

2024年12月05日

买入（维持）

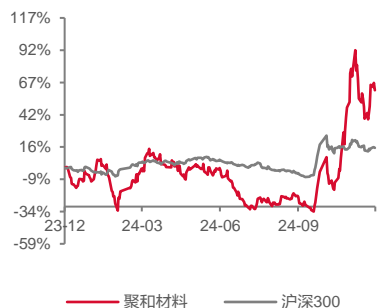
报告原因：重大事项

聚和材料（688503）：铜浆产业化加速，公司技术优势凸显

——公司简评报告

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	2024/12/04
收盘价	59.44
总股本(万股)	24,203
流通A股/B股(万股)	18,066/0
资产负债率(%)	46.03%
市净率(倍)	3.09
净资产收益率(加权)	8.63
12个月内最高/最低价	74.30/24.15

**相关研究**

《聚和材料（688503）：行业导致业绩短期波动，新技术逐步落地——公司简评报告》2024.11.12

《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》2024.09.02

《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

投资要点

- **事件：**近日，东方日升宣布在HJT电池片产线上铜浆的测试导入和量产工作正在展开。从目前的产线结果来看，铜浆在HJT产品上的应用，已经取得了较为良好的结果，在保证电池效率的情况下，能够使得电池单瓦纯银耗量由现在的6mg/W达到0.5mg/W。
- **聚和材料铜浆技术行业领先。**近期公司首席科学家OKAMOTO KUNINORI出席无银化/少银化论坛并发表演讲，宣布公司通过在铜粉中添加抗氧化剂及烧结剂，首创推出可用于光伏电池的铜浆产品。产品具有三大优势：1）烧结温度可低至300℃，能够在空气中烧结且无需氮气保护，从而有利于降低电池碎片率；2）与传统聚合物粘接铜粉方案（如HJT低温浆料、银包铜浆料等）相比，线电阻更低、电池效率表现更为优异；3）根据测试结果，以传统银浆印刷方案为基准组，与铝浆产品相比，聚和铜浆产品在应用于电池背面细栅且在浆料单耗不变情况下，电池效率几乎无损失，而铝浆产品则存在1%的电池效率损失。
- **铜浆技术未来量产导入有望提升公司业绩，实现量利齐升。**金属化对于电池降本增效具有重要作用，银浆环节技术迭代不断推进是单环节保持盈利的重要原因。后续铜浆逐步导入量产将进一步提升公司技术优势，贱金属替代及技术溢价有望提升公司浆料产品毛利率，同时提升公司市占率，预计有望带动公司业绩实现量利齐升。
- **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出货量下降，预计公司2024-2026年实现营业收入135.77/159.07/178.36亿元，同比+31.94%/+17.16%/+12.13%，公司2024-2026年归母净利润为5.67/7.30/8.32亿元，对应当前P/E为25.39x/20.04x/17.58x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**（1）光伏全球装机波动风险；（2）应收账款坏账风险；（3）上下游价格波动风险。

盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	5,083.93	6,504.21	10,290.37	13,576.73	15,906.89	17,836.49
同比增速(%)	103.14%	27.94%	58.21%	31.94%	17.16%	12.13%
归母净利润(百万元)	246.78	391.21	442.08	566.55	729.63	832.27
同比增速(%)	98.62%	58.53%	13.00%	285.16%	28.78%	14.07%
毛利率(%)	10.48%	11.55%	9.82%	8.28%	8.92%	8.95%
每股盈利(元)	1.02	1.62	1.83	2.34	2.97	3.38
ROE(%)	19.97%	8.60%	8.99%	11.93%	13.87%	14.44%
PE(倍)	58.30	36.77	32.54	25.39	20.04	17.58

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2024年12月04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	13,577	15,907	17,836
%同比增速	58%	32%	17%	12%
营业成本	9,280	12,453	14,488	16,241
毛利	1,010	1,124	1,419	1,596
%营业收入	10%	8%	9%	9%
税金及附加	15	16	19	23
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	40	50	57	62
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	87	106	119	125
%营业收入	1%	1%	1%	1%
研发费用	294	326	367	389
%营业收入	3%	2%	2%	2%
财务费用	39	103	139	143
%营业收入	0%	1%	1%	1%
资产减值损失	-48	-13	-8	-7
信用减值损失	-46	-38	-27	-22
其他收益	29	96	38	34
投资收益	41	24	33	20
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	1	0	0
营业利润	498	638	814	920
%营业收入	5%	5%	5%	5%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	498	638	814	920
%营业收入	5%	5%	5%	5%
所得税费用	57	72	97	102
净利润	441	566	717	818
%营业收入	13%	28%	27%	14%
归属于母公司的净利润	442	567	718	818
%同比增速	4%	4%	5%	5%
少数股东损益	-1	0	-1	0
EPS (元/股)	1.83	2.34	2.97	3.38

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	1.83	2.34	2.97	3.38
BVPS	20.33	19.62	21.39	23.41
PE	32.54	25.39	20.04	17.58
PEG	2.50	0.90	0.75	1.26
PB	2.92	3.03	2.78	2.54
EV/EBITDA	16.32	21.90	17.14	15.30
ROE	9%	12%	14%	14%
ROIC	7%	9%	11%	11%

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	749	-92	-73	307
交易性金融资产	1,394	1,230	886	736
应收账款及应收票据	2,814	3,732	4,282	4,779
存货	1,327	1,808	1,879	2,084
预付账款	40	62	74	82
其他流动资产	470	582	710	771
流动资产合计	6,794	7,323	7,758	8,759
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	237	246
无形资产	115	136	157	176
商誉	23	23	37	43
递延所得税资产	34	51	51	51
其他非流动资产	140	245	274	239
资产总计	7,496	8,186	8,855	9,913
短期借款	1,930	2,498	2,653	2,995
应付票据及应付账款	476	681	763	943
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	65	119	120	145
应交税费	29	39	45	51
其他流动负债	51	79	81	95
流动负债合计	2,552	3,416	3,661	4,229
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	3,437	3,680	4,249
归属于母公司的所有者权益	4,920	4,749	5,176	5,665
少数股东权益	0	0	-1	-1
股东权益	4,920	4,749	5,176	5,665
负债及股东权益	7,496	8,186	8,855	9,913

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	-579	151	425
投资	234	209	290	136
资本性支出	-100	-95	-178	-70
其他	0	-72	33	20
投资活动现金流净额	133	43	145	85
债权融资	-30	567	153	344
股权融资	0	0	0	0
支付股利及利息	-61	-353	-429	-475
其他	2,453	-507	0	0
筹资活动现金流净额	2,362	-293	-277	-131
现金净流量	-172	-841	20	379

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2024年12月04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所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)
 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](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089