

聚和材料（688503）

2025 第三季报点评：银浆市占率保持高位，拓展半导体外延

买入（维持）

2025 年 10 月 29 日

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

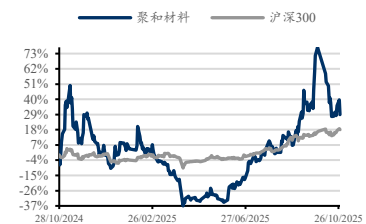
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	10,290	12,488	14,080	15,448	14,892
同比（%）	58.21	21.35	12.75	9.72	(3.60)
归母净利润（百万元）	442.08	418.01	353.03	502.73	648.28
同比（%）	13.00	(5.45)	(15.54)	42.40	28.95
EPS-最新摊薄（元/股）	1.83	1.73	1.46	2.08	2.68
P/E（现价&最新摊薄）	35.75	37.80	44.76	31.43	24.38

投资要点

- **事件：**公司 25 年 Q1-Q3 营收 106.4 亿元，同比+8.3%，归母净利润 2.4 亿元，同比-43.2%，扣非净利润 2.7 亿元，同比-37.4%，毛利率 6.8%，同比-2.1pct，归母净利率 2.2%，同比-2pct；其中 25 年 Q3 营收 42.1 亿元，同环比+37.4%/+22.2%，归母净利润 0.6 亿元，同环比-52.2%/-35.9%，扣非净利润 1.1 亿元，同环比+11.6%/+69.1%，毛利率 6.8%，同环比+2.2pct/-0.6pct，归母净利率 1.4%，同环比-2.6pct/-1.3pct。
- **出货环比提升、盈利整体平稳：**公司 25Q1-Q3 出货约达 1450 吨+，同比下降约 10%；25Q3 银浆出货约 520 吨，同比增长 16%/环比增长 6%，N 型占比达 97%。银浆出货量环比增长，公司市占率保持高位，统计综合市占率约 35%。测算 Q3 单 kg 毛利约 548 元/kg（毛利率 6.78%），环比增长约 30 元/kg；同时 Q3 计提信用减值+投资净亏损约 1 亿+，测算扣非单吨净利约 20 万+/吨，整体保持坚挺。公司预计全年浆料出货 2000 吨+，份额保持稳定。
- **收购境外股权，拓展半导体外延：**9 月公司公告拟收购 SKE 空白掩模业务板块公司，其生产用于 DUV-ArF 和 DUV-KrF 光刻技术节点的空白掩模基板，产品已通过多家半导体晶圆厂自有产线配套验证及第三方独立掩模板客户验证，当前国产化率极低，材料供应相对稀缺。目标公司产能位于韩国，具备约年产 1 万片产能，空白掩模版市场价格约数万元/片、厂商盈利能力高；收购后公司计划充分利用产能，并引入国内扩产，拓展第二曲线。
- **费用环比优化、经营现金流出：**公司 25 年 Q1-Q3 期间费用 3.4 亿元，同比-16.7%，费用率 3.2%，同比-1pct，其中 Q3 费用 1 亿，同环比-13.8%/-18.3%，费用率 2.5%，同环比-1.5pct/-1.2pct；25 年 Q1-3 经营性净现金流-34.5 亿元，同比+332.4%，其中 Q3 经营性现金流-23.5 亿元，同环比+765.9%/+140.1%；25 年 Q1-Q3 资本开支 1.9 亿元，同比+27.2%，其中 Q3 资本开支 0.4 亿元，同环比-26.1%/-14%；25 年 Q3 末存货 13.9 亿元，较年初增加 49.3%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司毛利率承压，信用减值与投资损失，行业竞争加剧，我们下调 25-27 年归母净利润为 3.5/5/6.5 亿元（25-27 年前值为 4.2/5.9/7.9 亿元），同比-16%/+42%/+29%，基于公司银浆主业市占率保持高位、出货环比增长，费用率下降、盈利韧性较强；并购 SKE 空白掩模业务拓展半导体外延，成长逻辑清晰，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	60.34
一年最低/最高价	28.51/84.81
市净率(倍)	3.01
流通 A 股市值(百万元)	10,901.32
总市值(百万元)	14,604.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.02
资产负债率(% LF)	59.07
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)：2025 半年报点评：市占率稳中有升，新技术全面布局》

2025-08-31

《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

聚和材料三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,791	7,591	8,603	9,216	营业总收入	12,488	14,080	15,448	14,892
货币资金及交易性金融资产	1,761	2,876	3,569	4,372	营业成本(含金融类)	11,401	13,073	14,268	13,672
经营性应收款项	3,989	3,460	3,666	3,530	税金及附加	26	18	20	19
存货	929	1,089	1,189	1,139	销售费用	49	55	60	58
合同资产	0	0	0	0	管理费用	86	92	100	97
其他流动资产	112	166	179	175	研发费用	310	338	371	357
非流动资产	1,185	1,331	1,396	1,396	财务费用	41	59	48	40
长期股权投资	566	566	566	566	加:其他收益	97	24	27	0
固定资产及使用权资产	198	187	179	179	投资净收益	(22)	59	59	0
在建工程	123	153	193	193	公允价值变动	(26)	(60)	(60)	0
无形资产	109	139	169	169	减值损失	(141)	(70)	(40)	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	8	11	14	14	营业利润	483	399	566	648
其他非流动资产	181	275	275	275	营业外净收支	(2)	0	0	0
资产总计	7,976	8,922	9,999	10,612	利润总额	481	399	566	648
流动负债	3,297	3,886	4,460	4,425	减:所得税	71	46	63	0
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,602	3,101	3,601	3,601	净利润	410	353	503	648
经营性应付款项	529	603	658	630	减:少数股东损益	(8)	0	0	0
合同负债	23	8	9	9	归属母公司净利润	418	353	503	648
其他流动负债	143	173	191	184	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.73	1.46	2.08	2.68
非流动负债	37	39	39	39	EBIT	606	458	614	688
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	683	499	657	688
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	8.70	7.15	7.64	8.19
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	3.35	2.51	3.25	4.35
其他非流动负债	27	29	29	29	收入增长率(%)	21.35	12.75	9.72	(3.60)
负债合计	3,334	3,925	4,499	4,464	归母净利润增长率(%)	(5.45)	(15.54)	42.40	28.95
归属母公司股东权益	4,644	4,999	5,502	6,150					
少数股东权益	(2)	(2)	(2)	(2)					
所有者权益合计	4,642	4,997	5,500	6,148					
负债和股东权益	7,976	8,922	9,999	10,612					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(895)	857	385	893	每股净资产(元)	19.19	20.65	22.73	25.41
投资活动现金流	(296)	(111)	(69)	0	最新发行在外股份 (百万股)	242	242	242	242
筹资活动现金流	1,059	415	416	(90)	ROIC(%)	7.32	5.27	6.34	7.29
现金净增加额	(158)	1,156	732	803	ROE-摊薄(%)	9.00	7.06	9.14	10.54
折旧和摊销	77	41	43	0	资产负债率(%)	41.80	43.99	45.00	42.07
资本开支	(212)	(90)	(105)	0	P/E (现价&最新股本摊薄)	37.80	44.76	31.43	24.38
营运资本变动	(1,523)	355	(285)	155	P/B (现价)	3.40	3.16	2.87	2.57

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。

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>