

# 帝科股份 (300842)

证券研究报告

2025年05月30日

## 光伏导电浆料龙头，高铜浆料产业化领先

帝科股份成立于2010年，通过15年的自主研发与创新实践，现已成长为全球领先的光伏金属化浆料供应商之一

公司营收稳定增长，2024年总营收154亿元，归母净利润接近3.6亿元，近三年毛利率维持在10%左右。公司23、24年实现收入96、154亿元，YOY+155%、+60%；归母净利润3.86、3.60亿元；毛利率11.14%、9.38%，YOY+2.3pct、-1.8pct；期间费用率6.0%、5.7%，YOY-2.2pct、-0.3pct；净利率3.9%、2.2%，YOY+4.5pct、-1.7pct。研发费用率在期间费用率中占比最高，公司23、24年研发费用率分别是3.2%、3.1%。

### 光伏导电浆料市场格局复盘：从国产替代走向技术迭代之争

早期国际四大正银厂商市场份额被国产银浆公司挤压，银浆走国产化替代之路。早期中国银浆市场被国际四大正银厂商杜邦、贺利氏（德国）、三星SDI及硕禾（中国台湾）垄断，光伏银浆依赖进口。2020年后，国产浆料公司进入高速成长期，迅速扩产，我们测算苏州固得、帝科股份、聚和材料合计市占率在24年达82%，降本增效成为主要发展需求。国产浆料公司技术迭代，新技术先发优势带来市占率增长。

2024年主流电池技术路线从PERC转向N型TOPCon，2024年上半年激光增强烧结金属化技术逐渐成为TOPCon电池量产标配工艺，公司在N型导电浆料的布局上有先发优势。

### 高铜浆料构筑贱金属时代技术壁垒

公司从“可靠、可量产、可负担”角度，针对TOPCon/TBC高温电池专门创新推出了种子层浆料与高铜浆料联用的低银金属化方案。公司针对TOPCon/TBC等高温电池系统性推出了高铜浆料设计，使用专门设计的超低银含高温共烧种子层浆料和独家设计的高铜浆料进行协同联用的方案，已与龙头客户进行了长期合作开发，预估在今年下半年有望推动大规模量产。

### 盈利预测

我们预计25、26、27年公司营收分别164、171、210亿元，归母净利润分别为3.87、4.11、5.70亿元，参考可比公司估值，给予2025年PE 20倍，目标价格54.31元，对应市值77.4亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**下游装机量增长不及预期风险、新业务导入进程不及预期的风险、白银价格波动带来的风险、测算具有一定主观性。

### 投资评级

行业	电力设备/光伏设备
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	39.09元
目标价格	54.31元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	141.76
流通A股股本(百万股)	126.19
A股总市值(百万元)	5,541.49
流通A股市值(百万元)	4,932.69
每股净资产(元)	12.15
资产负债率(%)	82.00
一年内最高/最低(元)	58.47/30.46

### 作者

孙潇雅 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520080009  
sunxiaoya@tfzq.com

潘暕 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070005  
panjian@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,602.82	15,350.57	16,425.11	17,082.12	21,011.00
增长率(%)	154.94	59.85	7.00	4.00	23.00
EBITDA(百万元)	980.79	1,035.46	549.88	602.94	887.06
归属母公司净利润(百万元)	385.64	359.96	386.50	410.51	570.36
增长率(%)	(2,326.05)	(6.66)	7.37	6.21	38.94
EPS(元/股)	3.85	2.56	2.73	2.90	4.02
市盈率(P/E)	10.16	15.28	14.34	13.50	9.72
市净率(P/B)	2.96	3.29	2.69	2.29	1.89
市销率(P/S)	0.41	0.36	0.34	0.32	0.26
EV/EBITDA	7.88	5.64	8.64	9.80	6.36

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 帝科股份：先进配方化材料技术平台，光伏导电银浆业务显著增长.....	3
2. 公司是光伏导电银浆龙头企业，TOPCon 配套浆料技术先发优势带来增长.....	4
2.1. 光伏导电浆料市场格局复盘：从国产替代走向技术迭代之争.....	4
2.2. 新技术先发优势带来市占率增长，公司竞争优势在于高水平研发能力+客制化能力.....	5
3. 高铜浆料构筑贱金属时代技术壁垒.....	6
3.1. 光伏行业降本诉求下，贱金属浆料替代是大规模工业化的必经之路.....	6
3.2. 铜是银的优选替代材料.....	7
3.3. 公司 TOPCon/TBC 电池少银金属化浆料解决方案：种子层+高铜浆料方案.....	8
4. 盈利预测与估值.....	10
5. 风险提示.....	11

## 图表目录

图 1：帝科股份营业收入、增速（亿元、%）.....	3
图 2：帝科股份归母净利润、增速（亿元、%）.....	3
图 3：帝科股份毛利率、净利率（%）.....	3
图 4：帝科股份期间费用率（%）.....	3
图 5：伦敦市场白银现货价（美元/盎司）.....	4
图 6：帝科股份光伏导电银浆出货量、银浆平均单位售价、平均单位毛利（吨、万元/吨、万元/吨）.....	4
图 7：帝科股份分业务营收（亿元）.....	4
图 8：2024 年光伏导电银浆市占率测算.....	5
图 9：2024-2030 年不同电池技术路线市场占比变化趋势.....	6
图 10：公司光伏浆料出货量、N 型浆料出货量及占比（%）.....	6
图 11：2024 年光伏电池片价格走势（元/W）.....	6
图 12：光伏组件成本构成.....	7
图 13：光伏电池成本构成.....	7
图 14：丝网印刷工艺示意图.....	7
图 15：部分金属及非金属的电阻率和热导率.....	8
图 16：帝科股份少银金属化方案.....	8
图 17：光伏导电银浆工艺流程.....	9
图 18：一种包覆致密的银包铜粉.....	10
表 1：业绩拆分.....	10
表 2：估值比较.....	10

## 1. 帝科股份：先进配方化材料技术平台，光伏导电银浆业务显著增长

帝科股份成立于 2010 年，通过 15 年的自主研发与创新实践，现已成长为全球领先的光伏金属化浆料供应商之一。公司以“全球能源结构转型与国家半导体战略”为长期可持续发展契机与战略依托，致力于通过高性能电子材料服务于光伏新能源与半导体电子等应用领域。

公司主要产品是晶硅太阳能电池导电浆料，公司拥有全品类导电银浆产品组合以满足下游客户对于不同类型光伏电池的金属化需求，并积极推进低银含、高铜浆料、铜浆等低银金属化方案的开发。公司掌握玻璃粉技术、高温烧结技术、低温固化/烧结技术、超细线图形化技术等核心技术，持续强化在 TOPCon 激光增强烧结专用导电浆料领域的领先地位；N 型 HJT 电池低温银浆及银包铜浆料产品性能领先，持续大规模量产出货；N 型 TBC 电池导电银浆产品在龙头客户处持续大规模量产，产品性能处于行业领先地位。2025 年 5 月公司宣布拟收购浙江索特 60% 股权，控制原杜邦集团旗下 Solamet® 光伏银浆业务。

与此同时，公司正在推广销售高可靠性半导体封装浆料。在半导体封装浆料领域，公司以导电浆料共性技术平台为依托，聚焦导电、导热、粘接互联等核心技术能力，通过配方设计优化与生产制程优化持续迭代完善产品 LED/IC 芯片封装银浆产品，与行业领先客户协同创新，推进功率半导体封装 AMB 陶瓷基板用高可靠性钎焊浆料等产品规模化量产。

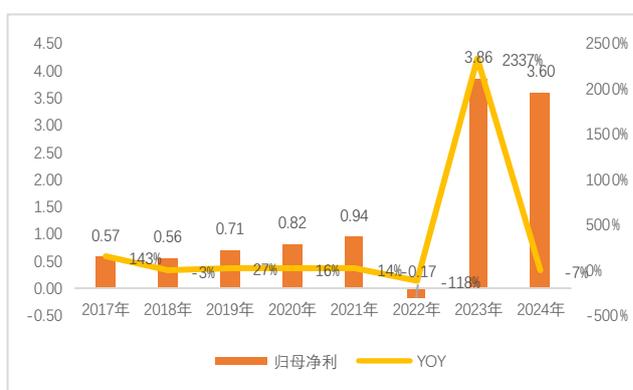
公司营收稳定增长，2024 年总营收 154 亿元，归母净利润接近 3.6 亿元，近三年毛利率维持在 10% 左右。公司 23、24 年实现收入 96、154 亿元，YOY+155%、+60%；归母净利润 3.86、3.60 亿元；毛利率 11.14%、9.38%，YOY+2.3pct、-1.8pct；期间费用率 6.0%、5.7%，YOY-2.2pct、-0.3pct；净利率 3.9%、2.2%，YOY+4.5pct、-1.7pct。研发费用率在期间费用率中占比最高，公司 23、24 年研发费用率分别是 3.2%、3.1%。

图 1：帝科股份营业收入、增速（亿元、%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：帝科股份归母净利润、增速（亿元、%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：帝科股份毛利率、净利率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：帝科股份期间费用率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：伦敦市场白银现货价（美元/盎司）



资料来源：Wind、天风证券研究所

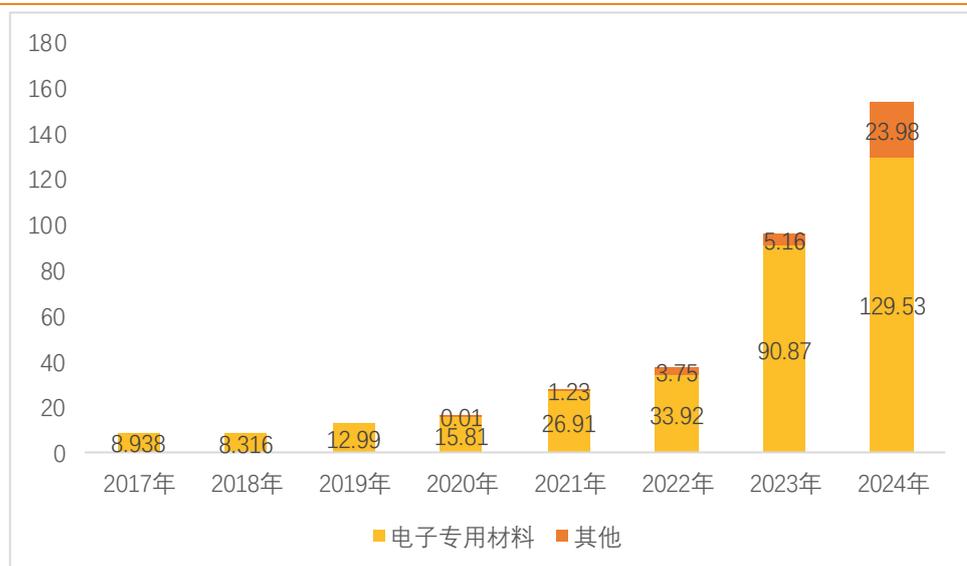
图 6：帝科股份光伏导电银浆出货量、银浆平均单位售价、平均单位毛利（吨、万元/吨、万元/吨）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

分业务看，光伏导电银浆占据核心收入地位，半导体封装浆料及存储芯片业务呈现新兴增长态势。2024 年度帝科股份光伏导电银浆、存储芯片、半导体封装浆料、材料销售业务收入占比分别为 83.81%、0.49%、0.09%、14.00%。纵向观察，近三年来公司光伏导电银浆业务营收占比始终维持在 80%以上高位，2024 年该业务实现营收 128.65 亿元，同比增长 41.71%，毛利率 10.62%，持续担当业绩压舱石。另外，24 年公司通过收购，存储芯片作为新拓展业务实现从 0 到 7454.45 万元的突破性增长，材料销售业务依托供应链协同优势实现 21.49 亿元收入，同比激增 375.17%。

图 7：帝科股份分业务营收（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2. 公司是光伏导电银浆龙头企业，TOPCon 配套浆料技术先发优势带来增长

### 2.1. 光伏导电浆料市场格局复盘：从国产替代走向技术迭代之争

光伏导电银浆产品主要用于光伏电池的金属化环节，其性能直接决定了光伏电池的光电转换效率与光伏组件的输出功率，是光伏产业链通过技术创新实现提效降本的关键核心材料。

光伏导电浆料的市场格局演变主要分为两个阶段：

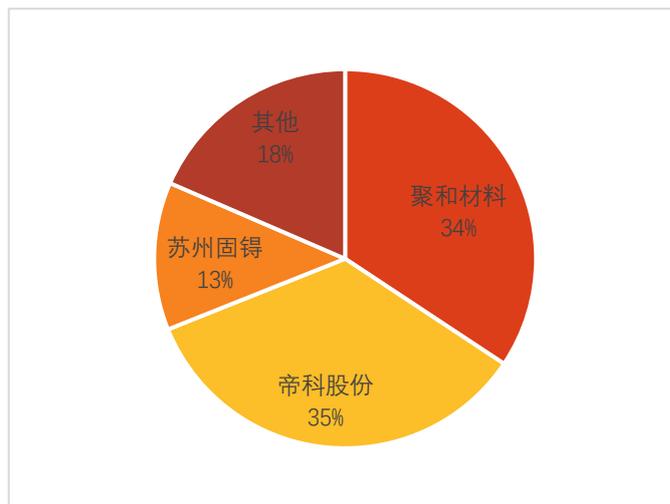
1) 2016 年前：国际四大正银厂商垄断市场。光伏导电银浆是典型的技术、资本密集型产业，产品技术含量较高，行业集中度较高。早期国际四大正银公司-杜邦、贺利氏（德国）、三星 SDI 及硕禾（中国台湾）-凭借先发优势抢占了全球正面银浆绝大多数市场份额。

2) 2016 年-2020 年：国际四大正银厂商市场份额被国产银浆公司挤压，银浆走国产化替代之路。随着国内光伏主产业链迅速发展，国内银浆需求量激增，国内光伏导电银浆厂商随着研发积累逐渐突破核心技术，市占率逐步提升。例如 2015 年帝科核心专利获得授权，L020h20k 光伏导电银浆推向市场并获得客户认可。2018 年国产正银占全球正银市场份额增长至 37%。

与之相反，境外正银厂商由于产品性价比、售后服务、市场反应速度等综合能力方面缺乏竞争优势，且在 2019 年杜邦的正银业务已被列入杜邦非核心业务并考虑出售，2020 年三星 SDI 光伏银浆生产设备及境内外专利被聚和材料购买。至此，国产浆料企业拥有较完善的专利体系，基本完成国产替代思路。

3) 2020 年后：国产浆料公司进入高速成长期，迅速扩产，我们测算帝科股份、聚和材料、苏州固得合计市占率在 24 年约为 82%，预计未来新技术先发优势带来市占率增长，同时降本增效成为主要发展需求。

图 8：2024 年光伏导电银浆市占率测算



资料来源：各公司公告、CPIA、天风证券研究所

## 2.2. 新技术先发优势带来市占率增长，公司竞争优势在于高水平研发能力+客制化能力

产品配方的研究开发、技术迭代、客户适配是光伏电池导电浆料厂商核心竞争力的关键。光伏电池导电浆料属于配方型产品，配方参数的调整会影响与电池片厂商生产工艺的适配性及电池片的光电转化效率。

