

帝科股份 (300842)

2023 年报点评: N 型占比大幅提升, LECO 逐步放量

买入 (维持)

2024 年 02 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

研究助理 徐毓嵘

执业证书: S0600122080018
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	3,767	9,603	12,810	15,800	18,472
同比	33.83%	154.94%	33.40%	23.34%	16.91%
归母净利润 (百万元)	-17.24	385.64	652.86	816.65	991.90
同比	-118.36%	2,336.51%	69.29%	25.09%	21.46%
EPS-最新摊薄 (元/股)	-0.17	3.84	6.50	8.13	9.87
P/E (现价&最新摊薄)	-	20.07	11.85	9.48	7.80

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年报, 实现归母净利润 3.86 亿元, 同增 2336.51%; 扣非净利润 3.43 亿元, 同增 2829.96%。其中 2023Q4 归母净利润 0.93 亿元, 同比+396.17%, 环比+3.3%; 扣非净利润 0.96 亿元, 环减 11.93%, 业绩符合预期。
- **N 型占比大幅提升、P 银浆降价+减值影响盈利:** 2023 年公司银浆销售 1713.6 吨, 同增 137.9%; 其中 N 型银浆销售 1008.5 吨, 占 58.9%, 处行业领导地位。其中 2023Q4 销售 595 吨, 环增约 25%; 其中 N 型约 474 吨, 占比 80%, 环比提高 22pct。2023Q4 毛利率约 11.1%, 测算加工费 (单 kg 毛利) 约 655 元/kg, 受益于 N 型产品结构提升, 加工费环比提升 71 元/kg。2023Q4 PERC 电池盈利承压, P 银浆加工费降至 300 元/kg+计提信用减值, 导致损失盈利。我们预计 2024 年出货约 2500+ 吨, 2024Q1 出货有望持平, TOPCon 占比至 80%+, 且 LECO 银浆逐步上量。
- **LECO 逐步上量、研发持续投入:** LECO 可提升 TPC 电池效率 0.2pct+, 下游改造共识强。公司 LECO 银浆 2023Q4 业绩贡献仍不明显, 预计 2024H1 逐步放量, 且目前 LECO 较常规 TPC 银浆溢价 200+元/kg, 支撑 2024 年银浆盈利。公司 2023 年研发费用 3.1 亿, 较上年同增 169.5%, 持续积累技术储备。TPC 全套银浆份额处领导地位; HJT 低温银浆及银包铜浆料已实现大规模出货; IBC 浆料不断完善迭代, 实现持续供货。同时公司积极布局钙钛矿/晶硅叠层用超低温固化浆料。
- **盈利预测与投资评级:** 公司是国产 TOPCon 银浆龙头企业, 24 年 TOPCon 出货占比将继续提升, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润可达 6.5/8.2/9.9 亿元 (较前值维持), 同增 69%/25%/21%。给予 2024 年 18xPE, 目标价 117 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料上涨超预期、需求增长不及预期、竞争加剧等

市场数据

收盘价(元)	77.00
一年最低/最高价	42.50/97.00
市净率(倍)	5.83
流通 A 股市值(百万元)	6,622.08
总市值(百万元)	7,738.50

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.20
资产负债率(% ,LF)	80.22
总股本(百万股)	100.50
流通 A 股(百万股)	86.00

相关研究

《帝科股份(300842): 2023 年业绩预告点评: 出货量持续提升, LECO 导入支撑溢价》

2024-01-31

《帝科股份(300842): 银浆龙头受益技术迭代, 乘势 N 型高速发展》

2024-01-16

图表目录

图 1: 2023 年收入 96.03 亿元, 同增 154.94% (亿元, %)	3
图 2: 2023 年归母净利 3.86 亿元, 同 2336.5% (亿元, %)	3
图 3: 2023Q4 收入 35.06 亿元, 同增 203.41% (亿元, %)	4
图 4: 2023Q4 归母净利 0.93 亿元, 同 396.2% (亿元, %)	4
图 5: 2023 年毛利率、净利率分别为 11.14%、4.02% (%)	4
图 6: 2023Q4 毛利率、净利率分别为 11.1%、2.6% (%)	4
图 7: 2023 年期间费用率 5.76%, 同比-2.2pct (%)	5
图 8: 2023 年期间费用 5.8 亿元, 同比+86.5% (亿元, %)	5

表 1: 2023 年收入 96.03 亿元, 同比增长 154.94%; 归母净利润 3.86 亿元, 同比增长 2336.51% (亿元, %)	3
--	---

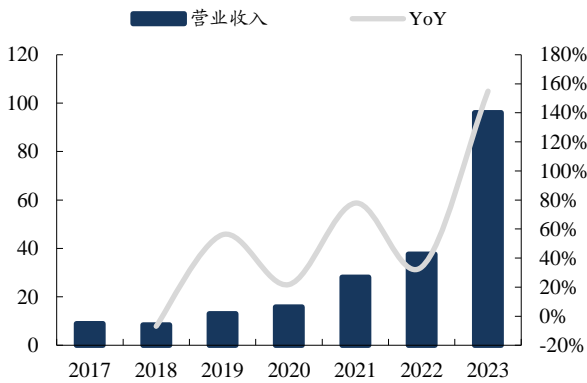
事件: 公司发 23 年实现归母 3.86 亿, 同增 2336.51%; 扣非 3.43 亿, 同增 2829.96%。
 其中 Q4 归母 0.93 亿, 同比+396.17%, 环比+3.3%; 扣非 0.96 亿, 环减 11.93%, 业绩符合预期。

表1: 2023 年收入 96.03 亿元, 同比增长 154.94%; 归母净利润 3.86 亿元, 同比增长 2336.51% (亿元, %)

帝科股份	2023	2022	同比	2023Q4	2022Q4	同比	2023Q3	环比
营业收入	96.03	37.67	154.94%	35.06	11.56	203.41%	26.22	33.71%
营业成本	91.22	33.83	169.64%	33.52	11.44	193.01%	24.68	35.82%
毛利率	11.14%	8.80%	+2.34pct	11.11%	11.30%	-0.19pct	10.60%	+0.51pct
营业利润	4.08	-0.37	1217.24%	0.88	-0.41	313.81%	0.99	-11.11%
利润总额	4.15	-0.33	1342.59%	0.9	-0.45	200.00%	1.00	-10.00%
归属母公司净利润	3.86	-0.17	2336.51%	0.93	-0.31	396.17%	0.9	+3.33%
扣非归母净利润	3.43	-0.13	2829.96%	0.96	-0.01	6997.54%	1.09	-11.93%
归母净利率	4.02%	-0.56%	+4.58pct	2.59%	-2.92%	+5.51pct	3.34%	-0.75pct
扣非归母净利率	3.57%	-0.34%	+3.91pct	-	-	-	-	-

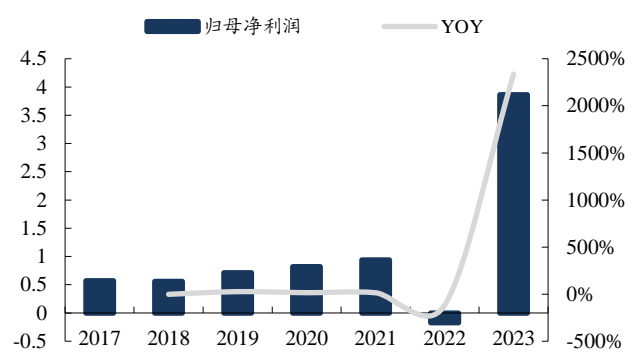
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2023 年收入 96.03 亿元, 同增 154.94%(亿元, %)



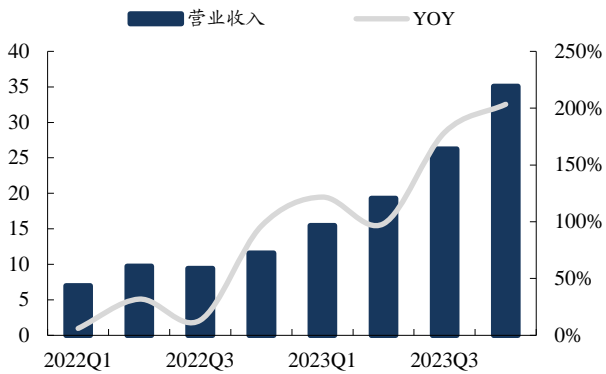
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 2023 年归母净利润 3.86 亿元, 同 2336.5%(亿元, %)



