

评级变动报告

聚和材料 688503.SH



鉴于原材料银粉价格大幅上涨，叠加公司加强供应链管理，2026年一季度公司业绩同比大幅增长，超预期，我们全面上调了聚和材料2026-2029年光伏银浆单位售价预期。核心原因如下：

原料价格上涨支撑银浆价格抬升：光伏银浆定价采用“银价+加工费”的模式，受宏观货币宽松、工业需求爆发与供需错配、资金投机及避险情绪等因素影响，使得2025年银价大幅抬升。受成本端支撑影响，2025年及2026年一季度公司光伏银浆售价同比提升。

公司为光伏浆料龙头企业，布局半导体材料打造第二增长曲线。成本端支撑有望抬升公司光伏银浆售价，综合评估，我们对聚和材料的DDM估值上调了18.4%，目前处于高估状态。

公司基本信息



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。

公司深度评级

所属行业	TMT	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	130.69亿(较上期+18.39%)
当前股价	93.66元	盈利趋势	↓★★★★☆	状态	高估(上行空间-42%)
总市值	226.69亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	36.59	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	126.56亿(较上期+16.47%)
PB-MRQ	4.27			状态	高估(上行空间-44%)

公司盈利预测

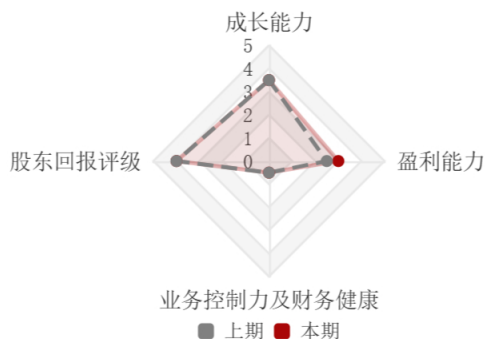
聚和材料	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	102.9	124.9	145.9	217.7	199.6	192.8	182.0	173.5
归母净利润(亿)	4.4	4.2	4.2	9.5	9.0	8.9	8.5	8.6
归母净利润增速(%)	13.0	-5.5	0.5	125.2	-5.2	-0.9	-4.8	1.2
经营性净利润(亿)	4.1	4.4	4.3	9.4	8.9	8.9	8.5	8.6
经营性净利润增速(%)	9.1	7.5	-2.7	118.6	-4.8	-0.7	-4.6	1.2
经营性归母净利润(亿)	4.1	4.5	4.4	9.5	9.0	8.9	8.5	8.6
经营性归母净利润增速(%)	9.3	9.3	-2.8	116.7	-5.2	-0.9	-4.8	1.2

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

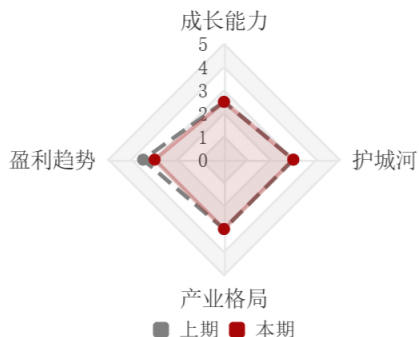
盈利能力提升0.5星级：上期星级2.5星，本期星级3.0星。

一方面，上游原料银粉价格上涨使得公司光伏银浆售价同比大幅提升；另一方面，公司加强供应链管理，双重因素作用使得2026年一季度公司盈利能力有所提升。

深度评级变动分析

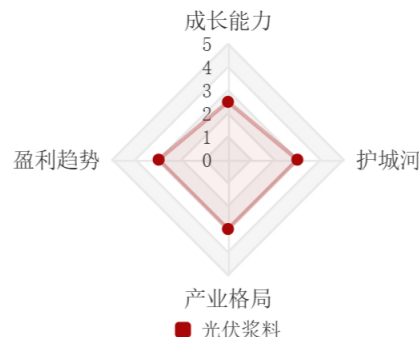
四维深度评级

四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-25

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-25

盈利趋势下降0.5星级：上期星级3.5星，本期星级3.0星。

受光伏银浆售价提升及公司加强供应链管理影响，2026年一季度公司光伏银浆盈利能力有所修复，预计后续盈利能力修复空间有所下降。

估值评级

DDM估值上升+18.39%：上期 110.39亿，本期 130.69亿。**动态估值上升+16.47%：**上期 108.66亿，本期 126.56亿。

公司DDM估值上调18.4%，主要是我们对公司近期收入及盈利预测进行了上修。

1、近期：我们对公司2026-2029年收入及归母净利润预测进行了全面上调，主要基于对公司产品销售单价的重新评估。

1) 未来三年收入预测的上调:

我们对公司营业收入的预测出现上调,主要是我们对公司光伏浆料销售单价的预测做出调整。

光伏浆料产品平均销售单价: 经过评估,我们对2026-2029年公司光伏浆料销售单价进行大幅上调,主要基于宏观货币宽松、工业需求爆发与供需错配、资金投机及避险情绪共同作用,公司上游原料银粉价格大幅上涨,使得2026Q1公司光伏浆料售价同比大幅提升。

2、未来三年归母净利润预测的上调

我们对公司2026-2029年归母净利润预测的上调幅度大于收入,主要是我们对公司光伏浆料的毛利率预测做出调整。

光伏浆料毛利率: 经过评估,我们对公司2026-2029年光伏浆料毛利率进行了上调,主要基于公司加强供应链管理,使得公司2025年及2026Q1光伏浆料毛利率均高于此前预测值,我们在此基础上上调了公司2026-2029年光伏浆料毛利率。

2、远期: 我们对公司远期营业收入的预测维持不变,我们对长期光伏浆料价格中枢、市占率预测未做出重大调整。

长期光伏浆料价格中枢: 经过评估,我们对长期光伏浆料价格维持不变,主因虽然短期价格波动较大,但在DDM模型的永续期假设中,我们依然遵循均值回归原则,不因短期价格波动而大幅改变长期均衡价格假设,以保持估值的审慎性。

长期光伏浆料占率: 经过评估,我们对公司光伏浆料远期市占率未作出重大调整,基于公司现阶段产能情况及行业扩产情况未出现明显变动,因此不调整其远期市占率。

盈利预测

核心假设及逻辑

光伏浆料:

收入:

1) 出货量: 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2026-2030年公司光伏银浆出货量年均复合增长率约2.3%。

2) 单价: 2025年以来,银价大幅上涨使得公司原料银粉价格大幅上涨,虽然2026年2月以来银价有所回落,但仍位于历史较高位置,考虑到光伏银浆定价采用“银价+加工费”的模式,假设2026/2027/2028/2029/2030年公司光伏银浆价格分别同比+70%/-10%/-10%/-6%/-5%。

盈利能力:

毛利率: 公司加强供应链管理,2025年及2026年一季度公司盈利能力有所修复,预计后续随着光伏行业反内卷推进叠加新技术市占率提升,公司盈利有望进一步修复,假设2026-2030年公司光伏银浆盈利有所提升。

公司整体业绩预测

聚和材料	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	102.9	124.9	145.9	217.7	199.6	192.8	182.0	173.5
归母净利润(亿)	4.4	4.2	4.2	9.5	9.0	8.9	8.5	8.6
归母净利润增速(%)	13.0	-5.5	0.5	125.2	-5.2	-0.9	-4.8	1.2
经营性净利润(亿)	4.1	4.4	4.3	9.4	8.9	8.9	8.5	8.6
经营性净利润增速(%)	9.1	7.5	-2.7	118.6	-4.8	-0.7	-4.6	1.2
经营性归母净利润(亿)	4.1	4.5	4.4	9.5	9.0	8.9	8.5	8.6
经营性归母净利润增速(%)	9.3	9.3	-2.8	116.7	-5.2	-0.9	-4.8	1.2

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

光伏浆料	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	102.0	123.2	144.2	215.8	197.5	190.5	179.5	170.8
收入增速(%)	57.6	20.7	17.0	49.6	-8.4	-3.6	-5.8	-4.8
经营性净利润(亿)	3.9	4.2	4.0	9.1	8.7	8.6	8.2	8.3
经营性净利率(%)	3.8	3.4	2.8	4.2	4.4	4.5	4.5	4.8
经营性净利润增速(%)	6.9	7.5	-4.5	127.2	-5.0	-0.9	-4.9	1.2
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.9	1.7	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.8
收入增速(%)	177.6	92.9	3.5	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
经营性净利润(亿)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
经营性净利率(%)	22.2	12.4	16.1	13.8	13.1	12.4	11.4	10.6
经营性净利润增速(%)	91.3	7.5	34.4	-5.5	4.6	3.8	1.6	2.4

数据来源：壹评级

动态估值

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	0.9%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	8.5
其他	5.0%	中等	一般	一般	7.5%	14.36	0.3
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)	42.7	71.9	114.7	-	-	-	114.7
其他(亿)	1.4	2.9	4.3	-	0.3	7.9	11.9
公司整体测算(亿)	44.1	74.8	119.0	-	0.3	7.9	126.6

数据来源：壹评级

DDM估值

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)	67.6	50.2	117.8	-	-	-	117.8
其他(亿)	2.4	2.9	5.3	-	0.3	7.9	12.9
公司整体测算(亿)	70.0	53.1	123.1	-	0.3	7.9	130.7

数据来源：壹评级

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。

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任何变更。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式翻版、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何有悖原意的引用、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。