

2024年03月15日

证券研究报告|公司研究|公司点评

# 帝科股份 (300842)

## 业绩高增量利齐升，N型浆料行业领先

### ◆ 2023 业绩高增，银浆产品出货大幅提升

公司 2023 年实现营收 96.03 亿、同比+154.94%；归母净利润 3.86 亿、同比+2336.51%；扣非净利润 3.43 亿元、同比+2829.96%。业绩增长的主要原因为公司银浆出货大幅增加，其中应用于 N 型 TOPCon 电池的全套导电银浆产品占比快速提升，处于行业领先地位，以及公司半导体浆料产品市场化推广加速。

### ◆ N 型产品成主流，银浆需求高增，带来量利齐升

根据 CPIA 数据 2023 年我国电池片产量为 545GW，同比+64.9%，预计 2024 年电池片产量将超过 820GW。InfoLink 预计 2024 年 N 型技术将达到近 79%的市占率，出货量高达 492 GW，TOPCon、HJT 等 N 型高效电池技术需双面使用导电银浆并且存在差异化需求。导电银浆是通过技术创新实现降本提效的核心材料之一，N 型电池技术市占率快速提升将显著推动导电银浆用量的上升，经测算 2024 年光伏银浆需求将达 9100 吨以上，同时 N 型银浆产品因技术难度较高，单位加工费较 P 型产品有所提升。N 型产品技术迭代，市场需求提升，对银浆市场带来有效支持，导电银浆迎来量利齐升。

### ◆ N 型银浆市占率领先，推动金属化技术进步

2023 年公司导电银浆销量为 1713.62 吨，同比+137.89%；其中应用于 N 型 TOPCon 电池全套导电银浆产品销量为 1008.48 吨，销量占比 58.85%，处于行业领先地位。TOPCon 因性价比优势，将成为市场主流，目前技术发展方向聚焦于持续降本提效，激光辅助烧结技术 (LECO) 可有效提升，TOPCon 电池转换效率 0.3%以上，相同组件瓦数增益达到 5-10W，将进一步大幅提升 TOPCon 电池的竞争力，行业渗透率快速提高，预计在今年上半年逐步成为电池厂商的标配。公司 N 型 TOPCon 电池正背面电银浆全套金属化方案的升级迭代，推动激光增强烧结 (LECO) 等金属化新工艺与电池新工艺的产业化与大规模量产，进一步强化公司行业地位。公司 HJT 全套低温导电银浆及低温银包铜浆料产品以实现大规模出货，IBC 电池全套金属化浆料持续研发，产品性能领先，实现供货交付。公司积极布局钙钛矿/晶硅叠层电池用超低温固化导电浆料。

### ◆ 国产银粉使用率提升，建设银粉产能加强成本管理

国产银粉稳定性逐步提高，下游客户接受度提升，公司大力推进国产银粉导入替代，加强成本管理。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。目前，公司 PERC 电池银浆已经做到 80%以上的国产粉占比，TOPCon 电池银浆所用国产粉占比在 50%左右。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。随着国产粉使用比例的提升，未来公司自有产能落地，供应链安全得到保障，公司的盈利能力将进一步增强。

### ◆ 加强半导体浆料产业化，业务收入持续增长

2023 年公司半导体封装浆料业务营收 9 亿元，同比+150.71%。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

投资评级

买入

维持

2024年03月14日

收盘价(元):

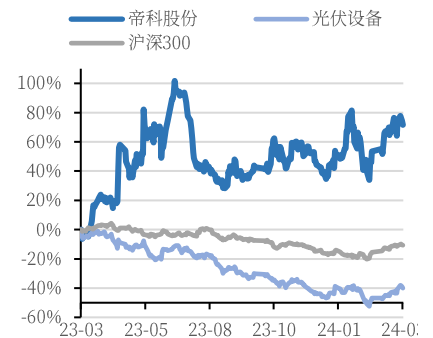
80.36

目标价(元):

### 公司基本数据

总股本(百万股)	100.50
总市值(百万)	8,076.18
流通股本(百万股)	86.00
流通市值(百万)	6,911.04
12月最高/最低价(元)	97.00/42.50
资产负债率(%)	80.22
每股净资产(元)	13.17
市盈率(TTM)	20.94
市净率(PB)	6.10
净资产收益率(%)	29.14

### 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

N 型银浆出货大幅增长，拓展半导体浆料市场  
—2023-11-15

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

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。

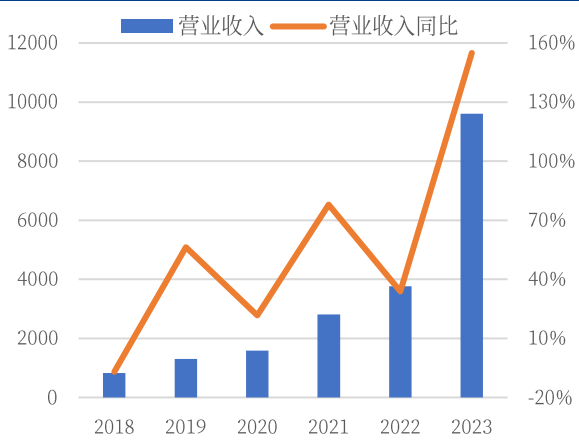
**投资建议与盈利预测：**N 型产品成为主流，公司 TOPCon 产品行业领先；N 型银浆技术先进、产品丰富，布局上游银粉，加强成本管理，保障供应链安全，提升盈利能力。预计公司 2024~2026 年归母净利 6.54/8.35/9.67 亿元，对应 2024~2026 年 PE 13/10/8 倍，维持“买入”评级。

◆ **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。

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3766.67	9602.82	13859.73	16892.76	19670.41
增长率（%）	33.83%	154.94%	44.33%	21.88%	16.44%
归母净利润（百万元）	-17.32	385.64	654.10	834.66	966.65
增长率（%）	-118.44%	2326.05%	69.62%	27.60%	15.81%
毛利率（%）	8.80%	11.14%	11.24%	11.42%	11.56%
每股收益	-0.17	3.84	6.51	8.31	9.62
市盈率 PE	-472.34	21.22	12.51	9.80	8.47
市净率 PB	8.90	6.18	4.14	2.91	2.17
净资产收益率 ROE（%）	-1.89%	29.14%	33.08%	29.68%	25.58%

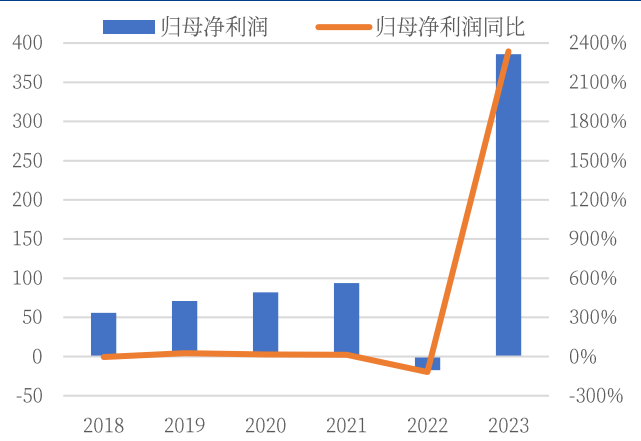
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 近年公司营收保持高增长(百万元)



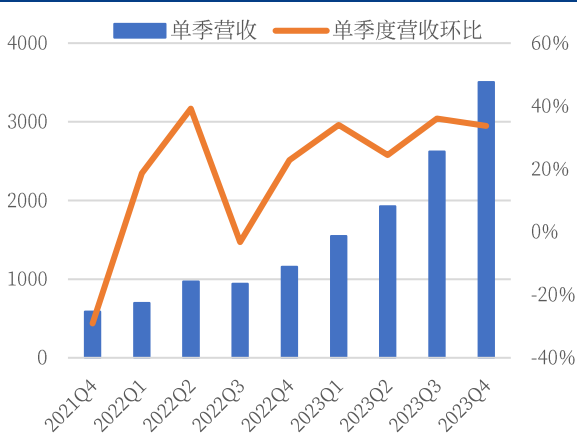
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图2 近年公司归母净利润情况(百万元)



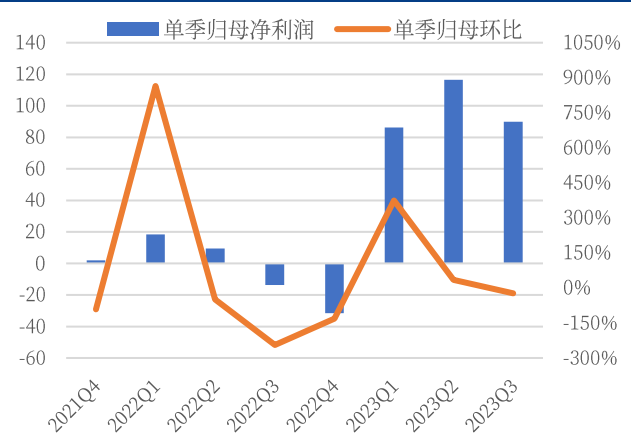
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图3 近年公司单季度营收情况(百万元)



