

# 聚和材料 (688503)

证券研究报告

2026年01月22日

## 光伏银浆龙头，拟收购 Blank Mask 资产

### 主营光伏导电浆料，拟收购切入半导体材料领域

聚和材料专业从事新型电子浆料研发、生产与销售，主要产品为光伏电池用导电浆料。公司首创可量产应用于光伏领域的铜浆产品，包括纯铜浆料及银包铜浆料，已实现小批量出货。若未来行业降本诉求加速，叠加终端电站业主对铜浆组件接受意愿提升，公司铜浆产品大规模出货后有望提升盈利能力。公司拟收购 SKE Blank Mask 资产，切入半导体领域。

### 光伏银浆行业资金壁垒较高、技术快速迭代，集中度持续提升

光伏导电银浆主要原材料为银粉，采购单价较高且上游供应商一般要求现款现货，而在向下游销售时一般存在账期，且较多通过银行承兑汇票结算，对企业营运资金管理提出更高要求。随着白银价格不断上涨，运营管理要求日益严苛。光伏浆料技术更新周期已从 12 个月压缩至 3 个月，技术壁垒将不断提升。2024 年全球前五家光伏导电浆料企业的市占率已达到 75% 以上。其中聚和材料、帝科股份两家企业的市占率已达到 50% 以上。

### 白银价格持续攀升，有望加速公司贱金属技术替代

白银价格持续攀升，金属化环节在电池成本中的占比持续提高，少银化及无银化等金属化解决方案对光伏行业降本增效的影响将愈发凸显。公司铜浆产品在多轮可靠性测试中性能表现优异，并已实现小批量出货，若未来行业降本诉求加速，叠加终端电站业主对铜浆组件接受意愿提升，公司铜浆产品大规模出货后可能会对业绩造成一定积极影响。

### 国内掩膜基板市场空间 34~50 亿元，若收购成功有望加速国产替代

Blank Mask 是制造掩膜版/光罩 (Photomask) 的关键材料。我们测算国内半导体 Blank Mask 市场空间在 34~50 亿元。目前 Blank Mask 市场主要被日本企业占据，国产化率较低，尤其在高端领域，如 ArF PSM 和 OMOG 等。目前，SKE Blank Mask 主要产品为适配 DUV-ArF 及 KrF 半导体光刻工艺的掩膜基板。产品已通过 SK 海力士、TMC、新锐光、迪思微、中微掩模等国内外半导体客户的量产验证，并实现稳定销售。若收购成功，有望加速国产替代。

**投资建议：**公司光伏导电银浆保持行业领先地位，铜浆产品放量后有望提升盈利能力。拟收购 SKE Blank Mask 资产，切入高壁垒的半导体材料领域。我们预计公司 25~27 年营业收入分别为 167.2、180.7、198.9 亿元，同比增速 33.9%、8.1%、10.1%；归母净利润 3.8、5.5、6.8 亿元，同比增速-9.7%、46.2%、22.4%。首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**光伏行业需求波动风险、主要原材料价格波动的风险、光伏行业技术迭代风险、交易审批和交割风险、新业务拓展不及预期、商誉减值风险、股票价格波动风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,290.37	12,487.58	16,719.02	18,066.63	19,888.16
增长率(%)	58.21	21.35	33.89	8.06	10.08
EBITDA(百万元)	1,004.03	993.38	608.81	785.87	936.11
归属母公司净利润(百万元)	442.08	418.01	377.34	551.62	675.19
增长率(%)	13.00	(5.45)	(9.73)	46.19	22.40
EPS(元/股)	2.67	1.73	1.56	2.28	2.79
市盈率(P/E)	29.10	44.98	49.83	34.08	27.85
市净率(P/B)	2.62	4.05	3.83	3.55	3.26
市销率(P/S)	1.25	1.51	1.12	1.04	0.95
EV/EBITDA	8.51	11.43	35.43	25.35	23.17

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电力设备/光伏设备
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	77.68 元
目标价格	89.99 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	242.03
流通 A 股股本(百万股)	200.92
A 股总市值(百万元)	18,801.17
流通 A 股市值(百万元)	15,607.45
每股净资产(元)	20.02
资产负债率(%)	59.07
一年内最高/最低(元)	87.78/28.51

### 作者

**孙潇雅** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520080009  
sunxiaoya@tfzq.com

**敖颖晨** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110525010001  
aoyingchen@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

1 《聚和材料-首次覆盖报告:银浆龙头地位稳固，平台型布局蓄势待发》  
2023-01-10

## 内容目录

1. 主营光伏导电浆料，拟收购切入半导体材料领域.....	4
1.1. 主营光伏导电浆料，产品线全面布局.....	4
1.2. 股权激励到位，核心技术人员研发经验丰富.....	5
1.3. 拟收购海外 Blank Mask 资产，切入半导体领域.....	6
2. 银浆行业集中度持续提升，贱金属化有望带来新增长点.....	7
2.1. 光伏银浆行业对技术、资金实力要求较高，行业集中度不断提升.....	7
2.2. 白银价格持续攀升，倒逼贱金属技术加速导入.....	8
3. Blank Mask 是半导体行业关键材料，国产化率较低.....	9
3.1. Blank Mask 是 Photomask 的关键材料，市场空间预计 34~50 亿元.....	9
3.2. 日韩占据市场主要份额，国产化亟待突破.....	11
3.3. Blank Mask 约占半导体材料市场 2%~3%，竞争格局好.....	12
4. 盈利预测与估值.....	13
4.1. 盈利预测.....	13
4.2. 估值.....	14
5. 风险提示.....	14

## 图表目录

图 1：不同类型光伏电池对应的银浆.....	4
图 2：聚和材料营收及增速.....	5
图 3：聚和材料光伏导电银浆销量.....	5
图 4：聚和材料期间费用率保持下降趋势.....	5
图 5：聚和材料归母净利润及增速.....	5
图 6：聚和材料股权结构.....	5
图 7：光伏导电银浆行业对资金实力要求较高.....	7
图 8：光伏导电银浆行业市场格局相对集中.....	8
图 9：光伏行业白银用量占白银总需求比例持续提升.....	8
图 10：白银价格持续上涨.....	8
图 11：Blank Mask 上下游产业链.....	9
图 12：Blank Mask 产品分类.....	10
图 13：2025 年全球半导体掩模版市场空间（单位：亿美元）.....	10
图 14：2025 年国内半导体掩模版市场空间（单位：亿元）.....	10
图 15：半导体掩模版毛利率较高.....	11
图 16：半导体掩模版中直接材料占比 50%~60%（参考龙图光罩）.....	11
图 17：掩模版价值量随着制程节点提升而增长（单位：美元）.....	11
图 18：Hoya 全球半导体掩模版市场份额领先.....	11
图 19：2021 年半导体材料市场占比.....	12

图 20: 全球半导体掩模版厂商市场格局.....	13
图 21: 全球第三方半导体掩模版厂商市场格局.....	13
图 22: SKE 的 Blank Mask 产品覆盖 KrF、ArF 及浸没式.....	13
表 1: 公司董事长及核心技术人员.....	6
表 2: SKE Blank Mask 业务财务概况 (单位: 百万元).....	7
表 3: 聚和材料 2025~2027 年盈利预测.....	13
表 4: 光伏行业可比上市公司估值.....	14

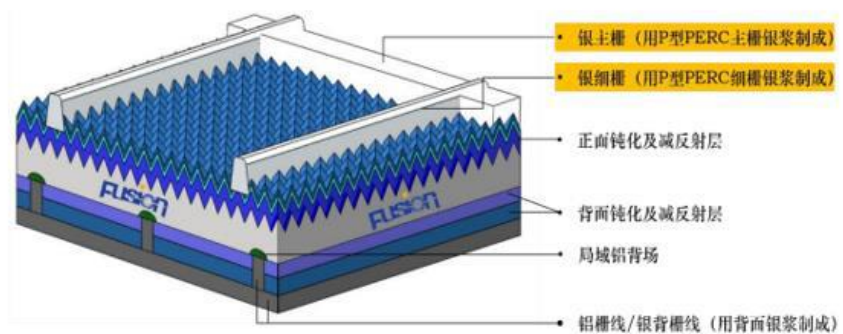
## 1. 主营光伏导电浆料，拟收购切入半导体材料领域

### 1.1. 主营光伏导电浆料，产品线全面布局

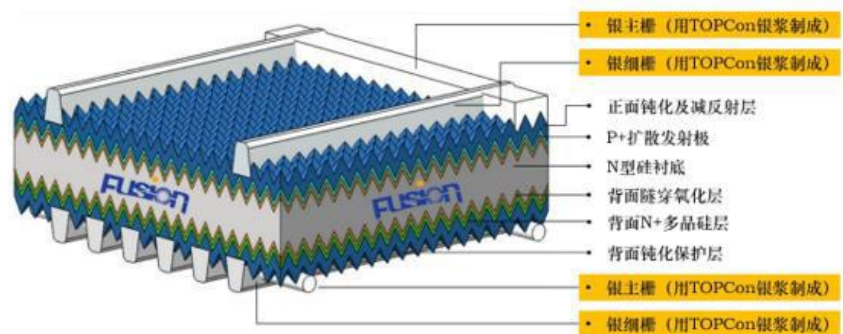
聚和材料是一家专业从事新型电子浆料研发、生产与销售的高新技术企业，主要产品为光伏电池用导电浆料。经过多年发展，公司已经构筑了品类丰富、迭代迅速的产品体系，能够满足市场主流的各种高效太阳能电池对光伏导电浆料产品的需求，包括 P 型 PERC 电池主、细栅银浆，TOPCon 正、背面主副栅成套银浆，HJT 电池用主、细栅银浆及低成本导电浆料，X-BC 电池导电银浆，能与 P 与 N 型-Poly 层形成良好接触的导电浆料、钙钛矿叠层超低温导电浆料等，已成为全球领先的光伏金属化方案提供商。

图 1：不同类型光伏电池对应的银浆

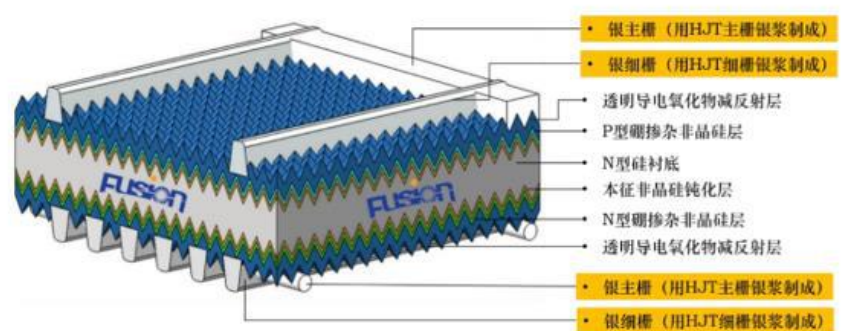
#### P 型单晶 PERC 电池：



#### N 型 TOPCon 电池：



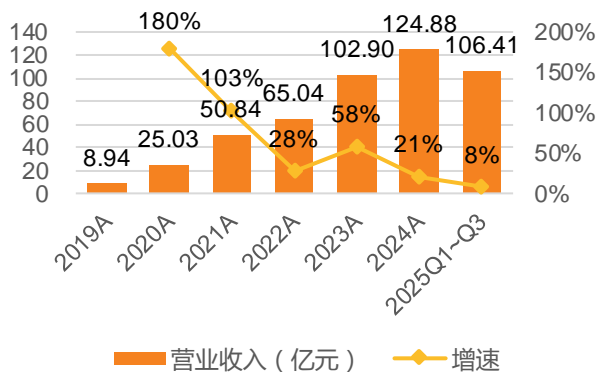
#### N 型 HJT 电池：



资料来源：聚和材料招股说明书、天风证券研究所

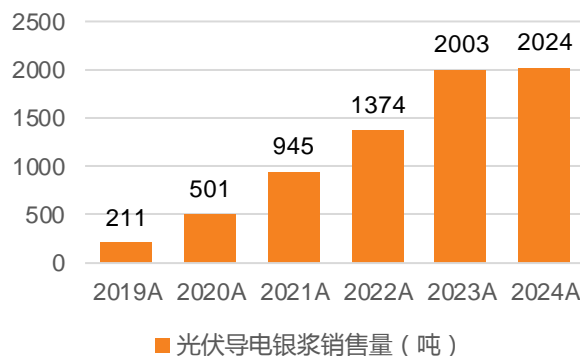
公司营收、光伏导电银浆销量保持高速增长，2024 年以来增速有所放缓。得益于光伏导电银浆销售放量，以及销售均价提升，2019~2024 年公司营业收入保持高速增长。但 2024 年以来增速有所放缓。公司期间费用率保持稳定下降趋势。2025 年前三季度，公司实现归母净利润 2.39 亿元，YoY -43%。业绩同比下滑，一方面系进入 2025 年以来，光伏行业竞争加剧，产业链价格整体下滑，公司盈利空间受到压缩影响；另一方面系公司当期投资收益较 24 年同期有较大下滑。

图 2：聚和材料营收及增速



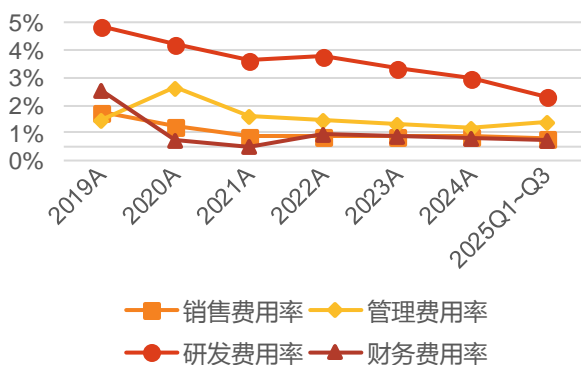
资料来源：Wind、聚和材料公告、天风证券研究所

图 3：聚和材料光伏导电银浆销量



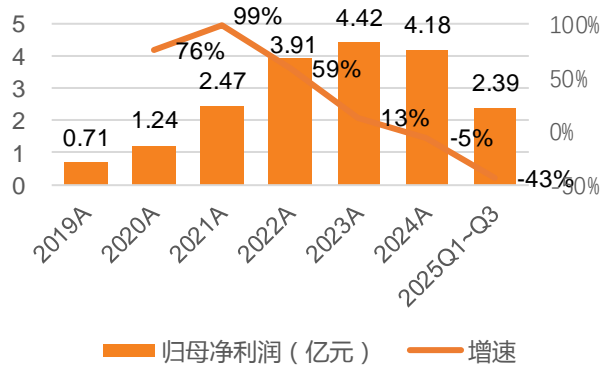
资料来源：Wind、聚和材料公告、天风证券研究所

图 4：聚和材料期间费用率保持下降趋势



资料来源：Wind、聚和材料公告、天风证券研究所

图 5：聚和材料归母净利润及增速

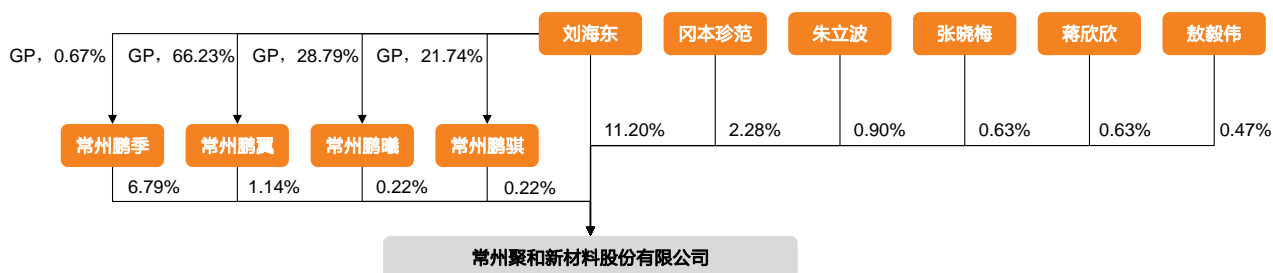


资料来源：Wind、聚和材料公告、天风证券研究所

## 1.2. 股权激励到位，核心技术人员研发经验丰富

公司股权结构相对分散，刘海东为公司控股股东及实际控制人。刘海东直接持有公司 11.20% 股份。常州鹏季、常州鹏翼、常州鹏曦、常州鹏骐为公司员工持股平台，合计持有公司 2025 万股，占公司总股本 8.37%。常州鹏季、常州鹏翼、常州鹏曦、常州鹏骐为公司控股股东及实际控制人刘海东的一致行动人。

