仅供内部参考，请勿外传！

申万宏源研究 SWS RESEARCH

基础化工

2026 年 10 月 15 日

道生天合 (601026)

——风电材料平台型企业，布局 AI 及先进封装材料

报告原因：首次覆盖

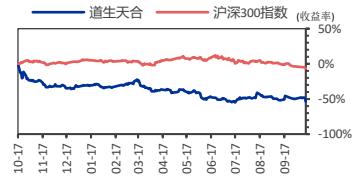
增持（首次评级）

市场数据：	2026 年 10 月 14 日
收盘价（元）	13.45
一年内最高/最低（元）	30.00/13.19
市净率	3.5
股息率%（分红/股价）	3.57
流通 A 股市值（百万元）	1,494
上证指数/深证成指	3,767.23/12,110.59

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	3.86
资产负债率%	44.05
总股本/流通 A 股(百万)	659/111
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

-

证券分析师

李绍程 A0230525070002

lisc@swsresearch.com

联系人

李绍程 A0230525070002

lisc@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司深耕环氧树脂等行业，“风电叶片用环氧树脂系列”销量连续三年位居全球第一，如今已发展成为绿色能源新材料平台型企业。**凭借“真空灌注工艺用快速固化环氧树脂系统”等核心技术，公司迅速在风电叶片材料领域打开市场，历经十年发展，公司已从单一的风电叶片材料供应商，成功转型为覆盖风电叶片用材料、新型复合材料用树脂、新能源汽车及工业胶粘剂、高性能电工绝缘材料四大业务板块的综合性新材料平台企业。26H1 公司实现归母净利润 0.89 亿元，同比增长 4%；扣非后归母净利润 0.85 亿元，同比增长 14%，再创历史新高。
- **风电用环氧树脂需求增速或达 7%，兼具结构升级机遇。公司风电材料产品矩阵完整，深度绑定海外风机巨头，盈利显著领先同行。**根据 GWEC 最新数据，2026-2030 年全球风电新增装机总量预计将达到 969GW，年均新增装机量保持在 194GW，2025-2030 年 CAGR 约 5.2%，其中海风 CAGR 或达 29%。环氧树脂性能优异，被广泛作为叶片基体树脂使用，根据 GWEC 数据及我们测算，2025 年全球风电叶片专用环氧树脂需求量为 67 万吨，2030 年有望进一步增长至 95 万吨，CAGR 达到约 7%。此外，由于海上环境比陆上苛刻得多，因此海风高增速预期及风电叶片大型化趋势下，风电环氧树脂行业逐步迎来结构升级机遇。公司风电叶片用材料产品矩阵完整，覆盖风电叶片制造所需的全部核心材料体系，并凭借过硬的全球化产品质量和稳定的全球交付能力，成为目前唯一同时进入维斯塔斯全球供应链、批量供应环氧树脂+结构胶的中资材料企业，并已成功进入恩德集团（Nordex）、艾纳康（Enercon）的全球供应链体系，海外风电叶片用材料单价及毛利率更高，公司盈利显著领先同行。
- **横向布局新业务，新材料平台逐渐成型。**依托风电领域技术和产品的积累，公司持续横向布局新型复合材料用树脂、新能源汽车及工业胶粘剂、高性能电工绝缘材料，打造新材料矩阵，相关赛道增速快，毛利率较高。
- **切入电子树脂赛道，增资 EMC 子公司，共享时代浪潮。**26 年 8 月公司公告拟以 1 亿元于衢州成立电子材料子公司，布局 PPO 与碳氢树脂等产品；参股子公司上海道宜专注于环氧塑封料 EMC 国产化替代，已实现国内主流半导体封测企业批量供货，26 年 9 月，公司拟增资上海道宜，持股比例提升至约 16%，共享半导体核心材料领域的长期成长红利。
- **盈利预测与估值**：我们预测公司 2026-28 年收入分别为 35.83/39.85/45.82 亿元，归母净利润分别为 1.85/2.56/3.86 亿元，对应增速分别为-9%/38%/51%，EPS 分别为 0.28/0.39/0.58 元/股，3 年归母净利润 CAGR 为 24%。公司 2026 年 PE 约 48 倍，低于可比公司平均 PE 59 倍。考虑到新材料平台逐步成型，进军 AI 及半导体赛道打开成长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**1）风电行业景气度不及预期风险；2）原材料价格大幅波动风险；3）新材料业务市场拓展不及预期风险；4）限售股解禁风险：公司首次公开发行部分限售股和战略配售限售股，股份数量为 229,321,304 股，占公司总股本的 34.78%，该部分限售股锁定期即将届满，将于 2026 年 10 月 19 日上市流通。

财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3,496	1,800	3,583	3,985	4,582
同比增长率（%）	8.0	0.8	2.5	11.2	15.0
归母净利润(百万元)	203	89	185	256	386
同比增长率（%）	30.9	3.6	-8.5	37.9	50.9
每股收益（元/股）	0.31	0.14	0.28	0.39	0.58
毛利率（%）	13.3	14.4	13.4	15.4	16.5
ROE（%）	7.8	3.5	7.3	9.7	13.5
市盈率	44		48	35	23

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预测公司 2026-28 年收入分别为 35.83/39.85/45.82 亿元，归母净利润分别为 1.85/2.56/3.86 亿元，对应增速分别为-9%/38%/51%，EPS 分别为 0.28/0.39/0.58 元/股，3 年归母净利润 CAGR 为 24%。公司 2026 年 PE 约 48 倍，低于可比公司平均 PE 59 倍。考虑到新材料平台逐步成型，进军 AI 及半导体赛道打开成长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

1）风电叶片用材料：整体销量逐年提升，单价小幅下滑，随着海外份额提升，毛利率有所增长；**2）新型复合材料用树脂**：玻纤拉挤树脂销量下滑，碳纤拉挤树脂销量提升，整体销量下滑，单价稳定，毛利率提升；**3）新能源汽车及工业胶粘剂**：销量逐年提升，单价和毛利率小幅下滑；**4）高性能电工绝缘材料**：销量逐年提升，单价和毛利率小幅下滑；**5）结构芯材**：该业务占比较小，假设经营情况与 25 年维持一致；**6）电子树脂**：27 年起 PPO 与碳氢树脂陆续放量，随着市场供给增多，单价和毛利率小幅下滑。

有别于大众的认识

市场认为风电叶片材料同质化严重，盈利能力难有好转。但通过海外主机厂认证的壁垒较高，且一旦进入，客户粘性会较强，由此可获得超越同行的盈利能力。公司风电叶片材料矩阵齐全，质量优异，深度绑定海外头部主机厂，竞争优势显著。

市场质疑公司进入电子树脂赛道的时机，但我们认为随着 AI 产业的加速发展，电子树脂-CCL-PCB 链条技术路径尚未收敛，目前高端电子树脂国产化率仍然较低，竞争公司较少，此时布局具备弯道超车的契机。

股价表现的催化剂

海外业务放量；电子树脂业务取得进展。

核心假设风险

1）风电行业景气度不及预期风险；2）原材料价格大幅波动风险；3）新材料业务市场拓展不及预期风险。

目录

1. 道生天合：锐意进取的绿色能源新材料平台企业 6
1.1 从风电头部向综合性新材料平台演进 6
1.2 股权结构稳定，管理层行业积淀深厚 7
1.3 上市开启新征程，产业结构持续优化 7
1.4 盈利拐点已现，高质量增长可期 10
2. 风电叶片材料：稳固基本盘，海外份额扩张驱动成长 13
2.1 全球风电长周期景气，需求中枢稳步上移 13
2.2 风电用环氧树脂需求增速或达 7%，兼具结构升级机遇 16
2.3 产品力卓越，完整产品线与技术服务构筑核心壁垒 18
2.4 全球化战略发力，深度绑定国际风电整机巨头 19
3. 新材料矩阵：平台化战略落地，构筑第二、第三增长曲线 21
3.1 新型复合材料用树脂：突破“卡脖子”技术，切入高端赛道 21
3.2 新能源汽车及工业胶粘剂：卡位黄金赛道，持续放量在即 22
3.3 高性能电工绝缘材料：国产替代先锋，深耕万亿电网市场 24
4. AI 半导体材料：电子树脂及环氧塑封料为抓手，共享时代浪潮 25
4.1 进军电子树脂赛道，成长加速兑现 25
4.2 增资环氧塑封料子公司，共享成长红利 26
5. 盈利预测与估值 28
5.1 盈利预测 28
5.2 可比公司估值 29
6 风险提示 29

图表目录

图 1：公司发展历史 6
图 2：公司股权结构 7
图 3：公司环氧树脂系列组成 7
图 4：公司主要产品在风电叶片中使用的示意图 8
图 5：道生天合绿色能源新材料平台业务架构 9
图 6：公司营业收入及 YOY 10
图 7：公司归母净利润及 YOY 10
图 8：公司 2025 年营业收入结构 11
图 9：公司 2025 年毛利结构 11
图 10：公司毛利率与净利率 11
图 11：公司分业务毛利率 11
图 12：公司期间费用情况 12
图 13：公司研发费用情况 12
图 14：公司业务产量（吨） 12
图 15：公司业务销量（吨） 12
图 16：2025-2030 全球累计风电装机容量及预测 13
图 17：2025 年全球陆上风电新增装机分区域情况 14
图 18：2025 年全球海上风电新增装机分区域情况 14
图 19：我国风机新增装机量 14
图 20：2026-2030 年欧洲风电新增装机预测（GW） 15
图 21：2010-2023 年国内新增陆上风电装机叶轮直径变化趋势 16
图 22：风电叶片成本占比 16
图 23：全球市场风电叶片专用环氧树脂销量 17
图 24：公司风能产业海上超长叶片解决方案 18
图 25：公司海外风电叶片用材料销量情况 19
图 26：2025 年全球风电整机制造商市场份额 20
图 27：各公司归母净利润情况（亿元） 20
图 28：2025 年各公司风电板块盈利能力比较 20
图 ：中国新能源汽车销量及增长率 ....

图 30：中国新型储能累计装机规模预测 22
图 31：中国电力需求驱动来源 24
图 32：覆铜板产业链 25
图 33：覆铜板成本构成 25
图 34：环氧塑封料在半导体器件封装中的应用 26

表 1：公司主要产品 9
表 2：公司产能情况 10
表 3：公司风电叶片用材料类别 18
表 4：电子树脂分类 25
表 5：我国环氧塑封料各细分市场情况 27
表 6：公司收入和盈利预测 28
表 7：可比公司估值 29

1. 道生天合：锐意进取的绿色能源新材料平台企业

道生天合材料科技（上海）股份有限公司（简称“道生天合”）成立于 2015 年，是一家致力于高性能热固性树脂材料研发、生产和销售的国家级高新技术企业。2025 年 10 月，公司成功登陆上海证券交易所主板（股票代码：601026），正式踏入资本市场新征程。

1.1 从风电头部向综合性新材料平台演进

公司自成立起便聚焦于环氧树脂、聚氨酯等热固性树脂的配方设计与应用开发。凭借“真空灌注工艺用快速固化环氧树脂系统”等核心技术，公司迅速在风电叶片材料领域打开市场。历经十年发展，公司已从单一的风电叶片材料供应商，成功转型为覆盖风电叶片用材料、新型复合材料用树脂、新能源汽车及工业胶粘剂、高性能电工绝缘材料四大业务板块的综合性新材料平台企业。**根据中国石油和化学工业联合会数据，2022-2024 年公司“风电叶片用环氧树脂系列”销量连续三年位居全球第一。**

