

聚和材料 (688503)

2023 年业绩快报点评: 23Q4 电池停线银浆量利承压, 3 月 LECO 有望上量

买入 (维持)

2024 年 02 月 26 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 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

研究助理 徐毓嵘

执业证书: S0600122080018
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	5,084	6,504	10,296	14,270	16,250
同比	103.14%	27.94%	58.30%	38.59%	13.88%
归母净利润 (百万元)	246.78	391.21	446.43	742.01	954.30
同比	98.62%	58.53%	14.12%	66.21%	28.61%
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.49	2.36	2.70	4.48	5.76
P/E (现价&最新摊薄)	33.98	21.44	18.78	11.30	8.79

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年度业绩快报, 实现归母净利 4.46 亿元, 同增 14.12%; 扣非净利 3.97 亿元, 同增 10.58%, 其中 2023Q4 归母净利 0.05 亿元, 同减 94.38%, 环减 97.09%; 扣非净利 -0.07 亿元, 同减 107.95%, 环减 103.41%, 业绩不及预期。
- **Q4 电池盈利承压、银浆量利受限:** 2023 年银浆出货约 2000 吨+, 同增 47%; 其中 2024Q4 银浆出货约 550-570 吨, 同增约 60%/环减约 10%, TOPCon 占比约 40%; 2024Q4 PERC 电池亏损大幅停线, 公司 P 型市场份额较高出货受限; 同时加工费降至 300 元/kg, 让利客户不赚净利; 展望 2024Q1, 公司 LECO 银浆 3 月有望上量、加工费预计 800 元+/kg(较常规 TOPCon 溢价 200 元/kg), 随技术迭代保持溢价; 预计全年出货量超 3000 吨, 保持高增!
- **海外扩产+银粉逐步自供、增强一体化盈利:** 2023 年底公司产能达 3000 吨; 同时在泰国拟建 600 吨银浆项目, 加强全球化布局。公司当前银粉逐步国产化, PERC 银粉已 100% 国产, TOPCon 国产粉占比约 50%。同时公司收购江苏连银 (聚有银) 逐步银粉自供, 9 月已实现吨级自供; 同时拟投建 3000 吨电子级银粉, 预计 2024 年银粉自供 500 吨, 推动公司降本, 增强竞争力。
- **浆料研发能力出色、0BB 胶水对冲降银:** 围绕浆料研发能力, 在非光伏领域公司蓬勃发展, 电子浆料已形成 8 大系列, 100 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, 同时 0BB 胶水公司为市场主供应商、盈利能力较主栅银浆更强。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到产业价格下行, 行业公司盈利承压, 我们下调公司 2023-2025 年盈利预测至 4.5/7.4/9.5 亿元(2023/2024/2025 年前值为 5.9/8.2/10.2 亿元), 同增 14%/66%/29%。基于公司团队、技术、渠道方面的优势, 给予公司 2024 年 18xPE, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	50.63
一年最低/最高价	35.30/140.94
市净率(倍)	1.71
流通 A 股市值(百万元)	6,073.54
总市值(百万元)	8,385.74

基础数据

每股净资产(元,LF)	29.65
资产负债率(% ,LF)	33.06
总股本(百万股)	165.63
流通 A 股(百万股)	119.96

相关研究

《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》

2023-08-18

《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

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	5,970	7,319	8,786	营业总收入	6,504	10,296	14,270	16,250
货币资金及交易性金融资产	2,772	2,491	2,796	3,809	营业成本(含金融类)	5,753	9,170	12,702	14,460
经营性应收款项	2,110	2,649	3,367	3,658	税金及附加	7	13	19	21
存货	605	764	1,058	1,205	销售费用	25	44	57	57
合同资产	0	0	0	0	管理费用	63	144	171	130
其他流动资产	34	66	98	114	研发费用	214	319	442	471
非流动资产	291	750	814	891	财务费用	32	10	30	37
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	14	13	23	29
固定资产及使用权资产	135	128	128	132	投资净收益	23	48	67	91
在建工程	2	22	52	92	公允价值变动	0	(15)	0	0
无形资产	127	157	187	217	减值损失	(20)	(130)	(100)	(120)
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	513	839	1,074
其他非流动资产	24	443	443	444	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	5,811	6,720	8,132	9,677	利润总额	428	513	839	1,075
流动负债	1,246	1,736	2,414	3,004	减:所得税	37	67	97	120
短期借款及一年内到期的非流动负债	769	1,269	1,769	2,269	净利润	391	446	742	954
经营性应付款项	338	306	423	482	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	5	6	9	10	归属母公司净利润	391	446	742	954
其他流动负债	134	155	213	243	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.36	2.70	4.48	5.76
非流动负债	19	18	18	18	EBIT	438	523	869	1,111
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	478	551	898	1,143
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.55	10.94	10.99	11.01
租赁负债	9	9	9	9	归母净利率(%)	6.01	4.34	5.20	5.87
其他非流动负债	9	9	9	9	收入增长率(%)	27.94	58.30	38.59	13.88
负债合计	1,264	1,754	2,432	3,022	归母净利润增长率(%)	58.53	14.12	66.21	28.61
归属母公司股东权益	4,547	4,966	5,700	6,655					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,547	4,966	5,700	6,655					
负债和股东权益	5,811	6,720	8,132	9,677					

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)	(230)	(124)	581	每股净资产(元)	40.63	29.98	34.42	40.18
投资活动现金流	(2,136)	(533)	(46)	(37)	最新发行在外股份(百万股)	166	166	166	166
筹资活动现金流	3,994	398	454	450	ROIC(%)	10.23	7.87	11.20	12.03
现金净增加额	645	(366)	284	994	ROE-摊薄(%)	8.60	8.99	13.02	14.34
折旧和摊销	40	28	29	32	资产负债率(%)	21.75	26.10	29.91	31.23
资本开支	(159)	(70)	(90)	(105)	P/E (现价&最新股本摊薄)	21.44	18.78	11.30	8.79
营运资本变动	(1,667)	(820)	(966)	(484)	P/B (现价)	1.25	1.69	1.47	1.26

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),北交所基准指数为北证 50 指数),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>