光伏浆料龙头，铜浆实现小规模出货

2025 年 08 月 28 日

事件：2025 年 8 月 26 日，公司发布 2025 年半年报。2025H1，公司实现营业收入 64.35 亿元，同比-4.87%；实现归母净利润 1.81 亿元，同比-39.58%；实现扣非净利润 1.56 亿元，同比-52.66%。

25Q2 公司实现营业收入 34.41 亿元，同比-9.72%，环比+14.94%；实现归母净利润 0.91 万元，同比-59.22%，环比+1.51%；实现扣非净利润 0.68 亿元，同比-72.53%，环比-23.60%。

- **光伏浆料龙头，重视研发和创新。**公司是光伏浆料龙头企业，依靠长期自主研发，已构筑品类丰富、迭代迅速的产品体系：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 8-12μm 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）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，成功得到单结钙钛矿电池厂家的极大认可，在钙/硅和钙/钙叠层方面，开发出适配的超低温固化浆料。
- **光伏铜浆实现小规模出货，有望加速导入。**无银化领域，公司首创推出可用于光伏电池的铜浆产品，针对不同技术路线、不同客户诉求定制开发铜浆产品，并围绕新一代全开口网版及 0BB 等技术对铜浆产品进行进一步优化，全面掌握铜浆产品材料配方、设备匹配、工艺参数的 Know-how，已在多个头部客户内部进行测试并实现小规模出货。
- **非光伏导电浆料业务稳步发展。**德朗聚开发出新一代光伏组件封装定位胶、绝缘胶及电池保护胶等系列产品，并在 ECA 导电胶等产品上建立性能领先优势。在光伏领域之外，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，形成覆盖射频器件、片式元器件、PDLC（电致变色玻璃）、EC 导电胶、LTCC（低温共烧陶瓷）、高性能导热材料等多维度的电子浆料产品矩阵。2025H1，匠聚已在高端电子浆料领域打破海外企业垄断，凭借产品性能、服务响应速度等抢占市场份额，在多个产品领域进入头部客户供应链体系。
- **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 134.11、144.05、153.91 亿元，归母净利润分别为 4.02、5.49、6.89 亿元，以 8 月 27 日收盘价为基准，对应 2025-2027 年 PE 为 30X、22X、18X，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	13,411	14,405	15,391
增长率（%）	21.4	7.4	7.4	6.8
归属母公司股东净利润（百万元）	418	402	549	689
增长率（%）	-5.4	-3.9	36.7	25.5
每股收益（元）	1.73	1.66	2.27	2.85
PE	29	30	22	18
PB	2.6	2.4	2.3	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价）

推荐 维持评级

当前价格： 49.99 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 年年报及 2025 年一季报点评：N 型浆料优势显著，持续推进铜浆导入-2025/04/29

2.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

3.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**	**13,411**	**14,405**	**15,391**
营业成本	11,401	12,318	13,076	13,879
营业税金及附加	26	27	29	31
销售费用	49	54	58	62
管理费用	86	121	115	108
研发费用	310	335	360	385
EBIT	606	526	692	853
财务费用	41	43	41	41
资产减值损失	-53	-52	-57	-61
投资收益	-22	27	29	31
营业利润	**483**	**458**	**623**	**782**
营业外收支	-2	-2	2	2
利润总额	**481**	**456**	**624**	**783**
所得税	71	55	75	94
净利润	410	401	549	689
归属于母公司净利润	**418**	**402**	**549**	**689**
EBITDA	683	623	810	997

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	622	1,230	1,599	2,113
应收账款及票据	3,436	3,504	3,763	3,859
预付款项	163	246	262	278
存货	929	1,473	1,564	1,660
其他流动资产	1,641	1,532	1,636	1,750
流动资产合计	**6,791**	**7,985**	**8,824**	**9,660**
长期股权投资	566	593	621	652
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**	**1,335**	**1,369**	**1,402**
资产合计	**7,976**	**9,320**	**10,193**	**11,062**
短期借款	2,597	3,197	3,597	3,897
应付账款及票据	529	877	931	989
其他流动负债	171	245	255	271
流动负债合计	**3,297**	**4,320**	**4,783**	**5,156**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	37	36	36	36
非流动负债合计	**37**	**36**	**36**	**36**
负债合计	**3,334**	**4,356**	**4,820**	**5,192**
股本	242	242	242	242
少数股东权益	-2	-3	-3	-3
股东权益合计	**4,642**	**4,964**	**5,373**	**5,870**
负债和股东权益合计	**7,976**	**9,320**	**10,193**	**11,062**

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力（%）				
营业收入增长率	21.35	7.39	7.41	6.85
EBIT 增长率	11.17	-13.17	31.50	23.35
净利润增长率	-5.45	-3.87	36.70	25.52
盈利能力（%）				
毛利率	8.70	8.15	9.23	9.82
净利润率	3.35	3.00	3.81	4.48
总资产收益率 ROA	5.24	4.31	5.39	6.23
净资产收益率 ROE	9.00	8.09	10.22	11.74
偿债能力				
流动比率	2.06	1.85	1.84	1.87
速动比率	1.71	1.44	1.45	1.49
现金比率	0.19	0.28	0.33	0.41
资产负债率（%）	41.80	46.74	47.29	46.94
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	1.55	1.48	1.45
每股指标（元）				
每股收益	1.73	1.66	2.27	2.85
每股净资产	19.19	20.52	22.21	24.27
每股经营现金流	-3.70	0.85	1.01	2.32
每股股利	0.43	0.58	0.79	1.00
估值分析				
PE	29	30	22	18
PB	2.6	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	21.21	23.25	17.87	14.52
股息收益率（%）	0.87	1.16	1.59	1.99

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	410	401	549	689
折旧和摊销	77	96	118	144
营运资金变动	-1,523	-406	-554	-405
经营活动现金流	**-895**	**207**	**246**	**562**
资本开支	-212	-158	-125	-150
投资	-84	100	0	0
投资活动现金流	**-296**	**-113**	**-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**	**514**	**249**	**102**
现金净流量	**-158**	**608**	**369**	**514**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

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