

聚和材料 (688503.SH)

强烈推荐 (维持)

下游开工下降影响业绩，前瞻布局铜浆有望取得进展

公司发布 2024 年三季报，前三季度收入同比增长 32.80%至 98.26 亿元，归母净利润同比下滑 4.47%至 4.21 亿元，扣非归母净利润同比增长 7.02%至 4.33 亿元。Q3 公司收入同比下滑 4.87%至 30.61 亿元，归母净利润同比下降 28.87%至 1.22 亿元，受电池片开工下降影响，公司出货环降。公司前瞻布局铜浆环节，已取得一定进展，若铜浆顺利推广，公司有望领跑铜浆环节并取得收获。

□ 2024 年三季报简析。公司发布 2024 年三季报，前三季度收入同比增长 32.80%至 98.26 亿元，归母净利润同比下滑 4.47%至 4.21 亿元，扣非归母净利润同比增长 7.02%至 4.33 亿元。Q3 公司收入同比下滑 4.87%至 30.61 亿元，归母净利润同比下降 28.87%至 1.22 亿元。

□ 电池开工下降影响当期业绩。前三季度光伏浆料出货超 1600 吨，同比增长 11%，其中 N 型浆料占比超 75%。Q1-Q3 出货量分别约为 550 吨、613 吨、450 吨，其中三季度 N 型浆料出货占比 85%。公司三季度出货量环比下降，主要是因下游电池片环节开工率较低。公司季末货币现金与交易性金融资产合计超 18 亿元，季末短期借款大幅增长到 36.35 亿，大多数或为未终止确认票据贴现（科创板会计政策略有差异），另有部分信用借款（参照 2024 年半年报细）。此外，公司银粉、银浆等储备近 9 亿元，报表有支撑。

□ 由浆料向上游粉体延伸，前瞻研发铜浆有望获得突破。公司主业是银浆，过去多年出货量与市占率始终保持业界前 2 位。同时，公司率先向上游粉体延伸巩固现有优势。公司银包铜粉已完成基础理化实验并进入小试阶段，MLCC 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。另一方面，公司前瞻投入无银浆料的研发与产业化，较早开始无银粉体及其处理、无银浆料及其固化技术。据公司三季报业绩交流披露，目前部分技术已在一些产品中开始试用。如果公司铜浆新业务的产业化获得突破，未来有望带来丰厚回报。

□ 去银是光伏领域重要课题，铜浆产业加快。银浆在光伏电池片的非硅成本占比越来越高，去银化成为光伏领域研发突破的焦点之一。除了电镀铜的思路，在现有丝网印刷基础上以铜(铝)浆替代银浆是业界关注的重要出路。铜浆需要解决铜氧化、扩散、焊接稳定性等技术与工艺难点，还需要考虑下游电池厂商特别是 TOPCon 电池厂的实施难度。近几年业界在铜浆领域获得了一定的进展，下游晶科、隆基、晶澳等公司也在加快无银金属化电池研发，我们分析铜浆的产业化可能会加速。

□ 盈利预测与投资建议。公司通过浆料及原料粉体的一体化，并在铜浆等创新产品上持续投入和布局，看好公司长期发展，估算公司 2024-2025 年归母净利润 5.53、7.05 亿元，对应估值 24 倍、19 倍，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：铜浆进展不及预期、全球光伏装机低于预期、原材料价格变动加剧。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	6504	10290	13295	16789	20124
同比增长	28%	58%	29%	26%	20%
营业利润(百万元)	428	498	616	789	1021
同比增长	60%	16%	24%	28%	29%
归母净利润(百万元)	391	442	553	705	908
同比增长	59%	13%	25%	28%	29%
每股收益(元)	3.50	2.67	2.28	2.91	3.75
PE	15.6	20.4	23.8	18.7	14.5
PB	1.3	1.8	2.5	2.2	2.0

