

2022年11月22日

聚和材料（688503.SH）

投资要点

- ◆ 本周五（11月25日）有一家科创板上市公司“聚和材料”询价。
- ◆ **聚和材料（688503）**：公司是一家专业从事新型电子浆料研发、生产和销售的高新技术企业，目前主要产品为太阳能电池用正面银浆。公司2019-2021年分别实现营业收入8.94亿元/25.03亿元/50.84亿元，YOY依次为310.50%/179.94%/103.14%，三年营业收入的年复合增速185.80%；实现归母净利润0.71亿元/1.24亿元/2.47亿元，YOY依次为1319.55%/75.55%/98.62%，三年归母净利润的年复合增速267.16%。最新报告期，2022Q3公司实现营业收入48.80亿元，同比增长32.65%；实现归母净利润3.03亿元，同比增长67.29%。根据初步预测，2022年公司实现净利润为36,000.00万元至40,000.00万元，同比上升45.88%至62.09%。
- ① **投资亮点**：1、公司是正面银浆全球销量第一的企业，有望受益于光伏产业的景气发展。正面银浆是制备太阳能电池金属电极的关键材料，太阳能电池行业市场规模的持续扩张将带动正面银浆的需求增长；根据中国光伏行业协会统计，2021年我国太阳能电池产量约198GW、同比增长46.80%，太阳能产业景气发展。公司是正面银浆产品的主要供应商，凭借其优异的产品性能及稳定的产品质量，已陆续与通威太阳能、东方日升、横店东磁、晶澳科技等诸多知名太阳能电池片制造商建立了长期稳定的合作关系；根据《2021-2022年中国光伏产业年度报告》的数据测算，2021年公司正面银浆销量为944.32吨，约占当年光伏正银全球市场占有率37.09%；公司成为首个代替境外银浆厂商、获得全球销量第一的企业。2、公司十分重视人才队伍的建设，目前已汇聚了一批国内外资深电子浆料专家；在核心技术团队的带领下，公司加速产品品类迭代。公司组建了一支以冈本珍范为首、具备较强竞争力的核心研发团队；首席技术官冈本珍范在电子浆料行业拥有超过30年的研发工作经验，曾长期任职于Du Pont Japan Ltd.、三星SDI等公司研发部门；美国杜邦与三星SDI作为最早进入正银领域的厂商，早期共同处于正银行业的领先地位。此外，公司多名核心技术团队成员亦具有较为丰富的太阳能电池或电子浆料领域从业经验，具备对行业发展的深刻理解。在核心团队的带领下，公司积极布局行业前沿产品，持续丰富产品品类，从传统的多晶硅电池到单晶PERC电池再到最新的TOPCon电池、HJT电池和IBC电池；在下游电池行业快速迭代的背景下，研发能力较强的人才团队将助推公司持续夯实产品竞争力。
- ② **同行业上市公司对比**：公司主要从事太阳能电池用正面银浆领域；根据业务的相似性，选取帝科股份、匡宇科技为聚和材料的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021年平均收入规模为14.43亿元、销售毛利率为11.52%。相较而言，公司的营收规模处于同业的高位区间，但毛利率未及同业均值。
- ◆ **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、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

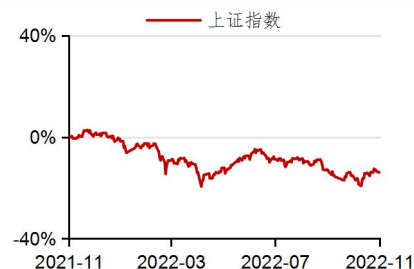
新股覆盖研究

股价

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	83.91
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.47	13.65	9.42
绝对收益	19.95	1.77	-21.02

分析师

李蕙

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

相关报告



公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	894.0	2,502.7	5,083.9
同比增长(%)	310.50	179.94	103.14
营业利润(百万元)	78.4	139.2	266.4
同比增长(%)	1,918.66	77.53	91.42
净利润(百万元)	70.8	124.2	246.8
同比增长(%)	1,319.55	75.55	98.62
每股收益(元)	1.26	1.70	2.94

