

帝科股份(300842)

报告日期: 2023年04月03日

N型浆料龙头迎来重估时刻，格局优化盈利提升

——帝科股份重大推荐点评报告

投资要点

□ 核心逻辑

公司是全球光伏银浆龙头，N型 TOPCon 银浆加速放量以及国产银粉比例提升有望驱动业绩超预期。

□ 超预期逻辑

(一) 出货量超预期

1、市场预期: 光伏银浆市场份额维持相对稳定。**判断依据:** 经历过去 3-4 年快速国产化周期后，光伏银浆赛道格局趋稳，各家市场份额维持相对稳定。

2、我们预测: N型 TOPCon 银浆加速放量有望驱动公司光伏银浆市场份额超预期。

3、驱动因素: N型 TOPCon 银浆技术壁垒大幅提升，竞争格局显著改善，公司作为行业龙头，N型 TOPCon 银浆已实现大批量稳定供货，N型电池客户拓展顺利，N型浆料市场份额远高于P型，整体市场份额相比P型时代明显提升，同时N型 TOPCon 电池银浆耗量是P型电池的 1.5-2 倍，市场份额与平均单耗提升有望驱动公司出货量超市场预期（预计超预期约 40%）。

(二) 单位盈利超预期

1、市场预期: 公司光伏银浆业务盈利能力将维持较低的水平。**判断依据:** (1) 公司在N型银浆市场将维持P型市场类似的市占率，2023年公司N型银浆出货占比提升幅度有限。(2) 银浆环节加工费在历史上呈现持续下行趋势，对公司盈利提升将产生冲击。

2、我们预测: N型 TOPCon 银浆出货占比提升以及国产银粉比例提升有望驱动公司盈利能力超预期。

3、驱动因素: (1) N型 TOPCon 银浆较P型银浆加工费增加 50%以上，同时国产银粉成本显著低于海外银粉。随着公司N型银浆占比提升以及国产银粉使用比例的提升，公司盈利能力有望大幅提升。(2) P型银浆格局已经趋稳，加工费降低已至极限，预计将维持在现有水平。综上，预计公司单位盈利超预期约 25%。

□ 检验与催化

1、检验指标: 公司光伏银浆出货量、公司光伏银浆单位盈利。

2、催化剂: N型电池加速放量、P型银浆维持现有加工费水平、国产粉比例快速提升。

□ 与众不同认识

市场认为: 光伏银浆行业在P型时代竞争格局较为分散，因此线性外推认为N型时代银浆环节格局不会发生较大变化，行业集中度仍旧偏低，且银浆加工费持续下行，导致公司业绩增长幅度有限。

我们认为:

(1) N型银浆在产品配方工艺、上下游配合度、研发投入及频率等方面较P型均大幅提升，技术壁垒远超P型银浆，仅有长期深耕、资金及研发实力雄厚的企业方可实现稳定的批量供应。目前 TOPCon 银浆耗量是 PERC 的 1.5-2 倍；加工费高出 PERC 正银 50%以上，随着 N型 TOPCon 电池大规模放量，有望实现量利大幅提升。

(2) 过往 P型银浆加工费降低的主要原因系 (a) P型银浆技术壁垒相对较低，光伏银浆国产化进程中，国产厂商为提升市占率作出降价的阶段性策略；(b) 多晶硅价格上行周期下游电池客户降本诉求强烈。目前 P型银浆格局已经趋稳，且

投资评级: 买入(维持)

分析师: 张雷

执业证书号: S1230521120004
zhanglei02@stocke.com.cn

分析师: 陈明雨

执业证书号: S1230522040003
chenmingyu@stocke.com.cn

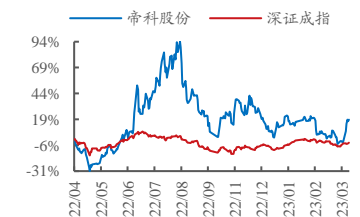
研究助理: 尹仕昕

yingshixin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 54.74
总市值(百万元)	5,474.00
总股本(百万股)	100.00

股票走势图



相关报告

- 《汇兑损失致盈利承压，国产粉替代+N型银浆放量推动盈利提升——帝科股份 2022 年三季度报点评报告》 2022.11.09
- 《业绩符合预期，国产粉替代+N型银浆放量有望推动盈利边际改善——帝科股份 2022 年半年报点评报告》 2022.08.23
- 《【浙商电新】帝科股份 (300842) 公告点评: 光伏 HJT 银浆龙头，布局 MLCC 电子级浆料打造第二成长曲线》 2022.08.01

