

2026 年 06 月 26 日

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com

联系人

胡文瀚
huwenhan@huayuanstock.com

康美特(920189.BJ)

——深耕半导体领域有机硅/环氧封装材料及改性塑料

投资要点:

- **康美特本次发行价格 8.14 元/股, 发行市盈率 13.49X, 申购日为 2026 年 6 月 29 日。**本次发行数量为 2121 万股, 发行后总股本为 14141 万股, 本次发行数量占发行后总股本的 15%。经我们测算, 公司发行后预计可流通股本比例为 61.52%, 老股占可流通股本比例为 75.62%。本次发行战略配售发行数量为 212 万股, 占本次发行数量的 10%。有 4 家战略投资者参与公司的战略配售。此次发行募集资金拟投资于半导体封装材料产业化项目(有机硅封装材料)和补充流动资金。半导体封装材料产业化项目预计将建设合计年产 1,000 吨有机硅封装材料产线, 公司计划购置搪瓷反应釜、压料机、离心机等生产设备, 从而巩固前沿产品技术先发优势、紧抓市场发展机遇, 有望为公司可持续发展奠定坚实基础。
- **深耕电子封装材料及高性能改性塑料, 2022-2025 年归母净利润 CAGR 达 21%。**公司主要从事电子封装材料及高性能改性塑料等高分子新材料产品的研发、生产、销售。自设立以来, 公司坚持以研发驱动业务发展, 围绕有机硅封装材料、环氧封装材料及改性可发性聚苯乙烯材料三大技术平台持续进行技术突破和产业化。公司电子封装材料的主要产品形态为 LED 芯片封装用电子胶粘剂, 广泛应用于新型显示、半导体照明、半导体器件封装及航空航天等领域。公司高性能改性塑料的产品形态为改性可发性聚苯乙烯, 广泛应用于运动及交通领域头部安全防护、液晶面板及锂电池等易损件防护以及建筑节能等领域。2025 年公司实现营业收入 4.69 亿元(yoy+11.07%)、归母净利润 8532.72 万元(yoy+36.09%)。2026Q1 公司实现营收 1.14 亿元(yoy+14.73%)、归母净利润 2161 万元(yoy+24.78%)。
- **2024-2031 年全球电子胶市场 CAGR 或将达 5.16%, 2019-2023 年我国改性塑料产量 CAGR 为 11.08%。电子封装材料:**根据招股书, 公司电子封装材料产品形态主要为 LED 芯片封装用电子胶粘剂, 应用于新型显示、半导体通用照明、半导体专用照明、半导体器件封装及航空航天等领域。受益于下游及终端应用领域的快速发展, 电子胶粘剂市场近年来展现出强劲的增长态势。根据 QYResearch 数据, 2024 年全球电子胶市场销售额达 64.9 亿美元, 同比增长 2.74%, 预计 2031 年有望达到 92.33 亿美元, 2024 年至 2031 年复合增长率预计为 5.16%。**高性能改性塑料:**根据招股书, 近年来, 我国各类终端工业产品轻量化、定制化、环保化趋势显著, 汽车、家电等下游行业快速发展, 国内改性塑料产量及需求量保持快速增长推动改性塑料市场扩张。根据中商产业研究院数据, 2019-2023 年, 我国改性塑料产量由 1,955 万吨增长至 2,976 万吨, 年复合增长率达 11.08%, 2024 年产量或为 3,320 万吨。华海诚科、德邦科技、世华科技及安集科技为电子封装材料业务同行业公司; 会通股份、南京聚隆及银禧科技为高性能改性塑料业务同行业上市公司。
- **申购建议: 建议关注。**电子封装材料方面, 据招股书, 公司电子封装材料产品性能已达到与美国杜邦、日本信越、日本稻畑等国际知名厂商相当水平, 在我国 LED 芯片封装用电子胶粘剂领域处于领先地位。高性能改性塑料方面, 公司在多个细分市场均处于国内领先地位。同行业公司 PE TTM 中值为 60X, 建议关注。
- **风险提示: 电子封装材料产品迭代及技术开发风险、行业波动及下游领域政策变化风险、原材料价格波动和供应风险**

内容目录

1. 1.发行信息	4
1.1. 发行情况:发行价格 8.14 元/股, 发行市盈率 13.49X.....	4
1.2. 募投: 公司募投项目预计总投资额达 2.26 亿元	4
2. 深耕电子封装材料及高性能改性塑料, 2022-2025 年归母净利润 CAGR 达 21%	5
2.1. 业务: 2025 年电子封装材料营收达 2.70 亿元, 占主营业务收入的 57.77%	6
2.2. 模式: 2025 年前五大客户占比 17.02%, 三安半导体为第一大客户	9
2.3. 财务: 2026Q1 公司实现营收 1.14 亿元 (yoy+14.73%)、归母净利润 2161 万元 (yoy+24.78%)	10
3. 2024-2031 年全球电子胶市场 CAGR 或将达 5.16%, 2019-2023 年我国改性塑料产量 CAGR 为 11.08%	11
4. 申购建议: 电子封装材料性能媲美国际巨头, 建议关注	18
5. 风险提示	18

图表目录

图表 1: 康美特本次发行价格 8.14 元/股	4
图表 2: 本次发行战略配售发行数量为 212 万股	4
图表 3: 公司募投项目预计总投资额达 2.26 亿元	5
图表 4: 康美特技术持有 27.49%的股份为公司的控股股东, 康美特技术及葛世立为公司的实际控制人	5
图表 5: 公司电子封装材料包含有机硅封装材料及环氧封装材料	6
图表 6: 公司高性能改性塑料产品形态为改性可发性聚苯乙烯	8
图表 7: 2025 年电子封装材料营收达 2.70 亿元 (单位: 万元)	9
图表 8: 2025 年电子封装材料的毛利率为 56.98%	9
图表 9: 2025 年公司前五大客户包括泉州三安半导体、盐城东山精密和安徽千乙包装等	9
图表 10: 2026Q1 公司实现营收 1.14 亿元 (yoy+14.73%)、归母净利润 2161 万元 (yoy+24.78%)	10
图表 11: 电子封装材料及电子胶粘剂在电子产业链中的位置图示	12
图表 12: 预计 2024-2031 年全球电子胶市场销售额 CAGR 将达 5.16%	12
图表 13: 2020-2024 年我国 LED 封装市场规模由 666 亿元增至 784 亿元	13
图表 14: 2017-2023 年我国新型显示市场规模 CAGR 达 15.65%	13
图表 15: 2024 年我国 LED 显示屏市场规模或增至 634 亿元	14
图表 16: 预计 2024-2028 年我国 Mini LED 直显市场规模 CAGR 将为 30.05%	14
图表 17: 2024 年我国 LED 照明市场规模或增至 7,169 亿元	14
图表 18: 2023 年我国植物补光设备及 LED 植物补光设备市场规模分别为 80.18 亿元及 37.15 亿元 (亿元)	15
图表 19: 2024 年我国智能照明市场规模或增至 479 亿元, 同比增长 12.71%	15
图表 20: 塑料改性以五大通用塑料、五大工程塑料及特种工程塑料为基材	15
图表 21: 2019-2023 年我国改性塑料产量 CAGR 达 11.08%	16
图表 22: 2024 年我国头盔行业市场规模或为 64.93 亿元	16
图表 23: 预计 2025-2031 年全球高性能塑料泡沫防护包装市场规模 CAGR 将为 4.61%	16
图表 24: 公司同行业公司主要包括华海诚科和会通股份等	17
图表 25: 同行业公司 PE TTM 中值为 60X (数据截至 2026.06.25)	18