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、聚和材料	4
（一）基本财务状况	4
（二）行业情况	5
（三）公司亮点	6
（四）募投项目投入	7
（五）同行业上市公司指标对比	7
（六）风险提示	8

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化	4
图 2：公司归母净利润及增速变化	4
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：全球及我国太阳能电池片产量情况	5
图 6：全球及我国光伏银浆需求变动情况	6
图 7： 2015-2022 年国产正银市场占比情况	6
表 1：公司 IPO 募投项目概况	7
表 2：同行业上市公司指标对比	8

一、聚和材料

公司是一家专业从事新型电子浆料研发、生产和销售的高新技术企业，目前主要产品为太阳能电池用正面银浆，目前已成功掌握了高效晶硅太阳能电池主栅及细栅银浆技术、TOPCon 高效电池成套银浆技术、超低体电阻低温银浆技术等多项核心技术。

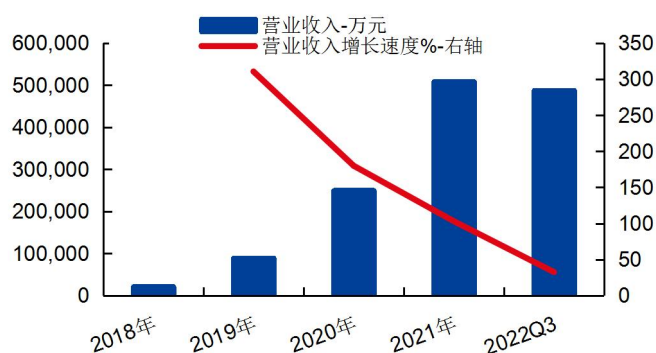
经过多年发展，公司产品不断获得客户的认可；报告期内，已与通威太阳能、东方日升、横店东磁、晶澳科技、中来光电、润阳悦达、阿特斯、金寨嘉悦、英发睿能等规模较大的太阳能电池片生产商建立了良好的合作关系，荣获通威太阳能授予的“2020 年战略合作伙伴”、“2020 年卓越品质奖”和“2021 年战略合作伙伴”，中来光电、阿特斯、横店东磁授予的“2020 年优秀供应商”，天合光能授予的“优秀供应商”等多项客户奖项。

（一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 8.94 亿元/25.03 亿元/50.84 亿元，YOY 依次为 310.50%/179.94%/103.14%，三年营业收入的年复合增速 185.80%；实现归母净利润 0.71 亿元/1.24 亿元/2.47 亿元，YOY 依次为 1319.55%/75.55%/98.62%，三年归母净利润的年复合增速 267.16%。最新报告期，2022Q3 公司实现营业收入 48.80 亿元，同比增长 32.65%；实现归母净利润 3.03 亿元，同比增长 67.29%。

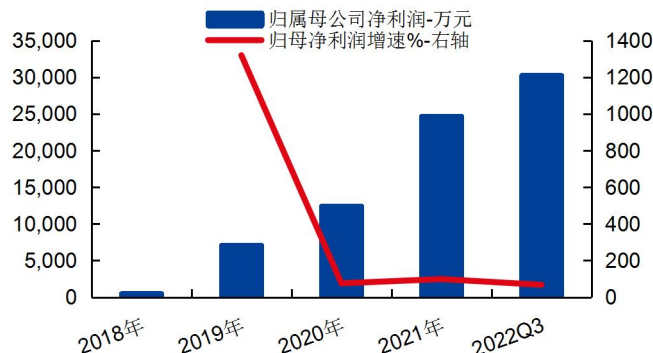
2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为两大板块，分别为太阳能电池用正面银浆（50.66 亿元，99.92%）、其他产品（0.04 亿元，0.08%）。报告期间，太阳能电池用正面银浆始终为公司的核心产品及首要收入来源，其销售收入占比基本维持在 95%以上；整体来看，收入结构并未出现重大变化。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



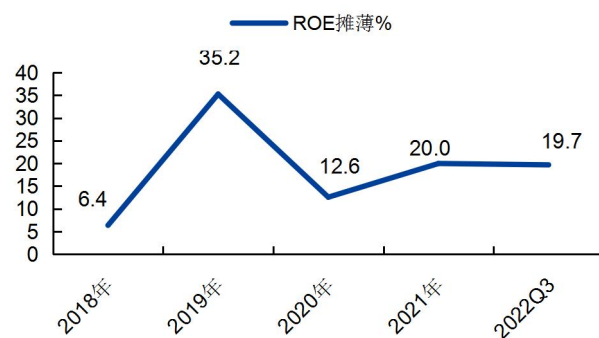
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

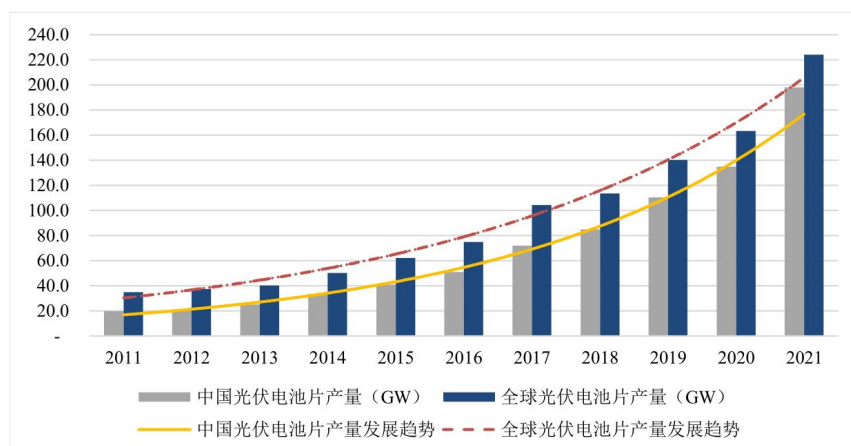
（二）行业情况

公司主营业务为新型电子浆料研发、生产与销售，目前公司主要产品为太阳能电池用正面银浆；根据其产品类型，公司归属于电子材料行业中正面银浆细分行业。

光伏银浆是制备太阳能电池金属电极的关键材料，根据位置及功能的不同，光伏银浆可分为正面银浆和背面银浆。正面银浆主要起到汇集、导出光生载流子的作用，常用在 P 型电池的受光面以及 N 型电池的双面；背面银浆主要起到粘连作用，对导电性能的要求相对较低，常用在 P 型电池的背光面。相对于背面银浆，公司主要产品正面银浆需要实现更多的功能和效用，对产品的技术要求更高。

正面银浆主要用于制备晶硅太阳能电池上的金属电极，太阳能电池的市场规模决定了正面银浆的需求量。根据中国光伏行业协会统计，2021 年全球太阳能电池产量约 224GW，同比增长 37.00%；我国太阳能电池产量约 198GW，同比增长 46.80%，占全球总产量 88.39%，全球太阳能电池产业持续向我国集中。

图 5：全球及我国太阳能电池片产量情况

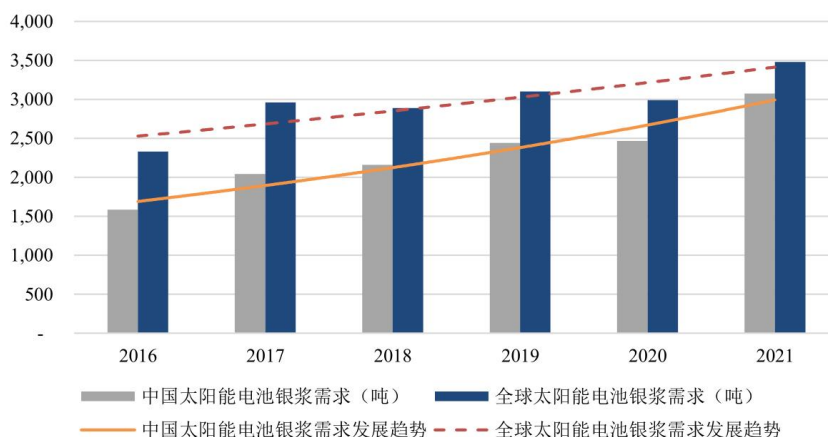


资料来源：中国光伏行业协会, 华金证券研究所

随着太阳能电池行业市场规模的持续扩大，正面银浆市场的需求逐步扩大。根据中国光伏行业协会的数据，2016 年至 2021 年，全球及我国光伏银浆总消耗量呈现波动增长的态势，2021 年

度,全球银浆总耗量达 3,478 吨(其中正面银浆耗量 2,546 吨),我国光伏银浆总耗量达到 3,074 吨(其中正面银浆耗量 2,250 吨),较 2016 年增长了 93.94%,占全球需求总量的比例达到 88.38%。

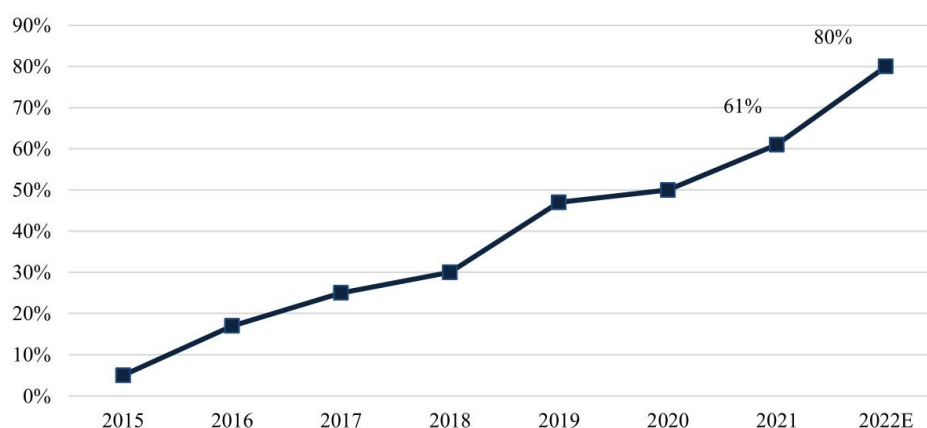
图 6: 全球及我国光伏银浆需求变动情况



资料来源: 中国光伏行业协会, 华金证券研究所

在光伏行业发展早期,由于正面银浆销售市场和原材料均在境外,加之正面银浆技术壁垒较高,境内极少有厂商涉足该领域,境外厂商垄断情况严重,但随着我国光伏行业近年来的迅猛发展,我国正面银浆需求量激增,仅靠境外正银厂商已无法满足我国正银的需求量,境外厂商又因地域限制等原因,很难第一时间满足境内客户的技术要求及对成本持续下降的需求,导致客户利润被压缩。在此背景下,2013 年前后我国涌现出了一批正银制造商,渐渐开始挑战境外厂商在正银领域的垄断地位。根据《2021-2022 年中国光伏产业年度报告》,近年来国产正面银浆综合竞争力不断加强、进口替代步伐提速,国产正面银浆市场占有率由 2015 年度的 5% 左右上升至 2021 年度的 61% 左右,预计 2022 年有望进一步提升至 80%。如今,境内正面银浆企业已占据相当的市场份额,预计未来正面银浆产能还将进一步向境内转移,进口替代加速。

图 7: 2015-2022 年国产正银市场占比情况



资料来源: 中国光伏行业协会, 华金证券研究所

(三) 公司亮点

1、公司是正面银浆全球销量第一的企业，有望受益于光伏产业的景气发展。正面银浆是制备太阳能电池金属电极的关键材料，太阳能电池行业市场规模的持续扩张将带动正面银浆的需求增长；根据中国光伏行业协会统计，2021 年我国太阳能电池产量约 198GW、同比增长 46.80%，太阳能产业景气发展。公司是正面银浆产品的主要供应商，凭借其优异的产品性能及稳定的产品质量，已陆续与通威太阳能、东方日升、横店东磁、晶澳科技等诸多知名太阳能电池片制造商建立了长期稳定的合作关系；根据《2021-2022 年中国光伏产业年度报告》的数据测算，2021 年公司正面银浆销量为 944.32 吨，约占当年光伏正银全球市场占有率 37.09%；公司成为首个代替境外银浆厂商、获得全球销量第一的企业。

2、公司十分重视人才队伍的建设，目前已汇聚了一批国内外资深的电子浆料专家；在核心技术队伍的带领下，公司加速产品品类迭代。公司组建了一支以冈本珍范为首、具备较强竞争力的核心研发团队；首席技术官冈本珍范在电子浆料行业拥有超过 30 年的研发工作经验，曾长期任职于 Du Pont Japan Ltd.、三星 SDI 等公司研发部门；美国杜邦与三星 SDI 作为最早进入正银领域的厂商，早期共同处于正银行业的领先地位。此外，公司多名核心技术团队成员亦具有较为丰富的太阳能电池或电子浆料领域从业经验，具备对行业发展的深刻理解。在核心团队的带领下，公司积极布局行业前沿产品，持续丰富产品品类，从传统的多晶硅电池到单晶 PERC 电池再到最新的 TOPCon 电池、HJT 电池和 IBC 电池；在下游电池行业快速迭代的背景下，研发能力较强的人才团队将助推公司持续夯实产品竞争力。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目和补充流动资金。

- 1、常州聚和新材料股份有限公司年产 3,000 吨导电银浆建设项目（一期）：项目一期建设完成后，公司将拥有年产 1,700 吨光伏银浆的生产能力，其中：正面银浆 1,200 吨、背面银浆 500 吨。
- 2、常州工程技术中心升级建设项目：将根据业务发展需求设置研发方向，引进先进技术设备和相关技术人才，开展相关研究，保持技术研发领先优势。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）	项目建设期
1	常州聚和新材料股份有限公司年产 3,000 吨导电银浆建设项目（一期）	27,287.00	27,287.00	12 个月
2	常州工程技术中心升级建设项目	5,400.00	5,400.00	12 个月
3	补充流动资金项目	70,000.00	70,000.00	-
	总计	102,687.00	102,687.00	-

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

2021 年度，公司实现营业收入 4.22 亿元，同比增长 48.32%；实现归属于母公司净利润 0.61 亿元，同比增长 2.73%。根据初步预测，2022 年公司预计实现营业收入约为 640,000.00 万元至 670,000.00 万元，与 2021 年度同比上升 25.89%至 31.79%；预计 2022 年度归属于母公司所有者的净利润为 36,000.00 万元至 40,000.00 万元，与 2021 年度同比上升 45.88%至 62.09%，预计 2022 年度扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 35,000.00 万元至 39,000.00 万元，与 2021 年度同比上升 43.08%至 59.43%；公司 2022 年度营业收入同比增长幅度较大，主要系下游客户需求稳健增长所致。

公司主要从事太阳能电池用正面银浆领域；根据业务的相似性，选取帝科股份、匡宇科技为聚和材料的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021 年平均收入规模为 14.43 亿元、销售毛利率为 11.52%。相较而言，公司的营收规模处于同业的高位区间，但毛利率未及同业均值。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年收入(亿 元)	2021 年收 入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
300842.SZ	帝科股份	65.39	407.44	28.14	77.96%	0.94	14.44%	10.06%	10.08%
870024.NQ	匡宇科技	4.85	-11.81	0.71	-67.44%	-0.36	-1194.8%	12.98%	-28.33%
688503.SH	聚和材料	/	/	50.84	103.14%	2.47	98.62%	10.48%	19.97%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（六）风险提示

技术风险、光伏产业政策变动风险、主要原材料价格波动风险、正银产品市场竞争日益加剧风险、正面银浆市场需求下降风险、其他清洁能源替代风险、主要原材料供应商集中风险、主要产品应用领域单一风险、客户集中度较高风险、正面银浆产品单位毛利下降风险、实际控制人持股比例较低风险、管理难度提升的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn