

2024年03月12日

买入（首次覆盖）

报告原因：业绩点评

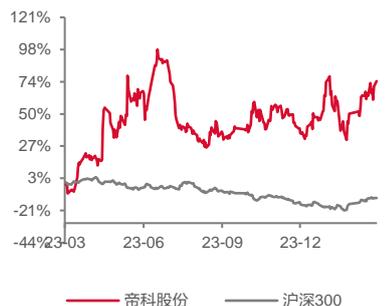
证券分析师

周啸宇 S0630519030001
zhouxiaoy@longone.com.cn

证券分析师

王珏人 S0630523100001
wjw@longone.com.cn

数据日期	2024/03/11
收盘价	83.22
总股本(万股)	10,025
流通A股/B股(万股)	8,575/0
资产负债率(%)	80.22%
市净率(倍)	6.22
净资产收益率(加权)	34.46
12个月内最高/最低价	97.00/42.50



相关研究

- 精选赛道，静待花开——电新行业年度策略
- N型放量正当时，光伏银浆紧跟随——光伏银浆行业深度报告

帝科股份（300842）：业绩量利齐升，技术迭代下优势有望持续

——公司简评报告

投资要点

- **业绩：公司业绩突破，实现量利齐升。**公司2023年实现营业收入96.03亿元，同比+154.94%；归母净利润3.86亿元，同比+2336.51%。分季度看，在2023Q4行业组件价格大幅下降背景下，公司维持业绩上升趋势。2023Q4公司实现营业收入35.06亿元，环比+33.74%；归母净利润0.93亿元，环比+3.37%。盈利能力方面，2023年公司毛利率水平企稳回升，达到11.14%，同比+2.34 pct；净利率实现扭亏为盈，达到3.93%，同比+4.50 pct。2023Q4单季度毛利率为11.11%，环比+0.51 pct；净利率为2.59%，环比-0.76 pct。
- **驱动力：公司银浆出货大幅增长，带动营收高增速。**2023年公司银浆出货量大幅提升，市场占有率稳步提升。2023年光伏银浆出货量1713.62吨，同比+137.89%；分季度来看，出货量逐季快速上升，其中2023Q4出货量为595.1吨，环比+25.11%。**TOPCon银浆放量成为公司业绩主动力。**2023年公司N型TOPCon电池全套导电银浆产品实现出货量1008.48吨，占公司光伏导电银浆产品总销售量比例快速提升至58.85%，处于行业领导地位。分季度来看，TOPCon银浆放量态势明显，成为公司业绩有力支撑。Q4实现TOPCon银浆出货474吨，环比+73.73%。
- **公司优势：公司业绩突破背后是技术进步带来的产品优势。**2023年底随着LECO技术在行业内导入，公司首批推出产品解决方案并推动产业化，目前仍处于引领地位，产品优势有望持续加强。此外，TOPCon技术未来还将持续迭代，公司目前在双面Poly及双面Poly+LECO等领域也处于领先地位，正在配合客户进行研发验证，有望形成较强的行业先发优势。
- **成本端：供应链国产化替代，产能一体化延伸。**公司对国内银粉供应商进行积极培育，协同研发增强对粉体性能的把控。目前公司PERC国产银粉占比已达到80%以上，TOPCon国产银粉占比在50%左右，后续LECO银粉国产化空间较大。公司于2022年7月投资山东东营电子专用材料项目，2023年7月投资江苏新沂高性能电子材料研发生产基地项目，一体化产业布局有望进一步降本增效。
- **投资建议：**帝科股份作为TOPCon银浆龙头，技术优势不断显现。预计公司2024-2026年实现营业收入128.70/154.88/175.94亿元，同比+34.03%/+20.34%/+13.59%，公司2024-2026年归母净利润为归母净利润分别为5.84/7.79/9.07亿元，对应当前P/E为14.32倍/10.74倍/9.22倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：（1）技术迭代风险；（2）上游原材料价格波动风险；（3）光伏装机不及预期风险；（4）应收账款减值及周转风险。

盈利预测与估值简表

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	9,602.82	12,870.37	15,488.42	17,593.83
增长率（%）	154.94%	34.03%	20.34%	13.59%
归母净利润（百万元）	385.64	584.15	778.62	907.05
增长率（%）	2336.51%	51.48%	33.29%	16.49%
EPS（元/股）	3.85	5.81	7.75	9.03
市盈率（P/E）	18.32	14.32	10.74	9.22

