

公司研究

发力军工电磁发射+新能源电容，包装行业龙头拐点来临

——王子新材（002735.SZ）投资价值分析报告

要点

包装行业龙头并购转型，股权激励彰显信心。公司成立之初即专注塑料包装领域，并成长为中国包装行业百强、中国塑料包装行业40强。2018年起，公司并购切入消费电子、军工科技等业务领域。并购转型推动公司近年业务规模扩张，但短期业绩受疫情影响承压。2022年12月2日，公司公告股权激励计划，拟向核心团队成员授予限制性股票总计不超过股本总额的3.47%，业绩考核目标为：2023-2025年，归母净利润较2021年增长率分别不低于30%、50%、100%。

电磁发射技术：应用前景广阔的前沿发射技术。按照发射长度和末速度的不同，电磁发射技术可分为电磁弹射技术、电磁轨道炮技术和电磁推射技术等。近年来，伴随我国军费投入加大，电磁发射产业有望充分受益于武器装备景气度提升。其中，电磁炮在军用及民用消防、农业等领域均具备广阔应用前景；而电磁弹射技术方面，电磁弹射系统已在我国“福建舰”航母正式上舰。

发力电磁发射产业，开启第二成长曲线。公司通过收购中电华瑞100%、宁波新容60%股权，切入电磁发射产业。中电华瑞主营舰船电子信息系统，并参与某世界领先的前沿武器研制生产，其承诺2022-2023年净利润不低于6500万元。宁波新容深耕薄膜电容领域近40年，军工为其重要下游。中电华瑞的大功率半导体元器件、电子信息系统，以及宁波新容的薄膜电容，分别可应用于电磁发射中的三大核心环节：脉冲能量变化、控制及监测和脉冲能量储存系统。公司计划将中电华瑞打造成军工科技产业平台。当前，中电华瑞已收购成都高斯、武汉安和捷，分别切入军工产品检测、数据链领域。军工业务开展有望驱动公司成长。

薄膜电容扩产推进，重点拓展新能源领域。据我们测算，2025年，全球新能源车、光伏、风电的薄膜电容的年需求规模分别有望达到79亿元、18.6亿元、6.7亿元。子公司宁波新容深耕薄膜电容领域近40年，产品下游广泛，近期公司与零跑科技签订《零部件采购通则》。此前宁波新容产能受限，收购后公司对其进行扩产，当前，1条新能源车电容产线已正式投产，且另有1条新能源车电容、1条光伏电容产线有望于近期建成。宁波新容的新能源订单增长较快，扩产将助力其重点发力新能源车、光伏风电等新能源领域，充分受益于新能源产业浪潮。

盈利预测、估值与评级：王子新材通过并购深度布局军工电磁发射、新能源薄膜电容两大领域，未来有望充分受益于电磁发射产业崛起及新能源产业浪潮。我们预测公司2022-2024年归母净利润分别为0.81亿元、1.81亿元、2.41亿元。根据绝对估值法及相对估值法，基于谨慎原则，给予公司28元目标价（对应23年PE 33x），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：并购整合风险，扩产进度推迟风险，电磁发射产业成长不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,542	1,735	1,976	2,361	2,661
营业收入增长率	16.30%	12.55%	13.86%	19.52%	12.72%
净利润（百万元）	87	84	81	181	241
净利润增长率	57.52%	-2.64%	-3.55%	121.92%	33.21%
EPS（元）	0.57	0.40	0.38	0.85	1.13
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.21%	9.62%	8.52%	15.90%	17.48%
P/E	38	54	56	25	19
P/B	4.2	5.2	4.8	4.0	3.3

注：20年总股本1.53亿股，21-24年均均为2.13亿股。资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-12-26

买入（首次）

当前价/目标价：21.39/28元

作者

分析师：贺根

执业证书编号：S0930518040002

021-52523863

hegen@ebsecn.com

联系人：汲萌

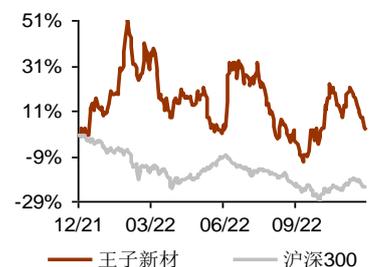
021-52523859

jimeng@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.13
总市值(亿元)	45.62
一年最低/最高(元)	17.65/30.99
近3月换手率	91.48%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.74	9.01	28.02
绝对	-1.79	9.19	6.15

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

1、绿色包装业务。公司传统主业为塑料包装，近年，该业务受到下游电子信息制造业和家电行业景气度下降、疫情导致消费动力不足、房地产市场销售放缓和国际贸易摩擦等因素的不利影响。考虑到公司近年将包装产品拓展到泡沫、纸质、可降解包装等新领域，新产品的不断推出预计将带动该业务收入增速、毛利率水平的修复，因此，2022-2024 年，预计该项业务收入分别有望实现 2%、4%、5%的同比增长，毛利率分别有望达到 18%、21%、22%。

2、军工科技业务。子公司武汉中电华瑞、宁波新容的大功率半导体元器件、电子信息系统和薄膜电容产品，分别可应用于电磁发射中的三大核心环节：脉冲能量变化、控制及监测和脉冲能量储存系统，公司有望充分受益于电磁发射产业崛起。同时，子公司宁波新容深耕薄膜电容领域近 40 年，收购后公司对其进行扩产，当前，1 条新能源车电容产线已正式投产，且另有 1 条新能源车电容、1 条光伏电容产线有望于近期建成；客户拓展方面亦有进展，新签零跑科技。2022H1，该项业务收入为 1.27 亿元，同比高增 952.98%，毛利率为 5.4%。考虑到军工行业业务开展具有明显季节性，而新能源薄膜电容业务有望随业务规模扩大，呈现出规模效应，预计 2022-2024 年该项业务收入分别有望实现 300%、105%、35%的同比增长，毛利率分别达到 32%、37.5%、38%。

3、消费电子及新能源业务。2022H1 该项业务收入同比降低 17.69%，毛利率为-2.3%。虽然消费电子下游的不景气短期内仍可能延续，但泰国基地的建设有助于该项业务的海外拓展，并节约海外业务的开拓成本。预计 2022-2024 年该项业务收入分别同比下降 20%、12%、10%。毛利率分别为-2%、2%、5%。

我们区别于市场的观点

当前市场观点认为公司处于传统包装行业，增长乏力，因此给予其较低估值。我们认为，公司通过并购已全面转型，未来有望在军工电磁发射产业、新能源薄膜电容两大领域获得高速增长，业绩拐点将至。因此，本篇报告阐述了公司在该两大领域的布局情况及发展前景，提示了公司在当前时点具备较大成长潜力。

股价上涨的催化因素

1、军工电磁发射产业订单落地。电磁发射技术为前沿技术。公司当前在电磁发射产业的三大核心领域均有产品布局，未来该领域订单的落地，将推动业绩兑现。

2、新能源电容领域客户拓展，产品不断放量。公司规划宁波新容的薄膜电容产品后续重点发力新能源领域，在收购后对其进行了扩产。该领域后续客户的拓展，及产品的不断放量，将促进业绩释放，推动股价上涨。

估值与目标价

王子新材通过并购深度布局军工电磁发射、新能源薄膜电容两大领域，未来有望充分受益于电磁发射产业崛起及新能源产业浪潮。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.81 亿元、1.81 亿元、2.41 亿元。根据绝对估值法及相对估值法，基于谨慎原则，给予公司 28 元目标价（对应 23 年 PE 33x），首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

1、切入军工、新能源领域，股权激励彰显信心	6
1.1、包装行业领先企业，切入军工、新能源领域.....	6
1.2、短期业绩承压，股权激励彰显公司信心.....	8
2、发力电磁发射产业，开启第二成长曲线	10
2.1、电磁发射技术：应用前景广阔的前沿发射技术.....	10
2.2、电磁炮、电磁弹射领域应用不断突破.....	11
2.2.1、我国军费投入加大，武器装备景气度提升.....	11
2.2.2、电磁炮：军民两用，应用前景广阔.....	12
2.2.3、电磁弹射：前沿舰面起飞技术，已正式运用于“福建舰”.....	13
2.3、公司：布局电磁发射产业，有望迎来业绩释放.....	14
3、薄膜电容扩产推进，重点拓展新能源领域	17
3.1、电容：产值最高的被动元件.....	17
3.2、薄膜电容受益新能源产业崛起.....	19
3.3、公司：厚积薄发，扩产推进助力业绩释放.....	23
4、盈利预测	24
4.1、关键假设及盈利预测.....	24
4.2、估值水平与投资评级.....	26
5、风险分析	29

图目录

图 1: 公司业务发展历程.....	6
图 2: 2022H1 公司营收分业务构成	7
图 3: 公司股权结构图 (截至 2022 年三季报)	8
图 4: 2017-2022 前三季度公司营业收入及同比增速	8
图 5: 2017-2022 前三季度公司归母净利润及同比增速.....	8
图 6: 2017-2022 前三季度公司毛利率及净利率.....	9
图 7: 2017-2022 前三季度公司各项期间费用率.....	9
图 8: 电磁发射技术装置构成	10
图 9: 电磁发射技术分支.....	10
图 10: 2015-2022 年我国国防支出及同比增速	11
图 11: 2010-2017 年我国装备费及同比增速	11
图 12: 2010-2017 年我国装备费占国防支出比重.....	12
图 13: 电磁轨道炮原理图.....	12
图 14: 电磁线圈炮原理图.....	12
图 15: 消防电磁炮.....	13
图 16: 电磁弹射原理简化图	13
图 17: 飞机电磁弹射系统示意图.....	13
图 18: 我国国产电磁弹射系统研发及上舰历程	14
图 19: 公司产品及所处的电磁发射产业环节.....	15
图 20: 公司的军工科技业务板块.....	16
图 21: 线路板上的部分元器件标识	17
图 22: 电子元件分类	17
图 23: 电容器分类与特点不同领域	18
图 24: 主要电容器电压和电容情况	19
图 25: 薄膜电容器示意图.....	19
图 26: 工业用薄膜电容器技术发展趋势	20
图 27: 2008-2020 年薄膜电容器行业市场规模	20
图 28: 2019-2021 年我国薄膜电容器行业主要企业产量.....	20
图 29: 各类薄膜电容器交期趋势 (统计时间: 2022 年 7 月 17 日) (单位: 周)	21
图 30: 薄膜电容器应用领域	21
图 31: 宁波新容的高压大容量直流滤波电容器产品.....	23
图 32: 宁波新容的高压大容量直流储能电容器产品.....	23

表目录

表 1: 公司主营业务的产品及应用领域.....	6
表 2: 公司主要客户.....	7
表 3: 激励对象获授的限制性股票分配情况.....	9
表 4: 电磁发射技术分支的应用前景.....	11
表 5: 蒸汽弹射与电磁弹射的对比.....	14
表 6: 中电华瑞主要产品情况.....	15
表 7: 公司近年收购军工领域标的业绩承诺 (单位: 万元).....	16
表 8: 各类电容器主要性能及主要应用领域对比.....	18
表 9: 2021-2025 年新能源车、光伏、风电用薄膜电容器市场规模预测.....	22
表 10: 宁波新容薄膜电容产品的应用领域及简介.....	23
表 11: 王子新材分项业务预测 (单位: 亿元).....	24
表 12: 可比公司盈利预测与估值 (收盘价为 12 月 26 日收盘价).....	26
表 13: 绝对估值核心假设表.....	27
表 14: 现金流折现及估值表.....	27
表 15: 敏感性分析表 (元).....	27
表 16: 估值结果汇总 (元).....	27

