

风电胶量利齐升，打造专精特新新材料平台

康达新材(002669)

事件概述:

事件 1: 2023 年 4 月 6 日, 国家能源局发布《2023 年能源工作指导意见》, 要求发电量达到 9.36 万亿千瓦时左右, 风电、光伏发电量占全社会用电量的比重达到 15.3%, 稳步推进重点领域电能替代。

事件 2: 2023 年 4 月 14 日, 公司发布 2022 年年报, 2022 年, 公司实现营业收入 24.66 亿元, 同比+8.57%; 实现归母净利润 0.48 亿元, 同比+117.83%。

分析判断:

► 风电“走向深海”, 结构胶需求迎来高峰

作为我国能源结构转型的重要战略支撑, 在风电降本趋势下, 海上风电装机规模的将持续高速增长。国家能源局数据显示, 2022 年我国新增风电装机 37.63GW, 累计装机达 365.44GW; 据世界风能协会预测, 2023-2025 年全国风电年均新增装机容量约 60GW-70GW, 其中 2023 年装机量有望达到 80GW, 而海上装机将恢复到 8-10GW 水平, 海上风电未来 10 年 CAGR 超过 25%。风电用结构胶是影响叶片力学及结构的主要材料, 在风电叶片材料成本中占比仅 11%。据新材料产业联盟数据, 1GW 风电叶片预计消耗 700 吨结构胶。我们预计 2026 年底我国累计风电装机量有望达到 635GW, 环氧结构胶市场需求将超过 42 万吨。

► 稳定主业龙头地位, 原料价格回落助力业绩反转

公司现有环氧结构胶类产能 4.66 万吨/年, 市占率超过 60%, 为行业绝对龙头。2021 年 10 月, 公司发布非公开发行股票预案, 拟募集 7.5 亿用于福建康达新宇、唐山康达化工各 3 万吨的扩产项目, 扩产产品主要为传统的胶粘剂, 还有部分水性胶粘剂和水性涂料。该募投项目将充分满足风电装机需求, 并为公司在环保胶粘剂领域提供稳定业绩支撑。2022 年中以来, 公司原材料环氧树脂和双酚 A 持续下跌, 截至 2023 年 3 月 14 日, 较去年最高点分别回落 2.55、2.06 万元/吨, 第四季度公司归母净利润由负转正, 全年经营业绩较去年同期实现增长。我们认为, 2023-2024 年随着全球经济增速放缓, 原油价格震荡下行, 公司原材料价格有进一步下降空间, 利润有望延续改善趋势。

► 内生外延并举, 打造新材料综合平台

公司通过内生与外延相结合的方式, 以胶粘剂为基础, 特种树脂为支撑, 结合自身资源与优势向先进复合材料方向纵深发展转型。2018 年公司收购成都必控(主营产品电源、滤波器), 为公司“军工+新材料”经营模式奠定了坚实的基础。公司及

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	23.70
最新收盘价:	13.81
股票代码:	002669
52 周最高价/最低价:	17.92/9.27
总市值(亿)	42.18
自由流通市值(亿)	40.14
自由流通股数(百万)	290.68



分析师: 杨伟

邮箱: yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话:

其子公司于近期陆续收购或参股了南平天宇、理日新材、成都铭瓷（30%）、惟新科技（72.51%）、博雅睿视（10%）、东华复材（参股）、彩晶光电（60.92%）等多家企业，主要产品包括 MLCC、ITO 靶材（可用于 HJT）、LCD 光刻胶感光剂材料、锂电池电解液添加剂、医药中间体（可用于 paxlovid）。多方位布局将有利于各子公司发挥自身研发优势和开发能力，并在业务和技术上实现相互协同，持续为公司利润赋能。

投资建议

我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 40.18/52.02/60.54 亿元，归母净利润分别为 2.40 /3.78/4.54 亿元，EPS 分别为 0.79/1.24/1.49 元。对应 2023 年 4 月 14 日收盘价 13.81 元，PE 分别为 18/11/9 倍。我们预计，未来随着上游原材料价格回落，公司环氧结构胶产品利润实现恢复，其他胶类产品收入稳中有升；军工业务和 ITO 靶材的陆续投产将成为公司新的利润增长点，控股子公司彩晶光电也将为公司业绩提供增量。十四五期间公司进入高速发展期，我们看好公司未来成长，给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应 2023 年目标价为 23.70 元，存在超过 60% 的上行空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动加剧、风电装机不及预期、项目投产不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,272	2,466	4,018	5,202	6,054
YoY (%)	17.6%	8.6%	62.9%	29.5%	16.4%
归母净利润(百万元)	22	48	240	378	454
YoY (%)	-89.8%	117.8%	401.7%	57.1%	20.2%
毛利率 (%)	16.0%	19.9%	23.0%	24.0%	24.4%
每股收益 (元)	0.09	0.18	0.79	1.24	1.49
ROE	1.0%	1.6%	7.5%	10.5%	11.2%
市盈率	156.93	77.15	17.55	11.17	9.29

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 胶粘剂细分市场龙头，“双驱动”发展战略.....	4
2. 风电装机加速，结构胶助力构建新能源体系.....	5
2.1. 风力发电“走向深海”，装机迎来新高峰.....	6
2.2. 进口替代大势所趋，胶粘剂行业欣欣向荣.....	8
3. 稳定主业龙头地位，原材料价跌利好业绩回升.....	11
4. 内生外延并举，打造新材料综合平台.....	12
5. 盈利预测与估值.....	13
5.1. 核心假设.....	13
5.2. 可比公司估值.....	14
5.3. 投资建议.....	15
6. 风险提示.....	15