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2024年3月11日收盘后）

正文目录

1. 公司点评	4
1.1. 公司业绩突破，实现量利齐升	4
1.2. TOPCon 银浆销量提升，拉动出货量及收入大幅增长	5
1.3. 技术、产品优势领先，助力公司业绩突破	6
1.4. 供应链国产化替代，产能一体化延伸	8
2. 盈利预测及投资建议	9
2.1. 盈利预测	9
2.2. 投资建议	9
3. 风险提示	9

图表目录

图 1 公司历年营业收入及同比（亿元、%）	4
图 2 公司历年归母净利润及同比（亿元、%）	4
图 3 公司季度营业收入（亿元，%）	4
图 4 公司季度归母净利润（亿元，%）	4
图 5 公司利润率（%）	5
图 6 公司费用率（%）	5
图 7 公司季度利润率（%）	5
图 8 公司季度费用率（%）	5
图 9 各公司历年营业收入（亿元）	6
图 10 公司 2023 年营收拆分（%）	6
图 11 公司 TOPCon 银浆出货情况（吨，%）	6
图 12 各公司历年银浆出货量（吨）	6
图 13 帝科股份产品矩阵	7
图 14 帝科股份对 LECO 技术及相关银浆介绍	7
图 15 DOWA 占公司原材料采购额占比（%）	8
图 16 存货构成及其中原材料比重（亿元，%）	8
盈利预测与估值简表	1
表 1 公司银粉扩产计划（亿元）	8
表 2 可比公司估值表（截至 2024 年 3 月 11 日）	9
附录：三大报表预测值	10

1. 公司点评

1.1. 公司业绩突破，实现量利齐升

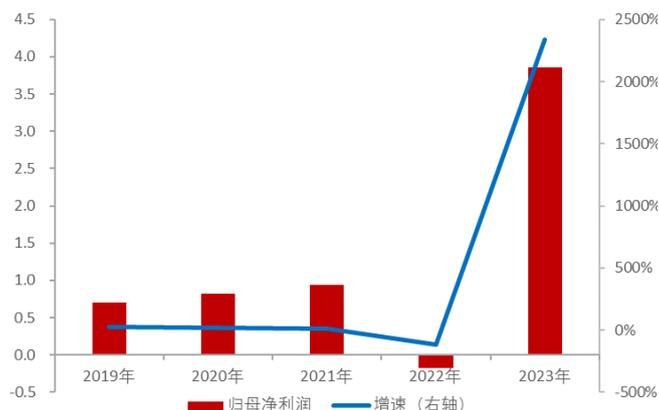
TOPCon 浆料放量，公司业绩量利齐升。公司 2023 年实现营业收入 96.03 亿元，同比 +154.94%；归母净利润 3.86 亿元，同比+2336.51%；扣非归母净利润 3.43 亿元，同比 +2829.96%。2023 年 Q4 在行业组件价格大幅下降背景下，公司维持业绩上升趋势。单季实现营业收入 35.06 亿元，环比+33.74%；归母净利润 0.93 亿元，环比+3.37%；扣非归母净利润 0.96 亿元，环比-12.31%。

图1 公司历年营业收入及同比 (亿元、%)



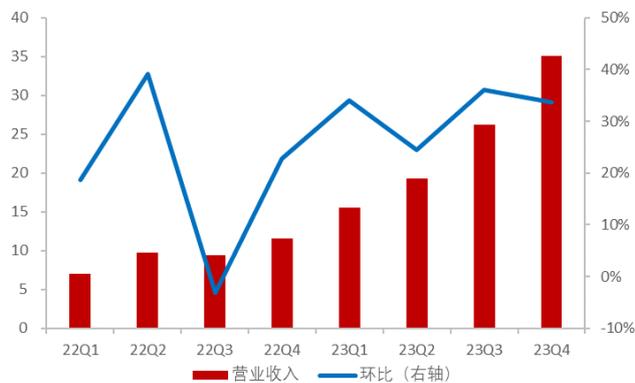
资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 公司历年归母净利润及同比 (亿元、%)



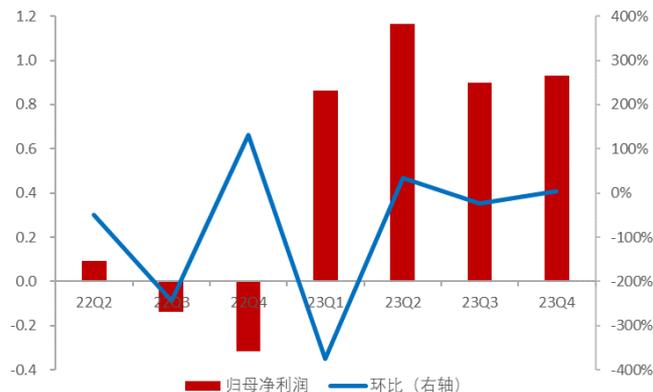
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 公司季度营业收入 (亿元，%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

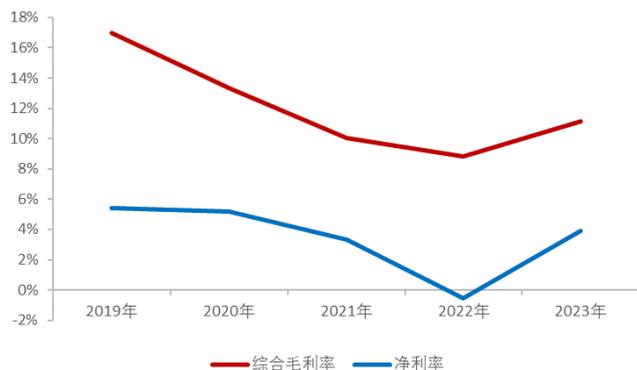
图4 公司季度归母净利润 (亿元，%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

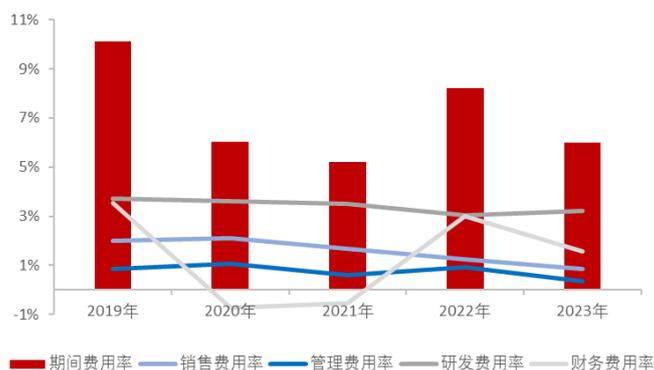
受益于技术优势及 N 型浆料溢价，公司盈利能力回升明显。2023 年公司毛利率水平企稳回升，达到 11.14%，同比+2.34 pct；净利实现扭亏为盈，净利率达到 3.93%，同比+4.50 pct。2023Q4 单季度毛利率为 11.11%，环比+0.51 pct；净利率为 2.59%，环比-0.76 pct。

图5 公司利润率 (%)



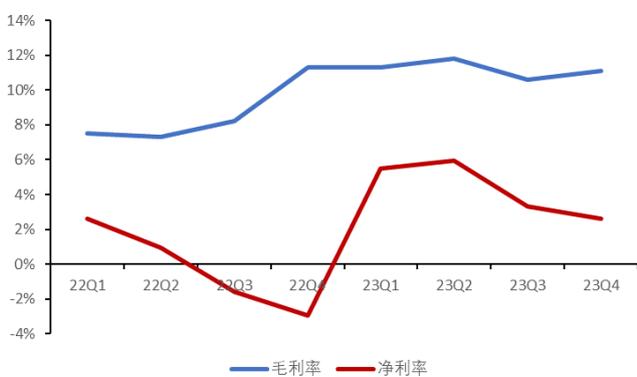
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 公司费用率 (%)



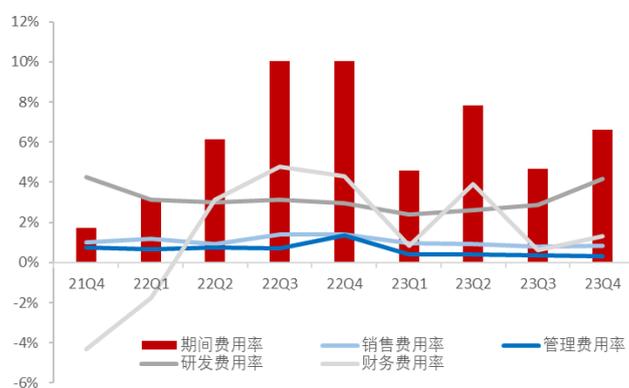
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图7 公司季度利润率 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图8 公司季度费用率 (%)



