

2026年01月21日

银包铜趋势加速，存储业务增长可期

帝科股份(300842)

事件概述

公司发布 2025 年业绩预告，2025 年公司归母净利润亏损 2-3 亿元；扣非归母净利润盈利 1.6-2.4 亿元，扣非同比下降 45.3%-63.6%。公司业绩波动主要原因在于：①银价快速大幅上涨，导致公司白银期货对冲、白银租赁业务计提大额公允价值变动损失，非经常性损益对归母净利润影响约-4 至-5 亿元；②实施股权激励计划产生股份支付费用约 1.2 亿元，进一步影响当期业绩表现。

►银包铜技术迭代+太空光伏新场景拓展，光伏导电浆料需求攀升

导电浆料是光伏电池制造的关键原材料之一，在新技术迭代以及商业航天等新兴场景持续拓宽背景下，光伏导电浆料需求有望持续增长：一方面，导电银浆的应用场景正逐步突破传统地面光伏领域，公司相关导电浆料产品已经用于商业航天卫星太阳翼；同时，当前 TOPCon 电池金属化仍采用高银含浆料，银价上涨背景下成本压力显著，帝科股份的高铜浆料方案已应用于 TOPCon 电池背面，能实现银耗下降超 50%，且已完成下游客户全套可靠性验证并实现量产出货。

►存储业务布局完善，有望贡献业绩弹性

公司完成存储产业链一体化布局，打造第二成长曲线。公司先后收购因梦控股 51% 股权、江苏晶凯 62.5% 股权，形成“应用性开发设计—晶圆测试—封测”的 DRAM 存储产业链闭环；2025 年公司存储芯片业务实现营业收入约 5 亿，收入规模和盈利能力均同比大幅增长，2026 年存储芯片出货量目标 3000 万-5000 万颗。同时公司推出 2025 年限制性股票激励计划，其中提出 2026 年营收或净利润较 2025 年增速不低于 200%，2026-2027 年累计增速不低于 500%，激励目标明确彰显存储业务未来高增潜力。

►投资建议

“光伏材料+存储芯片”双主线战略布局，公司成长动能明确。光伏导电浆料业务：一方面，公司相关导电浆料产品已经用于商业航天卫星太阳翼，太空光伏等新型应用场景下有望开辟增量需求空间；另一方面，公司高铜浆料凭借银耗降低 50%+ 的成本优势已实现 GW 级量产，2026 年高铜浆料出货抬升以及定价模式优化，公司利润有望改善。存储芯片业务方面，公司通过因梦控股、江苏晶凯实现存储产业链闭环，打造第二业务增长极，2026 年出货有望大幅提升，有望贡献利润弹性。我们预计 2025-2027 年公司分别实现营业收入 174.52、240.50、257.00 亿元，同比增长 13.7%、37.8%、6.9%，实现归母净利润-2.5、4.1、6.6 亿

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	91.2
股票代码：	300842
52 周最高价/最低价：	97.0/33.69
总市值(亿)	132.50
自由流通市值(亿)	118.23
自由流通股数(百万)	129.64



分析师：杨睿

邮箱：yangrui2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050003

联系电话：021-5038 0388

分析师：罗静茹

邮箱：luojr@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524040005

联系电话：021-5038 0388

元，同比-170.1%、261.9%、60.5%，EPS 分别为-1.74 元、2.92 元、4.51 元，以 26 年 1 月 20 日收盘价 91.2 元计算，当前股价对应 PE 分别为-53/31/20 倍，参考国内可比公司聚和材料，考虑到公司在浆料行业龙头地位及存储芯片业务业绩弹性，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

新技术进展不及预期、存储产品需求不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,603	15,351	17,452	24,050	25,700
YoY (%)	154.9%	59.9%	13.7%	37.8%	6.9%
归母净利润(百万元)	386	360	-252	409	656
YoY (%)	2336.5%	-6.7%	-170.1%	261.9%	60.5%
毛利率 (%)	11.1%	9.4%	5.9%	5.4%	5.6%
每股收益 (元)	2.75	2.56	-1.74	2.81	4.51
ROE	29.1%	21.5%	-13.8%	17.5%	21.6%
市盈率	33.16	35.63	-52.50	32.42	20.21