随着多晶硅价格下行，下游电池客户对银浆加工费降低诉求有望减弱，预计 P 型银浆将维持现有的加工费水平。

□ 与前不同认识

之前认为：公司在 N 型 TOPCon 银浆市场将维持和 PERC 银浆市场类似的市场份额。

现在认为：N 型 TOPCon 银浆技术壁垒大幅提升，行业格局改善明显。公司在 N 型 TOPCon 银浆市场竞争力超出之前预期，市场份额大幅提升。

□ 盈利预测与估值

维持“买入”评级：我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润-0.03/3.35/5.51 亿元，对应 EPS 分别为-0.03/3.35/5.51 元/股。以 3 月 31 日收盘价计算，2023-2024 年对应 PE 分别为 16/10 倍。对标同行业可比公司，给予公司 2023 年 PE 24 倍，对应目标市值 80 亿元，目标价 80 元/股，现价空间 46%。

□ 风险提示

光伏银浆环节竞争格局恶化；N 型电池产能投放不及预期。

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2814	3959	7283	9941
(+/-) (%)	78%	41%	84%	37%
归母净利润	94	-3	335	551
(+/-) (%)	14%	/	/	65%
每股收益(元)	0.94	-0.03	3.35	5.51
P/E	58	/	16	10
ROE	11%	0%	31%	36%

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2062	2906	5245	7155
现金	236	332	612	835
交易性金融资产	117	128	141	155
应收账款	1263	1835	3400	4683
其它应收款	1	1	1	2
预付账款	50	72	130	176
存货	368	528	949	1288
其他	26	9	12	16
非流动资产	204	263	321	371
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	105	171	229	279
无形资产	10	10	10	9
在建工程	29	27	26	26
其他	59	54	56	56
资产总计	2265	3169	5566	7526
流动负债	1333	2240	4302	5710
短期借款	1118	1959	3820	5067
应付款项	163	234	421	572
预收账款	0	0	0	0
其他	52	46	61	71
非流动负债	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1	0	0	0
负债合计	1333	2240	4302	5711
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	932	929	1264	1815
负债和股东权益	2265	3169	5566	7526

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(259)	(538)	(1464)	(879)
净利润	94	(3)	335	551
折旧摊销	8	11	18	26
财务费用	(16)	131	59	87
投资损失	18	(20)	(25)	(30)
营运资金变动	(253)	(443)	(1354)	(1084)
其它	(111)	(213)	(496)	(429)
投资活动现金流	(20)	(67)	(63)	(59)
资本支出	(104)	(75)	(75)	(75)
长期投资	0	0	0	0
其他	84	8	12	16
筹资活动现金流	405	701	1806	1162
短期借款	421	841	1861	1247
长期借款	0	0	0	0
其他	(16)	(141)	(55)	(86)
现金净增加额	126	96	279	223

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2814	3959	7283	9941
营业成本	2531	3633	6528	8858
营业税金及附加	3	4	7	10
营业费用	48	62	95	99
管理费用	17	32	36	50
研发费用	98	135	222	279
财务费用	(16)	131	59	87
资产减值损失	(20)	(28)	(44)	(50)
公允价值变动损益	(4)	30	30	40
投资净收益	(18)	20	25	30
其他经营收益	0	2	2	3
营业利润	91	(12)	349	581
营业外收支	9	9	9	9
利润总额	101	(3)	358	590
所得税	7	(0)	24	39
净利润	94	(3)	335	551
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	94	(2.93)	335	551
EBITDA	161	81	485	783
EPS (最新摊薄)	0.94	(0.03)	3.35	5.51

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	77.96%	40.68%	83.94%	36.50%
营业利润	2.35%	-113.58%	2916.12%	66.37%
归属母公司净利润	14.43%	/	/	64.65%
获利能力				
毛利率	10.06%	8.23%	10.37%	10.89%
净利率	3.34%	-0.07%	4.60%	5.55%
ROE	10.64%	-0.31%	30.54%	35.81%
ROIC	6.90%	2.25%	8.55%	10.25%
偿债能力				
资产负债率	58.86%	70.68%	77.30%	75.88%
净负债比率	83.84%	87.47%	88.79%	88.74%
流动比率	1.55	1.30	1.22	1.25
速动比率	1.27	1.06	1.00	1.03
营运能力				
总资产周转率	1.45	1.46	1.67	1.52
应收账款周转率	4.85	5.05	5.60	4.99
应付账款周转率	42.87	42.74	46.59	41.75
每股指标(元)				
每股收益	0.94	-0.03	3.35	5.51
每股经营现金	-2.59	-5.38	-14.64	-8.79
每股净资产	9.32	9.29	12.64	18.15
估值比率				
P/E	58.27	/	16.35	9.93
P/B	5.87	5.89	4.33	3.02
EV/EBITDA	54.66	86.60	17.63	12.22

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>