

短期原材料扰动盈利受压，中长期产品升级量利齐升

事件：公司发布 2021 年年报，2021 年实现营业收入 31.91 亿元，同比+113.1%；归母净利润 1.18 亿元，同比-5.2%。

点评：

产能释放，销量大幅提升

21 年公司实现营业收入 31.91 亿元，同比+113.1%，营收实现超预期增长：1) 福建汇得“年产 18 万吨聚氨酯树脂及其改性体”项目（一期 12.5 万吨/年竣工，二期 5.5 万吨/年建设中）投产后装置运行逐步稳定，产能有效释放。2) 公司对内优化管理，对外产品品类扩张，开拓新的市场用户，产品销量大幅增长，革用聚氨酯销量 17.2 万吨，同比+51.9%；弹性体及原液销量 1.1 万吨，同比+201.06%；聚酯多元醇销量 3.2 万吨，同比 19.6%。3) 21 年原材料价格上涨，公司主要产品价格维持高位，革用聚氨酯均价增幅 39.5%；弹性体及原液均价增幅 8.1%；聚酯多元醇均价增幅 59.1%。

原材料价格上涨+折旧与研发增加，短期盈利能力受压，长期有望修复

21 年公司归母净利润 1.19 亿，同比-5.2%；三类产品平均单吨毛利 1570 元，同比-20%，平均单吨净利 549 元，同比-37%。放量不增利主要原因：1) 上游原材料涨价，虽然公司产品价格也大幅上涨，但成本无法完全向下游传导。21 年公司上游原材料价格高位震荡，报告期内公司主要原材料 DMF\MDI\AA 价格同比+94.8%\+29.3%\+62.8%，如以报告期初价格为基准，DMF+MDI+AA 涨价增加成本 3.7 亿元。2) 项目投产后固定资产折旧增加。但随着产量提升，折旧压力将逐步缓解。21 年公司新增产能“年产 18 万吨聚氨酯树脂及其改性体项目”产能利用率从 20 年的 60% 提升至 85%，产能利用率有望继续提升。3) 21 年研发费用 1.13 亿，同比+64.5%，子公司福建汇得研发项目增加，公司加大研发投入，提高产品技术含量、丰富产品结构。中长期，预计随着产能利用率提升+产品结构升级（功能型、无溶剂型等高毛利革用聚氨酯占比提升）+原材料价格理性回调，单位毛利与单位净利有望修复，量利齐升，业绩加速增长。

从原材料供应延伸至下游产品，横向拓展新能源车用材料

公司进一步拓展产品应用和有效开发客户需求的定制化产品。其中环保型的无溶剂树脂进一步在原领域性能扩宽，同时延伸到汽车后饰用等新领域；在聚酯聚醚共聚型、环保型 PUR 反应型热熔胶、水性聚氨酯材料、TPU 等多应用领域也取得了开发上的进展。同时，公司积极开拓聚氨酯产品在汽车及新能源领域的研发及运用，主要涉及生物基聚酯改性多元醇、多种新能源车配套用聚氨酯缓冲、保温材料；动力电池包水冷板缓冲垫、软质保温贴片、快速更换动力电池包用支撑缓冲块等制件产品已完成测试，获得客户认可，实现了从材料往下游制件的产业链延伸。新能源车用材料赛道单车价值量高，成长性强，同时公司产能仍在扩张进程中，有望打开公司二次成长曲线。

投资建议：预计公司 22E-24E EPS 为 2.29/3.24/3.96 元，维持“买入”评级。

风险提示：行业景气度下降；客户与产品拓展不及预期；原材料涨价

汇得科技 (603192)

维持

买入

何俊艺

hejunyi@csc.com.cn

15121172110

SAC 执证编号：S1440521010002

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号：S1440520070001

SFC 中央编号：BQR089

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

18600687712

SAC 执证编号：S1440521100008

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

18800299360

SAC 执证编号：S1440521100005

杨耀先

yangyaoxian@csc.com.cn

15216716535

SAC 执证编号：S1440521070001

陈怀山

chenhuashan@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号：S1440521110006

发布日期：2022 年 04 月 21 日

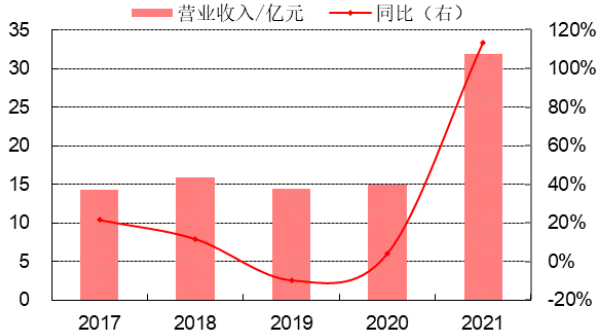
当前股价：29.41 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

