

2023 年 10 月 29 日

N 型银浆龙头，TOPCon 银浆出货快速增长

➤ **事件：**2023 年 10 月 27 日，公司发布 2023 年三季报。23 年前三季度公司实现收入 60.97 亿元，同比+133.49%；实现归母净利 2.93 亿元，同比+1968.41%；实现扣非净利 2.47 亿元，同比+2295.07%。

23Q3 公司实现收入 26.22 亿元，同比+178.66%，环比+36.04%；实现归母净利 8994.07 万元，同比+761.16%，环比-22.77%；实现扣非净利 1.09 亿元，同比+510.58%，环比+89.29%。

➤ **N 型银浆产品布局领先，TOPCon 银浆出货快速增长带动营收高增长。**公司立足市场最新技术前沿，在 N 型银浆研发和产品布局行业领先。随着行业 N 型迭代加速，下游客户 N 型 TOPCon 产能快速放量，公司 TOPCon 银浆出货量大幅增加且销售占比持续提升，带动公司营收大幅增长。同时，公司应用于 N 型 HJT 电池的低温银浆及银包铜浆料产品已经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；积极布局钙钛矿/晶硅叠层电池用超低温固化导电浆料。公司 N 型产品布局领先，有望率先享受 N 型量产红利，迎来量利齐升。

➤ **国产银粉导入+布局上游硝酸银/金属粉，促进供应链安全和降本。**随着国产银粉稳定性逐步提升和下游客户对于国产银粉接受度的提升，公司大力推进国产银粉导入替代，以保障公司供应链安全、降低成本以及银点、外汇波动风险。此外，公司启动建设年产 5000 吨硝酸银项目、年产 2000 吨金属粉项目，向上游银粉环节延伸产业链布局，有望强化公司的产业链深度布局，并进一步促进供应链安全和降本。

➤ **布局电子专用材料，打造第二增长曲线。**在半导体电子领域，公司不断丰富完善芯片封装银浆产品组合，积极拓展功率半导体封装用烧结银与 AMB 陶瓷覆铜板钎焊浆料，加强市场开发力度，持续出货并优化客户结构。此外，公司在增资控股无锡湃泰电子材料科技有限公司后，半导体电子业务已推出湃泰 PacTite® 多维电子材料产品组合，以 LED 与 IC 芯片封装银浆为技术及市场突破口，以功率半导体封装用烧结银和钎焊浆料等高端应用为未来发展方向，在 LED 芯片封装、IC 芯片封装和功率半导体封装领域提供创新材料解决方案。公司在山东东营启动投资建设电子专用材料项目，其中包含年产 200 吨电子级浆料项目，有利于深化产业链布局，积极打造第二成长曲线。

➤ **投资建议：**我们预计公司 23-25 年营收分别为 88.38/114.02/139.01 亿元，归母净利润分别为 4.18/6.40/8.63 亿元，对应 PE 为 18X/11X/9X，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 N 型迭代，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）	3,767	8,838	11,402	13,901
增长率（%）	33.8	134.6	29.0	21.9
归属母公司股东净利润（百万元）	-17	418	640	863
增长率（%）	-118.4	2512.0	53.2	34.8
每股收益（元）	-0.17	4.17	6.39	8.61
PE	/	18	11	9
PB	8.0	5.5	3.7	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

73.23 元

**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru_yj@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. 帝科股份 (300842.SZ) 2022 年年报及 23 年一季报点评：盈利能力修复，N 型替代+国产银粉导入增厚盈利-2023/05/05

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,767	8,838	11,402	13,901
营业成本	3,435	7,846	10,058	12,212
营业税金及附加	4	13	15	14
销售费用	47	115	148	167
管理费用	34	71	91	111
研发费用	115	247	308	361
EBIT	85	534	784	1,037
财务费用	113	61	63	63
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-18	-13	0	0
营业利润	-37	460	721	974
营业外收支	3	6	7	7
利润总额	-33	466	728	981
所得税	-12	56	87	118
净利润	-21	410	640	863
归属于母公司净利润	-17	418	640	863
EBITDA	99	553	808	1,067
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	866	569	580	842
应收账款及票据	1,633	2,933	3,801	4,634
预付款项	110	157	201	244
存货	362	762	978	1,187
其他流动资产	56	27	25	28
流动资产合计	3,028	4,448	5,585	6,935
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	94	157	205	244
无形资产	18	18	17	17
非流动资产合计	327	418	453	484
资产合计	3,355	4,866	6,038	7,419
短期借款	1,560	1,560	1,560	1,560
应付账款及票据	781	1,743	2,235	2,714
其他流动负债	46	185	225	264
流动负债合计	2,387	3,488	4,020	4,537
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	2,410	3,511	4,043	4,561
股本	100	100	100	100
少数股东权益	26	18	18	18
股东权益合计	945	1,355	1,995	2,858
负债和股东权益合计	3,355	4,866	6,038	7,419

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	33.83	134.64	29.01	21.91
EBIT 增长率	-12.78	526.81	46.72	32.30
净利润增长率	-118.44	2512.03	53.22	34.81
盈利能力 (%)				
毛利率	8.80	11.23	11.79	12.15
净利润率	-0.46	4.73	5.61	6.21
总资产收益率 ROA	-0.52	8.59	10.60	11.63
净资产收益率 ROE	-1.89	31.26	32.38	30.39
偿债能力				
流动比率	1.27	1.28	1.39	1.53
速动比率	1.07	1.01	1.09	1.21
现金比率	0.36	0.16	0.14	0.19
资产负债率 (%)	71.82	72.16	66.96	61.47
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	2.15	2.09	2.07
每股指标 (元)				
每股收益	-0.17	4.17	6.39	8.61
每股净资产	9.17	13.34	19.72	28.33
每股经营现金流	-1.96	-1.92	1.31	3.82
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-424	18	11	9
PB	8.0	5.5	3.7	2.6
EV/EBITDA	83.27	14.90	10.20	7.73
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	410	640	863
折旧和摊销	14	19	25	30
营运资金变动	-349	-710	-594	-571
经营活动现金流	-197	-193	132	383
资本开支	-86	-104	-53	-53
投资	42	37	0	0
投资活动现金流	-41	-80	-53	-53
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	-297	11	262

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受到任何形式的补偿。

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