90
	占采购比重	14.22%	16.46%	16.90%	12.77%

资料来源：广信材料定增募集说明书，首创证券

2) 江西广臻基地更靠近下游客户，供应优势更强。公司 PCB 光刻胶下游客户主要集中在华南地区，江西广臻规划的新基地位于江西龙南，相比江阴广豫基地，江西广臻相对主要客户群更具区位优势。同时，江西广臻的投产将有效节约公司 PCB 光刻胶产品的运输费用，参考历史财报，公司 PCB 光刻胶的运输费占营业收入的比重约在 2%-3%，新基地将有望提高公司的利润率水平。此外，由于江西广臻的新基地位于化工园区，相比原有江阴青阳的基地也更具环保安全的监管优势。

图 16 广信材料运输费情况



资料来源：Wind，首创证券

3) 江西广臻将承接外部代工产能，提升公司产品利润率。公司现有 PCB 光刻胶产能已实现满产满销，深圳乐建销售的内层油墨产品及部分涂料产品委托第三方加工生产。江西广臻的投产将有效改善公司产能问题，提高公司产品的综合利润率。

2.2 新能源汽车领域涂料需求崛起

汽车涂料市场具有较高用户粘性，目前由国际巨头主导。公司在消费电子相对低迷的状态下推动汽车涂料产品发展。汽车涂料业具有验证周期长，供应商结构稳定，市场进入壁垒高的特征，因此用户粘性较为明显。由于我国汽车涂料行业起步较晚，行业影响力有待提高，现阶段涂料市场仍主要由国际巨头主导。从全球市场来看，汽车涂料市场格局较为稳定，龙头效应明显，CR5 涂料供应商 PPG、巴斯夫、艾仕得、立邦、宣伟的市场份额合计接近 80%。

表 4 2022 全球十大汽车涂料品牌排行榜

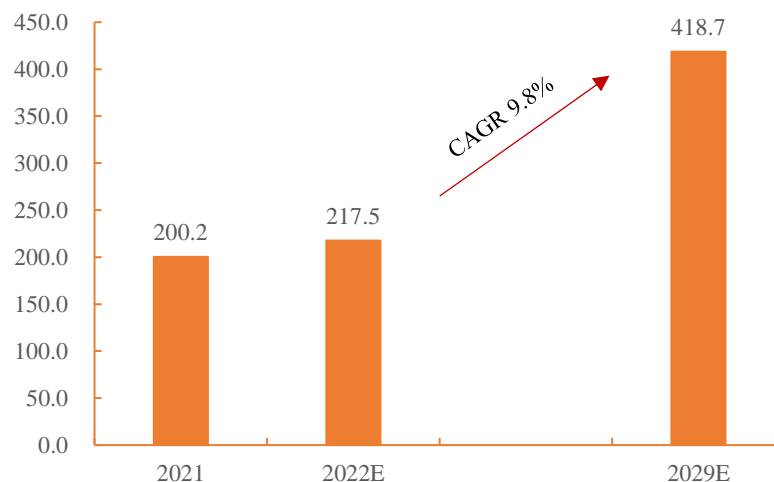
企业	国家	汽车涂料销售额 (亿美元)	市占率 (%)
PPG	美国	52.09	29.55
巴斯夫	德国	32.28	18.32
艾仕得	美国	30.96	17.57
立邦	新加坡	14.02	7.96
宣伟	美国	11.41	6.47
阿克苏诺贝尔	荷兰	11.31	6.42
关西涂料	日本	10.85	6.15
KCC	韩国	6.79	3.85
湘江涂料	中国	4.71	2.67

纳路涂料	韩国	1.84	1.05
合计		176.26	85.98

资料来源：涂界，首创证券

新能源车高景气度带动国产汽车涂料市场。根据 Fortune Business Insight 的预测，2022 年全球汽车涂料市场规模预计为 217.5 亿美元，此后将以 8.9% 的复合增速增长至 2029 年的 418.7 亿美元。我国新能源车行业的快速发展为国内汽车涂料市场带来机遇，激烈的市场竞争提升了降本需求，而国产涂料品牌在研发本土化、供应当地化、响应快速化等关键环节更具优势。公司积极布局汽车领域，不仅实现车灯涂料产品在通用五菱、长安、吉利等国内汽车品牌中得到应用，还成功推动汽车内外饰涂料在比亚迪、长安、吉利、北汽等主机厂供应链实现销售。国内新能源汽车市场的持续放量将有望改善公司涂料业务的增长曲线。

