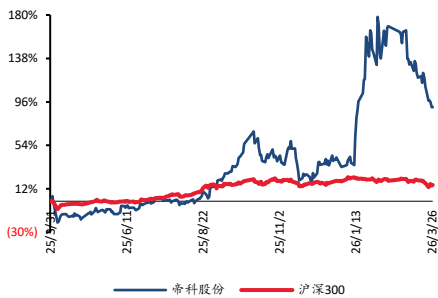


## 帝科股份 2025 年年报点评：银价扰动短期业绩，高铜浆料与存储业务有望带动业绩向上

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	1.45/1.29
总市值/流通(亿元)	123.56/109.82
12个月内最高/最低价(元)	128.2/33.69

### 相关研究报告

#### 证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

#### 证券分析师：钟欣材

电话：

E-MAIL: zhongxc@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524110004

**事件：**公司近日发布 2025 年年报，公司全年实现营业收入 180.46 亿元，同比+17.56%，实现归母净利润为-2.76 亿元，由盈转亏，扣非归母净利润 1.63 亿元，同比-62.78%。第四季度，公司实现营业收入 53.2 亿元，同比+38.55%，环比+21.42%，归母净利-3.06 亿元，环比亏损幅度扩大，扣非归母 0.37 亿，同比+16.76%，环比-3.41%。

**银价波动影响短期业绩，非经常性项目亏损额度较大。**报告期内，白银价格波动加剧，公司因为白银期货套保、白银租赁业务等项目产生的投资损益与公允价值变动损益等影响，非经常性项目损益金额为-4.399 亿元。公司主业光伏银浆业务在 TOPCon 银浆产品上采用“银点+加工费”定价模式，销售、采购、库存、套保、银租赁等在会计确认时间上并不完全同步，在银浆价格上涨较快时，期货与租赁或率先计提亏损，而库存收益主要跟随产品销售释放在利润中。公司主业收益主要来源于加工费，按照公司扣非归母看，主业依旧保持较好盈利状态。

**银价高企背景下，高铜浆料渗透率有望加速提升。**公司高铜浆料解决方案在 2025 年底在战略客户处已经实现了 GW 级产能目标。战略客户相关产能持续运行，并有 20GW 左右产能已经在调试爬坡阶段，高铜浆料正处于快速放量阶段。在银价高企背景下，其他电池组件一体化龙头及专业电池厂商高铜浆料导入诉求强烈，预计 2026 年下半年有望实现跟进量产。高铜浆料在 2025 年度光伏导电浆料的出货占比较小，未来随着市场开拓发展，预估 2026 年高铜浆料出货量有望达到百吨级左右。

**受益于市场景气度持续提升，公司存储业务营收与盈利快速增长。**公司于 2024 年收购因梦控股 51% 股权，并于 2025 年四季度完成对江苏晶凯 62.5% 股权收购，实现了 DRAM 存储产业链在“应用性开发设计—晶圆测试—分选—封装测试—模组”等环节的闭环布局。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。从出货量看，2025 年存储业务出货量近 2000 万颗，2026 年出货量目标 3000-5000 万颗。

**投资建议：**公司高铜浆料解决方案领先，存储业务处于高速增长阶段，短期银价波动不改中长期成长本色。光伏业务方面，随着公司高铜浆料加速放量，公司市占率与盈利能力有望进一步提升。存储业务方面，随着公司出货量高速增长，公司营收与盈利规模有望快速提升，业务比重有望快速增长。首次覆盖，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 207.75 亿元、223.50 亿元、238.88 亿元；归母净利润分别为 3.74 亿元、4.94 亿元、6.87 亿元，对应 EPS 分别为 2.57 元、3.40 元、4.73 元，给与“买入”评级。

**风险提示：**下游需求风险、银价波动风险、市场竞争加剧风险、海外政策风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	18,046	20,775	22,350	23,888
营业收入增长率(%)	17.56%	15.12%	7.58%	6.88%
归母净利（百万元）	-276	374	494	687
净利润增长率(%)	-176.80%	235.11%	32.15%	39.16%
摊薄每股收益（元）	-1.90	2.57	3.40	4.73
市盈率（PE）	—	33.08	25.03	17.99

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,034	2,786	3,607	4,537	5,930
应收和预付款项	4,507	5,103	5,964	6,414	6,853
存货	443	891	1,071	1,143	1,211
其他流动资产	205	376	350	366	381
流动资产合计	7,188	9,156	10,991	12,460	14,376
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	16	0	0	0	0
固定资产	306	655	1,004	1,055	1,116
在建工程	118	20	20	20	20
无形资产开发支出	35	492	412	331	251
长期待摊费用	7	13	13	13	13
其他非流动资产	7,349	10,019	11,848	13,310	15,219
资产总计	7,832	11,199	13,297	14,729	16,619
短期借款	2,023	2,770	3,770	4,270	4,870
应付和预收款项	2,612	3,633	4,284	4,571	4,843
长期借款	0	400	800	1,000	1,400
其他负债	1,519	2,419	2,133	2,133	2,133
负债合计	6,154	9,222	10,987	11,974	13,246
股本	141	145	145	145	145
资本公积	578	797	797	797	797
留存收益	955	636	969	1,413	2,032
归母公司股东权益	1,674	1,576	1,909	2,353	2,971
少数股东权益	4	402	402	402	402
股东权益合计	1,678	1,977	2,310	2,755	3,373
负债和股东权益	7,832	11,199	13,297	14,729	16,619

**现金流量表 (百万)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	939	668	120	694	931
投资性现金流	-140	-1,484	-542	-267	-296
融资性现金流	-580	896	1,247	503	758
现金增加额	251	76	821	930	1,393

**利润表 (百万)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	15,351	18,046	20,775	22,350	23,888
营业成本	13,910	16,406	19,278	20,570	21,794
营业税金及附加	26	24	27	29	31
销售费用	199	196	208	224	239
管理费用	71	178	145	156	167
财务费用	128	167	88	126	150
资产减值损失	-16	-20	-50	-30	0
投资收益	-97	-272	-42	-67	-96
公允价值变动	-58	-411	0	0	0
营业利润	349	-221	397	567	790
其他非经营损益	15	-8	0	0	0
利润总额	365	-230	397	567	790
所得税	20	-28	24	74	103
净利润	345	-201	374	494	687
少数股东损益	-15	75	0	0	0
归母股东净利润	360	-276	374	494	687

**预测指标**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	9.38%	9.09%	7.21%	7.97%	8.77%
销售净利率	2.34%	-1.53%	1.80%	2.21%	2.88%
销售收入增长率	59.85%	17.56%	15.12%	7.58%	6.88%
EBIT 增长率	17.68%	0.88%	-23.81%	42.78%	35.57%
净利润增长率	-6.66%	-176.80%	235.11%	32.15%	39.16%
ROE	21.51%	-17.54%	19.57%	20.98%	23.12%
ROA	4.72%	-2.12%	3.05%	3.52%	4.38%
ROIC	15.20%	10.80%	6.61%	7.49%	8.46%
EPS (X)	2.48	-1.90	2.57	3.40	4.73
PE (X)	34.33	—	33.08	25.03	17.99
PB (X)	7.38	7.84	6.47	5.25	4.16
PS (X)	0.80	0.68	0.59	0.55	0.52
EV/EBITDA (X)	9.03	12.72	19.82	14.57	10.91

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。