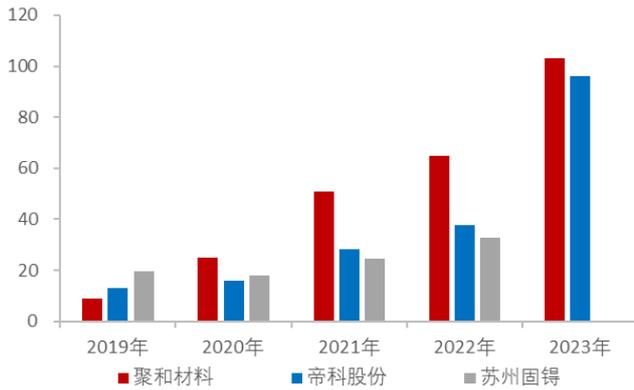
资料来源: Wind, 东海证券研究所

公司控费能力提升, 重视研发投入。2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.86%/0.36%/3.23%/1.56%, 同比-0.38/-0.56/0.17/-1.43 pct。相较 2022 年, 公司销售、管理、财务费用率均明显下降, 但研发费用率稳中有升, 体现公司控费能力增强以及对研发方面的重视。

1.2.TOPCon 银浆销量提升, 拉动出货量及收入大幅增长

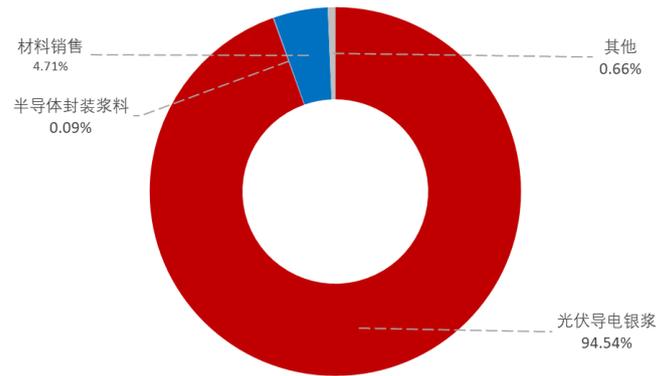
公司银浆出货大幅增长, 带动营收高增速。2023 年公司银浆出货量大幅提升, 市占率稳步提升。2023 年光伏银浆出货量达到 1713.62 吨, 同比+137.89%; 其中 2023Q4 出货量为 595.1 吨, 环比+25.11%。光伏银浆业务全年实现营收 90.78 亿元, 同比+167.65%, 在营业收入中占比 94.54%, 较上年提升 4.39 pct。

图9 各公司历年营业收入（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

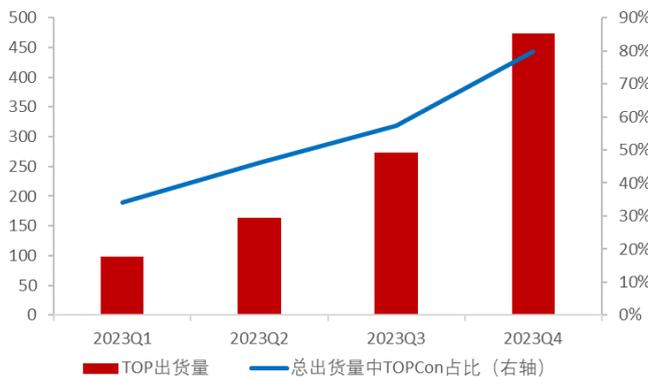
图10 公司 2023 年营收拆分（%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

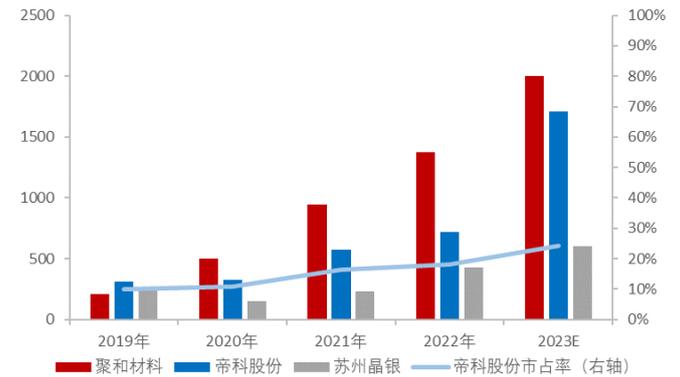
TOPCon 银浆放量成为公司业绩主要动力。2023 年公司 N 型 TOPCon 电池全套导电银浆产品实现出货量 1008.48 吨，占公司光伏导电银浆产品总销售量比例快速提升至 58.85%，处于行业领先地位。分季度来看，TOPCon 银浆放量态势明显，成为公司业绩的有力支撑。2024Q4 实现 TOPCon 银浆出货 474 吨，环比+73.73%，在公司银浆出货总量中的占比进一步达到 79.64%，相较一季度提升 45.53pct。依靠在 TOPCon 银浆方面的领先表现，公司整体出货量在光伏银浆市场中的领先幅度有较为明显的提升。