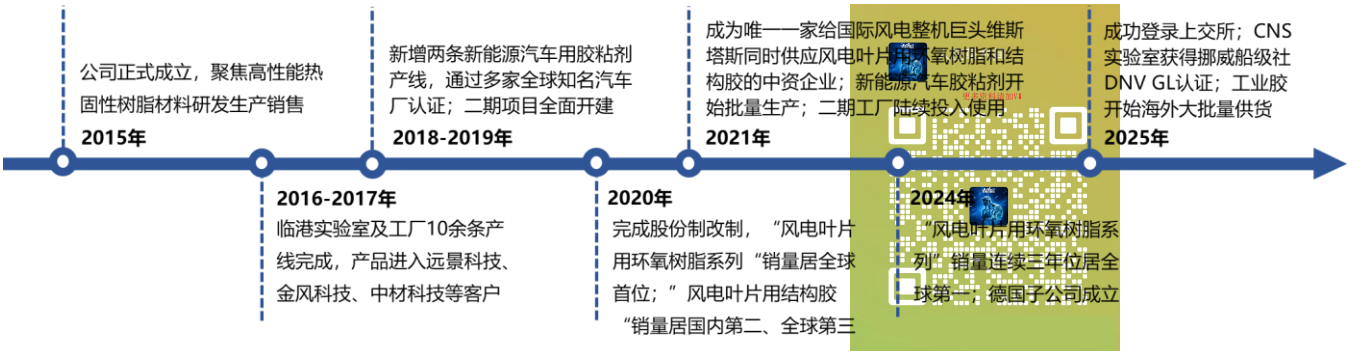
公司的发展历程可分为三个重要阶段：

初创崛起期（2015-2019 年），公司聚焦于环氧树脂、聚氨酯等热固性树脂的配方设计与应用开发，凭借“真空灌注工艺用快速固化环氧树脂系统”等核心技术，迅速在风电叶片材料领域打开市场，产品逐步覆盖国内主要风电叶片厂商。同时公司逐步进入新能源汽车胶粘剂赛道。

规模领先期（2020-2024 年），公司风电叶片用环氧树脂销量连续三年位居全球第一，风电叶片用结构胶销量位居国内第二、全球第三，成功确立了公司在全球风电材料领域的领先地位。

平台化发展期（2025 年至今），公司于 2025 年 10 月 17 日正式登陆上海证券交易所主板上市（发行价 5.98 元/股，募集资金净额 6.87 亿元），开启资本市场新征程。公司已从一个单一的风电叶片材料供应商，成功转型升级为覆盖风电叶片用材料、新型复合材料用树脂、新能源汽车及工业胶粘剂、高性能电工绝缘材料四大业务板块的综合性新材料平台企业。

图 1：公司发展历史



资料来源：公司官网，申万宏源研究

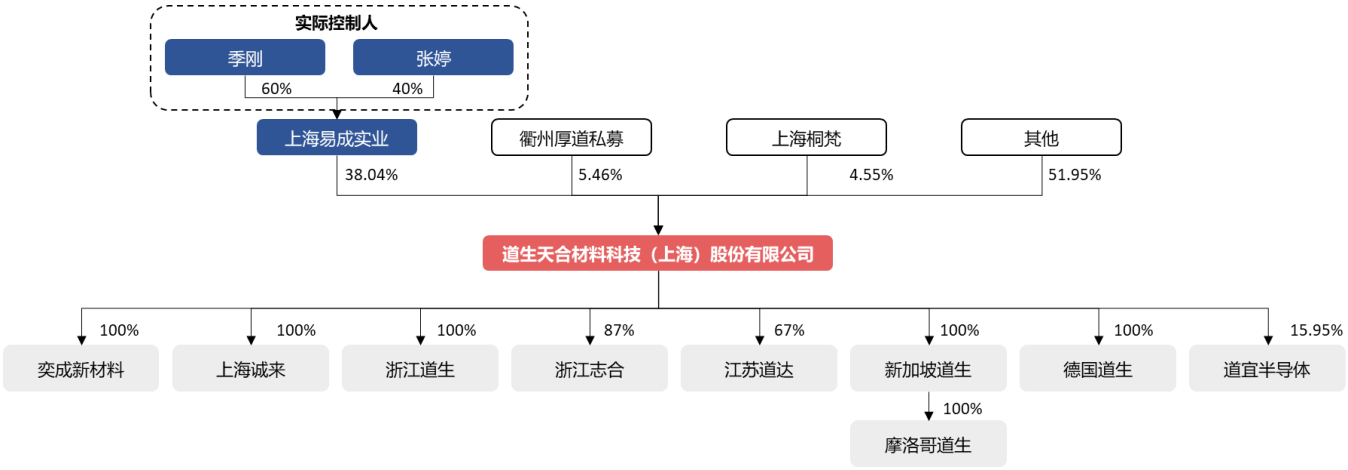
仅供内部参考，请勿外传！

1.2 股权结构稳定，管理层行业积淀深厚

公司股权结构清晰且高度集中。公司控股股东为上海易成实业投资集团有限公司，截至2026H1 直接持有公司 38.04%的股份；实际控制人为季刚、张婷夫妇，直接通过易成实业，并间接通过上海桐梵、上海桐元、衢州桐新等持股平台合计持有公司 40.90%股份。此外，衢州厚道等知名投资机构亦为公司重要股东。

公司核心管理团队均拥有跨国化工巨头和知名制造业企业的资深从业经历。董事长兼总经理季刚曾任职于中国中化集团；副董事长姜磊曾在菲尼萨光电通讯(上海)有限公司担任产品总监，拥有着丰富的研发和管理经验；副总经理兼技术总监陈翠萍曾任职于陶氏化学，拥有深厚的技术研发背景；副总经理李江伟曾任职于沙伯基础创新塑料；副总经理卜晓丰曾任职于远景能源风电领域，对风电材料市场脉搏把握精准。核心团队对技术趋势、客户需求和行业竞争格局有着深刻洞察，为公司持续创新和战略落地提供了坚实保障。

图 2：公司股权结构

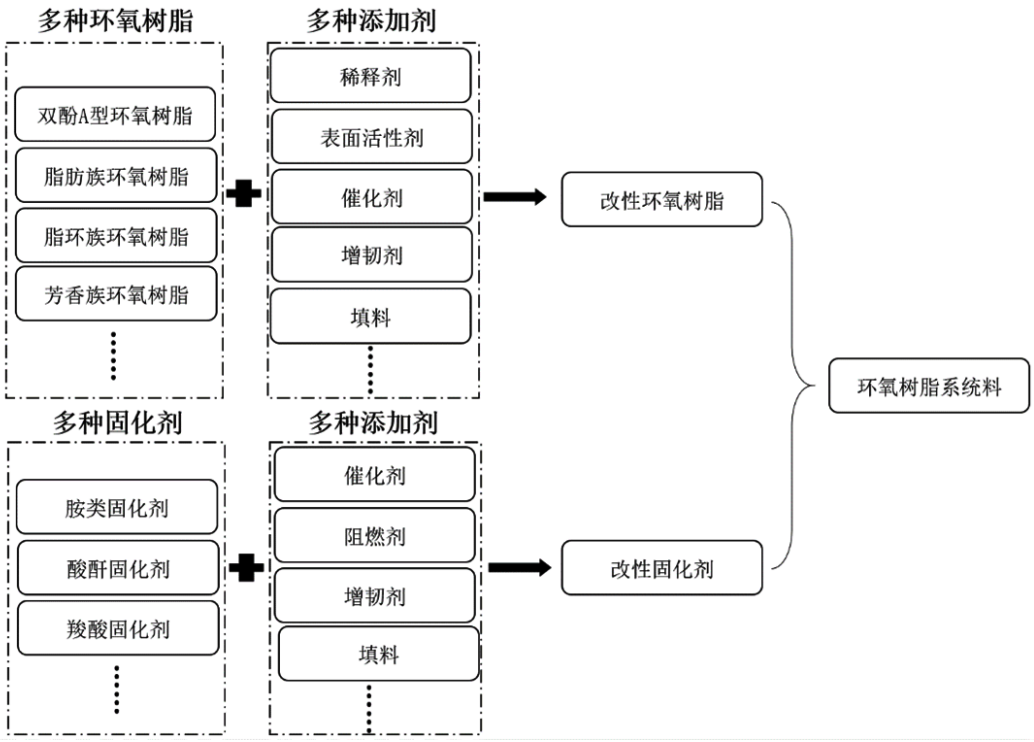


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.3 上市开启新征程，产业结构持续优化

公司是全球领先的热固性树脂新材料供应商，按照应用分为**风电叶片用材料、新型复合材料用树脂、新能源汽车及工业胶粘剂及高性能电工绝缘材料四大系列**，公司生产的高性能热固性树脂材料主要以环氧树脂、聚氨酯、丙烯酸酯和有机硅等为基础原材料，并按照不同配方混配多种固化剂、催化剂、添加剂等加以改性。

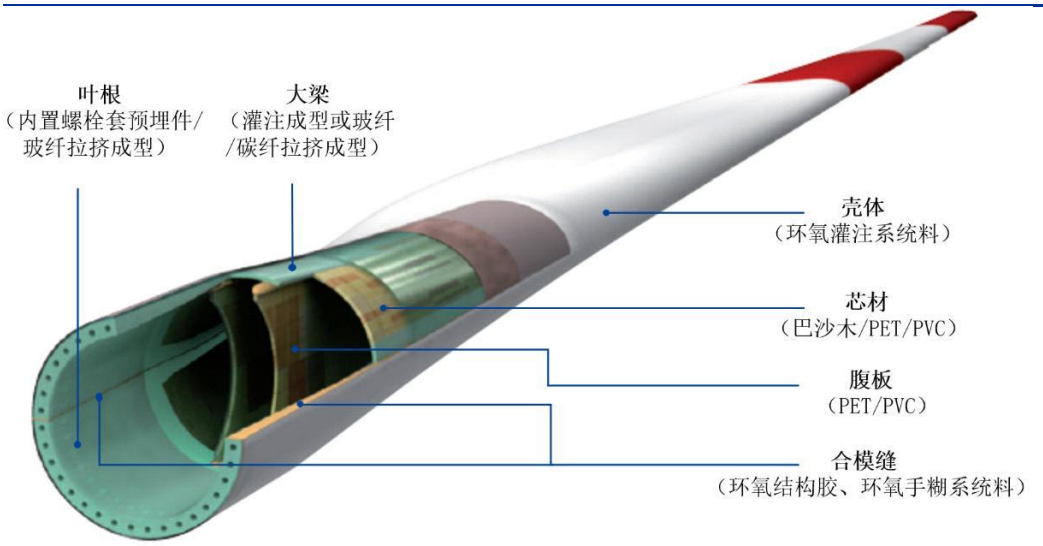
图 3：公司环氧树脂系列组成



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

公司风电叶片用材料包括风电叶片用环氧树脂、高性能风电结构胶和结构芯材等，是风电叶片制造的主要原材料，**也是公司目前主要收入和利润构成来源。**

图 4：公司主要产品在风电叶片中使用的示意图



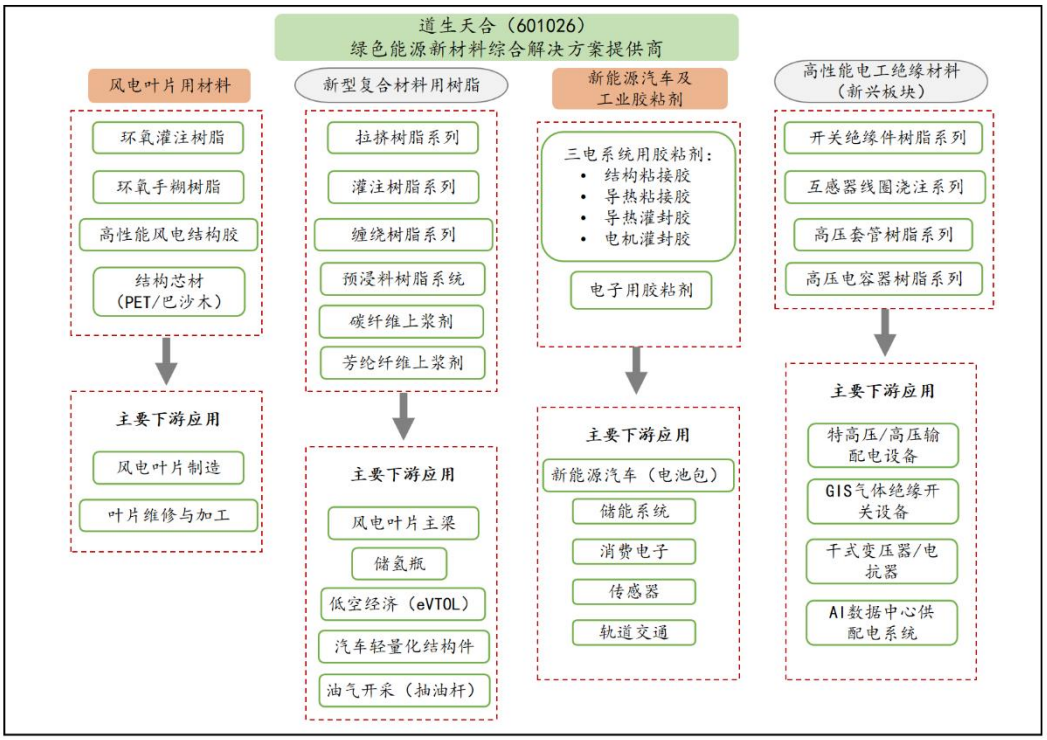
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