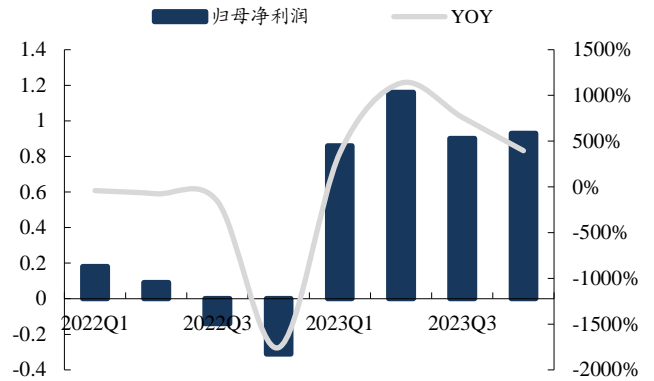
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 2023Q4 收入 35.06 亿元, 同增 203.41%(亿元, %)



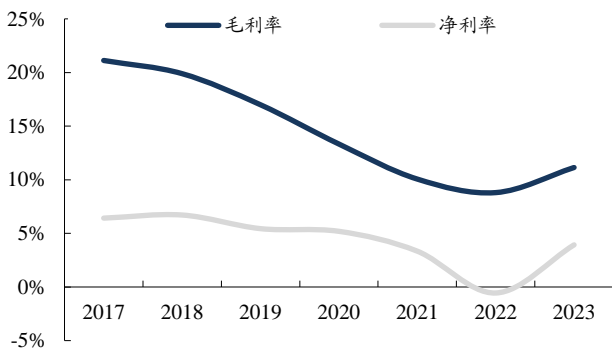
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 2023Q4 归母净利润 0.93 亿元, 同 396.2%(亿元, %)



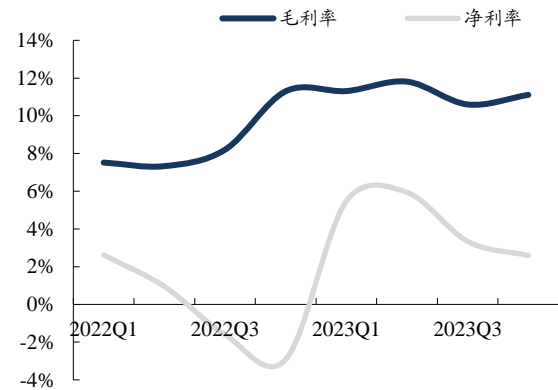
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 2023 年毛利率、净利率分别为 11.14%、4.02%(%)



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

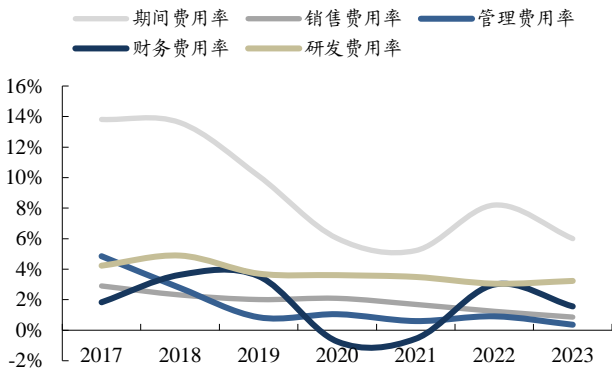
图6: 2023Q4 毛利率、净利率分别为 11.1%、2.6%(%)



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

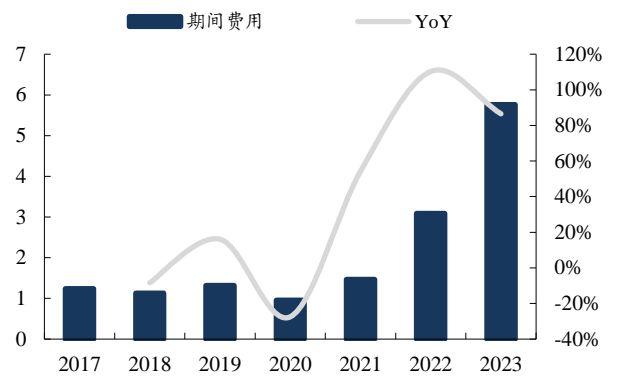
N 型占比大幅提升、P 银浆降价+减值影响盈利。 2023 年公司银浆销售 1713.6 吨，同增 137.9%；其中 N 型银浆销售 1008.5 吨，占 58.9%，处行业领导地位。其中 2023Q4 销售 595 吨，环增约 25%；N 型约 474 吨，占比 80%，环比提高 22pct。2023Q4 毛利率约 11.1%，测算加工费（单 kg 毛利）约 655 元/kg，受益于 N 型结构提升，加工费环比提升 71 元/kg。2023Q4 PERC 电池盈利承压，P 银浆加工费降至 300 元/kg+计提信用减值，损失盈利。我们预计 2024 年出货约 2500+吨，2024Q1 出货有望持平，TOPCon 占比至 80%+，且 LECO 银浆逐步上量。

图7：2023年期间费用率 5.76%，同比-2.2pct（%）



数据来源：Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图8：2023年期间费用 5.8 亿元,同比+86.5%(亿元,%)



数据来源：Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

LECO 逐步上量、研发持续投入。LECO 可提升 TPC 电池效率 0.2pct+, 下游改造共识强。公司 LECO 银浆 2023Q4 业绩贡献仍不明显, 我们预计 2024H1 逐步放量, 且目前 LECO 较常规 TPC 银浆溢价 200+元/kg, 支撑 2024 年银浆盈利。公司 2023 年研发费用 3.1 亿, 较上年同增 169.5%, 持续积累技术储备。TPC 全套银浆份额处领导地位; HJT 低温银浆及银包铜浆料已实现大规模出货; IBC 浆料不断完善迭代, 实现持续供货。同时公司积极布局钙钛矿/晶硅叠层用超低温固化浆料。

风险提示：原材料上涨超预期、需求增长不及预期、竞争加剧等

帝科股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,266	6,306	7,723	9,304	营业总收入	9,603	12,810	15,800	18,472
货币资金及交易性金融资产	1,840	1,990	2,524	3,296	营业成本(含金融类)	8,533	11,310	13,978	16,419
经营性应收款项	3,801	3,293	3,930	4,514	税金及附加	13	16	21	24
存货	602	942	1,165	1,368	销售费用	83	154	190	222
合同资产	0	0	0	0	管理费用	34	141	174	148
其他流动资产	24	80	105	125	研发费用	310	423	474	536
非流动资产	518	552	586	621	财务费用	150	36	49	52
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	13	17	25	33
固定资产及使用权资产	268	240	212	183	投资净收益	(36)	(1)	74	103
在建工程	5	35	65	95	公允价值变动	57	103	37	20
无形资产	17	47	77	107	减值损失	(107)	(100)	(128)	(112)
商誉	33	33	33	33	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	4	7	10	营业利润	408	750	923	1,117
其他非流动资产	192	192	192	193	营业外净收支	7	0	0	0
资产总计	6,785	6,857	8,309	9,925	利润总额	415	750	924	1,117
流动负债	5,367	4,788	5,424	6,047	减:所得税	37	98	107	125
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,678	3,178	3,678	4,178	净利润	378	653	817	992
经营性应付款项	1,556	377	466	547	减:少数股东损益	(8)	0	0	0
合同负债	6	8	9	11	归属母公司净利润	386	653	817	992
其他流动负债	1,127	1,225	1,270	1,311	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.84	6.50	8.13	9.87
非流动负债	76	76	76	76	EBIT	565	786	973	1,169
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	585	834	1,022	1,218
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.14	11.71	11.53	11.12
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	4.02	5.10	5.17	5.37
其他非流动负债	74	74	74	74	收入增长率(%)	154.94	33.40	23.34	16.91
负债合计	5,443	4,864	5,500	6,123	归母净利润增长率(%)	2,336.51	69.29	25.09	21.46
归属母公司股东权益	1,323	1,975	2,791	3,783					
少数股东权益	18	18	18	18					
所有者权益合计	1,342	1,993	2,810	3,802					
负债和股东权益	6,785	6,857	8,309	9,925					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(1,051)	(297)	91	329	每股净资产(元)	13.20	19.65	27.77	37.64
投资活动现金流	(81)	(181)	(29)	0	最新发行在外股份(百万股)	101	101	101	101
筹资活动现金流	1,113	427	415	402	ROIC(%)	15.74	14.88	14.75	14.35
现金净增加额	(20)	(53)	477	732	ROE-摊薄(%)	29.14	33.06	29.26	26.22
折旧和摊销	20	48	49	49	资产负债率(%)	80.22	70.94	66.19	61.70
资本开支	(123)	(80)	(80)	(80)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.07	11.85	9.48	7.80
营运资本变动	(1,666)	(1,068)	(876)	(797)	P/B (现价)	5.83	3.92	2.77	2.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>