

聚和材料（688503.SH）-2023年业绩快报点评

P型浆料需求走弱扰动Q4业绩，新品迭代有望增益盈利能力

增持

核心观点

公司2023年实现净利润4.46亿元，同比+14%。公司2023年实现营收102.96亿元，同比+58%；实现归母净利润4.46亿元，同比+14%。公司2023Q4实现营收28.97亿元，同比+78%、环比-10%；实现归母净利润0.05亿元，同比-94%，环比-97%。公司2023Q4收入环比下滑或主要受到P型浆料需求走弱、出货量环比下滑等影响；利润环比下滑主要受到P型浆料加工费波动、减值计提等因素影响。

公司银浆出货量快速提升，N型占比稳步增长。我们预计公司2023年银浆出货量超2000吨，同比增长超45%；其中Q4出货量预计超550吨，同比增长超50%、环比略有下滑。公司2023年出货以PERC银浆为主，下游企业2023Q4 P型电池生产显著收缩、造成Q4公司出货环比下滑。我们预计公司2023年N型银浆出货占比超25%、其中Q4出货占比达40%左右。伴随N型电池持续推广以及公司产品持续导入，公司N型浆料出货占比有望持续走高。

P型浆料加工费波动扰动短期盈利，LECO浆料等新品有望增益盈利能力。公司2023Q4银浆单吨净利环比明显下滑，或主要受到P型电池客户生产收缩、加工费环比下滑等影响。展望2024年，伴随N型电池持续导入新技术，公司高附加值的LECO浆料等产品出货量有望快速增长，进而增益盈利能力。

公司积极向产业链上游延伸布局，优化成本结构。2023H1公司收购江苏连银100%股权，并将其更名为聚有银。聚有银将建设全球顶尖的粉体研发中心，以拓展开发MLCC、锂离子电池、半导体等领域使用的纳米级粉体材料。公司拟投资12亿元在常州建设“高端光伏电子材料基地项目”，该项目完成后可年产3000吨电子级银粉。2024年聚有银产能持续释放，有望为公司降本做出显著贡献。

公司非光伏银浆方面布局加速拓展。公司电子浆料已形成8大系列、100余个SKU，产品覆盖射频、片式元器件、电致变色玻璃、LTCC等多个市场，多项技术实现了同行业技术突破。胶粘剂围绕光伏、动力储能和消费电子等核心市场需求，开发了包括导热、结构、灌封、功能粘接等多个功能系列产品。

风险提示：行业竞争加剧风险；需求不及预期；新产品认可度提升缓慢。

投资建议：调整盈利预测，维持“增持”评级。我们预计公司2023-2025年归母净利润为4.46/7.41/9.78亿元（原预测为5.54/7.41/9.78亿元），同比+14%/+66%/+32%，EPS分别为2.69/4.47/5.90元，当前PE为20/12/9倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,084	6,504	10,296	14,199	16,580
(+/-%)	103.1%	27.9%	58.3%	37.9%	16.8%
净利润(百万元)	247	391	446	741	978
(+/-%)	98.6%	58.5%	13.9%	66.3%	32.0%
每股收益(元)	1.49	2.36	2.69	4.47	5.90
EBIT Margin	5.6%	6.8%	6.0%	6.3%	6.8%
净资产收益率(ROE)	22.2%	13.5%	9.4%	14.0%	16.3%
市盈率(PE)	35.7	22.5	19.8	11.9	9.0
EV/EBITDA	34.2	21.1	16.0	11.5	9.3
市净率(PB)	7.13	1.94	1.78	1.57	1.37

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

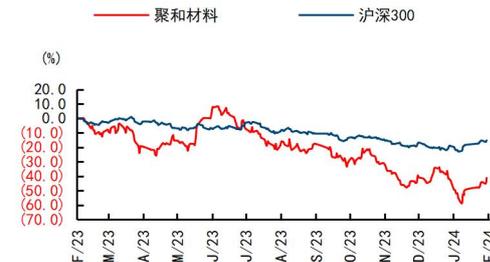
电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券分析师：李恒源 021-60875174 lihengyuan@guosen.com.cn
 S0980520080003 S0980520080009
 联系人：李全 021-60375434 liquan2@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 增持(维持)
 合理估值
 收盘价 53.22元
 总市值/流通市值 8815/6384百万元
 52周最高价/最低价 140.94/35.30元
 近3个月日均成交额 163.83百万元

市场走势

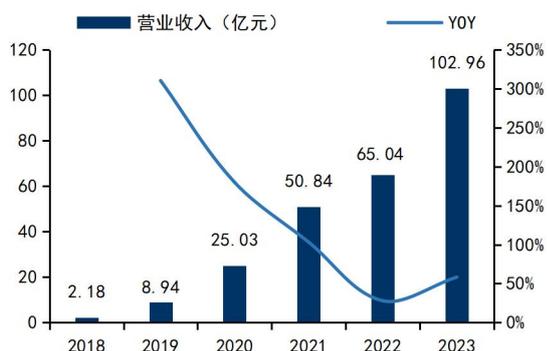


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《聚和材料（688503.SH）-2023年中报点评-N型浆料占比稳步提升，二季度银浆业务量利双升》——2023-08-20
- 《聚和材料（688503.SH）-2022年报及2023年一季报点评-正银龙头销量持续提升，一季度原料价格波动扰动盈利能力》——2023-04-24
- 《聚和材料（688503.SH）-银浆行业领军企业 新型电池巩固竞争优势》——2023-02-01

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 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增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (单位: 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增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	107	773	1131	1048	1423	营业收入	5084	6504	10296	14199	16580
应收款项	1723	1779	1410	1945	2271	营业成本	4551	5753	9188	12644	14742
存货净额	533	605	987	1362	1590	营业税金及附加	10	7	20	29	30
其他流动资产	207	270	368	506	590	销售费用	20	25	45	56	60
流动资产合计	2712	5521	5957	6951	7985	管理费用	56	63	122	179	165
固定资产	63	124	455	471	457	研发费用	161	214	301	395	450
无形资产及其他	69	127	122	117	112	财务费用	(0)	32	21	13	12
其他长期资产	20	40	0	0	0	投资收益	(20)	23	24	23	25
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(23)	(20)	(130)	(95)	(70)
资产总计	2865	5811	6534	7539	8553	其他收入	44	34	131	123	105
短期借款及交易性金融负债	1267	769	800	800	800	营业利润	266	428	495	839	1111
应付款项	237	338	326	449	523	营业外净收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	112	134	233	385	448	利润总额	267	428	495	839	1111
流动负债合计	1618	1246	1565	1918	2103	所得税费用	20	37	50	98	133
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	(0)	0	0
其他长期负债	11	19	19	19	19	归属于母公司净利润	247	391	446	741	978
长期负债合计	11	19	19	19	19	现金流量表 (百万元)	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1629	1264	1584	1937	2121	净利润	247	391	446	741	978
少数股东权益	0	0	(0)	(0)	(0)	资产减值准备	(1)	(3)	(0)	0	0
股东权益	1236	4547	4951	5602	6432	折旧摊销	18	35	27	41	45
负债和股东权益总计	2865	5811	6534	7539	8553	公允价值变动损失	0	0	29	5	0
						财务费用	(0)	32	21	13	12
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1040)	(18)	180	(729)	(475)
每股收益	1.49	2.36	2.69	4.47	5.90	其它	(282)	(1621)	(33)	(15)	(13)
每股红利	0.00	0.25	0.54	0.89	1.18	经营活动现金流	(1058)	(1215)	650	43	535
每股净资产	7.46	27.45	29.89	33.82	38.83	资本开支	(88)	(159)	(353)	(51)	(26)
ROIC	14%	14%	17%	21%	23%	其它投资现金流	(9)	(1977)	93	28	25
ROE	22%	14%	9%	14%	16%	投资活动现金流	(96)	(2136)	(260)	(23)	(0)
毛利率	10%	12%	11%	11%	11%	权益性融资	0	2920	0	0	0
EBIT Margin	6%	7%	6%	6%	7%	负债净变化	1194	1106	31	0	0
EBITDA Margin	6%	7%	6%	7%	7%	支付股利、利息	0	0	(42)	(89)	(148)
收入增长	103%	28%	58%	38%	17%	其它融资现金流	1194	1106	31	0	0
净利润增长率	99%	59%	14%	66%	32%	融资活动现金流	1194	3994	(32)	(102)	(160)
资产负债率	57%	22%	24%	26%	25%	现金净变动	40	643	358	(83)	374
息率	0.0%	0.5%	1.0%	1.7%	2.2%	货币资金的期初余额	30	107	773	1131	1048
P/E	35.7	22.5	19.8	11.9	9.0	货币资金的期末余额	107	773	1131	1048	1423
P/B	7.1	1.9	1.8	1.6	1.4	企业自由现金流	(844)	263	413	52	542
EV/EBITDA	34.2	21.1	16.0	11.5	9.3	权益自由现金流	350	1340	425	40	531

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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提及的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