图 6：聚和材料股权结构



注：数据截至 2026 年 1 月 13 日

资料来源：公司公告、天风证券研究所

**公司董事长具有多年韩国企业任职经历，核心技术人员研发经验丰富。**公司董事长刘海东在创办公司之前，拥有十余年韩国企业任职经历。首席技术官冈本珍范在浆料领域具有三十余年的研发经验，2003-2016 年期间曾就职于三星 SDI 并担任研发副总裁，2016-2017 年间曾担任天合光能材料研发部总监，2017 年 12 月至今担任公司首席技术官，带领团队持续优化银浆配方、完善产品组合。总经理、核心技术人员敖毅伟，从事浆料研发十余年，2015-2019 年期间担任公司研发副总监；2020 年 9 月至 2024 年 8 月，任公司副总经理；2024 年 8 月至今，任公司总经理。

表 1：公司董事长及核心技术人员

姓名	职务	入职时间	主要工作
刘海东	董事长	2015	1976 年生，华东理工大学应用化学专业研究生。2002 年 8 月至 2006 年 3 月，任韩国第一毛织株式会社上海代表处销售经理；2006 年 4 月至 2015 年 5 月，任三星悦美科材料贸易（上海）有限公司（已更名为乐天悦美科材料科技（上海）有限公司）销售总监；2015 年 8 月至 2024 年 8 月，任公司总经理；2018 年 8 月至今，任公司董事长；2016 年 10 月至今，任帝捷化工董事；2018 年 12 月至今，任常州鹏季执行事务合伙人；2019 年 11 月至 2024 年 9 月，任上海匠聚执行董事；2020 年 4 月至今，任常州鹏翼执行事务合伙人；2020 年 11 月至今，任常州鹏曦执行事务合伙人；2020 年 11 月至今，任常州鹏骐执行事务合伙人；2021 年 5 月至今，任聚麒贸易执行董事；2021 年 6 月至 2024 年 9 月，任上海泰聚、上海铨聚执行董事。现任公司董事长。
冈本珍范	董事、副总经理、核心技术人员、首席技术官	2017	1960 年生，日本国籍，拥有中国永久居留权，硕士研究生学历，日本山形大学高分子化学专业。1985 年 4 月至 2003 年 5 月，任职于 DuPont Japan Ltd.；2003 年 6 月至 2016 年 3 月，任 Samsung SDI Co., Ltd. 研发副总裁；2016 年 6 月至 2017 年 11 月，任天合光能（上海）有限公司材料研发部总监；2017 年 12 月至今，任公司首席技术官；2018 年 8 月至今，任公司董事；2024 年 8 月至今，任公司副总经理。现任公司董事、副总经理、首席技术官。
敖毅伟	董事、总经理、核心技术人员	2015	1982 年生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历，华东理工大学材料学专业。2009 年 3 月至 2013 年 4 月，任上海玻纳电子科技有限公司副总经理；2013 年 5 月至 2014 年 4 月，任上海太阳能工程技术研究中心有限公司总经理助理；2014 年 5 月至 2014 年 11 月，自由职业；2014 年 12 月至 2015 年 7 月，参与筹建并任上海隼麒投资管理有限公司研发总监；2015 年 8 月至 2019 年 11 月，任公司研发副总、监事；2019 年 11 月至今，任公司董事；2020 年 9 月至 2024 年 8 月，任公司副总经理；2023 年 6 月至今，任聚有银总经理。2024 年 8 月至今，任公司总经理。现任公司董事、总经理。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 1.3. 拟收购海外 Blank Mask 资产，切入半导体领域

**公司积极布局电子新材料领域，产品打破海外企业垄断。**在光伏领域之外，公司精准切入新能源与电子行业交叉领域的功能材料市场，形成覆盖射频器件、片式元器件、PDLC（电致变色玻璃）、EC 导电胶、LTCC（低温共烧陶瓷）、高性能导热材料等多维度的电子浆料产品矩阵。2024 年，旗下子公司匠聚已在高端电子浆料领域打破海外企业垄断，凭借产品性能、服务响应速度等抢占市场份额，在多个产品领域进入头部客户供应链体系。

**拟收购 SKE Blank Mask 资产，切入半导体领域。**2025 年 9 月 10 日，公司公告与韩投伙伴（上海）创业投资管理有限责任公司（简称“韩投伙伴”）共同设立 SPC，使用自有或自

筹资金 680 亿韩元（折合约 3.5 亿人民币，最终交易金额以实际交割时汇率为准）收购 SK Enpulse 株式会社（简称“SKE”）的关于空白掩模（Blank Mask）的业务板块（包含土地、厂房、存货、设备、专利、在建工程、人员、技术等）。其中，公司直接或间接出资比例不低于 95%。

表 2：SKE Blank Mask 业务财务概况（单位：百万元）

项目	2024 年 12 月 31 日
资产总额	256.24
负债总额	5.41
净资产	250.82
营业收入	4.30
息税折旧摊销前利润（EBITDA）	-4.63
营业利润	-5.10

资料来源：公司公告、天风证券研究所

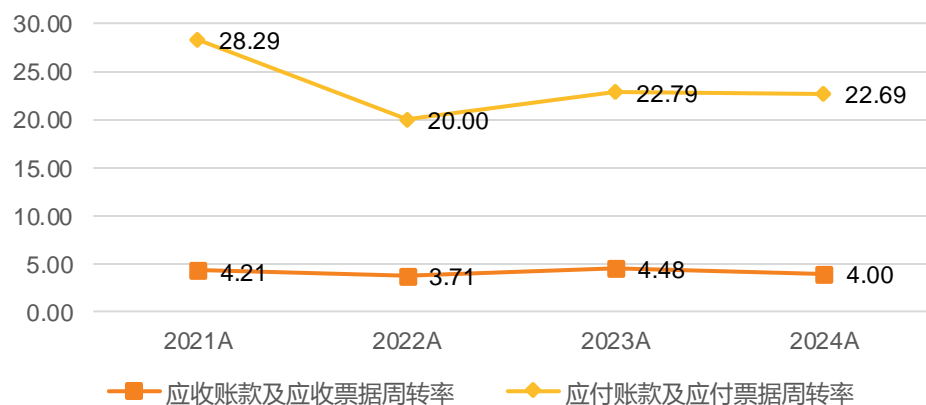
SKE 公司是韩国半导体材料零部件设备整体解决方案供应商，旗下 Blank Mask 事业部主要生产用于 DUV-ArF 和 DUV-KrF 光刻技术节点的空白掩模基板，产品已通过多家半导体晶圆厂自有产线配套验证及第三方独立掩模板客户验证，并实现量产销售，业务覆盖韩国、中国大陆及中国台湾等国家和地区。此次收购事项，一方面是公司主动响应国家“自主可控”战略方针，通过境外投资补齐国内尚未本土化的关键材料；另一方面，公司有望依托该业务稀缺性，拓展半导体客户资源，与现有业务形成协同发展。

## 2. 银浆行业集中度持续提升，贱金属化有望带来新增长点

### 2.1. 光伏银浆行业对技术、资金实力要求较高，行业集中度不断提升

光伏导电浆料行业对资金实力要求较高。公司产品主要原材料为银粉，采购单价较高且上游供应商一般要求现款现货，而在向下游销售时一般存在账期，且较多通过银行承兑汇票结算。以聚和材料为例，公司应收账款及应收票据周转率显著低于应付账款及应付票据周转率，对企业营运资金管理提出更高要求。浆料厂商需具备较强的资金实力才能保证日常生产和销售周转，随着白银价格不断上涨，运营管理要求日益严苛。

