

天洋新材 (603330)

非金属材料 II / 基础化工

发布时间: 2023-03-31

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

## 顺势而为，把握胶膜红利

## 报告摘要:

以热熔胶为基，发力四大业务。公司深耕热熔胶行业 20 余载，依托热熔胶粘结技术优势，不断延展产业链，先后涉足光伏胶膜、墙布、电子胶业务，目前已进入四项业务协同发展阶段。随着光伏胶膜新增 4.5 亿平/年产能投放，公司未来有望依靠胶膜业务实现跨越式增长。

光伏景气延续，公司抓住机遇。预计 23 年光伏胶膜需求约 44 亿平，同增 44%。结构上看，考虑到 POE 粒子全年供给偏紧，EVA/POE/EPE 胶膜全年需求量分别为 25/11/8 亿平，同增 31.6%/83.3%/33.3%。出货端，随着新增产能建设完成，23-24 年公司产能有望达到 3.5/5.1 亿平，预计公司将通过粒子保供、产品布局、客户合作等多种方式，确保新增产能持续消化，市占率有望提升至 10%。盈利端，基于深厚的技术沉淀，公司能够实现优于同行的盈利能力，叠加粒子 23-24 年整体供应偏紧，粒子价格有望全年稳步走高，全年胶膜盈利将随之反弹，预计公司盈利弹性或显著优于出货端。

热熔胶行稳致远，新业务迸发生机。热熔胶：公司依靠技术优势持续深耕热熔胶中高端市场，不断提升热熔胶产品附加值，未来收入增速有望持续快于行业整体，市场份额持续攀升。电子胶：依托信友新材等子公司积累多年的技术体系，公司持续深化在光学模组、声学模组、电子元器件领域的产品创新与客户拓展，有望逐步实现对进口电子胶的国产化替代，未来几年实现 30% 以上的营收增速。墙布：随着下游经济复苏和消费升级，国内墙布市场有望逐步回暖，公司将依靠在热熔粘结材料领域深厚的技术底蕴，不断开发出性能更优的墙布产品，叠加渠道端和品牌端的不断研磨，有望实现墙布业务的继续突破。

盈利预测：公司作为二线胶膜厂商，正处于快速投放产能和开拓客户的阶段，叠加自身优秀的成本控制能力，出货和盈利均有望进一步提升。我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 -0.49/ 2.76/ 4.13 亿元，对应 PE 为 -/ 20/ 13 倍。给予 2023 年盈利 30 倍 PE 估值，目标价为 19.1 元，维持“买入”评级。

## 风险提示：光伏装机不及预期、盈利预测与估值判断不及预期

财务摘要 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	699	1,068	1,491	3,504	5,176
(+/-)%	6.08%	52.74%	39.62%	135.06%	47.71%
归属母公司净利润	52	110	-49	276	413
(+/-)%	261.83%	112.72%	-144.11%	667.21%	49.76%
每股收益 (元)	0.34	0.47	-0.15	0.64	0.95
市盈率	89.21	37.57	—	19.56	13.06
市净率	7.09	3.91	4.18	2.41	2.04
净资产收益率 (%)	7.92%	10.26%	-4.90%	12.33%	15.59%
股息收益率 (%)	0.50%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
总股本 (百万股)	153	238	333	433	433

## 股票数据

2023/03/30

6 个月目标价 (元)	19.1
收盘价 (元)	12.46
12 个月股价区间 (元)	9.13~16.95
总市值 (百万元)	5,391.11
总股本 (百万股)	433
A 股 (百万股)	433
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	4

## 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-14%	-6%	1%
相对收益	-13%	-10%	7%

## 相关报告

《天洋新材 (603330): 出货保持强劲势头，盈利有望得到修复》

--20230130

《光伏鲸落万物生，风电量料齐升》

--20230130

## 证券分析师: 韩金呈

执业证书编号: S0550521120001

18021008991 hanjc@nesc.cn

## 目 录

<b>1.</b>	<b>天洋新材：深耕热熔胶，大力发展光伏胶膜 .....</b>	<b>5</b>
1.1.	以热熔胶为基，发力四大业务 .....	5
1.2.	持股集中，管理稳定 .....	5
1.3.	收入延续高增，盈利短期承压 .....	6
1.4.	快速扩张期，现金流承压 .....	7
<b>2.</b>	<b>光伏胶膜：积极布局胶膜业务，享受行业红利 .....</b>	<b>8</b>
2.1.	光伏行业景气高企，胶膜需求延续高增 .....	8
2.2.	行业扩产积极，二线胶膜迎机遇 .....	10
2.3.	出货保持高增，成本控制出色 .....	12
2.3.1.	出货端：产能投放积极，多维度保障出货 .....	12
2.3.2.	盈利端：技术底蕴控制成本，粒子紧缺助盈利反弹 .....	17
<b>3.</b>	<b>传统业务：热熔胶为基，多业务齐头并进 .....</b>	<b>21</b>
3.1.	胶粘剂行业市场广阔，需求多样 .....	22
3.2.	热熔胶稳步发展，电子胶+墙布迸发活力 .....	23
3.2.1.	热熔胶业务：需求稳定，份额持续提升 .....	23
3.2.2.	电子胶业务：下游需求回暖，国产替代正当时 .....	25
3.2.3.	墙布业务：行业需求空间广阔，集中度有待提升 .....	27
<b>4.</b>	<b>盈利预测 .....</b>	<b>29</b>
<b>5.</b>	<b>风险提示 .....</b>	<b>31</b>

## 图表目录

图 1:	公司发展历程 .....	5
图 2:	公司股权结构 .....	6
图 3:	公司营收稳步增长 .....	6
图 4:	公司毛利率保持稳定 .....	6
图 5:	公司期间费用率小幅增长 .....	7
图 6:	剔除 22 年波动，盈利整体稳定 .....	7
图 7:	胶膜和热熔胶贡献主要收入 .....	7
图 8:	墙布和电子胶盈利能力突出（毛利率） .....	7
图 9:	快速扩张阶段现金流承压 .....	8
图 10:	资产负债率整体攀升 .....	8
图 11:	TOPCon 和 HJT 占比持续提升 .....	9
图 12:	双玻组件占比逐步提升 .....	9
图 13:	行业呈现一超多强局面（2021 年） .....	11
图 14:	在光伏辅材产业链中，胶膜集中度最高 .....	12
图 15:	公司胶膜出货量保持快速增长 .....	13

图 16: 公司胶膜收入保持快速增长.....	13
图 17: 公司产品结构一直以 EVA 为主.....	15
图 18: 福斯特份额逐步被其他厂商蚕食.....	16
图 19: 公司主要客户为日升、正泰、一道.....	16
图 20: 公司胶膜逐季出货量增速遥遥领先.....	17
图 21: 公司胶膜逐季收入增速遥遥领先.....	17
图 22: 公司单位成本一直位居行业第二 (元/平) .....	17
图 23: 公司毛利率逐步反超海优.....	17
图 24: 公司的专利数量位居前列 (2021) .....	18
图 25: 公司研发费用率位居前列.....	18
图 26: EVA 粒子价格在 22 年波动较大.....	18
图 27: 公司盈利水平跟随粒子价格回调.....	18
图 28: 对欧组件出口增速前高后低.....	19
图 29: 2022 年国内新增装机增速前高后低.....	19
图 30: 胶粘剂产品结构.....	22
图 31: 全球胶粘剂市场规模保持稳定增长.....	23
图 32: 国内胶粘剂产量保持稳定增长.....	23
图 33: 22 年国内市场规模预计达 253 亿元.....	23
图 34: 22 年国内销量预计达 132 万吨.....	23
图 35: 公司热熔胶产品布局.....	24
图 36: 热熔胶销量保持稳定增长.....	24
图 37: 热熔胶收入保持稳定增长.....	24
图 38: 公司技术沉淀深厚.....	25
图 39: 全球智能穿戴设备保持高增长.....	25
图 40: 汽车电子市场方兴未艾.....	25
图 41: 公司合作客户覆盖各大龙头企业.....	26
图 42: 信友新材营收和业绩快速增长.....	26
图 43: 烟台泰盛营收和业绩快速增长.....	26
图 44: 信友新材具备多项发明专利.....	27
图 45: 国内墙布销量.....	28
图 46: 国内墙布行业集中度偏低.....	28
图 47: 2016-2021 年墙布收入 CAGR 达 55%.....	29
图 48: 2016-2021 年墙布出货 CAGR 达 79%.....	29
图 49: 独创的四层复合热熔网膜墙布.....	29
图 50: 邀请代言人提升品牌知名度.....	29
表 1: 预计 23 年全球新增装机达 353GW, 同增 44% (GW) .....	8
表 2: 各种胶膜的性能对比.....	9
表 3: 预计 23 年胶膜需求量为 44 亿平, 同增 44%.....	10
表 4: 胶膜企业规划产能.....	11
表 5: 公司主要产品技术参数.....	13
表 6: 公司募投项目情况.....	14
表 7: 国内部分 EVA 拟建项目中绝大部分都是 24 年及以后投产 (截至 23 年 2 月) .....	14
表 8: 光伏新增装机预测 (GW) .....	19
表 9: 海外企业 POE 产能统计.....	20

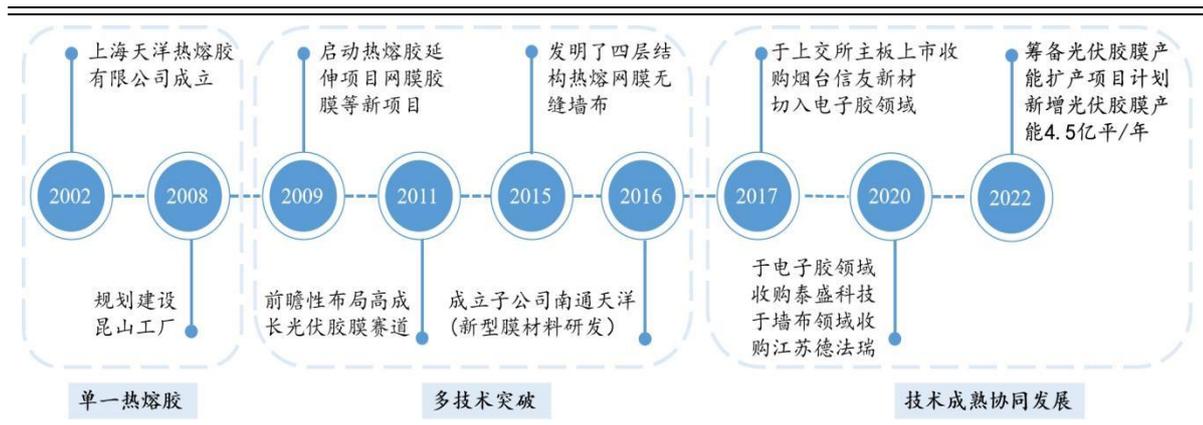
表 10: 粒供需平衡表.....	21
表 11: 胶粘剂类型.....	22
表 12: 墙布、墙纸、乳胶漆产品对比.....	28
表 13: 公司盈利预测.....	31

## 1. 天洋新材：深耕热熔胶，大力发展光伏胶膜

### 1.1. 以热熔胶为基，发力四大业务

公司成立于 2002 年，初期以热熔胶制品的生产与销售为主要业务。2011 年开始布局光伏胶膜行业，2015 年发明了四层结构热融网膜无缝墙布并涉足墙布领域，2017 年公司于上交所主板上市，同时收购烟台信友新材切入电子胶领域。2020 年，为进一步提升公司在电子胶和墙布行业的市场渗透率和影响力，公司在电子胶和墙布领域分别收购了泰盛科技和江苏德法瑞。2022 年，公司基于对下游光伏市场高增判断，积极筹备光伏胶膜产能扩产计划，计划新增光伏胶膜产能 4.5 亿平/年。目前公司已进入热熔胶、光伏胶、电子胶、墙布四项业务相互支撑协同发展的稳步发展阶段。

