

N 型银浆占比提升，多元化布局打造第二增长极

2024 年 10 月 31 日

► **事件:** 2024 年 10 月 28 日，公司发布 2024 年三季度报告。2024 年前三季度，公司实现收入 98.26 亿元，同比+32.80%；实现归母净利润 4.21 亿元，同比-4.47%；实现扣非净利 4.33 亿元，同比+7.02%。

24Q3 公司实现收入 30.61 亿元，同比-4.87%，环比-19.69%；实现归母净利润 1.22 亿元，同比-28.87%，环比-45.30%；实现扣非净利 1.03 亿元，同比-50.06%，环比-58.38%。24Q3 公司基于谨慎性原则，对各类资产进行了全面清查和减值测试，转回减值损失 8085 万元，包括信用减值损失 4257 万元和资产减值损失 3828 万元。

► **23Q3 受下游排产影响出货承压，N 型银浆占比持续提升。** 24Q3，光伏主产业链竞争加剧，产业链价格处于底部状态，电池环节产量环比下降，导致对银浆需求下降，使得公司银浆出货阶段性承压。23Q3，PERC 电池产出持续下滑，多数企业已停产 PERC 电池，N 型电池占比持续提升，进一步促进浆料需求由 P 型向 N 型迭代，公司 N 型浆料技术领先、性能优异，N 型迭代促进公司 N 型银浆出货占比提升。

► **布局上游银粉，保障原材料供应和降本。** 公司计划投资 12 亿元在常州市建立“高端光伏电子材料基地项目”，该项目完成后，将具备年产 3000 吨电子级银粉的能力，并设立全球领先的粉体研发中心。公司当前量产银粉已实现了 PERC 银浆、TOPCon 银浆的全系列覆盖，产品单月产能超过 40 吨，产品单月销售超过 20 吨；此外，HJT 片粉已完成原粉的量产定型，对应的后处理工序调研基本完成，银包铜粉完成基础的理化实验并进入小试阶段。

► **横向多元化布局，打造第二增长极。** 在非光伏银浆领域，公司紧密围绕新能源行业对功能材料的需求，成功研发出 ECA 导电胶、动力储能用聚氨酯导热胶与结构胶，以及新一代组件封装所需的新型定位胶、阻水胶和绝缘胶。匠聚已实现在通信器件、基础电子元器件等市场的产品布局及单月吨级量产出货，已在多款新能源汽车中完成导入。针对新型光伏组件，德朗聚开发出了封装定位胶以助力 OBB 工艺技术进步，目前已在相关客户实现规模化量产；并推出新型绝缘胶与电池保护胶系列产品，有效解决了 BC 组件的工艺痛点，将助力 BC 组件的产业化进程。非光伏银粉版块上，MLCC 领域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。

► **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 135.52、153.78、170.84 亿元，归母净利润分别为 5.48、6.98、8.73 亿元，以 10 月 31 日收盘价为基准，对应 2024-2026 年 PE 为 23X、18X、14X，公司 N 型浆料性能优异，新业务持续发展，维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 下游需求不及预期，市场竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	10,290	13,552	15,378	17,084
增长率 (%)	58.2	31.7	13.5	11.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	442	548	698	873
增长率 (%)	13.0	23.9	27.3	25.1
每股收益 (元)	1.83	2.26	2.88	3.61
PE	28	23	18	14
PB	2.5	2.6	2.4	2.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 10 月 31 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

51.58 元



分析师 邓永康

执业证书: S0100521100006

邮箱: dengyongkang@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书: S0100522120001

邮箱: zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书: S0100523050004

邮箱: wangyiru_yj@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书: S0100524070001

邮箱: linyutao@mszq.com

相关研究

- 聚和材料 (688503.SH) 首次覆盖报告: 光伏银浆龙头, 受益于 N 型迭代+布局上游降本-2024/09/17
- 聚和材料 (688503.SH) 深度报告: 全球光伏正面银浆龙头乘势而上-2022/12/23

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,290	13,552	15,378	17,084
营业成本	9,280	12,269	13,883	15,346
营业税金及附加	15	27	31	34
销售费用	40	54	62	68
管理费用	87	122	123	120
研发费用	294	318	323	359
EBIT	545	694	849	1,046
财务费用	39	41	30	26
资产减值损失	-48	-58	-58	-64
投资收益	41	27	31	34
营业利润	498	622	791	990
营业外收支	0	-1	2	2
利润总额	498	621	793	992
所得税	57	75	95	119
净利润	441	547	698	873
归属于母公司净利润	442	548	698	873
EBITDA	617	780	954	1,163

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	749	2,125	2,875	3,966
应收账款及票据	2,814	3,504	3,990	4,255
预付款项	40	245	278	307
存货	1,327	1,460	1,660	1,835
其他流动资产	1,864	1,789	1,926	2,076
流动资产合计	6,794	9,123	10,729	12,438
长期股权投资	229	256	286	321
固定资产	160	211	228	246
无形资产	115	113	113	113
非流动资产合计	702	925	964	1,015
资产合计	7,496	10,048	11,692	13,453
短期借款	1,930	4,130	5,130	6,130
应付账款及票据	476	874	989	1,093
其他流动负债	146	241	265	293
流动负债合计	2,552	5,245	6,384	7,516
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	23	23	23	23
非流动负债合计	23	23	23	23
负债合计	2,576	5,268	6,407	7,539
股本	166	242	242	242
少数股东权益	0	-1	-1	-1
股东权益合计	4,920	4,780	5,286	5,914
负债和股东权益合计	7,496	10,048	11,692	13,453

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	58.21	31.69	13.48	11.10
EBIT 增长率	24.47	27.36	22.24	23.26
净利润增长率	13.00	23.93	27.32	25.10
盈利能力 (%)				
毛利率	9.82	9.47	9.72	10.17
净利润率	4.30	4.04	4.54	5.11
总资产收益率 ROA	5.90	5.45	5.97	6.49
净资产收益率 ROE	8.99	11.46	13.19	14.75
偿债能力				
流动比率	2.66	1.74	1.68	1.65
速动比率	2.12	1.40	1.37	1.36
现金比率	0.29	0.41	0.45	0.53
资产负债率 (%)	34.36	52.43	54.79	56.04
经营效率				
应收账款周转天数	64.73	66.00	66.00	62.00
存货周转天数	52.19	45.00	45.00	45.00
总资产周转率	1.55	1.54	1.41	1.36
每股指标 (元)				
每股收益	1.83	2.26	2.88	3.61
每股净资产	20.33	19.75	21.84	24.44
每股经营现金流	-11.01	0.13	0.28	1.96
每股股利	1.13	0.79	1.01	1.26
估值分析				
PE	28	23	18	14
PB	2.5	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	25.13	19.91	16.27	13.34
股息收益率 (%)	2.19	1.54	1.96	2.45

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	441	547	698	873
折旧和摊销	72	85	105	117
营运资金变动	-3,237	-749	-901	-689
经营活动现金流	-2,664	33	68	475
资本开支	-100	-146	-114	-135
投资	234	100	0	0
投资活动现金流	133	-165	-114	-135
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-30	2,201	994	1,000
筹资活动现金流	2,362	1,508	797	750
现金净流量	-172	1,376	751	1,090

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026