

N 型银浆龙头，有望率先享受 LECO 浆料量产红利

➤ **事件：**2024 年 1 月 30 日，公司发布 2023 年年度业绩报告。公司预计 2023 年预计实现归母净利润 3.6-4.0 亿元，同比扭亏为盈；预计实现扣非归母净利润 3.2-3.6 亿元，同比扭亏为盈。

➤ **N 型银浆产品布局领先，N 型迭代有望助推市场份额提升。**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，TOPCon 银浆随 N 型迭代而出货高增，有望带动公司整体出货和盈利能力提升。2022 年，公司正银销售 721 吨，市占率约 22%。TOPCon 银浆技术难度高于 PERC 浆料，目前能批量供应的厂商不超过 10 家，竞争格局更优，23 年 TOPCon 银浆排名前二的企业市占率合计达 80%以上，集中度明显高于 PERC 银浆。得益于前瞻布局和技术优势，23 年公司 TOPCon 银浆市占率领先，排名第一，明显优于公司在 PERC 正银的市占率。根据 InfoLink 预测，23 年 TOPCon 电池渗透率约 30%，24 年有望超过 70%，随着 TOPCon 渗透率快速提升，公司在整体银浆行业的市占率有望进一步提升。

➤ **LECO 浆料技术领先，有望率先享受 LECO 量产红利。**根据 Cell Engineering，激光辅助烧结技术（LECO）能够助力 TOPCon 电池效率提升 0.3%-0.6%，部分厂家已于 23Q4 开始量产导入 LECO，预计 24H1，LECO 有望成为 TOPCon 电池标配技术，大规模量产有望加速。TOPCon 电池应用 LECO 时，正面原本使用的银铝浆需要升级为低侵蚀性的专用银浆，技术难度较大，预计将带来加工费的显著提升。公司 LECO 浆料技术领先，开发了 TOPCon 电池 p+ 发射极 LECO 专用导电浆料，实现了对钝化打开与欧姆接触的解耦，第一阶段综合提效 0.3-0.5%，助力 TOPCon 电池迈进 $U_{oc} > 735mV$ 新时代，有望率先享受 LECO 浆料量产红利。

➤ **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。

➤ **投资建议：**我们预计公司 23-25 年营收分别为 87.00/119.83/146.24 亿元，归母净利润分别为 3.93/6.04/7.35 亿元，对应 PE 为 17X/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	8,700	11,983	14,624
增长率（%）	33.8	131.0	37.7	22.0
归属母公司股东净利润（百万元）	-17	393	604	735
增长率（%）	-118.4	2369.2	53.6	21.7
每股收益（元）	-0.17	3.92	6.02	7.33
PE	/	17	11	9
PB	7.3	5.1	3.5	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 1 月 30 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
66.99 元

分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_jy@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1. 帝科股份 (300842.SZ) 深度报告：N 型银浆先行者，充分享受 N 型迭代红利-2024/01/19

2. 帝科股份 (300842.SZ) 2023 年三季报点评：N 型银浆龙头，TOPCon 银浆出货快速增长-2023/10/29

3. 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	8,700	11,983	14,624
营业成本	3,435	7,766	10,662	13,022
营业税金及附加	4	13	16	19
销售费用	47	83	108	132
管理费用	34	37	50	61
研发费用	115	261	359	439
EBIT	85	528	789	952
财务费用	113	83	110	124
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-18	-13	0	0
营业利润	-37	432	679	828
营业外收支	3	6	7	7
利润总额	-33	438	686	835
所得税	-12	53	82	100
净利润	-21	385	604	735
归属于母公司净利润	-17	393	604	735
EBITDA	99	547	813	982
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	866	1,581	1,898	2,309
应收账款及票据	1,633	2,887	3,994	4,875
预付款项	110	155	213	260
存货	362	755	1,037	1,266
其他流动资产	56	27	26	28
流动资产合计	3,028	5,405	7,168	8,739
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	5,823	7,622	9,223
短期借款	1,560	2,560	3,060	3,360
应付账款及票据	781	1,726	2,369	2,894
其他流动负债	46	183	234	276
流动负债合计	2,387	4,469	5,664	6,530
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	4,492	5,687	6,553
股本	100	100	100	100
少数股东权益	26	19	19	19
股东权益合计	945	1,331	1,935	2,669
负债和股东权益合计	3,355	5,823	7,622	9,223

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	130.96	37.74	22.04
EBIT 增长率	-12.78	519.75	49.32	20.75
净利润增长率	-118.44	2369.23	53.59	21.68
盈利能力 (%)				
毛利率	8.80	10.73	11.02	10.95
净利润率	-0.46	4.52	5.04	5.02
总资产收益率 ROA	-0.52	6.75	7.92	7.97
净资产收益率 ROE	-1.89	29.96	31.51	27.72
偿债能力				
流动比率	1.27	1.21	1.27	1.34
速动比率	1.07	1.00	1.04	1.10
现金比率	0.36	0.35	0.34	0.35
资产负债率 (%)	71.82	77.14	74.62	71.06
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	1.90	1.78	1.74
每股指标 (元)				
每股收益	-0.17	3.92	6.02	7.33
每股净资产	9.17	13.09	19.11	26.44
每股经营现金流	-1.96	-1.59	-0.07	3.03
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	17	11	9
PB	7.3	5.1	3.5	2.5
EV/EBITDA	83.27	15.07	10.13	8.39
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	385	604	735
折旧和摊销	14	19	25	30
营运资金变动	-349	-674	-751	-594
经营活动现金流	-197	-160	-7	304
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	1,044	500	300
筹资活动现金流	279	954	378	160
现金净流量	41	715	318	411

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