

聚和材料（688503）

2026 年中报点评：浆料出货持稳，银价波动拖累盈利，半导体掩膜版国内扩产启动

买入（维持）

2026 年 09 月 01 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 徐毓嵘

执业证书：S0600524080007

xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	12,488	14,593	18,780	19,755	22,573
同比（%）	21.35	16.86	28.69	5.19	14.26
归母净利润（百万元）	418.01	419.68	317.17	560.67	792.55
同比（%）	(5.45)	0.40	(24.43)	76.77	41.36
EPS-最新摊薄（元/股）	1.73	1.73	1.31	2.32	3.27
P/E（现价&最新摊薄）	45.08	44.90	59.41	33.61	23.77

投资要点

- **事件：**公司 26H1 营收 106.02 亿元，同比+64.7%，归母净利润-0.86 亿元，同比-147.9%，扣非净利润 0.96 亿元，同比-38.4%，毛利率 5.5%，同比-1.4pct，归母净利率-0.8%，同比-3.6pct；其中 26Q2 营收 49.87 亿元，同环比+44.9%/-11.2%，归母净利润-3.76 亿元，同环比转亏/转亏，毛利率-0.2%，同环比-7.6/-10.8pct，归母净利率-7.5%，同环比-10.2/-12.7pct。
- **浆料出货持稳、海外占比提升：**公司 26H1 浆料出货 636 吨，位列行业前列，其中 Q2 出货 316 吨，环比持稳，海外出货占比达 20%+；受 Q2 银价大幅回落、前期高价银库存结转、产品售价随银价下行影响，Q2 毛利率-0.2%，测算 Q2 单 kg 毛利约-32 元，环比大幅下降；同时计提期货公允价值损失约 3.9 亿+资产减值 0.3 亿。银价波动影响短期业绩，公司持续布局“超细线印刷+低固含+无主栅”技术、银镍浆、银包铜浆、“种子层+铜浆”等少银、无银化方案，贱金属化有望受益。
- **半导体掩膜收购完成、上海基地启动扩产：**公司完成对韩国 SKE 空白掩膜基版业务的收购，韩国工厂按原计划生产并对下游送样，同时国内上海生产基地启动建设，预计 27H1 完成一期 2 万片/年的产能建设并调试达产，27H2 开始产能爬坡；我们推测上海规划两期合计产能 4 万片/年，第三期将根据客户需求规划。长期目标实现国内空白掩膜版市场 50%+市占率。
- **费用平稳、经营现金流出扩大：**公司 26H1 期间费用 2.54 亿元，同比+5.8%，费用率 2.4%，同比-1.3pct，其中 Q2 期间费用 1.40 亿元，同环比+9.7%/+21.6%，费用率 2.8%，同环比-0.9/+0.8pct；26H1 经营性净现金流-35.82 亿元，流出同比扩大 24.84 亿元，其中 Q2 经营性现金流-24.48 亿元；26H1 资本开支 0.99 亿元，同比-30.8%；26H1 末存货 14.24 亿元，较 25 年末+28.3%；货币资金 15.72 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到银价波动影响，公司毛利水平承压。我们下修公司 2026-2028 年归母净利润至 3.2/5.6/7.9 亿元（原预期 6.5/7.4/8.5 亿元），同比-24%/77%/41%，对应 PE 为 59/34/24。考虑到公司浆料出货量维持行业前列，同时新业务顺利落地推动盈利修复，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	75.70
一年最低/最高价	49.71/135.76
市净率(倍)	3.81
流通 A 股市值(百万元)	18,321.95
总市值(百万元)	18,321.95

基础数据

每股净资产(元,LF)	19.88
资产负债率(% ,LF)	63.51
总股本(百万股)	242.03
流通 A 股(百万股)	242.03

相关研究

《聚和材料(688503)：2026 年一季报点评：浆料海外出货占比提升，半导体收购落地》

2026-05-05

《聚和材料(688503)：2025 年报点评：浆料保持龙头地位，拓展半导体业务矩阵》

2026-04-01

聚和材料三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	10,294	10,866	11,695	12,807	营业总收入	14,593	18,780	19,755	22,573
货币资金及交易性金融资产	2,662	2,451	3,122	3,277	营业成本(含金融类)	13,524	17,631	18,534	21,121
经营性应收款项	6,254	6,679	6,757	7,486	税金及附加	33	38	40	45
存货	1,110	1,469	1,544	1,760	销售费用	50	47	49	56
合同资产	0	0	0	0	管理费用	109	85	89	102
其他流动资产	268	267	271	283	研发费用	255	225	237	271
非流动资产	1,684	2,109	2,241	2,285	财务费用	35	63	69	67
长期股权投资	785	785	785	785	加:其他收益	99	85	89	102
固定资产及使用权资产	503	758	890	934	投资净收益	82	47	59	68
在建工程	6	6	6	6	公允价值变动	(117)	(250)	(75)	(75)
无形资产	84	84	84	84	减值损失	(172)	(210)	(170)	(100)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	17	17	17	17	营业利润	480	363	640	905
其他非流动资产	288	458	458	458	营业外净收支	(2)	(2)	(2)	(2)
资产总计	11,978	12,975	13,935	15,092	利润总额	478	361	639	903
流动负债	6,936	7,726	8,264	8,827	减:所得税	66	50	88	124
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,782	6,383	6,883	7,383	净利润	412	312	551	779
经营性应付款项	535	651	685	719	减:少数股东损益	(7)	(6)	(10)	(14)
合同负债	12	21	22	24	归属母公司净利润	420	317	561	793
其他流动负债	608	671	674	701	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.73	1.31	2.32	3.27
非流动负债	42	57	61	65	EBIT	557	424	708	970
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	635	519	826	1,106
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	7.32	6.12	6.18	6.43
租赁负债	6	10	14	18	归母净利率(%)	2.88	1.69	2.84	3.51
其他非流动负债	37	47	47	47	收入增长率(%)	16.86	28.69	5.19	14.26
负债合计	6,978	7,783	8,325	8,892	归母净利润增长率(%)	0.40	(24.43)	76.77	41.36
归属母公司股东权益	5,010	5,207	5,634	6,238					
少数股东权益	(9)	(15)	(25)	(39)					
所有者权益合计	5,000	5,192	5,610	6,200					
负债和股东权益	11,978	12,975	13,935	15,092					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(3,069)	19	654	122	每股净资产(元)	20.70	21.52	23.28	25.77
投资活动现金流	(173)	(306)	(107)	(25)	最新发行在外股份(百万股)	242	242	242	242
筹资活动现金流	3,625	435	284	222	ROIC(%)	5.33	3.27	5.07	6.41
现金净增加额	366	119	832	320	ROE-摊薄(%)	8.38	6.09	9.95	12.70
折旧和摊销	77	95	119	136	资产负债率(%)	58.26	59.98	59.74	58.92
资本开支	(255)	(352)	(252)	(182)	P/E (现价&最新股本摊薄)	44.90	59.41	33.61	23.77
营运资本变动	(3,733)	(804)	(289)	(995)	P/B (现价)	3.76	3.62	3.34	3.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>