

2026年08月27日

贝特利 (301697.SZ)

新股覆盖研究

投资要点

◆ 8月13日有一家创业板上市公司“贝特利”询价。

◆ 贝特利 (301697)：公司主营业务为电子材料和化工新材料的研发、生产与销售，产品涵盖导电材料、有机硅材料和涂层材料三大板块。公司 2023-2025 年分别实现营业收入 22.73 亿元 /25.21 亿元 /36.46 亿元，YOY 依次为 257.89%/10.94%/44.61%；实现归母净利润 0.86 亿元/0.97 亿元/1.16 亿元，YOY 依次为 418.01%/13.87%/19.03%。根据公司预测，2026 年 1-9 月营业收入同比增长 50.98%至 67.31%，归母净利润同比增长 31.56%至 50.35%。

② **投资亮点：1、公司是国内光伏导电材料领域的重要供应商，第一大单品银粉贡献七成以上收入，同时低温光伏浆料具备广阔的成长空间。**公司凭借涂层材料与导电浆料在配方体系和工艺上的技术协同性，于 2010 年前后切入导电材料领域；且伴随光伏行业高景气及银浆国产化提速，又顺势进入到光伏银粉与 HJT 浆料业务。目前，光伏导电材料业务已成为公司主要收入来源，2025 年银粉及 HJT 浆料合计收入占比超 75%。具体来看，（1）在光伏银粉方面，公司各类微米和纳米级银粉凭借工艺成本低、品质稳定均一等优势在国内形成广泛销售，期间又适逢银价上涨，使得公司银粉收入由 2022 年的 0.60 亿元迅速增至 2025 年的 22.51 亿元；并导入了帝科股份、上海银浆、贺利氏光伏等头部光伏浆料企业的供应体系，成功打破银粉长期依赖进口的局面，其中两大核心客户帝科股份、上海银浆位列 2025 年全球光伏银浆市场前三，近三年为公司稳定贡献五成以上收入。（2）HJT 浆料方面，HJT 浆料系专为异质结（HJT）太阳能电池设计的低温光伏浆料，未来可适用于 HBC、钙钛矿等需要在低温下进行加工的技术路线。公司 HJT 浆料已销往华晟新能源、中建材、阿特斯、通威股份等 HJT 电池片龙头企业达成合作，根据 CPIA 数据测算，公司 2025 年全球市占率约 7%；同时，基于 HJT 浆料技术的积累研发的钙钛矿叠层用浆料已完成行业内头部企业测试并获得良好反馈。**2、公司积极探索“少银化”、“去银化”的关键材料研发，其中光伏专用铜粉研发已取得一定进展、HJT/HBC 电池银包铜粉已实现量产与应用。**银作为光伏电池最大的非硅成本，是光伏降本的重点领域；随着银价大幅上涨，光伏行业正进一步加快贱金属替代技术推进。据问询函回复披露，公司纯铜浆已实现技术突破，可在实验室空气氛围下完成高温烧结、且无需特殊设备，光伏专用铜粉的研发亦取得一定进展，有利于将行业长期的“少银去银”挑战转化为公司巩固竞争优势的机遇；同时在 HJT/HBC 电池领域，公司自研银包铜粉已实现量产与应用，并完成了全系列银包铜浆料的配套，其中银含量为 10-15%的浆料已完成光子烧结技术适配，协同客户实现了批量测试组件功率 770W 的突破，大幅领先当前行业量产水平。

② **同行业上市公司对比：**根据主营业务的相似性，选取帝科股份、聚和材料、贵研铂业、凯立新材、松井股份、康美特为贝特利的同行业可比上市公司。从上述可比公司来看，2025 年可比上市公司的平均收入规模为 152.56 亿元，平均 PE-TTM（剔除异常值及负值/算术平均）为 32.32X，平均销售毛利率为 19.15%；相较而言，公司营收规模及销售毛利率未及可比公司平均。

交易数据

总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
总股本 (百万股)	262.70
流通股本 (百万股)	
12 个月价格区间	/

分析师

李蕙

 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsc.cn

分析师

戴箴箴

 SAC 执业证书编号：S0910526030001
 daizhengzheng@huajinsc.cn

华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (乔路铭)

-2026 年 78 期-总第 715 期 2026.7.14

华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (龙鑫智)

-2026 年 76 期-总第 713 期 2026.7.13

华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (泰诺麦)

博)-2026 年 77 期-总第 714 期 2026.7.10

华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (欧伦电)

气)-2026 年 75 期-总第 712 期 2026.7.9

华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (永励精)

密)-2026 年 73 期-总第 710 期 2026.7.4



◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2023A	2024A	2025A
主营收入(百万元)	2,272.9	2,521.4	3,646.2
同比增长(%)	257.89	10.94	44.61
营业利润(百万元)	99.4	112.2	137.5
同比增长(%)	557.45	12.78	22.64
归母净利润(百万元)	85.6	97.5	116.1
同比增长(%)	418.01	13.87	19.03
每股收益(元)	0.43	0.49	0.59

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、贝特利	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	12
(四) 募投项目投入	13
(五) 同行业上市公司指标对比	13
(六) 风险提示	14

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化	5
图 2：公司归母净利润及增速变化	5
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4：公司 ROE 变化	5
图 5：全球光伏银粉需求量（单位：吨）	6
图 6：全球 HJT 电池市场份额	7
图 7：2026 年至 2028 年全球 HJT 浆料需求量预测（单位：吨）	7
图 8：2023 年至 2025 年卡斯特铂金催化剂全球销售额（单位：百万美元）	9
图 9：全球及中国特种硅橡胶市场规模（单位：吨）	10
图 10：国内 LED 封装胶市场规模（单位：亿元）	11
表 1：公司 IPO 募投项目概况	13
表 2：同行业上市公司指标对比	14

