

2026年03月31日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩平稳，立足浆料布局半导体

—聚和材料（688503.SH）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：张涵 S1050521110008
zhanghan3@cfsc.com.cn

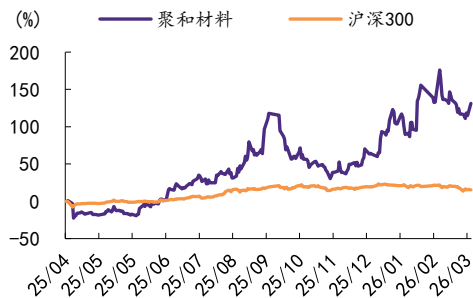
聚和材料发布 2025 年年报：2025 年公司实现营业收入 145.9 亿元，同比增长 16.86%，归母净利润 4.2 亿元，同比增长 0.4%。

基本数据

2026-03-30

当前股价（元）	86.05
总市值（亿元）	208
总股本（百万股）	242
流通股本（百万股）	201
52 周价格范围（元）	29.84-105.12
日均成交额（百万元）	653.15

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

投资要点

■ 公司整体业绩平衡增长

公司整体业绩趋势保持平稳增长，2025 年扣非归母净利润达到 3.9 亿元，同比下滑 3.77%，主要系本年出货量下降，单位毛利略有上涨，2025 年度，公司经营活动产生现金流量净额-30.69 亿元，较上年同期下降幅度较大，主要系银价大涨，营业收入增长过快，应收账款和存货增长明显，且考虑利用自身授信而非供应商垫资以达到资金成本最低。

■ 商业行业及太空数据中心打开新场景应用，公司作为头部浆料厂商受益

全球商业航天产业加速崛起，太空光伏产业迈入规模化发展关键周期，光伏导电浆料行业迎来结构性发展机遇与全新挑战。太空光伏对导电浆料的极端环境耐受性、低温烧结性能、轻量化适配等核心指标提出更高标准，倒逼光伏行业从技术研发、供应链布局到商业模式实现全方位升级。公司敏锐把握行业发展趋势，紧跟太空光伏技术路线迭代节奏，重点关注航天级适配产品的研发与布局，为自身业务拓展培育新的增长极，巩固核心竞争力。

公司紧跟技术路线发展趋势，推出全套金属化解决方案，在 TOPCon、HJT 领域、X-BC、无银化、钙钛矿等多个领域具有品类丰富、迭代迅速的产品体系。公司向上延伸产业链布局，江苏德力聚新材料有限公司高端光伏电子材料基地项目已顺利建成投产，形成年产千吨电子级银粉的规模化生产能力，同时建成全球领先的粉体材料研发中心，重点开展纳米银粉、铜粉、银包铜粉等粉体的技术攻关与产品开发，持续提升公司在高端电子材料领域的研发实力与产品竞争力。

■ 公司通过收购进入光刻级空白掩膜版领域

在半导体材料方面，公司计划通过战略性收购半导体材料业

务来扩大产品组合，发挥与现有技术、运营专长及市场资源的协同效应。为加速高端半导体材料的国产替代，并解决产业价值链中的这一瓶颈，董事会批准收购 SKE 的空白掩膜版业务，并于 2025 年 9 月 9 日签署股份购买协议。完成收购后，公司计划在上海建立生产设施，进行本土化产能扩张。

公司计划进入 DUV-ArF 及 DUV-KrF 光刻级空白掩膜版业务领域。空白掩膜版是半导体制造的核心材料，能够实现量产的公司屈指可数。国内晶圆产能扩张、先进制程需求增加以及国家对关键半导体材料的战略扶持，空白掩膜版国产替代趋势确定。

盈利预测

预测公司 2026-2028 年收入分别为 174、210、252 亿元，EPS 分别为 2.2、2.69、3.37 元，当前股价对应 PE 分别为 39、32、26 倍，考虑到公司在浆料以及半导体的平台化布局，给予“买入”投资评级。

风险提示

光伏需求不及预期；原材料价格白银大幅波动风险；空白掩膜版业务进度不及预期；大盘系统性风险。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	14,593	17,446	20,977	25,235
增长率（%）	16.9%	19.6%	20.2%	20.3%
归母净利润（百万元）	420	532	650	817
增长率（%）	0.4%	26.7%	22.2%	25.6%
摊薄每股收益（元）	1.73	2.20	2.69	3.37
ROE（%）	8.4%	9.9%	11.1%	12.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产:					营业收入	14,593	17,446	20,977	25,235
现金及现金等价物	1,598	1,565	1,125	719	营业成本	13,524	16,185	19,450	23,378
应收款	5,474	6,066	6,719	7,391	营业税金及附加	33	35	42	50
存货	1,110	887	1,066	1,281	销售费用	50	70	84	101
其他流动资产	2,112	2,320	2,574	2,881	管理费用	109	122	147	177
流动资产合计	10,294	10,838	11,485	12,273	财务费用	35	52	63	76
非流动资产:					研发费用	255	297	357	429
金融类资产	1,064	1,064	1,064	1,064	费用合计	448	541	650	782
固定资产	492	443	399	359	资产减值损失	-13	-38	-34	-28
在建工程	6	6	6	6	公允价值变动	-117	-52	-65	-78
无形资产	84	80	76	72	投资收益	82	34	32	49
长期股权投资	785	785	785	785	营业利润	480	607	742	931
其他非流动资产	317	317	317	317	加:营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	1,684	1,630	1,582	1,538	减:营业外支出	3	3	3	3
资产总计	11,978	12,468	13,067	13,811	利润总额	478	606	741	930
流动负债:					所得税费用	66	83	102	128
短期借款	5,776	5,776	5,776	5,776	净利润	412	523	639	802
应付账款、票据	535	641	771	926	少数股东损益	-7	-9	-11	-14
其他流动负债	613	613	613	613	归母净利润	420	532	650	817
流动负债合计	6,936	7,045	7,177	7,336					
非流动负债:					主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	42	42	42	42	营业收入增长率	16.9%	19.6%	20.2%	20.3%
非流动负债合计	42	42	42	42	归母净利润增长率	0.4%	26.7%	22.2%	25.6%
负债合计	6,978	7,087	7,219	7,379	盈利能力				
所有者权益					毛利率	7.3%	7.2%	7.3%	7.4%
股本	242	242	242	242	四项费用/营收	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
股东权益	5,000	5,381	5,847	6,432	净利率	2.8%	3.0%	3.0%	3.2%
负债和所有者权益	11,978	12,468	13,067	13,811	ROE	8.4%	9.9%	11.1%	12.7%
					偿债能力				
现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	58.3%	56.8%	55.3%	53.4%
净利润	412	523	639	802	营运能力				
少数股东权益	-7	-9	-11	-14	总资产周转率	1.2	1.4	1.6	1.8
折旧摊销	65	53	48	44	应收账款周转率	2.7	2.9	3.1	3.4
公允价值变动	-117	-52	-65	-78	存货周转率	12.2	18.3	18.3	18.3
营运资金变动	-3422	-468	-954	-1035	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	-3069	47	-343	-282	EPS	1.73	2.20	2.69	3.37
投资活动现金净流量	-173	49	44	40	P/E	49.6	39.2	32.0	25.5
筹资活动现金净流量	3208	-141	-173	-217	P/S	1.4	1.2	1.0	0.8
现金流量净额	-34	-45	-472	-459	P/B	4.2	3.9	3.5	3.2

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 电力设备组介绍

张涵：电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5年证券行业研究经验，曾获得2022年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。

臧天律：金融工程硕士，FRM持证人。上海交通大学金融本科，4年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

罗笛箫：欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。