

聚和材料 (688503)

技术迭代加速受益，光伏正银龙头乘风起

买入 (首次)

2023年08月11日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003

guoyan@dwzq.com.cn

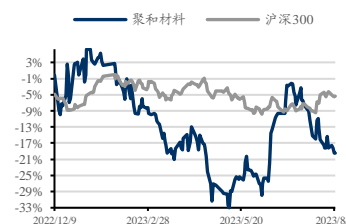
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	6,504	9,580	12,573	14,930
同比	28%	47%	31%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	391	592	818	1,025
同比	59%	51%	38%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.36	3.58	4.94	6.19
P/E (现价&最新股本摊薄)	34.22	22.61	16.36	13.06

关键词: #产能扩张 #市占率上升 #产品结构变动带来利润率上升

投资要点

- 团队、产品、渠道底蕴深厚，乘风跃居光伏正银龙头:** 1) 专注电子浆料，乘国产化东风跃居龙头: 公司成立于2015年，专注于电子浆料研发销售，乘 PERC 银浆国产化浪潮，19-22 年销量自 209.2 吨增长至 1374.1 吨，市占率 11.4%-42.7%; 凭借产品技术优势跃居正银龙头。2) 核心团队优秀，商业/技术人才兼备: 核心团队自三星时代起合作多年，以刘海东为首负责拓宽公司市场，深耕银浆 30 年的技术老将冈本珍范为首负责浆料研发，团队实力强大。3) 研发+渠道打造优势，N 型时代持续发力: 公司不断加大研发投入，19-22 年 CAGR 达 76.49%; 公司注重知识产权，专利总数 330 项，远超可比公司。公司以品质稳定、快速迭代的产品和完善的客户响应机制在业内获得较高认可，积累粘性较强的优质客户，N 型时代有望持续发力。
- 高壁垒叠加技术升级，国产化浪潮中强者愈强:** 1) N 型组件替代加速，银浆市场有望持续扩大: 我们预计 2023 年 TOPCon 电池出货超 140GW，N 型电池渗透率近 30%。22 年银浆市场需求量约 3100 吨，我们预计 23-25 年将达约 4700/6200/7200 吨，22-25 年 CAGR 为 31.7%。N 型电池银耗提升，22 年 PERC/TOPCon/HJT 单瓦银耗约 10/14/18mg，我们预计 23 年 TOPCon/HJT 单瓦银耗仍为 PERC1.3/1.4 倍。同时，N 型银浆加工费亦有上升，TOPCon/HJT 加工费约为 PERC1.6 倍/2.2 倍，技术迭代推动银浆量价双升。2) 银粉国产化带动成本下降，同时提升银浆配方难度、竞争壁垒提高: 银浆具定制化特点，配方和工艺需根据客户要求快速迭代。随着成本竞争加剧，二三线企业产能逐步出清，头部企业市占率不断扩大，22 年/23 年预计 CR3 达 80.9%/85.6%。3) 银包铜有望降低成本，电镀铜暂无经济性: 银浆价格受银价主导，银包铜技术能显著降低银耗，提升银浆路线经济性; 目前银包铜技术产业化推进顺利，预计 2023 年底银包铜+OB 方案将落地; 电镀铜路线整体成本较高，暂无经济性，有待新技术突破。
- 乘国产化东风，以多业务布局强化龙头竞争优势:** 1) 不断精进，以产品巩固行业优势: 公司产品储备多，TOPCon 产品性能优秀。PERC 存量市场优势能使公司在 TOPCon 电池放量之际依然快速抢占市场。2) 定制化增强客户粘性，持续迭代增强竞争壁垒: 以灵活高效的客户响应体系，增强用户黏度。提高直销占比，减少中间环节，持续迭代+提升技术匹配能力增强竞争壁垒。3) 银粉国产化提升银浆制作壁垒，带动量产银浆成本下降: 国产化加大银浆厂配方难度，行业竞争壁垒提升; 银浆国产化有望降低进口采购成本，持续推进降本增效。4) 开拓新赛道，打通业绩第二曲线: 公司匠聚和德朗聚覆盖电子用铜浆、导热胶领域。23 年有望实现扭亏为盈，成为新的业绩增长点。
- 盈利预测与投资评级:** 基于公司正面银浆的领先地位，有望充分受益于 N 型迭代下全球光伏装机需求的高速发展，我们预计公司 2023-25 年归母净利润为 5.9/8.2/10.2 亿元，同增 51%/38%/25%，对应 EPS 为 3.6/4.9/6.2 元。考虑公司团队、技术、渠道方面的优势，我们给予公司 2023 年 30xPE，对应目标价 107.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格上涨超预期、下游行业需求增长不及预期、竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	80.83
一年最低/最高价	69.91/165.00
市净率(倍)	1.94
流通 A 股市值(百万元)	2,978.58
总市值(百万元)	13,387.70

基础数据

每股净资产(元,LF)	41.74
资产负债率(% ,LF)	22.62
总股本(百万股)	165.63
流通 A 股(百万股)	36.85

相关研究

内容目录

1. 深耕光伏正银，国产化浪潮中晋升行业龙头	4
1.1. 光伏正银龙一，银浆国产化领军	4
1.2. 业绩表现优秀，各项指标领先同行	5
1.3. 核心团队履历亮眼，研发实力雄厚	8
2. 行业：高壁垒叠加技术升级，行业龙头强者愈强	11
2.1. N型组件替代加速，银浆市场前景远大	11
2.2. 银浆市场定制化程度高，头部效应明显	13
2.3. 银包铜有望降低成本，电镀铜短期发展尚不明晰	14
3. 乘国产化东风，多业务布局强化竞争优势	16
3.1. 产品线完备齐全，N型电池用银浆性能优异	16
3.2. 定制化增强客户粘性，持续享受客户资源红利	17
3.3. 银粉国产化提升银浆制作壁垒，带动量产银浆成本下降	19
3.4. 打通业绩增长的第二曲线，前景广阔	20
4. 盈利预测与投资建议	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1:	聚和材料发展历程.....	4
图 2:	聚和材料股权结构（截至 2023 年 7 月 12 日）.....	5
图 3:	聚和材料营业收入及增速（单位：亿元）.....	5
图 4:	聚和材料归母净利润及增速（单位：亿元）.....	5
图 5:	聚和材料与可比公司 ROA.....	6
图 6:	聚和材料与可比公司 ROE.....	6
图 7:	聚和材料与可比公司期间费用率.....	7
图 8:	聚和材料四大费用（万元）.....	7
图 9:	部分银浆企业存货周转率（次）.....	7
图 10:	部分银浆企业应收账款周转率（次）.....	7
图 11:	聚和材料向 DOWA 采购银粉金额占比.....	8
图 12:	聚和材料销售毛利率与销售净利率.....	8
图 13:	公司与可比公司研发费用及增长率.....	10
图 14:	公司与可比公司专利数量情况（项）.....	10
图 15:	聚和材料主要储备产品示意图.....	10
图 16:	全球光伏年度装机情况及预测（单位：GW）.....	11
图 17:	国内光伏年度装机情况及预测（单位：GW）.....	11
图 18:	主要厂商 2023 年末 TOPCon 产能（单位：GW）.....	11
图 19:	P 型占比显著下降.....	11
图 20:	国产银浆厂商 CR5 客户收入占比（单位：%）.....	13
图 21:	正银市场国内头部企业市占率及预测.....	14
图 22:	银粉在银浆原材料中的成本占比.....	14
图 23:	伦敦现货白银价格.....	14
图 24:	全球白银总供给与总需求对比.....	15
图 25:	全球光伏白银需求及需求占比.....	15
图 26:	电镀铜工艺流程图.....	16
图 27:	聚和材料直销收入与直销占比.....	18
表 1:	聚和材料管理层任职情况.....	9
表 2:	公司核心技术人员情况.....	9
表 3:	光伏银浆需求量测算.....	12
表 4:	铜电镀各环节技术路线及主要厂商情况.....	16
表 5:	公司 TOPCon 成套银浆产品性能指标优异.....	17
表 6:	公司灵活高效的客户响应体系.....	18
表 7:	公司部分在研项目进展情况.....	19
表 8:	部分厂商银粉国产化举措.....	20
表 9:	部分子公司财务状况.....	21
表 10:	MLCC 用铜浆市场规模测算.....	21
表 11:	德朗聚产品概况.....	22
表 12:	聚和材料盈利拆分及预测（百万元）.....	23
表 13:	可比公司估值表（截至 2023 年 8 月 11 日）.....	24

1. 深耕光伏正银，国产化浪潮中晋升行业龙头

1.1. 光伏正银龙一，银浆国产化领军

公司正银出货稳坐龙一宝座，为正银国产化做出重要贡献。公司是专业从事新型电子浆料研发、生产、销售的高新技术企业，目前公司主要产品为太阳能电池用正面银浆，已经构筑了品类丰富、迭代迅速的产品体系，能够满足市场主流的各种高效太阳能电池对正面银浆产品的需求。公司 2022 年正银销量 1374 吨，同比+46%，成为全球首家正面银浆销量超 1000 吨的企业；其中 Q4 银浆销量 360 吨以上，环比+12%以上。公司 2021、2022 连续两年稳坐龙一宝座，2022 年正面银浆销售收入达 64.85 亿元，为正面银浆产业的国产化替代作出重要贡献。

