



## 新股专题覆盖:鹿山新材

(新股专题覆盖报告旨在针对近日询价上市公司进行简单的研究梳理)

### 投资要点

- ◆ 本期共1家公司询价，3月11日（周五）主板上市公司“鹿山新材”将询价。
- ◆ **鹿山新材（603051）：**公司专注于绿色环保高性能的高分子热熔粘接材料研发、生产和销售，产品广泛应用于复合建材、能源管道、高阻隔包装、光伏新能源、平板显示等多个领域，是国内领先的高性能热熔粘接材料企业之一；主要产品包括功能性聚烯烃热熔胶粒及热熔胶膜产品等。公司2019-2021年分别实现营业收入7.95亿元/10.12亿元/16.93亿元，2019-2021年YOY依次为3.74%/27.24%/67.39%，三年营业收入的年复合增速30.2%；实现归母净利润0.72亿元/1.16亿元/1.14亿元，2019-2020年YOY依次为50.16%/60.88%/-1.93%，三年归母净利润的年复合增速33.3%。根据公司初步预测，2022Q1归母净利润同比增长0.89%-11.15%。
- **投资亮点：**1、受益于太阳能电池封装胶膜下游需求良好及公司2020-2021年相关产品线产能得以扩张，预计将带动公司业绩向好。公司2020年下半年开始新增太阳能电池封装胶膜产能并于2021年上半年陆续释放。受益于2020年以来下游光伏行业发展回暖，及碳达峰碳中和发展目标下光伏产业的中长期景气预期，预计光伏胶膜市场需求也有望持续增长，并预计将拉动公司业绩向好。2、功能性聚烯烃热熔胶细分领域竞争格局更多呈现头部集中发展趋势，公司已经取得明显的竞争优势。公司多种产品已逐步实现进口替代；其中复合建材热熔胶产品已应用于国内外多个大型工程，并应用于中国高铁列车车厢制造；油气管道防腐热熔胶覆盖中石油、中石化、中海油、宝钢股份、华菱集团、金洲管道等下游知名客户及多个国内外重大工程项目；同时，在中高端以进口为主的高阻隔包装市场，公司热熔胶产品则主要与三井化学、陶氏化学等国际巨头直面竞争。3、公司自主研发的热塑型光学透明胶膜可对传统液体胶粘剂产品及OCA、LOCA等胶粘剂产品实现有效替代，目前在平板显示产品已经开始成功应用；伴随着公司募投投入及热塑型光学透明胶膜产能提升，有望逐渐给公司带来较好的业绩回报。2018-2021H1公司热塑型光学透明胶膜销量分别为15.79、25.03、42.37和23.31万平方米，呈逐年较快增长态势。
- **同行业上市公司对比：**鹿山新材同行业上市公司主要有福斯特、上海天洋、赛伍技术和海优新材等，其中，同行业上市公司主要集中在热熔胶膜细分产品领域，包括福斯特、赛伍技术和海优新材等上市公司主要收入基本来自于下游光伏产业。假设仅以上述同行业上市公司来看，平均收入规模（前三季度）为34.41亿元，平均PE-TTM（剔除负值）为55X。比较而言，由于福斯特规模较大，拉高了同行业上市公司的平均收入体量，公司体量远低于行业平均水平；而具体公司对比来看，公司规模体量与赛伍技术和海优新材更为相当，毛利率及业绩增速变化也与赛伍技术和海优新材更为相似。
- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

## 新股专题报告

### 分析师

李蕙

SAC 执业证书编号: S0910519100001

lihui1@huajinsec.cn

### 相关报告

## 内容目录

一、鹿山新材 .....	3
(一) 基本财务状况 .....	3
(二) 行业情况 .....	4
(三) 公司亮点 .....	5
(四) 募投项目投入 .....	6
(五) 同行业上市公司指标对比 .....	6
(六) 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化 .....	3
图 2: 公司归母净利润及增速变化 .....	3
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化 .....	4
图 4: 公司 ROE 变化 .....	4
图 5: 热塑型光学透明胶膜应用举例 .....	6
 表 1: 热溶胶的产品分类 .....	4
表 2: 2019-2020 年热熔胶产品在下游各类市场销售量及增长率 .....	4
表 3: 公司本次 IPO 募投项目投入 .....	6
表 4: 同行业上市公司指标对比 .....	7

## 一、鹿山新材

公司是专注于绿色环保高性能的高分子热熔粘接材料研发、生产和销售的高新技术企业，产品广泛应用于复合建材、能源管道、高阻隔包装、光伏新能源、平板显示等多个领域，为全球多个国家和地区的客户提供粘接综合解决方案，是国内领先的高性能热熔粘接材料企业之一。热熔粘接材料是胶粘剂的主要品种之一，具有粘接力强、耐候性好等特点；公司经过多年发展，通过自主技术创新和开发实践，创新发展了热熔粘接材料产品的技术、工艺、标准、设备，构建了较为领先的功能性聚烯烃接枝研发平台，形成了“化学接枝+物理共混”两步法核心技术体系。

公司主要产品包括功能性聚烯烃热熔胶粒及热熔胶膜产品等两大类热熔粘接材料。功能性聚烯烃热熔胶粒方面，公司产品体系主要适用于复合建材、油气管道和高阻隔包装三大领域，主要产品为复合建材热熔胶、油气管道防腐热熔胶和高阻隔包装热熔胶；热熔胶膜产品体系则主要适用于太阳能电池及平板显示领域，主要产品为太阳能电池封装胶膜及热塑型光学透明胶膜。此外，公司还开发了生物降解材料、医用材料等新产品，不断开拓新的应用领域。

### （一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 7.95 亿元/10.12 亿元/16.93 亿元，2019-2021 年 YOY 依次为 3.74%/27.24%/67.39%，三年营业收入的年复合增速 30.2%；实现归母净利润 0.72 亿元/1.16 亿元/1.14 亿元，2019-2020 年 YOY 依次为 50.16%/60.88%/-1.93%，三年归母净利润的年复合增速 33.3%。

2021 年，公司按产品种类可以分为四大板块，包括：功能性聚烯烃热熔胶（7.4 亿元，43.81%）、热熔胶膜（7.0 亿元，41.43%）、原材料（1.4 亿元，8.4%）、其他主营业务（0.66 亿元，3.92%）。其中，功能性聚烯烃热熔胶又可以进一步细分为复合建材热熔胶、油气管道防腐热熔胶、高阻隔包装热熔胶，2021H1，分别占收入比重 37.23%、7.08% 和 5.51%；热熔胶膜可进一步细分为太阳能电材封装用 EVA 胶膜和热塑型光学胶膜热熔胶，2021H1 收入占比分别为 31.96% 和 1.1%。比较来看，报告期内，太阳能和建材等下游需求领域是公司产品应用收入的主要来源。

图 1：公司收入规模及增速变化

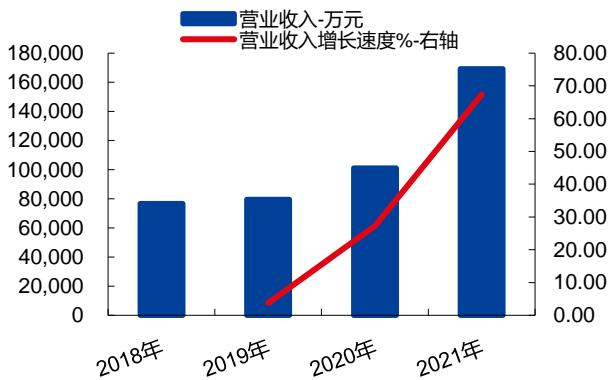
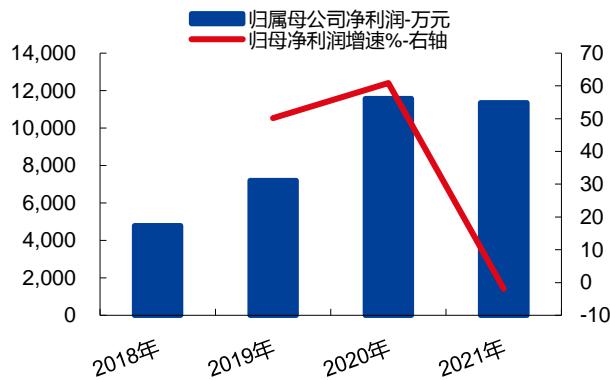
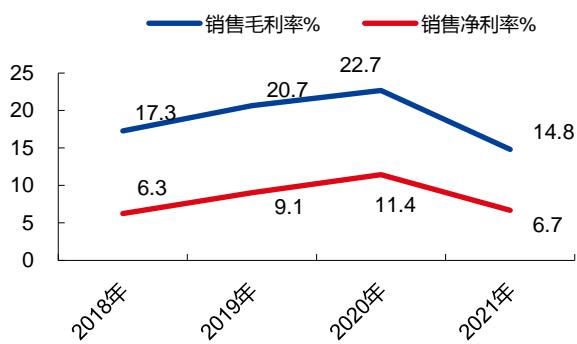


图 2：公司归母净利润及增速变化

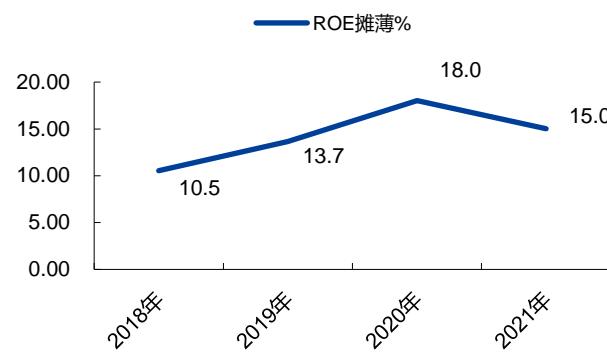


资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

**图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化**


资料来源: Wind, 华金证券研究所

**图 4: 公司 ROE 变化**


资料来源: Wind, 华金证券研究所

## (二) 行业情况

公司主营产品为功能性聚烯烃热熔胶粒和热熔胶膜，均属于胶粘剂下属的热熔胶行业。

热熔胶，又称热熔粘接材料，是一种可熔性粘合剂，粘合过程中不需要其他的溶剂，在常温下为固态，加热熔融成液态粘接材料，在涂布、润湿被粘物后，经压合、冷却，可以在几秒钟内完成粘接。热熔胶是由热塑性树脂（PE、POE、PP、EVA、SIS、SBS、PA等）作为基料，并添加增粘剂、粘度调节剂、抗氧剂、抗寒与抗热剂等组成。

热熔胶与水基型胶粘剂、溶剂型胶粘剂相比，粘合工艺简单、速度快、强度大、适用范围广、可应用于高速连续化生产线、加工性能更为优异；其次，热熔胶在常温下为固体，便于包装、运输、存储，物流和仓储成本更低；此外，热熔胶无毒、无味、不需溶剂、无污染，属环保型产品，更加适应环境保护趋势和相关法规要求。

**表 1: 热溶胶的产品分类**

序号	类别	基料	应用领域
1	聚烯烃类	PE、PP 等	复合建材、油气管道、食品包装、包装印刷等
2	功能性聚烯烃热熔胶粒	EVA 等	太阳能电池封装、包装印刷、制鞋、建材等
3	苯乙烯嵌段共聚物	SIS、SBS、SEBS 等	卫材、快件袋等
4	其他类	PUR、TPU、PA、PES 等	服装、鞋材、家具、家电等

资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

备注: 橙色标注为公司已有产品; 根据热熔胶产品分类, 公司现有业务领域主要为聚烯烃类热熔胶(对应于公司功能性聚烯烃热熔胶粒产品)和功能性聚烯烃热熔胶粒热熔胶(对应于公司热熔胶膜产品)。

根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会热熔胶粘剂专业委员会发布的《中国热熔胶市场现状和趋势》报告, 我国热熔胶销售的下游应用领域主要以包装与标签、纤维加工、太阳能胶膜等行业为主, 行业种类丰富多样, 主要应用行业销量呈增长趋势。

**表 2: 2019-2020 年热熔胶产品在下游各类市场销售量及增长率**

序号	类别	2020 年销售量	2019 年销售量	同比增长率
----	----	-----------	-----------	-------

1	纸加工及书本装订	1.91	2.19	-12.79%
2	<b>包装与标签</b>	<b>26.52</b>	<b>26.18</b>	<b>1.30%</b>
3	<b>纤维加工</b>	<b>23.82</b>	<b>20.71</b>	<b>15.02%</b>
4	交通运输	5.10	4.96	2.82%
5	鞋与皮革制品	4.50	4.95	-9.09%
6	消费/自用(零售)	6.27	6.93	-9.52%
7	建筑/施工/民用工程	5.62	5.35	5.05%
8	木工及制品	3.41	3.27	4.28%
9	<b>太阳能胶膜</b>	<b>31.50</b>	<b>28.96</b>	<b>8.77%</b>
10	服装粘合衬(非配方)	4.36	4.92	-11.38%
11	家电、过滤器等	4.81	4.22	13.98%
	合计	117.83	112.64	4.61%

资料来源:《中国热熔胶市场现状和趋势》,公司招股书,华金证券研究所

### (三) 公司亮点

**1、受益于太阳能电池封装胶膜下游需求良好及公司 2020-2021 年相关产品线产能得以扩张,预计将带动公司业绩向好。**公司 2020 年下半年开始新增太阳能电池封装胶膜产能并于 2021 年上半年陆续释放;截止到 2021 年上半年,公司热熔胶膜产品自有产能达到 3031 万平方米/上半年、产能利用率降至 70.6%,而 2020 年底公司热熔胶产品自有产能仅 4766.8 万平方米/年、产能利用率为 84.5%。受益于 2020 年以来下游光伏行业发展回暖,及碳达峰碳中和发展目标下光伏产业的中长期景气预期,预计光伏胶膜市场需求也有望持续增长;公司太阳能电池封装胶膜新增产能消化可期,并预计将拉动公司业绩向好。

**2、功能性聚烯烃热熔胶细分领域竞争格局更多呈现头部集中化的发展趋势,公司已经取得明显的竞争优势。**在功能性聚烯烃热熔胶粒市场的复合建材热熔胶、油气管道防腐热熔胶、高阻隔包装热熔胶细分市场中,能够和公司竞争的企业数量相对较少,多种产品已逐步实现进口替代。其中复合建材热熔胶产品已应用于国内外多个大型工程,并应用于中国高铁列车车厢制造;油气管道防腐热熔胶覆盖中石油、中石化、中海油、宝钢股份、华菱集团、金洲管道等下游知名客户及多个国内外重大工程项目;同时,在中高端以进口为主的高阻隔包装市场,公司热熔胶产品则主要与三井化学、陶氏化学等国际巨头直面竞争。

**3、公司自主研发的热塑型光学透明胶膜可对传统液体胶粘剂产品及 OCA、LOCA 等胶粘剂产品实现有效替代,目前在平板显示产品已经开始成功应用;伴随着公司募投投入及热塑型光学透明胶膜产能提升,有望逐渐给公司带来较好的业绩回报。**热塑型光学透明胶膜为公司自主研发的新型热熔胶膜产品,可对传统液体胶粘剂产品及 OCA、LOCA 等胶粘剂产品实现有效替代,主要应用于各种尺寸的触控面板及显示模组的贴合封装,广泛应用于车载、媒体广告、教育展示、智能家居等平板显示领域,具有高效率、高良率、易反拆等特点,在大屏幕应用场景中适用性更好。2018-2021 年上半年公司热塑型光学透明胶膜销量分别为 15.79、25.03、42.37 和 23.31 万平方米,呈逐年较快增长态势。

图 5: 热塑型光学透明胶膜应用举例



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

#### （四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 4 个项目和补充流动资金。

- 1、功能性聚烯烃热熔胶扩产项目和功能性聚烯烃热熔胶技改项目实施完成后，公司功能性聚烯烃热熔胶的产能将增加 40,000 吨/年。
- 2、TOCF 光学膜扩产项目建设完成后，将新增热塑型光学透明胶膜（TOCF）产品产能 150 万平方米/年。

表 3: 公司本次 IPO 募投项目投入

序号	项目名称	总投资额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）	项目建设期
1	功能性聚烯烃热熔胶扩产项目	11,924.04	4,787.02	3 年
2	功能性聚烯烃热熔胶技改项目	5,620.00	5,620.00	2 年
3	TOCF 光学膜扩产项目	8,368.31	7,253.69	4 年
4	研发中心建设项目	4,585.00	4,585.00	2.5 年
5	补充与主营业务相关的营运资金	30,000.00	30,000.00	/
	合计	60,497.35	52,245.71	/

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

#### （五）同行业上市公司指标对比

公司 2021 年实现收入 16.9 亿元，同比增长 67.39%；实现归属于母公司净利润 1.14 亿元，同比下滑 1.93%。根据公司初步预测，2022 年一季度，预计实现营业收入为 36,000.00-40,000.00 万元，同比增长 18.62%-31.80%；预计归属于母公司净利润为 2,950.00-3,250.00 万元，同比增长 0.89%-11.15%；预计扣除非经常性损益后归属于母公司净利润为 2,900.00-3,200.00 万元，同比增长 0.33%-10.71%。

鹿山新材同行业上市公司主要有福斯特、上海天洋、赛伍技术和海优新材等，其中，同行业上市公司主要集中在热熔胶膜细分产品领域，包括福斯特、赛伍技术和海优新材等上市公司主要收入基本来自于下游光伏产业。假设仅以上述同行业上市公司来看，平均收入规模（前三季度）为 34.41 亿元，平均市值规模为 352.4 亿元，平均 PE-TTM（剔除负值）为 55X。比较而言，由于福斯特规模较大，拉高了同行业上市公司的平均收入体量，公司体量远低于行业平均水平；而具体公司对比来看，公司规模体量与赛伍技术和海优新材更为相当，毛利率及业绩增速变化也与赛伍技术和海优新材更为相似。

表 4：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021Q3 收入 (亿元)	2021Q3 收入增速	2021Q3 归 母净利润 (万元)	2021Q3 净利润增 长率	2021Q3 销售毛 利率	2021Q3 ROE 推算
603806.SH	福斯特	1,069.99	52.71	89.30	63.27%	133,628.03	53.37%	22.70%	11.81%
603330.SH	上海天洋	41.70	39.03	7.38	63.00%	8,593.24	178.15%	24.27%	8.07%
603212.SH	赛伍技术	97.79	50.72	20.92	43.42%	12,166.31	-1.06%	13.02%	6.10%
688680.SH	海优新材	200.14	77.73	20.02	120.76%	12,045.04	3.72%	12.23%	5.54%
<b>603051.SH</b>	<b>鹿山新材 (2021 年)</b>	-	-	<b>16.93</b>	<b>67.39%</b>	<b>11,350.88</b>	<b>-1.93%</b>	<b>14.81%</b>	<b>15.02%</b>

资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：鹿山新材财务数据更新至 2021 年

## （六）风险提示

应收账款及应收票据风险、原材料价格波动风险、政府补助变化风险、下游需求波动风险、存货风险等。

## 分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)