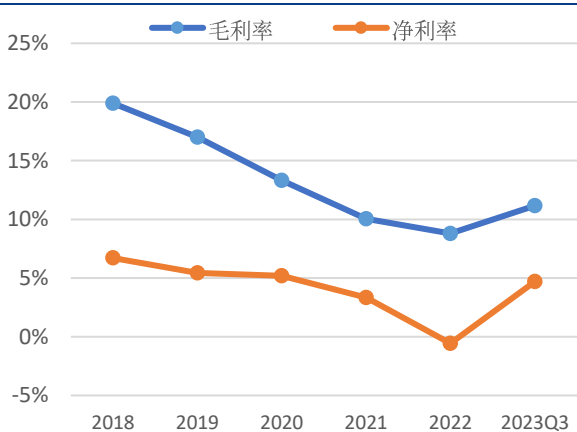
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图4 近年公司单季度归母净利润情况(百万元)



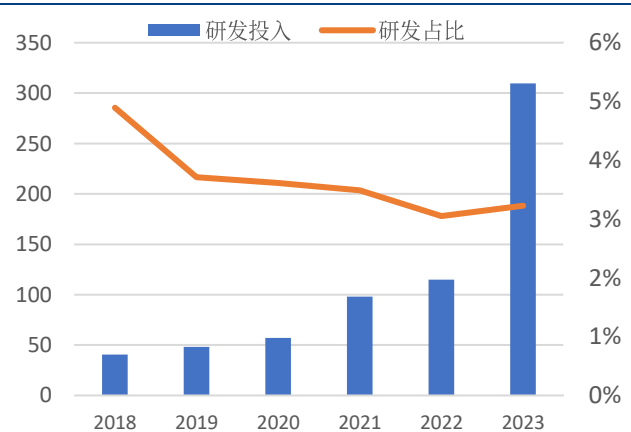
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图5 公司毛利率与净利率情况



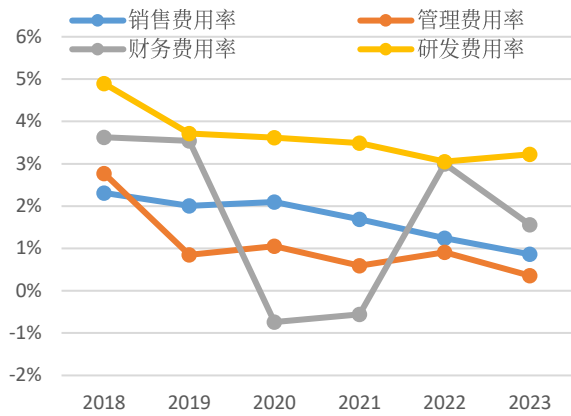
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图6 公司研发投入情况 (百万元)



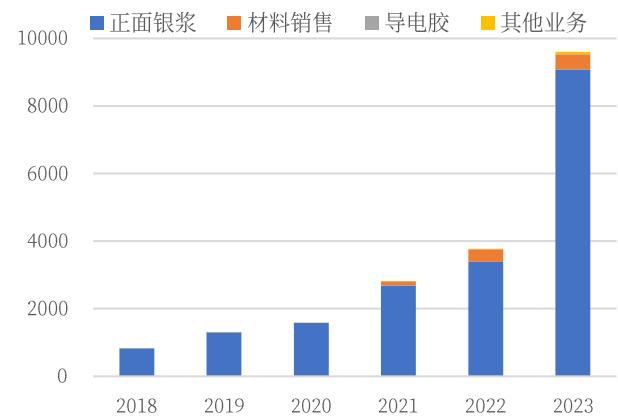
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图7 公司近年各项费用率情况



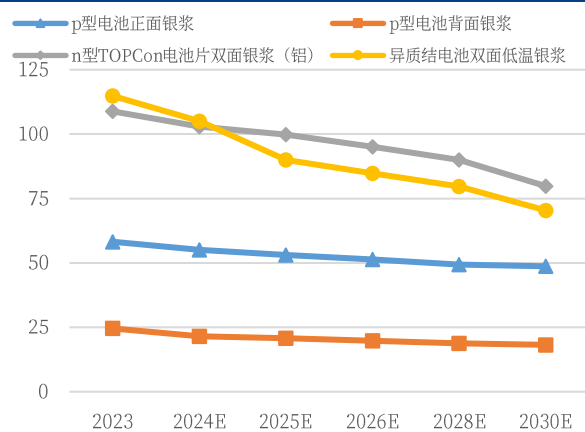
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图8 近年公司分产品营收情况(百万元)



