

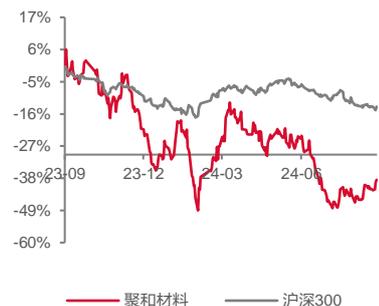
2024年09月02日

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	2024/08/30
收盘价	29.74
总股本(万股)	24,203
流通A股/B股(万股)	17,882/0
资产负债率(%)	45.89%
市净率(倍)	1.54
净资产收益率(加权)	6.12
12个月内最高/最低价	78.19/24.80

**相关研究**

《聚和材料(688503): LECO导入助推, 出货量快速提升——公司简评报告》2024.05.07

《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): N型出货比例持续提升, 新业务未来可期

——公司简评报告

投资要点

- **事件:** 2024年H1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%。2024Q2公司实现营业收入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, 计提减值影响短期盈利。** 2024H1公司计提减值损失共1.17亿元, 其中信用减值损失0.82亿元, 基于谨慎性原则计提充分, 后续不再产生影响。同时由于存货跌价及合同履约成本减值, 造成资产减值损失0.34亿元。另外, 2024H1公司计提公允价值变动收益-0.51亿元, 主要为东方日升定增浮亏。
- **盈利提升受益于银价上涨及N型出货提升。** 2024Q2公司实现毛利率12.96%, 环比+4.71 pct, 净利率5.85%, 环比+3.29 pct。Q2银价大幅上升, 库存及订单银价差带来较大盈利增量。另外, 公司出货结构优化有望带来平均加工费的提升, 2024Q2公司银浆出货约613吨, N型占比超80%, 预计后续技术迭代带来的产品竞争优势不断维持。
- **新业务逐步放量, 有望打开未来业绩空间。** 公司银浆产业链向上游一体化有望促进主营业务降本增效, 银粉单月产能超过40吨, 产品单月销售超过20吨。同时在电子浆料、0BB胶粘剂等板块出货及市场逐步打开, 后续有望贡献业绩增量。
- **严控信用风险, 现金流稳中向好。** 公司强化现金流管理, 2024Q2公司经营性现金流净额由负转正, 为7.56亿元, 后续现金流情况有望持续改善。流入方面, 公司加强账期管控, 采取聚焦优质客户的战略, 同时积极关注回款进度。流出方面, 公司利用规模优势及一体化优势逐步改善应付账期, 同时加强库存管理。
- **投资建议:** 受益于技术持续迭代及新业务发展, 预计公司龙头地位持续稳固, 看好公司长期发展。下半年以来银点由高位回落, 同时下游电池组件经营状况造成公司计提较多减值, 预计公司2024-2026年实现营业收入147.17/170.19/191.92亿元 (2024-2026年原预测值分别为157.66/164.09/195.89亿元), 同比+43.02%/+15.64%/+12.77%, 公司2024-2026年归母净利润为6.41/8.15/9.24亿元 (2024-2026年原预测值分别为7.04/8.42/9.66亿元), 对应当前P/E为11.06x/8.70x/7.67x, 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	14,716.80	17,019.00	19,192.47
同比增速(%)	58.21%	43.02%	15.64%	12.77%
归母净利润(百万元)	442.08	640.52	814.55	924.18
同比增速(%)	13.00%	44.89%	27.17%	13.46%
毛利率(%)	9.82%	9.26%	9.11%	8.94%
摊薄每股盈利(元)	1.83	2.65	3.37	3.82
ROE(%)	9%	12%	14%	15%
摊薄PE(倍)	16.03	11.06	8.70	7.67

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2024年8月30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	14,717	17,019	19,192
%同比增速	58%	43%	16%	13%
营业成本	9,280	13,354	15,468	17,477
毛利	1,010	1,363	1,551	1,716
%营业收入	10%	9%	9%	9%
税金及附加	15	18	20	25
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	40	54	61	67
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	87	115	128	134
%营业收入	1%	1%	1%	1%
研发费用	294	353	393	418
%营业收入	3%	2%	2%	2%
财务费用	39	103	133	132
%营业收入	0%	1%	1%	1%
资产减值损失	-48	-43	-18	-8
信用减值损失	-46	-98	-27	-22
其他收益	29	75	58	67
投资收益	41	22	36	21
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-13	45	60	43
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	498	721	923	1,039
%营业收入	5%	5%	5%	5%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	498	721	923	1,040
%营业收入	5%	5%	5%	5%
所得税费用	57	81	110	115
净利润	441	640	814	924
%营业收入	4%	4%	5%	5%
归属于母公司的净利润	442	641	815	924
%同比增速	13%	45%	27%	13%
少数股东损益	-1	0	-1	0
EPS (元/股)	2.67	2.65	3.37	3.82

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
摊薄EPS	1.83	2.65	3.37	3.82
BVPS	29.70	21.79	24.17	24.85
摊薄PE	16.03	11.06	8.70	7.67
PEG	1.54	0.25	0.32	0.57
PB	1.80	1.34	1.21	1.18
EV/EBITDA	16.32	10.65	8.28	7.73
ROE	9%	12%	14%	15%
ROIC	7%	9%	11%	12%

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	749	132	358	366
交易性金融资产	1,394	1,230	886	736
应收账款及应收票据	2,814	4,017	4,553	5,115
存货	1,327	1,920	1,977	2,214
预付账款	40	67	79	88
其他流动资产	470	629	758	828
流动资产合计	6,794	7,995	8,611	9,347
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	64	64	64
其他非流动资产	140	180	210	177
资产总计	7,496	8,777	9,596	10,355
短期借款	1,930	2,498	2,653	2,995
应付票据及应付账款	476	730	814	1,014
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	65	128	128	156
应交税费	29	43	48	55
其他流动负债	51	84	86	102
流动负债合计	2,552	3,483	3,729	4,322
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	17	15	16
负债合计	2,576	3,504	3,748	4,342
归属于母公司的所有者权益	4,920	5,273	5,849	6,014
少数股东权益	0	0	-1	-1
股东权益	4,920	5,273	5,848	6,013
负债及股东权益	7,496	8,777	9,596	10,355

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	-828	304	482
投资	234	209	290	136
资本性支出	-100	-95	-178	-70
其他	0	-39	36	21
投资活动现金流净额	133	75	147	87
债权融资	-30	567	153	344
股权融资	0	-64	0	-477
支付股利及利息	-61	-337	-378	-427
其他	2,453	-11	0	0
筹资活动现金流净额	2,362	155	-225	-561

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2024年8月30日收盘后）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指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上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 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
 电话：(8621) 20333619
 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
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089