

聚和材料（688503.SH）

优于大市

银价波动扰动短期业绩，空白掩膜版通过量产验证

核心观点

银价波动及政策调整拖累盈利，Q2 业绩阶段性承压。公司 2026H1 实现营业收入 106.0 亿元，同比增长 64.8%；归母净利润-0.86 亿元，同比下降 147.9%；扣非归母净利润 0.96 亿元，同比下降 38.4%；综合毛利率 5.5%，同比下降 1.4pct；净利率-0.8%，同比下降 3.5pct。其中二季度实现营业收入 49.9 亿元，同比增长 44.9%、环比下降 11.2%；归母净利润-3.76 亿元，同比由盈转亏；扣非归母净利润-1.53 亿元，同比由盈转亏。Q2 综合毛利率约-0.2%，环比明显下降。Q2 利润承压主要与银价快速波动导致存货跌价及衍生品损失集中确认、出口业务税收政策调整等因素有关。

银价波动、衍生品损失及出口政策共同拖累盈利，后续扰动有望边际减弱。2026H1 公司资产减值损失约 1.30 亿元，主要为存货跌价损失；信用减值损失约 0.54 亿元，同时衍生品持仓产生较大浮动亏损，公允价值变动收益为-2.26 亿元。银价短期剧烈波动导致库存成本、销售价格及衍生品工具之间出现阶段性错配，对上半年尤其是 Q2 利润形成明显扰动。此外，出口增值税政策调整初期新增税负尚未完全向下游传导，对海外业务单位盈利形成一定压力；后续随着原材料结构优化、报价体系调整及税负逐步传导，相关影响有望逐渐减弱。

少银化及电子浆料持续突破，空白掩膜版业务打开第二成长曲线。公司持续推进 LECO 高性能银浆、0BB、超窄线宽、银包铜和纯铜浆等降银技术，20% 以下银含浆料已实现规模化量产，纯铜浆实现小批量出货。高端电子浆料业务快速增长，子公司匠聚上半年实现营业收入 1.3 亿元，同比增长 224%。公司已完成韩国 SKE 空白掩膜版业务交割，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，国内部分客户正在开展产品测试及送样。同时，公司已举行半导体战略发布暨上海总部共建启动仪式，计划在上海建设生产设施，推进空白掩膜版本土化产能扩张。

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；空白掩膜版客户验证进度不及预期。

投资建议：我们考虑到银价波动及出口退税政策调整造成约 4-5 亿元阶段性盈利冲击，下调 2026-2027 年归母净利润为 3.45/8.74 亿元（原预测 8.21/8.96 亿元），维持 2028 年归母净利润为 12.87 亿元，同比-17.9%/+153.6%/+47.2%，当前股价对应 PE 为 55/22/15 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	23,772	24,456	30,489
(+/-%)	21.4%	16.9%	62.9%	2.9%	24.7%
净利润(百万元)	418	420	345	874	1287
(+/-%)	-5.4%	0.4%	-17.9%	153.6%	47.2%
每股收益(元)	1.73	1.73	1.42	3.61	5.32
EBIT Margin	4.9%	4.3%	3.1%	4.2%	5.1%
净资产收益率(ROE)	8.6%	8.6%	6.7%	15.3%	19.3%
市盈率(PE)	45.1	44.9	54.7	21.6	14.6
EV/EBITDA	32.7	37.6	30.9	22.0	14.8
市净率(PB)	4.06	3.77	3.56	3.09	2.61

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

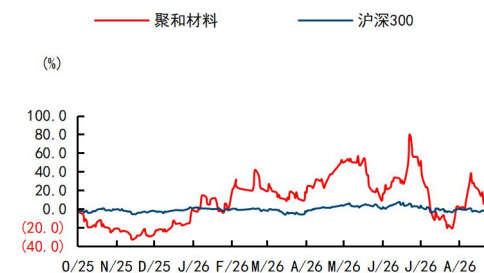
电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003
证券分析师：李恒源 021-60875174 lihengyuan@guosen.com.cn
S0980520080009

