



聚和材料 (688503.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，盈利能力、经营质量

表现亮眼

业绩简评

2024年8月27日，公司发布2024年半年报。24H1公司实现营业收入67.65亿元，同比+61.79%；实现归母净利润2.99亿元，同比+11.08%；其中Q2实现营业收入38.12亿元，同比+58.98%；实现归母净利润2.23亿元，同比+53.61%，业绩符合预期。

经营分析

N型出货占比持续提升，公司盈利能力显著改善：2024上半年公司光伏导电银浆出货量达1163吨，同比增长38.1%，其中N型出货占比为70%，N型占比提升叠加高毛利LECO产品快速上量，推动公司银浆产品单位毛利环比明显提升，Q2公司实现毛利率13.0%，环比+4.7PCT。同时公司成本管控能力持续提升，盈利能力显著改善，公司Q2单季度实现净利率5.9%，环比+3.3PCT，并且公司通过上下游结构优化和对客户回款的风险管控，Q2经营性现金流单季度实现环比转正，Q1为-12.8亿元，Q2为7.6亿元。

产品体系迭代迅速，非光伏业务稳步扩张：公司浆料产品凭借长期积累的材料和配方设计能力，从应用行业、材料体系两方面维度拓宽市场空间。光伏方面，TOPCon路线上，实现LECO烧结银浆、密栅窄线宽背面细栅银浆、P+型Poly接触银浆系列产品等新品量产；HJT路线上，30%以下银含量浆料实现量产；BC、钙钛矿叠层路线上，分别实现高温/超低温浆料体电阻的降低；通信、电子器件方面，子公司匠聚单月量产出货规模达到吨级；汽车方面，电子浆料产品已在多款新能源汽车中完成导入。此外，公司产品品类向粉、胶拓宽，子公司德朗聚开发封装定位胶助力光伏OBB技术进步，已实现规模化量产，成功推出新型绝缘胶与电池保护胶系列产品，解决BC组件痛点；银粉产品上实现PERC银浆、TOPCon银浆的全系列覆盖，HJT银包铜粉进入小试阶段；MLCC用银粉进入客户端产品外测环节，钎粉、铜粉均进入小批量试制阶段。

盈利预测、估值与评级

根据公司出货情况及最新业务进展，下调公司2024-2026年盈利分别至6.59(-12%)/9.00/10.51亿元，对应EPS为2.72/3.72/4.34元，当前股价对应PE分别为10.3/7.6/6.5倍，维持“买入”评级。

风险提示

新技术渗透不及预期，研发进展不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：28.12元

相关报告：

1. 《聚和材料公司深度研究：进击的银浆龙头，N型时代乘东风扬帆起》，2024.5.23



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,504	10,290	15,456	16,765	19,670
营业收入增长率	27.94%	58.21%	50.20%	8.47%	17.32%
归母净利润(百万元)	391	442	659	900	1,051
归母净利润增长率	58.53%	13.00%	48.97%	36.72%	16.69%
摊薄每股收益(元)	3.496	2.669	2.721	3.720	4.341
每股经营性现金流净额	-10.86	-16.08	-0.82	3.97	2.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.60%	8.99%	12.39%	15.37%	16.20%
P/E	42.66	20.08	10.33	7.56	6.48
P/B	3.67	1.80	1.28	1.16	1.05