1.1. 发行信息

1.1. 发行情况: 发行价格 8.14 元/股, 发行市盈率 13.49X

康美特本次发行价格 8.14 元/股, 发行市盈率 13.49X, 申购日为 2026 年 6 月 29 日。本次发行数量为 2121 万股, 发行后总股本为 14141 万股, 本次发行数量占发行后总股本的 15%。经我们测算, 公司发行后预计可流通股本比例为 61.52%, 老股占可流通股本比例为 75.62%。

图表 1: 康美特本次发行价格 8.14 元/股

基本信息	股票代码	920189.BJ	所属国民经济行业	电子专用材料制造
	股票简称	康美特	发行代码	920189
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	8.14
	募集金额(万元)	17,265	主承销商	广发证券股份有限公司
	初始发行股份数量(万股)	2,121	占发行后总股本比例	15.00%
	战略配售比例	10.00%	超额配售比例	0.00%
日期与申购限制	路演日	2026-06-26	申购日	2026-06-29
	申购款退回日	2026-07-01	网上最高申购量(万股)	95.44
基本面信息	2025 年总营收(亿元)	4.69	2025 年归母净利润(万元)	8,532.72
	2025 年毛利率	40.76%	2025 年加权 ROE%	15.81%
	2025 年营收增速	11.07%	2025 年归母净利润增速	36.09%
股本信息	发行前总股本(万股)	12,020.00	发行前限售股(万股)	5,442.16
	发行后预计可流通比例	61.52%	老股占可流通股本比例	75.62%
价格信息	发行 PE(LYR)(倍)	13.49	发行后 2025 EPS(元)	0.60

资料来源: Wind、公司公告、华源证券研究所

注: 除发行后预计可流通比例, 其余均不考虑超额配售

本次发行战略配售发行数量为 212 万股, 占本次发行数量的 10%。有 4 家战略投资者参与公司的战略配售。

图表 2: 本次发行战略配售发行数量为 212 万股

序号	战略投资者名称	拟认购金额(元)	限售期安排
1	广发原驰·康美特战略配售 1 号集合资产管理计划	14,866,082	12
2	厦门乾照光电股份有限公司	599,918	12
3	海宁市泛半导体产业投资有限公司	299,552	12
4	广发乾和投资有限公司	1,499,388	12
	合计	17,264,940	-

资料来源: 公司公告、华源证券研究所

1.2. 募投: 公司募投项目预计总投资额达 2.26 亿元

此次发行募集资金拟投资于半导体封装材料产业化项目(有机硅封装材料)和补充流动资金。半导体封装材料产业化项目预计将建设合计年产 1,000 吨有机硅封装材料产线, 公司

计划购置搪瓷反应釜、压料机、离心机等生产设备，从而巩固前沿产品技术先发优势、紧抓市场发展机遇，有望为公司可持续发展奠定坚实基础。

图表 3：公司募投项目预计总投资额达 2.26 亿元

序号	项目名称	预计投资金额(万元)	拟投入募集资金金额(万元)
1	半导体封装材料产业化项目(有机硅封装材料)	15,965.51	15,500.00
2	补充流动资金	6,600.00	6,600.00
	合计	22,565.51	22,100.00

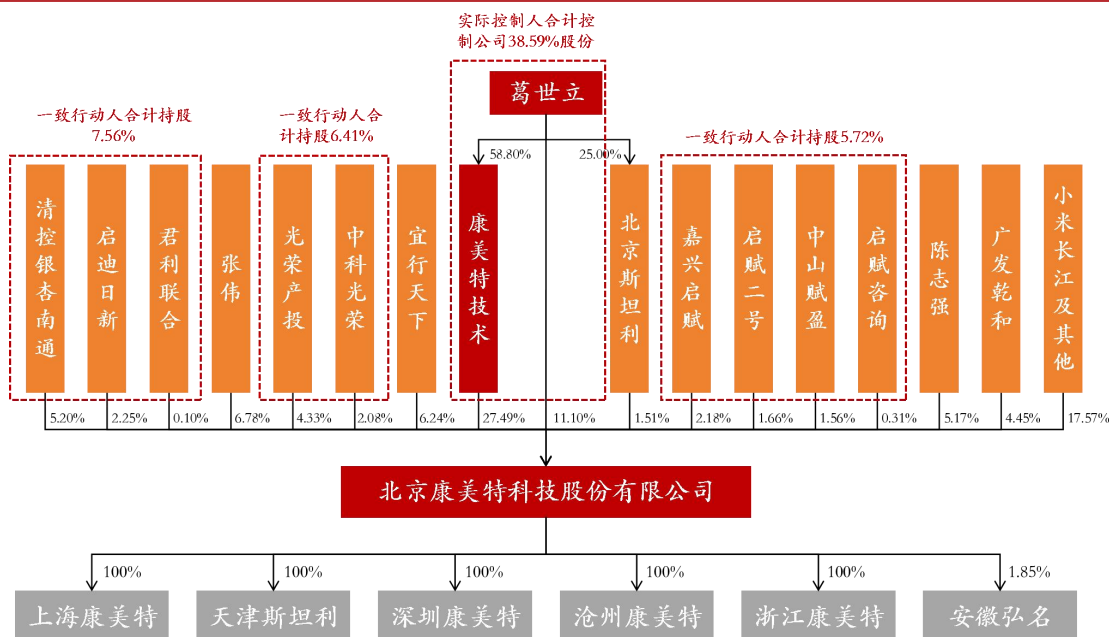
资料来源：公司招股书、华源证券研究所

2. 深耕电子封装材料及高性能改性塑料，2022-2025 年归母净利润 CAGR 达 21%

公司主要从事电子封装材料及高性能改性塑料等高分子新材料产品的研发、生产、销售。自设立以来，公司坚持以研发驱动业务发展，围绕有机硅封装材料、环氧封装材料及改性可发性聚苯乙烯材料三大技术平台持续进行技术突破和产业化。公司电子封装材料的主要产品形态为 LED 芯片封装用电子胶粘剂，广泛应用于新型显示、半导体照明、半导体器件封装及航空航天等领域。公司高性能改性塑料的产品形态为改性可发性聚苯乙烯，广泛应用于运动及交通领域头部安全防护、液晶面板及锂电池等易损件防护以及建筑节能等领域。目前，公司已建立完整的研发、生产体系并拥有完全自主知识产权。截至 2025 年末，公司拥有已获授权发明专利 40 项，实用新型专利 60 项。

截至 2026 年 6 月 26 日，康美特技术持有公司 27.49% 的股份，为公司第一大股东；康美特技术及其实际控制人葛世立合计直接持有公司 38.59% 的股份，康美特技术为公司的控股股东。

图表 4：康美特技术持有 27.49% 的股份为公司的控股股东，康美特技术及葛世立为公司的实际控制人



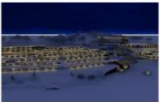
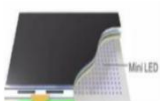
资料来源：公司招股书、华源证券研究所 注：数据截至 2026 年 6 月 26 日

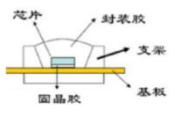
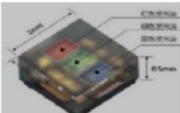
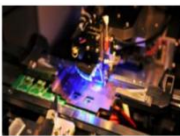
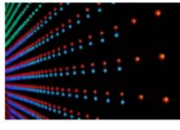
2.1. 业务：2025 年电子封装材料营收达 2.70 亿元，占主营业务收入的 57.77%

(1) 电子封装材料

公司电子封装材料包含有机硅封装材料及环氧封装材料，均属于聚合物基封装材料。有机硅材料的关键性能包含优异的耐温性，即高温、低温环境下的结构稳定性；良好的耐候性，即大气环境中不易被紫外线及臭氧所分解；稳定的电绝缘性能，即产品介电损耗、耐高压、具有优异的表面电阻系数等。基于其优异的耐光热老化性能，有机硅封装材料在大功率及低波长 LED 芯片封装方面有着显著优势，如液晶显示背光模组、半导体照明、紫外 LED 等。环氧树脂材料具有力学性能高、内聚力强、分子结构致密、粘接性能及气密性优异等特点。基于其优异的机械性能，环氧树脂能够对芯片起到强有力的保护，在单颗芯片功率较小、封装后直接组装形成全彩 LED 直显示屏的 LED 芯片封装以及指示传感、航空航天等应用方面具有显著优势。

图表 5：公司电子封装材料包含有机硅封装材料及环氧封装材料

产品类别	产品名称	产品简介	下游应用领域图示
电子封装材料	有机硅封装材料	高折射率有机硅封装胶	   
	有机硅封装材料	Mini LED 有机硅封装胶	   

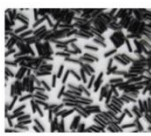
电子封装材料		常规折射率有机硅封装胶	主要应用于大功率 LED、紫外 LED 器件的封装，下游领域包括半导体专用照明、消毒杀菌及光固化等。产品固化后状态呈橡胶状或凝胶状，在紫外至可见光范围内具有高透光率，光学性能优异，具有良好的耐热性，固化过程收缩小，与陶瓷或铝基板粘结性高，环保无溶剂。	 
		有机硅固晶胶	主要用于 LED 芯片的绝缘固晶，广泛应用于液晶显示背光模组、半导体通用照明、半导体专用照明等领域。产品对于金属、LED 芯片具有高粘接性，在广泛的温度范围内保持推力稳定，且耐光热老化性能优异，导热率高，器件热阻小、光衰减低。	
	环氧封装材料	电子环氧封装胶	主要应用于新型显示领域中的室内、户外用全彩 LED 直显屏，对于各类基材均具有良好的粘接性能、低湿敏性、耐冷热冲击性，收缩应力低，可适用于恶劣的户外环境，可靠性高；可实现均匀一致的哑光效果，有效解决眩光问题，提高观看舒适度。	 
		LED 环氧模塑料	主要应用于新型显示领域中的小间距全彩 LED 直显屏、智能家电及穿戴设备用指示、传感器件，具有应力低、与基材的粘接性强、低湿敏性、优异的耐候性等特点，工艺适用性高，满足不同模压工艺要求。	 
		导电银胶	主要用于半导体芯片及 LED 芯片的导电固晶，广泛应用于新型显示、半导体器件封装等领域，起到粘接芯片作用的同时具有良好的导热导电性能，高温下仍能保持较高的推力，保证半导体器件的性能和使用寿命。	 
		Mini LED 环氧封装胶	针对全彩 Mini LED 直显屏的性能需求研发，具有高强度、低翘曲、高气密性、耐冷热冲击等特点，可靠性优异。封装后显示屏具有良好的墨色一致性，可实现高对比度显示。	 
		航空航天用环氧封装胶	主要用于航空器中陀螺仪、导航系统设备传感器以及导电环等装置的封装，产品绝缘性好，耐热性高，抗蠕变性能好，线膨胀系数低，对不同材料尤其是贵金属具有良好粘接性，能够适应严格的高低温交变条件，且具有良好的工艺特性，能够保障航空航天飞行器的正常运行。	 

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

（2）高性能改性塑料

公司高性能改性塑料产品形态为改性可发性聚苯乙烯，系将聚苯乙烯树脂与物理性发泡剂及其他改性助剂等按一定比例进行高温熔融、混合挤出后，切粒形成的尚未发泡的塑料珠粒。下游客户采购公司产品后，需对珠粒进行发泡处理，发泡后珠粒体积可扩大数十倍，可通过不同模具进行模压成型。

图表 6：公司高性能改性塑料产品形态为改性可发性聚苯乙烯

产品类别		产品简介	产品图示	下游应用领域图示
高性能改性塑料	高抗冲改性聚苯乙烯	超轻抗冲防护材料 通过精准的工艺控制及配方设计使戊烷发泡剂在特定温度、压力条件下溶胀、扩散进入聚苯乙烯分子之间，珠粒预发后内部形成超细密、封闭泡孔结构，从而具备优异的抗冲击性能。产品系列包含条形及球形材料，其中条形材料主要应用于自行车、赛车、轮滑、滑雪等专业运动头盔生产，产品形状为类圆柱体，珠粒间熔接性强，抗冲击性能显著；球形材料主要用于电动车、摩托车等交通头盔生产，泡孔结构细密，抗冲击性能优异。	 	 
	烯烃增韧防护材料	利用可发性聚苯乙烯的烯烃增韧改性技术，通过聚苯乙烯材料和低熔点聚乙烯材料的均匀混合，克服了可发性聚苯乙烯韧性不足的缺点，形成具有强度高、回弹性强、防静电性能佳、隔热性好、重量轻、耐腐蚀性强等优点的新型高分子材料，用于液晶面板及锂电池等易损件的防护，可大幅度减少产品破损。		 
	高热阻改性聚苯乙烯	通过在聚苯乙烯中均匀添加经表面处理的天然鳞片状石墨并实现“超临界”状态下的均相混合，利用石墨对红外线的反射能力，使产品获得优越的阻热性能。产品导热系数低，阻燃等级达到 B1 级（难燃级），同时具有超轻、低吸水率及高抗压强度等特性，属于高性能新型建筑节能材料，是可用于“被动式建筑”等绿色节能建筑外墙保温。		 

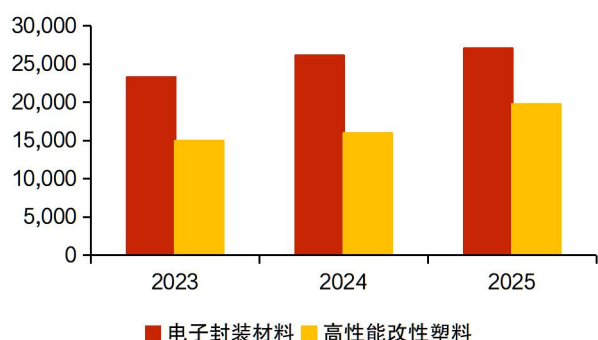
资料来源：公司招股书、华源证券研究所

收入情况：公司主营业务产品包括电子封装材料和高性能改性塑料。2023-2025 年，电子封装材料销售收入分别为 23,259.15 万元、26,095.36 万元和 27,019.65 万元，占主营业务收入的比例分别为 60.90%、62.09%和 57.77%。2024 和 2025 年，电子封装材料销售收入同比分别增长 12.19%和 3.54%，其中销量增长为公司电子封装材料产品收入增长的主要因素。2023-2025 年，高性能改性塑料销售收入分别为 14,933.26 万元、15,929.94 万元和 19,747.81 万元，占主营业务收入的比重分别为 39.10%、37.91%和 42.23%。2024 和 2025 年，高性能改性塑料销售收入同比分别增长 6.67%和 23.97%，其中销量增长同样为增长的主要因素。

毛利率情况：2023-2025 年，公司主营业务产品综合毛利率分别为 36.18%、38.93%和 40.79%，毛利率逐年上升主要系受上游市场原料价格下降和公司收入产品结构变动的综合影

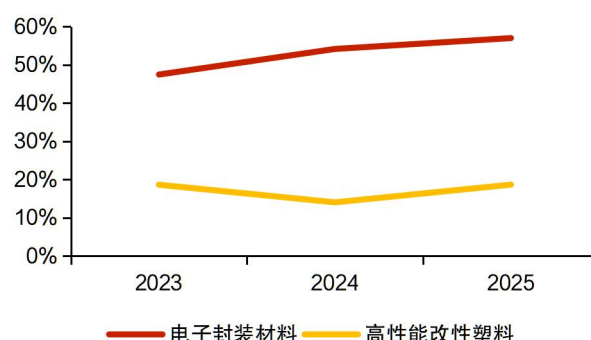
响。分产品来看，2023-2025 年，**电子封装材料**毛利率分别为 47.45%、54.14%和 56.98%，2024 年电子封装材料毛利率同比上升 6.69 个百分点，主要系高毛利率的新型显示领域产品占比提升以及部分主要原材料平均采购单价下降。2025 年电子封装材料毛利率同比上升 2.84 个百分点，主要系新型显示领域产品毛利率持续上升；2023-2025 年，**高性能改性塑料**毛利率分别为 18.62%、14.02%和 18.65%，2024 年高性能改性塑料毛利率同比下降 4.59 个百分点，主要受产品结构变化、上游原油涨价、终端季节性需求淡季结束等影响。2025 年高性能改性塑料毛利率同比上升 4.63 个百分点，主要系公司高性能改性塑料的主要原材料通用级聚苯乙烯平均采购单价同比下降 15.97%。

图表 7：2025 年电子封装材料营收达 2.70 亿元（单位：万元）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 8：2025 年电子封装材料的毛利率为 56.98%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

2.2. 模式：2025 年前五大客户占比 17.02%，三安半导体为第一大客户

公司销售模式以直销模式为主，以经销模式作为补充。其中直销模式包含一般直销模式、居间销售模式及寄售模式。2025 年，公司前五大客户分别为泉州三安半导体、盐城东山精密、安徽千乙包装、北京影深科技和鸿利智汇集团。2023-2025 年，公司前五大客户收入合计占同期营业收入比例分别为 21.68%、18.45%和 17.02%，公司不存在向单个客户的销售比例超过当期销售总额 50%或严重依赖少数客户的情形。

图表 9：2025 年公司前五大客户包括泉州三安半导体、盐城东山精密和安徽千乙包装等

年份	序号	客户名称	主要销售内容	金额（万元）	占营业收入比例
2025	1	泉州三安半导体科技有限公司	环氧封装材料	1,903.14	4.06%
	2	盐城东山精密制造有限公司	环氧封装材料	1,691.38	3.60%
	3	安徽千乙包装材料有限公司	高抗冲改性聚苯乙烯	1,670.99	3.56%
	4	北京影深科技发展有限公司	高抗冲改性聚苯乙烯	1,385.84	2.95%
	5	鸿利智汇集团股份有限公司	有机硅封装材料	1,337.59	2.85%
		合计	-	7,988.95	17.02%
2024	1	江西瑞晟光电科技有限公司	环氧封装材料	2,540.97	6.01%
	2	鸿利智汇集团股份有限公司	有机硅封装材料	1,535.31	3.63%

2023	3	北京影深科技发展有限公司	高抗冲改性聚苯乙烯	1,504.78	3.56%
	4	亿光电子（中国）有限公司	有机硅封装材料、环氧封装材料	1,131.33	2.68%
	5	山西高科华兴电子科技有限公司	环氧封装材料	1,085.11	2.57%
		合计	-	7,797.49	18.45%
	1	江西瑞晟光电科技有限公司	环氧封装材料	3,336.47	8.68%
	2	鸿利智汇集团股份有限公司	有机硅封装材料	1,660.02	4.32%
	3	北京影深科技发展有限公司	高抗冲改性聚苯乙烯	1,524.09	3.97%
	4	深圳市瑞丰光电子股份有限公司	有机硅封装材料、环氧封装材料等	905.22	2.36%
	5	北京海盛家业建材有限公司	高热阻改性聚苯乙烯	901.8	2.35%
		合计	-	8,327.61	21.68%

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

2.3. 财务：2026Q1 公司实现营收 1.14 亿元（yoy+14.73%）、归母净利润 2161 万元（yoy+24.78%）

营收方面，2022-2026Q1，公司营业收入分别为 3.41 亿元、3.84 亿元、4.23 亿元、4.69 亿元和 1.14 亿元，同比增速分别为-24.29%、12.56%、9.99%、11.07%和 14.73%。2025 年公司营业收入同比有所增长，主要系：一方面随着下游市场 Mini LED 背光商业化进程加速，Mini LED 背光领域产品收入同比增长 2,215.28 万元、提升 47.65%；另一方面，随着公司进入京东方、亿纬锂能及三星等知名电子电器制造企业供应链，公司易损件防护领域产品需求持续增长，易损件防护领域产品收入同比增长 2,833.92 万元、提升 81.53%。

利润方面，2022-2026Q1，公司归母净利润分别为 4795.42 万元、4513.51 万元、6270.07 万元、8532.72 万元和 2160.56 万元，同比增速分别为 45.94%、-5.88%、38.92%、36.09% 和 24.78%。

盈利能力方面，2022-2026Q1，公司销售毛利率分别为 31.17%、36.16%、38.86%、40.76%和 41.82%，毛利率逐年上升。2025 年公司毛利率同比有所上升，主要系高毛利率产品收入占比上升以及成本端材料价格下降。

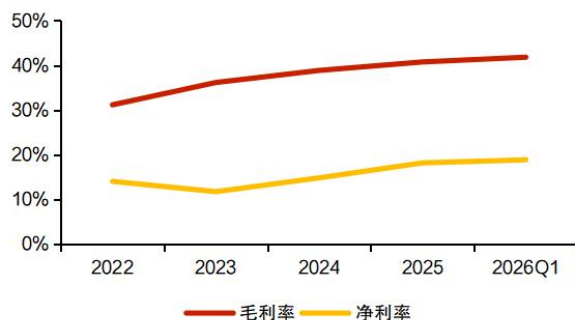
成本管控方面，2022-2026Q1，公司期间费用分别为 6017.79 万元、8076.38 万元、7911.04 万元、8782.03 万元和 1785.34 万元，期间费用率分别为 17.63%、21.02%、18.72%、18.71%和 15.60%，随着公司经营规模不断扩大，公司总体费用合理，与业务规模相匹配。