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 77.85 元
收盘价 18842/18842 百万元
总市值/流通市值 135.76/49.71 元
52 周最高价/最低价 1595.74 百万元
近 3 个月日均成交额

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

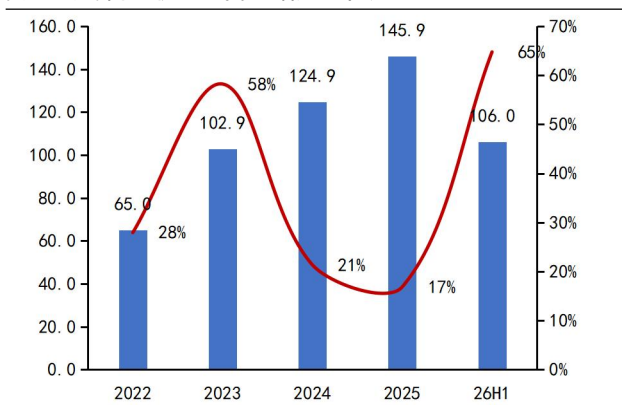
《聚和材料（688503.SH）-Q1 业绩表现亮眼，空白掩膜版业务落地打开成长空间》——2026-05-26
《聚和材料（688503.SH）-公司收购 SKE 空白掩膜版，助力国产半导体自主可控》——2025-09-10

一、收入保持高增长，Q2 利润端明显承压

公司 2026H1 实现营业收入 106.0 亿元，同比增长 64.8%；归母净利润-0.86 亿元，同比下降 147.9%；扣非归母净利润 0.96 亿元，同比下降 38.4%；综合毛利率 5.5%，同比下降 1.4pct；净利率-0.8%，同比下降 3.5pct。

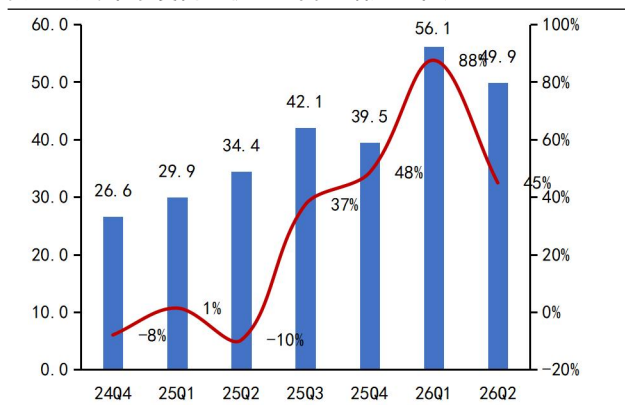
单看 2026Q2，公司实现营业收入 49.9 亿元，同比增长 44.9%，环比下降 11.2%；归母净利润-3.76 亿元，同比由盈转亏；扣非归母净利润-1.53 亿元，同比由盈转亏。Q2 综合毛利率约-0.20%，环比明显下降。Q2 利润承压主要与银价快速波动导致存货跌价及衍生品损失集中确认、出口业务税收政策调整等因素有关。

图1：公司营业收入及同比增速（亿元、%）



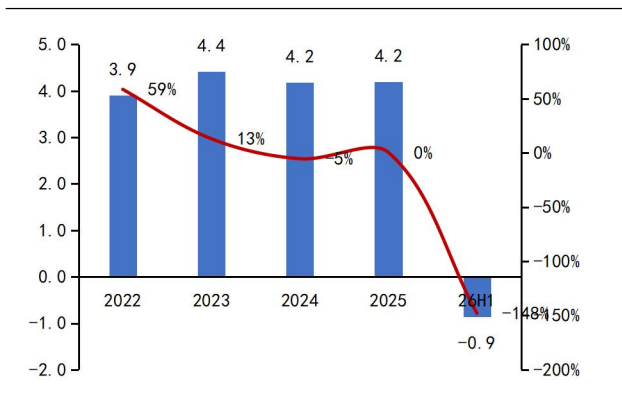
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比增速（亿元、%）



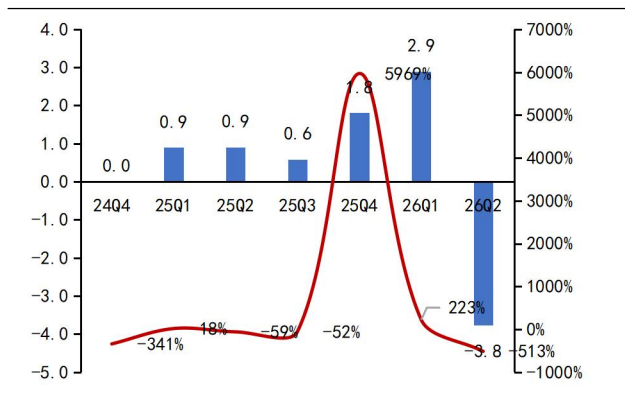
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及同比增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及同比增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

二、银浆销量同比下降，行业需求阶段性承压

2026H1 公司光伏导电浆料销量 636 吨，同比下降约 32%。销量下降一方面受到光伏电池单位银耗持续下降影响，另一方面与国内光伏产业链需求阶段性收缩有关。2026H1 国内光伏新增装机约 72GW，同比大幅下降 66%，主要由于 2025 年上半年政策切换前抢装形成高基数。

在行业需求收缩背景下，公司持续推进海外客户拓展及产品结构升级。随着海外

光伏电池产能逐步扩张，公司持续切入海外主流客户供应链，海外市场加工费及盈利能力相对国内更高，有望在后续对冲国内需求下滑及单位银耗下降的影响。

三、银价波动、衍生品及出口政策共同拖累盈利

银价快速波动对公司利润端形成较明显影响。2026H1 公司资产减值损失约 1.30 亿元，主要为存货跌价损失；信用减值损失约 0.54 亿元，主要与银价上涨推升银浆货值及应收账款规模有关。由于银浆业务采用“银价+加工费”的定价模式，在银价短期剧烈波动阶段，高价库存与销售价格之间可能产生错配，从而对毛利率和当期利润形成阶段性压力。

衍生品持仓产生较大浮动亏损，公司使用白银期货、期权及白银租赁等工具进行原材料价格风险管理，2026H1 公允价值变动收益-2.26 亿元。

2026 年出口业务增值税政策调整亦对利润形成一定压力。政策切换初期，新增税负尚未完全通过产品价格向下游客户传导，对海外业务单位盈利形成阶段性压制。后续随着原材料结构调整、报价体系调整和税负逐步向下游传导，相关影响逐渐减弱。

四、少银化和电子浆料持续推进，空白掩模业务打开第二成长曲线

技术与产品方面，公司凭借“材料-工艺-设备”全栈自研体系，构建覆盖 TOPCon、HJT、X-BC 及钙钛矿叠层电池的全场景技术矩阵，LECO 高性能银浆、0BB 无主栅技术、超窄线宽印刷技术等持续迭代，报告期累计效率增益 0.1-0.2%；20%以下银含浆料实现规模化量产；铜浆产品攻克纯铜浆料在空气氛围下 300℃快速烧结的技术瓶颈，相同单片银耗条件下电池效率与银浆对照组基本持平，报告期内已实现小批量出货，若未来行业降本诉求加速、终端对铜浆组件接受意愿提升，铜浆大规模出货后有望对业绩形成积极影响。

子公司匠聚高端电子浆料（片式电阻、射频器件等）实现营业收入 1.3 亿元，同比增长 224%，多款核心产品进入头部客户供应链体系。上游环节，两大募投项目“江苏德力聚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”全面投产运行，德力聚已拥有中国光伏导电浆料企业中最大的银粉产能，核心原材料自主可控能力显著增强。

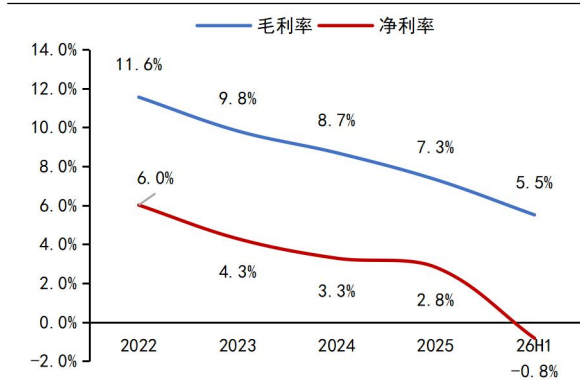
公司已完成韩国 SKE 空白掩膜版业务交割，正式进入 DUV-ArF 及 DUV-KrF 光刻级空白掩膜版领域，相关产品覆盖 14—90nm 制程，已通过 SK 海力士、TMC、迪思微、中微掩模等国内外半导体客户的量产验证并实现量产销售，国内部分客户正在开展产品测试及送样。同时，公司已举行半导体战略发布暨上海总部共建启动仪式，计划在上海建设生产设施，推进空白掩膜版本土化产能扩张。空白掩模作为光掩模产业链上游关键材料，技术壁垒及客户认证壁垒较高，伴随后续国产客户验证及国内产能逐步投产，有望成为公司光伏导电浆料之外新的增长极。

五、经营现金流阶段性承压，关注应收款项与存货变化

公司 2026H1 经营活动产生的现金流量净额为-35.82 亿元（上年同期为-10.98 亿元），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，且公司考虑利用自身授信而非供应商垫资以达到资金成本最低，同时出口退税政策调整后支付的各项税费增加。截至 2026 年 6 月末，公司应收票据和应收账款及应收款项融资余额合计 68.90 亿元，占当期营业收入的比例为 64.99%；存货 14.24 亿元，较上年度末增长 28.25%；短期借款 70.73 亿元，较上年度末增长 22.44%；总资产 131.85 亿元，较上年度末增长 10.07%。

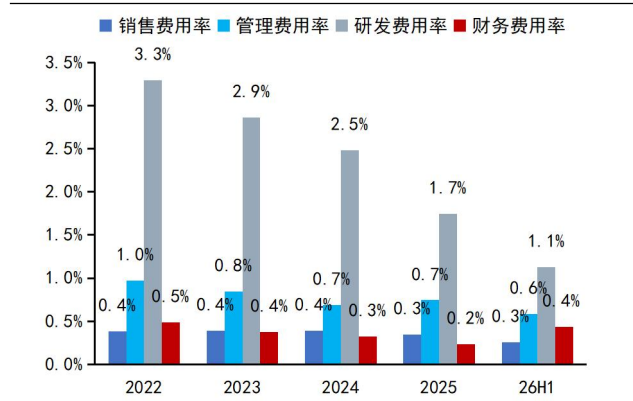
期间费用率整体下降，研发费用率降幅较为明显。2026H1 公司销售费用/管理费用/研发费用/财务费用分别为 0.28/0.62/1.19/0.46 亿元，同比+37.9%/+11.9%/-13.7%/+69.2%；对应费用率分别为 0.26%/0.58%/1.12%/0.43%，同比分别-0.05pct/-0.28pct/-1.02pct/+0.01pct。

图5: 公司毛利率、净利率 (%)



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用率 (%)



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：2026H1 公司资产减值损失约 1.30 亿元，主要为存货跌价损失；信用减值损失约 0.54 亿元，主要与银价上涨推升银浆货值及应收账款规模有关。公司使用白银期货、期权及白银租赁等工具进行原材料价格风险管理，2026H1 公允价值变动收益-2.26 亿元。另外出口退税政策调整后支付的各项税费增加。

我们考虑到银价波动及出口退税政策调整造成约 4-5 亿元阶段性盈利冲击，下调 2026-2027 年归母净利润为 3.45/8.74 亿元（原预测 8.21/8.96 亿元），维持 2028 年归母净利润为 12.87 亿元，同比-17.9%/+153.6%/+47.2%，当前股价对应 PE 为 55/22/15 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	234.48	237.56	290.89
同比增长率 (%)	27.8%	57.6%	20.7%	17.1%	64.9%	1.3%	22.4%
毛利率 (%)	11.4%	9.6%	8.6%	7.2%	5.4%	5.9%	5.8%
毛利润 (亿元)	7.39	9.84	10.55	10.37	7.89	8.24	11.38
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	2.86	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%	10.1%	7.9%	9.0%
毛利润 (亿元)	0.13	0.26	0.31	0.32	0.29	0.40	0.54
合计							
营业收入 (亿元)	65.04	102.90	124.88	145.93	237.72	244.56	304.89
同比增长率 (%)	28%	58%	21%	17%	64%	3%	25%
毛利率 (%)	12%	10%	8%	7%	5%	6%	6%
毛利润 (亿元)	7.52	10.10	10.86	10.69	12.95	14.51	17.43

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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	622	1598	2287	2305	2075	营业收入	12488	14593	23772	24456	30489
应收款项	3436	5389	3387	3484	4344	营业成本	11401	13524	22541	22955	28328
存货净额	929	1110	1758	1809	2255	营业税金及附加	26	33	55	40	35
其他流动资产	502	961	1127	1148	1416	销售费用	49	50	62	66	131
流动资产合计	6791	10294	9587	9775	11141	管理费用	86	109	124	120	171
固定资产	306	498	1674	2799	2673	研发费用	310	255	245	250	254
无形资产及其他	109	84	81	77	74	财务费用	41	35	26	41	41
其他长期资产	204	317	238	245	305	投资收益	(22)	82	(65)	30	0
长期股权投资	566	785	785	785	785	资产减值及公允价值变动	(141)	(172)	(213)	(60)	(50)
资产总计	7976	11978	12365	13682	14979	其他收入	211	153	167	110	50
短期借款及交易性金融负债	2602	5782	5782	5782	5782	营业利润	483	480	396	1005	1479
应付款项	529	535	62	63	77	营业外净收支	(2)	(2)	(0)	0	0
其他流动负债	143	608	679	690	854	利润总额	481	478	396	1005	1479
流动负债合计	3297	6936	6523	6535	6713	所得税费用	71	66	52	131	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	345	874	1287
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	6565	6577	6756	净利润	418	420	345	874	1287
少数股东权益	(2)	(9)	(9)	(9)	(9)	资产减值准备	(53)	(13)	(110)	(30)	(30)
股东权益	4644	5010	5309	6114	7227	折旧摊销	62	65	78	128	155
负债和股东权益总计	7976	11978	11865	12682	13973	公允价值变动损失	0	0	126	0	0
						财务费用	41	35	26	41	41
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(301)	(2142)	857	(158)	(1417)
每股收益	1.73	1.73	1.42	3.61	5.32	其它	(1022)	(1399)	74	41	71
每股红利	0.41	0.19	0.28	0.72	1.06	经营活动现金流	(895)	(3069)	1369	854	65
每股净资产	19.18	20.66	21.90	25.22	29.82	资本开支	(223)	(256)	(750)	(750)	(19)
ROIC	10%	8%	8%	11%	14%	其它投资现金流	(73)	83	140	23	(60)
ROE	9%	9%	7%	15%	19%	投资活动现金流	(296)	(173)	(610)	(727)	(79)
毛利率	9%	7%	5%	6%	7%	权益性融资	(513)	45	0	0	0
EBIT Margin	5%	4%	3%	4%	5%	负债净变化	1793	3714	0	0	0
EBITDA Margin	5%	5%	3%	5%	6%	支付股利、利息	(180)	(100)	(45)	(69)	(175)
收入增长	21%	17%	63%	3%	25%	其它融资现金流	1793	3714	0	0	0
净利润增长率	-5%	0%	-18%	154%	47%	融资活动现金流	1059	3625	(71)	(110)	(215)
资产负债率	42%	58%	55%	52%	48%	现金净变动	(132)	383	689	18	(229)
息率	0.5%	0.2%	0.4%	0.9%	1.4%	货币资金的期初余额	749	622	1598	2287	2305
P/E	45.1	44.9	54.7	21.6	14.6	货币资金的期末余额	622	1598	2287	2305	2075
P/B	4.1	3.8	3.6	3.1	2.6	企业自由现金流	63	(1796)	833	111	85
EV/EBITDA	32.7	37.6	30.9	22.0	14.8	权益自由现金流	1821	1888	810	76	49

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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所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