1、切入军工、新能源领域，股权激励彰显信心

1.1、包装行业领先企业，切入军工、新能源领域

中国包装行业百强企业，切入军工科技及新能源领域。1997年公司前身深圳市君开实业成立，2009年整体变更设立王子新材，并于2014年在深交所上市。公司成立之初即专注于塑料包装领域，并成长为中国包装行业百强企业及中国塑料包装行业40强企业。2018年起，公司通过并购，将业务拓展至军工、消费电子及新能源等领域。

表 1：公司主营业务的产品及应用领域

业务板块	主要产品	主要应用领域
绿色包装	塑料包装膜、塑料托盘、塑料缓冲材料（主要是 EPE 缓冲材料）、聚苯乙烯泡沫（EPS）、聚合发泡材料（EPO）及其与辅料组装形成的复合包装材料等传统与新型全生物降解包装材料	计算机、智能手机、家用电器等电子产品的生产周转及销售包装
军工科技	多功能标准显控台、非标准系列显控台、显控台模块、国产自主可控装备应用开发等；金属化薄膜电容	军工舰船电子信息系统；金属化薄膜电容可用于军工、新能源汽车、光伏风力发电、电网、轨道交通、医疗、家电等多个领域
消费电子	无线充、移动储能电池、两轮车动力电池等	移动智能设备、家庭便携式备用电源、智能电器等 3C 消费性产品的设计和制造

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

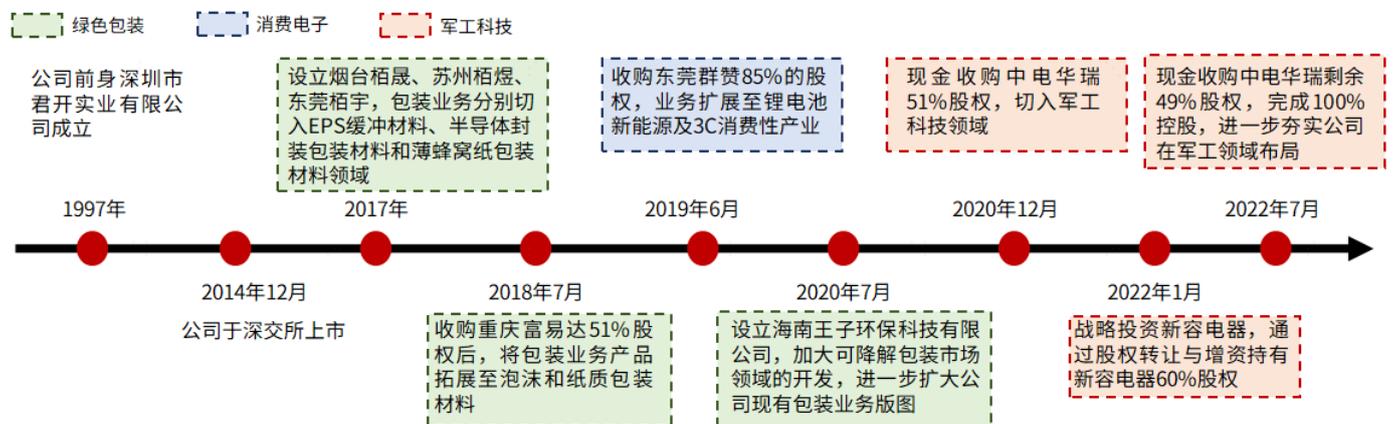
公司当前业务可划分为三大板块：绿色包装、消费电子、军工科技，其形成及发展历程如下：

绿色包装（1997年创立起）：公司自成立起便专注塑料包装材料领域，近年通过内生培育和外延式扩张加快转型升级。2017年，公司设立烟台栢晟、苏州栢煜、东莞栢宇，分别切入 EPS 缓冲材料、半导体封装包装材料和薄蜂窝纸包装材料领域。2018年7月，公司收购重庆富易达 51% 股权后，拓展至泡沫和纸质包装材料。2020年7月，公司设立海南王子，加大可降解包装市场领域的开发。

消费电子（2019年切入）：2019年6月，公司收购东莞群赞 85% 股权，业务扩展至锂电池新能源及 3C 消费性产业。

军工科技（2020年切入）：2020年、2022年公司分两次完成现金收购中电华瑞 100% 股权，切入军工领域。此外，公司于 2022年1月收购宁波新容，其薄膜电容产品可用于军工、新能源车、光伏、医疗、家电等多个领域。未来公司计划加大对军工科技、尤其是电磁及信息化产业领域布局，将军工科技行业打造成公司主要收入来源，提升公司盈利能力。

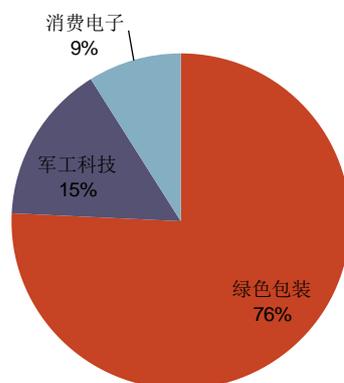
图 1：公司业务发展历程



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理并绘制

收入结构方面,绿色包装业务为主要收入来源,军工科技业务收入占比有望提升。2022H1,公司营收 8.29 亿元。其中,绿色包装业务收入占比 76%,是公司主要收入来源;军工科技业务当前占比较小,为 15%,考虑到公司计划把军工科技行业打造成未来主要收入来源,其收入占比有望进一步提升。此外,消费电子业务营收占比 9%。

图 2: 2022H1 公司营收分业务构成



资料来源:公司公告

公司布局由国内向海外延伸,客户覆盖国内外知名企业。公司在国内多地及泰国拥有 30 多家分、子公司和派驻机构;在国内深圳、烟台、廊坊、武汉、郑州、成都建立了生产基地,此外,公司还在泰国建立生产基地,凭借子公司东莞群赞多年在行业内的经验与技术沉淀,为公司承接欧美订单提供便利。绿色包装领域,公司在业内率先通过 ISO 质量与环境管理体系双认证,也是首批执行欧盟 RoHS 标准的电子产品塑料包装企业,客户覆盖国内外著名的电子产品、家用电器等大型制造企业。军工科技领域,主要客户包括系统论证单位、舰船总体设计单位、专业研究院所及相关生产单位等;子公司宁波新容的金属化薄膜电容产品可用于军工、新能源汽车、光伏风力发电、电网、轨道交通、医疗、家电等多个领域,近期还与零跑科技签订了《零部件采购通则》。消费电子领域,子公司东莞群赞的技术在同行制造商中位居领先地位,主要客户涵盖 Mophie、Philips、Bosch、Romoss、哈罗出行等。

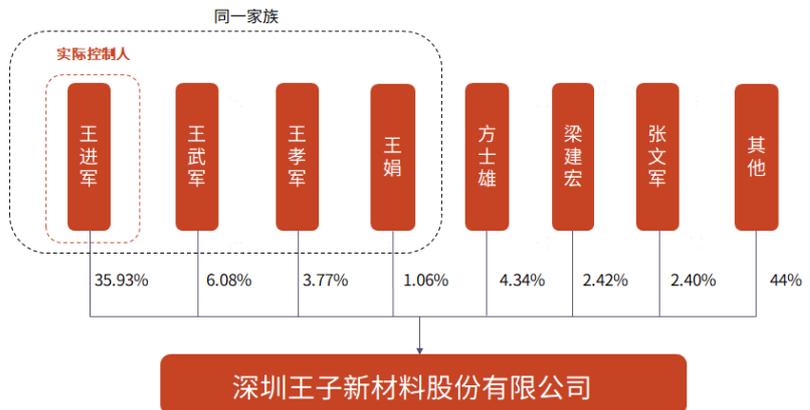
表 2: 公司主要客户

业务领域	主要客户
绿色包装	国内外著名的电子产品、家用电器等大型制造企业,包括富士康、海尔、伟创力等跨国公司,以及创维、TCL、深超光电、深长城等国内制造业上市公司。
军工科技	系统论证单位、舰船总体设计单位、专业研究院所及相关生产单位等。金属化薄膜电容产品可用于军工、新能源汽车、光伏风力发电、电网、轨道交通、医疗、家电等多个领域,近期与零跑科技签订《零部件采购通则》。
消费电子	客户涵盖 Mophie、Philips、Bosch、Romoss、哈罗出行等,横跨消费电子、动力、储能等知名品牌。

资料来源:公司公告

公司股权结构稳定。公司股权较为集中,实控人为公司董事长、总裁王进军,持有公司 35.93%股份,此外,股东中王武军、王孝军、王娟与王进军为同一家族,共持有公司 46.84%股份。

图 3：公司股权结构图（截至 2022 年三季度）

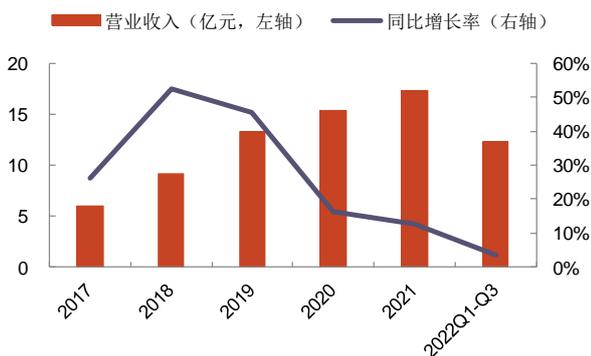


注：王进军现任公司董事长、总裁，王武军现任公司副总裁、董事。
资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

1.2、短期业绩承压，股权激励彰显公司信心

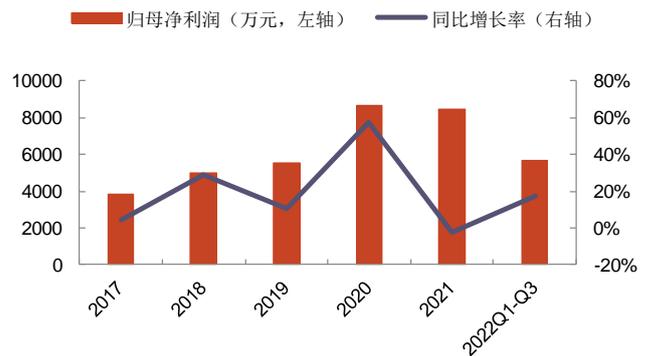
并购转型推动营收成长，短期业绩受疫情影响承压。近年，伴随公司从传统塑料包装业务转型升级，业务规模不断成长。2018 年，公司收购重庆富易达，切入泡沫和纸质包装领域；2019 年，公司收购东莞群赞，切入锂电池新能源及 3C 消费电子，2018、2019 年，公司营收分别同比增长 52.4%、45.4%。2020 年以来，公司业务切入军工科技，且在疫情影响下，营收仍维持稳定增长。2022 年前三季度，公司营收 12.35 亿，同比增长 3.5%。净利润方面，伴随业务拓展，2018-2020 年，公司归母净利润呈现增长趋势；2021 年，受疫情和大宗商品价格大幅上涨影响，公司归母净利润为 0.84 亿元，同比下降 2.64%；2022 年前三季度，公司归母净利润为 0.57 亿元，同比增长 17.61%；扣非归母净利润 0.15 亿元，同比降低 69.35%，其与归母净利润的差异主要来自 2022Q3 单季度形成的营业外收入 4206 万元，其主要由宁波新容并表带来。

