

聚和材料 (688503)

聚和材料 23 年中报点评: N 型占比持续提升, 享受量价双升 α 买入 (维持)

2023 年 08 月 18 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

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: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年中报, 实现归母净利 2.69 亿元, 同增 24.71%; 扣非净利 1.99 亿元, 同减 2.21%, 其中 2023Q2 归母净利 1.45 亿元, 同增 29.32%, 环增 17.29%; 扣非净利 1.38 亿元, 同增 37.24%, 环增 126.34%, 业绩符合预期。
- **N 型占比持续提升, 享受量价双升 α 。** 2023H1 公司正银出货量 844 吨, 同增 23%, PERC/TOPCon/HJT 占比为 87%/12%1%; 其中 2023Q2 正银出货 470 吨, 同增约 42%/环增 26%, TOPCon 占比约 15%; TOPCon 加工费当前溢价 200 元+/kg, 受益于 N 型占比提升, 我们测算 2023Q2 单 kg 毛利环比提升。目前公司 PERC 市占率约 45%, 2023Q2 TOPCon 银铝浆市占率 50%+, 背面细栅市占率约 20%, 主栅市占率 35-40%, N 型电池迅速放量, 公司快速抢占市场份额。展望 2023Q3, 随 TOCPon 产能进一步投产, 我们预计公司银浆出货 550-600 吨, N 型浆料占比超 30%, 我们预计全年出货量达 2000 吨; N 型渗透率持续提升, 公司享受银浆环节量利双升 α 。
- **产能扩张+银粉自供, 持续保障增长。** 公司年产 3000 吨银浆建设项目 (二期) 已投入建设, 拟于 9 月底建成, 届时产能可达 3000 吨; 公司在泰国拟建设年产 600 吨银浆项目, 以满足国际客户交付需求, 提升海外市场份额。同时在日本注册聚和科技研发中心, 加大研发投入, 为全球战略奠定基础。公司已收购江苏连银 100% 股权 (更名聚有银), 部分银粉自供有助于公司降本, 增强竞争力。同时公司拟投资 12 亿建设年产 3000 吨电子级银粉, 强化公司上下游协同, 降低整体经营风险。
- **围绕浆料研发能力, 打造第二曲线。** 围绕浆料研发能力, 在非光伏领域公司积极布局第二、第三曲线, 电子浆料已形成 8 大系列, 70 余个 SKU, 产品覆盖射频、片式元器件、电致变色玻璃、LTCC 等多个市场。胶粘剂围绕光伏、动力储能和消费电子等市场, 开发了导热、功能粘接等多个功能系列产品, 其中多个主打产品已通过核心客户验证, 获得稳定订单需求。
- **费用率持续优化, 经营能力提升。** 公司 2023Q2 期间费用 0.9 亿元, 同降 8%, 环增 4.6%; 2023Q2 期间费用率 3.8%, 同环降 2.0/1.1pct, 费用率持续优化; 2023Q2 ROE 约 3.1%, 环增 0.4pct, 经营能力提升。
- **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, 我们维持公司盈利预测, 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%。基于公司团队、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, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	76.14
一年最低/最高价	69.91/165.00
市净率(倍)	2.67
流通 A 股市值(百万元)	2,805.75
总市值(百万元)	12,610.91