公司的新型复合材料用树脂，是复合材料的基体材料，特指通过配方进行技术改性的热固性树脂系列，具有高强度、高韧性、耐高温和阻燃等优良性能，制成复合材料后具有轻量化等特点，可以代替钢铁等金属材料。根据成型工艺，公司新型复合材料用树脂产品主要分为灌注树脂系列（包括常规系列和 RTM 系列）、拉挤树脂系列、缠绕树脂系列、预浸料树脂系统及玻纤/碳纤预浸料、手糊树脂系列、碳纤维上浆剂及油剂。

公司新能源汽车及工业胶粘剂主要包括新能源汽车三电系统用胶粘剂、电子用胶粘剂及其他工业胶粘剂。其中，新能源汽车三电系统用胶粘剂为电池结构粘接、导热粘接、导热灌封、电机灌封，以及电控零部件灌封、粘接等提供解决方案；电子用胶为传感器等电子元器件提供粘接、灌封、密封、导热等解决方案。

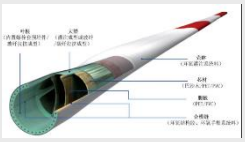
公司高性能电工绝缘材料在特定工艺（如 APG 自动压力凝胶工艺、真空浇注、真空压力浸渍、湿法缠绕等）下发生交联固化反应，成型后的绝缘体具备非常优异的电气绝缘性能、机械物理强度、抗冷热冲击能力以及极低的局部放电率，主要用于制造高压开关绝缘件，中压电流/电压互感器线圈等

图 5：道生天合绿色能源新材料平台业务架构



资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

表 1：公司主要产品

公司的主要产品	产品类别	产品示意图	产品特点及用途
风电叶片用材料	改性环氧树脂系列 高性能风电结构胶 结构芯材		风电叶片用材料包括风电叶片用环氧树脂、高性能风电结构胶和结构芯材等，是风电叶片制造的主要原材料。
新型复合材料用树脂产品	拉挤树脂系列灌注树脂系列、预浸料树脂系列缠绕树脂系列、手糊树脂系列		新型复合材料用树脂，是复合材料的基体材料，特指通过配方进行技术改性的热固性树脂系列，具有高强度、高韧性、耐高温和阻燃等优良性能，制成复合材料后具有轻量化等特点，可以代替钢铁等金属材料。

新能源汽车及工业胶粘剂产品	新能源汽车三电系统用胶粘剂、电子用胶粘剂、其他工业胶		新能源汽车及工业胶粘剂主要包括新能源汽车三电系统用胶粘剂、电子用胶粘剂及其他工业胶粘剂。其中，新能源汽车三电系统用胶粘剂为电池结构粘接、导热粘接、导热灌封、电机灌封，以及电控零部件灌封、粘接等提供解决方案；电子用胶为传感器等电子元器件提供粘接、灌封、密封、导热等解决方案。

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

公司目前主要板块产品产能利用率较高，同时上市募投规划“年产 5.6 万吨新能源及动力电池用等高端胶粘剂、高性能复合材料树脂系统项目”，其中高性能复合材料树脂系统年产能为 1.90 万吨，动力电池用等高端胶粘剂年产能为 3.70 万吨，根据招股说明书，项目产能全部释放后，年均实现营业收入 12.49 亿元，年均实现净利润 1.71 亿元。

表 2：公司产能情况

产品	单位	产能	产量	产能利用率	在建/规划产能
风电叶片用材料	吨/年	185375	160343.2	86.50%	
新型复合材料用树脂		27475	29029.3	105.66%	19000
新能源汽车及工业胶粘剂		13200	10864.49	82.31%	37000
高性能电工绝缘材料		700	168.85	24.12%	
结构芯材	立方米/年	60000	11705.05	19.51%	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.4 盈利拐点已现，高质量增长可期

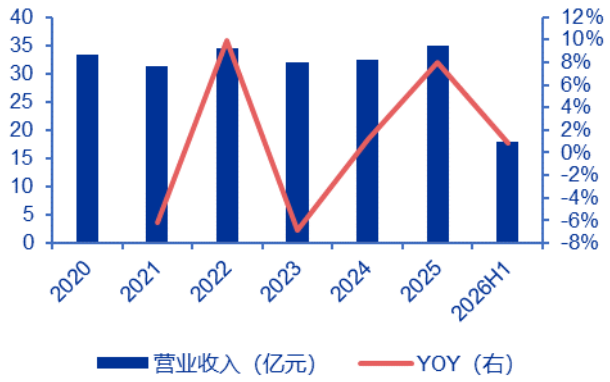
主业量利齐升，新业务持续拓展，25 年业绩创新高。2025 年是公司上市元年，也是业绩里程碑式的一年，随着海外风电业务持续放量、国内反内卷推动行业盈利修复、新业务持续拓展，公司全年实现营业总收入 34.96 亿元，同比增长 8%；归母净利润 2.03 亿元，同比增长 31%；扣非后归母净利润 1.64 亿元，同比增长 21%，皆创历史新高。

海外市场继续发力，原材料一体化配套平抑波动，26H1 经营稳步向好。26H1 虽国内新增装机节奏阶段性放缓，但公司积极抢占海外市场，同时依托衢州生产基地的基础环氧树脂产能，有效平抑了原材料价格波动影响。26H1 公司实现营业总收入 18.00 亿元，同比增长 1%；归母净利润 0.89 亿元，同比增长 4%；扣非后归母净利润 0.85 亿元，同比增长 14%。

图 6：公司营业收入及 YOY

图 7：公司归母净利润及 YOY

仅供内部参考，请勿外传！



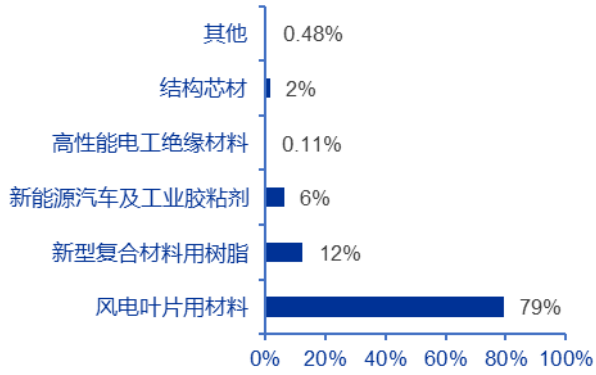
资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

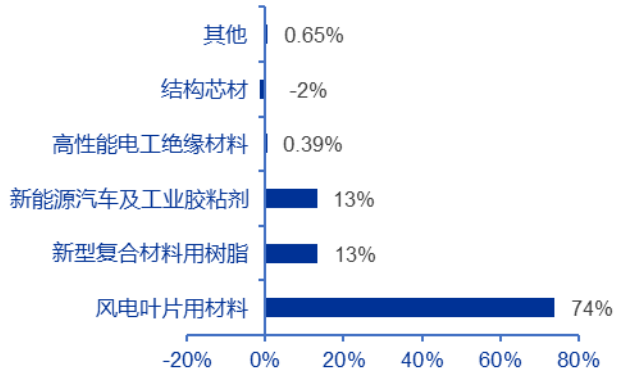
风电叶片用材料（主要指环氧树脂，其次是结构胶）目前仍为公司第一大收入和毛利贡献来源，2025 年贡献收入和毛利的占比分别为 79%、74%。新型复合材料用树脂及新能源汽车及工业胶粘剂体量逐渐壮大，为公司其余毛利主要构成板块。

图 8：公司 2025 年营业收入结构



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：公司 2025 年毛利结构



资料来源：Wind，申万宏源研究

结构升级带动毛利率持续修复。随着风电叶片材料高单价及高毛利率的海外销售占比提高、高毛利新业务的拓展、自身环氧树脂原料配套，叠加 25 年风电景气回暖，公司毛利率与净利率分别达到 13%与 6%。26H1 油价中枢抬升，化工原料价格走高，公司产品相应进行调价，叠加产品结构持续升级，毛利率进一步提升至 14%，由于减值损失等影响，净利率略有下滑。

图 10：公司毛利率与净利率

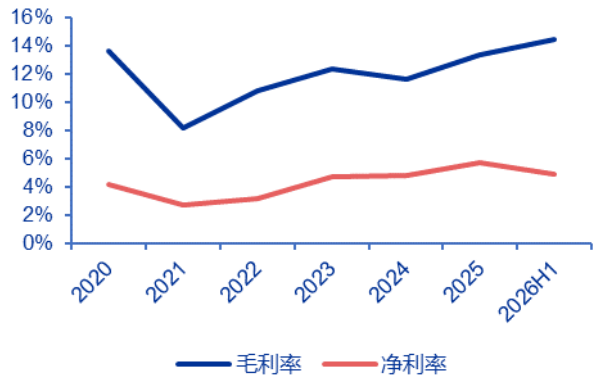
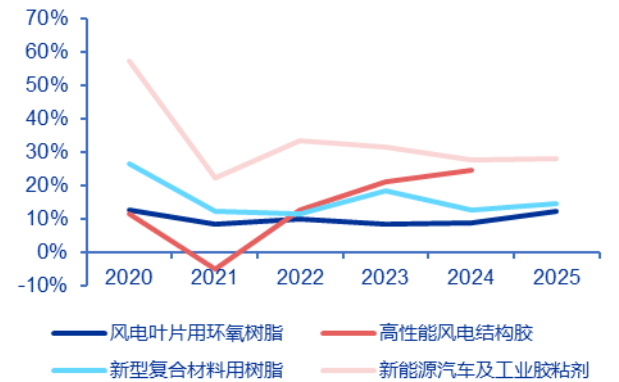


图 11：公司分业务毛利率



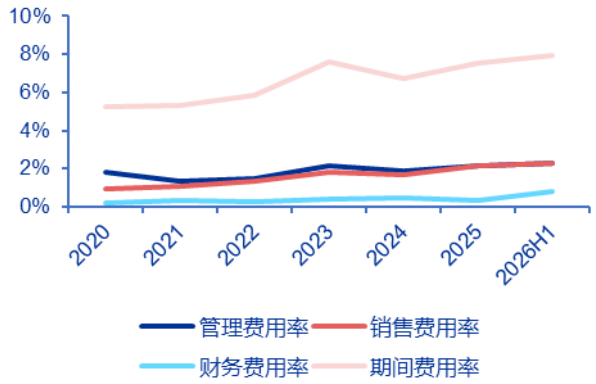
资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究*2025 年风电叶片用环氧树脂数据包含风电结构胶

业务扩张期，期间费用率略有提升。由于公司业务处于加速发展期，基本盘风电材料海外业务持续扩张，新业务不断开拓市场，近年来期间费用率有所提升，26H1 期间费用率为 7.91%。

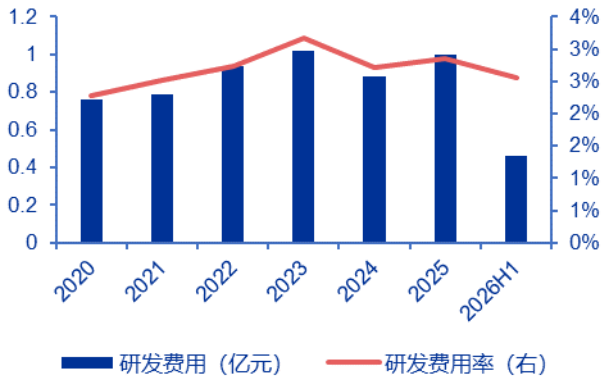
研发为本，持续保持高额投入。公司在行业内深耕多年，拥有丰富的研发储备、扎实的研发能力、高效的研发团队和完善的技术支持团队。近年来，公司综合运用自身在改性环氧树脂产品的技术积累，持续开拓新型复合材料用树脂和新能源汽车及工业胶粘剂领域，并开发了聚氨酯树脂、丙烯酸酯树脂和有机硅产品，是国内少数能够同时掌握多种基础化工原料产品配方的企业之一。近年来公司研发支出保持在 1 亿元附近，研发费用率保持在 3%左右，截止 26H1，公司共取得各项专利 72 项，其中发明专利 45 项。

图 12：公司期间费用情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：公司研发费用情况

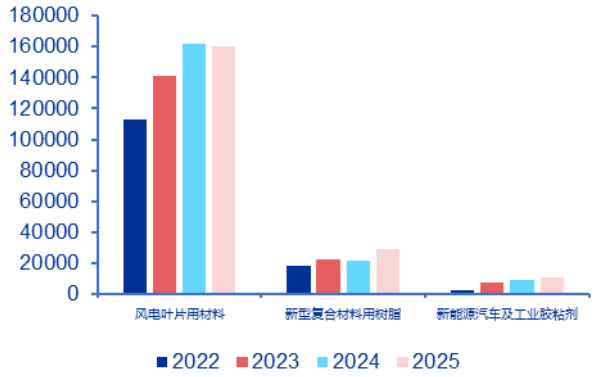


资料来源：Wind，申万宏源研究

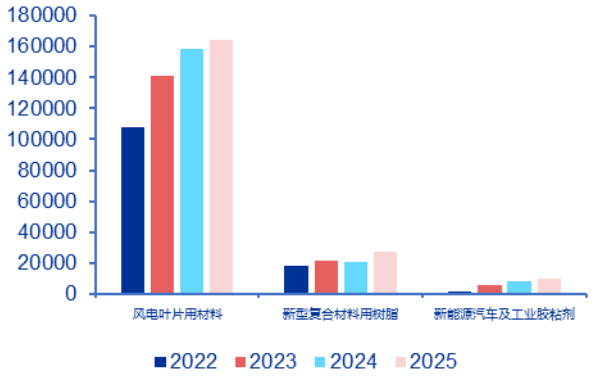
风电材料基本盘稳健，海外销量高增，新业务快速放量。风电叶片材料方面，公司持续提升海外客户供货份额，2025 年销量达 16.47 万吨（以环氧树脂为主，结构胶为辅），同比+4%，其中海外业务销量为 3.83 万吨，同比增长 102%，创历史新高。受益于风电主梁市场需求的拉动，新型复合材料树脂业务取得实质性增长，2025 年销量达 2.77 万吨，同比+33%。同时，公司在电力领域的新市场开拓，新项目得到快速释放，2025 年高性能电工绝缘材料销量达到 143.78 吨，同比+76%。

图 14：公司业务产量（吨）

图 15：公司业务销量（吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

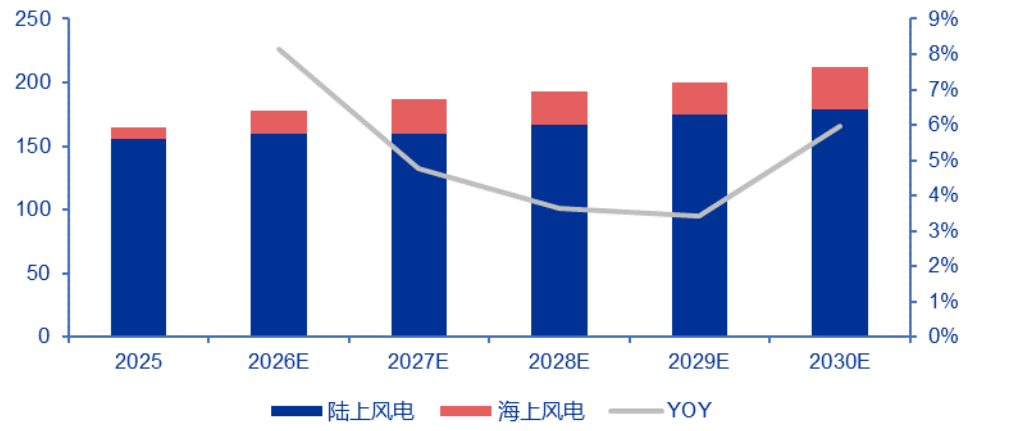
2. 风电叶片材料：稳固基本盘，海外份额扩张驱动成长

2.1 全球风电长周期景气，需求中枢稳步上移

全球风电新增装机量稳健增长，海风或迎爆发式增长。全球能源转型已进入关键发展阶段，风电凭借其资源禀赋优越、度电成本持续下降、技术成熟度高等显著优势，已成为全球新能源发展的核心支柱之一。在全球能源结构加速向清洁化转型的背景下，全球风电市场装机规模连创新高。根据全球风能理事会（GWEC）最新发布的《2026 全球风能报告》，在 2026 年至 2030 年期间，全球风电新增装机总量预计将达到 969GW，年均新增装机量保持在 194GW 的高位，2025-2030 年 CAGR 约 5.2%。其中，海上风电正成为推动全球风能行业发展最强劲的引擎。GWEC 指出，海上风电板块将迎来爆发式增长，预计其 CAGR 将高达惊人的 29%。到 2030 年，全球海上风电年新增装机量将从 2025 年的 9GW 大幅攀升至 33GW，实现两倍以上的增长，其在全球风电新增装机中的份额也将从目前的 6%跃升至 16%。

公司作为全球风电叶片用环氧树脂头部企业，深度受益于全球风电市场装机规模的持续扩张和行业景气度高位运行。

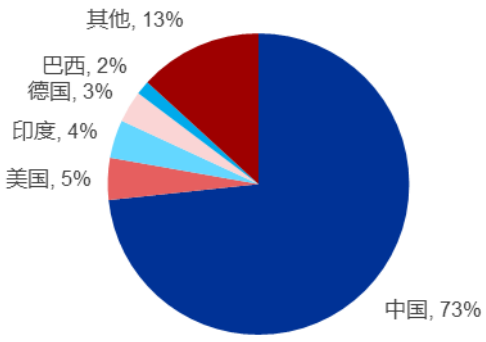
图 16：2025-2030 全球累计风电装机容量及预测



资料来源：GWEC，申万宏源研究

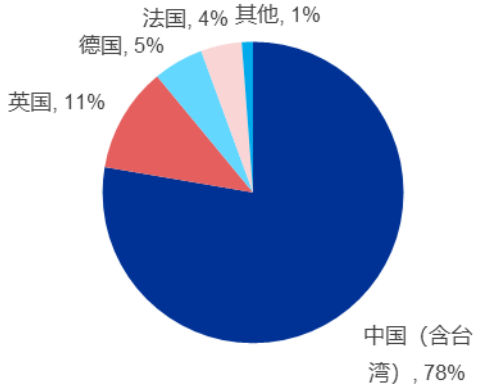
从主要分布区域来看，全球风电产业已形成亚太、欧洲和美洲三大风电市场，其中亚太地区仍为绝对主力，**中国已成为全球风电市场规模最大、增长速度最快的国家**，其余以欧美国家为主。

图 17：2025 年全球陆上风电新增装机分区域情况



资料来源：GWEC，申万宏源研究

图 18：2025 年全球海上风电新增装机分区域情况



资料来源：GWEC，申万宏源研究

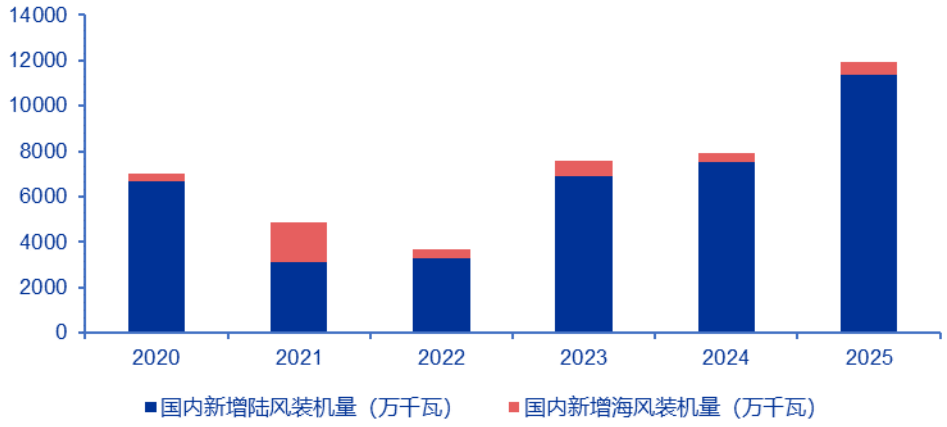
1）国内市场：政策护航+深远海开发开启新空间

中国是全球最大、增长最快的风电市场之一。2025 年国内风电行业迎来装机大年，全年新增装机容量达 119.33GW，同比大幅增长 50%，创历史新高。

从政策层面来看，多重利好因素正在集中释放。第一，风电市场化竞争格局日臻成熟。《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》（发改价格〔2025〕136 号）建立了新能源可持续发展价格结算机制，风电在可再生能源内部比较优势进一步凸显。第二，“十五五”规划明确了能源安全新战略的顶层设计，“规范有序推进深远海风电开发”首次写入国家纲要。国家能源局明确表示将加快出台深远海海上风电规划性文件与管理办法，推动产业向深远海全面拓展。

深远海开发正成为国内风电市场最重要的增量来源。根据在 2025 年北京风能展上发布的《风能北京宣言 2.0》，**明确“十五五”期间我国海上风电年新增装机不低于 1500 万千瓦（15GW），预计到“十五五”末国内海上风电累计并网规模将突破 1 亿千瓦，较“十四五”末实现翻倍增长，年均复合增长率保持两位数高速增长。**根据国家气候中心评估结果，我国深远海风能资源技术可开发量超过 12 亿千瓦，开发潜力极为巨大。两部门联合发文推动试点建设超大功率深远海风电机组，进一步打开了国内海上风电的中长期成长空间

图 19：我国风机新增装机量

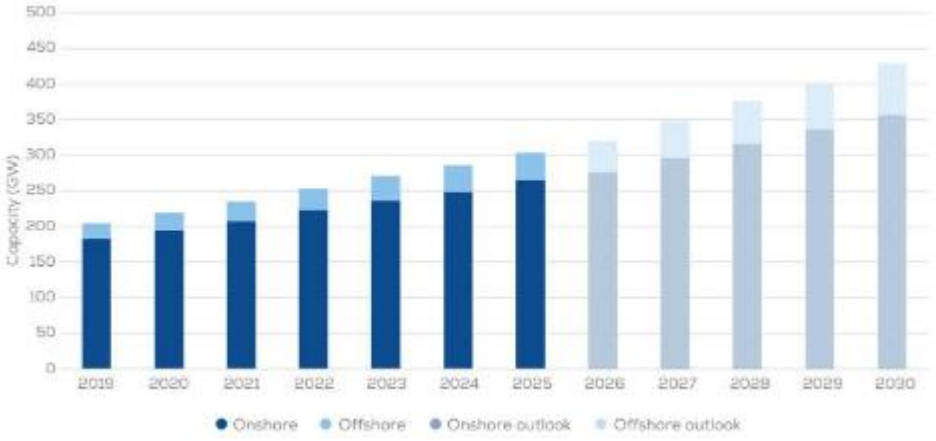


资料来源：Wind，申万宏源研究

2）海外市场：欧洲加速布局，新兴市场方兴未艾

欧洲市场，能源安全危机倒逼各国加速可再生能源转型步伐。欧洲地区 2025 年实现新增风电装机 19.1GW，累计装机规模突破 300GW。在欧洲核心市场，根据 WindEurope 发布的《2025 年欧洲风电统计及 2026-2030 年展望报告》预计，2026-2030 年欧洲年均新增风电装机将达 30GW，五年累计新增 151GW。到 2030 年欧洲风电总装机将达 439GW，其中陆上 366GW、海上 73GW。其中德国政府在最新的《2026 气候保护计划》中明确将在未来 4 年追加 80 亿欧元，英国海上风电 2026-2030 年预计新增装机 15.4GW。

图 20：2026-2030 年欧洲风电新增装机预测（GW）



资料来源：WindEurope，申万宏源研究

美国市场同样表现亮眼。美国 2026 年预计新增约 11.8GW 风电，较 2025 年增长约 71%，在全球风电版图中的权重持续提升。

印度及新兴市场方兴未艾。印度 2025 年新增风电装机 6.3GW，同比大幅增长 85%。全球范围内已有 140 余个国家和地区提出净零排放或碳中和承诺，风电开发正在从发达市场向全球范围全面铺开，为中国风电材料企业的全球化发展提供了巨大机遇。

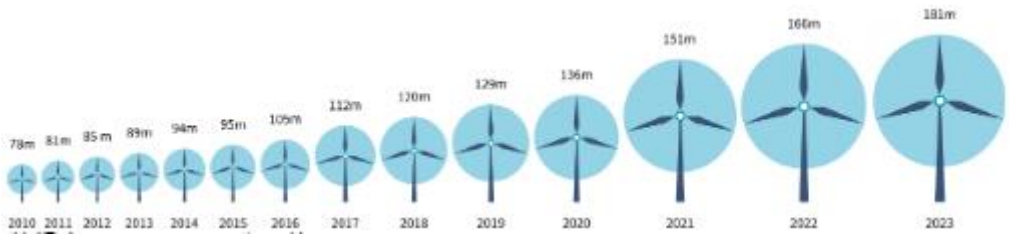
仅供内部参考，请勿外传！

2.2 风电用环氧树脂需求增速或达 7%，兼具结构升级机遇

风力发电设备主要由电机、叶片、变速箱、控制系统、支柱、塔架六个部分组成，**其中风电叶片是核心部件之一。**叶片设计及选材决定了风机的发电性能与功率。

风电叶片大型化对叶片材料要求更高。随着最近几年，国内陆上风机、海上风机逐渐大型化的趋势，风电叶片的叶轮直径也在不断增长，同时叶片的叶型、结构、材料也在随之不断进行迭代和更新。2021-2023 年，风电叶片主流直径每年以 15 米左右的速度增长，截至 2023 年末陆上风电主流的叶轮直径已经达 181 米（单片叶片约 90 米长），极大地提升了风机机组整体的发电效率。

图 21：2010-2023 年国内新增陆上风电装机叶轮直径变化趋势

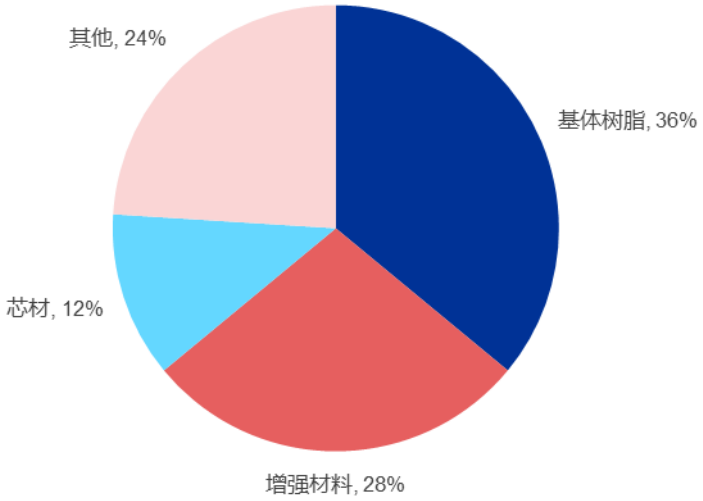


资料来源：CWEA，申万宏源研究

复合材料是当前叶片的主流选材。随着叶片尺寸的增加，叶片重心不断向外移动，对于叶片材料的刚性、均匀程度、材料密度，以及叶片的尺寸精度都提出了更高的要求；同时，随着风场建设区域的不断扩大，特别是海上风电装机规模的快速增加，对于风机叶片材料的耐候性和抗腐蚀能力的要求也在不断提升。风电叶片用材料经历了由木质叶片、金属叶片到复合材料叶片的过程。目前，行业普遍采用高分子聚合物，如环氧树脂、不饱和树脂等，通过与玻璃纤维或碳纤维的复合灌注固化来制造风电机组叶片。相较于木质叶片和金属叶片，复合材料风电叶片具有质量轻、比强度高、刚性好、成型工艺简单、抗震性好、抗疲劳性能好、耐腐蚀性和耐气候性好、易于修补等优势，因此成为当前风电叶片的主流选材。

基体树脂和增强材料是叶片材料核心成本来源。当前风电叶片的核心原材料为基体树脂、增强纤维、结构芯材及结构胶，根据华经产业研究院数据，叶片是风机中成本最高的部件，占风机成本 20%以上，而叶片中，基体树脂占比约 36%，增强材料占比约 28%，芯材占比约 12%。

图 22：风电叶片成本占比



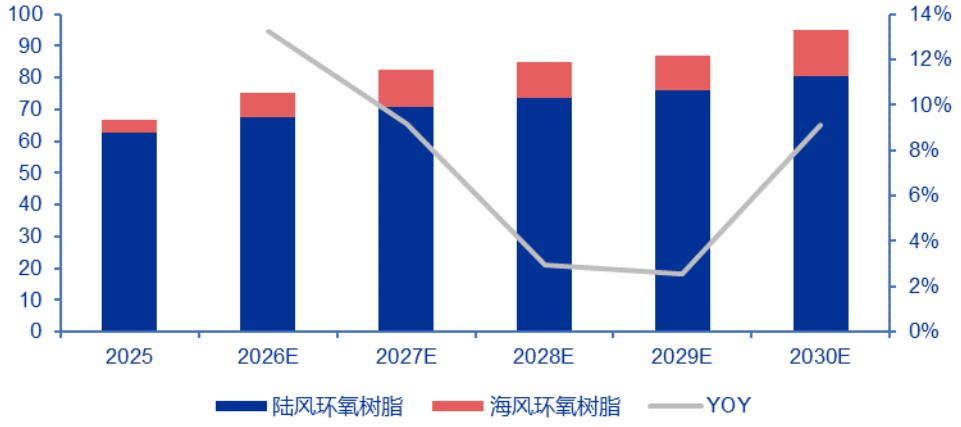
资料来源：华经产业研究院，申万宏源研究

环氧树脂性能优异，被广泛作为叶片基体树脂使用。目前主要用于生产风电叶片的复合材料为玻璃纤维增强树脂基复合材料，玻璃纤维增强材料用于提供结构足够的刚度与强度，基体材料有环氧树脂、不饱和聚酯树脂和环氧乙烯基酯树脂等，环氧树脂被广泛应用于叶片的生产制造主要是因为其具有良好的力学性能、耐化学腐蚀性和尺寸稳定性，更有利于叶片在严苛的环境下保证运作效率和使用寿命。

全球风电叶片用环氧树脂需求量复合增速有望达 7%。随着风电装机量的不断提升，带动了风电叶片用环氧树脂、结构胶等材料的市场需求。根据 GWEC 数据及我们测算，2025 年全球风电叶片专用环氧树脂需求量为 67 万吨，2030 年有望进一步增长至 95 万吨，CAGR 达到约 7%。

此外，由于海上环境比陆上苛刻得多（盐雾腐蚀、紫外线、热循环、极端疲劳载荷、湿度等），大型叶片生产对树脂批次一致性要求极高，**海上专用树脂比陆上溢价 15-25%，因此海风高增速预期及风电叶片大型化趋势下，风电环氧树脂行业逐步迎来结构升级机遇。**

图 23：全球市场风电叶片专用环氧树脂销量



资料来源：GWEC，申万宏源研究

2.3 产品力卓越，完整产品线与技术服务构筑核心壁垒

公司风电叶片用材料产品矩阵完整，覆盖风电叶片制造所需的全部核心材料体系：

环氧灌注树脂系列：由改性环氧树脂及改性固化剂构成的双组分专用树脂系列，具备低粘度、低放热、可操作时间长、机械性能好、高耐热性、对纤维具有良好浸润性等核心优势，广泛应用于风电叶片主体结构的灌注成型。

环氧手糊树脂系列：使用不同固化剂可灵活调节可操作时间与固化速度，满足客户多样化工艺需求，主要用于叶片加工和修复。

高性能风电结构胶：无溶剂型改性高性能结构胶，具有较高的断裂延伸率和抗开裂性能，耐高低温性能优异，有较好的粘接性及抗流挂性，用于叶片各组件（树脂基复合材料与金属部件）的相互粘接。

结构芯材（PET 泡沫/巴沙木）：PET 为可回收热塑型结构泡沫，巴沙木为全球最轻结构性木材之一，均具有优异的热稳定性、抗疲劳性能和较高的剪切/压缩/拉伸强度，应用于叶片壳体和腹板制造。

表 3：公司风电叶片用材料类别

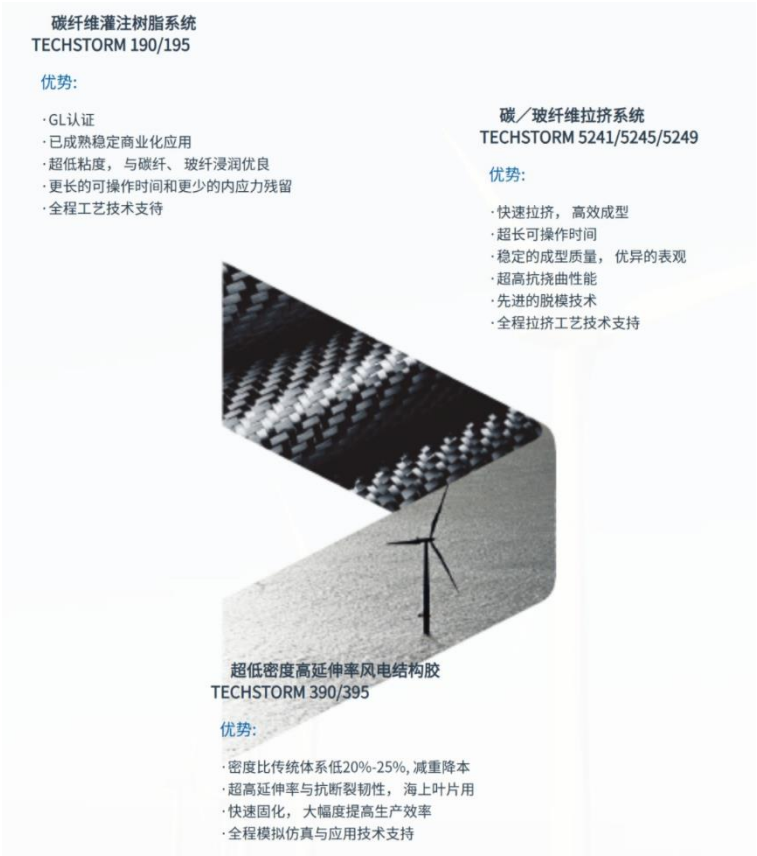
风电叶片用材料产品类别	产品名称	产品特点	主要应用场景
改性环氧树脂系列	环氧灌注树脂系列	由改性环氧树脂及改性固化剂所构成的双组份专用树脂系列；低粘度、低放热、可操作时间长、机械性能好、高耐热性、对纤维具有良好浸润性。	制造风电叶片
	环氧手糊树脂系列	使用不同固化剂调节可操作时间与固化速度，满足客户的多样需求。	加工、修复风电叶片
高性能风电结构胶		双组份、无溶剂型改性高性能风电结构胶；具有较高的断裂延伸率和抗开裂性能，耐高低温性能优异，有较好的粘接性及抗流挂性。	结构粘结风电叶片部件（树脂基复合材料、金属部件的相互粘接）
结构芯材		巴沙木是世界上最轻的结构性木材之一；PET 是一种可回收的热塑型结构泡沫，具有的良好的机械性能和热稳定性，以及出色的抗疲劳性能，适用于各种树脂和成型工艺；较高的剪切、压缩、拉伸强度值。	应用于制造风电叶片壳体和腹板

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

公司的风电叶片用材料已基本实现对国内外主流风机叶型的全覆盖，并成功应用于对材料性能要求极高的长度超过 147 米的大型风机叶片的灌注中，彰显了公司在超大型叶片领域的领先技术实力。

公司在行业内最核心的竞争壁垒之一是其卓越的技术支持服务能力。公司不仅提供高质量的系统料产品，更为客户提供从配方开发到工艺流程优化的整包解决方案。公司技术服务团队能有效解决风电叶片生产过程中的叶片内外表面发白、玻纤干纱、结构胶开裂、大梁折断和芯材变色等行业共性难题，深度的技术服务构成了超越产品本身的核心竞争力。

司风能产业海上超长叶片解决方案

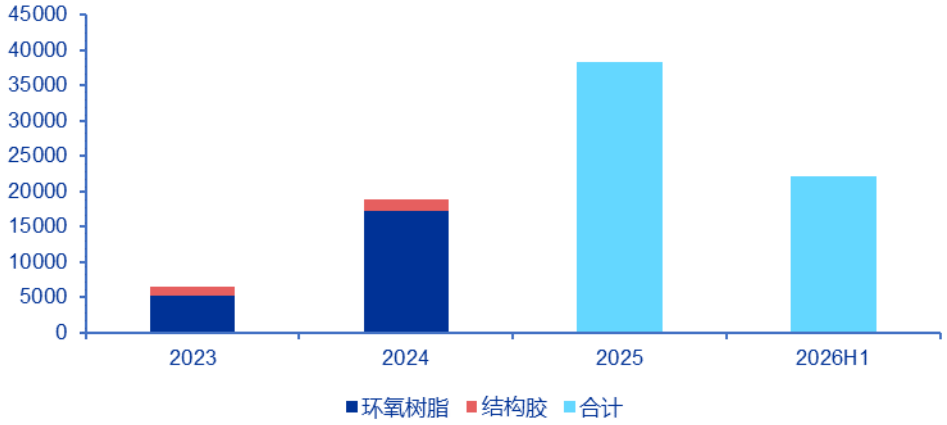


资料来源：公司官网，申万宏源研究

2.4 全球化战略发力，深度绑定国际风电整机巨头

高盈利海外业务销量爆发且具备持续性，板块结构性改善显著。根据公司年报披露，25 年风电叶片用材料海外业务（含间接）销量为 3.83 万吨，同比增长 102%；26H1 海外销量 2.21 万吨，同比增长 55%，实现销售额 4.78 亿元，同比增长 50%。海外业务通常具备更高的毛利率水平和更严格的品质要求，根据公司经营数据，25 年公司风电叶片用材料均价为 1.68 万元/吨，26H1 海外风电叶片用材料均价为 2.16 万元/吨，海外溢价显著。在全球风电新增装机持续增长且海外头部整机厂盈利全面修复的背景下，公司凭借过硬的全球化产品质量和稳定的全球交付能力，成为目前唯一同时进入维斯塔斯全球供应链、批量供应环氧树脂+结构胶的中资材料企业，并已成功进入恩德集团（Nordex）、艾纳康（Enercon）的全球供应链体系。根据公司 26 年半年报，随着欧盟 REPower EU 计划推进、欧洲项目审批加速、维斯塔斯 26Q2 新增订单 3.3GW（+67%）、恩德集团 26H1 新增订单 4.92GW（+9.6%），公司海外业务有望持续增长。

图 25：公司海外风电叶片用材料销量情况

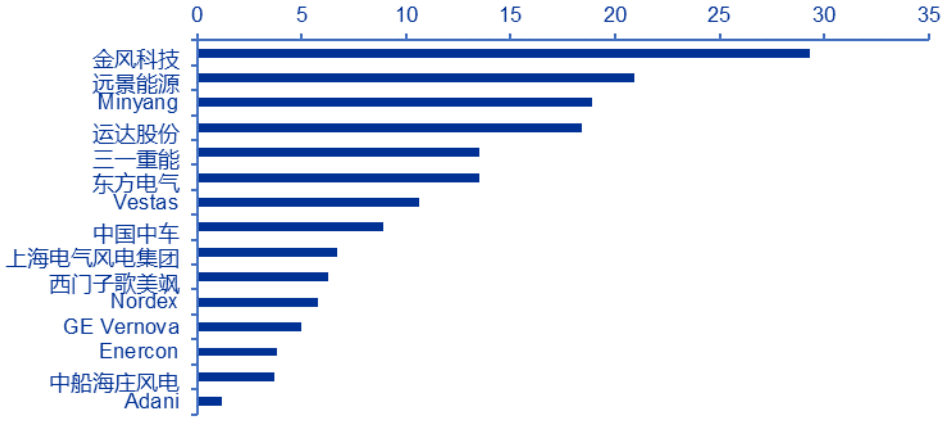


资料来源：公司公告，申万宏源研究

此外，公司国内外风电客户已基本实现全覆盖，直接或终端客户包括：中材科技、时代新材、洛阳双瑞、天顺风电、三一重能、重通成飞、中复连众、艾郎科技、金风科技、远景能源、中国海装、运达风电、上海电气等国内外知名风电叶片及风电整机厂商。

巨大的海外新增装机目标与严苛的环保及安全标准，对风电设备的长期可靠性和材料性能提出了极高要求，认证壁垒极高。公司与核心海外客户深度绑定的联合研发模式，不仅建立了极高的客户认证壁垒，还使公司能够提前介入客户下一代技术平台的材料选型和工艺验证，形成了不可替代的卡位效应。对于风电叶片材料而言，获得 DNV-GL 型式认证是进入国际整机厂供应链的基本门槛，认证周期长（通常 18-36 个月）、成本高昂。公司已建立了行业内最为齐全的认证矩阵，极高的准入资质和长期稳定的交付记录，构成了新进入者难以逾越的行业壁垒。

图 26：2025 年全球风电整机制造商市场份额

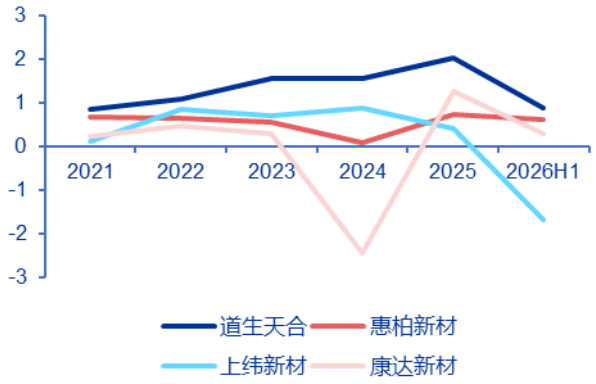


资料来源：彭博新能源财经（BNEF），申万宏源研究

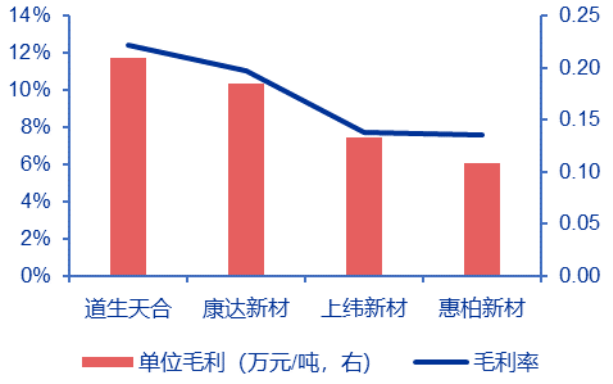
与几家可比公司对比，公司近年来归母净利润表现更为突出，且风电板块材料的毛利率和单吨毛利也具备较大优势。

图 27：各公司归母净利润情况（亿元）

图 28：2025 年各公司风电板块盈利能力比较



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 新材料矩阵：平台化战略落地，构筑第二、第三增长曲线

3.1 新型复合材料用树脂：突破“卡脖子”技术，切入高端赛道

在新型复合材料用树脂领域，工业领域节能减排与提效的宏观趋势下，复合材料树脂凭借“质量轻、强度高、成本低”的核心优势，正加速在低空经济、航空航天、海洋养殖、建筑、轨交、石化及汽车制造等领域对传统钢铁和木材形成全面替代。根据 Grand View Research 预测，2027 年全球环氧树脂复合材料市场规模将达 429.2 亿美元（2020-2027 年 CAGR 达 6.2%）。

下游应用场景持续扩展，商业化进程加速。公司新型复合材料用树脂产品主要分为灌注树脂系列（包括常规系列和 RTM 系列）、拉挤树脂系列、缠绕树脂系列、预浸料树脂系统及玻纤/碳纤预浸料、手糊树脂系列、碳纤维上浆剂及油剂，可广泛应用于以下领域：

新能源领域：风电叶片碳纤维大梁（拉挤工艺）、储氢瓶缠绕层（缠绕工艺）；

低空经济与航空领域：电动垂直起降飞行器（eVTOL）结构件、航空座椅等轻量化复合材料（预浸料+热压罐工艺）；

汽车轻量化领域：汽车结构梁、复合材料电池壳上盖等（HP-RTM 工艺）；

油气及建筑领域：碳纤维抽油杆、碳纤维建筑补强板等。

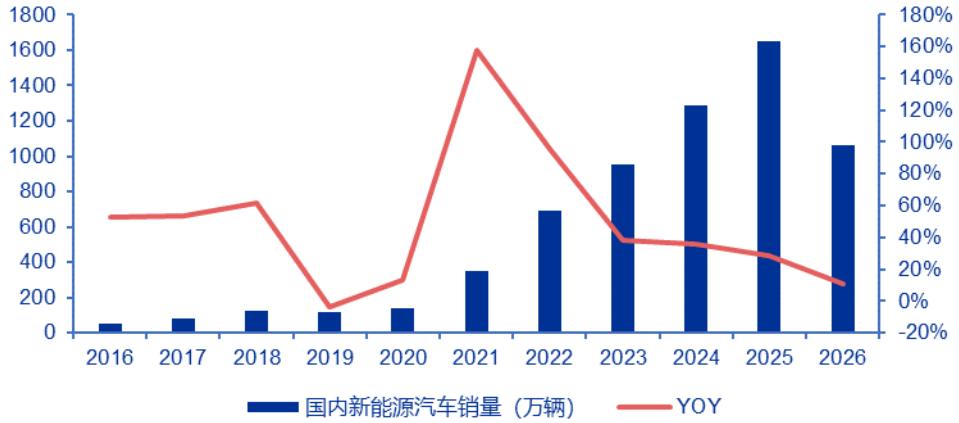
碳纤维上浆剂：突破核心“卡脖子”环节。碳纤维复合材料的性能发挥，高度依赖于碳纤维上浆剂与基体树脂界面的相容性与结合强度。长期以来，高端碳纤维上浆剂市场由海外巨头掌控。公司成功突破碳纤维上浆剂核心技术，形成“上浆剂+树脂”的材料闭环，实现了从原材料到制品的一体化解决方案能力，构筑了独特的技术护城河。目前相关产品已顺利实现量产并形成销售收入，在芳纶纤维上浆剂的研发上也已取得实质性突破。

2025 年，公司新型复合材料用树脂板块全年实现营业收入 4.32 亿元，同比增长 34.47%，毛利率水平稳步提升至 14.48%，已成为公司增长最快的业务板块。

3.2 新能源汽车及工业胶粘剂：卡位黄金赛道，持续放量在即

新能源汽车及储能市场持续高景气。根据中国汽车工业协会数据，我国新能源汽车市场自 2020 年 7 月开始，月度销量同比持续呈现大幅增长，近几年来高速发展。在政策和市场的双重作用下，2026 年前 8 月，我国新能源汽车销量达到 1065 万辆，同比+11%。国际机构 EVTank 预测，至 2030 年全球新能源汽车销量将突破 4265 万辆，市场增长空间广阔。

图 29：中国新能源汽车销量及增长率



资料来源：Wind，申万宏源研究

在储能领域，2025 年实现了爆发式增长，据 EVTank 统计，全球储能电池总体出货量达到 651.5GWh，同比增幅达 76.2%。国内方面，截至 2025 年底，中国电力储能累计装机规模达 213.3GW，同比增长 54%；全国已建成投运新型储能装机规模达到 1.36 亿千瓦/3.51 亿千瓦时，与“十三五”末相比增长超 40 倍。

图 30：中国新型储能累计装机规模预测



资料来源：中关村储能产业技术联盟（CNESA），申万宏源研究

CTP/CTC 技术驱动单车用胶量倍增，胶粘剂重要性日益凸显。下游动力电池与大容量储能电池在制造端与性能端的技术革新，直接重塑了工业胶粘剂在整个新能源产业链中的价值定位。为了提高体积能量密度与降低制造成本，动力电池与大容量储能电池的 Pack 设计正全面加速向 CTP（无模组化）及 CTC 集成架构演进。电芯被直接粘接固定在托盘或整车底盘上，电池包的整体物理结构强度几乎完全由聚氨酯或改性环氧结构胶来承担，单车/单柜的结构胶用量出现成倍激增。更为关键的是，随着大容量电芯的普及，能够高效导出电芯热量并在极端情况下起到隔热阻燃作用的高性能导热结构胶与灌封胶，已从“辅助耗材”升级成不可或缺的“核心安全结构材料”。同时，随 800V 高压快充平台的全面普及及高能量密度电池技术的应用，对胶粘剂的高导热、宽温域、高阻燃等性能要求进一步提高。应用场景的拓宽与单机用量的倍增，为深耕新能源胶粘剂赛道的头部材料企业带来升长周期。

产品矩阵持续完善，客户认证全面突破。公司已成功开发出高填充分散技术、高导热添加剂组合技术、全温域导热结构粘接树脂技术（该技术可实现-40 度至 65 度工作温度范围内模量变化在 1 个数量级以内，同时实现 5MPa 以上的粘接强度）等一系列核心胶粘剂技术。

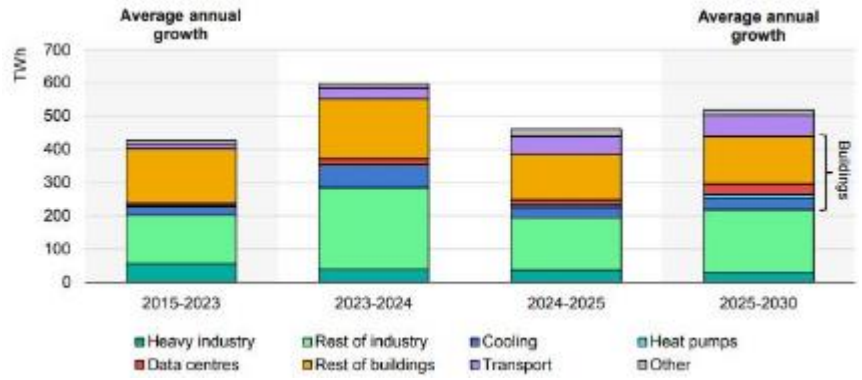
在客户拓展方面，公司的聚氨酯、有机硅等车规级胶粘剂产品已在零跑汽车全系平台（A/B/C/D）、丰田汽车铂智平台、欣旺达（配套大众、东风、华为、理想等）、上汽大众平台、安徽大众平台以及阳光电源三代储能项目等核心客户处通过认证并实现量产。公司同时正稳步推进与小米汽车、宁德时代、中创新航、小鹏汽车、长安汽车、奇瑞汽车、北汽集团等头部客户的深度合作认证与平台化产品合作。

2025 年，该板块全年实现营业收入 2.19 亿元，同比增长 9.37%；毛利率稳定保持在 28.08%的较高盈利水平，已成为驱动公司业绩稳健增长的“第二引擎”。

3.3 高性能电工绝缘材料：国产替代先锋，深耕万亿电网市场

新兴电力系统与 AI 算力基建催生海量需求。在高功率密度 AI 算力中心加速建设、特高压大通道密集核准、新能源大规模消纳背景下，输配电核心装备的绝缘材料需求迎来井喷。彭博新能源财经预计在净零情景下，2022-2030 年间全球电网投资年复合增长率将达 12%。国家电网“十五五”规划固定资产投资预计达 4 万亿元，较“十四五”期间大幅增长 40%，电网大基建已全面展开。

图 31：中国电力需求驱动来源



资料来源：公司年报，申万宏源研究

特高压高端市场长期由海外巨头垄断，国产替代空间广阔。高功率密度的 AI 算力中心对供配电系统提出了较高要求，这直接驱动了以环氧树脂为主绝缘的干式变压器及 SST 用高频变压器市场。电力绝缘环氧树脂材料的赛道因其极长的电网验证周期与严苛的安全准入资质，具有极高的行业壁垒与客户粘性。国内中高端电力环氧绝缘材料（尤其是特高压及智能电网领域）市场长期由美国亨斯迈、美国西湖化学、日本长濑等国外化学品巨头主导，国产电力绝缘树脂仍主要应用于中低端市场，替代空间极大。公司作为该领域的破局者，基于热固性环氧树脂配方的深厚积累，将材料技术向电力绝缘应用场景战略平移。

中高端电力绝缘材料配方环氧绝缘材料的破局者，加速打破海外垄断。公司该板块产品线已覆盖高中低压电气设备核心绝缘应用，包括 GIS 气体绝缘开关设备绝缘件、中压电流/电压互感器线圈灌注、高压变压器套管及穿墙套管绝缘、高压/特高压干式电抗器绝缘包封等。公司着力攻坚中高端电力绝缘材料市场，已有多款核心产品顺利完成了全套电气产品的型式试验与材料老化验证，已顺利通过特变电工等核心客户的严苛材料体系认证并正式跻身其合格供应商名录，与思源电气、西电集团、平高电气等国内电气装备第一梯队客户及中国电科院、西安交大等科研院所展开了深度的项目合作。

仅供内部参考，请勿外传！

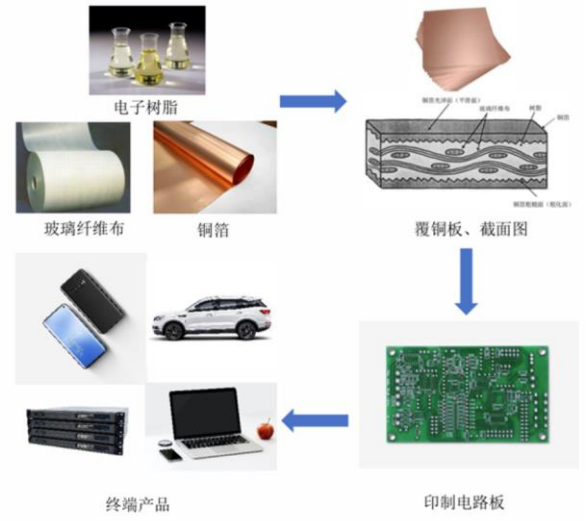
4. AI 半导体材料：电子树脂及环氧塑封料为抓手，共享时代浪潮

4.1 进军电子树脂赛道，成长加速兑现

电子树脂是 AI 算力大浪潮下的核心原料。电子树脂是覆铜板（CCL）的核心原材料，不仅起到黏结和绝缘的作用，更直接决定了整块板材的信号传输速率与介电损耗。在 AI 算力大爆发的背景下，高频高速覆铜板对低介电常数（Dk）、低介质损耗（Df）树脂的需求急剧攀升，以聚苯醚（PPO）、碳氢树脂、PTFE 等为代表的特种电子树脂正迎来量价齐升的历史性机遇。

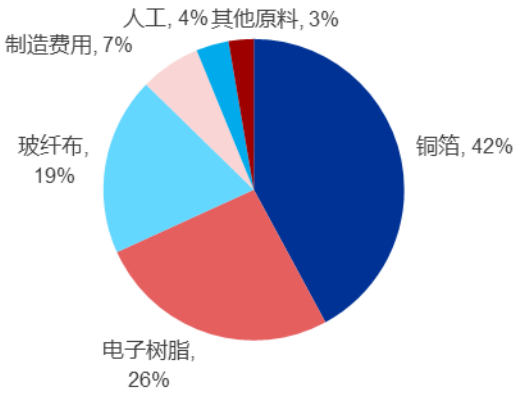
在覆铜板的三大主材中，铜箔占成本 42.1%、电子树脂占 26.1%、玻纤布占 19.1%，电子树脂是仅次于铜箔的第二大成本项，且在高频高速覆铜板中占比更高。

图 32：覆铜板产业链



资料来源：同宇新材招股说明书，申万宏源研究

图 33：覆铜板成本构成



资料来源：南亚新材招股说明书，申万宏源研究

表 4：电子树脂分类

损耗等级	信号速率	Df 范围	主要树脂体系
标准损耗	1Gbps	≥0.012	环氧树脂
中等损耗	2.5Gbps	0.009-0.012	改性环氧、酚醛树脂
低损耗	10Gbps	0.006-0.009	聚苯醚（PPO）、双马来酰亚胺（BMI）
超低损耗	28/56Gbps	0.002-0.006	碳氢树脂(CH)、聚四氟乙烯(PTFE)

资料来源：普华有策，申万宏源研究

长期以来，全球高端电子树脂被沙特 SABIC、日本旭化成、美国杜邦等海外寡头垄断，国内呈现“高端卡脖子、低端过剩”的格局，**国内正迎来高端电子树脂国产化良机。**

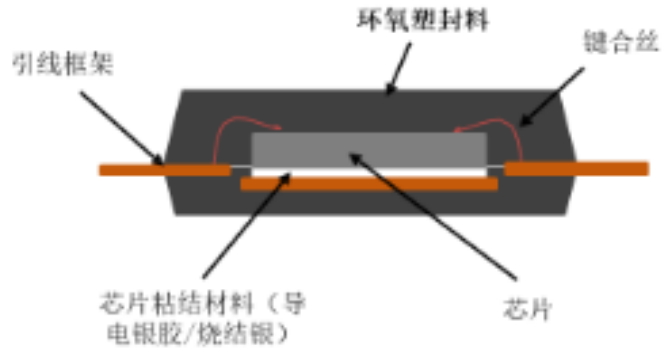
公司积极把握高端电子基材市场的需求痛点，前瞻性地向电子树脂等高附加值应用拓展边界。26H1 公司正式启动了高频高速覆铜板用树脂产品的技术储备与路线评估工作，8 月公告，拟以 1 亿元于衢州成立电子材料子公司。通过对聚苯醚改性树脂、碳氢树脂等新型技术路线开展多维度论证与单体分子结构设计优化，并积极协同高校科研院所、AI for Science 公司及上下游核心产业链进行技术研讨，公司正逐步构建核心材料性能数据库与技术参数模型。前瞻性的研发布局与知识产权体系梳理，不仅将为后续形成差异化、梯度化的核心技术方案提供指引，更为公司未来系统性切入高端电子材料领域并实现产业化落地奠定基础。

4.2 增资环氧塑封料子公司，共享成长红利

环氧塑封料是最为主流的半导体封装材料。半导体封装按照所用材料种类的不同，可以分为金属封装、陶瓷封装和塑料封装。其中，金属封装和陶瓷封装为气密性封装，主要应用于军事、航空航天等领域；塑料封装具有成本低、质量轻、绝缘性能好和抗冲击性强等优点，占整个封装行业市场规模的 90%以上，在民用领域得到了广泛的应用。塑料封装材料主要是环氧类、酚醛类、聚酯类和有机硅类热固性材料，其中 90%以上的塑封料是环氧塑封料（包括环氧模塑料和液态环氧封装料）。环氧塑封料是以环氧树脂为基体，搭配硅微粉等无机填料，酚醛树脂固化剂、催化剂、离型剂等助剂，经精密混炼造粒而成的热固性复合材料。

半导体封装工艺流程一般包括划片、粘晶、引线键合、塑封、电镀、切筋、测试、包装等工序，环氧塑封料就是塑封工序所使用的关键材料。封装注塑时，环氧塑封料受热，由固态饼状转变为流动状态包裹住芯片和引线框架，经过高温反应固化成为坚固的保护壳。因此，环氧塑封料的升级迭代，对于芯片耐高温、高压等方面的性能优化与应用场景的拓展起着关键作用。

图 34：环氧塑封料在半导体器件封装中的应用



资料来源：创达新材招股说明书，申万宏源研究

根据恒州诚思数据，**2025 年全球半导体用 EMC 市场规模约为 193.2 亿元人民币，预计至 2032 年将增长至 281.8 亿元，年均复合增长率为 5.5%。**其中，先进封装用 EMC 是增长最快的细分领域。据 QYResearch 统计，2025 年全球先进封装用 EMC 市场销售额达 47.04 亿元，预计 2032 年将达到 71.95 亿元，年复合增长率为 6.4%。根据智研咨询数据，

中国半导体用 EMC 行业市场规模从 2015 年的 26.8 亿元增长至 2025 年的 128.42 亿元，年复合增长率为 17%。

中高端领域国产化率仍然较低。目前，中国已成为全球最大的环氧塑封料生产基地，年产能超过 14 万吨，约为全球产能的 35%，但能够实现规模量产的本土企业不多，本土环氧塑封料（包含台资厂商）市场份额约为 30%左右且主要集中在中低端产品领域，高端产品仍然依赖进口或是由日本等外资企业设在中国的制造基地供给，本土替代空间广阔。

表 5：我国环氧塑封料各细分市场情况

产品类型	市场份额情况	市场竞争格局
基础型	约占国内整体市场份额的 10%-20%	由内资厂商主导，日系厂商已逐步退出
中端	约占国内整体市场份额的 50%-60%	主要由外资厂商主导，内资厂商正在加速替代
高端	约占国内整体市场份额的 30%	基本由外资厂商垄断，内资厂商除了在少数客户和个别产品型号上实现量产，大多数产品处于导入阶段

资料来源：中科科化招股说明书，申万宏源研究

公司参股子公司上海道宜专注于 EMC 国产化替代，已实现国内主流半导体封测企业批量供货。上海道宜半导体材料有限公司前身为公司电子环氧事业部，2020 年独立发展，总部位于上海临港，是一家专注于高性能塑封材料开发与应用的材料科技公司。公司服务于集成电路、半导体与汽车封装领域，荣获国家高新技术企业、上海市科技型中小企业、"专精特新"中小企业等认定。

公司以环氧塑封料 EMC 为核心产品，构建了全场景产品矩阵，实现从分立器件封装、集成电路封装到传统封装、先进封装的全链条覆盖，并拥有一支超过 15 年成熟经验的技术团队。目前公司建有 2 条环氧塑封料生产线（在建 2 条），达产后总产能约 8000 吨/年，产品已实现国内主流半导体封测企业批量供货，销售网络覆盖华南、华东、西部等半导体产业集聚区，并与多家国内外头部封测企业建立长期战略合作。2024 年公司 DYG550 通过 CTI600V 认证并在 SiC 模块上实现量产；2025 年公司销售额突破 3000 万、新增全进口产线 1 条、高端产品系列全面量产、获国际客户全面取得验厂资格。

公司逐渐增加持股比例，共享半导体核心材料成长红利。2026 年 9 月，公司公告，拟以自有资金合计 3000 万元，通过直接增资及股权受让方式对其进行投资。其中，以 6.68 元/股的价格增资 2204.40 万元，对应新增 330 万股；以 4.68 元/股的价格受让实际控制人顾海勇所持上海道宜 170 万股。本次投资完成后，公司对上海道宜的认缴出资额由 659.625 万元增至 1159.625 万元，直接持股比例由 9.5011%提升至 15.9451%，有助于公司共享半导体核心材料领域的长期成长红利。

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

核心假设：**1）风电叶片用材料**：整体销量逐年提升，单价小幅下滑，随着海外份额提升，毛利率有所增长；**2）新型复合材料用树脂**：玻纤拉挤树脂销量下滑，碳纤拉挤树脂销量提升，整体销量下滑，单价稳定，毛利率提升；**3）新能源汽车及工业胶粘剂**：销量逐年提升，单价和毛利率小幅下滑；**4）高性能电工绝缘材料**：销量逐年提升，单价和毛利率小幅下滑；**5）结构芯材**：该业务占比较小，假设经营情况与 25 年维持一致；**6）电子树脂**：27 年起 PPO 与碳氢树脂陆续放量，随着市场供给增多，单价和毛利率小幅下滑。

我们预测公司 2026-28 年收入分别为 35.83/39.85/45.82 亿元，归母净利润分别为 1.85/2.56/3.86 亿元，对应增速分别为-9%/38%/51%，EPS 分别为 0.28/0.39/0.58 元/股，3 年归母净利润 CAGR 为 24%。

表 6：公司收入和盈利预测

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3496	3583	3985	4582
同比增长率	8%	3%	11%	15%
毛利润（百万元）	466	482	612	758
毛利率	13%	13%	15%	17%
风电叶片用材料				
营业收入（百万元）	2770	2728	2981	3339
毛利润（百万元）	345	335	402	456
毛利率	12%	12%	13%	14%
新型复合材料用树脂				
营业收入（百万元）	432	510	495	465
毛利润（百万元）	63	77	79	79
毛利率	14%	15%	16%	17%
新能源汽车及工业胶粘剂				
营业收入（百万元）	219	252	320	399
毛利润（百万元）	61	66	80	96
毛利率	28%	26%	25%	24%
高性能电工绝缘材料				
营业收入（百万元）	4	23	66	105
毛利润（百万元）	2	9	25	37
毛利率	46%	40%	38%	35%
PPO				
营业收入（百万元）			23	120
毛利润（百万元）			10	46
毛利率			45%	38%
碳氢树脂				
营业收入（百万元）			30	84
毛利润（百万元）				

毛利率	65%	58%

资料来源：Wind，申万宏源研究

5.2 可比公司估值

我们选取的可比公司包括风电用环氧树脂同行**惠柏新材**和**康达新材**、电子树脂同行**东材科技**、环氧塑封料同行**华海诚科**。

惠柏新材：主营特种改性环氧树脂，核心是风电叶片树脂；同时布局碳纤维复合材料树脂，是风电树脂核心供应商。

康达新材：国内风电叶片结构胶头部企业，收购大连齐化打通上游环氧树脂。

东材科技：综合性化工新材料平台，以绝缘材料起家，高频高速电子树脂（碳氢/BMI）为核心业务增量，适配 AI 服务器 PCB，导入生益科技、台光电子等客户。

华海诚科：聚焦半导体环氧塑封料（EMC）与电子胶，覆盖传统及先进芯片封装，是国内半导体封装材料国产替代核心厂商，并购衡所华威后规模、高端产品矩阵大幅补强。

公司 2026 年 PE 约 48 倍，低于可比公司平均 PE 59 倍。考虑到新材料平台逐步成型，进军 AI 及半导体赛道打开成长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7：可比公司估值

股票代码	简称	总市值（亿元）	股价（元）	EPS（元/股）				PE			PB（LF）
				2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
601208.SH	东材科技	458	45.35	0.30	0.70	1.01	1.40	65	45	32	7.6
688535.SH	华海诚科	118	82.26	0.30	0.75	0.97	1.32	110	85	62	5.3
301555.SZ	惠柏新材	29	31.54	0.79	1.09	1.60	2.19	29	20	14	2.5
002669.SZ	康达新材	42	13.84	0.43	0.43	0.66	0.88	32	21	16	1.5
平均								59	43	31	4
601026.SH	道生天合	89	13.45	0.31	0.28	0.39	0.58	48	35	23	3.6

资料来源：Wind，申万宏源研究*数据取自 2026/10/14，惠柏新材、康达新材为 wind 一致预测

6 风险提示

1）风电行业景气度不及预期风险。若全球或国内风电新增装机量因宏观经济下行、政策退坡、电力消纳瓶颈等因素而增长放缓或下滑，将对公司核心主业风电叶片用材料的需求产生直接冲击，进而影响公司整体业绩。

2）原材料价格大幅波动风险。公司主要原材料为环氧树脂、固化剂、稀释剂、异氰酸酯等化工品，其采购价格与上游原油价格、基础化工品市场供需关系密切关联。若原材料价格因国际局势动荡或供给端冲击出现大幅上涨，而公司未能及时通过产品定价机制向下游有效传导，将显著挤压公司的利润空间。

3）新材料业务市场拓展不及预期风险。新型复合材料用树脂、新能源汽车胶粘剂、电工绝缘材料等领域技术迭代快、市场竞争激烈。若公司新产品开发进度或客户认证节奏落后于预期，可能影响公司长期成长性。

4）限售股解禁风险：公司首次公开发行部分限售股和战略配售限售股，股份数量为 229,321,304 股，占公司总股本的 34.78%，该部分限售股锁定期即将届满，将于 2026 年 10 月 19 日上市流通。

财务摘要

合并损益表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	3,238	3,496	3,583	3,985	4,582
营业收入	3,238	3,496	3,583	3,985	4,582
营业总成本	3,086	3,301	3,376	3,702	4,159
营业成本	2,862	3,029	3,102	3,373	3,824
税金及附加	6	9	10	11	12
销售费用	55	75	79	96	92
管理费用	61	76	79	96	92
研发费用	88	100	107	128	137
财务费用	15	13	0	0	1
其他收益	36	36	30	30	30
投资收益	-10	-5	-5	-5	-5
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-4	-2	-20	-15	-10
资产减值损失	-4	-5	0	0	0
资产处置收益	1	13	0	0	0
营业利润	171	232	211	292	439
营业外收支	-2	0	0	0	0
利润总额	169	231	211	292	439
所得税	14	32	28	39	58
净利润	155	199	183	254	381
少数股东损益	1	-3	-2	-2	-5
归母净利润	155	203	185	256	386

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	155	199	183	254	381
加：折旧摊销减值	85	106	108	118	133
财务费用	23	15	0	0	1
非经营损失	-3	-13	5	5	5
营运资本变动	133	-232	297	7	38
其它	11	12	-20	-15	-10
经营活动现金流	401	84	574	369	549
资本开支	114	121	100	200	300
其它投资现金流	-15	-399	-105	-105	-105
投资活动现金流	-128	-521	-205	-305	-405
吸收投资	0	729	0	0	0
负债净变化	85	3	-11	24	24
支付股利、利息	16	112	251	148	180
其它融资现金流	53	-17	0	0	0
融资活动现金流	122	604	-262	-125	-156
净现金流	395	167	107	-61	-13

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

合并资产负债表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,721	3,030	3,251	3,320	3,437
现金及等价物	856	1,353	1,560	1,599	1,686
应收款项	1,553	1,418	1,418	1,418	1,418
存货净额	267	244	258	288	317
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	45	16	16	16	16
长期投资	49	52	52	52	52
固定资产	809	856	868	965	1,142
无形资产及其他资产	300	209	209	209	209
资产总计	3,879	4,148	4,380	4,547	4,840
流动负债	1,605	1,122	1,398	1,435	1,503
短期借款	229	237	203	203	203
应付款项	1,292	842	1,152	1,190	1,257
其它流动负债	84	42	42	42	42
非流动负债	446	400	424	448	471
负债合计	2,052	1,522	1,822	1,883	1,974
股本	528	659	659	659	659
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	827	1,392	1,392	1,392	1,392
其他综合收益	23	24	24	24	24
盈余公积	65	82	97	119	152
未分配利润	359	446	365	451	625
少数股东权益	26	22	20	18	14
股东权益	1,827	2,626	2,559	2,664	2,866
负债和股东权益合计	3,879	4,148	4,380	4,547	4,840

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	0.23	0.31	0.28	0.39	0.58
每股经营现金流	0.61	0.13	0.87	0.56	0.83
每股红利	0.00	0.00	0.38	0.22	0.27
每股净资产	2.73	3.95	3.85	4.01	4.33
关键运营指标(%)					
ROIC	10.5	11.2	11.6	15.1	21.0
ROE	8.6	7.8	7.3	9.7	13.5
毛利率	11.6	13.3	13.4	15.4	16.5
EBITDA Margin	8.1	9.8	8.4	9.9	12.3
EBIT Margin	5.7	7.0	5.9	7.3	9.6
营业总收入同比增长	1.1	8.0	2.5	11.2	15.0
归母净利润同比增长	0.0	30.9	-8.5	37.9	50.9
资产负债率	52.9	36.7	41.6	41.4	40.8
净资产周转率	1.80	1.34	1.41	1.51	1.61
总资产周转率	0.83	0.84	0.82	0.88	0.95
有效税率	7.8	13.6	13.0	13.0	13.0
股息率	0.0	0.0	2.8	1.7	2.0
估值指标(倍)					
P/E	57.3	43.8	47.8	34.7	23.0
P/B	4.9	3.4	3.5	3.4	3.1
EV/Sale	3.0	2.7	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	36.6	27.8	31.8	24.1	17.0
股本	528	659	659	659	659

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，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、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。