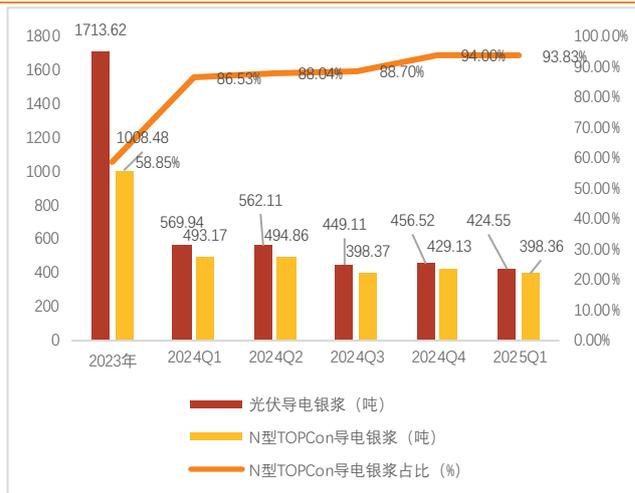
2024 年主流电池技术路线从 PERC 转向 N 型 TOPCon，2024 年上半年激光增强烧结金属化技术逐渐成为 TOPCon 电池量产标配工艺，公司在 N 型导电浆料的布局上有先发优势。根据中国光伏产业协会数据，2024 年随着 N 型电池片产能快速释放，PERC 电池片市场占比从 23 年的 73% 快速下降至 20.5%，N 型 TOPCon 电池片市场占比从 23 年的 26.5% 上升至 71.1%，成为占比最高的电池技术路线。LECO 技术从 23 年四季度开始导入，在 24 年一季度成为 N 型 TOPCon 的标配技术。公司在本次技术迭代中，重点强化 N 型 TOPCon 电池正背面导电银浆全套金属化方案的升级迭代，成为最早推动激光增强烧结金属化技术量产实践并提供专用导电浆料的厂商之一，引领 TOPCon 激光增强烧结金属化技术与电池新工艺的产业化与大规模量产，N 型浆料出货占比持续增长。

图 9：2024-2030 年不同电池技术路线市场占比变化趋势



资料来源：CPIA《中国光伏产业发展路线图（2024-2025年）》、天风证券研究所

图 10：公司光伏浆料出货量、N 型浆料出货量及占比 (%)



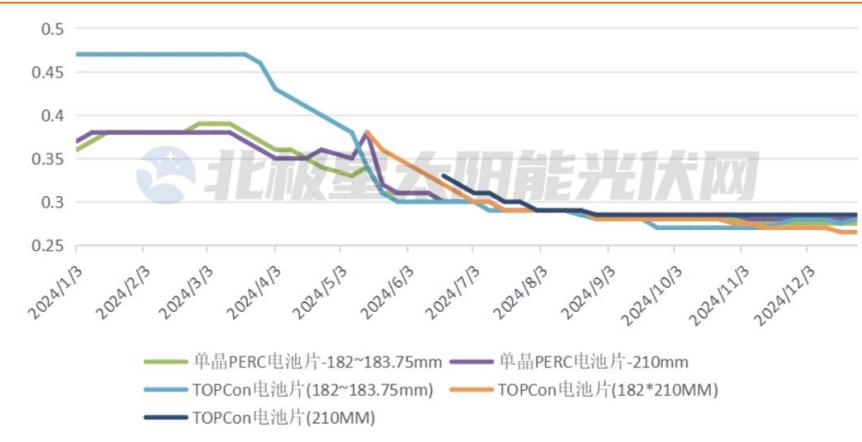
资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 3. 高铜浆料构筑贱金属时代技术壁垒

#### 3.1. 光伏行业降本诉求下，贱金属浆料替代是大规模工业化的必经之路

2024 年光伏产业链盈利承压，急需寻求降本空间。相比 2022 年下半年的价格高点，至 25 年初产业链各环节最大降幅已超 100%，全产业链盈利空间遭压缩，降本增效成为光伏企业生存的必选项。以 182 矩形 TOPCon 电池片为例，其 24 年全年均价降幅高达 40%，价格曲线的陡峭下行倒逼厂商加速技术迭代与成本重构。

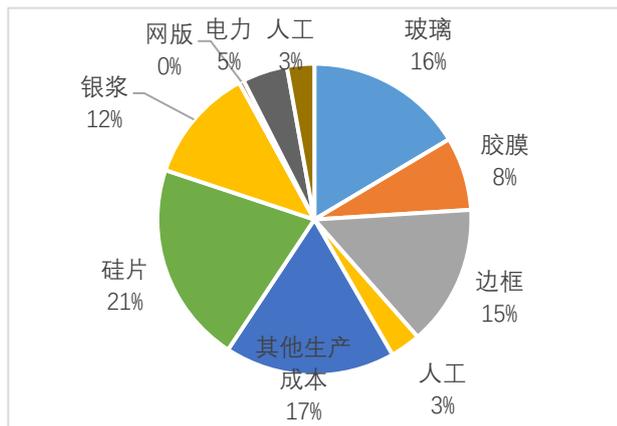
图 11：2024 年光伏电池片价格走势 (元/W)



资料来源：北极星太阳能光伏网公众号、天风证券研究所

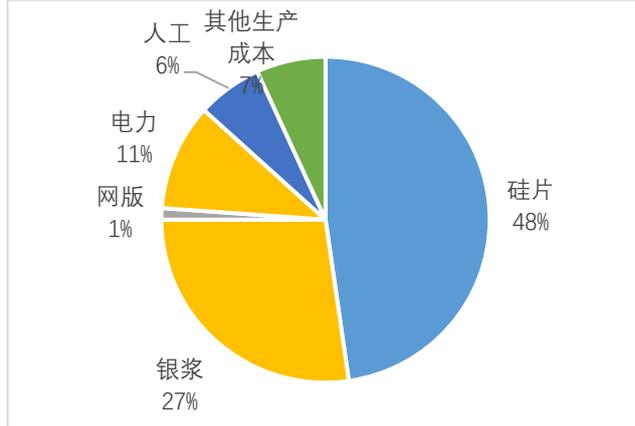
从成本结构看，银浆是光伏电池制造中除硅片外成本占比最高的材料，已成为降本的关键环节。根据 CPIA 2024 年 12 月测算数据，银浆成本在光伏组件总成本中占比达 12%，在电池片成本中占比至 27%，占电池非硅成本的 52%。24 年国际白银年内涨幅超 21%，振幅超 54%，并且创出近 10 年来新高，直接导致电池片金属化成本同比激增。

图 12：光伏组件成本构成



资料来源：中国光伏行业协会 CPIA 公众号、天风证券研究所

图 13：光伏电池成本构成

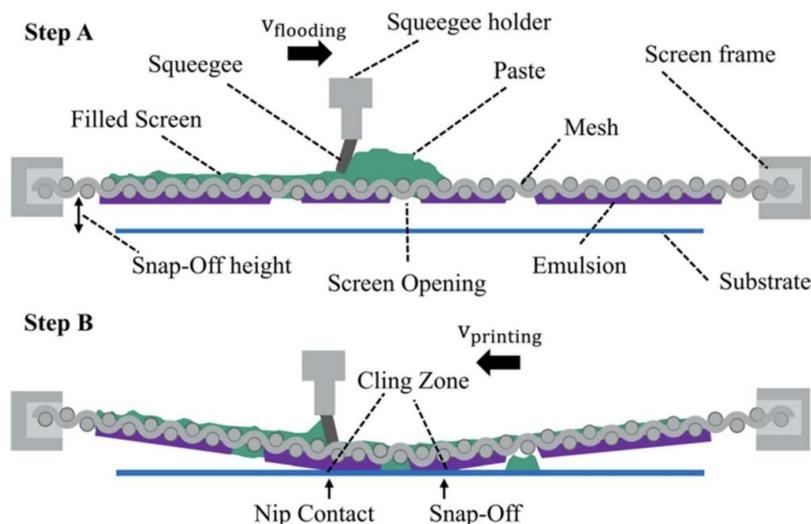


资料来源：中国光伏行业协会 CPIA 公众号、天风证券研究所

丝网印刷技术降低栅线银耗会导致电阻增加、导电性能下降，影响电池转换效率。金属化工艺电极金属化是制造太阳能电池的其中一个重要工艺环节，影响浆料的导电性能。金属化工艺在电池片上形成与基板紧密接触的金属栅线电极，用于收集和传导太阳能电池片表面的电流。

光伏行业普遍采用导电浆料结合丝网印刷的方式进行电极金属化工艺。丝网印刷技术成熟度较高，具有比其他技术更快、更简单的优点。通过网版印刷浆料到硅片上之后，还需要通过烧结这一工艺步骤，才能获得电阻低且密实的银电极，并且实现银电极和发射极的有效接触。

图 14：丝网印刷工艺示意图



资料来源：《晶硅太阳能电池的正电极接触研究》冯博文、天风证券研究所

### 3.2. 铜是银的优选替代材料

在导电性能方面，铜与银性能差异小。与银导电浆料相比，铜粉价格低廉，体积电阻率为  $1.72 \times 10^{-6} \Omega \cdot \text{cm}$ ，热导率  $393\text{W}/(\text{m} \cdot \text{K})$ ，导电性能仅次于银。

银储备有限，而铜的供应量充足。铜储备丰富，铜矿资源量约为 26.3 亿吨，是银储备量的 4500 倍左右。尽管光伏行业内一直在寻找降低银耗的方法，但是由于 N 型电池技术取代 PERC 电池技术，且光伏装机量持续增长，2023 年光伏行业总银需求量同比增长超过 60%。假设光伏行业可持续获得全球白银供应的 20%，则 TOPCon 可持续制造量在 400-500GW/年之间，几乎没有进一步扩大生产能力的空间。

铜价格便宜。铜价格约为 70 元/kg，是白银价格（约 8000 元/kg）的 1% 以下。

图 15：部分金属及非金属的电阻率和热导率

材料名称	电阻率 ( $\Omega \cdot \text{cm}$ )	热导率 ( $\text{W}/(\text{m} \cdot \text{K})$ )
银	$1.62 \times 10^{-6}$	418
铜	$1.70 \times 10^{-6}$	393
金	$2.40 \times 10^{-6}$	317
铝	$2.62 \times 10^{-6}$	214
铁	$9.78 \times 10^{-6}$	66.9
锌	$5.92 \times 10^{-6}$	112
锡	$1.20 \times 10^{-5}$	64
铅	$2.06 \times 10^{-5}$	35
汞	$9.58 \times 10^{-5}$	1.0
铋	$1.06 \times 10^{-4}$	0.8
$\text{Al}_2\text{O}_3$	-	25.1
$\text{MgO}$	-	37.7
石墨	$1 \times 10^{-3}$	$(9.5 \times 10^2) \sim (9.5 \times 10^4)$
炭黑	$1 \times 10^{-2}$	$(9.5 \times 10^2) \sim (9.5 \times 10^4)$

