

聚和材料 (688503.SH)  
光伏设备

证券研究报告/公司点评报告

2024 年 11 月 16 日

评级： 买入（维持）

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：吴鹏

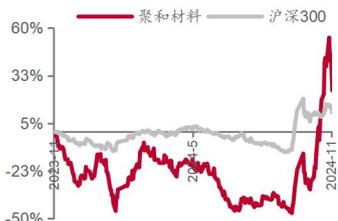
执业证书编号：S0740522040004

Email: wupeng@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	242.03
流通股本(百万股)	178.82
市价(元)	57.00
市值(百万元)	13,795.92
流通市值(百万元)	10,193.02

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 《聚和材料 24 半年报点评：Q2 业绩超预期，业务拓展有望打开新成长曲线》2024-09-06
- 《聚和材料 23 年报点评：23 年业绩同比提升，24 年有望受益 LECO 放量》2024-04-01
- 《聚和材料：银浆赛道龙头，产业转型充分受益》2023-12-03

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,504	10,290	13,766	16,266	18,443
增长率 yoy%	28%	58%	34%	18%	13%
归母净利润(百万元)	391	442	560	700	844
增长率 yoy%	59%	13%	27%	25%	21%
每股收益(元)	1.62	1.83	2.31	2.89	3.49
每股现金流量	-5.02	-11.01	-2.66	-0.30	0.98
净资产收益率	9%	9%	11%	12%	13%
P/E	35.3	31.2	24.6	19.7	16.3
P/B	3.0	2.8	2.6	2.4	2.1

备注：股价截止自 2024 年 11 月 16 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

### 报告摘要

■ **事件：**公司发布 2024 年三季报，2024 年前三季度实现营收 98.26 亿，同比+32.8%，归母净利润 4.21 亿，同比-4.5%，毛利率 8.9%，同比-1.3pct；24Q3 实现营收 30.61 亿，同比-4.9%，环比-19.7%，归母净利润 1.22 亿，同比-28.9%，环比-45.3%，毛利率 4.6%，同比-6.7pct，环比-8.4pct。

■ **业绩点评：**Q3 业绩环比有所下滑，主要系：1) 受下游太阳能电池环节开工低迷影响，银浆出货 450 吨+，环比下滑约 27%；2) 二季度银价上涨至高点以及公司成本核算采用先进先出法，使得毛利率波动较大。

■ **新产品、新技术加速导入，有望打造未来新增长曲线。**

➢ **新产品陆续导入客户，量产节奏有望加快。**公司子公司德朗聚紧跟下游新技术方向，针对 OBB 技术工艺开发出的封装定位胶已在相关客户实现规模化量产，也是行业唯二实现量产的公司，正在多家光伏龙头企业中快速推进；同时，针对 BC 组件封装要求，成功推出新型绝缘胶与电池保护胶系列产品，有效解决 BC 组件工艺痛点并助力其产业化进程；未来随着 OBB、BC 技术快速推进，相关新品有望实现放量。

➢ **顺应光伏降本迫切需求，开发贱金属浆料，培育业绩增长新方向。**近期，公司通过在铜粉中添加抗氧化剂及烧结剂，首创推出可用于光伏电池的铜浆产品。公司铜浆产品在应用于电池背面细栅且在浆料单耗不变情况下，电池效率几乎无损失。后续随着铜浆进一步优化，有望加快其产业化进程，享受新技术红利。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑下游电池排产偏弱影响银浆出货节奏等情况，我们下修公司业绩，预计公司 24-26 年实现归母净利润分别为 5.6/7.0/8.4 亿元（前预测值 6.2/8.0/9.3 亿），同比+27%/+25%/+21%，当前股价对应 PE 分别为 25/20/16 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**需求不及预期；竞争加剧；原材料价格波动；海外拓展不及预期等。

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	749	1,002	1,184	1,342	营业收入	10,290	13,766	16,266	18,443
应收票据	989	1,323	1,563	1,772	营业成本	9,280	12,421	14,661	16,612
应收账款	1,825	2,441	2,884	3,271	税金及附加	15	20	23	26
预付账款	40	54	64	72	销售费用	40	51	49	55
存货	1,327	1,776	2,096	2,375	管理费用	87	96	98	111
合同资产	0	0	0	0	研发费用	294	317	358	406
其他流动资产	1,864	2,023	2,137	2,236	财务费用	39	139	181	205
流动资产合计	6,794	8,619	9,928	11,069	信用减值损失	-46	-100	-100	-80
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-48	-50	-50	-50
长期股权投资	229	229	229	229	公允价值变动收益	-13	-60	0	0
固定资产	160	233	304	372	投资收益	41	30	0	0
在建工程	43	123	193	253	其他收益	29	90	44	54
无形资产	115	128	140	150	<b>营业利润</b>	<b>498</b>	<b>632</b>	<b>791</b>	<b>953</b>
其他非流动资产	154	172	187	199	营业外收入	1	0	0	0
非流动资产合计	702	886	1,052	1,203	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>7,496</b>	<b>9,504</b>	<b>10,980</b>	<b>12,272</b>	<b>利润总额</b>	<b>498</b>	<b>632</b>	<b>791</b>	<b>953</b>
短期借款	1,930	3,361	4,146	4,621	所得税	57	72	91	109
应付票据	396	520	601	668	<b>净利润</b>	<b>441</b>	<b>560</b>	<b>700</b>	<b>844</b>
应付账款	80	105	121	135	少数股东损益	-1	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>442</b>	<b>560</b>	<b>700</b>	<b>844</b>
合同负债	5	7	8	9	NOPLAT	475	683	861	1,025
其他应付款	36	36	36	36	EPS (摊薄)	1.83	2.31	2.89	3.49
一年内到期的非流动负债	6	6	6	6					
其他流动负债	99	108	123	138	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	2,552	4,142	5,042	5,612	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	58.2%	33.8%	18.2%	13.4%
其他非流动负债	23	123	123	123	EBIT 增长率	16.8%	43.8%	26.0%	19.1%
非流动负债合计	23	123	123	123	归母公司净利润增长率	13.0%	26.7%	25.0%	20.5%
<b>负债合计</b>	<b>2,576</b>	<b>4,266</b>	<b>5,165</b>	<b>5,736</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	4,920	5,238	5,815	6,536	毛利率	9.8%	9.8%	9.9%	9.9%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	4.3%	4.1%	4.3%	4.6%
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,920</b>	<b>5,238</b>	<b>5,815</b>	<b>6,536</b>	ROE	9.0%	10.7%	12.0%	12.9%
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,496</b>	<b>9,504</b>	<b>10,980</b>	<b>12,272</b>	ROIC	10.5%	11.1%	11.7%	12.2%
					<b>偿债能力</b>				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	34.4%	44.9%	47.0%	46.7%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	债务权益比	39.8%	66.6%	73.5%	72.7%
<b>经营活动现金流</b>	<b>-2,664</b>	<b>-643</b>	<b>-73</b>	<b>238</b>	流动比率	2.7	2.1	2.0	2.0
现金收益	547	741	941	1,124	速动比率	2.1	1.7	1.6	1.5
存货影响	-722	-449	-320	-279	<b>营运能力</b>				
经营性应收影响	-932	-914	-643	-554	总资产周转率	1.4	1.4	1.5	1.5
经营性应付影响	145	148	98	80	应收账款周转天数	51	56	59	60
其他影响	-1,701	-170	-148	-133	应付账款周转天数	4	3	3	3
<b>投资活动现金流</b>	<b>133</b>	<b>-256</b>	<b>-226</b>	<b>-226</b>	存货周转天数	37	45	48	48
资本支出	-135	-208	-211	-214	<b>每股指标 (元)</b>				
股权投资	-229	0	0	0	每股收益	1.83	2.31	2.89	3.49
其他长期资产变化	497	-48	-15	-12	每股经营现金流	-11.01	-2.66	-0.30	0.98
<b>融资活动现金流</b>	<b>2,362</b>	<b>1,151</b>	<b>481</b>	<b>146</b>	每股净资产	20.33	21.64	24.03	27.00
借款增加	1,167	1,431	786	475	<b>估值比率</b>				
股利及利息支付	-61	-218	-290	-344	P/E	31	25	20	16
股东融资	0	0	0	0	P/B	3	3	2	2
其他影响	1,256	-62	-15	15	EV/EBITDA	81	60	47	40

---

来源：WIND，中泰证券研究所

**投资评级说明**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。