一、贝特利

公司主营业务为电子材料和化工新材料的研发、生产与销售。成立之初，公司便依托创始团队在有机硅领域深厚的技术积淀，率先开发出硅胶按键涂层材料打破进口依赖，并同步延伸出硅胶产品线，形成双轮驱动。2010年前后，个人电脑与智能手机快速发展，相关客户有导电浆料国产替代的迫切需求，公司凭借技术迁移优势攻克导电浆料，进入导电材料领域，实现个人电脑线路板导电浆料和智能手机触摸屏导电浆料的国产化替代，并同步启动了粉浆一体化研究。近年来，随着国内外环保政策趋严，有机硅材料因环保安全特性拥有广阔的替代空间，公司实现了在3C电子周边产品领域替代塑胶材料的重大突破，推出了拥有良好的阻燃耐热特性、拉伸强度和挤出速度的液体阻燃胶；与此同时，面对新能源产业变革，公司依托现有技术沉淀实现公司产品跨领域渗透：光伏领域依托粉浆一体化研发优势切入光伏银粉和HJT浆料；新能源汽车领域则通过镁铝涂料、肤感UV涂料等差异化产品切入理想、比亚迪等供应链，并将阻燃胶技术延伸至新能源电池母排、电线电缆领域，形成“光伏+新能源汽车”双增长极。

当前，公司产品涵盖导电材料、有机硅材料和涂层材料三大板块，广泛应用于光伏、3C电子、有机硅深加工、电子封装、医疗、新能源汽车等领域。在光伏领域，公司主要客户包括上海银浆、帝科股份、华晟新能源等知名光伏行业企业；在3C电子领域，公司产品广泛应用于联想、华为、小米等知名3C电子品牌产品；在有机硅深加工领域，公司主要客户包括回天新材、埃肯有机硅等知名有机硅企业；在电子封装领域，公司主要客户包括木林森、兆驰股份等知名LED企业；在医疗领域，公司主要客户包括鱼跃医疗、艾康生物等知名医疗企业；在新能源汽车领域，公司产品已经成功导入理想、比亚迪等知名车企的供应链体系。

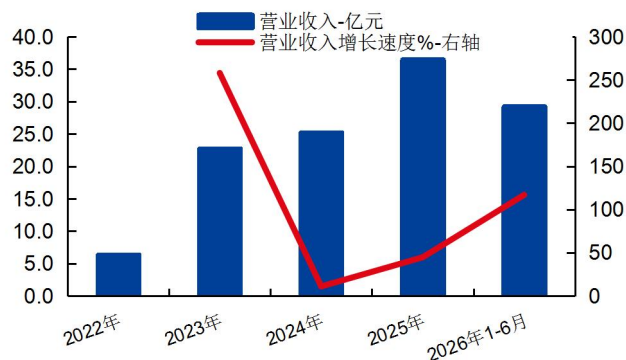
通过长期研发积累与技术创新，截至2026年6月30日，公司已形成121项发明专利和53项高新技术产品，具有较强的技术与产品创新能力。

（一）基本财务状况

公司2023-2025年分别实现营业收入22.73亿元/25.21亿元/36.46亿元，YOY依次为257.89%/10.94%/44.61%；实现归母净利润0.86亿元/0.97亿元/1.16亿元，YOY依次为418.01%/13.87%/19.03%。据最新财报情况，2026年1-6月公司实现营业收入29.21亿元，同比增长116.89%；实现归属于母公司净利润0.95亿元，同比增长105.44%。

2025年，公司主营业务收入按产品类别可分为三大板块，分别为导电材料（29.08亿元，占2025年主营收入的79.86%）、有机硅材料（6.20亿元，占2025年主营收入的17.02%）、涂层材料（1.14亿元，占2025年主营收入的3.12%）。2023年-2025年，公司主营业务收入主要来源于导电材料产品，收入占比稳定在70%以上；而在导电材料当中，又以银粉产品为主体，为公司稳定贡献超六成年收入。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：iFind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



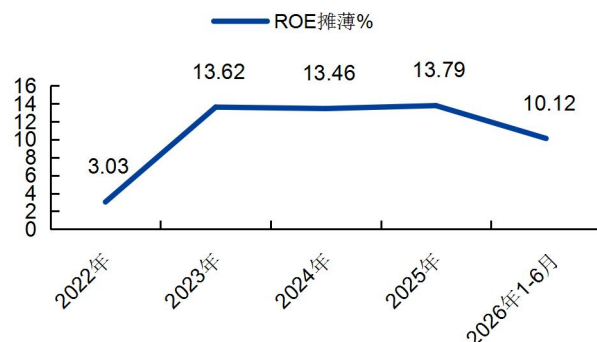
资料来源：iFind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：iFind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：iFind，华金证券研究所