图 4：2017-2022 前三季度公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind

图 5：2017-2022 前三季度公司归母净利润及同比增速

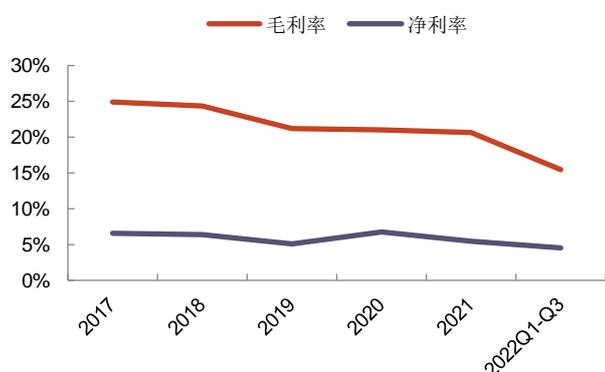


资料来源：Wind

包装业务毛利率下滑拖累整体毛利率，军工业务拓展有望驱动盈利能力上升。毛利率方面，2021 年绿色包装业务收入占公司总营收 86%，仍是公司主要收入来源，受国内包装行业竞争激烈及环保政策趋严影响，近年，公司包装业务毛利率整体呈现下降趋势，由 2017 年的 25% 下降到 2022H1 的 17%。但公司 2020 年以来新开拓的军工科技业务毛利率较高，2020、2021 年毛利率分别为 53%、56%。考虑到公司后续计划将军工科技业务打造成公司主要收入来源，伴随军工

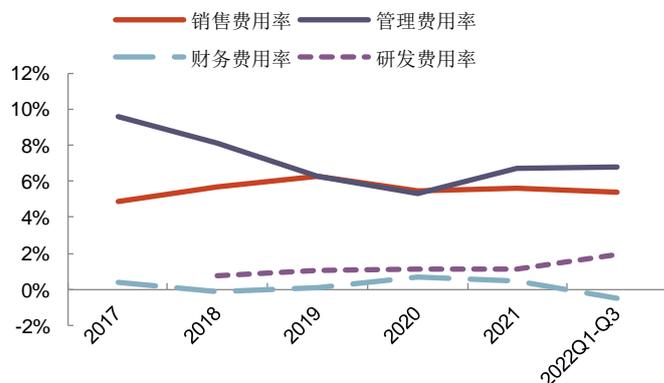
业务不断拓展,公司盈利能力有望获得提升。公司期间费用率伴随公司切入新业务领域有所波动,但整体来看较为稳定。

图 6: 2017-2022 前三季度公司毛利率及净利率



资料来源: Wind

图 7: 2017-2022 前三季度公司各项期间费用率



资料来源: Wind

股权激励绑定核心团队成员利益,业绩考核目标彰显信心。公司于 2022 年 12 月 2 日公告,拟向副总裁周之音及 35 名中层管理人员、核心业务(技术人员)授予限制性股票总计不超过 740 万股,占公司股本总额 2.13 亿股的 3.47%。本次授予的限制性股票的解除限售期分别为自授予日起的 18-30 个月、30-42 个月、42-54 个月,解除限售比例分别为 30%、40%、30%。该股权激励计划的考核年度为 2023-2025 年三个会计年度,考核目标为 2023-2025 年,归母净利润较 2021 年增长率分别不低于 30%、50%、100%。据公司公告,预计该股权激励计划在 2022-2026 年间需摊销的总费用为 8828.20 万元。公司的股权激励计划将核心团队成员利益与公司利益深度绑定,同时彰显了公司推动业绩高增的信心。

表 3: 激励对象获授的限制性股票分配情况

激励对象	职务	拟授予限制性股票数量(万股)	占拟授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
周之音	副总裁	10	1.35%	0.05%
中层管理人员、核心业务(技术)人员		730	98.65%	3.42%
合计		740	100.00%	3.47%

注:该计划公告日为 2022 年 12 月 2 日。

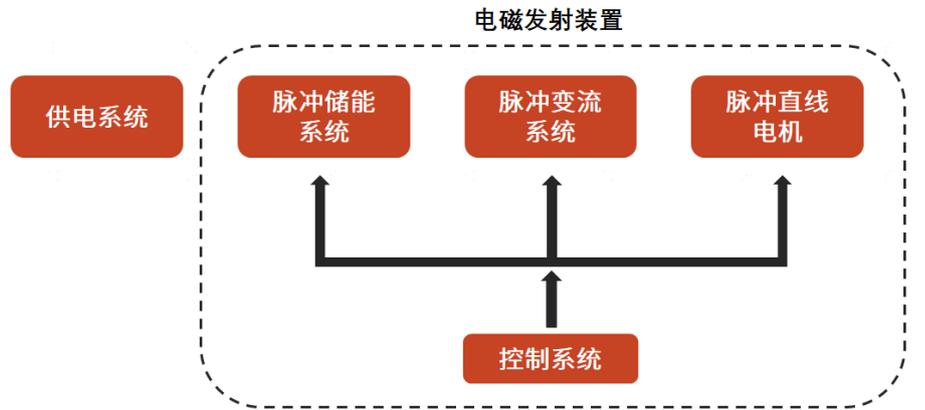
资料来源:公司公告

2、发力电磁发射产业，开启第二成长曲线

2.1、电磁发射技术：应用前景广阔的前沿发射技术

电磁发射技术是利用电磁力(能)推进物体到高速或超高速的发射技术。电磁发射通过将电磁能变换为发射载荷所需的瞬时动能,可在短距离内实现将克级至几十吨的负载加速至高速,可突破传统发射方式的速度和能量极限。电磁发射装置由脉冲储能系统、脉冲变流系统、脉冲直线电机和控制系统四部分组成,发射前通过脉冲储能系统将能量在较长时间内蓄积起来,发射时通过将脉冲变流系统调节的瞬时超大输出功率给脉冲直线电机,产生电磁力推动负载至预定速度,同时通过控制系统实现信息流对能量流的精准控制。

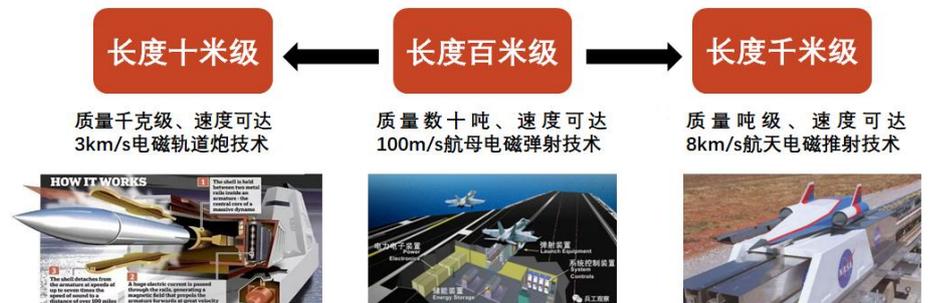
图 8：电磁发射技术装置构成



资料来源：马伟明、鲁军勇《电磁发射技术》(《国防科技大学学报》，2016年)，光大证券研究所绘制

按照发射长度和末速度的不同，电磁发射技术可分为电磁弹射技术、电磁轨道炮技术和电磁推射技术等。电磁弹射技术的发射长度为百米级，末速度可达 100m/s，电磁轨道炮技术的发射长度为十米级，末速度可达 3km/s，电磁推射技术的发射长度为千米级，末速度可达 8km/s，三种技术的基本原理相同，涉及的具体关键技术有一定差别，但总的技术可概括为高能量密度储能技术、大容量功率变换技术、大功率直线电机技术和新型网络控制技术。

图 9：电磁发射技术分支



资料来源：马伟明、鲁军勇《电磁发射技术》(《国防科技大学学报》，2016年)，光大证券研究所绘制

电磁发射技术具备广阔的应用前景。发展电磁发射技术，并将其成果应用于电磁弹射、电磁轨道炮、电磁推射等，可实现舰载武器高效发射能力、中近程防空反

导能力、超远程精确打击能力及作战快速保障能力。如，据马伟明院士论文《电磁发射技术》，电磁弹射技术潜在应用方向包括舰载机弹射、隐蔽短跑道快速起飞；将电磁发射技术用于常规兵器的电磁轨道炮技术，可有效增强常规武器作战能力；而电磁推射技术则有望为未来空间站等空间平台提供燃料或保障物资。

表 4：电磁发射技术分支的应用前景

技术分支	技术优势	潜在应用方向
电磁弹射技术	可利用直线电机灵活地控制电磁推力，在预定距离和所允许的最大加速度条件下推动各型飞机加速至起飞速度。	1、舰载机(包括有人机和无人机)弹射。舰载机电磁弹射装置的使用，可降低飞机起降对跑道长度的要求，实现舰载机快速投送，提高航母综合作战能力； 2、隐蔽短跑道快速起飞。电磁弹射系统在紧急条件下可以快速部署野外机场或隐蔽跑道，提高地面飞机的生存力。
电磁轨道炮技术	将电磁发射技术用于常规兵器，由于可产生更高的初速和更大的炮口动能，既可增加射程，又能缩短打击时间。	1、远程精确打击； 2、中近程防空反导； 3、反临近空间目标等。
电磁推射技术	利用电磁发射技术实现空间物资快速投送或小型卫星等航天器的快速发射，可实现航天器重复发射，大大降低发射成本。	能够快速、低成本、安全地向空间发射卫星和运送物资，可为未来空间站等空间平台提供燃料或保障物资。

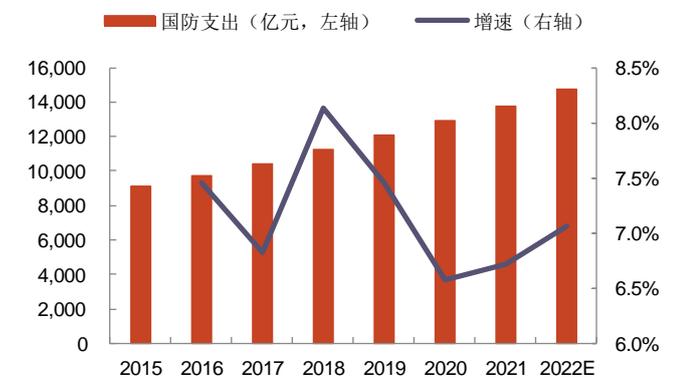
资料来源：马伟明、鲁军勇《电磁发射技术》(《国防科技大学学报》，2016年)，光大证券研究所整理

2.2、电磁炮、电磁弹射领域应用不断突破

2.2.1、我国军费投入加大，武器装备景气度提升

我国国防支出稳定增长，装备费占比提升。近年来，世界军工产业发展迅速，科研投入和制造规模不断扩张，传统军事强国地位稳固，新兴市场军工产业发展迅速。我国军工产业目前处于快速发展阶段，军费支出不断增长。2015年-2021年，我国国防支出由9087.84亿元增长到13787.23亿元，6年复合增速超7%。2022年全国国防支出预算为14760.81亿元，较上年国防支出增长7.1%。从支出结构来看，据国防部《新时代的中国国防》披露，我国国防支出按用途划分，主要由人员生活费、训练维持费和装备费构成。2010-2017年间，我国装备费维持增长态势，且装备费占国防支出的比重不断增长，由2010年的33.2%提升至2017年的41.1%。军费支出的持续稳步增长，为军工行业的快速发展提供了重要支撑。