图表 10：2026Q1 公司实现营收 1.14 亿元（yoy+14.73%）、归母净利润 2161 万元（yoy+24.78%）

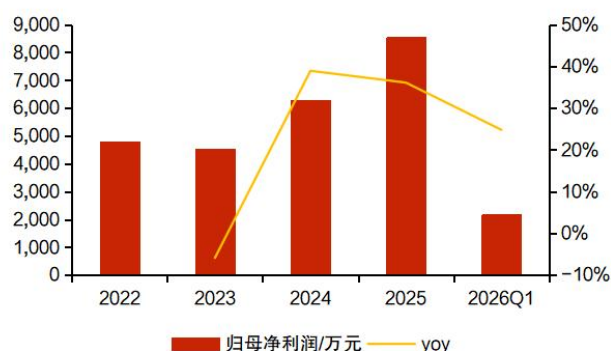
历年营收及增速



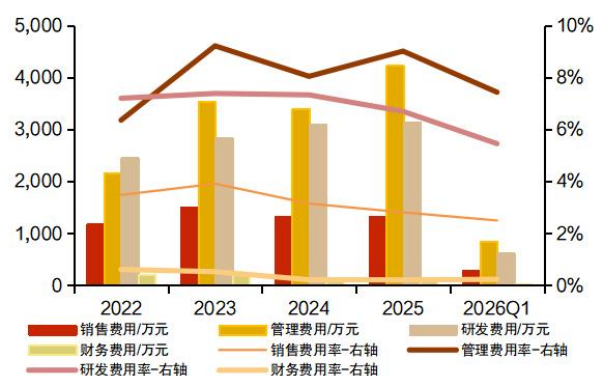
销售毛利率及净利率



历年归母净利润及增速



四项费用情况



资料来源：iFinD、华源证券研究所

3. 2024-2031 年全球电子胶市场 CAGR 或将达 5.16%， 2019-2023 年我国改性塑料产量 CAGR 为 11.08%

➤ 电子封装材料

根据公司招股书，公司电子封装材料产品形态主要为 LED 芯片封装用电子胶粘剂，应用于新型显示、半导体通用照明、半导体专用照明、半导体器件封装及航空航天等领域。电子封装材料产业是电子元器件、电子电器制造产业链的重要支撑产业，在电子材料中占据重要地位，是推动封装技术演进、电子元器件性能持续提升的重要驱动。

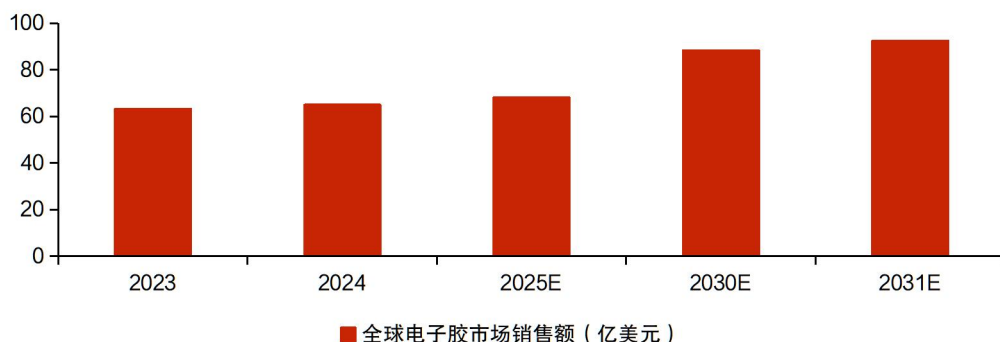
图表 11：电子封装材料及电子胶粘剂在电子产业链中的位置图示



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

根据公司招股书，**电子胶粘剂主要为应用于电子电器粘接、封装的胶粘剂产品**。受益于下游及终端应用领域的快速发展，电子胶粘剂市场近年来展现出强劲的增长态势。根据 QYResearch 数据，2024 年全球电子胶市场销售额达 64.9 亿美元，同比增长 2.74%，预计 2031 年有望达到 92.33 亿美元，2024 年至 2031 年复合增长率预计为 5.16%。

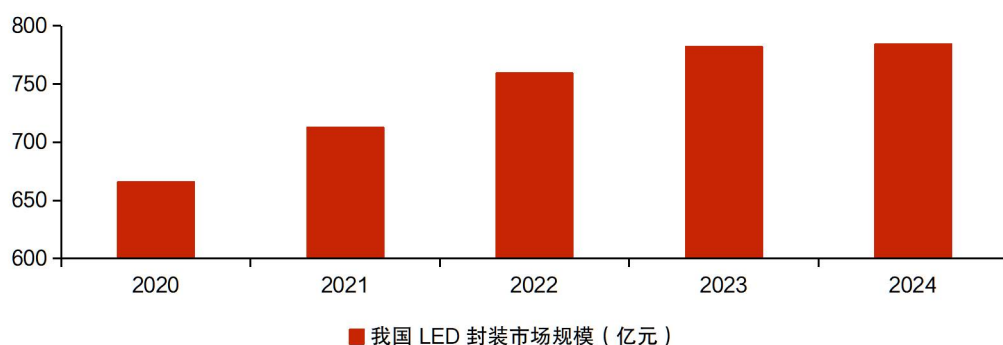
图表 12：预计 2024-2031 年全球电子胶市场销售额 CAGR 将达 5.16%



资料来源：QYResearch、公司招股书、华源证券研究所

根据公司招股书，受益于政策支持、电子产业链向我国快速转移等因素，我国已逐步成为全球 LED 封装的主要基地，封装技术水平逐步提升。根据中商产业研究院及 CSA Research 数据，2020 年至 2024 年，我国 LED 封装市场规模由 665.50 亿元增至 784 亿元。随着小间距全彩 LED 直显技术、Mini/Micro LED 技术等新型 LED 封装技术逐步导入商业化量产，LED 封装产业及产业链上下游投资进程加快，为应用于 LED 芯片封装的电子封装材料市场注入了新的活力。

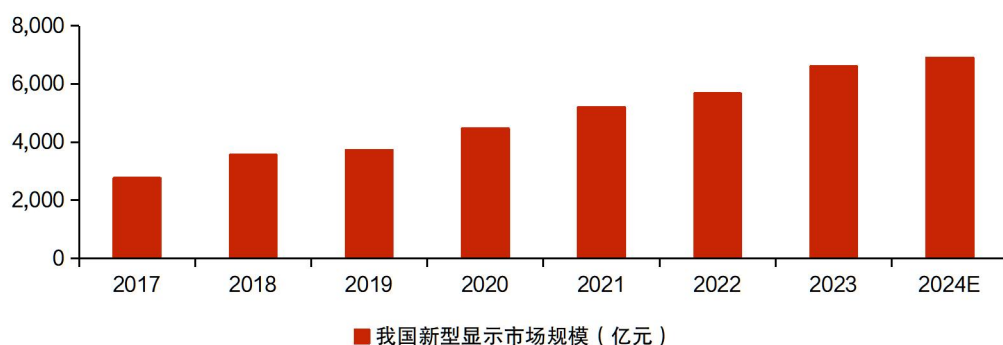
图表 13：2020-2024 年我国 LED 封装市场规模由 666 亿元增至 784 亿元



资料来源：中商产业研究院、CSA Research、华源证券研究所

根据公司招股书，新型显示技术主要包括液晶显示（LCD）、全彩 LED 直显及 OLED 显示等。近年来，随着电视、智能手机、平板电脑、笔记本电脑等成熟消费电子产品的普及，可穿戴设备、AR/VR 设备等新兴产品的大量涌现及商用显示、车载显示等细分市场的快速增长，全球新型显示行业发展迅速，存量和增量市场广阔。作为全球最大的显示面板生产制造基地和研发应用地区，我国新型显示市场规模持续增长。根据中商产业研究院数据，2017 至 2023 年，中国新型显示产业规模由 2,758 亿元增长至 6,600 亿元，年均复合增长率达 15.65%，2024 年产业规模或达 6,900 亿元。

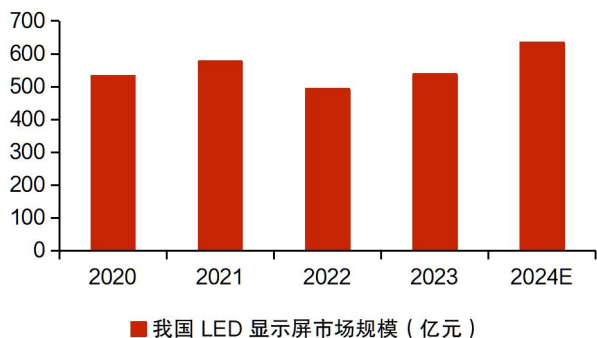
图表 14：2017-2023 年我国新型显示市场规模 CAGR 达 15.65%



资料来源：中商产业研究院、公司招股书、华源证券研究所

根据公司招股书，全彩 LED 直显屏由 RGB 三色 LED 灯珠组成，具有高亮度、可实现超大尺寸、技术发展成熟等特点。根据高工产业研究院数据，2023 年我国 LED 显示屏总体市场规模约为 537 亿元，同比增长 8.92%，2024 年 LED 显示屏市场规模或增至 634 亿元。Mini LED 直显技术是小间距全彩 LED 直显技术的升级，芯片尺寸及点间距进一步缩小，目前主要应用于 100 英寸以上的显示市场，技术成熟度仍有较大提升空间。随着 COB 封装技术的进步，Mini LED 直显成本有望快速下降，或将逐渐替代小间距全彩 LED 直显等超大尺寸显示方案，带动用于 Mini LED 直显的环氧封装材料市场规模扩张。根据洛图科技预测，2028 年全球 Mini LED 直显市场规模预计将达到 33 亿美元，2024 年至 2028 年年复合增长率约为 40%。根据中商产业研究院及头豹研究院数据，2023 年我国 Mini LED 直显市场规模约为 14.72 亿元，2024 年或为 21 亿元，同比增长 42.66%。预计 2028 年市场规模将增至 60.07 亿元，2024 年至 2028 年年复合增长率为 30.05%。

图表 15：2024 年我国 LED 显示屏市场规模或增至 634 亿元



资料来源：高工产业研究院、公司招股书、华源证券研究所

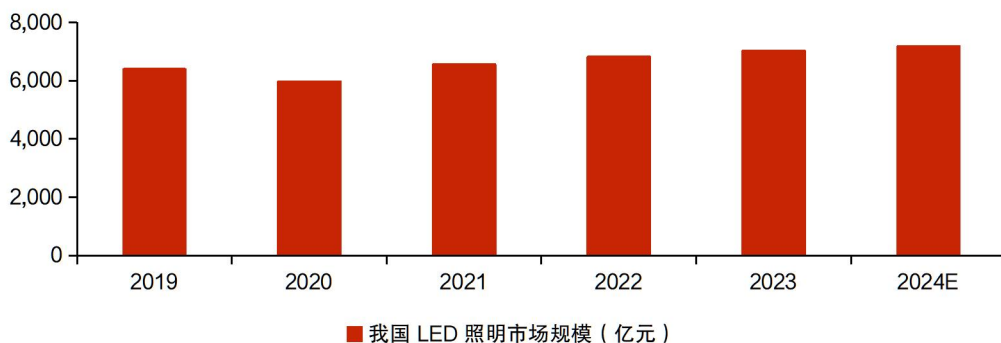
图表 16：预计 2024-2028 年我国 Mini LED 直显市场规模 CAGR 将为 30.05%



资料来源：中商产业研究院、头豹研究院、公司招股书、华源证券研究所

根据公司招股书，受益于半导体照明普及，包含封装材料、衬底材料制造、芯片生产在内的上游关键环节及中游 LED 器件封装领域发展迅速。根据 CSA Research 及中商产业研究院数据，2013 年我国 LED 照明渗透率仅 6.1%，2017 年渗透率已提升至 65.4%，2023 年增长至 77.2%。根据中商产业研究院数据，2023 年我国 LED 照明市场规模达 7,012 亿元，2024 年或为 7,169 亿元。

图表 17：2024 年我国 LED 照明市场规模或增至 7,169 亿元

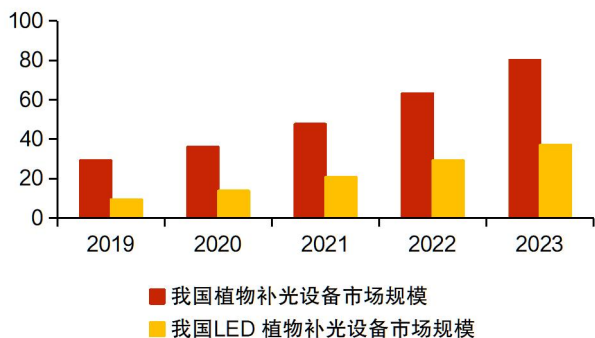


资料来源：中商产业研究院、公司招股书、华源证券研究所

根据公司招股书，近年来，全球极端天气的频繁出现增强了各国粮食危机意识，随着现代农业的发展，温室大棚和植物工厂等新型农业形式更加普及，植物补光设备需求量将持续增长。根据头豹研究院预测，2025 年全球植物照明市场规模或达到 86.5 亿美元，2023 年至 2025 年复合增长率为 23.6%。根据观研天下统计数据，2023 年我国植物补光设备及 LED 植物补光设备市场规模分别为 80.18 亿元及 37.15 亿元，2019 年至 2023 年复合增长率分别为 28.74% 和 41.00%。

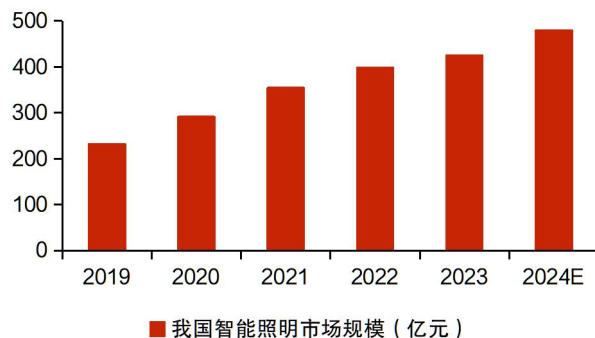
根据公司招股书，5G、物联网及人工智能等技术的推广带动全球向万物互联时代迈进，照明行业亦向着数字化、智能化、功能集成化进发，寻求个性化新突破，智能照明在家居、商业照明及工业照明领域取得了显著进展。根据中商产业研究院数据，2023 年我国智能照明市场规模约为 425 亿元，2024 年或增至 479 亿元，同比增长 12.71%。