（二）行业情况

1、导电材料行业

公司销售的导电材料主要为光伏领域的银粉、HJT 浆料和应用于 3C 电子、医疗、汽车等领域的导电浆料。

（1）银粉行业

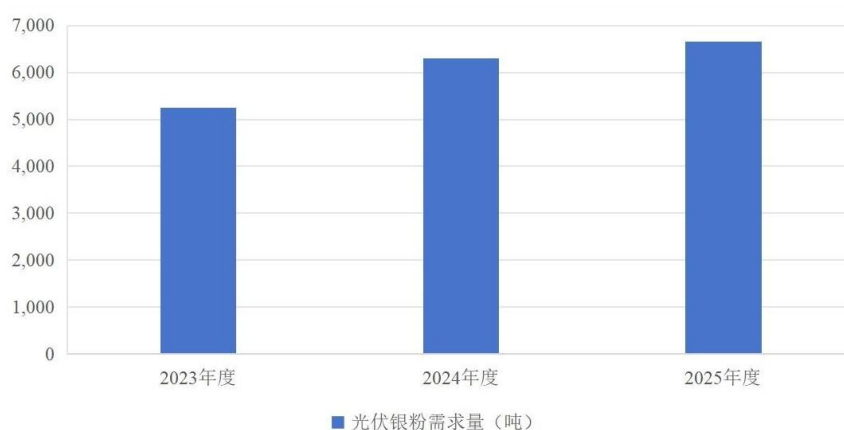
银粉是一种常见的金属粉末，具有良好的导电性及导热性。银粉的生产方法主要包括液相还原法、电解法及气相沉积法，其中液相还原法为最常用的方法，其通过化学反应将银离子还原为银原子，然后将其聚集成粉末。银粉具有广泛的下游应用，包括光伏行业、电子行业、化工行业、医药行业、食品行业等。公司采用液相还原法生产银粉产品，主要应用于光伏领域，是光伏银浆的核心原材料，最终用于制作光伏电池的电极。

光伏银粉是光伏银浆最关键的原材料，对保证银浆性能的稳定性和可靠性起着重要作用。根据光伏银浆上市公司披露，光伏银粉在光伏银浆的生产成本中占比超过 **97%**。银粉的形态设计和粒径控制直接决定了银浆的导电性能和烧结后的质量表现，对提升电池效率至关重要。同时，

银粉的振实密度对烧结形成厚膜的致密性具有显著影响,进而影响光伏电池的光电转化率。此外,银粉的分散性能也是决定银浆细度、粘附性、印刷性和电阻率的重要因素。因此,光伏银粉在光伏银浆的性能中扮演着至关重要的角色。

光伏银粉需求主要受光伏装机规模和技术迭代影响。一方面,随着对可再生能源的日益重视及光伏技术不断进步,光伏装机规模不断扩大;根据 CPIA 数据,报告期内,全球光伏新增装机量分别为 390GW、530GW 和 580GW,复合增长率为 22%,其中国内光伏新增装机量分别为 216.88GW、277.57GW 和 315GW,复合增长率为 21%,下游需求的稳定增长促进了光伏银粉行业的发展。另一方面,以 TOPCon 为代表的 N 型电池技术逐步替代 P 型电池技术;由于 N 型电池双面均需使用正面银浆,浆料使用量高于 P 型电池,因此技术迭代提高了单位装机银粉需求。

图 5: 全球光伏银粉需求量 (单位: 吨)



资料来源: CPIA, 华金证券研究所

竞争格局来看,根据公开信息,2022 年之前,由于技术壁垒较高,进口银粉在技术参数上具有一定优势,可以提供更好的印刷、欧姆接触和烧结性能,因此银浆企业使用海外银粉制备浆料开发难度更低,早期主要依赖进口银粉,其中日本 DOWA 是全球最大的光伏银粉供应商,占据全球 50%以上市场份额。近年来,越来越多的国内光伏银粉制造商专注于自主研发及生产,并不断提升产品质量及性能,增强竞争力。因此,国内制造商生产的光伏银粉逐渐获得市场认可,银粉领域国产替代加速,国内厂商主要包括发行人、苏州银瑞、湖北银科、建邦高科、苏州思美特、宁波晶鑫、中船贵金属等,目前已占据 80%以上的市场份额,但国内厂商年度排名波动较大,竞争格局尚未固化。目前光伏银粉行业仍存在较高的技术壁垒,国内仅有不足 20 家企业拥有规模化生产光伏银粉的能力,但是由于 LECO 技术在 TOPCon 的全面应用, TOPCon 浆料对银粉的可选择性变广,从而加剧了银粉行业的竞争。未来,随着光伏粉体从单一银粉向银粉、银包铜粉、铜粉等多类粉体发展,预计将提升行业技术门槛。

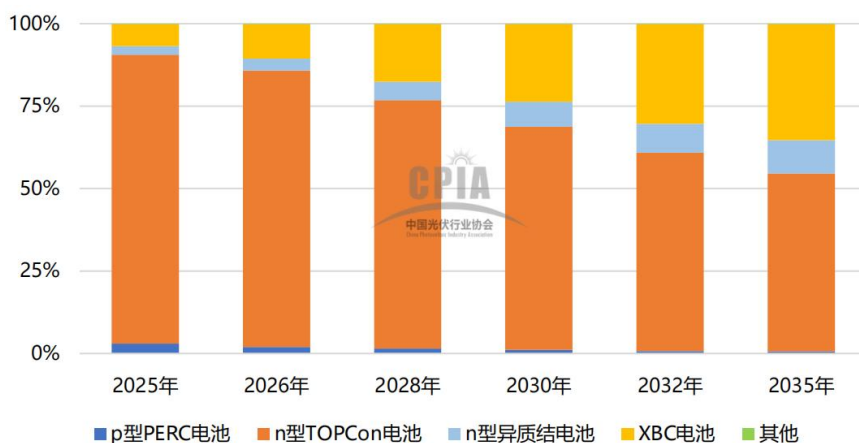
(2) HJT 浆料行业

HJT 浆料是一种专为异质结 (HJT) 太阳能电池设计的低温光伏浆料,未来可适用于 HBC、钙钛矿等需要在低温下进行加工的技术路线。PERC、TOPCon 等电池技术均采用高温烧结工艺,而 HJT 电池的工艺温度在 250℃以下。区别于 PERC、TOPCon 等高温浆料依靠高温下 (一般

