

2021年03月11日

分销固本，上游材料自制&投资赋能前景广阔

同益股份 (300538)

自成立之日起，同益股份始终专注面向品牌终端厂商的上游化工材料及电子材料的分销，并不断夯实链接上游材料制造商及下游需求的材料专业顾问服务能力，形成面向终端品牌及代工厂商的上游材料一体化解决方案商业模式。

主要观点：

► **核心竞争力：**1) 近20年专注于3C产业链上游化工及电子材料分销而沉淀的深入洞察及高性价比满足终端厂商需求的能力及平台属性。2) 客户及供应商的资源沉淀优势。

► **主要增长驱动：**1) 客户与供应商共振效应显著，未来三年分销业务营收年复合增速30.21%。2) 板棒材产能不断释放，预计2021年有望实现3.05亿元，对应净利润增量达1166.78万元。3) 改性塑料产能有望2022年加速释放，对应当年营收及净利润增量分别为5.46亿元和3669.03万元。4) 投资赋能效应彰显，聚赛龙有望今年成功IPO，解禁后带来至少4676万元净利润增量。

► **盈利预测及估值：**自上市以来，公司营收始终保持良性增长态势，产业链整合效应释放，预计2020-2022年的营收分别为2182.53/3293.27/5090.28百万元，未来3年复合增速41.75%，对应归母净利润分别为31.73/70.47/178.26百万元，未来3年复合增速65.35%。基于传统分销平台属性的材料制造及投资赋能显现良好的可持续增长前景，给予同益股份2021年净利润55倍的市盈率估值，对应估值38.76亿元，目标价25.56元，首次覆盖，“买入”评级。

风险提示

终端市场需求下降的风险、募投项目经营数据不及预期的风险、投资项目上市过程的时间及最终收益规模具有不确定性、系统性风险与流动性风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,296	1,787	2,183	3,293	5,090
YoY (%)	28.3%	38.0%	22.1%	50.9%	54.6%
归母净利润(百万元)	45	39	32	70	178
YoY (%)	65.0%	-12.4%	-19.5%	92.9%	138.7%
毛利率 (%)	10.3%	10.3%	7.9%	8.1%	8.5%
每股收益 (元)	0.20	0.26	0.21	0.46	1.17
ROE	7.2%	8.7%	6.8%	6.5%	16.3%
市盈率	89.78	69.31	86.32	38.87	15.37

资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级： 买入
上次评级： 首次覆盖
目标价格： 25.56
最新收盘价： 17.92

股票代码： 300538.SZ
52周最高价/最低价： 30.90/14.93
总市值(亿) 27.2
自由流通市值(亿) 13.96
自由流通股数(百万) 77.46



分析师：王秀钢
 邮箱：wangxg1@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120519020001

联系人：余凌菲
 邮箱：yulf@hx168.com.cn

分析师：杨伟
 邮箱：yangwei2@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120519100007
 华西中小科创&化工联合覆盖

正文目录

1. 客户&供应商强耦合，“分销+”解决方案模式确立.....	4
1.1. 近 20 年专注 3C 上游材料，“分销+”模式前景广阔.....	4
1.2. 紧密的股权链接&战略专注驱动“分销+”高效率执行.....	9
1.3. 规模效应释放，近 3 年实现营收及净利润高增长.....	11
2. 预计分销高增长态势延续，未来三年营收复合增速 30.21%.....	14
2.1. 预计未来 3 年化工材料分销营收年化增速为 15.93%.....	14
2.2. 电子材料分销逆势高增长，预计未来三年复合增速 61.03%.....	17
2.3. 分销基本盘进一步夯实，预计未来 3 年净利润复合增速 21.03%.....	20
3. “分销+”稳扎稳打，预计增量年净利润达数千万量级.....	20
3.1. 基于分销进军材料制造，预计 2021 利润增量达 1007 万元.....	20
3.2. 投资赋能上游材料，聚赛龙 IPO 成功将增加 4762 万净利润.....	23
3.3. “分销+”成为核心驱动，预计今年利润增量达 2007 万元.....	25
4. 分销立基，材料自制&投资赋能弹性大，买入评级.....	25
4.1. 预计未来 3 年归母净利润复合增速达 65.35%.....	25
4.2. 估值及投资建议：目标价 25.56 元，“买入”评级.....	26
4.3. 主要风险.....	27

图表目录

图 1 同益股份公司发展历程.....	4
图 2 同益股份高效率链接材料供应双方.....	7
图 3 同益股份通过专业分销服务提升产业链效率.....	7
图 4 同益股份链接的上游材料供应商.....	7
图 5 同益股份链接的下游品牌客户及代工厂.....	7
图 6 公司核心优势.....	11
图 7 公司客户及供应商资源.....	11
图 8 公司股权结构图.....	11
图 9 2011-2020Q1-3 营收及净利润变动情况（万元）.....	13
图 10 2015-2020H1 公司分业务营收（百万元）.....	13
图 11 2015-2020E 公司分业务毛利及同比增长率.....	13
图 12 2011-2020Q1-3 可比公司毛利率变动情况.....	13
图 13 2011-2020Q1-3 可比公司存货周转率变动情况.....	13
图 14 2011-前 2020Q3 可比公司销售净利率变动.....	13
图 15 2011-前 2020Q3 存货额及其占总资产比例情况.....	14
图 16 2011-2020 前 Q3 经营净现金流情况（万元）.....	14
图 17 2011-2002Q1-3 期间费用/营业收入变化趋势.....	14
图 18 2017-2020Q1-3 可比公司研发费用率情况.....	14
图 19 2019-2023 年全球智能手机出货量.....	16
图 20 2019-2025 年全球可穿戴设备出货量.....	16
图 21 2015-2020 年中国汽车产量.....	17
图 22 2015-2020 年中国新能源汽车产量.....	17

表 1 典型上游材料厂商产品类型及应用场景举例-韩国乐天.....	7
表 2 典型上游材料厂商产品类型及应用场景举例-旭化成	8
表 3 同益股份通过定增方式拓展材料产业链价值.....	9
表 4 2016-2022E 年公司化工材料业务营收及毛利预测.....	17
表 5 2019 年全球电子材料分销商营业收入 Top10.....	19
表 6 2016-2022E 年公司电子材料业务营收及毛利预测.....	19
表 7 2016-2022E 年公司分销业务营收及净利润预测	20
表 8 2021-2023 年公司板棒材项目营收及利润预测	21
表 9 2021-2023 年公司改性塑料项目营收及利润预测	22
表 10 2021-2023 年公司募投项目综合营收及利润预测	22
表 11 广州聚赛龙投资预测表.....	24
表 12 “分销+”利润预测	25
表 13 同益股份利润预测	26
表 14 可比公司及其估值.....	27

1. 客户&供应商强耦合，“分销+”解决方案模式确立

公司前身同益有限成立于2002年12月25日。2003-2007年间，公司前身同益有限先后与韩国三星、德国巴斯夫、美国伊士曼等全球领先的材料制造商达成合作关系；2008-2012年间，积极抓住中国3C厂商发展壮大之红利，成为服务于华为、VIVO等中国品牌厂商的化工材料分销商，显著提升中国3C品牌厂商的化工材料供应链管理效率。经过2013-2015年的深化发展，同益股份形成面向品牌厂商和代工厂商的技术服务优势、产业链信息处理优势、库存协同优化优势、运营管理优势及丰富的客户资源优势（移动终端、家电、LED照明、太阳能等多类3C客户），实现跨越式增长。2016年8月26日，同益股份在深圳证券交易所上市。登陆资本市场后，秉承“让材料使用更简单”的发展宗旨，深化“品模贯通”一体化解决方案为特色的分销模式，实现营收规模及净利润的良性增长，并积极培育基于分销优势的上游化工材料制造及投资业态，进一步强化了公司满足3C强势品牌及代工客户的材料解决问题的能力。2019年获得品牌强国·创新力企业100强；2020年凭借自主研发的“物理发泡轻量化材料”荣获“荣格技术创新奖”（塑料行业专业性与影响力行业奖项）。

图1 同益股份公司发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，华西证券研究所

1.1. 近 20 年专注 3C 上游材料，“分销+”模式前景广阔

自成立至今，同益股份始终专注面向3C品牌终端厂商的上游化工材料及电子材料的分销，并不断夯实链接上游材料制造商及下游需求的材料专业顾问性服务能力，平台属性显著增强，形成面向3C终端品牌及代工厂商的上游化工材料及电子材料的一体化解决方案为特色的“分销+”商业模式，该一体化商业模式有望助力同益股份实现高达数亿元的利润弹性改善。主要成长逻辑体现在：下游厂商数量的不断拓展&面向下游客户新品研发材料需求的品类延伸成长的分销价值成长路径；以深度的材料产业洞察为基础，同益股份还通过股权投资方式助力国产上游材料的替代进程并分享成长红利；以擅长的产业链角色为基础，同益股份积极整合资源投入板棒材及改性塑料材料的生产线建设。（1）基于近20年产业深耕，同益股份形成对上游化工及电子材料产品系列的专业理解及高效率的资源整合能力，进而链接材料原厂和3C

终端品牌商及其代工厂商，显著提升供应链管理效率。①对材料原厂而言，若没有类似同益股份这样的一体化解决方案商角色，则必然面对诸如对终端需求了解不够深入、无法承接少量多批次订单、无法及时为客户提供技术支持以及无法开展必要的新材料推广等诸多困难。②对 3C 终端品牌厂商及代工商而言，若没有类似同益股份这样的一体化解决方案商角色，则必然产生因采购批量小而产生的采购成本高、交货期限拉长、工艺支持力度不足、新材料获取能力差等诸多困难。③专业化工及电子材料分销商的出现，实现了上游海量材料及下游细分需求之间的高效链接，显著缩短终端厂商的供应链管理效率并实现更为高效的成本管控，与此同时，专业化工及电子材料分销商的出现亦助力上游材料更为经济的占有最终客户市场。

(2) 目前，同益股份已经与全球领先的上游材料厂商韩国乐天、韩国三星、美国赛拉尼斯、万华化学、帝人、旭化成、日本东丽、日本斗山、华星光电、元太、KISCO 等行业知名供应商建立深度合作关系，可以向 3C 品牌终端厂商及代工厂提供工程塑料、电子材料、电气元器件等一体化材料解决方案。①由公司网站资料可知，每家上游材料厂商均具有高达成千数百种基于核心技术的化工材料产品，通过长期持续的用专业服务来链接上游材料供应商，同益股份得以与一大批国内外领先的上游材料生产商形成深度合作协同效应。——以韩国乐天为例：其材料包括智能家电外观材料、LDS 材料、压缩模 PC 材料、高外观手机材料等多个类别，每个类别下又可以细分为非常丰富的型号。再以旭化成为例：主要产品改性聚苯撑醚树脂材料于 1979 年开始生产和销售，等级包括 PPE/PS 混合物、PPE/PA 混合物和 PPE/PP 混合物，该产品具有良好的耐热性、阻燃性、尺寸稳定性和机械性能，被广泛应用于汽车零件、电气和电子零件、工业零件等诸多领域；此外，旭化成是亚洲唯一的全综合 PA66 生产商，其生产的该产品具有良好的耐热性、强度和刚性，广泛应用于汽车零件、电气和电子零件、办公设备零件。②公司目前专业分销的上游电子材料类型包括三星 SDI 太阳能电池导电银浆、三星 SDI 偏光片、光刻胶专用化学品、BTL 铝塑膜、韩松 SBR、Panax 电解液、斗山 FCCL 材料、斗山 PP 片等。③在电子元器件领域，公司面向车载电子（主要提供触摸屏、液晶屏、eSIM 卡、汽车级 LED、摄像头、FPC、PCB、光学防抖 IC 等）、智能通讯（服务于手机及智能穿戴行业，主要产品包括 PCB、FPC、ESIM 等）、智能显示（为手机及家电市场提供 TFT、OLED、AMOLED 显示类产品）等数类客户提供专业服务。

