

聚和材料（688503）

2024 年报及 2025 一季报点评：出货环比提升，新技术有望突破

买入（维持）

2025 年 04 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 徐毓嵘

执业证书：S0600524080007

xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	10,290	12,488	14,240	15,810	17,854
同比（%）	58.21	21.35	14.03	11.02	12.93
归母净利润（百万元）	442.08	418.01	495.58	623.34	812.03
同比（%）	13.00	(5.45)	18.56	25.78	30.27
EPS-最新摊薄（元/股）	1.83	1.73	2.05	2.58	3.36
P/E（现价&最新摊薄）	17.35	18.35	15.48	12.30	9.45

投资要点

■ **事件：**公司 2024 年营收 124.9 亿元，同 21.4%，归母净利润 4.2 亿元，同-5.4%，毛利率 8.7%，同-1.1pct，归母净利率 3.3%，同-0.9pct；其中 24Q4 营收 26.6 亿元，同环比-7.9%/-13.1%，归母净利润 0 亿元，同环比-340.6%/-102.5%，毛利率 7.9%，同环比 1.2/3.3pct，归母净利率-0.1%，同环比-0.2/-4.1pct。公司 2025 年 Q1 营收 29.9 亿元，同环比 1.4%/12.5%，归母净利润 0.9 亿元，同环比 18.2%/-3012%，毛利率 6.3%，同环比-1.9/-1.5pct，归母净利率 3%，同环比 0.4/3.1pct。业绩符合市场预期。

■ **出货环比提升、盈利保持坚挺：**公司 2024 年浆料出货为 2024 吨，继续保持行业领先地位，其中 N 出货量 1576 吨，占比达 77.87%。公司 2025 年 Q1 银浆出货约 440 吨+，环增 10%/同降 20%，我们预计 N 型占比 95%+。Q1 受益于下游排产提升，出货量环比增长。测算 Q1 单 kg 毛利约 431 元/kg（毛利率 6.33%），环降约 93 元/kg（Q4 受银价上升影响略高），测算单吨净利约 20 万/吨，保持坚挺。Q2 看抢装结束排产或有所回落，预计全年出货 2400 吨+，保持领先市占率。

■ **新技术持续突破、铜浆年底或有望量产：**2024 年公司研发投入达 8.42 亿元，占营收 6.74%，研发持续投入；BC 浆料出货实现进展突破，下游市占率有望提升。同时公司首创光伏铜浆产品，包括纯铜浆料及银包铜浆料。已对接主流一体化组件及配套设备厂商，铜浆产品在多轮可靠性测试中性能表现优异，并已实现小批量出货，2025 年 H2 或有望量产。

■ **费用环比提升、现金分红回馈股东：**公司 2025 年 Q1 期间费用 1.1 亿元，同环比-7.7%/58.2%，费用率 3.8%，同环比-0.4/1.1pct；经营现金-1.2 亿元，同环比-90.7%/21.8%；2025 年 Q1 资本开支 0.9 亿元，同环比 206.6%/39.2%；2025 年 Q1 末存货 8.9 亿元，较年初-33.2%。公司拟每 10 股派发现金红利 4.3447 元，合计拟派发约 1 亿元，股利支付率 24%回馈股东。

■ **盈利预测和投资评级：**考虑行业竞争加剧，下调盈利预测并新增 2027 年盈利预测，我们预计 2025-2027 年归母净利润 4.96/6.23/8.12（2025/2026 年前值为 7.2/8.3）亿元，同比 19%/26%/30%，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**竞争加剧，政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.69
一年最低/最高价	24.15/74.30
市净率(倍)	1.62
流通 A 股市值(百万元)	5,725.27
总市值(百万元)	7,670.05

基础数据

每股净资产(元,LF)	19.62
资产负债率(% ,LF)	46.47
总股本(百万股)	242.03
流通 A 股(百万股)	180.66

相关研究

《聚和材料(688503)：聚和材料 2024Q3 点评：下游排产放缓影响出货，新产品积极开拓》

2024-11-20

《聚和材料(688503)：2024 中报点评：N 型占比持续提升，结构优化+银价上涨盈利改善》

2024-08-28

聚和材料三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,791	7,811	8,928	9,851	营业总收入	12,488	14,240	15,810	17,854
货币资金及交易性金融资产	1,761	3,058	3,787	4,043	营业成本(含金融类)	11,401	13,066	14,485	16,370
经营性应收款项	3,989	3,497	3,752	4,249	税金及附加	26	19	21	23
存货	929	1,089	1,207	1,364	销售费用	49	56	62	70
合同资产	0	0	0	0	管理费用	86	93	103	116
其他流动资产	112	167	181	194	研发费用	310	342	379	429
非流动资产	1,185	1,282	1,376	1,376	财务费用	41	59	44	35
长期股权投资	566	566	566	566	加:其他收益	97	24	27	0
固定资产及使用权资产	198	216	236	236	投资净收益	(22)	59	59	0
在建工程	123	153	193	193	公允价值变动	(26)	(60)	(60)	0
无形资产	109	139	169	169	减值损失	(141)	(70)	(40)	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	8	11	14	14	营业利润	483	560	702	812
其他非流动资产	181	197	198	198	营业外净收支	(2)	0	0	0
资产总计	7,976	9,093	10,303	11,227	利润总额	481	561	702	812
流动负债	3,297	3,886	4,474	4,585	减:所得税	71	65	79	0
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,602	3,102	3,602	3,602	净利润	410	496	623	812
经营性应付款项	529	602	668	755	减:少数股东损益	(8)	0	0	0
合同负债	23	9	9	11	归属母公司净利润	418	496	623	812
其他流动负债	143	174	195	218	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.73	2.05	2.58	3.36
非流动负债	37	36	36	36	EBIT	606	619	746	847
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	683	631	761	847
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	8.70	8.25	8.38	8.32
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	3.35	3.48	3.94	4.55
其他非流动负债	27	26	26	26	收入增长率(%)	21.35	14.03	11.02	12.93
负债合计	3,334	3,923	4,510	4,621	归母净利润增长率(%)	(5.45)	18.56	25.78	30.27
归属母公司股东权益	4,644	5,172	5,796	6,608					
少数股东权益	(2)	(2)	(2)	(2)					
所有者权益合计	4,642	5,170	5,794	6,606					
负债和股东权益	7,976	9,093	10,303	11,227					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(895)	961	422	346	每股净资产(元)	19.19	21.37	23.95	27.30
投资活动现金流	(296)	(64)	(69)	0	最新发行在外股份(百万股)	242	242	242	242
筹资活动现金流	1,059	443	416	(90)	ROIC(%)	7.32	7.05	7.49	8.64
现金净增加额	(158)	1,338	769	256	ROE-摊薄(%)	9.00	9.58	10.75	12.29
折旧和摊销	77	12	15	0	资产负债率(%)	41.80	43.14	43.77	41.16
资本开支	(212)	(90)	(105)	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.35	15.48	12.30	9.45
营运资本变动	(1,523)	318	(341)	(556)	P/B(现价)	1.65	1.48	1.32	1.16

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>