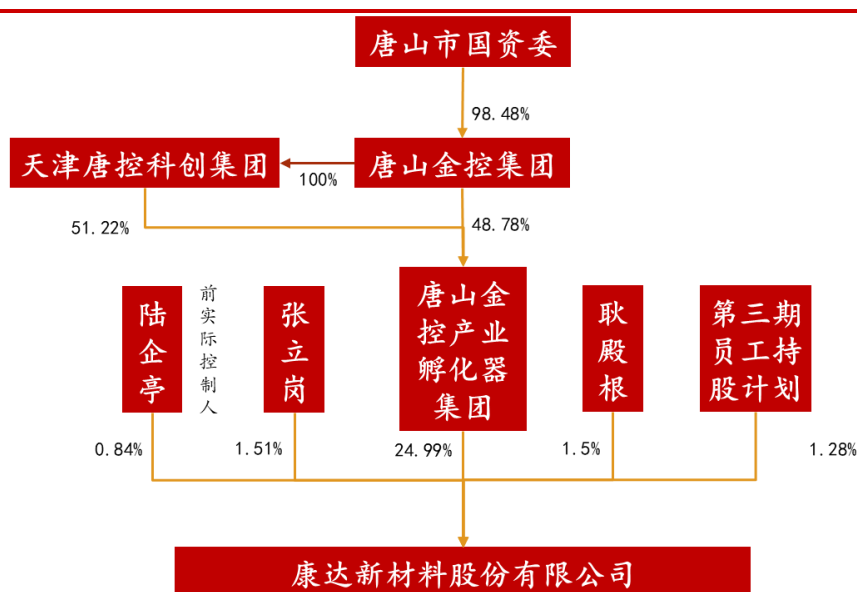
图表目录

图 1 康达新材以及相关企业股权结构图.....	4
图 2 公司收入情况（百万元；%）.....	5
图 3 公司归母净利润（百万元；%）.....	5
图 4 2022H1 公司主要产品收入结构（百万元）.....	5
图 5 公司主要产品毛利率（%）.....	5
图 6 全球和中国新增风电装机量（GW）.....	6
图 7 全球和中国累计风电装机量（GW）.....	6
图 8 风电演变趋势.....	7
图 9 海上风电技术.....	7
图 10 全球新增海上风电装机量（GW）.....	7
图 11 中国胶粘剂总产量（万吨；%）.....	8
图 12 中国胶粘剂总销售额（亿元；%）.....	8
图 13 2020 年胶粘剂出口前十位国家/地区（万吨）.....	9
图 14 2020 年胶粘剂进口前十位国家/地区（万吨）.....	9
图 15 2020 年胶粘剂市场应用情况（万吨；%）.....	9
图 16 2020 年胶粘剂市场应用占比（%）.....	9
图 17 风电叶片材料构成.....	10
图 18 风电叶片各材料成本占比（%）.....	10
图 19 新装风力涡轮机的平均尺寸.....	11
图 20 风机尺寸大型化.....	11
图 21 环氧树脂和双酚 A 市场价格（元/吨）.....	12
表 1 胶粘剂的分类和应用.....	10
表 2 公司主要产能数据（吨）.....	11
表 3 公司近期收购/参股企业.....	13
表 4 收入拆分.....	14
表 5 可比公司估值.....	15

1. 胶粘剂细分市场龙头，“双驱动”发展战略

康达新材料股份有限公司（002669）成立于 1988 年，主要从事中高端胶粘剂、功能性高分子新材料、精细化学品的生产和研发，产品涵盖环氧树脂胶、聚氨酯胶、丙烯酸酯胶、SBS 胶、热熔胶、水性胶等多个胶粘剂系列以及聚氨酯复合材料、聚酰亚胺材料等新材料产品。唐山市国资委通过唐山金控集团间接持有公司 24.99% 股权，为公司实际控制人。2018 年，公司在胶粘剂新材料业务布局基础上，通过并购方式切入军工电子领域，基于彩晶光电、惟新科技技术基础打造以电子信息材料板块为重点方向的第二增长曲线，践行“新材料和军工科技”双驱动战略。

图 1 康达新材以及相关企业股权结构图（截至最新报告期）

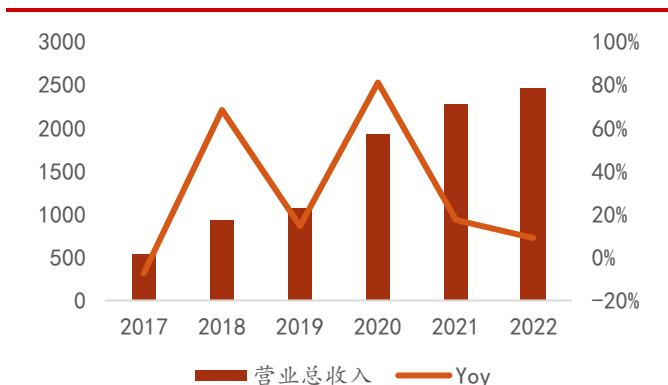


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司产品广泛应用于风电叶片制造、包装材料、轨道交通、船舶工程、汽车、电子电器、机械设备、建筑装饰及工业维修等领域。经过多年的发展，公司已成为国内风电叶片高端产品结构胶粘剂的龙头企业，主营产品包括环氧树脂胶、聚氨酯胶、丙烯酸酯胶以及 SBS 胶。

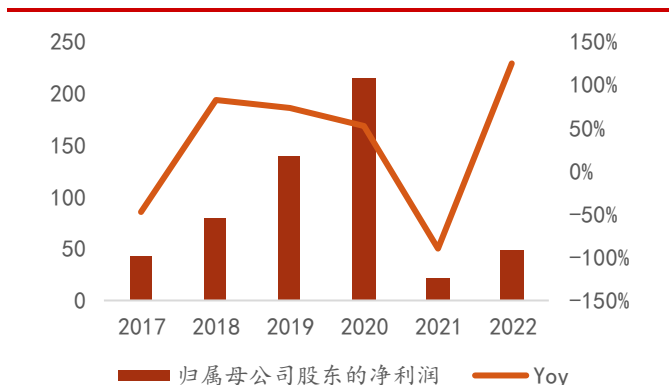
2022 年前三季度，受风电平价上网、供需关系、疫情等多重因素影响，装机量有所缩减，公司主营产品结构胶销售量随之下降，同时原材料环氧树脂价格维持高位，公司业绩有所承压。2022 年前三季度，公司实现营业收入 16.30 亿元，同比增长 14.65%；归属母公司净利润-0.34 亿元，较上年同期下降 1604.08%。随着公司主要产品原材料价格逐步回落，同时公司积极实施降本增效，优化运营效率，不断提升盈利能力，2022 年公司业绩较去年同期实现增长，全年实现营业收入 24.66 亿元，同比+8.57%；归母净利润 0.48 亿元，扭亏为盈，同比+117.83%。

图 2 公司收入情况（百万元；%）



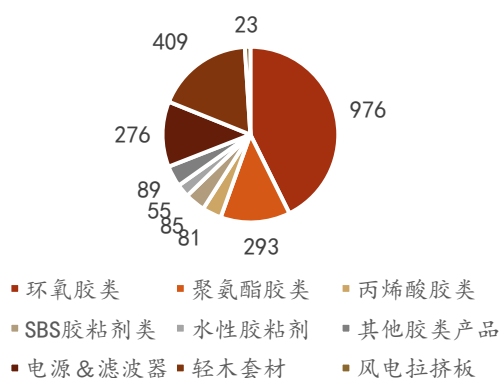
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 公司归母净利润（百万元；%）



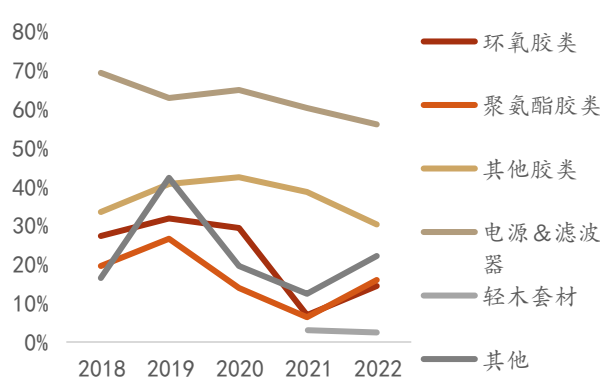
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 2022 年公司主要产品收入结构（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 公司主要产品毛利率（%）

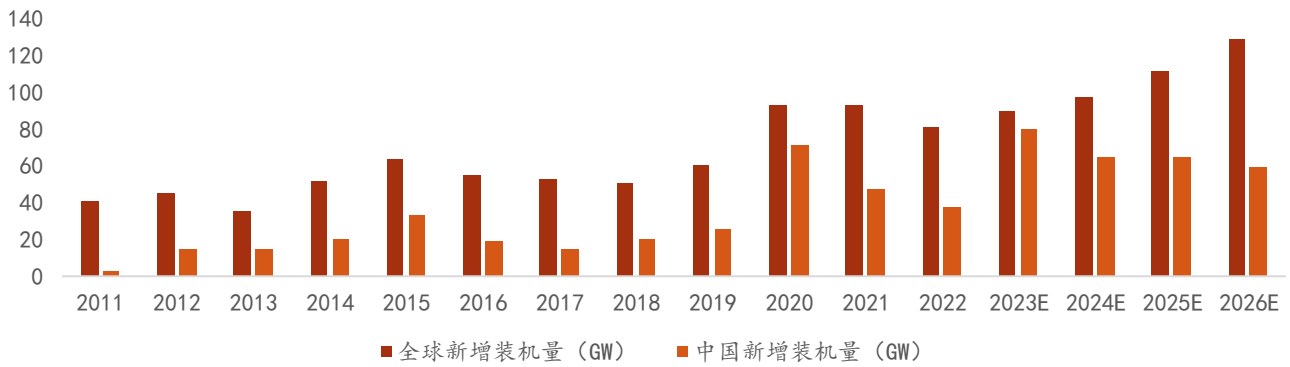


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 风电装机加速，结构胶助力构建新能源体系

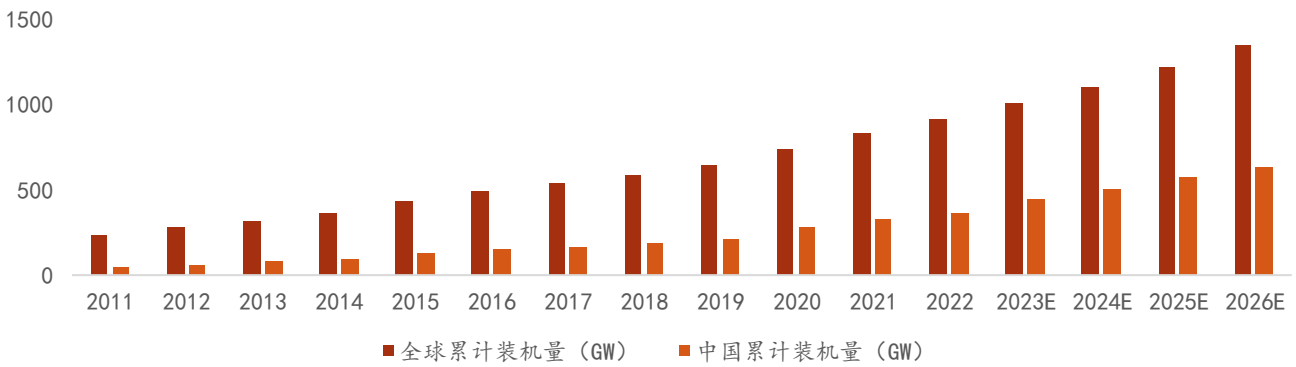
据 GWEC 《2022 年全球风能报告》，2021 年全球风电装机新增 93.60GW，为历史第二高年份，较去年同期下降 1.78%，预计到 2026 年全球风电新增装机 128.80GW，2021-2026 年 5 年 CAGR6.60%。从国内来看，伴随补贴退出，“抢装潮”推动风电并网装机量快速增长。在风电技术创新能力快速提升和政策大力支持背景下，我国已建立形成具有国际竞争力的风电产业体系。由于平价政策出台，陆上风电补贴政策的退出，2020 年国内迎来风电抢装潮，据国家能源局数据，全年新增风电装机量高达 71.67GW；2022 年我国新增风电装机 37.63GW，累计装机达 365.44GW。据世界风能协会，预计 2023-2025 年全国风电年均新增装机容量约 60GW-70GW，其中 2023 年装机量有望达到 80GW。同时《风能北京宣言》指出，2025 年后中国风电年均新增装机容量应不低于 60GW，据此我们预计 2026 年底我国累计风电装机量有望达到 635GW，2022-2026 年四年 CAGR 达 15%。

图 6 全球和中国新增风电装机量 (GW)



资料来源：国家能源局，GWEC，世界风能协会，华西证券研究所

图 7 全球和中国累计风电装机量 (GW)

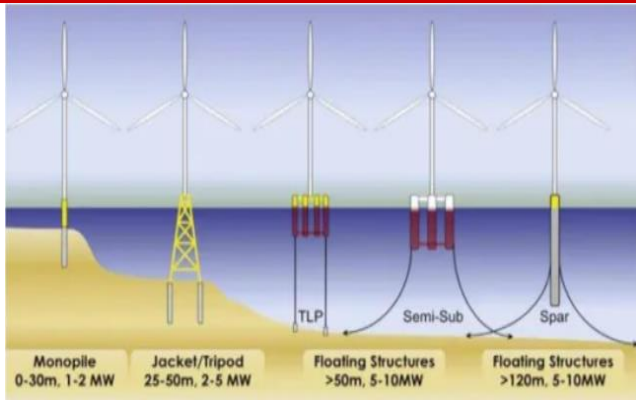


资料来源：国家能源局，GWEC，世界风能协会，华西证券研究所

2.1. 风力发电“走向深海”，装机迎来新高峰

随着近岸资源的开发趋于饱和，风电产业将逐步走向深海。深远海风资源由于没有障碍，可以达到更高、更衡定的速度，其对社会经济和环境层面的巨大潜力和战略附加值将成为实现碳中和过程中发挥关键作用的可再生能源之一。

图 8 风电演变趋势



资料来源：中国中车，华西证券研究所

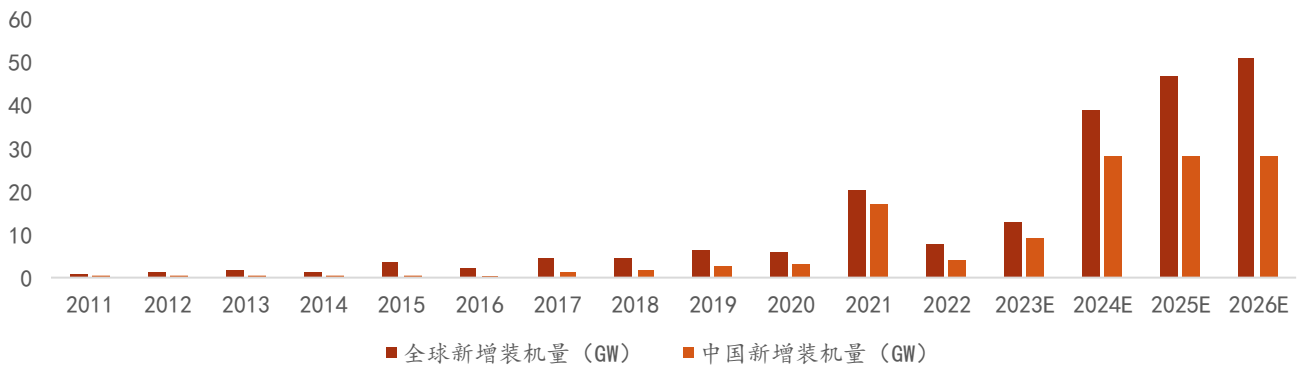
图 9 海上风电技术



资料来源：中国中车，华西证券研究所

作为我国能源结构转型的重要战略支撑，海上风电装机规模将持续高速增长。据 GWEC 数据，全球海上风电在 2021 年实现新增并网容量 21.11GW，同比增长超过 300%。从国内来看，2021 年中国海上风电新增装机量占全球的 80%，为 16.90GW，成为全球海上风电累计装机最多的国家。中电联数据显示，2022 年海上风电新增装机 4.07GW，较前年海上抢装年装机量下滑明显；但伴随度电成本迅速下降，海上风电已经基本实现了平价，海风招标规模大幅增长。据每日风电数据，2022 年海风招标量高达 17.9GW。风电协会的预测，2023 年海上装机将恢复到 8-10GW 水平，未来 10 年 CAGR 超过 25%。我们认为，丰富的海上风电相较于陆上风电优势显著，未来随着造价持续下探，海上风电在风电装机占比将不断提升，未来将成为风电领域增长主力。

图 10 全球新增海上风电装机量 (GW)

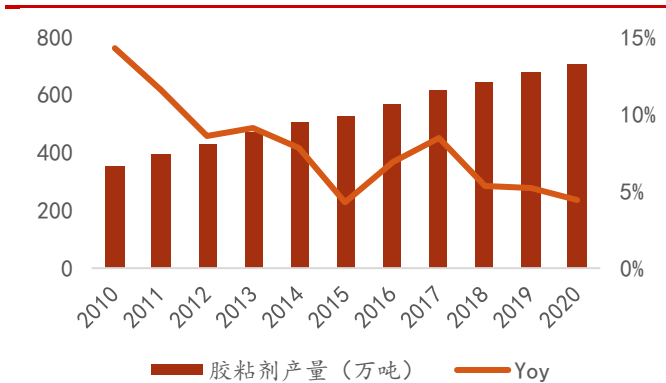


资料来源：国家能源局，GWEC，中电联，风电协会，华西证券研究所

2.2. 进口替代大势所趋，胶粘剂行业欣欣向荣

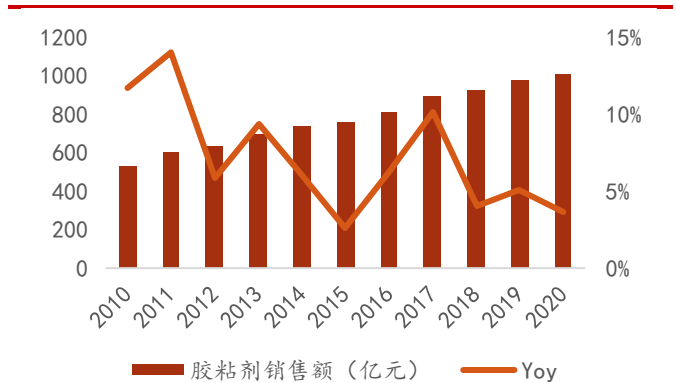
近年来，我国胶粘剂行业呈现出持续、快速、稳定发展的态势，胶粘剂产销持续高速增长。全球产业重心逐步由欧美地区向亚洲及中国转移。据中国化工信息中心统计，中国已成为全球最大的胶粘剂生产基地，产量居世界第一位。据胶粘剂和胶粘带工业协会统计的数据，2010 年以来，我国胶粘剂市场保持增长态势，2020 年全国胶粘剂产量为 709.0 万吨，同比+4.41%，2010-2020 年 5 年 CAGR7.94%；销售额首次突破千亿元大关，达 1006.4 亿元人民币，同比+3.58%。

图 11 中国胶粘剂总产量（万吨；%）



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，华西证券研究所

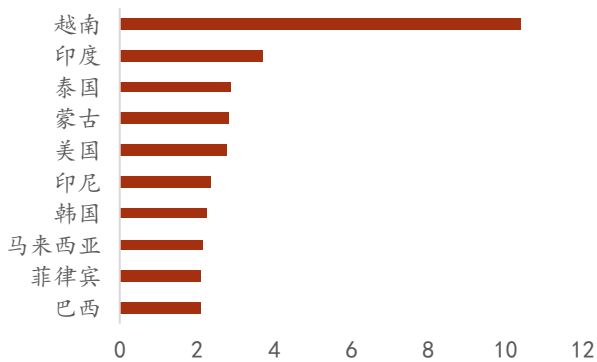
图 12 中国胶粘剂总销售额（亿元；%）



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，华西证券研究所

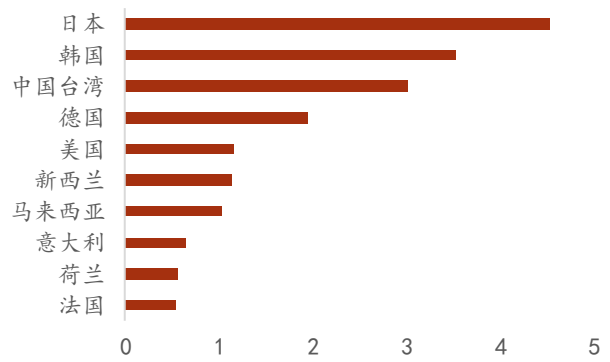
我国胶粘剂产业结构一直以来落后于时代需求，产品进出口持续出现贸易逆差，据 CATIA 数据，2020 年我国胶粘剂贸易逆差为 4.79 亿元，同比+27.06%；从胶粘剂进出口产地上分析，据 CATIA 统计，进口的产品还是日、韩和中国台湾地区为主的亚洲地区（61.6%），以及欧洲国家（24.4%）为主，两大区域占据了进口总量的 86%；出口市场相对分散，其中亚洲地区占出口的 53.9%，其次是中东非地区，占总量的 21.8%，我国胶粘剂出口数量最多的前 10 位国家或地区的出口量均在 2 万吨以上。2021 年贸易逆差仍维持高位，达 4.36 亿美元，同比-8.98%。据国务院规划，“十四五”期间，我国胶粘剂的发展目标是产量年均增长率为 4.2%，销售额年均增长率为 4.3%，力争到 2025 年末改变国产产品高端不足、低端过剩的局面，使行业高附加值产品产值的比例达到 40%。我们认为中国胶粘剂行业能够继续维持较高速增长，在政策驱动和国产替代趋势下，未来将形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

图 13 2020 年胶粘剂出口前十位国家/地区 (万吨)



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，华西证券研究所

图 14 2020 年胶粘剂进口前十位国家/地区 (万吨)

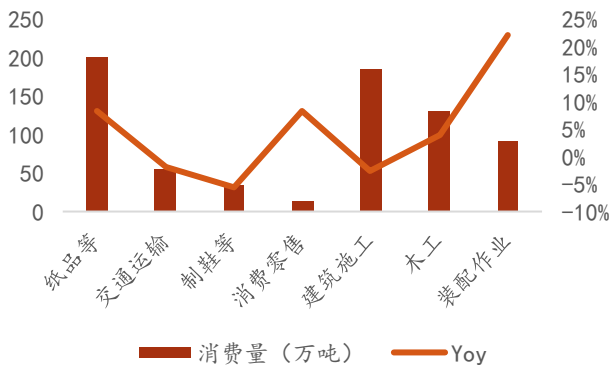


资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，华西证券研究所

2.2.1. 装配市场独领风骚，胶粘剂应用乘风而起

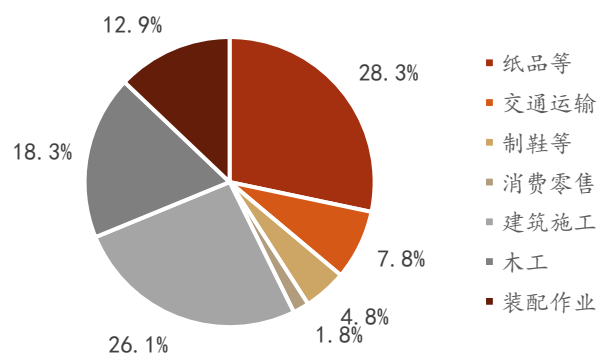
从胶粘剂下游市场应用来看，以消费电子、光伏、风电等为主的装配业市场增长较快，引领了行业的增长趋势。据中国胶粘剂和胶粘带工业协会统计，2020 年受益于我国清洁能源结构的优化发展与胶粘剂产品进口替代的加速，我国装配作业市场胶粘剂与密封剂市场消费量为 91.6 万吨，同比+22.1%。我们认为，在“双碳”政策导向下，新能源尤其是风电领域的胶粘剂需求将带动装配作业占比进一步提升。

图 15 2020 年胶粘剂市场应用情况 (万吨；%)



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，华西证券研究所

图 16 2020 年胶粘剂市场应用占比 (%)

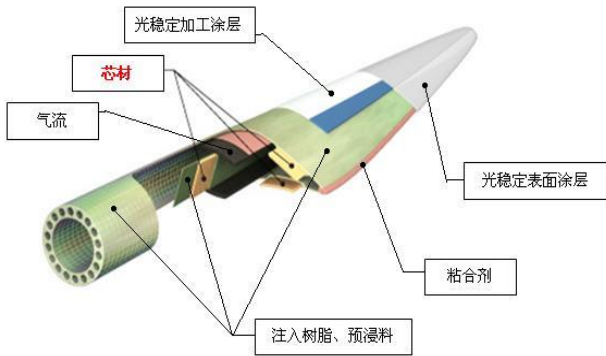


资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，华西证券研究所

2.2.2. 风电叶片大型化，推动环氧结构胶市场增长

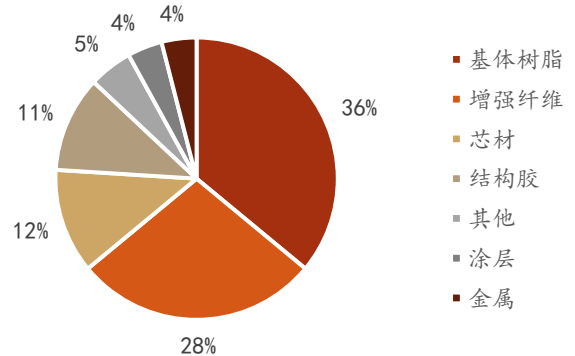
胶粘剂下游运用装配市场中，风电贡献尤为突出。风电主体部分叶片材料包括基体树脂、增强纤维、新材、结构胶、芯材、涂料及金属件等。其中结构胶粘剂是胶粘剂中的高端产品，主要应用于新能源、节能环保、交通运输、电子电器、航空航天等国家重要的新兴产业，生产该产品对企业研发能力、产品技术水平、生产过程控制等要求较高。风电用结构胶主要用于风电叶片上下壳体的粘接，是叶片结构的重要组成部分，也是影响叶片力学及结构的主要材料，在风电叶片材料成本中占比较小，仅 11%。

图 17 风电叶片材料构成



资料来源：天晟新材招股说明书，华西证券研究所

图 18 风电叶片各材料成本占比 (%)



资料来源：《复合材料结构设计对风电叶片成本的影响》，华西证券研究所

市场上主流的风电叶片用结构胶包括环氧结构胶、聚氨酯结构胶、改性丙烯酸酯结构胶等。由于风电叶片体积大，且所处环境较为苛刻，风电用结构胶在保证风电叶片使用寿命的同时，还需拥有持续且稳定的机械性能、力学性能等，以避免风电叶片在使用过程中出现开裂、脱落等现象。环氧结构胶凭借其胶接强度高、固化收缩率小、易于改性等优点从众多结构胶材料中脱颖而出，成为各大风电厂商的首要选择。

表 1 胶粘剂的分类和应用

结构胶种类	产品特点	应用领域
环氧树脂结构胶	粘接强度高，耐温、介电性能好、耐腐蚀、老化	可再生能源、建筑、电子电器、航空航天、汽车、机械、体育用品等
聚氨酯结构胶	坚韧、耐冲击、挠曲性好、剥离强度高，有很好的耐超低温、耐油和耐磨性能	汽车、高铁、木材、制鞋、包装、纺织、建筑、体育等
丙烯酸酯结构胶	室温固化速度快、粘接强度高。有的产品对所粘接的材料表面处理要求不高	机电、电子电器、汽车、游艇、医疗、建筑、工艺品、维修等
有机硅结构胶	弹性好，收缩率小，耐高低温，耐腐蚀，电绝缘性和耐候性好	建筑、装饰、家用电器、电子、照明、机械等
合成橡胶结构胶	初粘力好，胶膜韧性、弹性及挠曲性能优良，有的品种具有优良的耐油性、耐候性	木材、建筑、装饰、汽车、制鞋、包装、纺织、电子、印刷装订等

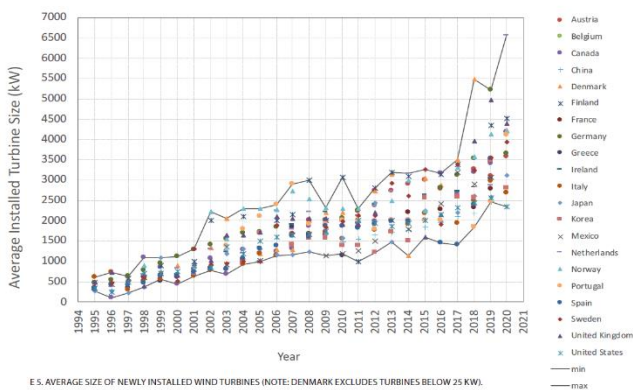
资料来源：康达新材招股说明书，华西证券研究所

目前大功率风机是风电降本的主要手段，随之而来的是叶片尺寸的不断增长。“叶轮直径越长，扫风面积越大，发电量越大”是业界普遍达成的共识。据 IEA 《2020 年风能技术合作计划年度报告》统计，2020 年风电的平均装机容量超过 3MW，而海上风电越来越多地使用 7 至 8 兆瓦的涡轮机。2022 年 8 月 30 日，中复连众下线世界最长风电叶片，此次下线的 123 米叶片，将适配 16MW 海上风电机组，大型化叶片能够在高效贡献“双碳”的同时大量节省机位点及海域占用。

随着风电功率的增大，叶片尺寸的延长，原材料包括结构胶的需求量也随之上升。据《2010 年中国风电装机容量统计》计算，当年 1.5MW 主机每片叶片用胶 350kg。以 3MW 的风机计算，单个叶片的结构胶用量可达到 630kg。据新材料产业联盟数据，1GW 风电叶片预计消耗 700 吨结构胶。我们预计，随着风电装机规划推进，到 2026 年我国将拥有超过 42 万吨环氧结构胶的市场空间。

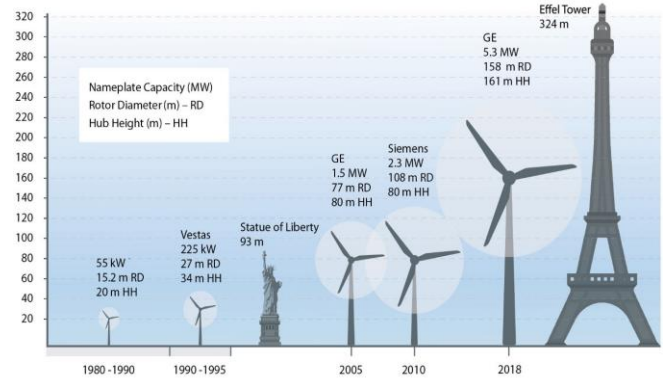
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 19 新装风力涡轮机的平均尺寸



资料来源：IEA，华西证券研究所

图 20 风机尺寸大型化



资料来源：IEA，华西证券研究所

3. 稳定主业龙头地位，原材料价跌利好业绩回升

近年来，公司大力实施技术创新、业务创新和管理创新，不断优化市场和业务结构，努力提升可持续盈利能力和核心竞争力，由单一化工胶粘剂产品生产型企业向新材料生产、研发型企业逐步转型升级。

公司现有环氧结构胶类产能 4.66 万吨/年，市占率超过 60%，为行业绝对龙头。2021 年 10 月，公司发布非公开发行股票预案，拟募集 7.5 亿用于福建康达新宇、唐山康达化工各 3 万吨的扩产项目，扩产产品主要为传统的胶粘剂，还有部分水性胶粘剂和水性涂料。项目建成投产后，公司能够大幅提高胶粘剂产销规模，提升公司胶粘剂产品在国内市场的占有率，稳定公司行业内龙头地位，进一步提高公司综合竞争力。

表 2 公司主要产能数据（吨，截至 2022 年底）

产品	已有产能（吨）	在建产能（吨）	备注
环氧胶类	46561.8	7000	扩建项目一期 30000 吨已进入后期内部装饰阶段，预计未来五年内产能增至 40000 吨
聚氨酯胶类	20000	37000	
丙烯酸胶类	1500	7000	
SBS 胶粘剂类	1000	7000	
水性胶粘剂类	8000		
其他胶粘剂产品	10000	2000	
风电环氧结构胶	25750		已有产能为环评产能
风电环氧灌注树脂	20811.8		已有产能为环评产能

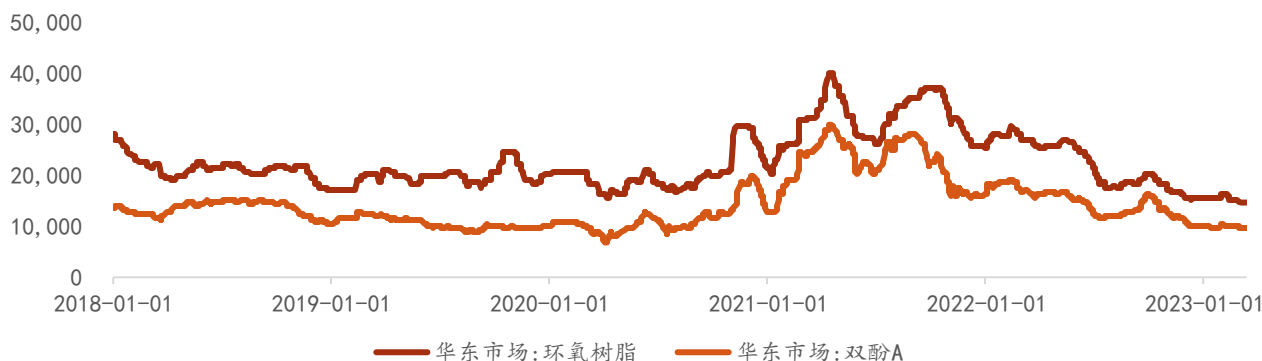
资料来源：公司公告，华西证券研究所，互动易

2022 年上半年主要原材料环氧树脂和双酚 A 同比仍处于相对高位，公司业绩承压；7 月以来原材料价格出现较大幅度下降，2022 年底较年初价格分别下降 39.61%、39.09%，公司毛利率逐渐修复，2022 年全年经营业绩较去年同期实现增长。2023 年以来，原材料价格呈继续下降态势，截至 2023 年 3 月 14 日，环氧树脂和双酚 A 的价格分别 1.47、0.96 万元/吨，较去年最高点 4.02、3.00 万元/吨分别回落 2.55、

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2.06 万元/吨。我们认为，2023-2024 年随着全球经济增速放缓，原油价格震荡下行，公司原材料价格有进一步下降空间，利润有望延续改善趋势。

图 21 环氧树脂和双酚 A 市场价格（元/吨）



资料来源：金联创，华西证券研究所

4. 内生外延并举，打造新材料综合平台

公司以内生与外延相结合的方式，以胶粘剂为基础，特种树脂为支撑，结合自身资源与优势向电子信息材料和先进复合材料方向纵深发展转型，积极推进综合新材料协同平台布局。根据公司公告、投资者调研纪要及投资者关系活动记录表：

2018 年 1 月，公司收购成都必控科技 68.15% 股权，为公司“军工+新材料”的经营模式奠定了坚实的基础。必控科技主营产品为滤波器、滤波组件和电磁兼容预测测试系统等电磁兼容以及电磁兼容解决方案等服务；下属全资子公司北京力源主要产品为电源模块，并为客户提供电源配套服务。公司产品主要应用于飞机、导弹、船舶、航天等领域，未来也可以发展民用领域。

2021 年 3 月分别收购了南平天宇和上海理日化工，弥补公司热熔胶等体系的短板。其中南平天宇生产水性酪蛋白胶和热熔胶，主要应用领域是啤酒瓶和玻璃瓶的粘接；上海理日化工主要生产聚酯热熔胶、聚酰胺热熔胶、EVA 热熔胶、聚烯烃热熔胶，主要应用于汽车滤清器、电子电缆、低压注塑、制鞋、建材、装饰、包装等行业。

2021 年 7 月，公司子公司北京康达晟璟以增资的方式投资参股成都铭瓷 30% 的股权，成都铭瓷的主要产品为多层片式陶瓷电容器（MLCC）、高能混合式钽电容器和片式钽电容器。产品可广泛应用于航空、航天、船舶及通讯、电力、轨道交通、新能源等高端领域。

2021 年 8 月，公司收购河北惟新科技 72.51% 股权进入高端 ITO 靶材领域。河北惟新科技的 ITO 靶材项目由清华大学化工系指派王玉军教授研究团队共同研发了微反应器制备高活性纳米 ITO 粉体技术，其湿法铸浆工艺生产的 1150mm×250mm 的超大尺寸靶材已达到国际先进水平。该套工艺技术成型设备投资小，可提高产品成品率及取材率，具有很大的成本优势。同时惟新科技的研发团队也在着力于 ITO 靶材产品在光伏领域的拓展应用。

2021 年 9 月，公司子公司天津璟创以增资的方式投资参股北京博雅睿视科技有限公司 10% 的股权，博雅睿视的产品主要是以技术为核心载体，以代码、软件等形式交付，结合硬件设备，已经实现了在无人驾驶、智能巡检、工业制造、超高清电视等领域的应用。

2022年3月，公司全资子公司上海康厦科技有限公司参股合肥东华复材科技有限公司。东华复材是东华大学下属的专注于复合材料的子公司。东华复材通过自有专利等进行自身产业孵化和外部合作，主要布局航空、汽车、医疗领域的碳纤维复合材料。

2022年7月，公司全资子公司新材料科技以3.73亿元的价格成功竞得彩晶光电60.92%的股权，并于2022年9月16日完成收购。彩晶光电主要从事液晶显示材料、电子信息材料、新能源材料和医药中间体（包括paxlovid）的研发、生产和销售业务，在电子信息材料领域掌握了包括液晶、OLED、光刻胶、PI等在内的基础研究和应用研究系统技术成果，客户主要为包括京东方在内的面板生产企业；目前已完成了光刻胶核心材料感光剂（PAC）产品开发，平坦层光刻胶材料（OC）已在客户处开展应用测试，为未来光刻胶材料在显示面板与半导体领域的应用奠定技术基础。

表3 公司近期收购/参股企业

时间	公司名称	主要产品	应用领域
2018.01	必控科技 (68.15%)	滤波器、滤波组件和电磁兼容预测测试系统	飞机、导弹、船舶、航天等
2021.03	南平天宇	水性酪蛋白胶、热熔胶	啤酒瓶和玻璃瓶粘接
2021.03	理日新材	聚酯热熔胶、聚酰胺热熔胶、EVA热熔胶、聚烯烃热熔胶	汽车滤清器、电子电缆、低压注塑、制鞋、建材、装饰、包装等
2021.07	成都铭瓷 (30%)	多层片式陶瓷电容器 (MLCC)、高能混合式钽电容器和片式钽电容器	航空、航天、船舶及通讯、电力、轨道交通、新能源等高端领域
2021.08	惟新科技 (72.51%)	高端 ITO 靶材	显示器、集成电路、大面积 LED、OLED、光伏等
2021.09	博雅睿视 (10%)	8K 超高清 VR 直播解决方案、4K/8K 超高清实时编解码系统等	无人驾驶、智能巡检、工业制造、超高清电视等
2022.03	东华复材 (参股)	碳纤维复合材料	航空、汽车、医疗
2022.07	彩晶光电 (60.92%)	液晶、OLED、光刻胶、聚酰亚胺 (PI) 等	电子信息、半导体、新能源

资料来源：公司公告，华西证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 核心假设

- 1、预计 2023-2024 年风电装机量逐步回暖，装机量分别为 80、65、65GWh。
- 2、受益于风电装机和行业景气度，公司 2023-2025 年环氧胶销量分别为 6.2、7.4、8 万吨，2022 年下半年以来，公司原材料价格逐步回落，2023-2024 年毛利率修复，分别为 20%、20%、20%。
- 3、公司其他胶类产品保持稳定，2023-2024 年销售量均为 1 万吨，募投胶粘剂类产品 2023 年实现投产，2023 年-2025 年分别销售 1、2.5、4 万吨，毛利率 30%、30%、28%。
- 4、电源、滤波器等军工板块产品 2022 年毛利率 56%，2023-2025 年毛利率恢复，分别为 58%、58%、60%。

表 4 收入拆分

分类	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
环氧胶	收入 (百万元)	976	1860	2220	2400
	成本 (百万元)	838	1488	1776	1920
	毛利润 (百万元)	139	372	444	480
	毛利率 (%)	14%	20%	20%	20%
聚氨酯胶类	收入 (百万元)	293	472	613	674
	成本 (百万元)	246	396	515	566
	毛利润 (百万元)	48	75	98	108
	毛利率 (%)	16%	16%	16%	16%
其他胶类	收入 (百万元)	310	320	320	320
	成本 (百万元)	216	224	224	224
	毛利润 (百万元)	94	96	96	96
	毛利率 (%)	30%	30%	30%	30%
募投胶粘剂	收入 (百万元)		220	550	860
	成本 (百万元)		154	385	620
	毛利润 (百万元)		66	165	240
	毛利率 (%)		30%	30%	28%
电源和滤波器 (军工)	收入 (百万元)	276	413	620	744
	成本 (百万元)	121	174	260	298
	毛利润 (百万元)	154	240	360	446
	毛利率 (%)	56%	58%	58%	60%
其他	收入 (百万元)	611	733	879	1055
	成本 (百万元)	556	660	792	950
	毛利润 (百万元)	55	73	88	106
	毛利率 (%)	9%	10%	10%	10%
合计	收入 (百万元)	2466	4018	5202	6054
	成本 (百万元)	1977	3095	3952	4578
	毛利润 (百万元)	490	922	1251	1476
	毛利率 (%)	20%	23%	24%	24%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

5.2. 可比公司估值

可比公司选取业内竞争格局、主营业务相近的四家上市公司，分别为回天新材（主营为胶粘剂产品）、国睿科技（军用微波雷达）、中航电子（军用雷达系统）、硅宝科技（有机硅胶龙头）。2023-2025 年四家公司 Wind 一致预期 PE 均值分别为 25、20、16 倍，康达新材 2023-2025 年 PE 分别为 18、11、9 倍，相对于可比公司，康达新材属于胶粘剂行业龙头，未来成长看好，同时横向布局军工电子、ITO 靶材等高成长、高盈利业务，将为公司贡献可观盈利，应享有一定的估值溢价。

表 5 可比公司估值

公司名称	总市值/亿元		EPS			PE			
	2023/4/17	TTM	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E	2025E
回天新材	64.50		0.75	0.99	1.32	23.89	20.08	15.10	11.37
国睿科技	200.68		0.54	0.67	0.82	32.00	29.82	23.99	19.68
中航电子	335.04	0.45	0.56	0.66	0.78	38.43	31.11	26.46	22.36
硅宝科技	67.70	0.64	1.01	1.36	1.77	27.04	17.14	12.70	9.79
						30.34	24.54	19.56	15.80
康达新材	42.18	0.18	0.79	1.24	1.49	77.15	17.55	11.17	9.29

资料来源：Wind，华西证券研究所（可比公司估值选取 Wind 一致预期）

5.3. 投资建议

我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 40.18/52.02/60.54 亿元，归母净利润分别为 2.40 /3.78/4.54 亿元，EPS 分别为 0.79/1.24/1.49 元。对应 2023 年 4 月 14 日收盘价 13.81 元，PE 分别为 18/11/9 倍。我们预计，未来随着上游原材料价格回落，公司环氧结构胶产品利润实现恢复，其他胶类产品收入稳中有升；军工业务和 ITO 靶材的陆续投产将成为公司新的利润增长点，控股子公司彩晶光电也将为公司业绩提供增量。十四五期间公司进入高速发展期，我们看好公司未来成长，给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应 2023 年目标价为 23.70 元，存在超过 60% 的上行空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

原材料价格波动加剧：公司近年业绩波动主要原因为原材料价格维持高位，若未来原材料价格反弹，将对公司利润修复造成负面影响。

风电装机不及预期：公司主营产品为风电结构胶，若未来风电装机量不及预期，将影响公司业绩。

项目投产不及预期：受内部和外部等各方面影响，公司募投项目投产进度可能延缓，公司不能满足下游需求，可能会导致市场占有率下降，对公司发展造成不利影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,466	4,018	5,202	6,054	净利润	51	242	379	456
YoY (%)	8.6%	62.9%	29.5%	16.4%	折旧和摊销	115	156	156	156
营业成本	1,977	3,095	3,952	4,578	营运资金变动	-266	-67	-831	-17
营业税金及附加	11	16	21	24	经营活动现金流	-24	360	-264	632
销售费用	88	161	208	242	资本开支	-375	-311	-361	-411
管理费用	156	249	323	375	投资	-456	-8	-8	-3
财务费用	39	31	33	43	投资活动现金流	-844	-315	-363	-407
研发费用	126	209	260	303	股权募资	692	0	0	0
资产减值损失	-17	0	0	0	债务募资	435	149	18	600
投资收益	4	4	6	7	筹资活动现金流	1,049	95	-19	557
营业利润	53	268	422	507	现金净流量	175	140	-646	782
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	53	268	422	507	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	2	27	42	51	成长能力				
净利润	51	242	379	456	营业收入增长率	8.6%	62.9%	29.5%	16.4%
归属于母公司净利润	48	240	378	454	净利润增长率	117.8%	401.7%	57.1%	20.2%
YoY (%)	117.8%	401.7%	57.1%	20.2%	盈利能力				
每股收益	0.18	0.79	1.24	1.49	毛利率	19.9%	23.0%	24.0%	24.4%
					净利率	1.9%	6.0%	7.3%	7.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	0.9%	3.8%	5.6%	5.5%
货币资金	551	692	46	828	净资产收益率 ROE	1.6%	7.5%	10.5%	11.2%
预付款项	56	72	79	103	偿债能力				
存货	670	448	979	803	流动比率	1.97	1.80	1.84	1.64
其他流动资产	1,702	2,562	2,959	3,554	速动比率	1.47	1.53	1.35	1.35
流动资产合计	2,979	3,774	4,063	5,289	现金比率	0.36	0.33	0.02	0.26
长期股权投资	141	141	141	141	资产负债率	41.1%	46.5%	44.9%	49.2%
固定资产	745	689	634	578	经营效率				
无形资产	214	294	304	314	总资产周转率	0.54	0.69	0.80	0.80
非流动资产合计	2,353	2,516	2,728	2,985	每股指标 (元)				
资产合计	5,333	6,289	6,790	8,274	每股收益	0.18	0.79	1.24	1.49
短期借款	515	514	512	1,112	每股净资产	9.83	10.55	11.79	13.27
应付账款及票据	666	1,190	1,227	1,600	每股经营现金流	-0.08	1.18	-0.87	2.07
其他流动负债	334	397	464	518	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,516	2,101	2,202	3,229	估值分析				
长期借款	486	636	656	656	PE	77.15	17.55	11.17	9.29
其他长期负债	188	188	188	188	PB	1.31	1.31	1.17	1.04
非流动负债合计	674	824	844	844					
负债合计	2,190	2,925	3,046	4,074					
股本	305	305	305	305					
少数股东权益	141	142	144	147					
股东权益合计	3,143	3,364	3,744	4,200					
负债和股东权益合计	5,333	6,289	6,790	8,274					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。