

2024年03月15日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

N型出货占比加速提升，有望率先受益 LECO 导入

—帝科股份（300842.SZ）公司动态研究报告 买入（首次） 投资要点

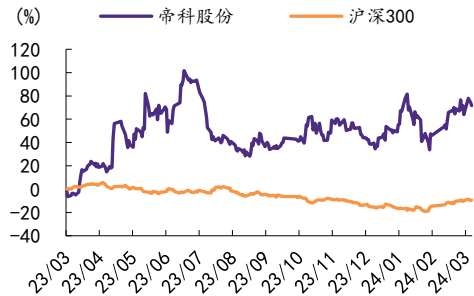
分析师：张涵 S1050521110008
zhanghan3@cfsc.com.cn
联系人：罗笛箫 S1050122110005
luodx@cfsc.com.cn

基本数据

2024-03-15

当前股价（元）	80.36
总市值（亿元）	81
总股本（百万股）	101
流通股本（百万股）	86
52周价格范围（元）	43.83-94.38
日均成交额（百万元）	351.97

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

收入快速增长，业绩扭亏为盈

公司主要产品为晶硅光伏电池导电银浆。导电银浆主要用于光伏电池金属化环节，其性能直接影响光伏电池的光电转换效率与光伏组件的输出功率，是光伏产业通过技术创新实现提效降本的关键核心材料。公司在光伏导电银浆领域深耕多年，与下游知名企业建立了长期稳定的合作关系，获得包括晶科、晶澳、天合、爱旭等厂商的广泛认可。

受益于全球光伏市场强劲需求及 N 型电池快速产业化，2023 年公司营业收入与净利润双双实现快速增长：2023 年公司实现营业收入 96.03 亿元，同比增长 154.94%；实现归母净利润 3.86 亿元，扭亏为盈；毛利率为 11.14%，同比提高 2.34pct；净利率为 3.93%；销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.86%/0.36%/3.23%/1.56%，其中研发投入 3.1 亿元，同比增长 169.52%。

N 型出货占比加速提升，有望率先受益 LECO 导入

TOPCon 银浆出货占比加速提升。随下游 TOPCon 产能释放，公司 TOPCon 银浆出货量大幅增加，销售占比持续提升：2023 年公司出货光伏银浆 1713.62 吨，同比增长 137.89%，其中 TOPCon 银浆出货 1008.48 吨，占光伏银浆总销量比例升至 58.85%，成为业内首家 TOPCon 银浆销售破 1000 吨企业，行业地位显著提升。Q4 公司出货光伏银浆 595 吨，其中 TOPCon 银浆出货 474 吨，单季度 TOPCon 银浆出货占比加速提升至 79.6%。受益于 TOPCon 快速产业化，公司业务依然处于快速发展期，公司预计 2024 年光伏银浆出货可达 2500~3000 吨，且 TOPCon 银浆出货占比将进一步提升，有望实现量利齐升。

有望率先受益 LECO 工艺导入。激光辅助烧结技术（LECO）对 TOPCon 电池转化效率提升效果突出，可提升电池转换效率 0.3%以上，相同组件增益达 5~10W，多数企业已规划导入，有望在 2024 年成为行业标配工艺。LECO 工艺对应银浆的加工费溢价与技术壁垒同步提升，目前公司引领 LECO 浆料产业化，产品性能领先，有望率先享受 LECO 浆料量产红利。

积极拓宽浆料产品应用领域。除 TOPCon 银浆外，公司 HJT 低温银浆及银包铜浆料、IBC 金属化浆料均已产业化，公司还积极布局钙钛矿/晶硅叠层电池用超低温固化导电浆料；半导

体电子领域，公司拓展功率半导体封装用烧结银与 AMB 陶瓷覆铜板钎焊浆料。

■ 加强成本管理，推进国产银粉导入替代

随着国产银粉稳定性提升和下游客户对国产银粉接受度的提升，公司配合下游客户降本需求提升国产银粉使用比例，有利于保障供应链安全、降低成本及银点、外汇波动风险。目前公司 PERC 电池银浆所用国产粉占比已达 80%以上；TOPCon 电池银浆所用国产粉占比在 50%左右；HJT 产品目前以使用进口银粉为主，仍有降本空间。

