

2024年04月03日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师周啸宇 S0630519030001
zhouxiaoy@longone.com.cn**证券分析师**王珏人 S0630523100001
wjr@longone.com.cn

数据日期	2024/04/02
收盘价	56.42
总股本(万股)	16,563
流通A股/B股(万股)	11,996/0
资产负债率(%)	34.36%
市净率(倍)	1.90
净资产收益率(加权)	9.32
12个月内最高/最低价	132.46/35.30

**相关研究**

1. 聚和材料(688503): 把握N型迭代契机, 银浆龙头再展雄图——公司深度报告
2. N型放量正当时, 光伏银浆紧随行——光伏银浆行业深度报告

聚和材料（688503）：业绩量利齐升，LECO导入带来新驱动力

——公司简评报告

投资要点

- **业绩量利齐升，后续技术迭代有望继续驱动。**公司2023年实现营业收入102.9亿元，同比+58.21%；实现归母净利润4.42亿元，同比+13.00%；实现扣非后归母净利润为3.96亿元，同比+10.10%。其中，2023Q4营收28.91亿，同比+77.96%；实现归母净利润0.01亿，同比-98.56%，环比-99.25%。
盈利能力方面，2023年公司毛利率为9.82%，同比-1.73pct，其中，2023Q4毛利率为6.72%，同比-5.68pct，环比-5.41pct。受益于管理费用率下降，2023年公司三费费用率为1.61%，同比-0.13pct。
- **银浆出货及收入大幅上升。**2023年公司实现光伏银浆收入102.04亿，同比+57.64%；光伏银浆毛利率为9.64%，同比-1.77pct。2023年公司银浆出货量为2002.96吨，同比+45.76%，其中2023Q4出货约549吨，同比略降。
- **Q4压力释放，新技术驱动留有空间。**四季度由于N型替代加速叠加下游电池端供过于求，下游电池盈利承压，导致公司银浆销量及盈利能力下降。预计后续随着公司TOPCon银浆占比持续提升及LECO银浆导入，公司银浆业绩有望继续稳定上行。
- **一体化及国际化持续推进降本增效。**公司通过收购江苏连银布局上游一体化产能，并投建常州建设高端光伏电子材料基地。国际化方面，公司泰国基地600吨银浆项目已于10月达产，日本研发中心已启动。
- **投资建议：**公司作为光伏银浆龙头，运营、战略布局及资金等优势明显，同时新技术导入有望驱动业绩继续上行。但鉴于行业供需格局变化导致下游电池片盈利继续承压，辅材产业链价格整体下行，同时竞争加剧，我们下调公司2024-2026年盈利预测。预计公司2024-2026年实现营业收入135.36/162.80/199.29亿元（2024-2025年原预测值分别为139.85/166.01亿元），同比+31.54%/+20.27%/+22.41%，公司2024-2026年归母净利润为7.03/8.40/10.23亿元（2024-2025年原预测值分别为8.36/10.51亿元），对应当前P/E为13.53x/11.32x/9.29x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**（1）光伏全球装机波动风险；（2）新技术导入风险；（3）供应链保供风险；（4）上下游价格波动风险。

盈利预测与估值简表

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	10,290.37	13,536.28	16,280.35	19,929.16
增长率（%）	58.21%	31.54%	20.27%	22.41%
归母净利润（百万元）	442.08	702.74	840.20	1,023.63
增长率（%）	13.00%	58.96%	19.56%	21.83%
EPS（元/股）	2.67	4.24	5.07	6.18
市盈率（P/E）	20.07	13.53	11.32	9.29

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2024年4月2日收盘后）

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,290	13,536	16,280	19,929
%同比增速	58%	32%	20%	22%
营业成本	9,280	12,069	14,537	17,858
毛利	1,010	1,468	1,743	2,071
%营业收入	10%	11%	11%	10%
税金及附加	15	16	21	26
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	40	54	63	76
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	87	106	122	145
%营业收入	1%	1%	1%	1%
研发费用	294	393	475	588
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	39	97	151	156
%营业收入	0%	1%	1%	1%
资产减值损失	-48	-32	-18	-8
信用减值损失	-46	-58	-23	-22
其他收益	29	31	34	40
投资收益	41	47	49	62
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-13	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	498	791	952	1,151
%营业收入	5%	6%	6%	6%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	498	791	952	1,151
%营业收入	5%	6%	6%	6%
所得税费用	57	89	113	128
净利润	441	703	839	1,024
%营业收入	4%	5%	5%	5%
归属于母公司的净利润	442	703	840	1,024
%同比增速	13%	59%	20%	22%
少数股东损益	-1	0	-1	0
EPS (元/股)	2.67	4.24	5.07	6.18

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	2.67	4.24	5.07	6.18
BVPS	29.70	30.90	34.53	36.13
PE	20.07	13.53	11.32	9.29
PEG	1.54	0.23	0.58	0.43
PB	1.80	1.86	1.66	1.59
EV/EBITDA	16.32	12.53	9.74	9.28
ROE	9%	14%	15%	17%
ROIC	7%	11%	11%	12%

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	749	-200	992	87
交易性金融资产	1,394	1,903	900	1,393
应收账款及应收票据	2,814	3,599	4,379	5,283
存货	1,327	1,628	1,928	2,322
预付账款	40	60	68	86
其他流动资产	470	581	716	852
流动资产合计	6,794	7,571	8,982	10,023
长期股权投资	229	229	343	400
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	160	223	252	260
无形资产	115	107	97	87
商誉	23	23	37	43
递延所得税资产	34	34	34	34
其他非流动资产	140	110	97	83
资产总计	7,496	8,298	9,842	10,930
短期借款	1,930	2,263	3,012	3,544
应付票据及应付账款	476	660	837	1,056
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	65	115	121	159
应交税费	29	39	46	57
其他流动负债	51	77	81	103
流动负债合计	2,552	3,154	4,096	4,919
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	4	4	4	4
其他非流动负债	19	21	23	24
负债合计	2,576	3,180	4,123	4,947
归属于母公司的所有者权益	4,920	5,118	5,720	5,984
少数股东权益	0	0	-1	-1
股东权益	4,920	5,118	5,719	5,983
负债及股东权益	7,496	8,298	9,842	10,930

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	-2,664	-51	11	93
投资	234	-509	890	-550
资本性支出	-100	-145	-121	-100
其他	0	47	49	62
投资活动现金流净额	133	-607	817	-588
债权融资	-30	335	751	533
股权融资	0	-292	0	-477
支付股利及利息	-61	-331	-387	-466
其他	2,453	0	0	0
筹资活动现金流净额	2,362	-288	364	-411

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2024年4月02日收盘后）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089