

**公司披露 2022 年报及 2023 年一季报:** 全年实现营收 37.14 亿元, 同比+25.71%, 归母净利 2.92 亿元, 同比+28.29%, 扣非净利 2.73 亿元, 同比+39.4%。其中, 22Q4 实现营收 8.3 亿元, 同比+18.94%, 归母净利 0.31 亿元, 同比+224.85%, 扣非净利 0.24 亿元, 21Q4 扣非净利为 0.02 亿元。全年毛利率 23.49%, 同比+1.03pct, 净利率 7.82%, 同比+0.21pct, 其中, **22Q4 毛利率 24.19%, 同比+8.45pct、环比-0.15pct。** **收入结构方面,** 可再生能源占比 57.2%, 提升 4.1pct, 大电子占比 15.5%, 降低 0.1pct, 大交通占比 15.2%, 降低 1.5pct。

23Q1 实现营收 10.78 亿元, 同比+11.78%, 归母净利 1.2 亿元, 同比+35.5%, 扣非净利 1.14 亿元, 同比+33.09%。毛利率 26.04%, 同比+2.89pct、环比+1.85pct, 净利率 11.14%, 同比+1.95pct。

**三大景气赛道齐增长, 重点客户快速上量:**

2022 年公司可再生能源业务收入 21.25 亿, 同比+35.31%。其中**光伏硅胶**市占率保持行业前列, 对隆基、天合、晶澳、晶科、阿特斯、东方日升等行业头部客户进一步高份额供货, 同时组织力量有效拓展二三线客户, 收入同比+34.81%; **太阳能电池背膜**战略新品 CPC 销量占比稳定提升, 透明网格背板内外贸齐上量, 产品盈利水平优化 (非胶类产品毛利率 17.4%, 同比+5.5pct), 收入同比+36.23%;

2022 年大电子业务收入 5.75 亿元, 同比+25.08%, 其中消费电子、汽车电子等应用领域市场开拓成效显著、销售增速强劲;

2022 年大交通业务收入 5.66 亿元, 同比+14.52%, **新能源汽车及动力电池业务**签订系列合作开发协议, 保障**负极胶**、**结构胶**等产品导入或上量。**宁德** 2022 年导入产品 10 余项, 与亿纬、远景、国轩、蜂巢、欣旺达等头部动力电池客户均实现供货。风电行业、复材行业成功突破行业 TOP 客户。

**产能释放保证高增, 重点关注 PAA 胶认证、产销释放节奏:**

公司目前产能情况为 12.82 万吨有机硅胶、4 万吨聚氨酯胶、8000 万平光伏电池背膜。2023 年投产产能包括: 3 万吨/年光伏有机硅密封胶已于 3 月建成投产, 年产 3600 万平光伏背膜、年产 1 万吨锂电用双组分聚氨酯胶、年产 1.5 万吨锂电负极胶项目预计于 23H1 建成投产, 年产 3.93 万吨通信电子新材料扩建项目预计于 7 月建成投产。其中, 第一代 PAA 负极胶已通过多家标杆客户验证, 产品稳定量产供货, 第二代 PAA 负极胶产品开发完成, 处于客户导入阶段。

**投资建议:** 我们看好: ①光伏领域硅胶+背板产品组合, 硅料降价、辅材量增, 硅胶保持龙头地位, 背板产品结构优化、毛利修复, ②大交通领域聚焦新能源汽车及造车新势力, 头部客户迅速放量, ③23H1 负极胶一期产能释放, 关注第二代 PAA 胶导入进展, ④大电子领域关注大客户华为合作进展。我们预计公司 2023-2025 年归母净利为 3.78、4.95、6.03 亿元, 现价对应 PE 分别为 18、14、11 倍, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 新产品导入不及预期; 大客户导入不及预期; 市场竞争格局恶化; 原材料价格大幅波动。

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3714	4729	5766	6869
增长率 (%)	25.7	27.3	21.9	19.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	292	378	495	603
增长率 (%)	28.3	29.5	30.9	21.9
每股收益 (元)	0.68	0.88	1.15	1.40
PE	23	18	14	11
PB	2.5	2.2	2.0	1.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价)

**推荐**

**维持评级**

**当前价格:**

**15.51 元**



**分析师 李阳**

执业证书: S0100521110008

邮箱: liyang\_yj@mszq.com



**分析师 刘海荣**

执业证书: S0100522050001

邮箱: liuhairong@mszq.com

**相关研究**

- 1.回天新材 (300041.SZ) 深度报告: “光” “电” “车” 胶, 粘接未来-2022/11/06
- 2.回天新材 (300041.SZ) 2022 年半年报点评: 新能源业务持续高增, 重点关注负极胶投资建设进展-2022/08/12

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3714	4729	5766	6869
营业成本	2841	3608	4393	5258
营业税金及附加	14	21	26	31
销售费用	180	229	280	316
管理费用	193	246	277	314
研发费用	175	221	277	330
EBIT	315	431	548	662
财务费用	-5	19	22	20
资产减值损失	-11	0	0	0
投资收益	6	5	6	7
营业利润	318	417	533	649
营业外收支	-2	1	1	1
利润总额	317	418	533	650
所得税	26	40	41	49
净利润	290	378	493	601
归属于母公司净利润	292	378	495	603
EBITDA	400	533	685	836

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1440	1579	1727	1752
应收账款及票据	1524	1814	2054	2447
预付款项	82	104	120	149
存货	565	729	868	1049
其他流动资产	303	348	298	350
流动资产合计	3914	4573	5067	5745
长期股权投资	99	104	110	117
固定资产	894	1139	1360	1579
无形资产	205	204	204	203
非流动资产合计	2076	2271	2442	2612
资产合计	5990	6844	7509	8357
短期借款	350	350	350	350
应付账款及票据	1218	1745	2071	2425
其他流动负债	646	680	634	662
流动负债合计	2215	2775	3056	3437
长期借款	272	272	272	272
其他长期负债	775	775	775	775
非流动负债合计	1047	1047	1047	1047
负债合计	3262	3822	4103	4484
股本	431	431	431	431
少数股东权益	6	6	4	2
股东权益合计	2728	3022	3406	3873
负债和股东权益合计	5990	6844	7509	8357

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	25.71	27.32	21.94	19.13
EBIT 增长率	22.74	36.79	27.15	20.79
净利润增长率	28.29	29.53	30.91	21.92
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	23.49	23.70	23.81	23.46
净利润率	7.85	7.99	8.58	8.78
总资产收益率 ROA	4.87	5.52	6.59	7.22
净资产收益率 ROE	10.72	12.53	14.54	15.58
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.77	1.65	1.66	1.67
速动比率	1.41	1.30	1.32	1.31
现金比率	0.65	0.57	0.57	0.51
资产负债率 (%)	54.46	55.84	54.64	53.65
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	90.30	80.00	70.00	70.00
存货周转天数	72.53	73.72	72.14	72.80
总资产周转率	0.72	0.74	0.80	0.87
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.68	0.88	1.15	1.40
每股净资产	6.32	7.00	7.89	8.99
每股经营现金流	0.31	1.29	1.31	1.24
每股股利	0.15	0.25	0.31	0.31
<b>估值分析</b>				
PE	23	18	14	11
PB	2.5	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	16.63	12.21	9.21	7.52
股息收益率 (%)	0.97	1.63	1.99	1.99

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	290	378	493	601
折旧和摊销	85	102	137	174
营运资金变动	-255	40	-100	-272
经营活动现金流	134	554	563	535
资本开支	-352	-289	-299	-334
投资	-304	0	0	0
投资活动现金流	-660	-289	-204	-334
股权募资	845	0	0	0
债务募资	24	0	-59	0
筹资活动现金流	1120	-126	-211	-176
现金净流量	601	139	148	25

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026