图 1：公司发展历程

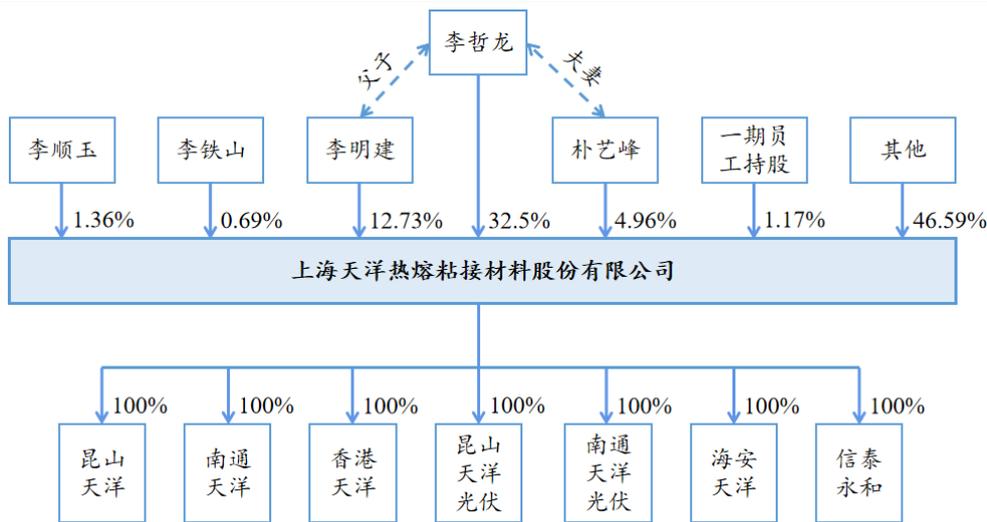


数据来源：公司招股书，东北证券

### 1.2. 持股集中，管理稳定

**家族持股超 50%，公司股权集中。**截止 2022 年 H1，公司实际控制人李哲龙持股占比 32.5%，其子李建明持股 12.73%，其妻持股 4.96%，其姐李顺玉持股 1.36%。家族持股占比超 50%，公司股权结构稳定集中。目前公司共有昆山天洋、南通天洋等在内的全资子公司 7 家，针对热熔胶、墙布、光伏胶膜和电子胶均有相应子公司完成产品生产、销售工作。

图 2: 公司股权结构



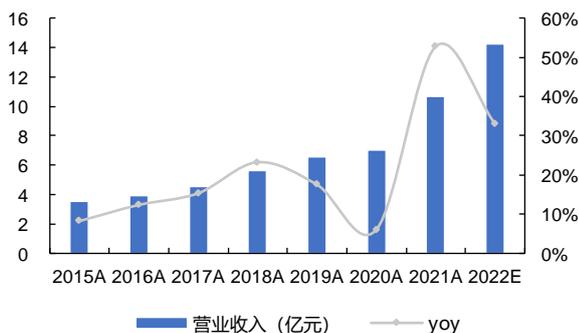
数据来源：公司招股书，东北证券

### 1.3. 收入延续高增，盈利短期承压

**产品体系丰盈，营收快速上涨。**近年来公司通过向外并购、向内研发等方式不断丰富自身产品体系，扩大经营范围，2018-2021 年公司营收快速上升，收入规模增长至 10.68 亿元，CAGR 24%。根据公司 2022 年业绩预告，营业收入达 14.2 亿元，同比增长 33%。我们认为，随着公司产能陆续投放完成，叠加硅料跌价刺激终端需求放量，23 年公司收入有望延续高增。

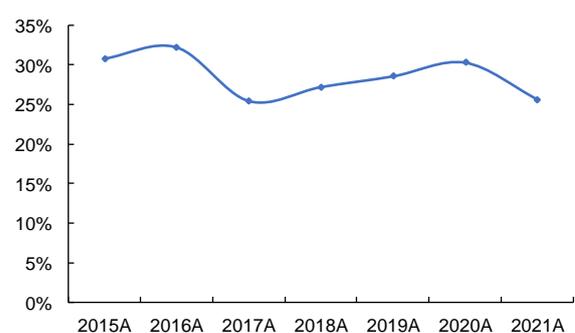
**粒子价格波动，净利短期承压。**2018-2021 年，产业链稳态下公司净利润随经营规模扩张相应稳步增长，净利润从 2018 年 0.38 亿元增长到 2021 年 1.06 亿元，CAGR 40%。2022 年，由于 EVA 粒子波动较大导致价格传导不及时，公司盈利出现亏损，根据公司 2022 年业绩预告，归母净利润为 -4585 至 -5685 万元，同比下滑 142% 至 152%。而剔除 22 年的波动影响，公司盈利能力实际上较为稳定。我们认为，随着粒子供给紧缺，23 年 EVA 和 POE 粒子都将呈现整体上行态势，届时胶膜企业能更好实现价格传导，并赚取库存收益，公司盈利能力也将随之反弹。

图 3: 公司营收稳步增长



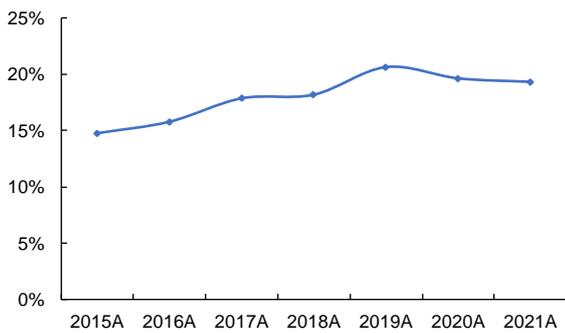
数据来源：Wind，东北证券

图 4: 公司毛利率保持稳定



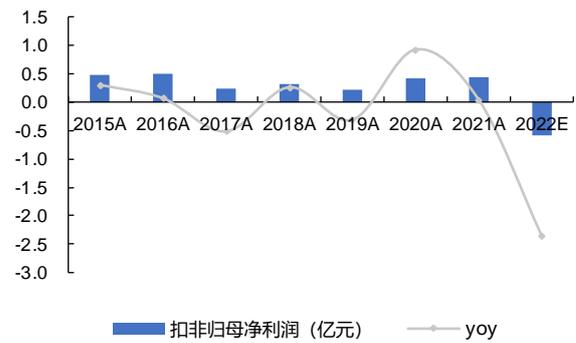
数据来源：Wind，东北证券

图 5: 公司期间费用率小幅增长



数据来源: Wind, 东北证券

图 6: 剔除 22 年波动, 盈利整体稳定

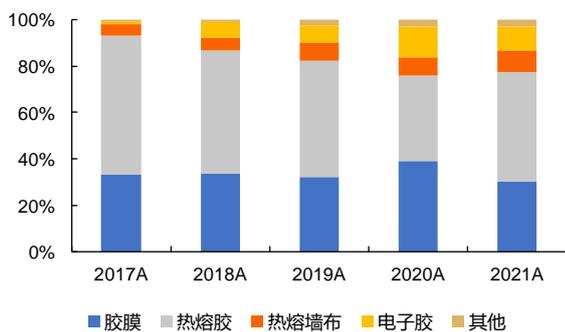


数据来源: Wind, 东北证券

**胶膜+热熔胶双轮驱动, 新业务迅猛发展。**2021 年, 公司胶膜、热熔胶、墙布、电子胶四项主要业务收入占比分别为 30%/47%/9%/10%, 胶膜和热熔胶贡献公司主要收入来源。得益于公司在光伏领域的战略投入, 22 年前三季度公司光伏封装胶膜营收达到 5.45 亿元, 营收占比上升至 51%, 成为公司业务的主要增长极。另外, 随着下游客户导入加速, 公司电子胶业务实现快速增长, 2021 年收入达 1.12 亿, 2017-2021 年 CAGR 达 157%。

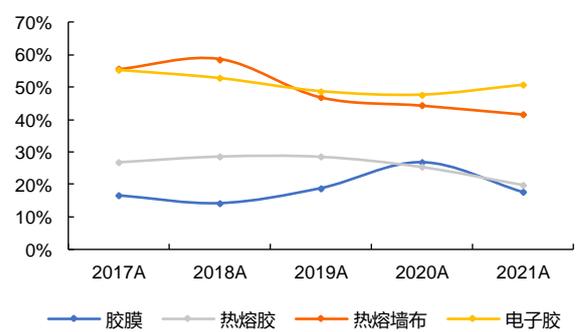
**盈利能力稳定, 电子胶和墙布盈利突出。**公司电子胶业务毛利率一直保持在 50% 左右, 主要系公司聚焦汽车电动化和智能穿戴设备等领域, 产品附加值较高; 墙布业务盈利能力突出, 则是由于公司主打高端墙布市场, 且属于 2C 产品, 消费者对价格敏感度不高。而胶膜和热熔胶业务的毛利率虽然不及前两者, 但是基于公司优秀的成本控制能力和稳固的市场地位, 两块业务的盈利水平一直保持稳定。

图 7: 胶膜和热熔胶贡献主要收入



数据来源: Wind, 东北证券

图 8: 墙布和电子胶盈利能力突出 (毛利率)

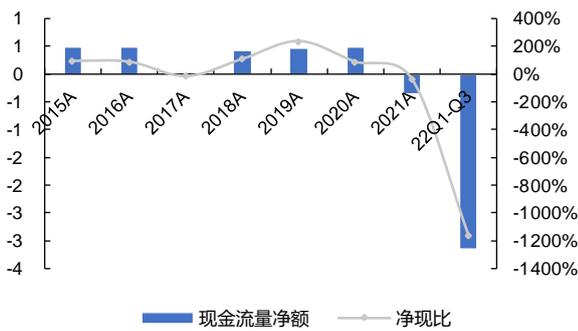


数据来源: Wind, 东北证券

#### 1.4. 快速扩张期, 现金流承压

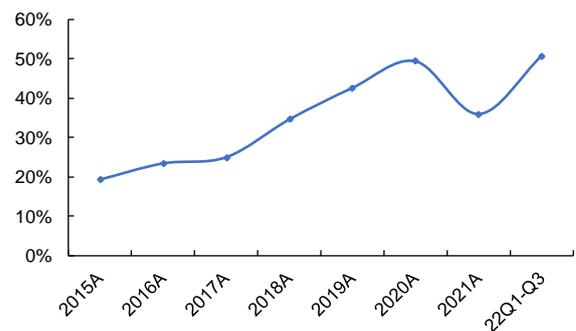
**现金流短暂承压。**随着公司近几年加速布局光伏胶膜业务, 经营性现金流和负债端都出现一定波动, 特别是 22 年由于胶膜生产基地的建设和投产, 导致粒子库存明显增加, 叠加粒子价格波动较大, 公司现金流受到一定影响。我们认为, 随着硅料产能释放带动下游组件厂开工意愿提升, 高价库存消化, 预计公司净现比、资产负债率将逐步回归正常。

图 9: 快速扩张阶段现金流承压 (亿元)



数据来源: Wind, 东北证券

图 10: 资产负债率整体攀升



数据来源: Wind, 东北证券

## 2. 光伏胶膜: 积极布局胶膜业务, 享受行业红利

### 2.1. 光伏行业景气高企, 胶膜需求延续高增

**光伏景气度高企, 旺盛需求延续。**国内市场, 随着硅料产能逐季释放, 上游硅料价格重新打开下行通道, 将带动产业链价格下降, 项目 IRR 随之提升, 刺激对组件价格更为敏感的地面电站需求释放, 预计 23 年国内地面电站新增装机量达 60GW, 同比增长 50%, 新增总装机量有望达到 140GW, 同比增长 60%。海外市场, 在能源价格高企和电站经济性提高的驱动下, 欧洲能源转型或继续加速, 推动欧洲 23 年光伏新增装机有望达 69GW, 同增 35%; 美国贸易政策边际松动已逐步显现, 在 IRA 法案驱动下装机需求或出现超预期的可能性, 预计 23 年光伏新增装机达 35GW, 同增 73%。预计全球 23 年光伏新增装机有望达到 353GW, 同增 44%。

表 1: 预计 23 年全球新增装机达 353GW, 同增 44% (GW)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
中国	53	44	30	48	55	87	140	179	229
欧洲	9	11	21	23	32	51	69	89	116
美国	11	10	13	19	23	20	35	50	69
其他	26	37	50	46	60	87	109	142	175
全球	99	102	115	136	170	246	353	461	589

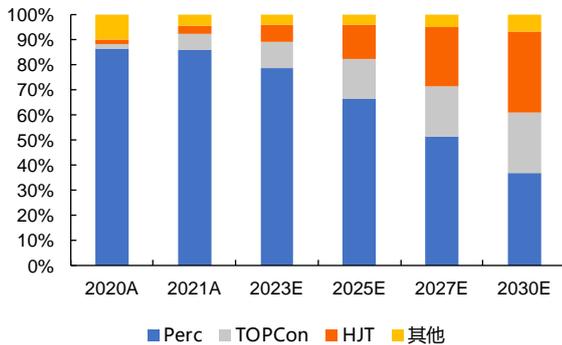
数据来源: CPIA, SEIA, 东北证券

**N 型组件+双玻组件渗透率提升, 推动胶膜需求结构性变化。**TOPCon 组件对水汽阻隔率、抗 PID 等性能要求更高, 具备更优性能的 POE 胶膜能给组件带来更好性能, 因此更符合 TOPCon 组件的需求。根据 CPIA 的数据, 预计 22 年 TOPCon 组件出货量为 20GW, 对应 POE 胶膜需求仅为 2 亿平方米, 而 23 年预计 N 型组件出货量为 80-100GW, 对应 POE 胶膜需求增长至 8-10 亿平方米, 同比增长约 4-5 倍, POE 胶膜需求因此呈现大幅增长趋势。

