

## 信义山证汇通天下

证券研究报告

半导体材料

帝科股份（300842.SZ）

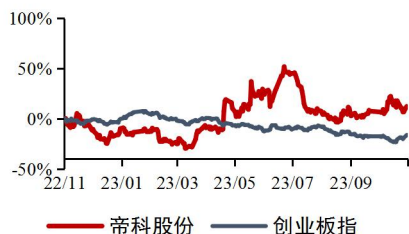
买入-A(维持)

N 型银浆布局领先，出货占比持续提高

2023 年 11 月 8 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2023 年 11 月 7 日

收盘价（元）：	69.20
年内最高/最低（元）：	97.00/42.50
流通 A 股/总股本（亿）：	0.86/1.00
流通 A 股市值（亿）：	59.35
总市值（亿）：	69.37

资料来源：最闻

基础数据：2023 年 9 月 30 日

基本每股收益：	2.92
摊薄每股收益：	2.92
每股净资产（元）：	12.39
净资产收益率：	23.10

资料来源：最闻

分析师：

肖索

执业登记编码：S0760522030006

邮箱：xiaosuo@sxzq.com

贾惠淋

执业登记编码：S0760523070001

邮箱：jiahuilin@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2023 年三季报，2023 年前三季度公司实现营业收入 61.0 亿元，同比+133.5%，实现归母净利润 2.9 亿元，同比+1968.4%；其中 Q3 实现营收 26.22 元，同比+178.7%，实现归母净利润 0.9 亿元，同比+761.2%。

事件点评

➢ N 型银浆布局领先，出货占比稳步提升。2023 年前三季度公司光伏导电银浆实现销售 1118.6 吨，同比+129.0%；其中，N 型 TOPCon 电池银浆 534.6 吨，同比+1202.9%。Q3 公司光伏导电银浆实现出货 475.7 吨；其中，TOPCon 银浆实现出货 273 吨。公司 2023 年 Q1/Q2/Q3 的 TOPCon 银浆占总光伏银浆总出货比例分别为 34.1%/46.1%/57.4%，N 型出货比例环比稳步提升。2024 年 N 型电池片出货占比将进一步提高，与 PERC 电池相比，N 型电池的银浆耗量和加工费都有所提升，有利于公司业绩持续增长。

➢ 持续导入国产银粉，加强成本与费用管理。国产银粉的导入有利于降低采购成本、规避汇兑风险。目前，公司 PERC 电池银浆国产粉占比 80%以上，TOPCon 电池国产粉占比在 50%左右。此外，公司计划向上游布局，规划建设年产 5000 吨硝酸银、1800 吨金属粉体等生产线，有利于进一步保障供应链安全与稳定。费用方面，2023 年 Q3 公司销售/管理/财务费用率分别环比下降 0.11pct/0.03pct/3.3pct，费用管控能力持续提升。

➢ 聚焦技术研发，持续开发光伏/半导体新产品。光伏领域，公司在 BC 电池和 HJT 电池中浆料均实现规模化供应；产品在玻璃粉技术、高温烧结技术、低温固化/烧结技术、超细线图形印刷技术等方面都具有一定竞争力。半导体电子领域，公司布局在 LED 与 IC 芯片封装粘接银浆、面向第三代功率半导体芯片封装粘接的烧结银产品和功率半导体封装用 AMB 陶瓷覆铜板钎焊浆料。

投资建议

➢ 公司为光伏银浆的龙头企业，随着 N 型电池放量，竞争优势持续加强。我们预计公司 2023-2025 年归母公司净利润 4.0/5.9/7.8 亿元，2023 年扭亏为盈，2024 年和 2025 年分别同比增长 49.4%和 33.0%，对应 EPS 为 3.94/5.89/7.82 元，PE 为 17.6/11.8/8.8 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示

➢ 政策变动风险；产品及原材料价格波动风险；光伏新增装机不及预期；市场竞争加剧等。

财务数据与估值：

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,814	3,767	7,175	9,525	11,942
YoY(%)	78.0	33.8	90.5	32.8	25.4
净利润(百万元)	94	-17	395	590	784
YoY(%)	14.4	-118.4	2381.2	49.4	32.8
毛利率(%)	10.1	8.8	11.9	12.7	12.7
EPS(摊薄/元)	0.94	-0.17	3.94	5.89	7.82
ROE(%)	10.1	-2.2	30.8	32.0	29.9
P/E(倍)	73.9	-400.4	17.6	11.8	8.8
P/B(倍)	7.4	7.5	5.3	3.6	2.6
净利率(%)	3.3	-0.5	5.5	6.2	6.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2062	3028	5147	5552	6658
现金	236	866	1794	1429	1791
应收票据及应收账款	1263	1633	1954	2808	3162
预付账款	50	110	248	133	345
存货	368	362	610	669	935
其他流动资产	144	56	541	513	424
<b>非流动资产</b>	204	327	453	503	558
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	105	94	192	248	297
无形资产	10	18	21	23	25
其他非流动资产	88	215	240	232	236
<b>资产总计</b>	2265	3355	5600	6054	7216
<b>流动负债</b>	1333	2387	4201	4012	4316
短期借款	1118	1560	3197	2635	2727
应付票据及应付账款	163	781	957	1328	1538
其他流动负债	52	46	47	49	51
<b>非流动负债</b>	1	23	23	23	23
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	23	23	23	23
<b>负债合计</b>	1333	2410	4224	4035	4339
少数股东权益	0	26	52	105	178
股本	100	100	100	100	100
资本公积	526	530	539	539	539
留存收益	307	290	711	1353	2211
归属母公司股东权益	932	919	1324	1914	2699
<b>负债和股东权益</b>	2265	3355	5600	6054	7216

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-259	-197	-438	412	455
净利润	94	-21	421	643	858
折旧摊销	8	13	17	28	37
财务费用	-16	113	93	117	110
投资损失	18	18	12	9	15
营运资金变动	-380	-353	-971	-373	-552
其他经营现金流	16	33	-10	-11	-12
<b>投资活动现金流</b>	-20	-41	-187	-98	-75
<b>筹资活动现金流</b>	405	279	-232	-67	-126
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.94	-0.17	3.94	5.89	7.82
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.59	-1.96	-4.37	4.11	4.54
每股净资产(最新摊薄)	9.30	9.17	13.11	19.00	26.82

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2814	3767	7175	9525	11942
营业成本	2531	3435	6321	8312	10425
营业税金及附加	3	4	7	9	12
营业费用	48	47	57	76	96
管理费用	17	34	61	81	102
研发费用	98	115	136	181	227
财务费用	-16	113	93	117	110
资产减值损失	-20	-47	-22	-19	-12
公允价值变动收益	-4	9	10	11	12
投资净收益	-18	-18	-12	-9	-15
<b>营业利润</b>	91	-37	476	733	957
营业外收入	10	6	8	7	8
营业外支出	1	3	1	1	1
<b>利润总额</b>	101	-33	484	739	964
所得税	7	-12	63	96	106
<b>税后利润</b>	94	-21	421	643	858
少数股东损益	0	-4	26	53	74
<b>归属母公司净利润</b>	94	-17	395	590	784
EBITDA	157	32	580	864	1086

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	78.0	33.8	90.5	32.8	25.4
营业利润(%)	2.4	-140.0	1404.4	53.8	30.6
归属于母公司净利润(%)	14.4	-118.4	2381.2	49.4	32.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	10.1	8.8	11.9	12.7	12.7
净利率(%)	3.3	-0.5	5.5	6.2	6.6
ROE(%)	10.1	-2.2	30.8	32.0	29.9
ROIC(%)	6.8	0.5	10.8	16.0	17.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	58.9	71.8	75.4	66.6	60.1
流动比率	1.5	1.3	1.2	1.4	1.5
速动比率	1.2	1.1	0.9	1.1	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.3	1.6	1.6	1.8
应收账款周转率	2.5	2.6	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	23.9	7.3	7.3	7.3	7.3
<b>估值比率</b>					
P/E	73.9	-400.4	17.6	11.8	8.8
P/B	7.4	7.5	5.3	3.6	2.6
EV/EBITDA	49.0	241.2	14.4	9.4	7.3

资料来源：最闻、山西证券研究所

**分析师承诺：**

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级的说明：**

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

**评级体系：****——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

**——行业评级**

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

**——风险评级**

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

## 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

## 山西证券研究所:

### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