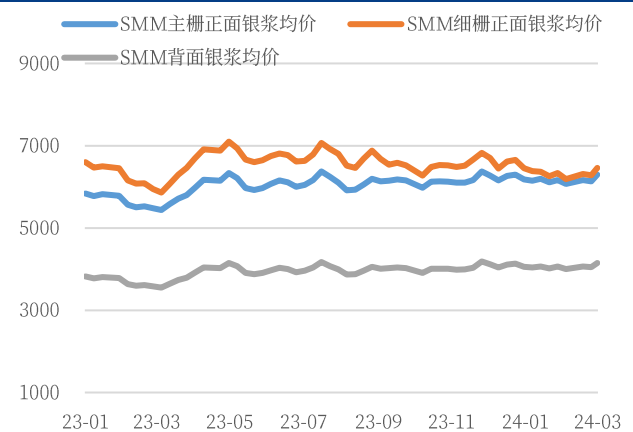
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图9 各类电池银浆消耗量变化趋势(mg/片)



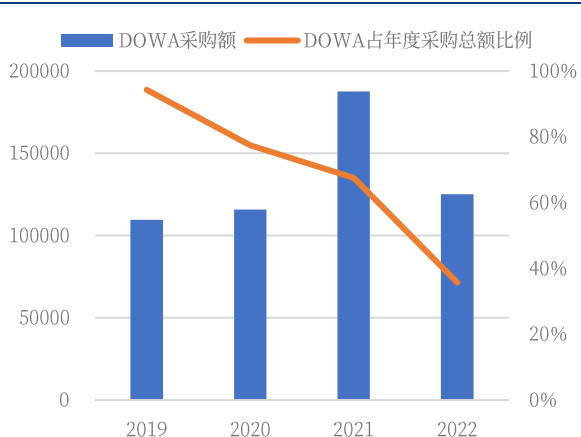
资料来源：CPIA，中航证券研究所

图10 各种类太阳能银浆均价(元/kg)



