

2023年10月13日

惠柏新材（301555.SZ）

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 下周二（10月17日）有一家创业板上市公司“惠柏新材”询价。
- ◆ 惠柏新材（301555）：公司主要从事特种配方改性环氧树脂的研发、生产和销售。公司2020-2022年分别实现营业收入14.32亿元/16.89亿元/17.75亿元，YOY依次为159.79%/17.89%/5.14%，三年营业收入的年复合增速47.67%；实现归母净利润0.56亿元/0.67亿元/0.64亿元，YOY依次为148.42%/19.21%/-4.54%，三年归母净利润的年复合增速41.39%。最新报告期，2023年1-6月公司实现营业收入7.15亿元，同比下降23.46%；实现归母净利润0.31亿元，同比上升99.14%。根据初步预测，预计公司2023年1-9月实现归母净利润0.46亿元，同比增长8.57%。
- ① **投资亮点：**1、公司为国内风电应用的环氧树脂主要供应商，市场份额突出。公司顺应风电叶片大型化、轻量化、海上风电向深水远海化发展趋势积累了20项核心技术，产品已应用于中复连众、明阳智能、时代新材、远景能源、国电联合、中科宇能、天顺风能等客户；其中中复连众与运达股份合作而成的YD110大型海上风电叶片于2022年5月成功下线，是目前国内成功下线的最长风电叶片；同时明阳智能向公司采购风电叶片用环氧树脂用于海上风电的比例大幅提高，由2020年的43%提高到2021年的72%。随着2020年“年产2万吨风电叶片用环氧树脂”投产，公司风电叶片用环氧树脂市场份额由2019年的9.63%提高至2020年的15.87%，进一步提高至2021年的22.86%。2、公司核心技术人员经验丰富；新型复合材料用环氧树脂打开未来成长空间。首席技术顾问川本俊彦曾任日本东都化成株式会社的主席研究员，日本东都化成是全球老牌环氧树脂企业，中石化岳阳石化总厂于1985年从其引进的年产3000吨环氧树脂装置是中国引进的第一套先进环氧树脂生产装置；后来历任宏昌电子技术副总、三光株式会社技术顾问，拥有30年以上树脂行业经验。公司重技术和产品投入，研发费用金额高于同行业可比公司均值，现已成功开发出产品线丰富的新型复合材料用环氧树脂，2023年上半年贡献11.89%的收入。其中阻燃复合材料用环氧树脂被株洲电力机车广缘科技有限公司和比亚迪应用于高铁、动车、大巴等领域；此外，新型复合材料用环氧树脂还可应用于新能源汽车轻量化零部件、医疗设备、运动器材、储氢瓶等诸多场景，广泛的下游应用或有望打开未来成长空间。
- ② **同行业上市公司对比：**综合考虑业务与产品类型等方面，选取宏昌电子、上纬新材、聚合科技为惠柏新材的可比上市公司；从上述可比公司来看，2022年平均收入规模为17.94亿元，销售毛利率为11.99%；可比PE-TTM（算术平均）为45.52X；相较而言，公司营收规模和毛利率与行业可比公司平均相当。
- ◆ **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等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	1,432.3	1,688.6	1,775.4
同比增长(%)	159.79	17.89	5.14
营业利润(百万元)	69.2	74.4	78.1
同比增长(%)	186.56	7.46	4.98
净利润(百万元)	56.5	67.4	64.3
同比增长(%)	148.42	19.21	-4.54
每股收益(元)	0.82	0.97	0.93

数据来源：聚源、华金证券研究所

交易数据

总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
总股本(百万股)	69.20
流通股本(百万股)	
12个月价格区间	/

分析师

李蕙

SAC 执业证书编号: S0910519100001
lihui1@huajinsc.cn

相关报告

德冠新材-华金证券-新股-德冠新材-新股专题覆盖报告（德冠新材）-2023年197期-总第394期 2023.10.12
天元智能-华金证券-新股-天元智能-新股专题覆盖报告（天元智能）-2023年196期-总第393期 2023.9.27
思泉新材-华金证券-新股-思泉新材-新股专题覆盖报告（思泉新材）-2023年195期-总第392期 2023.9.26
浙江国祥-华金证券-新股-浙江国祥-新股专题覆盖报告（浙江国祥）-2023年194期-总第391期 2023.9.22
润本股份-华金证券-新股-润本股份-新股专题覆盖报告（润本股份）-2023年193期-总第390期 2023.9.20



内容目录

一、惠柏新材	3
(一) 基本财务状况	3
(二) 行业情况	4
(三) 公司亮点	6
(四) 募投项目投入	6
(五) 同行业上市公司指标对比	7
(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: 2023-2027 年全球年新增风电装机容量预测 (单位: GW)	5
图 6: 2010-2022 年风电并网装机容量情况图 (单位: GW)	5
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	6
表 2: 同行业上市公司指标对比	7

一、惠柏新材

公司立足特种配方改性环氧树脂领域；主要产品包括风电叶片用环氧树脂、新型复合材料用环氧树脂、电子电气绝缘封装用环氧树脂等多个应用系列产品。此外，公司还少量销售用于 Mini\Micro LED 的量子点色转换墨水等产品以及为客户提供量子点应用的相关解决方案与服务。

(一) 基本财务状况

公司 2020–2022 年分别实现营业收入 14.32 亿元/16.89 亿元/17.75 亿元，YOY 依次为 159.79%/17.89%/5.14%，三年营业收入的年复合增速 47.67%；实现归母净利润 0.56 亿元/0.67 亿元/0.64 亿元，YOY 依次为 148.42%/19.21%/-4.54%，三年归母净利润的年复合增速 41.39%。最新报告期，2023 年 1–6 月公司实现营业收入 7.15 亿元，同比下降 23.46%；实现归母净利润 0.31 亿元，同比上升 99.14%。

2022 年，公司主营业务收入按产品类型可分为四大板块，分别为风电叶片用环氧树脂（14.93 亿元，84.13%）、新型复合材料用环氧树脂（1.99 亿元，11.22%）、电子电气绝缘封装用环氧树脂（0.82 亿元，4.62%）、量子点相关产品及其他（0.005 亿元，0.03%）。

图 1：公司收入规模及增速变化

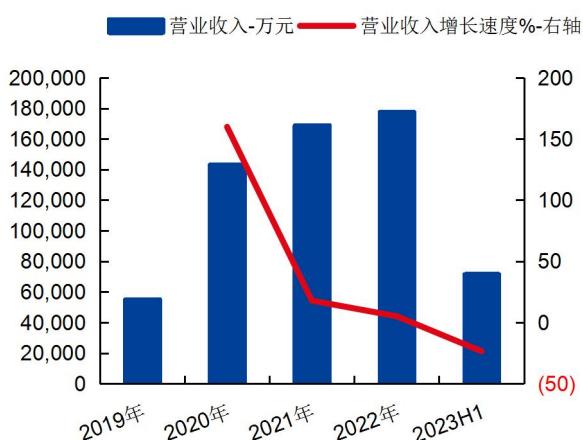
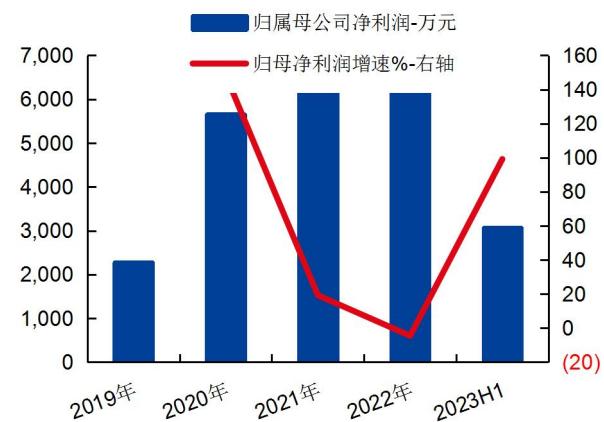


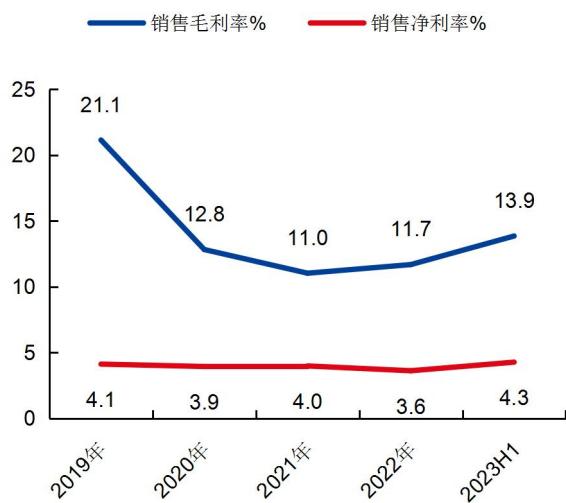
图 2：公司归母净利润及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

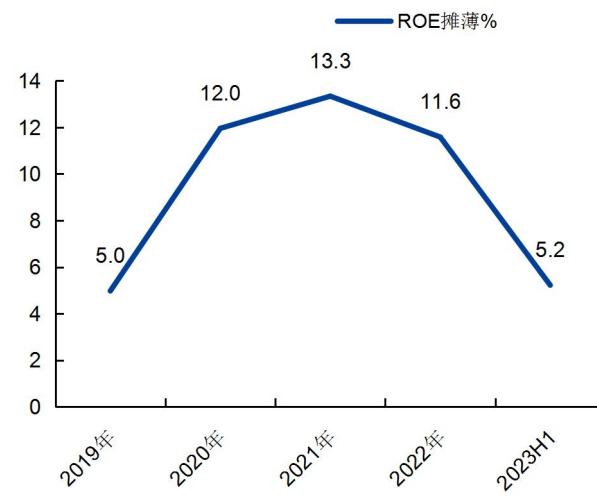
资料来源：wind，华金证券研究所

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

环氧树脂是指一种含有两个或两个以上环氧基团的高分子化合物，是环氧氯丙烷与双酚 A 或多元醇的缩聚产物；具有力学性能高，内聚力强、分子结构致密，粘接性能优异，固化收缩率小，绝缘性好，防腐性好，稳定性好，耐热性好等特点；被广泛应用于复合材料、涂料及胶粘剂以及电子电气等各个领域。

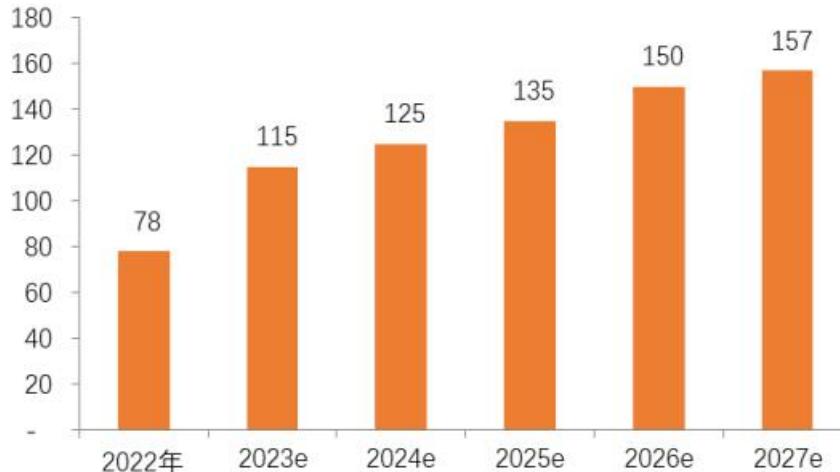
特种配方改性环氧树脂是在基础环氧树脂中混入不同类型、不同比例的固化剂、稀释剂以及其他添加剂等配方后对其改性的产品；可应用于风电叶片用树脂、新型复合材料用树脂等，同时也可单独应用于电子电气绝缘封装。

(1) 风电叶片用树脂

风力发电机功率提高应用于大型风机叶片的催生轻质高强、耐蚀性好、具有可设计性的复合材料需求。玻璃纤维增强树脂基复合材料能提供结构足够的刚度与强度，是生产大型风电叶片用复合材料。玻璃纤维增强树脂基复合材料的基体材料多为环氧树脂，其具备良好的力学性能、耐化学腐蚀性和尺寸稳定性，更有利于叶片在严苛的环境下保证运作效率和使用寿命；也有少数采用不饱和聚酯树脂和环氧乙烯基酯树脂作为基体材料。上述基体材料与玻璃纤维或碳纤维复合后成为复合材料。

根据全球风能理事会的统计数据，2022 年全球新增风电装机容量为 77.6GW；全球风电累计装机容量达到 906 GW，同比增长 9.16%。根据全球风能理事会预测，2023-2027 年，全球每年新增风电装机容量都能超过 110GW。根据中国电力企业联合会统计，2022 年中国新增风电并网装机容量 37.63GW，2022 年中国累计风电并网装机容量 365.44GW，较 2021 年增长 11.25%。

图 5: 2023-2027 年全球年新增风电装机容量预测 (单位: GW)



资料来源: GWEC《GLOBAL WIND REPORT 2023》, 华金证券研究所

图 6: 2010-2022 年风电并网装机容量情况图 (单位: GW)



资料来源: 中国电力企业联合会, 华金证券研究所

海上风电凭借较陆上更大的风速,且不占用土地资源,就地消纳避免了远距离输电造成的资源浪费的优势,年新增装机量迅速增加。根据 GWEC 发布的《GLOBAL WIND REPORT 2023》,2022 年全球海上风电新增装机容量 8.8GW,中国在海上风电年新增装机容量方面居世界首位。此外,我国风电机组不断向更大容量发展,且我国风电整机制造企业的市场份额趋向集中。2022 年风电整机企业前五名装机容量 3,601 万千瓦,装机容量占整体比例为 72.3%。

(2) 其他用途树脂

质轻高强,加工成型方便、韧性优良、耐化学腐蚀和耐候性好的新型复合材料用环氧树复合材料还广泛应用于石油化工、电子家电、交通汽车、航空航天、能源工业等多种行业。此外,小型化、轻量化、高性能化和高功能化的电子设备对环氧树脂封装材料的耐热性、介电性能和力学性能提出了更高的需求。

(三) 公司亮点

1、公司为国内风电应用的环氧树脂主要供应商，市场份额突出。公司顺应风电叶片大型化、轻量化、海上风电向深水远海化发展趋势积累了 20 项核心技术，产品已应用于中复连众、明阳智能、时代新材、远景能源、国电联合、中科宇能、天顺风能等客户；其中中复连众与运达股份合作而成的 YD110 大型海上风电叶片于 2022 年 5 月成功下线，是目前国内成功下线的最长风电叶片；同时明阳智能向公司采购风电叶片用环氧树脂用于海上风电的比例大幅提高，由 2020 年的 43% 提高到 2021 年的 72%。随着 2020 年“年产 2 万吨风电叶片用环氧树脂”投产，公司风电叶片用环氧树脂市场份额由 2019 年的 9.63% 提高至 2020 年的 15.87%，进一步提高至 2021 年的 22.86%。

2、公司核心技术人员经验丰富；新型复合材料用环氧树脂打开未来成长空间。首席技术顾问川本俊彦曾任日本东都化成株式会社的主席研究员，日本东都化成是全球老牌环氧树脂企业，中石化岳阳石化总厂于 1985 年从其引进的年产 3000 吨环氧树脂装置是中国引进的第一套先进环氧树脂生产装置；后来历任宏昌电子技术副总、三光株式会社技术顾问，拥有 30 年以上树脂行业经验。公司重技术和产品投入，研发费用金额高于同行业可比公司均值，现已成功开发出产品线丰富的新型复合材料用环氧树脂，2023 年上半年贡献 11.89% 的收入。其中阻燃复合材料用环氧树脂被株洲电力机车广缘科技有限公司和比亚迪应用于高铁、动车、大巴等领域；此外，新型复合材料用环氧树脂还可应用于新能源汽车轻量化零部件、医疗设备、运动器材、储氢瓶等诸多场景，广泛的下游应用或有望打开未来成长空间。

(四) 募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目。

- 1、上海帝福 3.7 万吨纤维复合材料及新型电子专用材料生产项目：**除新增 2,000 吨纤维复合材料制品为向下游制品领域延伸外，本项目主要为公司现有产品扩产，包含新增 3 万吨风电叶片用环氧树脂、4,998 吨新型复合材料用环氧树脂以及 2 吨量子点新型显示材料。公司就量子点新型显示材料已与聚飞光电和重庆康佳光电技术研究院有限公司签订战略合作协议。
- 2、惠柏新材料研发总部项目：**本项目依托公司在特种配方改性环氧树脂领域多年的技术积累，将通过新增先进设备、吸纳高端人才、完善人员梯度结构等方式，加强公司在特种配方改性环氧树脂及下游制品领域的研究。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (亿元)	拟使用募集资金金 额(亿元)	项目建设期
1	上海帝福 3.7 万吨纤维复合材料及新型电子专用材料生产项目	1.80	1.80	2 年
2	惠柏新材料研发总部项目	1.85	1.62	2 年
	总计	3.65	3.42	-

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

2022 年度，公司实现营业收入 17.75 亿元，同比增长 5.14%；实现归属于母公司净利润 0.64 亿元，同比下降 4.54%。根据初步预测，预计公司 2023 年 1-9 月实现营业收入 10.30 亿元，较上年同期变动 -26.48%；预计实现净利润 0.46 亿元，较上年同期变动 8.59%；预计实现归属于母公司净利润 0.46 亿元，较上年同期变动 8.57%。

公司专注于特种配方改性环氧树脂领域；综合考虑业务与产品类型等方面，选取宏昌电子、上纬新材、聚合科技为惠柏新材的可比上市公司；从上述可比公司来看，2022 年平均收入规模为 17.94 亿元，销售毛利率为 11.99%；可比 PE-TTM（算术平均）为 45.52X；相较而言，公司营收规模和毛利率与行业可比公司平均相当。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2022 年收入 (亿元)	2022 年 收入增速	2022 年归 母净利润 (亿元)	2022 年净 利润增长 率	2022 年 销售毛利 率	2022 年 ROE 推薄
603002.SH	宏昌电子	49.23	50.53	30.22	-32.12%	5.57	48.65%	9.14%	22.68%
688585.SH	上纬新材	32.26	40.51	18.60	-10.27%	0.84	569.04%	12.97%	7.34%
A22620.BJ	聚合科技	-	-	5.00	-24.25%	0.27	-33.66%	13.85%	14.37%
行业均值		40.75	45.52	17.94	-22.21%	2.23	194.68%	11.99%	14.79%
301555.SZ	惠柏新材			17.75	5.14%	0.64	-4.54%	11.69%	11.58%

资料来源：Wind（数据截至日期：2023 年 10 月 12 日），华金证券研究所

(六) 风险提示

技术研发与迭代创新不及预期、原材料供应及价格波动、毛利率大幅波动、产品价格下降、市场竞争加剧、客户集中度较高、经营活动产生的现金流量净额波动、存货跌价损失、产品配方泄密、产业政策变动、产品需求不断更新、下游市场开拓不及预期等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

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。

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

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn