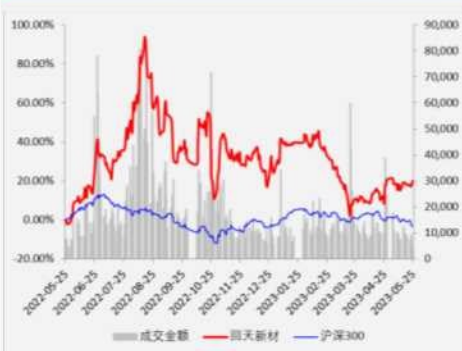




国内胶粘剂龙头，光伏+电子+交通多领域发力

公司评级： 买入

近一年该股相对沪深300走势



基础数据

总股本（百万股）	559
实际流通A股（百万股）	544
实际流通A股市值（亿元）	66

研究员	顾诗园
投资咨询证书号	S0620521120001
电话	025-58519167
邮箱	sygu@njzq.com.cn

- **国内胶粘剂龙头，高端产品持续发力：**回天新材是由专业从事胶粘剂研究开发的科研院所改制而成的高端工程胶粘剂生产企业，经过40余年的发展，已成为国内工程胶粘剂行业的龙头，是我国工程胶粘剂行业中规模最大、产品种类最多、应用领域最广的内资企业之一。目前主营业务产品涵盖高性能有机硅胶、聚氨酯胶、锂电池负极胶、环氧树脂胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶等工程胶粘剂及太阳能电池背膜，产品广泛应用于光伏新能源、通信电子、智能家电、新能源汽车、轨道交通、工程机械、绿色软包装等众多领域。此外公司兼营部分非胶粘剂产品，主要为汽车制动液和其他汽车维修保养用化学品。公司目前有机硅胶年产能约16万吨、聚氨酯胶年产能约4万吨、其他胶类年产能约1万吨、太阳能电池背膜年产能约8,000万平方米。新增光伏有机硅密封胶产能3万吨/年已于23年3月建成投产，新增年产3600万平方米太阳能电池背膜项目、年产约1万吨锂电池用双组分聚氨酯胶项目、年产约1.5万吨锂电负极胶项目预计于23年上半年建成投产，年产约3.93万吨通信电子新材料扩建项目预计于23年7月建成投产。2022年公司实现营业收入37.14亿元（同比+25.71%），归母净利润2.92亿元（同比+28.29%），2022年毛利率23.49%（同比+1.03pct），净利率7.82%（同比+0.21pct）。2023年Q1公司实现营业收入10.78亿元（同比+11.78%，环比+29.77%），归母净利润1.20亿元（同比+35.50%，环比+282.72%）。Q1毛利率26.04%（同比+2.89pct，环比+1.85pct），净利率11.11%（同比+1.92pct，环比+7.43pct）。
- **光伏新能源业务稳居龙头，积极拓展二三线客户：**2022年公司光伏新能源业务板块营收21.25亿元（同比+35.31%），营收占比达57.20%，毛利率21.76%。公司在光伏硅胶市占率保持行业前列，稳居龙头地位，

对隆基、天合、晶澳、晶科、阿特斯、东方日升等行业头部客户保持高份额供货，同时有效拓展二三线客户；太阳能电池背膜业务方面，战略新品 CPC（双面涂覆型背膜）销量占比稳定提升，透明网格背板内外贸齐上量，下游客户结构持续优化，产品盈利水平实现提升。

- **电子电器业务持续上量，积极拓展大客户：**2022 年公司电子电器业务板块营收 5.75 亿元（同比+25.08%），营收占比 15.49%，毛利率 32.82%。公司持续产品更新迭代，稳步推进集团型大客户拓展及业务规模提升，依靠自主合成上游材料降本增效，其中消费电子、汽车电子等应用领域市场开拓成效显著，合作顺利推进，业务持续上量，消费电子客户包括华为、欧菲、海康、中兴、小米、VIVO 等，汽车电子领域客户包括比亚迪、同致电子、华域汽车等，电源领域客户包括明伟电子、阳光电源、台达、莱福德等。
- **交通运输业务打造战略重点，加速突破新能源领域用胶：**2022 年公司交通运输设备制造和维修业务板块营收 5.66 亿元（同比+14.52%），营收占比 15.23%，毛利率 27.22%。公司新能源汽车及动力电池业务是重点战略业务，围绕重点客户持续突破，签订系列合作开发协议，研产销资源联动，保障负极胶、结构胶等产品导入或上量；与宁德时代多个项目对接，各地工厂均通过审核，2022 年导入产品 10 余项；与亿纬锂能、远景动力、国轩高科、蜂巢能源、欣旺达等动力电池头部客户均实现供货；与小鹏、合众、蔚来等多家造车新势力客户实现合作。乘用车业务在比亚迪、日产、奇瑞、一汽红旗、长安、福特等主流车企份额不断提升，玻璃胶、结构胶、焊装胶等主要用胶点均成功打造样板标杆，行业影响力显著提升。风电行业、复材行业成功突破行业 TOP 客户，批量切换竞品，未来增长可期。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.81 亿元、4.66 亿元和 5.54 亿元，同比增长 30.54%、22.25%和 19.01%，对应现股价 PE 为 17.42 倍、14.25 倍和 11.98 倍，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新项目建设不达预期，原材料价格大幅波动，下游需求不及预期。

财务报表预测：

利润表

年（百万元，百万股）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,954.34	3,713.94	4,575.01	5,410.68	6,226.18
营业成本	2,290.72	2,841.38	3,470.38	4,086.85	4,681.77
税金及附加	16.31	14.15	25.16	29.76	34.24
销售费用	139.49	180.37	205.88	243.48	280.18
管理费用	140.28	192.78	219.60	259.71	298.86
研发费用	136.65	174.78	205.88	243.48	280.18
财务费用	16.12	(4.64)	56.16	66.42	76.43
其他收益	40.91	20.53	45.75	54.11	62.26
投资净收益	2.51	6.05	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.49	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(2.11)	(10.53)	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	(14.66)	(13.68)	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.38	0.00	0.00	0.00
营业利润	241.42	318.38	437.70	535.09	636.78
营业外收入	2.66	0.43	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.77	2.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	243.31	316.81	437.70	535.09	636.78
所得税	18.43	26.37	56.90	69.56	82.78
净利润	224.88	290.44	380.80	465.53	554.00
少数股东损益	(2.48)	(1.26)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	227.36	291.70	380.80	465.53	554.00
总股本	430.89	430.89	559.42	559.42	559.42
每股收益（元）	0.53	0.68	0.68	0.83	0.99
市盈率	35.14	24.11	17.42	14.25	11.98

注：市盈率截至2023年5月24日

免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

南京证券行业投资评级标准：

- 推 荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；
- 中 性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
- 回 避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 买 入：预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%；
- 增 持：预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20%之间；
- 中 性：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；
- 回 避：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%及以下。

请务必阅读正文之后的重要法律声明