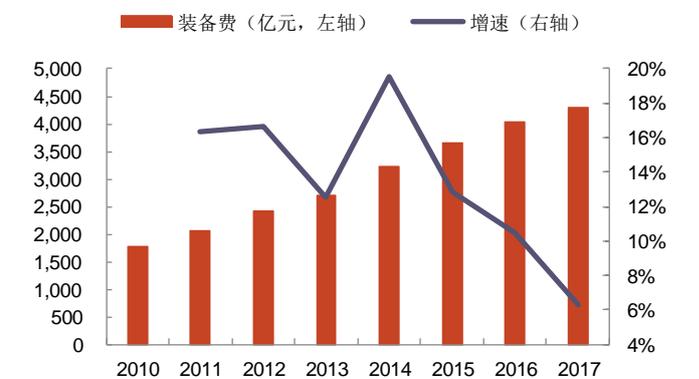
图 10：2015-2022 年我国国防支出及同比增速



注：2022年数据为国防支出预算数。

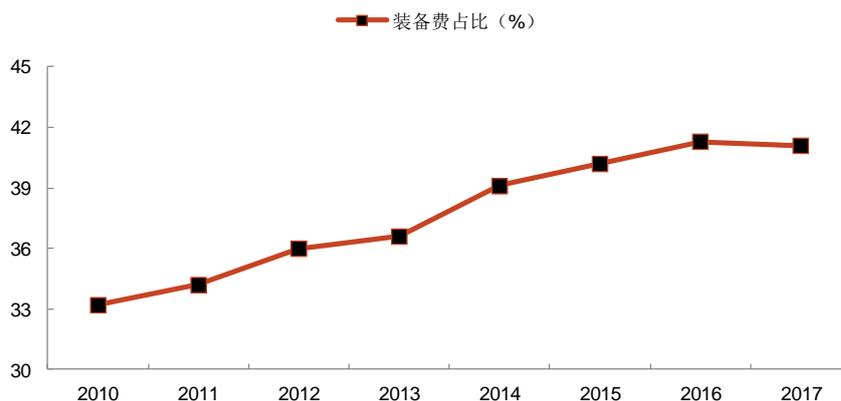
资料来源：同花顺，财政部官网，光大证券研究所

图 11：2010-2017 年我国装备费及同比增速



资料来源：国防部《新时代的中国国防》，光大证券研究所

图 12: 2010-2017 年我国装备费占国防支出比重



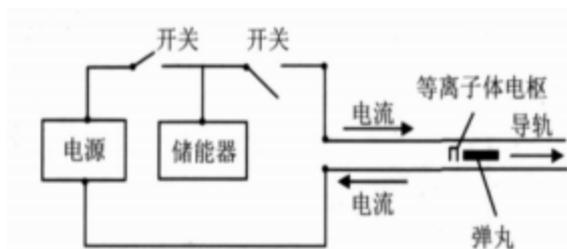
资料来源: 国防部《新时代的中国国防》, 光大证券研究所

军工武器装备迎政策机遇, 电磁发射产业有望充分受益。国家“十四五”规划明确提出“加快国防和军队现代化, 实现富国和强军相统一”, 规划中强调“加快武器装备现代化, 聚力国防科技自主创新、原始创新, 加速战略性前沿性颠覆性技术发展, 加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。”电磁发射技术作为前沿发射技术, 在军事和民用领域都有其独特的潜在优势和广泛的应用前景, 有望充分受益于武器装备景气度提升。

2.2.2、电磁炮: 军民两用, 应用前景广阔

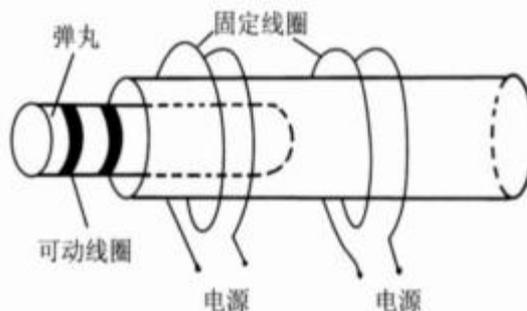
电磁轨道炮是目前电磁炮发展的主流形式, 在军事领域具备广阔应用前景。电磁炮是一种用电磁力发射弹药的新概念武器, 依据结构的不同, 可分为电磁轨道炮和电磁线圈炮。电磁轨道炮发射机构由导轨、弹丸和电枢构成, 发射时, 给导轨通电, 高压电弧将电枢加热到等离子态, 通过可导电的弹丸接通回路, 导轨上的电流产生垂直于导轨平面的磁场, 通有电流的弹丸在磁场中受到向外的安培力, 在力的作用下, 弹丸加速并射出。电磁线圈炮分为固定线圈和可动线圈, 线圈炮发射时, 在固定线圈通交变电流, 交变电流产生交变磁场, 可动线圈在交变磁场中感应出感生电流, 根据楞次定律, 感生电流与固定线圈电流存在斥力, 弹丸在该斥力作用下获得加速度, 最终射出。由于电磁线圈炮的工作原理不容易实现高初速, 发展相对较慢, 因此, 电磁轨道炮是目前电磁炮发展的主流形式。相较于传统火炮, 电磁炮具有更大的射程和更强的穿甲能力, 兼具初速度高、加速快、火力猛等优点, 在军事领域具备良好应用前景。

图 13: 电磁轨道炮原理图



资料来源: 微信公众号【中科院物理所】

图 14: 电磁线圈炮原理图



资料来源: 微信公众号【中科院物理所】

电磁炮在民用领域亦具有应用前景。2021年11月，据央视网，农业用电磁炮等小型便携电磁炮可以用来进行消防、农业等方面的工作。以消防用电磁炮为例，试验表明，通过电磁发射远程投送无动力的消防弹可以实现高初速度且能量可控可控，发射过程中既无火光也无噪音，可对山火实现远程打击，使灭火工作及时高效。

图 15: 消防电磁炮

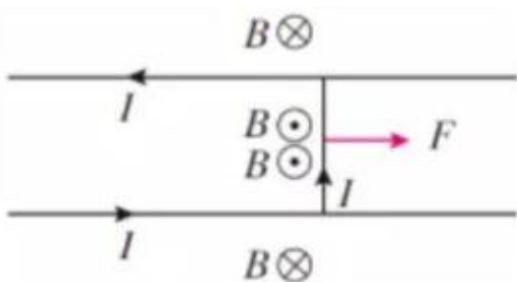


资料来源: 微信公众号【央视军事】

2.2.3、电磁弹射: 前沿舰面起飞技术, 已正式运用于“福建舰”

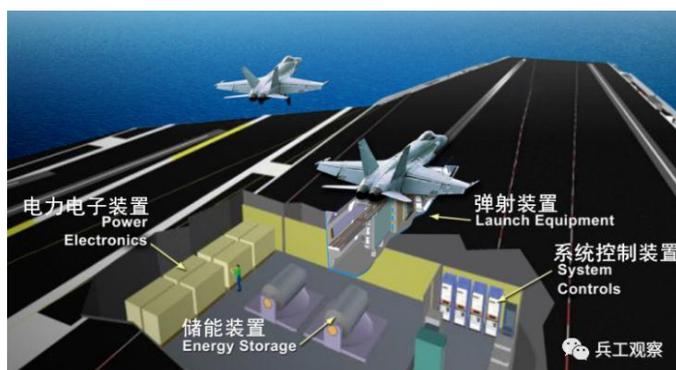
电磁弹射技术简介: 舰面起飞技术主要分四种: 滑跑起飞、液压弹射、蒸汽弹射和电磁弹射。其中, 蒸汽弹射器最早是由英国研发而成, 后来由美国将其技术发展成熟。蒸汽弹射原理是活塞运动, 就是通过高温高压的蒸汽推动滑块, 带动推动飞机起飞。而电磁弹射的动力来源于直线电动机, 通过稳定输入电流, 产生电磁场和电磁推力来推动滑块, 滑块带动舰载机加速。

图 16: 电磁弹射原理简化图



资料来源: 微信公众号【化学通讯】

图 17: 飞机电磁弹射系统示意图



资料来源: 微信公众号【兵工科技快讯】、微信公众号【兵工观察】

电磁弹射较传统蒸汽弹射优势明显。与传统的蒸汽弹射相比, 电磁弹射技术具有更广泛的使用范围、更高的耐用性、更少的维护成本、更高的能量利用率以及对辅助系统的需求弱化等特点。电磁弹射系统主要配备的是固态电力电子元件, 加上完善的容错技术, 大大提高了可靠性, 既能弹射重达 30t 级别的重型飞机, 也能弹射数百千克的无人机。除此之外, 电磁弹射具备较高自动化程度, 美国“尼米兹级”的蒸汽弹射需要 500 人左右, 而“福特级”的电磁弹射只需要 350 人左右。

表 5：蒸汽弹射与电磁弹射的对比

起飞方式	蒸汽弹射	电磁弹射
起飞速度	较高	高
稳定性	低	高
能量来源	蒸汽内能	电能
能量利用率	较低	高
所需人员	较多	少
准备时间	很长	长

资料来源：微信公众号【化学通讯】

电磁弹射系统已在我国“福建舰”航母正式上舰。2022年6月17日，我国第三艘航空母舰“福建舰”正式下水，成为世界第一艘采用电磁弹射的常规动力航母，世界第一艘配备船舶中压直流电力系统的航母。我国国产电弹射系统的研发、上舰历程漫长，“福建舰”的正式下水标志着电磁发射应用的全面加速推进。

图 18：我国国产电磁弹射系统研发及上舰历程

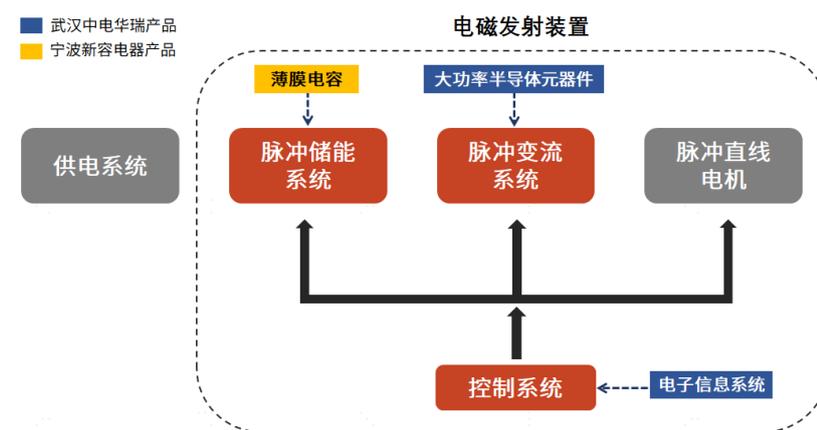


资料来源：微信公众号【武警研究院】、微信公众号【兵工科技快讯】，光大证券研究所整理

2.3、公司：布局电磁发射产业，有望迎来业绩释放

收购中电华瑞、宁波新容，战略布局电磁发射产业。公司于2020年11月签约，以1.50亿元现金收购中电华瑞51%股权，成功切入军工科技领域，其自2020年12月起并表。2022年7月，公司再次签约以1.72亿元现金收购中电华瑞剩余的49%股权，并于2022年9月完成工商变更登记。为进一步完善电磁产业相关技术和产品线，2022年1月，公司以1.50亿元现金收购宁波新容60%股权。中电华瑞的大功率半导体元器件、电子信息系统，以及宁波新容的薄膜电容产品，分别可应用于电磁发射中的三大核心环节：脉冲能量变化、控制及监测和脉冲能量储存系统。至此，公司实现了对电磁发射产业的初步布局。

图 19: 公司产品及所处的电磁发射产业环节



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所绘制

中电华瑞主营舰船电子信息系统, 并参与某世界领先的前沿武器研制生产。中电华瑞是一家专业从事舰船电子信息系统领域模块、整机、系统产品的研发、生产、销售和技术服务等业务的高新技术企业, 具备较完整的军工资质, 在国产自主可控的应用开发方面具备一定领先优势。中电华瑞主要客户涵盖系统论证单位、舰船总体设计单位、专业研究院所及相关生产单位等。近年来, 中电华瑞向其他领域如航天、兵器等方向的渗透初见成效, 已进入了多个型号的预研、科研及批产配套序列。除舰船电子信息系统业务外, 中电华瑞还参与某具备世界领先水平的前沿武器装备的分系统和核心器件的研制及生产任务, 为国防装备国产化、自主可控做出了贡献, 并屡次获得嘉奖。

表 6: 中电华瑞主要产品情况

产品	简介
多功能显控台	已进入部队采购目录产品
隔振器	已进入部队采购目录产品
雷达预测分机及系统	采集海洋和大气中海水表面温度、湿度、风速等各项环境参数, 结合历史数据库信息, 实时预测雷达探测效果或分析雷达探测结果, 可应用于岛、岸以及部分舰船
雷达有源标校设备	主要应用于雷达设备检测, 通过多种复杂情况下的模拟, 检测雷达设备能否正常工作, 提升电子战应对能力
其他产品	舰船综合指挥控制系统、舰船(含水上及水下)降噪设备控制系统、尖端常规武器总控制系统、大功率半导体元器件等

资料来源: 公司公告《王子新材:2021年1月29日投资者关系活动记录表》

公司计划将中电华瑞打造成军工科技产业平台, 核心管理人员中电华瑞总经理朱万里将作为军工科技业务负责人, 全面负责公司军工业务板块。当前, 中电华瑞已收购成都高斯、武汉安和捷, 分别切入军工产品检测、数据链领域。

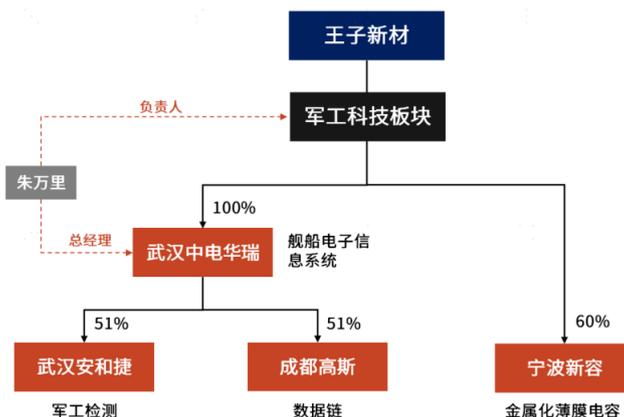
2021年5月, 公司董事会审议通过中电华瑞收购及增资获得武汉安和捷51%股份, 将军工科技产业从研发制造扩展到军工产品检测领域。2021年9月, 公司公告武汉安和捷已完成工商变更登记。

2022年9月, 公司董事会审议通过中电华瑞收购及增资获得成都高斯51%的股权。成都高斯主营数据链通信终端、外军模拟器终端、高效射频功放、嵌入式AI产品, 核心团队来自电子科技大学, 80%以上的研发人员拥有博士、硕士学历, 研发人员均在业内从事相关行业数年, 在抗干扰通信、数据链、自组网、数字信号处理、射频功放等方面技术处于国内领先或者全球先进水平。成都高斯客户覆盖包括中国电子科技集团、中国航天科工集团、中国兵器集团、航空工业集团、军事科学院、国防科技大学、陆军工程大学、南京邮电大学等国内的著名科

技公司和一流高校，并与国内多家顶尖高校的教授团队建立长期战略合作关系。2022年11月，公司公告成都高斯已完成工商变更登记。

宁波新容主营金属化薄膜电容，在该领域深耕近40年，军工为其重要下游之一。宁波新容前身为创建于1969年的宁波电容器总厂，1985年引进日本金属化薄膜电容器技术，在该领域深耕近四十年，曾获2枚国家金质奖，是中国电子元件百强企业和国家高新技术企业。其技术团队与浙江大学、西安交大等高校以及一些军工科研院所均有建立产学研合作关系。宁波新容的电容产品应用范围较广，其中军工为其重要应用领域之一。

图 20：公司的军工科技业务板块



资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

军工科技板块布局初步完成，伴随业务开展，后续有望迎来业绩释放。当前，公司并购的军工业务标的中，中电华瑞、武汉安和捷、成都高斯均在并购时进行了业绩承诺。其中，中电华瑞2020年、2021年归母净利润分别为1868.48、2566.92万元，均已完成业绩承诺，2022-2023年，按照业绩承诺，其应实现净利润（以扣非后孰低）不低于6500万元。考虑到公司并购的各军工业务标的均在其细分领域具有较强优势，且电磁发射技术在军用、民用领域均具备广阔前景，因此，预计公司军工业务板块有望迎来业绩释放。

表 7：公司近年收购军工领域标的业绩承诺（单位：万元）

子公司/孙公司	持股比例	2020	2021	2022	2023	2024	2025
武汉中电华瑞	100%	1700	2300	≥6500			
武汉安和捷	51%		200	300	400		
成都高斯	51%				400	700	900

注：1、业绩承诺口径：中电华瑞、武汉安和捷均为经审计的净利润（扣除非经常性损益后孰低），成都高斯为净利润。2、2020年首次收购中电华瑞51%股权时约定的2022年业绩承诺为2800万元，2022年收购其剩余49%股权时，约定的业绩承诺为2022、2023年合计不低于6500万元。3、成都高斯的业绩承诺期分别为2022年10月1日起的第一、第二、第三个完整年度。4、公司未披露武汉安和捷的业绩承诺完成情况。

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3、薄膜电容扩产推进，重点拓展新能源领域

3.1、 电容：产值最高的被动元件

电子元器件涵盖广，对电子行业具有重要的支撑作用。在通义上，电子元器件是指具有独立电路功能、构成电路的基本单元。电子元器件种类繁多，涉及的范围也不断扩大。

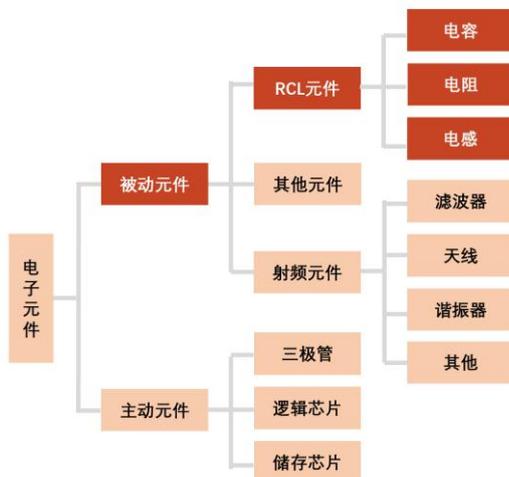
图 21：线路板上的部分元器件标识



资料来源：维修人家，光大证券研究所

根据材料分子组成与结构在元器件制造过程中是否改变，电子元器件可大体分为元件和器件。元件是加工中没有改变分子成分和结构的产品，包括电阻、电容、电感、电位器、变压器、连接器、印刷电路板等；器件则是加工中改变分子成分和结构的产品，主要为各类半导体产品，如二极管、三极管、场效应晶体管、光电器件、集成电路等。**被动元件是不可缺少的基础元件，是电子行业的基石。**由于其体积小，常被称为“电子之米”。被动元件中电容、电阻、电感是应用最广泛的三大被动元件。

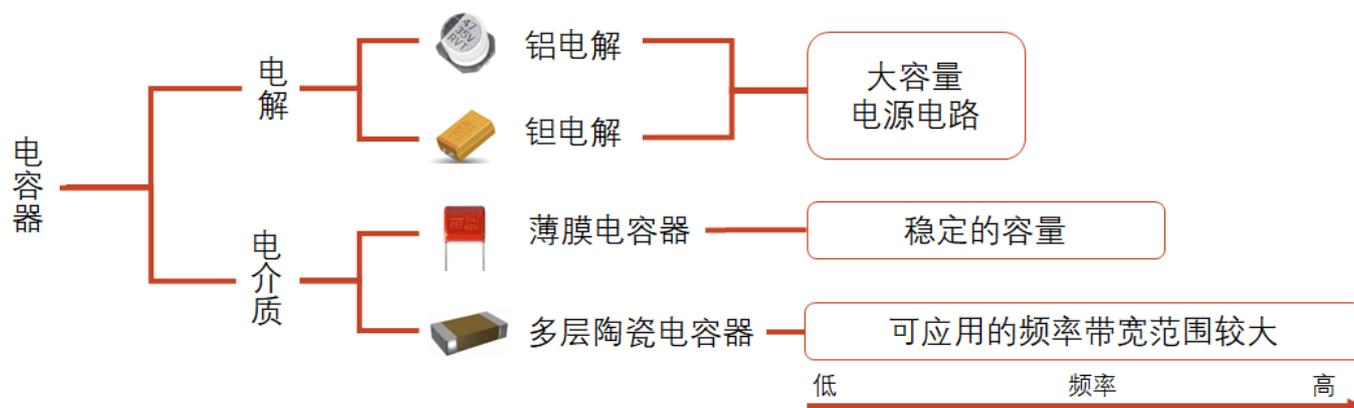
图 22：电子元件分类



资料来源：CSDN，光大证券研究所整理

电容器在三大被动元件中产值最高，主要可分为陶瓷电容、铝电解电容、薄膜电容、钽电解电容四大类。由于具有耐高压、高温、体积小、容量范围广等优势，MLCC（片式多层陶瓷电容器）是目前用量最大的电容器。

