

2023年07月24日

# 业绩受益原料价跌，持续并购聚焦专精特新

## 康达新材(002669)

评级:	买入	股票代码:	002669
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	17.92/10.93
目标价格:		总市值(亿)	40.40
最新收盘价:	13.23	自由流通市值(亿)	38.46
		自由流通股数(百万)	290.68

### 事件概述

2023年7月15日，公司发布半年报业绩预告，2023年上半年公司扭亏为盈，预计实现归母净利润3200万元-3500万元，同比+318.10%-338.55%；预计扣除非经常性损益后的净利润-693.10万元至-993.10万元，同比+41.48%-59.16%；EPS为0.11-0.12元。

2023年7月20日，公司公告，公司拟以全资子公司北京康达晟璟科技有限公司使用自有或自筹资金收购上海晶材新材料科技有限公司100%股权。

### 分析判断:

#### ▶ 原材料价格大幅回落，胶粘剂板块业绩受益

据公司公告，2023年一季度公司归母净利润约-1485万元，上半年扭亏为盈，实现归母净利润3200万元-3500万元，主要因收购成都赛英科技产生负商誉4400万元。上半年以来，公司胶粘剂板块主要产品原材料价格呈下降趋势，利好胶粘剂盈利恢复。据百川数据，截至2023年7月17日，环氧树脂（华东）和双酚A（华东）的价格分别1.40、1.00万元/吨，较去年最高点4.02、3.00万元/吨分别回落2.62、2.00万元/吨；2023年环氧树脂（华东）和双酚A（华东）上半年均价分别为1.46、0.96万元/吨，较去年均价分别-34%、-34%。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，使胶粘剂板块经营业绩预计较去年同期实现增长。我们认为，未来随着原油价格震荡下行，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。

#### ▶ 装配市场快速发展，环氧结构胶市场空间巨大

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。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，海上风电装机规模将持续高速增长。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，且海上风电未来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有望超过42万吨。

#### ▶ 收购晶材科技，积极打造新材料综合平台

据公司公告，截至2022年底，公司有环氧结构胶类产能4.66万吨/年，市占率超过60%，处于绝对龙头地位。此外，公司在主营业务基础上积极打造新材料综合平台。据公司公告、投资者关系活动记录表显示，公司自2018年1月以来，收购或参股了主要研发电磁兼容系统的成都必控科技、从事ITO（氧化铟锡）靶材业务的河北惟新科技、从事液晶显示业务的彩晶光电等公司。2023年3月23日，康达新材公告以1.78亿元公开摘牌赛英科技100%股权，主要从事的整机雷达业务，实现了公司在军工电子科技板块的产业链延伸。据公司投关活动记录表，一阶段公司将进一步整合电磁兼容、电源模块、钽电容、陶瓷电容

(MLCC)、微波电子系统等领域的技术研发和市场渠道资源，形成由部件级到系统级与整机级的完整产业链条。公司近期拟收购的晶材科技的产品主要应用于低温共烧陶瓷技术(LTCC)的电子元器件、电路模块的制造和封装，可同时满足军用(有源相控阵雷达、电子对抗等)和民用领域(5G手机、5G移动终端、5G路由器、5G基站、新能源汽车电子电路等)需求，其陶瓷生料带等产品打破了国外的技术垄断，实现了进口替代，填补了国内空白。

## 投资建议

由于今年以来公司部分产品下游需求结构性减弱，我们调整之前的盈利预测，预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 23.15/29.31/33.23 亿元（此前分别为 40.18/52.02/60.54 亿元），归母净利润分别为 2.14/3.57/4.35 亿元（此前分别为 2.40 /3.78/4.54 亿元），EPS 分别为 0.70/1.17/1.42 元（此前为 0.79/1.24/1.49 元），对应 2023 年 7 月 27 日收盘价 14.01 元 PE 分别为 20/12/10 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；风电装机量不及预期风险；收购进度不及预期风险。

## 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	2,315	2,931	3,323
YoY (%)	17.6%	8.6%	-6.1%	26.6%	13.4%
归母净利润(百万元)	22	48	214	357	435
YoY (%)	-89.8%	117.8%	345.8%	67.1%	21.8%
毛利率 (%)	16.0%	19.9%	18.1%	20.5%	21.0%
每股收益 (元)	0.09	0.18	0.70	1.17	1.42
ROE	1.0%	1.6%	6.8%	10.3%	11.1%
市盈率	159.20	78.27	20.03	11.99	9.85

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

研究助理：董宇轩

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

邮箱：dongyx1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

SAC NO:

联系电话:

联系电话:

## 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	2,315	2,931	3,323	净利润	51	209	350	426
YoY (%)	8.6%	-6.1%	26.6%	13.4%	折旧和摊销	115	156	156	156
营业成本	1,977	1,897	2,329	2,626	营运资金变动	-266	1,215	-1,484	1,013
营业税金及附加	11	7	10	13	经营活动现金流	-24	1,549	-1,028	1,536
销售费用	88	69	88	93	资本开支	-375	-292	-50	-91
管理费用	156	116	147	159	投资	-456	-8	-8	-3
财务费用	39	31	29	42	投资活动现金流	-844	-253	0	-27
研发费用	126	93	117	126	股权募资	692	-75	0	0
资产减值损失	-17	0	0	0	债务募资	435	149	118	600
投资收益	4	46	59	66	筹资活动现金流	1,049	20	79	553
营业利润	53	195	327	395	现金净流量	175	1,315	-949	2,062
营业外收支	0	19	30	40					
利润总额	53	214	357	435	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	2	4	7	9	<b>成长能力</b>				
净利润	51	209	350	426	营业收入增长率	8.6%	-6.1%	26.6%	13.4%
归属于母公司净利润	48	214	357	435	净利润增长率	117.8%	345.8%	67.1%	21.8%
YoY (%)	117.8%	345.8%	67.1%	21.8%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.18	0.70	1.17	1.42	毛利率	19.9%	18.1%	20.5%	21.0%
					净利率	1.9%	9.2%	12.2%	13.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	0.9%	4.0%	5.6%	6.1%
货币资金	551	1,867	918	2,980	净资产收益率 ROE	1.6%	6.8%	10.3%	11.1%
预付款项	56	44	47	59	<b>偿债能力</b>				
存货	670	15	826	197	流动比率	1.97	2.21	2.17	2.19
其他流动资产	1,702	931	2,118	1,463	速动比率	<b>1.47</b>	<b>2.14</b>	<b>1.67</b>	<b>2.06</b>
流动资产合计	2,979	2,858	3,908	4,699	现金比率	0.36	1.44	0.51	1.39
长期股权投资	141	141	141	141	资产负债率	41.1%	39.4%	43.2%	43.4%
固定资产	745	689	634	578	<b>经营效率</b>				
无形资产	214	294	304	314	总资产周转率	0.54	0.43	0.50	0.49
非流动资产合计	2,353	2,516	2,448	2,425	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	5,333	5,373	6,356	7,124	每股收益	0.18	0.70	1.17	1.42
短期借款	515	514	512	1,112	每股净资产	9.83	10.22	11.39	12.81
应付账款及票据	666	472	953	669	每股经营现金流	-0.08	5.07	-3.37	5.03
其他流动负债	334	306	341	367	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,516	1,292	1,805	2,147	<b>估值分析</b>				
长期借款	486	636	756	756	PE	78.27	20.03	11.99	9.85
其他长期负债	188	188	188	188	PB	1.31	1.37	1.23	1.09
非流动负债合计	674	824	944	944					
负债合计	2,190	2,116	2,749	3,091					
股本	305	299	299	299					
少数股东权益	141	137	130	122					
股东权益合计	3,143	3,257	3,607	4,033					
负债和股东权益合计	5,333	5,373	6,356	7,124					

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。

董宇轩：化学工程与工艺本科，金融硕士，2022年加入华西证券研究所。

### 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。

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。