基础数据

每股净资产(元,LF)	28.56
资产负债率(% ,LF)	26.81
总股本(百万股)	165.63
流通 A 股(百万股)	36.85

相关研究

《聚和材料(688503): 技术迭代加速受益, 光伏正银龙头乘风起》

2023-08-11

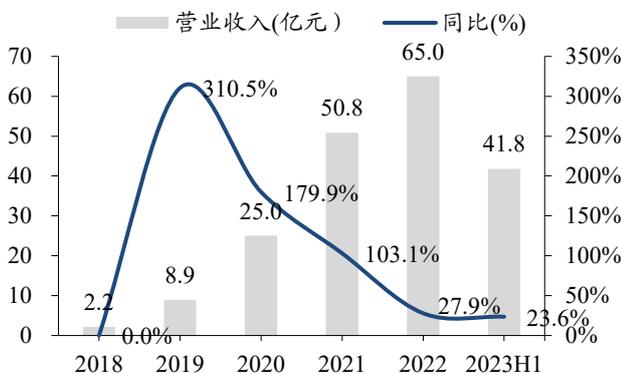
事件：公司发布 2023 年半年报，2023H1 实现营业收入 41.81 亿元，同比增长 23.56%；实现利润总额 2.98 亿元，同比增长 26.01%；实现归属母公司净利润 2.69 亿元，同比增长 24.71%；实现扣非归母净利润 1.99 亿元，同比下降 2.21%。2023H1 毛利率为 10.18%，同比下降 1.26pct，2023H1 归母净利率为 6.44%，同比上升 0.06pct；2023H1 扣非归母净利率 4.76%，同比下降 1.25pct。2023Q2 实现营业收入 23.98 亿元，同比增长 41.86%，环比增长 34.42%；实现利润总额 1.63 亿元，同比增长 34.00%，环比增长 20.70%；实现归属母公司净利润 1.45 亿元，同比增长 29.32%，环比增长 17.29%；实现扣非归母净利润 1.38 亿元，同比增长 37.24%，环比增长 126.34%。2023Q2 毛利率为 11.26%，同比下降 0.48pct，环比增长 2.54pct；2023Q2 归母净利率为 6.06%，同比下降 0.59pct，环比下降 0.89pct；2023Q2 扣非归母净利率 5.75%，同比下降 0.19pct，环比上升 2.34pct。

表1：2023H1 收入 41.81 亿元，同比增长 23.56%；归母净利润 2.69 亿元，同比增长 24.71%（单位：亿元）

聚和材料	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	41.81	33.84	23.56%	23.98	16.90	41.86%	17.84	34.42%
营业成本	37.56	29.97	25.32%	21.28	14.92	42.63%	16.28	30.69%
毛利率	10.2%	11.4%	-1.26pct	11.3%	11.7%	-0.48pct	8.7%	+2.54pct
营业利润	2.97	2.36	25.66%	1.62	1.21	33.27%	1.35	19.99%
利润总额	2.98	2.36	26.01%	1.63	1.22	34.00%	1.35	20.70%
归属母公司净利润	2.69	2.16	24.71%	1.45	1.12	29.32%	1.24	17.29%
扣非归母净利润	1.99	2.03	-2.21%	1.38	1.01	37.2%	0.61	126.34%
归母净利率	6.4%	6.4%	+0.06pct	6.1%	6.6%	-0.59pct	6.9%	-0.89pct
扣非归母净利率	4.8%	6.0%	-1.25pct	5.8%	5.9%	-0.19pct	3.4%	+2.34pct
股本	1.66	0.84	-	1.66	0.84	-	1.12	-

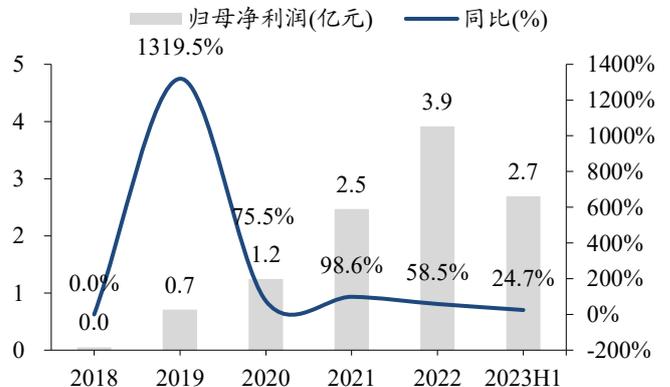
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：2023H1 营业收入 41.81 亿元，同比+23.56%（亿元，%）



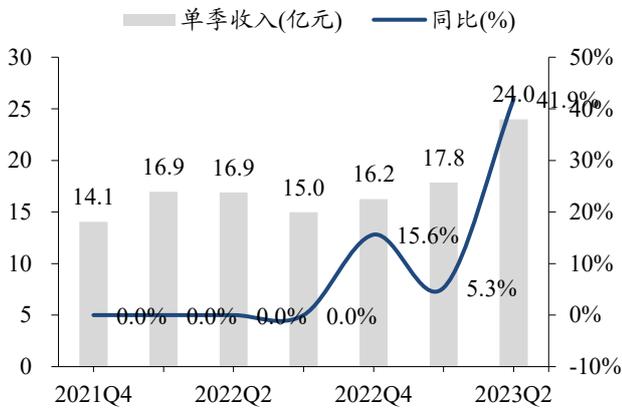
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2023H1 归母净利润 2.69 亿元，同比+24.71%（亿元，%）



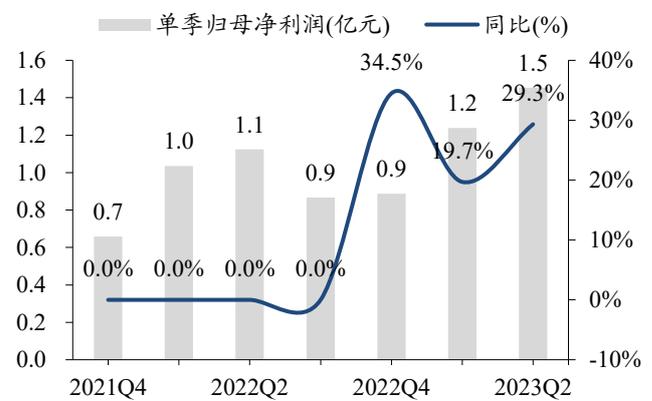
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 23.98 亿元, 同比+41.86%, 环比+34.42% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 1.45 亿元, 同比+29.32%, 环比+17.29% (亿元, %)



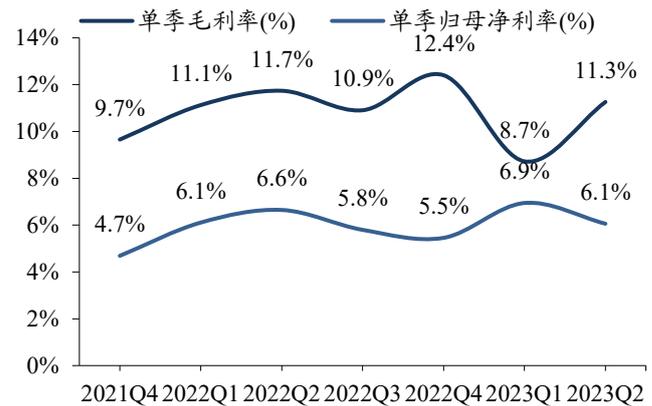
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、净利率分别为 10.18%、6.44% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

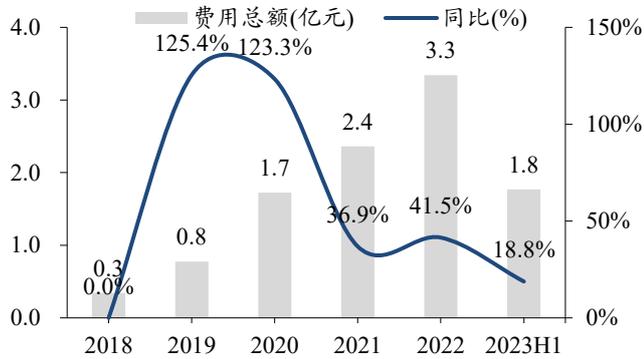
图6: 2023Q2 毛利率、净利率分别为 11.26%、6.06% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

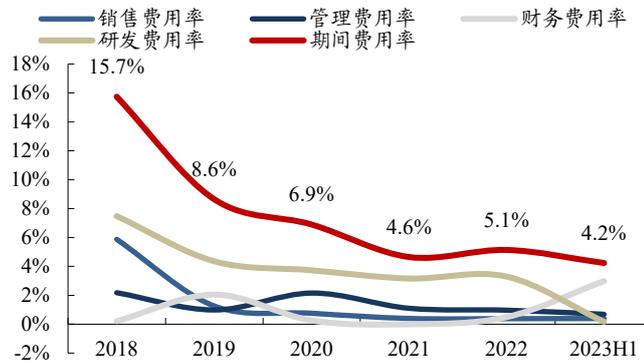
财务费用大幅改善, 期间费用率下降明显。公司 2023H1 期间费用合计 1.77 亿元, 同比增长 18.79%; 期间费用率为 4.23%, 同比下降 0.17pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 92.51%、上升 17.13%、上升 21.81%、下降 47.93%至 0.16 亿元、0.29 亿元、1.25 亿元、0.07 亿元; 费用率分别上升 0.14、下降 0.04、下降 0.23、下降 0.04 个百分点至 0.39%、0.69%、0.17%、2.99%。公司 2023Q2 期间费用合计 0.90 亿元, 同比下降 7.99%, 环比增长 4.59%; 期间费用率为 3.77%, 同比下降 2.04pct, 环比下降 1.08pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 126.73%、上升 86.16%、上升 15.24%、下降 110.31%至 0.09 亿元、0.18 亿元、0.66 亿元、-0.03 亿元; 费用率分别同比上升 0.14、上升 0.18、下降 0.64、下降 1.72 个百分点至 0.38%、0.74%、2.77%、-0.12%。

图7: 2023H1 期间费用 1.77 亿元, 同比+18.79% (亿元, %)



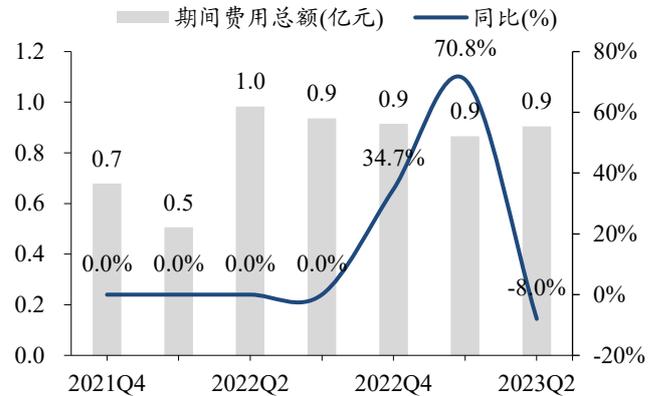
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2023H1 期间费用率 4.23%, 同比-0.17pct (%)



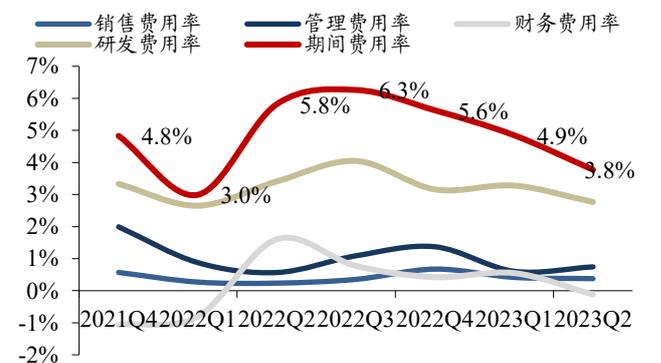
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2023Q2 期间费用 0.9 亿元, 同比-7.99%, 环比+4.59% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

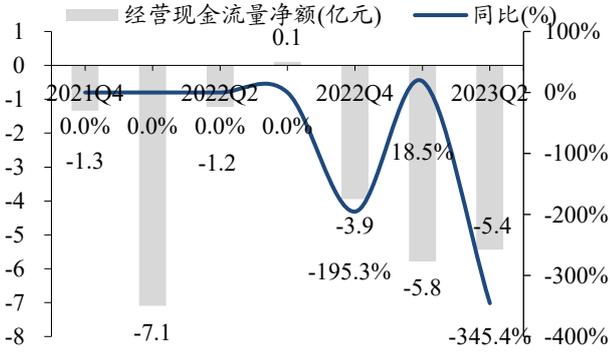
图10: 2023Q2 期间费用率 3.77%, 同比-2.04pct, 环比-1.08pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

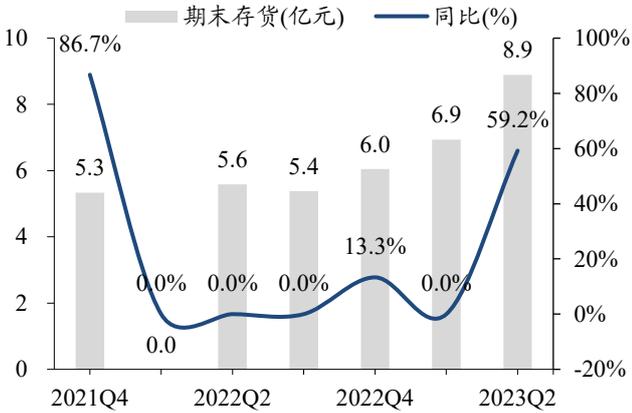
现金净流出增加、期末合同负债减少。2023H1 经营活动现金流量净流出 11.22 亿元, 同比下降 34.95%。销售商品取得现金 43.29 亿元, 同比增长 68.72%。期末合同负债 0.07 亿元, 同比下降 48.47%。期末应收账款 15.72 亿元, 同比增长 58.18%。应收账款周转天数同比上升 9.78 天至 56.79 天。期末存货 8.89 亿元, 同比上升 59.24%。存货周转天数同比上升 3.01 天至 35.8 天。2023Q2 经营活动现金流量净流出 5.44 亿元, 同比下降 345.42%, 环比增长 5.98%。销售商品取得现金 28.52 亿元, 同比增长 119.59%, 环比增长 93.05%。期末合同负债 0.07 亿元, 同比下降 48.47%, 环比增长 43.57%。期末应收账款 15.72 亿元, 同比增长 58.18%, 环比增长 36.63%。应收账款周转天数同比上升 9.78 天至 56.79 天。期末存货 8.89 亿元, 同比上升 59.24%, 环比增长 28.32%。存货周转天数同比上升 3.01 天至 35.8 天。

图11: 2023Q2 经营活动现金净流出-5.44 亿元, 同比-345.42%, 环比+5.98% (亿元, %)



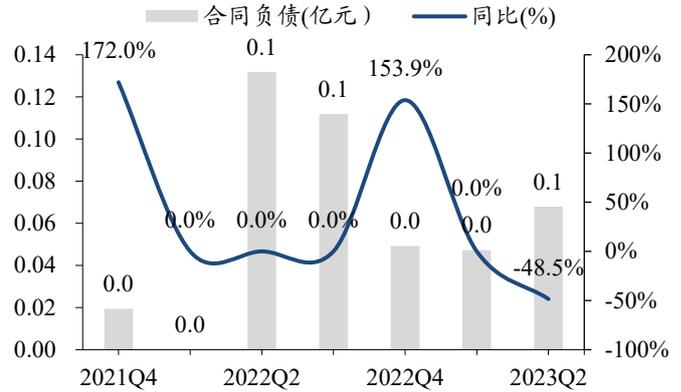
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023Q2 期末存货 8.89 亿元, 同比+59.24%, 环比+28.32% (亿元, %)



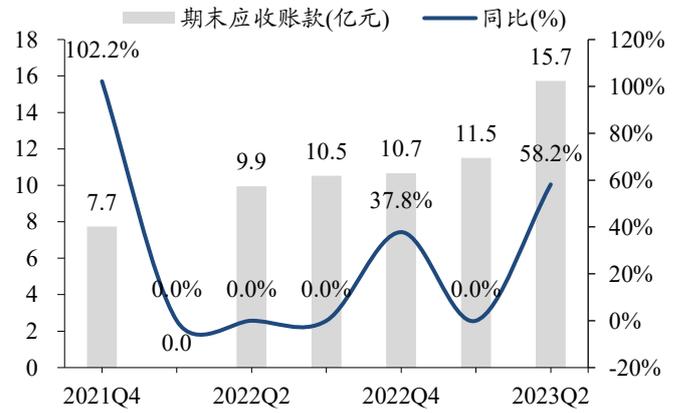
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q2 期末合同负债 0.07 亿元, 同比-48.47%, 环比+43.57% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q2 期末应收账款 15.72 亿元, 同比+58.18%, 环比+36.63% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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, 我们维持公司盈利预测, 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%。基于公司团队、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, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧。

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>