

2024年05月07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
wjw@longone.com.cn

| | |
|-------------|--------------|
| 数据日期 | 2024/05/06 |
| 收盘价 | 57.04 |
| 总股本(万股) | 16,563 |
| 流通A股/B股(万股) | 12,292/0 |
| 资产负债率(%) | 39.03% |
| 市净率(倍) | 2.01 |
| 净资产收益率(加权) | 1.57 |
| 12个月内最高/最低价 | 118.68/35.30 |

**相关研究**

《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》2024.04.03

聚和材料（688503）：LECO导入助推，出货量快速提升

——公司简评报告

投资要点

- **业绩继续上行，非经常损益及新业务影响盈利。**2024年Q1公司实现营业收入29.53亿元，同比+65.57%；实现归母净利润0.76亿元，同比-38.80%；实现归母扣非净利润0.84亿元，同比+37.25%。非经常性损益亏损783万，其中包括参与东方日升定增净亏2,910万。另外2024年Q1主要子公司银粉、泛半导体电子浆料和胶黏剂板块合计亏损1,900万元。
- **LECO技术攻关推进Q1市占率提升，后续出货有望大幅上升。**2024年Q1公司光伏导电银浆出货量约550吨，其中N型光伏银浆占比达到60%左右。随着公司LECO银浆降本增效不断突破，公司Q1月均市占环比+10%以上。目前公司实现正面银浆市占率40%，背面银浆市占率30%，主栅市占率50%以上。预计Q2出货量较Q1提升明显，Q2有望出货800-900吨，其中N型比例达80%，2024年公司全年出货目标3000吨。
- **银粉自产节奏处于行业领先。**前期连城晶银项目已投产，受到爬产期影响，Q1银粉板块亏损1,100万元。目前单月银粉产能已达到20吨左右，预计年底产能达到30-40吨/月，后续随着出货量提升有望实现单月毛利盈亏平衡。常州3000吨项目已启动建设，有望在Q4投产，预计2025年出货达到千吨级，测算自供比达到30%以上。
- **平台型战略发力，0BB胶水实现出货。**公司提前布局0BB相关技术，位于行业领先水平。Q1实现0BB定位胶单月出货4吨。其中HJT产品市占率领先，TOPCon产品公司目前配合全行业客户进行测试。
- **投资建议：**公司新技术导入有望推动出货量及N型占比持续提升，同时近期银价上涨将会对银浆收入产生较大影响，公司2024-2026年盈利预测上调。预计公司2024-2026年实现营业收入157.66/164.09/195.89亿元（2024-2026年原预测值分别为133.35/157.89/197.21亿元），同比+53.24%/+4.23%/+19.18%，公司2024-2026年归母净利润为7.04/8.42/9.66亿元（2024-2026年原预测值分别为6.80/8.41/10.33亿元），对应当前P/E为13.42x/11.23x/9.78x，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）应收账款信用风险；（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（亿元） | 10,290.37 | 15,766.01 | 16,408.62 | 19,588.64 |
| 增长率（%） | 58.21% | 53.21% | 4.08% | 19.38% |
| 归母净利润（亿元） | 442.08 | 704.04 | 841.62 | 965.95 |
| 增长率（%） | 13.00% | 59.25% | 19.54% | 14.77% |
| EPS（元/股） | 2.67 | 4.25 | 5.08 | 5.83 |
| 市盈率（P/E） | 20.07 | 13.42 | 11.23 | 9.78 |

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2024年05月06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 | 15,766 | 16,409 | 19,589 |
| %同比增速 | 58% | 53% | 4% | 19% |
| 营业成本 | 9,280 | 14,229 | 14,576 | 17,511 |
| 毛利 | 1,010 | 1,537 | 1,832 | 2,078 |
| %营业收入 | 10% | 10% | 11% | 11% |
| 税金及附加 | 15 | 19 | 21 | 25 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 销售费用 | 40 | 63 | 64 | 74 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 管理费用 | 87 | 123 | 123 | 143 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 研发费用 | 294 | 457 | 479 | 578 |
| %营业收入 | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 财务费用 | 39 | 97 | 144 | 160 |
| %营业收入 | 0% | 1% | 1% | 1% |
| 资产减值损失 | -48 | -28 | -18 | -8 |
| 信用减值损失 | -46 | -49 | -28 | -22 |
| 其他收益 | 29 | 36 | 34 | 39 |
| 投资收益 | 41 | 55 | -35 | -20 |
| 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 | 793 | 954 | 1,086 |
| %营业收入 | 5% | 5% | 6% | 6% |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 498 | 793 | 954 | 1,087 |
| %营业收入 | 5% | 5% | 6% | 6% |
| 所得税费用 | 57 | 89 | 113 | 121 |
| 净利润 | 441 | 704 | 841 | 966 |
| %营业收入 | 4% | 4% | 5% | 5% |
| 归属于母公司的净利润 | 442 | 704 | 842 | 966 |
| %同比增速 | 13% | 59% | 20% | 15% |
| 少数股东损益 | -1 | 0 | -1 | 0 |
| EPS (元/股) | 2.67 | 4.25 | 5.08 | 5.83 |

主要财务比率

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 2.67 | 4.25 | 5.08 | 5.83 |
| BVPS | 29.70 | 32.13 | 35.77 | 37.02 |
| PE | 20.07 | 13.42 | 11.23 | 9.78 |
| PEG | 1.54 | 0.23 | 0.57 | 0.66 |
| PB | 1.80 | 1.78 | 1.59 | 1.54 |
| EV/EBITDA | 16.32 | 12.23 | 9.91 | 9.06 |
| ROE | 9% | 13% | 14% | 16% |
| ROIC | 7% | 10% | 11% | 11% |

资产负债表

| 单位：百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 货币资金 | 749 | 62 | 827 | 935 |
| 交易性金融资产 | 1,394 | 1,185 | 781 | 588 |
| 应收账款及应收票据 | 2,814 | 4,192 | 4,568 | 5,268 |
| 存货 | 1,327 | 1,771 | 2,103 | 2,392 |
| 预付账款 | 40 | 71 | 74 | 88 |
| 其他流动资产 | 470 | 672 | 732 | 844 |
| 流动资产合计 | 6,794 | 7,954 | 9,085 | 10,116 |
| 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 | 179 | 235 | 237 |
| 无形资产 | 115 | 107 | 97 | 87 |
| 商誉 | 23 | 23 | 37 | 43 |
| 递延所得税资产 | 34 | 39 | 39 | 39 |
| 其他非流动资产 | 140 | 125 | 142 | 109 |
| 资产总计 | 7,496 | 8,655 | 9,975 | 11,030 |
| 短期借款 | 1,930 | 2,263 | 3,012 | 3,544 |
| 应付票据及应付账款 | 476 | 778 | 767 | 1,016 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付职工薪酬 | 65 | 136 | 121 | 156 |
| 应交税费 | 29 | 46 | 46 | 56 |
| 其他流动负债 | 51 | 86 | 79 | 99 |
| 流动负债合计 | 2,552 | 3,309 | 4,025 | 4,872 |
| 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 | 3,333 | 4,052 | 4,899 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 4,920 | 5,322 | 5,924 | 6,131 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | -1 | -1 |
| 股东权益 | 4,920 | 5,322 | 5,923 | 6,130 |
| 负债及股东权益 | 7,496 | 8,655 | 9,975 | 11,030 |

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 | -758 | 324 | 473 |
| 投资 | 234 | 209 | 290 | 136 |
| 资本性支出 | -100 | -95 | -178 | -70 |
| 其他 | 0 | 49 | -35 | -20 |
| 投资活动现金流净额 | 133 | 163 | 76 | 46 |
| 债权融资 | -30 | 333 | 751 | 533 |
| 股权融资 | 0 | -84 | 0 | -477 |
| 支付股利及利息 | -61 | -331 | -387 | -466 |
| 其他 | 2,453 | -7 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流净额 | 2,362 | -89 | 364 | -411 |

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2024年5月06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](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](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8610) 59707105
 手机:18221959689
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089