700℃以上)银粉熔融连接和玻璃粉刻蚀硅片形成欧姆接触, HJT 浆料主要依赖有机树脂粉体之间以及粉体与硅片表面透明导电膜(TCO)之间的粘结。

HJT 浆料的发展高度依赖于 HJT 电池技术的产业化进程。报告期内, 根据 CPIA 数据测算, 随着全球光伏新增装机量的增长, HJT 浆料全球需求量也随之增长, 从 163 吨增长至 307 吨; CPIA 预测 2025-2035 年仍将由 TOPCon 主导市场, 而 HJT 与 BC 随着技术的成熟和成本的降低逐渐抢占 TOPCon 市场份额。

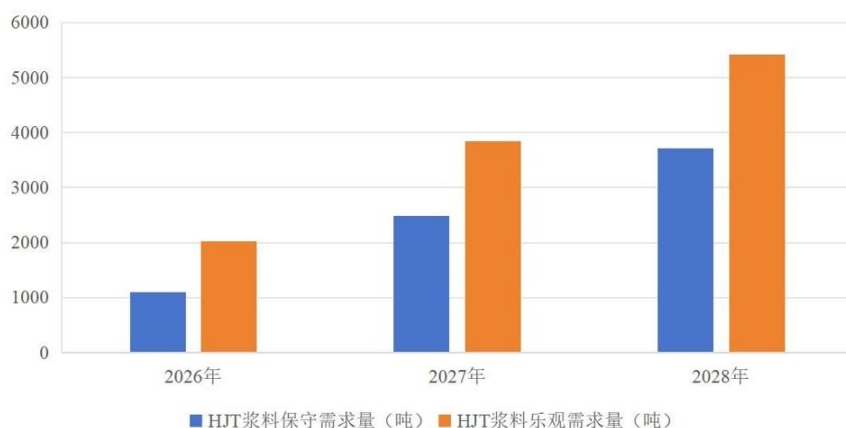
图 6: 全球 HJT 电池市场份额



资料来源: CPIA, 华金证券研究所

与 TOPCon 相比, HJT 的主要优点体现在以下几个方面: (A) 更高的双面增益, 能够充分利用电池背面发电; (B) 更低的温度系数, 能够适应极端温度和高辐照等恶劣气候条件; (C) 更简单的工序, 仅需 4 道工序, 良品率更高; (D) HJT 电池片技术专利保护期已于 2015 年结束, 目前无专利风险。HJT 的主要缺点在于电池片生产的非硅成本与设备投资成本较高, 因此 HJT 技术路线的发展有赖于进一步的降本增效。未来, 随着生产设备持续国产化, 低温光伏浆料耗银量、靶材耗用量等非硅成本方面的不断优化, HJT 技术路线的市场占有率将逐步提高。根据 CPIA 数据, 结合《中国光伏 HJT 产业发展白皮书》预测的未来 HJT 组件出货量, 测算 HJT 浆料的需求量如下图所示:

图 7: 2026 年至 2028 年全球 HJT 浆料需求量预测 (单位: 吨)



资料来源: CPIA, 华金证券研究所

与此同时，低温光伏浆料未来应用前景广阔，不仅限于 HJT 电池，还可适用于同样需要在低温下加工的先进技术路线，如 HBC（异质结背接触）电池和钙钛矿叠层电池等。HBC 电池是 HJT 技术与 BC 技术的结合，也是 HJT 电池重要的支线升级技术。其核心优势依赖的非晶硅薄膜在超过 200-250° C 的温度下会发生晶化或氢逸出，导致钝化效果急剧恶化，电池效率崩溃。因此 HBC 电池的电极制作必须使用低温光伏浆料。钙钛矿叠层电池以钙钛矿材料作为核心光吸收层，该材料在相对较低的温度（通常在 100-150° C 以上）下就会发生不可逆的热分解，破坏其晶体结构、化学成分和光电性能。因此，钙钛矿叠层电池的电极化，尤其是顶电池的电极和互联，都必须使用低温光伏浆料。综上，以 HJT 浆料为代表的低温光伏浆料，在未来将有更丰富的应用场景。

目前，HJT 浆料仍处于技术快速迭代时期，具有较高的技术溢价，因此吸引了较多有技术实力的竞争者入场。发行人拥有十余年粉浆一体化研发的技术沉淀和低温浆料经营的经验积累，可迁移至 HJT 浆料领域；苏州晶银 2024 年通过母公司苏州固得募集资金用于全面扩大 TOPCon 电池用高温银浆和 HJT 电池用低温银浆产品的生产规模；帝科股份 2025 年收购浙江索特材料科技有限公司，重点开展 BC 电池、HJT 电池、钙钛矿叠层电池等新型电池技术的基础性及前瞻性研究；此外还有传统银浆龙头企业如聚和材料、其他新兴企业如苏州星翰新材料科技有限公司等涌入竞争。

（3） 导电浆料行业

导电浆料是一种由银粉、溶剂和添加剂组成的关键电子材料。其卓越的导电性、柔韧性及环保特性，使其成为现代工业不可或缺的功能性浆料。银粉的含量和质量直接决定导电性能，确保了浆料在传输电能时的高效性与低损耗，为电子设备提供稳定可靠的导电路径。凭借对多元基材的广泛适应性，导电浆料可应用于金属、陶瓷、玻璃、塑料等不同表面，覆盖领域极为广阔，广泛应用于 3C 电子产品、医疗设备、车载系统、航空航天及工业自动化设备等多个领域。根据中研普华数据，报告期内，国内导电浆料每年的需求量稳定在 2,700 吨左右。