资料来源：《铜基导电浆料的制备及其固化性能的研究》蒋成明、天风证券研究所

### 3.3. 公司 TOPCon/TBC 电池少银金属化浆料解决方案：种子层+高铜浆料方案

公司从“可靠、可量产、可负担”角度，针对 TOPCon/TBC 高温电池专门创新推出了种子层浆料与高铜浆料联用的低银金属化方案。该金属化方案中，第一层为超低银含种子层浆料，采用丝网印刷和高温烧结工艺，实现优异欧姆接触，同时进一步阻挡铜扩散风险。第二层为超低银含高铜浆料，采用丝网印刷和低温烧结工艺，通过银层包覆阻挡铜扩散，同时实现线电阻平衡。

图 16：帝科股份少银金属化方案



资料来源：帝科电子材料公众号、天风证券研究所

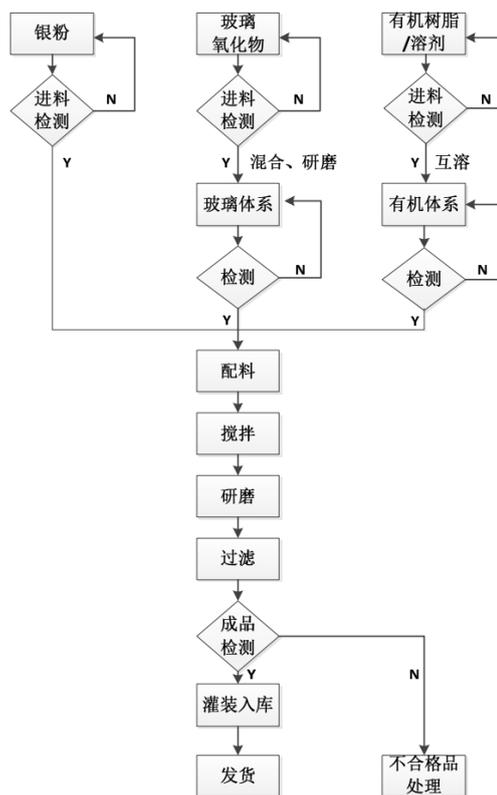
少银金属化浆料方案的核心技术壁垒可以从 4 个角度分析：种子层、高铜浆料、种子层与高铜层界面适配、烧结方案。

种子层的核心技术壁垒在于玻璃粉的全新开发设计。银浆由高纯度的银粉、玻璃体系、有机体系等组成，其中，玻璃体系为高温粘接相，对银粉的烧结及银-硅欧姆接触的形成有决定作用，例如玻璃粉在高温烧结时的润湿性直接决定了银颗粒能否均匀铺展并形成稳定导电界面，熔融玻璃的适当流动和扩散有助于填充银浆烧结过程中形成的空隙，从而改善

浆料的导电性。

- 1) **玻璃粉 know-how 助于形成卓越的欧姆接触。**公司在玻璃粉技术积累深厚 know-how，基于对于无机陶瓷材料的深入认识，通过多元无机氧化物复杂精准的配方设计，以及熔融、冷却、研磨等工艺，构建适用于不同导电浆料系统的功能相。
- 2) **种子层浆料进一步缓解阻挡铜扩散风险。**铜在硅中有极高的扩散速率，一旦进入硅器件中便会成为深能级受主杂质，产生复合中心，导致载流子寿命降低，最终导致器件性能退化。引入银种子层，铜不直接接触硅，可以增强对于铜扩散的阻挡能力。

图 17：光伏导电银浆工艺流程



资料来源：公司招股书、天风证券研究所

高铜浆料的难点在于 1) 铜抗氧化能力、2) 阻挡铜扩散能力，主要体现在贱金属粉体表面特殊处理和高铜浆料配方增强。

在这种两步印刷的结构下，高铜浆料贴在种子层顶部，只起到导电作用，与硅材料形成金属/硅界面的能力不再是必要的，但是铜在高温环境下烧结易氧化，高铜浆技术难点是抗氧化的同时保持导电性能。电子级铜粉在高温下易氧化生成氧化亚铜和氧化铜而附着在铜粉表面，生成的铜氧化物不具有导电性，使得铜粉的导电能力降低。

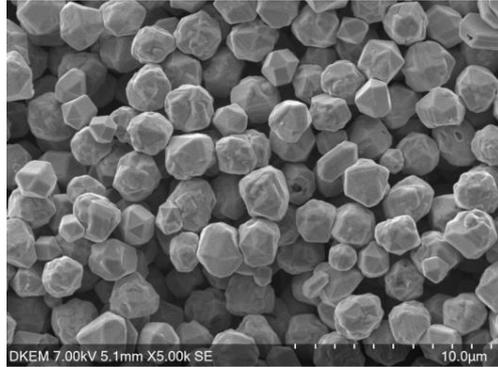
铜表面改性处理，添加一层保护剂（有机保护层或无机核壳），是常见提高铜颗粒的抗氧化方法。随着铜颗粒尺寸的减小，颗粒的比表面积也会增大，导致铜纳/微米颗粒的化学性质更为活泼，在空气中极容易被氧化，因此需要对铜颗粒的表面添加一层保护剂，提高铜颗粒的抗氧化能力。