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	5,084	6,504	10,290	15,456	16,765	19,670
增长率		27.9%	58.2%	50.2%	8.5%	17.3%
主营业务成本	-4,551	-5,753	-9,280	-14,067	-15,149	-17,814
%销售收入	89.5%	88.4%	90.2%	91.0%	90.4%	90.6%
毛利	533	752	1,010	1,388	1,617	1,857
%销售收入	10.5%	11.6%	9.8%	9.0%	9.6%	9.4%
营业税金及附加	-10	-7	-15	-31	-34	-39
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-20	-25	-40	-46	-50	-59
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-56	-63	-87	-108	-117	-138
%销售收入	1.1%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
研发费用	-161	-214	-294	-278	-302	-354
%销售收入	3.2%	3.3%	2.9%	1.8%	1.8%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	287	442	573	925	1,114	1,266
%销售收入	5.6%	6.8%	5.6%	6.0%	6.6%	6.4%
财务费用	0	-32	-39	-59	-71	-69
%销售收入	0.0%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-23	-20	-94	-110	-66	-52
公允价值变动收益	-2	0	-13	-51	0	0
投资收益	-20	23	41	15	15	15
%税前利润	n.a	5.4%	8.3%	2.0%	1.5%	1.3%
营业利润	266	428	498	740	1,012	1,180
营业利润率	5.2%	6.6%	4.8%	4.8%	6.0%	6.0%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	267	428	498	740	1,012	1,180
利润率	5.2%	6.6%	4.8%	4.8%	6.0%	6.0%
所得税	-20	-37	-57	-81	-111	-130
所得税率	7.5%	8.6%	11.4%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	247	391	441	659	900	1,051
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	247	391	442	659	900	1,051
净利率	4.9%	6.0%	4.3%	4.3%	5.4%	5.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	247	391	441	659	900	1,051
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
非现金支出	47	60	166	149	121	120
非经营收益	-8	1	-34	142	75	75
营运资金变动	-1,345	-1,667	-3,237	-1,147	-135	-570
经营活动现金净流	-1,058	-1,215	-2,664	-198	960	676
资本开支	-88	-159	-100	-142	-150	-150
投资	11	-1,999	234	-351	-100	-100
其他	-20	21	0	15	15	15
投资活动现金净流	-96	-2,136	133	-478	-235	-235
股权募资	0	2,956	0	1	0	0
债权募资	58	-415	-30	1,141	-205	237
其他	1,137	1,453	2,392	-339	-450	-511
筹资活动现金净流	1,194	3,994	2,362	804	-655	-274
现金净流量	60	645	-172	128	70	167

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	107	773	749	874	943	1,108
应收账款	1,909	2,029	3,257	4,280	4,353	4,814
存货	533	605	1,327	1,495	1,530	1,704
其他流动资产	163	2,114	1,462	1,919	2,037	2,179
流动资产	2,712	5,521	6,794	8,569	8,862	9,805
%总资产	94.7%	95.0%	90.6%	91.8%	91.1%	91.2%
长期投资	0	0	285	285	285	285
固定资产	63	124	204	218	230	238
%总资产	2.2%	2.1%	2.7%	2.3%	2.4%	2.2%
无形资产	72	129	156	253	337	412
非流动资产	152	291	702	770	865	948
%总资产	5.3%	5.0%	9.4%	8.2%	8.9%	8.8%
资产总计	2,865	5,811	7,496	9,339	9,728	10,753
短期借款	1,267	769	1,936	3,086	2,881	3,117
应付账款	238	367	512	792	853	1,003
其他流动负债	113	110	104	137	132	141
流动负债	1,618	1,246	2,552	4,015	3,865	4,262
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	19	23	7	5	4
负债	1,629	1,264	2,576	4,022	3,871	4,266
普通股股东权益	1,236	4,547	4,920	5,317	5,857	6,487
其中：股本	84	112	166	242	242	242
未分配利润	399	752	1,133	1,529	2,069	2,699
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,865	5,811	7,496	9,339	9,728	10,753

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.941	3.496	2.669	2.721	3.720	4.341
每股净资产	14.727	40.631	29.704	21.966	24.198	26.803
每股经营现金净流	-12.614	-10.855	-16.083	-0.817	3.968	2.793
每股股利	0.000	0.538	0.538	1.131	1.500	1.600
回报率						
净资产收益率	19.97%	8.60%	8.99%	12.39%	15.37%	16.20%
总资产收益率	8.61%	6.73%	5.90%	7.05%	9.26%	9.77%
投入资本收益率	10.59%	7.60%	7.40%	9.80%	11.35%	11.74%
增长率						
主营业务收入增长率	103.14%	27.94%	58.21%	50.20%	8.47%	17.32%
EBIT 增长率	64.61%	54.09%	29.76%	61.28%	20.46%	13.69%
净利润增长率	98.62%	58.53%	13.00%	48.97%	36.72%	16.69%
总资产增长率	92.94%	102.85%	28.99%	24.59%	4.16%	10.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.5	51.6	51.3	75.0	70.0	65.0
存货周转天数	32.8	36.1	38.0	40.0	38.0	36.0
应付账款周转天数	12.5	11.2	4.0	3.0	3.0	3.0
固定资产周转天数	1.5	6.9	5.7	3.7	3.2	2.5
偿债能力						
净负债/股东权益	93.84%	-44.05%	-4.21%	11.61%	4.17%	3.32%
EBIT 利息保障倍数	-846.7	13.9	14.9	15.7	15.7	18.3
资产负债率	56.86%	21.75%	34.36%	43.07%	39.79%	39.67%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	4	6	35
增持	0	1	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.43	1.40	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究