

聚和材料 (688503.SH)

公司收购 SKE 空白掩模板块，助力国产半导体自主可控

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：王蔚祺 010-88005313
证券分析师：李恒源 021-60875174

◆ 电力设备 · 光伏设备

wangweiqi2@guosen.com.cn
lihengyuan@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980520080003
执证编码：S0980520080009

事项：

公司公告：聚和材料与韩投伙伴（上海）创业投资管理有限责任公司计划共同设立 SPIC，使用自有或自筹资金 680 亿韩元（折合约 3.5 亿人民币）收购 SK Enpulse 株式会社的关于空白掩模（BlankMask）的业务板块（包含土地、厂房、存货、设备、专利、在建工程、人员、技术等）。其中，公司直接或间接出资比例不低于 95%。

国信电新观点：空白掩模(Blank Mask)是制造半导体曝光工艺中使用的掩模版(Photomask)的关键材料，而掩模版(Photomask)是半导体制造过程中光刻工艺的核心工具。掩模版的质量直接决定了芯片制造的精度和性能，是连接芯片设计与制造的桥梁。聚和材料此次收购 SKE 旗下 Blank Mask 事业部，覆盖 7-130nmDUV 国产空白市场，已经顺利导入海内外重点晶圆厂。一方面是公司主动响应国家“自主可控”战略方针，通过境外投资补齐国内尚未本土化的关键材料；另一方面，公司有望依托该业务稀缺性，拓展半导体客户资源，与现有业务形成协同发展。

投资建议：考虑到光伏新增装机增速平稳，公司成本管控优异，且新增空白掩模业务有望成为新利润增长点，我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 4.09/5.10/6.41 亿元，同比-2.3%/+24.9%/25.6%。当前股价对应 PE 为 35/28/22 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：收购整合失败的风险；半导体技术迭代使空白掩模需求下滑；国内外光伏装机需求下滑。

评论：

◆ 公司收购 SKE 旗下空白掩模业务板块

9月9日，公司发布公告称，聚和材料与韩投伙伴（上海）创业投资管理有限责任公司计划共同设立 SPIC，使用自有或自筹资金 680 亿韩元（折合约 3.5 亿人民币）收购 SK Enpulse 株式会社的关于空白掩模（Blank Mask）的业务板块（包含土地、厂房、存货、设备、专利、在建工程、人员、技术等）。其中，公司直接或间接出资比例不低于 95%。

SKE 公司是韩国半导体材料零部件设备整体解决方案供应商，旗下 Blank Mask 事业部主要生产用于 DUV-ArF 和 DUV-KrF 光刻技术节点的空白掩模基板（Blank Mask），产品已通过多家半导体晶圆厂自有产线配套验证及第三方独立掩模版客户验证，并实现量产销售，业务覆盖韩国、中国大陆及中国台湾等国家和地区。

空白掩模(Blank Mask)是制造半导体曝光工艺中使用的掩模版(Photomask)的关键材料，需要高端的空白掩模来形成半导体高集成度的超精细图案。空白掩模是通过在石英(Quartz)基板上制作功能性薄膜并施加抗蚀剂膜来生产的。

掩模版(Photomask)是半导体制造过程中光刻工艺的核心工具，其结构通常是在高纯度石英玻璃基板上，通过镀膜、光刻、蚀刻等工艺形成一层金属铬等遮光层，遮光层上蚀刻出设计好的电路图案。其工作原理是在光刻工艺中，特定波长的光线透过光罩的透明区域，将掩模版上的图案投影到涂有光刻胶的晶圆表面，使光刻胶发生光化学反应，经过显影、蚀刻等工艺，将掩模版上的图案转移到晶圆上，从而实现芯片电路图形的复制。掩模版的质量直接决定了芯片制造的精度和性能，是连接芯片设计与制造的桥梁。在半导体

制造过程中，光刻成本约占整个硅片制造工艺的 1/3，耗费时间约占整个硅片工艺的 40%-60%，掩模版在其中起着无可替代的作用。

在空白掩模领域，目前国产化率较低。全球范围内，空白掩模供应商主要集中在日本、韩国、中国台湾等地区，包括日本信越化学、韩国 KTG、日本豪雅（HOYA）等。我国空白掩模需求主要依赖进口，尤其是中高端空白掩模，如 EUV 空白掩模。

聚和材料此次收购 SKE 旗下 Blank Mask 事业部，一方面是公司主动响应国家“自主可控”战略方针，通过境外投资补齐国内尚未本土化的关键材料；另一方面，公司有望依托该业务稀缺性，拓展半导体客户资源，与现有业务形成协同发展。

交易定价方面，截至 2024 年末，SKE 的空白掩模业务板块净资产为 507.97 亿韩元（折合约 2.5 亿人民币），本次交易最终确定以 680 亿韩元（折合约 3.5 亿人民币）收购标的资产 100% 股权。该定价充分体现了战略协同带来的独特价值，彰显了双方共同推动全球资源高效整合的共识与诚意。

图1: SKE Binary 空白掩模产品示意图



资料来源：SKE 官网，国信证券经济研究所整理

◆ 掩模版行业情况介绍（空白掩模下游客户）

1、国内掩模版企业上半年业绩情况

表1: 主要上市公司上半年业绩情况

公司名称	市值（亿元）	营收（亿元）	同比增长	净利润（亿元）	同比增长	毛利率	净利率
清溢光电（688138.SH）	89	6.22	10.9%	0.92	12.3%	31.0%	14.8%
路维光电（688401.SH）	77.4	5.44	37.5%	1.06	29.1%	33.7%	19.6%
龙图光罩（688721.SH）	63.4	1.16	-6.4%	0.35	-28.9%	51.1%	30.3%
冠石科技（605588.SH）	39	6.92	5.3%	-0.12	-160.0%	5.7%	-1.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

清溢光电：2025 年上半年营收 6.22 亿，净利润 0.92 亿元，整体营收增长稳健且净利润增速略高于营收。2024 年公司总收入 11.12 亿元，其中半导体芯片掩模版的营业收入为 1.93 亿元，占比约 17%，同比增速 34%。

路维光电：2025 年上半年营收 5.44 亿，净利润 1.06 亿，半导体掩模版收入占比约 20%，营收及利润增速为同行中 fastest，主要受益于 G8.6 AMOLED 掩模版订单放量及半导体掩模版产能爬坡。

龙图光罩：2025 上半年营收 1 亿元，净利润 0.35 亿元，业绩出现下滑主要因珠海新厂投产初期产能利用率不足。

冠石科技：公司 2025 年上半年营收 6.92 亿元，净利润-0.12 亿元，净利润亏损主因半导体掩模版业务处于投入期，公司披露 2025 上半年半导体光掩模版收入超 700 万元。

2、国内掩模版行业基本情况

表2: 主要上市公司业务结构、技术进展、主要客户及产能布局

公司名称	业务结构（掩模版占比）	技术进展	主要客户及应用场景	产能布局及进展
清溢光电	显示（80%）+ 半导体（20%）	180nm 半导体掩模版量产，150nm 小规模量产	京东方、华星光电（显示）；芯联集成、三安光电、比亚迪半导体（半导体）	佛山基地投产后，半导体掩模版产能将显著提升，有望抢占国内 65nm 市场份额
路维光电	显示（80%）+ 半导体（20%）	90nm 半导体掩模版送样验证，40nm 试产；G8.6 AMOLED 掩模版国内独家量产	京东方（显示），中芯宁波、晶方科技（半导体）	厦门基地投资 20 亿元建设 11 条高世代产线，2026 年产能翻倍
龙图光罩	半导体（95%）+ 显示（5%）	90nm PSM 掩模版量产，65nm 送样	华虹宏力、士兰微（功率半导体）；长电科技（先进封装）	珠海基地一期投产，产能提升至 1.2 万片/年，聚焦 90nm 以下制程
冠石科技	半导体（新切入）	55nm 光掩模版交付，40nm 产线通线	中芯国际（验证中）、华为海思（潜在合作）	-

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

3、掩模版行业竞争格局

（1）全球市场格局

显示掩模版：日本 DNP、美国 Photronics、日本 HOYA 占据全球 70% 份额。清溢光电、路维光电合计占国内市场 55%，全球排名第四、第五。

半导体掩模版：日本凸版印刷、美国 Photronics、日本 DNP 垄断全球 85% 市场。

（2）国内市场格局

国产第一梯队：清溢光电、路维光电。显示掩模版国内市占率合计超 55%，覆盖京东方、TCL 华星等头部面板厂；半导体领域加速突破，清溢光电客户覆盖芯联集成、三安光电、比亚迪半导体，路维光电客户覆盖中芯宁波、晶方科技。

国内第二梯队：龙图光罩。石英掩模版技术国内领先，客户覆盖华虹、长电等头部晶圆厂及封测厂。

国内第三梯队：冠石科技，依托资本并购快速切入。

◆ 公司盈利预测及投资建议

盈利预测：我们预计 2025-2027 年光伏银浆业务营收为 138.8/152.4/162.9 亿元，增速分别为 +10%/+9%/+7%。公司预计银浆价格变动基本趋向于稳定，且公司银粉银浆一体化程度逐渐提高，成本端管控能力逐渐增强，预计公司 2025-2027 年主营业务毛利率为 9%/10%/10%。

表3: 聚和材料主营业务预测

	2024	2025E	2026E	2027E
光伏银浆业务				
收入(亿元)	124.18	138.85	152.39	162.89
YOY	21%	10%	9%	7%
成本(亿元)	113.47	123.61	133.6	143.4
毛利(亿元)	10.71	12.93	15.37	15.95
毛利率(%)	9%	9%	10%	10%
其他业务				
收入(亿元)	0.69	1.10	1.60	2.50
YOY	165%	59%	45%	56%
成本(亿元)	0.54	0.85	1.20	1.75
毛利(亿元)	0.15	0.242	0.4	0.75
毛利率(%)	22%	22%	25%	30%
合计				
收入	124.88	139.95	153.99	165.39
YOY	21%	12%	10%	7%
成本	114.01	130.18	142.22	151.74
毛利	10.86	9.77	11.77	13.65
毛利率(%)	9%	7%	8%	8%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

综上所述,我们预计 2025-2027 年实现营收 139.95/153.99/165.74 亿元,同比+7%/8%/8%,毛利率 7%/8%/8%。

费用率方面,我们假设 2025-2027 年销售费用率为 0.3%/0.3%/0.4%,管理费用率为 0.8%/0.8%/0.8%,研发费用率为 1.9%/1.9%/1.9%,所得税税率为 8.0%/8.0%/8.0%。

表4: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	27.9%	58.2%	21.4%	12.1%	10.0%	7.4%	7.4%	5.0%	4.0%	4.0%	2.0%	2.0%
营业成本/营业收入	88.4%	90.2%	91.3%	93.0%	92.4%	91.7%	91.7%	91.7%	91.7%	91.7%	91.7%	91.7%
销售费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用率	1.0%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
研发费用率	3.3%	2.9%	2.5%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
营业税金及附加/营业收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
所得税税率	8.6%	11.4%	8.5%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
股利分配比率	15.4%	40.7%	10.8%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

未来三年业绩预测

表5: 聚和材料未来三年业绩预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	124.88	139.95	153.99	165.39
营业成本(亿元)	114.01	130.18	142.22	151.74
销售费用(亿元)	0.49	0.40	0.50	0.60
管理费用(亿元)	2.72	3.72	4.72	5.72
研发费用(亿元)	3.72	4.72	5.72	6.72

财务费用（亿元）	4.72	5.72	6.72	7.72
营业利润（亿元）	4.83	4.44	5.55	6.97
利润总额（亿元）	4.81	4.44	5.55	6.97
归属于母公司净利润（亿元）	4.18	4.09	5.10	6.41
EPS（元）	1.73	1.69	2.11	2.65
ROE	9%	8%	10%	11%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

投资建议: 考虑到光伏新增装机增速平稳, 公司成本管控优异, 且新增空白掩模业务有望成为新利润增长点, 我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 4.09/5.10/6.41 亿元, 同比-2.3%/+24.9%/25.6%。当前股价对应 PE 为 35/28/22 倍, 维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

收购整合失败的风险; 半导体技术迭代使空白掩模需求下滑; 国内外光伏装机需求下滑。

相关研究报告:

《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》——2024-02-27

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	749	622	750	750	750	营业收入	10290	12488	13995	15399	16539
应收款项	2814	3436	1994	2194	2356	营业成本	9280	11401	13018	14222	15174
存货净额	1327	929	1495	1645	1767	营业税金及附加	15	26	26	30	40
其他流动资产	470	502	781	853	910	销售费用	40	49	40	50	60
流动资产合计	6794	6791	6191	6598	6923	管理费用	87	86	110	120	130
固定资产	204	306	337	341	342	研发费用	294	310	260	300	320
无形资产及其他	115	109	104	100	96	财务费用	39	41	77	83	80
其他长期资产	154	204	140	154	165	投资收益	41	(22)	25	25	25
长期股权投资	229	566	566	566	566	资产减值及公允价值变动	(94)	(141)	(60)	(80)	(80)
资产总计	7496	7976	7338	7759	8092	其他收入	109	211	75	95	95
短期借款及交易性金融负债	1936	2602	1879	1832	1598	营业利润	498	483	444	555	695
应付款项	476	529	285	311	332	营业外净收支	0	(2)	(0)	0	0
其他流动负债	135	143	131	144	153	利润总额	498	481	444	555	695
流动负债合计	2552	3297	2296	2287	2084	所得税费用	57	71	36	44	56
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	(8)	0	0	0
其他长期负债	23	37	37	37	37	归属于母公司净利润	442	418	409	510	639
长期负债合计	23	37	37	37	37	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2576	3334	2332	2324	2120	净利润	442	418	409	510	639
少数股东权益	0	(2)	(2)	(2)	(2)	资产减值准备	(48)	(53)	(10)	(30)	(30)
股东权益	4920	4644	5008	5437	5974	折旧摊销	60	62	24	27	28
负债和股东权益总计	7496	7976	7338	7759	8092	公允价值变动损失	0	0	20	20	20
关键财务与估值指标						财务费用	39	41	77	83	80
每股收益	1.83	1.73	1.69	2.11	2.64	营运资本变动	(1762)	(301)	430	(389)	(315)
每股红利	0.74	0.19	0.34	0.42	0.53	其它	(1356)	(1022)	42	68	65
每股净资产	20.33	19.18	20.68	22.45	24.67	经营活动现金流	(2664)	(895)	914	206	409
ROIC	12%	10%	9%	12%	13%	资本开支	(101)	(223)	(51)	(26)	(26)
ROE	9%	9%	8%	10%	11%	其它投资现金流	234	(73)	109	31	34
毛利率	10%	9%	7%	8%	8%	投资活动现金流	133	(296)	58	5	8
EBIT Margin	6%	5%	4%	4%	5%	权益性融资	(9)	(513)	0	0	0
EBITDA Margin	6%	5%	4%	5%	5%	负债净变化	2470	1793	(722)	(47)	(234)
收入增长	58%	21%	12%	10%	7%	支付股利、利息	(60)	(180)	(45)	(82)	(102)
净利润增长率	13%	-5%	-2%	25%	25%	其它融资现金流	2470	1793	(722)	(47)	(234)
资产负债率	34%	42%	32%	30%	26%	融资活动现金流	2362	1059	(844)	(211)	(417)
息率	1.3%	0.3%	0.6%	0.7%	0.9%	现金净变动	(169)	(132)	128	0	0
P/E	32.4	34.3	35.0	28.1	22.4	货币资金的期初余额	773	749	622	750	750
P/B	2.9	3.1	2.9	2.6	2.4	货币资金的期末余额	749	622	750	750	750
EV/EBITDA	26.7	26.0	29.5	23.6	19.5	企业自由现金流	(1295)	63	900	236	438
						权益自由现金流	1140	1821	107	113	130

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（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