


公司评级 **增持（维持）**
报告日期 2025 年 09 月 11 日

基础数据

09 月 10 日收盘价（元）	60.73
总市值（亿元）	146.99
总股本（亿股）	2.42

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证电新】聚和材料：推进铜浆产业化应用，引领金属化环节革新-2025.05.13

【兴证电新】聚和材料：光伏浆料龙头企业，少银/无银化驱动技术变革-2025.03.11

分析师：王帅

S0190521110001

wangshuai21@xyzq.com.cn

分析师：杨森

S0190523120003

yangsen@xyzq.com.cn

聚和材料(688503.SH)

铜浆产品静待产业化落地，收购 SKE 空白掩模业务打开成长空间

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年实现营业总收入 64.4 亿元，实现归母净利润 1.81 亿元，实现扣非归母净利润 1.56 亿元。其中，2025Q2 单季度实现营业总收入 34.4 亿元，实现归母净利润 0.91 亿元，实现扣非归母净利润 0.68 亿元。
- **Q2 光伏浆料出货环比增长，新型浆料达成月度出货突破。**公司 2025H1 光伏导电浆料销量超 930 吨，市占率保持稳定，其中 Q2 出货接近 490 吨，实现环比增长。从细分产品结构看，2025H1 公司 N 型浆料占比高达 96%，技术门槛较高的 BC 浆料表现突出，上半年累计出货 8 吨，且单月出货量突破 2 吨，充分彰显公司的平台化技术实力。
- **铜浆产品已实现小批量出货，静待产业化落地。**公司铜浆产品在多轮可靠性测试中性能表现优异，并已实现小规模出货。铜浆规模化量产的推进仍需重点突破两点：一是铜浆量产设备的开发，二是终端市场教育的深化。具体来看，量产设备开发方面，公司正协作开发链式烧结炉、加热平台、激光烧结等设备工艺，并结合客户多轮反馈持续优化产品，预计 2025Q3 推出第二代铜浆产品；市场教育方面，公司将持续配合组件客户开展市场推广，逐步提升终端电站对铜浆组件的接受度，全力推动铜浆产业化落地。
- **计划收购韩国 SK Enpulse 空白掩模业务，有望打开公司成长空间。**具体来看，公司将与韩投伙伴共同设立 SPC，并通过该 SPC 以自有或自筹资金 680 亿韩元（折合约 3.5 亿元人民币）收购 SKE 的空白掩模业务板块；其中，公司直接或间接出资比例不低于 95%，目标业务预计于 2026 年 1 月 30 日完成交割。本次收购具备双重战略价值：一方面，公司可借助境外投资补齐国内空白掩模这一关键半导体材料的本土化短板，打开自身半导体业务成长空间；另一方面，公司还能依托标的业务获取优质客户资源，与现有业务形成协同效应，进一步增强整体竞争力。
- **投资建议：**公司作为光伏浆料龙头企业，已构建起迭代迅速、品类丰富的产品体系，在少银无银化领域探索成果显著，有望在行业贱金属化发展进程中迎来新一轮增长机遇；此外，通过并购空白掩模业务，公司还将进一步打开半导体业务领域的成长空间。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.09 亿元/5.18 亿元/6.21 亿元，对应 2025 年 9 月 10 日收盘价 PE 分别为 35.9 倍/28.4 倍/23.7 倍，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动；行业政策变化；下游需求不及预期；原材料价格波动；海外贸易政策变动；技术创新不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	12488	14787	20392	22981
同比增长	21.4%	18.4%	37.9%	12.7%
归母净利润（百万元）	418	409	518	621
同比增长	-5.4%	-2.1%	26.6%	19.9%
毛利率	8.7%	7.1%	6.6%	6.7%
ROE	9.0%	8.2%	9.7%	10.7%
每股收益（元）	1.73	1.69	2.14	2.57
市盈率	35.2	35.9	28.4	23.7

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6791	8398	9120	9735
货币资金	622	1944	2382	3110
交易性金融资产	1139	1194	1194	1194
应收票据及应收账款	3436	3586	3768	3554
预付款项	163	196	272	306
存货	929	912	742	718
其他	502	567	763	854
非流动资产	1185	1134	1124	1126
长期股权投资	566	566	566	566
固定资产	183	236	306	350
在建工程	123	62	31	15
无形资产	109	65	22	0
商誉	0	0	0	0
其他	204	205	199	195
资产总计	7976	9532	10244	10861
流动负债	3297	4535	4853	4997
短期借款	2597	3597	3597	3597
应付票据及应付账款	529	637	883	994
其他	171	301	373	406
非流动负债	37	36	36	36
长期借款	0	0	0	0
其他	37	36	36	36
负债合计	3334	4570	4889	5032
股本	242	242	242	242
未分配利润	1337	1583	1900	2279
少数股东权益	-2	0	0	0
股东权益合计	4642	4962	5356	5829
负债及权益合计	7976	9532	10244	10861

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	418	409	518	621
折旧和摊销	77	97	109	99
营运资金的变动	-1523	-182	-38	184
经营活动产生现金流量	-895	477	734	1049
资本支出	-212	-41	-100	-100
长期投资	-84	-83	0	0
投资活动产生现金流量	-296	-101	-100	-100
债权融资	733	1100	0	0
股权融资	1	0	0	0
融资活动产生现金流量	1059	949	-196	-221
现金净变动	-158	1321	438	728

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12488	14787	20392	22981
营业成本	11401	13742	19046	21431
税金及附加	26	24	27	31
销售费用	49	43	57	64
管理费用	86	121	160	180
研发费用	310	326	459	517
财务费用	41	52	41	34
投资收益	-22	16	0	0
公允价值变动收益	-26	-25	0	0
信用减值损失	-88	-72	-72	-72
资产减值损失	-53	-17	0	0
营业利润	483	480	610	731
营业外收支	-2	-1	0	0
利润总额	481	479	610	731
所得税	71	68	91	110
净利润	410	411	518	621
少数股东损益	-8	2	0	0
归属母公司净利润	418	409	518	621
EPS(元)	1.73	1.69	2.14	2.57

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	21.4%	18.4%	37.9%	12.7%
营业利润增长率	-3.0%	-0.6%	27.0%	19.9%
归母净利润增长率	-5.4%	-2.1%	26.6%	19.9%
盈利能力				
毛利率	8.7%	7.1%	6.6%	6.7%
归母净利率	3.3%	2.8%	2.5%	2.7%
ROE	9.0%	8.2%	9.7%	10.7%
偿债能力				
资产负债率	41.8%	47.9%	47.7%	46.3%
流动比率	2.06	1.85	1.88	1.95
速动比率	1.71	1.60	1.66	1.73
营运能力				
资产周转率	161.4%	168.9%	206.2%	217.8%
每股资料(元)				
每股收益	1.73	1.69	2.14	2.57
每股经营现金	-3.70	1.97	3.03	4.33
估值比率(倍)				
PE	35.2	35.9	28.4	23.7
PB	3.2	3.0	2.7	2.5

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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%
	行业评级	无评级	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
		推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn