

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	111.61
总股本/流通股本(亿股)	2.42 / 2.42
总市值/流通市值(亿元)	270 / 270
52周内最高/最低价	132.70 / 44.47
资产负债率(%)	58.3%
市盈率	61.32
第一大股东	刘海东

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
分析师: 翟一梦
SAC 登记编号: S1340525040003
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

聚和材料(688503)

浆料固本，掩膜拓新

● 投资要点

韩国 SKE 收购按期完成，加速中高端 DUV 空白掩膜版国产替代。
根据灼识咨询，中国空白掩膜版市场需求预计从 2024 年的 29 亿元增长至 2029 年的 76 亿元，CAGR₂₀₂₅₋₂₀₂₉ 达 25.1%，国产替代空间巨大。公司落实半导体自主可控战略，2025 年 9 月公告联合韩投伙伴设立 SPC，拟 680 亿韩元收购 SKE 空白掩膜业务。目前交易全部交割完毕，实付对价约 650 亿韩元（折合人民币 2.98 亿元）。交易后公司通过无锡聚光控股标的主体 Lumina Mask（持股 96.88%），后续将统筹整合技术、客户与运营资源，计划进入 DUV-ArF 及 DUV-KrF 光刻级空白掩膜版业务领域。客户进度方面，目前国内主要客户 Vendor Code 已完成建立，部分客户已开始对接产品测试及送样，部分客户已签订年度框架订单，部分客户约定开启验厂工作，目标年内完成主要头部客户验证。产能建设方面，该标的目前在韩国拥有 1 万片/年的产能，未来计划进行技改及新增 1 万片产能建设；同步，公司计划在上海新增 4 万片/年的产能，目前一期 2 万片设备订单已经签订，预估 2027 年下半年开始投产。

成立聚芯光布局电子束光刻胶，协同空白掩膜基板业务发展。公司于 2026 年 2 月 28 日注册成立上海聚芯光新材料有限公司，主要是考虑空白掩膜板上也会使用到电子束光刻胶，该团队拥有丰富产品开发 and 量产经验，未来将与空白掩膜基板业务协同发展。目前聚芯光已完成核心研发团队建设、产品定型等，核心团队由海内外与行业专家领衔的核心技术团队，未来将依托上市公司平台资金支持、自有研发及产业化经验，加速产品研发、中试线建设与工艺放大，同步开展下游晶圆厂送样测试与客户认证工作，目标尽快实现产品验证通过与小批量供货，打破海外垄断，填补国内高端光刻胶国产化空白，助力公司壮大半导体材料事业部。

紧跟技术趋势，提供全套金属化解决方案。2025 年公司光伏导电浆料销量达 1867 吨，已位列全球前列，2026Q1 出货量 320.25 吨。其中，BC 及 HJT 等新型浆料出货量不断提升，产品结构不断升级。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、银镍浆方案、银包铜浆方案、“种子层+铜浆”方案等，其中铜浆方案为行业首创实现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，为光伏行业的降本增效贡献力量。

向上延伸产业链布局，横向拓展产品矩阵。截至 2025 年 12 月 31 日，公司使用募集资金投资的项目“江苏德力聚新材料有限公司高端光伏电子材料基地项目”“专用电子功能材料工厂及研发中心建设项

目"已全部建设完成,达到预定可使用状态。其中,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。专用电子功能材料工厂及研发中心建设项目同步建成投产,形成年产300吨玻璃粉生产能力,并配套建设材料研发与工艺改进中心,进一步完善研发体系、提升工艺水平,为公司产品迭代与技术创新提供支撑。

前瞻性搭建海外市场渠道提升全球化服务能力。报告期内,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。光伏需求分布区域呈现多元化,以中东、印度、非洲等为主的新兴市场在能源转型、资源优势等驱动下实现高速增长,同时部分国家和地区出于能源安全促进本土制造业及经济发展的目的,有意扶持本土光伏产业链。为应对国际贸易变化,国内光伏企业加快海外产能布局。公司早年瞄准海外市场需求,提前适配其电池技术要求并成功融入海外客户供应链体系,至今已建立起较强客户粘性,成为走出国门的光伏知名材料品牌,被大多数国家的客户高度认可,已具备行业领先的全球化需求响应能力。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。

● 投资建议

我们预计公司 2026/2027/2028 分别实现收入 216/234/254 亿元,归母净利润 6.7/8.1/10.1 亿元,首次覆盖,给予“买入”评级。

● 风险提示

核心竞争力风险;客户集中度较高风险;新业务开拓低于预期的风险;白银价格波动风险带来的敞口收益及亏损的风险;光伏产业扶持政策发生不利变化的风险;宏观环境风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	14593	21638	23439	25427
增长率(%)	16.86	48.28	8.32	8.48
EBITDA(百万元)	634.67	1118.58	1275.40	1504.48
归属母公司净利润(百万元)	419.68	672.05	808.55	1009.79
增长率(%)	0.40	60.13	20.31	24.89
EPS(元/股)	1.73	2.78	3.34	4.17
市盈率(P/E)	57.70	36.03	29.95	23.98
市净率(P/B)	4.83	5.19	4.58	4.00
EV/EBITDA	29.86	25.16	21.92	18.31

资料来源:公司公告,中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	14593	21638	23439	25427	营业收入	16.9%	48.3%	8.3%	8.5%
营业成本	13524	19881	21520	23297	营业利润	-0.7%	60.7%	20.1%	24.7%
税金及附加	33	87	94	102	归属于母公司净利润	0.4%	60.1%	20.3%	24.9%
销售费用	50	56	61	64	获利能力				
管理费用	109	119	129	140	毛利率	7.3%	8.1%	8.2%	8.4%
研发费用	255	281	305	331	净利率	2.9%	3.1%	3.4%	4.0%
财务费用	35	199	192	189	ROE	8.4%	14.4%	15.3%	16.7%
资产减值损失	-13	-100	-100	-50	ROIC	4.5%	7.3%	7.8%	8.8%
营业利润	480	771	926	1155	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	58.3%	66.8%	64.9%	62.5%
营业外支出	3	0	0	0	流动比率	1.48	1.29	1.35	1.42
利润总额	478	771	927	1156	营运能力				
所得税	66	108	131	161	应收账款周转率	5.78	6.62	6.50	6.65
净利润	412	663	795	994	存货周转率	13.26	15.08	13.93	14.47
归母净利润	420	672	809	1010	总资产周转率	1.46	1.66	1.62	1.64
每股收益(元)	1.73	2.78	3.34	4.17	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.73	2.78	3.34	4.17
货币资金	1598	2854	3243	3751	每股净资产	20.70	19.28	21.82	25.00
交易性金融资产	1064	307	307	307	估值比率				
应收票据及应收账款	5389	5730	6115	6551	PE	57.70	36.03	29.95	23.98
预付款项	172	269	283	310	PB	4.83	5.19	4.58	4.00
存货	1110	1526	1563	1657	现金流量表				
流动资产合计	10294	12016	13027	14131	净利润	412	663	795	994
固定资产	492	690	620	546	折旧和摊销	77	148	156	160
在建工程	6	21	36	51	营运资本变动	-3733	-143	-675	-561
无形资产	84	77	68	59	其他	175	486	547	488
非流动资产合计	1684	1999	1937	1872	经营活动现金流净额	-3069	1155	824	1081
资产总计	11978	14014	14964	16003	资本开支	-255	-357	-95	-95
短期借款	5776	6776	6976	7076	其他	83	555	-141	-127
应付票据及应付账款	535	1744	1888	2044	投资活动现金流净额	-173	197	-236	-222
其他流动负债	625	805	808	838	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	6936	9325	9673	9958	债务融资	1539	1108	200	100
其他	42	41	41	41	其他	2085	-352	-399	-452
非流动负债合计	42	41	41	41	筹资活动现金流净额	3625	756	-199	-352
负债合计	6978	9366	9713	9999	现金及现金等价物净增加额	366	2102	389	507
股本	242	242	242	242					
资本公积金	3410	3410	3410	3410					
未分配利润	1657	1215	1710	2328					
少数股东权益	-9	-18	-31	-47					
其他	-299	-201	-80	71					
所有者权益合计	5000	4648	5251	6004					
负债和所有者权益总计	11978	14014	14964	16003					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048