未来，随着 5G 基站建设、新能源汽车产业增长及物联网设备普及，将持续推高导电浆料的市场需求。伴随应用场景拓展，导电性、导热性及稳定性等性能要求将全面提升，高性能导电浆料产品的需求量将持续扩大。根据 QY Research 预测，2025-2031 年全球导电浆料销售额年复合增长率将达到 4.1%，保持持续增长。

就竞争格局来看，导电浆料应用领域广泛，行业呈现“整体分散、局部集中”的特征，细分领域内头部企业份额较高。早期，导电浆料市场主要被美国杜邦等国际知名企业垄断。自 2010 年起，伴随着我国电子电气产业的迅猛崛起，一批技术实力雄厚的本土企业敏锐地捕捉到了市场机遇，成功研发出多款性能卓越的新品，有效实现了对进口产品的替代。以公司当前聚焦的笔记本电脑柔性线路板细分领域为例，目前，国内导电浆料市场的主要参与者包括发行人、贵研铂业、上海宝银电子材料有限公司、上海玖银电子科技有限公司等。这些企业均拥有超过十年的行业经验，技术积淀深厚，占据了国内市场的主要份额。

2、有机硅行业

公司销售的有机硅材料主要为应用在有机硅深加工领域的铂金催化剂和有机硅深加工产品特种硅橡胶、LED 封装胶（属于硅树脂），处于有机硅深加工产品环节。

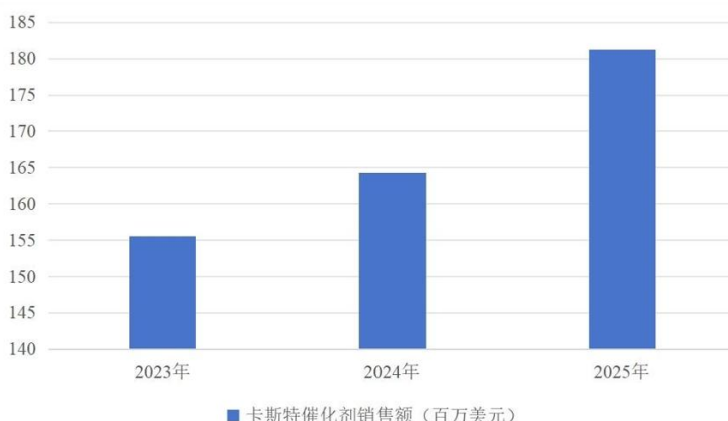
（1） 铂金催化剂行业

铂金催化剂是指含有铂元素、能加速化学反应而自身不被消耗的材料。凭借铂独特的化学性质，铂金催化剂能高效促进反应进行，广泛应用于加氢、硝基还原等多种反应，是化学制造诸多工艺以及燃料电池能量转换过程的关键组分。尽管成本较高，但其优异的耐久性和高活性使其在许多工业应用中不可或缺。

根据结构和应用方式，铂金催化剂主要可分为卡斯特铂金催化剂、氯铂酸催化剂、Speier 催化剂、载体型铂催化剂等。公司主要产品为卡斯特铂金催化剂，卡斯特铂金催化剂是一种经典的均相铂催化剂，由铂与乙烯基硅氧烷配体（如二乙烯基四甲基二硅氧烷）络合而成。它具有高活性和高选择性，特别适用于硅氢加成反应，广泛应用于有机硅材料（如硅橡胶、有机硅涂料）和电子封装（如 LED 封装材料）等行业，在新能源领域的有机硅加氢中也有应用。

随着人们生活水平的提高和环保政策的收紧，加成型有机硅深加工产品由于环保安全的优点，需求量不断增长，从而推动卡斯特铂金催化剂需求量的增长。根据 QYResearch 统计，2023 年至 2025 年卡斯特铂金催化剂全球销售额保持稳定增长。

图 8：2023 年至 2025 年卡斯特铂金催化剂全球销售额（单位：百万美元）



资料来源：CPIA，华金证券研究所

国际市场方面，德国贺利氏等是较为知名的铂金催化剂生产企业，具有较强的技术实力和产品竞争力，在全球铂金催化剂市场中占据重要地位；国内市场方面，我国铂金催化剂生产企业相较于国际知名的铂金催化剂制造商起步较晚，但近年来我国铂金催化剂行业快速成长，产品产能及产量显著提升，企业整体实力不断增强，以铂金催化剂为主营业务的发行人、贵研铂业等企业的国际竞争力也在逐步走强。目前，国产铂金催化剂已实现部分进口替代。

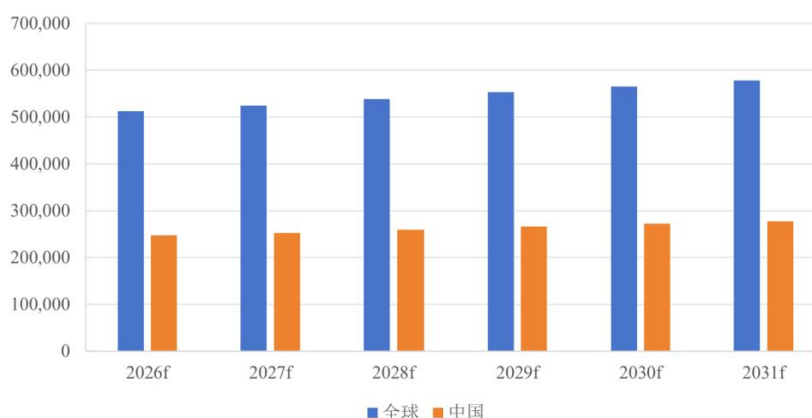
（2） 特种硅橡胶行业

特种硅橡胶是指各类以甲基乙烯基聚硅氧烷为主体聚合物，通过白炭黑等补强填料和功能添加剂混配炼制而成的组合物材料，通过密炼、开炼、行星搅拌、过滤挤出等工艺制成半成品胶料，采用过氧化物固化或铂金催化加成的方式制成各种橡胶制品。根据产品形态可分为固体特种硅橡胶与液体特种硅橡胶，固体特种硅橡胶具有较高的黏度和可塑性，通常以块状或条状供货，主要适用于模压工艺。液体特种硅橡胶具有低黏度、高流动性的特点，主要适用于注射工艺。广泛应用于 3C 电子、汽车部件、电气绝缘、航空密封、食品医疗接触件等高要求领域。

目前全球大型硅橡胶生产厂商如日本信越、美国陶氏等大多拥有“上下游一体化”的生产模式，即在从事有机硅单体规模化生产的同时又生产硅油、硅橡胶等有机硅深加工产品，其业务利润的大部分均来自于其自产单体开发出的各类有机硅下游终端产品。与此同时，由于硅橡胶用途广泛、品类繁多，大型厂商规模化生产的常规型、通用型产品不足以满足下游客户日新月异的需求，因此存在较多数量的中小型厂商如发行人，专注于创新型硅橡胶产品，呈现“小精特”的特点。

未来，预计特种硅橡胶中高端市场将继续增长，驱动因素有以下几点：（A）高端市场下游应用领域景气度较高，带动需求持续增长，例如新能源汽车、5G 通信、医疗器械、AI 电子、航空航天等高端制造产业快速发展，对耐高温、耐化学腐蚀、生物相容性等性能要求极高，且要求多功能复合，因此对复合高性能的特种硅橡胶需求持续增加，特别是在新能源汽车领域，特种硅橡胶被广泛应用于动力电池密封、电机绝缘和导热管理等部位；（B）环保及低碳转型推动替代材料升级，国家及全球环保法规对传统橡胶提出更多限制，例如生产环保标准、RoHS、禁氟令等逐步趋严，促使终端企业转向高性能、环保型特种硅橡胶产品，从而推动其市场发展；C. 技术升级拓展应用场景，随着特种硅橡胶在导热、阻燃、导电等功能上的复合改性技术不断提升，应用场景从传统密封件向高精度医疗器械、柔性电子、仿生机器人等高端方向拓展。在高端市场的拉动下，预计特种硅橡胶市场规模将持续增长

图 9：全球及中国特种硅橡胶市场规模（单位：吨）



资料来源：CPIA，华金证券研究所

（3）LED 封装胶行业

LED 封装胶主要应用于 LED 芯片保护的封装环节，起到对 LED 芯片进行机械保护，隔绝空气、湿气及其他污染物，形成具有不同折射率、透光率的绝缘层以提升光学效果，在芯片工作中辅助导热、散热等作用，是保证 LED 器件光学性能及可靠性的关键材料。

LED 封装胶可分为有机硅类和环氧树脂类。有机硅以其优异的柔韧性、透明度、耐温性，在高功率 LED 中广泛应用，尤其适合散热要求高的芯片，其耐热性能出色，且对芯片应力释放良好，稳定性高。环氧树脂胶具有优良的机械强度和高气密性能，能够很好地保护芯片不受机械损伤，主要应用于户外照明等条件苛刻的场景。

早期 LED 封装胶市场由美国道康宁、日本信越等国际知名厂商所占据，产品价格高昂，限制了通用照明、背光、显示等终端产品的成本下降与普及。2010-2014 年，在 LED 封装产业向国内快速转移，高性能封装材料国产化需求强烈的背景下，国内多家企业把握行业机遇，成功研

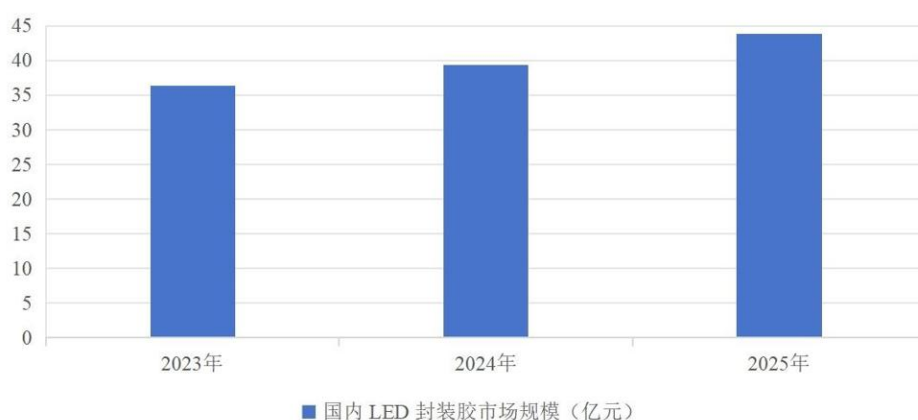
发多款应用于半导体通用照明的 LED 封装胶，有力推动了该类产品价格的快速下降。根据高工产业研究院数据，2010 年-2014 年，我国 LED 封装胶产品均价由 3,750 元/千克下降至 939 元/千克。经过多年发展，目前用于半导体通用照明领域的 LED 封装胶国产化率已达较高水平，国内主要生产商有发行人、康美特、万木新材等，国外主要生产厂商有美国道康宁、日本信越等。

近年来，随着 LED 需求从数量转向质量，从基础需要转向品质升级，LED 行业将朝着绿色化、智能化和集成化的方向发展。

同时，全球节能减排意识逐步加强，城市基础设施建设不断推进，户外照明市场占比逐年提升；受国家保护中小学生视力政策影响，社会对教育的重视程度不断提高，如何减少视力伤害成为普遍关注的问题，无频闪、低蓝光的健康照明展现出巨大的发展空间；消费者对绿色健康农产品日益青睐，植物照明作为新型光源，具备更高的电光转换效率、光谱可调、光合效率高等诸多优点，市场发展潜力充沛；LED 电影屏具有高对比度、高亮度、DCI-P3 色域、色彩准确、使用寿命长等性能，打造出“电影+餐饮”、“电影+活动”等差异化、高端影院，可在歌剧音乐厅、电竞赛事等领域应用，也可向家庭影院市场渗透。