同时, 由于双玻组件具备更高的发电效率 (比常规组件高 4%)、低衰减 (常规组件为 0.7%, 双玻为 0.5%)、长寿命 (比常规组件多 5 年) 等优点, 地面电站业主更青睐使用双玻组件。而双玻组件由于背面采取玻璃替代传统背板, 背面玻璃容易与 EVA 胶膜产生钠离子, 造成 PID 衰减, 因此双玻组件普遍采用 POE 或者 EPE。因

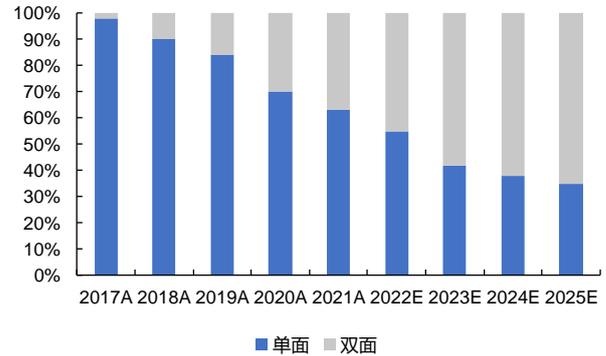
此随着今年地面电站并网加速，双玻组件占比预计也相应提升，从而带动 POE 和 EPE 胶膜的需求增长。

图 11: TOPCon 和 HJT 占比持续提升



数据来源: CPIA, 东北证券

图 12: 双玻组件占比逐步提升



数据来源: CPIA, 东北证券

表 2: 各种胶膜的性能对比

	主要原料	应用场景	优点	缺点
透明 EVA 胶膜	EVA 树脂	组件双面封装或正面封装	高透光率、抗紫外湿热黄变性、与玻璃背板粘结性好	易产生乙酸，具有腐蚀性和造成 PID 现象
白色 EVA 胶膜	EVA 树脂 白色填料	组件背面封装	高反射率	价格较高
EPE 胶膜	POE 树脂 EVA 树脂	双玻组件或 N 型组件封装	兼容 POE 和 EVA 性能	价格较高
POE 胶膜	POE 树脂	双玻组件或 N 型组件封装	耐老化、高水汽阻隔率、高抗 PID 性能	组件生产效率较低、抗滑性较低、助剂析出严重而性能不稳定、层压良率偏低

数据来源: 海优新材招股书, 东北证券

总体来看，预计 23 年光伏胶膜需求约 44 亿平，同增 44%，行业需求延续高增。结构上看，考虑到 POE 粒子全年供给偏紧，我们预计 TOPCon 组件在 23 年下半年会考虑部分切换到 EPE+EVA 或 POE+EVA 的方案，因此 EVA/POE/EPE 胶膜全年需求量分别为 25/11/8 亿平，同增 31.6%/83.3%/33.3%，POE 类产品处于爆发阶段。

表 3: 预计 23 年胶膜需求量为 44 亿平, 同增 44%

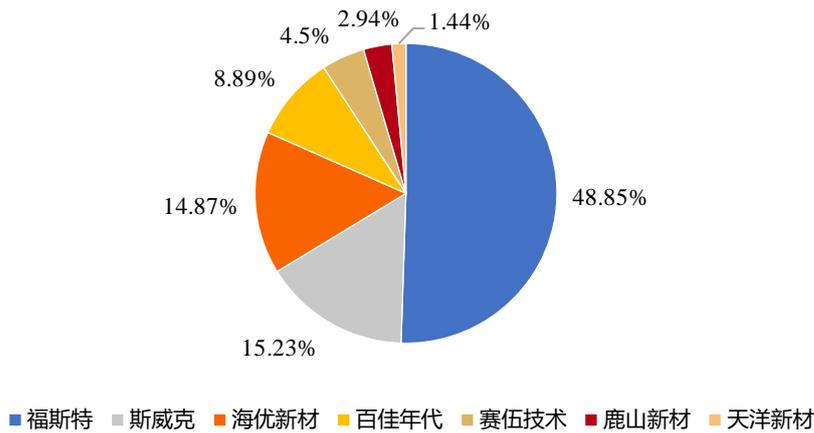
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
全球光伏装							
机容量 (GW)	115	136	170	246	353	461	589
容配比	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
组件需求 (GW)	144	170	213	307	441	576	737
单 GW 胶膜							
消耗量 (亿平米)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
光伏胶膜需							
求 (亿平米)	14	17	21	31	44	58	74
P 型占比							
P 型占比	100%	100%	95%	90%	75%	60%	50%
N 型占比							
N 型占比	0%	0%	5%	10%	25%	40%	50%
<b>P 型</b>							
EVA 占比	70%	70%	70%	70%	70%	65%	60%
POE 占比	10%	10%	10%	10%	10%	10%	15%
EPE 占比	20%	20%	20%	20%	20%	25%	25%
<b>N 型</b>							
EVA 占比				0%	15%	20%	25%
POE 占比				100%	70%	60%	50%
EPE 占比				0%	15%	20%	25%
<b>EVA 胶膜 (亿平米)</b>							
	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>27</b>	<b>31</b>
<b>POE 胶膜 (亿平米)</b>							
	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>24</b>
<b>EPE 胶膜 (亿平米)</b>							
	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>13</b>	<b>18</b>

数据来源: 东北证券

## 2.2. 行业扩产积极, 二线胶膜迎机遇

**格局呈现一超多强。**经过多年的发展, 福斯特依靠持续技术迭代和产能扩产, 不断巩固龙头地位。行业第二梯队则由海优、斯威克、赛伍等占据, 其中海优通过过去几年的积极扩产, 将市占率从 10% 一直提升到 22 年的 18% 左右。而天洋、鹿山等胶膜厂商则位居行业第三梯队。

图 13: 行业呈现一超多强局面 (2021 年)



数据来源: 百佳年代招股书, 公司公告, 东北证券

**胶膜厂商扩产积极。**随着光伏装机需求快速释放, 胶膜需求量亦相应大幅增长, 二三线胶膜企业近年来也纷纷抓住行业红利期, 进行大规模扩产。2021 年底胶膜行业产能约为 32 亿平, 到 22 年产能扩张至 43 亿平米, 而根据不完全统计, 23-24 年底胶膜行业产能预计将达到 60 和 82 亿平米, 增速高达 40%/37%, 对应可支撑的组件产量分别为 600/820GW, 显著高于市场预期的光伏装机需求。

表 4: 胶膜企业规划产能

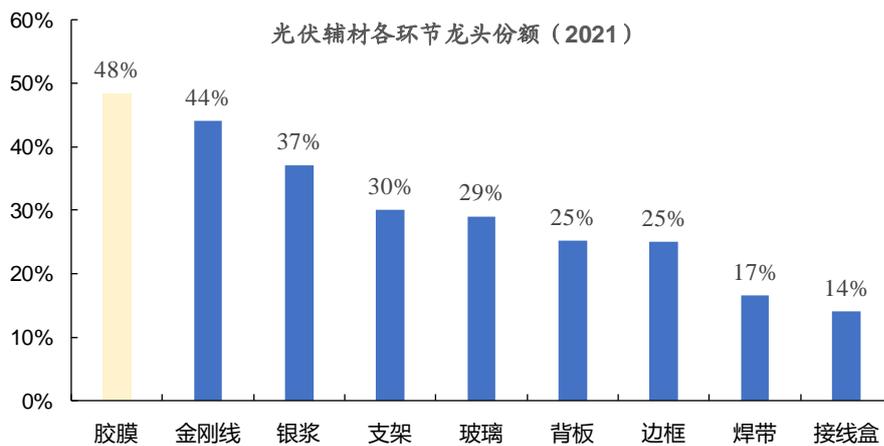
公司	22 年底产能 (亿平)	规划项目	23 年产能 (亿平)	24 年产能 (亿平)
福斯特	18	临安年产 2.5 亿平方米高效电池封装胶膜项目 嘉兴年产 2.5 亿平方米光伏胶膜项目 滁州年产 5 亿平方米光伏胶膜项目 越南年产 2.5 亿平方米高效电池封装胶膜项目	25	30
斯威克	8.5	盐城年产 4.2 亿平方米太阳能光伏封装胶膜项目	9.7	12.7
海优新材	8	平湖年产 2 亿平方米光伏封装胶膜项目 (一期) 上饶年产 1.5 亿平方米光伏封装材料项目 (一期) 镇江年产 2 亿平方米光伏封装材料生产建设项目 (一期) 上饶年产 2 亿平方米光伏胶膜生产项目 (一期) 年产 1 亿平方米光伏封装胶膜产能的搬迁及技改	9.5	13
百佳年代	2.7	滁州年产 2.6 亿平方米光伏胶膜项目 (二期) 常州年产 8800 万平方米光伏胶膜项目 年产 1 亿平方米光伏胶膜 (一期)	3.7	7.2
赛伍技术	2.6	金华年产 2.5 亿平方米太阳能封装胶膜项目	3.6	4.0
天洋新材	1.6	4.5 亿平光伏胶膜项目	3.5	5.1
鹿山新材	0.6	常州年产 1.8 亿平方米的太阳能电池封装胶膜扩产项目	3.0	4.8
明冠新材	0.5	宜春年产 1.2 亿平方米光伏组件封装用 POE 胶膜扩建项目	1.2	1.2
绿康生化	0.5	海宁年产 8 亿平方米光伏胶膜项目	2.3	4.1
<b>合计</b>	<b>43</b>	-	<b>60</b>	<b>82</b>

数据来源: 百佳年代招股书, 各公司公告, 东北证券 (注: 23、24 年产能为预测值)

如何看待在胶膜产能激增下的行业供需和格局演变？我们认为，首先对于行业供需而言，**胶膜产能 ≠ 实际供给**。尤其在 23-24 年，由于上游粒子投产周期较长，且非光伏料的下游需求随经济复苏处于逐步回暖趋势，因此无论是 POE 粒子还是 EVA 粒子在今明两年都会出现偏紧或者紧缺的供应状态，原料的供应不足自然限制了胶膜生产，因此从粒子的实际供给角度来看，23-24 年 POE+EVA 粒子供给预计为 186/261 吨，按照平均 430 克重计算，可支撑的胶膜产出约为 43 和 61 亿平，相较于此前测算的胶膜需求 44 和 58 亿平，若再考虑库存和生产损耗等问题，整体供应预计将处于供不应求或者紧平衡。因而胶膜行业的供需情况在今明两年预计仍是卖方市场，产能过剩问题不需多虑。

其次，**格局竞争加剧是目前市场讨论最多的问题**。诚然，由于光伏近几年处于高景气阶段，而辅材产业链进入门槛又相对较低，必定有越来越多的玩家参与进来，因此辅材产业链各环节都将面临格局竞争加剧的情况。但是在众多竞争激烈的环节中，我们认为，胶膜环节未来几年的格局反而是最优的，核心原因就是龙头份额已然已经过高，下游客户和胶膜龙头的制衡大概率会催生更多的机会，一方面，组件厂希望龙头份额趋于稳定而非进一步提高，以防产业链话语权逐渐被削弱，另一方面，光伏下游装机势必会逐年高速增长，胶膜需求也会不断扩大，因此在龙头份额趋稳而需求提升的背景下，下游客户只能将增量订单分发给二三线胶膜厂商。**简而言之，对于二三线胶膜企业，胶膜行业格局演变下带来的更多是机遇而非风险。**

图 14：在光伏辅材产业链中，胶膜集中度最高



数据来源：各公司公告，东北证券

## 2.3. 出货保持高增，成本控制出色

### 2.3.1. 出货端：产能投放积极，多维度保障出货

**厚积薄发，深耕行业十余载。**公司自 2011 年开始涉足光伏封装胶膜行业，凭借在热熔粘结材料领域多年的技术积累，叠加与华东理工大学等科研院校的合作，开发出 EVA 胶膜 JCC-105 等优质产品，在剥离强度、收缩率、透光率、耐老化性能等方面均处于行业领先水平。依靠优秀的产品品质，公司逐步打开胶膜市场，出货量从 2013 年的 257 万平米增长至 2021 年的 2648 万平米，CAGR 达 34%，胶膜业务收入也从 1900 万元提升至 3.24 亿元，CAGR 达 42%，市场份额提升至约 1.32%，占公司收入