■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 136.79、166.28、195.33 亿元，EPS 分别为 6.42、7.77、9.25 元，当前股价对应 PE 分别为 12.5、10.3、8.7 倍，随着 TOPCon、LECO 银浆渗透率持续提升，看好公司银浆业务量利齐升，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

光伏行业装机需求不及预期风险、光伏电池银浆单耗快速下降风险、原材料价格波动风险、光伏行业 LECO 工艺导入不及预期风险、产能建设进度不及预期风险、竞争加剧风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	9,603	13,679	16,628	19,533
增长率（%）	154.9%	42.5%	21.6%	17.5%
归母净利润（百万元）	386	645	781	930
增长率（%）	-2326.1%	67.4%	20.9%	19.1%
摊薄每股收益（元）	3.84	6.42	7.77	9.25
ROE（%）	28.7%	34.4%	31.0%	28.3%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,835	1,506	1,769	2,305
应收款	3,742	5,331	6,480	7,612
存货	602	855	1,039	1,220
其他流动资产	87	122	147	172
流动资产合计	6,266	7,814	9,434	11,309
非流动资产:				
金融类资产	5	5	5	5
固定资产	265	239	215	193
在建工程	5	5	5	5
无形资产	17	16	15	15
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	231	231	231	231
非流动资产合计	518	491	466	444
资产总计	6,785	8,305	9,901	11,753
流动负债:				
短期借款	2,653	2,653	2,653	2,653
应付账款、票据	1,556	2,541	3,491	4,575
其他流动负债	1,152	1,152	1,152	1,152
流动负债合计	5,367	6,354	7,306	8,392
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	76	76	76	76
非流动负债合计	76	76	76	76
负债合计	5,443	6,430	7,382	8,468
所有者权益				
股本	101	101	101	101
股东权益	1,342	1,874	2,518	3,285
负债和所有者权益	6,785	8,305	9,901	11,753

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	378	632	764	911
少数股东权益	-8	-13	-16	-19
折旧摊销	19	27	25	22
公允价值变动	57	21	2	2
营运资金变动	-1496	-889	-406	-253
经营活动现金净流量	-1051	-222	369	662
投资活动现金净流量	-81	27	24	21
筹资活动现金净流量	803	-100	-120	-143
现金流量净额	-329	-295	272	540

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,603	13,679	16,628	19,533
营业成本	8,533	12,095	14,698	17,265
营业税金及附加	13	18	22	26
销售费用	83	118	143	168
管理费用	34	49	59	70
财务费用	150	213	259	305
研发费用	310	441	536	630
费用合计	576	821	998	1,172
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动	57	21	2	2
投资收益	-36	-24	-24	-24
营业利润	408	688	834	994
加: 营业外收入	11	9	9	9
减: 营业外支出	4	3	3	3
利润总额	415	695	840	1,001
所得税费用	37	63	76	90
净利润	378	632	764	911
少数股东损益	-8	-13	-16	-19
归母净利润	386	645	781	930

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	154.9%	42.5%	21.6%	17.5%
归母净利润增长率	-2326.1%	67.4%	20.9%	19.1%
盈利能力				
毛利率	11.1%	11.6%	11.6%	11.6%
四项费用/营收	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
净利率	3.9%	4.6%	4.6%	4.7%
ROE	28.7%	34.4%	31.0%	28.3%
偿债能力				
资产负债率	80.2%	77.4%	74.6%	72.0%
营运能力				
总资产周转率	1.4	1.6	1.7	1.7
应收账款周转率	2.6	2.6	2.6	2.6
存货周转率	14.2	14.2	14.2	14.2
每股数据(元/股)				
EPS	3.84	6.42	7.77	9.25
P/E	20.9	12.5	10.3	8.7
P/S	0.8	0.6	0.5	0.4
P/B	6.1	4.3	3.2	2.4

■ 电力设备组介绍

张涵：电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5 年证券行业研究经验，曾获得 2022 年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。

臧天律：金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4 年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

罗笛箫：欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。