

聚和材料(688503)

报告日期: 2023年05月08日

光伏银浆出货稳健增长, 电子浆料持续突破

——聚和材料 2022 年报及 2023 年一季报点评报告

投资要点

□ 2022 年业绩符合预期, 单位毛利下降致 23Q1 盈利下滑

2022 年, 公司实现营业收入 65.04 亿元, 同比增长 27.94%; 实现归母净利润 3.91 亿元, 同比增长 58.53%; 扣非归母净利润 3.59 亿元, 同比增长 46.87%。非经常收益主要系金融资产投资收益和政府补助。2023Q1, 公司实现营业收入 17.84 亿元, 同比增长 5.31%; 归母净利润 1.24 亿元, 同比增长 19.70%; 扣非归母净利润 0.61 亿元, 同比下降 40.76%。非经常收益主要系金融资产投资收益。扣非归母净利润下滑主要系为行业降本增效导致单位毛利的下降, 同时销售人员和研发人员的增加导致销售费用和研发费用的增加所致。

□ 全面覆盖光伏 N 型银浆产品需求, 银粉国产化进程加速

2022 年, 公司“年产 3000 吨导电银浆建设项目(一期)”已建成并投产, 实现正面银浆出货 1374 吨, 成为行业历史上首家年正银出货量超过 1000 吨的企业, 并长期为与规模较大的直销客户建立了良好的合作关系。2022 年, 公司研发费用 2.14 亿元, 占营业收入的 3.30%, 同比增长 33.50%。公司围绕分散、导电及接触等核心技术不断创新, 产品全面覆盖光伏银浆主流技术路线需求, 包括单晶 P-PERC, N-TOPCon, HJT 和 X-BC 等热门电池技术领域。同时公司与国内多个科研院所、海外研究机构建立深入合作关系, 积极布局下一代印刷技术、金属化技术和新电池应用结构的技术。此外, 公司银粉国产化进程加速, 2022 年向 DOWA 采购银粉占年度采购总额的 39.11% (2021 年为 82.19%)。

□ 非光伏浆料持续突破, 不断拓宽下游应用领域

除正面银浆外, 公司也在积极开发其他非光伏领域用电子浆料和胶粘剂, 覆盖射频、片式元器件、电致变色玻璃、LTCC、光伏、动力储能、消费电子等领域。电子浆料经过 3 年多的技术沉淀, 公司已形成 8 大系列, 70 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, 其中多个主打产品已通过核心客户验证, 获得稳定订单需求。

□ 盈利预测及估值

维持盈利预测, 维持“买入”评级。公司是全球光伏银浆龙头, N 型 TOPCon 银浆有望加速放量, 非光伏浆料持续突破。我们维持公司 2023-2024 年盈利预测, 新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 6.07、8.05、10.10 亿元, 同比分别增长 55.09%、32.66%、25.44%, 对应 EPS 分别为 5.42、7.19、9.02 元/股, 对应 PE 分别为 19、15、12 倍。维持“买入”评级。

□ 风险提示: 光伏装机需求不及预期; 原材料价格大幅波动; 行业竞争加剧。

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6504	9316	11817	14267
(+/-) (%)	27.94%	43.23%	26.84%	20.73%
归母净利润	391	607	805	1010
(+/-) (%)	58.53%	55.09%	32.66%	25.44%
每股收益(元)	3.50	5.42	7.19	9.02
P/E	30	19	15	12
ROE	13.53%	12.51%	14.49%	15.62%

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 张雷
 执业证书号: S1230521120004
 zhanglei02@stocke.com.cn

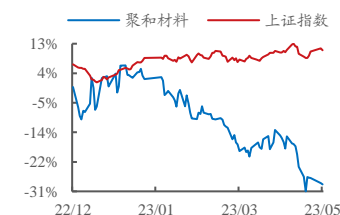
分析师: 陈明雨
 执业证书号: S1230522040003
 chenmingyu@stocke.com.cn

研究助理: 尹仕昕
 yinshixin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 105.45
总市值(百万元)	11,800.99
总股本(百万股)	111.91

股票走势图



相关报告

1 《银浆龙头聚力前行, 技术引领和而不同——聚和材料深度报告》 2022.12.13

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5521	6849	8044	9237
现金	773	800	900	1000
交易性金融资产	1999	1999	1999	1999
应收账款	1779	2759	3599	4432
其它应收款	15	21	26	32
预付账款	95	138	172	207
存货	605	877	1092	1312
其他	255	255	255	255
非流动资产	291	439	524	601
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	122	259	331	394
无形资产	127	142	157	172
在建工程	2	0	0	0
其他	40	38	36	35
资产总计	5811	7288	8568	9837
流动负债	1246	2115	2591	2851
短期借款	766	1439	1759	1859
应付款项	338	490	611	734
预收账款	0	0	0	0
其他	142	186	221	258
非流动负债	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0
其他	19	19	19	19
负债合计	1264	2134	2609	2869
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	4547	5154	5959	6968
负债和股东权益	5811	7288	8568	9837

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(1215)	(411)	(9)	218
净利润	391	607	805	1010
折旧摊销	37	43	55	65
财务费用	32	44	67	76
投资损失	(23)	0	0	0
营运资金变动	55	(622)	(567)	(551)
其它	(1707)	(482)	(370)	(381)
投资活动现金流	(2136)	(192)	(143)	(142)
资本支出	(61)	(150)	(100)	(100)
长期投资	0	0	0	0
其他	(2075)	(42)	(43)	(42)
筹资活动现金流	3994	630	252	24
短期借款	(499)	674	319	101
长期借款	0	0	0	0
其他	4493	(44)	(67)	(76)
现金净增加额	643	27	100	100

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6504	9316	11817	14267
营业成本	5753	8342	10394	12481
营业税金及附加	7	11	14	16
营业费用	25	28	35	43
管理费用	63	78	102	126
研发费用	214	279	343	414
财务费用	32	44	67	76
资产减值损失	(20)	(28)	(36)	(43)
公允价值变动损益	0	183	120	120
投资净收益	23	0	0	0
其他经营收益	14	0	0	0
营业利润	428	689	947	1188
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	428	689	947	1188
所得税	37	83	142	178
净利润	391	607	805	1010
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	391	607	805	1010
EBITDA	492	776	1070	1329
EPS (最新摊薄)	3.50	5.42	7.19	9.02

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	27.94%	43.23%	26.84%	20.73%
营业利润	60.50%	61.20%	37.36%	25.44%
归属母公司净利润	58.53%	55.09%	32.66%	25.44%
获利能力				
毛利率	11.55%	10.46%	12.05%	12.52%
净利率	6.01%	6.51%	6.81%	7.08%
ROE	13.53%	12.51%	14.49%	15.62%
ROIC	7.80%	9.77%	11.15%	12.16%
偿债能力				
资产负债率	21.75%	29.28%	30.46%	29.16%
净负债比率	60.83%	67.61%	67.52%	64.93%
流动比率	4.43	3.24	3.10	3.24
速动比率	3.95	2.82	2.68	2.78
营运能力				
总资产周转率	1.50	1.42	1.49	1.55
应收账款周转率	7.07	7.18	6.82	6.67
应付账款周转率	32.69	54.60	51.18	50.34
每股指标(元)				
每股收益	3.50	5.42	7.19	9.02
每股经营现金	(10.86)	(3.67)	(0.08)	1.95
每股净资产	40.63	46.05	53.25	62.27
估值比率				
P/E	30.17	19.45	14.66	11.69
P/B	2.60	2.29	1.98	1.69
EV/EBITDA	29.88	13.47	9.98	8.03

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>