聚和材料（688503）

2025 半年报点评：市占率稳中有升，新技术全面布局

2025 年 08 月 31 日

买入（维持）

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	420.47	586.88	792.40
同比（%）	13.00	(5.45)	0.59	39.58	35.02
EPS-最新摊薄（元/股）	1.83	1.73	1.74	2.42	3.27
P/E（现价&最新摊薄）	27.93	29.54	29.36	21.04	15.58

投资要点

- **事件：**公司 25H1 营收 64.4 亿元，同比下降 4.9%，归母净利润 1.8 亿元，同比下降 39.6%，毛利率 6.9%，同比下降 4pct，归母净利率 2.8%，同比下降 1.6pct；其中 25Q2 营收 34.4 亿元，同环比-9.7%/+14.9%，归母净利润 0.9 亿元，同环比-59.2%/+1.5%，毛利率 7.4%，同环比-5.6/+1pct，归母净利率 2.6%，同环比-3.2/-0.4pct。

- **出货环比提升、盈利保持坚挺：**公司 25H1 出货约 930 吨，同比下降约 20%，N 型占比 96%；25Q2 银浆出货约 490 吨，同比下降 20%/环比增加 11%，N 型占比达 97%。Q2 受益于电池排产提升及公司份额稳中有升，出货量环比增长。测算 Q2 单 kg 毛利约 518 元/kg（毛利率 7.38%），环比增加约 88 元/kg，测算单吨净利约 15-20 万/吨，整体保持稳定；同时 Q2 计提资产减值+信用减值约 0.4 亿，冲回后盈利更佳。25H2 随光伏反内卷推进，盈利或有望修复。我们预计全年出货 2000 吨+，份额保持稳定。

- **新技术持续突破、贱金属化布局全面：**公司 BC 浆料出货实现突破，P 区浆料在下游客户市占率超 50%、N 区实现突破。公司铜浆已在多个头部客户内部进行测试并实现小规模出货，25H2 将推出二代设备或有望提升出货。HJT 银包铜浆料 20%及以下银含低成本浆料实现大批量量产；新技术整体全面布局。

- **费用有所提升、经营现金流出：**公司 25H1 期间费用 2.4 亿元，同比下降 17.9%，费用率 3.7%，同比下降 0.6pct，其中 Q2 期间费用 1.3 亿元，同环比-25.2%/+12.3%，费用率 3.7%，同环比-0.8/-0.1pct；25H1 经营性净现金流-11 亿元，同比下降 108.6%，其中 Q2 经营性现金流-9.8 亿元，同环比-229.6%/-724.9%；25H1 资本开支 1.4 亿元，同比上升 64.4%，其中 Q2 资本开支 0.5 亿元，同环比-9%/-42.5%；25H1 末存货 9.7 亿元，较年初增加 4.6%。

- **盈利预测与投资评级：**考虑到企业加工费下行，行业竞争加剧，我们下调 25-27 年归母净利润预测至 4.2/5.9/7.9 亿元（25-27 年前值为 4.96/6.23/8.12 亿元），同比增长 0.6%/40%/35%，基于公司技术领先且市占稳固，维持“买入”评级。

- **风险提示：**竞争加剧，政策不及预期等

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 徐铖嵘
执业证书：S0600524080007
xucr@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(元)	51.01
一年最低/最高价	24.15/74.30
市净率(倍)	2.60
流通 A 股市值(百万元)	9,215.71
总市值(百万元)	12,346.14

基础数据

每股净资产(元,LF)	19.64
资产负债率(%,LF)	49.82
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)：2024 年报及 2025 一季报点评：出货环比提升，新技术有望突破》

2025-04-28

《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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

聚和材料三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**6,791**	**7,732**	**8,839**	**9,741**
货币资金及交易性金融资产	1,761	2,971	3,694	3,932
经营性应收款项	3,989	3,498	3,753	4,250
存货	929	1,096	1,210	1,366
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	112	167	181	194
非流动资产	**1,185**	**1,302**	**1,368**	**1,368**
长期股权投资	566	566	566	566
固定资产及使用权资产	198	187	179	179
在建工程	123	153	193	193
无形资产	109	139	169	169
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	8	11	14	14
其他非流动资产	181	247	247	247
资产总计	**7,976**	**9,035**	**10,206**	**11,109**
流动负债	**3,297**	**3,891**	**4,476**	**4,586**
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,602	3,102	3,602	3,602
经营性应付款项	529	606	670	756
合同负债	23	9	9	11
其他流动负债	143	174	195	218
非流动负债	37	36	36	36
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	10	10	10	10
其他非流动负债	27	25	25	25
负债合计	**3,334**	**3,927**	**4,511**	**4,622**
归属母公司股东权益	4,644	5,110	5,697	6,490
少数股东权益	(2)	(2)	(2)	(2)
所有者权益合计	**4,642**	**5,108**	**5,695**	**6,488**
负债和股东权益	**7,976**	**9,035**	**10,206**	**11,109**

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**12,488**	**14,240**	**15,810**	**17,854**
营业成本(含金融类)	11,401	13,151	14,524	16,387
税金及附加	26	19	21	23
销售费用	49	56	62	70
管理费用	86	93	103	116
研发费用	310	342	379	429
财务费用	41	59	46	37
加:其他收益	97	24	27	0
投资净收益	(22)	59	59	0
公允价值变动	(26)	(60)	(60)	0
减值损失	(141)	(70)	(40)	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**483**	**475**	**660**	**792**
营业外净收支	(2)	0	0	0
利润总额	**481**	**476**	**661**	**792**
减:所得税	71	55	74	0
净利润	**410**	**420**	**587**	**792**
减:少数股东损益	(8)	0	0	0
归属母公司净利润	**418**	**420**	**587**	**792**
每股收益-最新股本摊薄(元)	1.73	1.74	2.42	3.27
EBIT	606	534	707	830
EBITDA	683	575	750	830
毛利率(%)	8.70	7.65	8.13	8.22
归母净利率(%)	3.35	2.95	3.71	4.44
收入增长率(%)	21.35	14.03	11.02	12.93
归母净利润增长率(%)	(5.45)	0.59	39.58	35.02

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(895)	906	416	328
投资活动现金流	(296)	(109)	(69)	0
筹资活动现金流	1,059	457	416	(90)
现金净增加额	(158)	1,251	763	238
折旧和摊销	77	41	43	0
资本开支	(212)	(90)	(105)	0
营运资本变动	(1,523)	314	(338)	(555)

重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股净资产(元)	19.19	21.11	23.54	26.81
最新发行在外股份（百万股）	242	242	242	242
ROIC(%)	7.32	6.11	7.17	8.55
ROE-摊薄(%)	9.00	8.23	10.30	12.21
资产负债率(%)	41.80	43.46	44.20	41.60
P/E（现价&最新股本摊薄）	29.54	29.36	21.04	15.58
P/B（现价）	2.66	2.42	2.17	1.90

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

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