图11 公司 TOPCon 银浆出货情况（吨，%）



资料来源：帝科股份，东海证券研究所

图12 各公司历年银浆出货量（吨）



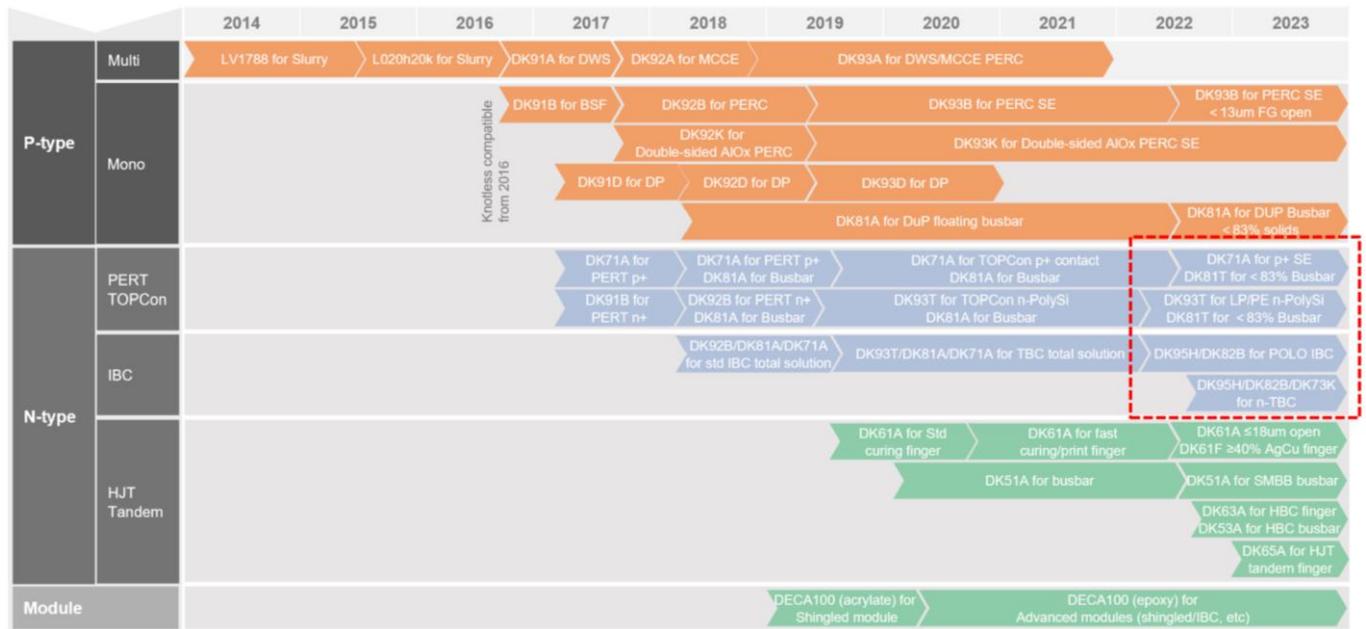
资料来源：Wind，东海证券研究所（帝科股份 2023 年数据为预数）

1.3.技术、产品优势领先，助力公司业绩突破

公司业绩突破背后是技术进步带来的产品优势。公司从 2014 年开始不断进行技术迭代，目前已实现在光伏各技术路线的全面布局，形成完整产品矩阵。在 2023 年光伏技术向 N 型迭代过程中，公司凭借技术及研发优势，配合众多下游客户研发验证，产品在业内处于领先。