(3) 公司下游客户覆盖绝大多数中国主流 3C 消费品牌及全球品牌在华代工厂商。具体包括：包括华为、VIVO、小米、比亚迪、富士康、中兴、联想、飞利浦、信利光电、华显光电、科大讯飞、上海恩捷、广汽等众多行业影响力较强的品牌商或代工厂。④以“品模贯通”模式链接上游材料厂商及下游需求厂商，显著提升材料的使用效率并降低客户综合成本，具有面向下游客户的可复制性及基于下游客户需求的价值延伸成长性。①所谓“品模贯通”模式，即通过自身专业团队及对材料供应商技术资源的整合能力，建立共同服务全产业链的战略合作关系，为客户提供新材料推介、材料选型引导、结构设计、加工工艺优化创新、开模试料、设备改造及推荐、检测认证、技术培训、量产供料等支持与服务。在材料采购及产品生产环节扮演助力剂角色，助力上游供应商、下游客户、代工厂等全产业链参与者提升产品性能、提高效率、降低成本，实现共同壮大。②业务模式具有面向客户的可复制性，即借助日益积累的客户和供应商资源，发掘新的细分市场服务机会，形成多个细分市场相互支持、相互促进的综合竞争力，促进经营业务与价值空间不断拓展提升。③业务模式具有基于客户材料需求的价值延伸成长性，主要体现在：通过客户对专业服务的认可，在客户的产品项目中由提供某一种材料，延伸至提供多种相关材料组合、配套组件或半成品集成等，形成材料应用的局部或整体解决方案，进一步深化满足客户对直通率、供货效率、综合成本等方面的服务需求，从而提升单个应用项目的材料销售额和附加价值。

(5) 基于深度的材料产品链供需链接经验及丰富的客户资源，同益股份在赋能新兴成长性上游材料领域显示出越来越强大的价值，助力材料国产替代进程，投资项目上市后，有望为同益股份带来数以亿计的投资收益，分享上游材

料国产替代价值红利。截至目前，同益股份投资的上游材料厂商包括广州市聚赛龙工程塑料股份有限公司、杭州本松新材料技术股份有限公司、邦瓷电子科技（盐城）有限责任公司、深圳市汉崧新材料技术有限公司等。

①广州市聚赛龙工程塑料股份有限公司简介：公司成立于 1998 年，是专业从事新材料领域的改性高分子材料和工程塑料的研发、生产和销售广东省高新技术企业、广州市创新型企业。是中国合成树脂协会副理事长单位、广东省塑料协会副理事长单位、全国塑料标准化技术委员会工委委员单位。公司主要从事通用料、工程塑料、特种工程塑料、功能高分子材料和功能母粒产品的研发、生产及销售。产品主要应用于汽车、家电、电子电器、IT、和新能源材料等领域，主要客户包括日产、长安、丰田、本田、东风、比亚迪、美的、苏泊尔、格兰仕、飞利浦、松下、九阳、三菱重工、康佳、海信科龙、海尔、富士康、美芝等。目前，同益股份持有广州新赛龙 166.5 万股，广州新赛龙已经开启 IPO 申报进程。

②杭州本松新材料技术股份有限公司简介：成立于 2009 年，是一家专业从事高性能改性工程塑料的研发、生产及销售的中资科技型企业，产品广泛应用于低压电器、汽车、LED、厨电等领域。公司已于 2019 年 8 月 23 日从新三板摘牌并启动 IPO 进程。

(6) 基于深度的材料产业链洞察，同益股份通过定增方式募集资金进行板棒材（对应特种工程塑料挤出成型项目）及改性塑料生产基地的建设，增厚基于材料产业链洞察能力和资源整合能力的价值实现能力，预计两大募投项目建成达产后将新增超过 18 亿元年化营收并增加大约 1.2 亿元以上的年化利润。

①板棒材产品线简介：板棒材产品位于上游化工材料及下游需求之间，与公司擅长的产业链角色高度吻合，板棒材经过加工后以非标零部件、手板、夹治具等产品形态提供给下游品牌厂商及其代工厂，目前已经大量用于无人机、新能源汽车、智能手机、自动化设备、半导体、高铁、医疗器械、军工装备、光伏、桥梁基建等多个场景。在全球范围内，恩欣格、劳士领两家欧洲头部企业大约占据板棒材市场的 20%，尽管此类厂商具有品牌效应、技术领先、品类及规格齐全等显著优势，但亦存在价格高、反应速度慢等突出弱点。国内厂商方面：市场格局分散，前 5 家企业 2019 年全年销售收入仅为 10.5 亿元，且没有一家在规模和技术上处于绝对领先的地位。基于对板棒材市场的深度认识，同益股份计划投入 2.4 亿元定增资金新建 32000 平方米的研发及中试车间、改性造粒生产车间、挤出车间、加工车间及仓库等，购置先进生产设备 413 台/套，主要用于挤出成型板棒材的生产以及销售。募投项目建成以后，预计年产 2.46 万吨特种工程塑料挤出型板棒材及零部件，预计项目建设期 24 个月，项目达产年营业收入 7.46 亿元，净利润 5996 万元，投资财务内部收益率（税后）19.75%，投资回收期 6.64 年。

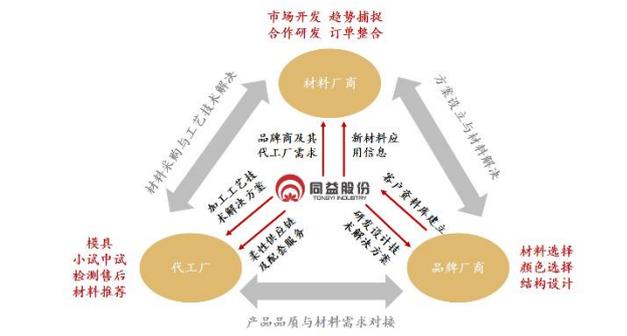
②改性塑料产品线简介：改性塑料是指在通用塑料和工程塑料的基础上，经过填充、共混、增强等方法加工改性，提高了阻燃性、强度、抗冲击性、韧性等方面的性能的塑料制品。同益股份沉浸行业近 20 年，根据对市场发展趋势的解读和判断，针对免喷涂材料、汽车轻量化材料、5G 材料、耐磨材料、生物可降解材料等方向进行深度研发并确定了良好成绩——免喷涂美学塑料与物理发泡轻量化材料分别获得 2019 年度与 2020 年度“荣格技术创新奖”。通过投入 2 亿元募投资金用于特种工程塑料改性及精密注塑项目，可助力同益股份达成 2.95 万吨/年改性材料及 0.15 万片/年注塑产品的研发、生产及应用的能力，预计项目建设期 24 个月，项目达产年营业收入 10.90 亿元，净利润 6552 万元，投资财务内部收益率（税后）22.07%，投资回收期 6.72 年。

图 2 同益股份高效率链接材料供应双方



资料来源：公司公告，招股说明书，华西证券研究所

图 3 同益股份通过专业分销服务提升产业链效率



资料来源：公司公告，招股说明书，华西证券研究所

图 4 同益股份链接的上游材料供应商



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 同益股份链接的下游品牌客户及代工厂



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 1 典型上游材料厂商产品类型及应用场景举例-韩国乐天

主要产品	产品分类	产品特性	应用场景举例
家电适用材料 ABS	ABS	颜色多样化，可实现定制级服务；	各种家用电器，包括厨房电器和生活电器，例如 WIFI 机顶盒、空气净化器、加湿器、滤水器等
	PC	优秀的颜色稳定性；	
	PC/ABS	阻燃性、耐候性、耐化学性、抗菌性、抗静电性等各 种性能方面，提供不同等级材料	
LDS 材料	PC	具有多种颜色可选，包括黑色、彩色、白色等	广泛应用于 5G 手机天线支架
	PC/ABS		
	PPA/GF		
	PP/GF		
高外观手机材料	PC/GF	具有较强的耐热性	适用于手机 TP 框，能够保护全面屏手机屏幕，降低跌落屏幕开裂几率
	PA/GF		
	PC/GF		

资料来源：公司官网，华西证券研究所

表 2 典型上游材料厂商产品类型及应用场景举例-旭化成

主要产品	产品特性	应用领域	产品应用实例	
改性聚苯撑醚树脂 PPE XYRON (采龙)	良好的耐热性、阻燃性、尺寸稳定性和机械性能，L 系列-具有很高的流动性，模具内气体释放量极低	汽车零件、电气和电子零件、工业零件	OA	
			电池盒	
			汽车部件	
			太阳能	
			卫浴	
尼龙树脂 PA66 LEONA™ (尼胺龙)	良好的耐热性、强度和刚性，90G 系列-具有增强的刚性、良好的表面外观和良好的成型性	汽车零件、电气和电子零件、办公设备零件	车顶支架	
			气门罩	
			磁力开关	
			接头	
			轮椅椅子	

资料来源：公司官网，华西证券研究所

表 3 同益股份通过定增方式拓展材料产业链价值

募投项目	市场概况	公司优势	募投意义	募投产出
特种工程塑料挤出成型项目	当前中高端塑料制品大部分由国外企业生产。我国中高端工程塑料板棒材生产厂商具有数量少、规模小、技术含量低以及管理水平低等特	1) 丰富的下游客户资源；2) 对材料产业的深度理解和需求洞察；3) 组建了板棒材领域内经验丰富的管理人员以及技术人员，相关骨干人员具备多年以上的生产、研发及管理经验。4) 公司以及组建的团队熟悉该项目用到的材料与配方的选择、设备的确定以及挤出成型工艺，掌握了实施该项目的技术以及工艺。	1) 带动中高端塑料上游材料的供给侧集中，提升国产终端品牌的供应链安全水平。2) 显著改善同益股份的盈利能力	项目建设期 24 个月，本项目达产年营业收入 74,615 万元，净利润 5,996 万元，投资财务内部收益率（税后）19.75%，投资回收期 6.64 年。
特种工程塑料改性及精密注塑项目	本次募投项目主要产品为免喷涂工程塑料、轻量化工程塑料、5G 类工程塑料、耐磨类工程塑料、防静电工程塑料等。	多年专注研发免喷涂、轻量化、耐磨、5G 材料以及其他特殊功能（防静电、阻燃等）改性材料。免喷涂美学材料与物理发泡轻量化材料分别获得 2019 年度与 2020 年度“荣格技术创新奖”，已获得 2 项发明专利和 1 项实用新型专利。	通过“特种工程塑料改性及精密注塑项目”的实施，公司将提升特种工程塑料产品及其精密注塑零部件的技术水平和生产能力，提高国内特种工程塑料及精密零部件制品的自给率，推动特种工程塑料材料产业化发展进程，有效缓解国内市场供需矛盾。	特种工程塑料改性及精密注塑项目的产品有塑料改性产品（免喷涂材料、轻量化材料等）和注塑产品（小家电外壳普通产品、天线支架类产品等） 项目建设期 24 个月，本项目达产年营业收入 109,089 万元，净利润 6,552 万元，投资财务内部收益率（税后）22.07%，投资回收期 6.72 年。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 紧密的股权链接&战略专注驱动“分销+”高效率执行

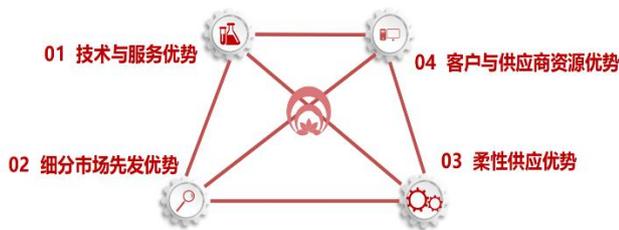
近 20 年专注于 3C 产业链上游化工及电子材料分销而沉淀的深入洞察及高性价比满足终端厂商需求的能力构成同益股份在分销领域的核心竞争力；不同于传统分销商，极端重视研发并形成自有知识产权助力同益股份基于客户及供应商的资源优势不断构建上游材料自制及上游材料厂商股权投资等新型业态。(1) 历经近 20 年 3C 产业链端到端分销经验沉淀而形成的服务于下游客户产品创新及批量供货中的低成本&高效率材料需求满足能力构成同益股份在传统分销业务领域的核心壁垒。这种壁垒主

要体现在：①深耕塑化行业近 20 年，同益股份积累了数量上千的案例库，技术服务经验丰富，可为客户提供前期研发支持、模具设计和制造、小试、量产及售后等贯穿全流程的专业技术解决方案，有效地为客户降低相关技术投入成本，从而拥有较强的客户粘性。②同益股份的研发积极支持下游客户的创新——通过提升自身对新产品和新工艺的研发能力，公司推出了多个具有更高技术水平的综合解决方案。此外，同益股份还建立了行业较为先进的实验室，具有较强的检测能力；与此同时，公司整合业界知名供应商资源（如注塑成型设备供应商、材料供应商、模具供应商、自动化装配供应商等）共同为客户提供解决方案，提高了产品良率与直通率，降低了客户综合成本。③信息处理优势——公司建立了较为完善的信息处理平台与机制，能够有效整合产业链信息流并筛选、提炼出有价值的信息，为公司专业服务开展与经营决策的制定提供有效支撑。基于作为分销商的信息处理优势，同益股份得以在上游知名材料厂商与下游品牌商及多个代工厂之间、多个流程环节之间、不同区域之间充当了伙伴桥梁的角色，将众多传统的串联执行流程优化为并联执行流程，满足了其计划统筹协调、产销所对应的需求。④柔性供应链管理优势——经过多年细分市场深耕，依托产业链信息处理优势，同益股份建立了服务于下游客户群的柔性供应链优势，为客户实现实时原料供应和降低库存成本提供了便利。一方面，公司提前从品牌商获取订单信息；另一方面，基于产业链信息处理能力，依靠供应链管理专业服务团队，公司以品牌商产品上市规划为终点，制定了跨越 9 个阶段、约 50-80 个时间点的供应排程方案。公司可及时掌握从品牌商到合作代工厂的订单需求运行全景，对整个代工厂客户群的库存进行集中协调优化和柔性供应，在协助客户实现零库存的基础上，促进整个客户群库存总水平有效下降，降低了客户库存成本。（2）高度重视研发，形成基于深入市场洞察基础之上的研发驱动增长点的培育。公司管理层及技术团队具有多年中高端材料领域经营经验，能够精准把握市场需求以及未来发展趋势，在免喷涂、轻量化、耐磨材料、5G 天线以及特殊功能等改性材料与特种工程塑料注塑等领域具有成功经验，并得到业界高度认可。公司研发的“免喷涂美学塑料”解决方案荣获 2019 年塑料行业专业性与影响力较强的“荣格技术创新奖”。同时，公司积极申请专利，已获得 2 项发明专利和 1 项实用新型专利。此外，2018-2019 年研发费用分别为 741.58/1203.75 万元，研发投入不断加大，基于研发的分销价值提升及材料制造、供应商赋能投资成为公司价值实现的多种方式，成长前景广阔。（3）丰富的客户及供应商资源与核心能力深度匹配并不断协同增强。公司服务的下游终端客户包括华为、VIVO、小米、比亚迪、富士康、中兴、联想、飞利浦、信利光电、华显光电、科大讯飞、上海思捷、广汽等众多行业影响力较强的品牌商或代工厂；公司合作的材料厂商主要为全球 500 强知名企业，包括美国塞拉尼斯、乐天恺美科材料、韩国三星 SDI、万华化学、日本帝人、韩国斗山、华星光电、中国台湾元太、中国台湾奕力等。总之，优质、丰富的上下游资源，奠定了公司发展的基础。公司通过持续挖掘供应商产品新的应用市场以及下游客户新的产品布局，寻找各种业务机会（如上游材料自制、上游材料国产化标的公司的股权投资等），推动公司业绩不断增长。

基于亲属及夫妻关系而形成的控股权架构及核心团队股权链接确保同益股份战略清晰聚焦、运营执行富有效率及稳定的核心管理层团队。（1）基于亲属及夫妻关系而形成的管理层持股关系保持相对稳定，有效支撑同益股份聚焦以 3C 上游材料分销为基础的一体化解决方案战略的实施，体现治理结构与公司战略、运营执行的有机统一。①公司董事长邵羽南和副董事长兼总经理华青春系夫妻关系，分别持有上市公司整体股权的比例为 23.89%和 25.7%，自 2019 年解禁至今，二人共计减持约 234.76 万股，仅占原始持股比例的约 5.51%，显示实际控制人始终对公司保持绝对的话语权，构成公司战略及运营执行最为坚实的治理基础。此外，邵董事长与华总经理分别具有化学、制造工艺与设备方面的教育背景并在公司主营业务领域具有长达 20 年的创业及企业管理经验。②实际控制人因亲属关系而形成关联关系的华青春、马远、吴书勇、华青柏、邵秋影在 2020 年 9 月 30 日合计持有上市公司股权 15.55%，这些

关联股东截至目前共计减持 182.13 万股，占上市公司整体股份的比例为 1.20%，显示因亲属关系形成的关联股东与公司实际控制人在目前阶段仍然对公司战略及长期发展保持充分一致。(2) 公司核心管理团队基本保持稳定，2016 年上市时担任公司董监高的 13 人中，不再担任公司董监高的职务共 7 人。

图 6 公司核心优势



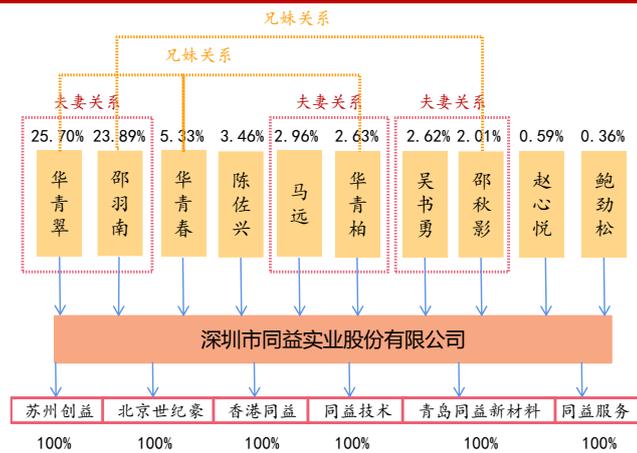
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 公司客户及供应商资源



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 8 公司股权结构图



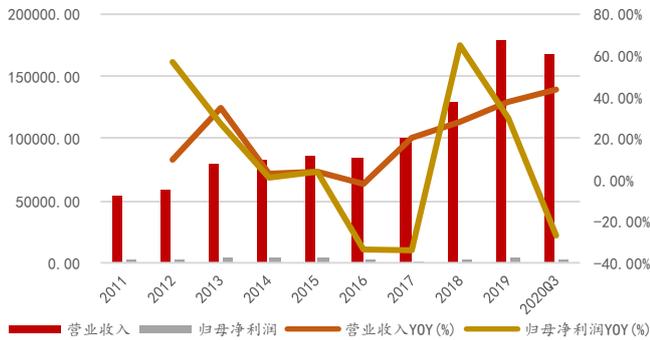
资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3. 规模效应释放，近 3 年实现营收及净利润高增长

深度产业沉淀及持续研发助力更为协同的 3C 终端客户及上游材料供应商之间的链接，由此驱动公司营收及归母净利润复合增速达 28.59%/12.19%。伴随“分销+”战略更进一步，同益股份有望进一步进化为以分销利润、上游材料自制利润及上游材料股权投资收益协同驱动的一体化解决方案提供商，经营业绩向上弹性显著。(1) 2016-2019 年分别实现主营业务收入 8.41/10.10/12.96/17.87 亿元，对应同比增速分别为 -1.91%/20.16%/28.26%/37.95%，年均复合增速高达 28.59%。① 新客户及新产品的前瞻布局是公司营收得以始终保持高速增长的重要驱动力所在——在公司成功 IPO 之后的 2017 年，为有效应对太阳能银浆需求的萎缩，同益股份积极布局工业自动化、VR/AR、汽车、机器人、医疗等新兴领域；2018 年，在保持智能手机及小家电市场

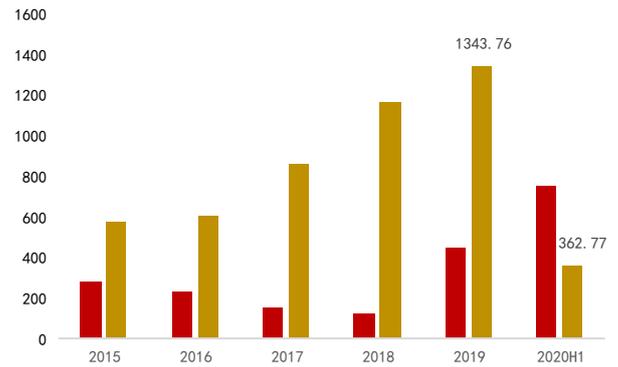
的工程塑料需求高增长的基础上，同益股份实现新能源汽车领域动力电池隔膜材料项目、电子材料项目（SBR 正负极材料及电解液）及结构件塑料项目的突破；此外，公司还在偏光片分销同比增长 138.81%的同时实现光阻材料的积极布局，初步引进商 SMS、KISCO、DKC 等光阻材料供应商；2019 年，同益股份在显示屏（挖孔屏、电子墨水屏）、新能源汽车（动力电池隔膜材料项目、电子材料项目（SBR 正负极材料及电解液）及结构件塑料项目）、芯片（引入奕力驱动 IC）、5G（基站设备）等领域实现销售突破。②庞大的国内市场需求以及由此驱动的中国 3C 消费品牌的崛起、核心品牌生态链的培育及繁荣是同益股份实现营收可持续高增长的坚实沃土。华为、小米、VIVO 等智能手机品牌以及小米、科沃斯、惠而浦、美的等小家电品牌和比亚迪、宁德时代等新能源汽车保持高速增长，驱动上游材料市场的高景气进而带动同益股份营收的良性表现。（2）IPO 上市以前（2016 及以前），同益股份的整体毛利率稳定在 13-15%之间，而在上市以后，毛利率持续在 10-11%左右徘徊并在 2020 年前 Q3 进一步压低至 6.74%。毛利率不断走低的背后，显示公司管理层对分销业务的认识不断深化，在损失一定毛利率水平的基础上，通过扩品类、扩客户并适度让利来提升客户粘性进而带动销售规模的高速增长，这进一步带动公司在产业链话语权的提升。我们认为，伴随公司基于客户及供应商资源优势培育的板棒材及改性塑料自制带来的利润弹性的不断释放以及对外股权投资项目投资收益的不断确认，公司在毛利率的回旋余地上将更加从容。（3）IPO 上市的前一年（对应 2015 年），公司归母净利润达到 4224.19 万元，是截至目前单一完整会计年度归母净利润最高的年份，经过 2016-2017 年的转型调整，同益股份在 2018-2019 年实现盈利能力的反转——由 2017 年的 1843.56 万元分别上涨至 3042.68 万元和 3941.66 万元，对应同比增速分别为 65.04% 和 29.55%。经营效益改善的背后，一方面体现出同益股份基于资本市场助推不断丰富“分销+”经营战略的不断思考，另一方面亦体现出通过新客户、新产品、新供应商不断拓展带来的规模效应的不断释放。此外，利润释放节奏亦与实际控制人的股权流通步伐基本保持一致，实际控制人与二级市场利益一致性机制的绑定效应有望进一步打开公司可持续成长空间。（4）销售费用率在上市当年（对应 2016 年）达到历史最高水平 5.08% 以后持续稳步下行，2017-2019 年销售费用率分别为 4.50%/3.64%/3.28%，2020 前 Q3 为 2.31%。销售费用率的下行意味围绕核心客户进行品类填充具有非常可观的规模效益。（5）管理费用在 2016-2017 年达到历史高位的背后，主要系上市过程带来的上市费用集中支出以及研发费用在 2017 年后单独列示所致。2018-2019 年管理费用率分别为 2.62%/2.13%，呈现一定下降趋势，显示管理费用具有显著的规模效应。（6）2018-2019 年分别投入研发费用 741.58/1203.75 万元，2020 年前 Q3 的研发费用为 943.65 万元，分别对应研发费用率 0.57%/0.67%/0.56%。作为以 3C 上游材料分销为传统主营的上市公司，保持持续的研发投入显著提升了同益股份支撑终端客户新品投放的节奏进而夯实其分销业务根基，与此同时，持续的研发投入亦对同益股份基于客户优势进入板棒材及改性塑料材料的自制奠定基础。（7）2017-2019 年投资收益分别录得 337.09/274.77/307.93 万元，主要系对联营企业和合营企业的投资收益，伴随投资项目进入 IPO 流程，一旦实现投资项目的成功上市，必将显著放大投资收益，基于分销的新型价值实现路径将成为公司业绩增长核心驱动之一。（8）2019 年 Q4 起，短期借款规模持续保持在上亿元规模，结合公司固定资产相对不足的实际，我们判断资金短缺已经在某种程度上成为公司进一步发展壮大的掣肘。（9）除 2017 年（对应经营净现金-12365.81 万元，同年归母净利润 1843.56 万元）以外，经营净现金与净利润相对保持一致，显示公司相对较为稳健的经营政策及良好的财务质量。

图 9 2011-2020Q1-3 营收及净利润变动情况 (万元)



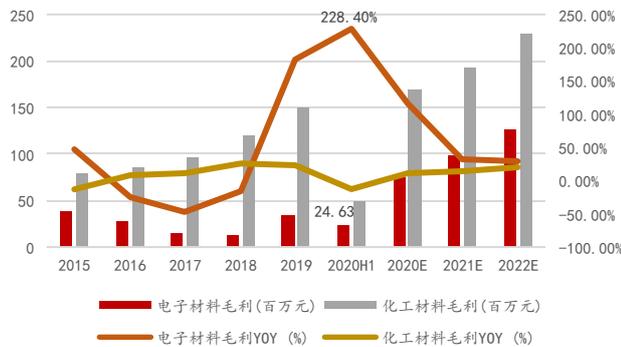
资料来源: 公司公告, wind, 华西证券研究所

图 10 2015-2020H1 公司分业务营收 (百万元)



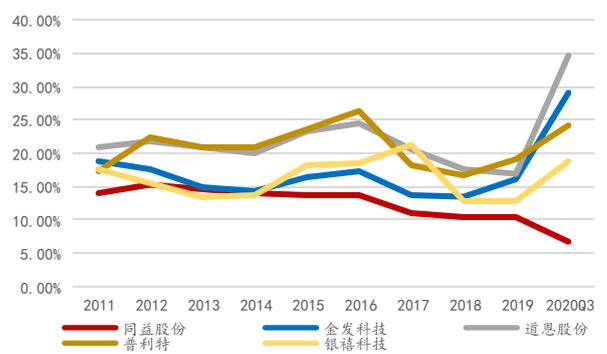
资料来源: 公司公告, wind, 华西证券研究所

图 11 2015-2020E 公司分业务毛利及同比增长率



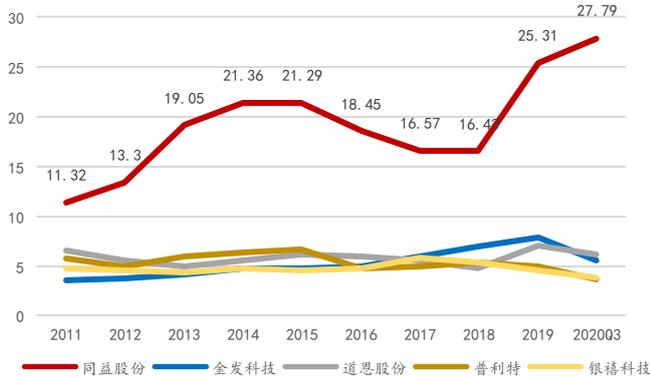
资料来源: 公司公告, wind, 华西证券研究所

图 12 2011-2020Q1-3 可比公司毛利率变动情况



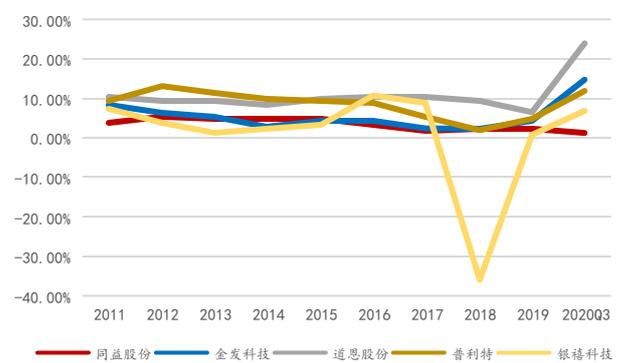
资料来源: 公司公告, wind, 华西证券研究所

图 13 2011-2020Q1-3 可比公司存货周转率变动情况



资料来源: 公司公告, wind, 华西证券研究所

图 14 2011-前 2020Q3 可比公司销售净利率变动



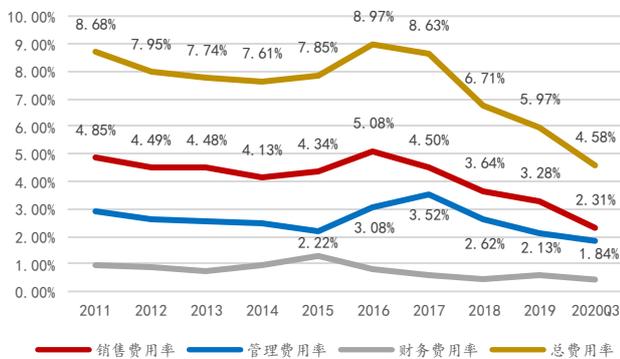
资料来源: 公司公告, wind, 华西证券研究所

图 15 2011-前 2020Q3 存货额及其占总资产比例情况



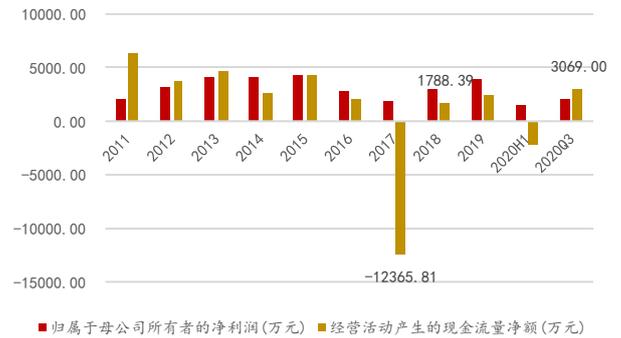
资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

图 17 2011-2020Q1-3 期间费用/营业收入变化趋势



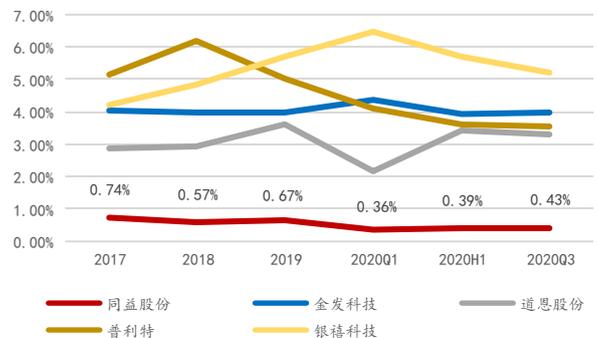
资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

图 16 2011-2020 前 Q3 经营净现金流情况 (万元)



资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

图 18 2017-2020Q1-3 可比公司研发费用率情况



资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

2. 预计分销高增长态势延续，未来三年营收复合增速 30.21%

2.1. 预计未来 3 年化工材料分销营收年化增速为 15.93%

工程塑料是 3C、汽车等领域实现个性化需求的低成本材料解决方案，性价比突出，在下游旺盛需求的带动下，预计全球工程塑料市场未来 3 年年化复合增速 10%左右，伴随中国消费品牌的崛起及材料国产化进程加快，工程塑料分销商迎发展契机，市场占有率向头部集中明显，预计 2020-2022 年来自于化工材料分销的营收和毛利年化复合增速分别为 15.93%/12.58%。(1) 公司化工材料业务板块以工程塑料为主，2017-2019 年工程塑料占化工材料板块业务的比重分别为 96.13%/92.73%/93.57%，均超过 90%，这类材料成为 3C 等领域满足个性化需求的低成本材料实现方式并被广泛应用。①工程塑料是能长期作为结构材料承受机械应力，并在较宽的温度范围内和较为苛刻的化学物理环境中使用的塑料材料。②伴随下游产品市场个性化、时尚化、轻薄化消费需求的快速增长，3C 产品制造企业越来越重视产品外观件、结构件与功能件的设计与材料选用。作为低成本满足个性化需求的材料解决方案，工程塑料成为消费电子、智能家电、汽车等领域的首选材料。③来自于工程塑料类的营收始终保持高速增长态势，由 2011 年 4.7 亿元增加至 2019 年的 12.57 亿元，年化复合增速高达 13.09%，进一步注意到 2015 年以前的年化复合增速仅有 3%，而 2015 年后的年化

复合增速提升至 24.18%，增速显著提升。2016 年成功上市助力同益股份夯实资源并形成品牌背书，助力公司更富效率的链接材料供需双方是根本驱动力。(2) 全球每年数以十亿级的下游消费类终端出货量构成上游工程塑料材料需求的根本支撑，预计未来 3 年全球范围内因 3C 及汽车生产制造而驱动的上游材料需求增速保持在 10% 以上。

①智能手机：根据 Digitimes Research 的最新数据，受全球新冠疫情冲击，2020 年全球智能手机出货量达 12.4 亿部，同比下降 8.8%。结合 IDC2020 年 5 月份的预测，预计 2023 年全球智能手机出货量 14.39 亿部，对应未来 3 年年化复合增速 5.09%。

②可穿戴设备：CCS Insights 最新数据报告显示 2020 年可穿戴设备（智能手表、智能手环）整体出货量为 1.93 亿只，同比增长约 24%。根据该机构预测，预计 2023 年全球可穿戴设备出货量将达 3.2 亿只，未来 3 年复合增速达 18.36%。

③智能家居：根据前瞻产业研究院的统计数据，2019 年中国智能家居整体出货量达 2.08 亿元，2017-2019 年年化增速达 35.08%。受疫情拖累，2020 年我国智能家居出货量约为 2.15 亿部，预计未来 3 年年化将回暖至 20% 左右。而从营收规模表示的数据看，中国智能家居整体市场由 2016 年的 620 亿元增加至 2019 年的 1530 亿元，年复合增速达 35.13%，预计未来 3 年这一市场仍能保持 20% 以上的年化增速。

④汽车：国家统计局最新统计公告显示：截至 2020 年末，全国民用汽车保有量 28087 万辆(包括三轮汽车和低速货车 748 万辆)，年化增速 10.67%。来自中国汽车工业协会的数据显示：2020 年中国汽车产销分别完成 2522.5 万辆和 2531.1 万辆，同比分别下降 1.93% 和 1.90%，预计 2021 年汽车销量有望超过 2600 万辆，同比增长 4%。新能源汽车领跑态势明显：2020 年，产销分别完成 136.6 万辆和 136.7 万辆，同比分别增长 9.99% 和 10.90%，产销量创历史新高。我们判断新能源汽车产销量未来 3 年仍然有望保持 8% 以上的年化增速。

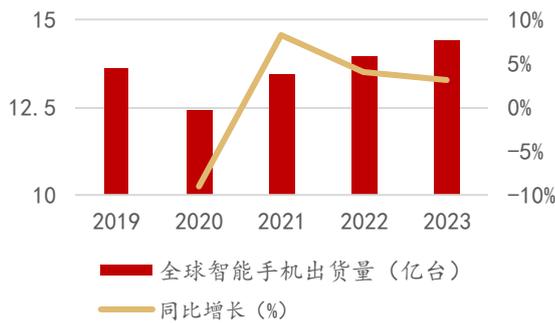
⑤显示屏：根据群智咨询 (Sigmaintell) 统计数据：2020 年全球显示器面板出货量达到 1.62 亿片，同比增长 12.9%，结合群智预计，考虑华星光电、京东方等产能释放，在全球显示屏未来年化 2-5% 的情况下，中国未来 3 年该领域的年化增速仍有望超过 10%。

⑥5G：根据 Gartner 的数据，2020 年全球 5G 基础设施投资规模接近翻番，达到 81 亿美元；中国三大电信运营 2020 年 5G 相关投资约 1800 亿元，预计未来 3 年年化增速仍不低于 30%。

⑦综合以上全球及中国细分领域数据，我们判断未来 3C 和汽车等领域的上游材料需求增速保守估计在 10% 以上。(3) 根据 Markets and Markets 研究报告显示，预计 2016 年到 2026 年期间，全球工程塑料市场将以年均 7.4% 的速度快速增长，预计到 2026 年全球工程塑料市场将达到近 1,090 亿美元。根据新材料在线的数据，2018 年中国工程塑料市场规模达 1038.80 亿元，年化复合增速 12.2%，预计 2023 年有望达到 1765.80 亿元。中国工程塑料市场增速远超全球平均市场的背后，主要原因在于：①技术进步&庞大国内市场需求驱动的中国自主品牌实力不断提升——以智能手机为例，过去五年全球智能手机出货量前五名中国产手机占比由 2015 年的 19.4% 到 2020 年的 36%，年复合增速 13.16%——中国品牌实力的提升必然呼唤上游材料的产能供需与此相匹配。②传统意义上，上游材料是技术和工艺要求相对较高的领域，产能集中在日本、韩国、美国以及中国台湾等地，但中国工程师红利及国内旺盛需求的高性能材料的国产替代不断加速（如：华西深度覆盖的长阳科技已经成为全球反射膜材料最大公司）。③中国政府对新材料的支持力度不断加大，亦对上游材料的高增长形成强有力支撑。2020 年 6 月出台的《节能与新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》中提到，加快培育和发展节能汽车与新能源汽车，有效缓解能源和环境压力，推动汽车产业可持续发展。围绕实现制造强国的战略目标，《中国制造 2025》明确了大力推动重点领域突破发展，聚焦新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械等十大重点领域。(4) 有经验、有客户资源的中国头部工程塑料分销商有望赢得产业链更大话语权，预计未来 3 年营收年化增速 20% 以上，毛利率有望稳定在 11% 左右。①从全球范围看，拥有 150 年经营历史的德国邦泰在

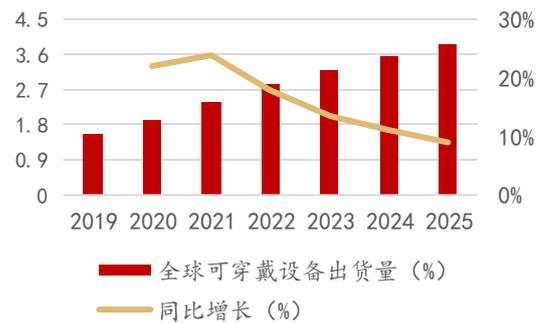
2019年的营收达144亿美元，是同期同益股份营收的55.60倍。②华为、VIVO、小米、格力、比亚迪等中国品牌的崛起为深度服务其材料供应链&助力其成本控制的上游材料分销商提供发展契机。以同益股份为例，自2016年成功IPO后，公司在拓展新客户方面持续发力，近3年来自新开发客户的营收分别为1.2/0.88/3.47亿元，占比高达11.88%/6.79%/19.42%。③中国创业型新材料公司往往具有相对独特的技术优势，但其市场拓展及国际化必然依托专业分销商的力量来实现。④基于以上信息，结合全球及中国工程塑料的发展态势，我们判断专业分销领域的市场集中化趋势将显著提升，凭借其综合实力，诸如同益股份这样的头部公司有望在未来保持20%以上的年化营收增速。⑤尽管同益股份来自工程塑料领域的毛利率由上市前后的14%左右下降至2019年的11.25%，在材料国产化带动的专业服务需求增加及中国产业链话语权提升的大背景下，预计未来毛利率有望稳定在11%左右。(5)考虑疫情冲击，假设2020-2022年来自于工程塑料分销领域的营收增速分别为3%、22%和24%，对应毛利率分别为11.20%、11.15%和11.05%，预计2020-2022年工程塑料分销业务营收分别为1295.01/1579.91/1959.09百万元，对应年复合增速15.93%，预计2020-2022年工程塑料分销业务整体毛利分别为145.04/176.16/216.48百万元，对应年复合增速15.25%，参照2019年工程塑料业务在化工材料领域的比例，假设这一比例在未来维持不变，则2020-2022年来自于化工材料分销领域的营收分别为1384.07/1688.57/2093.83百万元，对应年复合增速15.93%；预计2020-2022年来自于化工材料分销领域的整体毛利分别为144.65/175.63/214.66百万元，对应年复合增速12.58%。

图 19 2019-2023 年全球智能手机出货量



资料来源：IDC，华西证券研究所

图 20 2019-2025 年全球可穿戴设备出货量



资料来源：CCS Insights，华西证券研究所

图 21 2015-2020 年中国汽车产量



资料来源：中国汽车工业协会，华西证券研究所

图 22 2015-2020 年中国新能源汽车产量



资料来源：中国汽车工业协会，华西证券研究所

表 4 2016-2022E 年公司化工材料业务营收及毛利预测

项目	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	608.60	856.98	1,170.27	1,343.76	1384.07	1688.57	2093.83
同比增速 (%)	5.35%	40.81%	36.56%	14.82%	3.00%	22.00%	24.00%
毛利 (百万元)	86.32	96.33	121.10	150.44	144.65	175.63	214.66
同比增速 (%)	9.35%	11.60%	25.71%	24.23%	-3.85%	21.42%	22.22%
毛利率 (%)	14.18%	11.24%	10.35%	11.20%	10.45%	10.40%	10.25%

资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

2.2. 电子材料分销逆势高增长，预计未来三年复合增速 61.03%

电子分销产业极大提升全产业链的效率并在全球范围产生单体规模超过百亿美元的特大型商业组织，中国亦产生多家百亿营收公司及多家 A 股上市公司。在中国 3C 品牌日益强势、上游材料国产替代以及新冠疫情控制下的产能转移大趋势中，中国电子分销产业面临发展良机，同益股份实现基于“大客户、大供应商”战略下的弯道超车，2020H1 电子材料分销业务营收和毛利分别实现 753.51/24.63 百万元，预计 2020-2022 年该类业务营收及毛利的复合增速分别为 61.03%/38.48%。(1) 同益股份实现面向新能源、显示面板、芯片、5G 等细分领域的电子材料分销。具体而言：① 新能源：新能源领域分为两个方面，一个是光伏电池中的太阳能导电银浆，另外则是新能源汽车电池。公司专注 PERC、TOP-CON、叠瓦等高效电池/组件对于银浆的需求，为龙头企业、优质客户提供优质产品，帮助客户提升产品竞争力。② 显示面板：在三星 SDI 的技术支持和帮助下，同益通过与偏光片激光打孔、裁切方面具备国内先进能力的厂商合作，帮助客户在量产前验证、贴合和品质评估等全流程提供技术支持，使产品成功打入日本夏普以及华为、OPPO、VIVO、传音等国内一线品牌手机终端的供应链。此外，公司还引入电子墨水屏项目并推广应用于智慧教育、智慧交通、电子货架标签等领域，与科大讯飞、信利光电、上海博协、浙江嘉科等建立了合作关系。③ 芯片：公司引入奕力驱动 IC 并积极在显示模组、5G 信息安全传输等领域进行推广，与信利光电、信利半导体等积极合作。④ 5G：基于客户优势，同益股份整合国内外低介电树脂、金属粉体等资源，初步具备开发可调介电 5G 材料的能力，在自主 5G 介电材料开发上迈出了坚实的一步。(2) 中美贸易战下的国产替代趋势加强引致大中华区电子分销产业的重构，具备国内客户优势并可以整合优质产品的头部分销商显

