

聚和材料 (688503.SH)

强烈推荐 (维持)

铜浆业务稳步推进, 丰富电子浆料产品矩阵

公司发布 2025 年半年报, 上半年收入、归母、扣非归母净利润分别为 64.35 亿、1.81 亿、1.56 亿, 分别同比下降 4.87%、下降 39.58%、下降 52.66%; Q2 单季度收入、归母、扣非分别为 34.41 亿、0.91 亿、0.68 亿。公司愿景是成为全球领先的材料科技集团, 光伏基本盘扎实, 预计在非光伏领域也将有较大进展,

□ **业绩简析。**公司发布 2025 年半年报, 上半年收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 64.35 亿、1.81 亿、1.56 亿, 分别同比下降 4.87%、下降 39.58%、下降 52.66%; Q2 单季度收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 34.41 亿、0.91 亿、0.68 亿。

□ **出货环比增长, 后续季度加工费有望提升。**2025 年上半年公司浆料市占率约 30%, 出货超 930 吨, 其中 Q2 出货量接近 490 吨, 环比 Q1 增长约 10%。目前 TOPCon 加工费整体保持稳定, Q2 略有下降, 展望后续季度, 预计公司浆料加工费有望随海外出货占比提升而增加(Q2 海外出货占比超过 10%), 此外, 银粉、玻璃粉自供比例提升也有望增厚公司加工费。

□ **光伏铜浆业务进展顺利。**自 2024 年率先发布铜浆产品后, 公司该业务持续取得进展, 目前, 公司已完成铜浆技术在各主流电池技术路线的可行性验证。公司当前重点推进三方面工作: a) 定制化适配升级: 配合客户新网板设计、0BB 等新技术, 对产品进行升级, 优化印刷能力与导电性; b) 可靠性验证与小批量出货: 公司已与多个头部客户完成可靠性测试, 部分客户 TOPCon、HJT 技术路线已通过 DH2000 测试, 并实现小批量出货; c) 量产设备配套开发: 铜浆在 TOPCon 应用涉及一些工艺变化, 公司配合相关企业完成量产设备验证与开发, 包括烧结炉、加热平台、烧结设备等;

□ **预计公司在非光伏领域也将有较大进展。**除光伏浆料外, 公司在电子浆料也早有布局, 产品覆盖射频器件、片式电阻、LTCC 等领域。报告期内公司成功切入消费电子、汽车等行业的龙头客户供应链, 子公司匠聚收入约 4059 万元, 并已在高端电子浆料领域打破海外企业垄断, 进入头部客户供应链。公司愿景是成为全球领先的材料科技集团, 预计公司在非光伏领域也将有较大进展。

□ **投资建议:**考虑到光伏行业自律或对总量有一定影响, 预计公司 2025-2026 年归母净利润为 4.12、4.78 亿元, 对应 PE 为 34、29 倍, 维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示:**光伏装机增速下降、铜浆进展不及预期、非光伏领域进展低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	10290	12488	13867	15299	16892
同比增长	58%	21%	11%	10%	10%
营业利润(百万元)	498	483	470	546	627
同比增长	16%	-3%	-3%	16%	15%
归母净利润(百万元)	442	418	412	478	550
同比增长	13%	-5%	-1%	16%	15%
每股收益(元)	1.83	1.73	1.70	1.98	2.27
PE	31.8	33.6	34.1	29.4	25.5
PB	2.9	3.0	2.9	2.7	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 58.04 元

基础数据

总股本(百万股)	242
已上市流通股(百万股)	181
总市值(十亿元)	14.0
流通市值(十亿元)	10.5
每股净资产(MRQ)	19.6
ROE(TTM)	6.3
资产负债率	49.8%
主要股东	刘海东
主要股东持股比例	11.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	23	29	103
相对表现	15	15	66



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《聚和材料(688503)——在铜浆领域已有较多实践, 产业化加快》2024-11-11
- 《聚和材料(688503)——下游开工下降影响业绩, 前瞻布局铜浆有望取得进展》2024-11-04
- 《聚和材料(688503)——半年报超预期, 业绩增长显著》2024-09-02

