

N 型浆料优势显著，持续推进铜浆导入

2025 年 04 月 29 日

事件：2025 年 4 月 27 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 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%；实现扣非净利润 4.06 亿元，同比+2.52%。

25Q1 公司实现营业收入 29.94 亿元，同比+1.38%，环比+12.50%；实现归母净利润 0.90 亿元，同比+18.24%，环比扭亏；实现扣非净利润 0.89 亿元，同比+5.90%，环比扭亏。

► **银浆出货小幅增长，N 型浆料优势显著。**2024 年，公司光伏导电浆料出货量为 2024 吨，同比增长 1.06%，继续保持行业领先地位，其中 N 型光伏导电浆料出货量为 1576 吨，占比达 77.87%；实现收入 123.21 亿元，同比增长 20.75%；毛利率为 8.56%，同比下降 1.08pct。公司持续研发创新，构筑涵盖 TOPCon、HJT、XBC、钙钛矿等所有主流电池技术路线的全套金属化解决方案；向上延伸产业链布局，常州两个项目落地后，将具备大规模量产电子级金属粉体的能力和年产 300 吨无机粉体生产能力；公司提前适配海外客户的电池技术要求并成功融入海外客户供应链体系，海外业务有望增长。25Q1，公司光伏银浆稳定出货，控费增效持续推进，净利润环比扭亏。

► **光伏铜浆有望加速导入，助力行业无银化。**2024 年，公司首创可量产应用于光伏领域的铜浆产品，包括纯铜浆料及银包铜浆料。公司通过在铜粉中添加自主研发的抗氧化剂及烧结剂成分，实现了纯铜浆料在空气氛围下 300°C 快速烧结；同时，通过引用“种子层”技术，显著降低铜离子与电池硅基体直接接触所导致的复合损失问题。根据实测数据表明，在相同单片银耗条件下，采用纯铜浆料的电池效率表现与银浆对照组基本持平，优于铝浆对照组+1%。报告期内，公司已对接主流一体化组件客户及配套设备厂商，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，未来行业降本增效诉求增强，公司铜浆产品大规模出货后有助于增厚公司利润。

► **非光伏导电浆料业务稳步发展。**匠聚依托电子浆料平台化技术，开发出适配片式电阻、电容、电感等微型化、高频化元器件的专用浆料，显著提升器件导电效率与可靠性。德朗聚现已开发出高性能导电胶、新一代光伏组件封装定位胶、绝缘胶等系列产品，其中，封装定位胶以助力 OBB 工艺技术进步，目前已在相关客户实现规模化量产。

► **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 141.36、152.13、164.01 亿元，归母净利润分别为 4.96、6.58、8.40 亿元，以 4 月 28 日收盘价为基准，对应 2025-2027 年 PE 为 15X、12X、9X，公司是光伏浆料龙头企业，光伏铜浆有望加速导入，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期，市场竞争加剧，铜浆导入不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	12,488	14,136	15,213	16,401
增长率 (%)	21.4	13.2	7.6	7.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	418	496	658	840
增长率 (%)	-5.4	18.6	32.9	27.5
每股收益 (元)	1.73	2.05	2.72	3.47
PE	18	15	12	9
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

31.58 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1. 聚和材料 (688503.SH) 2024 年三季报点评：N 型银浆占比提升，多元化布局打造第二增长极-2024/10/31

2. 聚和材料 (688503.SH) 首次覆盖报告：光伏银浆龙头，受益于 N 型迭代+布局上游降本-2024/09/17

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12,488	14,136	15,213	16,401
营业成本	11,401	12,820	13,695	14,645
营业税金及附加	26	28	30	33
销售费用	49	57	61	66
管理费用	86	127	122	115
研发费用	310	353	380	410
EBIT	606	638	818	1,026
财务费用	41	43	42	43
资产减值损失	-53	-62	-60	-64
投资收益	-22	28	30	33
营业利润	483	561	747	953
营业外收支	-2	1	2	2
利润总额	481	562	748	954
所得税	71	67	90	115
净利润	410	495	658	840
归属于母公司净利润	418	496	658	840
EBITDA	683	734	936	1,170

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	622	1,105	1,495	2,059
应收账款及票据	3,436	3,655	3,947	4,084
预付款项	163	256	274	293
存货	929	1,525	1,638	1,751
其他流动资产	1,641	1,549	1,660	1,787
流动资产合计	6,791	8,090	9,015	9,975
长期股权投资	566	594	624	657
固定资产	183	261	296	331
无形资产	109	105	105	105
非流动资产合计	1,185	1,287	1,322	1,358
资产合计	7,976	9,378	10,337	11,332
短期借款	2,597	3,197	3,597	3,897
应付账款及票据	529	913	976	1,043
其他流动负债	171	253	264	283
流动负债合计	3,297	4,362	4,837	5,223
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	37	37	37	37
非流动负债合计	37	37	37	37
负债合计	3,334	4,399	4,874	5,260
股本	242	242	242	242
少数股东权益	-2	-3	-3	-3
股东权益合计	4,642	4,978	5,463	6,073
负债和股东权益合计	7,976	9,378	10,337	11,332

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.35	13.20	7.62	7.81
EBIT 增长率	11.17	5.25	28.27	25.46
净利润增长率	-5.45	18.56	32.87	27.54
盈利能力 (%)				
毛利率	8.70	9.31	9.98	10.71
净利率	3.35	3.51	4.33	5.12
总资产收益率 ROA	5.24	5.28	6.37	7.41
净资产收益率 ROE	9.00	9.95	12.05	13.82
偿债能力				
流动比率	2.06	1.85	1.86	1.91
速动比率	1.71	1.44	1.46	1.51
现金比率	0.19	0.25	0.31	0.39
资产负债率 (%)	41.80	46.91	47.15	46.41
经营效率				
应收账款周转天数	59.03	66.00	66.00	62.00
存货周转天数	29.76	45.00	45.00	45.00
总资产周转率	1.61	1.63	1.54	1.51
每股指标 (元)				
每股收益	1.73	2.05	2.72	3.47
每股净资产	19.19	20.58	22.59	25.10
每股经营现金流	-3.70	0.47	1.24	2.68
每股股利	0.43	0.72	0.95	1.21
估值分析				
PE	18	15	12	9
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	14.09	13.10	10.27	8.22
股息收益率 (%)	1.38	2.27	3.02	3.85

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	410	495	658	840
折旧和摊销	77	96	118	144
营运资金变动	-1,523	-647	-643	-504
经营活动现金流	-895	113	300	649
资本开支	-212	-155	-125	-150
投资	-84	100	0	0
投资活动现金流	-296	-65	-125	-150
股权募资	1	0	0	0
债务募资	733	600	395	300
筹资活动现金流	1,059	435	216	64
现金净流量	-158	483	390	563

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐 相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐 相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避 相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐 相对基准指数涨幅 5%以上
		中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避 相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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、咨询服务等相关服务，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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048