

分析师: 唐俊男
登记编码: S0730519050003
tangjn@ccnew.com 021-50586738

稳健经营, 行业地位稳固

——聚和材料(688503)2024 年年报和 2025 年一季度报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2025-06-10)

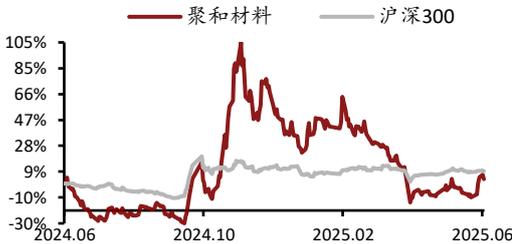
发布日期: 2025 年 06 月 11 日

收盘价(元)	35.81
一年内最高/最低(元)	70.95/24.44
沪深 300 指数	3,865.47
市净率(倍)	1.82
流通市值(亿元)	86.67

基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	19.62
每股经营现金流(元)	-0.49
毛利率(%)	6.33
净资产收益率_摊薄(%)	1.89
资产负债率(%)	46.47
总股本/流通股(万股)	24,203.36/24,203.36
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

事件:

2024 年, 公司实现营业收入 124.88 亿元, 同比增长 21.35%, 归属于上市公司股东净利润 4.18 亿元, 同比下滑 5.45%, 扣非归母净利润 4.06 亿元, 同比增长 2.52%; 2025 年一季度实现营业收入 29.94 亿元, 同比增长 1.38%, 归属于上市公司股东净利润 8965.33 万元, 同比增长 18.24%, 扣非后归母净利润 8858.69 万元, 同比增长 5.90%。

点评:

- **公司经营稳健, 业绩韧性十足。**公司是全球领先的新型电子浆料供应商, 产品涵盖光伏市场主流浆料产品。2024 年, 在光伏行业产能显著过剩, 产业链价格低迷, 企业普遍亏损的严峻经营形势下, 公司扣非后净利润仍实现稳健增长, 体现出公司较强的产品竞争力和经营管理能力。

具体来看, 公司全年销售光伏导电浆料 2024.12 吨, 同比略增 1.06%; 销售均价 6086.95 元/公斤, 同比增长 19.48%; 每公斤毛利 521.04 元, 同比增加 6.10%。公司光伏导电浆料业务毛利率 8.56%, 同比下滑 1.08 个百分点。2024 年, 白银价格明显上涨带来单位销售均价的显著提升, 而每公斤毛利与浆料的加工费有关。公司单位浆料加工费略有增加受 TOPCon 电池浆料加工费稳定以及 BC 电池浆料、HJT 浆料坚挺影响。2024 年公司计提减值损失 1.4 亿元, 其中, 信用减值损失 8797.72 万元, 资产减值损失 5276.67 万元。信用减值损失主要针对的是应收账款坏账损失, 而资产减值损失主要为聚有银商誉减值、泰国工厂固定资产减值及存货跌价。

2025 年第一季度, 受下游太阳能电池排产增加影响, 公司的光伏导电浆料出货量超过 440 吨, 环比增加 7.32%; 销售毛利率和销售净利润率分别达 6.33% 和 2.94%, 分别变化 -1.92% 和 0.38 个百分点。公司经营保持稳健发展态势。

- **公司光伏导电浆料产品体系齐全, 紧跟电池新技术实现产品升级。**公司太阳能电池导电浆料产品涵盖 PERC 电池主、细栅银浆, TOPCon 正、背面主副栅成套银浆, HJT 电池用主、细栅银浆及低成本导电浆料, X-BC 电池导电银浆以及钙钛矿叠层超低温导电浆料, 能够满足不同电池厂商的差异化产品需求。公司高度重视研发投入, 建立完善的研究体系并与客户需求紧密结合, 持续提升公司核心竞争力。公司把握光伏导电浆料“少银化、无银化”趋势, 优化浆料结构设计, 满足客户定制化浆料需求, 推出“超细线印刷+低固含+无主栅”技术、银包铜浆方案以及新型 OBB 技术匹配浆料