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

赵旭 S1090519120001

zhaoxu2@cmschina.com.cn

表 1: 业绩摘要

百万元	2022 年	2023 年	2024 年	同比变化(%)	2024H1	2025H1	同比变化(%)
营业收入	6504.21	10290.37	12487.58	21.35	6764.88	6435.39	-4.87
营业成本	5752.68	9280.21	11401.27	22.86	6027.34	5991.86	-0.59
毛利润	751.53	1010.16	1086.31	7.54	737.53	443.53	-39.86
销售税金	7.43	15.46	26.32	70.21	18.23	12.91	-29.18
毛利润(扣除销售税金)	744.09	994.70	1059.99	6.56	719.30	430.62	-40.13
销售费用	24.78	39.97	48.50	21.34	25.19	19.96	-20.77
管理费用	63.02	86.84	85.68	-1.33	59.82	55.22	-7.69
经营利润	656.29	867.89	925.81	6.67	634.29	355.44	-43.96
资产减值损失	-2.96	-47.70	-52.77	10.62	-34.46	-7.36	-78.64
财务费用	31.91	38.61	40.75	5.55	46.43	27.11	-41.62
投资收益	23.07	41.29	-21.69	-152.54	12.25	16.30	33.05
资产处置收益	0.00	-0.23	-0.30	31.53	0.63	0.03	-95.78
其他收益	14.31	28.60	96.76	238.35	67.13	60.29	-10.19
营业外收入	0.53	0.59	1.99	239.14	1.23	0.70	-43.15
营业外支出	0.29	0.52	3.99	670.56	1.85	2.01	8.12
利润总额	427.79	498.09	481.29	-3.37	338.14	202.84	-40.01
所得税	36.58	56.98	71.00	24.59	39.59	26.22	-33.77
税后净利润	391.21	441.11	410.29	-6.98	298.55	176.62	-40.84
少数股东损益	0.00	-0.98	-7.72	689.14	-0.46	-4.04	784.57
归母净利润	391.21	442.08	418.01	-5.45	299.00	180.66	-39.58
非经常性损益	31.95	46.52	12.48	-73.18	-31.06	24.39	-178.53
扣非归母净利润	359.26	395.56	405.53	2.52	330.06	156.27	-52.66

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 主要比率

(%)	2022 年	2023 年	2024 年	同比变化(%)	2024H1	2025H1	同比变化(%)
毛利率	11.55	9.82	8.70	-1.12	10.90	6.89	-4.01
销售费用率	0.38	0.39	0.39	0.00	0.37	0.31	-0.06
管理费用率	0.97	0.84	0.69	-0.16	0.88	0.86	-0.03
财务费用率	0.49	0.38	0.33	-0.05	0.69	0.42	-0.27
经营利润率	10.09	8.43	7.41	-1.02	9.38	5.52	-3.85
所得税率	8.55	11.44	14.75	3.31	11.71	12.93	1.22
净利率	6.01	4.30	3.35	-0.95	4.42	2.81	-1.61
扣非净利率	5.52	3.84	3.25	-0.60	4.88	2.43	-2.45

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 单季度收入

百万元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q2 同比(%)	25Q2 环比(%)
营业收入	2953	3812	3061	2661	2994	3441	-10	15
营业成本	2710	3318	2922	2452	2804	3187	-4	14
销售费用	11	14	8	15	10	10	-34	-7
管理费用	25	34	9	17	28	27	-22	-4
财务费用	12	34	30	-36	14	13	-62	-6

所得税	15	25	11	21	12	14	-43	15
归母净利润	76	223	122	-3	90	91	-59	1.51

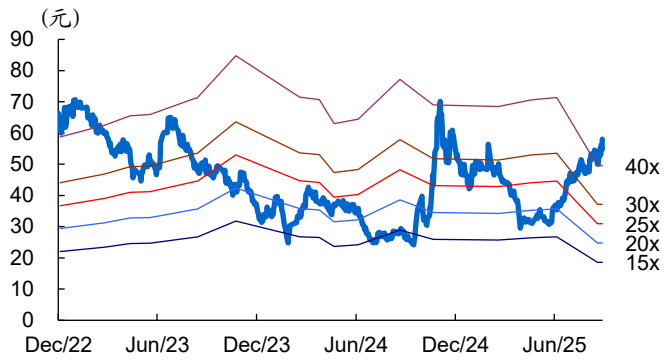
资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 单季度财务比率

%	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q2 同比百分 点变化	25Q2 环比百 分点变化
毛利率	8.25	12.96	4.55	7.87	6.33	7.38	-5.58	1.05
销售费用率	0.36	0.38	0.26	0.58	0.35	0.28	-0.10	-0.07
管理费用率	0.86	0.90	0.29	0.64	0.94	0.78	-0.12	-0.16
财务费用率	0.40	0.90	0.98	-1.34	0.47	0.38	-0.52	-0.09
净利率	2.57	5.86	3.99	-0.12	2.99	2.64	-3.21	-0.35

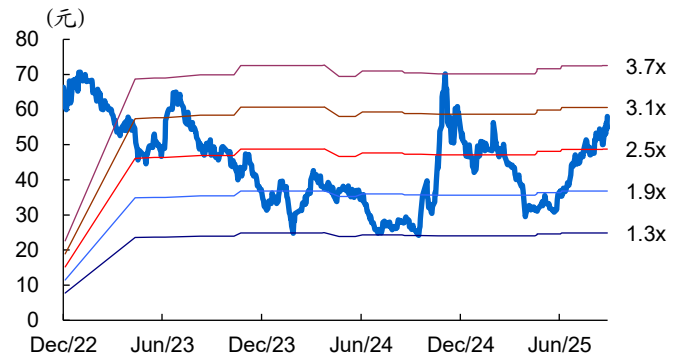
资料来源：公司公告、招商证券

图 1: 聚和材料历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 聚和材料历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《聚和材料 (688503): 在铜浆领域已有较多实践, 产业化加快》2024-11-11
- 2、《聚和材料 (688503): 下游开工下降影响业绩, 前瞻布局铜浆有望取得进展》2024-11-04
- 3、《聚和材料 (688503): 半年报超预期, 业绩增长显著》2024-09-01
- 4、《聚和材料 (688503): 三季度业绩超预期, 布局 TOPCon 浆料开始收获》2023-11-06
- 5、《聚和材料 (688503): 业绩略超预期, TOPCon 浆料将开始收获》2023-08-20
- 6、《聚和材料 (688503): 扩产巩固规模优势, N 型 TOPCon 浆料将开始收获》2023-06-29
- 7、《聚和材料 (688503): 经营稳健, 有望在电池技术变革之际占据先机》2022-12-26

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6794	6791	8071	8670	9583
现金	749	622	1338	1357	1628
交易性投资	1394	1139	1139	1139	1139
应收票据	989	1417	1573	1736	1916
应收款项	1825	2020	2243	2474	2732
其它应收款	36	48	53	59	65
存货	1327	929	1040	1148	1267
其他	474	617	686	757	836
非流动资产	702	1185	1190	1194	1196
长期股权投资	229	566	566	566	566
固定资产	160	183	201	216	228
无形资产商誉	139	109	98	88	79
其他	174	327	326	325	324
资产总计	7496	7976	9262	9864	10779
流动负债	2552	3297	4441	4698	5217
短期借款	1930	2597	3680	3871	4318
应付账款	476	529	591	653	721
预收账款	5	23	26	29	32
其他	141	148	144	145	146
长期负债	23	37	37	37	37
长期借款	0	0	0	0	0
其他	23	37	37	37	37
负债合计	2576	3334	4478	4734	5253
股本	166	242	242	242	242
资本公积金	3526	2932	2932	2932	2932
留存收益	1228	1470	1619	1974	2381
少数股东权益	0	(2)	(10)	(19)	(29)
归属于母公司所有者权益	4920	4644	4793	5148	5555
负债及权益合计	7496	7976	9262	9864	10779

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(2664)	(895)	(32)	15	30
净利润	441	410	404	470	540
折旧摊销	67	71	47	49	51
财务费用	5	22	55	50	50
投资收益	(41)	(28)	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	(3125)	(1350)	(498)	(514)	(570)
其它	(10)	(21)	0	(0)	0
投资活动现金流	133	(296)	(13)	(13)	(13)
资本支出	(101)	(223)	(53)	(53)	(53)
其他投资	234	(73)	40	40	40
筹资活动现金流	2362	1059	760	17	254
借款变动	2417	1666	1078	191	447
普通股增加	54	76	0	0	0
资本公积增加	(71)	(594)	0	0	0
股利分配	0	(60)	(263)	(124)	(144)
其他	(38)	(29)	(55)	(50)	(50)
现金净增加额	(169)	(132)	716	19	271

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10290	12488	13867	15299	16892
营业成本	9280	11401	12752	14085	15540
营业税金及附加	15	26	29	32	36
营业费用	40	49	55	61	68
管理费用	87	86	139	153	169
研发费用	294	310	347	382	422
财务费用	39	41	55	50	50
资产减值损失	(94)	(141)	(60)	(30)	(20)
公允价值变动收益	(13)	(26)	0	0	0
其他收益	29	97	20	20	20
投资收益	41	(22)	20	20	20
营业利润	498	483	470	546	627
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	1	4	4	4	4
利润总额	498	481	468	544	625
所得税	57	71	63	74	85
少数股东损益	(1)	(8)	(8)	(9)	(10)
归属于母公司净利润	442	418	412	478	550

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	58%	21%	11%	10%	10%
营业利润	16%	-3%	-3%	16%	15%
归母净利润	13%	-5%	-1%	16%	15%
获利能力					
毛利率	9.8%	8.7%	8.0%	7.9%	8.0%
净利率	4.3%	3.3%	3.0%	3.1%	3.3%
ROE	9.3%	8.7%	8.7%	9.6%	10.3%
ROIC	7.7%	6.4%	5.7%	5.9%	6.2%
偿债能力					
资产负债率	34.4%	41.8%	48.4%	48.0%	48.7%
净负债比率	25.8%	32.6%	39.7%	39.2%	40.1%
流动比率	2.7	2.1	1.8	1.8	1.8
速动比率	2.1	1.8	1.6	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
存货周转率	9.6	10.1	13.0	12.9	12.9
应收账款周转率	4.5	4.0	3.8	3.8	3.8
应付账款周转率	22.8	22.7	22.8	22.6	22.6
每股资料(元)					
EPS	1.83	1.73	1.70	1.98	2.27
每股经营净现金	-11.01	-3.70	-0.13	0.06	0.13
每股净资产	20.33	19.19	19.80	21.27	22.95
每股股利	0.25	1.09	0.51	0.59	0.68
估值比率					
PE	31.8	33.6	34.1	29.4	25.5
PB	2.9	3.0	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	30.6	31.0	30.0	26.6	23.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。