TOPCon 方面，公司重点强化 N 型 TOPCon 电池正背面全套导电银浆产品的领导地位，正面 DK71A 有效平衡了金属复合与接触窗口的关系。背面 DK93T 银浆针对碱抛光、AlOx 及超薄 PolySi 层的多样化技术，实现定制化开发；HJT 方面，N 型 HJT 电池正背面全套低温导电银浆及低温银包铜浆料产品的开发与大规模量产，另外目前 TBC 浆料也逐步实现小批量交付。

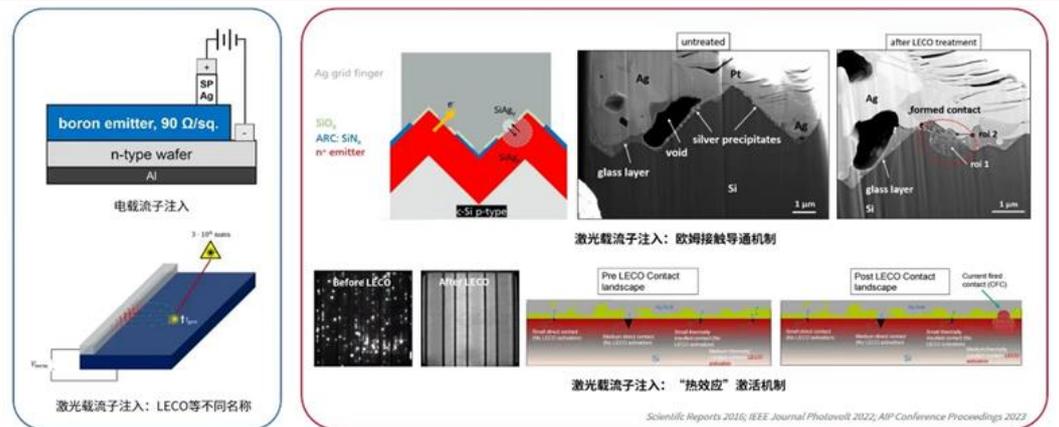
图13 帝科股份产品矩阵



资料来源：CSPV，帝科股份，东海证券研究所

光伏技术迭代加速，公司技术产品优势有望扩大。2023 年底随着 LECO 技术在行业内导入，公司首批推出产品解决方案并推动产业化，目前仍处于行业引领地位，产品优势有望持续加强。公司最新开发的 DK72E 专用导电浆料，凭借长期对于玻璃体的技术沉淀，在第一阶段的量产实践中实现了 0.3-0.5%的效率提升。此外，TOPCon 技术未来还将持续迭代，公司目前在双面 Poly 及双面 Poly+LECO 等领域业处于领先地位，正在配合客户进行研发验证，有望形成较强的行业先发优势。

图14 帝科股份对 LECO 技术及相关银浆介绍



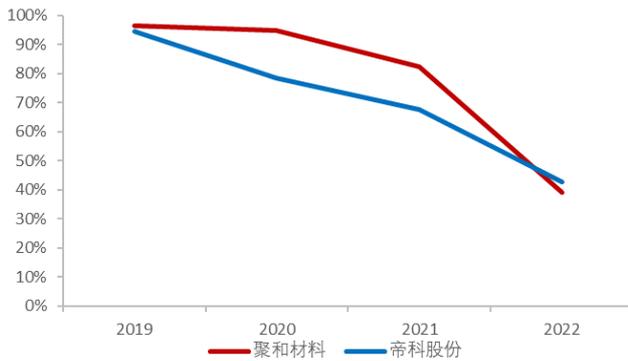
资料来源：CPIA，帝科股份，东海证券研究所

技术型领导团队，奠定公司研发实力优势。公司董事长及多名董事均具有行业相关博士学位及长期研发经验，为公司研发优势打下坚实基础。2023 年公司研发投入 3.1 亿元，较去年同期增长 169.52%，维持行业领先地位。截至 2023 年末，公司及子公司拥有研发技术人员 233 人，占职工总人数的 38.32%；拥有发明专利 22 项，实用新型专利 58 项；申请中的发明专利 41 项，实用新型专利 9 项。同时，针对公司太阳能电池用正面银浆的研发、生产和销售所涉及的知识管理，公司获得了知识产权管理体系认证证书。在不断加强研发团队建设、加大研发投入力度的同时，公司 IPO 募投项目研发中心已建成并投入使用，进一步增强了公司的研发实力与技术创新能力。