图 23：电容器分类与特点不同领域



资料来源：村田官网

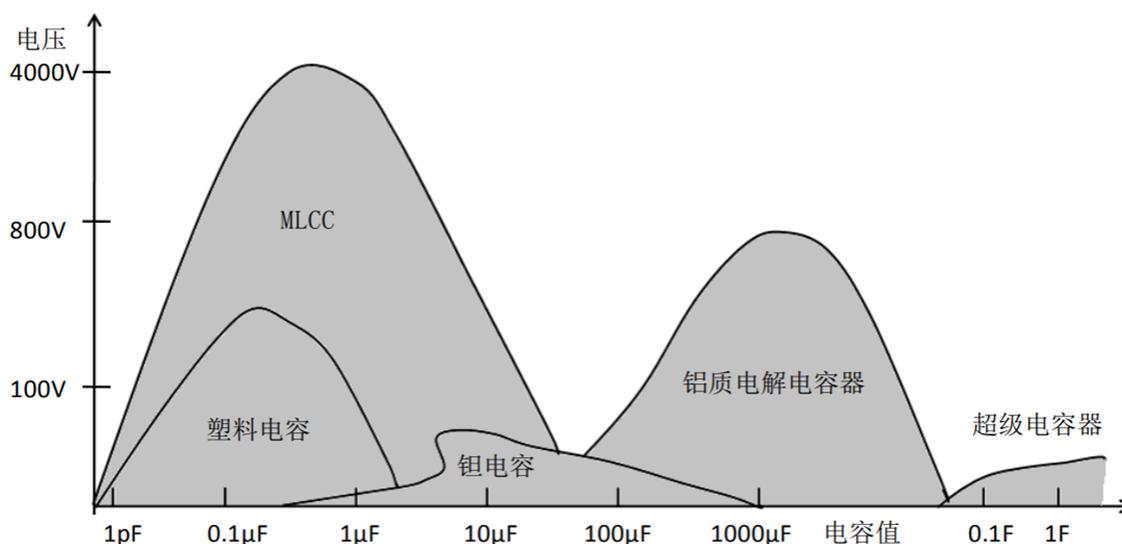
不同电容器由于性能不同，适用于不同的应用场景。（1）铝电解电容由于容量大、耐受度高，应用于通信设备，新能源车等领域。（2）钽电解电容器漏电量小、寿命长，可在要求高的电路中代替铝电解电容，广泛应用于军事通信、航空航天等领域，也应用于工业控制、影视设备等产品中。（3）薄膜电容器用于新能源车、风电光伏、空调、冰箱、洗衣机、风扇、电源等。（4）MLCC为陶瓷电容器一种，体积小、可靠性高、耐高温，广泛应用于各种电子精密仪器。

表 8：各类电容器主要性能及主要应用领域对比

类别		主要优点	缺点	电容量	额定电压	应用领域	
铝电解电容器	液态	电容量大、体积小、成本低；电压范围大；中高压大容量领域具有独特优势	ESR 较高、高频特性较差、温度影响较大；有极性	1uF -100000uF	4v -800v	适合大容量、中低频率电路，如电源电路、变频器电路、逆变器等。也用于储能	
	高分子固态	卷绕式	体积小、高频特性好、电容量大、低 ESR、温度影响小、使用寿命长	有极性	4.7uF -5600uF	2.5v -200v	应用于高端照明、消费电子等
		叠层片式	体积小、高频特性好、电容量大、低 ESR、温度影响小、使用寿命长、易于片式化	有极性、低耐压	2.2μF -560μF	2v -25v	应用于高频、大电流电路的 IT 类、AV 类、网通类、安防类产品
陶瓷电容器		高频特性好、高耐压、损耗小、易于片式化	电容量小、易碎	0.3pF -10uF	10v -4000v	应用于高频电路中，如振荡器、手机等通信电路	
薄膜电容器		损耗低、阻抗低、高耐压、高频特性好	电容量小、易老化体积相对较大	0.3pF -1uF	63v -500v	应用于对损耗低、高频特性好、耐压要求高的电路	
钽电解电容器		漏电流小、频率特性好、片式化技术和产品结构成熟度高	钽资源贫乏、易污染环境，价格高；有极性	0.1uF -1000uF	6.3v -100v	应用于低压电源滤波、低压交流旁路中，如手机电源、电脑主板等	

资料来源：艾华集团募集说明书，光大证券研究所整理

图 24：主要电容器电压和电容情况

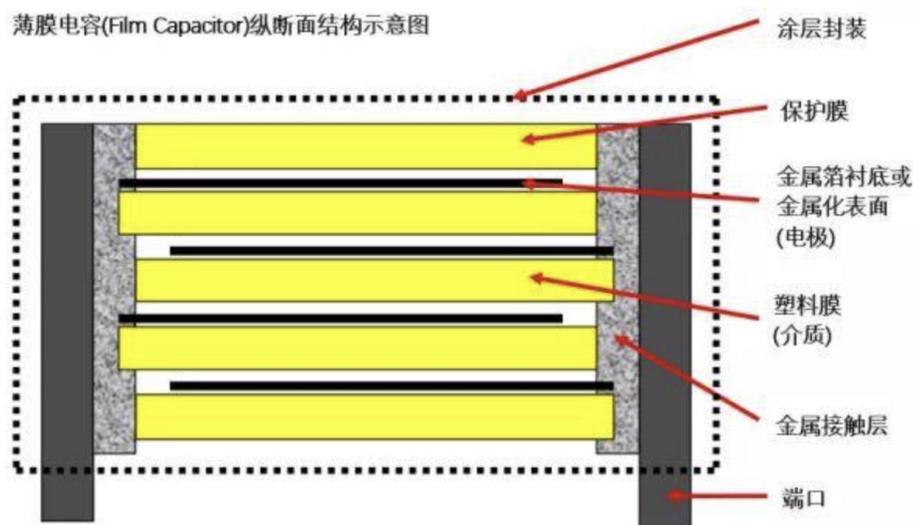


资料来源：江海股份招股说明书

3.2、 薄膜电容受益新能源产业崛起

薄膜电容器是以金属箔为电极，将其与塑料薄膜从两端重叠后，卷绕成圆筒状构造的电容器。薄膜电容器所用的介质薄膜材料主要为聚酯薄膜和聚丙烯薄膜。聚酯薄膜主要用于生产直流电容器，适用于电子集成度较高的电子产品；聚丙烯薄膜主要用于生产交流电容器，适用于电子、家电、通讯和电力电容器。

图 25：薄膜电容器示意图



资料来源：KNSCHA

薄膜电容器的典型特征为可靠性高，耐压、耐冲击力是它最大的特征。薄膜电容器在安全性、耐压能力、寿命上明显优于铝电解电容器。

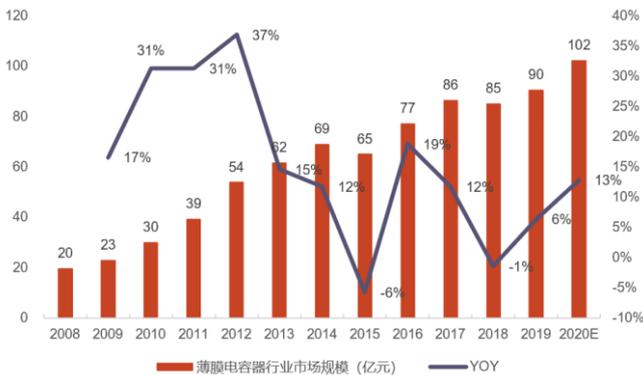
图 26: 工业用薄膜电容器技术发展趋势



资料来源: 江海股份公开路演 PPT

据电子元件行业协会数据, 2019 年我国薄膜电容器市场规模为 90.40 亿元, 约占全球市场总产值的 60% 以上, 位居全球第一, 2010 年至 2019 年, 我国薄膜电容器行业市场规模年复合增长率为 13%; 据前瞻产业研究院估计, 2020 年国内薄膜电容器市场规模达到 102 亿元左右。我国主要薄膜电容器的生产厂家有法拉电子、江海股份、铜峰电子等。

图 27: 2008-2020 年薄膜电容器行业市场规模



注: 2020 年数据为前瞻产业研究院估计。

资料来源: 中国电子元件行业协会, 前瞻产业研究院

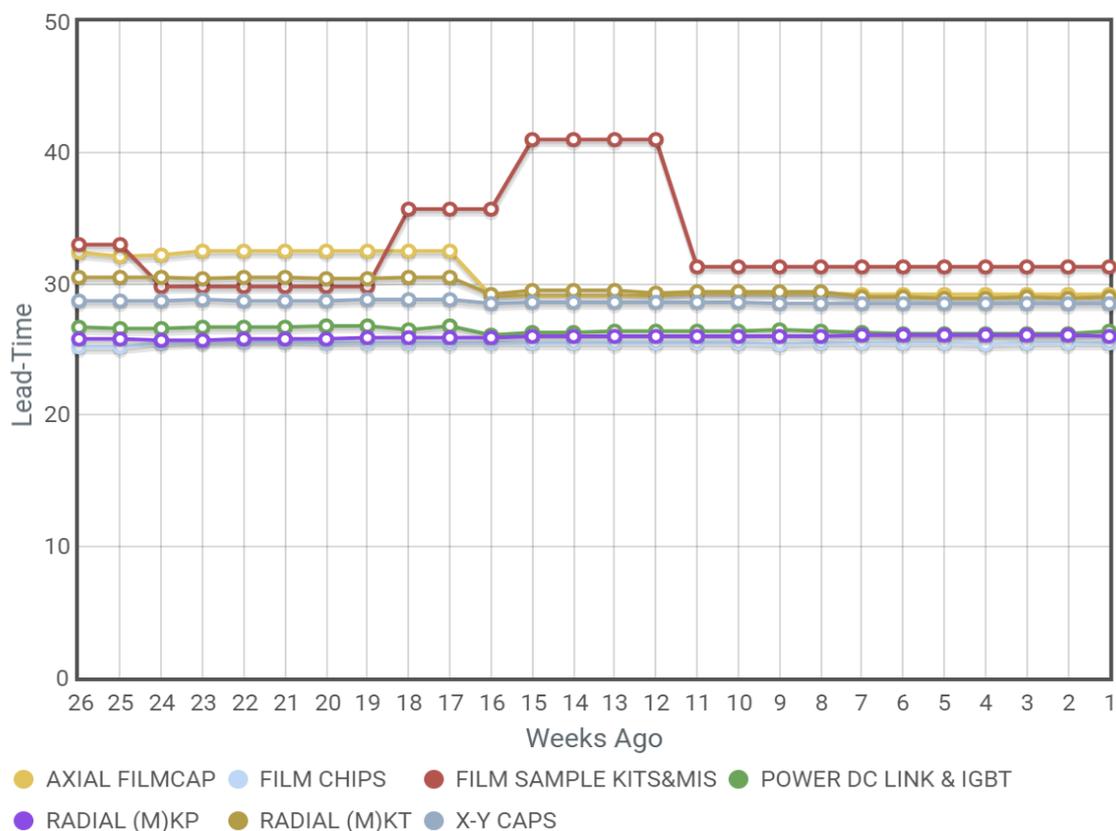
图 28: 2019-2021 年我国薄膜电容器行业主要企业产量

企业	单位	2019 年产量	2020 年产量	2021 年产量
铜峰电子	亿只	0.54	0.47	0.55
法拉电子	亿只	25.58	27.5	35.74
江海股份	亿只	10.85	11.83	15.47

资料来源: 各公司官网

根据 TTI 数据, 除个别品类外, 2022 年薄膜电容器交期基本稳定, 交货周期为 30 周左右。

图 29: 各类薄膜电容器交期趋势 (统计时间: 2022 年 7 月 17 日) (单位: 周)



资料来源: TTI

● 新能源高景气带动薄膜电容需求高增长

近几年新能源行业风电、光伏、新能源汽车行业的崛起,为薄膜电容器创造了全新的舞台。薄膜电容器的典型特征为可靠性高,耐压、耐冲击力是它最大的特点。由于新能源车、光伏、风电均需 AC/DC 的转换、高低电压的缓冲,其发展大幅拉动了薄膜电容需求,市场从传统的照明、家电逐渐向光伏、风电、新能源车转换。

图 30: 薄膜电容器应用领域



广泛应用于风能,太阳能,新能源汽车驱动、控制,变频器,电梯,焊接设备等



广泛应用于风能,太阳能,新能源汽车驱动、控制,变频器,电梯,焊接设备等

资料来源: 江海股份官网

光伏、新能源车、风电用薄膜电容器市场规模预测：

1. 新能源车薄膜电容需求测算：（1）根据 EVTank 数据及预测，2021 年全球新能源汽车销量为 670 万辆，2025 年将达到 2240 万辆，预测 2022-2025 年新能源车市场稳定增长；（2）根据中汽协预测，2022 年全国新能源汽车销量将达到 550 万辆，2025 年将超过 1000 万辆，预测 2022-2025 年新能源车市场稳定增长；（3）根据调研数据，我们估计 2021 年薄膜电容单车价值量为 290 元，随着对产品容量、个数、耐压性需求的提升，我们假设该价值量在未来四年将每年提升 5%。

2. 光伏薄膜电容需求测算：（1）根据 CPIA 预测数据，22-25 年全球光伏新增装机量分别为 195-240GW、220-275GW、245-300GW、270-330GW，取中值作为预测值；（2）根据 CPIA 预测数据，22-25 年全国光伏新增装机量分别为 75-90GW、80-95GW、85-100GW、90-110GW，取中值作为预测值；（3）根据调研数据，我们估计 2021 年每 GW 光伏（带储能功能）中薄膜电容器价值量为 550 万元/GW 左右，随着对产品可靠性、耐压性需求的提升，产品更新迭代，我们假设该价值量在未来四年将每年提升 3%。

3. 风电薄膜电容需求测算：（1）根据 GWEC 预测数据，2022-2025 年全球风电新增装机量约为 100.6/102.4/105.7/119.4GW；（2）根据 GWEC 预测数据，2022-2025 年全国风电新增装机量约为 50/53/57/60GW；（3）根据调研数据，我们估计 2021 年每 GW 的风电薄膜电容价值量在 500 万元左右，随着对产品可靠性、耐压性需求的提升，我们假设该价值量在未来四年将每年提升 3%。

表 9：2021-2025 年新能源车、光伏、风电用薄膜电容器市场规模预测

年份	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源车					
全球新能源车出货量(万辆)	670	906	1225	1657	2240
全国新能源车出货量(万辆)	352	550	671	819	999
单车价值量(元)	290	305	320	336	352
全球新能源车薄膜电容需求(亿元)	19.4	27.6	39.2	55.6	79.0
全国新能源车薄膜电容需求(亿元)	10.2	16.7	21.5	27.5	35.2
光伏					
全球光伏新增装机量(GW)	175	217.5	247.5	272.5	300
全国光伏新增装机量(GW)	54.9	82.5	87.5	92.5	100
价值量(万元/GW)	550	567	583	601	619
全球光伏薄膜电容需求(亿元)	9.6	12.3	14.4	16.4	18.6
全国光伏薄膜电容需求(亿元)	3.0	4.7	5.1	5.6	6.2
风电					
全球风电新增装机量(GW)	93.6	100.6	102.4	105.7	119.4
全国风电新增装机量(GW)	48	50	53	57	60
价值量(万元/GW)	500	515	530	546	563
全球风电薄膜电容需求(亿元)	4.7	5.2	5.4	5.8	6.7
全国风电薄膜电容需求(亿元)	2.4	2.6	2.8	3.1	3.4

资料来源：IEA、TrendForce、EVTank、中电联、CPIA、中关村储能产业技术联盟、中国能源研究会储能专委会、光大证券研究所预测

根据预测，全球新能源车、光伏、风电用薄膜电容器市场快速增长，预计到 2025 年将达到 100 亿元以上。

3.3、公司：厚积薄发，扩产推进助力业绩释放

宁波新容的薄膜电容产品下游广泛，未来计划重点发力新能源、军工等领域。宁波新容的电容产品可用于军工、新能源汽车、光伏风力发电、电网、轨道交通、医疗、家电等领域。未来，公司计划将宁波新容的家电业务部分放到海外生产销售，将业务重心集中于军工、新能源汽车、光伏风电与医疗领域。

表 10：宁波新容薄膜电容产品的应用领域及简介

应用领域	简介
新能源	新能源汽车核心的部件是“三电”，电池、电机和电机控制器。公司产品主要用于电机控制器，产品一部分供给汽车厂，一部分供给电机控制机厂。此外产品还用于风电、太阳能光伏等领域。
医疗	主要用于智能可穿戴设备 AED，即除颤仪。
电力	智能电容器，可用于工具配电柜，包括滤波、数据中心。
轨道交通	用于出口，主要是美国铁道部项目；此外，中车也是未来的发展方向。
电网	目标客户包括国家电网、南方电网、三峡集团。
白电	产品最早从交流电起步，80 年代电风扇刚刚起步，从电机到洗衣机到空调，白电业务在当时国内做的比较大，技术方面一直与日本日立有合作，部分技术是从日本引进的。
军工	涉密军工业务。

资料来源：公司公告《王子新材：2022 年 10 月 13 日投资者关系活动记录表》

宁波新容深耕薄膜电容领域近 40 年，近期与零跑科技签约合作。宁波新容的前身是创建于 1969 年的宁波电容器总厂，1985 年引进日本金属化薄膜电容器技术，在该领域深耕近 40 年。公司在战略投资持有宁波新容 60% 股权后，保留了核心管理层团队。宁波新容从 2013 年起就开始积极布局新能源车领域，其电容产品主要用在电机控制器上，产品一部分直接供给汽车厂，一部分供给电机控制机厂。宁波新容与多数大型新能源车客户建立了良好合作关系，其销售的汽车电容排在业内前列。2022 年 12 月 13 日，公司公告与零跑科技签订《零部件采购通则》，双方将建立长期稳定的合作关系。

图 31：宁波新容的高压大容量直流滤波电容器产品



注：产品适用于光伏、风电、纯电车与混动车等领域。
资料来源：宁波新容官网

图 32：宁波新容的高压大容量直流储能电容器产品



注：产品适用于大功率机车、船舶和电站等储能、滤波场合。
资料来源：宁波新容官网

宁波新容新能源领域订单增长较快，收购后公司对其进行扩产建设，有望突破产能制约。宁波新容的产品在技术和品质方面客户认可度高，此前产能为其主要限制因素。宁波新容占地 87 亩，收购后公司启动了其 4 万平米新厂房建设项目，主要用于建设新能源车和光伏风电等的全自动产线。截至 2022 年 10 月，1 条全自动新能源车电容产线已正式投产，且另有 1 条新能源车电容自动化产线及 1 条光伏电容自动化产线有望于近期建成。当前宁波新容新能源订单增长较快，扩产推进有望为后续业务拓展突破产能限制，助力其重点发力新能源车、光伏风电等领域，驱动公司充分受益于新能源产业浪潮。

4、盈利预测

4.1、关键假设及盈利预测

公司当前业务按行业，可分为绿色包装业务、军工科技业务、消费电子业务三个大类。其中，军工科技业务为公司后续重点发力领域。

表 11：王子新材分项业务预测（单位：亿元）

年份	2020	2021	2022E	2023E	2024E
绿色包装					
收入	13.16	14.92	15.22	15.83	16.62
增速 (%)	14.70	13.40	2.00	4.00	5.00
成本	10.15	11.87	12.48	12.50	12.96
毛利	3.01	3.05	2.74	3.32	3.66
毛利率(%)	22.86	20.42	18.00	21.00	22.00
军工科技					
收入	0.18	0.81	3.24	6.64	8.97
增速 (%)		343.14	300.00	105.00	35.00
成本	0.09	0.36	2.20	4.15	5.56
毛利	0.10	0.46	1.04	2.49	3.41
毛利率(%)	53.29	56.24	32.00	37.50	38.00
消费电子及新能源					
收入	2.08	1.62	1.30	1.14	1.03
增速 (%)	16.25	-22.05	-20.00	-12.00	-10.00
成本	1.96	1.54	1.32	1.12	0.98
毛利	0.12	0.08	-0.03	0.02	0.05
毛利率(%)	5.75	4.96	-2.00	2.00	5.00
合计					
收入	15.42	17.35	19.75	23.61	26.61
增速 (%)	16.30	12.55	13.86	19.52	12.72
成本	12.19	13.77	16.00	17.77	19.50
毛利	3.22	3.58	3.75	5.84	7.11
毛利率(%)	20.92	20.66	18.98	24.72	26.74

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

1、绿色包装业务。公司传统主业为塑料包装行业。近年，受下游电子信息制造业和家电行业景气度下降、疫情导致消费动力不足、房地产市场销售放缓和国际贸易摩擦等因素影响，塑料包装行业整体增长缓慢，公司该项业务收入整体也呈现增速放缓趋势，2022H1，该项业务收入 6.28 亿元，同比降低 6.07%；且由于全国疫情反复等因素导致原材料价格上涨，毛利率降低到 17%。考虑到公司近年将包装产品拓展到泡沫、纸质、可降解包装等新领域，预计新产品的不断推出将带动该业务收入增速、毛利率水平的修复；同时，预计伴随全国疫情防控措施的优化，疫情对开工的影响将逐步减弱。因此，2022-2024 年，预计该项业务收入分别有望实现 2%、4%、5%的同比增速，毛利率分别有望达到 18%、21%、22%。

2、军工科技业务。军工产业为公司规划未来发展的重中之重，自 2020 年通过收购武汉中电华瑞进入该领域后，该项业务收入增长较快，2021 年实现收入 0.81 亿元，增速 343.14%；且该项业务具有较高的毛利率，2020、2021 年毛利率分别为 53.29%、56.24%。

2022年1月，公司收购宁波新容60%股权，宁波新容深耕薄膜电容领域近40年，薄膜电容产品可用于军工、新能源等多个领域。2022H1，该项业务收入为1.27亿元，同比高增952.98%，毛利率为5.4%。该项业务毛利率水平较历史水平有所下滑，主要原因分析如下：第一，上半年由于受国内疫情影响，中电华瑞高毛利率的主要定制化产品控制系统设备在上半年交付较少；第二，军工行业业务开展具有明显季节性，下游客户多在上半年制定装备预算及采购计划，而采购安排、预研、定制化设计、验收、结算等过程主要集中在下半年；第三，宁波新容于2022H1并表，其薄膜电容产品除可用于军工领域，还可用于新能源汽车、光伏风力发电、电网、轨道交通、医疗、家电等多个领域，因此该项业务毛利率较往年水平有所波动。2022年下半年，伴随国内防疫政策的优化，疫情对生产、订单交付的影响逐步减小，同时，考虑到高毛利率的定制化产品控制系统设备订单在下半年的集中交付、验收、结算，我们认为2022年该项业务收入有望同比增长300%，毛利率有望达到32%。

2023-2024年，一方面，公司的子公司中电华瑞的大功率半导体元器件、电子信息系统，以及宁波新容的薄膜电容，分别可应用于电磁发射中的三大核心环节，公司有望充分受益于电磁发射产业崛起；另一方面，考虑到公司控股宁波新容后，对其进行扩产，截至2022年10月，1条全自动新能源车电容产线已正式投产，且另有1条新能源车电容自动化产线及1条光伏电容自动化产线有望于近期建成，预计宁波新容的新能源产品产能将获得较大提升，同时，公司在新能源客户方面亦取得突破，近期与零跑科技签订《零部件采购通则》，产能提升叠加客户拓展，我们认为宁波新容的新能源薄膜电容领域业务有望获得高速增长。因此，我们预计2023、2024年该项业务收入分别有望实现105%、35%的同比增长。毛利率方面，一方面，公司军工业务毛利率的历史水平较高，2020、2021年毛利率分别为53.29%、56.24%；另一方面，新能源薄膜电容产品毛利率参考业内龙头法拉电子，2021年其电子元器件制造业务的毛利率为40.54%，预计伴随公司新能源薄膜电容产品的产线产能爬坡、客户拓展，规模效应将驱动薄膜电容产品毛利率提升。综上，假设2023、2024年该项业务毛利率分别提升至37.5%、38%。

3、消费电子业务。消费电子领域为公司收购东莞群赞后切入，主要产品包括消费电子、动力电池（两轮车）、储能电池等，其为苹果的第三方配件品牌Mophie的ODM供货商。近年，消费电子下游的不景气影响了该项业务发展。2021年、2022H1该项业务收入分别同比降低22.05%、17.69%，毛利率分别为4.96%、-2.3%。截至2022H1，公司已在泰国设立子公司并建设生产基地，凭借东莞群赞多年在业内的经验与技术沉淀，为公司承接欧美订单提供便利。因此，收入方面，虽然消费电子下游的不景气短期内仍可能延续，但考虑到泰国基地的建设有助于该项业务的海外拓展，我们假设2022-2024年该项业务收入分别同比下滑20%、12%、10%。毛利率方面，考虑到海外分支机构设立、生产基地建设，有助于减少该项业务的海外开展成本，2022-2024年，假设该项业务毛利率分别为-2%、2%、5%。

费用假设：

2022年前三季度，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为5.39%、6.78%、1.95%。

1、销售费用率：预计伴随业务规模提升，公司销售费用率将呈现下降趋势，假设2022-2024年公司销售费用率分别为5.50%、5.40%、5.40%。

2、管理费用率：考虑到公司计划推出股权激励计划，根据公司公告，2022-2024年预计将分别摊销费用327.9万元、3934.85万元、2904.90万元，因此，假设2022-2024年管理费用率分别为6.80%、7.40%、7.30%。

3、研发费用率：伴随业务规模的提升，公司研发费用率可能出现下降趋势，但是，考虑到新能源、军工领域业务拓展均需持续研发投入，预计公司中长期研发费用率仍将较历史水平维持较高水平。因此，假设 2022-2024 年研发费用率分别为 2.10%、1.30%、1.60%。

综上，我们预测公司 2022-2024 年的总收入分别有望达到 19.75 亿元、23.61 亿元、26.61 亿元，分别同比增长 13.86%、19.52%、12.72%；公司 2022-2024 年毛利率分别为 18.98%、24.72%、26.74%；公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.81 亿元、1.81 亿元、2.41 亿元，对应 EPS 分别为 0.38、0.85、1.13 元。

4.2、估值水平与投资评级

相对估值：王子新材通过并购切入军工、新能源薄膜电容两大领域，具备较大成长空间。基于公司重点布局的产业领域，我们选取了法拉电子、湘电股份、海兰信 3 家公司作为可比公司。其中，法拉电子为薄膜电容龙头，公司在新能源薄膜电容领域业务与其具备可比性；湘电股份于 2022 年定增募资建设包括“车载特种发射装备系统系列化研制及产业化建设项目”在内的项目，而海兰信专注于航海智能化和海洋信息化领域，产品在军标市场有广泛应用，公司与该两家公司在军工电磁发射产业领域、船舶电子信息领域业务具备可比性。截至 12 月 26 日，根据 wind 一致预期，2023 年 3 家可比公司的 PE 估值平均值为 43x，而公司 PE 估值仅为 25x。王子新材具备 3 家可比公司的属性，参考 3 家可比公司平均 PE，基于谨慎原则，我们选取 33 倍 PE，给予王子新材目标价 28 元。

表 12：可比公司盈利预测与估值（收盘价为 12 月 26 日收盘价）

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (X)			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
600563.SH	法拉电子	154.50	347.63	3.69	4.56	6.01	7.78	42	34	26	20
600416.SH	湘电股份	18.48	244.94	0.07	0.23	0.38	0.55	269	79	49	34
300065.SZ	海兰信	14.32	103.75	0.08	0.15	0.27	0.40	184	98	54	36
								165	70	43	30
002735.SZ	王子新材	21.39	45.62	0.40	0.38	0.85	1.13	54	56	25	19

资料来源：wind；法拉电子、湘电股份、海兰信的 22-24 年 EPS 为 Wind 一致预期，王子新材的 22-24 年 EPS 为光大证券研究所预测

绝对估值：

- 1、长期增长率：公司在军工电磁发射产业、新能源两大领域进行了深入布局，具备竞争优势，长期有望受益于这两大行业扩张获得稳定成长，故假设长期增长率为 2%；
- 2、β 值选取：采用申万三级行业分类-塑料包装的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 16.00%。

表 13: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β (β levered)	0.65
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	5.97%
税率	16.00%
Kd	3.77%
Ve (百万元)	3,693.7
Vd (百万元)	340.1
目标资本结构	8.43%
WACC	5.78%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 14: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	194.51	2.53%
第二阶段	1,845.32	24.04%
第三阶段 (终值)	5,636.32	73.43%
企业价值 AEV	7,676.15	100.00%
加: 非经营性净资产价值	36.06	0.47%
减: 少数股东权益 (市值)	474.14	-6.18%
减: 债务价值	340.14	-4.43%
总股本价值	6,897.93	89.86%
股本 (百万股)	213.29	-
每股价值 (元)	32.34	-
PE (23 年隐含)	38.17	-
PE (23 年动态)	25.24	-

资料来源: 光大证券研究所预测

表 15: 敏感性分析表 (元)

WACC/长期增长率	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%
5.28%	34.13	36.18	38.53	41.27	44.51
5.53%	31.48	33.23	35.22	37.51	40.18
5.78%	29.14	30.64	32.34	34.28	36.52
6.03%	27.06	28.36	29.83	31.48	33.37
6.28%	25.20	26.34	27.61	29.03	30.64

资料来源: 光大证券研究所预测

表 16: 估值结果汇总 (元)

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	32.34	25.20-44.51	贴现率 \pm 0.5%, 长期增长率 \pm 0.5%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据绝对估值结果，王子新材的估值区间为 25.20-44.51 元。

投资评级:王子新材通过并购深度布局军工电磁发射、新能源薄膜电容两大领域，未来有望充分受益于电磁发射产业崛起及新能源产业浪潮。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.81 亿元、1.81 亿元、2.41 亿元。根据绝对估值法及相对估值法，基于谨慎原则，给予公司 28 元目标价（对应 23 年 PE 33x），首次覆盖给予“买入”评级。

5、风险分析

1、并购整合风险。公司近年切入军工科技、新能源等新业务领域，与原有传统包装主业差别较大，可能面临战略、财务、组织机构、人力资源、文化等多方面协同不善的并购整合风险。

2、扩产进度推迟风险。公司当前子公司宁波新容的薄膜电容产品主要受限于产能，公司正着手建设 3 条新能源领域电容产线，扩产推进将助推后续电容产品业绩释放。但是，若受疫情、资金等因素影响，扩产进度不达预期，将影响后续业务的开展。

3、电磁发射产业成长不及预期风险。电磁发射技术为前沿技术，当前具备良好成长前景与广阔应用空间。公司的产品可用于电磁发射三大核心环节，有望充分受益于电磁发射产业的扩张。但若技术更迭、技术难点攻克缓慢等因素影响了电磁发射产业的扩张及有关武器装备的列装，将对公司发展带来消极影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,542	1,735	1,976	2,361	2,661
营业成本	1,219	1,377	1,601	1,777	1,950
折旧和摊销	28	35	38	47	50
税金及附加	8	11	12	14	16
销售费用	84	97	109	128	144
管理费用	81	117	134	175	194
研发费用	17	19	41	31	43
财务费用	11	8	11	14	12
投资收益	1	1	-1	0	0
营业利润	122	99	71	225	300
利润总额	125	104	109	229	304
所得税	23	10	17	37	49
净利润	102	94	91	193	256
少数股东损益	15	10	10	12	15
归属母公司净利润	87	84	81	181	241
EPS(元)	0.57	0.40	0.38	0.85	1.13

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	83	94	58	193	218
净利润	87	84	81	181	241
折旧摊销	28	35	38	47	50
净营运资金增加	-20	141	102	127	129
其他	-12	-167	-163	-161	-202
投资活动产生现金流	-160	-86	-271	-102	-82
净资本支出	-81	-68	-230	-90	-70
长期投资变化	12	13	0	0	0
其他资产变化	-91	-30	-41	-12	-12
融资活动现金流	101	42	242	-53	-106
股本变化	10	61	0	0	0
债务净变化	3	105	255	-38	-94
无息负债变化	216	-49	307	26	60
净现金流	21	49	29	39	30

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	20.9%	20.7%	19.0%	24.7%	26.7%
EBITDA 率	11.2%	9.2%	6.3%	12.2%	13.8%
EBIT 率	8.9%	6.8%	4.4%	10.2%	11.9%
税前净利润率	8.1%	6.0%	5.5%	9.7%	11.4%
归母净利润率	5.6%	4.9%	4.1%	7.7%	9.0%
ROA	6.4%	5.3%	3.8%	7.4%	9.0%
ROE (摊薄)	11.2%	9.6%	8.5%	15.9%	17.5%
经营性 ROIC	11.6%	9.1%	4.8%	12.1%	14.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	43%	41%	53%	49%	44%
流动比率	1.49	1.60	1.26	1.46	1.76
速动比率	1.27	1.37	0.99	1.12	1.35
归母权益/有息债务	10.04	4.83	2.19	2.85	4.52
有形资产/有息债务	17.23	8.13	4.54	5.56	8.02

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,594	1,778	2,429	2,609	2,831
货币资金	123	169	198	236	266
交易性金融资产	5	0	0	0	0
应收账款	611	652	751	785	885
应收票据	33	26	79	94	106
其他应收款 (合计)	37	16	18	21	24
存货	151	155	318	389	427
其他流动资产	30	63	63	63	63
流动资产合计	1,007	1,094	1,490	1,660	1,849
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	12	13	13	13	13
固定资产	245	260	273	289	301
在建工程	0	8	59	86	96
无形资产	51	58	178	172	168
商誉	185	186	186	186	186
其他非流动资产	19	64	64	64	64
非流动资产合计	587	684	939	949	982
总负债	679	734	1,297	1,284	1,250
短期借款	77	138	329	280	136
应付账款	349	320	496	551	604
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	2	2	2	2
流动负债合计	675	685	1,180	1,134	1,050
长期借款	0	18	68	118	168
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	27	27	27	27
非流动负债合计	5	49	117	150	200
股东权益	915	1,044	1,132	1,325	1,581
股本	153	213	213	213	213
公积金	320	279	287	305	329
未分配利润	423	486	559	722	939
归属母公司权益	774	877	956	1,137	1,377
少数股东权益	141	167	177	189	204

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	5.45%	5.61%	5.50%	5.40%	5.40%
管理费用率	5.29%	6.73%	6.80%	7.40%	7.30%
财务费用率	0.71%	0.44%	0.54%	0.61%	0.44%
研发费用率	1.11%	1.11%	2.10%	1.30%	1.60%
所得税率	19%	9%	16%	16%	16%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.54	0.44	0.27	0.91	1.02
每股净资产	5.07	4.11	4.48	5.33	6.46
每股销售收入	10.10	8.14	9.26	11.07	12.48

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	38	54	56	25	19
PB	4.2	5.2	4.8	4.0	3.3
EV/EBITDA	21.8	32.8	42.6	18.3	14.2
股息率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE