

聚和材料（688503.SH）

公司报告 | 首次评级报告



方田
光伏行业研究员

2026年1月23日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	77.68
总市值	188.01亿
PE-TTM	79.69
PB-MRQ	3.88

估值结果

DDM估值	价值	110.39亿
	上行空间	-41%
	状态	高估
动态估值	价值	108.66亿
	上行空间	-42%
	状态	高估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

聚和材料为光伏银浆龙头，通过收购韩国空白掩膜板资产，切入半导体“卡脖子”环节，打造新的业绩增长点。

公司成长空间星级较低，受光伏装机增速放缓及行业降本导致银耗下降的双重影响，公司光伏浆料销量或将承压。公司盈利趋势星级较好，光伏银浆盈利处于低位，行业反内卷与技术升级推动产品结构优化，公司盈利有望修复。公司产业格局星级一般，光伏银浆上下游企业行业集中度高，使得公司供应商及客户集中度均较高，叠加光伏银浆定价模式采用“银价+加工费”模式，使得公司对上下游企业议价能力较弱。公司护城河星级一般，公司具备技术优势护城河，持续加大研发投入，在研项目全面覆盖N型TOPCon、HJT、X-BC及薄膜电池不同技术路线的产品需求，若后续公司不能持续引领光伏浆料更新迭代，其护城河存在被削弱的风险。

基于未来下游需求增速放缓带动公司光伏银浆出货量增速放缓，叠加下游技术迭代带动公司产品结构优化，进而有望带动公司盈利改善的假设，目前公司估值处于高估状态。

我们区别于市场的观点

市场观点认为随着光伏电池技术迭代，产品结构优化有望带动公司盈利于2026年开始改善。考虑到当前光伏电池行业竞争加剧叠加业绩亏损，在一定程度上拖累了新技术的发展，叠加原材料价格位于高位，光伏主产业链上游价格向下游传导受阻，因此与市场不同，我们假设2026年公司盈利能力将进一步承压，后续随着光伏行业落后产能逐步出清，叠加新技术市占率提升，公司盈利能力有望逐步改善。

风险提示

1) 光伏新增装机需求不及预期会对光伏浆料需求产生影响，进而或将对公司光伏浆料的出货量产生较大影响；2) 新技术产业化进展不及预期，或将对公司光伏浆料产品出货结构及盈利能力产生影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发高端度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	7
表3：公司分业务业绩预测	7
表4：公司整体及分业务动态估值	7
表5：公司整体及分业务DDM估值	8

1. 基本信息

聚和材料主营业务为新型电子浆料的研发、生产与销售，目前已发展成为光伏浆料龙头企业，未来将通过拓展半导体材料（如空白掩模）、推进铜浆替代银浆、布局电子胶及泛半导体材料等方向，向平台型电子材料企业转型。

2. 业务介绍

对于聚和材料公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

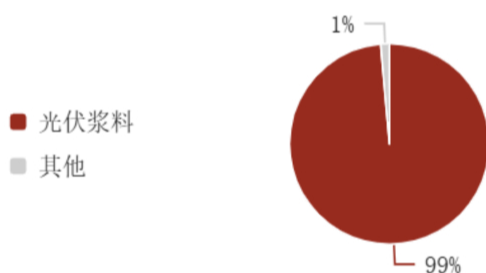
光伏浆料：

光伏浆料是用于太阳能电池金属化的关键材料，主要由导电相（如银粉、铝粉）、玻璃粉和有机载体组成，通过丝网印刷等工艺形成电极，直接影响电池的光电转换效率、稳定性和成本。我们对该业务的界定为全球光伏银浆市场。

其他：

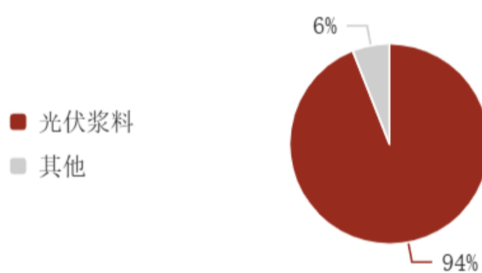
公司其他业务包括电子浆料、半导体材料、胶水及胶粘产品等。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

聚和材料以轻资产运营为核心，其主营产品光伏银浆定价采用“银价+加工费”的模式。公司深度绑定头部客户，凭借持续的技术研发满足客户定制化需求。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

光伏银浆属于轻资产行业，2025年前三季度公司固定资产占营业收入的比例为2.8%。光伏银浆核心竞争力主要在于以下两个方面：1）通过持续迭代浆料配方，提升银浆与电池片的适配性及导电效率，从而强化产品附加值；2）锁定低价原材料渠道、优化供应链管理，降低单位产品的银粉等核心原料耗用成本。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

公司研发高端度较高，2024年公司研发人员平均薪酬约34.31万元/人。作为太阳能电池电极的关键材料，光伏银浆需精准匹配不同电池技术的工艺需求，研发人员需持续优化银粉配方、印刷性能和导电效率，以提升电池转换效率并降低银耗，这一过程涉及复杂的材料科学、化学工程和半导体工艺知识，技术门槛高、研发周期长，对专业人才的技能和经验要求严苛，因此企业需提供较高薪酬以吸引和留住研发人员。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度较高，近年来公司前五大客户销售额合计占比均超50%。光伏银浆下游为光伏电池，光伏电池行业集中度较高，近年来光伏电池CR5企业产量合计占比均超50%。

3.4 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司供应商集中度高，近年来公司前五名供应商采购额合计占比超75%。银粉是光伏银浆的主要原材料，占原材料成本超98%，银粉行业集中度高，其中日本DOWA是全球最大的光伏导电浆料银粉供应商。

4. 历史经营绩效

2024年以来公司盈利能力星级及成长能力星级有所下降，光伏电池降本增效推动单W银耗下降及上游原料价格银粉上涨，使得公司光伏银浆销量增速及盈利能力均有所承压。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



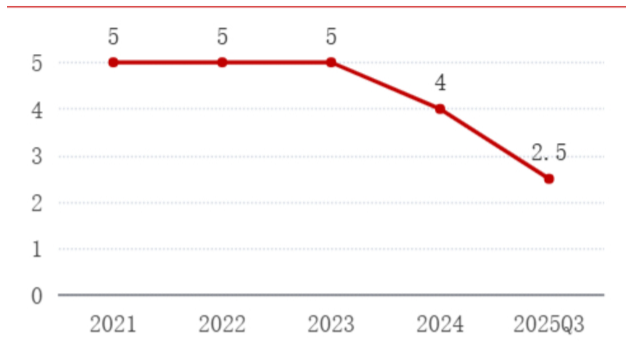
数据来源：公司财报，壹评级

2023年以来公司盈利能力星级有所下降，一方面，银粉作为光伏银浆的主要原材料，近年来银粉价格整体呈上升趋势，银粉采购成本增加；另一方面，随着光伏银浆国产化率逐步提高，进入者增多，光伏银浆竞争加剧，叠加下游电池片厂商降本压力传导，使得公司成本难以完全传导至下游，进而导致公司盈利承压。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



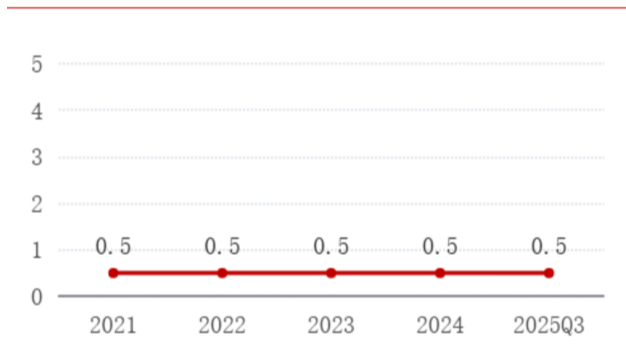
数据来源：公司财报，壹评级

2021-2023年公司成长能力星级维持高位，下游光伏新增装机需求快速增长带动公司光伏银浆销量快速增长。2024年以来公司成长能力星级有所下降，光伏电池持续推进降本增效，降低银浆单W消耗成为光伏电池降本的重要举措之一，光伏电池单W银耗下降使得光伏银浆需求增速显著放缓，公司光伏银浆销量增速承压。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

☆☆☆☆☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



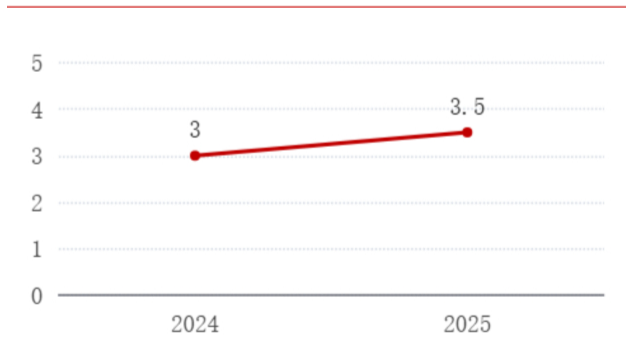
数据来源：公司财报，壹评级

2021年以来公司业务控制力星级维持低位，光伏银浆定价采用“银价+加工费”的模式，公司在产业链议价能力较低，且其对上游银粉的付款周期较短，主要以现款及信用证结算，对下游光伏电池厂商一般给予一定账期，因此公司对上下游占款能力弱。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司重视股东回报。基于对未来持续发展的信心，并为进一步增强投资者信心，公司稳步推进股份回购及现金分红，2025年股东回报能力星级有所提升。

5. 四维评级

公司盈利趋势星级较好，光伏银浆盈利处于低位，行业反内卷与技术升级推动产品结构优化，公司盈利有望修复。公司成长空间星级较低，受两大因素影响，一方面光伏行业整体新增装机增速明显放缓，市场需求端持续走弱，另一方面行业降本增效趋势下银浆单耗不断下降，双重压力叠加下，公司光伏浆料的销量面临承压态势。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间星级较低，受两大因素影响，一方面光伏行业整体新增装机增速明显放缓，市场需求端持续走弱，另一方面行业降本增效趋势下银浆单耗不断下降，双重压力叠加下，公司光伏浆料的销量面临承压态势。

光伏浆料(2.5星)：

公司光伏浆料成长空间星级较低，目前光伏新增装机基数较高，叠加国内消纳问题凸显，预计未来光伏新增装机需求增速或将显著放缓，叠加光伏行业持续推进降本增效，预计后续光伏电池单W银耗将进一步下降，或将导致公司光伏浆料销量承压。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势星级较好，光伏银浆盈利处于低位，行业反内卷与技术升级推动产品结构优化，公司盈利有望修复。

光伏浆料(3.5星)：

公司光伏浆料盈利趋势星级较好，目前光伏银浆盈利能力位于历史低位，考虑到光伏行业反内卷推进，叠加光伏电池技术迭代，未来公司产品结构优化有望带动公司盈利修复。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局星级一般，受上下游集中度高及定价模式限制，公司议价能力较弱。

光伏浆料(3星)：

公司光伏浆料产业格局星级一般，光伏银浆上下游企业行业集中度高，使得公司供应商及客户集中度均较高，叠加光伏银浆定价模式采用“银价+加工费”模式，使得公司对上下游企业议价能力较弱。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级一般，公司持续加大研发投入，全面覆盖N型TOPCon、HJT、X-BC及薄膜电池不同技术路线的产品需求，具备一定的技术优势护城河，若后续公司不能持续引领光伏浆料更新迭代，其护城河存在被削弱的风险。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
光伏浆料	(3星) 公司光伏浆料护城河宽度星级一般，其光伏银浆定价模式采用“银价+加工费”的模式，叠加其对上游银粉的付款周期较短，主要以现款及信用证结算，对下游光伏电池厂商一般给予一定账期，公司对上下游占款能力弱，使得其业务控制力星级低。	(3星) 公司具备技术优势护城河。公司与下游头部电池企业绑定，持续加大研发投入，在研项目全面覆盖N型TOPCon、HJT、X-BC及薄膜电池不同技术路线的产品需求，适配LECO技术、低于10um超窄线宽印刷、低温固化低成本导电浆料及合金浆料等新技术，实现了TOPCon 新型烧结技术银浆、HJT 银浆及低成本导电浆料产品的量产供货。考虑到光伏电池技术迭代较快，若后续公司不能持续引领光伏浆料更新迭代，其护城河存在被削弱的风险。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于未来下游需求增速放缓带动公司光伏银浆出货量增速放缓，叠加下游技术迭代带动公司产品结构优化，进而有望带动公司盈利改善的假设，目前公司估值处于高估状态。

6.1 核心假设及逻辑

光伏浆料：

收入：

1) 出货量：根据公司出货量指引，2025年公司光伏银浆出货量约2000多吨。考虑到下游光伏新增装机需求增速放缓及光伏电池单W银耗下降，预计后续随着光伏行业反内卷推进及光伏电池技术迭代，公司光伏银浆市占率有所提升，假设2026-2029年公司光伏银浆出货量年均复合增长率约1.8%。

2) 单价：考虑到原材料银价上行叠加新技术市占率提升，假设2025/2026/2027年公司光伏银浆价格分别同比增长10%/5%/1%，后续随着单W银耗下降，假设2028-2029年公司光伏银浆价格整体保持稳定。

盈利能力：

毛利率：原材料银粉价格上行，下游光伏电池企业亏损挤压，叠加TOPCon电池技术逐渐成熟，光伏银浆市场竞争加剧，假设2025/2026年公司光伏银浆毛利率分别同比下降2%/0.5%。后续随着光伏行业反内卷推进叠加新技术市占率提升，假设2027-2029年公司光伏银浆盈利有所提升。

表2：公司整体业绩预测

聚和材料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	65.0	102.9	124.9	140.5	148.1	150.6	158.5	160.8
归母净利润(亿)	3.9	4.4	4.2	3.7	2.8	4.8	7.1	8.5
归母净利润增速(%)	58.7	13.0	-5.5	-10.6	-24.5	69.4	48.7	19.8
经营性净利润(亿)	3.8	4.1	4.4	3.6	2.7	4.7	7.1	8.5
经营性净利润增速(%)	43.5	9.1	7.5	-17.5	-24.4	71.9	49.6	19.8
经营性归母净利润(亿)	3.8	4.1	4.5	3.7	2.8	4.8	7.1	8.5
经营性归母净利润增速(%)	43.5	9.4	9.3	-16.9	-24.5	69.4	48.7	19.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

光伏浆料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	64.7	102.0	123.2	138.6	146.1	148.4	156.1	158.1
收入增速(%)	27.8	57.6	20.7	12.5	5.4	1.6	5.2	1.3
经营性净利润(亿)	3.7	3.9	4.2	3.2	2.3	4.3	6.6	7.9
经营性净利率(%)	5.6	3.8	3.4	2.3	1.6	2.9	4.2	5.0
经营性净利润增速(%)	41.3	6.9	7.5	-23.9	-28.0	86.3	53.7	19.6
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.3	0.9	1.7	1.8	2.0	2.2	2.4	2.7
收入增速(%)	75.2	177.6	92.9	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
经营性净利率(%)	32.2	22.2	12.4	24.1	22.2	19.9	19.8	22.0
经营性净利润增速(%)	223.6	91.3	7.5	114.0	1.7	-1.6	9.8	22.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
光伏浆料	1.0%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	8.3
其他	5.0%	中等-	一般	一般	7.5%	13.25	0.7
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
光伏浆料(亿)	28.1	65.8	93.9	-	-	-	93.9
其他(亿)	3.1	5.3	8.4	-	0.3	6.7	14.8
公司整体测算(亿)	31.2	71.0	102.3	-	0.3	6.7	108.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
光伏浆料(亿)	47.5	45.4	93.0	-	-	-	93.0
其他(亿)	5.1	6.0	11.0	-	0.3	6.7	17.4
公司整体测算(亿)	52.6	51.4	104.0	-	0.3	6.7	110.4

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，一方面，通过对比公司历史实际业绩与预测业绩，发现历史可预测性一般；另一方面，光伏行业仍处于技术迭代中，未来主流技术存在一定的不确定性，或将对公司业绩产生影响。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。