1.4.供应链国产化替代，产能一体化延伸

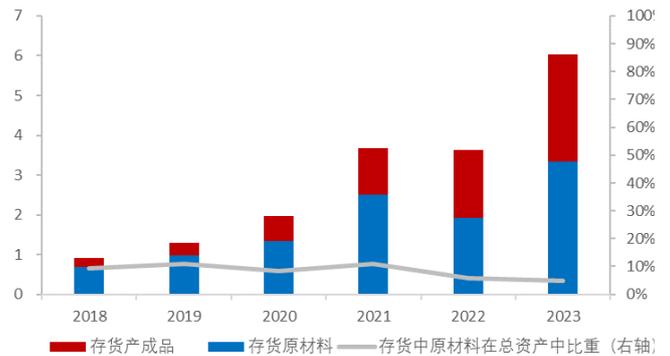
银粉从性能及成本上对于银浆有着重要影响。银粉是银浆的主要成分，在银浆成分中占比 90%左右，同时由于银粉作为贵金属单价高，其总价值量占到银浆的 95%左右。此外，银粉作为光伏电池导电相，直接影响电子浆料的印刷性能和光电性能。过去日本 DOWA 在光伏银粉方面长期垄断，而进口粉的备货周期较长，应付账款周期较短，增加运营资金负担。同时伦敦银点与国内银点差异造成进口银粉长期较国产银粉价格更高。

图15 DOWA 占公司原材料采购额占比 (%)



资料来源：帝科股份、聚和材料公告，东海证券研究所

图16 存货构成及其中原材料比重 (亿元, %)



资料来源：Wind，东海证券研究所

公司国产粉导入，利于降本增效。公司对国内银粉供应商进行积极培育，协同研发增强对粉体性能的把控。相对应的，DOWA 在公司的原材料采购额占比已由 2019 年的 94.31% 下降到了 2022 年的 42.74%。目前公司 PERC 国产银粉占比已达到 80%以上，TOPCon 国产银粉占比占比在 50%左右，后续 LECO 银粉有国产化空间较大。从存货角度来看，公司存货中原材料占总资产的比重明显下降，由 2018 年末的 12.45% 下降至 2023 年末的 8.89%。占比下降反映出受益于银粉国产替代，原材料占用资金比例下降，有助于公司稳固供应链及降低运营成本。

表1 公司银粉扩产计划 (亿元)

地点	项目	产能	投产时间
山东东营	电子专用材料项目一期	年产5000吨硝酸银产线建设项目	2024年
	电子专用材料项目二期	年产2000吨金属粉产线建设项目	未定
	电子专用材料项目三期	年产200吨电子级浆料产线建设项目	未定
江苏新沂	高性能电子材料研发生产基地	年产5000吨硝酸银、1800吨金属粉体等高性能电子材料生产线	2025年

资料来源：帝科股份公告，东海证券研究所

公司一体化布局有望进一步降本增效。公司于 2022 年 7 月投资山东东营电子专用材料项目，2023 年 7 月投资江苏新沂高性能电子材料研发生产基地项目。从增效角度考虑，上游深度一体化的布局对于后续银浆性能及稳定性把控至关重要，公司向上游硝酸银布局，前期制备对后续银粉性能控制有积极作用。另外通过产业一体化将外部盈利内部化，有望进一步降低原材料成本，同时提升供应链安全性。

2.盈利预测及投资建议

2.1.盈利预测

假设：根据公司产能放量及下游需求情况，预计公司 2024-2026 年光伏银浆出货量为 2433.3/3041.7/3497.9 吨。基于 TOPCon 技术迭代不断推进，及后续 HJT、XBC 路线市占率上升，预计 2023-2025 年光伏银浆单价约为 5170/4977/4904 元/kg，加工费约为 553.60/527.90/496.80 元/kg。

盈利预测：预计公司 2024-2026 年实现营业收入 128.70/ 154.88/175.94 亿元，毛利率达到 10.71%/10.61%/10.13%，实现归母净利润 5.84/7.79/9.07 亿元。

2.2.投资建议

公司作为银浆龙头，选取同样以银浆为主业的另外两家龙头公司作为可比公司进行估值比较。2023-2025 年可比公司 PE 平均值分别为 35.92 倍/20.73 倍/15.10 倍。根据前文，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.84/7.79/9.07 亿元，EPS 分别为 5.81/7.75/9.03 元/股，当前 2024-2026 年股价对应 PE 分别为 14.32 倍/10.74 倍/9.22 倍，低于两家可比公司估值。公司作为银浆龙头，在技术研发方面优势明显。随着 LECO、双面 Poly 等技术迭代，叠加一体化产能放量，公司优势有望不断深化。首次覆盖，给予“买入”评级。

表2 可比公司估值表（截至 2024 年 3 月 11 日）

代码	可比公司	归母净利润（亿元）				PE			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002079.SZ	苏州固锔	370.85	160.00	284.00	408.00	29.17	50.55	28.48	19.83
688503.SH	聚和材料	391.21	446.43	796.64	997.57	42.66	19.89	12.98	10.36
平均值						35.92	35.22	20.73	15.10

资料来源：Wind，东海证券研究所

3.风险提示

（1）技术迭代风险：TOPCon 迭代不及预期或 HJT、XBC 路线市占率超预期，或相关铜电镀等替代品发展超预期，将会对公司收入及盈利能力产生较大影响；

（2）上游原材料价格波动风险：上游银粉价格若发生不利变动，将对公司盈利能力产生较大影响；

（3）光伏装机不及预期风险：全球光伏装机量不及预期，将对相关企业收入造成不利影响；

（4）应收账款减值及周转风险：行业内普遍高应收账款，随着下游竞争激烈化，应收账款若坏账率上升或周转率下降，将对公司盈利能力及现金流产生较大影响。

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9,603	12,870	15,488	17,594
%同比增速	155%	34%	20%	14%
营业成本	8,533	11,327	13,598	15,450
毛利	1,070	1,543	1,891	2,144
%营业收入	11%	12%	12%	12%
税金及附加	13	15	19	21
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	83	135	170	189
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	34	82	90	106
%营业收入	0%	1%	1%	1%
研发费用	310	404	527	581
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	150	73	74	75
%营业收入	2%	1%	0%	0%
资产减值损失	-1	-142	-128	-149
信用减值损失	-106	-21	-33	-14
其他收益	13	9	16	16
投资收益	-36	-55	-31	-53
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	57	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	408	625	834	973
%营业收入	4%	5%	5%	6%
营业外收支	7	7	6	7
利润总额	415	632	840	980
%营业收入	4%	5%	5%	6%
所得税费用	37	62	79	94
净利润	378	570	761	886
%营业收入	4%	4%	5%	5%
归属于母公司的净利润	386	584	779	907
%同比增速	2337%	61%	48%	12%
少数股东损益	0	1	0	1
EPS (元/股)	3.85	5.81	7.75	9.03

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	3.85	5.81	7.75	9.03
BVPS	13.20	20.89	28.62	37.64
PE	18.32	14.32	10.74	9.22
PEG	0.01	0.28	0.32	0.56
PB	5.34	3.98	2.91	2.21
EV/EBITDA	14.22	12.70	9.82	8.34
ROE	29%	28%	27%	24%
ROIC	12%	13%	14%	15%

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,835	1,564	1,690	1,296
交易性金融资产	5	4	10	18
应收账款及应收票据	3,735	5,041	6,098	6,925
存货	602	781	927	1,012
预付账款	66	193	218	255
其他流动资产	24	42	36	44
流动资产合计	6,266	7,625	8,978	9,550
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	17	26	29	34
固定资产合计	265	446	567	695
无形资产	17	21	22	25
商誉	33	33	36	39
递延所得税资产	39	39	39	39
其他非流动资产	147	179	202	238
资产总计	6,785	8,369	9,873	10,620
短期借款	2,653	2,924	3,171	2,714
应付票据及应付账款	1,556	2,086	2,550	2,893
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	22	33	34	42
应交税费	54	71	86	97
其他流动负债	1,083	1,076	1,094	1,051
流动负债合计	5,367	6,190	6,934	6,796
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	7	7	7	7
其他非流动负债	69	68	68	68
负债合计	5,443	6,266	7,010	6,872
归属于母公司的所有者权益	1,323	2,099	2,876	3,783
少数股东权益	18	4	-13	-35
股东权益	1,342	2,103	2,863	3,748
负债及股东权益	6,785	8,369	9,873	10,620

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	-1,051	-203	297	557
投资	41	-9	-10	-15
资本性支出	-123	-334	-251	-310
其他	1	-57	-30	-53
投资活动现金流净额	-81	-399	-291	-378
债权融资	1,169	241	219	-473
股权融资	16	275	0	0
支付股利及利息	-60	-181	-98	-100
其他	-13	0	0	0
筹资活动现金流净额	1,113	335	121	-573

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2024年3月11日收盘后）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089