

公司研究 | 点评报告 | 聚和材料（688503.SH）

银浆盈利稳定，铜浆稳步推进

报告要点

聚和材料发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现收入 124.88 亿元，同比增长 21%；归母净利 4.18 亿元，同比下降 5%；其中，2024Q4 实现收入 26.61 亿元，同比下降 8%；归母净利-0.03 亿元。2025Q1 实现收入 29.94 亿元，同比增长 1%；归母净利 0.9 亿元，同比增长 18%。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001
SFC: BQK482



曹海花

SAC: S0490522030001



王耀

SAC: S0490524120006



任佳惠

SAC: S0490524070005

聚和材料 (688503.SH)

2025-05-07

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

银浆盈利稳定，铜浆稳步推进

事件描述

聚和材料发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现收入 124.88 亿元，同比增长 21%；归母净利 4.18 亿元，同比下降 5%；其中，2024Q4 实现收入 26.61 亿元，同比下降 8%；归母净利-0.03 亿元。2025Q1 实现收入 29.94 亿元，同比增长 1%；归母净利 0.9 亿元，同比增长 18%。

事件评论

- 2024 年，公司光伏导电浆料出货量为 2024 吨，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%。
- 公司加大研发投入，2024 年公司研发投入 8.42 亿元，占收入比例为 6.74%。分技术路线来看：1) TOPCon 领域，成功实现 TOPCon 电池 LECO 烧结银浆、TOPCon 电池密栅窄线宽背面细栅银浆、P+型 Poly 接触银浆系列产品量产；2) HJT 领域，实现 HJT 银包铜浆料产品的体电阻、接触电阻率和银含量大幅降低，20%及其以下银含低成本浆料实现大批量量产，完成金属网版印刷技术升级，实现 8-12 μ m 开口印刷，完成 0BB 技术的超低银含 45%主栅开发及量产；3) X-BC 领域，完成 P 区和 N 区的钢板印刷高效银浆量产；4) 无银化领域，公司首创推出可用于光伏电池的铜浆产品，已在多个头部客户内部进行测试并实现小规模出货，可灵活匹配市场主流电池技术路线，有望大幅度降低光伏电池金属化成本；5) 钙钛矿领域，完成单结钙钛矿超低温固化的背电极浆料开发。
- 公司各项减值计提较为充分，2024 年公司计提信用减值损失 0.88 亿元，资产减值损失 0.53 亿元，其中商誉减值 0.23 亿元，存货跌价 0.19 亿元，固定资产减值 0.05 亿元，后续有望轻装上阵。
- 展望后续，公司铜浆稳步推进，银浆加工费保持稳定，非光伏有望逐步贡献盈利。公司正在积极配合设备厂商开发铜浆烧结设备，预计 HJT、TOPCon、BC 三种电池技术路线的纯铜浆料有望陆续进入量产阶段。公司客户以大企业为主，头部企业集中度提升有望带动公司出货量增长；加工费层面，TOPCon 加工费整体预计保持稳定，而 BC 等新技术占比提升，产品结构优化有望带来加工费增长。此外，公司非光伏板块逐步取得突破，2025 年有望大幅扭亏。

风险提示

- 1、竞争格局恶化；
- 2、光伏装机不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	31.96
总股本(万股)	24,203
流通A股/B股(万股)	18,066/0
每股净资产(元)	19.62
近12月最高/最低价(元)	74.30/24.15

注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《重研发持续创新，非银浆业务稳固发展》2024-11-10
- 《出货稳健增长，单位盈利大幅提升》2024-08-30
- 《盈利拐点已现，银浆龙头地位稳固》2024-05-09


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、竞争格局恶化。行业产能投放较为积极，如果 2025 年产能释放节奏超出预期，行业竞争或加剧，盈利或有收缩。
- 2、光伏装机不及预期。如果因消纳压力、政策波动等因素导致 2025-2026 年全球光伏装机增速不达预期，各环节企业出货将相应减少。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12488	13112	17046	20455	货币资金	622	560	1236	1554
营业成本	11401	11912	15564	18715	交易性金融资产	1139	1139	1139	1139
毛利	1086	1200	1482	1740	应收账款	2020	1987	2275	2498
%营业收入	9%	9%	9%	9%	存货	929	1387	1380	1739
营业税金及附加	26	28	36	43	预付账款	163	48	54	66
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	1919	2045	2160	2212
销售费用	49	39	68	82	流动资产合计	6791	7165	8244	9207
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	566	566	566	566
管理费用	86	52	68	82	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1%	0%	0%	0%	固定资产合计	183	170	157	142
研发费用	310	354	426	511	无形资产	109	109	109	109
%营业收入	2%	3%	3%	3%	商誉	0	55	55	55
财务费用	41	73	91	75	递延所得税资产	56	56	56	56
%营业收入	0%	1%	1%	0%	其他非流动资产	271	265	259	253
加: 资产减值损失	-53	-2	0	0	资产总计	7976	8385	9445	10388
信用减值损失	-88	0	0	0	短期贷款	2597	2597	2597	2597
公允价值变动收益	-26	0	0	0	应付款项	49	83	90	118
投资收益	-22	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	483	678	826	988	应付职工薪酬	53	95	125	150
%营业收入	4%	5%	5%	5%	应交税费	59	26	34	41
营业外收支	-2	0	0	0	其他流动负债	539	531	803	797
利润总额	481	678	826	988	流动负债合计	3297	3332	3648	3702
%营业收入	4%	5%	5%	5%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	71	68	83	99	应付债券	0	0	0	0
净利润	410	610	744	889	递延所得税负债	6	6	6	6
归属于母公司所有者的净利润	418	610	744	889	其他非流动负债	31	31	31	31
少数股东损益	-8	0	0	0	负债合计	3334	3369	3685	3738
EPS (元)	1.77	2.52	3.07	3.67	归属于母公司所有者权益	4644	5018	5762	6651
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	-2	-2	-2	-2
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	4642	5016	5760	6649
经营活动现金流净额	-895	317	764	406	负债及股东权益	7976	8385	9445	10388
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	-337	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-212	-65	-10	-10	每股收益	1.77	2.52	3.07	3.67
其他	253	0	0	0	每股经营现金流	-3.70	1.31	3.16	1.68
投资活动现金流净额	-296	-65	-10	-10	市盈率	25.02	12.69	10.40	8.70
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.31	1.54	1.34	1.16
股权融资	1	0	0	0	EV/EBITDA	18.62	12.55	9.63	8.04
银行贷款增加 (减少)	666	0	0	0	总资产收益率	5.2%	7.3%	7.9%	8.6%
筹资成本	-185	-78	-78	-78	净资产收益率	9.0%	12.2%	12.9%	13.4%
其他	577	0	0	0	净利率	3.3%	4.7%	4.4%	4.3%
筹资活动现金流净额	1059	-78	-78	-78	资产负债率	41.8%	40.2%	39.0%	36.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-132	174	676	318	总资产周转率	1.61	1.60	1.91	2.06

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。