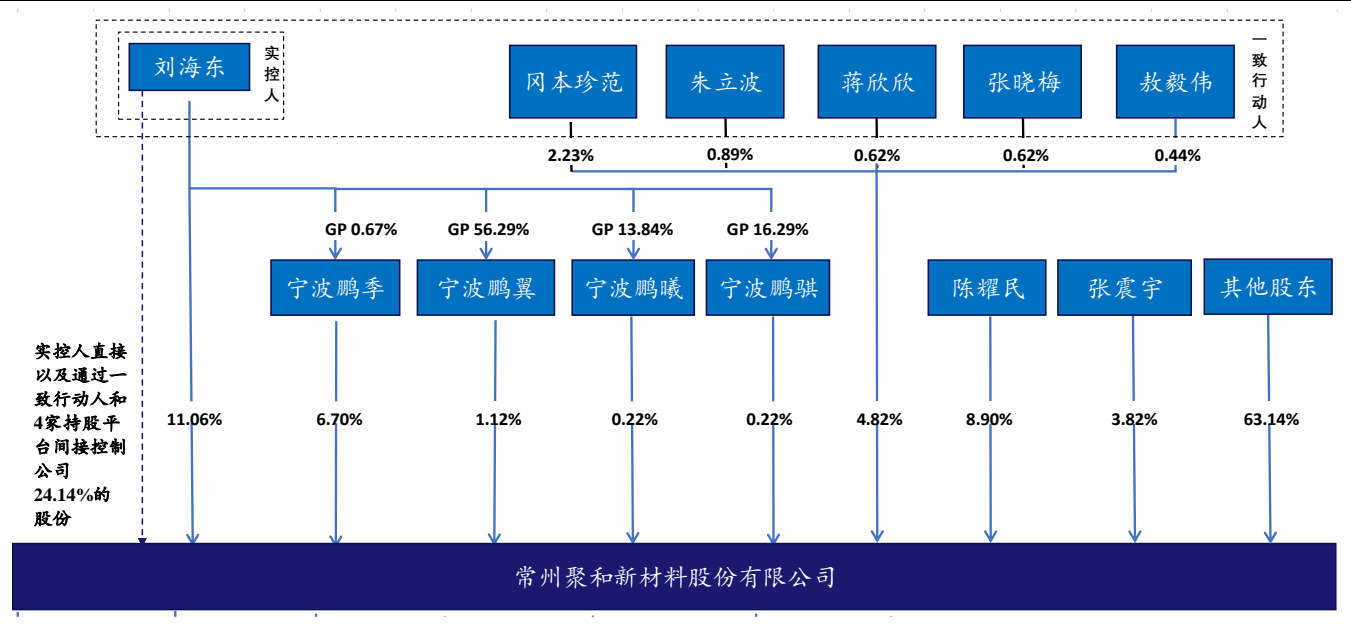
图1：聚和材料发展历程



数据来源：招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

公司实控人为刘海东，刘海东直接和间接控股合计 24.14%。公司董事长兼总经理刘海东直接持有公司 11.06%股份，通过其控制的宁波鹏季、宁波鹏翼、宁波鹏曦、宁波鹏骐间接持股 8.26%，通过一致行动人冈本珍范、朱立波、蒋欣欣、张晓梅、敖毅伟持股 4.82%。2018 年 12 月，刘海东及一致行动人签署了《一致行动协议》。公司管理层开明，员工自由度高。

图2: 聚和材料股权结构 (截至 2023 年 7 月 12 日)

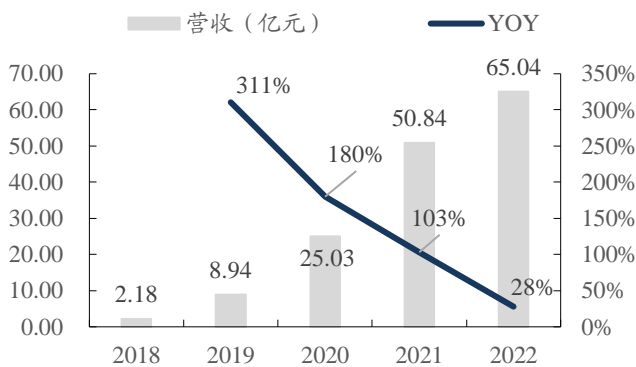


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 业绩表现优秀, 各项指标领先同行

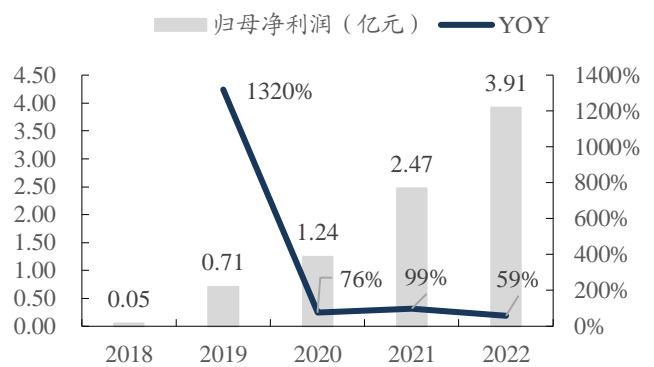
光伏装机需求旺盛, 银浆营收高速发展。公司营业收入 2018 年-2022 年由 2.2 亿元增长至 65.0 亿元, CAGR 为 133.14%; 归母净利润由 0.05 亿元增长至 3.91 亿元, CAGR 为 197.37%。2022 年营收 65.04 亿元, 同比增长 28%, 得益于下游客户需求稳定增长维持较高增速, 但是由于原材料银价下跌使得售价下降且单位银耗下降, 增速相较往年减缓。但是加工费定价模式使得归母净利润依旧保持较高增速, 2022 年归母净利润 3.91 亿元, 同比增长 59%。

图3: 聚和材料营业收入及增速 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

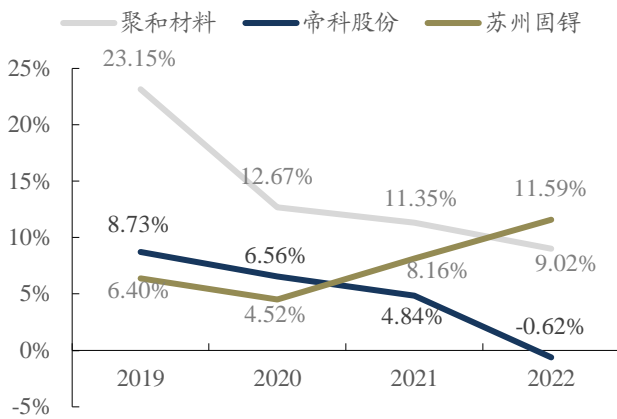
图4: 聚和材料归母净利润及增速 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

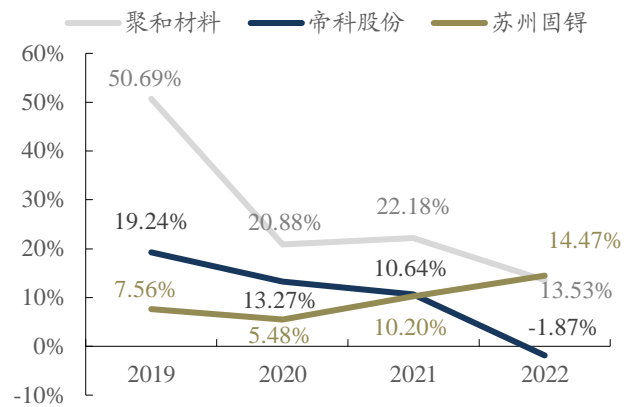
净利润增速保持良性释放，支撑 ROA、ROE 保持较高水平。公司 2022 年 ROA 为 9.02%，ROE 为 13.53%，同比-2.33pct、-8.65pct。公司系产能扩张期，且募资所得到账，资产高速增长，因此 ROA、ROE 承压。但相比同业，公司的 ROA、ROE 仍处于较高水平。

图5: 聚和材料与可比公司 ROA



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 聚和材料与可比公司 ROE

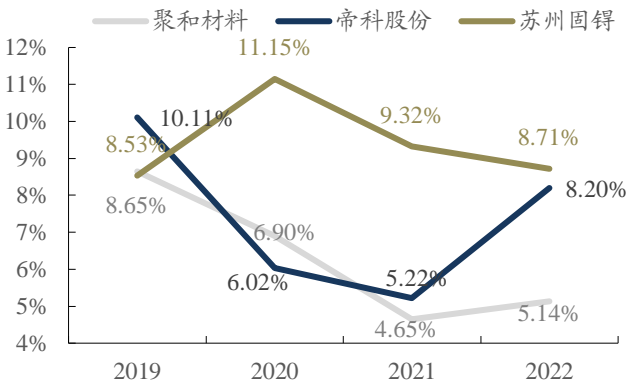


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

费用控制能力优秀，位居行业前列。从期间费用来看，费用控制能力较同行业其他公司存在优势。从费用率来看，较同行较低，原因是出货量的快速提升摊薄期间费用。

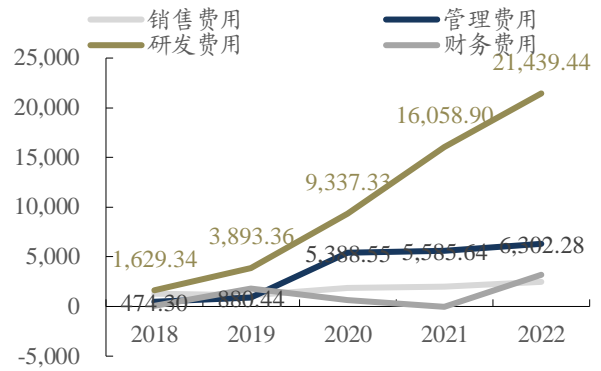
公司盈利能力大大提升，研发费用因公司业务发展有所提升，其余费用变化幅度较小。销售费用方面，公司正面银浆出货量连年翻倍增长，从 2019 年的 209.17 吨增长至 2022 年的 1,374 吨，销售费用在此期间只增加了一倍，从 1,125.49 万元增加至 2,478.49 万元，2019 年公司凭借单晶 PERC 正面银浆开拓更多优质直销客户，直销占比大幅提升且不断增加，2022 年直销客户占比 93.3%，此外，公司业务布局以国内为主，2022 年内销客户占比 91.6%，内销和直销为主的方式使销售费用控制在较低水平。管理费用在 2019 年新增产能后，稳定在 5000-7000 万元之间。为保持企业竞争优势，研发费用保持较高增速，趋势与营收保持相同。

图7: 聚和材料与可比公司期间费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

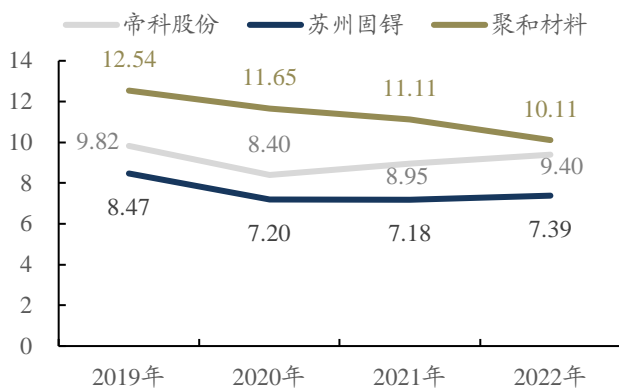
图8: 聚和材料四大费用(万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

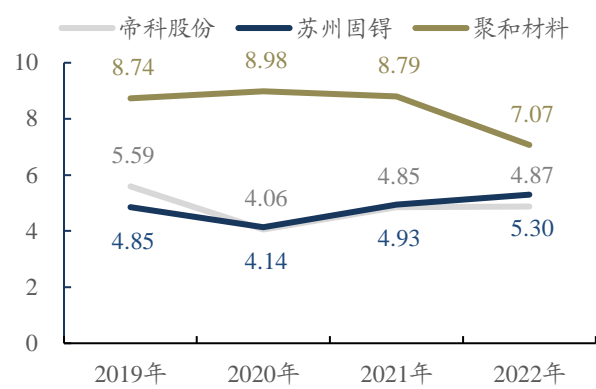
应收账款及存货周转率较高, 较同行具有显著优势。2019-2022 应收账款周转率、存货周转率分别为 8.74/8.98/8.79/7.07、12.54/11.65/11.11/10.11, 虽小幅下降, 但遥遥领先同业公司。由于公司采取以销定购、“背靠背”采购银粉等业务模式, 产品生产周期较短、存货周转率较高, 降低行业变化、存货积压对于公司的影响。公司应收账款周转率高于帝科股份和苏州固锴, 账龄相对较短, 资金流动性更强, 企业在销售回款及现金流方面更具优势。

图9: 部分银浆企业存货周转率(次)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 部分银浆企业应收账款周转率(次)



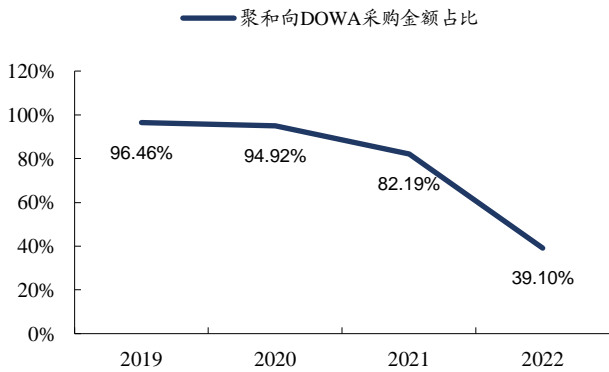
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

银价上升, 加工费定价模式拉低毛利率, 但凭借较强费用把控能力, 公司净利率不降反增。2020 年及 2021 年, 银价大幅上升, 公司采取加工费定价模式, 使得毛利率同比下滑, 且随着公司销售规模进一步扩大, 给予规模较大的主要客户一定加工费优惠, 单位毛利减少, 导致毛利率进一步下降。但公司通过对期间费用的把控, 净利率 2020 年

以来不降反增，2022 年销售净利率达 6.01%。

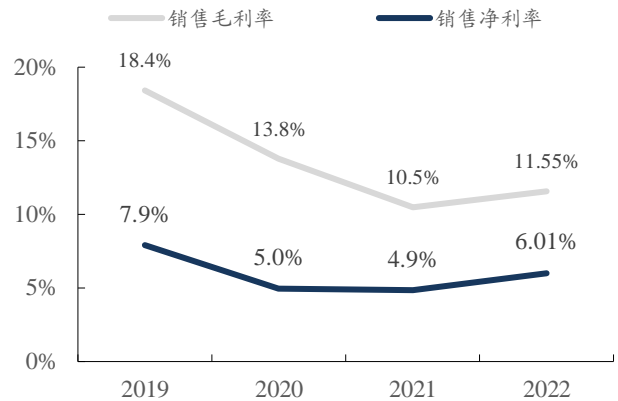
银粉国产化比例提高，助益公司盈利稳步提升。公司过去主要使用 DOWA 的进口银粉，但近年来为降低成本进一步深化了与山东建邦等国产银粉厂商的合作，使得从 DOWA 进口银粉的占比持续下降。2019-2021 年，公司向 DOWA 的采购额占比由 96.46% 下降至 82.19%，2022 更是降至 39.10%。随着公司更多采用价格更低的国产银粉，未来公司有望实现盈利能力的稳步提升。

图 11: 聚和材料向 DOWA 采购银粉金额占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 聚和材料销售毛利率与销售净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 核心团队履历亮眼，研发实力雄厚

管理层经验丰富，带领公司发展。总经理刘海东自 2015 年公司成立之日起一直担任公司的总经理，多次把握公司的战略方向，采取正确的战略决策，在此之前曾任三星恺美科材料贸易（上海）有限公司销售总监等，冈本珍范为刘海东在三星的同事，刘海东慧眼识珠的特质助力公司招贤纳士。副总经理分工明确，分别分管财务、研发、销售，运营高效。首席技术官先后任职于杜邦与三星 SDI，在电子浆料领域有着丰富的研发经验。制造部负责人担任多家公司工艺部经理、生产运营总监，经验较为丰富。

表1: 聚和材料管理层任职情况

姓名	职务	教育背景	团队定位及履历
刘海东	董事长 总经理 董事	华东理工大学应用化学专业硕士	公司董事长, 自公司 2015 年成立起一直担任总经理, 对公司情况较为熟悉, 管理经验丰富。
李浩	副总经理 财务负责人	华东理工大学材料工程专业硕士	主管财务方面的副总经理。历任上海华谊工程师、3M 建筑及商业服务部总经理、南京高识创监事。
冈本珍范	董事 首席技术官	日本山形大学高分子化学专业硕士	在电子浆料行业拥有丰富的研发经验。历任 Du Pont Japan Ltd.、Samsung SDI Co., Ltd.、天合光能材料研发部负责人; 2017 年 12 月至今, 任公司首席技术官;
教毅伟	董事 副总经理	华东理工大学材料学专业硕士	主管研发方面的副总经理。上海太阳能工程技术研究中心总经理助理、上海隼麒投资研发总监。
樊昕炜	董事 副总经理	复旦大学电子工程专业本科	主管销售方面的副总经理。历任爱德威软件客户经理、三星能源贸易销售经理。
姚剑	董事 制造部负责人	浙江理工大学材料学专业硕士	拥有丰富的生产管理与公司运营经验。历任正泰太阳能研发工程师、大全太阳能工艺部经理、生产运营总监、晋能科技生产运营总监。

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

公司拥有稳定、资深的核心研发团队。冈本珍范、教毅伟、任益超为核心研发人员, 冈本珍范立足浆料领域, 在主流电池 TOPCon 与 HJT 用银浆领域产品研发中硕果累累; 教毅伟立足 PERC 电池银浆开发, 为公司进入 PERC 电池银浆市场提供技术支持; 任益超在多晶硅电池用银浆开发和正银用玻璃粉材料等方面发力研究。核心技术人员待遇优渥, 持股分成或高薪激励并举, 公司研发团队能够分享公司红利, 进而形成良性的正反馈。

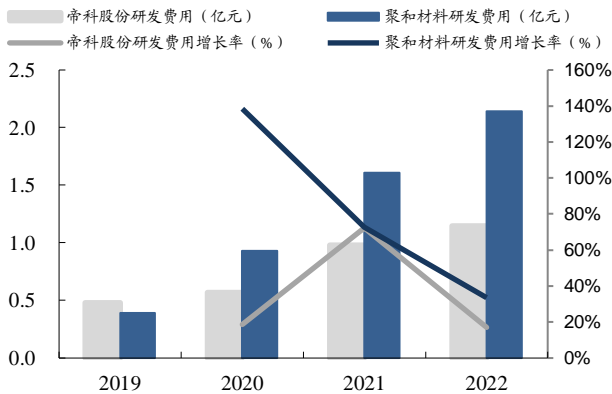
表2: 公司核心技术人员情况

姓名	学历背景及专业资质	重要科研成果及对公司研发的具体贡献	持股比例	2022 年薪酬
冈本珍范	硕士研究生学历, 日本山形大学高分子合成专业	公司董事、首席技术官, 在浆料领域具有三十余年的研发经验, 带领团队持续优化银浆配方、完善产品组合, 开发出 TOPCon 电池、HJT 电池用银浆等产品。	2.24%	149.90 万元
教毅伟	硕士研究生学历, 华东理工大学材料学专业	公司董事、副总经理, 具备十余年的浆料研究经验, 主导了公司 PERC 电池用银浆的开发。	0.44%	1,007.90 万元
任益超	硕士研究生学历, 华东理工大学材料科学与工程专业	公司资深研究员, 具有十余年的浆料研究经验, 负责公司正银用玻璃粉及相关材料的研究。	0%	973.20 万元

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

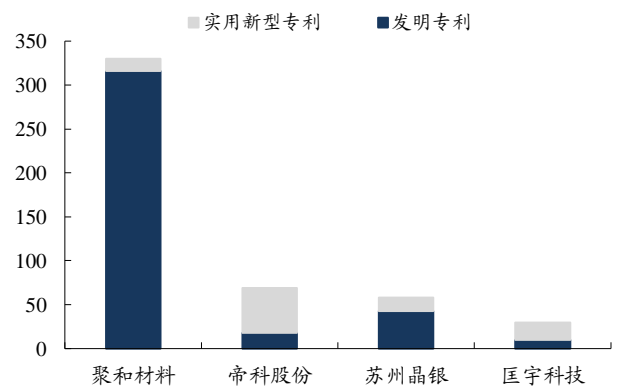
公司不断加大研发投入，专利总数远超可比公司。公司为保证产品的质量、提升市场竞争力，不断加大对主要产品的研发投入，公司 2019 年到 2022 年研发投入复合增长率达 76.49%，高于同行业可比公司。同时公司注重知识产权，进行专利布局，通过自主研发以及外购累计取得 330 项专利授权，总数方面远超可比公司。

图13: 公司与可比公司研发费用及增长率



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图14: 公司与可比公司专利数量情况 (项)



数据来源: 各公司公告, 企查查, 东吴证券研究所

依托在光伏银浆领域积累的研发经验，发现了光伏领域之外的第二增长曲线。截至 2022 年底，公司主要在研项目预算总计 2.6 亿元。公司积极推广 5G 射频器件、电子元件、柔性电路、电致变色玻璃、导热结构胶等非光伏浆料产品，部分产品已形成销售，2022 年正银之外领域销售收入为 0.12 亿元。

图15: 聚和材料主要储备产品示意图



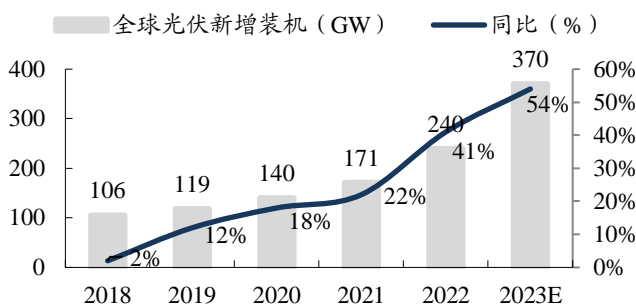
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

2. 行业：高壁垒叠加技术升级，行业龙头强者愈强

2.1. N型组件替代加速，银浆市场前景远大

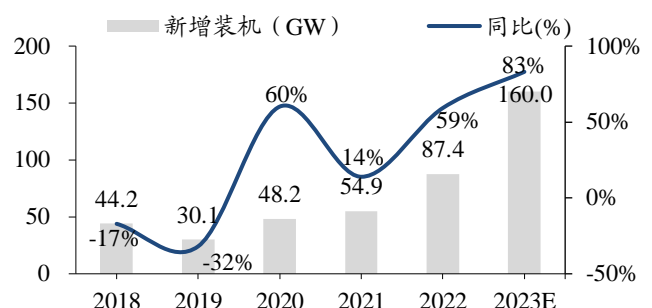
“双碳”背景下全球光伏装机持续增长，国内光伏装机项目加速推进。“双碳”目标背景下全球正处于能源结构转型的重要阶段，各国对可再生能源的重视度大幅提升，光伏市场由此迎来蓬勃发展，22年全球新增光伏装机240GW，同比增长41%。国内随硅料降价、库存放量，部分受抑制的地面电站需求将在今年释放，叠加分布式持续增长，我们预测2023年国内地面装机同比增长120%至80GW，国内装机总量达160GW，同比增长83%左右。

图16: 全球光伏年度装机情况及预测 (单位: GW)



数据来源: 光伏行业协会, 东吴证券研究所

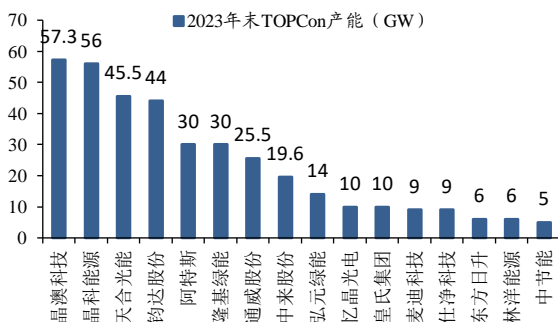
图17: 国内光伏年度装机情况及预测 (单位: GW)



数据来源: 国家能源局, 东吴证券研究所

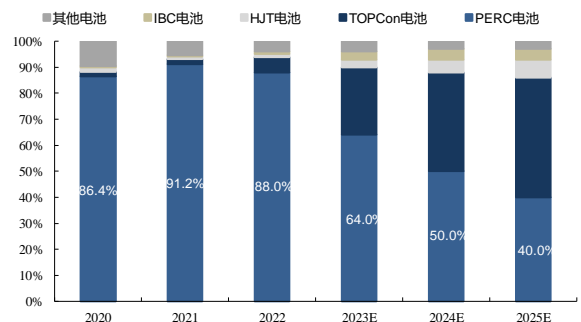
新增产能加速落地, N型占比显著提升。进入2023年, 电池环节新增产能已无PERC产能, 取而代之的是N型电池产能, 其中TOPCon率先发力, 量产主流地位确定。据不完全统计, 2023年底TOPCon产能将近480.9GW。我们预计2023年全年TOPCon电池出货超140GW, N型电池渗透率近30%。

图18: 主要厂商2023年末TOPCon产能 (单位: GW)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图19: P型占比显著下降



数据来源: 光伏行业协会, 各公司公告, 东吴证券研究所

N型电池放量助力银浆行业量利双升。量方面，光伏装机量逐年快速提升，N型电池占比提升且较P型电池银浆单耗提升，三重 β 叠加使得光伏银浆需求量逆势增长。根据我们测算，2025年光伏银浆需求量达7183.2吨，2022-2025年3年CAGR达31.7%，

利方面，单晶PERC电池用正面银浆目前加工费约为450-500元/kg，而TOPCon电池为700-800元/kg，HJT电池用低温银浆加工费为1000+元/kg。成本加成定价模式下，N型电池用银浆盈利能力显著高于单晶PERC电池用银浆，盈利能力显著提升。量利双升之下，光伏银浆行业市场空间大。

表3: 光伏银浆需求量测算

光伏银浆需求量测算	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球光伏装机量/需求(GW)	140	173	240	370	477	572
增速	21.7%	23.6%	38.7%	54.2%	28.9%	19.9%
容配比	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
全球组件需求(GW)	163.7	220.8	310.0	444.0	572.4	686.4
全球电池片需求(GW)	163.4	223.9	310.0	444.0	572.4	686.4
PERC 电池占比	86.4%	91.2%	88.0%	62.1%	23.0%	1.0%
TOPCon 电池占比	1.8%	2.0%	6.0%	27.9%	65.0%	85.0%
HJT 电池占比	1.8%	1.0%	1.0%	3.0%	5.0%	7.0%
IBC 电池占比	0.5%	0.5%	1.0%	3.0%	4.0%	4.0%
其他电池占比	9.6%	5.3%	4.0%	4.0%	3.0%	3.0%
PERC 电池需求量(GW)	141.2	204.2	272.8	275.6	131.7	6.9
TOPCon 电池需求量(GW)	2.9	4.5	18.6	124.0	372.1	583.4
HJT 电池需求量(GW)	2.9	2.2	3.1	13.3	28.6	48.0
IBC 电池需求量(GW)	0.8	1.1	3.1	13.3	22.9	27.5
其他电池需求量(GW)	15.7	11.9	12.4	17.8	17.2	20.6
PERC 电池正银单瓦耗量(mg)	13.8	11.6	10.0	10.0	9.5	9.5
TOPCon 电池单瓦银耗(mg)	24.0	18.0	14.0	13.0	12.0	11.0
HJT 电池单瓦银耗(mg)	32.0	25.0	18.0	14.0	13.0	12.0
IBC 电池单瓦银耗(mg)	6.9	5.8	5.0	5.0	4.8	4.8
其他电池单瓦银耗(mg)	12.7	11.7	10.7	10.0	9.0	8.0
PERC 电池正银耗量(吨)	1948.3	2368.7	2728.0	2756.3	1250.7	65.2
TOPCon 电池银耗(吨)	68.6	80.6	260.4	1611.7	4464.7	6417.8
HJT 电池银耗(吨)	91.5	56.0	55.8	186.5	372.1	576.6
IBC 电池银耗(吨)	5.6	6.5	15.5	66.6	108.8	130.4
其他电池银耗(吨)	199.2	138.8	132.7	177.6	154.5	164.7
正银耗量(吨)	2166.3	2553.4	3087.9	4501.1	5831.3	6606.6
低温银浆耗量(吨)	91.5	56.0	55.8	186.5	372.1	576.6
银浆总消耗量(吨)	2257.8	2609.4	3143.7	4687.6	6203.4	7183.2
YOY		15.6%	20.5%	49.1%	32.3%	15.8%
三年 CAGR				27.6%	33.5%	31.7%

