

事件：2025 年 8 月 27 日，公司发布 2025 年半年报。2025H1，公司实现营业收入 83.40 亿元，同比+9.93%；实现归母净利润 0.70 亿元，同比-70.03%；实现扣非净利润 0.88 亿元，同比-74.70%。

25Q2 公司实现营业收入 42.84 亿元，同比+8.67%，环比+5.62%；实现归母净利润 0.35 亿元，同比-38.49%，环比+1.59%；实现扣非净利润 0.24 亿元，同比-84.66%，环比-63.08%。

➤ **N 型银浆行业领先。**2025H1，公司光伏导电浆料实现销售 879.86 吨，同比下降 22.28%；其中应用于 N 型 TOPCon 电池全套导电浆料产品实现销售 834.74 吨，占公司光伏导电浆料产品总销售量比例为 94.87%，处于行业领先地位。同时，公司应用于 N 型 HJT 电池的低温银浆及银包铜浆料产品持续大规模出货，应用于全钝化接触 N 型 TBC 电池的金属化浆料持续大规模量产，并加强电池新技术、金属化新技术的开发与产业化。

➤ **持续推进低银金属化，高铜浆料有望加速量产。**公司推进低银含浆料、高铜浆料、铜浆以及其他少银金属化技术与应用方案的开发与产业化，在行业内率先实现高铜浆料方案在 TOPCon 电池的量产应用。根据公司 25 年 8 月 27 日投资者调研记录公告，公司目前高铜浆料方案主要应用 TOPCon 电池的背面，相对于量产标准工艺，有效银耗下降超过 50%；公司稳步推进高铜浆料在下半年的进一步大规模量产，随着战略客户的量产使用以及其他电池组件一体化龙头企业相应的产能跟进，公司预计 26 年高铜浆料会形成更大规模的出货量。

➤ **推动收购索特增强光伏浆料竞争力。**公司积极推动现金收购浙江索特材料科技有限公司，交易完成后，有利于丰富公司的知识产权体系、增强研发创新能力、优化产品布局 and 全球布局，提升公司业务规模和盈利水平。

➤ **深化半导体浆料布局。**公司在增资控股无锡湃泰电子材料科技有限公司后，半导体电子业务已推出多维电子材料产品组合，以 LED 与 IC 芯片封装银浆为技术及市场突破口，以功率半导体封装用烧结银和 AMB 陶瓷覆铜板钎焊浆料等高端应用为未来发展方向，并拓展在印刷电子、电子元器件领域的应用。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 164.66、180.53、203.96 亿元，对应增速分别为 7.3%、9.6%、13.0%；归母净利润分别为 2.12、3.87、5.57 亿元，对应增速分别为-41.1%、82.3%、44.0%，以 9 月 1 日收盘价为基准，对应 PE 为 34X/19X/13X，公司是国内 N 型光伏银浆领先企业，有望受益于低银金属化的技术研发优势，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，市场竞争加剧，收购交易进展不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	15,351	16,466	18,053	20,396
增长率 (%)	59.9	7.3	9.6	13.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	360	212	387	557
增长率 (%)	-6.7	-41.1	82.3	44.0
每股收益 (元)	2.54	1.50	2.73	3.93
PE	20	34	19	13
PB	4.3	4.0	3.4	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 9 月 1 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
50.71 元

分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@glms.com.cn

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@glms.com.cn

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@glms.com.cn

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@glms.com.cn

相关研究

- 帝科股份 (300842.SZ) 2024 年年报点评：N 型银浆龙头，高铜浆料有望加速量产-2025/03/02
- 帝科股份 (300842.SZ) 2024 年半年报点评：N 型银浆龙头，享受 N 型迭代和 LECO 导入红利-2024/08/29
- 帝科股份 (300842.SZ) 2024 年一季报点评：受益于 N 型替代和 LECO 放量，24Q1 业绩超预期-2024/04/27
- 帝科股份 (300842.SZ) 2023 年年报点评：TOPCon 浆料出货高增，有望率先享受 LECO 量产红利-2024/03/03
- 帝科股份 (300842.SZ) 2023 年业绩预告点评：N 型银浆龙头，有望率先享受 LECO 浆料量产红利-2024/01/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,351	16,466	18,053	20,396
营业成本	13,910	15,269	16,610	18,689
营业税金及附加	26	25	27	31
销售费用	199	206	220	245
管理费用	71	123	81	78
研发费用	482	461	505	551
EBIT	632	378	577	773
财务费用	128	115	111	107
资产减值损失	-16	3	0	0
投资收益	-97	-41	-36	-41
营业利润	349	225	430	625
营业外收支	15	14	14	14
利润总额	365	239	444	639
所得税	20	29	53	77
净利润	345	210	391	563
归属于母公司净利润	360	212	387	557
EBITDA	664	423	626	827

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,034	2,569	3,034	3,718
应收账款及票据	4,355	4,733	4,915	5,219
预付款项	152	153	166	187
存货	443	639	600	571
其他流动资产	205	30	27	31
流动资产合计	7,188	8,123	8,741	9,726
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	306	401	417	420
无形资产	35	35	35	35
非流动资产合计	643	708	719	706
资产合计	7,832	8,831	9,460	10,431
短期借款	2,023	2,023	2,023	2,023
应付账款及票据	2,612	3,393	3,691	4,153
其他流动负债	1,424	1,511	1,535	1,572
流动负债合计	6,059	6,927	7,250	7,749
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	95	95	95	95
非流动负债合计	95	95	95	95
负债合计	6,154	7,023	7,345	7,844
股本	141	142	142	142
少数股东权益	4	2	6	11
股东权益合计	1,678	1,809	2,114	2,587
负债和股东权益合计	7,832	8,831	9,460	10,431

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	59.85	7.27	9.64	12.98
EBIT 增长率	17.68	-40.15	52.62	34.00
净利润增长率	-6.66	-41.05	82.31	43.97
盈利能力 (%)				
毛利率	9.38	7.27	7.99	8.37
净利润率	2.34	1.29	2.14	2.73
总资产收益率 ROA	4.60	2.40	4.09	5.34
净资产收益率 ROE	21.51	11.74	18.34	21.62
偿债能力				
流动比率	1.19	1.17	1.21	1.26
速动比率	1.08	1.06	1.10	1.15
现金比率	0.34	0.37	0.42	0.48
资产负债率 (%)	78.58	79.52	77.65	75.20
经营效率				
应收账款周转天数	78.42	80.00	75.00	70.00
存货周转天数	11.46	15.00	13.00	11.00
总资产周转率	2.10	1.98	1.97	2.05
每股指标 (元)				
每股收益	2.54	1.50	2.73	3.93
每股净资产	11.81	12.75	14.88	18.17
每股经营现金流	6.62	6.39	5.39	6.86
每股股利	0.30	0.56	0.60	0.63
估值分析				
PE	20	34	19	13
PB	4.3	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA	11.95	18.75	12.67	9.59
股息收益率 (%)	0.59	1.11	1.18	1.25

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	345	210	391	563
折旧和摊销	32	45	49	53
营运资金变动	219	425	120	148
经营活动现金流	939	906	764	972
资本开支	-142	-96	-46	-26
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-140	-137	-82	-67
股权募资	0	1	0	0
债务募资	-614	-24	0	0
筹资活动现金流	-580	-234	-217	-222
现金净流量	251	535	465	684

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048