

聚和材料 (688503)

2024 年一季报点评: LECO 份额快速提升, Q2 出货有望高增

买入 (维持)

2024 年 04 月 29 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

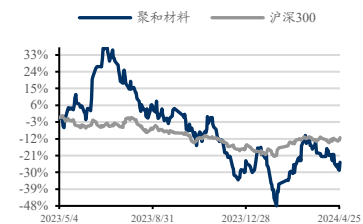
执业证书: S0600122080018
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	6,504	10,290	14,760	17,176	19,741
同比 (%)	27.94	58.21	43.44	16.37	14.93
归母净利润 (百万元)	391.21	442.08	738.90	883.95	1,024.63
同比 (%)	58.53	13.00	67.14	19.63	15.91
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.36	2.67	4.46	5.34	6.19
P/E (现价&最新摊薄)	22.88	20.25	12.12	10.13	8.74

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年一季报, 公司 2024Q1 营收 29.53 亿元, 同增 65.57%; 归母净利润 0.76 亿元, 同减 38.8%; 扣非归母净利润 0.84 亿元, 同增 37.25%。其中非经常性损益影响约 800 万 (日升定增亏损 2900 万+增值税抵减及政府补贴对冲); 考虑银粉及其他板块亏损 1900 万及计提奖金 2000 万, 整体业绩基本符合预期。
- **N 型占比显著提升, LECO 导入助力量利坚挺。** 2024Q1 公司银浆出货约 550 吨, 环比持平微降; 其中 N 型银浆占比约 60%, 环比 2023Q4 提升 20pct; 其中 3 月出货 230 吨, N 型银浆占比 70%。受益于 N 型占比提升+LECO 放量, 我们测算 2024Q1 加工费 (单 kg 毛利) 约 443 元/kg, 环增 97 元/kg。3 月起公司 LECO 银浆迅速上量, 市占率达 40%, 我们预计加工费 800 元+/kg (较常规 TOPCon 溢价 200+元), 随技术迭代保持溢价。同时, 2024Q1 银粉、半导体浆料及胶粘剂板块亏损 1900 万元, 且 Q1 计提股份支付及奖金约 2000 万, 冲回后测算 Q1 银浆利润约 1.2 亿, P 型几乎无盈利, N 型贡献利润支撑。我们预计公司 Q2 银浆出货 800-900 吨, 预计 2024 全年出货量超 3000 吨, N 型占比达 80%+; 公司 LECO 份额快速提升, 支撑全年量利。
- **海外扩产+银粉玻璃粉逐步自供, 增强一体化竞争力。** 2023 年底公司产能达 3000 吨; 同时完成泰国 600 吨银浆项目, 加强全球化布局。公司银粉逐步国产化, 当前单月银粉出货量达 20 吨+, 我们预计公司 2024 年银粉自供 300-500 吨, 24Q4 新增常州 3000 吨银粉项目有望投产, 支撑后续盈利。
- **经营性现金流出扩大, 存货较年初下降。** 公司 2024Q1 经营性现金净流出 12.82 亿, 同比扩大 122%; 存货 11.11 亿, 较年初下降 16%, 预计后续库存随出货量增长, 库存周期维持稳定。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持 2024-2026 年盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润 7.4/8.8/10.2 亿元, 同增 67%/20%/16%, 对应 PE 为 12/10/9 倍。考虑到公司 N 型银浆占比持续高增、一体化布局逐步建立, 我们给予 2024 年 18xPE, 目标价 80 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	54.05
一年最低/最高价	35.30/118.68
市净率(倍)	1.90
流通 A 股市值(百万元)	6,483.80
总市值(百万元)	8,952.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	28.39
资产负债率(% ,LF)	39.03
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): 2023 年年报点评: 2023 年出货高增、LECO 上量助力 2024 年量利坚挺》

2024-04-02

《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》

2024-02-26

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,794	7,986	9,426	11,000	营业总收入	10,290	14,760	17,176	19,741
货币资金及交易性金融资产	2,143	2,954	3,928	4,865	营业成本(含金融类)	9,280	13,153	15,388	17,747
经营性应收款项	3,261	3,832	4,091	4,511	税金及附加	15	19	22	26
存货	1,327	1,096	1,282	1,479	销售费用	40	61	67	69
合同资产	0	0	0	0	管理费用	87	133	155	158
其他流动资产	63	105	125	144	研发费用	294	450	515	582
非流动资产	702	746	804	875	财务费用	39	40	38	31
长期股权投资	229	229	229	229	加:其他收益	29	19	27	36
固定资产及使用权资产	176	161	156	153	投资净收益	41	69	81	111
在建工程	43	63	93	133	公允价值变动	(13)	(15)	0	0
无形资产	115	145	175	205	减值损失	(94)	(130)	(100)	(120)
商誉	23	23	23	23	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	17	15	18	21	营业利润	498	849	1,000	1,153
其他非流动资产	99	110	110	110	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	7,496	8,733	10,230	11,874	利润总额	498	849	1,000	1,154
流动负债	2,552	3,095	3,708	4,327	减:所得税	57	110	116	129
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,936	2,434	2,934	3,434	净利润	441	739	884	1,025
经营性应付款项	476	438	513	592	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	5	9	10	12	归属母公司净利润	442	739	884	1,025
其他流动负债	135	213	251	290	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.67	4.46	5.34	6.19
非流动负债	23	23	23	23	EBIT	545	889	1,037	1,185
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	617	923	1,073	1,223
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	9.82	10.89	10.41	10.10
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	4.30	5.01	5.15	5.19
其他非流动负债	13	13	13	13	收入增长率(%)	58.21	43.44	16.37	14.93
负债合计	2,576	3,117	3,731	4,350	归母净利润增长率(%)	13.00	67.14	19.63	15.91
归属母公司股东权益	4,920	5,615	6,499	7,524					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,920	5,615	6,499	7,524					
负债和股东权益	7,496	8,733	10,230	11,874					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(2,664)	480	554	514	每股净资产(元)	29.70	33.90	39.24	45.43
投资活动现金流	133	(105)	(32)	(17)	最新发行在外股份(百万股)	166	166	166	166
筹资活动现金流	2,362	352	433	420	ROIC(%)	7.92	10.36	10.48	10.31
现金净增加额	(172)	726	954	917	ROE-摊薄(%)	8.99	13.16	13.60	13.62
折旧和摊销	72	34	36	38	资产负债率(%)	34.36	35.70	36.47	36.64
资本开支	(100)	(70)	(90)	(105)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.25	12.12	10.13	8.74
营运资本变动	(3,237)	(418)	(452)	(637)	P/B (现价)	1.82	1.59	1.38	1.19

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>