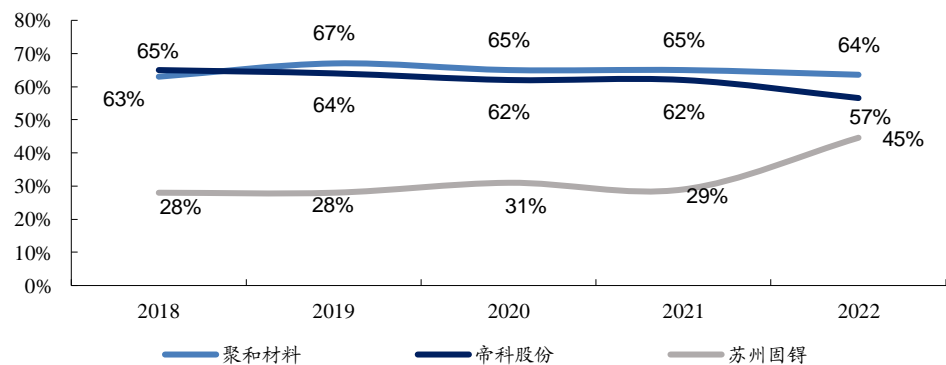
数据来源：光伏行业协会，东吴证券研究所

2.2. 银浆市场定制化程度高，头部效应明显

精细配方+工艺调优，银浆行业壁垒较高。生产工艺方面，光伏银浆工艺流程包括配料、混合搅拌、研磨、过滤、检测五大步骤，其中研磨是核心工序，不同类型的产品需要设置的研磨参数不尽相同，研磨工序的精细化是决定银粉质量的关键。综合来看，正面银浆除对银粉的选型要求较高以外，配方、工艺流程参数设置等环节都较为复杂，需要进行长期的配方研发与工艺调优，同时面对电池技术快速迭代能够同步实现自身银浆配方与工艺的迭代，因而对新进入者有较高行业壁垒。

定制化程度不断加深，下游客户集中度高。银浆设备为非标准品，不同客户甚至同一客户管理的不同电池片和组件厂往往采用不同的生产工艺或生产材料，即使用相同参数设置的银浆设备，生产效果也会有差别，因此银浆企业需要频繁与下游客户接触，根据产线实际对配方和工艺进行微调。定制化和非标准性决定了下游企业将银浆企业供应体系后往往形成较为稳固的合作关系。根据各公司年报披露，国内银浆巨头聚和材料、帝科股份客户集中度均保持在 55%+、苏州固锴（苏州固锴）上升至 45%。银浆厂商也倾向于选择大客户进行长期深度合作，以最大化利用定制配方、提升生产的规模效益。

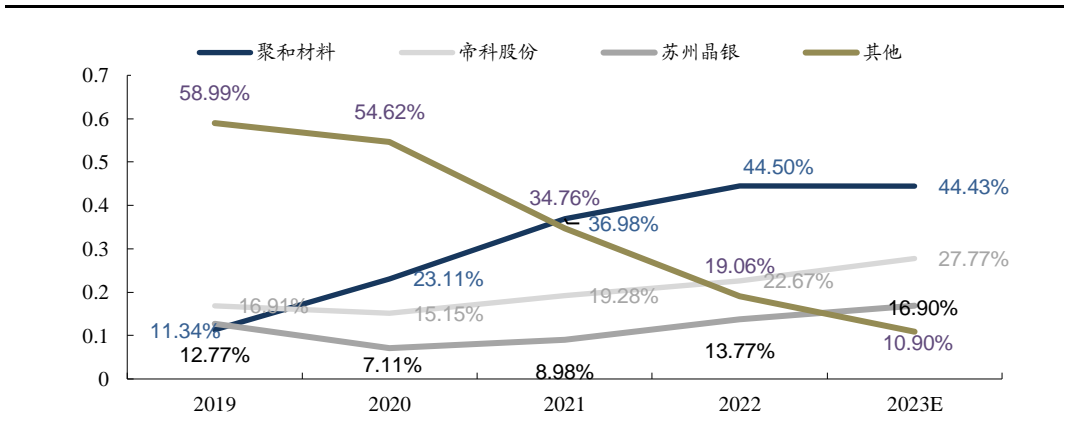
图20：国产银浆厂商 CR5 客户收入占比（单位：%）



数据来源：招股说明书，公司年报，东吴证券研究所

行业产能出清，市场向头部集中。2019-2021 年主要银浆企业毛利率及单位毛利均呈现下行趋势，随着利润走低，二三线企业产能逐步出清，龙头企业凭借技术和规模优势，市占率持续扩大。且随着杜邦与三星 SDI 银浆业务皆为中国企业所收购，市场份额更加向头部企业集中，2022 年聚和材料、帝科股份以及苏州固锴在正面银浆市场合计市占率为 81%，2023 年头部厂商出货加速，行业集中度进一步提升，预计三大龙头市占率合计超过 89%。

图21: 正银市场国内头部企业市占率及预测

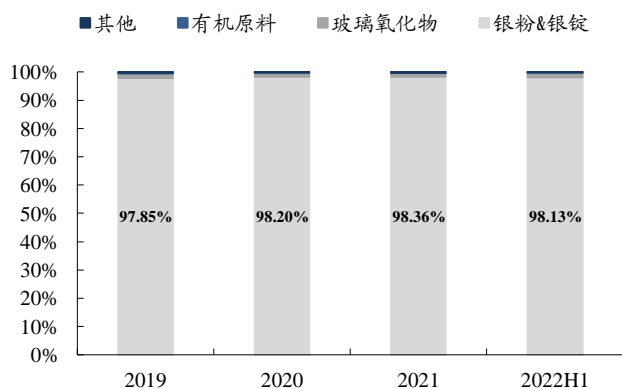


数据来源: 招股说明书, 各公司公告, 东吴证券研究所

2.3. 银包铜有望降低成本, 电镀铜短期发展尚不明晰

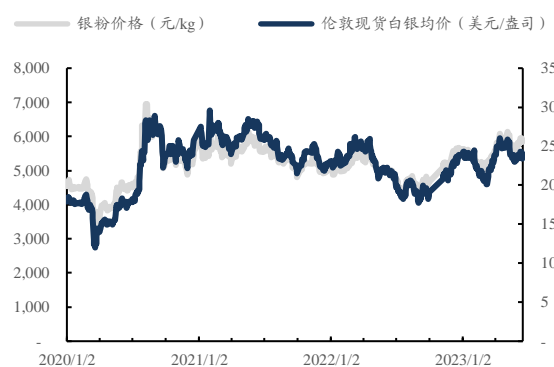
银粉占比超过 98%，银浆价格受银价主导。银浆的成本主要包括原材料、人工成本和制造费用，原材料成本占比超过 99%。原材料中银粉作为银浆的主要成分，且作为贵金属，原材料价值较高，占比约为 97%-98%。银浆执行“原材料+加工费”定价模式，销售单价基本由银价、单位加工费用两部分构成。银价以伦敦现货白银价格为基准，加工费分为两部分，一部分为银锭制成银粉，定价方式主要为在银价的基础上加收加工费；另一部分为银粉制成银浆，定价方式主要为在银粉的基础上再次加收加工费。因此银浆价格由银价主导，成本极易受银价波动影响。