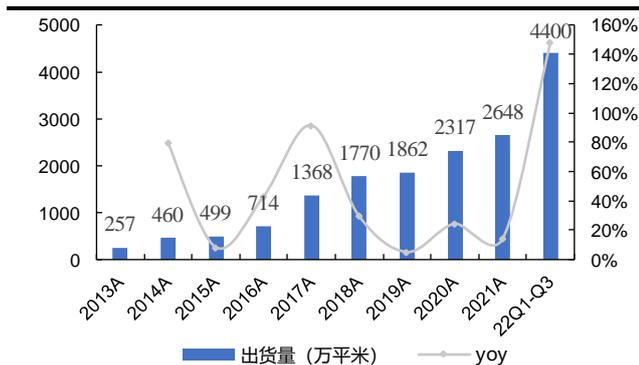
比例提升至 30%，成为公司业务的重要增长极。

表 5: 公司主要产品技术参数

性能	单位	白色胶膜 JCC-105W	高透型 JCC-105P-T	白色 POE JCC-205W
拉伸强度	Mpa	> 15	> 15	> 15
断裂伸长率	%	500	500	500
胶膜与玻璃的剥离强度 (140℃、15min 固化后)	N/cm	> 80	> 80	> 80
胶膜与背板的剥离强度 (140℃、15min 固化后)	N/cm	> 60	> 60	> 60
透光率 (固化后)	280-380nm, %	-	≥ 80	-
	238-800nm, %	-	≥ 91	-
体积电阻率	Ω*cm	> 1x10 <sup>14</sup>	≥ 1x10 <sup>15</sup>	≥ 1x10 <sup>15</sup>
收缩率 (固化前测试, 120℃, 5min)	%	MD < 3	MD < 3	MD < 3
		TD < 1	TD < 1	TD < 1
完全交联度 (140℃、 15min)	%	> 75	> 75	> 75
耐紫外光老化 (UV, 1000hr)	Δ YI	≤ 3	≤ 3	≤ 3
高低温湿热老化 (+85℃, 85%湿度, 1000hr)	Δ YI	≤ 3	≤ 3	≤ 3

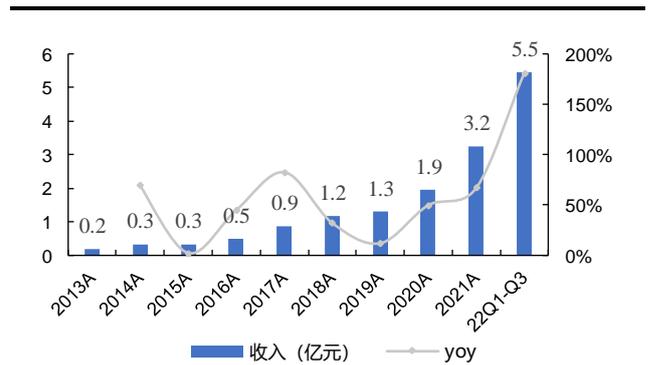
数据来源: 公司官网, 东北证券

图 15: 公司胶膜出货量保持快速增长



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 16: 公司胶膜收入保持快速增长



数据来源: 公司公告, 东北证券

**积极扩张产能, 享受行业红利。**随着近几年光伏装机进入高增长, 下游组件对封装胶膜的需求呈现大幅提升, 胶膜行业市场空间因此得到快速扩容。公司抓住行业发展机遇, 在 2022 年推出非公开发行 A 股股票事项, 募集资金净额 9.67 亿元, 结合自有资金, 用于投资光伏胶膜的扩产项目。项目包含昆山、南通、海安三大生产基地共计 4.5 亿平方米光伏胶膜的建设, 其中昆山基地已于 22 年下半年建设完成并开始投产, 公司 22 年底产能因此也进一步提升至 1.6 亿平, 剩余两个生产基地预计在 23-24 年分别建设完成并投产, 届时公司产能有望达到 3.5/5.1 亿平, 按照 24 年全球光伏装机量 450GW 的预测, 胶膜行业出货量将达到 52 亿平, 对应公司市占率有望达到 10%。

表 6: 公司募投项目情况

项目	产能规划	建设期	总投资	拟投入募集资金
昆山天洋光伏材料有限公司新增 年产 1.5 亿平方米光伏膜项目	1.5 亿平/年	2 年	2.3 亿元	0.9 亿元
南通天洋光伏材料科技有限公司 太阳能封装胶膜项目	1.5 亿平/年	2 年	5.3 亿元	4.0 亿元
海安天洋新材料科技有限公司新 增年产 1.5 亿平方米光伏膜项目	1.5 亿平/年	2 年	4.6 亿元	3.5 亿元

数据来源: 公司公告, 东北证券

若考虑到公司 23 年下半年南通基地建成后, 有效产能将达到 2-2.2 亿平米, 产能规模为 22 年出货量的 3 倍多。如何消化倍增的新增产能将成为公司在行业高景气和格局竞争恶化的背景下实现份额高增的关键。我们认为, 公司通过上游粒子保供、合理布局产能、下游客户合作三个维度的深耕, 能够为产品出货提供持续的保障。

粒子供应是产量释放的关键。由于 EVA 和 POE 粒子扩产周期较长, EVA 粒子预计到 25 年才出现明显扩产, POE 粒子新增产能则预计到 24 年才逐步释放, 因此在供需缺口较大的 23 年, 如何拿到更多更稳定的粒子供应, 将是胶膜厂商确保出货的首要任务。公司与海外供应商十余年来有着良好的合作关系, 早在 21 年就和韩华、乐天等原有海外供应商达成了增加供应份额的一致意向, 同时积极开拓国内优秀的供应商, 与斯尔邦、浙石化等建立了合作关系。因此, 考虑到公司与粒子供应商多年来稳固的合作关系, 公司预计能在产能扩张的 23 年尽可能确保原料供应的稳定性。

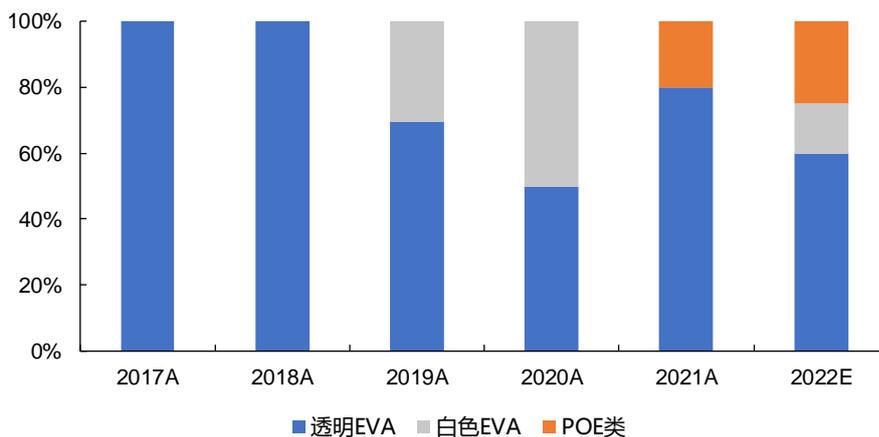
表 7: 国内部分 EVA 拟建项目中绝大部分都是 24 年及以后投产 (截至 23 年 2 月)

生产企业	省份	产能	生产工艺	投产时间
<b>古雷炼化</b>	<b>福建</b>	<b>30</b>	<b>管式法</b>	<b>23Q1</b>
斯尔邦 (虹景新材料)	江苏	20	管式法	24.10
斯尔邦 (盛虹)	江苏	50	管式法+釜式法	2025
宁夏宝丰 50 万吨/年煤制烯 炔项目	宁夏	25	釜式法	23.12
吉林石化	吉林	40	管式法+釜式法	2024
联泓新科	山东	20	-	2024
裕龙石化	山东	60	管式法+釜式法	2024
百宏化学新材料	福建	35	管式法+釜式法	24.12
国家能源集团宁夏煤业	宁夏	10	釜式法	2025
中科 (广东) 炼化 (二期)	广东	20	釜式法	2025
上海石化	上海	10	釜式法	2025
神华沙比克	宁夏	10	-	2025
浙石化	浙江	30	釜式法	2025
广西石化	广西	30	管式法	2025
广西华谊能源化工	广西	25	管式法	2025
巨正源 (揭阳) 新材料	广东	15	-	2025

数据来源: CNCIC, 东北证券

**产能布局仍以 EVA 为主导，提高出货确定性。**公司募投项目包含了 32 条透明 EVA 胶膜、7 条白色 EVA 胶膜、21 条 POE/EPE 胶膜生产线，即 EVA 胶膜仍占主导，POE 类胶膜产能占比约 30%。一方面，公司 22-24 年产能分别达到 1.6/3.5/5.1 亿平，增速为 167%/119%/46%，在产能大量释放的背景下，公司选择继续深耕稳定性更优需求更大的 EVA 胶膜，依靠原有的技术优势和客户口碑，确保出货的稳定性。另一方面，考虑到 23 年是 TOPCon 组件放量的元年，POE 类胶膜的需求因此爆发增长，公司相应增加 POE 类产品的产能建设和出货比例，满足下游客户的新需求，而由于考虑到 POE 粒子的相对紧缺，因此在 POE 类产品中预计以 EPE 为主，且 EPE 主要供应的仍为 Perc 组件，因此即使在新产品的导入中，公司依然选择较为稳健的方式，我们认为这样的做法极大确保了产品质量，提高了出货的确定性。

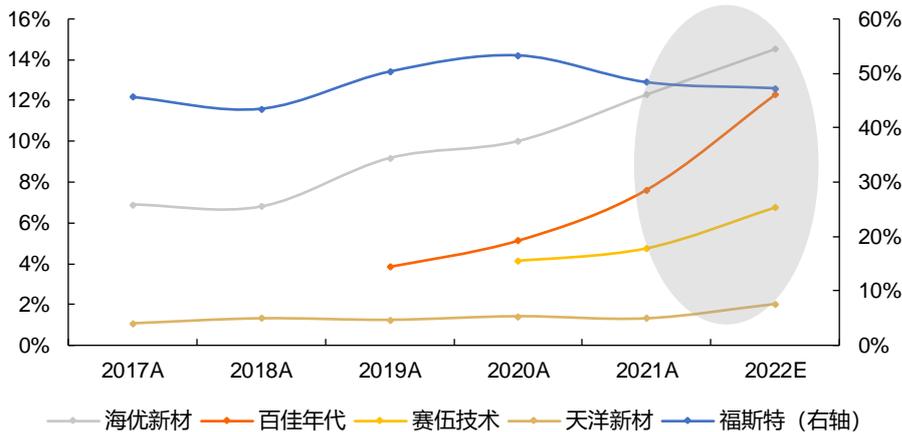
**图 17: 公司产品结构一直以 EVA 为主**



数据来源：公司公告，东北证券

**客户合作加深，为出货提供坚实保障。**我们认为，公司能持续开拓下游客户既离不开自身优秀的产品质量和销售能力，也源于行业格局松动带来的机遇。一方面，行业格局在下游客户的推动下出现一定变化，随着龙头福斯特的份额稳定在 50% 以上，更多的新玩家加入到组件环节，原有的大组件客户基于供应链稳定性考虑，逐步开拓更多的二供三供，将增量订单逐步让渡给二三线企业，而新进的玩家基于议价权的考虑，或更愿意与非头部企业合作，因此在行业蛋糕不断增大而福斯特份额保持稳定的情况下，新的增量订单转移到公司在内的二三线胶膜厂商手中是大势所趋。

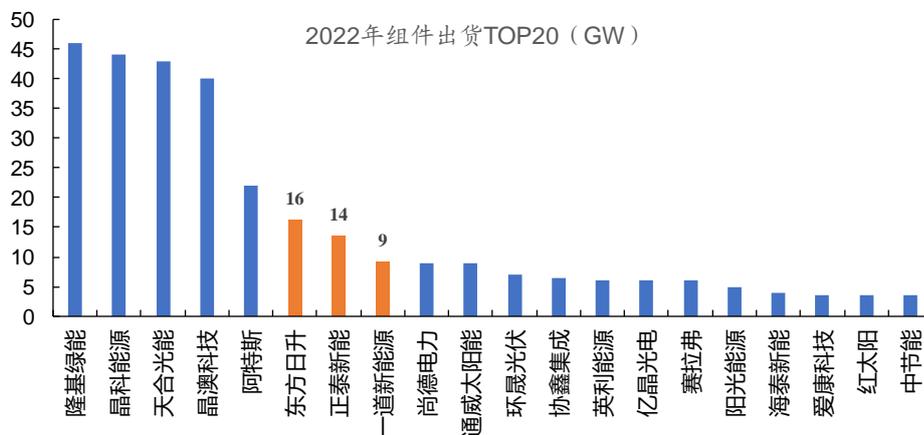
图 18: 福斯特份额逐步被其他厂商蚕食



数据来源: 各公司公告, 东北证券

另一方面, 公司自身也在依靠稳定的产品质量和优秀的销售能力, 不断加深与客户的合作关系。22 年 9 月, 公司子公司昆山天洋与一道新能源签订战略合作协议, 约定 2023 年度后者向公司采购不低于 0.36GW 组件所需的纯 POE 胶膜, 2.2GW 组件所需的双玻胶膜, 月度平均采购数量纯 POE 不低于 30 万平米、双玻胶膜不低于 170 万平米, 合计约 2400 万平米/年, 假设公司 23 年出货 2 亿平, 则这份协议采购的 POE 类产品预计占比可达 40%, 即可消化公司 POE 类产品相当一部分的新增产能。我们认为, 一道新能源作为组件环节的新兴力量, 处于高速发展阶段, 22 年底组件产能已经达到 20.5GW, 出货量约 9GW, 位居行业 TOP10, 预计到 23 年底产能将达到 30GW, 公司与一道的深化合作, 有望在后续依托客户的高速发展获取更多的增量订单, 进一步提高对新增产能的消化能力。

图 19: 公司主要客户为日升、正泰、一道

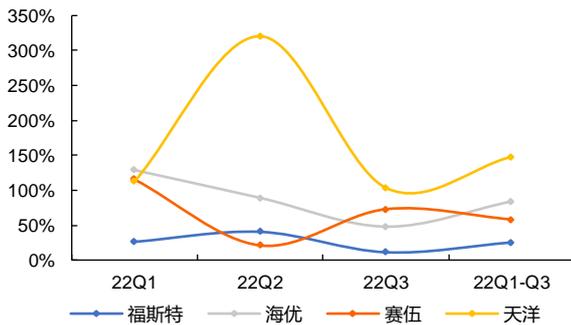


数据来源: 光伏资讯, 东北证券

综上所述, 公司通过粒子保供、产品布局、客户合作等多维度, 确保新增产能持续消化, 因而公司在过去一年产能扩张的高速增长阶段, 能实现相应的高增速出货, 在 22 年前三季度, 公司的出货分季度同比为 113%/320%/103%, 环比 25%/32%/29%, 增速一直位居行业前列, 充分印证公司通过上下游的深度合作和自身的产品布局, 顺利消化新增产能。展望 23 年, 我们认为, 公司有望依靠这三个维度的深耕, 继续

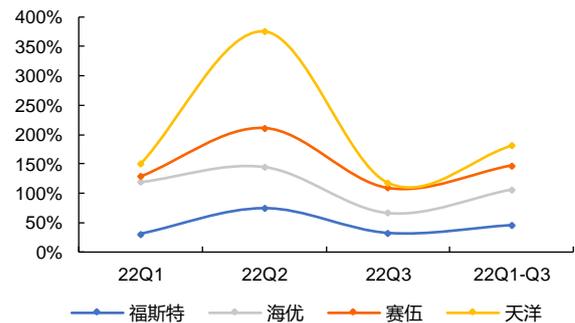
为出货提供较强的保障。

图 20: 公司胶膜逐季出货量增速遥遥领先



数据来源：公司公告，东北证券

图 21: 公司胶膜逐季收入增速遥遥领先

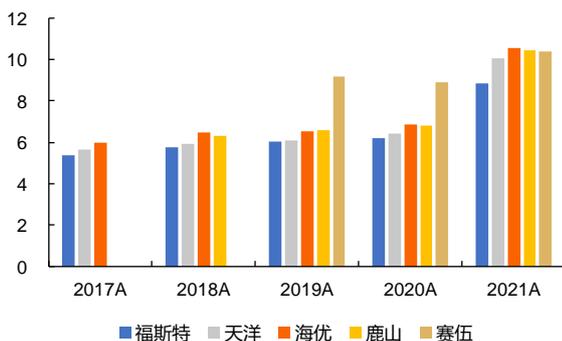


数据来源：公司公告，东北证券

### 2.3.2. 盈利端：技术底蕴控制成本，粒子紧缺助盈利反弹

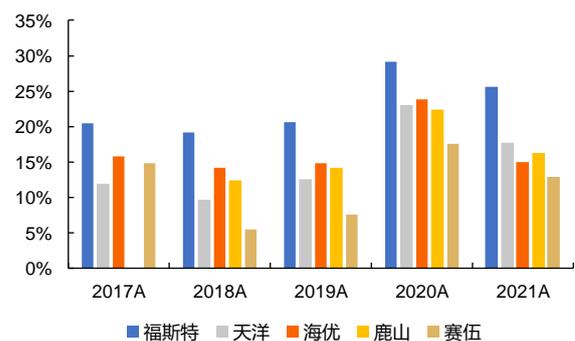
**成本控制能力优异。**对于公司而言，在剩余两个生产基地投产之前，产能规模仍然偏小，出货量仅处于行业第三梯队，因此无论是产业链地位还是规模效应，都远远不及头部胶膜企业。但是公司在过去几年的成本控制和盈利能力却一直表现极其优秀，在 2017-2020 年，公司的单位成本在业内仅仅高于福斯特，与海优一直保持 5% 的成本优势，而且自 2020 年开始，随着公司 EVA 白膜等高毛利产品占比提升，公司毛利率进一步提高，到 21 年已经反超海优跃居行业第二，达到 17.66%。

图 22: 公司单位成本一直位居行业第二（元/平）



数据来源：公司公告，东北证券

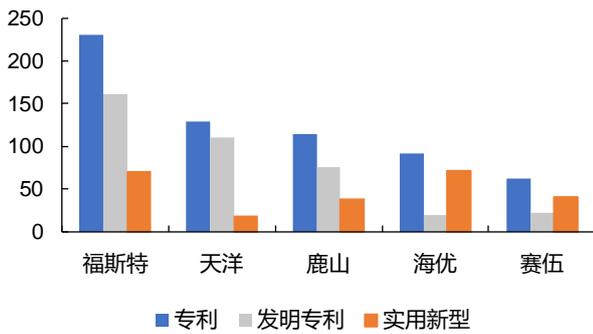
图 23: 公司毛利率逐步反超海优



数据来源：公司公告，东北证券

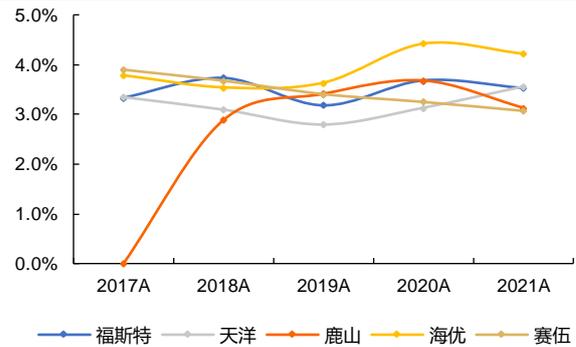
**影响胶膜成本的因素大致有三个，分别是粒子采购价格、配方和生产效率。**其中粒子采购价格主要和采购规模有关，规模体量更大的龙头企业在采购粒子时一般能获得一定的折扣，而配方差异在经过胶膜行业多年发展后不断缩小，因此对于处于第三梯队的天洋而言，能实现如此优秀的盈利水平，主要是来源于其生产工艺的打磨。光伏胶膜属于热熔胶的一种类型，而公司深耕热熔胶行业 20 多年，对材料生产工艺的理解日趋成熟，生产设备的调试也经过多年改进后达到行业领先水平，因此公司将热熔胶的优秀生产工艺和生产设备应用到胶膜生产中，比如在生产工艺上，经公司改造后的设备生产速度平均提升 25% 以上，单位损耗降低 70%。因而，公司基于深厚的技术沉淀，在胶膜生产中能稳定控制成本，实现优异的盈利能力。

图 24: 公司的专利数量位居前列 (2021)



数据来源: 公司公告, 东北证券

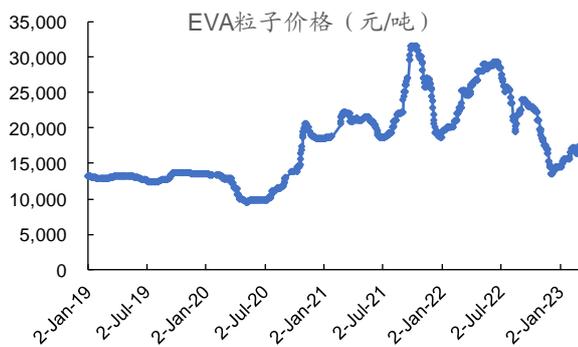
图 25: 公司研发费用率位居前列



数据来源: 公司公告, 东北证券

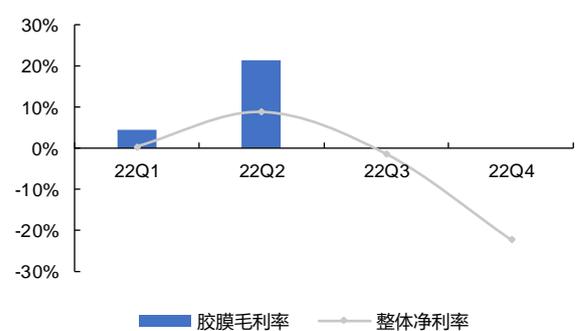
公司盈利走势与粒子价格高度相关。基于独特的商业模式，胶膜企业一般能在粒子价格上涨时享受库存收益，在粒子跌价时承受库存损失。因此在粒子价格波动非常明显的 2022 年，可以看到公司上下半年的毛利率走势截然相反。比如 22 年上半年粒子价格一路走高，区间涨幅高达 46%，公司胶膜毛利率因此也从 Q1 的 4.58% 跃升到 Q2 的 21.47%；但随着粒子自 Q3 开始持续走低，从 22 年 6 月最高点的 2.92 万元/吨一直下探至 12 月的 1.35 万元/吨，跌幅达到 54%，公司也因此在下半年出现一定亏损。

图 26: EVA 粒子价格在 22 年波动较大



数据来源: Wind, 东北证券

图 27: 公司盈利水平跟随粒子价格回调

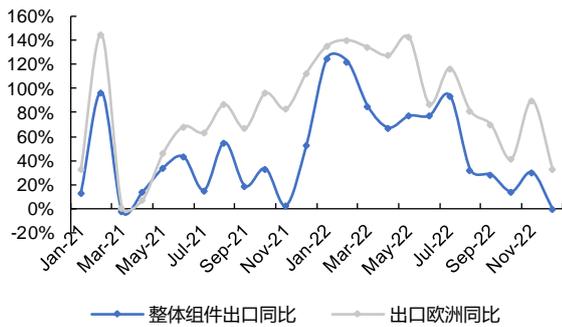


数据来源: 公司公告, 东北证券

因此，展望公司 23 年盈利走势，除了公司自身优秀的成本管控外，核心仍然以粒子价格为锚。

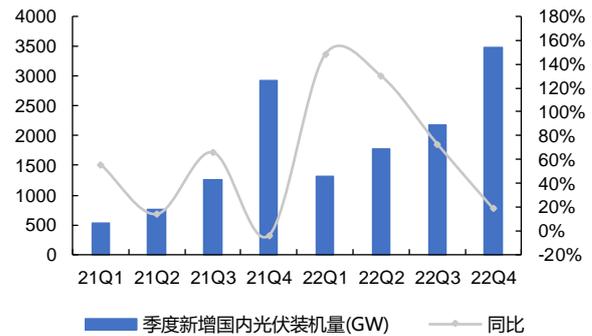
EVA 粒子随着下游需求释放，价格有望逐季抬升。价格理论上由供需关系共同决定，但是在粒子厂商产业链地位较为强势的背景下，粒子价格更多是由需求主导。这一特点在过去一年反应较为充分，22 年上半年，俄乌冲突爆发催化欧洲能源转型加速，刺激我国组件出口大幅增长，国内光伏项目积极推进，国内外需求持续向好，带动粒子价格在上半年一路走高；而到了下半年，国内由于限电等因素导致下游排产趋弱，欧洲市场的需求由于上半年的大量透支下半年随之有所放缓，供需紧张局面因此得到缓解，导致粒子价格持续走低。

图 28: 对欧组件出口增速前高后低



数据来源: 盖锡咨询, 东北证券

图 29: 2022 年国内新增装机增速前高后低



数据来源: 国家能源局, 东北证券

我们认为, 分季度来看, 考虑到硅料降价趋势、TOPCon 产线投放等因素, 预计今年国内新增装机量会呈现前低后高的趋势, 增速分别为 38%/58%/81%/57%, 全球新增装机增速为 28%/39%/49%/57%。因此对应 EVA 粒子价格预计也将逐季爬升, 在三季度前后达到高点。

表 8: 光伏新增装机预测 (GW)

季度装机	23Q1E	23Q2E	23Q3E	23Q4E
中国	18	28	39	55
yoy	38%	58%	81%	57%
全球	55	76	97	131
yoy	28%	39%	49%	57%

数据来源: CPIA, 东北证券

**POE 粒子供给紧张, 加速价格上行。**由于 POE 制备工艺尚未公开, 国内厂商研发产品仍处于调试阶段, 因此我国 POE 树脂目前几乎全部依赖进口。目前全球 POE 产能集中在海外的几家主要供应商, 陶氏化学、三井化学、SSNC、埃克苏美孚、北欧化工合计产能占据全球产能的 95%。展望 23 年, 我们认为国内 POE 粒子有效产能约为 47 万吨, 主要增量来自陶氏。虽然国内厂商已经在进行 POE 粒子研发生产, 比如万华预计 23 年底能实现 POE 项目一期投产, 届时产能预计达到 20 万吨/年, 万华、茂名石化和斯尔邦的中试装置已经出货生产, 但是预计今年年底之前国内 POE 粒子需求仍然依赖进口。

表 9: 海外企业 POE 产能统计

企业	产地	规划产能 (万吨)	投产时间
DOW	美国	20	1993/2004
	美国	13.6	2003/2006
	西班牙	5.5	2004
	泰国	5	2008
Exxon	美国	17	1991/2004
	美国		
三井	新加坡	20	2003/2005
LG	韩国	1	
SK	韩国	17	
SABIC			
Borealis	荷兰	3	2013

数据来源：各公司官网，东北证券

根据我们的推算，考虑到 EPE 等替代方案的占比提升，POE 类胶膜 23 年需求量约为 19 亿平，对应 POE 粒子需求量为 54 万吨，相对于 42 万吨的供给量将处于供不应求状态。因此，POE 粒子价格由于供给受限将短期内持续走高，叠加胶膜厂商具备良好的顺价能力，胶膜企业盈利有望逐季攀升。

表 10: 粒子供需平衡表

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EVA 胶膜 (亿平米)	10	12	14	19	25	27	31
POE 胶膜 (亿平米)	1	2	2	6	11	17	24
EPE 胶膜 (亿平米)	3	3	4	6	8	13	18
EVA 胶膜克重 (kg)	0.50	0.50	0.50	0.45	0.45	0.45	0.45
POE 胶膜克重 (kg)	0.45	0.45	0.45	0.40	0.38	0.38	0.38
EPE 胶膜克重 (kg)	0.50	0.50	0.50	0.45	0.45	0.45	0.45
<b>EVA 粒子消耗 量(万吨)</b>	<b>60</b>	<b>71</b>	<b>84</b>	<b>104</b>	<b>136</b>	<b>162</b>	<b>196</b>
<b>POE 粒子消耗 量(万吨)</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>32</b>	<b>54</b>	<b>86</b>	<b>119</b>
<b>EVA</b>							
国产厂商				70	100	130	140
海外进口				44	44	54	64
<b>供给合计 (万吨)</b>				<b>114</b>	<b>144</b>	<b>184</b>	<b>204</b>
<b>POE</b>							
陶氏				20	20	30	40
LG				5	10	10	10
三井+SABIC				5	12	12	12
国产厂商				0	0	25	60
<b>供给合计 (万吨)</b>				<b>31</b>	<b>42</b>	<b>77</b>	<b>122</b>
<b>EVA 粒子供需 缺口</b>				<b>10</b>	<b>8</b>	<b>22</b>	<b>8</b>
<b>POE 粒子供需 缺口</b>				<b>-1</b>	<b>-12</b>	<b>-9</b>	<b>3</b>

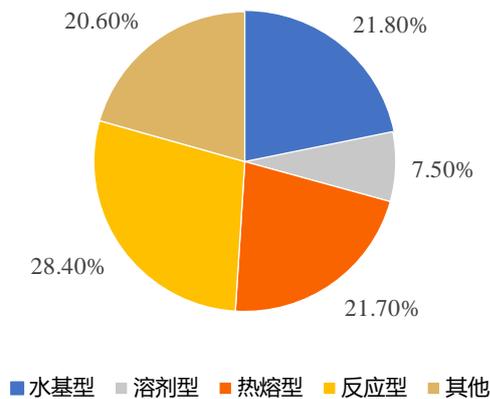
数据来源: 东北证券

### 3. 传统业务: 热熔胶为基, 多业务齐头并进

### 3.1. 胶粘剂行业市场广阔，需求多样

胶粘剂又称粘合剂，俗称胶，是指通过物理或化学作用，能将同种或两种或两种以上同质或异质的制件(或材料)连接在一起，固化后具有足够强度的有机或无机的、天然或合成的一类物质。胶粘剂广泛应用在下游各行业，包括木材加工、服装、新能源、电子电器、医疗卫生等众多领域。根据胶粘剂的固化方式，胶粘剂可分为热熔型、反应型、水基型、溶剂型。

图 30: 胶粘剂产品结构



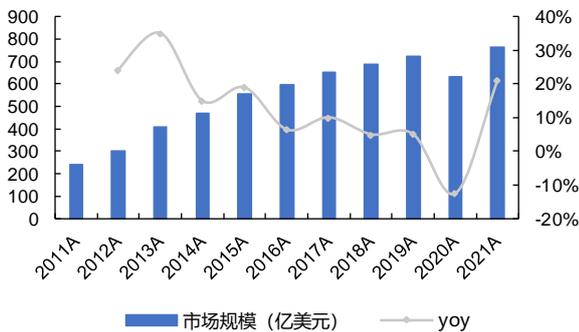
数据来源：胶粘剂和胶粘带工业协会，东北证券

表 11: 胶粘剂类型

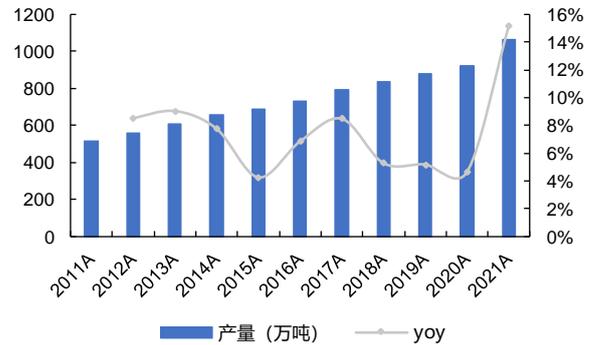
胶粘剂种类	胶粘原理	产品特点	应用领域
热熔型胶粘剂	将固体聚合物加热熔融后粘接，随后冷却固化而发挥粘合力	热熔胶固化速度可调，环保性好，技术要求较高，应用范围在逐年扩大，近年来市场需求增长较快，发展前景好；反应型聚氨酯热熔胶粘接强度高、耐热性能好，是热熔胶的发展方向	包装、纺织、制鞋、建筑、木材加工、汽车、电子电器、装饰、医疗等
反应型胶粘剂	由不可逆的化学变化引起固化而产生粘合力	基本为结构胶粘剂，固化速度快，粘接强度高，耐久性好，环保性能好，技术要求高，应用越来越广泛，尤其是在可再生能源等新兴领域	可再生能源、建筑、电子电器、航空航天、交通运输、机械、体育用品、纺织等
水基型胶粘剂	可溶于水的高分子物质溶解成适当浓度的水溶液，或不溶性高分子物质，借助于表面活性剂的作用，在水中分散成微粒子，然后配制成胶粘剂	环保性能好，技术要求较低，生产成本也较低，应用范围广泛，近年来保持稳定增长	木材、建筑、造纸、包装、印刷装订、涂料等
溶剂型胶粘剂	将树脂或橡胶等基料溶解于适当的有机溶剂，由有机溶剂的挥发及与基料进行化学反应固化而产生粘合力	粘接强度较低，环保性较差，技术要求较低，且生产成本较高，近年来市场逐步萎缩	木材、建筑、装饰、汽车、制鞋、印刷装订、玩具等

数据来源：公司招股书，东北证券

受益于下游多场景应用需求，胶粘剂行业保持平稳发展。全球胶粘剂市场规模从 2011 年的 243 亿美元增长至 2021 年的 765 亿美元，CAGR 达 12%。国内胶粘剂产量从 2011 年的 516.5 万吨增长至 2021 年的 1063 万吨，CAGR 达 7%。

**图 31：全球胶粘剂市场规模保持稳定增长**


数据来源：胶粘剂和胶粘带工业协会，东北证券

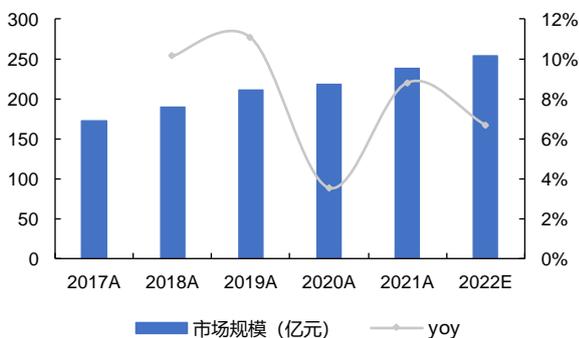
**图 32：国内胶粘剂产量保持稳定增长**


数据来源：胶粘剂和胶粘带工业协会，东北证券

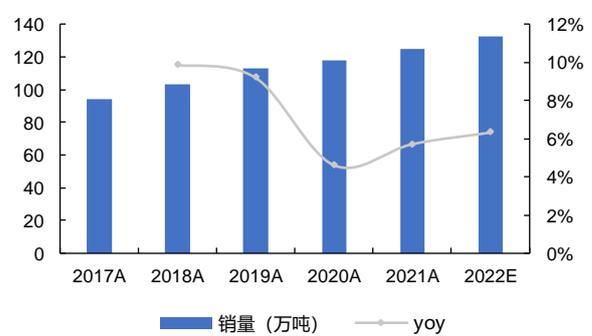
## 3.2. 热熔胶稳步发展，电子胶+墙布迸发活力

### 3.2.1. 热熔胶业务：需求稳定，份额持续提升

热熔胶粘剂是一种在室温下呈固态，加热熔融成液态，在热熔状态进行涂布，借压合、冷却硬化实现快速粘接的高分子胶粘剂，具有无毒、无味、不含溶剂的环保特点，广泛应用于汽车、电子、建材、光伏、纺织服装等领域。受益于下游广泛的应用场景，热熔胶需求表现稳定增长的态势，市场规模从 17 年的 172 亿元预计提升至 22 年的 253 亿元，CAGR 达 8%，销量从 17 年的 94 万吨跃升至 22 年的 132 万吨，CAGR 达 7%。

**图 33：22 年国内市场规模预计达 253 亿元**


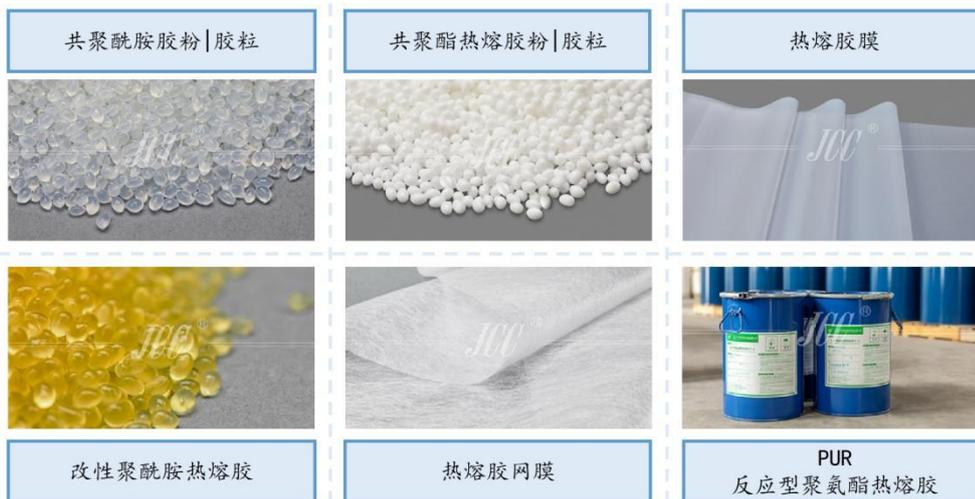
数据来源：胶粘剂和胶粘带工业协会，东北证券

**图 34：22 年国内销量预计达 132 万吨**


数据来源：胶粘剂和胶粘带工业协会，东北证券

作为国内最大的 PA、PES 热熔胶和热熔胶网膜生产企业之一，公司自 2001 年开始专注于热熔胶及相关产品的研发和生产，产品种类包含胶粒、热熔胶网膜、热熔胶膜等。

图 35: 公司热熔胶产品布局



数据来源：公司官网，东北证券

公司深耕热熔胶行业多年，积累了丰富的技术和资源，在辐照固化型、混合反应型、功能型的环保胶粘剂上不断取得新的突破，在环保粘接材料领域具有品牌和产品优势，市场地位不断得到巩固，热熔胶及相关产品的出货量在 2015-2021 年一直保持稳定增长，CAGR 达 12%，2021 年收入规模达 5.04 亿元，同比增长 38.74%。

图 36: 热熔胶销量保持稳定增长



数据来源：公司公告，东北证券

图 37: 热熔胶收入保持稳定增长



数据来源：公司公告，东北证券

**技术优势突出，市场地位稳固。**公司逐渐成为热熔胶行业的领军者，先后参与起草多份热熔胶行业标准，并将技术优势转化为产品优势，比如公司的“JCC-PA 网膜”、“JCC-9801 热熔胶”获得了上海市高新技术成果转化项目证书，“6300 高档共聚酰胺热熔胶”获得了江苏省科学技术厅颁发的高新技术产品认定证书等。因此，我们认为，虽然热熔胶以及胶粘剂市场整体发展平稳，但公司依靠技术优势持续深耕中高端市场，不断提升热熔胶产品附加值，未来有望实现超过行业整体的收入增速并持续提升市场份额。

图 38: 公司技术沉淀深厚

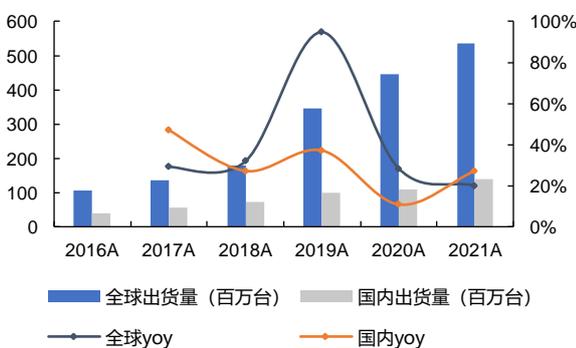


数据来源：公司官网，东北证券

### 3.2.2. 电子胶业务：下游需求回暖，国产替代正当时

除了在传统消费电子产品的应用，电子胶的主要增量市场为智能穿戴设备和汽车电子。受益于通信技术的迭代更新，智能可穿戴设备与手机等传统移动智能终端形成良性互补，构建了‘万物互联’时代的数据入口。虽然在过去两年受疫情和经济衰退影响，智能穿戴设备出货量增速明显放缓，但随着经济复苏和智能产品持续迭代，智能穿戴设备有望在未来实现强势复苏。根据 IDC 预测，23 年出货量有望增长 6.3% 至 4.43 亿台，到 2027 年增长至 6.45 亿台，CAGR 达 10%。而随着汽车电动化和智能化的发展，汽车逐渐成为集娱乐、办公、消费等于一体的“车轮上的互联空间”，汽车电子的应用场景将进一步扩大，汽车电子市场规模从 17 年的 5400 亿元增长至 22 年的 9783 亿元，CAGR 达 13%，预计 23 年将增长 12% 至 1.1 万亿，行业空间十分广阔。

图 39: 全球智能穿戴设备保持高增长



数据来源：IDC，东北证券

图 40: 汽车电子市场方兴未艾



数据来源：中商情报网，东北证券

**切入电子胶，发展势头强劲。**公司分别于 2017 年收购烟台信友新材、2020 年收购泰盛科技，积极布局电子胶业务。在深耕龙头客户的战略引导下，公司不断与多家龙头企业达成合作，先后开发出汇川技术、富士康、歌尔、华生电机等龙头企业，产品广泛应用在摄像模组、Coating、背光模组、vcm 马达、SMT 组装等。

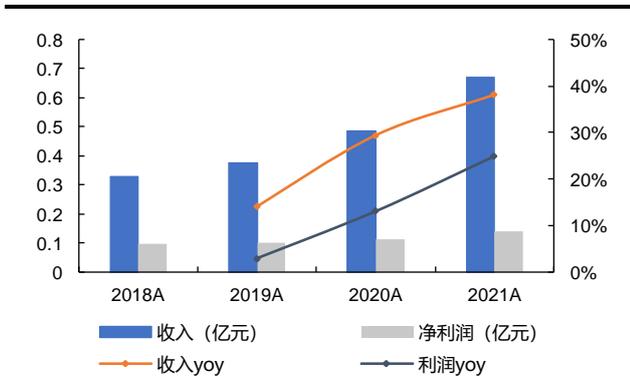
图 41：公司合作客户覆盖各大龙头企业



数据来源：公司官网，东北证券

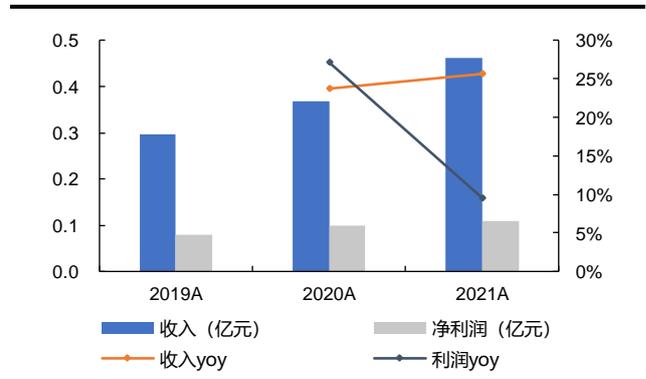
电子胶业务因此得到持续快速发展，收入从 19 年的 0.37 亿元增长至 21 年的 1.12 亿元，CAGR 达 74%。其中，并购的两家子公司也持续表现优秀，信友新材营收 2021 年收入达 0.67 亿元，同增 38%，烟台泰盛收入达 0.46 亿元，同增 26%。

图 42：信友新材营收和业绩快速增长



数据来源：公司公告，东北证券

图 43：烟台泰盛营收和业绩快速增长



数据来源：公司公告，东北证券

**国产替代加速。**目前在电子胶领域，高端产品仍被汉高、富乐等国外企业所占据，国内厂商具备较大的替代空间。展望后续，一方面，依托信友新材等子公司积累多年的技术体系，公司将持续深化和突破光学模组、声学模组、电子元器件等产品和客户，提升在龙头企业供货体系的地位。另一方面，公司在 22 年建设了配套的现代化生产基地，通过系统的流程再造、MES 系统的智能化管理升级等一系列运营管理的改进，进一步实现运营体系的标准化、智能化，更好地服务行业龙头客户。公司有望在未来几年逐步实现对进口电子胶的国产化替代，实现 30% 以上的营收增速。

图 44: 信友新材具备多项发明专利



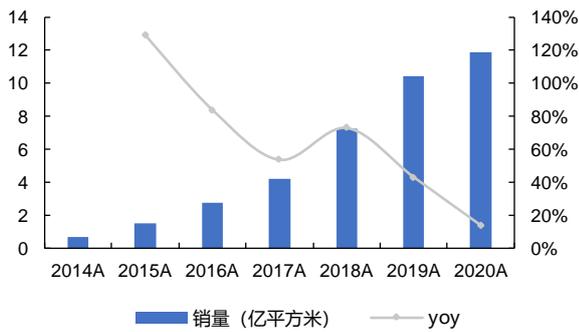
数据来源：公司官网，东北证券

### 3.2.3. 墙布业务：行业需求空间广阔，集中度有待提升

**墙布市场空间广阔，市场集中度有待提高。**墙布作为建筑装饰材料的一种，主要用于建筑物室内墙面装饰。其中热熔墙布具备不含甲醛、苯等危害人体的挥发物质，且具有防潮发霉、施工便捷的优点，施工便捷可以实现当天施工当天入住，广泛应用于精装房装修、二手房装修、酒店、会所等场所。随着年轻一代成为消费主力军，“轻装修、重装饰”的理念逐渐占据主导，而具备环保、个性化、拆卸便捷等特点的墙布逐渐受到消费者青睐。根据中国室内装饰协会数据，2020年国内墙布销量达11.87亿平方米，同比增长14%，按照公司过去30-60元的销售均价计算，对应国内市场规模或达300-600亿元，市场空间广阔。

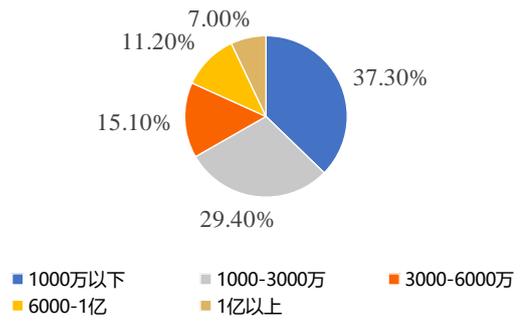
但目前国内墙布行业厂家近2000多家，其中约有37%收入规模在1000万元以下，行业极为分散，而且由于行业暂时没有相关的环保标准，产品质量参差不齐，很多厂商难以提供高质量高端产品，因此随着天洋等头部企业加大对消费者教育和市场渗透后，中小企业预计会逐步被出清，市场集中度有望进一步提升。

图 45: 国内墙布销量



数据来源：中国室内装饰协会，东北证券

图 46: 国内墙布行业集中度偏低



数据来源：《2020 年中国墙纸墙布行业白皮书》，东北证券

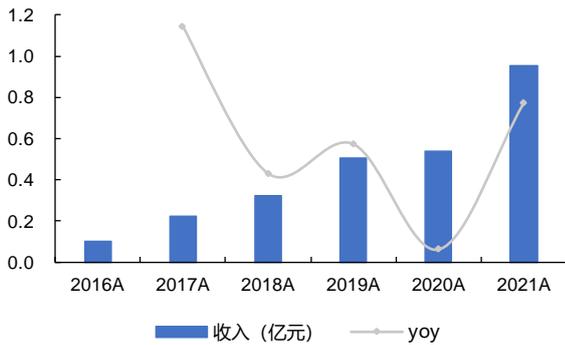
表 12: 墙布、墙纸、乳胶漆产品对比

装饰材料种类	墙布	墙纸	乳胶漆
原材料及制造工艺	通常使用棉、麻、丝及人造纤维纺织品等为主要原料，以多种纺织工艺、及刺绣、印花、轧纹浮雕进行加工制造	通常使用漂白化学木浆生产原纸原材料，再经过涂布、印刷、压纹、表面覆塑、裁切、包装等工艺进行加工制造	以合成树脂乳液为基料，加入颜料、填料及各种助剂配制而成
施工方式	铺贴型。施工便捷，一次整体上墙，易粘贴无接缝	铺贴型。施工相对便捷，墙面涉及多次拼接粘贴	涂抹型。配料调制方便，可多次阶段性施工
产品效果	幅宽较大，无接缝翘边；色彩图案丰富，立体感、肌理感强，环保亲肤，较易保养清洗	幅宽较小，有接缝翘边；色彩图案丰富，立体感、肌理感一般，但是容易发霉卷边，较难保养清洗	不受幅宽限制，无接缝翘边；色彩丰富，一般缺乏图案设计，立体感、肌理感较差，较保养清洗
价格寿命	价格较高，使用寿命较长	价格较低，使用寿命较短	价格区间较大，使用寿命差异较大