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 帝科股份是光伏浆料领先供应商.....	4
2. 银价上涨背景下，少银/去银化趋势明确.....	5
3. 存储业务布局完善，有望贡献业绩弹性.....	6
4. 投资建议.....	6
5. 风险提示.....	7

图表目录

图 1 光伏产业链示意图.....	4
图 2 2016-2025 前三季度公司营业收入及增速.....	5
图 3 2016-2025 前三季度公司归母净利润及增速.....	5
图 4 公司销售导电银浆销量（吨）.....	5
图 5 2016-2025 前三季度公司毛利率&净利率.....	5
图 6 可比公司估值.....	7

1. 帝科股份是光伏浆料领先供应商

帝科股份成立于 2010 年，总部位于中国无锡市宜兴市，于 2020 年 6 月登陆创业板上市。经过十年来的自主研发与创新实践，帝科现已成长为全球领先的光伏金属化浆料供应商之一，打破了海外品牌的长期垄断地位，有力推动了光伏导电银浆的国产化进程，为全球光伏产业提效降本做出了巨大贡献，荣获 APVIA 亚洲光伏产业贡献奖与科技成就奖，并于 2020 年 6 月 18 日成为中国首家光伏与半导体导电银浆上市公司。2025 年 5 月，公司公告拟以人民币现金 6.96 亿元收购浙江索特材料科技有限公司 60% 的股权，本次交易完成后，浙江索特将成为公司的控股子公司，公司将通过浙江索特控制原杜邦集团旗下 Solamet® 光伏银浆业务。我们认为，此次收购有望扩充公司的技术储备与产品线矩阵，同时依托索特的渠道资源，进一步巩固公司在光伏银浆领域的龙头地位及全球市场竞争力。

公司打造全品类产品布局，多领域应用覆盖完善。在光伏电池金属化环节的导电浆料产品方面，公司推出了全品类导电浆料产品组合，包括 P 型 BSF 电池导电银浆产品，P 型 PERC 电池副栅银浆产品及主栅银浆产品，N 型 TOPCon 电池正背面全套导电浆料产品，N 型 HJT 电池正背面全套低温银浆及银包铜浆料产品，N 型 TBC 电池全套导电浆料产品，N 型 HBC 电池全套低温浆料产品等，同时公司积极关注并持续推进低银含浆料、高铜浆料、铜浆及其他低银金属化技术与应用方案开发；在半导体电子领域，基于共性导电浆料技术平台，公司正在推广、销售的高可靠性半导体封装材料包括：LED 芯片封装银浆，IC 芯片封装银浆，功率半导体芯片/模组封装烧结银，功率半导体 AMB 陶瓷覆铜板焊锡银浆与铜浆等；同时，公司面向电子元器件等领域也推出了多款银浆与铜浆产品。

新技术迭代及太空光伏新场景拓展，支撑光伏导电浆料需求攀升。导电浆料是光伏电池制造的关键原材料之一，将光伏导电浆料印刷在硅片的两面，烘干后经过烧结可形成太阳能电池的两端电极。同时，导电银浆的应用场景正逐步突破传统地面光伏领域，根据公司投资者问答，公司相关导电浆料产品已经用于商业航天卫星太阳翼。在光伏产业降本的主旋律之下，通过细线印刷与多主栅工艺可以对导电浆料用量进行优化，光伏新技术的快速应用，叠加商业航天等新兴场景的持续拓宽，将推动光伏导电浆料需求持续增长。

图 1 光伏产业链示意图

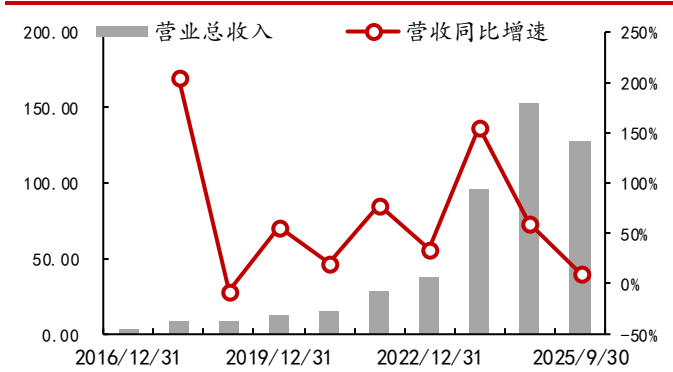


资料来源：聚和材料招股说明书，Wind，华西证券研究所

银价大幅上涨+支付股权激励费用，公司业绩短期承压。公司发布 2025 年业绩预告，2025 年公司归母净利润亏损 2-3 亿元；扣非归母净利润盈利 1.6-2.4 亿元，扣非同比下降 45.3%-63.6%。2025 年业绩短期承压，主要原因在于：①公司业绩变动

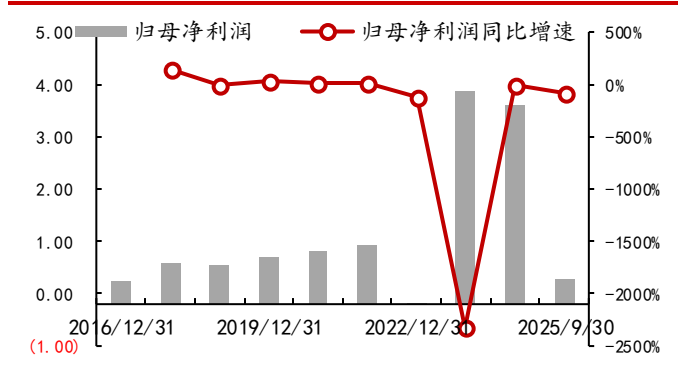
主要源于非经常性损益，对归属于上市公司股东的净利润的影响金额约为-4 亿至-5 亿元。为应对银粉价格波动风险，公司通过白银期货合约进行对冲操作；为降低银粉采购成本和应对银粉价格波动风险，公司进行了白银租赁业务。在银价快速、大幅上涨背景下，公司对白银期货和白银租赁按照资产负债表日银价计提的公允价值变动损失金额较大；②因实施股权激励计划发生的归属于上市公司股东的股份支付费用约 1.2 亿元。

图 2 2016-2025 前三季度营业收入(亿元)及增速(%)



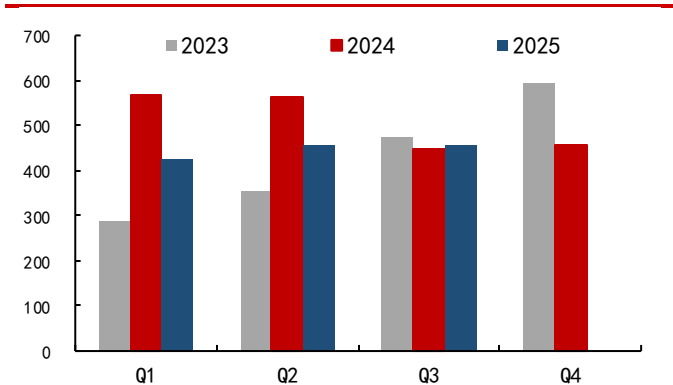
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 3 2016-2025 前三季度归母净利润(亿元)及增速(%)



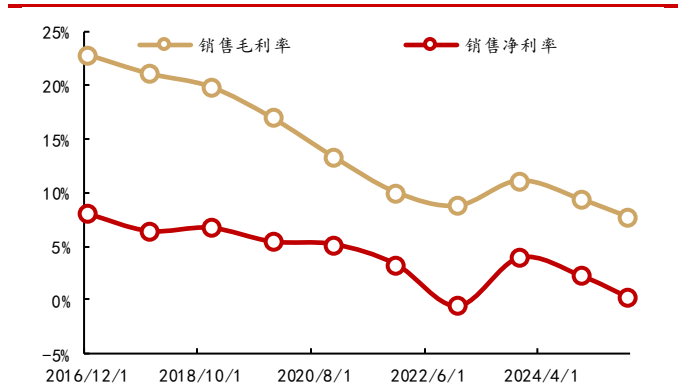
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 公司销售导电银浆销量(吨)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 5 2016-2025 前三季度公司毛利率&净利率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2. 银价上涨背景下，少银/去银化趋势明确

银价上涨 TOPCon 电池片成本承压，金属化环节降本加速。银价的持续快速上行，正不断推高光伏电池金属化环节的成本压力。当前 TOPCon 电池片金属化环节仍以高银含浆料为主，银价的上涨直接带动浆料价格同步走高。根据 solarzoom 数据，截至 2025 年底，电池片正面银浆价格约为 17486 元/kg，同比上涨 117.5%，同时 TOPCon 电池片中浆料成本已经上升至 0.138 元/W，占电池片成本比约为 39%，占电池片非硅成本比 62%，成为电池片非硅成本中占比最大的环节。

为应对白银价格波动导致的刚性成本挑战，高铜浆料应用有望加速。根据公司投资者关系活动记录表，公司目前的高铜浆料方案主要应用于 TOPCon 电池的背面，相对于量产标准工艺，有效银耗下降超过 50%；同时公司高铜浆料解决方案在战略客户处已经实现了 GW 级产能目标，其他电池组件一体化龙头及专业电池厂商也高度关注并积极开展了评估测试，有望实现跟进量产。

高铜浆料定价模式优化，盈利能力有望改善。银浆普遍采用银点价格+加工费的定价模式，技术迭代往往带动加工费上行，根据公司 2026 年 1 月投资者关系活动记录表，高铜浆料采用直接计价模式，凭借技术优势可以维持较高毛利水平。

3. 存储业务布局完善，有望贡献业绩弹性

打造存储业务一体化产业链，行业景气度下有望持续增长。上市公司 2024 年 9 月收购因梦控股 51% 股权，根据业务发展情况在 2025 年 10 月公告收购江苏晶凯 62.5% 股权，实现了存储产业链闭环。其中因梦控股主要负责自有品牌 DRAM 存储芯片产品应用性开发设计、晶圆采购和产品销售，江苏晶凯主要负责存储芯片封装测试以及晶圆测试业务，主要客户为因梦控股；两次收购完成后，上市公司存储业务实现了贯穿“应用性开发设计——晶圆测试——封测”一体化产业链。

公司存储业务主要聚焦于 DRAM 领域，根据公司 2026 年 1 月 15 日的投资者关系活动记录表，2025 年公司存储芯片业务实现营业收入约 5 亿，收入规模和盈利能力均同比大幅增长，尤其是 2025Q4 单季度实现营业收入约 2.3 亿，全年出货量约 2000 万颗，四季度出货约 660 万颗，数量与盈利能力均大幅提升；2026 年将出货量目标提升至 3000 万至 5000 万颗。在存储行业景气度上行背景下，公司明确将存储业务作为第二主业，持续加大资金与资本投入，目标在未来两三年内发展成为国内领先的第三方 DRAM 存储模组企业。

股权激励目标清晰明确，彰显未来高增长潜力。为确保公司发展战略和经营目标的实现，公司制定了《帝科股份 2025 年限制性股票激励计划（草案）》，该激励计划在 2026 年-2027 年会计年度中，分年度对子公司因梦晶凯的业绩指标进行考核，以达到业绩考核目标作为激励对象当年度的归属条件之一：

- 第一个归属期，因梦晶凯需满足以下两个条件之一：①以 2025 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 200%；②以 2025 年净利润为基数，2026 年净利润增长率不低于 200%。
- 第二个归属期，因梦晶凯需满足以下两个条件之一：①以 2025 年营业收入为基数，2026-2027 年两年累计营业收入增长率不低于 500%；②以 2025 年净利润为基数，2026-2027 年两年累计净利润增长率不低于 500%。

4. 投资建议

“光伏材料+存储芯片”双主线战略布局，公司成长动能明确。光伏导电浆料业务：一方面，公司相关导电浆料产品已经用于商业航天卫星太阳翼，太空光伏等新型应用场景下有望开辟增量需求空间；另一方面，公司高铜浆料凭借银耗降低 50%+ 的成本优势已实现 GW 级量产，2026 年高铜浆料出货抬升以及定价模式优化，公司利

润有望改善。存储芯片业务方面，公司通过因梦控股、江苏晶凯实现存储产业链闭环，打造第二业务增长极，2026 年出货有望大幅提升，有望贡献利润弹性。我们预计 2025-2027 年公司分别实现营业收入 174.52、240.50、257.00 亿元，同比增长 13.7%、37.8%、6.9%，实现归母净利润-2.5、4.1、6.6 亿元，同比-170.1%、261.9%、60.5%，EPS 分别为-1.74 元、2.92 元、4.51 元，以 26 年 1 月 20 日收盘价 91.2 元计算，当前股价对应 PE 分别为-53/31/20 倍，参考国内可比公司聚和材料，考虑到公司在浆料行业龙头地位及存储芯片业务业绩弹性，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 6 可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
688503.SH	聚和材料	78.07	1.73	1.67	2.13	45	47	37

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：聚和材料相关数字来自于 Wind 一致预期，PE 以 2026 年 1 月 20 日收盘价计算

5. 风险提示

新技术进展不及预期、存储产品需求不及预期等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,351	17,452	24,050	25,700	净利润	345	-263	405	653
YoY (%)	59.9%	13.7%	37.8%	6.9%	折旧和摊销	32	31	31	31
营业成本	13,910	16,416	22,744	24,254	营运资金变动	219	-234	-965	-252
营业税金及附加	26	23	5	8	经营活动现金流	939	19	-375	539
销售费用	199	198	120	154	资本开支	-142	9	11	12
管理费用	71	122	96	51	投资	0	0	0	0
财务费用	128	20	25	34	投资活动现金流	-140	-83	6	4
研发费用	482	548	589	514	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-16	-400	-100	-50	债务募资	-614	-64	0	0
投资收益	-97	-87	-5	-8	筹资活动现金流	-580	-182	-61	-61
营业利润	349	-325	443	722	现金净流量	251	-240	-430	483
营业外收支	15	9	10	11					
利润总额	365	-317	453	734	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	20	-54	47	80	成长能力				
净利润	345	-263	405	653	营业收入增长率	59.9%	13.7%	37.8%	6.9%
归属于母公司净利润	360	-252	409	656	净利润增长率	-6.7%	-170.1%	261.9%	60.5%
YoY (%)	-6.7%	-170.1%	261.9%	60.5%	盈利能力				
每股收益	2.56	-1.74	2.81	4.51	毛利率	9.4%	5.9%	5.4%	5.6%
					净利率	2.3%	-1.4%	1.7%	2.6%
					总资产收益率 ROA	4.7%	-3.2%	4.4%	6.1%
					净资产收益率 ROE	21.5%	-13.8%	17.5%	21.6%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
货币资金	2,034	1,794	1,364	1,847	流动比率	1.19	1.18	1.22	1.31
预付款项	152	179	248	265	速动比率	1.08	1.07	1.09	1.17
存货	443	523	724	772	现金比率	0.34	0.28	0.18	0.23
其他流动资产	4,560	5,184	7,135	7,623	资产负债率	78.6%	78.3%	77.1%	72.8%
流动资产合计	7,188	7,680	9,472	10,506	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	2.10	2.15	2.60	2.41
固定资产	306	274	243	212	每股指标 (元)				
无形资产	35	35	35	35	每股收益	2.56	-1.74	2.81	4.51
非流动资产合计	643	705	673	642	每股净资产	11.90	12.58	16.08	20.93
资产合计	7,832	8,384	10,145	11,148	每股经营现金流	6.67	0.13	-2.58	3.71
短期借款	2,023	2,023	2,023	2,023	每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	2,612	3,082	4,270	4,554	估值分析				
其他流动负债	1,424	1,383	1,450	1,466	PE	35.63	-52.50	32.42	20.21
流动负债合计	6,059	6,489	7,744	8,044	PB	3.45	7.25	5.67	4.36
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	95	76	76	76					
非流动负债合计	95	76	76	76					
负债合计	6,154	6,564	7,819	8,119					
股本	141	141	141	141					
少数股东权益	4	-7	-10	-12					
股东权益合计	1,678	1,820	2,325	3,029					
负债和股东权益合计	7,832	8,384	10,145	11,148					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。