

公司研究 | 点评报告 | 聚和材料 (688503.SH)

银浆龙头地位稳固，第二成长曲线清晰

报告要点

聚和材料发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现收入 64.35 亿元，同比下降 4.87%；归母净利润 1.81 亿元，同比下降 39.58%；其中，2025Q2 实现收入 34.41 亿元，同比下降 9.72%，环比增长 14.94%；归母净利润 0.91 亿元，同比下降 59.22%，环比增长 1.51%。

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



申浩树

SAC: S0490525060004

聚和材料 (688503.SH)

2025-09-04

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

银浆龙头地位稳固，第二成长曲线清晰

事件描述

聚和材料发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现收入 64.35 亿元，同比下降 4.87%；归母净利润 1.81 亿元，同比下降 39.58%；其中，2025Q2 实现收入 34.41 亿元，同比下降 9.72%，环比增长 14.94%；归母净利润 0.91 亿元，同比下降 59.22%，环比增长 1.51%。

事件评论

- 光伏导电浆料领域，考虑到二季度抢装阶段行业需求较好，预计公司 Q2 出货环比有所提升；多种技术路线下浆料需求呈现多元化，公司作为行业龙头，具有客户基础与技术研发优势，上半年加工费预计整体保持稳定。
- 非光伏领域，2025H1，公司旗下子公司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；PDLC 低温浆料已完成福耀、隆昇等客户导入，隆昇已连续批量供应。
- 财务数据层面，公司 2025Q2 计提信用减值损失 0.21 亿元，资产减值损失 0.18 亿元，若还原减值公司实际经营业绩更佳。公司资金储备充裕，截止 2025Q2 末公司资产负债率 49.8%，货币资金+交易性金融资产 20 亿元。
- 公司坚持技术创新，2025H1 研发投入达到 3.44 亿元，占收入的比重为 5.34%，在光伏浆料技术更新周期不断压缩的环境下，预计有助于公司塑造和强化技术壁垒与竞争优势。公司当前产品体系已能满足主流各种高效太阳能电池需求，且技术研发持续推进。TOPCon 正面金属化无机技术列入第一梯队，形成浆料量产销售订单；BC 电池实现全套金属化解决方案，协助客户整体单耗降低 33%-40%，上半年出货 7 吨；HJT 用银包铜粉实验室技术路线已打通；LECO 电极栅线一体化解决方案单耗持续降低 10%-20%；90% 固含背细浆料已量产；高活性球形银粉顺利导入浆料端，Q3 实现量产。此外，光伏行业盈利承压背景下，少银化、无银化有助于客户降本增效，公司铜浆产品在多轮可靠性测试中性能表现优异，已实现小批量出货，后续有望推出新产品。
- 展望后续，浆料业务方面，随 BC 等新技术逐渐导入，结构优化有望带来加工费增长，粉体自供比例提升有望增厚盈利。非光伏板块预计后续将与光伏导电浆料产品实现协同发展，进一步增强客户粘性，打造第二成长曲线。

风险提示

- 1、竞争格局恶化；
- 2、光伏装机不及预期。

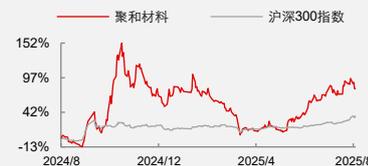
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	50.02
总股本(万股)	24,203
流通A股/B股(万股)	18,066/0
每股净资产(元)	19.64
近12月最高/最低价(元)	74.30/24.15

注：股价为 2025 年 8 月 28 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《银浆盈利稳定，铜浆稳步推进》2025-05-07
- 《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



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，如果行业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	11784	14090	16908	货币资金	622	1301	1654	2016
营业成本	11401	10804	12965	15557	交易性金融资产	1139	1139	1139	1139
毛利	1086	980	1125	1350	应收账款	2020	1551	1922	1984
%营业收入	9%	8%	8%	8%	存货	929	1171	1134	1459
营业税金及附加	26	25	30	36	预付账款	163	43	45	54
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	1919	1696	1835	1801
销售费用	49	35	42	51	流动资产合计	6791	6901	7728	8453
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	566	566	566	566
管理费用	86	47	56	68	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	122	79	34
研发费用	310	283	338	406	无形资产	109	109	109	109
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	0	55	55	55
财务费用	41	73	65	60	递延所得税资产	56	56	56	56
%营业收入	0%	1%	0%	0%	其他非流动资产	271	265	259	253
加：资产减值损失	-53	-50	-30	-30	资产总计	7976	8073	8852	9526
信用减值损失	-88	-30	-20	-20	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	71	74	99
投资收益	-22	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	483	460	572	715	应付职工薪酬	53	86	104	124
%营业收入	4%	4%	4%	4%	应交税费	59	24	28	34
营业外收支	-2	0	0	0	其他流动负债	539	438	678	656
利润总额	481	460	572	715	流动负债合计	3297	3216	3480	3511
%营业收入	4%	4%	4%	4%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	71	46	57	71	应付债券	0	0	0	0
净利润	410	414	515	643	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	414	514	643	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	3252	3516	3547
EPS (元)	1.77	1.71	2.13	2.66	归属于母公司所有者权益	4644	4823	5337	5980
					少数股东权益	-2	-2	-2	-2
现金流量表 (百万元)					股东权益	4642	4821	5335	5978
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	7976	8073	8852	9526
经营活动现金流净额	-895	1058	441	450					
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	1.71	2.13	2.66
其他	253	0	0	0	每股经营现金流	-3.70	4.37	1.82	1.86
投资活动现金流净额	-296	-65	-10	-10	市盈率	25.02	29.23	23.53	18.83
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.31	2.51	2.27	2.02
股权融资	1	0	0	0	EV/EBITDA	18.62	20.00	17.75	14.52
银行贷款增加 (减少)	666	0	0	0	总资产收益率	5.2%	5.1%	5.8%	6.7%
筹资成本	-185	-78	-78	-78	净资产收益率	9.0%	8.6%	9.6%	10.8%
其他	577	0	0	0	净利率	3.3%	3.5%	3.7%	3.8%
筹资活动现金流净额	1059	-78	-78	-78	资产负债率	41.8%	40.3%	39.7%	37.2%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-132	915	353	362	总资产周转率	1.61	1.47	1.67	1.84

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 /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

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情形范围内，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。