电力设备

报告日期：2025 年 02 月 27 日

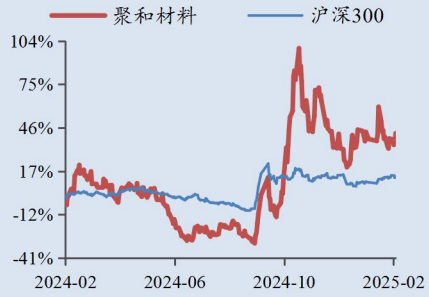
业绩短期承压，铜浆导入加速

——聚和材料（688503.SH）点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

	2025 年 02 月 26 日
当前价格（元）	50.68
52 周价格区间（元）	24.15-74.30
总市值（百万元）	12,266.27
流通市值（百万元）	9,156.09
总股本（万股）	24,203.36
流通股（万股）	18,066.48
近一月换手（%）	64.76

分析师：杨阳
执业证书编号：S0230523110001
邮箱：yangy@hlzq.com

分析师：许紫荆
执业证书编号：S0230524080001
邮箱：xuzj@hlzq.com

相关阅读

请认真阅读文后免责条款

事件：

2 月 24 日，公司发布 2024 年度业绩快报。

2024 年，公司实现营收 125.14 亿元，同比+21.61%；归母净利润 4.19 亿元，同比-5.24%。

观点：

- **2024 年公司归母净利同比-5.24%，扣非归母净利润同比+0.24%。**公司下游光伏电池环节竞争加剧，光伏行业进入洗牌阶段，部分客户回款不及预期，公司综合判断应收账款回收风险，审慎计提相关坏账损失，影响部分利润。
- **全球光伏银浆龙头，新建银粉产能 3000 吨。**公司主要产品为光伏导电银浆，2023 年公司的光伏导电银浆全球市场占有率达到 34.40%，排名全行业第一位。此外公司持续向上游布局，新设的募投项目预计投资 12 亿在常州建设“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。
- **光伏无银化加速推进，铜浆打开成长空间。**公司凭借长期积累的材料和配方设计能力，紧跟电池技术趋势，实现 HJT 银包铜浆料产品的体电阻、银含量大幅降低，30%以下银含低成本浆料实现量产，浆料长期可靠性也获得显著提升。
- **盈利预测及投资评级：**公司是全球光伏银浆龙头，紧跟光伏行业新技术更迭对银浆材料降本增效的要求。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.19/6.75/7.97 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 29.3/18.2/15.4 倍。我们选取帝科股份、博迁新材、福莱特、福斯特作为可比公司，可比公司 2024-2026 年 PE 均值为 40.8/25.2/19.3 倍，公司当前估值合理。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业政策变动风险；下游需求变动风险；行业竞争加剧；技术进步不及预期；原材料价格波动风险；确认收入节奏不及预期的风险。

➢ **盈利预测简表**

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,504	10,290	12,514	14,831	16,730
增长率（%）	27.94	58.21	21.61	18.52	12.80
归母净利润（百万元）	391	442	419	675	797
增长率（%）	58.53	13.00	-5.24	61.02	18.17
ROE（%）	8.60	8.97	8.13	11.95	12.78
每股收益/EPS（摊薄/元）	3.50	2.67	1.73	2.79	3.29
市盈率（P/E）	14.5	19.0	29.3	18.2	15.4
市净率（P/B）	1.2	1.7	2.4	2.2	2.0

数据来源：Wind，华龙证券研究所

➢ **可比公司估值表**

代码	简称	2025/2/26	EPS（元）					PE（倍）				
		收盘价（元）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
300842.SZ	帝科股份	50.30	-0.17	3.85	3.67	4.68	5.37	-	13.1	13.7	10.7	9.4
605376.SH	博迁新材	40.13	0.59	-0.12	0.45	0.81	1.05	68.4	-	89.7	49.4	38.4
601865.SH	福莱特	22.08	0.99	1.17	0.61	0.94	1.38	22.3	18.8	35.9	23.5	16.1
603806.SH	福斯特	15.29	1.19	0.99	0.64	0.90	1.15	12.9	15.4	23.7	17.0	13.2
	平均值		0.65	1.47	1.34	1.83	2.24	34.5	15.8	40.8	25.2	19.3
688503.SH	聚和材料	50.68	3.50	2.67	1.73	14.5	19.0	29.3	18.2	15.4	18.2	15.4

数据来源：Wind，华龙证券研究所；可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测。

表：公司财务预测表

资产负债表（百万元）					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,521	6,794	7,053	8,813	8,694
现金	773	749	995	1,243	1,348
应收票据及应收账款	1,779	2,814	3,173	3,884	4,003
其他应收款	15	36	48	45	58
预付账款	95	40	195	67	218
存货	605	1,327	950	1,742	1,283
其他流动资产	2,254	1,828	1,692	1,831	1,784
非流动资产	291	702	787	958	1,126
长期股权投资	0	229	348	487	637
固定资产	122	160	175	187	192
无形资产	127	115	130	147	159
其他非流动资产	42	198	135	137	139
资产总计	5,811	7,496	7,840	9,771	9,820
流动负债	1,246	2,552	2,669	4,107	3,565
短期借款	766	1,930	2,036	3,313	2,799
应付票据及应付账款	338	476	526	668	659
其他流动负债	142	146	108	126	107
非流动负债	19	23	20	21	21
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	23	20	21	21
负债合计	1,264	2,576	2,689	4,127	3,586
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	112	166	245	245	245
资本公积	3,597	3,526	3,447	3,447	3,447
留存收益	838	1,220	1,529	2,002	2,554
归属母公司股东权益	4,547	4,920	5,151	5,643	6,235
负债和股东权益	5,811	7,496	7,840	9,771	9,820

现金流量表（百万元）					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-1,215	-2,664	531	-393	1,127
净利润	391	441	419	675	797
折旧摊销	37	67	37	44	42
财务费用	32	39	113	148	168
投资损失	-23	-41	-25	-30	-30
营运资金变动	-1,667	-3,251	-61	-1,260	95
其他经营现金流	15	82	48	31	55
投资活动现金流	-2,136	133	-82	-306	-135
资本支出	159	101	48	66	59
长期投资	-1,999	349	-120	-139	-149
其他投资现金流	21	-115	86	-101	72
筹资活动现金流	3,994	2,362	-807	-274	-319
短期借款	-499	1,165	105	1,277	-513
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	28	54	80	0	0
资本公积增加	2,892	-71	-80	0	0
其他筹资现金流	1,573	1,214	-912	-1,551	195
现金净增加额	645	-172	-358	-973	673

利润表（百万元）					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,504	10,290	12,514	14,831	16,730
营业成本	5,753	9,280	11,413	13,325	14,964
税金及附加	7	15	18	21	24
销售费用	25	40	49	58	65
管理费用	63	87	106	125	141
研发费用	214	294	358	424	479
财务费用	32	39	113	148	168
资产和信用减值损失	-20	-94	-34	-25	-47
其他收益	14	29	23	23	24
公允价值变动收益	0	-13	-7	-8	-8
投资净收益	23	41	25	30	30
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	428	498	464	751	888
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	428	498	465	751	888
所得税	37	57	46	76	91
净利润	391	441	419	675	797
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	391	442	419	675	797
EBITDA	471	579	584	907	1,058
EPS（元）	3.50	2.67	1.73	2.79	3.29

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	27.94	58.21	21.61	18.52	12.80
营业利润同比增速(%)	60.50	16.48	-6.76	61.63	18.31
归属于母公司净利润同比增速(%)	58.53	13.00	-5.24	61.02	18.17
获利能力					
毛利率(%)	11.55	9.82	8.80	10.15	10.56
净利率(%)	6.01	4.29	3.35	4.55	4.76
ROE(%)	8.60	8.97	8.13	11.95	12.78
ROIC(%)	7.44	6.60	6.86	8.65	10.08
偿债能力					
资产负债率(%)	21.75	34.36	34.30	42.24	36.51
净负债比率(%)	0.12	24.31	20.38	36.83	23.43
流动比率	4.43	2.66	2.64	2.15	2.44
速动比率	3.85	2.12	2.20	1.70	2.01
营运能力					
总资产周转率	1.50	1.55	1.63	1.68	1.71
应收账款周转率	7.07	7.12	7.38	7.24	7.27
应付账款周转率	32.69	90.68	61.10	66.23	68.59
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	3.50	2.67	1.73	2.79	3.29
每股经营现金流(最新摊薄)	-10.86	-16.08	2.19	-1.62	4.66
每股净资产(最新摊薄)	40.63	29.70	21.28	23.32	25.76
估值比率					
P/E	14.5	19.0	29.3	18.2	15.4
P/B	1.2	1.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	22.16	21.12	20.73	14.36	11.77

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告的风险等级评定为 R4，仅供符合华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（C4 及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。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。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层
邮编：100033	邮编：730030	邮编：200000	邮编：518046
	电话：0931-4635761		