



# 聚和材料 (688503.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 银价波动中彰显韧性，平台型材料强企业初具雏形

### 业绩简评

2026年3月30日，公司发布2025年报。2025全年公司实现营业收入145.93亿元，同比+16.86%；实现归母净利润4.20亿元，同比+0.40%；其中四季度实现营业收入39.52亿元，环比下滑，实现归母净利润1.81亿元，环比+209.65%，业绩符合预期。

### 经营分析

**销量保持行业领先地位，盈利能力持续回升：**2025年公司光伏导电浆料销量达到1867吨，受行业单位稼影响，同比下降7.74%。公司优化产品结构、提高海外销售占比，叠加银价上行周期保持原材料先进先出原则，盈利能力有所回升，25Q4实现毛利率8.61%，环比+1.83PCT；实现净利率4.51%，环比+3.14PCT。

**高银价背景下，资金和运营优势凸显：**2025年度公司经营活动产生现金流量净额-30.69亿元，同比大幅下降，主要由于银价大涨，公司营业收入增长过快，应收账款和存货增长所致。截至2025年末，公司在手现金约26亿元，充分发挥资金优势，适度增加财务杠杆，利用自身授信而非依赖供应商垫资，以实现资金成本最优，财务费用率保持较低水平。

**前瞻性搭建海外市场渠道，提升全球化服务能力：**海外光伏产业链正在逐步构建，导电浆料海外市场需求呈现高增长，2025年公司海外销售收入超20亿元，同比+129%，占比提升至10%以上，公司在海外光伏导电浆料市场的占有率处于明显领先水平，随着海外出货占比进一步提升，盈利能力有望迎来结构优化。

**光伏浆料产业全链条、全路线布局，收购进军半导体材料业务：**公司光伏业务已实现“粉、浆、胶”、全电池技术路线、贱金属体系浆料、地面及太空场景应用等多方位、全面的产品布局；半导体材料方面，通过收购SKE的空白掩模版业务，计划进入DUV-ArF及DUV-KrF光刻级空白掩模版业务领域，2026年3月相关交易已就境外直接投资事项完成中国政府备案及登记程序，随着收购落地，有望推动相关材料的国产替代进程，也为公司打开第二曲线市场空间。

### 盈利预测、估值与评级

根据公司出货情况及最新业务进展，预计公司2026-2028年盈利分别为5.22/5.47/5.54亿元，当前股价对应PE分别为40/38/38倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

新技术渗透不及预期，研发进展不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：86.05元

相关报告：

- 《聚和材料公司点评：业绩符合预期，打造平台化材料强企业》，2025.10.28
- 《聚和材料公司点评：业绩短期承压，大力构建全新产品矩阵》，2025.8.27
- 《聚和材料公司点评：业绩符合预期，关注贱金属浆料进展》，2025.4.28



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	12,488	14,593	18,867	16,756	14,953
营业收入增长率	21.35%	16.86%	29.29%	-11.19%	-10.76%
归母净利润(百万元)	418	420	522	547	554
归母净利润增长率	-5.45%	0.40%	24.41%	4.82%	1.24%
摊薄每股收益(元)	1.727	1.734	2.157	2.261	2.289
每股经营性现金流净额	-3.70	-12.68	0.94	6.61	5.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.00%	8.38%	9.09%	9.01%	8.65%
P/E	25.64	35.18	39.89	38.05	37.59
P/B	2.31	2.95	3.62	3.43	3.25

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>主营业务收入</b>	<b>10,290</b>	<b>12,488</b>	<b>14,593</b>	<b>18,867</b>	<b>16,756</b>	<b>14,953</b>
增长率		21.4%	16.9%	29.3%	-11.2%	-10.8%
主营业务成本	-9,280	-11,401	-13,524	-17,904	-15,766	-14,047
%销售收入	90.2%	91.3%	92.7%	94.9%	94.1%	93.9%
毛利	1,010	1,086	1,069	963	990	906
%销售收入	9.8%	8.7%	7.3%	5.1%	5.9%	6.1%
营业税金及附加	-15	-26	-33	-38	-34	-30
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-40	-49	-50	-49	-42	-37
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-87	-86	-109	-132	-117	-105
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
研发费用	-294	-310	-255	-274	-235	-209
%销售收入	2.9%	2.5%	1.7%	1.5%	1.4%	1.4%
息税前利润 (EBIT)	573	616	622	471	562	525
%销售收入	5.6%	4.9%	4.3%	2.5%	3.4%	3.5%
财务费用	-39	-41	-35	-81	-66	-42
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-94	-141	-172	-149	-183	-202
公允价值变动收益	-13	-26	-117	100	0	0
投资收益	41	-22	82	150	190	250
%税前利润	8.3%	n.a	17.3%	27.0%	32.6%	42.3%
营业利润	498	483	480	556	583	590
营业利润率	4.8%	3.9%	3.3%	2.9%	3.5%	3.9%
营业外收支	0	-2	-2	0	0	0
税前利润	498	481	478	556	583	590
利润率	4.8%	3.9%	3.3%	2.9%	3.5%	3.9%
所得税	-57	-71	-66	-39	-41	-41
所得税率	11.4%	14.8%	13.7%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润	441	410	412	517	542	549
少数股东损益	-1	-8	-7	-5	-5	-5
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>442</b>	<b>418</b>	<b>420</b>	<b>522</b>	<b>547</b>	<b>554</b>
净利率	4.3%	3.3%	2.9%	2.8%	3.3%	3.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	441	410	412	517	542	549
少数股东损益	-1	-8	-7	-5	-5	-5
非现金支出	166	217	249	248	301	338
非经营收益	-34	0	3	-53	-92	-180
营运资金变动	-3,237	-1,523	-3,733	-484	848	676
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-2,664</b>	<b>-895</b>	<b>-3,069</b>	<b>228</b>	<b>1,599</b>	<b>1,383</b>
资本开支	-100	-212	-255	-141	-200	-200
投资	234	-84	-19	-100	0	0
其他	0	0	102	150	190	250
<b>投资活动现金净流</b>	<b>133</b>	<b>-296</b>	<b>-173</b>	<b>-91</b>	<b>-10</b>	<b>50</b>
股权募资	0	1	0	445	0	0
债权募资	-30	733	1,539	-183	-1,471	-1,301
其他	2,392	326	2,085	-345	-317	-292
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,362</b>	<b>1,059</b>	<b>3,625</b>	<b>-83</b>	<b>-1,787</b>	<b>-1,593</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-172</b>	<b>-158</b>	<b>366</b>	<b>53</b>	<b>-199</b>	<b>-160</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	749	622	1,598	1,650	1,451	1,290
应收款项	3,257	3,874	6,166	6,559	5,715	4,977
存货	1,327	929	1,110	1,354	1,101	866
其他流动资产	1,462	1,365	1,419	1,479	1,453	1,433
流动资产	6,794	6,791	10,294	11,042	9,721	8,566
%总资产	90.6%	85.1%	85.9%	87.1%	85.0%	82.8%
长期投资	285	645	941	941	941	941
固定资产	204	306	498	595	674	735
%总资产	2.7%	3.8%	4.2%	4.7%	5.9%	7.1%
无形资产	156	117	102	88	92	95
非流动资产	702	1,185	1,684	1,634	1,717	1,781
%总资产	9.4%	14.9%	14.1%	12.9%	15.0%	17.2%
<b>资产总计</b>	<b>7,496</b>	<b>7,976</b>	<b>11,978</b>	<b>12,677</b>	<b>11,438</b>	<b>10,347</b>
短期借款	1,936	2,602	5,782	5,626	4,156	2,854
应付款项	512	552	537	700	616	549
其他流动负债	104	143	617	616	609	559
流动负债	2,552	3,297	6,936	6,941	5,380	3,963
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	23	37	42	4	3	2
负债	2,576	3,334	6,978	6,946	5,383	3,965
<b>普通股股东权益</b>	<b>4,920</b>	<b>4,644</b>	<b>5,010</b>	<b>5,746</b>	<b>6,074</b>	<b>6,406</b>
其中：股本	166	242	242	242	242	242
未分配利润	1,133	1,337	1,657	1,970	2,298	2,631
少数股东权益	0	-2	-9	-14	-19	-24
<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,496</b>	<b>7,976</b>	<b>11,978</b>	<b>12,677</b>	<b>11,438</b>	<b>10,347</b>

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.669	1.727	1.734	2.157	2.261	2.289
每股净资产	29.704	19.189	20.698	23.739	25.096	26.469
每股经营现金净流	-16.083	-3.700	-12.680	0.942	6.606	5.716
每股股利	1.131	0.435	0.000	0.500	0.500	0.500
<b>回报率</b>						
净资产收益率	8.99%	9.00%	8.38%	9.09%	9.01%	8.65%
总资产收益率	5.90%	5.24%	3.50%	4.12%	4.79%	5.35%
投入资本收益率	7.40%	7.24%	4.97%	3.85%	5.12%	5.28%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	58.21%	21.35%	16.86%	29.29%	-11.19%	-10.76%
EBIT 增长率	29.76%	7.41%	1.03%	-24.38%	19.54%	-6.72%
净利润增长率	13.00%	-5.45%	0.40%	24.41%	4.82%	1.24%
总资产增长率	28.99%	6.41%	50.18%	5.83%	-9.77%	-9.54%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	51.3	56.2	63.1	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	38.0	36.1	27.5	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	4.0	2.1	1.5	1.3	1.3	1.3
固定资产周转天数	5.7	5.3	12.3	10.2	11.9	13.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-4.21%	18.12%	62.38%	50.81%	27.10%	7.84%
EBIT 利息保障倍数	14.9	15.1	18.0	5.8	8.5	12.5
资产负债率	34.36%	41.80%	58.26%	54.79%	47.07%	38.32%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	6	9	20
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.10</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究