图 17 全球汽车涂料市场规模（亿美元）



资料来源：Fortune Business Insight，首创证券

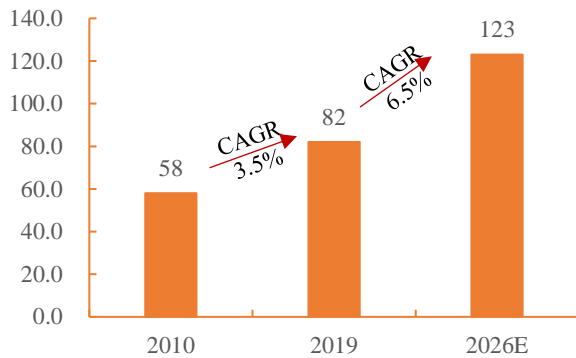
2.3 光刻胶产品从 PCB 向平板和集成电路升级，技术积累走向变现

光刻胶是光刻工艺中的关键原材料。光刻胶是一类光敏感聚合物，在一定波长的光照下光子激发材料中的光化学反应，进而改变光刻胶在显影液中的溶解度，从而实现图形化的目的。在光刻工艺中，掩膜版上的图形被投影在光刻胶上，激发光化学反应，再经过烘烤和显影后形成光刻胶图形，而光刻胶图形作为阻挡层，用于实现选择性的刻蚀或离子注入。由于光刻工艺的精确性，光刻技术常用于印制电路板 (PCB)、平板显示 (FPD)、集成电路 (IC) 等领域。

中国 FPD 和 IC 光刻胶渗透率有较大提升空间和国产化需求。2020 年全球光刻胶市场约为 87 亿美元，其中 PCB 光刻胶、FPD 光刻胶 (LCD 光刻胶占比最大)、IC 光刻胶分别占比 23%、28% 和 22%，预计到 2026 年时有望增长至 127 亿美元，对应 CAGR 约为 6.5%。2017 年中国光刻胶市场约为 58.7

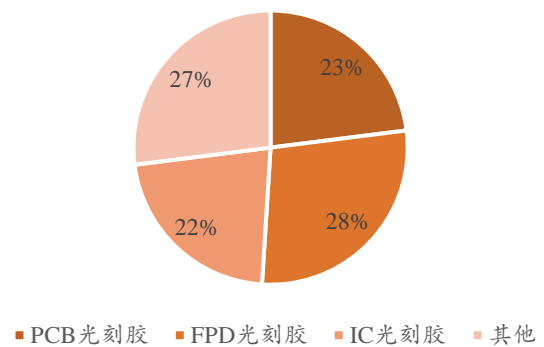
亿元，预计 2022 年中国光刻胶市场规模约为 98.6 亿元，对应 CAGR 约为 10.9%，但其中约 94% 的份额是 PCB 光刻胶。不难看出，虽然中国光刻胶行业规模和增速表现良好，但发展较为失衡，FPD 光刻胶和 IC 光刻胶领域相比全球整体水平仍有较大提升空间。在当前复杂的国际环境下，FPD 光刻胶和 IC 光刻胶的国产化需求也日渐提高。

图 18 全球光刻胶市场规模预测（单位：亿美元）



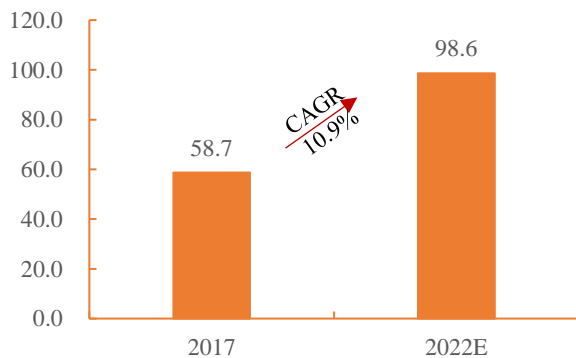
资料来源：前瞻产业研究院，首创证券

图 19 2020 年全球光刻胶市场结构



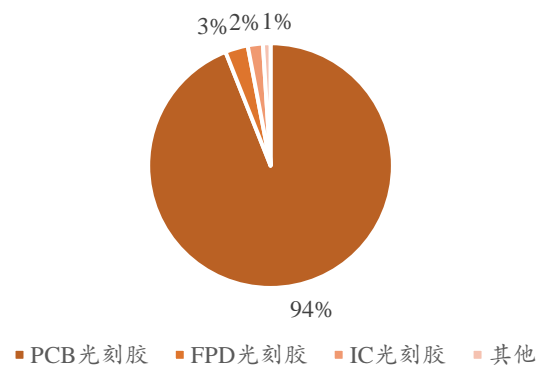
资料来源：中商情报网，首创证券

图 20 中国光刻胶市场规模（单位：亿元）



资料来源：中商产业研究院，首创证券

图 21 2020 年中国光刻胶市场结构



资料来源：中商情报网，首创证券

公司基于原有 PCB 光刻胶的技术积累，逐步向平板显示光刻胶、集成电路光刻胶及配套材料延伸，拓宽光固化领域电子材料的应用。公司所研发的 TP、TN/STN-LCD 光刻胶等部分平板显示光刻胶产品及配套材料已实现销售。公司在江西广臻新规划了平板显示及集成电路光刻胶与配套材料 7000 吨的年产能，如新生产线投产且光刻胶业务得到市场充分验证，将有望为公司开辟新增长点。

2.4 新能源领域多款新产品逐步落地，打开成长空间

2.4.1 光伏绝缘胶已获得头部企业订单

HPBC 是复合钝化背接触电池的简称，是以电池正面无栅线为特点的一代高效电池技术，是 PERC 时代后的颠覆性电池技术，可以使电池片在发

电性能方面更具优势。根据隆基绿能 2022 年 11 月发布的新一代光伏组件产品——Hi-MO 6 系列产品的介绍,隆基 HPBC 电池的光线吸收能力大幅增强,这得益于背面正负极连接技术,电池片正面无栅线,吸收光线无遮挡,吸光面积更大,同时采用多层减反膜,减少光线反射;在光电转化效率方面,隆基 HPBC 电池采用复合钝化技术,有效增加少子寿命,提高电池片开路电压,提升光电转化效率。从数据上看,隆基的 HPBC 电池量产发电效率突破 25%,在欧洲和日本市场试销也得到了较为积极的客户反馈,有望带动 HPBC 相关的细分需求。

图 22 隆基 HPBC 电池



资料来源:隆基绿能官网,首创证券

HPBC 电池等指交叉背接触电池 (IBC) 背面指交叉状的 p 区和 n 区相对容易漏电,因此对绝缘防护的要求较高。公司研发的光伏绝缘胶可应用于 IBC 电池方案中的绝缘保护,目前已实现光伏绝缘胶产品在光伏头部企业销售,后续成长空间值得期待。

2.4.2 光伏电镀铜掩膜材料潜在空间广阔

银耗量是阻碍 HJT 经济性量产的主要因素。现阶段影响光伏电池片不同技术路线的主要经济因素在于非硅成本差异,其中银浆是非硅成本中的主要成本项。现阶段 PERC 的非硅成本约在 0.18-0.20 元/W, TOPCon 约在 0.20-0.23 元/W, HJT 的非硅成本则超过 0.25 元/W。根据 Solarzoom 的数据,预计 2022 年末 HJT 电池片的非硅成本约为 0.26 元/W,其中银浆成本约 0.10 元/W,接近非硅成本的 40%。

表 5 HJT 电池片非硅成本构成 (2022E)

成本项	价格 (元/W)	占比 (%)
浆料	0.10	38.5%
靶材	0.02	7.7%
其他 BOM	0.05	19.2%
人工、电费及其他制造费用	0.05	19.2%
折旧	0.04	15.4%
合计	0.26	100.0%

资料来源: Solarzoom, 首创证券

相对廉价的电镀铜工艺成为市场关注的替代方案。电镀铜主要优势如下:

