

2023年07月29日

证券研究报告|公司研究|公司点评

# 聚和材料 (688503)

## N型电池用银浆起量，布局上游银粉业务，技术先进成本持续优化

### ◆ 光伏行业景气度高，N型电池产量释放，银浆需求高增

光伏行业保持高景气度，根据 CPIA 数据，2022 年我国电池产量为 330.6GW，同比+67.1%；对应银浆总耗量为 4177 吨，同比+35.9%。据 InfoLink 保守预测，2023 年全球光伏需求将达 390GW，由此预计全球将生产超过 450GW 电池片需求量，对应银浆需求量达到约 5100 吨。行业向 N 型产品转型趋势明显，N 型电池市占率不断提高，2023 年将提升至约 25-30%。根据 Infolink 预测，至 2023 年底 TOPCon 电池全年出货量或将达到 120GW 以上。正面银浆用量较大，价格较贵，占电池非硅成本的 50%~60%左右，并对电池片的转换效率有着重要影响。N 型电池是天然的双面电池，银浆需求量高于 P 型电池，在金属化方面降本提效是 N 型电池的重要发展方向之一。光伏银浆国产化进程加速，CPIA 数据显示国产正面银浆市占率从 2021 年的 61%左右快速上升至 2022 年的 85%以上，2023 年有望进一步提升至 95%以上。

### ◆ 公司 N 型银浆技术优势突出，先进技术储备丰富

公司积极开发 N 型电池正面用银浆，技术水平先进。公司全面覆盖 N 型 TOPCon、HJT 不同技术路线的产品需求，在 TOPCon 电池的 LP/PE/PVD-POLY 技术均实现适配，HJT 银包铜浆料开发完成，并有小批量出货，掌握 B 扩 SE 技术、低于 14um 超窄线宽印刷、银铝浆技术、低温固化等新技术。2023Q1 公司 TOPCon 市占率达到 25%，6~7 月 TOPCon 浆料将陆续起量、三季度末放量，TOPCon 浆料市占率有望达到 40%-50%之间水平。2023 年 Q1，公司 HJT 浆料实现了每月吨级以上的出货，目前各技术路线都已实现吨级以上出货。公司客户渠道良好，与通威、晶科、天合、晶澳等行业龙头均建有良好的合作关系，品牌知名度、行业影响力和抗风险能力较高。

### ◆ 公司持续扩产，规模效应叠加银粉自产/国产化等措施有望实现成本下降

公司银浆产能不断扩增，规模化效应逐渐显现，目前公司银浆产能达到 1700 吨（其中正银 1200 吨、背银 500 吨）。按照公司规划，2023 年年内产能将达到 3000 吨，公司出货持续增加，23 年一季度出货达到 370 吨以上，预计二季度出货超过 450 吨，未来月出货预计超 150 吨。公司积极向上游银粉拓展，于今年 6 月收购江苏连银，规划 3000 吨银粉产能。原材料银粉主要来源为进口，国产银粉性能不断优化，成本优势持续提升，公司目标未来实现银粉原材料 20%-30%自供，能有效确保供应链安全并控制银浆成本，满足下游银浆降本需求。

**投资建议与盈利预测：**光伏行业保持高景气度，银浆市场需求旺盛，公司产能持续释放；N 型银浆技术不断进步，布局上游银粉业务，降低生产成本，保障公司盈利能力。预计公司 2023~2025 年归母净利润 6.18/8.42/10.61 亿元，对应 2023~2025 年 PE 24/18/14 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**全球经济不景气，光伏装机需求下行；产业内竞争格局恶化；原材料价格大幅度波动；公司产能投放不及预期；欧美贸易壁垒致行业发展受阻。

投资评级

买入

首次

2023年07月28日

收盘价(元):

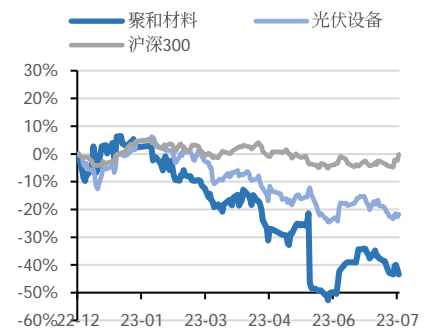
84.26

目标价(元):

### 公司基本数据

总股本(百万股)	165.63
总市值(百万)	13,955.81
流通股本(百万股)	36.85
流通市值(百万)	3,104.97
12月最高/最低价(元)	165.00/69.91
资产负债率(%)	22.62
每股净资产(元)	28.20
市盈率(TTM)	33.91
市净率(PB)	2.99
净资产收益率(%)	2.65

### 股价走势图



### 作者

曾帅 分析师  
SAC 执业证书: S0640522050001  
联系电话:  
邮箱: zengshuai@avicsec.com

### 相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

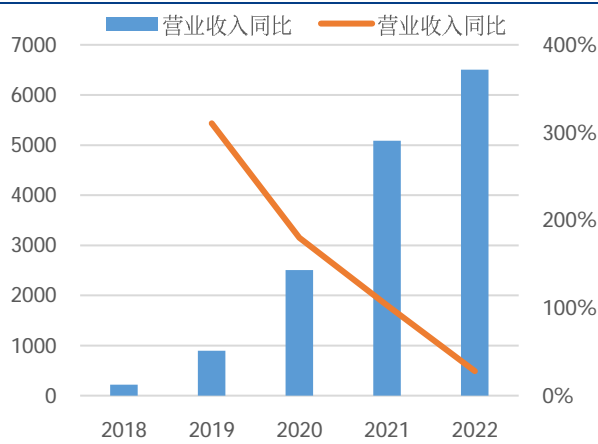
中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

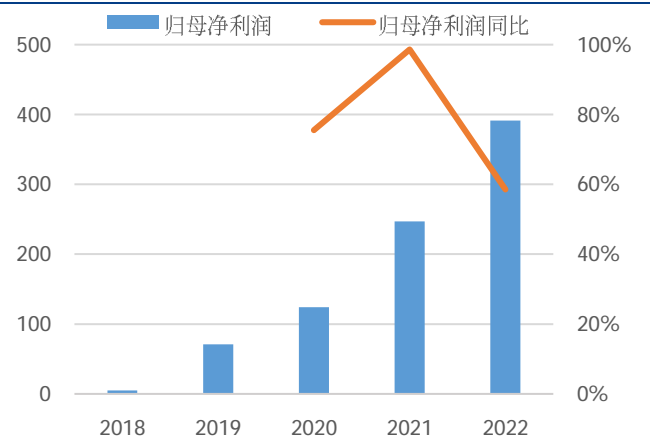
联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5083.93	6504.21	9775.78	12935.27	15259.47
增长率（%）	103.14%	27.94%	50.30%	32.32%	17.97%
归母净利润（百万元）	246.78	391.21	617.65	842.28	1061.45
增长率（%）	98.62%	58.53%	57.88%	36.37%	26.02%
毛利率（%）	10.48%	11.55%	11.78%	12.76%	13.22%
每股收益	1.49	2.36	3.73	5.09	6.41
市盈率 PE	59.98	37.83	23.96	17.57	13.94
市净率 PB	11.98	3.25	2.92	2.56	2.21
净资产收益率 ROE（%）	19.97%	8.60%	12.18%	14.55%	15.87%

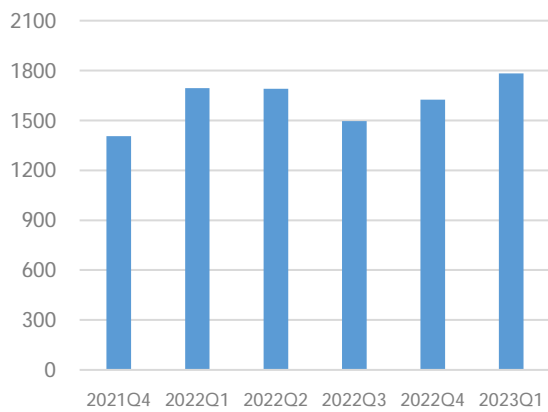
资料来源：iFinD，中航证券研究所

**图1 近年公司营收保持高增长(百万元)**


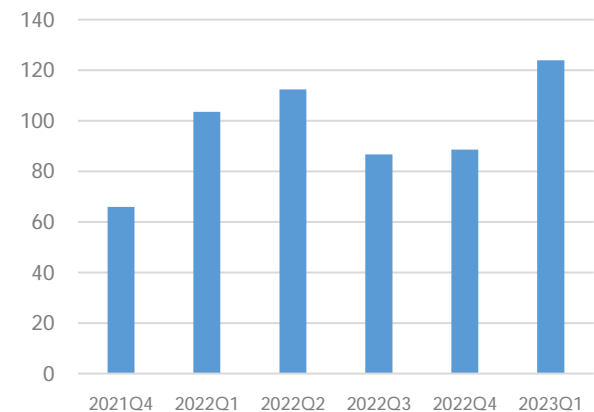
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

**图2 近年公司归母净利润情况(百万元)**


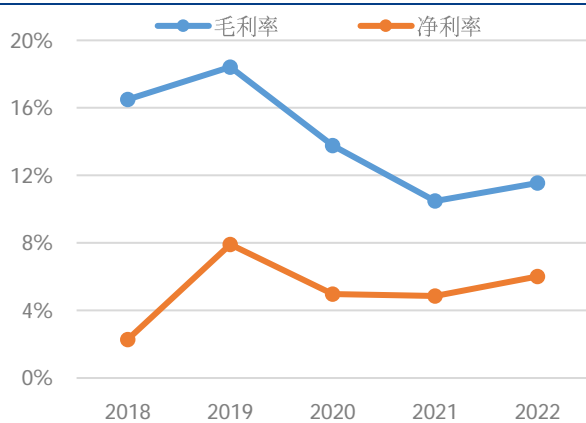
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

**图3 近年公司单季度营收情况(百万元)**


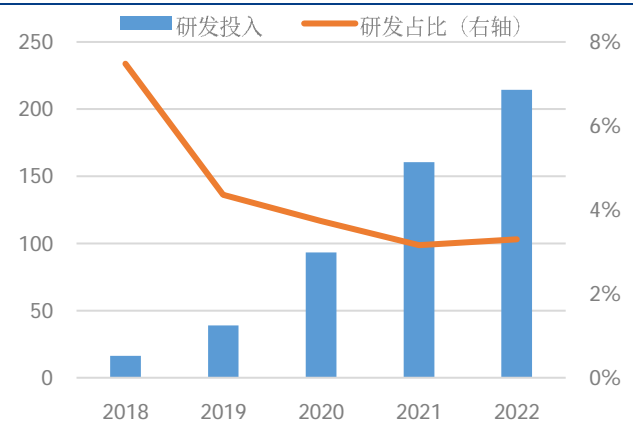
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

**图4 近年公司单季度归母净利润情况(百万元)**


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

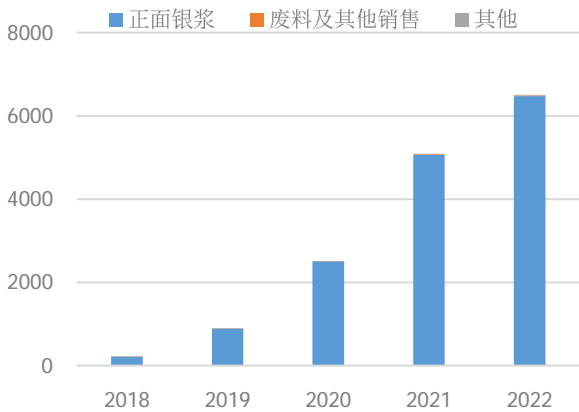
**图5 公司毛利率与净利率情况**


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

**图6 公司研发投入情况 (百万元)**


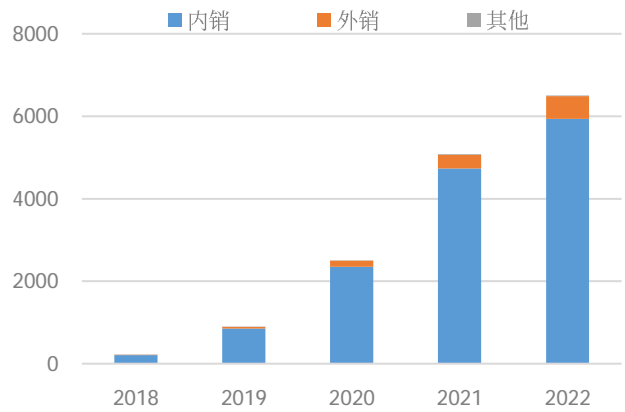
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图7 近年公司分产品营收情况(百万元)



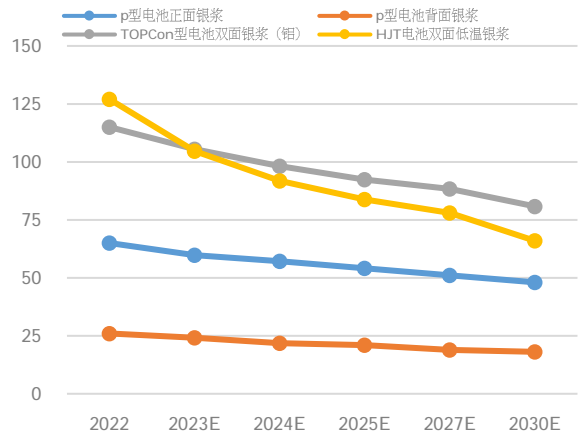
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图8 近年公司分地区营收情况(百万元)



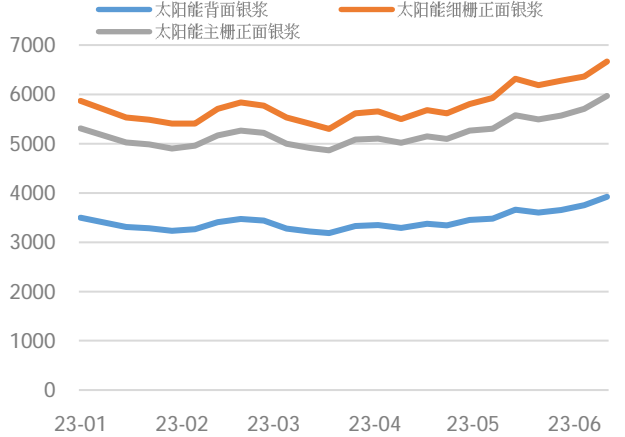
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图9 各类电池银浆消耗量变化趋势(mg/片)



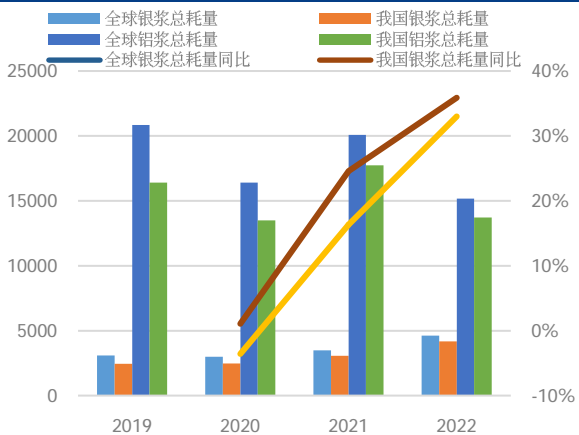
资料来源：CPIA，中航证券研究所

图10 各种类太阳能银浆平均价(元/kg)



资料来源：SMM，中航证券研究所

图11 全球及我国银/铝浆消耗总量情况(吨)



资料来源：CPIA，中航证券研究所

图12 沪银指数结算价与白银现货价(元/kg)



资料来源：SMM，中航证券研究所

表1 公司分业务拆分(百万元)

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
光伏银浆	营收	5,066.14	6,473.05	9,724.84	12,859.08	15,152.81
	成本	4,537.41	5,734.13	8,589.80	11,233.41	13,166.80
	毛利润	528.73	738.92	1,135.04	1,625.67	1,986.01
	毛利率	10.44%	11.42%	11.67%	12.64%	13.11%
废料及其他销售	营收	13.51	18.97	26.56	37.18	52.05
	成本	11.31	8.05	14.61	20.45	31.23
	毛利润	2.20	10.92	11.95	16.73	20.82
	毛利率	16.28%	57.56%	45.00%	45.00%	40.00%
其他	营收	4.28	12.19	24.38	39.01	54.61
	成本	2.26	10.50	19.50	31.21	43.69
	毛利润	2.02	1.69	4.88	7.80	10.92
	毛利率	47.20%	13.86%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	营收	5,083.9	6,504.2	9,775.8	12,935.3	15,259.5
	成本	4,550.98	5,752.68	8,623.91	11,285.06	13,241.72
	毛利润	532.95	751.53	1,151.87	1,650.20	2,017.75
	毛利率	10.48%	11.55%	11.78%	12.76%	13.22%

资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所测算

表2 可比公司的当前估值对比

股票代码	股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300842.SZ	帝科股份	66.80	66.97	-0.17	3.88	5.93	8.01	-296.64	17.23	11.28	8.36
002079.SZ	苏州固锔	12.64	102.12	0.46	0.37	0.45		29.17	34.27	27.90	
可比公司平均值			84.54	0.15	2.13	3.19	8.01	-133.74	25.75	19.59	8.36
688503.SH	聚和材料	89.36	148.01	3.50	4.39	6.17	8.04	42.66	25.25	17.87	13.77

资料来源：iFinD，中航证券研究所

注：收盘价为7月26日收盘价，可比公司预测来源为iFinD盈利预测

**财务报表与财务指标 (单位: 百万元)**

资产负债表						利润表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	107	773	978	1294	1526	营业收入	5084	6504	9776	12935	15259
应收票据及账款	1862	2015	2893	3615	4097	营业成本	4551	5753	8624	11285	13242
预付账款	141	95	134	170	192	税金及附加	10	7	13	17	20
其他应收款	47	15	72	96	113	销售费用	20	25	59	71	69
存货	533	605	851	1082	1233	管理费用	56	63	122	155	175
其他流动资产	22	2018	839	252	61	研发费用	161	214	337	433	504
<b>流动资产总计</b>	<b>2712</b>	<b>5521</b>	<b>5766</b>	<b>6508</b>	<b>7223</b>	财务费用	-0	32	36	44	45
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-1	-3	-3	-4	-5
固定资产	23	135	452	958	1271	信用减值损失	-22	-17	-20	-26	-31
在建工程	43	2	402	301	301	其他经营损益	0	-0	0	0	0
无形资产	69	127	106	84	63	投资收益	-20	23	1	1	1
长期待摊费用	3	2	1	0	0	公允价值变动损益	-2	0	100	20	0
其他非流动资产	15	24	24	24	24	资产处置收益	-0	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>152</b>	<b>291</b>	<b>984</b>	<b>1369</b>	<b>1660</b>	其他收益	23	14	15	15	15
<b>资产总计</b>	<b>2865</b>	<b>5811</b>	<b>6750</b>	<b>7876</b>	<b>8882</b>	营业利润	266	428	678	936	1186
短期借款	1265	766	1004	1182	1097	营业外收入	1	1	0	0	0
应付票据及账款	237	338	437	603	744	营业外支出	0	0	0	0	0
其他流动负债	116	142	215	281	330	其他非经营损益	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>1618</b>	<b>1246</b>	<b>1656</b>	<b>2066</b>	<b>2171</b>	利润总额	267	428	679	936	1186
长期借款	0	9	13	13	11	所得税	20	37	61	94	125
其他非流动负债	11	9	9	9	9	净利润	247	391	618	842	1061
<b>非流动负债合计</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>1629</b>	<b>1264</b>	<b>1678</b>	<b>2088</b>	<b>2192</b>	归属母公司净利润	247	391	618	842	1061
股本	84	112	112	112	112	EBITDA	291.16	499.56	820.93	1196.02	1540.00
资本公积	705	3597	3597	3597	3597	NOPLAT	247.76	420.17	559.08	863.76	1101.65
留存收益	447	838	1363	2079	2981	EPS(元)	1.49	2.36	3.73	5.09	6.41
归属母公司权益	1236	4547	5072	5788	6690						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
<b>股东权益合计</b>	<b>1236</b>	<b>4547</b>	<b>5072</b>	<b>5788</b>	<b>6690</b>						
<b>负债和股东权益</b>	<b>2865</b>	<b>5811</b>	<b>6750</b>	<b>7876</b>	<b>8882</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>主要财务比率</b>					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	247	391	512	810	1047	<b>成长能力</b>					
折旧与摊销	25	40	106	216	309	营收增长率	103.14%	27.94%	50.30%	32.32%	17.97%
财务费用	-0	32	36	44	45	营业利润增长率	91.42%	60.50%	58.67%	37.90%	26.74%
投资损失	20	-23	-1	-1	-1	EBIT 增长率	82.70%	72.50%	55.47%	37.13%	25.63%
营运资金变动	-1345	-1667	-1068	-794	-493	EBITDA 增长率	94.57%	71.57%	64.33%	45.69%	28.76%
其他经营现金流	-5	12	16	16	16	归母净利润增长率	98.62%	58.53%	57.88%	36.37%	26.02%
<b>经营性现金净流</b>	<b>-1058</b>	<b>-1215</b>	<b>-399</b>	<b>291</b>	<b>923</b>	经营现金流增长率	-29.83%	-14.78%	67.17%	173.02%	217.09%
资本支出	78	161	800	600	600	<b>盈利能力</b>					
长期投资	11	-1999	0	0	0	毛利率	10.48%	11.55%	11.78%	12.76%	13.22%
其他投资现金流	-30	23	1290	617	199	净利率	4.85%	6.01%	6.32%	6.51%	6.96%
<b>投资性现金净流</b>	<b>-96</b>	<b>-2136</b>	<b>490</b>	<b>17</b>	<b>-401</b>	营业利润率	5.24%	6.57%	6.94%	7.23%	7.77%
短期借款	919	-499	238	178	-84	ROE	19.97%	8.60%	12.18%	14.55%	15.87%
长期借款	0	9	4	-0	-2	ROA	8.61%	6.73%	9.15%	10.69%	11.95%
普通股增加	0	28	0	0	0	ROIC	18.57%	16.79%	17.47%	16.33%	16.24%
资本公积增加	0	2892	0	0	0	<b>估值倍数</b>					
其他筹资现金流	276	1564	-129	-171	-204	P/E	59.98	37.83	23.96	17.57	13.94
<b>筹资性现金净流</b>	<b>1194</b>	<b>3994</b>	<b>114</b>	<b>7</b>	<b>-290</b>	P/S	2.91	2.28	1.51	1.14	0.97
<b>现金流量净额</b>	<b>60</b>	<b>645</b>	<b>204</b>	<b>316</b>	<b>232</b>	P/B	11.98	3.25	2.92	2.56	2.21
						股息率	0.00%	0.41%	0.63%	0.85%	1.08%
						EV/EBIT	60.29	33.37	21.01	16.12	12.92
						EV/EBITDA	55.18	30.71	18.29	13.21	10.33
						EV/NOPLAT	64.85	36.51	26.86	18.29	14.44

数据来源: iFinD, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

**买入:** 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

**持有:** 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

**卖出:** 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

**增持:** 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

**中性:** 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

**减持:** 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

**联系地址:** 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

**公司网址:** www.avicsec.com

**联系电话:** 010-59219558

**传 真:** 010-59562637