数据来源：联翔股份招股书，东北证券

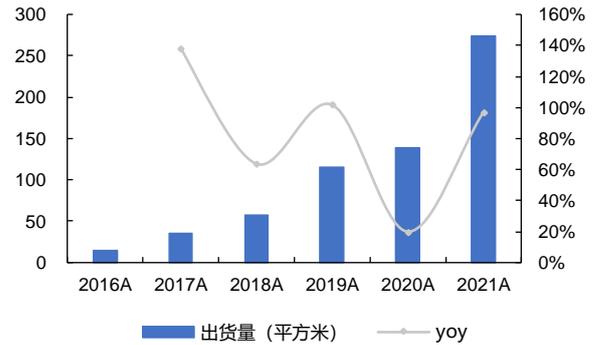
自 2015 年切入墙布业务后，公司先后通过发明四层复合的热熔网膜墙布、铺设线下门店、邀请代言人等方式，在产品端、渠道端、品牌端发力墙布业务，收入从 2016 年的 0.11 亿元增长至 2021 年的 0.95 亿元，CAGR 达 55%，出货量从 15 万 m<sup>2</sup> 增长至 274 万 m<sup>2</sup>，CAGR 达 79%，墙布业务实现高速发展。展望后续，我们认为，公司有望依靠在热熔粘结材料领域深厚的技术底蕴，不断开发出性能更优的墙布产品，同时依靠渠道端和品牌端的深入研究，实现墙布业务的继续突破。

图 47: 2016-2021 年墙布收入 CAGR 达 55%



数据来源: 公司公告, 东北证券

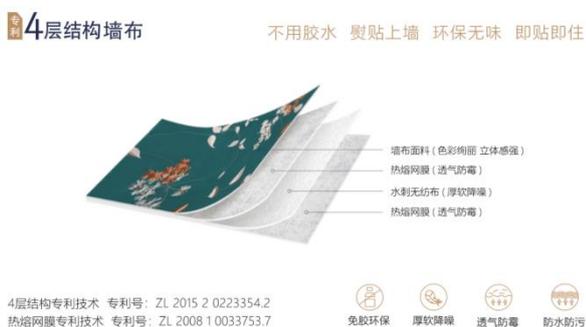
图 48: 2016-2021 年墙布出货 CAGR 达 79%



数据来源: 公司公告, 东北证券

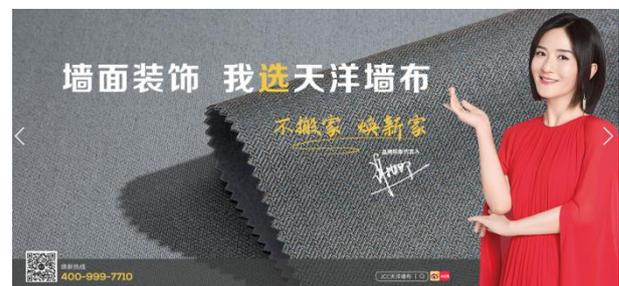
- 产品端:** 公司充分利用热熔胶材料的环保优势和在网膜领域的技术优势, 独创性地将网膜和墙布复合成为热熔胶网膜墙布, 发明了四层结构竹炭纤维热熔网膜无缝墙布。产品具备免胶环保、厚软降噪、透气防霉、不含甲醛等特点, 有效解决了消费者装修过程中面临的环保安全等各种消费痛点。
- 渠道端:** 公司一方面加大布局线下直营门店和经销商, 截至 2021 年共计加盟商 496 家, 线下门店已达 500 多家, 并与红星美凯龙合作, 加快全国核心城市布局; 另一方面, 公司 2021 年开始布局高端物业, 与保利、碧桂园、建发等多个物业达成战略联盟, 覆盖全国增量房和存量房市场。
- 品牌端:** 2021 年, 公司邀请谢娜作为品牌形象代言人, 同时在央视核心频道多频率播出, 并投放高铁和全网等多渠道广告, 品牌知名度大幅提高。同时开启天猫超头部主播直播带货模式, 在双十一期间拿下天猫墙布行业类目第一。

图 49: 独创的四层复合热熔网膜墙布



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 50: 邀请代言人提升品牌知名度



数据来源: 公司官网, 东北证券

## 4. 盈利预测

公司盈利预测假设如下:

### (1) 胶膜业务

- **产能:** 根据公司产能规划和投产进度, 23 年下半年南通基地建设完成并投产, 年底产能达到 3.5 亿平米, 24 年中海安基地投产完成后产能达到 5.1 亿平米, 因此预计 22-24 年胶膜产能达 1.6/3.5/5.1 亿平米; 按照产能爬坡的进度, 预计 23-24 年新增产能的达产率为 50%, 因此 23-24 年有效产能为 2.4/4.3 亿平米。
- **出货量:** 考虑到 23-24 年粒子供给偏紧, 公司基于多年来和供应商的合作关系, 有望保持稳定的原料拿货能力, 叠加下游客户合作加深, 新增产能有望率先得到释放, 预计 22-24 年出货量为 0.7/2.1/3.5 亿平米。
- **产品结构:** 考虑到下游随着 N 型组件和双玻组件的占比提升, EPE 和 POE 类产品需求将显著增加, 因此预计公司 22-24 年 POE 类胶膜产品占比为 20%/40%/50%。
- **价格:** 我们认为, 粒子 23-24 年都处于供给偏紧状态, 粒子价格预计持续走高或高位震荡, 成本上涨将带动胶膜价格上行, 预计 22-24 年公司胶膜产品均价为 11.4/12.7/11.9 元/平米, 毛利率为 5.60%/13.37%/13.19%。

## (2) 热熔胶业务

- **出货量:** 考虑到热熔胶行业处于平稳发展, 下游需求每年增速稳定在 5-10%, 公司作为行业龙头, 未来有望实现市占率稳步提升, 预计 22-24 年出货量为 1.9/2.2/2.5 万吨。
- **价格:** 假设原材料波动随着经济复苏逐步趋缓, 公司热熔胶成本也趋向稳定, 22-24 年均价稳定在 2.4 万元/吨, 毛利率为 18.0%/23.0%/23.0%。

## (3) 电子胶业务

- **出货量:** 考虑到随着经济复苏, 消费电子和汽车电子需求将逐步重回高增, 叠加国产化进程加速, 预计公司电子胶膜产品 22-24 年出货量为 644/852/1170 吨。
- **价格:** 假设公司主要深耕下游高端市场, 产品附加值较高, 均价每年稳步增长, 预计 22-24 年电子胶均价为 17.4/17.7/18.1 万元/吨, 毛利率 30%/45%/45%。

## (4) 墙布业务

- **出货量:** 随着公司在渠道端和品牌端持续发力, 叠加消费升级下国内消费者对墙布的需求逐渐提高, 公司墙布渗透率有望进一步提升, 预计 22-24 年墙布业务出货量 288.5/379.7/499.6 万平米。
- **价格:** 假设行业竞争不断加剧, 公司为了拓宽市场, 进一步降价售价, 均价整体呈现小幅下降趋势, 预计 22-24 年墙布均价为 33.1/31.4/29.8 元/平方米, 毛利率 25%/40%/40%。

表 13: 公司盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>胶膜业务</b>				
出货量 (万平方米)	2,648	7000	21000	35000
均价 (元/平米)	12.2	11.4	12.7	11.9
收入 (百万元)	324	797	2677	4176
yoy	18%	146%	236%	56%
毛利率	17.66%	5.60%	13.37%	13.19%
毛利 (百万元)	57	45	358	551
<b>热熔胶业务</b>				
出货量 (万吨)	2.1	1.9	2.2	2.5
均价 (万元/吨)	2.4	2.4	2.4	2.4
收入 (百万元)	504	454	522	600
yoy	96.4%	-10%	15%	15%
毛利率	19.82%	18.00%	23.00%	23.00%
毛利 (百万元)	100	82	120	138
<b>电子胶业务</b>				
出货量 (吨)	657	644	852	1170
均价 (万元/吨)	17.1	17.4	17.7	18.1
收入 (百万元)	112	112	151	212
yoy	20%	0%	35%	40%
毛利率	50.68%	30.00%	45.00%	45.00%
毛利 (百万元)	57	34	68	95
<b>墙布业务</b>				
出货量 (万平方米)	274	289	380	500
均价 (元/平米)	34.8	33.1	31.4	29.8
收入 (百万元)	95	95	119	149
yoy	77%	0%	25%	25%
毛利率	41.52%	25.00%	40.00%	40.00%
毛利 (百万元)	40	24	48	60
<b>营业总收入</b>				
(百万元)	<b>1068</b>	<b>1491</b>	<b>3504</b>	<b>5176</b>
毛利率	<b>25.64%</b>	<b>12.65%</b>	<b>17.14%</b>	<b>16.45%</b>
毛利 (百万元)	<b>274</b>	<b>189</b>	<b>601</b>	<b>852</b>

数据来源: 东北证券

## 5. 风险提示

光伏装机需求不及预期、原材料价格持续上涨、行业竞争加剧。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	207	329	1,299	1,898
交易性金融资产	5	5	5	5
应收款项	392	519	1,038	975
存货	273	450	1,163	1,239
其他流动资产	89	118	242	317
<b>流动资产合计</b>	<b>966</b>	<b>1,421</b>	<b>3,746</b>	<b>4,435</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	599	588	628	659
无形资产	74	79	84	89
商誉	77	77	77	77
<b>非流动资产合计</b>	<b>809</b>	<b>796</b>	<b>835</b>	<b>868</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,775</b>	<b>2,216</b>	<b>4,581</b>	<b>5,303</b>
短期借款	233	253	273	293
应付款项	93	472	1,271	1,324
预收款项	0	0	18	26
一年内到期的非流动负债	71	71	71	71
<b>流动负债合计</b>	<b>499</b>	<b>943</b>	<b>1,982</b>	<b>2,206</b>
长期借款	120	200	280	360
其他长期负债	20	20	20	20
<b>长期负债合计</b>	<b>140</b>	<b>220</b>	<b>300</b>	<b>380</b>
<b>负债合计</b>	<b>639</b>	<b>1,163</b>	<b>2,282</b>	<b>2,586</b>
归属于母公司股东权益合计	1,074	993	2,236	2,648
少数股东权益	62	61	64	68
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,775</b>	<b>2,216</b>	<b>4,581</b>	<b>5,303</b>

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,068</b>	<b>1,491</b>	<b>3,504</b>	<b>5,176</b>
营业成本	794	1,302	2,904	4,324
营业税金及附加	7	7	10	16
资产减值损失	-3	-60	0	0
销售费用	74	60	70	104
管理费用	72	82	137	207
财务费用	22	12	12	-23
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	2
<b>营业利润</b>	<b>115</b>	<b>-67</b>	<b>297</b>	<b>451</b>
营业外收支净额	26	12	12	12
<b>利润总额</b>	<b>140</b>	<b>-55</b>	<b>309</b>	<b>463</b>
所得税	35	-6	31	46
净利润	106	-50	278	417
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>110</b>	<b>-49</b>	<b>276</b>	<b>413</b>
少数股东损益	-5	-1	3	4

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>106</b>	<b>-50</b>	<b>278</b>	<b>417</b>
资产减值准备	8	60	0	0
折旧及摊销	53	64	71	77
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	21	21	26	32
投资损失	-1	-1	-1	-2
运营资本变动	-168	90	-336	115
其他	-55	-12	-12	-12
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>-36</b>	<b>173</b>	<b>26</b>	<b>628</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-45</b>	<b>-97</b>	<b>-97</b>	<b>-96</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>230</b>	<b>46</b>	<b>1,041</b>	<b>68</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-142</b>	<b>60</b>	<b>-86</b>	<b>479</b>

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.47	-0.15	0.64	0.95
每股净资产 (元)	4.52	2.98	5.17	6.12
每股经营性现金流量 (元)	-0.15	0.52	0.06	1.45
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	52.7%	39.6%	135.1%	47.7%
净利润增长率	112.7%	-144.1%	667.2%	49.8%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	25.6%	12.7%	17.1%	16.5%
净利润率	10.3%	-3.3%	7.9%	8.0%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	80.63	80.00	60.00	60.00
存货周转天数	103.06	100.00	100.00	100.00
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	36.0%	52.5%	49.8%	48.8%
流动比率	1.94	1.51	1.89	2.01
速动比率	1.28	0.97	1.25	1.39
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	7.0%	4.0%	2.0%	2.0%
管理费用率	6.7%	5.5%	3.9%	4.0%
财务费用率	2.1%	0.8%	0.4%	-0.4%
<b>分红指标</b>				
股息收益率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	37.57	—	19.56	13.06
P/B (倍)	3.91	4.18	2.41	2.04
P/S (倍)	3.93	3.62	1.54	1.04
净资产收益率	10.3%	-4.9%	12.3%	15.6%

资料来源：东北证券

### 研究团队简介:

韩金呈：复旦大学应用统计硕士，四川大学金融学学士。现任东北证券电新组证券分析师，主要研究方向为风电、光伏和储能等。曾任东方证券股票质押/融资融券岗位。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**东北证券股份有限公司**

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