图 7：光伏导电银浆行业对资金实力要求较高

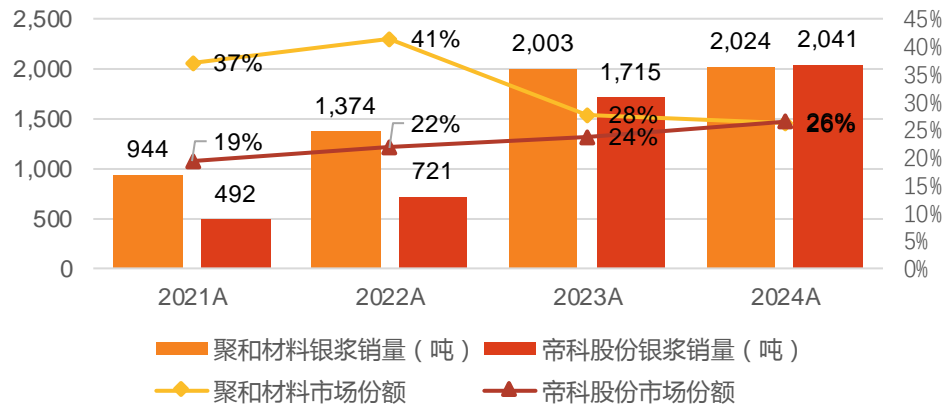


资料来源：Wind，天风证券研究所

光伏导电浆料行业技术快速迭代，集中度不断提高。在行业从 P 型升级至 N 型电池技术变革中，电池制造过程中的氧化铝、氮化硅、多晶硅、氧化硅等膜层结构更为多样化，金属化环节面临“三高”挑战：精度要求高，氧化铝/氮化硅/多晶硅叠层等厚度已进入纳米级公差控制（±5nm）；工艺兼容性高，光伏导电浆料需同步适配 LECO 激光增强、光注入退火、N 型双面 Poly 等 12 项新工艺；迭代频率高，光伏浆料技术更新周期已从 12 个月压缩至 3 个月，甚至在新品初步量产阶段曾达到过周度更新频次，因此未来光伏导电浆料环节技术壁垒将不断提升，技术更新速度持续加快。光伏银浆行业集中度正在不断提升，根据

中国光伏协会统计，2024 年全球前五家光伏导电浆料企业的市占率已达到 75%以上。其中聚和材料、帝科股份两家企业的市占率已达到 50%以上。

图 8：光伏导电浆料行业市场格局相对集中



资料来源：聚和材料、帝科股份公告，中国光伏行业协会 CPIA 公众号，天风证券研究所

**聚和 N 型导电浆料出货量领先，受益 N 型电池技术升级趋势。**2024 年底，N 型电池产能大幅扩产并已成为主流技术路线，其中 TOPCon 已成为当前主流电池技术，根据中国光伏行业协会（CPIA）统计，2024 年 N 型 TOPCon 电池市场份额已跃升至 71.1%。由于 N 型电池每片耗量高于 P 型电池，根据《2024-2025 年中国光伏产业年度报告》数据，以 182 尺寸计，2024 年 P 型电池正、背银消耗量分别约 59、25mg/片，N 型 TOPCon 电池双面银浆消耗量约 109mg/片，HJT 电池双面低温银浆消耗量约 115mg/片，因此随着 N 型电池市占率提升，加速光伏导电浆料单位需求增长。2024 年，公司光伏导电浆料出货量为 2,024 吨，继续保持行业领先地位，其中 N 型光伏导电浆料出货量为 1,576 吨，占比达 77.87%。

## 2.2. 白银价格持续攀升，倒逼贱金属技术加速导入

**白银价格攀升，加速金属化技术革新。**白银是光伏电池金属化环节的核心原材料，随着全球能源转型推动光伏行业迈向 TW 时代，光伏已成为拉动白银工业需求变化最明显的应用领域。根据《2024-2025 年中国光伏产业年度报告》数据，2024 年全球电池片产量约为 753GW，同比增长约 17%，我国电池片产量约 695GW，同比增长约 18%。2024 年全球光伏导电浆料需求达到 7724 吨，国内光伏导电浆料需求则达到 7137 吨，是第一大工业用银领域。在全球地缘政治冲突加剧及降息周期等影响下，白银价格持续攀升，金属化环节在电池成本中的占比持续提高，倒逼光伏行业加速技术迭代与供应链优化，以应对白银价格波动带来的刚性成本挑战。特别是当前光伏产业正在经历周期调整，阶段性供需错配及技术同质化导致各环节盈利承压，行业产能加速出清，在此背景下，少银化及无银化等金属化解决方案对光伏行业降本增效的影响将愈发凸显。

图 9：光伏行业白银用量占白银总需求比例持续提升

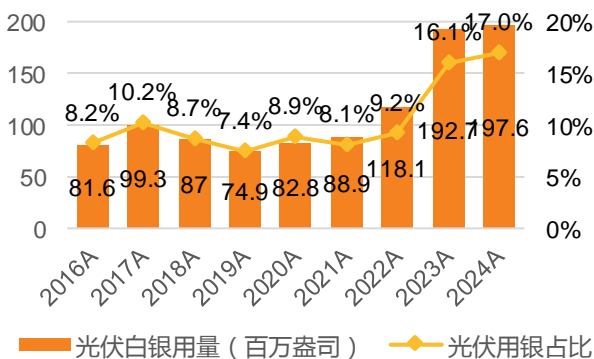


图 10：白银价格持续上涨



资料来源:《World Siver Survey 2025》、天风证券研究所

资料来源: Wind、天风证券研究所

从降本维度来看,光伏导电浆料已成为光伏行业兼备材料革命与工艺颠覆的核心产品,公司主动承担技术革新重任,前瞻性布局少银化、无银化技术矩阵,现已推出银包铜浆料  $Ag \leq 30\%$  ( $5.5 \mu \Omega \cdot cm$ )、纯铜浆 ( $0.7m \Omega \cdot cm^2$ ); 匹配新一代超窄线宽印刷技术,结合自研超分散银粉支撑 5um 线宽印刷。

公司以技术研发驱动产业升级为使命,在满足第一性原则的前提下,致力于为光伏行业提供低成本金属化解决方案。公司围绕新一代网版及印刷技术方向,高频、高效对接客户定制化浆料需求,同时提前储备少银化、无银化产品,例如推出“超细线印刷+低固含+无主栅”技术、银包铜浆方案、和新型 0BB 技术匹配浆料产品,实现“种子层+铜浆”技术突破攻克铜高温氧化抑制难题,致力于推动光伏行业“减银-替银-无银”技术演进历程,为行业的降本增效贡献力量。

**首创铜浆系列产品,助力光伏行业迈向无银化时代。**公司首创可量产应用于光伏领域的铜浆产品,包括纯铜浆料及银包铜浆料。公司通过在铜粉中添加自主研发的抗氧化剂及烧结剂成分,突破性实现了纯铜浆料在空气氛围 300° C 快速烧结,无需传统氮气保护工艺,从根本上攻克了铜在空气中易氧化的技术瓶颈;同时,公司通过引用“种子层”技术,显著降低铜离子与电池硅基体直接接触所导致的复合损失问题。根据实测数据表明,在相同单片银耗条件下,采用纯铜浆料的电池效率表现与银浆对照组基本持平,优于铝浆对照组 +1%。公司铜浆产品不仅能大幅降低电池金属化成本及碎片率,更是助力光伏行业正式迈向无银化时代,开启铜浆应用元年。

