

新材料平台型公司，产品端有望兑现

华泰研究

2024 年 2 月 07 日 | 中国内地

首次覆盖

化学制品

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

14.91

研究员 庄汀洲
SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com
SFC No. BQZ933 +(86) 10 5679 3939

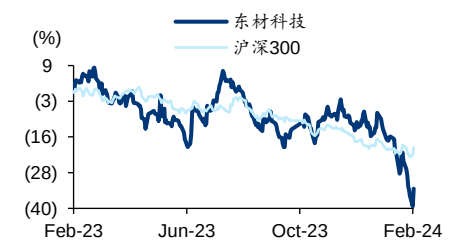
研究员 张雄
SAC No. S0570523100003 zhangxiong@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

联系人 杨泽鹏
SAC No. S0570123070267 yangzepeng@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价(人民币)	14.91
收盘价(人民币 截至 2 月 6 日)	8.91
市值(人民币百万)	8,177
6 个月平均日成交额(人民币百万)	111.29
52 周价格范围(人民币)	8.10-14.45
BVPS(人民币)	4.95

股价走势图



资料来源: Wind

致力于打造新材料平台型公司，首次覆盖给予“买入”评级

东材科技是国内绝缘材料龙头企业，并从绝缘材料逐渐拓展到电子材料、光学膜、新能源材料等化工新材料业务，产品结构不断优化，并积极加大新材料领域的投资力度。在下游 AI 服务器、新能源汽车、OLED 等需求的带动以及产业链转移趋势下，国产替代率有望不断提高，公司新材料增量有望逐步兑现。我们预计公司 23-25 年归母净利 4.02/6.51/8.89 亿元，对应 EPS0.44/0.71/0.97 元，参考可比公司 24 年平均 14xPE 的 Wind 一致预期，考虑公司中高端电子树脂、高端基膜等占比的不断提高，给予公司 24 年 21xPE 估值，目标价 14.91 元，首次覆盖给予“买入”评级。

AI 等下游增长及国产化趋势下，高频高速高性能电子树脂有望不断增长

在下游 AI 服务器、新能源车等需求带动下，高频高速特殊覆铜板 2022 年占比已达 30%并仍在不断提高，对应需用到双马树脂、聚苯醚树脂等高性能电子树脂。目前，我国高端电子树脂以进口为主，在产业链转移趋势下国产替代率有望持续提升。公司已与台光电、生益科技等下游知名客户建立合作并陆续开始供应，AI 服务器等领域的高速增长有望带动公司双马树脂等高频高速树脂新产能的放量。随着公司高频高速树脂、特种环氧树脂、电子级酚醛树脂等占比的提升，板块有望迎来收入与毛利率的双升。

下游显示、MLCC 等需求不断增长，替代率提升下光学基膜有望持续放量

基膜是光学膜产业链的关键基材，随下游 OLED、MLCC 等行业的成长需求不断增长。光学基膜壁垒较高，全球高端基膜 70%以上产能集中在海外巨头手中，但近年来国产基膜性能及产能在不断提高。公司光学基膜正在缩小与进口基膜间的性能差距，未来有望逐渐提升市场份额。公司光学膜拥有杉金光电、恒美光电等核心客户，并不断切入高端光学基膜、汽车膜等新领域，带动高毛利率产品占比提高。伴随行业竞争程度和原材料价格的逐步改善，板块经营情况有望稳步改善。

新能源领域各环节有望迎来增量，布局健康纺织品等新行业

公司以绝缘材料的技术储备为基础，切入新能源赛道的发电、输电以及用电端材料，未来在下游光伏装机增加、特高压开工数增长和新能源车产量的提高下，功能聚酯薄膜等产品有望迎来高速增长。此外，公司布局的 PP 复合铜箔凭借安全性、耐酸碱性能优势未来有望替代掉部分锂电铜箔市场空间。环保阻燃材料方面，在投资项目有望提高相关产品的附加值，同时公司积极布局健康纺织品等新领域，未来亦将为公司贡献增量。

风险提示：下游需求增长不及预期；新项目推进进度不及预期；国产替代进度不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	3,234	3,640	3,849	5,934	7,526
+/-%	71.92	12.57	5.73	54.18	26.83
归属母公司净利润(人民币百万)	340.93	415.00	402.44	651.04	889.02
+/-%	94.27	21.73	(3.03)	61.77	36.55
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.37	0.45	0.44	0.71	0.97
ROE(%)	11.17	10.64	9.22	13.56	16.22
PE(倍)	23.98	19.70	20.32	12.56	9.20
PB(倍)	2.28	1.94	1.81	1.61	1.39
EV EBITDA(倍)	14.10	12.70	13.21	9.42	7.07

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心观点	5
区别于市场的观点	5
东材科技：绝缘材料龙头企业，致力于打造新材料平台型公司	6
绝缘材料起家，持续扩充新材料板块	6
高管背景优秀，股权激励充分	7
产品结构持续优化，盈利能力不断增强	8
下游客户优质，资金管理效率较高	11
新材料化工：积极打造平台型公司，各领域产品有望陆续兑现	13
电子材料：AI 等下游增长及国产化趋势下，高性能电子树脂有望不断增长	13
AI 等新领域引领高性能电子树脂增长，高频高速覆铜板占比有望持续提升	13
高频高速树脂仍以进口为主，产业链转移下国产替代率有望逐渐提升	15
公司电子树脂板块布局全面且客户优质，各项目未来有望陆续贡献增量	17
随着高性能树脂持续放量，公司毛利率有望有所提高	19
光学膜：下游平板显示、MLCC 等不断增长，国产光学基膜有望持续放量	19
基膜是光学膜产业链的关键基材，有望随下游平板显示、MLCC 等不断增长	19
光学基膜目前以进口为主，国产基膜性能及产能正不断提高	22
公司光学膜在投产能充足，不断切入高端基膜、汽车膜等新领域	23
光学膜毛利率受原材料及竞争程度影响当前处于相对低位，未来有望逐渐改善	24
绝缘材料：以绝缘材料为基础切入新能源领域，各环节有望迎来增量	25
公司以绝缘材料为基础，逐步切入新能源领域	25
光伏、特高压、新能源车等领域的增长有望推动公司发电、输电、用电端材料的持续放量	26
环保阻燃材料：在投项目有望提高产品附加值，布局健康纺织品等新领域	29
首次覆盖东材科技，给予“买入”评级	30
风险提示	33

图表目录

图表 1：东材科技发展历程	6
图表 2：东材科技各板块产能	6
图表 3：东材科技各厂区产能及建设情况（2022 年）	7
图表 4：股权结构示意图（2023 年 H1）	7
图表 5：东材科技主要子公司及经营情况（2023 年 H1，单位：亿元）	8
图表 6：东材科技限制性股票激励计划业绩考核目标	8
图表 7：东材科技营收增长情况	9
图表 8：东材科技归母净利润增长情况	9
图表 9：东材科技收入结构	9
图表 10：东材科技毛利结构	9
图表 11：东材科技各板块毛利率	9
图表 12：东材科技毛利率和净利率情况	9

图表 13: 东材科技各板块销量情况	10
图表 14: 东材科技各板块均价情况	10
图表 15: 东材科技期间费用率情况	10
图表 16: 东材科技 ROE 和 ROIC 情况	10
图表 17: 东材科技股价复盘	11
图表 18: 东材科技前五大客户及前五大供应商情况 (2022H1)	11
图表 19: 应收账款周转天数对比	12
图表 20: 中国大陆 PCB 产值及全球占比	13
图表 21: 全球 PCB 应用领域 (按产值)	13
图表 22: PCB 成本构成 (2019)	13
图表 23: 全球特殊覆铜板 (高频、高速等覆铜板) 占比	13
图表 24: 覆铜板成本构成 (2019)	14
图表 25: 中国及全球电子树脂市场规模	14
图表 26: 覆铜板树脂的分类与演化方向	14
图表 27: 全球 AI 服务器出货量及预估	14
图表 28: 全球 AI 服务器市场竞争格局 (2023E)	14
图表 29: 中国新能源车产量及增速	15
图表 30: 5G 基站数及渗透率	15
图表 31: 2022 年全球刚性覆铜板竞争格局 (按销售额)	15
图表 32: 2022 年全球特殊刚性覆铜板竞争格局 (按销售额)	15
图表 33: 高频高速覆铜板用特种树脂分类及海内外供应厂家	16
图表 34: PPO/PPE 国内外主要企业产能	16
图表 35: 部分公司 PPO/PPE 改性方式对比	16
图表 36: 东材科技电子树脂现有产能及在建产能情况	17
图表 37: 中国环氧树脂应用结构 (2022)	17
图表 38: 中国特种环氧树脂产能分布 (2022)	17
图表 39: 公司年产 6 万吨特种环氧树脂及中间体项目情况	18
图表 40: 中国酚醛树脂市场规模	18
图表 41: 中国酚醛树脂应用领域分布 (2021)	18
图表 42: 公司年产 16 万吨高性能树脂及甲醛项目情况	18
图表 43: 各公司电子树脂毛利率对比	19
图表 44: 中国光学膜市场规模	20
图表 45: 中国光学膜产量	20
图表 46: 光学膜产业链简图	20
图表 47: 全球 TFT-LCD 电视面板出货量走势及预测	20
图表 48: 全球 LCD-TV 面板平均尺寸及预测	20
图表 49: 全球 OLED 市场规模及预测	21
图表 50: 全球移动设备柔性 OLED 出货量	21
图表 51: 全球 MLCC 主要应用领域占比统计 (2021 年)	21
图表 52: 全球及中国 MLCC 市场规模及预测	21

图表 53: 不同车型 MLCC 用量	22
图表 54: 全球及中国车载 MLCC 用量及预测	22
图表 55: BOPET 薄膜进出口价格	22
图表 56: 国内不同厂家光学基膜售价对比	22
图表 57: 部分海内外公司光学基膜产能 (2022 年)	23
图表 58: 国内外不同厂家光学基膜透光率与雾度对比	23
图表 59: 东材科技光学膜现有产能及在建产能情况	23
图表 60: 我国汽车贴膜市场规模	24
图表 61: 中国汽车贴膜行业部分厂商产品价格 (2021)	24
图表 62: 布鲁克纳营业收入	24
图表 63: 布鲁克纳净利润	24
图表 64: 原材料乙二醇及对苯二甲酸价格	25
图表 65: 各公司光学膜毛利率对比	25
图表 66: 东材科技绝缘材料在建产能情况	25
图表 67: 东材科技绝缘材料产品结构 (2008-2013)	26
图表 68: 东材科技绝缘材料产品结构 (2016-2017)	26
图表 69: 光伏背板结构	26
图表 70: 国内光伏年度新增装机规模及趋势	26
图表 71: 中国风电发电量及趋势	26
图表 72: 中国特高压工程线路长度及新增长度	27
图表 73: 国内特高压投资规模	27
图表 74: 中国电解铜箔出货量及趋势	27
图表 75: 部分企业超薄型聚丙烯薄膜现有及在建产能	28
图表 76: 解聚单体 (DMT) 仅在使用 PET 胶带时产生	28
图表 77: PP 基膜市场规模测算	29
图表 78: 东材科技环保阻燃材料现有项目及在建产能情况	29
图表 79: 公司各板块产能假设 (单位: 吨/年)	30
图表 80: 公司各板块产能利用率假设	31
图表 81: 公司各板块销量假设 (单位: 万吨/年)	31
图表 82: 公司各板块单价假设 (单位: 万元/吨)	31
图表 83: 公司各板块收入预测 (单位: 百万元)	32
图表 84: 公司各板块毛利率预测	32
图表 85: 公司各板块毛利润预测 (单位: 百万元)	32
图表 86: 公司净利润预测 (单位: 百万元)	33
图表 87: 可比公司估值表	33
图表 88: 报告提及公司列表	34
图表 89: 东材科技 PE-Bands	34
图表 90: 东材科技 PB-Bands	34

核心观点

东材科技是国内化工新材料行业领先企业，在绝缘材料基础上向电子树脂、光学膜、新能源材料等领域不断布局，打造平台型新材料公司，产品结构持续优化，我们认为：

1、公司新材料性能、产能、客户具备一定优势，有望率先享受下游行业增长以及国产替代的红利。公司所覆盖产品的下游包括 AI 服务器、新能源汽车、OLED 等增长迅速的领域，且目前较多产品国产化率较低。未来随着下游需求的持续增长和迭代，以及产业链不断向国内转移，上游电子树脂、光学基膜、新能源材料等市场空间有望持续扩大且国产化率不断提高。作为国内行业的领先企业，东材科技已积累如生益科技、比亚迪、明冠新材、激智科技、赛伍技术、台光电等大量优质客户资源，公司一方面常年保持 5% 左右的研发费用率，产品性能不断追赶进口企业，另一方面布局大量新领域产能，保证下游供应充足，因而有望率先享受下游行业增长以及国产替代的红利。

2、公司产品结构持续优化，毛利率有望逐渐改善。电子树脂方面，随着公司双马来酰亚胺树脂、活性酯固化剂树脂、聚苯醚树脂等高频高速树脂逐渐放量，以及特种环氧树脂、电子级酚醛树脂的占比不断提高，板块毛利率有望逐渐增加；光学膜方面，随着公司高端偏光片离保膜基膜、MLCC 离型膜基膜、PCB 干膜等高性能基膜占比的增加，以及行业竞争程度和原材料价格有望逐步改善，板块毛利率未来有望提高；新能源材料方面，超薄型聚丙烯薄膜的放量未来亦有利于板块毛利率的提高。

3、公司绝缘材料积累的合成以及制膜技术有利于新领域的不断拓展，逐渐打造新材料平台型公司。公司绝缘材料从产品形态上看需要用到合成以及制膜两种技术，合成技术可应用在电子树脂领域，制膜技术可用在光学膜、新能源材料等领域。公司以绝缘材料为基础打造新材料平台型公司，在现有业务领域已取得一定成果，并仍加大对光刻胶材料、复合铜箔、健康纺织品等新领域的布局，不断拓宽公司的能力圈，未来这些领域的成长亦有望逐渐兑现增量。

区别于市场的观点

1) 我们认为市场对于公司新材料产品的放量速度以及毛利率水平的改善有所忽视。我们认为伴随下游新兴需求的快速增长、产业链转移下国产替代的持续推进以及公司已有的大量优质客户的积累，将逐渐增厚公司营收。此外，随着公司电子树脂、光学膜等领域高端产品占比的提高，产品结构将持续优化，毛利率有望逐渐改善。