产品，推动客户的降本增效。

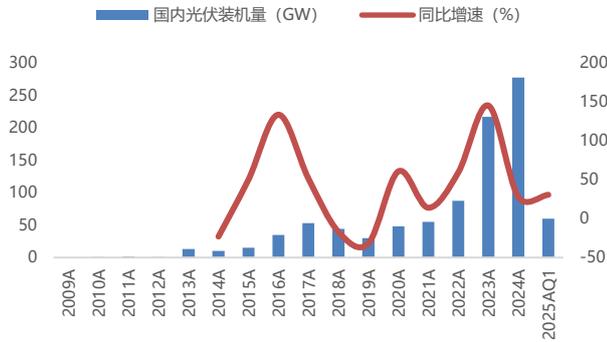
- **公司光伏导电浆料业务行业地位稳固，非浆料业务快速发展。**由于太阳能电池技术迭代速度较快，导电银浆需要不断匹配新电池技术需要，行业存在明显的技术门槛。2024年，公司光伏导电浆料销量为2024吨，市占率约30%，在TOPCon电池背面细栅、BC P-Poly等导电浆料市占率超40%，公司领先地位优势明显。公司子公司匠聚在高端电子浆料领域打破海外企业垄断，产品应用于基础电子元器件、汽车电子、5G通信器件等领域，有望实现快速增长。公司子公司德朗聚开发封装定位胶应用于0BB工艺并在多家光伏龙头企业中快速推进，在消费电子领域开发出视窗粘接胶、OLED封装胶等产品，打破进口垄断。同时，德朗聚推出汽车电子领域成套胶水解决方案，针对性研发出水处理膜材结构胶、机械结构胶、灌封补强胶等产品，打开市场空间。
- **公司完成金属粉体的原材料把控，有利于提升长期竞争力。**光伏导电浆料主要以高纯度金属粉体、玻璃粉、有机原料等构成，其中，金属粉体作为导电材料，质量的优劣性直接影响到电极材料的体电阻、接触电阻等。公司子公司聚有银推动电子级银粉的全面国产化，实现自产银粉的性能优势和成本优势。公司拟投资12亿元在常州建设“高端光伏电子材料基地项目”以及拟投资3亿元在常州建设“专用电子功能材料工厂及研发中心建设项目”，力图实现大规模量产电子级金属粉体的能力以及无机粉体生产能力，并建立起与之配套的材料研发与工艺改进中心。公司布局金属粉体项目能够保障原材料的稳定供应，保证产品质量，降低原材料外采成本增厚利润。
- **维持公司“增持”投资评级。**预计公司2025、2026、2027年归属于上市公司股东的净利润分别为5.30亿元、6.44亿元和7.52亿元，对应的全面摊薄EPS分别为2.19元、2.66元、3.11元。按照6月10日35.81元/股收盘价计算，对应PE分别为16.37、13.45和11.52倍。公司作为国内领先的太阳能电池浆料供应商，产能规模领先，产品体系丰富，并有望随着粉体自供比例的提升进一步压缩成本，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：银浆技术迭代速度较快，公司技术发展不及预期风险；原材料价格大幅波动风险；公司应收票据和应收账款较高，资金占用和回款放缓风险；行业竞争加剧，盈利能力下滑风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,290	12,488	14,986	16,882	19,026
增长比率（%）	58.21	21.35	20.01	12.65	12.70
净利润（百万元）	442	418	530	644	752
增长比率（%）	13.00	-5.45	26.69	21.64	16.79
每股收益(元)	1.83	1.73	2.19	2.66	3.11
市盈率(倍)	19.61	20.73	16.37	13.45	11.52

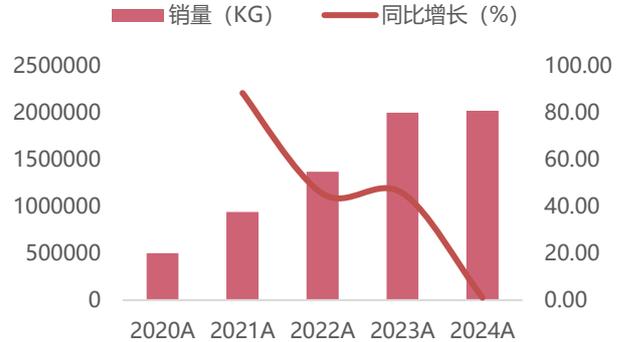
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：我国光伏新增装机容量和同比增长



资料来源：国家能源局，中原证券研究所

图 2：公司银浆销售量情况



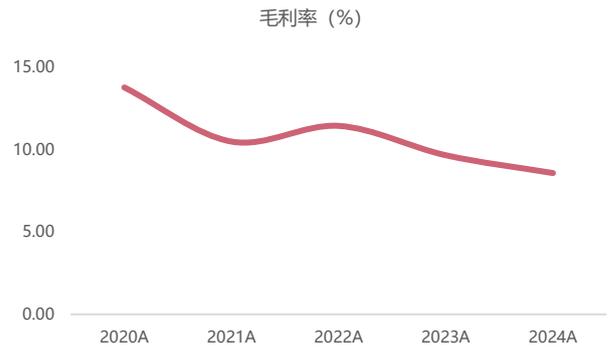
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司导电浆料销售均价



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司导电浆料销售毛利率走势



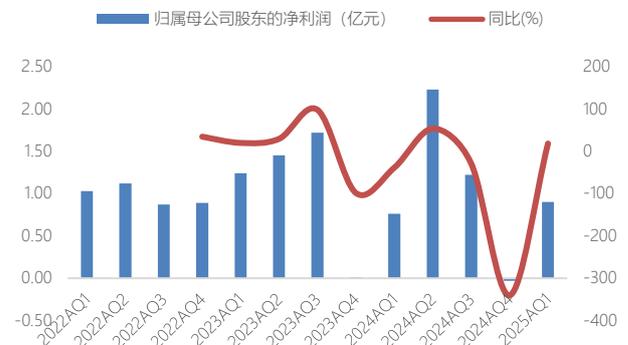
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 5：营业收入和同比增长情况-季度



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 6：归属于上市公司股东的净利润和同比增长-季度



资料来源：Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,794	6,791	7,619	8,369	9,173
现金	749	622	762	986	1,161
应收票据及应收账款	2,814	3,436	3,855	4,205	4,621
其他应收款	36	48	52	59	66
预付账款	40	163	206	230	260
存货	1,327	929	1,092	1,180	1,292
其他流动资产	1,828	1,593	1,652	1,709	1,773
非流动资产	702	1,185	1,312	1,453	1,615
长期投资	229	566	566	566	566
固定资产	160	183	239	326	436
无形资产	115	109	109	109	109
其他非流动资产	198	327	398	452	504
资产总计	7,496	7,976	8,931	9,822	10,788
流动负债	2,552	3,297	3,608	3,904	4,218
短期借款	1,930	2,597	2,797	2,997	3,197
应付票据及应付账款	476	529	590	661	745
其他流动负债	146	171	221	246	276
非流动负债	23	37	36	36	36
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23	37	36	36	36
负债合计	2,576	3,334	3,644	3,940	4,254
少数股东权益	0	-2	-2	-2	-2
股本	166	242	242	242	242
资本公积	3,526	3,452	3,456	3,456	3,456
留存收益	1,220	1,458	2,088	2,682	3,334
归属母公司股东权益	4,920	4,644	5,289	5,883	6,536
负债和股东权益	7,496	7,976	8,931	9,822	10,788

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-2,664	-895	64	357	412
净利润	441	410	530	644	752
折旧摊销	72	77	49	69	98
财务费用	5	22	68	73	78
投资损失	-41	-28	0	0	0
营运资金变动	-3,237	-1,523	-727	-629	-716
其他经营现金流	96	147	145	200	200
投资活动现金流	133	-296	-171	-210	-260
资本支出	-100	-212	-160	-210	-260
长期投资	234	-84	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-11	0	0
筹资活动现金流	2,362	1,059	47	-123	-178
短期借款	1,165	666	200	200	200
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	54	76	0	0	0
资本公积增加	-71	-74	3	0	0
其他筹资现金流	1,214	391	-157	-323	-378
现金净增加额	-172	-158	140	224	174

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,290	12,488	14,986	16,882	19,026
营业成本	9,280	11,401	13,705	15,356	17,307
营业税金及附加	15	26	30	34	38
营业费用	40	49	60	68	76
管理费用	87	86	97	110	124
研发费用	294	310	375	422	476
财务费用	39	41	59	62	63
资产减值损失	-48	-53	-50	-50	-50
其他收益	29	97	112	127	143
公允价值变动收益	-13	-26	0	0	0
投资净收益	41	-22	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	498	483	623	758	885
营业外收入	1	2	0	0	0
营业外支出	1	4	0	0	0
利润总额	498	481	623	758	885
所得税	57	71	93	114	133
净利润	441	410	530	644	752
少数股东损益	-1	-8	0	0	0
归属母公司净利润	442	418	530	644	752
EBITDA	617	683	730	889	1,046
EPS (元)	1.83	1.73	2.19	2.66	3.11

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	58.21	21.35	20.01	12.65	12.70
营业利润 (%)	16.48	-2.96	28.92	21.64	16.79
归属母公司净利润 (%)	13.00	-5.45	26.69	21.64	16.79
获利能力					
毛利率 (%)	9.82	8.70	8.55	9.04	9.04
净利率 (%)	4.30	3.35	3.53	3.82	3.95
ROE (%)	8.99	9.00	10.01	10.95	11.51
ROIC (%)	7.03	7.12	7.15	7.83	8.27
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.36	41.80	40.80	40.12	39.43
净负债比率 (%)	52.36	71.81	68.92	67.00	65.11
流动比率	2.66	2.06	2.11	2.14	2.17
速动比率	2.12	1.71	1.73	1.77	1.79
营运能力					
总资产周转率	1.55	1.61	1.77	1.80	1.85
应收账款周转率	7.12	6.50	7.12	7.47	7.87
应付账款周转率	90.68	176.13	257.13	253.64	254.33
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.83	1.73	2.19	2.66	3.11
每股经营现金流 (最新摊薄)	-11.01	-3.70	0.26	1.48	1.70
每股净资产 (最新摊薄)	20.33	19.19	21.85	24.31	27.00
估值比率					
P/E	19.61	20.73	16.37	13.45	11.52
P/B	1.76	1.87	1.64	1.47	1.33
EV/EBITDA	11.54	15.61	14.67	12.03	10.25

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。