

# 道生天合 (601026.SH)

## 新股覆盖研究

### 投资要点

- ◆ 下周三（9月24日）有一家主板上市公司“道生天合”询价。
- ◆ **道生天合 (601026)**：公司围绕环氧树脂、聚氨酯、丙烯酸酯和有机硅等高性能热固性树脂材料领域，形成了风电叶片用材料、新型复合材料用树脂和新能源汽车及工业胶粘剂三大系列产品。公司2022-2024年分别实现营业收入34.36亿元/32.02亿元/32.38亿元，YOY依次为9.89%/-6.81%/1.13%；实现归母净利润1.10亿元/1.55亿元/1.55亿元，YOY依次为30.08%/40.12%/0.01%。根据公司管理层初步预测，公司2025年1-9月营业收入较上年同期增长22.32%至27.03%，归母净利润较上年同期增长48.21%至58.43%。

① **投资亮点：1、公司是全球风电叶片用材料领域龙头供应商，其风电叶片用环氧树脂、风电叶片用结构胶的产销量行业领先。**区别于基础树脂原料生产企业，公司定位于价值链后向的高性能树脂体系配方企业，并以环氧树脂为基材、延伸至结构胶等领域；经过多年深耕，公司成为全球风电叶片用材料的重要供应商。具体来看，1) 公司拥有较为全面的产品线，包括环氧灌注树脂系列、环氧手糊树脂系列、高性能风电结构胶等产品，新型复合材料用树脂又新增了风电叶片玻纤/碳纤维拉挤大梁树脂、风电叶片模具树脂，全面覆盖风电叶片模具制造、壳体制造、腹板及大梁制造、结构粘接等领域；2) 公司产品具有领先性，能够应用于长度超过147米的超大型风机叶片制造中。截至目前，公司风电领域客户已基本覆盖了国内主要风机叶片生产企业，终端客户包括金风科技、远景能源、明阳智能等国内知名风电整机厂商；同时，报告期内公司海外市场开拓顺利，已实现对维斯塔斯、恩德集团等全球领先风机厂商的批量供货，是目前唯一一家向维斯塔斯同时供应风电叶片用环氧树脂和结构胶的中资企业，2024年10月又成立了德国道生，为海外市场进一步扩张奠定坚实基础。据公司招股书披露，公司是当前全球生产规模最大的风电叶片用环氧树脂生产企业之一；另据中国石油和化学工业联合会及其环氧树脂及应用专业委员会出具的说明函，2022-2024年公司“风电叶片用环氧树脂系列”销量稳居全球第一、“风电叶片用结构胶”销量亦位居国内前三。

**2、公司持续强化新型复合材料用树脂、新能源汽车及工业胶粘剂等业务，协力助推公司经营稳步向好。**1) 公司的新型复合材料用树脂具有高强度、高韧性、耐高温和阻燃等优良性能，可广泛应用于新能源汽车电池上盖、氢能源存储、电力输送、阻燃部件、航空座椅等领域，具有良好发展前景，目前已为重庆风渡、北玻院、天顺风电、吉林化纤等客户进行配套；同时，该树脂材料制成复合材料后具有轻量化等特点，可以代替钢铁等金属材料；为此，2022年9月公司与核心客户宁德康本成立了合资公司溧阳材生，致力于用新型复合材料替代锂电池金属壳解决方案，目前相关产品已经实现量产。2) 新能源汽车及工业胶粘剂可广泛应用在电机、电池和电控零部件等新能源汽车三电系统，传感器等电子领域及其他工业领域；其中，对于新能源汽车而言，该胶粘剂不仅起到增强三电系统结构、紧固防锈、隔热减振的作用，还能够代替某些部件的焊接、铆接等传统工艺，实现简化生产工序，契合轻量化需求。报告期内，公司的新能源汽车及工业胶粘剂业务发展较快，目前已涵盖比亚迪集团、广汽集团、吉利集团、泰科电子、蜂巢能源、国轩高科、

### 交易数据

总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
总股本 (百万股)	527.52
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@huajinsec.cn

### 报告联系人

戴争争  
 daizhengzheng@huajinsec.cn

华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (三协电机)-2025年63期-总第589期 2025.8.27  
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (艾芬达)-2025年第62期-总第588期 2025.8.23  
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (巴兰仕)-2025年61期-总第587期 2025.8.20  
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (华新精科)-2025年第60期-总第586期 2025.8.17  
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (能之光)-2025年60期-总第586期 2025.8.15



