



聚和材料 (688503.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，关注贱金属浆料进展

业绩简评

2025年4月27日，公司发布2024年年报及2025年一季报。2024年全年公司实现营业收入124.88亿元，同比+21.35%；实现归母净利润4.18亿元，同比-5.45%；2025年一季度实现营业收入29.94亿元，同比+1.38%，实现归母净利润8965.33万元，同比+18.24%，业绩符合预期。

经营分析

现金流显著改善，减值风险逐步收敛：2024年公司光伏银浆产品出货量为2024吨，同比增长10%，其中N型占比约78%，较上半年提升8PCT，计算下半年N型光伏浆料出货占比接近90%。2024年公司计提减值损失1.4亿元，其中信用减值损失0.9亿元，对部分存在重大经营风险的客户进行充分计提；资产减值损失0.5亿元，主要来自商誉和存货跌价损失。截至25Q1末公司经营经营性现金流-1亿元，较24年底增加约8亿元，通过上下游结构优化、严格管控，下游回款趋势向好。

多路线光伏产品持续迭代，前瞻布局贱金属浆料助力降本：光伏领域，公司在研导电浆料产品全面覆盖N型TOPCon、HJT、XBC及薄膜电池不同技术路线的产品需求，适配LECO技术、超窄线宽印刷、多膜层结构、光注入退火、双面poly、合金浆料等新技术，实现TOPCon新型烧结技术银浆、HJT银浆及低成本导电浆料产品的量产供货，此外推出德朗聚新型绝缘胶产品、有效解决BC组件工艺痛点。同时，前瞻性布局少银、无银化产品，推出“超细线印刷+低固含+无主栅”技术、银包铜浆方案、新型OBB技术匹配浆料产品，首创光伏铜浆产品，攻克空气烧结技术瓶颈，已对接主流一体化组件客户及配套设备厂商，在多层可靠性测试中性能表现优异，实现小批量出货。

横向拓展产品矩阵，突破传统材料供应商角色：光伏领域外，公司精准切入新能源与电子行业交叉领域的功能材料市场，2024年成功进入电子元器件行业龙头企业供应链，并逐步形成“材料定制开发-器件联合设计-产线工艺匹配优化”的金属化方案提供能力。

盈利预测、估值与评级

根据公司出货情况及最新业务进展，下调公司2025-2026年盈利分别至4.94(-45%)/5.48(-48%)亿元，新增2027年盈利为5.99亿元，对应EPS为2.04/2.26/2.48元，当前股价对应PE分别为16/14/13倍，维持“买入”评级。

风险提示

新技术渗透不及预期，研发进展不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：31.69元

相关报告：

- 《聚和材料公司点评：业绩符合预期，盈利能力、经营质量表现亮眼》，2024.8.28
- 《聚和材料公司深度研究：进击的银浆龙头，N型时代乘东风扬帆起》，2024.5.23



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,290	12,488	15,276	13,343	14,283
营业收入增长率	58.21%	21.35%	22.33%	-12.65%	7.04%
归母净利润(百万元)	442	418	494	548	599
归母净利润增长率	13.00%	-5.45%	18.16%	10.93%	9.37%
摊薄每股收益(元)	2.669	1.727	2.041	2.264	2.476
每股经营性现金流净额	-16.08	-3.70	0.40	7.00	2.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.99%	9.00%	9.06%	9.48%	9.76%
P/E	20.08	25.64	15.53	14.00	12.80
P/B	1.80	2.31	1.41	1.33	1.25

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	6,504	10,290	12,488	15,276	13,343	14,283
增长率		58.2%	21.4%	22.3%	-12.7%	7.0%
主营业务成本	-5,753	-9,280	-11,401	-13,994	-12,156	-12,921
%销售收入	88.4%	90.2%	91.3%	91.6%	91.1%	90.5%
毛利	752	1,010	1,086	1,282	1,187	1,362
%销售收入	11.6%	9.8%	8.7%	8.4%	8.9%	9.5%
营业税金及附加	-7	-15	-26	-31	-27	-29
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-25	-40	-49	-58	-51	-54
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-63	-87	-86	-104	-91	-97
%销售收入	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
研发费用	-214	-294	-310	-382	-334	-357
%销售收入	3.3%	2.9%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	442	573	616	707	685	825
%销售收入	6.8%	5.6%	4.9%	4.6%	5.1%	5.8%
财务费用	-32	-39	-41	-68	-55	-37
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-20	-94	-141	-107	-76	-63
公允价值变动收益	0	-13	-26	-51	0	0
投资收益	23	41	-22	0	0	0
%税前利润	5.4%	8.3%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	428	498	483	581	645	705
营业利润率	6.6%	4.8%	3.9%	3.8%	4.8%	4.9%
营业外收支	0	0	-2	0	0	0
税前利润	428	498	481	581	645	705
利润率	6.6%	4.8%	3.9%	3.8%	4.8%	4.9%
所得税	-37	-57	-71	-87	-97	-106
所得税率	8.6%	11.4%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	391	441	410	494	548	599
少数股东损益	0	-1	-8	0	0	0
归属于母公司的净利润	391	442	418	494	548	599
净利率	6.0%	4.3%	3.3%	3.2%	4.1%	4.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	391	441	410	494	548	599
少数股东损益	0	-1	-8	0	0	0
非现金支出	60	166	217	148	133	133
非经营收益	1	-34	0	184	71	59
营运资金变动	-1,667	-3,237	-1,523	-730	942	-103
经营活动现金净流	-1,215	-2,664	-895	96	1,694	688
资本开支	-159	-100	-212	-104	-150	-150
投资	-1,999	234	-84	-351	-100	-100
其他	21	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-2,136	133	-296	-455	-250	-250
股权募资	2,956	0	1	520	0	0
债权募资	-415	-30	733	240	-993	188
其他	1,453	2,392	326	-289	-291	-299
筹资活动现金净流	3,994	2,362	1,059	470	-1,284	-111
现金净流量	645	-172	-158	111	160	327

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	773	749	622	731	889	1,214
应收款项	2,029	3,257	3,874	4,371	3,515	3,591
存货	605	1,327	929	988	771	748
其他流动资产	2,114	1,462	1,365	1,522	1,611	1,716
流动资产	5,521	6,794	6,791	7,611	6,786	7,270
%总资产	95.0%	90.6%	85.1%	86.5%	84.1%	84.2%
长期投资	0	285	645	645	645	645
固定资产	124	204	306	317	325	330
%总资产	2.1%	2.7%	3.8%	3.6%	4.0%	3.8%
无形资产	129	156	117	215	302	377
非流动资产	291	702	1,185	1,192	1,285	1,365
%总资产	5.0%	9.4%	14.9%	13.5%	15.9%	15.8%
资产总计	5,811	7,496	7,976	8,803	8,071	8,635
短期借款	769	1,936	2,602	2,862	1,869	2,056
应付款项	367	512	552	322	277	295
其他流动负债	110	104	143	162	141	142
流动负债	1,246	2,552	3,297	3,346	2,287	2,493
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	19	23	37	7	5	4
负债	1,264	2,576	3,334	3,353	2,293	2,497
普通股股东权益	4,547	4,920	4,644	5,452	5,780	6,140
其中：股本	112	166	242	242	242	242
未分配利润	752	1,133	1,337	1,633	1,962	2,322
少数股东权益	0	0	-2	-2	-2	-2
负债股东权益合计	5,811	7,496	7,976	8,803	8,071	8,635

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	3.496	2.669	1.727	2.041	2.264	2.476
每股净资产	40.631	29.704	19.189	22.525	23.883	25.369
每股经营现金净流	-10.855	-16.083	-3.700	0.398	7.000	2.844
每股股利	0.538	1.131	0.430	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	8.60%	8.99%	9.00%	9.06%	9.48%	9.76%
总资产收益率	6.73%	5.90%	5.24%	5.61%	6.79%	6.94%
投入资本收益率	7.60%	7.40%	7.24%	7.23%	7.62%	8.56%
增长率						
主营业务收入增长率	27.94%	58.21%	21.35%	22.33%	-12.65%	7.04%
EBIT 增长率	54.09%	29.76%	7.41%	14.86%	-3.10%	20.42%
净利润增长率	58.53%	13.00%	-5.45%	18.16%	10.93%	9.37%
总资产增长率	102.85%	28.99%	6.41%	10.37%	-8.31%	6.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.6	51.3	56.2	50.0	48.0	46.0
存货周转天数	36.1	38.0	36.1	28.0	26.0	24.0
应付账款周转天数	11.2	4.0	2.1	3.0	3.0	3.0
固定资产周转天数	6.9	5.7	5.3	4.2	4.4	3.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.05%	-4.21%	18.12%	14.55%	-7.94%	-11.35%
EBIT 利息保障倍数	13.9	14.9	15.1	10.3	12.5	22.1
资产负债率	21.75%	34.36%	41.80%	38.09%	28.41%	28.92%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	2	6	28
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.33	1.14	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究