1) HJT 使用低温银浆构成的栅线无高温烧结, 导电依靠银粉颗粒直接接触, 因此导电性较差, 电阻率约为 $3-10 \mu \Omega/\text{cm}$; 纯铜栅线电阻率更低, 电阻率约为 $1.7 \mu \Omega/\text{cm}$ 。

2) 由于低温银浆导电性较差, 因此会出现用量大、栅线宽的情况, 使光遮挡较多。高温银浆线宽通常为 $20 \mu\text{m}$, 但低温银浆印线宽大约为 $40 \mu\text{m}$ 。铜电镀的线宽大约为 $20-25 \mu\text{m}$, 因此同条件下铜栅线的放置量更多, 电池片发电效率也更高。

结合银、铜价格进行估算, 采用低温银浆方案的电极成本约在 0.2 元/W, 电镀铜方案的成本则在 0.1 元/W 左右。现阶段低温银浆方案对进口依赖程度较高, 因此电镀铜工艺在自主性方面也更具优势。公司研发的光伏感光胶主要应用于光伏电镀铜新工艺中做掩膜材料, 若未来电镀铜工艺实现商业化, 公司光伏感光胶产品面临的潜在市场空间将非常可观。

表 6 低温银浆与电镀铜方案对比

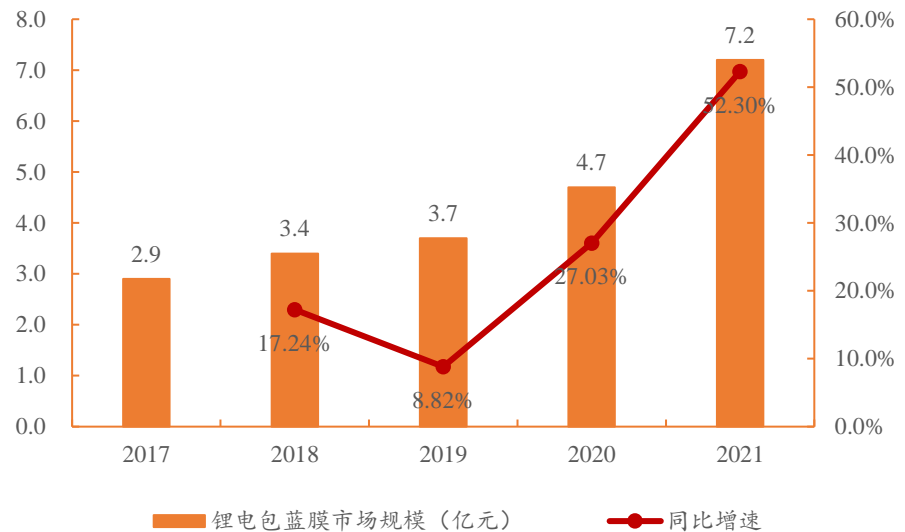
	低温银浆方案	电镀铜方案
直接材料成本 (银/铜)	6000 元/kg	60 元/kg
电阻率	$3-10 \mu \Omega/\text{cm}$	$1.7 \mu \Omega/\text{cm}$
栅线宽度	$30-40 \mu\text{m}$	$20-40 \mu\text{m}$
效率提升	-	~0.2%
成本	~0.2 元/W	~0.1 元/W

资料来源: 《铜栅线高效异质结电池(C-HJT)技术》, 首创证券

2.4.3 电池绝缘涂料加紧产业化

随着 CTP、CTC 电池结构及刀片电池技术逐步得到应用, 动力电池厂商常采用 PET 材质的电芯蓝膜包裹于电芯外侧, 以起到绝缘、耐压、防刺穿、抗反弹等保护电芯的作用。根据高工产研锂电研究所的数据, 2021 年全球包蓝膜设备的市场规模约 10 亿元, 其中国内包膜设备的市场规模为 7.2 亿元, 同比增长 52.30%。

图 23 中国锂电包蓝膜设备市场规模



资料来源：高工产研锂电研究所，首创证券

但蓝膜在生产难度、产品性能、安全性等方面存在问题。1) 生产方面，蓝膜包覆速度较慢，在生产过程中容易出现划痕、破损、褶皱、空鼓等缺陷，甚至有可能损害产品功能；2) 安全性方面，蓝膜在贴合时容易出现气体残留，导致在使用过程中产生空鼓并引起电池模组漏电的安全隐患；3) 性能方面，PET 结构特性导致蓝膜与双组份聚氨酯等结构胶的粘接强度不高，因此在集成模组时仍需要保留部分金属框架，难以充分实现电池轻量化。

绝缘涂料作为新的技术方案具有相对优势。固化后的涂层具有优异的电绝缘性能，其与底材优异的附着能力，很高的粘接强度，更加有利于动力电池结构设计实现大模组等新的电池包技术。广信材料积极布局新能源汽车领域产品，公司涂料事业部研发的新能源绝缘涂料可应用于新能源汽车动力电池铝外壳，对动力电池外壳进行绝缘防护，可作为一种新材料替代解决方案为新能源电池外壳提供更安全稳定的绝缘防护。公司的绝缘涂料产品具有附着力好，剪切力强，具有耐酸、耐碱、耐电解液、耐盐雾、高绝缘、耐电压性能、耐高温高湿老化、耐磨、耐冲击性能等特点。如得到市场认可，公司涂料业务有望凭借新能源汽车的高景气度实现快速增长。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

营收及毛利率基本假设：

1) **PCB 光刻胶业务**：公司内层油墨等新产品预计将实现较快增长，整体产能有望随江西广臻落地释放，且由于自制树脂等优势带来毛利率的提高。预计 PCB 光刻胶业务 2022 年基本保持平稳，2023-2024 年间出货量将有所提高，单价平稳抬升，毛利率水平持续上升，预计 2022-2024 年 PCB 光刻胶业务营收增速分别为 -0.9%、22.7%、32.2%，毛利率分别为 20.0%、28.0%、36.0%。

2) 专用涂料业务：消费电子业务的景气度下行有望逐步缓解，新能源车对涂料的需求将逐渐带动公司涂料业务增长。2022年国产新能源汽车品牌销量普遍实现大幅增长，比亚迪1-11月销量同比增长约219%，公司在比亚迪、长安、吉利等汽车品牌中得到应用，有望凭借国产涂料快速响应等关键优势继续受益。预计公司涂料业务在2022-2024年间逐渐恢复增长，预计营收增速分别为-24.2%、16.7%、27.6%，毛利率也将受益于自制树脂和需求释放，预计毛利率分别为34.0%、38.0%、42.0%。

3) 光伏材料业务：光伏材料业务目前仍处于起步期，预计在公司得到下游厂商认可后将迅速放量，预计2022-2024年营收规模分别为0.5、1.0、2.0亿元，由于公司光伏业务对应新的技术路线，毛利率将有望暂时维持在较高水平，预计毛利率为50.0%。

4) FPD及IC光刻胶业务：FPD及IC光刻胶业务目前也处于起步期，预计公司光刻胶业务在2023年之后逐步放量，预计2023-2024年营收规模分别为0.1、0.3亿元，毛利率分别为36.0%、40.0%。

费用率假设：

预计公司费用规模保持相对平稳，但随着公司业务规模扩大，公司期间费用率有望呈下降趋势，其中销售费用率和研发费用率由于公司对新产品的研发和推广需求较强，预计的下降幅度相对较小。预计公司2022-2024年销售费用率分别为7.5%、7.2%、7.0%；管理费用率分别为12.0%、10.0%、8.2%；研发费用率分别为7.0%、6.0%、5.5%。

表 7 2022-2024 年盈利预测

	2022E	2023E	2024E
PCB 光刻胶业务			
收入 (百万元)	351.5	431.3	570.0
收入 YOY	-0.9%	22.7%	32.2%
毛利率	20.0%	28.0%	36.0%
专用涂料业务			
收入 (百万元)	197.4	230.4	294.0
收入 YOY	-24.2%	16.7%	27.6%
毛利率	34.0%	38.0%	42.0%
光伏材料业务			
收入 (百万元)	50.0	100.0	200.0
收入 YOY	-	100.0%	100.0%
毛利率	50.0%	50.0%	50.0%
FPD 及 IC 光刻胶业务			
收入 (百万元)	-	10.0	30.0
收入 YOY	-	-	200.0%
毛利率	-	36.0%	40.0%
合计			
收入 (百万元)	598.9	771.7	1094.0
收入 YOY	-3.2%	28.8%	41.8%
毛利率	27.1%	33.9%	40.3%

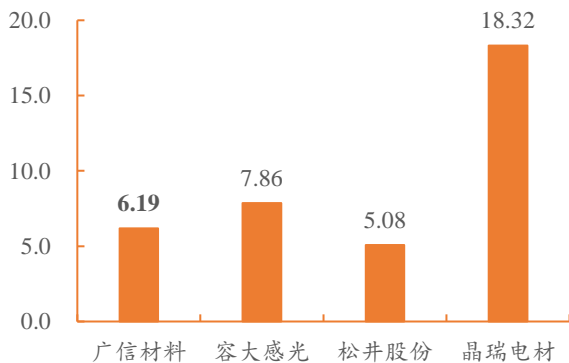
资料来源：wind，首创证券测算

综上，预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 5.99、7.72、10.94 亿元，归母净利润分别为 0.14、0.79、1.83 亿元，对应 EPS 分别为 0.07、0.41、0.95 元。

3.2 估值与投资建议

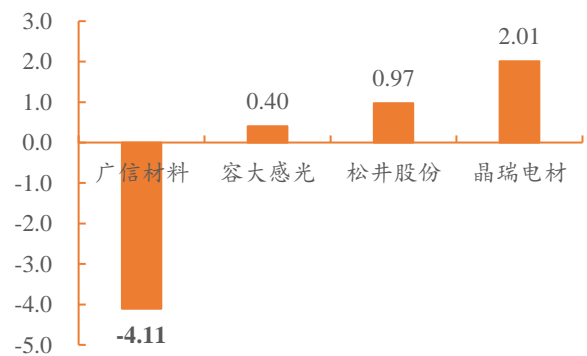
从收入规模、净利润、产品结构、下游应用领域的角度，我们选取容大感光、松井股份、晶瑞电材作为可比公司。其中，容大感光是国产 PCB 光刻胶领域重点公司之一，其新产品也向 FPD 及 IC 光刻胶领域进行布局；松井股份是国内涂料领域重点公司之一，在消费电子、汽车等领域有较深布局；晶瑞电材的产品主要涵盖锂电池、基础化工材料、超净高纯试剂等电子化学品领域，同时也是国内光刻胶重点公司。以上可比公司与广信材料的主营业务领域或重点布局领域较为相似。

图 24 2021 年公司 & 可比公司营收规模（单位：亿元）



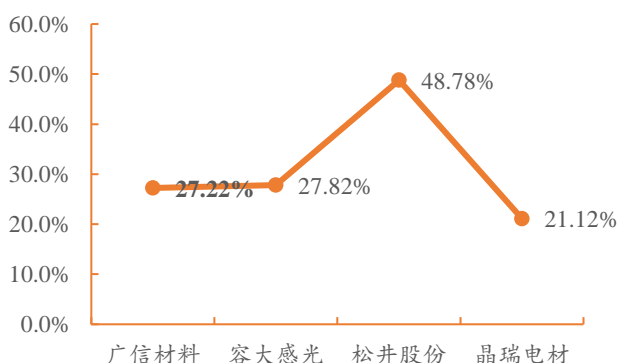
资料来源：Wind，首创证券

图 25 2021 年公司 & 可比公司净利润规模（单位：亿元）



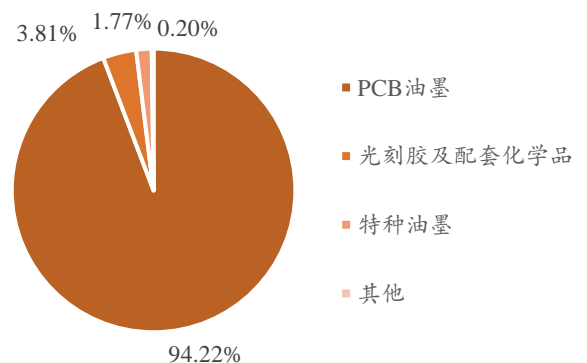
资料来源：Wind，首创证券

图 26 2021 年公司 & 可比公司毛利率情况



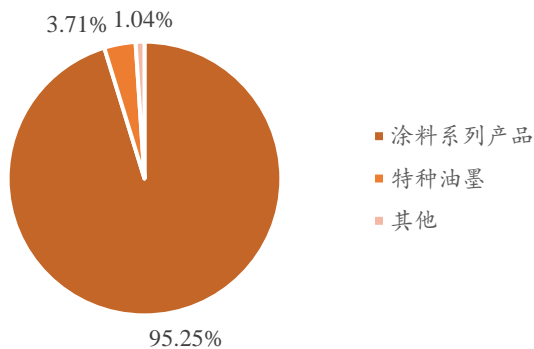
资料来源：Wind，首创证券

图 27 容大感光 2021 年收入结构



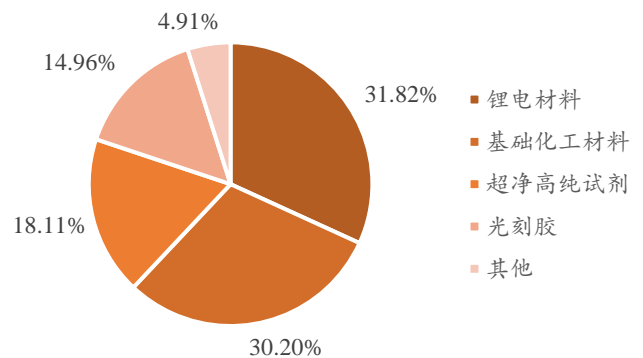
资料来源：Wind，首创证券

图 28 松井股份 2021 年收入结构



资料来源: Wind, 首创证券

图 29 晶瑞电材 2021 年收入结构



资料来源: Wind, 首创证券

综上,我们选取了容大感光、松井股份、晶瑞电材作为可比公司。参考可比公司万得一致预期及公司自身历史估值水平,并综合考虑公司江西广臻基地的投产时间预期,给予公司 2024 年 30 倍 PE 倍数,对应估值 55 亿元,对应目标价 28.50 元。维持“买入”评级。

表 8 可比公司估值比较 (PE 法)

代码	名称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300655.SZ	晶瑞电材	87.60	0.29	0.41	0.57	51.62	36.26	26.39
688157.SH	松井股份	68.97	1.37	2.05	2.73	63.23	42.06	31.64
平均值						57.43	39.16	29.02
代码	名称	总市值 (亿元)	近 5 年 PE-TTM 中位数					
300576.SZ	容大感光	46.49	107.85					
300537.SZ	广信材料	28.09	46.20					

资料来源: Wind, 首创证券, 注: 股价为 2023 年 1 月 10 日收盘价

4 风险提示

新材料研发或验证不及预期的风险。公司拟投建的新材料产能尚未完全获得市场认可,如在后续研发或客户验证时不及预期,公司营收增长可能不及预期。

自制树脂不及预期的风险。公司拟自制树脂以提高整体盈利能力,若公司自制树脂材料不及预期,则公司毛利率可能低于预期。

市场竞争加剧的风险。随着光伏、平板、集成电路等行业的发展,可能会有更多竞争者加入到新型产品的研发中,若出现更有竞争力的竞争者,而公司不能实现竞争优势,经营业绩可能下滑。

宏观经济下行的风险。公司下游客户包括电子、汽车等行业,若宏观经济下行,下游需求下降可能致使公司产品销量不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	667.3	527.9	651.0	913.5	经营活动现金流	43.8	104.2	21.4	90.5
现金	135.9	29.9	38.6	54.7	净利润	-415.4	-13.9	57.9	167.1
应收账款	361.2	342.1	436.7	627.5	折旧摊销	32.9	32.7	43.9	42.8
其它应收款	5.0	6.0	6.1	9.5	财务费用	6.1	6.0	9.8	14.0
存货	117.1	132.4	117.5	134.9	投资损失	5.2	0.0	0.0	0.0
其他	26.6	25.6	27.2	30.3	营运资金变动	51.9	57.1	-109.1	-152.1
非流动资产	491.0	608.3	764.5	771.6	其它	362.8	21.8	19.8	19.1
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资活动现金流	-56.2	-143.8	-197.9	-47.4
固定资产	230.5	376.9	543.4	557.1	资本支出	59.6	150.0	200.0	50.0
无形资产	130.7	124.2	117.6	111.1	长期投资	-4.0	0.0	0.0	0.0
其他	103.4	103.4	103.4	103.4	其他	7.5	6.2	2.1	2.6
资产总计	1158.3	1136.2	1415.5	1685.1	筹资活动现金流	59.1	-66.3	185.1	-27.0
流动负债	441.1	404.9	606.5	705.6	短期借款	64.8	-59.8	196.1	4.8
短期借款	196.3	136.5	332.6	337.4	长期借款	0.9	0.0	1.8	0.0
应付账款	155.5	154.4	164.3	222.5	其他	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	89.3	114.0	109.6	145.7	现金净增加额	46.4	-106.0	8.6	16.1
非流动负债	28.0	28.0	29.8	29.8					
长期借款	0.9	0.9	2.7	2.7					
其他	27.1	27.1	27.1	27.1					
负债合计	469.1	432.9	636.3	735.4					
少数股东权益	-3.8	-3.6	-2.4	3.2					
归属母公司股东权益	693.0	706.9	781.6	946.5					
负债和股东权益	1158.3	1136.2	1415.5	1685.1					
利润表 (百万元)					主要财务比率				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	618.9	598.9	771.7	1094.0	成长能力				
营业成本	450.4	436.5	509.7	653.3	营业收入	-17.8%	-3.2%	28.8%	41.8%
营业税金及附加	5.0	5.0	6.3	9.0	营业利润	-84.8%	100.2%	9147.9%	178.0%
营业费用	61.4	44.9	55.6	76.6	归属母公司净利润	-91.6%	103.4%	465.4%	133.0%
管理费用	100.9	71.9	77.2	89.7	获利能力				
研发费用	46.1	41.9	46.3	60.2	毛利率	27.2%	27.1%	33.9%	40.3%
财务费用	6.1	6.0	9.8	14.0	净利率	-67.1%	2.3%	10.3%	17.3%
资产减值损失	-350.1	-0.6	0.0	0.0	ROE	-59.2%	2.0%	10.1%	19.4%
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	-35.4%	1.2%	5.6%	10.9%
投资净收益	-5.2	0.0	0.0	0.0	偿债能力				
营业利润	-418.2	0.8	71.3	198.2	资产负债率	40.5%	38.1%	45.0%	43.6%
营业外收入	6.2	16.8	16.8	16.8	净负债比率	68.1%	61.5%	81.7%	77.4%
营业外支出	11.4	3.0	4.1	5.2	流动比率	1.51	1.30	1.07	1.29
利润总额	-423.4	14.6	84.0	209.9	速动比率	1.18	0.98	0.83	1.01
所得税	-8.0	0.5	4.2	21.0	营运能力				
净利润	-415.4	14.0	79.8	188.9	总资产周转率	0.53	0.53	0.55	0.65
少数股东损益	-4.8	0.1	1.2	5.7	应收账款周转率	1.94	1.88	1.91	1.91
归属母公司净利润	-410.6	13.9	78.6	183.2	应付账款周转率	3.15	3.41	3.20	0.00
EBITDA	-384.3	53.3	137.7	266.7	每股指标(元)				
EPS (元)	-2.13	0.07	0.41	0.95	每股收益	-2.13	0.07	0.41	0.95
					每股经营现金	61.18	25.66	119.63	29.25
					每股净资产	3.84	3.77	3.41	2.81
					估值比率				
					P/E	-6.5	191.4	33.9	14.5
					P/B	3.84	3.77	3.41	2.81
					EV/EBITDA	-8.35	52.07	21.61	11.19

分析师简介

翟炜，北京大学硕士，曾就职于中科院信工所，方正证券、国金证券等，2021年5月加入首创证券，负责计算机、通信等行业研究

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
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	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
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	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