资料来源：公司数据、招商证券

中游制造/电力设备及新能源

目标估值：

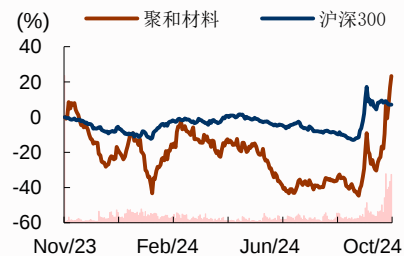
当前股价：54.45 元

基础数据

总股本(百万股)	242
已上市流通股(百万股)	179
总市值(十亿元)	13.2
流通市值(十亿元)	9.7
每股净资产(MRQ)	19.2
ROE(TTM)	9.1
资产负债率	46.0%
主要股东	刘海东
主要股东持股比例	11.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	74	45	24
相对表现	77	37	15



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《聚和材料 (688503) 一半年报超预期，业绩增长显著》2024-09-02
- 《聚和材料 (688503) 一三季度业绩超预期，布局 TOPCon 浆料开始收获》2023-11-06
- 《聚和材料 (688503) 一业绩略超预期，TOPCon 浆料将开始收获》2023-08-20

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

赵旭 S1090519120001

zhaoxu2@cmschina.com.cn

1、2024 年三季报简析

业绩增长显著，N 型浆料出货占比提升。公司发布 2024 年三季报，财务数据见下表。前三季度光伏浆料出货超 1600 吨，同比增长 11%，其中 N 型浆料占比超 75%。Q1-Q3 出货量分别约为 550 吨、613 吨、450 吨，其中三季度 N 型浆料出货占比 85%。

Q1-3 公司浆料单位收入分别约为 5369 元/kg、6219 元/kg、6700 元/kg；单位成本分别为 4927 元/kg、5413 元/kg、6393 元/kg；单位毛利分别为 442 元/kg、806 元/kg、309 元/kg；表观单位净利分别为 138 元/kg、384 元/kg、271 元/kg。公司三季度出货量环比下降，主要是因下游电池片环节开工率较低。

公司季末货币现金与交易性金融资产合计超 18 亿元，季末短期借款大幅增长至 36.35 亿，大多数或为未终止确认票据贴现（科创板会计政策要求略有差异），另有部分信用借款（参照 2024 年半年报的相关科目明细）。此外，公司银粉、银浆等储备接近 9 亿元。

经营管理能力突出，有望在浆料环节继续领跑。2024 年前三季度公司销售、管理、财务费用率分别为 0.34%、0.70%、0.78%，分别同比下降 0.05、同比基本持平、同比提升 0.53 个百分点。2024 年三季度公司销售、管理、财务费用率分别为 0.26%、0.29%、0.98%，分别同比下降 0.12 个百分点、下降 0.42 个百分点、提升 0.62 个百分点，环比下降 0.12、下降 0.61、提升 0.08 个百分点。

表 1：业绩摘要

	百万元	2021 年	2022 年	2023 年	同比变化	23Q1-3	24Q1-3	同比变化
营业收入		5083.93	6504.21	10290.3	58.21	7399.16	9826.22	32.80
营业成本		4550.97	5752.68	9280.21	61.32	6583.26	8949.35	35.94
毛利润		532.96	751.53	1010.16	34.41	815.90	876.87	7.47
销售税金		9.66	7.43	15.46	108.04	13.90	25.45	83.12
毛利润（扣除销售税		523.30	744.09	994.70	33.68	802.01	851.42	6.16
销售费用		20.09	24.78	39.97	61.27	28.77	33.18	15.35
管理费用		55.86	63.02	86.84	37.79	51.61	68.74	33.18
经营利润		447.36	656.29	867.89	32.24	721.62	749.50	3.86
资产减值损失		-1.13	-2.96	-47.70	1510.56	-0.25	3.82	-1645.57
财务费用		-0.34	31.91	38.61	21.01	18.78	76.54	307.53
投资收益		-19.64	23.07	41.29	78.98	20.46	28.54	39.44
资产处置收益		-0.09	0.00	-0.23	#DIV/0!	-0.22	0.63	-386.24
其他收益		23.30	14.31	28.60	99.86	23.50	87.83	273.69
营业外收入		0.62	0.53	0.59	11.49	1.53	1.44	-6.26
营业外支出		0.18	0.29	0.52	77.08	0.35	2.35	561.04
利润总额		266.83	427.79	498.09	16.43	495.65	470.77	-5.02
所得税		20.06	36.58	56.98	55.77	55.83	50.27	-9.95
税后净利润		246.78	391.21	441.11	12.75	439.83	420.50	-4.39
少数股东损益		0.00	0.00	-0.98	#DIV/0!	-0.98	-0.59	-39.61
归母净利润		246.78	391.21	442.08	13.00	440.80	421.09	-4.47
非经常性损益		2.16	31.95	46.52	45.62	36.54	-11.54	-131.59
扣非归母净利润		244.61	359.26	395.56	10.10	404.27	432.63	7.02

资料来源：公司公告，招商证券

表 2: 主要比率

(%)	2021 年	2022 年	2023	同比变化 (%)	23Q1-3	24Q1-3	同比变化
毛利率	10.48	11.55	9.82	-1.74	11.03	8.92	-2.10
销售费用率	0.40	0.38	0.39	0.01	0.39	0.34	-0.05
管理费用率	1.10	0.97	0.84	-0.13	0.70	0.70	0.00
财务费用率	-0.01	0.49	0.38	-0.12	0.25	0.78	0.53
经营利润率	8.80	10.09	8.43	-1.66	9.75	7.63	-2.13
所得税率	7.52	8.55	11.44	2.89	11.26	10.68	-0.58
净利率	4.85	6.01	4.30	-1.72	5.96	4.29	-1.67
扣非净利率	4.81	5.52	3.84	-1.68	5.46	4.40	-1.06

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 3: 单季度业绩摘要

百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q3 同比 (%)	24Q3 环比 (%)
营业收入	2398	3218	2891	2953	3812	3061	-5	-20
营业成本	2128	2828	2697	2710	3318	2922	3	-12
销售费用	9	12	11	11	14	8	-35	-45
管理费用	18	23	35	25	34	9	-61	-74
财务费用	-3	12	20	12	34	30	156	-13
所得税	18	26	1	15	25	11	-59	-56
归母净利	145	172	1	76	223	122	-29	-45.30

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 4: 单季度主要比率

(%)	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q3 同比百分点变化	24Q3 环比百分点变化
毛利率	11.26	12.13	6.72	8.25	12.96	4.55	-7.58	-8.41
销售费用	0.38	0.38	0.39	0.36	0.38	0.26	-0.12	-0.12
管理费用	0.74	0.71	1.22	0.86	0.90	0.29	-0.42	-0.61
财务费用	-0.12	0.37	0.69	0.40	0.90	0.98	0.62	0.08
净利率	6.06	5.33	0.04	2.57	5.86	3.99	-1.35	-1.87

资料来源: 公司公告, 招商证券

2、去银化是光伏领域重要课题，公司前瞻布局铜浆有望获得收获

2.1 去银化是行业重要课题

由于浆料在电池非硅成本中占比较高，因此降低银浆单耗一直是电池环节的重点降本方向，潜在的降本方式也比较多，如电镀、印刷+烧结等。电镀这一途径需要增加设备投资，且需要考虑节拍、环保等因素，因此规模应用有较大挑战。现行体系下，继续降低银耗的空间已经十分有限，因此用成本更低的金属替代银可能是降本的主要方向。

铝浆此前已在应用，但扩大应用挑战大。铝是工业界常用的金属，可大量供应光伏制造，其成本较低，可大幅降低光伏电池非硅成本，高温铝浆在 PERC 时期已有多年应用。铝的电阻率约为银的 1.7-1.8 倍，虽然可通过增加线宽来补偿线电阻的损失，或铝浆中添加硅来抑制铝浆和多晶硅之间的反应，进而降低界面复

合从而提升电池开压,但在电阻率方面依然与银有一定差距。此外,铝较难塑型,在更严格的栅线高宽比要求及电阻率要求下,后续大规模应用于高效双面电池仍有一定挑战。

铜浆更受关注,但难点也比较多。铜与银的电阻率差异较小,但铜浆应用需要解决三个问题:1、铜的氧化性,铜较为活泼,在高温烧结过程中容易氧化,防氧化处理尤为关键;2、扩散,银浆烧结后形成合金,而铜在烧结过程中容易在电池片上扩散,铜原子比较容易影响 PN 结;3、焊接稳定性。同时,铜浆的应用还需要考虑下游电池片公司配合的难度,特别是有高温工艺的 TOPCon 路线。

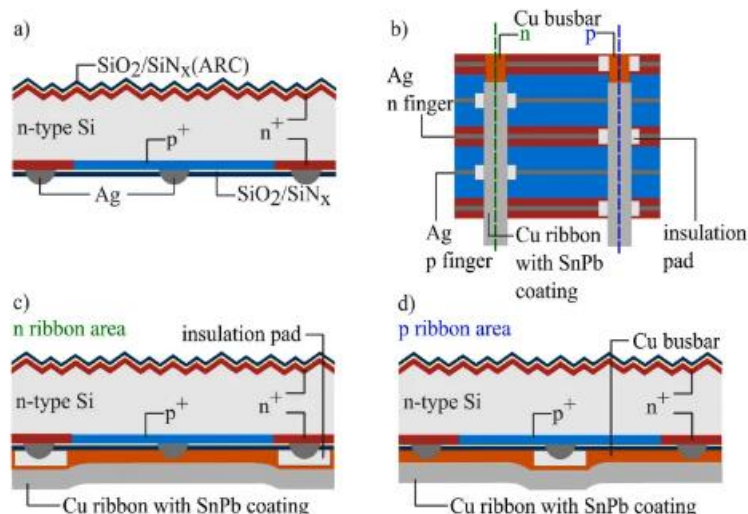
2.2 业界有所进展,公司布局加快

近几年,铜浆有研发取得一定进展:2020 年 FuturaSun 推出面向欧洲户用光伏和工商业市场“ZEBRA”系列 N 型 IBC 组件,开始使用铜浆。国内晶科能源(http://www.haining.gov.cn/art/2024/2/21/art_1229293368_59042068.html)、隆基绿能(<https://www.nature.com/articles/s41586-024-08110-8>)、晶澳科技(参见晶澳科技 2023 年报)等都在进行无银金属化电池片研发。

公司前瞻布局,未来有望迎接收获。公司目前主业是银浆,过去多年出货量与市占率始终保持业界前 2 位,公司还率先向上游粉体延伸巩固现有优势:公司银包铜粉已完成基础理化实验并进入小试阶段,MLCC 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。

另一方面,公司前瞻无银浆料的研发与产业化,较早开始无银粉体及其处理、无银浆料及其固化技术。据公司三季报业绩交流披露,目前部分技术已在一些产品中开始试用。公司在铜浆及上游粉体都在储备和投入,如果公司铜浆新业务的产业化获得突破,未来有望带来丰厚回报。

图 1: N 型铜浆主栅 ZEBRA IBC 电池结构示意图



资料来源: 晶硅太阳能电池技术进展、招商证券

图 2: 聚和材料参与的无银化金属研究的对比

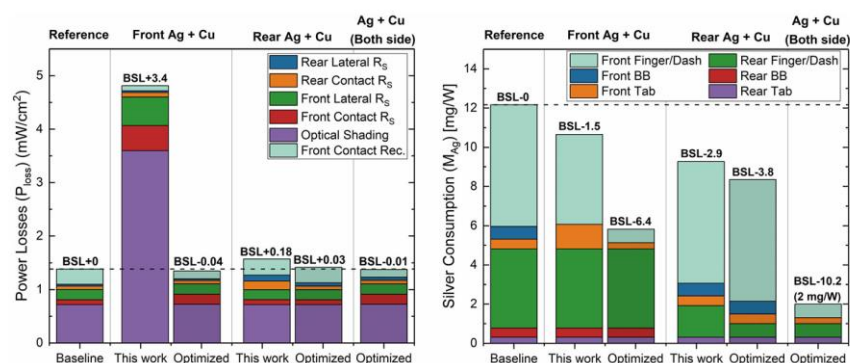


Figure 9. (Left) Simulated power losses from different mechanisms and (Right) silver consumption of industrial reference cells, cells fabricated in this work, and cells fabricated with further optimizations in processes. Baseline (BSL) corresponds to the total power loss and silver consumption in industrial reference cells.

资料来源: Ultra-Lean Silver Screen-Printing for Sustainable Terawatt-Scale Photovoltaic、招商证券

投资建议

公司发布 2024 年三季报，前三季度收入同比增长 32.80%至 98.26 亿元，归母净利润同比下滑 4.47%至 4.21 亿元，扣非归母净利润同比增长 7.02%至 4.33 亿元。Q3 公司收入同比下滑 4.87%至 30.61 亿元，归母净利润同比下降 28.87%至 1.22 亿元，受电池片开工下降影响，公司出货环降。公司前瞻布局铜浆环节，已取得一定进展，若铜浆顺利推广，公司有望领跑铜浆环节并取得收获。

表 5: 盈利预测

百万元		2022	2023	2024E	2025E	2026E
正面银浆	营业收入	6,473	10,204	13,200	16,665	19,998
	YOY(%)	28	58	29	26	20
	毛利率(%)	11	10	11	9	9
其他业务	营业收入	31	86	95	124	126
	YOY(%)	75	178	10	30	2
	毛利率(%)	40	30	40	40	40
汇总	营业收入	6,504	10,290	13,295	16,789	20,124
	YOY(%)	28	58	29	26	20
	毛利率(%)	12	10	11	10	10

资料来源: Wind、招商证券

风险提示

- 1) 铜浆进展不及预期。公司前瞻布局铜浆，但也存在进展不及预期的可能。
- 2) 全球光伏装机低于预期。我国光伏产业链具备极强全球竞争力，相关企业面向全球市场，若全球光伏装机不达预期，有可能会影响相关上市公司业绩。
- 3) 原材料价格变动加剧。若原材料价格变动加剧，公司业绩可能会受到影响。

图 3: 聚和材料历史 PEBand



资料来源: 公司数据、招商证券

图 4: 聚和材料历史 PBBand



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《聚和材料（688503）：半年报超预期，业绩增长显著》2024-09-01
- 2、《聚和材料（688503）：三季度业绩超预期，布局 TOPCon 浆料开始收获》2023-11-06
- 3、《聚和材料（688503）：业绩略超预期，TOPCon 浆料将开始收获》2023-08-20
- 4、《聚和材料（688503）：扩产巩固规模优势，N 型 TOPCon 浆料将开始收获》2023-06-29
- 5、《聚和材料（688503）：经营稳健，有望在电池技术变革之际占据先机》2022-12-26

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	5521	6794	8680	10542	12356
现金	773	749	1334	1601	1915
交易性投资	1999	1394	1394	1394	1394
应收票据	712	989	1278	1613	1934
应收款项	1066	1825	2332	2945	3530
其它应收款	15	36	47	59	71
存货	605	1327	1683	2155	2584
其他	351	474	612	773	927
非流动资产	291	702	715	725	733
长期股权投资	0	229	229	229	229
固定资产	122	160	190	216	237
无形资产商誉	127	139	125	112	101
其他	42	174	171	168	166
资产总计	5811	7496	9395	11267	13089
流动负债	1246	2552	4011	5345	6473
短期借款	766	1930	3260	4420	5390
应付账款	338	476	608	778	933
预收账款	5	5	6	8	10
其他	137	141	137	138	140
长期负债	19	23	23	23	23
长期借款	0	0	0	0	0
其他	19	23	23	23	23
负债合计	1264	2576	4034	5369	6496
股本	112	166	242	242	242
资本公积金	3597	3526	3526	3526	3526
留存收益	838	1228	1594	2133	2829
少数股东权益	0	0	(1)	(3)	(5)
归属于母公司所有者权益	4547	4920	5362	5901	6597
负债及权益合计	5811	7496	9395	11267	13089

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(1215)	(2664)	(546)	(711)	(448)
净利润	391.0	441.0	599.0	802.0	1025.0
折旧摊销	37	67	44	47	50
财务费用	34	5	90	70	50
投资收益	(23)	(41)	(69)	(114)	(114)
营运资金变动	(1645)	(3125)	(1174)	(1430)	(1351)
其它	(9)	(10)	(37)	(86)	(108)
投资活动现金流	(2136)	133	8	53	53
资本支出	(159)	(101)	(60)	(60)	(60)
其他投资	(1977)	234	69	114	114
筹资活动现金流	3994	2362	1123	925	708
借款变动	1097	2477	1324	1160	969
普通股增加	28	54	76	0	0
资本公积增加	2892	(71)	0	0	0
股利分配	0	(60)	(187)	(166)	(211)
其他	(23)	(38)	(90)	(70)	(50)
现金净增加额	643	(169)	586	267	314

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6504	10290	13295	16789	20124
营业成本	5753	9280	11841	15164	18184
营业税金及附加	7	15	20	25	30
营业费用	25	40	52	65	78
管理费用	63	87	146	185	221
研发费用	214	294	399	504	604
财务费用	32	39	90	70	50
资产减值损失	(20)	(94)	(200)	(100)	(50)
公允价值变动收益	0	(13)	(60)	(15)	(15)
其他收益	14	29	29	29	29
投资收益	23	41	100	100	100
营业利润	428	498	616	789	1021
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	428	498	616	789	1021
所得税	37	57	64	86	115
少数股东损益	0	(1)	(1)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	391	442	553	705	908

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	28%	58%	29%	26%	20%
营业利润	60%	16%	24%	28%	29%
归母净利润	59%	13%	25%	28%	29%
获利能力					
毛利率	11.6%	9.8%	10.9%	9.7%	9.6%
净利率	6.0%	4.3%	4.2%	4.2%	4.5%
ROE	8.6%	9.0%	10.3%	11.9%	13.8%
ROIC	7.9%	6.9%	7.2%	7.3%	7.8%
偿债能力					
资产负债率	21.8%	34.4%	42.9%	47.6%	49.6%
净负债比率	13.2%	25.8%	34.7%	39.2%	41.2%
流动比率	4.4	2.7	2.2	2.0	1.9
速动比率	3.9	2.1	1.7	1.6	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.4	1.4	1.5	1.5
存货周转率	10.1	9.6	7.9	7.9	7.7
应收账款周转率	3.7	4.5	4.1	4.1	4.0
应付账款周转率	20.0	22.8	21.9	21.9	21.3
每股资料(元)					
EPS	3.50	2.67	2.28	2.91	3.75
每股经营净现金	-10.86	-16.08	-2.26	-2.94	-1.85
每股净资产	40.63	29.70	22.15	24.38	27.26
每股股利	0.54	1.13	0.69	0.87	1.13
估值比率					
PE	15.6	20.4	23.8	18.7	14.5
PB	1.3	1.8	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	13.0	10.9	8.1	6.7	5.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。