著受益，同益股份实现新冠疫情下的弯道超车。①全球范围内，电子分销产业都是规模巨大的细分领域：根据科技及电子元器件供应链媒体平台 Source Today 的统计数据，排名前十的电子元件分销商分别是：Arrow Electronics、Avnet、Future Electronics、TTI、Digi-Key、Electrocomponents/Allied Electronics、Mouser、Farnell、Smith、Rutronik。其中，位于美国的 Arrow Electronics、Avnet 的年营收额都在 200 亿美元上下，显示电子分销产业对美国乃至全球电子产业链高效率运行具有极端重要的价值，分销领域的“头部效应”非常显著。②中国范围内，根据《国际电子商情》的统计数据，中电港、泰科源和深圳华强位居前三甲，营收规模都超过 140 亿元。深圳华强、韦尔股份、英唐智控、力源信息等都是以以此为主营业务的 A 股上市公司，营收规模都在百亿以上。③伴随华为等一批中国国产品牌的崛起以及中国上游材料领域国产替代的加快，中国电子分销产业链迎来发展良机，具备客户优势和深度专业服务并能整合到好产品的分销型企业面临发展良机。作为这一领域的后期之秀，同益股份实现新冠疫情冲击下的逆势高增长——2020 年 H1 实现营收 7.54 亿元，同比增长 727.21%，尽管为扩充规模而使得电子材料分销毛利率由 2019H1 的 8.23% 下降到 3.27%，但整体毛利却由 7.50 百万元增加至 24.63 百万元。(3) 基于丰富客户资源的产品品类拓展、供应链管理效率提升驱动的毛利率边际改善、新冠疫情有效控制下的全球电子产业链向中国的转移都将助力同益股份在电子材料分销领域实现高速增长。①自 2011 年以来，同益股份在电子材料分销领域经历了进入初期低基数效应下的高增长阶段（对应 2011 年到 2015 年，营收由 30.61 百万元增加到 279.33 百万元，年化复合增速 73.81%）、调整阶段（对应 2016 年到 2018 年，营收分别为 232.03/125.35 百万元，年化复合增速-26.50%）、重回高增长阶段（2019 和 2020H1 营收分别为 443.59/753.51 百万元，同比增速分别为 253.88%/727.21%）。②本轮高增长有望进一步延续，“大客户、大供应商”战略指引下的下游客户覆盖及上游材料品类的扩张是主要驱动力，结合疫情冲击，假设 2020 年-2022 年分别保持 80%、60%和 45%的增长，参照近期毛利率态势并合理预期一定程度的边际改善，2020-2022 年电子分销业务的毛利率分别为 3.85%、4.45%和 4.95%，由此预测 2020-2022 年预期实现的电子分销营收分别为 798.46/1,277.54/1852.43 百万元，未来 3 年年化复合增速 61.03%；对应毛利分别为 30.74/56.85/91.70 百万元，对应复合增速为 38.48%。

图 23 芯片材料



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 24 显示面板材料



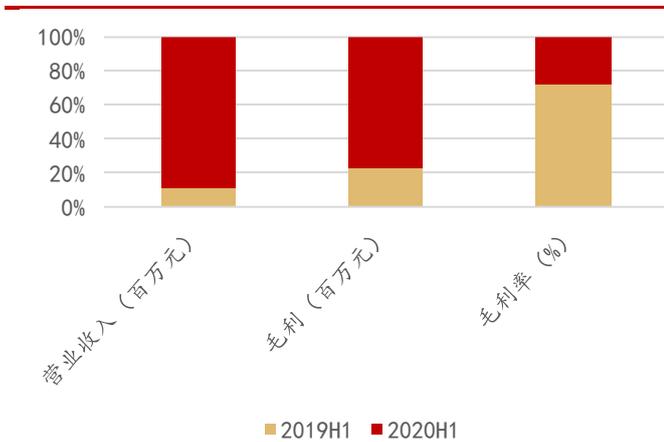
资料来源：公司官网，华西证券研究所

表 5 2019 年全球电子材料分销商营业收入 Top10

序号	名称	总部	人民币 (亿元)
1	艾瑞电子	美国	1995.27
2	安富利	美国	1346.81
3	大联大控股	中国台湾	1173
4	富昌电子	加拿大	345
5	Digi-Key	美国	198.72
6	TTI, Inc	美国	195.27
7	中电港	中国	191
8	泰科源	中国	186.3
9	深圳华强	中国	143.55
10	唯实信电子	中国	142

资料来源：国际电子商情，华西证券研究所

图 25 2019H1 与 2020H1 电子材料分销业务对比



资料来源：wind，华西证券研究所

图 26 2011-2020H1 公司电子材料分销业务变动



资料来源：wind，华西证券研究所

表 6 2016-2022E 年公司电子材料业务营收及毛利预测

项目	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	232.03	153.13	125.35	443.59	798.46	1277.54	1852.43
同比增速 (%)	-16.93%	-34.00%	-18.14%	253.88%	80.00%	60%	45%
毛利 (百万元)	28.13	14.86	12.28	34.53	30.74	56.85	91.70
同比增速 (%)	-25.40%	-47.17%	-17.36%	181.19%	-10.97%	84.94%	61.29%
毛利率 (%)	12.12	9.70	9.80	7.78	3.85	4.45	4.95

资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

2.3. 分销基本盘进一步夯实，预计未来 3 年净利润复合增速 21.03%

伴随着国产替代的加速以及中国消费品牌的崛起，分销行业逐渐向头部聚集，未来头部分销厂商将占领大部分市场，同益股份凭借多年来积累的客户和供应商弯道超车，市场占有率逐渐提升。汇总同益股份化工材料和电子材料分销业务，我们预计 2020-2022 年同益股份来自于分销业务的营收和毛利同比增速分别为 30.21%/18.31%。

(1) 基于从业近二十年积累的丰富稳定的客户和供应商，搭乘国产替代以及中国消费品牌崛起的快速列车，同益股份承担的连接供应商和 3C 厂商的分销角色越来越重要，前景广阔。(2) 汇总上述两大领域的预测，我们预测 2020-2022 年来自材料分销业务的营业收入分别为 2182.54/2966.11/3946.26 百万元，未来三年复合增速 30.21%，2020-2022 年毛利分别为 175.39/232.48/306.36 百万元，年复合增速 18.31%，未来三年毛利率分别为 8.04%/7.84%/7.76%。(3) 假设 2020-2022 年营业税金及附加营收比保持基本稳定，均为 0.13%；销售费用率和管理费用率稳中有降，显示一定的规模效应优势，假设 2020-2022 年销售费用率分别为 2.71%/2.50%/2.40%；管理费用率分别为 1.70%/1.65%/1.60%；进一步假设研发费用率分别为 1.00%/0.90%/0.80%；考虑短期借款规模不断变大并在定增资金到位后得到相应控制，假设 2020-2022 的财务费用率分别为 0.50%/0.40%/0.35%。基于以上假设我们预测 2020-2022 年公司来自分销业务的净利润分别为 29.82/50.62/74.26 百万元，对应未来 3 年复合增速达 21.03%。

表 7 2016-2022E 年公司分销业务营收及净利润预测

项目	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	840.62	1010.11	1295.61	1787.35	2,182.53	2,966.11	3,946.26
同比增速 (%)	-1.91%	20.16%	28.26%	37.95%	22.11%	35.90%	33.04%
毛利 (百万元)	114.45	111.25	133.38	184.97	175.39	232.48	306.36
同比增速 (%)	-1.89%	-2.80%	19.89%	38.68%	-5.18%	32.55%	31.77%
净利润 (百万元)	27.91	18.44	29.59	41.89	29.82	50.62	74.26
同比增速 (%)	-33.93%	-33.93%	60.47%	41.57%	-33.81%	82.56%	46.71%
毛利率 (%)	13.62	11.01	10.29	10.35	8.04	7.84	7.76

资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

3. “分销+”稳扎稳打，预计增量年净利润达数千万量级

3.1. 基于分销进军材料制造，预计 2021 利润增量达 1007 万元

基于分销业务沉淀的客户资源及对塑料产业的深入理解，通过前期研发，同益股份积极通过募投项目进行板棒材生产线的建设。目前，首批生产线已经试生产，结合公司投产进度，基于合理假设，预计 2021-2023 年板棒材生产制造板块产生的营收分别为 305.04/598.27/701.10 百万元，对上市公司整体净利润的贡献分别为 11.67/37.63/54.83 百万元。(1) 同益股份通过定增募集资金方式以全资子公司惠州市同益高分子材料科技有限公司实施特种工程塑料挤出成型项目，项目建设期约 2 年，2020 年 7 月已经完成厂房的装修，2020 年 12 月已经开始正式试生产，全部投产后有望实现 2.46 万吨板棒材产品，对应营收目标约 7.46 亿元营收，5996 万元净利润。(2) 根据公司项目建设进度，我们判断 2021 年实现产能的不断释放，全年产能利用率达 40%，进一步假设 2022 年的产能整体利用率 80%，2023 年产能利用率 95%。(3)

目前合作客户包括：华为、小米、中兴、三星、比亚迪、上汽、科沃斯、信利等。我们认为公司板棒材生产线投产后，将迅速切入这些主流客户并转化为实际营收。(3)根据国内市场价格，假设板棒材单价基本保持不变，2021-2023年对应的单价分别为3.1/3.04/3万元/吨；④考虑板棒材生产特征，批量越大，毛利率越高，假设2021-2023年的整体毛利率分别为10%、12%和13.5%。⑤考虑惠州同益仅承担相应的生产、仓储、销售及分部管理等有限职能，为简化盈利预测，结合行业情况，仅单独对销售费用率、管理费用率及所得税率做出假设，进一步假设子公司无直接研发支出（母公司承担全部研发）、营业外收支均为0；全资子公司无少数股东权益调整项。⑥依托公司稳定&高品质的材料供应、领先的技术实力（行业唯一的综合实验室）及现有客户的充分协同，基于以上假设，我们预计2021-2023来自板棒材（特种工程塑料挤出成型项目）的营收分别为305.04/598.27/701.1百万元，对应毛利贡献分别为30.50/71.79/94.65百万元。2021-2023年板棒材生产板块对上市公司整体利润的增厚分别为11.67/37.63/54.83百万元。

表 8 2021-2023 年公司板棒材项目营收及利润预测

	2021E	2022E	2023E
产能利用率 (%)	40%	80%	95%
产量 (吨)	9840	19680	23370
单价 (万元/吨)	3.1	3.04	3
营收 (万元)	30504.00	59827.20	70110.00
毛利率 (%)	10%	12%	13.50%
毛利 (万元)	3050.4	7179.264	9464.85
销售费用率 (%)	2.0%	1.4%	1.2%
销售费用 (万元)	610.08	837.58	841.32
管理费用率 (%)	3.50%	3.20%	3.10%
管理费用 (万元)	1067.64	1914.47	2173.41
税前利润 (万元)	1372.68	4427.21	6450.12
所得税率 (%)	15%	15%	15%
净利润 (万元)	1166.78	3763.13	5482.60

资料来源：公司公告，华西证券研究所

基于同益股份深耕化工材料领域近 20 年的专业洞察及客户沉淀，基于合理假设，预计 2021-2023 年改性塑料募投项目产生的营收分别为 22.13/545.75/922.76 百万元，对上市公司整体净利润的贡献分别为-1.60/36.69/67.27 百万元。(1)改性塑料：通过物理、化学、机械等途径提高树脂原有性能或改善的都可以被称为塑料改性。任何塑料都可以通过改性的方法来提高塑料质量，如密度、硬度、精度、外观、加工性、透明性、机械性能、电磁性能、化学性能、耐腐蚀性能、耐老化性、耐磨性、热性能、阻燃性、阻隔性及成本性等方面。以板棒材材料为基础，结合 3C 领域的免喷涂、轻量化、可降解及耐磨等特殊性能需求，在普遍塑料粒子中添加阻燃剂、增韧剂或者稳定剂等添加剂，进而实现面向需求的方案设计，并进一步与开模支持、良率提升及流程优化等有机整合，进而满足下游客户的新产品创新需求，提升同益股份的差异化竞争能力。(2)特种工程塑料改性及精密注塑定增募投项目总投资 2.04 亿元（其中募投资金 1.70 亿元），计划合计购买 88 套生产设备，实施主体为全资子公司惠州市同益尖端新材料科技有限公司。项目主要生产免喷涂、环保材料、纳米轻量化材料、5G 类材料等特种工程塑料改性以及精密注塑零部件产品。项目建设周期 2 年，拟 2021 年 5 月工厂竣工，2021 年 H1 末建成 6 条生产线并与年底完成质量技术检测认证，2022 年增加至 10 条线。预计项目建设完成之后，可以实现的产能：2.95 万吨/年改性材料及 0.15 万片/年注塑产品。项目预期效益：达产后年营业收入 10.91 亿元，

净利润 0.66 亿元。(3) 结合公司投产进度, 为便于建立较为简单的预测逻辑, 假设营收实现完全由改性材料来实现 (这种假设体现了预测的审慎性, 财务预测更为稳健), 假设 2021-2023 年整体产能的利用率分别为 2%/50%/85%, 改性塑料材料对应的单价分别为 3.75/3.7/3.68 万元/吨, 考虑 2021 主要为市场导入期, 假设相应的销售费用率为 18%, 2022-2023 年因批量化生产而迅速下降至 2%/1.60%; 进一步假设 2021-2023 年的管理费用率分别为 5%/1.40%/1.20%; 假设企业所得税率 15%。(4) 考虑同益股份深耕化工材料领域近 20 年的专业洞察及客户沉淀, 我们认为上述假设反映公司募投项目未来发展的正常水平, 基于此, 我们预计 2021-2023 年由改性塑料材料贡献的上市公司净利润分别为-1.60/36.69/67.27 百万元。

表 9 2021-2023 公司改性塑料项目营收及利润预测

	2021E	2022E	2023E
产能利用率 (%)	2%	50%	85%
产量 (吨)	590	14750	25075
单价 (万元/吨)	3.75	3.7	3.68
营收 (万元)	2212.50	54575.00	92276.00
毛利率 (%)	10%	10%	10.30%
毛利 (万元)	221.25	5484.79	9504.43
销售费用率 (%)	18.0%	2.0%	1.6%
销售费用 (万元)	398.25	1091.50	1476.42
管理费用率 (%)	5.00%	1.40%	1.20%
管理费用 (万元)	11.06	76.79	114.05
税前利润 (万元)	-188.06	4316.50	7913.96
所得税率 (%)	15%	15%	15%
净利润 (万元)	-159.85	3669.03	6726.87

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

汇总板棒材及改性塑料两大募投项目的营收及利润预测, 预计 2021-2023 年来自于募投项目的增量营收分别为 327.17/1144.02/1623.86 百万元, 对应的归母净利润增量分别为 10.07/74.32/122.09 百万元, 相较于 2019 年归母净利润的增量倍数分别为 25.54%/188.54%/309.73%。因募投项目而增加的增量贡献将在 2022 年显著释放。

表 10 2021-2023 公司募投项目综合营收及利润预测

	2021E	2022E	2023E
产量 (吨)	10430	34430	48445
营收 (万元)	32716.5	114402.2	162386
毛利 (万元)	3271.65	12664.05	18969.28
销售费用 (万元)	1008.33	1929.08	2317.74
管理费用 (万元)	1078.70	1991.26	2287.46
税前利润 (万元)	1184.6	8743.7	14364.1
净利润 (万元)	1006.92	7432.16	12209.47
净利润同比增速		638.10%	64.28%

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

3.2. 投资赋能上游材料，聚赛龙 IPO 成功将增加 4762 万净利润

基于分销沉淀的客户资源和行业理解，同益股份积极通过产业投资方式赋能中小高成长上游材料领域的创业团队，协助其进行大客户导入并由此助力化工及电子材料国产替代进程，同益股份亦在此过程中通过资本市场方式分享产业成长红利。目前，这一模式已经基本走通，广州聚赛龙已经进入 IPO 流程，预计 2021 年上市，一旦模式成立，因产业赋能投资模式而实现的净利润增量相当可观。出于审慎预期，预计 2020-2022 年分别确认的投资收益分别为 400/1000/3000 万元。(1) 以近 20 年的化工及电子材料领域的深度洞察与专业分销为基础，同益股份可以助力上游材料实现面向 8 大领域的终端销售，实现国产 3C 终端材料成本的显著下降并提升中国终端品牌的竞争力。8 大客户领域具体包括：①手机及移动终端：华为、VIVO、小米、OPPO、中兴等；②智能家电：小米、华为、长虹、科沃斯、惠而浦、九阳、美的等；③显示面板：信利光电、深天马、科大讯飞、华显光电等；④消费类电子：华为、VIVO 小米、OPPO、中兴、TCL、魅族等；⑤新能源：比亚迪、爱旭、飞利浦、欧司朗、GE、得邦、长方、瑞丰等；⑥汽车：上汽、广汽、长城、吉利、五菱等；⑦ 5G：华为、中兴、飞荣达等；⑧芯片：信利光电、圆尚科技、博硕、科大讯飞等。

(2) 产业投资助力同益股份实现深度协同及价值放大，主要体现在：①通过股权深度绑定国产新材料创新公司，依托注册制春风，同益股份可以实现基于二级市场放大效应的投资收益，丰富利润来源。以同益股份持有一家拟上市新材料公司上市后 2% 的股权计算，在审慎假设上市满一年解禁时的市值 30 亿计算，假设其投资成本 10%，综合税率 20%，则单一投资项目对应的净利润增量达 4000 万元以上。②对上游材料的股权绑定进一步丰富同益股份面向最终客户的材料方案满足能力，实现客户端资源的进一步沉淀，进而强化的核心主逻辑。(3) 投资项目简述之广州市聚赛龙工程塑料股份有限公司（已经申报 IPO）：①招股说明书显示：该公司专业从事改性塑料的研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品包括改性通用塑料、改性工程塑料、改性特种工程塑料及其他高分子材料等产品。经过多年的持续耕耘，公司已经成为我国改性塑料领域的领先企业之一，能够在技术、质量、服务、供应等全方位不断为客户提供高性能、高价值的改性塑料综合解决方案。目前，公司的产品已广泛用于家用电器、汽车工业、医护用品、电子通信等领域，客户包括美的集团、苏泊尔、格兰仕集团、海信集团、丰田集团、延锋汽车、东风集团、普联技术等下游领域龙头或知名企业，公司品牌在市场内具备良好的声誉。②该公司长期担任中国合成树脂协会副会长单位、改性材料合金专委会副主任委员单位、广东省塑料协会副理事长单位，并且为全国塑料标准技术委员会工程塑料分技术委员会和改性塑料分技术委员会委员，拥有国内专利及国际专利共计 50 项，多次获得省级、市级科技进步奖及国家、省、市重点新产品奖项，并承担多项国家、省、市科技项目的研发和技术标准的制定。③同益股份于 2018 年 7 月以 10.81 元/股新增入股 166.51 万股，占公司 2020 年申报 IPO 时总股本的 4.65%，按照 IPO 解禁规则，这一部分持股将在广州聚赛龙成功 IPO 满一年后解禁。④广州聚赛龙 2018-2020 年实现的营收分别为 8.68/9.99/11.08 亿元，对应归母净利润分别为 2784.15/4800.72/7650.27 万元。合理审慎假设聚赛龙上市一年以后的市值稳定在 20 亿元以上，考虑 IPO 摊薄及税收因素：假设该项投资的所得税扣除额为最终总转让收入的 20%，所得税率 20%，则该项投资在 IPO 成功并于 1 年后解禁时实现的可转让收益约为 4761.60 万元，远高于同益股份历史最高的年度归母净利润，显示基于产业洞察及客户资源的产业赋能即将进入收获期，我们预计 2022 年就有望实现这一投资收益，预计 2021-2022 年都将按照财务准则确认相当数量的投资收益，为简便计算，我们一次性将这一净利润增量列入 2022 年归母净利润。(4) 杭州本松新材料技术股份有限公司简介：①公司成立于 2009 年，是一家专业从事高性能改性工程塑料的研发、生产及销售的中资科技型企业，产品广泛应用于低压电器、汽车、LED、厨电等领域。②同益股份通过共青城中航凯晟肆号创业投资合伙企业

(有限合伙) (同益股份持股占比 31.65%) 持有杭州本松目前的股权比例为 2.75%。

③公开资料显示, 该公司 2018 年实现的营收为 5.12 亿元, 归母净利润 2044.86 万元。

④基于类似聚赛龙的假设, 这一投资项目若能成功上市, 同益股份在解禁后可以确认的净利润增量约为 900 万元。财通证券已经于 2020 年 5 月 25 日启动上市辅导进程, 中性估计实现此收益的时点约在 2023 年以后。

(5) 邦瓷电子简介: 公司目前注册资本 785.71 万元, 成立于 2018 年 11 月 9 日。主营陶瓷新材料, 主营压电陶瓷, 用于医疗、电子、航天、兵器等高技术领域, 压电陶瓷技术国内领先。同益股份通过共青城中航凯晟贰号创业投资合伙企业(有限合伙) (同益股份持股占比 40%) 持有邦瓷电子总股本的 9.09%。由于项目比较早期, 暂不对投资收益进行估计。

(6) 汉料新材简介: 公司成立于 2018 年 3 月 15 日, 目前注册资本 1118.44 万元, 主营导热界面材料、吸波材料、电磁屏蔽材料、通讯精密组件、光学镀膜等。同益股份通过深圳中航宝安新材料天使创业投资合伙企业(有限合伙) (同益股份持股 30%) 持股 9.9344%, 项目比较早期, 暂不对投资收益进行估计。

(7) 综上分析: 同益股份正在通过传统分销业务沉淀的客户优势及行业经验, 积极通过产业赋能&投资方式放大其价值, 考虑这种模式具有可持续性, 投资项目属于证券市场给予更高估值的新材料及电子元器件板块的国产替代材料领域, 复合证券市场支持方向, 我们认为这种投资收益形成的净利润增量可以给予较高的市盈率倍数。从投资收益确认的时点看, 预计 2022 后每年都有千万量级的净利润增量, 暂假设 2020-2022 年对应的投资收益分别为 400/1000/3000 万元。

表 11 广州聚赛龙投资预测表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
IPO 前的同益股份持股数量 (万股)			166.51		
IPO 前的同益股份持股比例 (%)			4.65%		
营收 (百万元)	868.29	999.05	1108.16		
毛利 (百万元)	123.73	158.05	179.81		
归母净利润 (百万元)	27.84	47.53	76.98		
IPO 时间				YES	
上市一年后的市值预期 (百万元)					2000
上市减持对应的投资税率					20%
IPO 后的同益股份持股比例				3.72%	
减持时的投资成本扣除比例					20%
IPO 解禁后的投资收益 (万元)					4761.60
预期投资收益影响的净利润 (万元)			400	1000.00	3000.00

资料来源: 聚赛龙招股说明书, 华西证券研究所

图 27 同益股份中小高成长上游新材料公司



资料来源：wind，华西证券研究所

3.3. “分销+”成为核心驱动，预计今年利润增量达 2007 万元

基于同益股份在行业近 20 年的耕耘所积累的客户资源以及对产业的深入理解，同益股份通过两大募投项目实现自产销售，通过产业投资方式享受新材料国产替代进程加快所带来的产业红利，预计 2020-2022 年同益股份通过募投和产投所带来的净利润分别为 4.00/20.07/104.32 百万元。（1）我们认为，基于分销优势沉淀的客户优势及行业理解，同益股份积极通过向上游材料的制造业延伸、赋能上游材料并进行产业投资两种方式来放大其价值，体现出公司经营战略的深化升级并充分彰显公司的核心竞争力，“分销+”模式巩固放大固有基本盘同时，亦通过制造业延伸、产业投资放大净利润规模，模式清晰，可持续性较强。（2）汇总上述预计，2020-2022 年公司在“分销+”领域实现的净利润增量分别为 4.00/20.07/104.32 百万元。

表 12 “分销+”利润预测

	2020E	2021E	2022E	2023E
募投项目(万元)		1006.92	7432.16	12209.47
产投项目(万元)	400.00	1000.00	3000.00	
合计	400.00	2006.92	10432.16	12209.47

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 分销立基，材料自制&投资赋能弹性大，买入评级

4.1. 预计未来 3 年归母净利润复合增速达 65.35%

根据上述预测逻辑，同益股份的营收及归母净利润可以视为传统分销业务产生的营收及归母净利润、定增项目投产引致的营收及归母净利润增量、投资项目上市产生的收益对应的归母净利润增量。我们把相应年份的数据进行加总，可以得到同益股份 2020-2022 年的营收分别为 2182.53/3293.27/5090.28 百万元，未来 3 年复合增速为 41.75%，对应的归母净利润分别为 31.73/70.47/178.26 百万元，未来 3 年复合增速为 65.35%。

表 13 同益股份利润预测

	2016	2017	2018	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	840.62	1010.11	1295.61	1787.35	1148.88	2182.53	3293.27	5090.28
分销业务营 收(百万 元)	840.62	1010.11	1295.61	1787.35	1148.88	2,182.53	2,966.11	3,946.26
募投项目营 收(百万 元)	-	-	-	-	-	-	327.165	1144.02
营业成本 (百万元)	726.17	898.86	1162.23	1602.38	1074.61	2009.939949	3028.07	4657.29
税金及附加 (百万元)	2.18	2.21	2.31	2.65	1.58	2.84	3.86	5.13
销售费用 (百万元)	42.75	45.41	47.14	58.54	24.5	59.15	84.24	114.00
管理费用 (百万元)	25.90	35.59	33.99	38.03	19.35	41.90	61.21	85.03
研发费用 (百万元)			7.42	12.04	6.63	21.83	26.69	31.57
财务费用 (百万元)	6.78	6.15	5.87	10.16	4.45	10.91	11.86	13.81
资产减值损 失(百万 元)	2.99	1.48	7.3	-2.06	0.58	1.00	3.00	2.00
信用减值损 失(百万 元)	-	-	-	-7.91	-2.31	-2.50	-3.00	-3.00
其他收益 (百万元)		0.56	0.03	0.20	0.20	2.00	2.00	2.00
投资净收益 (百万元)	0.05	3.37	2.75	3.08	2.60	5.24	13.07	37.24
所得税费用 (百万元)	6.56	6.32	7.88	15.06	4.20	9.86	21.72	43.12
归母净利润 (百万元)	33.89	21.20	45.03	39.43	14.50	31.73	70.47	178.26
EPS (元)	0.60	0.33	0.36	0.26	0.10	0.21	0.46	1.17

资料来源:wind, 公司公告, 华西证券研究所

4.2. 估值及投资建议: 目标价 25.56 元, “买入”评级

同益股份基于从业近二十年积累的行业经验, 在不断扩大原有分销业务的同时建造自有生产线切入产业链关键环节并结合产业投资实现了资本价值的进一步扩大, 体现出同益利用分销积累然后整合上下游产业链实现的高盈利高增长这一发展形式。我们选取深圳华强、力源信息、英唐智控、韦尔股份作为可比公司, 参考平均估值, 并结合公司未来三年利润增速水平, 考虑目前市场风格, 我们给予同益股份 2021 年净

利润 55 倍的市盈率水平，对应估值 38.76 亿元，目标价 25.56 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14 可比公司及其估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	2019P/E	2020P/E	2021P/E
000062.SZ	深圳华强	128.00	12.27	19.96	23.41	20.55
300184.SZ	力源信息	44.70	3.79	26.27	49.70	44.96
300131.SZ	英唐智控	82.00	7.67	39.16	105.99	52.76
603501.SH	韦尔股份	2257.00	260.13	2488.25	1496.51	60.53
	平均			643.46	418.90	44.70

资料来源：招股说明书，华西证券研究所（以 2021 年 3 月 11 日收盘价为准）

4.3. 主要风险

终端市场需求下降的风险：公司主营业务为面向消费电子、智能家电、汽车等多类型终端的上游材料分销，未来会增加板棒材、改性塑料材料的生产制造以及对上游材料公司的投资赋能，所有这些业务的需求都必然受到下游终端需求景气程度的影响，若未来终端需求发生下降，将对公司经营数据产生负面影响。

募投项目经营数据不及预期的风险：募投项目的建成将大大提升同益股份的净利润，但这一净利润增量的实现取决于募投项目的产能爬坡、良率、下游需求，一旦低于测算预期，将对未来整体净利润产生负面影响。

投资项目上市过程的时间及最终收益规模具有不确定性：投资并赋能上游材料公司将成为公司非常重要的盈利增长点，但这种盈利的实现取决于投资项目的 IPO 进程，亦取决于项目公司的净利润及二级市场估值的影响，一旦这些变量低于前期假设，将对未来整理净利润预测的实现产生负面影响。

系统性风险与流动性风险：同益股份的净利润及二级市场表现还将受到宏观经济形势的系统性影响，二级市场的交易风格亦对其估值倍数产生较大影响。

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,787	2,183	3,293	5,090	净利润	42	32	71	179
YoY (%)	38.0%	22.1%	50.9%	54.6%	折旧和摊销	6	3	3	3
营业成本	1,602	2,010	3,028	4,657	营运资金变动	-31	195	-1	-3
营业税金及附加	3	3	4	5	经营活动现金流	25	198	2	2
销售费用	59	59	84	114	资本开支	-8	0	0	0
管理费用	38	42	61	85	投资	-30	0	0	0
财务费用	-656	-601	-700	-800	投资活动现金流	-36	0	0	0
资产减值损失	-2	1	3	2	股权募资	0	0	6	0
投资收益	3	5	13	38	债务募资	137	-109	0	0
营业利润	57	41	92	222	筹资活动现金流	67	-109	622	0
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	55	89	624	2
利润总额	57	41	92	222	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	15	10	21	43	成长能力 (%)				
净利润	42	32	71	179	营业收入增长率	38.0%	22.1%	50.9%	54.6%
归属于母公司净利润	39	32	70	178	净利润增长率	-12.4%	-19.5%	122.1%	153.0%
YoY (%)	-12.4%	-19.5%	122.1%	153.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.26	0.21	0.46	1.17	毛利率	10.3%	7.9%	8.1%	8.5%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	2.3%	1.5%	2.1%	3.5%
货币资金	151	240	865	867	总资产收益率 ROA	4.3%	6.8%	6.4%	16.2%
预付款项	15	0	0	1	净资产收益率 ROE	8.7%	6.8%	6.5%	16.3%
存货	55	1	1	2	偿债能力 (%)				
其他流动资产	605	144	147	152	流动比率	1.84	108.04	183.32	118.01
流动资产合计	827	385	1,013	1,021	速动比率	1.69	107.68	183.00	117.70
长期股权投资	50	50	50	50	现金比率	0.34	67.37	156.45	100.18
固定资产	17	14	12	9	资产负债率	49.1%	0.8%	0.5%	0.8%
无形资产	1	1	1	0	经营效率 (%)				
非流动资产合计	87	84	81	78	总资产周转率	1.96	0.05	0.03	0.05
资产合计	914	469	1,094	1,099	每股指标 (元)				
短期借款	109	0	0	0	每股收益	0.26	0.21	0.46	1.17
应付账款及票据	311	3	5	8	每股净资产	3.00	3.00	7.11	7.12
其他流动负债	29	0	1	1	每股经营现金流	0.17	1.31	0.01	0.01
流动负债合计	449	4	6	9	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	0	0	0	0	PE	69.31	86.32	38.87	15.37
非流动负债合计	0	0	0	0	PB	5.90	8.42	3.55	3.55
负债合计	449	4	6	9					
股本	152	152	152	152					
少数股东权益	11	11	11	11					
股东权益合计	465	466	1,088	1,090					
负债和股东权益合计	914	469	1,094	1,099					

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

王秀钢：中小成长及科创板首席分析师，北京大学硕士研究生学历，具备丰富的证券投研卖方和买方研究经验，擅长成长股的基本面梳理和投资价值判断。

余凌菲：中小成长及科创板助理分析师，北京大学硕士研究生学历，具有多元化的金融投资领域学习和研究经历。

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。