

聚和材料（688503.SH）-2022 年报及 2023 年一季报点评

增持

正银龙头销量持续提升，一季度原料价格波动扰动盈利能力

核心观点

公司 2022 年实现净利润 3.91 亿元，同比+59%；2023Q1 实现净利润 1.24 亿元，同比+20%。公司 2022 年实现营收 65.04 亿元，同比+28%，对应 Q4 实现营收 16.25 亿元，同比+16%，环比+9%；公司 2022 年实现归母净利润 3.91 亿元，同比+59%，对应 Q4 实现归母净利润 0.89 亿元，同比+34%，环比+2%。公司 2022 年毛利率为 11.55%，同比+1.07pct；对应 Q4 毛利率为 12.40%，同比+2.74pct，环比+1.49pct。公司 2023Q1 营收 17.84 亿元，同比+5%，环比+10%；归母净利润 1.24 亿元，同比+20%，环比+40%。公司 2023Q1 毛利率为 8.72%，同比-2.41pct，环比-3.68pct。

公司银浆销量稳步提升，全球龙头地位稳固。公司 2022 年成为全球首家正面银浆销量超 1000 吨的企业，2022 年正银销量 1374 吨，同比+46%；其中 Q4 银浆销量 360 吨以上，环比+12%以上。公司 2023Q1 银浆销量约 380 吨，环比+4%左右。展望 2023 年，伴随公司 N 型产品持续开发以及客户开拓，公司银浆销量有望突破 1900 吨，同比增长超 38%。

公司 2022 年盈利能力相对稳定，短期受原料价格影响略有波动。公司 2022 年正面银浆吨净利约为 28.5 万元，同比+2.4 万元；吨扣非净利约为 26 万元，同比基本持平；其中 Q4 正面银浆吨净利约为 24.2 万元，环比-4.0 万元左右；吨扣非净利约为 24.2 万元，环比+3.4 万元。2023Q1 公司吨净利约为 32-33 万元；吨扣非净利约为 17 万元左右，环比略降，主要系银点价格波动等因素影响。展望 2023 年后续季度，伴随公司 Topcon 银浆等高盈利产品占比持续提升，公司盈利能力有望修复至较高水平。

公司非光伏业务持续推进。公司电子浆料经过 3 年多的技术沉淀，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，多项技术实现了同行业技术突破。胶粘剂围绕光伏、动力储能和消费电子等核心市场需求，开发了包括导热、结构、灌封、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。

风险提示：行业竞争加剧风险；需求不及预期；新产品认可度提升缓慢。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。基于原料价格波动对盈利能力的影响，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 5.54/7.41/9.78 亿元（原预测 2023-2024 年净利润为 5.78/7.94 亿元），同比+42%/+34%/+32%，EPS 分别为 4.95/6.62/8.74 元，当前 PE 为 23/17/13 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,084	6,504	9,106	11,210	13,566
(+/-%)	103.1%	27.9%	40.0%	23.1%	21.0%
净利润(百万元)	247	391	554	741	978
(+/-%)	98.6%	58.5%	41.6%	33.7%	32.0%
每股收益(元)	2.21	3.50	4.95	6.62	8.74
EBIT Margin	5.6%	6.8%	5.8%	7.0%	7.5%
净资产收益率(ROE)	22.2%	13.5%	11.5%	13.8%	16.0%
市盈率(PE)	51.4	32.4	22.9	17.1	13.0
EV/EBITDA	46.9	29.3	25.2	17.6	13.7
市净率(PB)	10.27	2.79	2.51	2.23	1.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

联系人：李全

010-88005313

021-60375434

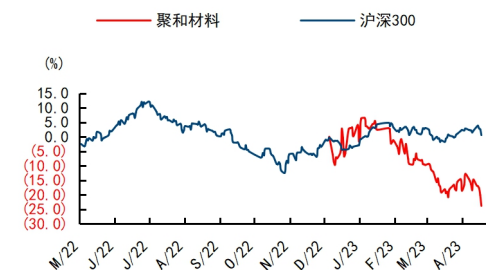
wangweiqi2@guosen.com.cn liquan2@guosen.com.cn

S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	113.41 元
总市值/流通市值	12692/2694 百万元
52 周最高价/最低价	165.00/112.50 元
近 3 个月日均成交额	101.29 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

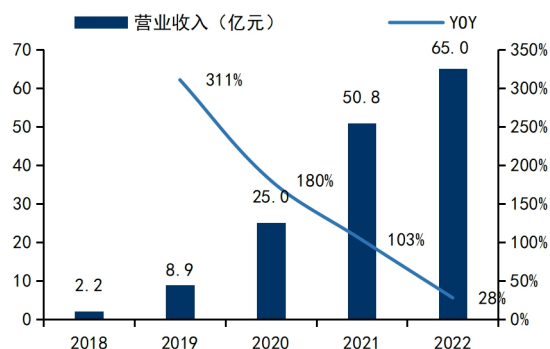
相关研究报告

《聚和材料（688503.SH）-银浆行业领军企业 新型电池巩固竞争优势》——2023-02-01

公司 2022 年实现营收 65.04 亿元，同比+28%，对应 Q4 实现营收 16.25 亿元，同比+16%，环比+9%；公司 2022 年实现归母净利润 3.91 亿元，同比+59%，对应 Q4 实现归母净利润 0.89 亿元，同比+34%，环比+2%。公司 2022 年毛利率为 11.55%，同比+1.07pct；对应 Q4 毛利率为 12.40%，同比+2.74pct，环比+1.49pct。

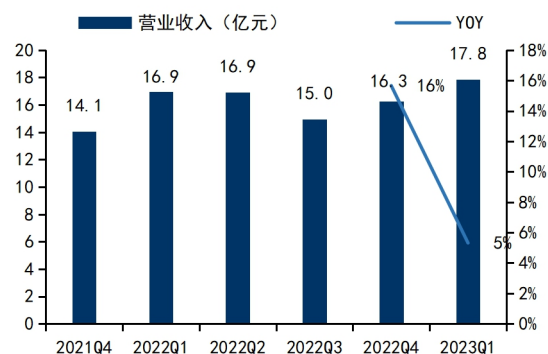
公司 2023Q1 营收 17.84 亿元，同比+5%，环比+10%；归母净利润 1.24 亿元，同比+20%，环比+40%。公司 2023Q1 毛利率为 8.72%，同比-2.41pct，环比-3.68pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



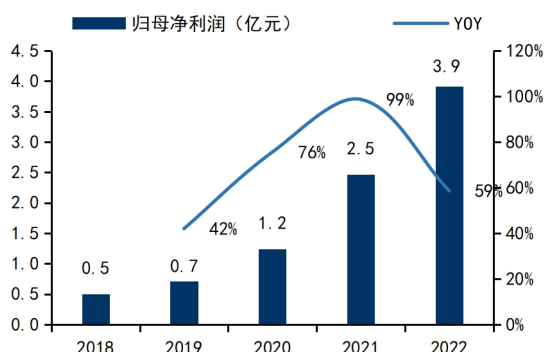
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



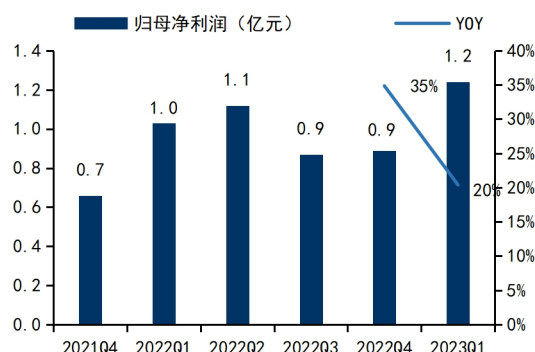
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

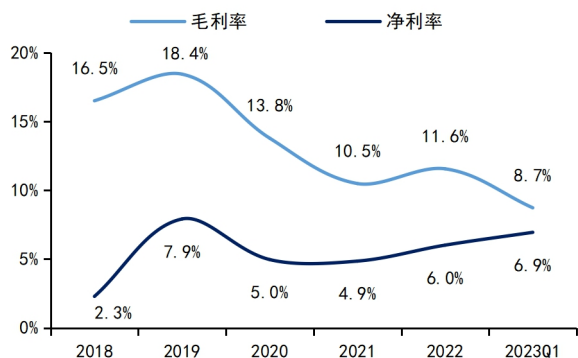
公司期间费用率同比略增。公司 2022 年期间费用率为 5.14%，同比+0.49pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 0.38%（-0.02pct）、0.97%（-0.13pct）、3.30%（+0.14pct）、0.49%（+0.50pct）。公司 2023Q1 期间费用率为 4.85%，同比+1.86pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 0.42%（+0.15pct）、0.60%（-0.28pct）、3.28%（+0.63pct）、0.55%（+1.36pct）。

公司 2022 年底正面银浆库存为 34.05 吨，存货为 6.06 亿元，其中原材料/在产品/库存商品分别为 4.05/0.29/0.91 亿元。2023Q1 存货增长至 6.93 亿元。

公司 2022 年计提资产减值损失 0.03 亿元，计提信用减值损失 0.17 亿元；2023Q1 无资产减值损失计提，计提信用减值损失 0.05 亿元。

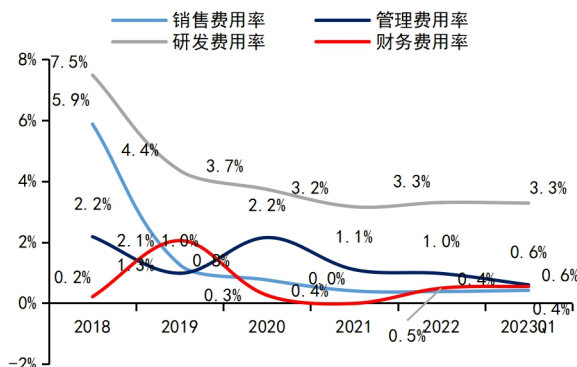
公司 2023Q1 实现公允价值变动收益 0.62 亿元，主要系理财产品相关收益及投资项目的公允价值变动收益。

图5：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率变化情况



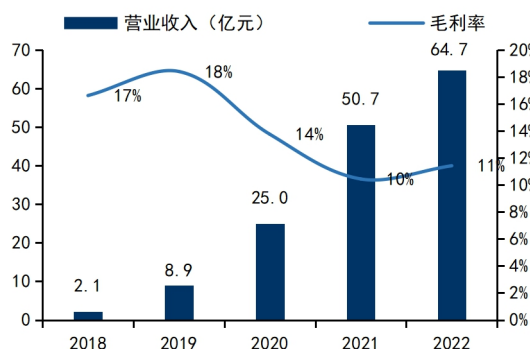
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司银浆销量稳步提升，全球龙头地位稳固。公司 2022 年成为全球首家正面银浆销量超 1000 吨的企业，2022 年正银销量 1374 吨，同比+46%；其中 Q4 银浆销量 360 吨以上，环比+12%以上。公司 2023Q1 银浆销量约 380 吨，环比+4%左右。

公司积极拓展优质客户，加速提升市场份额。公司与通威太阳能、晶科能源、天合光能、东方日升、晶澳科技、爱旭股份、横店东磁、中来光电、阿特斯、润阳悦达、正泰新能源等行业龙头建立良好合作关系。

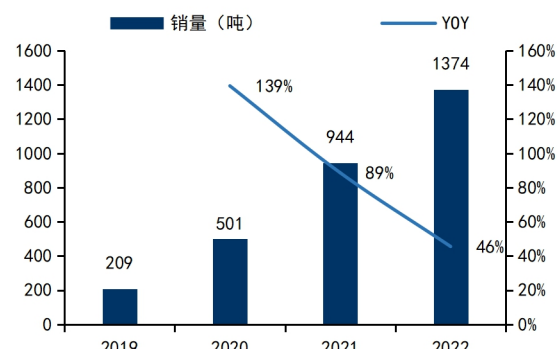
展望 2023 年，伴随公司 N 型产品持续开发以及客户开拓，公司银浆销量有望突破 1900 吨，同比增长超 38%。

图7：公司正面银浆营收及毛利率（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司正面银浆销量（吨、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2022 年盈利能力相对稳定，短期受原料价格影响略有波动。公司 2022 年正面银浆吨净利约为 28.5 万元，同比+2.4 万元；吨扣非净利约为 26 万元，同比基本持平；其中 Q4 正面银浆吨净利约为 24.2 万元，环比-4.0 万元左右；吨扣非净利约为 24.2 万元，环比+3.4 万元。2023Q1 公司吨净利约为 32-33 万元；吨扣非净利约为 17 万元左右，环比略降，主要系银点价格波动等因素影响。

展望 2023 年后续季度，伴随公司 Topcon 银浆等高盈利产品占比持续提升，公司盈利能力有望修复至较高水平。

公司非光伏业务持续推进。公司电子浆料经过 3 年多的技术沉淀，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，多项技术实现了同行业技术突破。胶粘剂围绕光伏、动力储能和消费电子等核心市场需求，开发了包括导热、结构、灌封、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。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级

基于原料价格波动对盈利能力的影响，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 5.54/7.41/9.78 亿元（原预测 2023-2024 年净利润为 5.78/7.94 亿元），同比+42%/+34%/+32%，EPS 分别为 4.95/6.62/8.74 元，当前 PE 为 23/17/13 倍，维持“增持”评级。

表1：可比公司情况（2023.4.23）

股票代码	股票简称	投资评级	总市值 (亿元)	最新股价 (元)	EPS			PE		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002079	苏州固锴	无评级	106.72	13.21	0.46	0.38	0.46	28.7	34.8	28.7
300842	帝科股份	无评级	55.89	55.89	-0.17	3.11	4.89	-328.8	18.0	11.4
688503	聚和材料	增持	126.92	113.41	3.50	4.95	6.62	32.4	22.9	17.1

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与测算；注：苏州固锴、帝科股份业绩预测为 Wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	107	773	943	1162	1426	营业收入	5084	6504	9106	11210	13566
应收款项	1723	1779	1322	1689	2044	营业成本	4551	5753	8142	9925	11965
存货净额	533	605	948	1228	1487	营业税金及附加	10	7	18	22	27
其他流动资产	207	270	407	496	598	销售费用	20	25	33	38	43
流动资产合计	2712	5521	5851	6843	7862	管理费用	56	63	82	90	102
固定资产	63	124	377	398	389	研发费用	161	214	300	353	407
无形资产及其他	69	127	122	117	112	财务费用	(0)	32	10	8	5
其他长期资产	20	40	0	0	0	投资收益	(20)	23	25	35	45
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(23)	(20)	(20)	(15)	(15)
资产总计	2865	5811	6350	7358	8363	其他收入	44	34	110	45	55
短期借款及交易性金融负债	1267	769	800	800	800	营业利润	266	428	616	823	1087
应付款项	237	338	267	325	392	营业外净收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	112	134	206	301	362	利润总额	267	428	616	823	1087
流动负债合计	1618	1246	1273	1650	1826	所得税费用	20	37	62	82	109
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	19	19	19	19	归属于母公司净利润	247	391	554	741	978
长期负债合计	11	19	19	19	19	现金流量表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1629	1264	1291	1668	1844	净利润	247	391	554	741	978
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(1)	(3)	0	0	0
股东权益	1236	4547	5059	5689	6519	折旧摊销	18	35	25	36	39
负债和股东权益总计	2865	5811	6350	7358	8363	公允价值变动损失	0	0	(70)	0	0
						财务费用	(0)	32	10	8	5
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1040)	(18)	(95)	(395)	(580)
每股收益	2.21	3.50	4.95	6.62	8.74	其它	(282)	(1621)	55	(27)	(40)
每股红利	0.00	0.38	0.99	1.32	1.75	经营活动现金流	(1058)	(1215)	469	355	397
每股净资产	11.04	40.63	45.21	50.84	58.25	资本开支	(88)	(159)	(273)	(51)	(26)
ROIC	14%	14%	14%	20%	23%	其它投资现金流	(9)	(1977)	(5)	35	45
ROE	22%	14%	12%	14%	16%	投资活动现金流	(96)	(2136)	(278)	(16)	20
毛利率	10%	12%	11%	11%	12%	权益性融资	0	2920	0	0	0
EBIT Margin	6%	7%	6%	7%	8%	负债净变化	1194	1106	31	0	0
EBITDA Margin	6%	7%	6%	7%	8%	支付股利、利息	0	0	(42)	(111)	(148)
收入增长	103%	28%	40%	23%	21%	其它融资现金流	1194	1106	31	0	0
净利润增长率	99%	59%	42%	34%	32%	融资活动现金流	1194	3994	(21)	(119)	(153)
资产负债率	57%	22%	20%	23%	22%	现金净变动	40	643	169	220	264
息率	0.0%	0.3%	0.9%	1.2%	1.5%	货币资金的期初余额	30	107	773	943	1162
P/E	51.4	32.4	22.9	17.1	13.0	货币资金的期末余额	107	773	943	1162	1426
P/B	10.3	2.8	2.5	2.2	1.9	企业自由现金流	(844)	263	135	293	353
EV/EBITDA	46.9	29.3	25.2	17.6	13.7	权益自由现金流	350	1340	156	286	349

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032