



买入（首次）

所属行业：化工/化学制品
当前价格(元)：21.06

证券分析师

李骥

资格编号：S0120521020005

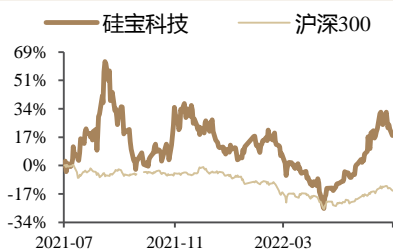
邮箱：lij3@tebon.com.cn

研究助理

沈颖洁

邮箱：shenyj@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.49	33.21	26.98
相对涨幅(%)	7.77	22.12	24.06

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

硅宝科技（300019.SZ）：密封胶主业双轮驱动，硅碳负极未来可期

投资要点

- 有机硅密封胶龙头，持续扩产巩固行业地位。**硅宝科技为有机硅密封胶行业领军企业，主要产品包括有机硅密封胶、硅烷偶联剂。公司现有有机硅密封胶产能12.62万吨/年，硅烷偶联剂产能6100吨，是中国有机硅密封胶的行业龙头企业，也是亚洲最大的有机硅密封胶生产企业。公司持续推进10万吨/年高端密封胶智能制造项目、眉山拓利2万吨/年功能高分子材料生产基地项目建设，随着生产规模的不断扩大，成本优势将进一步凸显，行业地位也将持续巩固。
- 建筑、工业胶双轮驱动，有机硅室温胶需求有望提升。**建筑领域，行业落后小产能快速出清，头部企业充分受益，公司市场占有率提升显著。下游需求端，城市建筑更新需求、以及装配式建筑带动建筑胶快速增长。国务院积极推广装配式建筑，力争到2025年使装配式建筑占新建建筑的比例达30%，预计2025年有机硅室温胶在装配式建筑领域需求有望达76.74万吨，市场规模有望超100亿元。**工业胶新能源领域**，当前每GW光伏组件用胶量约为1100吨，每GW风电设备用胶量约为1000吨，伍德麦肯兹预测，2022到2030年我国每年光伏和风电装机量平均为99.4GW和40.8GW，对有机硅室温胶的需求约为15.01万吨/年。新能源车高景气带动上游材料需求，公司依托自身优势，紧抓行业机遇，为动力电池打造防水密封、结构粘接、线束粘接、导热填充等整体用胶解决方案，目前已顺利成为比亚迪优质供应商。
- 前瞻布局新能源，硅碳负极未来可期。**硅碳负极材料因其比容量大，能极大提高锂电池的能量密度，是新一代负极材料的发展方向。自2016年起，公司已开始锂电池用硅碳负极等相关材料的研究开发，2019年公司建成50吨/年硅碳负极材料中试生产线，产品通过鉴定，达到国际先进水平，已通过数家电池厂商测评并实现小批量供货，亟待产业化规模生产。2021年，公司拟投资5.6亿元，新建1万吨/年锂电池用硅碳负极材料、4万吨/年专用粘合剂生产基地和锂电材料研发中心，拓宽新能源业务板块，为公司创造新的业绩增长点。
- 投资建议。**公司作为有机硅室温胶龙头企业，持续扩产巩固行业地位，加码新能源，盈利能力有望持续提升。预计公司2022-2024年每股收益分别为0.96、1.27、1.69元，对应PE分别为对应PE 22、17、12倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动风险；项目建设不及预期；房地产行业竣工不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	391.13
流通A股(百万股):	322.83
52周内股价区间(元):	13.19-29.00
总市值(百万元):	8,237.20
总资产(百万元):	2,781.78
每股净资产(元):	5.43

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,524	2,556	3,417	4,248	4,884
(+/-)YOY(%)	49.7%	67.7%	33.7%	24.3%	15.0%
净利润(百万元)	201	268	374	495	661
(+/-)YOY(%)	53.0%	33.0%	39.6%	32.4%	33.6%
全面摊薄EPS(元)	0.51	0.68	0.96	1.27	1.69
毛利率(%)	31.8%	21.8%	26.7%	25.6%	26.2%
净资产收益率(%)	19.2%	12.9%	16.0%	17.5%	18.9%

资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 有机硅密封胶龙头，横向发展寻求新增长	5
1.1. 国内有机硅密封胶龙头，布局硅碳负极材料	5
1.2. 股权结构稳定，董事长为技术领头人	6
1.3. 业绩增长提速，盈利能力有望改善	6
2. 有机硅：装配式建筑和新能源提振有机硅室温胶需求	9
2.1. 有机硅材料用途广泛，需求量持续扩大	9
2.2. 建筑领域：装配式建筑渗透率快速提升，拉动有机硅密封胶需求	12
2.3. 工业领域：新能源发展迅猛，有机硅密封胶需求旺盛	14
2.4. 原料端：产能持续提升，原料价格开始下行	15
3. 公司：有机硅业务高歌猛进，硅碳负极未来可期	17
3.1. 有机硅：规模优势扩大，销售体系完备，研发助力成长	17
3.2. 硅碳负极：硅基负极大势所趋，硅碳材料未来可期	18
4. 盈利预测	23
5. 风险提示	25

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构图	6
图 3: 2014-2021 年硅宝科技营收情况	7
图 4: 2014-2021 年硅宝科技归母净利润情况	7
图 5: 2016-2021 年硅宝科技营收结构 (单位: 亿元)	7
图 6: 2016-2021 年硅宝科技毛利结构 (单位: 亿元)	7
图 7: 2009-2021 硅宝科技利润率情况	8
图 8: 2009-2021 硅宝科技费用率情况	8
图 9: 有机硅产业链	9
图 10: 我国聚硅氧烷表观消费量	10
图 11: 有机硅消费量与人均 GDP 成正比	11
图 12: 我国有机硅细分产品市场结构	12
图 13: 我国有机硅下游应用领域	12
图 14: 有机硅密封胶在光伏领域的部分应用	14
图 15: 我国光伏新增装机量及光伏用胶量	15
图 16: 我国风电新增装机量及风电用胶量	15
图 17: 我国有机硅单体产能产量	15
图 18: 截至 2021 年 6 月我国有机硅单体竞争格局	15
图 19: 我国有机硅产能产量情况	16
图 20: 我国有机硅进出口情况	16
图 21: 107 胶价格走势	16
图 22: 107 胶均价与公司有机硅室温胶毛利对比	16
图 23: 公司研发费用情况	18
图 24: 锂电池负极材料分类	18
图 25: 2016-2021 年我国锂电池负极材料出货情况	19
图 26: 2021 年我国锂电池负极材料产品结构 (按出货量计算)	19
图 27: 2015-2021 年我国硅基负极材料出货量情况	21
图 28: 4680 电池示意图	22
表 1: 公司主要产品的产能情况	5
表 2: 不同密封胶的特征	10

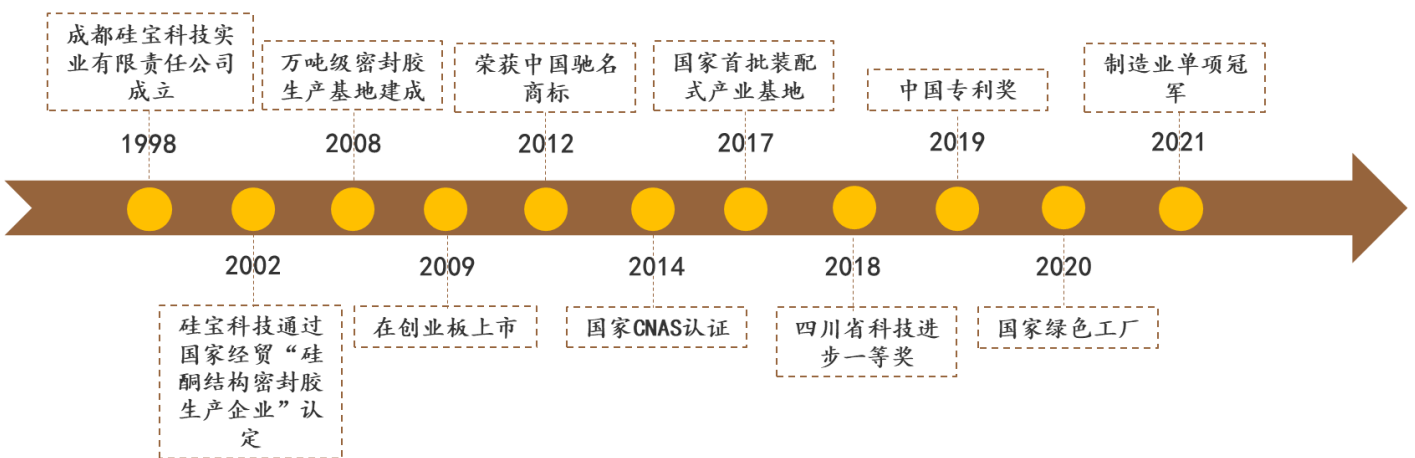
表 3: 装配式建筑对有机硅室温胶的需求.....	12
表 4: 各地区装配式建筑发展目标.....	12
表 5: 10 万吨/年高端密封胶智能制造项目情况	17
表 6: 不同负极材料对比	19
表 7: 硅基负极材料不同生产工艺的技术特征对比	20
表 8: 硅基负极材料的产业化进展 (不完全统计)	21
表 9: 各企业 4680 电池进度.....	22
表 10: 盈利预测 (单位: 百万, %)	23
表 11: 可比公司估值	24

1. 有机硅密封胶龙头，横向发展寻求新增长

1.1. 国内有机硅密封胶龙头，布局硅碳负极材料

国内有机硅密封胶龙头企业。硅宝科技成立于1998年，是一家主要从事有机硅密封胶等新材料研发、生产、销售的国家高新技术企业，是中国首批创业板上市公司、中国新材料行业第一家创业板上市公司。公司旗下拥有9家全资子公司、4个分公司、在全国建成6大生产基地、拥有4家高新技术企业，在技术、品牌、规模、平台、人才、业绩等方面均处于行业领先地位，是中国有机硅密封胶行业龙头企业，也是亚洲最大的有机硅密封胶生产企业。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，德邦研究所

公司产品主要为有机硅密封胶和硅烷偶联剂。公司主要从事有机硅密封胶等新材料的研发、生产及销售，主要产品包括有机硅密封胶、硅烷偶联剂。公司现有有机硅密封胶产能12.62万吨/年，主要包括建筑类用胶和工业类用胶两类产品。建筑类用胶产品市场容量大、客户分布广，主要用于建筑幕墙、中空玻璃、节能门窗、装配式建筑、机场道桥等领域；工业类用胶产品应用领域针对性强，技术要求高，主要用于光伏新能源、电子电器、电力、汽车制造、轨道交通、5G通讯等领域。公司现有硅烷偶联剂产能6100吨/年，硅烷偶联剂则主要应用于高端有机硅密封胶、光伏EVA膜、涂料、塑料等材料。

表 1：公司主要产品的产能情况

主要产品	设计产能 (吨/年)	2021 年产能利用率	在建产能 (吨/年)
有机硅密封胶	126200	103.02%	80000
硅烷偶联剂	6100	96.21%	

资料来源：公司公告，德邦研究所

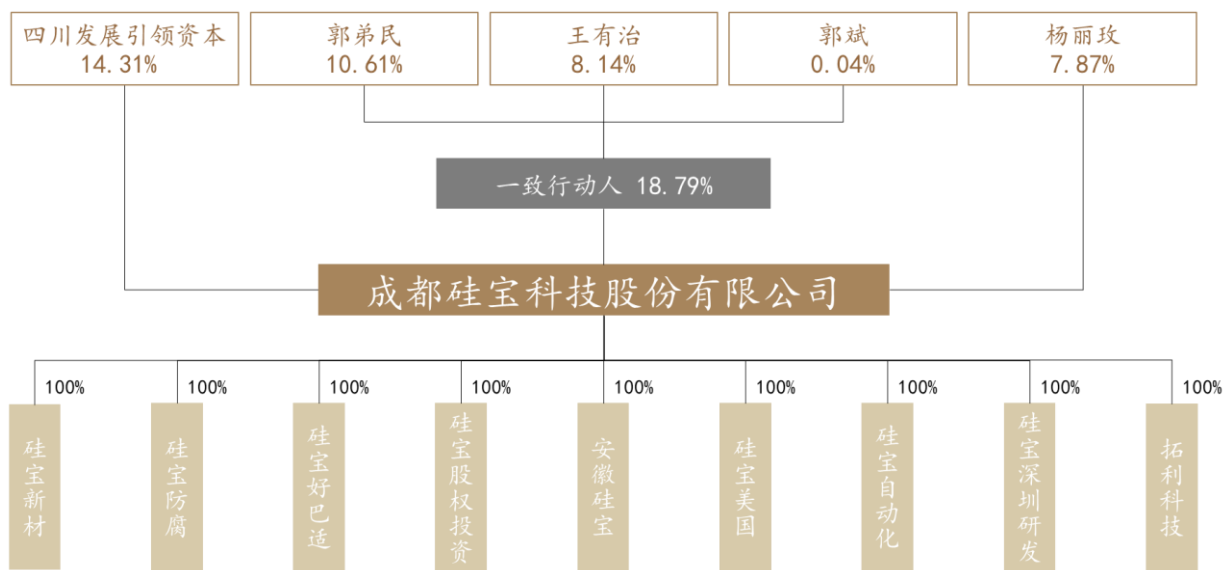
拥抱新能源，布局硅碳负极材料。围绕硅材料行业实施多元化发展是公司的战略，硅碳负极材料因其比容量大，能极大提高锂电池的能量密度，是新一代负极材料的发展方向。自2016年起，公司先后与中科院成都有机所、电子科技大学等高校院所共同开展锂电池用硅碳负极等相关材料的研究开发，2019年公司建成50吨/年硅碳负极材料中试生产线，产品通过鉴定，达到国际先进水平，取得多项

技术成果，已通过数家电池厂商测评并实现小批量供货，亟待产业化规模生产。2021年11月，公司发布公告，拟投资5.6亿元，新建1万吨/年锂电池用硅碳负极材料、4万吨/年专用粘合剂生产基地和锂电材料研发中心，拓宽新能源业务板块，为公司创造新的业绩增长点。

1.2. 股权结构稳定，董事长为技术领头人

股权结构稳定，董事长为技术领头人。公司第一大股东为四川省国资委间接控股的四川发展引领资本管理有限公司，持股比例达14.31%。另外，董事长王有治与其岳父郭弟民、其妻子郭斌于2017年签署了《一致行动协议》，确认三人为一致行动人，合计持股比例达18.79%。

图 2：公司股权结构图

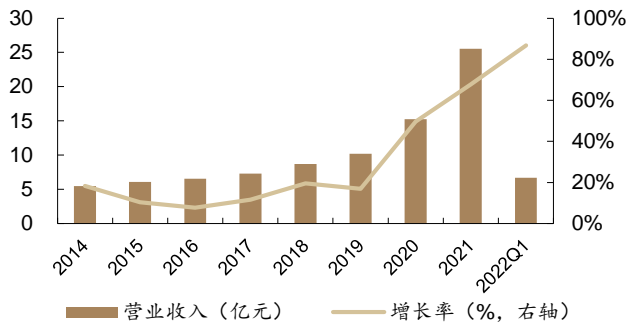


资料来源：公司 2021 年年报，德邦研究所

1.3. 业绩增长提速，盈利能力有望改善

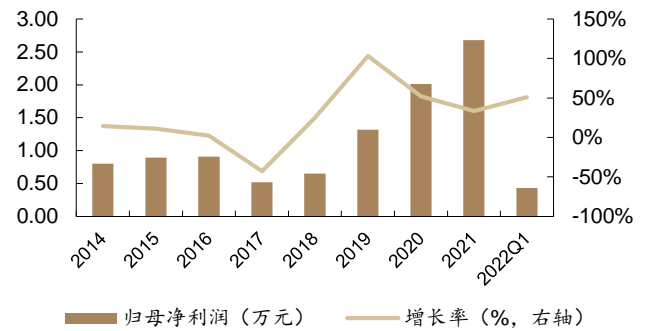
步入增长快车道，公司业绩高歌猛进。上市以来，随着产能的提升，公司营业收入从 2009 年的 1.70 亿元提升至 2021 年的 25.56 亿元，年复合增长率为 25.36%，归母净利润从 0.35 亿提升至 2.68 亿，年复合增长率为 18.37%。2017 年，由于有机硅上游环保趋严、出口增加，国内供给不足，导致公司原材料持续涨价并维持高位，这一现象随着合盛硅业、东岳集团等公司扩产计划的落地才逐渐缓解。2021 年，公司通过研发新产品、优化新工艺、释放新产能、拓展新领域、开拓新渠道等方式大幅提高市场占有率，实现营业收入 25.56 亿元，同比增长 67.74%，实现归母净利润 2.68 亿元，同比增长 33.00%。2022Q1，公司实现营收 6.70 亿元，同比增长 86.68%；归母净利润 0.43 亿元，同比增长 50.89%。

图 3：2014-2021 年硅宝科技营收情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

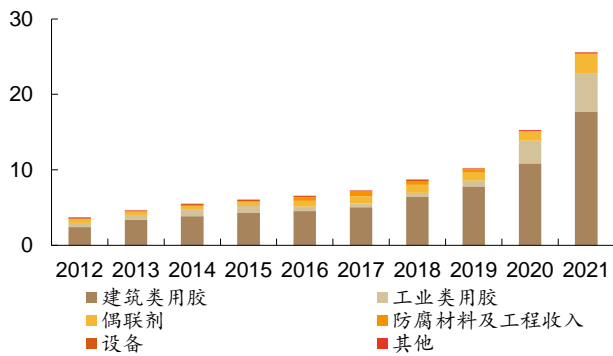
图 4：2014-2021 年硅宝科技归母净利润情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

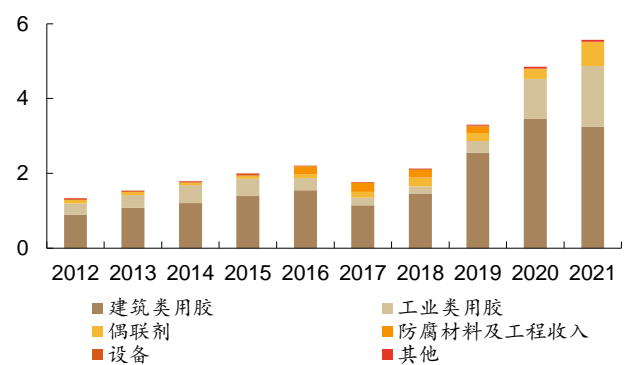
有机硅室温胶贡献主要业绩，工业类用胶进入增长快车道。公司的核心产品是有机硅室温胶，2012 年以来，有机硅室温胶的营收占比和毛利占比在一直保持在 75% 以上。2020 年 4 月，公司完成对拓利科技的收购，拓宽了公司产品在特高压输变电、消费电子等领域的应用，增强了公司在电子电器导热灌封应用领域的技术优势，自此，公司工业类用胶业绩进入增长快车道。

图 5：2016-2021 年硅宝科技营收结构（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：2016-2021 年硅宝科技毛利结构（单位：亿元）

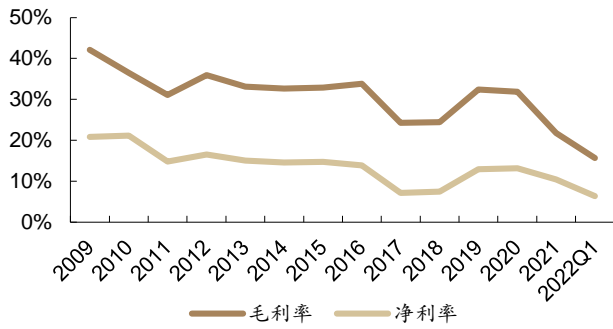


资料来源：Wind，德邦研究所

经营稳健，盈利能力相对稳定。从 2013 年至今的大多数年份，公司的毛利率和净利率相对稳定，毛利率维持在 32% 左右波动，净利率维持在 13% 左右波动。公司为数不多的利润率波动均是由于宏观环境变化引起的原材料价格大幅度增长导致，属于行业普遍性问题。

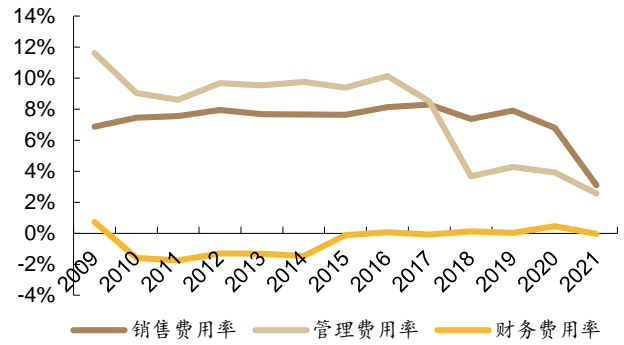
期间费用率不断改善。公司自上市以来，财务杠杆长期处于较低水平。在销售上，公司重点培养优质客户，不断优化销售费用，近几年销售费用率逐年下降，2021 年公司销售费用率为 3.10%。在管理上，公司持续推进精细化管理，提升管理效率，管理费用持续改善，2021 年，公司管理费用率为 2.55%。

图 7：2009-2021 硅宝科技利润率情况



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：2009-2021 硅宝科技费用率情况



资料来源：Wind，德邦研究所

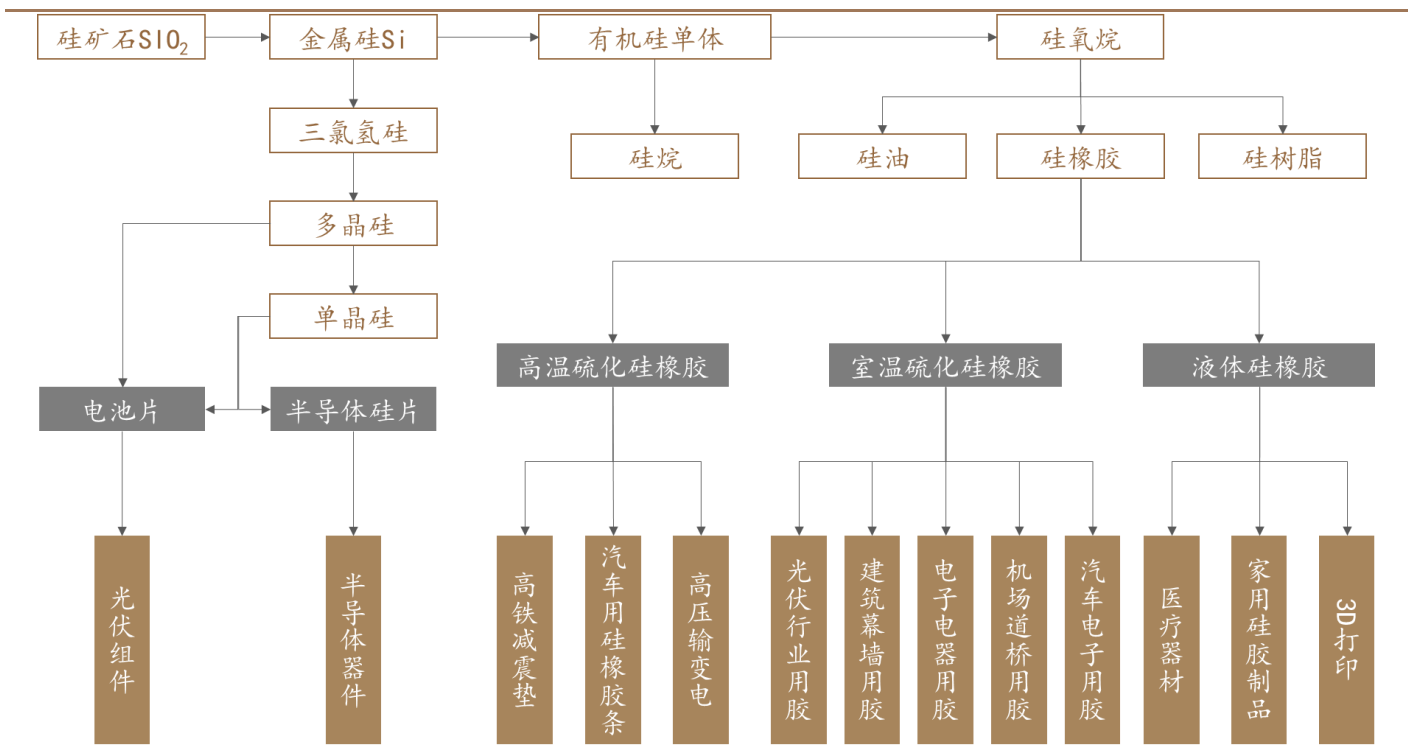
2. 有机硅：装配式建筑和新能源提振有机硅室温胶需求

2.1. 有机硅材料用途广泛，需求量持续扩大

有机硅材料是一类性能优异、功能独特、用途极广的新材料。有机硅聚合物是含有硅元素的众多高分子化合物的总称，因主链以硅氧键 (-Si-O-) 组成，侧链带有有机基团，兼具无机和有机聚合物的双重性能，性能独特。有机硅产品包括硅油、硅橡胶、硅树脂和硅烷偶联剂四大类，因其具有电气绝缘、耐辐射、阻燃、耐腐蚀、耐高低温，以及生物相容性好等优良特性，在航天、航空、汽车、战车、舰船、建筑、电子、电气、纺织、造纸、医疗卫生、食品、日用化学品等有着广泛的应用。

有机硅行业上游产品包括氯硅烷单体和初级聚硅氧烷中间体，甲基氯硅烷是最主要的有机硅单体，占有有机硅单体总量的 90% 以上，其次是苯基氯硅烷。以二甲基二氯硅烷单体为主要原料，经过水解合成，则可形成以 DMC（二甲基环硅氧烷混合物）或 D4（八甲基环四硅氧烷）为主的环状中间体，DMC 或 D4 开环聚合，生成不同聚合度的聚硅氧烷；下游产品主要包含硅橡胶、硅油、硅烷偶联剂和硅树脂四大类。硅橡胶是以初级聚硅氧烷为原料经加工制成的产品及制品，是消费量最大的有机硅产品。硅橡胶分为室温硫化硅橡胶、高温硫化硅橡胶、液体硅橡胶。

图 9：有机硅产业链



资料来源：公司 2021 年年报，德邦研究所

公司产品位于有机硅产业链下游，主要应用于建筑和工业领域。有机硅室温胶是由 α, ω -二羟基聚二甲基硅氧烷（俗称 107 硅橡胶）作为基胶（生胶）、配合补强填料、交联剂、催化剂、添加剂等在特殊工艺条件下制得，包装在密闭容器中，使用时不需加热，在室温下即可硫化成橡胶弹性体。有机硅室温胶主要包括有机硅密封胶和有机硅模具胶，其中有机硅密封胶占比约 90% 左右。公司核心产品为有机硅密封胶，处于有机硅室温胶产业链的制品阶段，为硅橡胶中的室温硫化硅橡胶（RTV），室温硫化硅橡胶能在室温下无须加热、加压即可就地发生固化交联反应，使用极其方便，主要应用于幕墙、中空玻璃加工、门窗密封、防水、

机场道桥等建筑领域以及工业领域如光伏、电子电器、汽车、电力等。

有机硅密封胶在建筑领域和工业领域新能优势显著。密封胶产品多种多样，以主要成分分类，有聚硫类、橡胶类、丙烯酸类、聚氨酯类、有机硅类等，各类密封胶的特点各异。有机硅密封胶作为新型密封胶，在诸多领域有着新能优势，在建筑领域，由于有机硅密封胶不需要溶剂，相比传统的溶剂型密封胶具有更优异的环保性能，在需求上也在逐步提升；在工业领域，由于其优异的电气绝缘性、耐冷热性、耐腐蚀性、耐候性，在电子电器、电力、汽车、光伏方面具有广泛的用途。

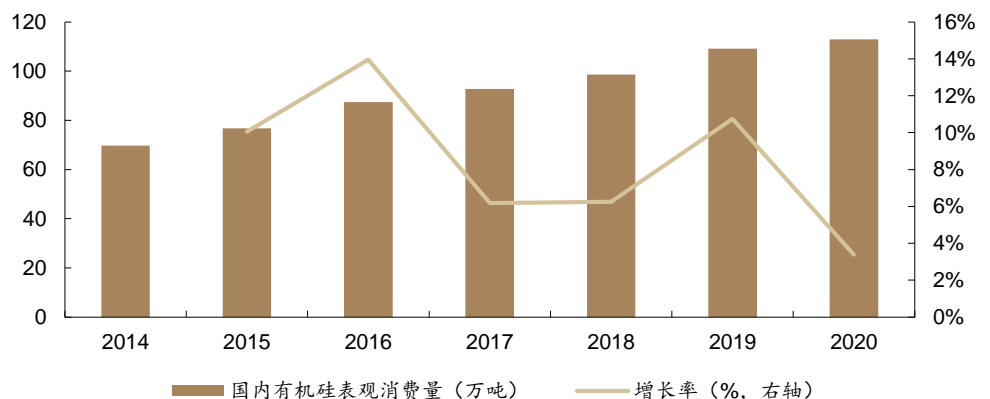
表 2：不同密封胶的特征

项目名称	聚硫类	橡胶类	丙烯酸类	聚氨酯类	硅酮类 (有机硅类)
概况	以液态聚硫为主体材料，配合以增粘树脂、硫化剂、促进剂、补强剂等制成的密封胶	以橡胶类聚合物，如异丁烯、氯丁烯为主体材料的密封胶	以聚丙烯酸酯作为主体材料的密封胶，是目前世界上消耗量最大的密封胶之一	以异氰酸酯基为主料与含活泼氢化合物固化剂反应而成的室温固化型聚氨酯密封胶	高分子主链主要由 (Si-O-Si) 键组成，在固化过程中交联剂与基础聚合物反应形成网状的骨架结构
优点	优良的耐燃油、液压油、水和各种化学药品性能以及耐热性	优异的耐天候老化、耐热、耐酸碱性能及优良的气密性和电绝缘性能	优良的耐热、耐油性能，优良的耐臭氧、耐紫外线性能，优良的气密性及抗屈挠性能	具有抗撕裂、耐磨抗穿刺、对基材不污染、耐酸碱、耐多数有机溶剂、可涂漆、对石材及混凝土无腐蚀等特性	优异的耐高、低温性能和耐候性能
缺点	强度不高，耐老化性能不佳，加工性能不好，有臭味	使用中产生有机溶剂挥发，耐低温性能不佳，对部分有机溶剂耐受性较差	耐寒性差，不耐水、水蒸气、酸碱、盐溶液以及有机极性溶剂，室温下的弹性差、耐磨性差	耐热性较差，阻燃性不佳，燃烧过程中会释放一氧化碳	不同产品型号性能差异较大，部分型号对金属有腐蚀，部分型号耐热性不佳
主要应用	用于土木建筑、汽车制造等嵌缝密封，以及油箱、燃料罐、航空机械、复合玻璃的密封	应用于汽车、建筑、工业等用途	用于建筑业高温处理预制板的密封，建筑物楼孔、楼板的密封及电子灌封等	用于建筑物、广场、公路作为嵌缝密封材料，以及汽车制造、玻璃安装、电子灌封等	用于建筑幕墙、门窗密封、玻璃加工，以及电子电器、汽车、光伏新能源、轨道交通等
环保性能	有刺激性气味，对人体及环境有一定污染	含有有机溶剂，易挥发，对人体及环境有一定污染	溶剂为水，属环保产品	无溶剂，属环保产品	无溶剂，属环保产品

资料来源：公司公告（向特定对象发行股票并在创业板上市之募集说明书（注册稿）），德邦研究所

2023 年我国有机硅消费量有望达 156 万吨。近几年，我国的有机硅产品的消费量逐年提高，2014 年我国聚硅氧烷表观消费量为 69.7 万吨，2020 年上升至 112.9 万吨，复合增长率为 8.37%。随着中国经济转型的逐步推进，居民收入水平的快速提升，以及“中国制造 2025”、“一带一路”国家战略的实施，预计我国聚硅氧烷消费仍将保持中高速增长，根据 SAGSI，2023 年我国聚硅氧烷消费量有望达 156 万吨。

图 10：我国聚硅氧烷表观消费量

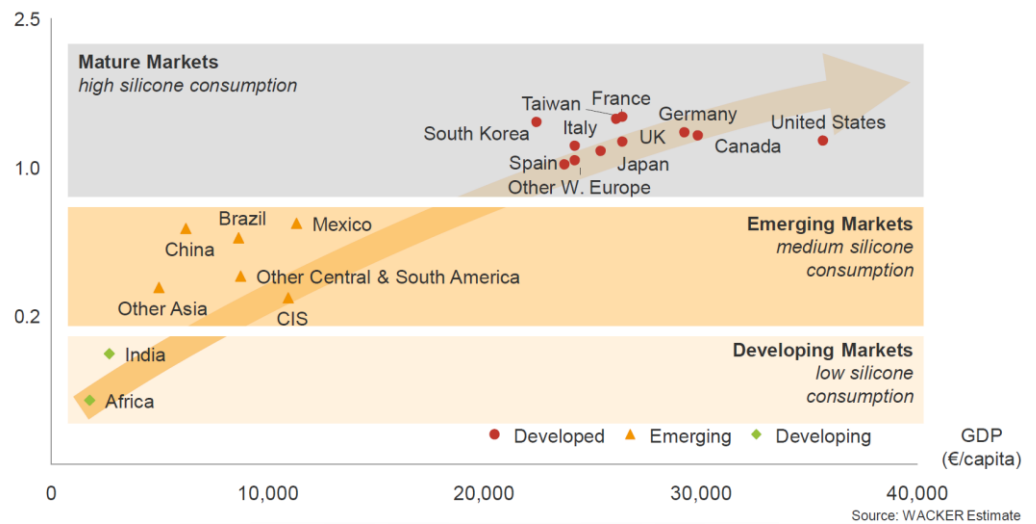


资料来源：智研咨询，SAGSI，德邦研究所

我国经济稳步提升，有机硅消费潜力巨大。根据人均有机硅的消费量，可将全球有机硅市场分为三类，分别是成熟市场、新兴市场和发展中市场，大致对应人均有机硅消费量在 1.0kg 以上、0.2-1.0kg、0.2kg 以下。据 WACKER Factbook 2019，人均有机硅消费量与人均 GDP 基本呈正相关关系，欧美日等发达地区就属于成熟市场，人均有机硅消费量较高。我国则处于新兴市场，经济增长动力充沛，2021 年人均 GDP 同比增长 8.0%，在经济快速发展的同时，有机硅消费潜力也将逐步兑现，2021 年我国人口约 14 亿，未来我国迈入有机硅消费的成熟市场，人均有机硅消费量至少需要提升 0.2kg，我国有机硅市场消费量将提升约 28 万吨。而印度、非洲等市场的经济能力相对落后，基础建设相对较差，人均有机硅消费量低，随着经济的增长，其有机硅消费量的弹性极大。

图 11：有机硅消费量与人均 GDP 成正比

Silicone Consumption (kg/capita)

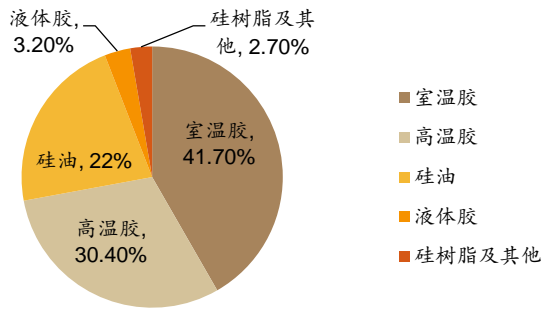


资料来源：WACKER Factbook 2019，德邦研究所

我国有机硅下游产品主要为硅橡胶。从下游产品来看，有机硅主要可用于硅橡胶、硅油、硅烷偶联剂和硅树脂四大类，硅橡胶又可细分为室温胶、高温胶和液体硅橡胶。据华经产业研究院，硅橡胶约占有机硅市场的 75.3%。其中室温胶主要包括密封胶和模具胶，密封胶占比超 90%，主要起到填充构形间隙、以起到密封作用，通常用于在建筑、汽车、电子、光伏等多个领域有所应用，约占有机硅市场的 41.7%；高温胶配合上补强剂、填料、硫化剂等经高温成形则可用于生产橡胶制品，约占有机硅市场的 30.4%。

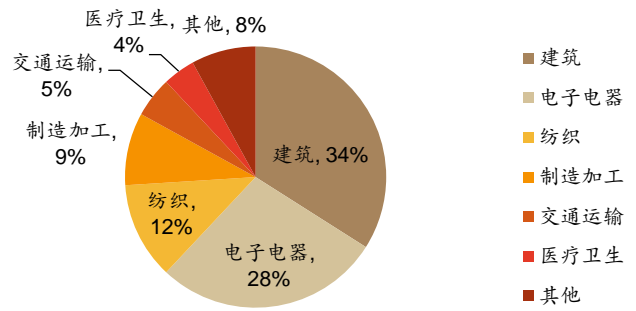
我国有机硅主要用于建筑和电子电器领域，光伏领域需求快速增长。按照应用领域分类，有机硅下游最主要的应用领域为建筑和电子电器领域，占比分别达 34%、28%。有机硅在建筑领域主要以密封胶的形式用于建筑幕墙装配、房屋建筑的密封以及中空玻璃加工等三个方面。除建筑领域外，有机硅还用于工业领域，其中电子电器领域占比最高，有机硅在电子电器领域主要用作导热、灌封、粘接和防护。近年，我国光伏行业高速发展，有机硅密封胶作为光伏组件制造过程中的主要粘接和密封材料，市场需求显著增加，未来有望成为用胶量最多的行业之一。

图 12: 我国有机硅细分产品市场结构



资料来源: 华经产业研究院, 德邦研究所

图 13: 我国有机硅下游应用领域



资料来源: 华经产业研究院, 德邦研究所

2.2. 建筑领域: 装配式建筑渗透率快速提升, 拉动有机硅密封胶需求

装配式建筑渗透率快速提高, 有机硅室温胶需求释放。2016年2月, 国务院颁发《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》(下称《意见》), 力争用10年左右时间, 使装配式建筑占新建建筑的比例达30%。2020年全国新开工装配式面积约为6.3亿平方米, 渗透率达28.07%, 渗透率快速提升, 有望提前完成30%的目标。装配式建筑每平方米用胶需求约为1kg, 2020年有机硅室温胶需求为63.00万吨, 根据《意见》目标, 预计2025年有机硅室温胶在装配式建筑领域需求有望达76.74万吨, 市场规模有望超100亿元。

政府引导装配式建筑渗透率加速提升。各地政府积极引导装配式建筑发展, 部分地区对装配式建筑的渗透率的目标远超住建部的30%, 2020年率已达28.07%, 在政府的大力引导下, 预计2025年装配式建筑渗透率将远超30%的目标值。

表 3: 装配式建筑对有机硅室温胶的需求

项目名称	2017	2018	2019	2020	2025E
房屋新开工面积 (万平方米)	178,654	209,342	227,154	224,433	255,812
装配式建筑占比	9%	13.90%	18.40%	28.07%	30.00%
装配式建筑面积 (万平方米)	16,079	29,099	41,800	63,000	76,744
有机硅室温胶用量 (万吨)	16.08	29.10	41.80	63.00	76.74

资料来源: 住建部, 国家统计局, 公司公告(向特定对象发行股票并在创业板上市之募集说明书(注册稿)), 德邦研究所

表 4: 各地区装配式建筑发展目标

地区	单位	装配式建筑发展目标
全国	住建部	提出力争到2025年, 新建装配式建筑占比达到30%以上
北京	市住建委	明确到2025年, 实现装配式建筑占新建建筑面积的比例达到55%
上海	市住建委	2020年上海新开工装配式建筑地上建筑面积约占新开工建筑地上建筑面积的91.7%
天津	市住建委	全市国有建设用地新建民用建筑实施装配式建筑比例
重庆	市住建委	到2025年装配式建筑占全市新建建筑面积达到30%, 其中: 重点推进区域达到50%, 积极推进区域达到30%, 鼓励推进区域达到20%

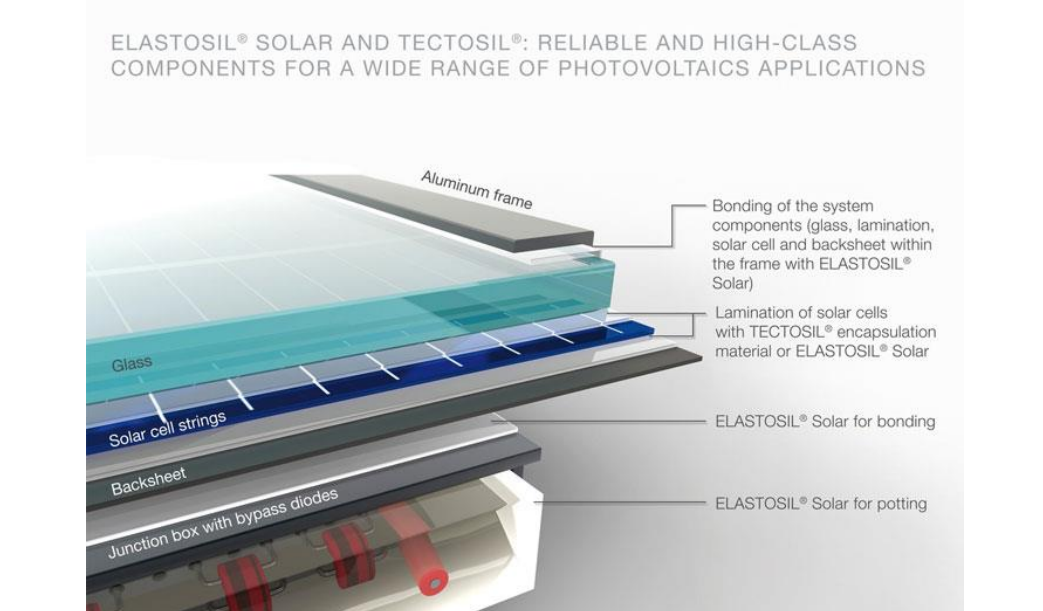
青岛	市住建局	2021年~2022年,全市装配式建筑占新建建筑的比例达到40%,装配式建筑单体装配率不低于50%。2023年~2025年,全市装配式建筑占新建建筑的比例达到50%,装配式建筑单体装配率不低于50%
烟台	市住建局	明确2022年全市范围内新开工装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到40%以上,并逐年提高,到2025年达到60%
湖南	省住建厅	至2025年,城镇装配式建筑占新建建筑比例达到30%以上
吉林	省住建厅	到2025年,全省装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%以上
福建	省住建厅	到2025年,全省城镇每年新开工装配式建筑占当年新建建筑的比例达到35%以上,其中福州、漳州、泉州国有投资新开工保障性住房、教育、医疗、办公综合楼项目全部采用装配式建筑,其余设区市及平潭综合试验区比例不低于50%
浙江	省住建厅	到2025年,全省装配式建筑占新建建筑比例35%以上
江苏	省住建厅	到2025年,新开工装配式建筑占同期新开工建筑面积比达50%
西藏	自治区住建厅	到2025年,全区城镇每年新开工装配式建筑占当年新建建筑的比例达到30%以上
江西	省住建厅	2025年,江西省装配式建筑发展水平进一步提高,装配式建筑新开工面积占新建建筑总面积的比例达到40%
广西	自治区住建厅	到2025年,全区装配式建筑项目建筑面积占新建建筑面积的比例达到30%以上
内蒙古	自治区住建厅	到2025年装配式建筑面积占比力争达到30%
广东	省住建厅	“十四五”时期发展目标。装配式建筑面积占新建建筑面积的比例达到30%
安徽	省住建厅	到2025年,装配式建筑占到新建建筑面积的30%,其中:宿州、阜阳、芜湖、马鞍山等城市力争达到40%,合肥、蚌埠、滁州、六安等城市力争达到50%
云南	省住建厅	到2025年,城镇新开工建筑中装配式建筑和采用装配式技术体系的建筑面积占比达到30%
黑龙江	省住建厅	到“十四五”期末,装配式建筑占地区新建建筑面积比例力争达到40%
四川	省住建厅	到2025年,形成成都平原、川东北、川南、川西北、攀西五大区域协同发展;全省新开工装配式建筑占新建建筑40%,装配式建筑单体建筑装配率不低于50%,建成一批A级及以上高装配率的绿色建筑示范项目
河北	省住建厅	到2025年,城镇新建装配式建筑占当年新建建筑面积比例达到30%以上
陕西	省发改委	2022年装配式建筑占比达到24%
海南	省住建厅	到2025年,装配式建筑占新建建筑的比例要达到80%

资料来源:各省市住建部门或发改委,德邦研究所

2.3. 工业领域：新能源发展迅猛，有机硅密封胶需求旺盛

在新能源领域，有机硅密封胶的应用主要在光伏和风电领域。在光伏领域，有机硅密封胶是光伏组件制造过程中的主要粘接和密封材料，可用于太阳能电池组件的粘接、固定及密封，具有防潮、防震、绝缘、耐候的作用，也可用于太阳能接线盒、电机接线盒的灌封、导热。在风电领域，有机硅密封胶可用作电机槽口灌封、控制单元和传感器防护、发电机部件的绝缘和浸渍。

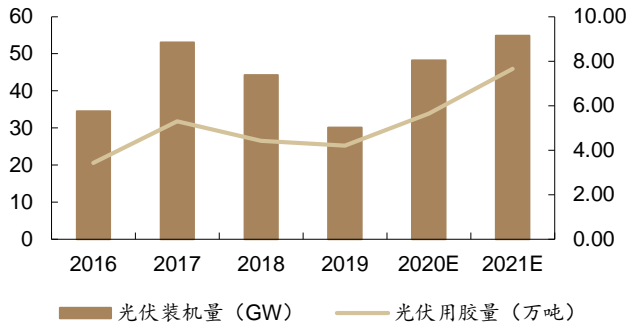
图 14：有机硅密封胶在光伏领域的部分应用



资料来源：瓦克化学官网，德邦研究所

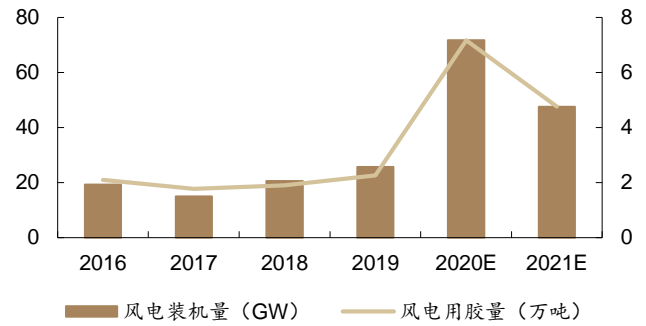
2022-2030 年风电和光伏平均每年预计带来 15.01 万吨用胶需求。根据公司公告披露，我们测算每 GW 光伏组件用胶量约为 1000-1500 吨（我们取 1100 吨用量进行测算），每 GW 风电设备用胶量约为 1000 吨（取 2016 年-2019 年单 GW 用胶均值）。据伍德麦肯兹预测，我国 2022 年光伏新增装机量将达到 75GW，其中包括 42GW 大型集中式地面电站和 33GW 分布式光伏项目，预计 2022 年后中国光伏市场将保持稳定增长，到 2031 年累计装机容量将超过 1300GW（剔除截至 2021 年我国累计装机 306GW），平均每年光伏装机量将新增 99.4GW（包含 2022 年在内，取十年均值），对应用胶量约 10.93 万吨。风电方面，伍德麦肯兹预测 2021 年到 2030 年 10 年间国内市场将增加 408GW 装机容量，平均每年风电装机量将新增 40.8GW，对应用胶量约 4.08 万吨。新能源方面，每年预计将带来 15.01 万吨用胶需求。

图 15: 我国光伏新增装机量及光伏用胶量



资料来源: 国家能源局, 公司募集说明书, 中国产业信息网, 德邦研究所测算
备注: 光伏用胶数据均来自公司募集说明书。

图 16: 我国风电新增装机量及风电用胶量



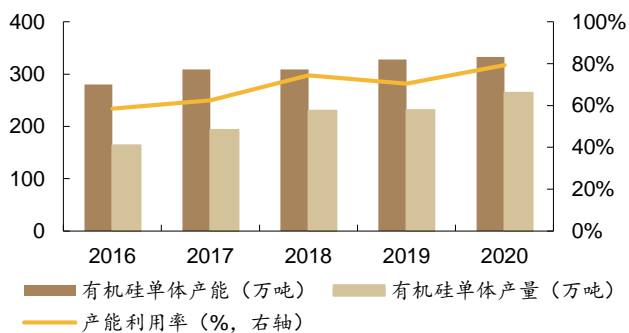
资料来源: 国家能源局, 公司募集说明书, 德邦研究所测算
备注: 2016-2019 年数据均来自公司募集说明书, 2020、2021 年数据均来自测算数据。

新能源车爆发期催生密封胶新需求。随着新能源车步入景气上行通道, 对上游材料需求倍增, 其中作为动力电池的粘接, 密封, 灌封与涂抹维护的导热灌封胶需求日益增长。导热灌封胶是以添补在元器件的周围, 以达到实现加固与增加抗电强度的效果, 同时可以很大程度上增加电子产品在恶劣环境下作业的稳定性、防护性、避免湿气, 使其有更好的耐受热冲击能力, 从而达到延长产品的运用寿命。

2.4. 原料端: 产能持续提升, 原料价格开始下行

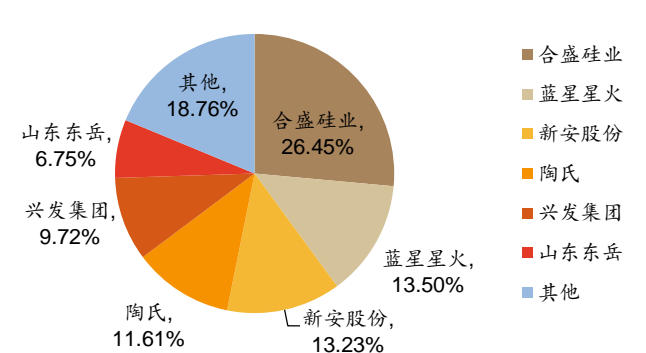
有机硅单体产能利用率持续提升。近几年, 有机硅全球产能向中国转移趋势明显, 我国有机硅产能逐年增长, 据 CAFSI, 2021 年我国有机硅甲基单体产能约 381 万吨/年, 约占全球有机硅甲基单体产能的 60%。我国有机硅单体的行业集中度也较高, CR5 超过 70%, 头部企业的议价能力较强。随着过剩产能逐步消化、行业技术进步以及企业工艺管理水平的提升, 产能利用率也呈上升趋势, 2016 年国内有机硅单体产能利用率约 58.57%, 2020 年已提高至 79.28%。

图 17: 我国有机硅单体产能产量



资料来源: 华经产业研究院, 德邦研究所

图 18: 截至 2021 年 6 月我国有机硅单体竞争格局

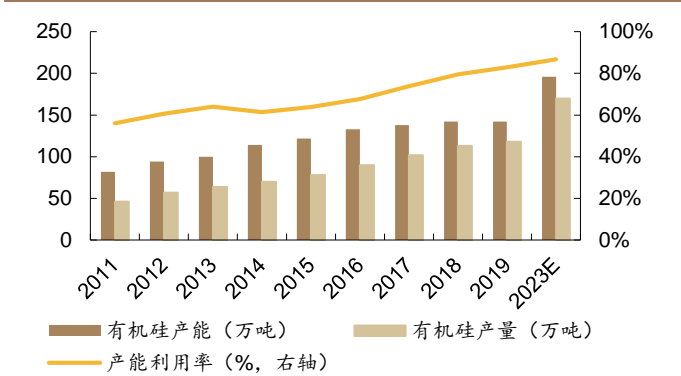


资料来源: CAFSI, 德邦研究所测算

有机硅产能提高, 我国逐渐成为有机硅净出口国。随着全球有机硅产业链的加速转移和下游领域的需求拉动, 我国作为承接国际有机硅产业转移的主要地区, 国内有机硅产能产量快速提升, 2011 年我国有机硅产量为 46 万吨, 到 2020 年已提升至 122 万吨, 复合增长率 11.45%, 已成为全球有机硅最大的生产国。2014

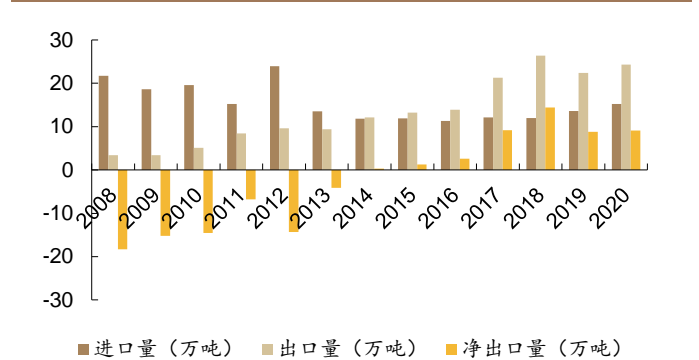
年以前，我国是有机硅净进口国，随着产能产量的提升，我国逐渐成为有机硅净出口国，2020年净出口量约为9.1万吨。

图 19：我国有机硅产能产量情况



资料来源：智研资讯，SAGSI，公司募集说明书，德邦研究所

图 20：我国有机硅进出口情况

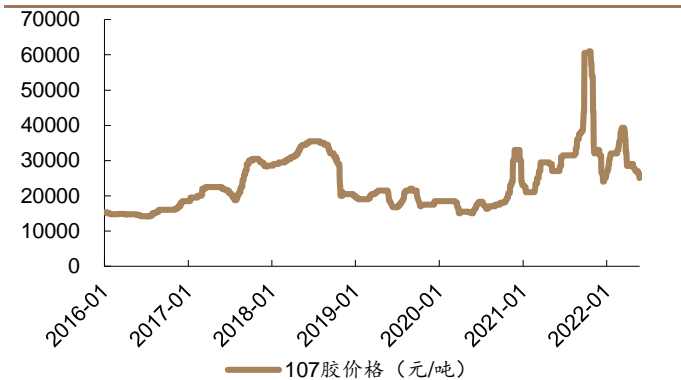


资料来源：海关总署，前瞻产业研究院，德邦研究所

107 胶价格波动有助于有机硅密封胶行业集中度提升。近几年，有机硅密封胶的主要原材料 107 胶价格波动较大。短期来看，有机硅密封胶涨价滞后于 107 胶涨价，行业短期利润可能承压；长期来看，由于部分中小企业对原料价格更为敏感，107 胶的价格波动将导致其对原材料的采购难度加大，压缩他们的发展空间，从而提升行业集中度，有利于硅宝科技等头部企业加快提升市占率。

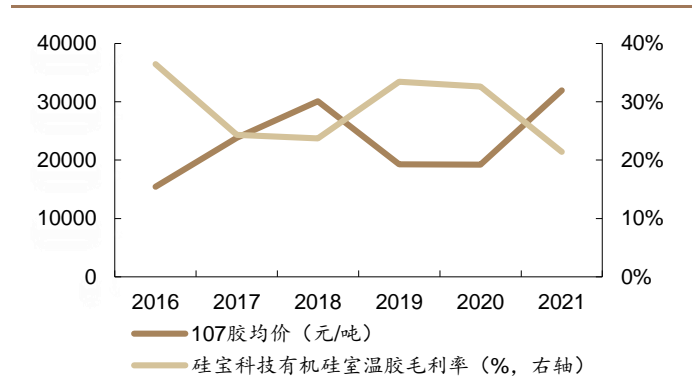
107 胶价格回落，有机硅密封胶盈利能力有望提升。根据历史数据，107 胶价格通常与有机硅密封胶毛利率成反比例关系。2021 年 9 月能耗双控致使四川、云南等地方金属硅大幅减产，导致下游有机硅出现阶段性供需紧张，107 胶价格急剧上升。2022 年，107 胶价格逐步回落，有机硅密封胶盈利能力有望提升。

图 21：107 胶价格走势



资料来源：Wind，德邦研究所

图 22：107 胶均价与公司有机硅室温胶毛利对比



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

3. 公司：有机硅业务高歌猛进，硅碳负极未来可期

3.1. 有机硅：规模优势扩大，销售体系完备，研发助力成长

持续推进产能建设，继续强化成本优势。公司深耕有机硅密封胶行业 23 年，已发展成为拥有 6 大生产基地的新材料产业集团，占地 760 亩，建成数条国际先进的全自动化生产线、智能仓库及智能化控制系统，已形成 13 万吨/年高端有机硅材料生产能力，并且持续推进 10 万吨/年高端密封胶智能制造项目、眉山拓利 2 万吨/年功能高分子材料生产基地项目建设。随着公司生产规模不断扩大、生产设备升级改造、技术工艺持续优化，反应收率和产品质量稳步提升，成本优势进一步凸显，形成难以复制的竞争壁垒。

表 5：10 万吨/年高端密封胶智能制造项目情况

项目	产能 (万吨)
建筑幕墙用硅酮耐候密封胶	2 (已投产)
太阳能用硅酮密封胶	2 (已投产)
改性硅酮密封胶	1.5
电子器件用导热灌封胶	2
建筑幕墙用双组分硅酮结构密封胶 A	2
建筑幕墙用双组分硅酮结构密封胶 B	0.5
合计	10

资料来源：公司公告，德邦研究所

客户涵盖各行业龙头，长期发展向好。建筑类用胶方面，公司以品牌入围的方式成功进入碧桂园、保利、绿地、华润、龙湖、世茂、万达、星河等百强房地产品牌库，成为万科采筑平台有机硅密封胶行业唯一的严选高级供应商。工业类用胶方面，公司充分整合资源，加大工业类用胶市场投入，品牌知名度和影响力大幅提升，工业类用胶客户涵盖隆基、中兴、国家能源集团等光伏、电子电器、电力行业龙头企业。

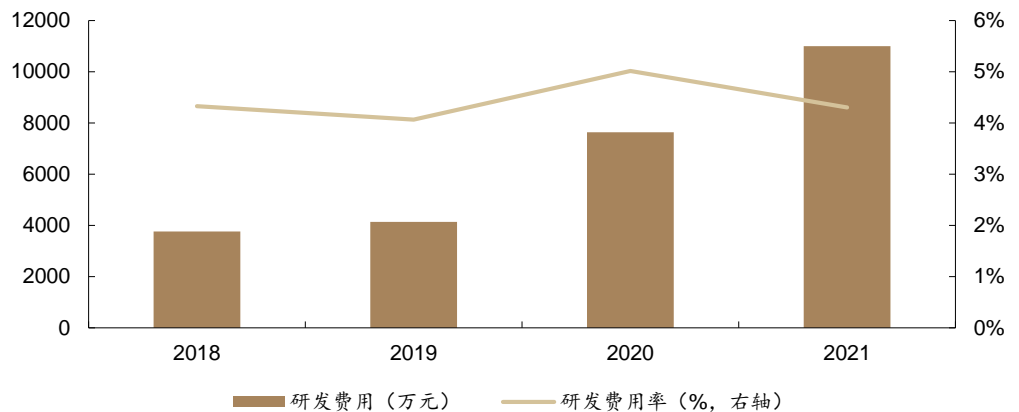
以客户为中心、以市场为导向，销售网络遍及全球。公司在北京、上海、深圳、成都设立销售公司，在广州、武汉、郑州、济南、南京、杭州、西安、厦门、海口、沈阳等省会城市和国家重点开发区如雄安新区设立办事处，营销网络遍布全国。公司销售渠道丰富，拥有经销商 300 余家、服务用户 1800 余家，建立了良好的客户关系。同时，公司产品出口荷兰、德国、法国、韩国等 20 多个国家及地区，并在这些国家建立了稳定的销售渠道。此外，公司在京东、天猫等网络销售平台建立硅宝旗舰店，形成了直销、经销、网络营销等相结合的渠道优势。

研发团队配置合理，研发投入逐年增长。公司组建了老中青三代相结合的研发团队，截至 2021 年，拥有研发人员 186 人，包括博士 6 人、硕士 38 人、中高级职称 48 人、国家标准化管理委员会技术委员会委员 4 人。同时，公司在研发上一直保持着高投入，每年研发费用率在 4% 以上，2021 年公司研发投入超过 1 亿元。

加大研发投入，技术创新成果斐然。公司是国家技术创新示范企业，拥有 4 家国家高新技术企业，在成都、深圳建立研发中心，搭建了国内一流的创新平台。近两年，公司在研发上不断加大投入，2020 年公司研发费用达 0.76 亿元，同比

增长 84.49%，2021 年公司研发费用达 1.10 亿元，同比增长 43.95%。大手笔投入研发给公司带来了不少的技术成果：2021 年公司新申请专利 43 项，其中发明专利 22 项，实用新型专利 20 项；新获得国家授权专利 43 项，其中国家发明专利 15 项；新增参与制定标准 7 项，其中国家标准 3 项，行业及团体等标准 4 项；新增 1 项科技成果评价，达到“国际先进水平”。此外，公司牵头承担的“十三五”国家重点研发计划项目已顺利通过验收。

图 23：公司研发费用情况



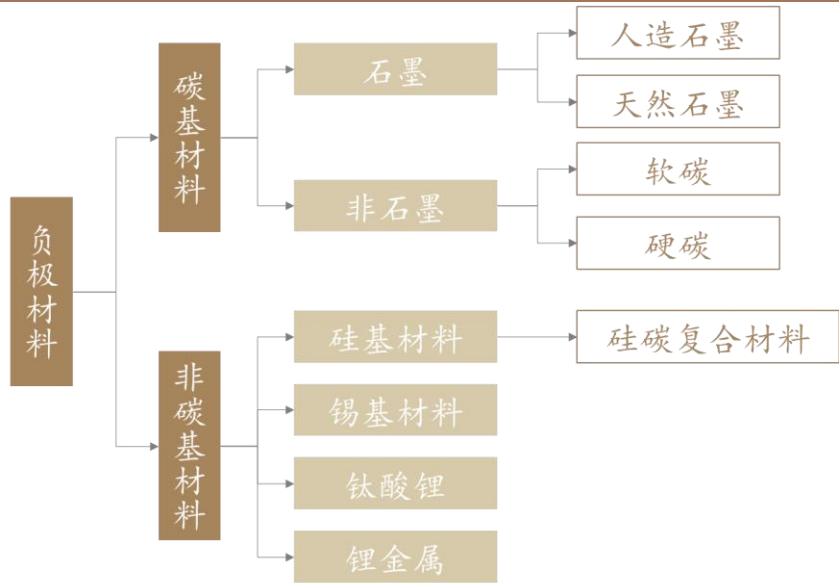
资料来源：公司公告，德邦研究所

3.2. 硅碳负极：硅基负极大势所趋，硅碳材料未来可期

拥抱新能源，布局硅碳负极材料。2021 年 11 月，公司发布公告，拟投资 5.6 亿元，新建 1 万吨/年锂电池用硅碳负极材料、4 万吨/年专用粘合剂生产基地和锂电材料研发中心，拓宽新能源业务板块，为公司创造新的业绩增长点。一期项目拟 30 个月内完成建设投产，二期项目预计在二期项目完成后 12 个月内完成建设投产。

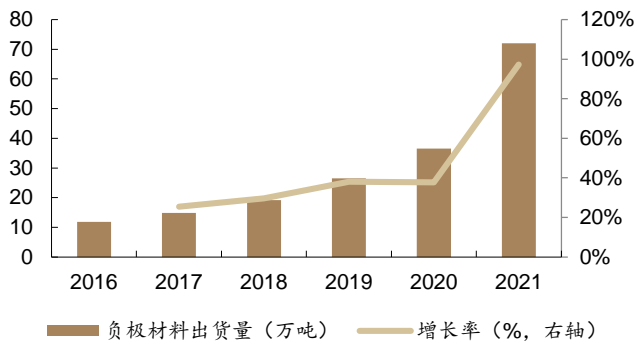
石墨是锂电池的主要负极材料。由于近几年新能源行业的爆发，锂电池负极材料出货量随之快速上涨，2016 年到 2021 年，国内负极材料出货量由 11.8 万吨增长至 72 万吨，年复合增长率为 43.59%。根据材料的不同，锂电池负极材料大致可分为两类：1) 碳基材料，主要包括天然石墨、人造石墨、硬碳、软碳等，是目前应用最广泛的负极材料，其中据 GGII 统计天然石墨和人造石墨占据国内负极材料 98% 的市场份额；2) 非碳基材料，主要包括硅基材料、锡基材料、钛酸锂、锂金属等。

图 24：锂电池负极材料分类



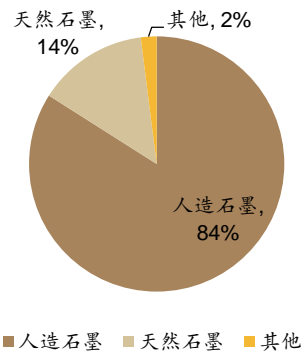
资料来源：华经情报网，德邦研究所

图 25：2016-2021 年我国锂电池负极材料出货情况



资料来源：高工产业研究院，中商产业研究院，德邦研究所

图 26：2021 年我国锂电池负极材料产品结构（按出货量计算）



资料来源：高工产业研究院，中商产业研究院，德邦研究所

石墨负极材料性能已接近理论极限，硅基负极材料应用前景广阔。新能源汽车的续航能力取决于电池的能量密度，石墨负极材料的理论能量密度上限为 372mAh/g，目前，商业化的人造石墨负极材料能量密度可达 310~370mAh/g，已基本达到理论极限值，提升空间较小。硅基负极材料在能量密度方面具有明显优势，理论能量密度可达 4200mAh/g，在传统的石墨负极能量密度的潜力已经得到充分挖掘的情况下，通过使用硅基负极材料来提高电池容量成为当前解决能量密度问题的重要措施之一。

表 6：不同负极材料对比

类型	天然石墨负极材料	人造石墨负极材料	硅基负极材料
理论容量	340-370mAh/g	310-360mAh/g	400-4000mAh/g
首次效率	>93%	>93%	>77%
循环寿命	一般	较好	较差
安全性	较好	较好	一般
倍率性	一般	一般	较好
成本	较低	较低	较高

优点	能量密度高、加工性能好	膨胀低，循环性能好	能量密度高
缺点	电解液相容性较差，膨胀较大	能量密度低，加工性能差	膨胀大、首次效率低、循环性能差

资料来源：贝特瑞招股说明书，德邦研究所

硅基负极材料在导电率和循环性上存在挑战。硅基负极材料主要面临两大挑战：1) 导电性差：硅基材料导电率低，电化学性能无法发挥；2) 膨胀率高：硅基材料约为 300%，石墨仅为 16%，在充放电过程中，锂元素在电极中嵌入和脱出，会引起材料的膨胀和收缩，致使硅颗粒破裂、材料粉化、极片脱落、活性物质消耗，从而造成电池循环性较差、容量衰减等问题。

纳米化和复合化有助于解决硅基负极材料的部分缺陷。为解决硅基负极材料膨胀率高引起的问题，目前行业内主要采取两种方式解决：1) 纳米化：硅颗粒纳米化后，可减轻硅的绝对体积变化程度，减小锂离子的扩散距离，提高电化学反应速率；2) 复合化：硅颗粒与不同基质复合后，基质材料作为缓冲介质，可以有效地容纳硅的体积变化，减小机械应力，改善电极的电化学表现，如果引入导电性更强的物质则可提高电极的导电性。

硅碳负极材料和硅氧负极材料是硅基负极材料发展的两个主要方向。硅碳复合材料是以纳米硅和碳材料为原料，通过造粒工艺形成前驱体，然后经表面处理、烧结、粉碎、筛分、除磁等工序制备而成的负极材料，既能保留硅材料的高容量，又能缓和因高膨胀率产生的不良影响。硅氧负极材料是通过在高温下气相沉积硅和二氧化硅形成前驱体，然后经表面处理、烧结、粉碎、筛分、除磁等工序制备而成的负极材料，既能发挥硅的高容量，又能有效抑制因膨胀率高而产生的粉化的问题。

硅基负极材料的技术难点体现在纳米化及与复合化的制备工艺方面。较石墨负极材料而言，硅基负极材料的制备工艺复杂，且各家工艺均不同，目前没有标准化工艺。当前采用较普遍的生产工艺主要有化学气相沉积法、溶胶凝胶法、高温热解法、机械球磨法。

表 7：硅基负极材料不同生产工艺的技术特征对比

制备方式	技术特点
化学气相沉积法	硅碳两组分间连接紧密、结合力强，充放电过程中活性物质不易脱落，具有优良的循环稳定性和较高的首次充放电效率，碳层均匀稳定、不易出现团聚现象。此种制备方法对设备要求简单，反应过程环境友好，复合材料杂质含量少，适合工业化生产。
溶胶凝胶法	该方法能够实现硅碳材料的均匀分散，而且制备的复合材料保持了较高的可逆比容量。但是碳凝胶较其它碳材料稳定性能差，在循环过程中碳壳会产生裂痕并逐渐扩大，导致负极材料结构破裂；且凝胶中氧含量过高会生成较多不导电的 SiO ₂ ，导致负极材料的首次充放电效率较低。
高温热解法	此种方法合成的复合材料中碳的空隙结构一般较大，能较好的缓解硅在充放电过程中的体积变化。但是，高温热解法产生的复合材料中的硅的分散性较差，碳层会有分布不均的状况，并且颗粒容易产生团聚等现象。
机械球磨法	机械球磨法制备的复合材料颗粒粒度小、各组分分布均匀，而且机械球磨法制备硅/碳复合材料具有工艺简单、成本低、效率高，适合工业生产；但是该法是两种反应物质在机械力的作用下混合，颗粒的团聚现象难以解决。

资料来源：贝特瑞招股说明书，德邦研究所

硅碳负极容量指标突出，未来发展前景良好。相比于硅氧负极，硅碳负极最

大的优势在于成本低、理论容量高、首次充放效率高和首次库伦效率高，但存在循环性能较低的问题。未来通过对纳米硅结构的设计，碳硅负极的循环寿命有望逐步改进，届时硅碳负极的竞争优势将大大加强。

硅基负极材料产业化进程加速推进，大多企业加码硅碳负极。在供给端，国内硅基负极材料领域开始逐步扩容，主要分为四类企业：1) 石墨类负极企业，如璞泰来、杉杉、正拓能源、翔丰华等；2) 科研院校创始团队，如天目先导、壹金新能源等；3) 电池企业，如宁德时代、国轩高科等；4) 化工企业跨界或硅材料企业切入，如石大胜华、新安股份、硅宝科技等。

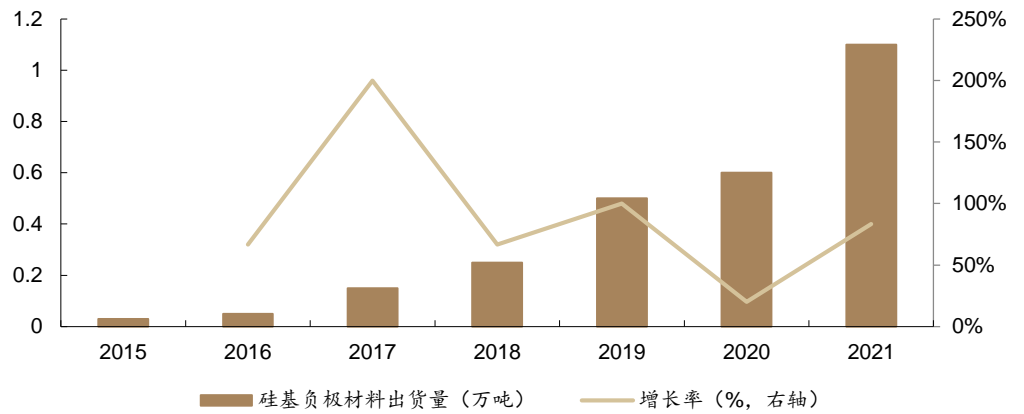
表 8：硅基负极材料的产业化进展（不完全统计）

分类	企业	硅基负极布局情况
石墨类负极企业	璞泰来	在溧阳建立氧化亚硅中试线，第二代硅基产品产业化已具备基本条件
	杉杉股份	掌握硅基负极材料前驱体批量化合成核心技术，硅基负极已批量应用于 3C 领域
	贝特瑞	实现对核心客户的大批量供货；硅碳负极材料突破至第三代产品，比容量 1500mAh/g；2022 年 4 月，年产 4 万吨硅基负极材料项目开工
	翔丰华	硅碳负极材料产品处于中试阶段，已具备产业化条件
	凯金能源	已建有新型硅基材料小试和中试开发生产平台，目前已实现小批量出货
	正拓能源	2014 年开始研发硅碳新型材料，2018 年实现量产，具备 2000 吨硅碳负极产能
科研院校创始团队	天目先导	核心技术源于中国科学院物理所，锂电池硅负极材料目前年产能可以达到 2000 吨
	壹金新能源	技术源自中国科学院化学研究所，规划年产 5000 吨锂电池硅基负极材料项目
电池企业	国轩高科	已具备 5000 吨硅碳负极材料的生产能力
	三星 SDI	2021 年推出第二代含硅量 7% 的电池硅基负极，预计 2024 年发布第三代硅含量为 10% 的电池
化工企业	石大胜华	持续进行硅碳负极材料以及添加剂的研发，目前正在客户送样测试
	新安股份	碳化硅负极项目的中试工程进入试生产前准备阶段
	硅宝科技	硅碳负极材料已通过数家电池厂商测评并实现小批量供货，2021 年 11 月，其公告称建设 1 万吨/年锂电池用硅碳负极材料项目，产能规模从 50 吨提升至万吨级别
其他	SK Materials	与美国电池材料供应商 Group 14 成立合资公司，后者的锂电硅碳负极材料工厂正式上线，年产量 120 吨
	格龙新材料	第一代硅碳复合负极已通过客户的认证，到量产阶段

资料来源：高工锂电，立鼎产业研究院，贝特瑞公告，各公司公告，德邦研究所

硅基负极材料进入发展快车道。应用端，广汽埃安 Aion LX 已入选工信部第 10 批新能源汽车推荐目录，采用海绵硅负极片电池技术，NEDC 续航高达 1008km，此外，蔚来、智己汽车等公司在电池技术上均提及硅负极。高工产业研究院(GGII)统计数据显示，2021 年中国硅基负极材料出货量为 1.1 万吨，同比增长 83.3%，约占负极材料总出货量的 1.5%。中国电池产业研究院预计，未来随着对高能量密度电池需求量的增加，预计 2025 年，中国复合硅基负极材料的出货量或将接近 10 万吨。但目前硅基负极材料仍以硅氧化负极材料为主。

图 27：2015-2021 年我国硅基负极材料出货量情况



资料来源：贝特瑞招股说明书，高工产业研究院 (GGII)，德邦研究所

4680 电池开始量产，催化硅碳负极需求增长。2020 年 9 月，特斯拉发布 4680 电池，特斯拉预计，相比目前使用的 2170 电池，4680 电池的电池容量将提升 5 倍，续航里程将提升 16%，成本将下降 14%。同时，4680 电池的负极也由碳基材料升级到了硅碳负极材料。2022 年 1 月，特斯拉加州工厂已生产 100 万块 4680 电池，标志着 4680 电池正式进入量产阶段，此外，多家锂电企业也纷纷布局 4680 电池，并加快量产进程，随着 4680 电池的放量，硅碳负极需求有望快速增长。

图 28：4680 电池示意图



资料来源：特斯拉官网，德邦研究所

表 9：各企业 4680 电池进度

企业	进度
宁德时代	加快大圆柱电池研发及生产节奏
亿纬锂能	拟在荆门高新区投资建设 20GWh 乘用车用大圆柱电池生产线及辅助设施项目，含 4680 电池
比克电池	2021 年 3 月，该公司推出其新一代的大圆柱电池
松下	计划在日本歌山县投资约 7 亿美元建造 4680 电池厂，2023 年将投入大规模量产
LG 新能源	与特斯拉合作开发 4680 电池，拟在韩国梧昌工厂建设一条试验生产线
三星 SDI	开始了新一代车用圆柱形电池的试生产

资料来源：鑫椏锂电，德邦研究所

4. 盈利预测

盈利预测假设：

1) 建筑类用胶：随着公司 10 万吨/年高端密封胶智能制造项目的逐步投产，叠加公司在建筑类用胶的市占率逐步提升，新增建筑胶产能于 2022-2024 年逐步释放，预计 2022-2024 年公司建筑类用胶实现营收 23.02 亿、26.48 亿和 26.79 亿，同比增速为 30%、15%、1.17%。

2) 工业类用胶：随眉山拓利 2 万吨/年功能高分子材料生产基地项目的逐步投产，公司工业类用胶持续增长，产销量逐渐上升，于 2022 年贡献部分营收，此外假设公司十万吨募投项目中 2 万吨工业胶于 2023-2024 年稳步爬坡贡献营收，则预计 2022-2024 年公司工业类用胶实现营收 7.78 亿、11.67 亿和 17.51 亿，同比增速为 55%、50%、50%。

3) 硅烷偶联剂：受益于下游光伏行业需求旺盛，公司将进一步提升其硅烷偶联剂的产能利用率，预计公司硅烷偶联剂在下游需求带动下持续增长，预计 2022-2024 年公司实现营收 3.22 亿、4.19 亿和 4.40 亿，同比增速为 20%、30%、5%。

我们预计 2022-2024 年公司实现每股收益 0.96、1.27、1.69 元，对应 PE 22、17、12 倍。

表 10：盈利预测（单位：百万，%）

业务	项目	2021	2022E	2023E	2024E
建筑类用胶	营业收入	1770.96	2302.25	2647.59	2678.58
	营收增速		30.00%	15.00%	1.17%
	营业成本	1446.03	1726.69	2038.64	2062.51
	毛利润	324.92	575.56	608.94	616.07
工业类用胶	营业收入	502.02	778.13	1167.20	1750.79
	营收增速		55.00%	50.00%	50.00%
	营业成本	340.42	544.69	817.04	1225.56
	毛利润	161.60	233.44	350.16	525.24
硅烷偶联剂	营业收入	268.57	322.29	418.97	439.92
	营收增速		20.00%	30.00%	5.00%
	营业成本	202.93	225.60	293.28	307.94
	毛利润	65.65	96.69	125.69	131.98
其他	营业收入	14.13	14.55	14.55	14.55
	营业成本	9.27	9.46	10.19	10.19
	毛利润	4.86	5.09	4.37	4.37
合计	营业收入	2555.68	3417.22	4248.30	4883.84
	营业成本	1998.65	2506.44	3159.14	3606.19
	毛利润	557.03	910.78	1089.16	1277.65

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

采用相对估值法，针对有机硅室温胶业务，我们选取与公司产品同质化程度较高的有机硅密封胶企业回天新材和在硅烷偶联剂方面深耕的晨光新材作为可比公司。据测算，可比公司 2022-2023 年平均 PE 分别为 20 和 16 倍。考虑到公司作为有机硅室温胶龙头企业，持续扩产巩固行业地位，加码新能源，寻求第二增长曲线，盈利能力有望持续提升，长期增长动力充足。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11: 可比公司估值

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)	
			2021A	2022E	2023E	2022E	2023E
回天新材	16.25	70.02	2.27	2.92	3.71	23.98	18.87
晨光新材	41.97	100.83	5.36	6.18	7.43	16.32	13.57
平均值						20.15	16.22
硅宝科技	21.06	82.37	2.68	3.74	4.95	22.05	16.65

资料来源: Wind, 德邦研究所测算

注: 回天新材、晨光新材估值利润均取自 Wind 一致预期, 收盘价取自 2022 年 7 月 11 日。

5. 风险提示

原材料价格波动风险；

项目建设不及预期；

房地产行业竣工不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.70	0.96	1.27	1.69
每股净资产	5.32	5.98	7.24	8.93
每股经营现金流	0.45	-1.03	3.23	-0.92
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	28.70	22.05	16.65	12.46
P/B	3.79	3.52	2.91	2.36
P/S	3.22	2.41	1.94	1.69
EV/EBITDA	20.14	19.34	12.16	9.96
股息率%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	21.8%	26.7%	25.6%	26.2%
净利润率	10.5%	10.9%	11.6%	13.5%
净资产收益率	12.9%	16.0%	17.5%	18.9%
资产回报率	9.0%	12.1%	11.6%	14.6%
投资回报率	12.3%	14.5%	16.1%	17.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	67.7%	33.7%	24.3%	15.0%
EBIT 增长率	27.0%	37.0%	33.6%	28.6%
净利润增长率	33.0%	39.6%	32.4%	33.6%
偿债能力指标				
资产负债率	29.8%	24.4%	33.6%	22.6%
流动比率	2.6	3.2	2.5	3.8
速动比率	2.1	2.4	2.0	3.1
现金比率	1.1	0.6	1.3	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	57.0	58.9	57.3	57.7
存货周转天数	55.6	61.9	61.5	59.7
总资产周转率	0.9	1.1	1.0	1.1
固定资产周转率	4.8	6.4	7.9	9.0

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	268	374	495	661
少数股东损益	0	-0	-0	-0
非现金支出	66	0	0	0
非经营收益	5	5	-4	-2
营运资金变动	-163	-781	772	-1,017
经营活动现金流	176	-402	1,263	-358
资产	-87	-1	-1	-2
投资	7	0	0	0
其他	6	4	16	14
投资活动现金流	-75	3	15	12
债权募资	-246	37	37	-51
股权募资	832	0	0	0
其他	-87	-126	-11	-11
融资活动现金流	499	-89	25	-61
现金净流量	600	-488	1,304	-407

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 11 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,556	3,417	4,248	4,884
营业成本	1,999	2,506	3,159	3,606
毛利率%	21.8%	26.7%	25.6%	26.2%
营业税金及附加	17	38	33	42
营业税金率%	0.7%	1.1%	0.8%	0.9%
营业费用	79	203	224	233
营业费用率%	3.1%	5.9%	5.3%	4.8%
管理费用	65	122	138	148
管理费用率%	2.6%	3.6%	3.2%	3.0%
研发费用	110	171	199	210
研发费用率%	4.3%	5.0%	4.7%	4.3%
EBIT	298	409	546	702
财务费用	-1	-15	-0	-33
财务费用率%	-0.0%	-0.4%	-0.0%	-0.7%
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	6	4	16	14
营业利润	303	427	561	748
营业外收支	-4	0	0	0
利润总额	299	427	561	748
EBITDA	349	409	547	703
所得税	32	54	67	87
有效所得税率%	10.6%	12.6%	11.9%	11.7%
少数股东损益	0	-0	-0	-0
归属母公司所有者净利润	268	374	495	661

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	934	446	1,750	1,343
应收账款及应收票据	695	1,049	1,034	1,326
存货	370	493	587	609
其它流动资产	182	323	112	456
流动资产合计	2,182	2,312	3,484	3,734
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	530	534	538	542
在建工程	92	87	83	79
无形资产	84	84	84	84
非流动资产合计	782	781	781	780
资产总计	2,963	3,093	4,265	4,514
短期借款	82	119	155	104
应付票据及应付账款	605	294	887	505
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	160	308	356	378
流动负债合计	848	721	1,398	987
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	34	34	34	34
非流动负债合计	34	34	34	34
负债总计	882	755	1,432	1,021
实收资本	391	391	391	391
普通股股东权益	2,082	2,338	2,833	3,494
少数股东权益	0	-0	-0	-0
负债和所有者权益合计	2,963	3,093	4,265	4,514

信息披露

分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。