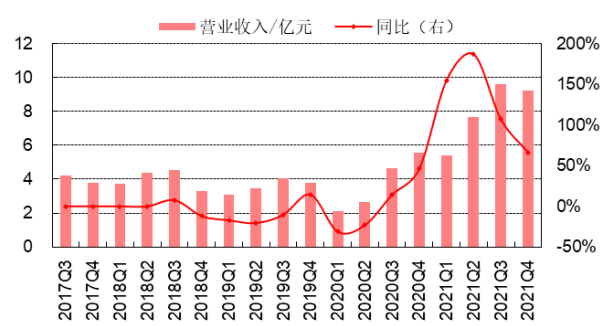
	1 个月	3 个月	12 个月
	-11.55/-9.79	-38.86/-28.33	24.88/31.67
12 月最高/最低价 (元)			60.72/20.97
总股本 (万股)			10,666.67
流通 A 股 (万股)			10,666.67
总市值 (亿元)			31.37

图表1： 营收及同比增速



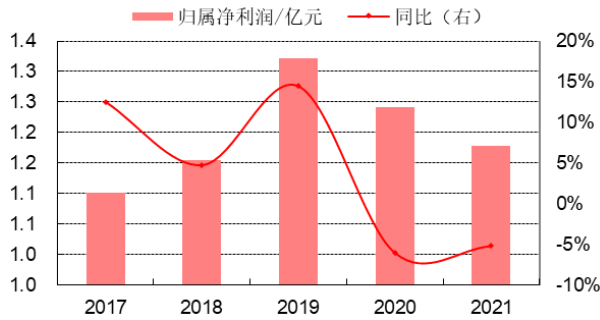
资料来源：WIND，中信建投

图表2： 营收及同比增速（季度）



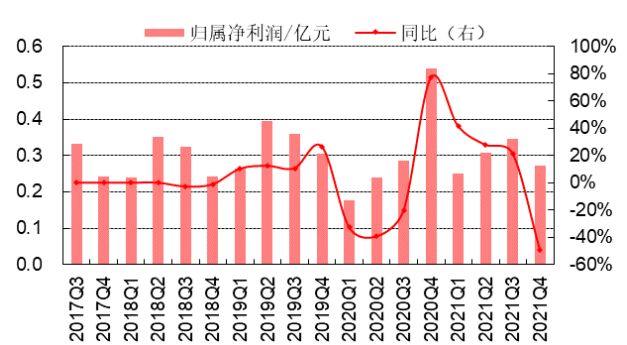
资料来源：WIND，中信建投

图表3： 归母净利润及同比增速



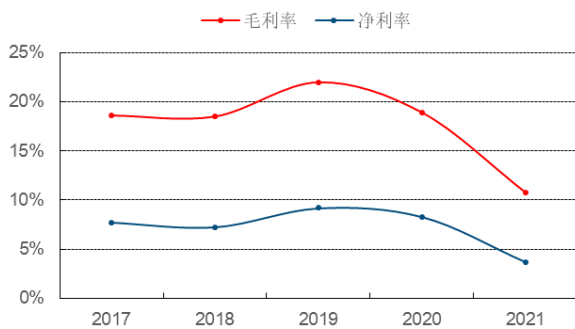
资料来源：WIND，中信建投

图表4： 归母净利润及同比增速（季度）



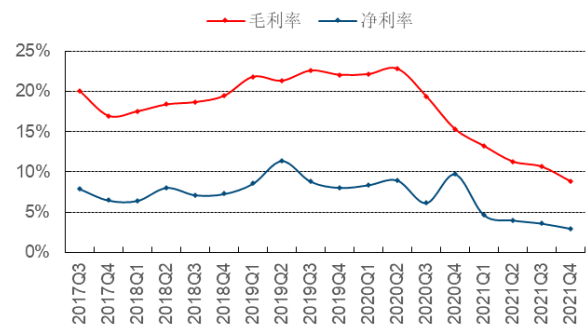
资料来源：WIND，中信建投

图表5： 毛利率及净利率



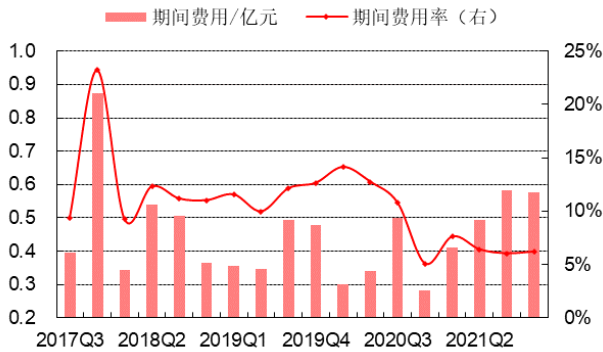
资料来源：WIND，中信建投

图表6： 毛利率及净利率（季度）



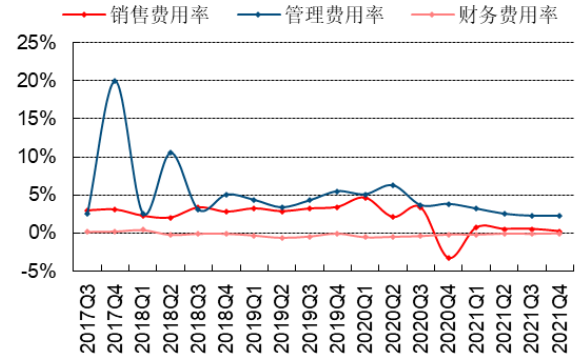
资料来源：WIND，中信建投

图表7： 期间费用及期间费用率（季度）



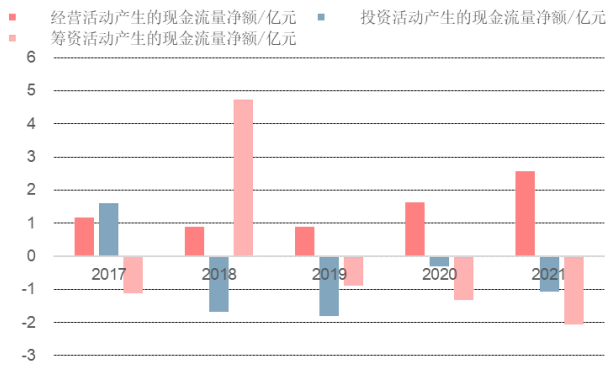
资料来源：WIND，中信建投

图表8： 三项费用率（季度）



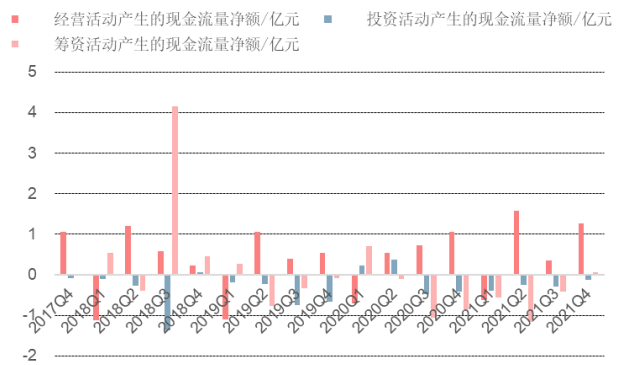
资料来源：WIND，中信建投

图表9： 现金流量



资料来源：WIND，中信建投

图表10： 现金流量（季度）



资料来源：WIND，中信建投

分析师介绍

何俊艺：汽车行业联席首席分析师，上海交通大学硕士，师从上海交通大学校长，汽车工程学院林忠钦院士。曾任职于国信证券，四年汽车行业研究经历，获得 2019/2020 年度新财富最佳分析师（第四），2017-2020 年水晶球最佳分析师等荣誉，深度跟踪汽车零部件，整车板块。

程似骐：汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士。2021 年新财富第四，2020 年新浪财经新锐分析师第一名，2020 年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名，2017 年新财富第二团队核心成员。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮。

朱玥：中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，2016-2021 年任兴业证券电新团队首席分析师，2011-2015 年任《财经》新能源行业高级记者。专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，获 2020 年新财富评选第四名，金麒麟第三名，水晶球评选第三名。

卢昊：中信建投证券化工首席分析师，能源开采行业联席首席分析师。上海交通大学硕士，具备 4 年化工实业和 5 年行业研究经验。

杨耀先：上海交通大学机械工程学士、硕士。曾就职于上汽集团前瞻技术研究部，两年汽车研发经历。此后加入券商研究所，两年汽车行业研究经历。2021 年加入中信建投，对整车、零部件、新能源车、智能化均有研究。

陈怀山：上海交通大学机械工程硕士。曾任职于长江证券研究所，四年证券行业研究经验，2017、2019 年新财富第一团队成员。2021 年加入中信建投证券，对新能源车、零部件及整车等均有研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk