

2023 年 11 月 12 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

帝科股份 (300842)

N 型银浆出货大幅增长，拓展半导体浆料市场

◆ 行业景气度高，N 型产品放量，银浆需求增长

光伏行业保持高景气度，根据 CPIA 数据，2022 年我国电池产量为 330.6GW，同比+67.1%；对应银浆总耗量为 4177 吨，同比+35.9%。据 InfoLink 保守预测，2023 年全球光伏需求将达 390GW，由此预计全球将生产超过 450GW 电池片需求量，对应银浆需求量达到 5100 吨以上。Infotlink 预测，2023 年 TOPCon 电池市占率有望达到约 30%，TOPCon 电池是天然的双面电池，银浆需求量高于 P 型电池，在金属化方面降本提效是 N 型电池的重要发展方向之一。

◆ N 型银浆技术先进，TOPCon 银浆市占率领先

光伏行业 N 型转型趋势加快，TOPCon 电池产量释放，而 2022 年 TOPCon 电池银浆国产化率达到 85%左右。公司具有全品类导电银浆产品，包括 P 型、N 型 TOPCon 电池全套银浆产品、HJT 全套低温银浆及低温银包铜浆料产品，其中 TOPCon 全套银浆产品处于行业领先地位、出货量随 TOPCon 放量而大幅增加。HJT 电池用系列产品已完成多家头部企业认证；公司还持续推动 IBC 背接触电池、钙钛矿/晶硅叠层电池银浆产品开发与产业化，掌握无网结网版超细线印刷技术、分步印刷技术、SMBB 多主栅互联等技术。公司与晶科、天合、晶澳、通威等行业龙头均建有长期稳定的合作关系，获得客户广泛认可，未来公司的市占率有望进一步提高。

◆ 推进国产银粉替代，建设硝酸银项目

银粉为光伏银浆主要原材料，大量进口银粉会加大公司汇兑风险，国产银粉稳定性逐步提升，并在价格上具有优势，因此公司大力推进国产银粉导入替代，加强成本管理。2022 年，公司进口 DOWA 银粉比例为 35.71%，较上年下降了 31.85pct，国产银粉的替代使用有利于保障公司供应链安全、降低成本以及银点、外汇波动风险，随着国产粉使用比例的提升，公司的盈利能力将进一步增强。公司在江苏新沂规划建设年产 5000 吨硝酸银、1800 吨金属粉体等高性能电子材料生产线，计划于 2025 年投产。硝酸银产品的纯度对于金属粉体的性能与成本有重要影响，公司投资建设硝酸银项目可以保障供应链安全性与稳定性，并有利于降低原材料成本，提高公司产品竞争力。

◆ 拓展加强半导体封装浆料，创造新业绩增长点

在半导体电子领域，基于共享的导电银浆技术平台，公司持续推广、销售的用于高可靠性半导体芯片封装浆料产品。公司 LED 与 IC 芯片封装粘结银浆产品可应用于不同的导热系数场景，客户结构不断升级。第三代功率半导体芯片封装粘结的烧结银产品以及功率半导体封装用 AMB 陶瓷覆铜板钎焊浆料，已经进入市场推广阶段。公司聚焦三大产品方向，加强研发完善产品迭代，不断推广拓宽公司产品应用领域和客户渠道。

投资建议与盈利预测：N 型产品放量，银浆需求旺盛，公司 TOPCon 产品市占率领先；N 型银浆产品丰富，布局上游银粉，降低生产成本，保障供应链安全，提升盈利能力。预计公司 2023~2025 年归母净利润 4.13/6.38/8.35 亿元，对应 2023~2025 年 PE 16/11/8 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示：全球经济不景气，光伏装机需求下行；产业内竞争格局恶化；原材料价格大幅度波动；公司产能投放不及预期；汇兑风险造成损失；欧美贸易壁垒致行业发展受阻。

投资评级

买入

首次覆盖

2023 年 11 月 10 日

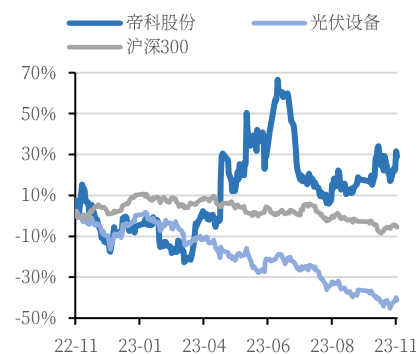
收盘价(元): 73.13

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	100.25
总市值(百万)	7,331.28
流通股本(百万股)	85.77
流通市值(百万)	6,272.58
12 月最高/最低价(元)	97.00/42.50
资产负债率(%)	77.71
每股净资产(元)	12.19
市盈率(TTM)	28.07
市净率(PB)	6.00
净资产收益率(%)	23.96

股价走势图



作者

曾帅 分析师
SAC 执业证书: S0640522050001
联系电话:
邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

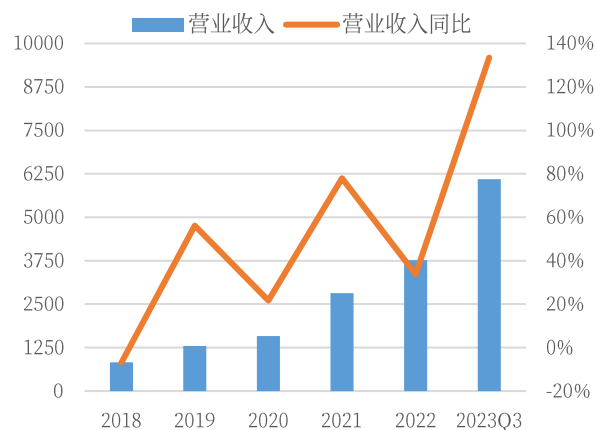
中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

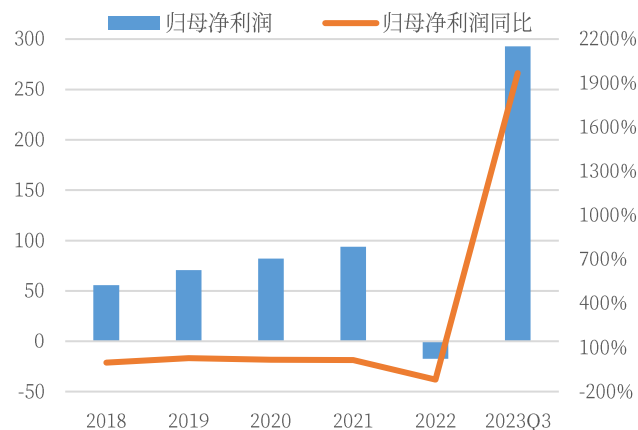
联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2814.46	3766.67	8363.83	10828.53	12708.31
增长率（%）	77.96%	33.83%	122.05%	29.47%	17.36%
归母净利润（百万元）	93.94	-17.32	412.52	638.00	834.98
增长率（%）	14.43%	-118.44%	2481.19%	54.66%	30.87%
毛利率（%）	10.06%	8.80%	11.29%	12.14%	13.01%
每股收益	0.94	-0.17	4.11	6.36	8.33
市盈率 PE	74.07	-401.60	16.87	10.90	8.33
市净率 PB	7.47	7.57	5.23	3.53	2.48
净资产收益率 ROE（%）	10.08%	-1.89%	30.98%	32.39%	29.77%

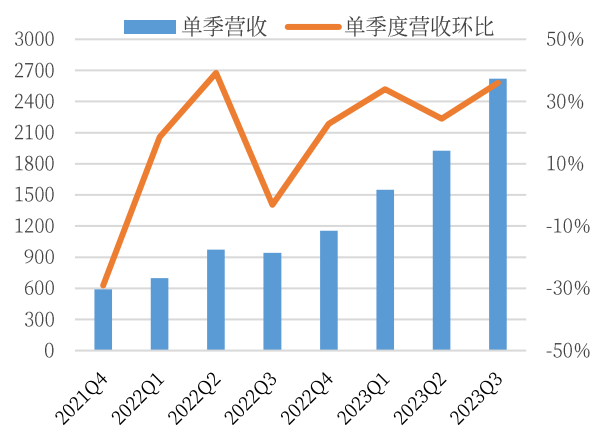
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 近年公司营收保持高增长(百万元)


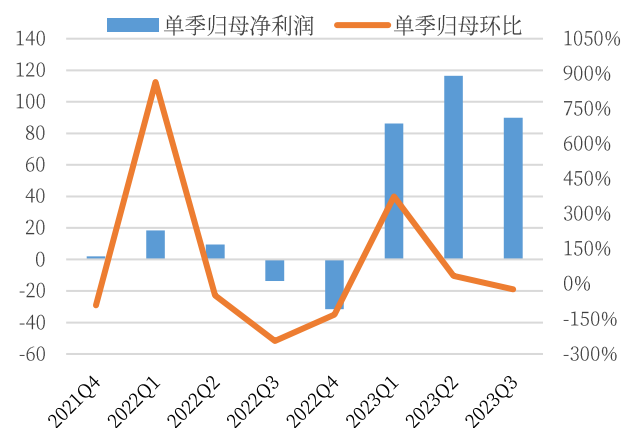
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图2 近年公司归母净利润情况(百万元)


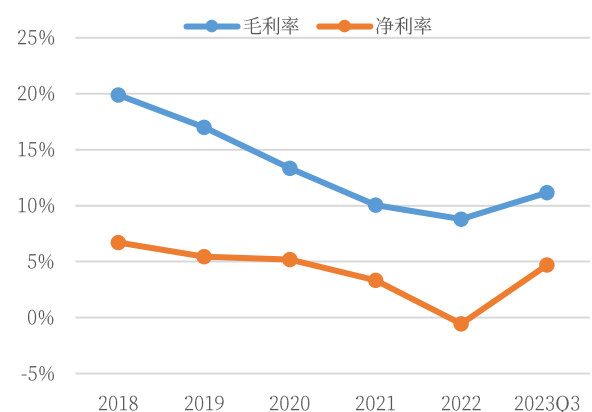
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图3 近年公司单季度营收情况(百万元)


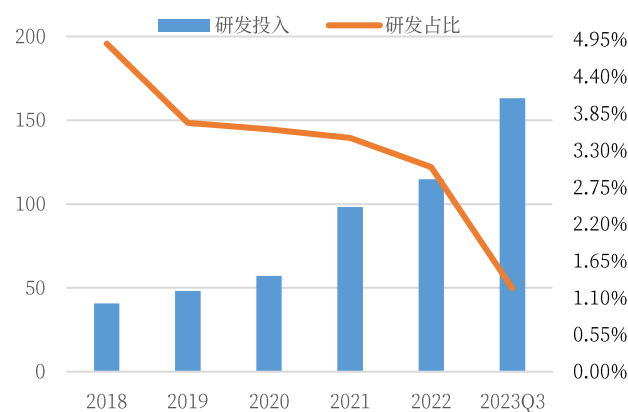
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图4 近年公司单季度归母净利润情况(百万元)


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

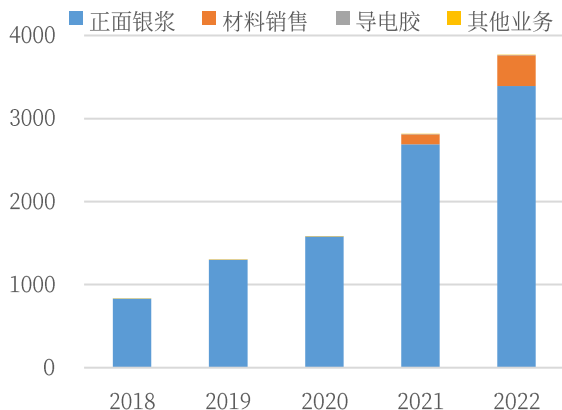
图5 公司毛利率与净利率情况


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图6 公司研发投入情况（百万元）


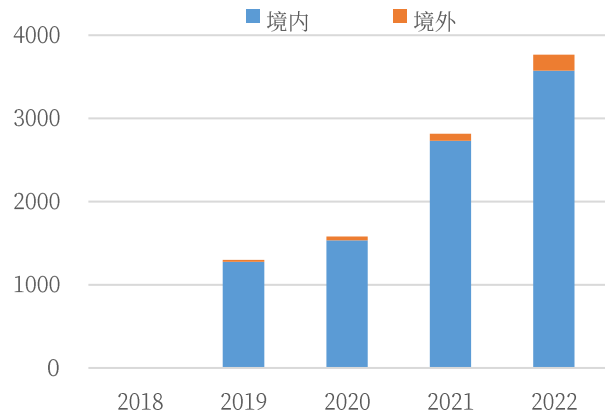
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图7 近年公司分产品营收情况(百万元)



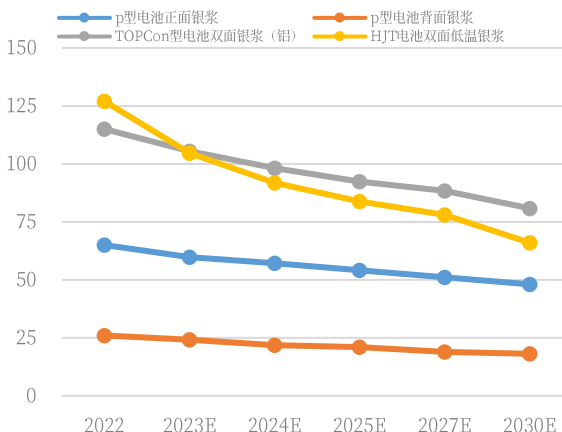
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图8 近年公司分地区营收情况(百万元)



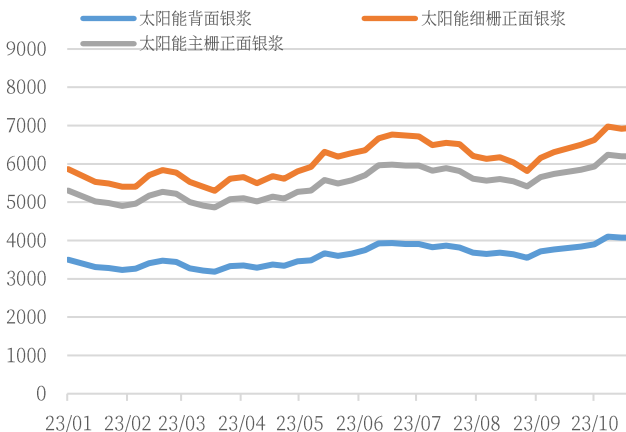
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图9 各类电池银浆消耗量变化趋势(mg/片)



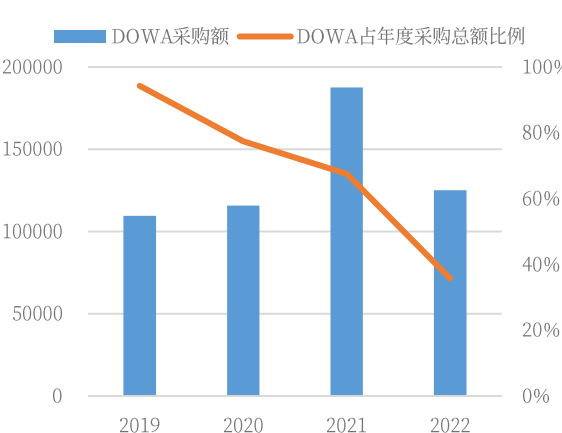
资料来源：CPIA，中航证券研究所

图10 各种类太阳能银浆平均价(元/kg)



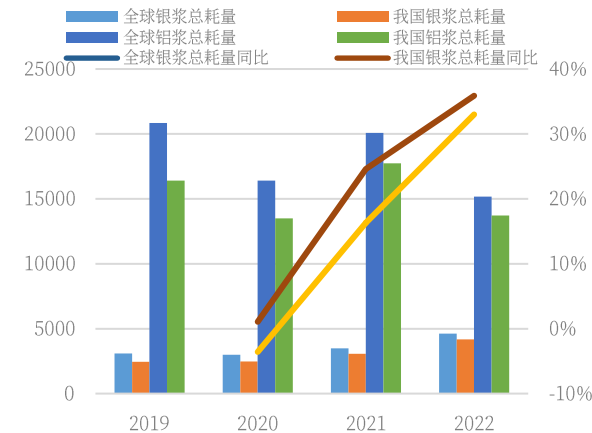
资料来源：SMM，中航证券研究所

图11 公司采购 DOWA 银粉总额及比例（万元）



资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图12 全球及我国银/铅浆消耗总量情况(吨)



资料来源：CPIA，中航证券研究所

表1 公司分业务拆分(百万元)

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
光伏导电银浆	营收	2,691.11	3,391.89	7,799.86	10,176.73	12,003.89
	成本	2,410.74	3,066.46	6,866.40	8,875.36	10,366.98
	毛利润	280.37	325.43	933.46	1,301.37	1,636.91
	毛利率	10.42%	9.59%	11.97%	12.79%	13.64%
半导体封装浆料	营收	4.10	3.59	7.18	11.49	16.08
	成本	2.91	2.35	4.67	7.47	10.45
	毛利润	1.19	1.24	2.51	4.02	5.63
	毛利率	28.92%	34.44%	35.00%	35.00%	35.00%
其他 (主要为材料销售)	营收	119.24	371.19	556.79	640.30	688.33
	成本	117.67	366.33	548.43	630.70	678.00
	毛利润	1.57	4.86	8.35	9.60	10.32
	毛利率	1.32%	1.31%	1.50%	1.50%	1.50%
合计	营收	2,814.45	3,766.67	8,363.82	10,828.52	12,708.30
	成本	2,531.33	3,435.14	7,419.50	9,513.52	11,055.43
	毛利润	283.12	331.53	944.32	1,314.99	1,652.86
	毛利率	10.06%	8.80%	11.29%	12.14%	13.01%

资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所测算

表2 可比公司的当前估值对比

股票代码	股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
688503.SH	聚和材料	71.56	118.52	3.50	3.67	5.12	6.35	42.66	19.93	14.29	11.53
002079.SZ	苏州固锟	12.18	98.40	0.46	0.29	0.42	0.57	29.17	42.69	28.94	21.56
可比公司平均值			108.46	1.98	1.98	2.77	3.46	35.92	31.31	21.62	16.55
300842.SZ	帝科股份	74.56	74.75	-0.17	4.14	6.24	8.30	-296.64	18.02	11.96	8.99

资料来源：iFinD，中航证券研究所

注：收盘价为 11 月 9 日收盘价，可比公司预测来源为 iFinD 盈利预测

财务报表与财务指标（单位：百万元）
资产负债表

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	236	866	836	1083	1271
应收票据及账款	1263	1633	3025	3916	4596
预付账款	50	110	206	208	174
其他应收款	1	1	2	3	3
存货	368	362	711	860	939
其他流动资产	143	55	72	76	84
流动资产总计	2062	3028	4853	6146	7067
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	105	98	256	521	937
在建工程	29	79	466	586	456
无形资产	10	18	15	11	8
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	59	132	129	126	123
非流动资产合计	204	327	865	1244	1525
资产总计	2265	3355	5718	7390	8591
短期借款	1118	1560	2657	3123	2980
应付票据及账款	163	781	1464	1877	2196
其他流动负债	52	46	135	177	220
流动负债合计	1333	2387	4255	5176	5396
长期借款	0	3	4	4	4
其他非流动负债	1	20	29	29	29
非流动负债合计	1	23	33	33	32
负债合计	1333	2410	4288	5209	5428
股本	100	100	100	100	100
资本公积	526	530	530	530	530
留存收益	306	289	702	1340	2175
归属母公司权益	932	919	1332	1970	2805
少数股东权益	0	26	99	212	359
股东权益合计	932	945	1431	2181	3164
负债和股东权益	2265	3355	5718	7390	8591

现金流量表

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	94	-21	417	671	898
折旧与摊销	8	14	61	121	219
财务费用	-16	113	69	85	94
投资损失	18	18	5	-10	-10
营运资金变动	-380	-353	-1110	-599	-372
其他经营现金流	16	32	3	15	20
经营性现金净流	-259	-197	-555	282	849
资本支出	85	66	592	500	500
长期投资	57	42	0	0	0
其他投资现金流	8	-17	88	82	76
投资性现金净流	-20	-41	-504	-418	-424
短期借款	421	442	1097	466	-143
长期借款	0	3	1	0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	4	4	0	0	0
其他筹资现金流	-20	-170	-69	-85	-94
筹资性现金净流	405	279	1029	382	-238
现金流量净额	154	41	-30	246	188

利润表

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2814	3767	8364	10829	12708
营业成本	2531	3435	7420	9514	11055
税金及附加	3	4	8	10	11
销售费用	48	47	92	103	114
管理费用	17	34	63	70	81
研发费用	98	115	205	265	309
财务费用	-16	113	69	85	94
资产减值损失	-0	-0	-1	-1	-1
信用减值损失	-20	-46	-59	-60	-76
其他经营损益	-0	-0	-0	-0	-0
投资收益	-18	-18	-5	10	10
公允价值变动损益	-4	9	70	70	70
资产处置收益	0	0	0	0	1
其他收益	0	0	0	0	0
营业利润	91	-37	514	802	1046
营业外收入	10	6	13	10	15
营业外支出	1	3	5	5	5
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	101	-33	522	807	1056
所得税	7	-12	37	56	74
净利润	94	-21	485	751	982
少数股东损益	0	-4	73	113	147
归属母公司净利润	94	-17	413	638	835
EBITDA	93	93	652	1013	1370
NOPLAT	91	55	477	759	995
EPS(元)	0.94	-0.17	4.11	6.36	8.33

主要财务比率

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营收增长率	77.96%	33.83%	122.05%	29.47%	17.36%
营业利润增长率	2.35%	-	1507.97	55.94%	30.44%
EBIT 增长率	3.23%	-6.64%	644.68%	50.93%	28.98%
EBITDA 增长率	4.69%	0.36%	600.73%	55.26%	35.25%
归母净利润增长率	14.43%	-	2481.19	54.66%	30.87%
经营现金流增长率	50.17%	24.10%	-	150.89%	201.02%
盈利能力					
毛利率	10.06%	8.80%	11.29%	12.14%	13.01%
净利率	3.34%	-0.56%	5.80%	6.93%	7.73%
营业利润率	3.25%	-0.97%	6.15%	7.41%	8.23%
ROE	10.08%	-1.89%	30.98%	32.39%	29.77%
ROA	4.15%	-0.52%	7.21%	8.63%	9.72%
ROIC	6.90%	2.87%	24.63%	18.80%	18.90%
估值倍数					
P/E	74.07	-401.60	16.87	10.90	8.33
P/S	2.47	1.85	0.83	0.64	0.55
P/B	7.47	7.57	5.23	3.53	2.48
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBIT	105.77	77.61	16.36	11.49	8.92
EV/EBITDA	96.90	66.15	14.81	10.12	7.49
EV/NOPLAT	99.03	111.77	20.26	13.50	10.31

数据来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637