

聚和材料（688503）

2025 年报点评：浆料保持龙头地位，拓展半导体业务矩阵

买入（维持）

2026 年 04 月 01 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 徐毓嵘

执业证书：S0600524080007
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	12,488	14,593	16,827	16,180	19,592
同比（%）	21.35	16.86	15.31	(3.85)	21.09
归母净利润（百万元）	418.01	419.68	500.92	647.03	809.62
同比（%）	(5.45)	0.40	19.36	29.17	25.13
EPS-最新摊薄（元/股）	1.73	1.73	2.07	2.67	3.35
P/E（现价&最新摊薄）	49.82	49.63	41.58	32.19	25.72

投资要点

- **事件：**公司 25 年营收 145.9 亿元，同比+16.9%，归母净利润 4.2 亿元，同比+0.4%，毛利率 7.3%，同比-1.4pct，归母净利率 2.9%，同比-0.5pct；其中 25Q4 营收 39.5 亿元，同环比+48.5%/+6%，归母净利润 1.8 亿元，同环比-5968.5%/+209.7%，毛利率 8.6%，同环比+0.7/+1.8pct，归母净利率 4.6%，同环比+4.7/+3.2pct。2025 年计提信用减值损失 1.6 亿元，主要因应收账款增加及行业周期底部对个别客户谨慎处理。
- **浆料保持高市占，新技术逐步导入：**公司 25 年出货 1867 吨，同比-8%；25Q4 银浆出货约 417 吨，同+4%/环-20%，其中 N 型出货占比达 89.13%，市场份额稳定，保持行业领先地位。我们测算 Q4 单 kg 毛利约 816 元/kg（毛利率 8.61%），受益于银价上涨，环增约 268 元/kg。新技术不断升级，推出“超细线印刷+低固含+无主栅”技术、银镍浆方案、银包铜浆方案、“种子层+铜浆”方案，2026 年公司贱金属浆料出货量有望超过 100 吨。
- **收购境外股权、拓展半导体外延：**计划以 680 亿韩元收购韩国 SKE 空白掩膜基板相关业务部门，2026 年 1 月签署补充协议，3 月完成 ODI 备案，交割有序推进，其生产用于 DUV-ArF 和 DUV-KrF 光刻技术节点的空白掩膜基板，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膜板客户验证，本次收购标的技术覆盖 14-90 纳米环节，填补国产化空白。目标公司产能位于韩国，具备约年产 1 万片产能，空白掩膜版市场价格约数万元/片、厂商盈利能力高；收购后公司计划充分利用产能，并引入上海生产基地，预计 2026 年中开始建设，第一期设备已下单；2026 年韩国产能将从 1 条线扩展至 2 条线（1 条规模化量产，1 条柔性生产）。
- **费用同比优化、经营现金流出：**公司 25 年期间费用 4.5 亿元，同比-7.5%，费用率 3.1%，同比-0.8pct，其中 Q4 期间费用 1 亿元，同环比+45.2%/+0%，费用率 2.6%，同环比-0.1/+0.2pct；25 年经营性净现金流 -30.7 亿元，同比+242.7%，其中 Q4 经营性现金流 3.8 亿元，同环比-490.9%/+49.6%；25 年末银粉、银浆等存货 11.1 亿元，较年初-16.3%。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司银浆主业市占率保持高位、出货环比增长，费用率下降、盈利韧性较强；并购 SKE 空白掩膜业务拓展半导体外延，成长逻辑清晰，我们预计公司 26/27 年归母净利润为 5/6.5 亿元（原预期 5/6.5 亿元），新增 28 年归母净利润预测 8.1 亿元，同比+19%/+29%/+25%。维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	82.74
一年最低/最高价	28.51/107.30
市净率(倍)	4.00
流通 A 股市值(百万元)	16,624.10
总市值(百万元)	20,025.86

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.70
资产负债率(% ,LF)	58.26
总股本(百万股)	242.03
流通 A 股(百万股)	200.92

相关研究

《聚和材料(688503): 2025 第三季度报点评：银浆市占率保持高位，拓展半导体外延》

2025-10-29

《聚和材料(688503): 2025 半年报点评：市占率稳中有升，新技术全面布局》

2025-08-31

聚和材料三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	10,294	11,494	12,108	12,068	营业总收入	14,593	16,827	16,180	19,592
货币资金及交易性金融资产	2,662	5,850	6,671	9,885	营业成本(含金融类)	13,524	15,527	14,980	18,039
经营性应收款项	6,254	4,051	3,895	489	税金及附加	33	22	21	25
存货	1,110	1,294	1,248	1,503	销售费用	50	66	63	76
合同资产	0	0	0	0	管理费用	109	109	105	127
其他流动资产	268	299	294	191	研发费用	255	404	388	470
非流动资产	1,684	1,712	1,712	1,712	财务费用	35	119	60	44
长期股权投资	785	785	785	785	加:其他收益	99	24	27	0
固定资产及使用权资产	503	458	458	458	投资净收益	82	59	59	0
在建工程	6	46	46	46	公允价值变动	(117)	(60)	0	0
无形资产	84	114	114	114	减值损失	(172)	(40)	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	17	20	20	20	营业利润	480	564	647	810
其他非流动资产	288	288	288	288	营业外净收支	(2)	0	0	0
资产总计	11,978	13,206	13,821	13,780	利润总额	478	564	647	810
流动负债	6,936	7,679	7,647	6,797	减:所得税	66	63	0	0
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,782	6,282	6,282	6,282	净利润	412	501	647	810
经营性应付款项	535	716	691	0	减:少数股东损益	(7)	0	0	0
合同负债	12	10	10	0	归属母公司净利润	420	501	647	810
其他流动负债	608	672	665	515	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.73	2.07	2.67	3.35
非流动负债	42	42	42	42	EBIT	557	683	707	854
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	635	763	707	854
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	7.32	7.73	7.41	7.93
租赁负债	6	6	6	6	归母净利率(%)	2.88	2.98	4.00	4.13
其他非流动负债	37	37	37	37	收入增长率(%)	16.86	15.31	(3.85)	21.09
负债合计	6,978	7,722	7,689	6,839	归母净利润增长率(%)	0.40	19.36	29.17	25.13
归属母公司股东权益	5,010	5,494	6,141	6,950					
少数股东权益	(9)	(9)	(9)	(9)					
所有者权益合计	5,000	5,484	6,131	6,941					
负债和股东权益	11,978	13,206	13,821	13,780					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(3,069)	2,964	919	3,371	每股净资产(元)	20.70	22.70	25.37	28.72
投资活动现金流	(173)	(69)	59	0	最新发行在外股份(百万股)	242	242	242	242
筹资活动现金流	3,625	349	(157)	(157)	ROIC(%)	5.33	5.38	5.85	6.66
现金净增加额	366	3,228	821	3,214	ROE-摊薄(%)	8.38	9.12	10.54	11.65
折旧和摊销	77	80	0	0	资产负债率(%)	58.26	58.47	55.64	49.63
资本开支	(255)	(105)	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	49.63	41.58	32.19	25.72
营运资本变动	(3,733)	2,192	173	2,404	P/B(现价)	4.16	3.79	3.39	3.00

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>