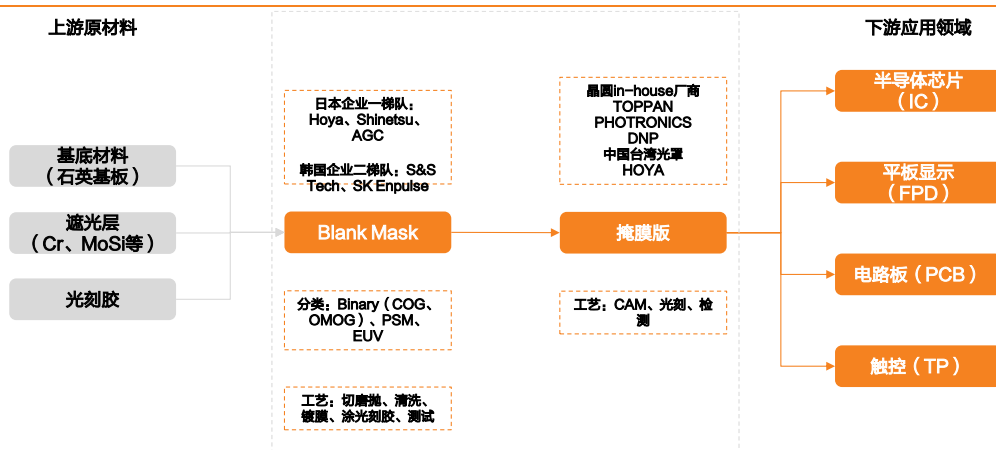
**铜浆验证进展顺利,有望成为公司新增长点。**公司已对接主流一体化组件客户及配套设备厂商,同步完善铜浆产品专利布局,针对不同技术路线、不同客户诉求定制开发铜浆产品,并围绕新一代全开口网版及 0BB 等技术对铜浆产品进行进一步优化,全面掌握铜浆产品材料配方、设备匹配、工艺参数的 Know-how。2024 年内,公司铜浆产品在多轮可靠性测试中性能表现优异,并已实现小批量出货,若未来行业降本诉求加速,叠加终端电站业主对铜浆组件接受意愿提升,公司铜浆产品大规模出货后可能会对业绩造成一定积极影响。

### 3. Blank Mask 是半导体行业关键材料,国产化率较低

#### 3.1. Blank Mask 是 Photomask 的关键材料,市场空间预计 34~50 亿元

Blank Mask 又称为空白掩模、光罩基板,是制造掩膜版/光罩 (Photomask) 的关键材料。在 Blank Mask 上绘制电路图案制备成 Photomask。Mask Blank 的作用类似于照相机的底片,通过光刻技术将设计好的集成电路图案转移到硅片上。Blank Mask 通常由高纯度石英基板和遮光层构成,遮光层的材料包括铬 (Cr) 或钼硅 (MoSi) 等,一些类别还带有纯铬所覆盖的硬掩模(Hard mask)。在基板的最上方,会涂覆 100~300nm 不等的光刻胶(Resist),用以进行后续的电子束或激光直写曝光。

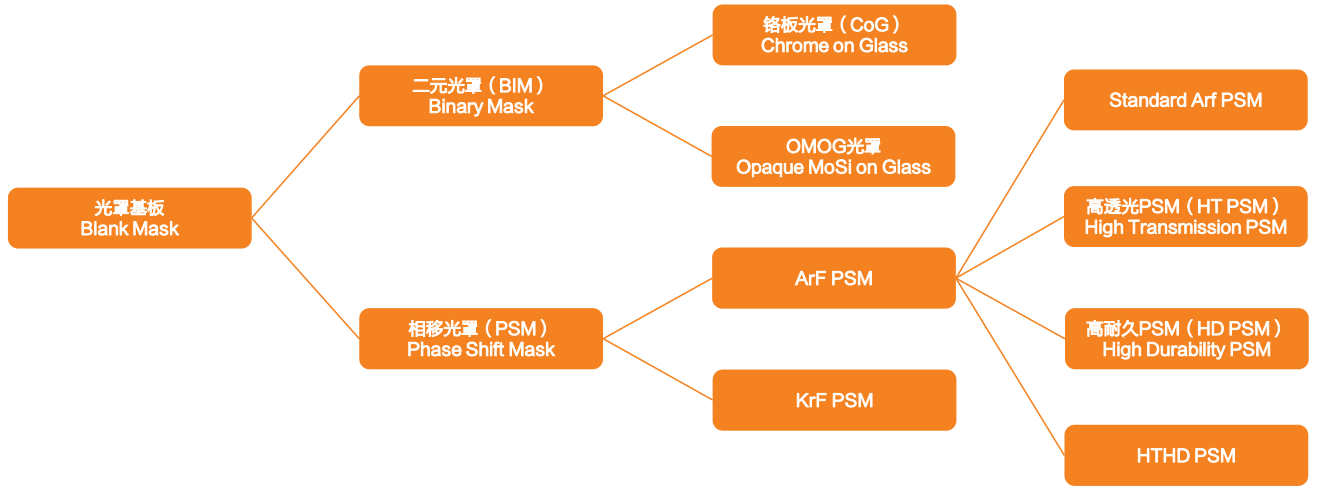
图 11: Blank Mask 上下游产业链



资料来源: 聚合材料投资者问答、半导体行业观察微信公众号、photomask 官网、龙图光罩招股说明书、天风证券研究所

随着光刻技术的发展，光罩基板的结构和化学组成也在不断演变。在早期的光刻工艺中，铬作为遮光层被广泛应用，直到进入 248nm 波长的 KrF 光刻时代，PSM 光罩(Phase Shift Mask, 相移光罩)开始大量使用。进入 193nm 的 ArF 时代，为了避免光罩的 3D 效应，铬作为遮光层的厚度明显减小，随着浸润式光刻时代的到来，铬作为遮光层的时代彻底过去，具有更高光学密度的 OMOG 光罩随之被大规模使用。

图 12: Blank Mask 产品分类

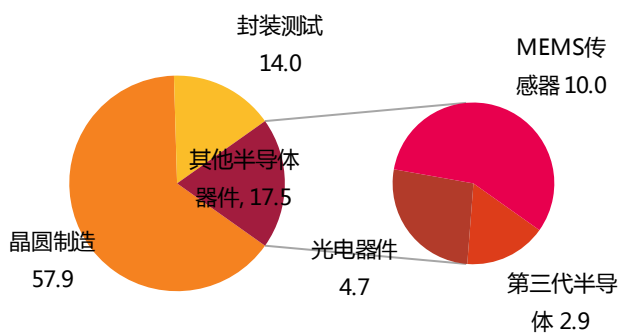


资料来源：半导体行业观察微信公众号、天风证券研究所

随着半导体技术不断迭代，特别是在 AI 技术的加持下，将进一步带动集成电路、半导体器件制造以及各类先进封装需求的不断增加，半导体掩膜版市场需求也有望随之增长。路维光电预计 2025 年全球半导体掩膜版的市场规模为 89.4 亿美元，其中晶圆制造用掩膜版为 57.88 亿美元、封装用掩膜版为 14 亿美元，其他器件用掩膜版为 17.5 亿美元。

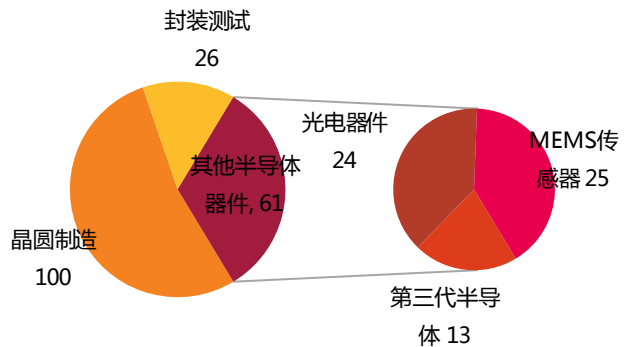
2025 年国内半导体掩膜版市场规模在约为 187 亿人民币，其中晶圆制造用掩膜版预计为 100 亿元人民币，封装用掩膜版预计为 26 亿元人民币，其他器件用掩膜版为 61 亿元人民币。受下游需求的积极推动，我们预计未来掩膜版市场规模也将持续增长。

图 13: 2025 年全球半导体掩膜版市场空间 (单位: 亿美元)



资料来源：路维光电公告、天风证券研究所

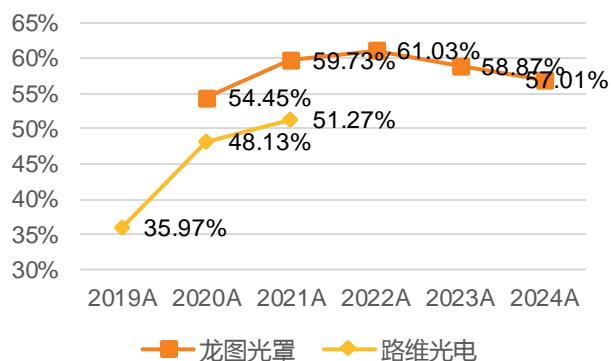
图 14: 2025 年国内半导体掩膜版市场空间 (单位: 亿元)



资料来源：路维光电公告、天风证券研究所

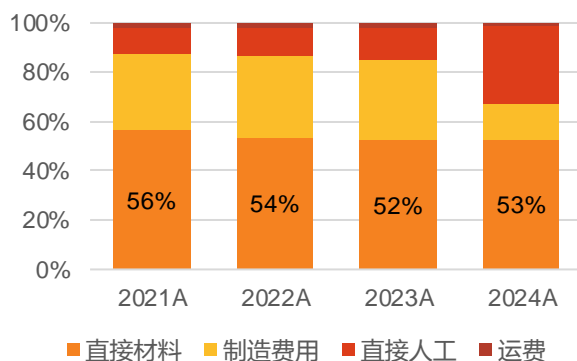
国内半导体 Blank Mask 市场空间预计 34~50 亿元。掩膜版厂商毛利率差异较大，一般面板掩膜版毛利率较低，而用于半导体的掩膜版毛利率较高。参考路维光电、龙图光罩数据，半导体掩膜版毛利率可达 50%~60%。掩膜版的成本主要为直接材料，直接材料占掩膜版生产成本 50%~60%。原材料中又以掩模基板最为重要，参考路维光电数据，占原材料成本的 90%左右。按照半导体掩膜版毛利率 50%~60%，原材料成本占比 50%~60%，Blank Mask 占原材料成本 90%测算，国内半导体 Blank Mask 市场空间在 34~50 亿元。

图 15：半导体掩膜版毛利率较高



资料来源：龙图光罩公告、路维光电公告、天风证券研究所

图 16：半导体掩膜版中直接材料占比 50%~60% (参考龙图光罩)



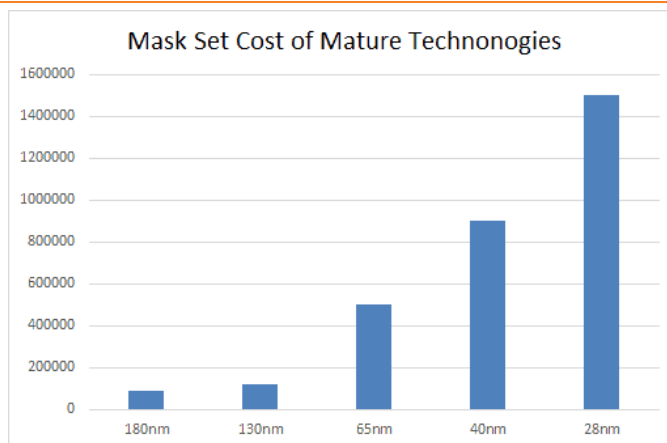
资料来源：龙图光罩公告、天风证券研究所

Blank Mask 不仅会受益于自主可控带来的国产化率提升，更受益于先进制程扩产带来的需求增长，兼具用量提升&通胀逻辑：

- **用量提升**：在 7nm 节点集成电路产品工艺技术的开发上，采用 193 浸没式 (193i) 光刻技术需要进行四重曝光，这意味着需要多次更换掩膜版。当工艺推进至 5nm 节点时，即使采用 EUV 技术，也需要进行双重曝光，这样才能够获得更为紧密的图案间距。因此相比于 28nm 等成熟制程，先进制程对于 Blank Mask 的用量显著提升。
- **通胀逻辑**：先进制程的 Blank Mask 价格远高于成熟制程。例如，EUV 价格可达十几万/片，高性能产品甚至几十万/片。

因此，未来受益于先进制程突破&扩产，半导体 Blank-Mask 市场有望加速增长。

图 17：掩膜版价值量随着制程节点提升而增长 (单位：美元)



资料来源：AnySilicon、天风证券研究所

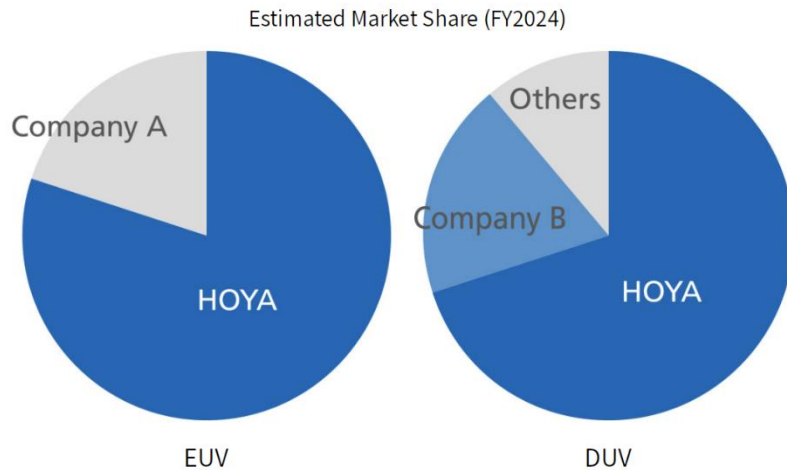
### 3.2. 日韩占据市场主要份额，国产化亟待突破

在全球掩膜基板市场中，日本企业占据了绝对优势。豪雅 (Hoya)、信越 (Shinetsu) 和 AGC 是全球主要的掩膜基板供应商。

以目前国内市场来说，i line 与 KrF 光刻所使用的光罩基板中，豪雅 (Hoya) 占据了超过一半以上的份额，而 ArF 光刻所使用的光罩基板几乎全部来自于豪雅 (Hoya) 与信越 (Shinetsu)。

目前铬板光罩与 KrF PSM 光罩市场，韩国的 S&S Tech 可与豪雅在中国大陆市场展开角力，ArF PSM 则渗透到 55nm 左右的节点，与豪雅和信越相比差距依旧巨大。

图 18：Hoya 全球半导体掩膜版市场份额领先



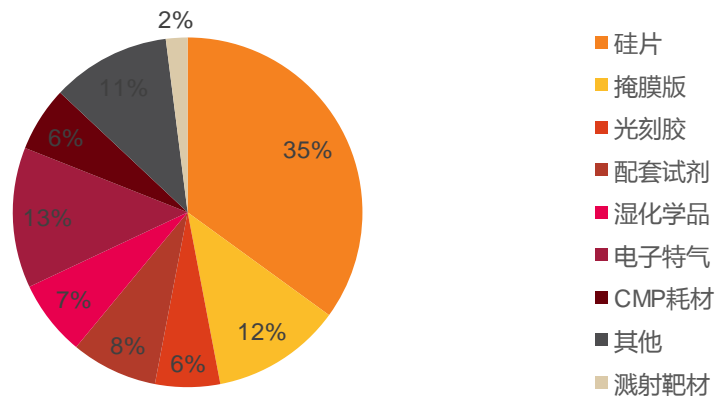
资料来源：Hoya 官网、天风证券研究所

Blank Mask 国产化率较低，有必要推进国产替代。目前，国产铬板光罩已经在一些用户中开始了产线验证，并取得了较好的结果。但在高端光罩基板领域，如 ArF PSM 和 OMOG，国产化仍处于初期阶段。Blank Mask 的国产化对于保障我国半导体产业的供应链稳定和降低成本具有较大意义。

### 3.3. Blank Mask 约占半导体材料市场 2%~3%，竞争格局好

Blank Mask 约占半导体材料市场 2%~3%。根据 SEMI 数据，掩模版在半导体材料市场中占比 12%。由此，预计 Blank Mask 约占半导体材料市场的 2%~3%。

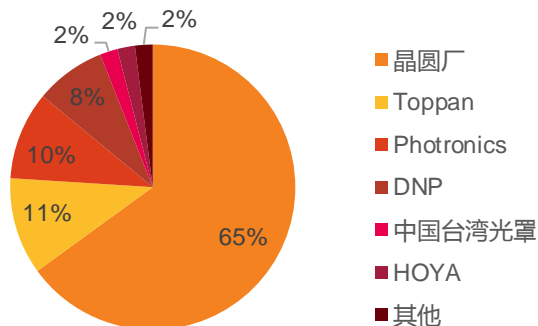
图 19：2021 年半导体材料市场占比



资料来源：SEMI、龙图光罩招股说明书、天风证券研究所

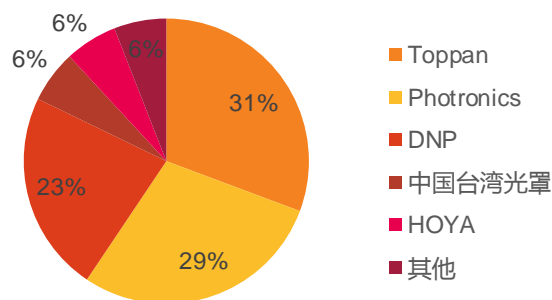
半导体掩模版生产厂商可以分为晶圆厂自建配套工厂和独立第三方掩模厂商两大类。由于 28nm 及以下的先进制程晶圆制造工艺复杂且难度大，各家用于芯片制造的掩模版涉及晶圆制造厂的重要工艺机密且制造难度较大，因此先进制程晶圆制造厂商所用的掩模版大部分由自己的专业工厂内部生产，如英特尔、三星、台积电、中芯国际等公司的掩模版均主要由自制掩模版部门提供。对于 28nm 以上等较为成熟的制程所用的掩模版，芯片制造厂商为了降低成本，在满足技术要求下，更倾向于向独立第三方掩模版厂商进行采购。相较于掩模版先进制程主要掌握在晶圆厂 in-house，我们认为 Blank Mask 环节的竞争格局或会更好。

图 20：全球半导体掩模版厂商市场格局



资料来源：SEMI、龙图光罩招股说明书、天风证券研究所

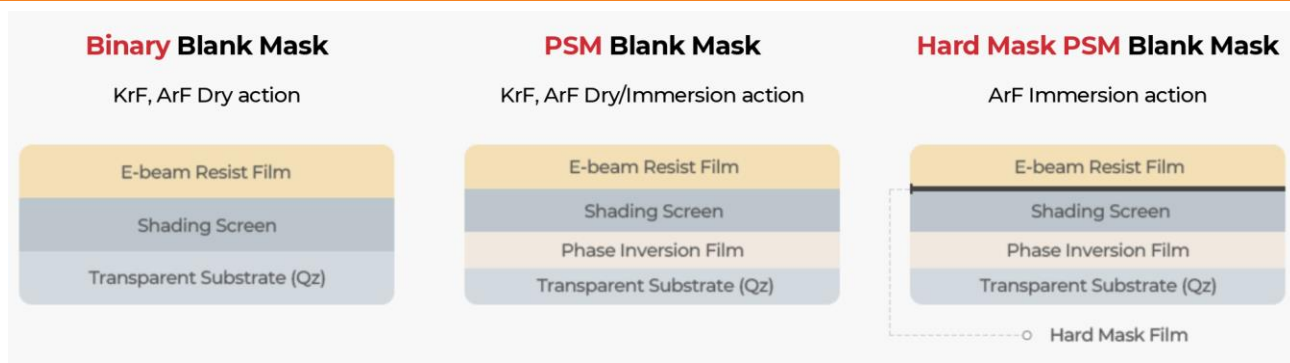
图 21：全球第三方半导体掩模版厂商市场格局



资料来源：SEMI、龙图光罩招股说明书、天风证券研究所

目前，SKE Blank Mask 主要产品为适配 DUV-ArF 及 KrF 半导体光刻工艺的掩膜基板，主要应用类型为 PSM 相移掩模版。目前产品已通过 SK 海力士、TMC、新锐光、迪思微、中微掩模等国内外半导体客户的量产验证，并实现稳定销售。而在高端光罩基板领域，如 ArF PSM 和 OMOG，国产化仍处于初期阶段。因此若收购完成后，聚和的 Blank Mask 在国内将具备领先优势，有望加速国产化率提升。

图 22：SKE 的 Blank Mask 产品覆盖 KrF、ArF 及浸没式



资料来源：SKE 官网、天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

公司光伏导电银浆保持行业领先地位，首创可量产应用于光伏领域的铜浆产品。不仅能大幅降低电池金属化成本及碎片率，更是助力光伏行业正式迈向无银化时代，有望提升盈利能力。我们预计公司 25~27 年营业收入分别为 167.2、180.7、198.9 亿元，同比增速 33.9%、8.1%、10.1%；归母净利润 3.8、5.5、6.8 亿元，同比增速-9.7%、46.2%、22.4%。

表 3：聚和材料 2025~2027 年盈利预测

		2024A	2025E	2026E	2027E
光伏导电银浆及其他	营业收入 (亿元)	123.90	166.99	180.47	198.68
	YoY	21.12%	34.78%	8.07%	10.09%
	毛利率	8.64%	6.93%	6.62%	7.01%
废料及其他销售	营业收入 (亿元)	0.97	0.20	0.20	0.20
	YoY	60.22%	-79.46%	0.00%	0.00%
	毛利率	16.79%	70.00%	70.00%	70.00%
合计	营业收入 (亿元)	124.88	167.19	180.67	198.88
	YoY	21.35%	33.89%	8.06%	10.08%

毛利率	8.70%	7.01%	6.69%	7.07%
-----	-------	-------	-------	-------

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 4.2. 估值

参考光伏行业可比公司, 2026 年平均 PE 为 39.5X, 预计公司 2026 年归母净利润为 5.5 亿元, 给予 39.5X PE, 对应目标价 89.99 元, 给予“增持”评级。

表 4: 光伏行业可比上市公司估值

公司	市值 (亿元)	净利润				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
隆基绿能	1,332.98	-86.18	-38.56	30.64	52.66	-15.47	-34.57	43.51	25.31
通威股份	847.27	-70.39	-56.76	26.25	53.70	-12.04	-14.93	32.28	15.78
大全能源	532.01	-27.18	-11.55	12.47	21.75	-19.57	-46.06	42.66	24.46
		平均							
						-15.69	-31.85	39.48	21.85

注: 数据截至 2026 年 1 月 22 日收盘

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 5. 风险提示

**光伏行业需求波动风险:** 公司主业光伏导电银浆主要应用于光伏电池片环节, 其需求受到下游光伏电站装机影响。光伏电站每年新增装机需求受到政策、电价、利率、组件价格、电网消纳等因素影响, 若光伏行业需求出现下滑, 可能导致公司出货不及预期。

**主要原材料价格波动的风险:** 公司生产银浆产品所需要的核心原材料为银粉。如未来公司主要原材料市场价格出现异常波动, 而公司产品售价未能作出相应调整以转移成本波动的压力, 或公司未能及时把握原料市场价格变化并及时合理安排采购计划, 则将面临原料采购成本大幅波动从而影响经营业绩、资金周转的风险。

**光伏行业技术迭代风险:** 公司主要产品光伏导电浆料需要随着下游技术的迭代不断调整配方、优化产品, 以适配不同太阳能电池片生产商差异化的技术路径和生产工艺。如果公司未来的技术研发方向不能适应行业发展趋势, 或者技术研发进度不能与市场需求发展保持同步, 可能会降低公司在行业中的竞争力。

**交易审批和交割风险:** 公司收购 SKE Blank Mask 资产交易涉及境外投资, 尚需履行中国政府以及境外有关部门的审批或备案手续, 且尚需完成《股份转让协议》约定的交割先决条件, 上述审批或备案手续以及交割先决条件能否完成存在不确定性, 存在本次交易无法完成交割和实施的风险。

**新业务拓展不及预期:** 公司若成功收购 SKE Blank Mask 业务, 将切入半导体领域。半导体的下游客户、产品设备、工艺技术与现有光伏导电浆料相比有较大差异。如公司不能有效整合相关资产、人员, 可能导致新业务拓展不及预期。

**商誉减值风险:** 若公司成功完成收购, 将确认一定金额的商誉, 若标的公司未来经营状况未达预期, 则存在商誉减值的风险。

**股票价格波动风险:** 股票价格受宏观经济环境、行业周期、市场情绪、政策变动等多种因素综合影响, 可能出现大幅波动。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	748.80	622.08	1,337.52	2,056.79	1,591.05
应收票据及应收账款	2,813.78	3,436.42	4,923.09	4,110.22	5,612.88
预付账款	40.29	162.76	96.36	184.60	123.44
存货	1,327.01	929.46	2,093.61	1,184.21	2,204.17
其他	1,864.13	1,640.61	1,633.46	1,626.99	1,645.60
<b>流动资产合计</b>	<b>6,794.01</b>	<b>6,791.32</b>	<b>10,084.05</b>	<b>9,162.81</b>	<b>11,177.14</b>
长期股权投资	228.52	565.73	565.73	565.73	565.73
固定资产	160.35	182.80	271.09	382.39	506.33
在建工程	43.31	123.41	226.38	298.47	348.93
无形资产	115.30	108.79	77.75	46.70	15.66
其他	154.25	203.96	202.40	200.00	200.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>701.74</b>	<b>1,184.69</b>	<b>1,343.36</b>	<b>1,493.29</b>	<b>1,636.65</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,495.75</b>	<b>7,976.01</b>	<b>11,427.40</b>	<b>10,656.10</b>	<b>12,813.79</b>
短期借款	1,930.28	2,596.71	5,426.79	4,500.00	5,801.19
应付票据及应付账款	476.21	528.79	853.19	645.25	997.60
其他	146.00	171.48	202.30	181.50	215.37
<b>流动负债合计</b>	<b>2,552.50</b>	<b>3,296.98</b>	<b>6,482.27</b>	<b>5,326.75</b>	<b>7,014.16</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	23.41	36.72	40.00	40.00	40.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>23.41</b>	<b>36.72</b>	<b>40.00</b>	<b>40.00</b>	<b>40.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,575.91</b>	<b>3,333.70</b>	<b>6,522.27</b>	<b>5,366.75</b>	<b>7,054.16</b>
少数股东权益	0.00	(2.12)	(3.43)	(5.35)	(7.70)
股本	165.63	242.03	242.03	242.03	242.03
资本公积	3,526.22	3,452.08	3,452.08	3,452.08	3,452.08
留存收益	1,219.97	1,457.95	1,722.08	2,108.22	2,580.85
其他	8.02	(507.64)	(507.64)	(507.64)	(507.64)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,919.84</b>	<b>4,642.31</b>	<b>4,905.13</b>	<b>5,289.35</b>	<b>5,759.63</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,495.75</b>	<b>7,976.01</b>	<b>11,427.40</b>	<b>10,656.10</b>	<b>12,813.79</b>

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	441.11	410.29	377.34	551.62	675.19
折旧摊销	67.01	70.90	69.77	77.67	86.64
财务费用	4.88	22.36	50.38	57.48	59.02
投资损失	(41.29)	(28.13)	40.00	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(3,507.22)	(1,620.92)	(2,230.03)	1,414.17	(2,093.84)
其它	371.75	250.02	(26.09)	(2.74)	(3.36)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(2,663.75)</b>	<b>(895.48)</b>	<b>(1,718.63)</b>	<b>2,078.20</b>	<b>(1,296.35)</b>
资本支出	374.82	458.84	226.72	230.00	230.00
长期投资	228.52	337.21	0.00	0.00	0.00
其他	(470.16)	(1,092.26)	(459.70)	(440.00)	(440.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>133.18</b>	<b>(296.22)</b>	<b>(232.98)</b>	<b>(210.00)</b>	<b>(210.00)</b>
债权融资	1,128.11	625.18	2,779.69	(984.27)	1,242.17
股权融资	(189.15)	(613.40)	(112.64)	(164.66)	(201.55)
其他	1,422.71	1,047.44	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,361.68</b>	<b>1,059.22</b>	<b>2,667.05</b>	<b>(1,148.93)</b>	<b>1,040.62</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(168.89)</b>	<b>(132.48)</b>	<b>715.45</b>	<b>719.26</b>	<b>(465.73)</b>

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>10,290.37</b>	<b>12,487.58</b>	<b>16,719.02</b>	<b>18,066.63</b>	<b>19,888.16</b>
营业成本	9,280.21	11,401.27	15,547.22	16,857.39	18,482.11
营业税金及附加	15.46	26.32	30.09	27.10	29.83
销售费用	39.97	48.50	66.88	54.20	59.66
管理费用	86.84	85.68	117.03	108.40	119.33
研发费用	294.48	309.92	384.54	361.33	397.76
财务费用	38.61	40.75	50.38	57.48	59.02
资产/信用减值损失	(93.73)	(140.74)	(120.00)	(110.00)	(110.00)
公允价值变动收益	(12.70)	(25.86)	(24.22)	0.00	0.00
投资净收益	41.29	(21.69)	(40.00)	20.00	20.00
其他	28.37	96.46	90.00	110.00	110.00
<b>营业利润</b>	<b>498.02</b>	<b>483.30</b>	<b>428.66</b>	<b>620.73</b>	<b>760.44</b>
营业外收入	0.59	1.99	2.00	5.00	5.00
营业外支出	0.52	3.99	4.00	2.00	2.00
<b>利润总额</b>	<b>498.09</b>	<b>481.29</b>	<b>426.66</b>	<b>623.73</b>	<b>763.44</b>
所得税	56.98	71.00	51.20	74.85	91.61
<b>净利润</b>	<b>441.11</b>	<b>410.29</b>	<b>375.46</b>	<b>548.88</b>	<b>671.83</b>
少数股东损益	(0.98)	(7.72)	(1.88)	(2.74)	(3.36)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>442.08</b>	<b>418.01</b>	<b>377.34</b>	<b>551.62</b>	<b>675.19</b>
每股收益(元)	2.67	1.73	1.56	2.28	2.79

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	58.21%	21.35%	33.89%	8.06%	10.08%
营业利润	16.48%	-2.96%	-11.30%	44.81%	22.51%
归属于母公司净利润	13.00%	-5.45%	-9.73%	46.19%	22.40%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.82%	8.70%	7.01%	6.69%	7.07%
净利率	4.30%	3.35%	2.26%	3.05%	3.39%
ROE	8.99%	9.00%	7.69%	10.42%	11.71%
ROIC	18.98%	9.75%	7.98%	7.77%	11.24%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	34.36%	41.80%	57.08%	50.36%	55.05%
净负债率	24.13%	42.64%	83.47%	46.29%	73.18%
流动比率	2.66	2.06	1.56	1.72	1.59
速动比率	2.14	1.78	1.23	1.50	1.28
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.48	4.00	4.00	4.00	4.09
存货周转率	10.65	11.07	11.06	11.02	11.74
总资产周转率	1.55	1.61	1.72	1.64	1.69
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.67	1.73	1.56	2.28	2.79
每股经营现金流	-16.08	-3.70	-7.10	8.59	-5.36
每股净资产	29.70	19.19	20.28	21.88	23.83
<b>估值比率</b>					
市盈率	29.10	44.98	49.83	34.08	27.85
市净率	2.62	4.05	3.83	3.55	3.26
EV/EBITDA	8.51	11.43	35.43	25.35	23.17
EV/EBIT	9.04	12.20	40.01	28.13	25.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com