

光伏银浆主业稳健，平台化布局与半导体材料打开成长空间

核心观点

公司发布了 2025 年中报，上半年实现归母净利润 1.81 亿元，其中 Q2 单季度归母净利润为 0.91 亿元，同比下降 59.22%，环比增长 1.51%。报告期内公司作为银浆行业龙头地位稳固，上半年银浆出货约 930 吨，N 型银浆占比约 96%。铜浆产业化稳步推进，产品已经在多个头部龙头客户测试，并实现小批量出货。公司平台化战略持续推进，报告期内通过收购韩国 SKE 公司的空白掩膜版业务，切入半导体产业链“卡脖子”环节，为公司开启新的长期增长点。

事件

公司发布了中报，上半年公司营业收入为 64.35 亿元，同比下降 4.87%，归母净利润为 1.81 亿元，同比下降 39.58%；其中 Q2 单季度公司营业收入为 34.41 亿元，同比下降 9.72%，环比增长 14.94%，归母净利润为 0.91 亿元，同比下降 59.22%，环比增长 1.51%。

简评

公司是光伏银浆龙头，行业地位稳固。2025 年上半年公司光伏银浆销量超过 930 吨，其中 N 型银浆占比已经来到 96%。TOPCon 银浆公司市占率稳定在 30%左右，并推出 LECO 烧结银浆、密栅窄线宽背面银浆等全套解决方案，同时通过材料创新实现固含 89%的低固含细栅浆料量产，持续引领技术降本；HJT 银浆占据市场主导地位，尤其在银包铜技术上取得重大突破，成功实现了银含量 20%及以下的低成本浆料的大批量生产，并配合金属网版印刷技术实现 8-12 μm 的细线化印刷，有效推动 HJT 降本进程；BC 银浆 P 区和 N 区的高效银浆均实现量产，显示了强大的客户绑定和技术服务能力。

铜浆产业化稳步推进，开启行业降本新路径。公司光伏纯铜浆产品已在多个头部客户中测试，并实现小批量出货。通过添加自研抗氧化剂，突破了铜在空气中高温易氧化的技术瓶颈，实现了在空气氛围中 300° C 的快速烧结。同时，引用“种子层”技术解决了铜离子对电池硅基体的复合损失问题，实测电池效率与银浆对照组基本持平。

平台化战略持续推进，切入半导体产业链“卡脖子”环节。除

聚和材料(688503.SH)

维持

增持

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

王吉颖

wangjiying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521120004

发布日期：2025 年 09 月 16 日

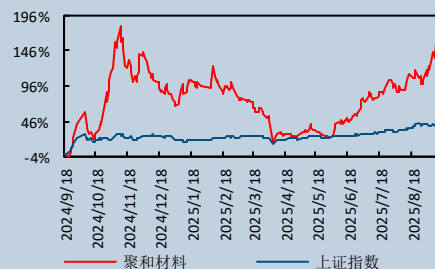
当前股价：64.50 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
26.10/20.81	82.62/68.30	144.78/102.02
12 月最高/最低价 (元)		70.95/24.44
总股本 (万股)		24,203.36
流通 A 股 (万股)		18,066.48
总市值 (亿元)		156.11
流通市值 (亿元)		116.53
近 3 月日均成交量 (万)		987.15
主要股东		
刘海东		11.20%

股价表现



相关研究报告

- 25.04.28 【中信建投电力设备及新能源】聚和材料(688503):银浆加工费趋于稳定，无银化、非光伏业务持续推进
- 24.05.05 【中信建投电力设备及新能源】聚和材料(688503):TOPCon、LECO 银浆占比快速提升，出货量快速增长
- 24.02.25 【中信建投电力设备及新能源】聚和材料(688503):P 型银浆价格战+减值计提拖累 Q4 业绩表现，N 型银浆出货占比持续提升

此前一直布局的胶黏剂、电子浆料、银粉、玻璃粉等新产品外，近期公司公告拟与韩方伙伴共同出资约 3.5 亿人民币，收购韩国 SKE 公司的空白掩模板（Blank Mask）业务。该产品是半导体光刻环节的关键材料，尤其在 DUV（7nm-130nm）技术节点，目前国内国产化率为零。此次收购是公司平台化战略的重大里程碑，不仅有望解决国内半导体产业链“卡脖子”难题，更将为公司打开广阔的半导体材料市场空间，形成新的长期增长极。

盈利预测：预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.11、5.2、6.06 亿元，同比增速分别为-1.61%、26.49%、16.46%，每股收益分别为 1.7、2.15、2.5 元，对应 9 月 15 日收盘市值的 PE 分别为 37.96、30.01、25.77 倍。

风险提示：1、**行业竞争加剧。**银浆环节由于资本开支较低、扩产速度较快、产能弹性大，若新技术银浆技术快速扩散，银浆加工费可能快速下降；2、**原材料成本剧烈波动的风险。**银浆主要原材料为银粉、银锭，若银价短时间内大幅波动，可能影响公司银浆毛利率，参考 2022 年公司成本结构，银浆平均成本为 4373 元/kg，其中直接材料成本为 4360.4 元/kg，成本占比超过 99%，主要为银粉、银锭，若银粉、银锭成本上涨 10%，公司 2022 年银浆毛利率将从 11.3% 下降到 2.5%；3、**光伏电池银浆单耗快速下降的风险。**若 N 型电池银浆单耗快速下降，则银浆行业市场空间增速可能不及预期，影响公司银浆出货量；4、**光伏行业需求不及预期。**我们基于未来几年光伏行业需求维持 20%-30% 的增速对公司出货量进行预测，若光伏行业需求不及预期，则公司银浆出货量也有可能低于我们的预测值；5、**经营性现金流持续为负的风险。**银浆环节由于客户支付账期长于原材料采购支付周期，因此随着公司经营规模扩大，运营资金需求也将持续扩大，可能导致公司经营性现金流持续为负；6、**公司曾于 2023 年 6 月 9 日收到监管工作函，提示注意相关风险。**

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,290.37	12,487.58	15,321.46	18,898.52	21,536.50
YoY(%)	58.21	21.35	22.69	23.35	13.96
净利润(百万元)	442.08	418.01	411.29	520.24	605.86
YoY(%)	13.00	-5.45	-1.61	26.49	16.46
毛利率(%)	9.82	8.70	6.14	5.98	6.05
净利率(%)	4.30	3.35	2.68	2.75	2.81
ROE(%)	8.99	9.00	8.32	9.77	10.50
EPS(摊薄/元)	1.83	1.73	1.70	2.15	2.50
P/E(倍)	35.31	37.35	37.96	30.01	25.77
P/B(倍)	3.17	3.36	3.16	2.93	2.70

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

王吉颖

电力设备与新能源团队分析师，中央财经大学金融学硕士，2019-2020 年就职于兴业证券研究所电新团队，2021 年加入中信建投证券研究发展部电力设备新能源团队，研究方向为光伏，2022-2023 年所在团队获得的新财富最佳分析师评选第四名，2024 年所在团队获得新财富最佳分析师评选第五名，工作地为北京。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk