

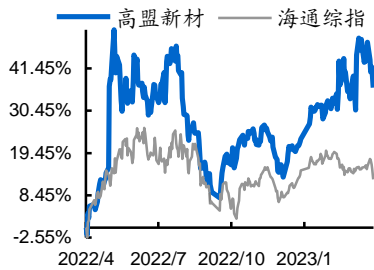
投资评级 优于大市 首次覆盖

股票数据

04月24日收盘价(元)	8.23
52周股价波动(元)	6.05-9.56
总股本/流通A股(百万股)	425/419
总市值/流通市值(百万元)	3502/3448

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.7	3.5	10.9
相对涨幅(%)	-0.5	6.2	14.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

22年剔除激励费归母净利润同比增长13.3%，积极推进战略布局和产能提升项目

投资要点:

- 22年剔除股权激励费归母净利润同比增长13.3%。**公司2022年实现营业收入10.16亿元，同比下滑7.61%；归母净利润1.41亿元，同比下滑11.57%；扣非净利润1.34亿元，同比下滑9.43%。2022年剔除限制性股票股权激励费用影响后，归母净利润为1.86亿元，同比增长13.3%。
- 新一届董事高管团队将为公司带来新的发展思路。**董事长曹学出生于1975年，之前长期在东材科技任职，从基层岗位一直做到公司总经理和董事，在绝缘材料、新能源和新型显示材料等领域积累了丰富的经验和资源；同时，他在战略管理方面比较深的理解和研究，他兼任郑州大学管理科学与工程学科发展战略咨询委员会委员；总经理陈登雨出生于1983年，长期在金发科技任职，在汽车和家电领域有丰富的资源积累。公司的独立董事在各自的领域也都有比较深的研究，公司希望未来也能在公司的业务和战略上给公司赋能；
- 公司拟实施2021年股权激励。**激励计划拟向激励对象授予限制性股票总计3000万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额42552.44万股的7.05%。其中，首次授予占股本总额的5.64%，占授予权益总额的80%；预留授予占股本总额的1.41%。激励计划考核以2021年净利润为业绩基数，2023-2024年目标净利润增长率分别为35%和60%。
- 公司积极推进战略布局和产能提升项目。**公司基于CASE（涂层、胶粘剂、密封胶和弹性体）、NVH（隔音减振降噪材料）两大业务板块及新型应用材料持续拓展产业布局。全资子公司南通高盟的年产4.6万吨电子新能源胶粘剂项目建设内容主要是光伏组件用有机硅胶粘剂，预计于2023年6月份投产；南通高盟的年产12.45万吨胶粘剂新材料及副产4800吨乙二醇技改项目已拿到南通市工业和信息化局审查通过的备案批复，预计2024年投产。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.07亿元、2.50亿元和3.14亿元，公司项目投产较快成长性高，我们给予一定估值溢价，我们给予公司2023年23-26倍PE，对应合理价值区间为11.27-12.74元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**原材料价格剧烈波动；研发方面的风险；运营管理风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	1100	1016	1473	1933	2615
(+/-)YoY(%)	14.6%	-7.6%	45.0%	31.2%	35.3%
净利润(百万元)	159	141	207	250	314
(+/-)YoY(%)	-31.6%	-11.6%	47.0%	20.8%	25.5%
全面摊薄EPS(元)	0.37	0.33	0.49	0.59	0.74
毛利率(%)	27.2%	31.3%	29.5%	28.2%	27.1%
净资产收益率(%)	8.8%	7.3%	9.6%	10.4%	11.6%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

产能利用率假设:

复合聚氨酯胶粘剂: 根据 22 年产能利用率, 由于 4.6 万吨胶粘剂预计 2023 年 6 月投产, 12.45 万吨胶粘剂预计 2023 年底投产, 我们判断 2024 年随着新增产能投产产能利用率下降, 2025 年产能利用率逐渐提升, 假设 23-25 年产能利用率分别为增长 55%、35%和 50%。

产销率假设:

复合聚氨酯胶粘剂: 根据 2022 年产销率, 我们判断产销率保持稳定, 假设 23-25 年产销率为 100%。

价格假设:

复合聚氨酯胶粘剂: 根据 2022 年价格, 我们判断 23-25 年假设 23-24 年价格为 2 万元/吨。

毛利率假设:

复合聚氨酯胶粘剂: 根据 2022 年毛利率, 我们判断随着上游油价下行, 原料端压力降低, 毛利率略有提升, 假设 23-25 年毛利率为 24%。

收入假设:

隔音降噪减震材料(NVH): 假设 23-25 收入增速为 0%。

表 1 高盟新材分业务盈利预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入(百万元)	1015.89	1473.41	1933.15	2615.47
总成本(百万元)	698.20	1038.69	1388.09	1906.66
总毛利率	31.27%	29.50%	28.20%	27.10%
复合聚氨酯胶粘剂				
收入(百万元)	674.82	1132.34	1592.08	2274.40
成本(百万元)	520.10	860.58	1209.98	1728.54
毛利率	22.93%	24.00%	24.00%	24.00%
隔音降噪减震材料(NVH)				
收入(百万元)	323.02	323.02	323.02	323.02
成本(百万元)	161.50	161.51	161.51	161.51
毛利率	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
其他业务				
收入(百万元)	18.04	18.04	18.04	18.04
成本(百万元)	16.60	16.60	16.60	16.60
毛利率	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%

资料来源: Wind, 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

表 1 可比上市公司估值比较

股票代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
300019	硅宝科技	16.71	0.64	1.01	1.36	25	16	12
300041	回天新材	14.77	0.68	0.95	1.28	24	15	11
	均值					25	16	12

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价, 每股收益均为 Wind 一致预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1016	1473	1933	2615
每股收益	0.33	0.49	0.59	0.74	营业成本	698	1039	1388	1907
每股净资产	4.56	5.05	5.64	6.37	毛利率%	31.3%	29.5%	28.2%	27.1%
每股经营现金流	0.39	0.36	0.50	0.44	营业税金及附加	8	12	15	21
每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	50	59	77	105
P/E	25.27	17.19	14.23	11.34	营业费用率%	5.0%	4.0%	4.0%	4.0%
P/B	1.83	1.66	1.48	1.31	管理费用	59	59	77	105
P/S	3.50	2.41	1.84	1.36	管理费用率%	5.8%	4.0%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	16.00	13.14	10.40	7.96	EBIT	148	228	274	343
股息率%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-3	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	31.3%	29.5%	28.2%	27.1%	资产减值损失	-2	0	0	0
净利润率	13.9%	14.0%	12.9%	12.0%	投资收益	12	15	19	26
净资产收益率	7.3%	9.6%	10.4%	11.6%	营业利润	161	243	294	369
资产回报率	6.1%	7.6%	8.2%	8.6%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	6.4%	8.9%	9.6%	10.6%	利润总额	161	243	294	369
盈利增长 (%)					EBITDA	175	248	295	365
营业收入增长率	-7.6%	45.0%	31.2%	35.3%	所得税	23	37	44	55
EBIT 增长率	0.3%	53.9%	20.1%	24.9%	有效所得税率%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-11.6%	47.0%	20.8%	25.5%	少数股东损益	-3	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	141	207	250	314
资产负债率	14.9%	19.8%	19.9%	24.5%					
流动比率	3.88	3.16	3.29	2.87	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	3.51	2.62	2.85	2.32	货币资金	194	314	497	660
现金比率	0.58	0.60	0.84	0.75	应收账款及应收票据	267	347	458	631
经营效率指标					存货	111	264	237	451
应收账款周转天数	61.48	60.00	60.00	60.00	其它流动资产	716	731	750	774
存货周转天数	65.80	65.00	65.00	65.00	流动资产合计	1288	1656	1943	2517
总资产周转率	0.46	0.59	0.67	0.78	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	5.00	6.57	7.61	9.26	固定资产	209	240	269	296
					在建工程	10	10	10	10
					无形资产	28	28	28	28
					非流动资产合计	1030	1060	1089	1117
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	2317	2716	3032	3634
净利润	141	207	250	314	短期借款	10	10	10	10
少数股东损益	-3	0	0	0	应付票据及应付账款	124	251	250	438
非现金支出	29	19	21	23	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-6	-15	-20	-26	其它流动负债	198	262	330	430
营运资金变动	3	-57	-38	-123	流动负债合计	332	524	590	878
经营活动现金流	164	155	214	187	长期借款	0	0	0	0
资产	-30	-50	-50	-50	其它长期负债	13	13	13	13
投资	-23	0	0	0	非流动负债合计	13	13	13	13
其他	18	15	19	26	负债总计	345	537	603	892
投资活动现金流	-34	-35	-30	-24	实收资本	425	425	425	425
债权募资	-20	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1941	2148	2398	2711
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	31	31	31	31
其他	-65	0	0	0	负债和所有者权益合计	2317	2716	3032	3634
融资活动现金流	-85	0	0	0					
现金净流量	46	120	183	163					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 24 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,华光新材,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,昊华科技,东华能源,德美化工,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,凌玮科技,赛轮轮胎,桐昆股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。