综合来看，随着 Mini-LED、Micro-LED、消费电子、植物照明、车载照明、健康照明、紫外 LED、红外 LED 等应用领域不断开拓，LED 产业整体仍然处于发展期，从而带动 LED 封装胶行业增长；根据中研普华数据，报告期内，国内 LED 封装胶市场规模呈现稳定增长。

图 10：国内 LED 封装胶市场规模（单位：亿元）



资料来源：中研普华，华金证券研究所

3、涂层材料行业

公司销售的涂层材料主要为应用于电脑、手机、智能家居、可穿戴设备、汽车等高端消费品外壳及零部件表面的功能性与装饰性涂层材料。其主要作用是提升产品的外观质感、耐磨性、抗指纹性能及环境适应性，是连接电子制造与终端消费体验的关键材料。

涂层材料是提升电脑、手机、可穿戴设备及汽车等各类产品外观美感、核心防护性能及用户体验不可或缺的关键环节，其技术发展紧密跟随终端产品的设计趋势、功能需求、环保法规以及多元化材料的应用，不断向着更环保、更高性能、更多功能集成和更丰富用户体验的方向演进。

（1）在电脑领域，涂层材料广泛应用于笔记本外壳、底壳、掌托、键盘面板、显示器背板等部位，提供防划伤、抗污、改善触感、增强金属质感等功能。为兼容 PC、ABS、GF 等

工程塑料以及镁铝合金等金属底材，涂层配方需具备良好适应性。随着高端轻薄本、高端办公本的普及，行业呈现出两大趋势：一是环保要求提高（低 VOC、水性涂料或 UV 固化体系应用增多）；二是轻量化金属（如镁铝合金）替代塑料的趋势增强，这推动了高温涂料的发展，同时对涂层的附着力和耐久性提出了更高要求。

（2）在手机领域，涂层材料主要作用于手机外壳、中框、按键、镜头装饰环等部件，核心功能在于提升外观、优化手感、实现防指纹和防刮擦。常用底材包括 PC、ABS、PC+GF、铝合金、不锈钢、玻璃等。智能手机向轻薄化与高质感方向发展，使得手机涂料需着重平衡“金属感、耐磨性与信号穿透性”。工艺上，NCVM（非导电真空镀）与 PVD（物理气相沉积）技术趋于融合，同时水性 UV 涂料和环保体系也在逐步推广。领先品牌对涂层的高端视觉效果（如细腻质感、丰富色彩）和多功能集成（如疏油疏水、抗菌）提出了更高标准。

（3）在可穿戴设备领域，如 TWS 耳机、遥控器、手环/手表外壳等小型设备，涂层材料需要在有限空间内高度兼顾美观性与实用性。其核心要求包括防刮、抗污、防手汗以及提供柔滑触感，底材多为 PC、ABS、TPU 等塑料件。

（4）在汽车领域，涂层材料主要作用于车身外饰、仪表板、门板、保险杠、轮毂等，核心功能在于提供耐候、防腐、抗石击等严苛防护，提升色彩、光泽、质感以及优化触感与耐用性。常用底材包括钢铁、铝合金、镁合金及多种工程塑料（PP、ABS 等）。

（三）公司亮点

1、公司是国内光伏导电材料领域的重要供应商，第一大单品银粉贡献七成以上收入，同时低温光伏浆料具备广阔的成长空间。公司凭借涂层材料与导电浆料在配方体系和工艺上的技术协同性，于 2010 年前后切入导电材料领域；且随着国内光伏行业景气发展及光伏银浆的国产化提速，又顺势进入到光伏银粉和 HJT 浆料领域。目前，光伏导电材料业务已成为公司主要收入来源，2025 年银粉及 HJT 浆料合计收入占比超 75%。具体来看，（1）在光伏银粉方面，公司各类微米和纳米级银粉具有工艺成本低、品质稳定均一等优势，不仅适配 TOPCon、HJT、BC 等各类光伏浆料，还能有效提高光伏企业发电电池的光电转化效率。自 2022 年第四季度产品放量以来，适逢银等贵金属价格上涨，公司银粉收入已由 2022 年的 0.60 亿元增至 2025 年的 22.51 亿元，并导入了帝科股份、上海银浆、贺利氏光伏等对降本需求较高的国内头部光伏浆料企业的供应体系，成功打破银粉长期依赖进口的局面；其中两大核心客户帝科股份、上海银浆位列 2025 年全球光伏银浆市场前三，近三年为公司稳定贡献五成以上收入，为该业务长期发展奠定了坚实客户基础。根据 CPIA 数据测算，公司 2025 年全球市占率约 4.40%（以销量计）。（2）HJT 浆料方面，HJT 浆料系专为异质结（HJT）太阳能电池设计的低温光伏浆料，未来可适用于 HBC、钙钛矿等需要在低温下进行加工的技术路线，拥有更为丰富的应用场景。公司已于 2024 年将 HJT 浆料推向市场，目前与华晟新能源、中建材、阿特斯、通威股份等 HJT 电池片龙头企业达成合作，根据 CPIA 数据测算，公司 2025 年全球相关市占率约 7%；同时，基于 HJT 浆料技术的积累研发的钙钛矿叠层用浆料已完成行业内头部企业测试并获得良好反馈。

2、公司积极探索“少银化”、“去银化”的关键材料研发，其中光伏专用铜粉研发已取得一定进展、HJT/HBC 电池银包铜粉已实现量产与应用。银作为光伏电池最大的非硅成本，是光伏

降本的重点领域；随着银价大幅上涨，光伏行业正进一步加快贱金属替代技术推进。目前主流的电池技术为 TOPCon 电池（根据 CPIA 数据，2025 年市场份额 87.6%），公司银粉约 90% 用在 TOPCon 电池正面、10% 用在 TOPCon 电池背面；现阶段 TOPCon 电池可行的贱金属方案为替代背面，行业预计 2026 年量产。据问询函回复披露，公司纯铜浆已实现技术突破，可在实验室空气氛围下完成高温烧结、且无需特殊设备，光伏专用铜粉的研发亦取得一定进展，有利于将行业长期的“少银去银”挑战转化为公司巩固竞争优势的机遇；同时在 HJT/HBC 电池领域，公司自研银包铜粉已实现量产与应用，并完成了全系列银包铜浆料的配套，其中银含量为 10-15% 的浆料已完成光子烧结技术适配，协同客户实现了批量测试组件功率 770W 的突破，大幅领先当前行业量产水平。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目，以及补充流动资金。

1、年产特种导电材料 500 吨三期项目：项目拟进行低温光伏浆料及原材料的生产厂房的建设、生产及检测设备的购置、实现年产 500 吨低温光伏浆料产品以及相应原材料的生产能力；同时将进行江西总部生产基地办公楼及附属设施的建设与相关办公设备的购置，优化公司办公环境与效率。

2、东莞市贝特利新材料有限公司（第三次改扩建）项目：项目建设内容主要包括完成生产厂房及作业区域、仓库、研发楼、附属设施的建设，购置先进的自动化生产设备、辅助设备、办公及研发设备等，最终实现年产 12,000 吨特种硅橡胶、3,800 吨电子灌封胶、6,150 吨特种硅油产品的生产能力。

3、无锡研发及营销中心建设项目：在研发方面，项目将聚焦导电材料、有机硅材料、涂层材料三大领域，加大新技术和产品开发力度；在营销方面，项目将通过建设展厅、客户体验中心、集中办公中心等整合公司营销能力，提升公司形象，拓展客户资源。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟募集资金投资额 (万元)	项目投资期
1	年产特种导电材料 500 吨三期项目	21,012.26	21,012.26	3 年
2	东莞市贝特利新材料有限公司（第三次改扩建）项目	29,919.62	29,919.62	3 年
3	无锡研发及营销中心建设项目	18,333.81	18,333.81	3 年
4	补充流动资金	7,000.00	7,000.00	-
	总计	76,265.69	76,265.69	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2025 年度，公司实现营业收入 36.46 亿元，同比增长 44.61%；实现归属于母公司净利润 1.16 亿元，同比增长 19.03%。根据管理层初步预测，公司预计 2026 年 1-9 月实现营业收入 37.00 亿元至 41.00 亿元，较 2025 年同期增长 50.98%至 67.31%；预计实现归母净利润 1.05 亿元至

1.20 亿元，较 2025 年同期增长 31.56%至 50.35%；预计实现扣非归母净利润 0.98 亿元至 1.10 亿元，较 2025 年同期增长 19.36%至 33.98%。

公司专注于电子材料和化工新材料领域；根据主营业务的相似性，选取帝科股份、聚和材料、贵研铂业、凯立新材、松井股份、康美特为贝特利的同行业可比上市公司。从上述可比公司来看，2025 年可比上市公司的平均收入规模为 152.56 亿元，平均 PE-TTM（剔除异常值及负值/算术平均）为 32.32X，平均销售毛利率为 19.15%；相较而言，公司营收规模及销售毛利率未及可比公司平均。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2025 年营业收入 (亿元)	2025 年 营收增速	2025 年归 母净利润 (亿元)	2025 年归 母净利润 增速	2025 年 销售毛利 率	2025 年 ROE (摊 薄)
300842.SZ	帝科股份	90.95	-30.66	180.46	17.56%	-2.76	-176.80%	9.09%	-17.01%
688503.SH	聚和材料	203.74	32.88	145.93	16.86%	4.20	0.40%	7.32%	8.69%
600459.SH	贵研铂业	173.96	26.15	556.75	17.20%	6.41	10.54%	2.63%	8.71%
688269.SH	凯立新材	40.37	39.85	20.31	20.43%	1.09	17.75%	11.97%	10.55%
688157.SH	松井股份	35.89	377.08	7.22	-3.14%	0.20	-76.66%	43.10%	1.51%
920189.BJ	康美特	30.19	30.41	4.69	11.07%	0.85	36.09%	40.76%	15.81%
	平均值	95.85	32.32	152.56	13.33%	1.66	-31.45%	19.15%	4.71%
301697.SZ	贝特利	/	/	36.46	44.61%	1.16	19.03%	10.02%	14.82%

资料来源：iFind（数据截至日期：2026 年 8 月 26 日），华金证券研究所

备注：PE-TTM 计算剔除市盈率偏高的帝科股份、松井股份。

（六）风险提示

贵金属供应与价格波动风险、非贵金属原材料市场价格波动风险、单一大客户销售毛利占比相对较高的风险、银粉业务相关风险、白银租赁业务带来的公允价值变动风险、HJT 浆料业务拓展不确定性的风险、新产品与新业务拓展风险、技术与创新风险、业务资质风险、客户集中度较高的风险、供应商集中度较高的风险、国际贸易摩擦风险、下游行业需求波动风险等。

投资评级说明

公司投资评级：

买入—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

李蕙、戴箴箴声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn