



聚和材料 (688503.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

银价波动阶段性冲击光伏盈利，半导体材料战略落地提速

业绩简评

2026年8月27日，公司发布2026半年报，2026上半年实现营业收入106.02亿元、同比+64.75%，实现归母净利润-0.86亿元，同比-147.88%；其中Q2实现营业收入49.87亿元、同比+44.9%；实现归母净利润-3.76亿元、同比亏损，业绩符合预期。

经营分析

银价冲高回落扰动盈利，Q2单季度业绩承压。2026Q2，公司实现毛利率-0.2%，实现净利率-7.5%，同环比亏损主要原因1)上半年白银价格大幅波动，Q2银价快速回落，前期较高成本库存逐步结转，计提大额存货跌价损失1.3亿元；2)衍生品持仓产生较大浮动亏损，上半年公允价值变动损失2.26亿元，投资收益-0.64亿元；3)出口退税政策取消，导致公司承担该部分税款，对公司净利润造成一次性较大的负面影响。

产品矩阵持续迭代，少银化/无银化技术布局领先。2026年上半年，公司光伏导电浆料销量达636吨，产品覆盖TOPCon、HJT、X-BC及钙钛矿叠层等多条路线。公司前瞻性布局少银化、无银化技术趋势，为客户提供全套贱金属体系浆料（银镍浆、银包铜浆、纯铜浆），其中铜浆产品已对接主流一体化组件客户及配套设备厂商，并围绕新一代全开口网版及OBB等技术对铜浆产品进行优化，上半年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，若行业降本诉求加速，且终端电站业主对铜浆组件接受度提升，有望对公司业绩产生积极影响。

布局半导体材料赛道，扎根国产替代进程。公司紧抓半导体材料国产化的行业机遇，通过内生发展及外延并购结合的方式，切入半导体材料赛道：1)公司收购韩国SKE旗下空白掩膜版事业部，产品覆盖主流DUV光刻工艺，已通过SK海力士、TMC、迪思微、中微掩模等国内外半导体客户的量产验证，并实现量产销售，同时国内部分客户已开展产品测试及送样。2)公司成立上海聚芯光新材料有限公司，聚焦光刻胶产品，核心研发团队已搭建完成。

盈利预测、估值与评级

根据公司出货情况及最新业务进展，调整公司2026-2028年盈利分别为3.5/6.7/8.9亿元，对应EPS为1.45/2.77/3.68元，当前股价对应PE分别为60/31/24倍，维持“买入”评级。

风险提示

光伏浆料银耗下降致销量下滑、应收存货激增引现金流波动、宏观银价上涨推高成本压力。

新能源与电力设备组

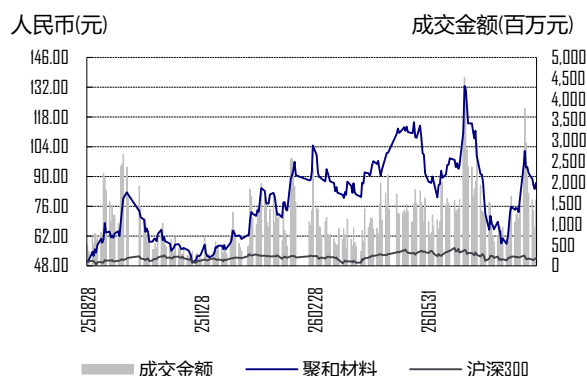
分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：87.00 元

相关报告：

- 1.《聚和材料26Q1业绩点评：主业盈利超预期，国产空白掩膜版龙头...》，2026.4.29
- 2.《聚和材料2025年报点评：银价波动中彰显韧性，平台型材料强企...》，2026.3.31
- 3.《聚和材料公司点评：业绩符合预期，打造平台化材料强企》，2025.10.28



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	19,429	19,774	20,137
营业收入增长率	21.35%	16.86%	33.14%	1.78%	1.83%
归母净利润(百万元)	418	420	352	671	891
归母净利润增长率	-5.45%	0.40%	-16.19%	90.67%	32.89%
摊薄每股收益(元)	1.727	1.734	1.453	2.771	3.682
每股经营性现金流净额	-3.70	-12.68	0.56	5.67	6.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.00%	8.38%	6.23%	11.09%	13.54%
P/E	25.64	35.18	59.86	31.40	23.63
P/B	2.31	2.95	3.73	3.48	3.20

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
主营业务收入	10,290	12,488	14,593	19,429	19,774	20,137
增长率		21.4%	16.9%	33.1%	1.8%	1.8%
主营业务成本	-9,280	-11,401	-13,524	-17,854	-17,907	-17,957
%销售收入	90.2%	91.3%	92.7%	91.9%	90.6%	89.2%
毛利	1,010	1,086	1,069	1,575	1,866	2,180
%销售收入	9.8%	8.7%	7.3%	8.1%	9.4%	10.8%
营业税金及附加	-15	-26	-33	-39	-40	-40
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-40	-49	-50	-49	-49	-50
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-87	-86	-109	-113	-115	-117
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
研发费用	-294	-310	-255	-233	-237	-242
%销售收入	2.9%	2.5%	1.7%	1.2%	1.2%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	573	616	622	1,141	1,426	1,731
%销售收入	5.6%	4.9%	4.3%	5.9%	7.2%	8.6%
财务费用	-39	-41	-35	-92	-99	-93
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-94	-141	-172	-211	-247	-288
公允价值变动收益	-13	-26	-117	-500	-400	-400
投资收益	41	-22	82	0	-80	-130
%税前利润	8.3%	n.a	17.3%	0.0%	n.a	n.a
营业利润	498	483	480	403	600	821
营业利润率	4.8%	3.9%	3.3%	2.1%	3.0%	4.1%
营业外收支	0	-2	-2	0	0	0
税前利润	498	481	478	403	600	821
利润率	4.8%	3.9%	3.3%	2.1%	3.0%	4.1%
所得税	-57	-71	-66	-56	66	66
所得税率	11.4%	14.8%	13.7%	14.0%	-11.0%	-8.0%
净利润	441	410	412	347	666	886
少数股东损益	-1	-8	-7	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	442	418	420	352	671	891
净利率	4.3%	3.3%	2.9%	1.8%	3.4%	4.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	441	410	412	347	666	886
少数股东损益	-1	-8	-7	-5	-5	-5
非现金支出	166	217	249	310	364	424
非经营收益	-34	0	3	710	626	689
营运资金变动	-3,237	-1,523	-3,733	-1,231	-284	-412
经营活动现金净流	-2,664	-895	-3,069	136	1,372	1,587
资本开支	-100	-212	-255	-141	-200	-200
投资	234	-84	-19	-1,050	-450	-450
其他	0	0	102	0	-80	-130
投资活动现金净流	133	-296	-173	-1,191	-730	-780
股权募资	0	1	0	445	0	0
债权募资	-30	733	1,539	1,128	674	625
其他	2,392	326	2,085	-290	-414	-515
筹资活动现金净流	2,362	1,059	3,625	1,283	260	110
现金净流量	-172	-158	366	228	902	917

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	1,824	2,725	3,641
应收款项	3,257	3,874	6,166	6,883	7,040	7,164
存货	1,327	929	1,110	1,541	1,707	1,882
其他流动资产	1,462	1,365	1,419	1,953	2,022	2,109
流动资产	6,794	6,791	10,294	12,201	13,494	14,795
%总资产	90.6%	85.1%	85.9%	88.2%	88.7%	89.3%
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%	4.3%	4.4%	4.4%
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%	11.8%	11.3%	10.7%
资产总计	7,496	7,976	11,978	13,835	15,212	16,576
短期借款	1,936	2,602	5,782	6,937	7,611	8,236
应付款项	512	552	537	792	989	1,179
其他流动负债	104	143	617	473	582	602
流动负债	2,552	3,297	6,936	8,202	9,182	10,018
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	8,206	9,185	10,020
普通股股东权益	4,920	4,644	5,010	5,643	6,046	6,581
其中：股本	166	242	242	242	242	242
未分配利润	1,133	1,337	1,657	1,868	2,270	2,805
少数股东权益	0	-2	-9	-14	-19	-24
负债股东权益合计	7,496	7,976	11,978	13,835	15,212	16,576

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	2.669	1.727	1.734	1.453	2.771	3.682
每股净资产	29.704	19.189	20.698	23.316	24.979	27.189
每股经营现金净流	-16.083	-3.700	-12.680	0.561	5.667	6.557
每股股利	1.131	0.435	0.432	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	8.99%	9.00%	8.38%	6.23%	11.09%	13.54%
总资产收益率	5.90%	5.24%	3.50%	2.54%	4.41%	5.38%
投入资本收益率	7.40%	7.24%	4.97%	7.81%	11.60%	12.64%
增长率						
主营业务收入增长率	58.21%	21.35%	16.86%	33.14%	1.78%	1.83%
EBIT 增长率	29.76%	7.41%	1.03%	83.43%	24.90%	21.43%
净利润增长率	13.00%	-5.45%	0.40%	-16.19%	90.67%	32.89%
总资产增长率	28.99%	6.41%	50.18%	15.50%	9.95%	8.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.3	56.2	63.1	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	38.0	36.1	27.5	35.0	40.0	45.0
应付账款周转天数	4.0	2.1	1.5	1.4	1.6	1.7
固定资产周转天数	5.7	5.3	12.3	9.9	10.1	10.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.21%	18.12%	62.38%	71.93%	63.43%	53.87%
EBIT 利息保障倍数	14.9	15.1	18.0	12.4	14.4	18.7
资产负债率	34.36%	41.80%	58.26%	59.32%	60.38%	60.45%

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	2	4	5	23
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.33	1.29	1.00

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部门、单位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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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