图22: 银粉在银浆原材料中的成本占比



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

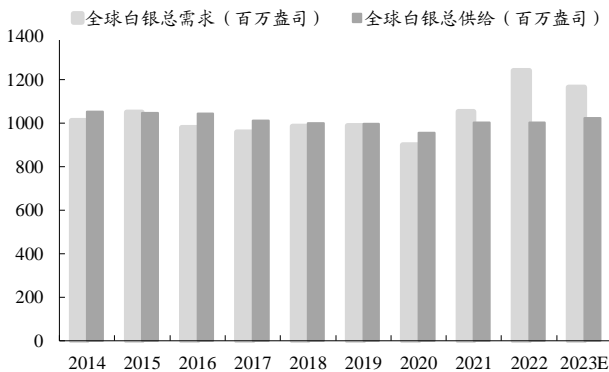
图23: 伦敦现货白银价格



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

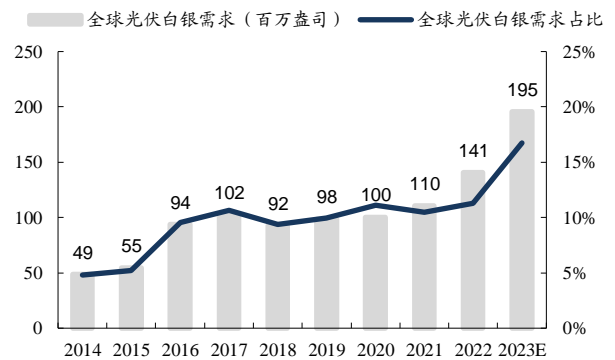
光伏白银需求稳步增长，降本增效潜力大。根据世界白银协会统计，2021-2023 年世界白银出现连续三年供不应求的局面，2023 年白银供给缺口达到 2.38 亿盎司(约 673.9 吨)，2023 年白银价格预计将持续上涨。光伏白银方面，2018 年到 2022 年，全球光伏白银需求稳步增长，CAGR 达 11.02%。2023 年光伏白银需求预计为 195.3 亿盎司，占全球白银总需求的 16.7%，相较于 2022 年增长 5.2%。整体来看，无论是全球光伏白银需求总量还是占全球白银需求量比例均处于稳步上升态势。白银需求增加将增大银价的波动性，进一步刺激银浆厂商推进降本增效。

图24: 全球白银总供给与总需求对比



数据来源: 世界白银协会, 东吴证券研究所

图25: 全球光伏白银需求及需求占比



数据来源: 世界白银协会, 东吴证券研究所

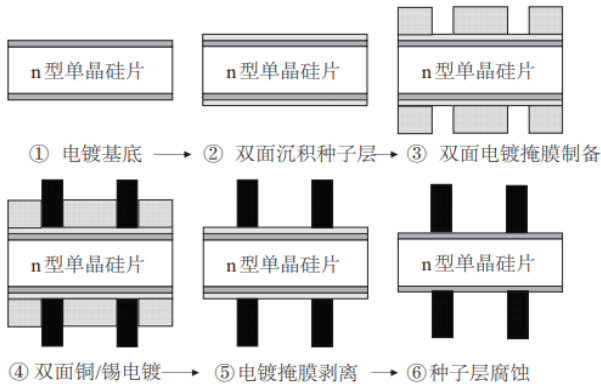
银包铜显著降低银耗，适合应用于 HJT。银包铜粉是采用先进表面处理技术，在铜微纳颗粒表面沉积不同厚度银镀层，从而提升铜粉抗氧化性和导电性的复合粉体金属材料。银包铜粉是通过将银覆盖在铜粉表面来减少银的用量，通过调整银和铜的比例，能够保证转化效率的同时降低银耗量。在 HJT 上，由于其低温工艺抑制其氧化，同时 HJT 细栅线承载电流较小，电池结构抑制了铜在硅中的电迁移效应，因此银包铜在 HJT 上可以充分实施。

电镀铜各环节路线多样，产业化路线尚不明晰。电镀铜技术首先引入一层极薄的种子层 (100 nm)，增加电镀金属与 TCO 之间的附着性能；然后通过图形转移技术选择性地获得电极的设计图案，之后经过电镀粘合层、导电层、焊接层，掩膜的剥离及退镀等流程，最终得到具有优异塑形和良好选择性的铜电极。电镀铜技术总体可分为种子层、图形化、电镀和后处理四大环节。种子层有整面制备种子层、局部制备种子层和无种子层三种技术路线；图形化环节有掩膜类光刻、LDI 激光直写以及激光开槽等路线；电镀环节包括水平镀、垂直镀等。目前各个路线均有公司尝试开发，寻找最适合的技术途径尚需时间。

电镀铜暂缺经济性，成本高于银包铜+0BB。技术层面上，TOPCon 电池硅片直接与电极接触，缺乏 TCO 薄膜阻隔，使用电镀铜容易将铜扩散进入硅片，影响电池性能；

同时在 TOPCon 的高温工艺环境中，电镀铜浆容易氧化，适配性降低。2023-2024 年市场上新增 N 型电池片产能主要为 TOPCon 电池，HJT 产能释放尚需时间，电镀铜应用场景短期内难以形成规模。成本层面，虽然电镀铜技术理论上可实现无银化，但目前单瓦成本在 0.1-0.11 元，而银包铜+0BB 技术能够将单瓦成本降低至 0.1 元以下。短期内电镀铜竞争力不及银包铜，电镀铜暂无经济性，待新技术突破。

图26: 电镀铜工艺流程图



数据来源：太阳能学报，东吴证券研究所

表4: 铜电镀各环节技术路线及主要厂商情况

生产环节	技术路线	主要厂商
种子层制备	整面制备	捷德宝
	局部制备	太阳井
	无种子层	迈为股份
图形化	掩膜类光刻	迈为股份
	LDI 激光直写	芯碁微装
	激光开槽	帝尔激光
电镀	水平镀	迈为股份
	垂直镀	东威科技
后处理	—	—

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

3. 乘国产化东风，多业务布局强化竞争优势

3.1. 产品线完备齐全，N 型电池用银浆性能优异

产品线覆盖面广，产销研反馈迅速。目前产品线囊括了多晶 PERC 电池、单晶单面氧化铝 PERC 电池、单晶双面氧化铝 PERC 电池、N 型 TOPCon 电池、HJT 电池、IBC 电池等主流及新型高效电池片领域用正面银浆，并针对金刚线切片技术、MBB/SMBB 技术、叠瓦技术、无网结网版印刷等特定工艺开发了相关细分产品。凭借着品类丰富、迭代迅速的产品体系，公司根据销售过程中不同客户和生产商的反馈以及改良建议，及时反馈工程技术中心和新产品开发部门，实现技术持续升级、配方快速调整，以最快速度满足下游客户定制化需求。

银浆产品不断精进，TOPCon 银浆产品性能优异。公司在 TOPCon 电池领域提供的是成套银浆，其中包括受光面细栅银浆、背光面细栅银浆和双面兼容主栅银浆，是目前行业唯一一家能够提供 TOPCon 成套银浆的公司。对于同行业可比公司，客户仅使用其一道或多道银浆产品。在性能指标表现上，与使用成套银浆产品相比，使用公司成套银浆产品能在有效提高电性能、可靠性的同时，降低单位耗量。目前公司 HJT 低温银浆开发项目已实现客户端量产和技术改进，后续有望在前景日益广阔的低温银浆市场中占有一席之地。

表5: 公司 TOPCon 成套银浆产品性能指标优异

	客户 A		客户 B	
	聚和材料	公司一+聚和材料+公司二	聚和材料	公司三+聚和材料+聚和材料
开路电压 (V)	702.7	701.9	707.3	706.9
短路电流 (A)	10.519	10.511	11.079	11.058
填充因子 (%)	82.81	82.93	83.43	83.62
电池转换效率 (%)	24.29	24.28	24.452	24.446
单位耗量/pcs	120	122.5	107.6	110
拉力 (N)	5	4.2	3.7	3.7
印刷线宽 (μm)	31	31.5	30	30.5
印刷速度 (mm/s)	380	380	400	400

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

注: 发行人在 TOPCon 电池领域提供的是成套银浆, 其中包括受光面细栅银浆、背光面细栅银浆和双面兼容主栅银浆。在此之前, 客户通过整合不同浆料供应商生产的受光面细栅银浆、背光面细栅银浆和双面兼容主栅银浆进行电池制备。表格中“公司一+聚和材料+公司二”是指客户使用公司一受光面细栅银浆+聚和材料背光面细栅银浆+公司二主栅银浆; 表格中“公司三+聚和材料+聚和材料”是指客户使用公司三受光面细栅银浆+聚和材料背光面细栅银浆+聚和材料主栅银浆。

HJT 银浆性能不断提升, 银包铜+0BB 方案有望落地。目前公司拥有多种 HJT 低温浆料产品, 涵盖多元化应用场景。公司已经完成 0BB 工艺下副栅银浆、开口 15-20 μm 下副栅银包铜浆料等产品的研发。预计至 2023 年年底, 主栅 0BB+细栅 14 μm +双面银铜浆方案有望落地。公司有望享受银包铜带来的技术红利。

3.2. 定制化增强客户粘性, 持续享受客户资源红利

持续开发优质大客户, 客户认可度持续增强。公司致力于行业内大客户的开拓, 投资新的研发中心和产能基地以适应客户需要。其中成都研发中心主要服务通威太阳能(成都), 根据通威太阳能的采购需求生产货物。公司生产基地与前四大客户均位于 1 小时圈中, 能与客户实现长时有效沟通, 满足多样化需求。

高效客户响应体系, 提高客户满意度。公司通过配备客户驻地研发工程师、设立客户经理、建立完备的客户档案、客户投诉等管理系统以及信息快速传递与反馈机制, 不断提升客户满意度, 与诸多下游客户建立了较为稳定的合作伙伴关系, 提升了客户粘性。

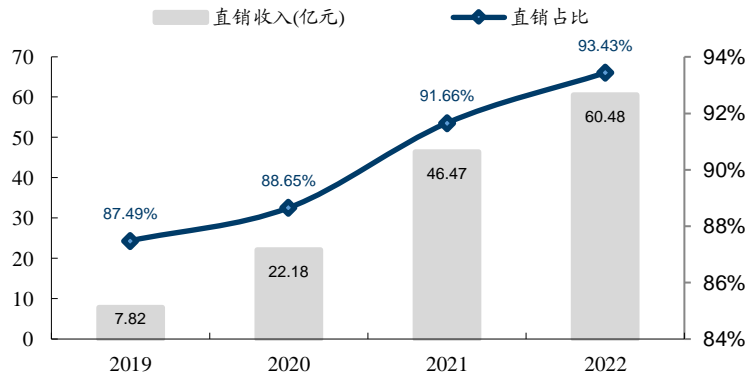
表6: 公司灵活高效的客户响应体系

	措施	目的
客户响应体系	配备客户驻地研发工程师	负责项目技术沟通并提供产品技术支持
	设置客户经理	负责与客户专人对接, 统一负责客户所有项目的协调与沟通
	建立完备的客户档案、客户投诉等管理系统	确保与客户间沟通信息的准确性, 并且实现及时、准确地响应客户所反馈的问题
	建立信息快速传递与反馈机制	保证公司销售、研发、生产等各部门之间建有严谨的工作流程和沟通机制, 确保了客户需求的快速处理与反馈

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

发力直销模式, 提高厂商端议价能力。在银价上涨的大背景下, 头部厂商越来越转向“以直销为主、经销为辅”的销售模式。2019年前后, 公司基于市场技术需求及自身产品优势先后与通威太阳能、东方日升等客户建立起直销合作关系, 增强公司抗风险能力。生产端与需求端的直接连接能够减少中间流通环节, 使得银浆厂商议价能力显著上升。2019-2021年公司提升直销占比, 销售收入显著上涨。

图27: 聚和材料直销收入与直销占比



数据来源: 招股说明书, 公司年报, 东吴证券研究所

TOPCon 加速放量, PERC 时代客户资源可持续利用。银浆是光伏电池采购的重要环节, 公司高度重视银浆业务的发展, 目前每月公司都能完成新产品送样。TOPCon 技术作为 PERC 技术的升级, 基本延续了 PERC 产线的基本设置。作为 PERC 时代的银浆龙头, 公司在销售中所积累的客户资源将在 TOPCon 时代持续贡献资源红利。

3.3. 银粉国产化提升银浆制作壁垒，带动量产银浆成本下降

多领域项目同时研发，银浆国产替代加快。截至 2022H1，公司主要在研项目预算总计 2.6 亿元。其中单晶 PERC、N 型 TOPCon 所使用的银浆关键技术及相应产品开发均处于客户端量产及后续技术精进的过程中，有助于维持公司在主流电池用银浆领域的技术优势。公司 IBC 电池中高温导电银浆技术项目基本完成开发，在高温银浆领域有望实现对目前主流 N 型电池技术的全覆盖。低温银浆领域，HJT 使用的低温银浆对外依赖度较大，主栅银浆国产化率低，细栅银浆几乎全部依赖进口。目前公司 HJT 低温银浆开发项目已实现客户端量产和技术改进，后续有望在前景日益广阔的低温银浆市场中占有一席之地。

表7：公司部分在研项目进展情况

项目名称	进展情况	经费预算（万元）	预期目标
月产 50 吨智能化银浆产线开发	实现客户端量产，技术持续精进中	1000	研究开发应用于大规模银浆生产的智能化产线，以实现单批次最大容量提升、减少生产作业人员劳动强度、预防生产过程产生错误。
细度<5um 的浆料技术开发及工程化	实现客户端量产，技术持续精进中	1000	开发出一款细度<5um 的浆料配方并实现量产。
单晶 PERC 高接触无机体系及超细线印刷产品开发	实现客户端量产，技术持续精进中	3000	优化 PERC 单晶高效电池无机体系的开发，实现银杂质在电池片中扩散的降低、技术的光电转化效率的提升、现有相关产品银浆耗量的降低。
N-TOPCon 电池高效导电银浆关键技术及成套产品开发	实现客户端量产，技术持续精进中	8000	优化 N-TOPCon 电池高效导电银浆关键技术及成套产品开发，实现电池转化效率提升 0.3%和 182mm 尺寸电池单片银浆用量≤100mg/pcs 的目标。
薄膜硅-晶体硅异质结（HJT）太阳能电池高导电低温银浆开发	实现客户端量产，技术持续精进中	6000	优化 HJT 低温银浆配方及制备工艺，降低 HJT 银浆自身体电阻，提高细栅导电率，提升银浆印刷性能，提高 HJT 银浆的拉力，在低温烧结的条件下实现>1.8N 的拉力水平。
26% 双极钝化&全背电极（IBC）电池中高温导电银浆技术	基本完成开发	1500	完成对 IBC 浆料的开发并形成收入
新型高性能、低成本光伏银浆产品及关键制造技术	基本完成开发	1000	从银包铜粉的选型及测试评估，浆料配方设计，电性能和可靠性测试四个方面进行研究开发，制备出满足未来市场发展方向的低成本高性能导电浆料。
新型复合金属氧化物玻璃料的设计、开发与应用	实现客户端量产，技术持续精进中	2500	研制一种含镓高铅玻璃粉及由其制备的应用于 TOPCon 太阳能电池受光面 P 型发射极的银铝浆料，以改善银电极和硅片之间的接触电阻，同时降低由于铝粉引入带来的电阻提升，实现降本增效。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

日本银粉厂商战略保守扩量有限，下游需求快速增长带动银粉国产放量。目前国内银粉市场的货源主要来自于海外日本 DOWA、美国 AMES，以及国内中船重工 712 所、苏州思美特、山东建邦等。由于日本厂商 DOWA 战略保守、扩量有限，所以日益扩张的下游市场需求带动银粉国产放量，包括公司在内的多家国内银粉企业都纷纷在产业链上游进行布局扩产，推动银粉国产替代。

上游银粉供应和下游银浆需求的多样性加大银浆厂配方难度，行业竞争壁垒提升。一方面，银粉国产化意味着原材料银粉的多样性提升，从而给银浆厂配方调整提出更高的挑战；另一方面，客户生产产品的更新换代要求银浆厂调整有机溶剂的数值以及及时满足适配需求，这需要长期良好的客户合作关系以及及时进行适配测试并持续迭代银浆产品，客户关系和技术要求共同带来行业竞争壁垒提升。

银粉进口替代及业务向上游扩展有望压缩成本。光伏银浆生产成本主要由原材料、人工、折旧构成，原材料中银粉为最主要部分，光伏银浆的成本几乎由银粉成本决定，银粉的国产替代有望促进成本降低。聚和材料打通了部分银粉产线，业务布局向上游扩展，同时正银技术的突破使得正银国产化趋势提升，公司目前 PERC80%以上是国产粉、TOPCon 也在推进国产进程，将为聚和材料带来成本端的进一步下降。国产银粉加工费相对更贵，但基于国内银点的更低价格，国产银粉仍具有 10%左右的价格优势。随公司国产化银粉使用比例的增加，成本将持续降低，公司的利润有望深度扩张。

表8: 部分厂商银粉国产化举措

公司	项目名称	项目情况
聚和材料	收购江苏连银 100%的股权	江苏连银致力于光伏电池银浆用电子级银粉的完全国产化，公司已于 6 月 8 日完成收购。
	建设年产 3,000 吨电子级银粉生产及研发项目	项目总投资约 12 亿元，计划建设 18 个月。
国银新材	建设 2000 吨级高性能超细银粉项目	5 月一期 500 吨产能已投产，二期 1500 吨计划 2024 年开工建设。
帝科股份	建设东莞电子专用材料项目	一期年产 5000 吨硝酸银产线计划于 2023 年中投产；二期年产 2000 吨金属粉将于 2024 年投产。

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

3.4. 打通业绩增长的第二曲线，前景广阔

公司共有 7 家控股公司，其中 6 家为全资子公司。江苏连银为 2023 年新增控股子公司。子公司业务定位清晰、各司其职。其中，德朗聚、匠聚从事新材料制造，泰聚、铍聚、聚麒和连银从事贸易业务，泰聚和铍聚主要开展公司的贸易业务，为上海当地贡

献税收增量，聚麒作为原材料采购平台，实现一体化降本。成都德泓聚兼具研发和生产属性。

表9: 部分子公司财务状况

公司名称	时间	总资产 (万元)	净资产 (万元)	净利润 (万元)
上海匠聚	2021 年度	9,528.09	44.71	-173.75
	2022 年 1-6 月	8,641.34	732.46	687.75
常州聚麒	2021 年度	40,477.00	6,067.63	67.63
	2022 年 1-6 月	8,717.14	6,278.62	211.00
上海泰聚	2021 年度	20,414.17	781.45	-218.55
	2022 年 1-6 月	25,179.24	716.85	-64.60
上海铎聚	2021 年度	24,347.69	868.78	-131.22
	2022 年 1-6 月	27,987.69	1,529.98	661.20
上海德朗聚	2021 年度	144.24	108.73	8.73
	2022 年 1-6 月	331.47	281.71	-7.02

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

MLCC 需求回暖，匠聚有望盈亏平衡。上海匠聚成立于 19 年，主要做非光伏领域的浆料，辅以光伏银浆作为当前收入来源。非光伏浆料生产前期投入大，19-21 年度净利润为负；22H1 净利润 687.75 万元，22 年全年处于亏损状态；23 年 6 月实现单月扭亏为盈，全年预计将实现盈亏平衡。目前上海匠聚已做出 50 余项产品，主要是 5G 滤波器、电感、电容、电阻、电致变色玻璃、LTCC、MLCC、HTCC 等工业电子和消费电子领域的铜浆。匠聚针对浆料生产有多项专利。匠聚潜在的业务增长点来自 MLCC，该领域产品铜浆用量较大，该领域 2023 年市场空间预计 77 亿，2025 年达到 87 亿。公司目前在深圳设立分公司，在各地地区设立销售点。同时，由于在国内起步较早，6 个月天然的验证周期将为匠聚带来先发优势。随着产品放量，有望实现住友、JSE 等日企生产的铜浆的替代，提升市占率。

表10: MLCC 用铜浆市场规模测算

	2022	2023E	2024E	2025E
MLCC 全球市场规模 (亿元)	1204.00	1282.26	1365.61	1454.37
MLCC 毛利率	40%	40%	40%	40%
MLCC 内电极成本占比	10%	10%	10%	10%
MLCC 外电极成本占比	10%	10%	10%	10%
铜浆市场规模 (亿元)	72.24	76.94	81.94	87.26

数据来源：公司公告，中国产业信息网，中国电子元件行业协会，东吴证券研究所

德朗聚产品推进顺利，年内跑通业务线。德朗聚成立于 2021 年，共有三块业务，导热结构胶业务占比最大。公司成立时间较短，业务线尚未完全跑通，收入贡献有限。目前在环氧树脂、丙烯酸、聚氨酯三个领域都已经实现出货。在电池结构胶、结构导热胶、纯银胶、银铜胶等领域实现批量出货，产品在消费电子、工业电子、视频安防等领域认证通过。随着工业电子和消费电子领域客户的导入，相关订单量将逐渐增加。2023 年德朗聚有望跑通全部业务线，实现扭亏为盈，成为公司产能扩张和业绩提升的新引擎。

表11: 德朗聚产品概况

产品	应用领域	客户
储能中 PACK 电池的 导热结构胶	液冷、风冷，主要是液冷	/
导电结构胶	BIPV 领域	/
铜浆	工业电子、消费电子	大华、海康威视、舜宇光学

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

考虑公司正面银浆的领先地位，有望充分受益于 N 型迭代下全球光伏装机需求的高速发展。我们预计 2023-2025 年公司营业总收入分别为 95.80/125.73/140.30 亿元，其中正面银浆业务 2023-2025 年销量预期分别为 2000/2750/3100 吨，贡献收入 95.40/125.13/139.50 亿元，毛利率分别为 11.80%/11.50%/11.10%。

表12: 聚和材料盈利拆分及预测 (百万元)

百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	217.79	894.01	2502.72	5083.93	6504.21	9580.00	12572.50	14030.00
营业成本	181.86	729.32	2157.99	4550.97	5752.68	8442.01	11112.29	12451.28
毛利率	16.50%	29.45%	31.12%	28.97%	11.55%	11.88%	11.61%	11.25%
正面银浆								
营业收入	211.29	890.63	2501.80	5066.14	6473.05	9540.00	12512.50	13950.00
毛利率	16.62%	18.40%	13.75%	10.44%	11.42%	11.80%	11.50%	11.10%
销量 (吨)		209.17	500.73	944.32	1374.10	2000.00	2750.00	3100.00
单位价格 (元/kg)		4257.96	4996.27	5364.87	4710.76	4770.00	4550.00	4500.00
单位成本 (元/kg)		3474.62	4309.50	4804.97	4173.01	4207.14	4026.75	4000.50
加工费 (元/kg)		783.34	686.77	559.91	537.75	563	523	500
其他产品								
营业收入	6.39	2.81	0.12	4.28	12.19	20.00	40.00	60.00
毛利率	10.95%	14.95%	41.67%	47.20%	13.86%	45.00%	45.00%	45.00%
其他								
营业收入	0.11	0.57	0.80	13.51	18.97	20.00	20.00	20.00
毛利率	109.09%	73.68%	98.75%	16.36%	57.54%	16.36%	16.36%	16.36%

数据来源: 各公司公告, 光伏行业协会, 东吴证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 5.92/8.18/10.22 亿元, 同增 51%/38%/25%, 对应 EPS 为 3.6/4.9/6.2 元。由于帝科股份、苏州固锝、福斯特、宇邦新材都为辅材公司, 且帝科股份为光伏银浆龙二, 同时结合公司光伏银浆龙头企业地位, 我们给予帝科股份、苏州固锝、福斯特、宇邦新材 34%、22%、22%、22%权重。如下图所示, 可比公司的 2023 年动态 PE 加权均值为 23.8 倍。考虑公司银浆龙头地位, 团队优秀、技术与工艺积淀深厚、客户和供应商渠道稳定, 我们给予公司 2023 年 30xPE, 对应目标价 107.3 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表13: 可比公司估值表 (截至 2023 年 8 月 11 日)

代码	公司	权重	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			来源
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
300842	帝科股份	34%	65.88	66.04	3.89	5.93	8.14	17.00	11.13	8.12	Wind 一致预期
002079	苏州固锴	22%	12.47	100.74	3.07	3.72	4.56	32.82	27.08	22.09	Wind 一致预期
603806	福斯特	22%	34.59	644.81	28.20	36.50	47.80	22.87	17.67	13.49	东吴研究所
301266	宇邦新材	22%	57.40	59.70	2.39	3.37	4.47	24.98	17.71	13.35	东吴研究所
可比公司加权平均(权重×PE)								23.52	17.53	13.53	
688503	聚和材料		80.83	133.88	5.92	8.18	10.25	22.61	16.36	13.06	东吴研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) 原材料价格上涨超预期的风险。**公司主营的银浆产品主要原材料为银粉和银锭, 相关原材料价格可能会受到宏观经济变化及相关产业政策的影响, 若未来原材料价格上涨幅度较大, 将对公司生产成本控制造成不利影响。
- 2) 下游行业需求增长不及预期的风险。**公司主要客户为电池片厂商, 若电池片行业的需求增长不及预期, 将对公司业绩增长造成不利影响。
- 3) 竞争加剧。**若国内厂家密集涌入带来价格战, 可能对公司利润水平带来负面影响。

聚和材料三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,521	6,468	7,858	9,415	营业总收入	6,504	9,580	12,573	14,930
货币资金及交易性金融资产	2,772	3,167	3,722	4,569	营业成本(含金融类)	5,753	8,442	11,112	13,251
经营性应收款项	2,110	2,537	3,124	3,636	税金及附加	7	12	16	19
存货	605	704	926	1,104	销售费用	25	34	41	45
合同资产	0	0	0	0	管理费用	63	163	151	119
其他流动资产	34	61	86	106	研发费用	214	297	390	433
非流动资产	291	343	407	484	财务费用	32	10	17	18
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	14	12	20	27
固定资产及使用权资产	135	128	128	132	投资净收益	23	45	59	84
在建工程	2	22	52	92	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	127	157	187	217	减值损失	(20)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	0	3	6	营业利润	428	680	925	1,154
其他非流动资产	24	36	36	37	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	5,811	6,811	8,264	9,899	利润总额	428	681	925	1,155
流动负债	1,246	1,698	2,334	2,943	减:所得税	37	88	107	129
短期借款及一年内到期的非流动负债	769	1,267	1,767	2,267	净利润	391	592	818	1,025
经营性应付款项	338	281	370	442	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	5	6	8	9	归属母公司净利润	391	592	818	1,025
其他流动负债	134	144	189	225	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.36	3.58	4.94	6.19
非流动负债	19	35	35	35	EBIT	438	691	942	1,173
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	478	718	971	1,204
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.55	11.88	11.61	11.24
租赁负债	9	9	9	9	归母净利率(%)	6.01	6.18	6.51	6.87
其他非流动负债	9	26	26	26	收入增长率(%)	27.94	47.29	31.24	18.75
负债合计	1,264	1,733	2,369	2,978	归母净利润增长率(%)	58.53	51.36	38.17	25.32
归属母公司股东权益	4,547	5,078	5,896	6,921					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,547	5,078	5,896	6,921					
负债和股东权益	5,811	6,811	8,264	9,899					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(1,215)	12	127	422	每股净资产(元)	40.63	30.66	35.60	41.79
投资活动现金流	(2,136)	(129)	(54)	(44)	最新发行在外股份(百万股)	166	166	166	166
筹资活动现金流	3,994	412	462	450	ROIC(%)	10.23	10.29	11.87	12.35
现金净增加额	645	294	535	827	ROE-摊薄(%)	8.60	11.66	13.88	14.81
折旧和摊销	40	28	29	32	资产负债率(%)	21.75	25.45	28.66	30.08
资本开支	(159)	(70)	(90)	(105)	P/E (现价&最新股本摊薄)	34.22	22.61	16.36	13.06
营运资本变动	(1,667)	(599)	(699)	(601)	P/B (现价)	1.99	2.64	2.27	1.93

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码：215021
 传真：（0512）62938527
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>