

聚和材料（688503）

2023 年年报点评：2023 年出货高增、LECO 上量助力 2024 年量利坚挺

买入（维持）

2024 年 04 月 02 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

研究助理 徐铨嵘

执业证书：S0600122080018

xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	6,504	10,290	14,760	17,176	19,741
同比	27.94%	58.21%	43.44%	16.37%	14.93%
归母净利润（百万元）	391.21	442.08	738.90	880.61	1,021.22
同比	58.53%	13.00%	67.14%	19.18%	15.97%
EPS-最新摊薄（元/股）	2.36	2.67	4.46	5.32	6.17
P/E（现价&最新摊薄）	24.38	21.58	12.91	10.83	9.34

关键词：#业绩不及预期

投资要点

■ **事件：**公司发布 2023 年报，2023 年营收 102.9 亿元，同增 58.21%；归母净利 4.42 亿元，同增 13%。其中 2023Q4 营收 28.91 亿，同增 77.96%，环减 10.15%；归母净利 0.01 亿，同减 98.56%，环减 99.25%。2023 年毛利率为 9.82%，同降 1.73pct，2023Q4 毛利率 6.72%，同减 5.68pct，环减 5.41pct。低于快报值：主要系 PERC 亏损导致银浆承压；费用端系 2023Q4 计提减值所致。

■ **P 型承压拉低盈利、LECO 导入助力量利坚挺：**2023 年银浆出货约 2003 吨，同增 47%；其中 2023Q4 银浆出货约 549 吨，同增约 57%/环减约 10%，TOPCon 占比约 40%。测算 2023Q4 加工费（单 kg 毛利）约 354 元/kg，环降 286 元/kg；主要系 2023Q4PERC 电池亏损大幅停线，公司让利客户不赚净利；2024Q1 公司 LECO 银浆 3 月迅速上量、加工费预计 800 元+/kg(较常规 TOPCon 溢价 200 元)，随技术迭代保持溢价；我们预计 2024 年出货量超 3000 吨，保持高增！

■ **海外扩产+银粉玻璃粉逐步自供、增强一体化竞争力：**2023 年底公司产能达 3000 吨；同时完成泰国 600 吨银浆项目，加强全球化布局。公司当前银粉逐步国产化，2023 年 PERC 银粉已 100%国产，TOPCon 国产银粉占比约 50%。同时公司收购江苏连银（聚有银）逐步银粉自供，2023Q4 已实现吨级月出货；同时拟投建 3000 吨电子级银粉+300 吨玻璃粉，我们预计 2024 年银粉自供 500 吨，增强竞争力。

■ **随规模扩大现金流出、存货有所增加：**公司 2023 年经营性现金净流出 26.6 亿，较 2022 年多流出 7.51 亿，主要系出货量的增加导致采购支出增加；存货约 13.27 亿，较 2023Q3 末上升 2.8 亿，年底银浆库存为 45 吨，成品库存较低。

■ **投资评级：**考虑到产业转型调整，产品价格下行，公司盈利承压，下调 2024-2025 年盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年归母净利 7.4/8.8/10.2 亿元（2024-2025 年前值为 7.42/9.54 亿元），同增 67%/19%/16%，给予 2024 年 18 倍 PE，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)	57.41
一年最低/最高价	35.30/132.46
市净率(倍)	1.93
流通 A 股市值(百万元)	6,886.86
总市值(百万元)	9,508.70

基础数据

每股净资产(元,LF)	29.70
资产负债率(%LF)	34.36
总股本(百万股)	165.63
流通 A 股(百万股)	119.96

相关研究

《聚和材料(688503)：2023 年业绩快报点评：23Q4 电池停线银浆量利承压，3 月 LECO 有望上量》

2024-02-26

《聚和材料(688503)：聚和材料 23 年中报点评：N 型占比持续提升，享受量价双升 α》

2023-08-18

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,794	7,798	9,234	10,804	营业总收入	10,290	14,760	17,176	19,741
货币资金及交易性金融资产	2,143	2,765	3,736	4,670	营业成本(含金融类)	9,280	13,153	15,388	17,747
经营性应收款项	3,261	3,832	4,091	4,511	税金及附加	15	19	22	26
存货	1,327	1,096	1,282	1,479	销售费用	40	61	67	69
合同资产	0	0	0	0	管理费用	87	133	155	158
其他流动资产	63	105	125	144	研发费用	294	450	515	582
非流动资产	702	736	793	864	财务费用	39	40	41	35
长期股权投资	229	229	229	229	加:其他收益	29	19	27	36
固定资产及使用权资产	176	161	156	153	投资净收益	41	69	81	111
在建工程	43	63	93	133	公允价值变动	(13)	(15)	0	0
无形资产	115	145	175	205	减值损失	(94)	(130)	(100)	(120)
商誉	23	23	23	23	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	17	15	18	21	营业利润	498	849	996	1,150
其他非流动资产	99	99	99	100	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	7,496	8,533	10,027	11,668	利润总额	498	849	996	1,150
流动负债	2,552	3,097	3,710	4,329	减:所得税	57	110	116	129
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,936	2,436	2,936	3,436	净利润	441	739	881	1,021
经营性应付款项	476	438	513	592	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	5	9	10	12	归属母公司净利润	442	739	881	1,021
其他流动负债	135	213	251	290	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.67	4.46	5.32	6.17
非流动负债	23	23	23	23	EBIT	545	889	1,037	1,185
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	617	923	1,073	1,223
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	9.82	10.89	10.41	10.10
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	4.30	5.01	5.13	5.17
其他非流动负债	13	13	13	13	收入增长率(%)	58.21	43.44	16.37	14.93
负债合计	2,576	3,120	3,733	4,353	归母净利润增长率(%)	13.00	67.14	19.18	15.97
归属母公司股东权益	4,920	5,414	6,294	7,315					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,920	5,414	6,294	7,315					
负债和股东权益	7,496	8,533	10,027	11,668					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(2,664)	485	550	511	每股净资产(元)	29.70	32.68	38.00	44.17
投资活动现金流	133	(98)	(32)	(17)	最新发行在外股份 (百万股)	166	166	166	166
筹资活动现金流	2,362	153	433	420	ROIC(%)	7.92	10.50	10.73	10.52
现金净增加额	(172)	537	951	914	ROE-摊薄(%)	8.99	13.65	13.99	13.96
折旧和摊销	72	34	36	38	资产负债率(%)	34.36	36.56	37.23	37.31
资本开支	(100)	(70)	(90)	(105)	P/E (现价&最新股本摊薄)	21.58	12.91	10.83	9.34
营运资本变动	(3,237)	(418)	(452)	(637)	P/B (现价)	1.94	1.76	1.52	1.30

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>