

聚和材料 (688503.SH)

优于大市

Q1 业绩表现亮眼，空白掩模板业务落地打开成长空间

核心观点

公司 26Q1 业绩大幅增长，实现归母净利润 2.90 亿元，同比+223.0%、环比+60.3%。2025 年公司实现归母净利润 4.20 亿元，同比+0.4%；扣非归母净利润 3.90 亿元，同比-3.8%；综合毛利率 7.3%，同比-1.4pct；光伏浆料出货 1867 吨，同比约-8%。2026Q1，公司实现归母净利润 2.90 亿元，同比+223.0%、环比+60.3%；扣非归母净利润 2.50 亿元，同比+181.8%；综合毛利率 10.6%，同比+4.3pct、环比+2.0pct。

26Q1 扣非吨净利约 78 万元/吨，海外放量与供应链优势共同推升主业利润中枢。2026Q1 公司光伏浆料出货约 320 吨，测算对应扣非吨净利约 78 万元/吨。利润弹性主要来自海外出货占比提升至 20%、采购体系优化及前期备货结转收益。

26Q1 计提资产减值 0.99 亿元、信用减值 0.73 亿元，减值因素对报表形成短期扰动。2026Q1 公司信用减值损失 0.73 亿元，主要与银价上涨推升银浆货值、应收账款规模增加有关；资产减值损失 0.99 亿元，主要系期末银价回落后续提存货跌价准备。

海外放量与少银化/无银化共振，主业盈利中枢有望持续抬升。海外电池产能扩张带动导电浆料需求提升，公司已切入海外主流客户供应链体系，海外加工费及盈利能力优于国内，有望持续贡献增量。同时，白银价格高位波动推动少银化、无银化趋势加速，公司银包铜、纯铜等产品 2026 年出货有望迈上百吨级台阶。

半导体空白掩模业务完成交割，半导体材料布局进入兑现阶段。公司收购韩国 SKE 空白掩模业务已完成交割，实际支付交易对价约人民币 2.98 亿元。客户方面，公司已推进国内主要客户供应商代码建立，并陆续进入送样、测试、验厂及框架合作阶段；产能方面，韩国现有 1 万片/年产能，上海基地规划新增 4 万片/年产能，其中一期预计 2027 年下半年投产。

风险提示:光伏行业需求不及预期；银价大幅波动导致库存减值或订单节奏变化；空白掩模板客户验证进度不及预期。

投资建议:考虑银浆业务的海外放量以及半导体空白掩模板和少银化、无银化浆料的产业化推进，我们上调 2026-2027 年归母净利润预测至 8.21/8.93 亿元（原预测为 5.10/6.39 亿元），新增 2028 年盈利预测 12.85 亿元，同比+95.7%/+8.7%/+44.0%，当前股价对应 PE 为 34/31/22 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	12,488	14,593	24,767	25,160	30,489
(+/-%)	21.4%	16.9%	69.7%	1.6%	21.2%
净利润(百万元)	418	420	821	893	1285
(+/-%)	-5.4%	0.4%	95.7%	8.7%	44.0%
每股收益(元)	1.73	1.73	3.39	3.69	5.31
EBIT Margin	4.9%	4.3%	4.5%	4.2%	5.1%
净资产收益率 (ROE)	8.6%	8.6%	15.2%	14.5%	18.2%
市盈率 (PE)	66.3	66.0	33.7	31.0	21.6
EV/EBITDA	45.8	50.4	28.7	29.1	20.0
市净率 (PB)	5.97	5.54	4.80	4.26	3.64

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

电力设备 · 光伏设备

证券分析师: 王蔚祺

证券分析师: 李恒源

010-88005313

021-60875174

wangweiqi2@guosen.com.cn | lihengyuan@guosen.com.cn

S0980520080003

S0980520080009

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	114.44 元
总市值/流通市值	27698/0 百万元
52 周最高价/最低价	121.44/31.00 元
近 3 个月日均成交额	1088.89 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《聚和材料 (688503.SH) - 公司收购 SKE 空白掩模板，助力国产半导体自主可控》——2025-09-10

◆ 业绩情况

2025 年实现归母净利润 4.20 亿元，同比+0.4%，实现扣非归母净利润 3.90 亿元，同比-3.8%。2025 年公司实现营业收入 145.93 亿元，同比+16.9%；实现归母净利润 4.20 亿元，同比+0.4%；实现扣非归母净利润 3.90 亿元，同比-3.8%；综合毛利率 7.3%，同比下降 1.4pct。2025 年，公司光伏浆料出货 1867 吨，同比下降约 8%。在出货量有所回落的背景下，公司收入仍实现增长，主要系白银价格上涨带动产品销售单价提升。

2026Q1 实现归母净利润 2.90 亿元，同比+223.0%，扣非归母净利润 2.50 亿元，同比+181.8%。2026Q1，公司实现营业收入 56.15 亿元，同比+87.5%、环比+42.1%；实现归母净利润 2.90 亿元，同比+223.0%、环比+60.3%；实现扣非归母净利润 2.50 亿元，同比+181.8%；综合毛利率为 10.6%，同比+4.3pct、环比+2.0pct。

扣非吨净利约 78 万元/吨，海外放量与供应链优势共同推升主业利润中枢。2026 年 Q1，公司光伏浆料出货约 320 吨，对应扣非吨净利约 78 万元/吨。Q1 利润弹性主要来自三方面：（1）海外出货占比提升，Q1 突破 20%，高毛利区域销售占比提升，对盈利形成正向拉动；（2）采购端由银粉采购向银锭、银粉并行的多渠道体系切换，增强了原材料成本管控能力；（3）在银价上行阶段，前期备货结转对当期利润形成一定增厚。

26Q1 计提资产减值 0.99 亿元、信用减值 0.73 亿元，对报表形成短期扰动。2026Q1，公司确认投资收益-1.63 亿元，同时实现公允价值变动收益 1.68 亿元；信用减值损失 0.73 亿元，主要系银价上行推升银浆货值，应收账款规模随之增加所致；资产减值损失 0.99 亿元，主要为公司基于期末银价回落及谨慎性原则计提的存货跌价准备。

海外放量与少银化/无银化共振，主业盈利中枢有望持续抬升。展望后续，公司光伏浆料业务仍具备较强成长韧性。行业供给紧张阶段，公司稳定交付能力进一步体现，客户粘性与市场份额同步提升。当前公司综合市占率已提升至 30%以上，部分优势产品市占率超过 40%，龙头地位进一步巩固。

海外电池产能扩张带动导电浆料需求快速提升，公司已切入海外主流客户供应链体系。海外市场加工费水平和盈利能力优于国内，随着海外出货占比继续提升，公司产品结构和利润水平有望进一步改善。

白银价格高位波动背景下，光伏金属化环节少银化、无银化趋势愈发明确，公司已布局银包铜、纯铜等新型浆料产品，并与主流电池客户及设备厂商持续推进验证。预计 2026 年公司银包铜/纯铜浆料出货有望迈上百吨级台阶，后续若产业化进度加快，有望在降低白银价格波动影响的同时，为浆料主业打开新的盈利弹性空间。

半导体空白掩模板完成关键落地，第二成长曲线逐步打开。公司收购韩国 SKE 空白掩模板相关业务已于 2026 年 4 月 1 日完成交割，实际支付交易对价约人民币 2.98 亿元，标志着公司半导体材料业务进入实质推进阶段。客户拓展方面，公司已基本完成国内主要半导体客户 Vendor Code 建立，并陆续开展送样测试，部分重要客户已进入验厂或框架合作推进阶段。产能布局方面，韩国现有产能约 1 万片/年，后续将通过技改及扩产进一步提升；国内上海规划建设 4 万片/年空白掩模板产能，其中一期预计 2027 年下半年投产。考虑到空白掩模板是半导体光刻环节关键材料之一，国产替代需求明确，公司凭借外延收购切入高壁垒赛道，有望打开中长期成长空间。

◆ 投资建议

我们预计，2026–2028 年国内银浆出货量为 1173/1250/1500 吨，海外银浆出货 289/450/600 吨；2026–2028 年，国内银浆单吨净利为 400/390/380 元/kg，海外银浆单吨净利为 800/790/780 元/kg。空白掩模版业务 2026–2028 年营业收入为 0.38/2.0/8.0 亿元，毛利率 15%/25%/52%。

公司 2026Q1 测算扣非吨净利约 78 万元/吨，较 2025 年约 20.9 万元/吨显著改善，主要受益于海外出货占比由 2025 年全年的约 10%提升至 2026Q1 的 20%以上，海外高加工费订单占比提升带动银浆主业盈利能力增强；同时，在白银价格大幅上涨、现货供给阶段性偏紧的背景下，公司银锭直采及多渠道采购体系优势进一步体现，有助于保障原材料供应、优化采购成本，并对单吨盈利形成正向贡献。考虑到公司浆料业务盈利中枢较 2025 年明显抬升，且韩国 SKE 空白掩模版业务完成交割，客户验证与产能建设稳步推进，半导体材料业务有望贡献新增利润增量，我们上调 2026–2027 年归母净利润预测至 8.21/8.93 亿元（原预测为 5.10/6.39 亿元），新增 2028 年盈利预测 12.85 亿元，同比+95.7%/+8.7%/+44.0%，当前股价对应 PE 为 34/31/22 倍，维持“优于大市”评级。

表1: 主营业务假设

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
正面银浆业务							
营业收入（亿元）	64.73	102.04	123.21	144.22	244.10	244.60	290.89
同比增长率（%）	27.8%	57.6%	20.7%	17.1%	69.3%	0.2%	18.9%
毛利率（%）	11.4%	9.6%	8.6%	7.2%	6.2%	5.9%	5.8%
毛利润（亿元）	7.39	9.84	10.55	10.37	15.15	14.37	16.89
空白掩模版业务							
营业收入（亿元）					0.38	2.00	8.00
同比增长率（%）						433%	300%
毛利率（%）					15%	25%	52%
毛利润（亿元）					0.06	0.50	4.18
其他主营业务							
营业收入（亿元）	0.31	0.86	1.67	1.71	3.20	5.00	6.00
同比增长率（%）	72.2%	177.4%	94.2%	2.4%	87.1%	56.3%	20.0%
毛利率（%）	41.2%	30.6%	18.8%	18.7%	7.0%	8.0%	9.0%
毛利润（亿元）	0.13	0.26	0.31	0.32	0.22	0.40	0.54
合计							
营业收入（亿元）	65.04	102.90	124.88	145.93	247.67	251.60	304.89
同比增长率（%）	28%	58%	21%	17%	70%	2%	21%
毛利率（%）	12%	10%	8%	7%	6%	6%	7%
毛利润（亿元）	7.52	10.10	10.86	10.69	15.43	15.27	21.61

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理及预测

◆ 风险提示

光伏行业需求不及预期；银价大幅波动导致库存减值或订单节奏变化；空白掩模版客户验证进度不及预期。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	622	1598	349	672	1945	营业收入	12488	14593	24767	25160	30489
应收款项	3436	5389	5428	5170	4594	营业成本	11401	13524	23224	23633	28328
存货净额	929	1110	1832	1861	2255	营业税金及附加	26	33	37	40	35
其他流动资产	502	961	1161	1182	1416	销售费用	49	50	53	66	131
流动资产合计	6791	10294	10076	10190	11536	管理费用	86	109	108	120	171
固定资产	306	498	1674	2799	2673	研发费用	310	255	229	250	254
无形资产及其他	109	84	81	77	74	财务费用	41	35	26	55	53
其他长期资产	204	317	248	252	305	投资收益	(22)	82	(163)	30	0
长期股权投资	566	785	785	785	785	资产及信用减值损失	(141)	(172)	(212)	(60)	(50)
资产总计	7976	11978	12863	14104	15373	其他收入	71	(18)	229	60	10
短期借款及交易性金融负债	2602	5782	5782	5782	5782	营业利润	483	480	944	1026	1477
应付款项	529	535	63	64	77	营业外净收支	(2)	(2)	(0)	0	0
其他流动负债	143	608	699	711	854	利润总额	481	478	944	1026	1477
流动负债合计	3297	6936	6544	6557	6713	所得税费用	71	66	123	133	192
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(8)	(7)	0	0	0
其他长期负债	37	42	42	42	42	归属于母公司净利润	418	420	821	893	1285
长期负债合计	37	42	42	42	42	现金流量表 (百万元)	2020	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	3334	6978	6587	6599	6756	净利润	418	420	821	893	1285
少数股东权益	(2)	(9)	(9)	(9)	(9)	资产减值准备	(53)	(13)	(79)	(30)	(30)
股东权益	4644	5010	5786	6514	7621	折旧摊销	62	65	78	128	155
负债和股东权益总计	7976	11978	12363	13104	14367	公允价值变动损失	0	0	(148)	0	0
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	41	35	26	55	53
每股收益	1.73	1.73	3.39	3.69	5.31	营运资本变动	(301)	(2142)	(1274)	220	84
每股红利	0.41	0.19	0.68	0.74	1.06	其它	(1022)	(1399)	415	55	83
每股净资产	19.18	20.66	23.87	26.88	31.45	经营活动现金流	(895)	(3069)	(187)	1266	1577
ROIC	10%	8%	11%	9%	13%	资本开支	(223)	(256)	(750)	(750)	(19)
ROE	9%	9%	15%	15%	18%	其它投资现金流	(73)	83	(242)	26	(53)
毛利率	9%	7%	6%	6%	7%	投资活动现金流	(296)	(173)	(992)	(724)	(72)
EBIT Margin	5%	4%	5%	4%	5%	权益性融资	(513)	45	0	0	0
EBITDA Margin	5%	5%	5%	5%	6%	负债净变化	1793	3714	0	0	0
收入增长	21%	17%	70%	2%	21%	支付股利、利息	(180)	(100)	(45)	(164)	(179)
净利润增长率	-5%	0%	96%	9%	44%	其它融资现金流	1793	3714	0	0	0
资产负债率	42%	58%	53%	50%	47%	融资活动现金流	1059	3625	(71)	(219)	(231)
息率	0.4%	0.2%	0.6%	0.6%	0.9%	现金净变动	(132)	383	(1249)	322	1274
P/E	66.3	66.0	33.7	31.0	21.6	货币资金的期初余额	749	622	1598	349	672
P/B	6.0	5.5	4.8	4.3	3.6	货币资金的期末余额	622	1598	349	672	1945
EV/EBITDA	45.8	50.4	28.7	29.1	20.0	企业自由现金流	63	(1796)	(976)	512	1586
						权益自由现金流	1821	1888	(998)	464	1540

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032