图表 18：2023 年我国植物补光设备及 LED 植物补光设备市场规模分别为 80.18 亿元及 37.15 亿元（亿元）



资料来源：观研天下、公司招股书、华源证券研究所

图表 19：2024 年我国智能照明市场规模或增至 479 亿元，同比增长 12.71%



资料来源：中商产业研究院、公司招股书、华源证券研究所

➤ 高性能改性塑料

根据公司招股书，塑料改性以五大通用塑料、五大工程塑料及特种工程塑料为基材，加入特定添加剂，通过物理、化学改性技术或二者相结合的方式使塑料材料具有新颖结构特征。改性塑料在克服传统塑料制品的刚性、韧性不足，受热变形等性能缺陷的同时可兼具阻燃、阻燃、抗静电、抗菌等特殊性能。

图表 20：塑料改性以五大通用塑料、五大工程塑料及特种工程塑料为基材

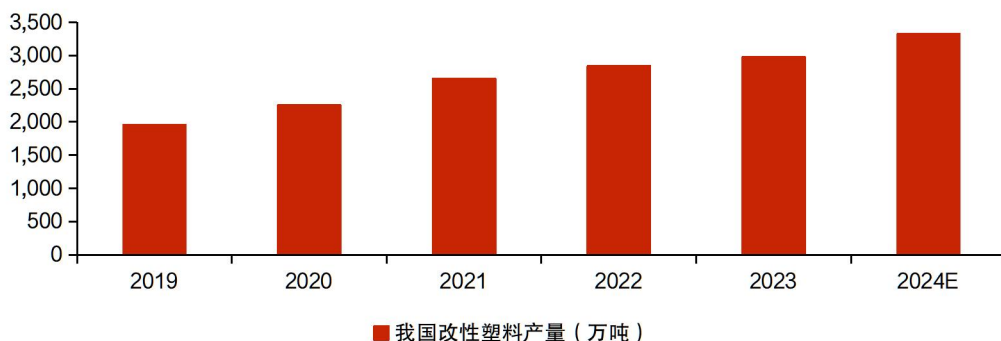


资料来源：公司招股书、华源证券研究所

根据华经产业研究院数据，2023 年全球改性塑料市场规模约为 4,285 亿美元，同比上升 4.6%，北美仍是全球最大的改性塑料市场，市场规模占比达 32.1%，其次是欧盟和亚洲。根据公司招股书，近年来，我国各类终端工业产品轻量化、定制化、环保化趋势显著，汽车、家电等下游行业快速发展，国内改性塑料产量及需求量保持快速增长推动改性塑料市场扩张。根据前瞻产业研究院数据，我国塑料改性化率已由 2010 年约 16%提升至 2023 年约 25%，但相比全球塑料改性化率 50%的平均水平仍有较大提升空间。近年来，在相关政策的大力支持下，我国改性塑料市场已实现大幅增长。根据中商产业研究院数据，2019-2023 年，我国

改性塑料产量由 1,955 万吨增长至 2,976 万吨，年复合增长率达 11.08%，2024 年产量或为 3,320 万吨。

图表 21：2019-2023 年我国改性塑料产量 CAGR 达 11.08%



资料来源：中商产业研究院、公司招股书、华源证券研究所

根据公司招股书，公司超轻抗冲防护材料是制造运动及交通专业安全头盔的防护缓冲层的重要原材料。根据智研咨询数据，我国头盔行业的市场规模已由 2015 年的 12.76 亿元增长至 2023 年的 55.37 亿元，2024 年或达到 64.93 亿元。

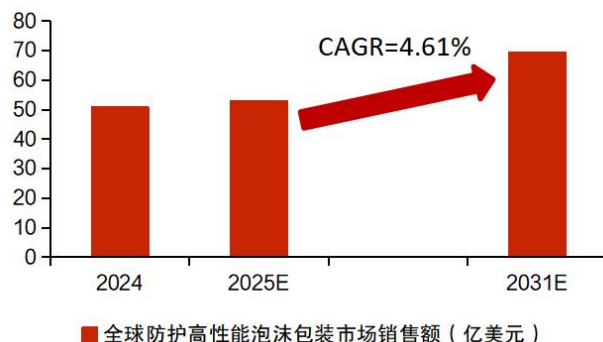
根据公司招股书，公司烯烃增韧防护材料主要用于易损件防护包装，属于高性能改性包装防护材料。根据 QYResearch 数据，全球高性能塑料泡沫防护包装市场规模呈现稳步扩张的态势，2024 年市场规模为 50.72 亿美元，预计 2025 年将增至 52.82 亿美元，2031 年市场规模有望达 69.23 亿美元，2025-2031 年年复合增长率为 4.61%。根据百炼方略(DIResearch) 统计，目前中国是全球最大的塑料泡沫保护包装市场，市场份额约为 35%，其次为欧洲和北美市场，二者共占大约 50%的市场份额。

图表 22：2024 年我国头盔行业市场规模或为 64.93 亿元



资料来源：智研咨询、公司招股书、华源证券研究所

图表 23：预计 2025-2031 年全球高性能塑料泡沫防护包装市场规模 CAGR 将为 4.61%



资料来源：QYResearch、公司招股书、华源证券研究所

➤ 同行业公司

电子封装材料业务：在产品类型、下游应用领域、制造工艺等方面具有相似性的同行业公司有华海诚科（688535.SH）、德邦科技（688035.SH）、世华科技（688093.SH）及安

集科技(688019.SH)。**高性能改性塑料业务:**会通股份(688219.SH)、南京聚隆(300644.SZ)及银禧科技(300221.SZ)为高性能改性塑料业务同行业上市公司。

图表 24：公司同行业公司主要包括华海诚科和会通股份等

业务	公司名称	主营业务	产品结构	应用领域	收入结构	与公司产品相关关系
电子封装材料业务	华海诚科 (688535.SH)	专注于电子封装材料的研发、生产和销售	环氧塑封料、电子胶黏剂	半导体封装环节 (主要包括一级、二级封装)	2025 年环氧塑封料主营业务收入占比 93.58%；胶黏剂主营业务收入占比 6.07%。	主要产品为环氧电子封装材料，应用于电子元器件的封装
	德邦科技 (688035.SH)	专业从事高端电子封装材料研发及产业化	集成电路封装材料、智能终端封装材料、新能源应用材料、高端装备应用材料	集成电路封装、智能终端封装、动力电池封装、光伏叠瓦封装等领域	2025 年新能源应用材料主营业务收入占比 52.28%；智能终端封装材料占比 24.77%；集成电路封装材料主营业务收入占比 16.18%；高端装备应用材料主营业务收入占比 6.65%。	主要产品为电子封装材料，应用于电子元器件的封装
	世华科技 (688093.SH)	从事功能性材料研发、生产及销售	功能性电子材料、高性能光学材料	消费电子、AI 智能硬件、汽车电子、医疗电子、OLED/LCD 等显示领域	2025 年功能性电子材料主营业务收入占比 66.65%；高性能光学材料主营业务收入占比 33.14%。	主要产品均为电子专用材料，应用于新型显示、消费电子等领域
	安集科技 (688019.SH)	主营业务为关键半导体材料的研发和产业化	化学机械抛光液、功能性湿电子化学品和电镀液及添加剂系列产品	集成电路制造和先进封装领域	2025 年化学机械抛光液主营业务收入占比 81.45%；功能性湿电子化学品主营业务收入占比 18.08%。	主要产品均为半导体材料，应用于半导体封装领域
	公司	专注于电子封装材料及高性能改性塑料等高分子新材料的研发、生产和销售	有机硅封装材料及环氧封装材料	广泛应用于新型显示、半导体通用照明、半导体专用照明、半导体器件封装及航空航天等领域	2025 年电子封装材料主营业务收入占比 57.77%，其中有机硅封装材料主营业务收入占比 39.87%，环氧封装材料主营业务收入占比 17.91%。	-
高性能改性塑料业务	会通股份 (688219.SH)	主要从事高分子改性材料的研发、生产和销售	聚烯烃系列、聚苯乙烯系列、工程塑料及其他系列等高分子改性材料	家电市场、汽车市场、通讯领域以及新兴市场领域	2025 年聚烯烃系列主营业务收入占比 59.99%，聚苯乙烯系列主营业务收入占比 14.63%，工程塑料及其他系列主营业务收入占比 24.42%。	主要产品为改性塑料珠粒
	南京聚隆 (300644.SZ)	专注于高分子新材料及其复合材料的研发、生产和销售	高性能改性尼龙、高性能工程化聚丙烯、塑木环境工程材料及其他材料和贸易品	轨道交通扣件系统、汽车零部件、通讯电子电气、建筑工程等领域	2025 年改性工程塑料营业收入占比 44.30%，改性通用塑料营业收入占比 35.16%，长玻纤增强材料营业收入占比 8.83%，弹性体材料营业收入占比 2.10%，塑木环境工程材料营业收入占比 6.67%，碳纤维复合材料结构件营业收入占比 0.76%，发泡及其他营业收入占比 1.64%。	主要产品为改性塑料珠粒
	银禧科技 (300221.SZ)	是一家集研发、生产、销售和技术服务于一体的高分子类新材料改性塑料供应商	改性塑料、智能照明相关产品、3D 打印材料、其他类产品等	塑料行业、电气机械和器材制造业等领域	2025 年改性塑料营业收入占比 80.83%，智能照明相关产品营业收入占比 12.95%，其他类产品营业收入占比 5.65%。	主要产品为改性塑料珠粒
	公司	专注于电子封装材料及高性能改性塑料等高分子新材料的研发、生产和销售	高抗冲改性聚苯乙烯及高热阻改性聚苯乙烯	头部安全防护、易损件防护和建筑节能	2025 年高性能改性塑料主营业务收入占比 42.23%，其中高抗冲改性聚苯乙烯主营业务收入占比 31.20%，高热阻改性聚苯乙烯主营业务收入占比 11.03%。	-

资料来源：各公司公告、公司招股书、华源证券研究所

4. 申购建议：电子封装材料性能媲美国际巨头，建议关注

电子封装材料方面，据公司招股书，公司电子封装材料产品性能已达到与美国杜邦、日本信越、日本稻畑等国际知名厂商相当水平，在我国 LED 芯片封装用电子胶粘剂领域处于领先地位。高性能改性塑料方面，公司专注于改性可发性聚苯乙烯材料的研发、生产、销售，在多个细分市场均处于国内领先地位。同行业公司 PE TTM 中值为 60X，建议关注。

图表 25：同行业公司 PE TTM 中值为 60X（数据截至 2026.06.25）

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2025 年营收/亿元	2025 年归母净利润/万元	2025 年毛利率	2025 年净利率	2025 年研发费用率
华海诚科	688535	210.82	689.63	4.58	2425.21	26.66%	5.24%	10.93%
德邦科技	688035	133.85	116.51	15.47	10760.77	27.50%	7.06%	4.70%
世华科技	688093	97.35	24.51	10.87	39891.44	58.11%	36.71%	5.57%
安集科技	688019	610.93	74.28	25.04	78364.83	56.72%	31.29%	17.76%
会通股份	688219	66.23	33.07	64.90	19478.33	13.75%	3.00%	4.71%
南京聚隆	300644	27.10	21.22	28.61	13245.68	17.05%	4.72%	4.27%
银禧科技	300221	78.22	59.60	21.97	11072.49	20.37%	5.19%	5.11%
均值		174.93	145.55					
中值		97.35	59.60					
康美特	920189.BJ	-	-	4.69	8532.72	40.76%	18.18%	6.69%

资料来源：iFind、华源证券研究所

5. 风险提示

电子封装材料产品迭代及技术开发风险：公司电子封装材料作为 LED 芯片封装的关键材料，对新型显示、半导体通用照明、半导体专用照明、半导体器件等应用产品性能产生直接影响。近年来，半导体通用照明产品逐步向高光效、高品质、低碳化方向发展，车用照明、智慧照明、植物照明、健康照明等多种半导体专用照明快速兴起，新型显示技术则向超薄化、大屏化、超清显示方向持续演进。在此背景下，LED 封装技术呈现高光效、微间距、超薄化的技术发展趋势，新型封装技术路线持续丰富，对上游电子封装材料提出了更高的性能要求，下游封装厂商在选择封装材料供应商时执行更为严苛的考核验证程序。未来，若公司不能准确地把握下游行业的发展趋势，研发响应速度、核心技术储备无法满足下游客户持续发展的应用需求，或在与竞争对手的直接技术竞争中处于劣势，将对公司核心竞争力造成不利影响。

行业波动及下游领域政策变化风险：公司电子封装材料行业属于电子制造业的上游关键支撑行业，其需求受通用照明、专用照明、消费电子、汽车电子等终端消费场景景气度影响较大。未来，若 Mini/Micro LED、全彩 LED 直显等新型显示、专用照明市场增长放缓，公司可能将面临业绩增长受阻或出现下滑的风险。公司高性能改性塑料应用于头部安全防护、易损件防护、建筑节能等领域，与宏观经济及国民消费景气度紧密联系。应用于建筑节能的高热阻改性聚苯乙烯，还与居民住宅、商用建筑等房地产行业存在着高度的关联性。2023-2025 年，我国房地产市场深度调整，作为建筑节能材料，公司高热阻改性聚苯乙烯产品需求受到一定扰动。未来一段时间，若我国房地产市场景气度持续处于低位，可能对公司高热阻改性聚苯乙烯产品销售情况产生一定不利影响。

原材料价格波动和供应风险：公司电子封装材料产品主要原材料包含各类硅烷，环氧树脂等基体树脂，二氧化硅、银粉等粉体类材料，催化剂、抑制剂等助剂，大多属于精细化工行业的下游产品；高性能改性塑料产品主要原材料包含通用级聚苯乙烯（GPPS）、高抗冲聚苯乙烯（HIPS）及发泡剂、阻燃剂、石墨、聚乙烯等改性助剂，大多属于石油化工行业的下游产品。2023-2025 年，公司直接材料成本占主营业务成本的比例分别为 80.24%、80.15% 和 79.18%，占比相对较高，因此原材料价格波动将直接影响公司产品的生产成本，可能导致毛利率下滑。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围使用，并注明出处为“华源证券研究所”，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利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。