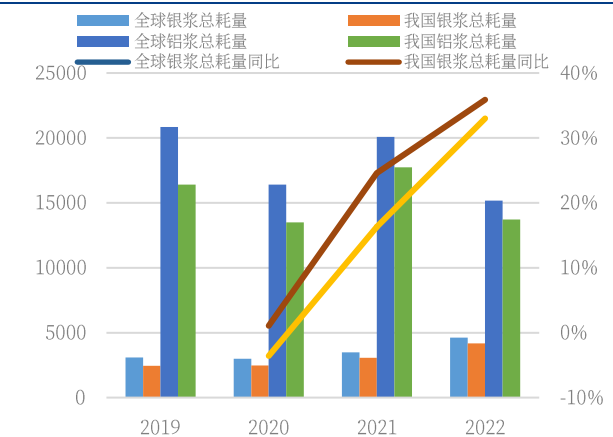
资料来源：SMM，中航证券研究所

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

**财务报表与财务指标 (单位: 百万元)**

资产负债表						利润表					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	866	1835	1386	1689	1967	营业收入	3767	9603	13860	16893	19670
应收票据及账款	1633	3735	5012	6109	7114	营业成本	3435	8533	12302	14964	17396
预付账款	110	66	342	324	269	税金及附加	4	13	18	20	30
其他应收款	1	7	5	7	8	销售费用	47	83	132	160	207
存货	362	602	1180	1353	1477	管理费用	34	34	83	110	126
其他流动资产	55	21	101	109	121	研发费用	115	310	353	405	472
<b>流动资产总计</b>	<b>3028</b>	<b>6266</b>	<b>8026</b>	<b>9591</b>	<b>10957</b>	财务费用	113	150	118	137	147
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-0	-1	-1	-2	-2
固定资产	98	268	387	614	995	信用减值损失	-46	-106	-166	-203	-246
在建工程	79	5	404	536	419	其他经营损益	-0	-0	-0	-0	-0
无形资产	18	17	14	11	8	投资收益	-18	-36	-30	-30	-35
长期待摊费用	0	3	2	0	0	公允价值变动损益	9	57	70	70	70
其他非流动资产	132	225	223	220	217	资产处置收益	0	0	0	0	1
<b>非流动资产合计</b>	<b>327</b>	<b>518</b>	<b>1029</b>	<b>1381</b>	<b>1639</b>	其他收益	0	13	4	4	4
<b>资产总计</b>	<b>3355</b>	<b>6785</b>	<b>9055</b>	<b>10972</b>	<b>12596</b>	营业利润	-37	408	730	937	1085
短期借款	1560	2653	3943	4339	4323	营业外收入	6	11	13	10	10
应付票据及账款	781	1556	2427	2952	3455	营业外支出	3	4	5	5	5
其他流动负债	46	1158	650	799	953	其他非经营损益	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>2387</b>	<b>5367</b>	<b>7020</b>	<b>8090</b>	<b>8732</b>	利润总额	-33	415	738	942	1090
长期借款	3	2	4	5	4	所得税	-12	37	74	94	109
其他非流动负债	20	74	25	25	25	净利润	-21	378	664	847	981
<b>非流动负债合计</b>	<b>23</b>	<b>76</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	少数股东损益	-4	-8	10	13	15
<b>负债合计</b>	<b>2410</b>	<b>5443</b>	<b>7049</b>	<b>8119</b>	<b>8761</b>	归属母公司净利润	-17	386	654	835	967
股本	100	101	101	101	101	EBITDA	93	585	946	1226	1480
资本公积	530	548	548	548	548	NOPLAT	55	475	700	903	1046
留存收益	289	675	1329	2164	3130	EPS(元)	-0.17	3.84	6.51	8.31	9.62
归属母公司权益	919	1323	1977	2812	3779						
少数股东权益	26	18	28	41	56						
<b>股东权益合计</b>	<b>945</b>	<b>1342</b>	<b>2006</b>	<b>2853</b>	<b>3834</b>						
<b>负债和股东权益</b>	<b>3355</b>	<b>6785</b>	<b>9055</b>	<b>10972</b>	<b>12596</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>主要财务比率</b>					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	-21	378	617	803	941	<b>成长能力</b>					
折旧与摊销	14	20	90	147	242	营收增长率	33.83%	154.94%	44.33%	21.88%	16.44%
财务费用	113	150	118	137	147	营业利润增长率	-	1217.24	78.95%	28.23%	15.90%
投资损失	18	36	30	30	35	EBIT 增长率	-6.64%	612.12%	51.49%	26.02%	14.76%
营运资金变动	-353	-1668	-1679	-596	-432	EBITDA 增长率	0.36%	528.55%	61.63%	29.64%	20.74%
其他经营现金流	32	33	-18	-21	-26	归母净利润增长率	-	2326.05	69.62%	27.60%	15.81%
<b>经营性现金净流</b>	<b>-197</b>	<b>-1051</b>	<b>-843</b>	<b>500</b>	<b>908</b>	经营现金流增长率	24.10%	-	19.84%	159.39%	81.52%
资本支出	66	71	649	500	500	<b>盈利能力</b>					
长期投资	42	41	0	0	0	毛利率	8.80%	11.14%	11.24%	11.42%	11.56%
其他投资现金流	-17	-51	-132	43	33	净利率	-0.56%	3.93%	4.79%	5.02%	4.99%
<b>投资性现金净流</b>	<b>-41</b>	<b>-81</b>	<b>-781</b>	<b>-457</b>	<b>-467</b>	营业利润率	-0.97%	4.25%	5.27%	5.54%	5.52%
短期借款	442	1093	1291	396	-16	ROE	-1.89%	29.14%	33.08%	29.68%	25.58%
长期借款	3	-1	2	1	-0	ROA	-0.52%	5.68%	7.22%	7.61%	7.67%
普通股增加	0	1	0	0	0	ROIC	2.87%	24.53%	22.06%	15.46%	14.75%
资本公积增加	4	18	0	0	0	<b>估值倍数</b>					
其他筹资现金流	-170	3	-118	-137	-147	P/E	-472.34	21.22	12.51	9.80	8.47
<b>筹资性现金净流</b>	<b>279</b>	<b>1113</b>	<b>1175</b>	<b>259</b>	<b>-164</b>	P/S	2.17	0.85	0.59	0.48	0.42
<b>现金流量净额</b>	<b>41</b>	<b>-20</b>	<b>-449</b>	<b>303</b>	<b>278</b>	P/B	8.90	6.18	4.14	2.91	2.17
						股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
						EV/EBIT	77.61	15.83	14.07	11.55	10.07
						EV/EBITDA	66.15	15.28	12.74	10.17	8.42
						EV/NOPLAT	111.77	18.82	17.20	13.80	11.91

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