- 1) 有机保护层一般由聚合物和有机配体组成，依附在铜表面的有机物减少金属表面与氧气的接触，有机保护层可以通过烧结进行去除。
- 2) 无机核壳是在铜颗粒表面包覆一层碳材料或不易被空气氧化且具有良好导电性能的金属壳，银包铜是目前使用最广泛和最有效的手段。公司拥有相关银包铜粉制备专利，采用化学镀的方法，制备成本低，具有大规模应用的前景。

公司购入相关粉体后，会进行独特的表面处理和配方增强。

公司研发的超低银含量高铜浆料，通过银粉体系的重构和形貌调控，基于金属银钝化技术实现对铜粉的优异抗氧化效果与铜扩散阻挡效果。

图 18：一种包覆致密的银包铜粉



资料来源：国家知识产权局、天风证券研究所

种子层与高铜层界面适配也存在两种浆料有效结合的技术壁垒。

在种子层（形成欧姆接触）+高铜浆料（导电）的底层逻辑下，该低银含金属化设计方案仍有继续降低银含量的空间。

公司针对 TOPCon/TBC 等高温电池系统性推出了高铜浆料设计，使用专门设计的超低银含量高铜共烧种子层浆料和独家设计的高铜浆料进行协同联用的方案，已与龙头客户进行了长期合作开发，已针对 TOPCon 等高温电池推出了高铜浆料设计与应用方案，预估在今年下半年有望推动大规模量产，同时积极推动相关解决方案在 TBC 电池领域的应用。高铜浆料采用直接定价模式，对提升公司盈利能力具有积极深远影响。

## 4. 盈利预测与估值

假设浆料出货量与全球光伏装机量同速增长，25-27 年同比增长分别 10%、1%、14%，我们预计 25、26、27 年公司营收分别 164、171、210 亿元，归母净利润分别为 3.87、4.11、5.70 亿元，参考可比公司估值，给予 2025 年 PE 20 倍，目标价格 54.31 元，对应市值 77.4 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 1：业绩拆分

	2024 年	2025 年 E	2026 年 E	2027 年 E
光伏导电银浆				
营收 (亿元)	129	142	143	163
毛利率%	10.6%	10.6%	11%	13%
出货量 (吨)	2038	2241	2264	2581
总营收 (亿元)	154	164	171	210
毛利率%	9.4%	9.5%	9.7%	10.8%
净利润 (亿元)	3.6	3.87	4.11	5.70

表 2：估值比较

证券代码	证券简称	收盘价 (2025/5/30)	EPS			PE		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
688503.SH	聚和材料	31.10	1.73	2.22	2.74	25.64	13.98	11.35
605376.SH	博迁新材	31.96	0.33	0.98	1.36	86.58	32.51	23.51
	平均						23.25	17.43
300842.SZ	帝科股份	39.09	2.56	2.73	2.90	15.28	14.34	13.50

资料来源：wind、天风证券研究所（可比公司 2025E、2026E 的 EPS、PE 来自 wind 一致性预测）

## 5. 风险提示

**下游装机量增长不及预期的风险。**公司所在光伏胶膜行业需求由下游装机量决定，若光伏装机量增长不及预期，行业下游需求将出现下滑，对公司业绩形成影响。

**新业务导入进程不及预期的风险。**公司新业务需持续研发以满足客户要求，若研发进程不及预期，可能对公司业绩造成影响。

**白银价格波动带来的风险。**白银价格大幅波动可能带来非经营性损益，对公司业绩产生影响。

**测算具有一定主观性。**光伏银浆行业竞争激烈，未来市场变化难以完全预知，文中测算具有一定主观性，仅供参考。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,835.00	2,033.68	1,433.10	1,366.57	1,680.88
应收票据及应收账款	3,734.85	4,354.86	2,488.94	4,628.61	4,125.98
预付账款	65.74	151.89	80.68	160.39	133.66
存货	602.19	442.84	673.92	483.67	928.32
其他	28.57	205.15	220.98	226.36	245.32
<b>流动资产合计</b>	<b>6,266.34</b>	<b>7,188.43</b>	<b>4,897.62</b>	<b>6,865.59</b>	<b>7,114.16</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	265.34	305.99	767.39	1,206.89	1,623.90
在建工程	4.62	118.43	160.59	198.53	232.67
无形资产	17.22	35.18	43.29	50.89	58.00
其他	231.20	183.79	188.73	193.98	199.57
<b>非流动资产合计</b>	<b>518.37</b>	<b>643.40</b>	<b>1,159.99</b>	<b>1,650.30</b>	<b>2,114.15</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,784.72</b>	<b>7,831.82</b>	<b>6,057.60</b>	<b>8,515.89</b>	<b>9,228.30</b>
短期借款	2,652.61	2,023.43	500.00	1,393.62	1,485.38
应付票据及应付账款	1,556.24	2,611.75	1,842.32	2,774.56	2,856.98
其他	1,158.18	1,423.70	1,496.91	1,569.42	1,654.74
<b>流动负债合计</b>	<b>5,367.03</b>	<b>6,058.87</b>	<b>3,839.23</b>	<b>5,737.59</b>	<b>5,997.10</b>
长期借款	0.00	0.00	70.00	277.35	165.56
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	76.00	95.39	100.16	105.17	110.43
<b>非流动负债合计</b>	<b>76.00</b>	<b>95.39</b>	<b>170.16</b>	<b>382.52</b>	<b>275.99</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,443.03</b>	<b>6,154.27</b>	<b>4,009.39</b>	<b>6,120.12</b>	<b>6,273.09</b>
少数股东权益	18.33	3.71	(10.26)	(25.10)	30.84
股本	100.50	140.70	141.76	141.76	141.76
资本公积	547.83	578.41	620.92	620.92	620.92
留存收益	675.31	954.87	1,296.05	1,658.42	2,161.90
其他	(0.28)	(0.14)	(0.25)	(0.22)	(0.20)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,341.69</b>	<b>1,677.56</b>	<b>2,048.21</b>	<b>2,395.77</b>	<b>2,955.21</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,784.72</b>	<b>7,831.82</b>	<b>6,057.60</b>	<b>8,515.89</b>	<b>9,228.30</b>

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	377.66	345.22	386.50	410.51	570.36
折旧摊销	18.97	30.61	58.34	84.95	111.74
财务费用	154.97	152.66	30.00	30.00	30.00
投资损失	17.93	50.58	97.50	97.50	97.50
营运资金变动	(789.20)	(7.24)	969.72	(1,055.34)	206.56
其它	(831.32)	366.87	(3.01)	(3.35)	77.51
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,050.99)</b>	<b>938.70</b>	<b>1,539.06</b>	<b>(435.74)</b>	<b>1,093.67</b>
资本支出	62.38	182.60	565.23	564.99	564.74
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(143.18)	(322.36)	(1,232.79)	(1,232.56)	(1,232.31)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(80.81)</b>	<b>(139.77)</b>	<b>(667.56)</b>	<b>(667.56)</b>	<b>(667.57)</b>
债权融资	967.27	(555.11)	(1,472.06)	1,082.91	(37.50)
股权融资	(61.78)	28.71	(0.01)	(46.14)	(74.30)
其他	207.67	(53.61)	(0.00)	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,113.15</b>	<b>(580.01)</b>	<b>(1,472.07)</b>	<b>1,036.77</b>	<b>(111.80)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(18.65)</b>	<b>218.93</b>	<b>(600.58)</b>	<b>(66.53)</b>	<b>314.31</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>9,602.82</b>	<b>15,350.57</b>	<b>16,425.11</b>	<b>17,082.12</b>	<b>21,011.00</b>
营业成本	8,532.69	13,909.98	14,864.73	15,408.07	18,794.34
营业税金及附加	12.59	25.98	27.80	28.92	35.57
销售费用	82.60	198.58	200.39	222.07	273.14
管理费用	34.21	70.74	180.68	187.90	224.82
研发费用	309.76	482.23	591.30	649.12	840.44
财务费用	149.80	127.59	30.00	30.00	30.00
资产/信用减值损失	(107.02)	(117.19)	(117.19)	(117.19)	(65.99)
公允价值变动收益	57.04	(57.90)	12.82	13.46	14.14
投资净收益	(36.11)	(97.50)	(97.50)	(97.50)	(97.50)
其他	13.05	86.39	86.39	86.39	86.39
<b>营业利润</b>	<b>408.14</b>	<b>349.28</b>	<b>414.74</b>	<b>441.21</b>	<b>749.73</b>
营业外收入	11.14	15.48	15.48	15.48	0.00
营业外支出	4.16	0.03	4.16	4.16	4.16
<b>利润总额</b>	<b>415.12</b>	<b>364.72</b>	<b>426.06</b>	<b>452.52</b>	<b>745.57</b>
所得税	37.46	19.51	55.39	58.83	111.84
<b>净利润</b>	<b>377.66</b>	<b>345.22</b>	<b>370.67</b>	<b>393.70</b>	<b>633.74</b>
少数股东损益	(7.98)	(14.74)	(15.83)	(16.81)	63.37
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>385.64</b>	<b>359.96</b>	<b>386.50</b>	<b>410.51</b>	<b>570.36</b>
每股收益(元)	3.85	2.56	2.73	2.90	4.02

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	154.94%	59.85%	7.00%	4.00%	23.00%
营业利润	-1217.24%	-14.42%	18.74%	6.38%	69.93%
归属于母公司净利润	-2326.05%	-6.66%	7.37%	6.21%	38.94%
<b>获利能力</b>					
毛利率	11.14%	9.38%	9.50%	9.80%	10.55%
净利率	4.02%	2.34%	2.35%	2.40%	2.71%
ROE	29.14%	21.51%	18.78%	16.96%	19.50%
ROIC	34.06%	22.77%	22.19%	32.34%	23.76%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	80.22%	78.58%	66.19%	71.87%	67.98%
净负债率	62.85%	12.94%	-30.48%	23.17%	7.89%
流动比率	1.17	1.19	1.28	1.20	1.19
速动比率	1.06	1.11	1.10	1.11	1.03
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.58	3.80	4.80	4.80	4.80
存货周转率	19.91	29.38	29.42	29.51	29.76
总资产周转率	1.89	2.10	2.37	2.34	2.37
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	3.85	2.56	2.73	2.90	4.02
每股经营现金流	-10.48	6.67	10.86	-3.07	7.71
每股净资产	13.20	11.90	14.52	17.08	20.63
<b>估值比率</b>					
市盈率	10.16	15.28	14.34	13.50	9.72
市净率	2.96	3.29	2.69	2.29	1.89
EV/EBITDA	7.88	5.64	8.64	9.80	6.36
EV/EBIT	8.03	5.81	9.67	11.41	7.27

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com