

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

聚和材料 (688503)

投资评级 买入

上次评级 买入

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

黄楷 电力设备新能源行业分析师

执业编号: S1500522080001

联系电话: 18301759216

邮箱: huangkai@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

业绩持续高增，产能扩张加速布局

2023年11月4日

事件:

- 公司发布2023年三季报, 2023Q1-Q3公司实现营业收入73.99亿元, 同比+51.63%; 实现归母净利润4.41亿元, 同比+45.69%, 实现扣非后归母净利润为4.04亿元, 同比+49.18%。2023Q3公司实现营业收入32.18亿元, 同比+115.14%, 环比+34.20%; 实现归母净利润1.72亿元, 同比+97.90%, 环比+18.62%; 实现扣非后归母净利润为2.05亿元, 同比+203.87%, 环比+48.55%。

点评:

- 主营业务快速增长, Q3毛利率环比提升。**2023Q1-Q3公司正面银浆出货量为1454吨, 较上年同期增长42.22%, 其中2023Q3出货量610吨, 同比增长超过80%, 环比增长超过30%, 其中N型电池浆料的占比达到35%。2023Q3公司销售毛利率达11.03%, 环比提升0.7pct, 期间费用率为3.98%, 持续处于低位。
- 产能持续扩张, 加速全球布局。**2023Q3公司项目“年产3,000吨导电银浆建设项目(二期)”已投入建设, 已于9月底建成达产, 产能可达3,000吨/年; 聚和(泰国)工厂建设顺利, 年产600吨银浆的项目, 公司预计将于11月份开始正式出货, 以满足国际客户的交付需求, 提升海外区域市场份额; 同时启动国内第二生产基地宜宾工厂的规划, 公司预计于2024年上半年投产, 产能达500吨, 以实现明年国内外合计超过4,000吨的产能布局, 应对明年的行业发展和需求。
- 向产业链上游布局效果逐步显现。**聚有银盐城基地9月份已经开始实现吨级的银粉自供, 产能不断爬坡, 有望24年逐步体现, 银粉自制增厚盈利的同时, 能保障不同批次银粉稳定性, 对公司规模扩张的战略意义重大。此外公司拟在常州建设“高端光伏电子材料基地项目”, 完成后可实现年产3,000吨电子级银粉, 公司预计一期产能明年会开始释放。
- 盈利预测与投资评级:**我们预计公司2023-2025年营收分别是105.37、139.40、163.14亿元, 同比增长62.0%、32.3%、17.0%, 归母净利润分别是5.94、8.08、10.44亿元, 同比增长51.8%、36.1%和29.2%。当前股价对应2023-2025年PE分别为17.91、13.16、10.19倍, 维持“买入”评级。
- 风险因素:**光伏需求不及预期、N型组件渗透率不及预期风险、投产进度不及预期风险等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5,084	6,504	10,537	13,940	16,314
增长率 YoY %	103.1%	27.9%	62.0%	32.3%	17.0%
归属母公司净利润 (百万元)	247	391	594	808	1,044
增长率 YoY%	98.6%	58.5%	51.8%	36.1%	29.2%
毛利率%	10.5%	11.6%	10.9%	10.9%	11.4%
净资产收益率ROE%	20.0%	8.6%	10.8%	12.8%	14.2%
EPS(摊薄)(元)	1.49	2.36	3.59	4.88	6.30
市盈率 P/E(倍)	43.10	27.18	17.91	13.16	10.19
市净率 P/B(倍)	8.61	2.34	1.94	1.69	1.45

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 11 月 3 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	2,712	5,521	6,857	8,151	9,275	
货币资金	107	773	227	674	831	
应收票据	950	712	1,044	1,280	1,439	
应收账款	774	1,066	2,129	2,493	2,945	
预付账款	141	95	235	311	361	
存货	533	605	961	1,110	1,298	
其他	207	2,269	2,262	2,283	2,401	
非流动资产	152	291	347	364	350	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	21	122	170	187	175	
无形资产	69	127	127	127	127	
其他	63	42	50	49	49	
资产总计	2,865	5,811	7,204	8,514	9,626	
流动负债	1,618	1,246	1,696	2,198	2,264	
短期借款	1,265	766	992	1,208	1,189	
应付票据	10	213	256	365	357	
应付账款	227	125	188	295	347	
其他	116	142	260	330	371	
非流动负债	11	19	19	19	19	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	11	19	19	19	19	
负债合计	1,629	1,264	1,715	2,216	2,283	
少数股东权益	0	0	1	2	3	
归母股东权益	1,236	4,547	5,488	6,296	7,340	
负债和股东权益	2,865	5,811	7,204	8,514	9,626	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	5,084	6,504	10,537	13,940	16,314	
同比(%)	103.1	27.9%	62.0%	32.3%	17.0%	
归属母公司净利润	247	391	594	808	1,044	
同比(%)	98.6%	58.5%	51.8%	36.1%	29.2%	
毛利率(%)	10.5%	11.6%	10.9%	10.9%	11.4%	
ROE%	20.0%	8.6%	10.8%	12.8%	14.2%	
EPS(摊薄)(元)	1.49	2.36	3.59	4.88	6.30	
P/E	43.10	27.18	17.91	13.16	10.19	
P/B	8.61	2.34	1.94	1.69	1.45	
EV/EBITDA	3.72	34.94	14.60	11.02	8.47	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	5,084	6,504	10,537	13,940	16,314	
营业成本	4,551	5,753	9,393	12,427	14,447	
营业税金及附加	10	7	18	24	28	
销售费用	20	25	32	42	49	
管理费用	56	63	95	125	147	
研发费用	161	214	316	418	489	
财务费用	0	32	42	63	62	
减值损失合计	-1	-3	0	0	0	
投资净收益	-20	23	16	21	24	
其他	0	-3	-4	28	33	
营业利润	266	428	653	889	1,149	
营业外收支	0	0	0	0	0	
利润总额	267	428	653	889	1,149	
所得税	20	37	59	80	103	
净利润	247	391	595	809	1,045	
少数股东损益	0	0	1	1	1	
归属母公司净利润	247	391	594	808	1,044	
EBITDA	312	478	782	1,014	1,300	
EPS(当年)	2.94	4.66	3.59	4.88	6.30	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	-1,058	-1,215	-1,662	377	324	
净利润	247	391	595	809	1,045	
折旧摊销	25	40	53	83	113	
财务费用	-26	34	53	67	72	
投资损失	20	-23	-16	-21	-24	
营运资金变动	-1,345	-1,667	-2,372	-560	-883	
其它	21	10	25	0	0	
投资活动现金流	-96	-2,136	595	-79	-76	
资本支出	-88	-159	-100	-100	-100	
长期投资	11	-1,999	688	0	0	
其他	-20	21	7	21	24	
筹资活动现金流	1,194	3,994	99	149	-91	
吸收投资	0	2,956	-15	0	0	
借款	2,588	1,506	227	215	-19	
支付利息或股息	-6	-4	-113	-67	-72	
现金流净增加额	60	645	-968	447	157	

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，伦敦卡斯商学院金融硕士，3年行业研究经验，2022年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赟，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责电力设备及储能行业研究。

陈玟洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

李宇霆，团队成员，澳洲国立大学经济学硕士，上海财经大学学士，2023年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

王煊林，电力设备新能源研究助理，复旦大学金融硕士，1年行业研究经验，2023年加入信达证券研究所，负责风电行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。