远景能源、博瑞电力和赣锋集团等终端客户，相关收入亦由 2022 年的不足 6000 万元增至 2024 年的 2 亿元以上。

① **同行业上市公司对比：**根据业务的相似性，选取了风电叶片用材料领域的上纬新材、惠柏新材，风电用结构胶领域的康达新材，以及新能源汽车胶粘剂领域的德邦科技为道生天合的可比上市公司。从上述可比公司来看，2024 年度可比公司的平均收入规模为 17.95 亿元、销售毛利率为 17.39%；相较而言，公司营收规模处于同业的中高位区间，而销售毛利率则低于同业平均。

◆ **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	2022A	2023A	2024A
主营收入(百万元)	3,435.6	3,201.7	3,238.0
同比增长(%)	9.89	-6.81	1.13
营业利润(百万元)	117.8	168.6	171.2
同比增长(%)	16.73	43.08	1.51
归母净利润(百万元)	110.5	154.8	154.8
同比增长(%)	30.08	40.12	0.01
每股收益(元)	0.21	0.29	0.29

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 内容目录

一、道生天合 .....	4
(一) 基本财务状况 .....	4
(二) 行业情况 .....	5
(三) 公司亮点 .....	6
(四) 募投项目投入 .....	7
(五) 同行业上市公司指标对比 .....	7
(六) 风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化 .....	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化 .....	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化 .....	5
图 4: 公司 ROE 变化 .....	5
图 5: 全球及中国市场风电叶片专用环氧树脂销量 (吨) .....	5
表 1: 公司 IPO 募投项目概况 .....	7
表 2: 同行业上市公司指标对比 .....	8

## 一、道生天合

公司是一家致力于新材料的研发、生产和销售的国家级高新技术企业，报告期公司产品围绕环氧树脂、聚氨酯、丙烯酸酯和有机硅等高性能热固性树脂材料，形成了风电叶片用材料、新型复合材料用树脂和新能源汽车及工业胶粘剂三大系列产品，主要为风电、新能源汽车、储能、氢能等新能源领域，以及航空、油气开采、电力、模具制造等领域的国内外客户提供系列化、差异化和精细化的新材料产品综合解决方案。

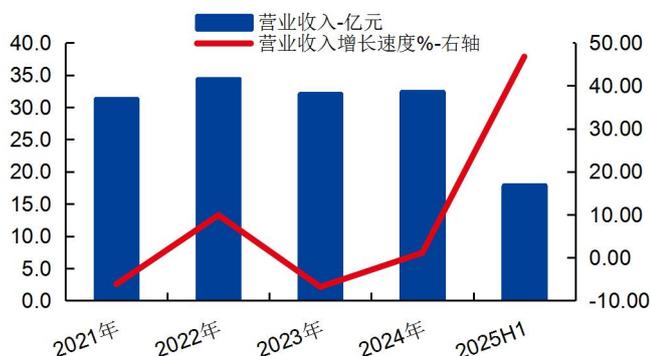
风电叶片用材料领域，公司已成为当前全球生产规模最大的风电叶片用环氧树脂生产企业之一，深度服务于风电、新能源汽车、储能等新能源领域客户，与诸多行业龙头企业形成稳定的合作关系，直接或终端客户包括：中材科技、时代新材、洛阳双瑞、天顺风电、三一重能、重通成飞、中复连众、艾郎科技、金风科技、远景能源、中国海装、运达风电、上海电气、明阳智能、维斯塔斯、恩德集团等国内外知名风电叶片及风电整机厂商；比亚迪集团、广汽集团、吉利集团、泰科电子、亿纬锂能、孚能科技、蜂巢能源和国轩高科等新能源汽车及配套企业；远景能源、博瑞电力和赣锋集团等储能行业企业。

### （一）基本财务状况

公司 2022-2024 年分别实现营业收入 34.36 亿元/32.02 亿元/32.38 亿元，YOY 依次为 9.89%/-6.81%/1.13%；实现归母净利润 1.10 亿元/1.55 亿元/1.55 亿元，YOY 依次为 30.08%/40.12%/0.01%。根据最新财务情况，公司 2025H1 实现营业收入 17.85 亿元，较上年同期增长 46.77%；实现归母净利润 0.86 亿元，较上年同期增长 65.06%。

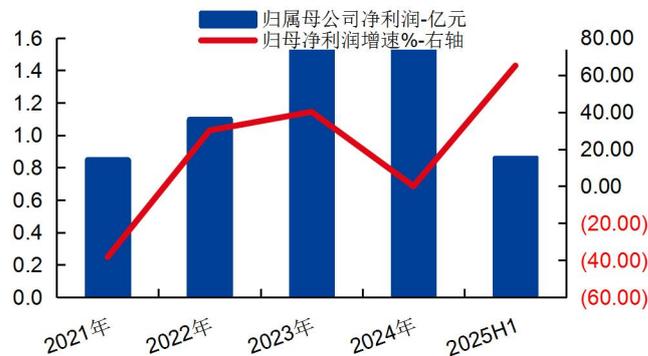
2024 年，公司收入按业务类别可分为两大板块，分别为自产产品业务(17.79 亿元，占 2024 年主营收入的 99.94%)、贸易（代理）产品业务（0.01 亿元，占 2024 年主营收入的 0.06%）。2022 年至 2024 年间，自产产品始终是公司的主要收入来源；其中，风电叶片用环氧树脂为销售主体、其销售收入占比稳定在 65%以上。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



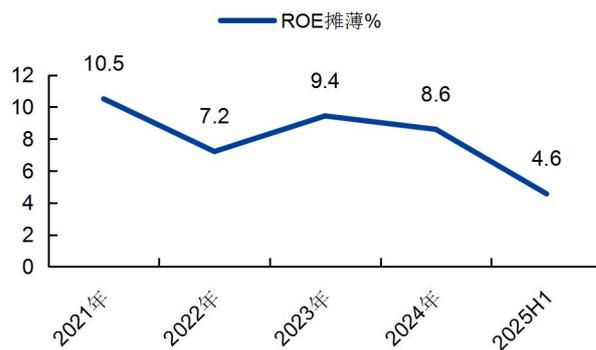
资料来源：wind，华金证券研究所

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

公司聚焦风电叶片用材料、新型复合材料用树脂和新能源汽车及工业胶粘剂三大系列产品。

### 1、风电叶片用环氧树脂行业

高性能复合材料因其独特的性能优势成为当前风电叶片的主流选材。随着风电机组高功率和叶片大型化的发展，风电叶片对于高性能复合材料的性能要求不断提升，促进相关技术不断发展，对其依赖程度也随之加强。根据 CWEA 预测，2025 年中国新增装机容量将实现约 105-115GW，中国风电将进入年新增装机 1 亿千瓦（100GW）新时代。随着风电装机量的不断提升，进而带动了风电叶片用环氧树脂、结构胶等材料的市场需求。

根据中商产业研究院发布的报告，2023 年全球及中国风电叶片专用环氧树脂销售额为 16.15 亿美元、9.45 亿美元，折合人民币分别为 114.48 亿元、66.98 亿元。2023 年风电叶片专用环氧树脂全球市场实现销售 497,701 吨、中国市场实现销售 343,064 吨，预计至 2030 年全球市场实现销售 786,123 吨、中国市场实现销售 548,290 吨。其中，2024 年-2030 年，全球和中国的复合增长率分别为 6.56%、6.45%，风电叶片专用环氧树脂市场整体呈长期景气态势。

图 5：全球及中国市场风电叶片专用环氧树脂销量（吨）



资料来源：中商产业研究院《2024-2030 全球与中国风电叶片专用环氧树脂市场现状及未来发展趋势》，华金证券研究所

## 2、新能源汽车及工业胶粘剂行业

新能源汽车及工业胶粘剂具有广阔的应用场景，对于各种金属材料如铝、钢、铁、铜，非金属材料如玻璃、木材、混凝土等，以及热固性塑料等都有优良的粘接性能，可以部分替代机械传统工艺的焊接、卸接、螺栓连接。

从应用端来看，新能源汽车及工业胶粘剂可应用于新能源汽车的三电系统，即电机、电池和电控系统，不仅可以起到增强三电系统结构、紧固防锈、隔热减振的作用，还能够代替某些部件的焊接、铆接等传统工艺，实现相同或不同材料之间的连接，简化生产工序，优化产品结构。近几年，在新能源汽车向轻量化、高速节能、延长寿命、安全性、防爆性和提高性能方向发展的道路上，高性能工业胶粘剂替代了传统的填充、粘连方案，发挥着越来越重要的作用。同时，新能源汽车及工业胶粘剂在电子电器应用领域的应用主要包括电力互感器、变压器、绝缘子等电器的浇铸材料，电子器件的灌封材料，集成电路和半导体元件的塑封材料，线路板和覆铜板材料，电子电器的绝缘涂料，绝缘胶粘剂，高压绝缘子芯棒、高电压大电流开关中的绝缘结构材料等。

## 3、新型复合材料行业

新型复合材料相较于传统工业材料具有质量轻、强度高和成本低的特点，在节能环保及提高生产效率的工业发展形势下，新型复合材料对钢铁和木材等材料在建筑建材、轨道交通、石油化工、风力发电、汽车制造等领域形成了替代的趋势。根据 GrandViewResearch 的研究，碳纤维/环氧树脂复合材料将越来越多的作为各种金属组分的替代品来使用，从而推动对环氧树脂复合材料的需求。2027 年全球环氧树脂复合材料市场规模预计将达到 429.2 亿美元，2020 年至 2027 年复合年增长率约为 6.2%。

### （三）公司亮点

**1、公司是全球风电叶片用材料领域龙头供应商，其风电叶片用环氧树脂、风电叶片用结构胶的产销量行业领先。**区别于基础树脂原料生产企业，公司定位于价值链后向的高性能树脂体系配方企业，并以环氧树脂为基材、延伸至结构胶等领域；经过多年深耕，公司成为全球风电叶片用材料的重要供应商。具体来看，1) 公司拥有较为全面的产品线，包括环氧灌注树脂系列、环氧手糊树脂系列、高性能风电结构胶等产品，新型复合材料用树脂又新增了风电叶片玻纤/碳纤维拉挤大梁树脂、风电叶片模具树脂，全面覆盖风电叶片模具制造、壳体制造、腹板及大梁制造、结构粘接等领域；2) 公司产品具有领先性，能够应用于长度超过 147 米的超大型风机叶片制造中。截至目前，公司风电领域客户已基本覆盖了国内主要风机叶片生产企业，终端客户包括金风科技、远景能源、中国海装、运达风电、上海电气、明阳智能等国内知名风电整机厂商；同时，报告期内公司海外市场开拓顺利，现已实现对维斯塔斯、恩德集团等全球领先风机厂商的批量供货，是目前唯一一家向维斯塔斯同时供应风电叶片用环氧树脂和结构胶的中资企业，2024 年 10 月又成立了德国道生，为海外市场进一步扩张奠定坚实基础。据公司招股书披露，公司是当前全球生产规模最大的风电叶片用环氧树脂生产企业之一；另据中国石油和化学工业联合会及其环氧树脂及应用专业委员会出具的说明函，2022-2024 年公司“风电叶片用环氧树脂系列”销量稳居全球第一、“风电叶片用结构胶”销量亦位居国内前三。

**2、公司持续强化新型复合材料用树脂、新能源汽车及工业胶粘剂等业务，协力助推公司经营稳步向好。**近年来，公司综合运用自身在改性环氧树脂产品的技术积累，持续强化新型复合材料用树脂和新能源汽车及工业胶粘剂领域。1) 公司的新型复合材料用树脂具有高强度、高韧性、耐高温和阻燃等优良性能，可广泛应用于新能源汽车电池上盖、氢能源存储、电力输送、阻燃部件、航空座椅等领域，具有良好发展前景，目前已为重庆风渡、北玻院、天顺风电、吉林化纤等客户进行配套；同时，该树脂材料制成复合材料后具有轻量化等特点，可以代替钢铁等金属材料；为此，2022年9月公司与核心客户宁德康本成立了合资公司溧阳材生，致力于用新型复合材料替代锂电池金属壳解决方案，目前相关产品已经实现量产。2) 新能源汽车及工业胶粘剂可广泛应用在电机、电池和电控零部件等新能源汽车三电系统，传感器等电子领域及其他工业领域；其中，对于新能源汽车而言，该胶粘剂不仅起到增强三电系统结构、紧固防锈、隔热减振的作用，还能够代替某些部件的焊接、铆接等传统工艺，实现简化生产工序，契合轻量化需求。报告期内，公司的新能源汽车及工业胶粘剂业务发展较快，目前已涵盖比亚迪集团、广汽集团、吉利集团、泰科电子、蜂巢能源、国轩高科、远景能源、博瑞电力和赣锋集团等终端客户，相关收入亦由2022年的不足6000万元增至2024年的2亿元以上。

#### (四) 募投资项目投入

公司本轮IPO募投资金拟投入1个项目，以及偿还银行贷款。

**1、年产5.6万吨新能源及动力电池用等高端胶粘剂、高性能复合材料树脂系统项目：**项目达产后年产能为5.60万吨，其中高性能复合材料树脂系统年产能为1.90万吨，动力电池用等高端胶粘剂年产能为3.70万吨；产品主要运用于风力发电、新能源汽车等高新领域。据公司初步测算，项目产能全部释放后，年均实现营业收入12.49亿元，年均实现净利润1.71亿元。

表 1：公司 IPO 募投资项目概况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟募集资金投资额 (万元)	项目建 设期
1	年产 5.6 万吨新能源及动力电池用等高端胶粘剂、高性能复合材料树脂系统项目	57,070.20	55,855.00	12 个月
2	偿还银行贷款	13,500.00	13,500.00	-
	<b>总计</b>	<b>70,570.20</b>	<b>69,355.00</b>	<b>-</b>

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

2024 年度，公司实现营业收入 32.38 亿元，同比增加 1.13%；实现归属于母公司净利润 1.55 亿元，同比增长 0.01%。根据管理层初步预测，2025 年 1-9 月公司预计营业收入为 26 亿元至 27 亿元，同比增长 22.32%至 27.03%；预计归母净利润为 1.45 亿元至 1.55 亿元，同比增长 48.21%至 58.43%；预计扣非归母净利润为 1.30 亿元至 1.40 亿元，同比增长 41.03%至 51.88%。

公司拥有风电叶片用材料、新型复合材料用树脂和新能源汽车及工业胶粘剂三大系列产品；根据业务的相似性，选取了风电叶片用材料领域的上纬新材、惠柏新材，风电用结构胶领域的康达新材，以及新能源汽车胶粘剂领域的德邦科技为道生天合的可比上市公司。从上述可比公司来看，2024年度可比公司的平均收入规模为17.95亿元、销售毛利率为17.39%；相较而言，公司营收规模处于同业的中高位区间，而销售毛利率则低于同业平均。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2024 年营业收 入(亿元)	2024 年营 收增速	2024 年归 母净利润 (亿元)	2024 年归 母净利润 增速	2024 年 销售毛利 率	2024 年 ROE (摊 薄)
688585.SH	上纬新材	367.95	497.14	14.94	6.73%	0.89	25.01%	15.87%	7.00%
301555.SZ	惠柏新材	27.65	60.52	14.20	3.04%	0.08	-86.02%	9.06%	0.75%
688035.SH	德邦科技	76.64	70.12	11.67	25.19%	0.97	-5.36%	27.55%	4.25%
002669.SZ	康达新材	42.60	-30.76	31.01	11.05%	-2.46	-912.05%	17.08%	-9.02%
	平均值	128.71	65.32	17.95	11.50%	-0.13	-244.61%	17.39%	0.75%
<b>601026.SH</b>	<b>道生天合</b>	<b>/</b>	<b>/</b>	<b>32.38</b>	<b>1.13%</b>	<b>1.55</b>	<b>0.01%</b>	<b>11.61%</b>	<b>8.60%</b>

资料来源：Wind（数据截至日期：2025年9月19日），华金证券研究所

备注：PE-TTM 计算剔除 PE 值偏高的上纬新材、以及 PE 值为负的康达新材。

## （六）风险提示

国内风电叶片行业竞争加剧风险、海外风电叶片行业波动风险、客户集中风险、供应商集中风险、新产品开发失败风险、行业需求变化风险、行业季节性波动风险、原材料价格波动风险、实际控制人不当控制的风险、管理经验不足的风险等风险。

## 投资评级说明

公司投资评级：

买入—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

## 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。

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