

Q4 毛利率 25%同环比均提升，工业胶客户实现新突破

2023 年 03 月 27 日

► **公司披露 2022 年报：**实现营收 26.94 亿元，同比+5.43%，归母净利润 2.5 亿元，同比-6.48%，扣非净利 2.28 亿元，同比-6.68%。其中，22Q4 实现营收 6.75 亿元，同比-22.7%，归母净利润 0.84 亿元，同比-20.32%，扣非净利 0.78 亿元，同比-21.19%。全年毛利率 19.48%，同比-2.31pct，净利率 9.29%，同比-1.18pct，其中，**22Q4 毛利率 25.07%，同比+1.94pct、环比+3.72pct**，净利率 12.51%，同比+0.37pct、环比+2.62pct。**收入结构方面**，建筑胶占比 62.1%，降低 7.2pct，工业胶占比 24.4%，提升 4.7pct，硅烷偶联剂占比 12.2%，提升 1.7pct。

► **建筑胶：地产压力下、营收同比仅个位数下滑，部分领域销量实现正增长，2023 年有望受益竣工回暖**

报告期内，公司建筑胶销售 11.27 万吨，实现营收 16.73 亿元，同比-5.53%。毛利率 17.44%，同比-0.91pct。我们推算，公司建筑胶吨价格 1.48 万元，单价因上游 DMC 价格下降有所下调，吨成本 1.23 万元。考虑到①2022 年房屋竣工面积同比-15%，②单价同比下调，建筑胶营收同比仅个位数下滑较为不易，**尤其是中空玻璃、节能门窗、装饰装修领域销量同比保持增长**。2023 年公司计划建筑胶销量同比+30%，继续提升高端建筑领域市占率。建筑胶行业景气与地产竣工需求相关，预计今年将受益竣工回暖。

► **工业胶：光伏、动力电池胶全年高增，客户实现新突破**

报告期内，公司工业胶销售 2.45 万吨，实现营收 6.56 亿元，同比+30.74%。毛利率 25.95%，同比-6.24pct。我们推算，公司工业胶吨价格 2.68 万元，因原材料降价而有所下调，吨成本 1.99 万元。2023 年公司计划工业胶销量同比+50%。

(1) **光伏胶：实现收入 2.44 亿元，同比+104%**，已成功应用于隆基、中环、正泰、尚德、海泰等光伏头部企业，并出口印度、土耳其等国。未来有望借助产能优势、技术优势、资金优势，持续开发下游组件大客户。(2) **电子胶：实现收入 2.73 亿元，同比+29%**。其中，**动力电池胶实现收入 0.57 亿元，同比+101%**，可提供结构粘接、线束粘接、导热填充、三防密封等，已成功服务于**宁德**、比亚迪、ATL、多氟多、飞毛腿等企业。

► **新产能关注：硅烷偶联剂技改+硅碳负极完成基建+3 万吨募投项目产能**

(1) 报告期内，公司硅烷偶联剂销售 0.64 万吨，实现营收 3.29 亿元，同比+22.59%。毛利率 16.36%，同比-8.08pct。我们推算，公司硅烷偶联剂吨价格 5.14 万元。硅烷偶联剂产能利用率达 103.64%，2023 年公司预计完成**安徽硅宝硅烷偶联剂技改项目**，扩大光伏用产能；(2) 2023 年加快硅宝新能源 5 万吨/年锂电池用硅碳负极材料及专用粘合剂项目建设，完成基建工作；(3) 募投项目 10 万吨/年高端密封胶智能制造，建成剩余 3 万吨/年产线。

► **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.03、5.23、6.65 亿元，现价对应 2023-2025 年动态 PE 分别为 17x、13x、10x。我们看好公司①建筑胶同属地产链，受益竣工回暖，同时继续提升市占率，②工业胶持续高增长，光伏胶、动力电池胶突破大客户放量，③硅碳负极加快建设，④硅烷偶联剂产品结构改善、产能技改新增。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**地产竣工不及预期；工业胶领域渗透不及预期；原材料价格波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2694	3568	4661	6015
增长率 (%)	5.4	32.4	30.6	29.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	250	403	523	665
增长率 (%)	-6.5	60.9	29.9	27.2
每股收益 (元)	0.64	1.03	1.34	1.70
PE	27	17	13	10
PB	3.0	2.7	2.4	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

16.99 元



分析师 **李阳**

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

研究助理 **赵铭**

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming_yj@mszq.com

相关研究

1. 硅宝科技 (300019.SZ) 2022 年业绩快报点评：Q4 收入、业绩环比改善，工业胶全年高增-2023/02/12

2. 硅宝科技 (300019.SZ) 动态报告：受益地产链，卡位高成长-2023/01/19

3. 硅宝科技 (300019.SZ) 2022 年三季报点评：毛利率如期改善，关注 Q4 产能弹性-2022/10/25

4. 硅宝科技 (300019.SZ) 2022 年半年报点评：工业胶持续高增，毛利率静待改善-2022/08/20

5. 硅宝科技 (300019.SZ) 事件点评：新获光伏胶专利，“打擂”高景气赛道-2022/07/23

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2694	3568	4661	6015
营业成本	2170	2789	3652	4724
营业税金及附加	13	16	21	27
销售费用	83	111	144	186
管理费用	63	82	107	138
研发费用	110	146	191	247
EBIT	266	442	569	722
财务费用	-4	-2	-7	-10
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	6	7	9	12
营业利润	277	447	580	738
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	276	446	580	737
所得税	26	44	57	72
净利润	250	403	523	665
归属于母公司净利润	250	403	523	665
EBITDA	324	504	643	809

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	728	1175	1390	1801
应收账款及票据	677	831	932	840
预付款项	8	13	13	19
存货	276	382	500	647
其他流动资产	271	286	303	325
流动资产合计	1961	2686	3139	3632
长期股权投资	0	7	16	28
固定资产	561	613	677	739
无形资产	94	94	93	93
非流动资产合计	858	881	918	957
资产合计	2819	3567	4057	4590
短期借款	235	235	235	235
应付账款及票据	196	585	734	789
其他流动负债	133	251	278	355
流动负债合计	564	1071	1246	1379
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	30	30	30	32
非流动负债合计	30	30	30	32
负债合计	594	1100	1276	1410
股本	391	391	391	391
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2225	2467	2780	3179
负债和股东权益合计	2819	3567	4057	4590

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.43	32.42	30.62	29.05
EBIT 增长率	-10.71	65.84	28.72	27.03
净利润增长率	-6.48	60.86	29.87	27.19
盈利能力 (%)				
毛利率	19.48	21.83	21.65	21.46
净利率	9.29	11.29	11.22	11.06
总资产收益率 ROA	8.88	11.29	12.89	14.49
净资产收益率 ROE	11.25	16.33	18.81	20.92
偿债能力				
流动比率	3.48	2.51	2.52	2.63
速动比率	2.95	2.13	2.09	2.14
现金比率	1.29	1.10	1.12	1.31
资产负债率 (%)	21.08	30.85	31.46	30.73
经营效率				
应收账款周转天数	66.16	60.00	50.00	35.00
存货周转天数	46.42	50.00	50.00	50.00
总资产周转率	0.93	1.12	1.22	1.39
每股指标 (元)				
每股收益	0.64	1.03	1.34	1.70
每股净资产	5.69	6.31	7.11	8.13
每股经营现金流	0.32	1.78	1.38	2.06
每股股利	0.30	0.41	0.53	0.68
估值分析				
PE	27	17	13	10
PB	3.0	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	19.01	11.33	8.54	6.28
股息收益率 (%)	1.77	2.42	3.15	4.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	250	403	523	665
折旧和摊销	57	62	74	87
营运资金变动	-188	227	-60	50
经营活动现金流	127	696	540	804
资本开支	-107	-80	-106	-119
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-324	-80	-106	-119
股权募资	0	0	0	0
债务募资	153	0	-1	0
筹资活动现金流	29	-170	-219	-273
现金净流量	-168	446	215	411

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026