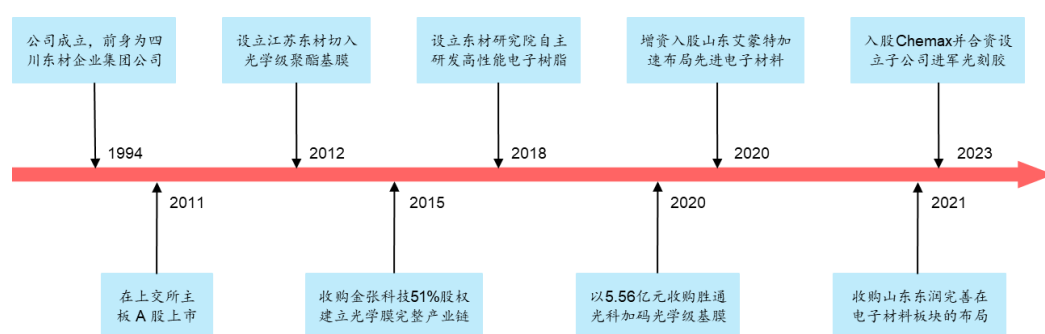
2) 我们认为市场对于公司产业链地位及公司平台型定位有所忽视。公司在现有产品布局上并没有选择内卷更严重的中低端产线，而是去开发高性能电子树脂、高端光学基膜、超薄聚丙烯薄膜等赛道。一方面，在产业链上具有更高的定价权，另一方面，也准确识别出当前国产替代的窗口期并占领先机。此外，公司以绝缘材料的合成及制膜技术储备为基础，陆续布局电子树脂、光学膜、新能源材料、复合铜箔、光刻胶材料、健康纺织品等新领域，致力于打造平台型公司丰富自身未来的产品矩阵。

东材科技：绝缘材料龙头企业，致力于打造新材料平台型公司

绝缘材料起家，持续扩充新材料板块

四川东材科技集团股份有限公司（以下简称“东材科技”）成立于 1994 年，以绝缘材料为主营业务，于 2011 年在上交所上市。2012 年公司设立江苏东材切入光学级聚酯基膜领域，2015 年收购金张科技 51% 股权建立起光学膜完整产业链，2018 年在成都设立了东材研究院-艾蒙特成都新材料科技有限公司，自主研发多种高性能电子树脂。2020 年以 5.56 亿元收购胜通光科大幅缩短光学级聚酯基膜的扩能周期，同年公司增资入股山东艾蒙特加速布局先进电子材料产业，2021 年子公司山东艾蒙特收购山东东润完善在电子材料板块的布局，2022 年子公司成都东材设立全资子公司成都葛伦森布局健康纺织品领域，2023 年公司增资入股韩国 Chemax，拟重点开展高端光刻胶材料的合成与纯化业务。

图表1：东材科技发展历程



资料来源：公司公告，华泰研究

公司业务由最初的以绝缘材料为主逐渐拓展到电子材料、光学膜、新能源材料、环保阻燃材料等新材料业务，广泛应用于覆铜板、新能源汽车、消费电子、光电显示、发电设备、特高压输变电、智能电网、电工电器、健康纺织等多个领域。公司各板块产品丰富、产能充足，绝缘材料、环保阻燃板块打好基本盘，光学膜、电子树脂、新能源材料等新材料领域布局力度大、产能扩充快且产能利用率高。据公司公告，截至 2022H1，公司绝缘材料/光学膜材料/电子材料/环保阻燃材料半年产能分别为 51975/47500/12000/18500 吨，产能利用率分别为 87%/84%/86%/31%。公司在四川、江苏、山东、河南等地拥有八大厂区，各厂区分工明确且仍在加大投资力度，有望在未来几年陆续增厚公司营收。

图表2：东材科技各板块产能

板块	类别	2019	2020	2021	2022H1
绝缘材料	产能 (吨)	103,950	103,950	103,950	51,975
	产量 (吨)	68,763	73,898	84,658	45,468
	产能利用率	66%	71%	81%	87%
光学膜材料	产能 (吨)	20,000	30,000	75,000	47,500
	产量 (吨)	17,232	29,048	80,017	39,918
	产能利用率	86%	97%	107%	84%
电子材料	产能 (吨)	5,000	5,000	15,000	12,000
	产量 (吨)	3,168	4,763	12,391	10,367
	产能利用率	63%	95%	83%	86%
环保阻燃材料	产能 (吨)	37,000	37,000	37,000	18,500
	产量 (吨)	6,010	13,004	15,654	5,730
	产能利用率	16%	35%	42%	31%
合计	产能 (吨)	165,950	175,950	230,950	129,975
	产量 (吨)	95,173	120,712	192,720	101,482
	产能利用率	57%	69%	83%	78%

注：上述环保阻燃材料产量仅统计公司生产且对外销售的环保阻燃材料；新能源材料包含在绝缘材料中

资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：东材科技各厂区产能及建设情况（2022 年）

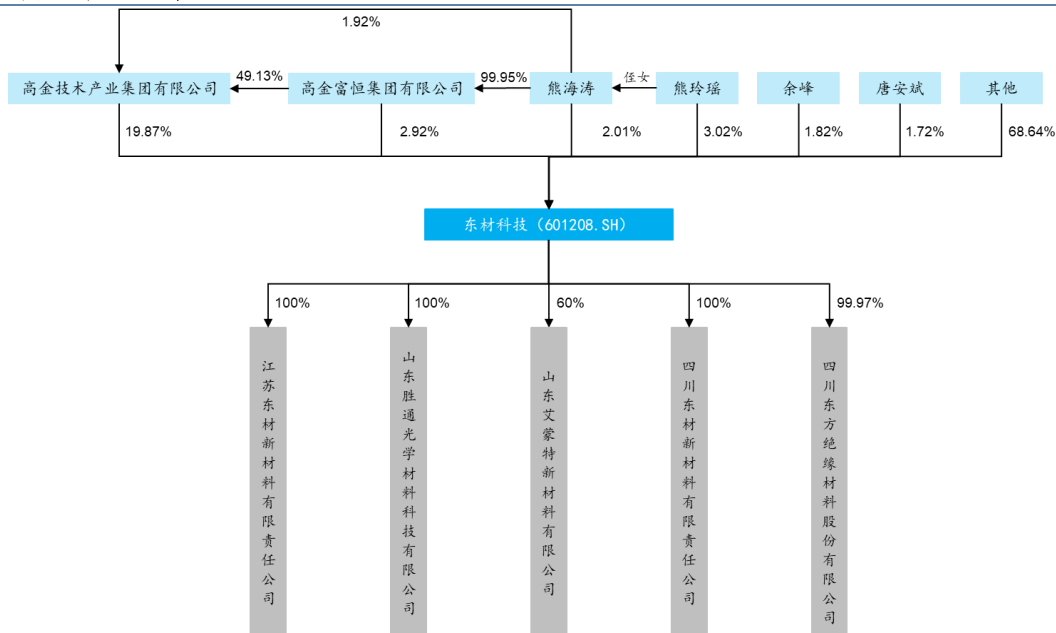
主要厂区	产能	产能利用率	在建产能	投资额（万元）	预计完工时间
绵阳小视	45,400 吨	102.01%			
绵阳塘汛	88,090 吨	81%	年产 1 亿平方米功能膜材料产业化项目	20,990.50	2023 年 10 月
			年产 5200 吨高频高速印制电路板用特种树脂材料产业化项目	14,123.50	2023 年 4 月
			年产 50 万平方米质子交换膜项目	1,347.03	
绵阳东林	40,000 吨	0	年产 2 万吨光学级聚酯基膜项目	14,092.20	2023 年 10 月
			年产 2 万吨功能 PET 薄膜项目	11,083.29	2023 年 8 月
四川成都	28,000 吨	0	东材科技成都创新中心及生产基地项目（一期）	741.36	2024 年 4 月
			东材科技成都创新中心及生产基地项目（二期）	538.04	2025 年 3 月
江苏海安	83,000 吨	87.36%	年产 2 万吨 MLCC 及 PCB 用高性能聚酯基膜项目	27,528.37	2023 年 6 月
			2 万吨特种功能聚酯薄膜生产线(功能膜)	17,897.81	2023 年 5 月
			年产 25000 吨偏光片用光学级聚酯基膜项目	817.26	2024 年 6 月
江苏连云港	8,000 吨	100.67%			
河南郑州	1,900 吨	82.56%			
山东东营	100,000 吨	59.96%	年产 6 万吨特种环氧树脂及中间体项目（含中间体 1 万吨，部分转固）	67,929.92	2023 年 4 月
			年产 16 万吨高性能树脂及甲醛项目	21,713.48	2023 年 4 月
			年产 20000 吨超薄 MLCC 用光学级聚酯基膜技术改造项目	3,106.48	2024 年 2 月

资料来源：公司公告，华泰研究

高管背景优秀，股权激励充分

董事长唐安斌技术背景深厚，为四川大学高分子材料专业工学博士，担任中国电工技术学会绝缘材料与绝缘技术委员会副主任委员、国家阻燃材料工程技术研究中心学术委员会委员等社会工作。唐安斌于 1989 年 7 月毕业分配至东方绝缘材料厂工作，历任公司副总经理、公司国家认定企业技术中心主任、国家绝缘材料工程技术研究中心主任、董事、副董事长等职务，现任公司董事长，持有公司 1.72% 股权。副董事长熊海涛资本市场经验丰富，拥有中山大学管理学硕士学位，现任广州市女企业家商会理事等职务，2015 年 1 月至今任高金技术产业集团有限公司执行董事，2016 年 3 月至今任广州毅昌科技股份有限公司董事长，直接及间接合计持有公司 15.07% 股权。

图表4：股权结构示意图（2023 年 H1）



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

公司拥有五大主要子公司，分别负责多个领域的发展。四川东方绝缘主要布局绝缘及新能源材料，23H1 实现营收 6.8 亿元，实现净利润 1.1 亿元；江苏东材主营业务为光学膜材料及电子材料，23H1 实现营收 8.6 亿元，实现净利润 0.6 亿元；四川东材负责绝缘、环保阻燃、电子等多个板块，23H1 实现营收 5.4 亿元，实现净利润 0.6 亿元；收购的胜通光学主营光学膜业务，23H1 实现营收 1.8 亿元，实现净利润-0.1 亿元；山东艾蒙特主要布局电子树脂及新能源材料，23H1 实现营收 2.8 亿元，实现净利润-0.3 亿元。

图表5：东材科技主要子公司及经营情况（2023 年 H1，单位：亿元）

子公司	持股比例	主营业务	总资产	净资产	营收	净利润
江苏东材新材料有限责任公司	100%	光学膜材料、电子材料	29.9	7.1	8.6	0.6
山东胜通光学材料科技有限公司	100%	光学膜材料	8.1	7.6	1.8	-0.1
山东艾蒙特新材料有限公司	60%	电子材料、新能源材料	13.6	3.4	2.8	-0.3
四川东材新材料有限责任公司	100%	电工绝缘材料、新能源材料、环保阻燃材料、电子材料	17.0	4.4	5.4	0.6
四川东方绝缘材料股份有限公司	99.97%	电工绝缘材料、新能源材料	22.4	13.8	6.8	1.1

资料来源：公司公告，华泰研究

公司于 2022 年推出考核年度为 2022-2024 年度的限制性股票激励计划，旨在健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才。首次授予日为 2022 年 6 月 15 日，授予价格为 5.98 元/股，授予数量 2809.50 万股，激励对象总人数为 271 人，包含公司董事、中高级管理人员、核心基层管理人员及核心技术人员。预留授予日为 2023 年 5 月 4 日，授予价格为 5.98 元/股，授予数量 119.50 万股，预留授予人数为 24 人。业绩考核目标彰显公司信心，本次股权激励计划有望进一步提高员工积极性。

图表6：东材科技限制性股票激励计划业绩考核目标

激励计划	授予日期	授予数量（万股）	授予价格（元/股）	业绩考核目标	成本摊销情况
首次授予	2022 年 6 月 15 日	2,809.50	5.98	以 2021 年净利润为基数，2022-2024 年净利润增长率目标值分别为 40%、85%、135%，触发值分别为 20%、50%、90%。	2022-2025 年需摊销的费用分别为 5968.75、8283.53、3977.41、1197.97 万元，总费用 19427.66 万元。
预留授予	2023 年 5 月 4 日	119.50	5.98	以 2021 年净利润为基数，2023-2024 年净利润增长率目标值分别为 85%、135%，触发值分别为 50%、90%。	2023-2025 年需摊销的费用分别为 404.37、358.21、76.31 万元，总费用 838.89 万元。

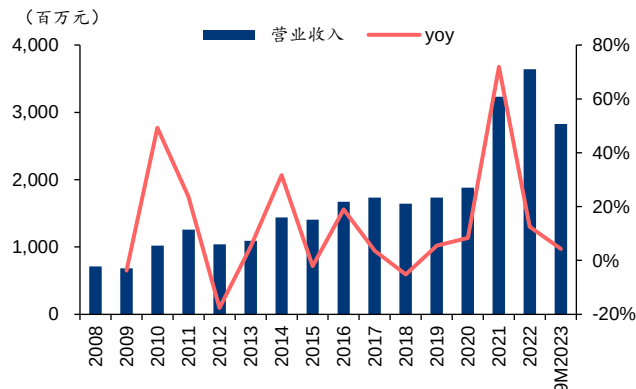
注：限制性股票成本除与授予日、授予价格和授予数量相关，还与实际生效和失效的权益数量有关，上述对公司经营成果的影响最终结果以会计师事务所出具的年度审计报告为准

资料来源：公司公告，华泰研究

产品结构持续优化，盈利能力不断增强

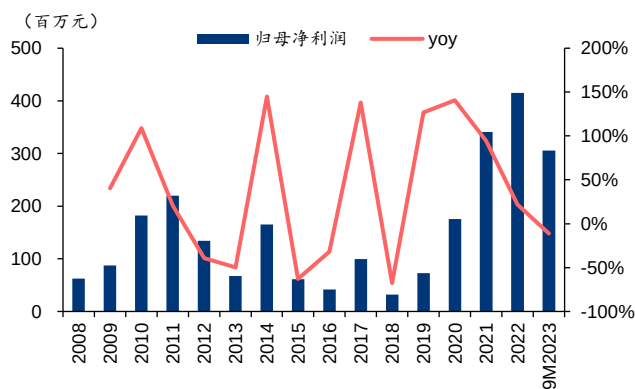
公司自上市以来在内生增长以及外延并购下，以绝缘材料为基础，打造新材料平台型公司，营业收入稳步增长。据公司公告，9M23 实现营收 28.3 亿元，同比+4%，08-22 年 CAGR 达 12%。9M23 实现归母净利润 3.1 亿元，同比-11%，08-22 年归母净利润 CAGR 达 15%，整体波动较大，主要系部分年份宏观经济不强、原材料价格上涨以及环保监督力度较大等原因。2021 年营收以及归母净利润增幅较大，主要系高性能光伏组件、薄膜电容器、特高压项目等市场需求旺盛以及收购胜通光科后并表等因素。

图表7：东材科技营收增长情况



资料来源：Wind，华泰研究

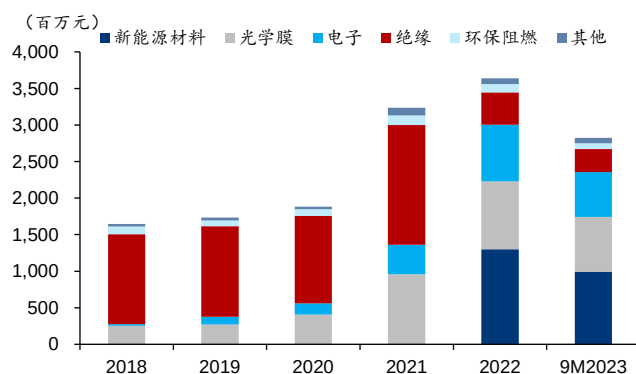
图表8：东材科技归母净利增长情况



资料来源：Wind，华泰研究

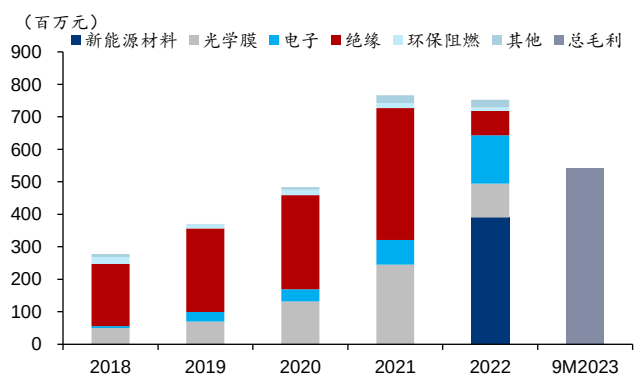
分板块看，公司通过开拓光学膜、电子树脂等新材料业务不断增强盈利能力，并于 2022 年首次将新能源材料板块从绝缘板块中拆出，彰显公司切入新能源领域的信心。目前形成新能源材料、光学膜、电子材料、绝缘材料、环保阻燃材料五大板块，9M23 分别实现营收 9.9/7.5/6.1/3.2/0.8 亿元。2022 年公司新能源材料、光学膜、电子材料、绝缘材料、环保阻燃材料分别实现营收 13.0/9.3/7.8/4.5/1.1 亿元，毛利率分别为 30%/11%/19%/17%/10%，对应毛利润 3.9/1.1/1.5/0.8/0.1 亿元。公司的原材料为聚酯切片、PTA、MEG 等，采购价格与国际原油价格密切相关，因而较易受到宏观经济的影响，造成毛利率波动较大。2020 年光学膜售价降幅低于原材料降幅，因而该板块毛利率较高。

图表9：东材科技收入结构



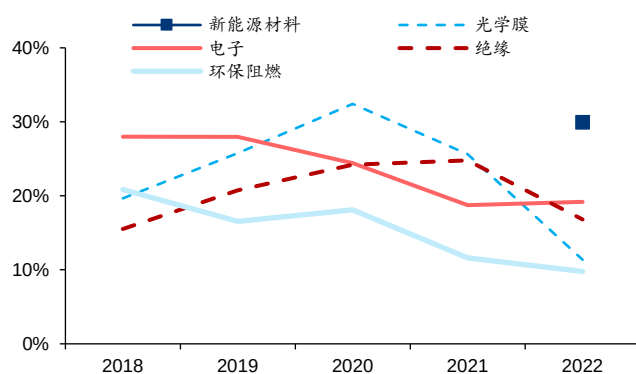
资料来源：Wind，华泰研究

图表10：东材科技毛利结构



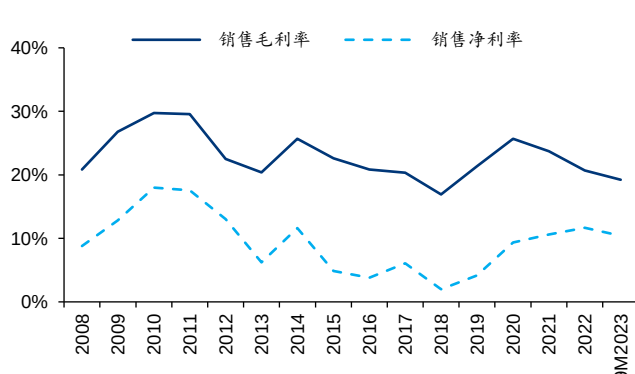
资料来源：Wind，华泰研究

图表11：东材科技各板块毛利率



资料来源：Wind，华泰研究

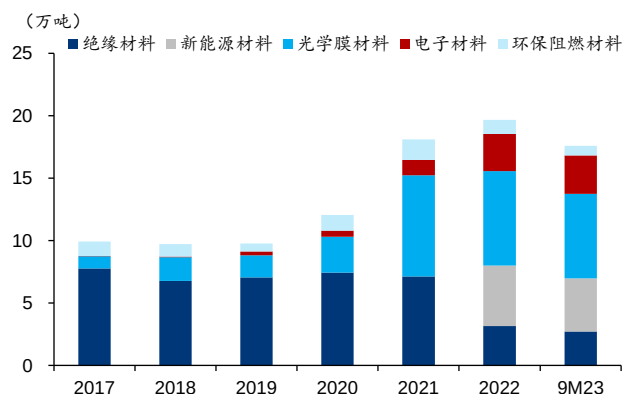
图表12：东材科技毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，华泰研究

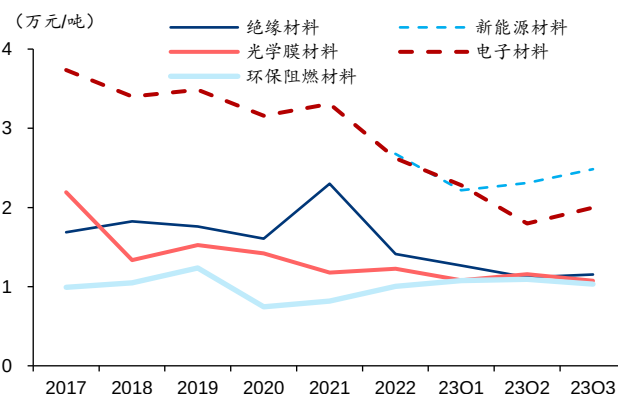
从销量上看，绝缘材料（含新能源材料）较为稳定，近几年增长主要源于光学膜、电子材料板块的放量，9M23 光学膜/新能源材料/电子材料/绝缘材料/环保阻燃材料销量分别为 6.8/4.3/3.1/2.7/0.7 万吨。从均价上看，受原材料价格波动以及下游需求等影响，各板块近几年整体呈下降趋势，9M23 光学膜/新能源材料/电子材料/绝缘材料/环保阻燃材料单价（不含税）分别为 1.1/2.3/2.0/1.2/1.1 万元/吨。分季度来看，新能源材料均价自 23Q2 开始有所上涨，电子材料 23Q3 均价环比改善，预计随着单价更高的新品逐渐放量，有望进一步带动新能源材料以及电子树脂价格的上涨，光学膜单价亦有望改善。

图表13：东材科技各板块销量情况



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

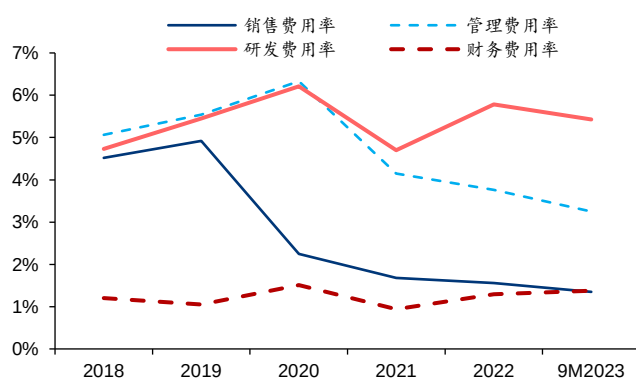
图表14：东材科技各板块均价情况



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

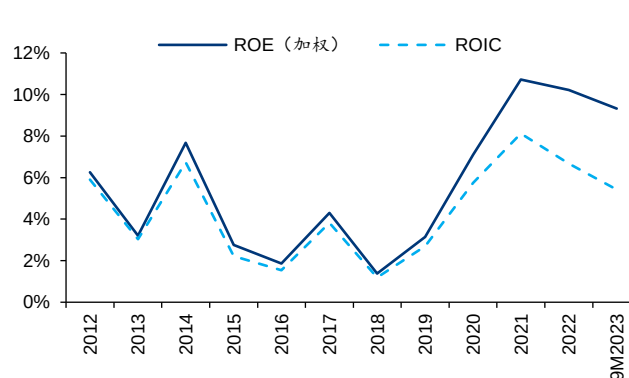
公司综合费用率控制得较为稳定，研发投入力度大，9M23 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.4%/3.3%/5.4%/1.4%，2020 年销售费用率减少主要系按照新收入准则将与合同履约相关的运输费用及出口费用调整至营业成本。盈利能力方面，公司 9M23 年化 ROE（加权）及 ROIC 分别为 9%/5%，较 21 年有所回落。

图表15：东材科技期间费用率情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表16：东材科技 ROE 和 ROIC 情况



注：9M23 的 ROE 和 ROIC 为年化数据

资料来源：Wind，华泰研究

公司自上市以来，股价主要由业绩驱动。2011 年，公司积极开拓市场，不断调整产品结构，把握住新能源、输变电等行业发展的机遇，绝缘材料业务量价齐升。2014 年，公司开始实施外延式并购，进军光学膜、无卤阻燃材料等行业，同时在绝缘材料新增产能的释放下，业绩显著改善。2019 年，公司积极调整产品结构，布局光学膜中高端市场，同时受益于特高压电网以及覆铜板行业的发展，功能聚丙烯薄膜、电子材料等产销量及盈利水大幅提升。2020 年开始，随着疫情后国内经济逐渐复苏，公司以新型绝缘材料为基础，重点发展光学膜材料、电子材料、新能源材料等系列产品，产品结构持续优化，在下游需求的高速发展以及公司自身的良好经营下，业绩显著提升。

图表17：东材科技股价复盘



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

下游客户优质，资金管理效率较高

在销售模式上，公司以直销为主，占整体销售额的 80%以上，并以内销为主，占整体销售额的 90%以上。公司对客户群进行信用分级管理，资源配置给予倾斜，有步骤地培育一批具有战略合作意义的核心客户。据公司公告，2022H1 前五大客户销售金额占比 19%，分别为生益科技、明冠新材、激智科技、赛伍技术、德凯股份，同时公司也与比亚迪、杉金光电、三利谱、台光电等知名客户合作，公司已积累优质的下游客户资源。据公司公告，2022H1 前五大供应商采购金额占比 40%，分别为中国石化、合肥乐凯、国家电网、维远股份、中国石油，采购原料主要为聚酯切片、PTA 以及乙二醇。在生产模式上，公司主要实行“以销定产”，制造部门结合设备性能参数和客户预订单情况，自行制定排产计划。

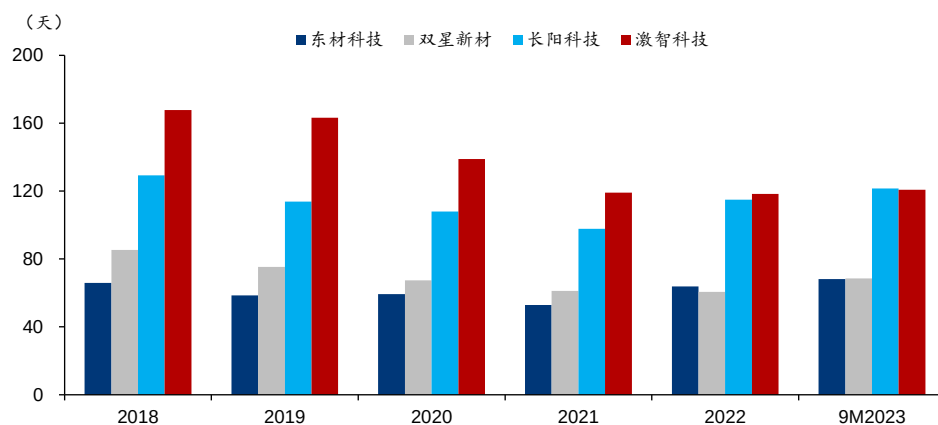
图表18：东材科技前五大客户及前五大供应商情况（2022H1）

客户	主要销售产品	销售金额（万元）	销售占比	公司简介
生益科技	电子级树脂	13702	7.27%	据 Prismark，2022 年公司刚性覆铜板销售总额已跃升全球第二，全球市场占有率稳定在 12%左右，目前已开发出不同介电损耗全系列高速产品，不同介电应用要求、多技术路线高频产品。
明冠新材	功能聚酯薄膜	7127	3.78%	据公司公告，2022 年公司 BO 型太阳能电池背板全球市场占有率第一，太阳能电池背板产品在行业内居于年产销“1 亿平米”级的第一梯队。
激智科技	光学聚酯基膜	5448	2.89%	据公司公告，公司光学膜的技术水平、产品品质、市场地位等均为国内领先；此外，公司具备全系列背板生产制造能力，近几年在领先组件企业份额快速提升，2022 年销售额达 7.59 亿元。
赛伍技术	功能聚酯薄膜	5429	2.88%	据公司公告，公司 KPf 光伏背板在全球细分市场中已经连续 9 年市占率第一，并成为全球行业标杆，全 PET 背板 PPf 已供应国内外一线厂商。
德凯股份	电子级树脂	3273	1.74%	目前中国西南片区最大的覆铜板和半固化片专业生产厂家，与四川大学、重庆大学等院校合作，建成产、学、研科技创新基地。
合计		34978	18.55%	

资料来源：公司公告，Prismark，华泰研究

在应收账款周转天数方面，东材科技 2020-2022 年分别为 59/53/64 天，可保证收取到下游客户的资金较为健康，较其他膜材料公司更低。据公司公告，2022 年公司应收账款余额前五家公司分别为深圳市比亚迪供应链管理有限公司、明冠新材、德凯股份、生益科技以及金宝电子，合计占总余额的 19%。针对下游资金的优良管理有利于公司将自身的资金维持在健康的水平。

图表19：应收账款周转天数对比



资料来源：Wind，华泰研究

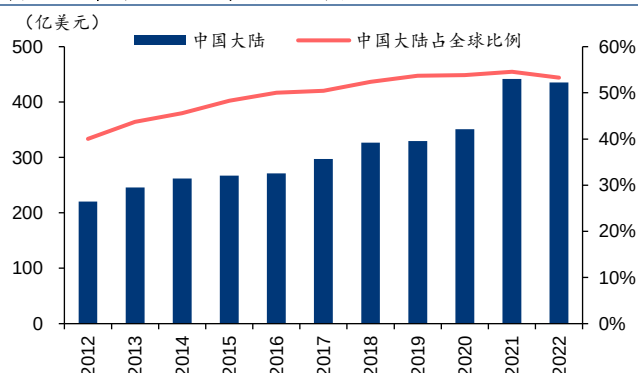
新材料化工：积极打造平台型公司，各领域产品有望陆续兑现

电子材料：AI 等下游增长及国产化趋势下，高性能电子树脂有望不断增长

AI 等新领域引领高性能电子树脂增长，高频高速覆铜板占比有望持续提升

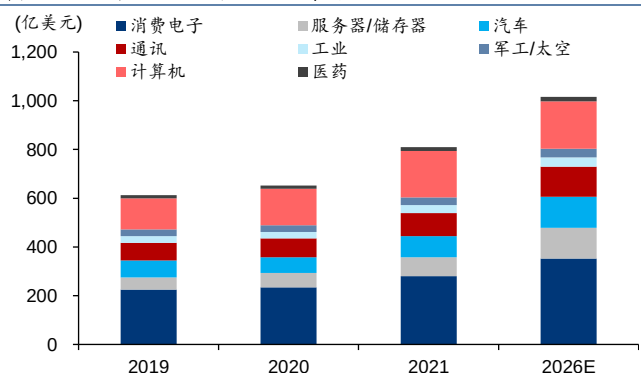
印制电路板（PCB）是组装电子零件用的基板，被广泛用于消费电子、服务器、汽车、5G 通信等领域。据 Prismark，2022 年中国大陆 PCB 产值达 435.5 亿美元，占全球总产值的 53%，2026 年全球消费电子/服务器及储存器/汽车/通讯/工业/军工及太空/计算机/医药用 PCB 产值预计分别为 353.0/124.9/127.7/123.3/38.3/36.0/194.9/17.4 亿美元，较 2021 年分别增长 73.3/46.9/40.4/28.9/6.1/4.8/3.9/2.1 亿美元，未来消费电子、AI、汽车电子及通讯将成为 PCB 增长的主要驱动力。

图表20：中国大陆 PCB 产值及全球占比



资料来源：Prismark，华泰研究

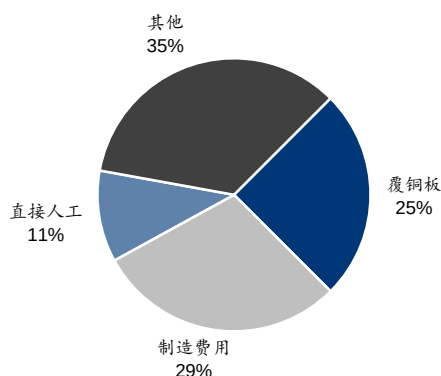
图表21：全球 PCB 应用领域（按产值）



资料来源：Prismark，华泰研究

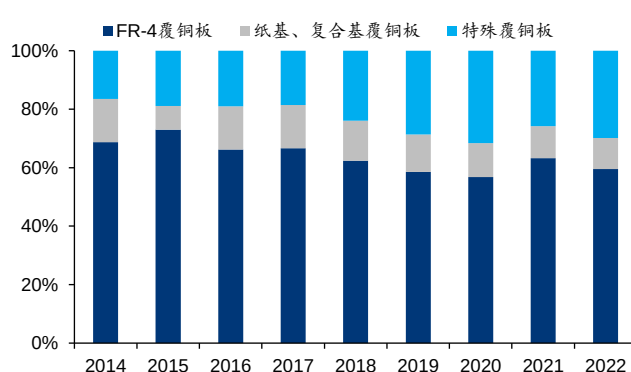
覆铜板（CCL）是制备 PCB 的主要原材料，据生益电子招股说明书，覆铜板成本占比 PCB 总成本达 25%。覆铜板按照机械强度可分为刚性和挠性两类，刚性覆铜板又可按所用增强材料进一步细分为纸基、玻璃基（环氧玻纤布（FR-4，包括常规 FR-4、高 TgFR-4、无卤化 FR-4 等）、复合基和特殊基板等类别。据 Prismark，2022 年全球特殊及专用覆铜板（包括高频、高速、IC 封装基板等）占比已增加至 30%，且未来有望随下游 AI、汽车电子、5G 等高端需求发展继续保持增长。

图表22：PCB 成本构成（2019）



资料来源：公司公告，华泰研究

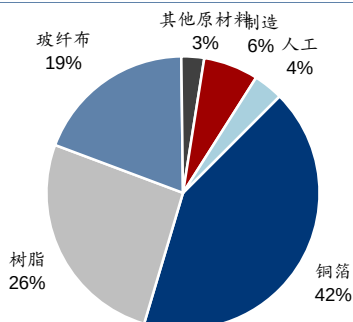
图表23：全球特殊覆铜板（高频、高速等覆铜板）占比



资料来源：Prismark，华泰研究

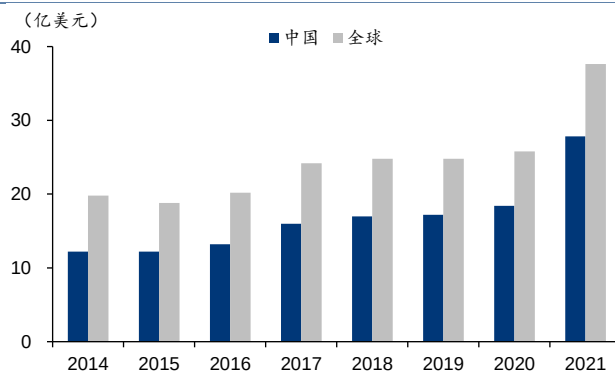
电子树脂则是制备覆铜板中仅次于铜箔的原材料，据南亚新材招股说明书，树脂成本占比覆铜板总成本达 26%。电子树脂市场随着下游需求的增加而不断增长，据 Prismark，2021 年中国电子树脂市场规模达 27.83 亿美元。电子树脂的不同将影响覆铜板特性的不同，从而满足 PCB 在不同领域的应用。基于环氧树脂的覆铜板逐渐难以满足高频高速应用对于低介电损耗（Df）和低介电常数（Dk）的需求，因而具有低 Df 和 Dk、分子构型规整和固化后较少极性基团产生的双马来酰亚胺树脂、官能化聚苯醚树脂、苯并噁嗪树脂等新型高频高速电子树脂的设计与开发成为最新技术趋势。

图表24：覆铜板成本构成（2019）



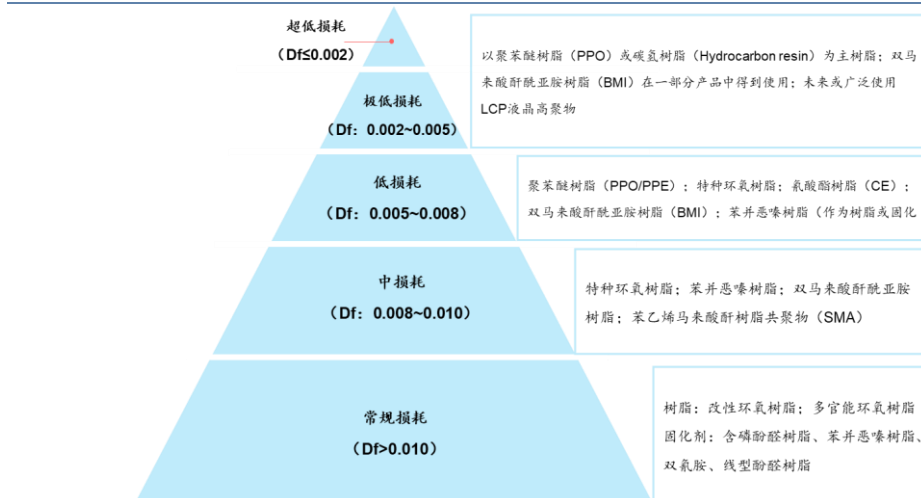
资料来源：公司公告，华泰研究

图表25：中国及全球电子树脂市场规模



资料来源：Prismark，华泰研究

图表26：覆铜板树脂的分类与演化方向



资料来源：中电材协覆铜板材料分会/《高端PCB覆铜板用三大关键原材料现状与性能需求》（祝大同，2020年11月），华泰研究

AI服务器是高速覆铜板的重要下游应用，在未来几年有望保持高速增长。据 TrendForce，预计 2023 年 AI 服务器（含搭载 GPU、FPGA、ASIC 等）出货量达 118.3 万台，同比增长 38%，占整体服务器出货量约 9%，预计到 2026 年占比将提升到 15%，2022-2026 年 AI 服务器出货量 CAGR 有望达 29%。其中，英伟达 GPU 为 AI 服务器市场搭载的主流芯片，市占率约 60%-70%，云端业者自研的 AISC 芯片市占率则超过 20%。AI 服务器要求信号传输高频高速、低损耗、低延迟，对覆铜板及树脂提出更高的要求，目前主流服务器使用 M5+覆铜板，对应使用双马树脂、聚苯醚树脂等高性能树脂，国内仅少数企业可以供应。预计随着 AI 服务器等高端需求的放量，将进一步带动高频高速电子树脂的增长。

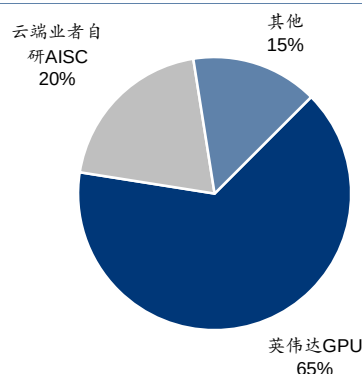
图表27：全球 AI 服务器出货量及预估



注：AI 服务器含搭载 GPU、FPGA、ASIC 等

资料来源：TrendForce，华泰研究

图表28：全球 AI 服务器市场竞争格局（2023E）

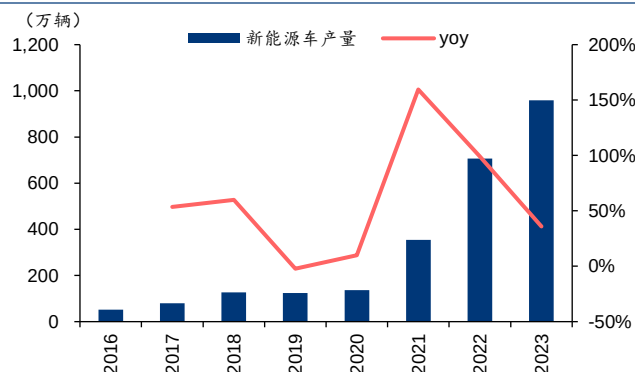


注：TrendForce 预测英伟达 GPU 市占率为 60-70%，这里取 65%，预测 AISC 市占率超过 20%，这里取 20%

资料来源：TrendForce，华泰研究

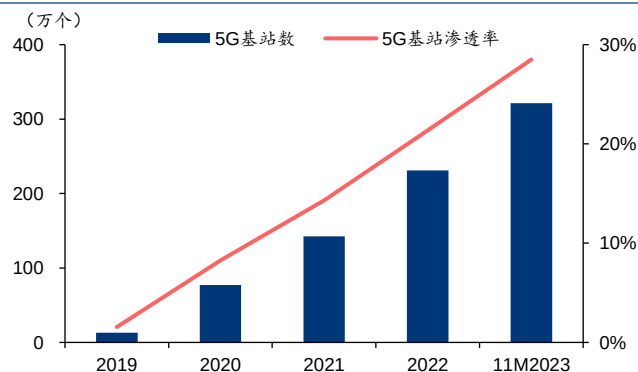
汽车电子、无线通讯是高频覆铜板的重要下游应用，近些年伴随新能源车及 5G 基站的发展持续放量。随着汽车智能化的升级，车用覆铜板也向集成化更高和面积更小的 HDI 等过渡，以自动驾驶为例，所需的毫米波雷达需准确快速接收目标反射信号，对通信材料的高频化有更高的要求，因而需用到高频高速树脂。据中国汽车工业协会，2023 年我国新能源汽车产量达 958.7 万辆，同比+36%。高频通信材料是 5G 基站天线功能实现的关键基础材料，使用的覆铜板相较于 4G 基站需满足高耐热、低吸水、低介电、绿色环保等要求，亦需用到高频高速树脂。据工信部，截至 2023 年 11 月我国 5G 基站数达 321.5 万个，渗透率达 29%。未来新能源车及 5G 基站的增长将带动高频高速树脂逐渐放量。

图表29：中国新能源车产量及增速



资料来源：中国汽车工业协会，华泰研究

图表30：5G 基站数及渗透率

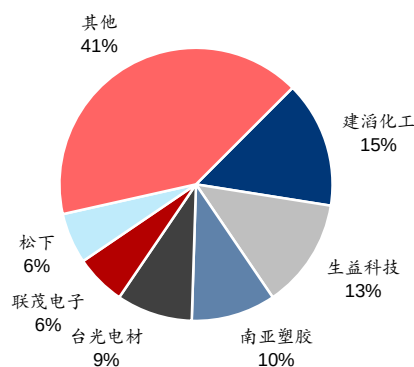


资料来源：工信部，华泰研究

高频高速树脂仍以进口为主，产业链转移下国产替代率有望逐渐提升

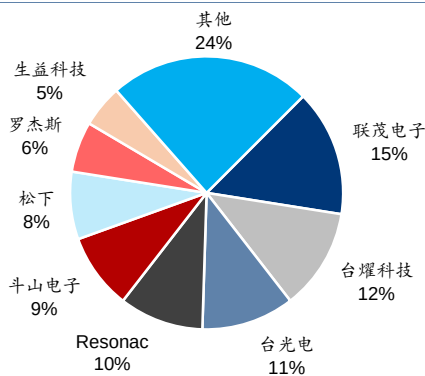
据 Prismark，2022 年销售额全球排名前 23 名的刚性覆铜板生产企业中，我国内资企业共 7 家，内资/中国台湾企业分别占刚性覆铜板总销售额的 23.4%/31.3%。2022 年销售额全球排名前 13 名的特殊刚性覆铜板生产企业中，我国内资企业只有生益科技 1 家，内资/欧美/日资企业占特殊覆铜板总销售额分别为 5%/9%/26%。我国以生产低附加值的普通覆铜板为主，高端覆铜板仍需大量依赖进口。目前国内对高频高速覆铜板项目的建设正在加快进行中，我们认为产业链未来将逐步向国内转移，国内覆铜板企业有望积极寻找国内高性能树脂供应商，相应国内高频高速树脂的需求也将逐渐增大。

图表31：2022 年全球刚性覆铜板竞争格局（按销售额）



资料来源：Prismark，华泰研究

图表32：2022 年全球特殊刚性覆铜板竞争格局（按销售额）



资料来源：Prismark，华泰研究

据 Prismark，目前高端电子树脂产品仍然以日、美、韩、台等几个国家大型公司生产为主，国内企业占比较小，东材科技、同宇新材等公司正在不断提高技术研发能力并陆续布局高性能电子树脂产能。2021 年发布的《石油和化学工业“十四五”发展指南》指出到 2025 年 PCB 配套的电子化学品等新材料国产替代率力争达到 75%，亦不断支持国产企业加速推进国产化进程。未来随着国产企业在投项目的陆续推进以及产业链的逐渐转移，我国高性能树脂的国产替代率有望逐渐提高。

图表33：高频高速覆铜板用特种树脂分类及海内外供应厂家

树脂类型	树脂名称	主要海外供应厂家	主要国内供应厂家
热塑性	聚四氟乙烯（PTFE）类	杜邦、大金和 Ausiment 等七大公司	四川晨光、山东东岳、浙江巨化
热塑性	碳氢树脂（PCH）类	乙烯基聚合物：日本旭化成、美国 Sartomar、德国 TOPAS 环烯烃聚合物（COC）：德国 TOPAS	东材科技
热塑性	LCP 液晶高聚物	LCP 树脂：日本宝理、住友化学、东丽 LCP 膜：日本村田、可乐丽	东材科技、金发科技、沃特股份、普利特
热塑性	聚苯醚（PPO/PPE）类	SABIC、旭化成、三菱瓦斯	广东同宇、山东圣泉、东材科技
热固性	双马来酰亚胺（BMI）及多马来酰亚胺化合物	日本大和化成、日本 KI 化学	东材科技、广东同宇、天益化工
热固性	氰酸酯树脂（CE）	三菱瓦斯、瑞士 Lonza	天启化学
改性树脂	改性环氧（MEP）类	日本 DIC、韩国 Shina	苏州巨峰（含磷活性酯）、山东圣泉
特种环氧树脂及特种酚醛树脂		联苯酚醛型环氧树脂：日本化药 四甲基苯环氧树脂：三菱化学 DCPD 类环氧树脂：日本 DI 苯氧基树脂：三菱化学	联苯酚醛型环氧树脂：山东圣泉、广东同宇 联苯骨架酚树脂：山东圣泉

资料来源：《5G 通讯用高频/高速基板材料的研究进展及华烁的发展规划》（陈文求等，2019 年 10 月），华泰研究

高频高速树脂方面，双马来酰亚胺树脂（BMI）是一种成熟的主流树脂，流动性和可模塑性与环氧树脂接近，同时又克服了环氧树脂耐热性低等缺点，主供应商为市占率达 90% 的日本三菱瓦斯化学，东材科技投资建设有 3700 吨产能，同宇新材现有 2000 吨产能并计划未来新增 2000 吨。聚苯醚（PPO/PPE）介电常数及介质损耗小，几乎不受温度、频率、湿度的影响，具有耐热、阻燃、耐腐蚀的特点，目前以海外 SABIC 等公司供应为主，圣泉集团、东材科技等国产公司正陆续布局。高频高速树脂需通过下游 CCL、PCB 以及终端厂商的三重认证，认证周期达 2 年甚至更长，认证难度较大。BMI、PPO、活性酯固化剂树脂等高频高速树脂在 AI 服务器、汽车电子、5G/6G 等推动下，未来有望继续增长。

图表34：PPO/PPE 国内外主要企业产能

公司	2022 年产能（吨）	在建产能（吨）
SABIC	135000	
旭化成	65000	
三菱瓦斯化学	30000	
南通星辰	20000	30000
鑫宝新材料	10000	40000
圣泉集团	300	1000，预计 2024 年投产
同宇新材		1000，预计 2024 年投产
东材科技		1000，预计 2024 年投产

资料来源：化工新材料，公司公告，华泰研究

PPO 在低介电领域也存在一些不足，例如商品化的 PPO 数均分子量较高、熔体黏度较高、溶解性不好、耐溶剂性能差、耐高温性能差等，因此 PPO 的改性十分重要。公司采用通过再分配法制得的低分子量聚苯醚树脂与其他优良树脂进行共聚、共混的方法，有效提高了树脂的耐溶剂性和耐热性。国产 PPO 树脂的性能正不断追赶 SABIC 等国际龙头公司，未来有望逐步实现国产替代。

图表35：部分公司 PPO/PPE 改性方式对比

公司	改性方式	优点	缺点
SABIC	端羟基的氰酞基化改性	分子设计灵活、工艺简单、产率较高	PPO 分子量较大导致反应不充分
旭化成	侧甲基的烯丙基化改性	定向改善特种性能	反应难度大，反应条件苛刻
同宇新材	由再分配法得到的低分子量聚苯醚树脂进行端羟基改性	产物纯度高、分子设计灵活	反应可能不充分，工艺繁琐
东材科技	由再分配法得到的低分子量聚苯醚树脂与其他综合性能良好的树脂进行共聚、共混	产物纯度高、部分性能改善效果明显	综合性能仍有提高空间，工艺繁琐

资料来源：公司公告，专利检索及分析，中电材协覆铜板材料分会/《浅析覆铜板用聚苯醚树脂的改性技术》（师剑英，2021 年 11 月），《面向超高频通信应用的低介电聚苯醚树脂的研究进展》（卢翔等，2022 年 4 月），华泰研究

公司电子树脂板块布局全面且客户优质，各项目未来有望陆续贡献增量

公司于 2015 年在四川绵阳投产 5000 吨电子树脂，2022 年公司的“5G 通讯用电子级改性特种环氧树脂技术改造项目”已完成验收，2023 年公司“年产 6 万吨特种环氧树脂及中间体项目”、“年产 16 万吨高性能树脂及甲醛项目”先后进入产能爬坡和下游认证阶段，“年产 5200 吨高频高速印制电路板用特种树脂材料产业化项目”的双马来酰亚胺树脂等多款电子树脂快速上量。此外，公司计划于 2024 年开工建设年产 20 万吨高性能树脂项目（艾蒙特三期）。下游客户层面，公司已与台光电、生益科技、华正新材等建立合作并开始供应，而台光电作为英伟达 AI 服务器主供应商，有望伴随下游 AI 增长带动公司 BMI、活性酯固化剂树脂、PPO 树脂等高性能树脂的放量。

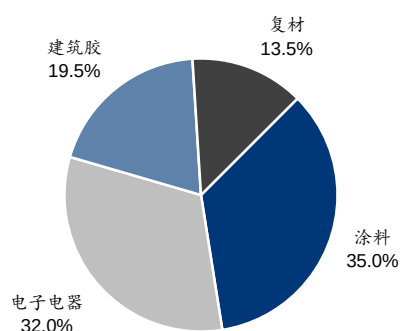
图表36：东材科技电子树脂现有产能及在建产能情况

主要厂区	在建项目	预计完工时间
绵阳塘汛	年产 15000 吨特种合成树脂项目	于 15 年投产 5000 吨电子树脂
绵阳塘汛	年产 5200 吨特种树脂材料项目（年产电子级结晶型双马来酰亚胺树脂 1500 吨、电子级非结晶型双马来酰亚胺树脂 1500 吨、低介电活性酯固化剂树脂 1200 吨、低介电热固性聚苯醚树脂 1000 吨，全部外售）	于 21 年底开始陆续放量
山东东营	年产 6 万吨特种环氧树脂及中间体项目	于 21 年底开始陆续放量
江苏海安	5G 通讯用电子级改性特种环氧树脂技术改造项目（2000 吨溴化环氧树脂，3000 吨含磷环氧树脂，5000 吨 MDI 改性环氧树脂）	于 22 年已完成验收
山东东营	年产 16 万吨高性能树脂及甲醛项目	于 23 年进入产能爬坡和下游认证阶段
山东东营	年产 20 万吨高性能树脂项目（艾蒙特三期）	预计于 24 年开工建设

资料来源：公司环评报告，公司公告，华泰研究

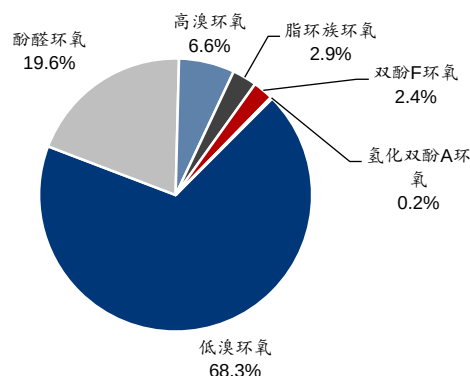
环氧树脂在中低端覆铜板中使用较多，下游主要是涂料、电子电器、建筑胶以及复材，其中复材包括风力发电叶片、飞机、体育用品等，据百川盈孚，截至 2023 年 11 月，国内产能已达 330.6 万吨/年，行业内玩家众多。特种环氧树脂是环氧树脂中的高端品类，据 ACMI，2022 年国内产能约 45.4 万吨/年，产量约 37.4 万吨，包括溴化环氧树脂、酚醛环氧树脂等，目前国内主要依赖进口。据硬氮，国内电子级酚醛树脂和特种环氧树脂市场规模已超过 200 亿，其中大部分被日、台、韩资企业占据，大陆本土企业仅占 20 亿-30 亿规模，在高端市场依然以进口为主。公司“年产 6 万吨特种环氧树脂及中间体项目”已进入产能爬坡阶段，随着特种环氧树脂占比的提高，产品结构将持续优化。

图表37：中国环氧树脂应用结构（2022）



资料来源：华经产业研究院，华泰研究

图表38：中国特种环氧树脂产能分布（2022）



资料来源：ACMI，华泰研究

图表39：公司年产6万吨特种环氧树脂及中间体项目情况

产品名称	数量	是否外售	产品名称	数量	是否外售
环氧树脂类			改性环氧树脂类		
邻甲酚醛环氧树脂	5000	全部外售	低溴环氧树脂	8000	全部外售
固体双酚 A 酚醛环氧树脂	3000		含磷环氧树脂	4000	
液体双酚 A 酚醛环氧树脂	4000		苯氧树脂	1000	
双环戊二烯型环氧树脂	1000		MDI 环氧树脂	1800	
固体四酚基乙烷环氧树脂	500		中间体酚醛树脂		
液体四酚基乙烷环氧树脂	400		邻甲酚酚醛树脂	6000	外售 2189.66
三官能环氧树脂	100		双酚 A 酚醛树脂	5000	外售量 592.71
联苯型环氧树脂	1000		固体酚醛树脂	4200	全部外售
BHQ 结晶环氧树脂	300		液体酚醛树脂	1000	
联苯结晶型环氧树脂	300			腰果酚酚醛树脂	1000
酚醛环氧树脂	5000	外售量 3999.6	中间体酚醛树脂	3600	外售量 183.92
双酚 F 环氧树脂	5000	外售量 3599.92	中间体苯酚树脂		
双酚 A 高溴环氧树脂	5000	全部外售	三酚基甲烷树脂	200	外售量 121.07
双酚 A 环氧树脂	10000	外售量 5000.48	四酚基乙烷树脂	800	外售量 108.81
胺类环氧树脂	1500	全部外售	双环戊二烯苯酚树脂	1000	外售量 187.11
氯化双酚 A 环氧树脂	500	全部外售	联苯苯酚树脂	800	外售量 45.14
			双酚 F 树脂	4400	外售量 371.58

资料来源：公司环评报告，华泰研究

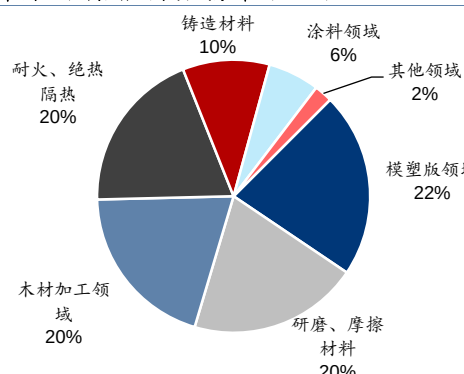
酚醛树脂具有耐热性好、阻燃等优点，应用于模塑料、耐火隔热材料、涂料等多个领域，按工程性能可分为热塑性和热固性，据曼塔瑞，2021年我国酚醛树脂市场规模达139亿元。热塑性酚醛树脂具有受热软化、冷却硬化、加工成型简便的特点，热固性酚醛树脂耐热性高且受压不易变形。电子级酚醛树脂是酚醛树脂中的高端品类，对杂质、分子量分布等要求非常高，目前以进口为主。公司“年产16万吨高性能树脂及甲醛项目”包括生产5种热塑性酚醛树脂、4种热固性酚醛树脂、1种酚醛树脂固化剂、2种苯并噁嗪树脂等8大类共16种产品。未来随着电子级酚醛树脂占比的提高，以及电子封装、半导体、橡胶助剂、保温材料下游的增长，该项目开工率将逐渐提高且产品结构不断优化。

图表40：中国酚醛树脂市场规模



资料来源：曼塔瑞，华泰研究

图表41：中国酚醛树脂应用领域分布（2021）



资料来源：曼塔瑞，华泰研究

图表42：公司年产16万吨高性能树脂及甲醛项目情况

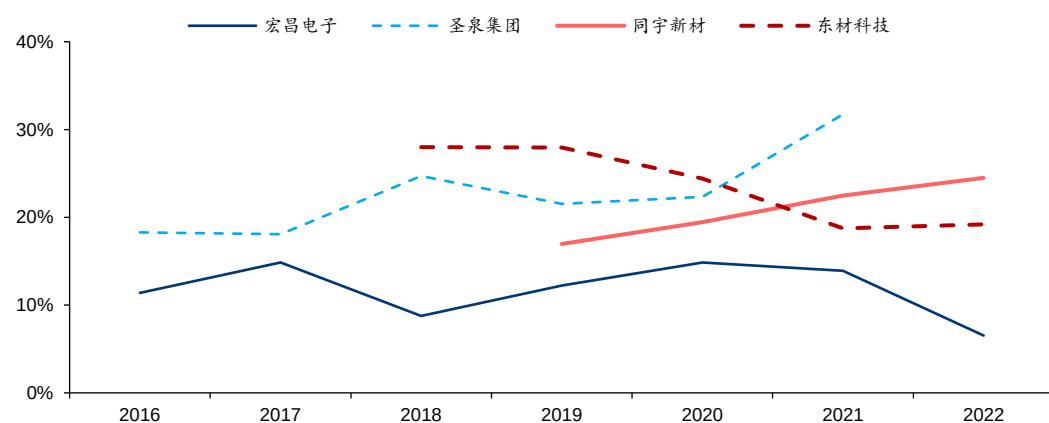
主要产品	下游应用
苯并噁嗪树脂、热固性酚醛树脂	主要用于覆铜板、电子封装、光刻胶、绝缘材料等行业，预计2025年需求量将达到10万吨以上。
热塑性酚醛树脂	经发泡后可做成保温材料、矿井填充材料等，广泛应用于墙体保温、管道保温、空调保温等，被誉为“保温之王”。
烷基酚乙炔增粘树脂	作为橡胶加工助剂，广泛应用于高档子午轮胎等行业，该产品目前仅巴斯夫独家生产，东材科技历时8年攻关，成功开发出该产品并填补了国内空白。
热塑性酚醛树脂和固化剂	广泛应用于精密铸造材料、摩擦材料、耐火材料、滤纸滤芯、绝缘材料等众多领域。
水杨酸和甲醛	重要的化工尤其是树脂产品的生产原料，市场需求量较大

资料来源：公司环评报告，华泰研究

随着高性能树脂持续放量，公司毛利率有望有所提高

随着公司高频高速树脂以及特种环氧树脂等高性能树脂的持续放量，板块毛利率预计将有所提高。据公司公告，2021 年圣泉集团环氧树脂板块毛利率为 31.7%，主要应用于半导体封装材料、光刻胶、5G/6G 通讯 PCB 板等高端领域；2022 年同宇新材电子树脂板块毛利率为 24.5%，主要应用于计算机、消费电子、汽车电子、服务器等中高端领域；2022 年宏昌电子环氧树脂板块毛利率为 6.5%，主要应用于电子电气用覆铜板、涂料、复合材料等领域；2022 年公司电子树脂板块毛利率为 19.2%，预计未来随着高性能产品的放量，板块附加值及毛利率将有所提高。

图表43： 各公司电子树脂毛利率对比



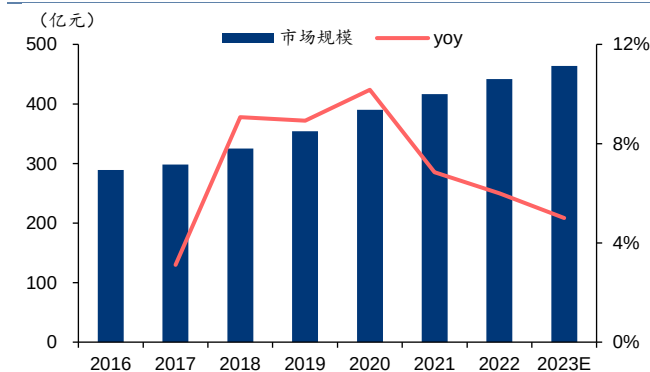
资料来源：Wind，华泰研究

据公司公告，公司为布局光刻胶材料领域，于 2023 年投资 2000 万元增资入股韩国 ChemaxCo.,Ltd，占其增资后总股本的 9.09%；此外，公司拟与韩国 ChemaxCo.,Ltd、上海种亿化学技术有限公司共同出资 7300 万元人民币在成都设立合营公司成都东凯芯半导体材料有限公司（其中本公司出资 5500 万元，ChemaxCo.,Ltd 出资 1000 万元，种亿化学出资 800 万元），拟重点开展高端光刻胶材料的合成与纯化业务，其中东材科技主要负责粗单体的合成。Chemax 是韩国半导体产业链的合格供应商，KrF 以及 ArF 单体种类及数量几乎涵盖目前先进光刻胶材料市场上的大部分品种。种亿化学是韩国 Chemax 在中国境内指定的唯一合伙人，已与国内多家光刻胶材料制造企业建立了稳定的业务合作关系。

光学膜：下游平板显示、MLCC 等不断增长，国产光学基膜有望持续放量 基膜是光学膜产业链的关键基材，有望随下游平板显示、MLCC 等不断增长

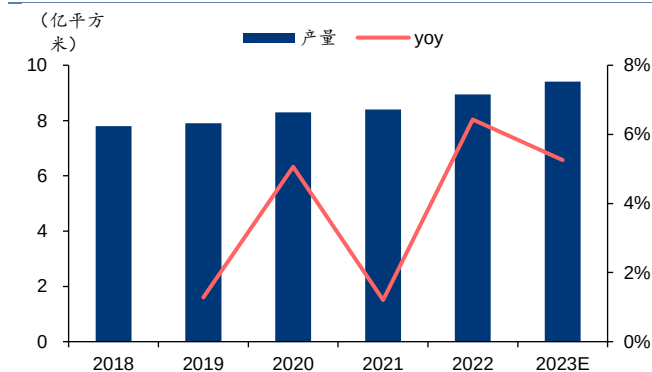
显示面板领域的 LCD 及 OLED 用光学膜、汽车领域的 MLCC 离型膜和汽车贴膜需求的增长，以及国产化率的不断提高，有望带动公司光学基膜不断放量。光学膜是一种较为高端的双向拉伸聚酯薄膜（BOPET），应用于平板显示、陶瓷电容器、汽车装饰、PCB 板等多个领域。据中商情报网，2022 年中国光学膜市场规模已达 441.7 亿元，同比+6.0%，产量达 8.9 亿平方米，同比+6.4%。据势银，从光学膜下游应用端来看，LCD 背光模组需“1 张反射膜+2 张增亮膜+2 张扩散膜”，LCD 液晶面板需 2 张偏光片，OLED 液晶面板需 1 张偏光片，每张偏光片需“1 张离型膜+1 张保护膜”。此外，光学膜还包括 MLCC 离型膜、汽车装饰膜、OCA 离型膜、ITO 保护膜、PCB 干膜等多种膜，涉及种类众多。

图表44：中国光学膜市场规模



资料来源：中商情报网，华泰研究

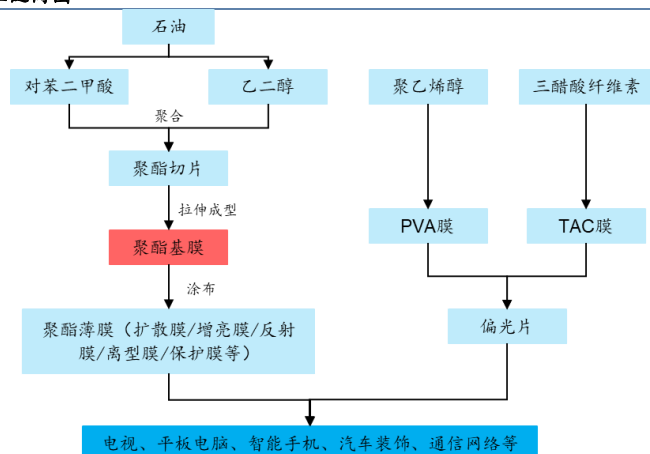
图表45：中国光学膜产量



资料来源：中商情报网，华泰研究

据《热塑性聚酯及其应用》（魏家瑞，2012年1月），光学膜的制备过程较为复杂，从石油中提炼的对苯二甲酸（PTA）和乙二醇（MEG）经聚合后得到聚酯切片，后经拉伸成型等多道工序后制得光学级聚酯基膜，再根据下游的具体需求进行相应涂布得到各式光学级聚酯薄膜，如扩散膜、增亮膜、反射膜、离保膜、偏光片等。光学级聚酯基膜为制备上述各式光学膜的关键基材，该环节壁垒较高，因而也是各家公司研发的重点之一。

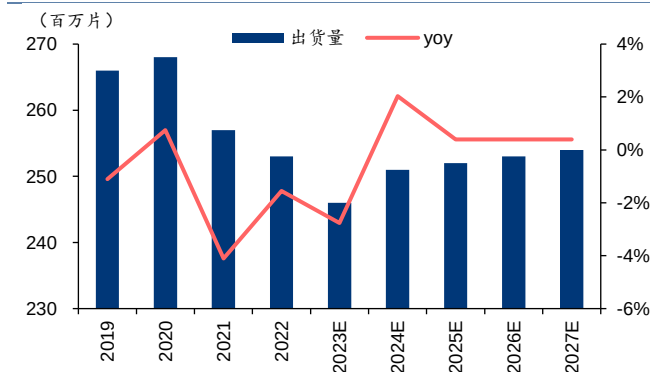
图表46：光学膜产业链简图



资料来源：公司公告，《光学领域用双向拉伸聚酯基膜成型技术研究进展》（黄永生等，2017年7月），华泰研究

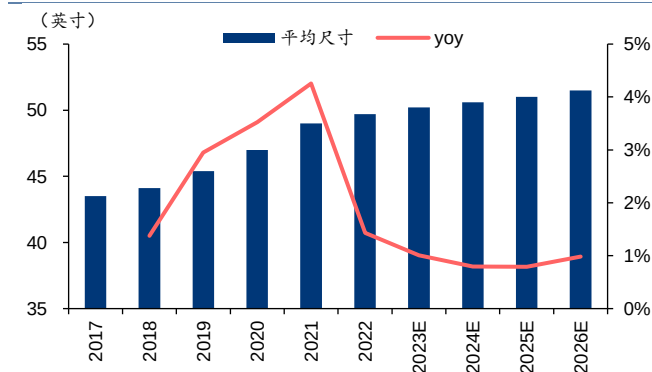
光学膜最主要的应用领域是平板显示，公司在背光模组用光学级基膜、偏光片离保膜基膜上都有布局。目前LCD行业已较为成熟，对应的光学膜需求增速有所放缓，OLED行业处于成长阶段，所需的光学膜增速仍较快。以占比最高的电视面板为例，据RUNTO和Omdia，LCD出货量增速已放缓，未来主要受益于平均尺寸增长，市场规模预计保持低个位数增长，公司的光学基膜未来在LCD上的放量更多将来自于存量的国产替代。

图表47：全球 TFT-LCD 电视面板出货量走势及预测



资料来源：RUNTO，华泰研究

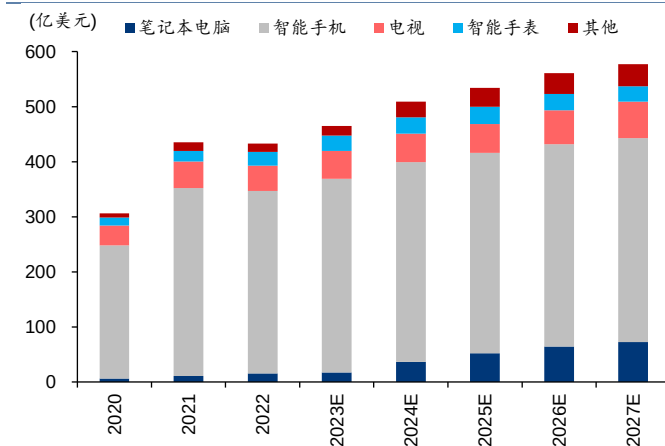
图表48：全球 LCD-TV 面板平均尺寸及预测



资料来源：Omdia，华泰研究

据 Omdia, 22 年全球 OLED 面板市场规模约 433 亿美元, 预计 27 年达到 577 亿美元, CAGR 约 6%。OLED 目前主要应用在智能手机端, 其中柔性 OLED 是电子显示行业发展的新方向, 相较于传统显示技术具有轻薄、可卷曲、可折叠、便携性等多种优点。据 DSCC, 20-22 年柔性 OLED 在 OLED 手机中占比分别为 54%/56%/66%, 预计 23 年有望占比达 75%。据 Stone Partners, 柔性 OLED 手机出货量自 23 年以来保持较快增长, 未来有望成为行业主流选择。公司的偏光片离保膜基膜及其他 OLED 用膜未来在 OLED 上的放量将源于下游的持续增加以及存量部分的国产替代。

图表49: 全球 OLED 市场规模及预测



资料来源: Omdia, 华泰研究

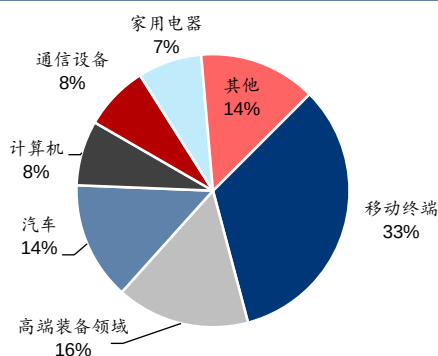
图表50: 全球移动设备柔性 OLED 出货量



资料来源: Stone Partners, 华泰研究

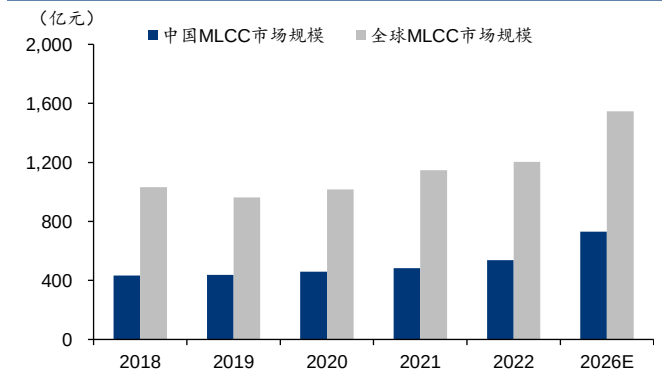
公司的离型膜与保护膜基膜还用于 MLCC、OCA、ITO 等领域, 片式多层陶瓷电容器 (MLCC) 是应用最广泛的基础电子元件, 主要终端为智能手机、高端装备、汽车等。MLCC 通常需堆叠 300~1000 层陶瓷介质, 每一层陶瓷介质的形成均需相同的离型膜。据中国电子元件行业协会等数据, 2026 年全球/中国 MLCC 市场规模有望分别达 1547/730 亿元, 较 2022 年 CAGR 为 6%/8%。据村田公司公告, 燃油车/混动车/纯电动车 MLCC 用量分别约 3000/12000/18000 颗/辆, 未来新能源汽车占比提升将大大提高汽车中 MLCC 的使用量。据集微咨询, 全球/中国车载 MLCC 用量分别将于 2025 年增长至约 6500/2800 亿颗, 较 2021 年 CAGR 分别为 13%/17%, 预计将为 MLCC 离型膜的增长逐渐带来增量。

图表51: 全球 MLCC 主要应用领域占比统计 (2021 年)



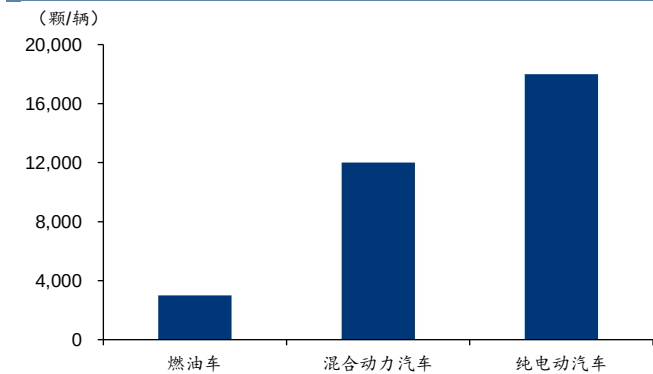
资料来源: 中国电子元件行业协会, 华泰研究

图表52: 全球及中国 MLCC 市场规模及预测



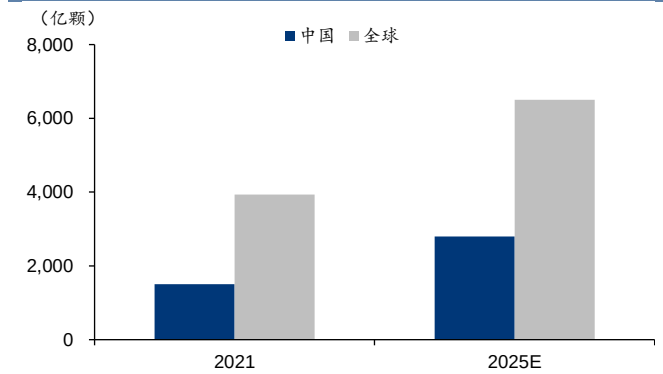
资料来源: 中国电子元件行业协会, 华经产业研究院, 前瞻产业研究院, 华泰研究

图表53：不同车型 MLCC 用量



资料来源：村田公司公告，华泰研究

图表54：全球及中国车载 MLCC 用量及预测

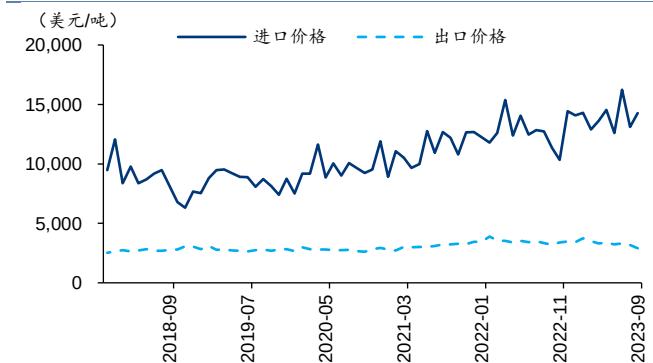


资料来源：集微咨询，华泰研究

光学基膜目前以进口为主，国产基膜性能及产能正不断提高

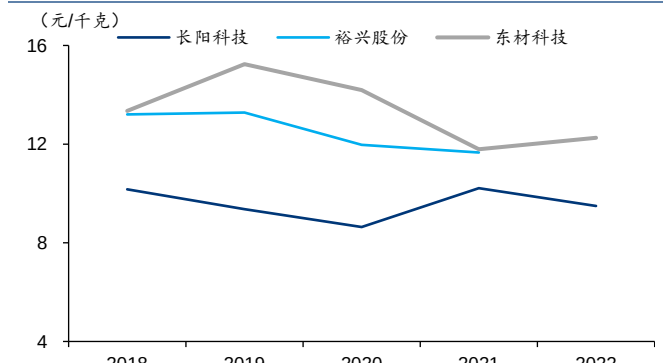
光学基膜需满足低雾度、高透光率、高表面光洁度、厚度公差小等性能，对聚酯切片、拉伸设备、拉伸环节工艺打磨等都有较高要求，聚酯基膜是产业链中壁垒最高的领域。据前沿材料，全球 70% 以上光学级基膜产能集中在东丽、三菱、帝人、杜邦、可隆、SKC、东洋纺为代表的国际巨头手中，中国大陆仅东材科技、康辉新材、长阳科技等少数企业可生产，且大多满足中低端市场需求。由于基膜性能更优，进口 BOPET 及其基膜的价格也明显高于国产公司的价格。据百川盈孚，23 年 9 月 BOPET 进口均价为 14276 美元/吨，而我国出口均价仅 2897 美元/吨。据各公司公告，国产基膜每千克价格多为十几元，而进口基膜每千克价格高达数十元。

图表55：BOPET 薄膜进出口价格



资料来源：百川盈孚，华泰研究

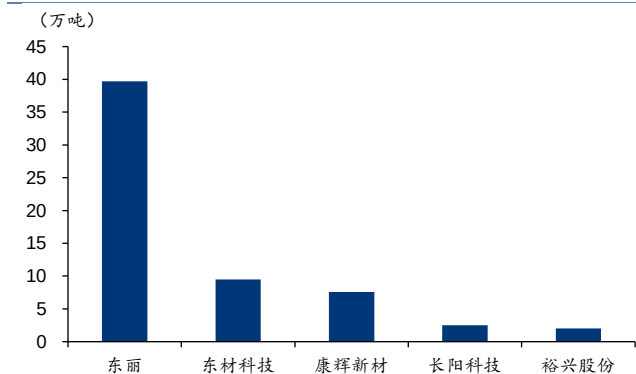
图表56：国内不同厂家光学基膜售价对比



注：裕兴股份 21 年使用的为 9M21 数据，东材科技含有部分涂布产品
 资料来源：公司公告，华泰研究

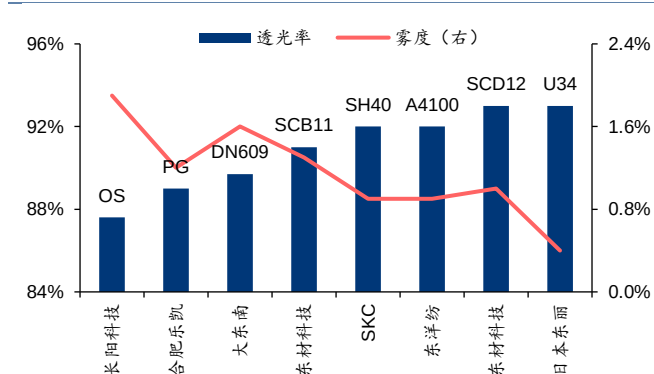
光学基膜大部分产能被海外公司占据，据公司公告，2022 年东丽在全球的产能高达近 40 万吨。以东材科技、康辉新材、长阳科技等为首的国产企业正在大力研发该领域并陆续投产。透光率与雾度是光学基膜的重要性能指标，《重点新材料首批次应用示范指导目录（2021 年版）》亦对这两项提出了要求，一般来说透光率越高、雾度越低，光学性能越好。据公司官网等资料，东材科技相较于其他国产基膜在性能上具备一定优势，公司在透光率上与东丽等进口企业接近，在雾度上仍有提升空间。当前部分国产基膜在透光率和雾度等指标上正不断缩小与进口基膜间的差距，未来有望在下游面板的国产化趋势下，凭借性价比优势不断提升份额，从而逐步实现国产替代。

图表57：部分海内外公司光学基膜产能（2022年）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表58：国内外不同厂家光学基膜透光率与雾度对比



注：数据均为厚度为188微米下的测试结果

资料来源：公司官网，嘉肯咨询，公司公告，华泰研究

公司光学膜在投产能充足，不断切入高端基膜、汽车膜等新领域

公司在光学膜领域采取内生增长与外延并购共同发展的模式，产品包括增亮膜基膜、贴合膜基膜、OCA 离型膜基膜、ITO 高温保护基膜等，同时布局 MLCC 离型膜基膜、偏光片离保膜基膜、汽车窗膜、PCB 干膜等产品。外延并购方面，公司于 2015 年收购金张科技拓展光学涂布产品，2020 年以 5.56 亿元收购胜通光科缩短光学级基膜的扩能周期，2023 年拟向杉金光电提供偏光片用离型膜 PET 基膜等。下游客户方面，公司光学 PET 基膜供应给杉金光电、恒美光电、三利谱等，其中杉金光电作为全球最大的偏光片供应商，据 Yano Research，2022 年全球市场份额高达 29%。随着在投项目的陆续投产以及高端基膜的放量，公司光学膜基膜在未来有望陆续迎来增量且产品结构持续优化。

图表59：东材科技光学膜现有产能及在建产能情况

主要厂区	在建项目	预计完工时间
江苏海安	年产 4 万吨光学聚酯薄膜材料项目（普通聚酯薄膜 15000 吨，预涂底层光学基膜 13000 吨，光学级基膜 12000 吨）	于 16 年投产 2 万吨光学级基膜
江苏海安	年产 15000 吨特种聚酯薄膜项目（高端太阳能电池背板基膜、用于平板显示的光电聚酯薄膜、用于消费类电子行业的柔性印刷用聚酯薄膜和精密涂布用聚酯薄膜）	于 20 年已量产
江苏海安	年产 2 万吨 OLED 显示技术用光学级聚酯基膜项目（偏光片离型膜基膜 5600 吨、偏光片保护膜及高防爆膜阻隔膜基膜 7400 吨、MLCC 离型膜基膜 7000 吨）	于 21 年已量产
江苏海安	年产 2 万吨 MLCC 及 PCB 用高性能聚酯基膜项目（MLCC 离型膜 10000 吨，厚度 20-50μm；干膜（抗蚀干膜基膜）10000 吨，厚度 15-19μm）	于 23 年已完成验收
绵阳东林	年产 2 万吨新型显示技术用光学级聚酯基膜项目（偏光片用保护膜基膜 10000 吨，生产线幅宽 6.7m，厚度 50μm~125μm；偏光片用离型膜基膜 5000 吨，生产线幅宽 6.7m，厚度 25μm~75μm；其它光学膜 5000 吨，生产线幅宽 6.7m，厚度 10μm~125μm）	预计于 23Q4 完工
绵阳塘汛	年产 1 亿平方米功能膜材料产业化项目（一期建设柔性面板功能胶带 1167 万平米，UV 减粘膜 2000 万平米，OLED 制程保护膜 500 万平米；二期建设柔性面板功能胶带 2333 万平米，UV 减粘膜 4000 万平米）	一期预计于 23Q4 完工
山东东营	年产 20000 吨超薄 MLCC 用光学级聚酯基膜技术改造项目	预计于 24Q1 完工
江苏海安	年产 25000 吨偏光片用光学级聚酯基膜项目（偏光片离型膜基膜、偏光片保护膜及高防爆膜阻隔膜基膜、窗膜基膜）	预计于 24Q2 完工
四川成都	东材科技成都创新中心及生产基地项目（二期）（高端光学级聚酯基膜 25000 吨）	预计于 25Q1 完工

资料来源：公司环评报告，公司公告，华泰研究

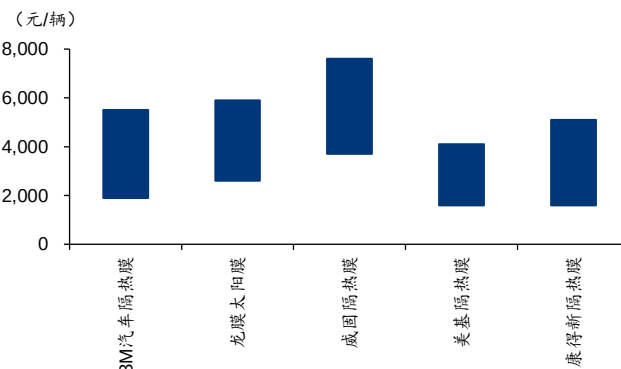
据公司公告，2023 年以来公司主动调整产品结构，布局汽车智能化、汽车装饰等领域，汽车装饰膜、哑光膜等产品持续上量。据观研天下，2021 年我国汽车贴膜市场规模达 952.3 亿元，同比+8.5%，包含窗膜、调光膜、车衣、改色膜，目前以进口的 3M、艾利、Xpel、伊士曼等为主，国产份额仍较低。据前瞻产业研究院，汽车膜单车价值量高达数千元，2021 年汽车窗膜贴膜率达 86%，到 2026 年贴膜率有望提升至 90%。据艾邦高分子，针对汽车四膜，公司的产品均有做独到的设计与开发，在比如解卷电压、表面物理处理、化学处理等方面进行了一些精细管理。未来随着汽车销量的增加和汽车贴膜国产化率的不断提高，以及公司在汽车领域相关客户的积累，汽车膜方面有望持续放量。

图表60：我国汽车贴膜市场规模



资料来源：观研天下，华泰研究

图表61：中国汽车贴膜行业部分厂商产品价格（2021）

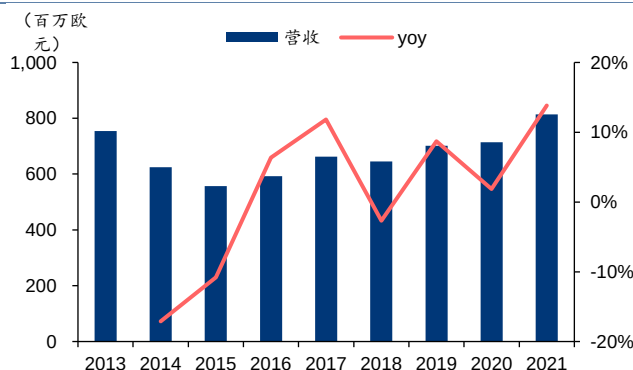


资料来源：前瞻产业研究院，华泰研究

光学膜毛利率受原材料及竞争程度影响当前处于相对低位，未来有望逐渐改善

据《热塑性聚酯及其应用》（魏家瑞，2012 年 1 月），基膜质量依赖于原料切片、生产工艺、生产设备等因素，在产业链中壁垒最高。生产工艺需长期经验积累，包括温度的控制、原料的配比、冷却的速度、胶水的配置等；生产设备一般需进口生产线，其中布鲁克纳占据主要份额，每个基膜拉伸线高达数亿元，且预定时间及建设时间长，具有较高的门槛，因此基膜的拉膜设备出货情况在一定程度上是光学基膜竞争程度的前置指标。据 North data，布鲁克纳机械的营收自 2013 年后有所回落，随后在 2021 年又达到相对高位，国内各光学膜企业毛利率受原材料价格波动及竞争程度变化等影响下于 2020 年前后达到相对较高值后有所回落，未来在行业竞争程度及原材料价格改善下毛利率有望逐渐改善。

图表62：布鲁克纳营业收入



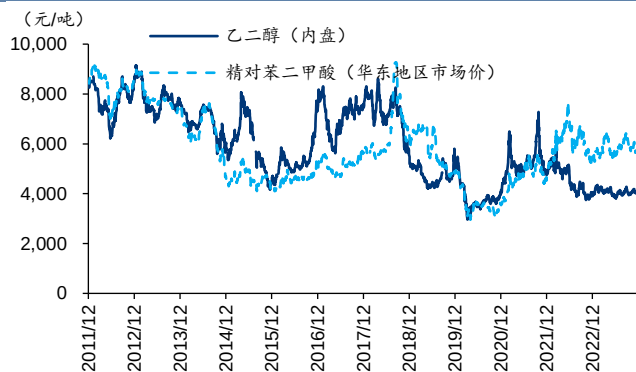
资料来源：North data，华泰研究

图表63：布鲁克纳净利润



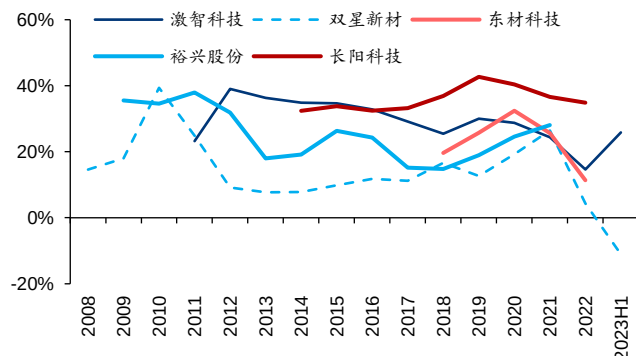
资料来源：North data，华泰研究

图表64：原材料乙二醇及对苯二甲酸价格



资料来源：Wind，华泰研究

图表65：各公司光学膜毛利率对比



注：激智科技 2015 年及之前采用扩散膜，2016 年及之后采用光学薄膜；双星新材采用聚酯薄膜；东材科技采用光学膜；裕兴股份采用功能性聚酯薄膜；长阳科技采用反射膜。

资料来源：Wind，华泰研究

绝缘材料：以绝缘材料为基础切入新能源领域，各环节有望迎来增量

公司以绝缘材料为基础，逐步切入新能源领域

作为绝缘材料的龙头企业，公司是国内品种最齐全的电工绝缘材料制造厂商，并以绝缘材料的技术为基础逐渐切入新能源材料领域，在下游积累了大量优质客户资源。2022 年公司将新能源材料从绝缘材料中单独拎出，彰显进军新能源用膜的信心。按照电力系统的不同环节，公司产品可分别用于发电、输电和用电端。截至 2022 年底，公司拥有绝缘材料年产能 103950 吨，“年产 2 万吨特种功能聚酯薄膜项目（1 号线）”、“年产 2 万吨特种功能 PET 薄膜项目（2 号线）”都于 2023 年投产，“年产 3000 吨超薄聚丙烯薄膜项目”有序推进，“年产 50 万平方米质子交换膜项目”变更实施地点为四川绵阳，未来亦将助力公司增长。

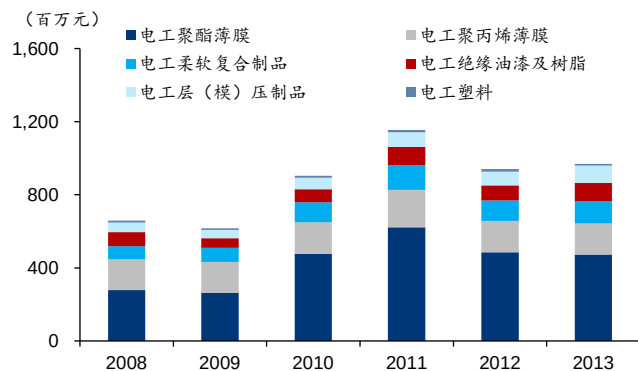
图表66：东材科技绝缘材料在建产能情况

主要厂区	在建项目	预计完工时间
江苏海安	年产 2 万吨特种功能聚酯薄膜项目（1 号线）（主要产品为太阳能电池背板基膜、柔性印刷用聚酯基膜等）	于 23 年已投产
绵阳东林	年产 2 万吨特种功能 PET 薄膜项目（2 号线）（太阳能背板基膜 16000 吨，生产线幅宽 5.8m，厚度 250μm~300μm；柔性印刷用聚酯薄膜 4000 吨，生产线幅宽 5.8m，厚度 50μm~125μm）	于 23 年已投产
四川成都	成都基地创新中心及生产基地项目（一期）（3000 吨超薄聚丙烯薄膜）	预计于 24Q2 完工
绵阳塘汛	年产 50 万平方米质子交换膜项目	由于环评未通过审，公司于 23 年将实施地点由广州市黄埔变更为四川省绵阳市

资料来源：公司环评报告，公司公告，华泰研究

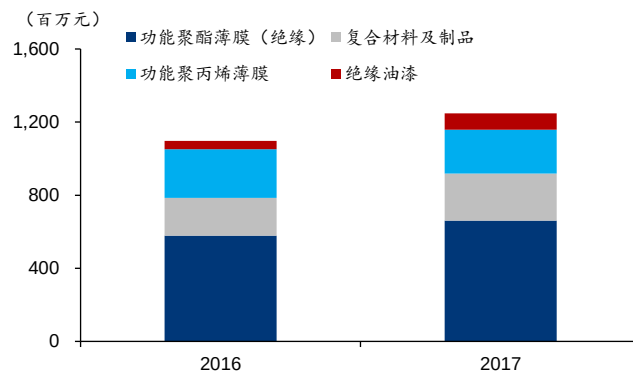
据公司公告，绝缘材料板块为公司的基石业务。2017 年公司该板块的功能聚酯薄膜（绝缘）/复合材料及制品/功能聚丙烯薄膜/绝缘油漆的收入分别为 6.62/2.57/2.40/0.89 亿元，合计 12.48 亿元。功能聚酯薄膜（绝缘）主要用于光伏背板基膜等，下游为发电端的光伏行业；功能聚丙烯薄膜、大尺寸绝缘结构件及制品主要用于电力电容器用聚丙烯膜，下游为输电端的特高压行业。

图表67：东材科技绝缘材料产品结构（2008-2013）



资料来源：Wind，华泰研究

图表68：东材科技绝缘材料产品结构（2016-2017）



资料来源：Wind，华泰研究

光伏、特高压、新能源车等领域的增长有望推动公司发电、输电、用电端材料的持续放量

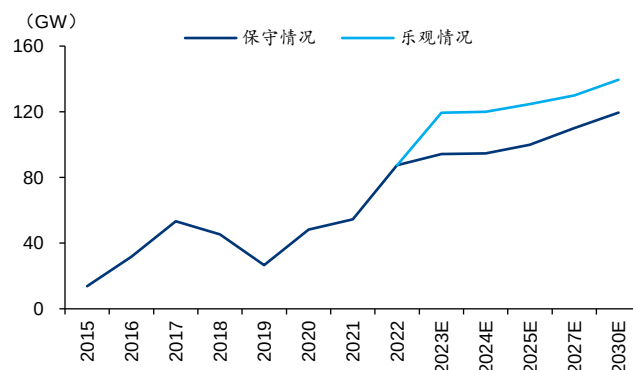
在发电端，公司生产的太阳能背板基膜主要用于光伏组件中的光伏背板，特种环氧树脂则主要用于风电叶片，市场需求量与光伏、风电的新增装机容量紧密相关。光伏背板中目前以含氟背板为主，含氟背板可分为涂覆型和涂覆复合型，前者无需胶粘剂即可将含氟树脂涂覆在 PET 基膜上，后者则需要胶粘剂将氟膜或聚烯烃类膜复合在 PET 基膜上。含氟类背板的行业需求增量主要源于光伏新增装机量的不断上升，据 CPIA，2025 年保守情况下光伏有望新增 100GW，乐观情况下有望新增 125GW。风力发电同样呈现增长态势，据《“十四五”水电开发形势分析、预测与对策措施》（周建平，2021），2021-2025 年风力发电量 CAGR 有望达到 10%。下游光伏及风电装机的增长将带动公司发电端产品的增长。

图表69：光伏背板结构



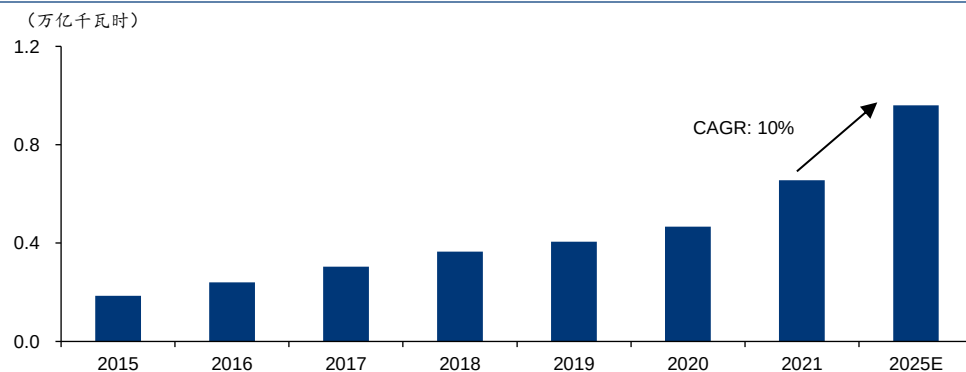
资料来源：公司公告，华泰研究

图表70：国内光伏年度新增装机规模及趋势



资料来源：CPIA，华泰研究

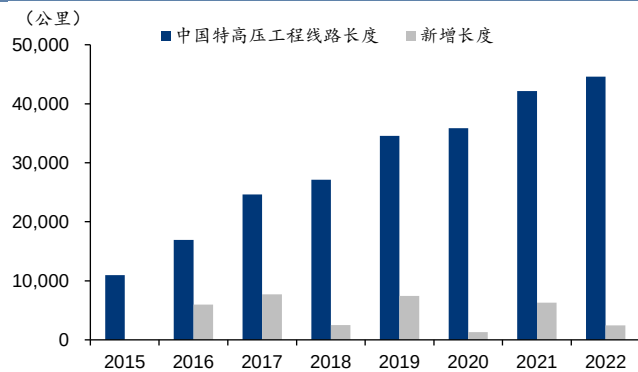
图表71：中国风电发电量及趋势



资料来源：中电联，国家统计局，《“十四五”水电开发形势分析、预测与对策措施》（周建平，2021），华泰研究

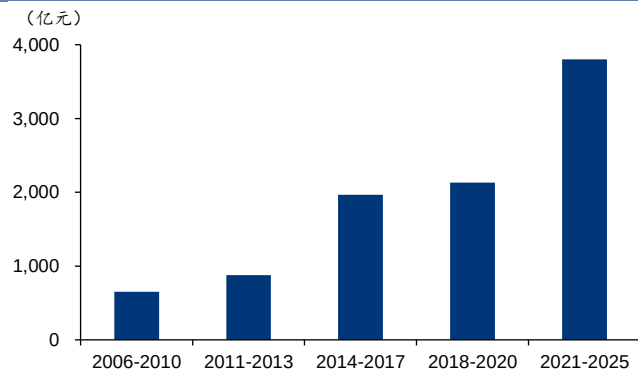
在输电端，公司生产的电工聚丙烯薄膜、大尺寸绝缘结构件及制品等是特高压用薄膜电容器、柔性直流/交流输电、电力变压器的重要原材料，市场需求量与特高压建设的开工数量有关。据国家电网，“十四五”期间规划建设特高压工程“24 交 14 直”，涉及线路 3 万余公里，国内特高压总投资规模 3800 亿元，较“十三五”特高压投资增长 36%。同时，我国正加速推进与俄罗斯、蒙古、巴基斯坦等周边国家的电网互联，计划到 2030 年建成 9 项以特高压技术为核心的跨国输电工程，未来将陆续带动上游材料的发展。

图表72：中国特高压工程线路长度及新增长度



资料来源：国家电网，华泰研究

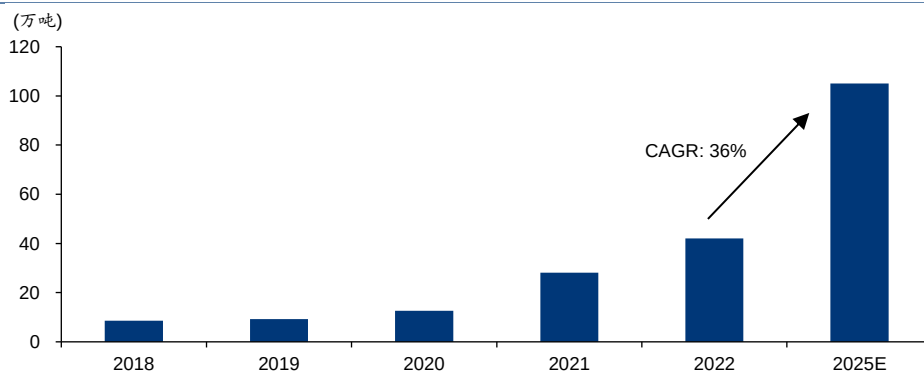
图表73：国内特高压投资规模



资料来源：国家电网，华泰研究

在用电端，公司生产的超薄型电子聚丙烯薄膜、金属化聚丙烯薄膜、复合材料等是薄膜电容器、新能源驱动电机的重要原材料，应用于新能源车逆变器、车载充电器、驱动电机以及配套充电桩等，市场需求量与新能源车产量有关。据中国汽车工业协会，2023 年我国新能源汽车产量达 958.7 万辆，同比+36%，仍保持较快增长，同时公司在新能源车客户上的积累亦将带动相关薄膜材料的增长。复合铜箔指在 PET/PP 等基膜两侧附着铜膜，具有低成本、轻量化、安全性等优势，有望成为传统电解铜箔的替代方案。截至 23H1，公司 PP 复合铜箔中试制造设备已投建完成并小批量试产，正处于卷材的客户送样验证阶段。随着技术发展及下游客户的认可，预计未来在电解铜箔中的渗透率有望提高。

图表74：中国电解铜箔出货量及趋势



资料来源：高工锂电，华泰研究

PP 铜箔及 PET 铜箔是目前复合铜箔的主流方向，PI 铜箔存在成本较高的问题。国内应用在复合集流体中的超薄 PP 膜 (5μm 及以下) 目前仅东材科技、铜峰电子、龙辰科技、嘉德利几家具备产能。据公司公告等，东材科技现有产能 1500-2000 吨，在建“年产 3000 吨超薄聚丙烯薄膜项目”预计于 24 年投产，同时 PP 铜箔复合集流体项目中试制造设备已投建完成并小批量试产。若下游客户对 PP 铜箔验证较为成功，未来将逐渐为公司带来收入。据公司 2022 年报，东材科技已与比亚迪等新能源车企业有所合作，或将有助于推动后续在复合集流体中的合作。

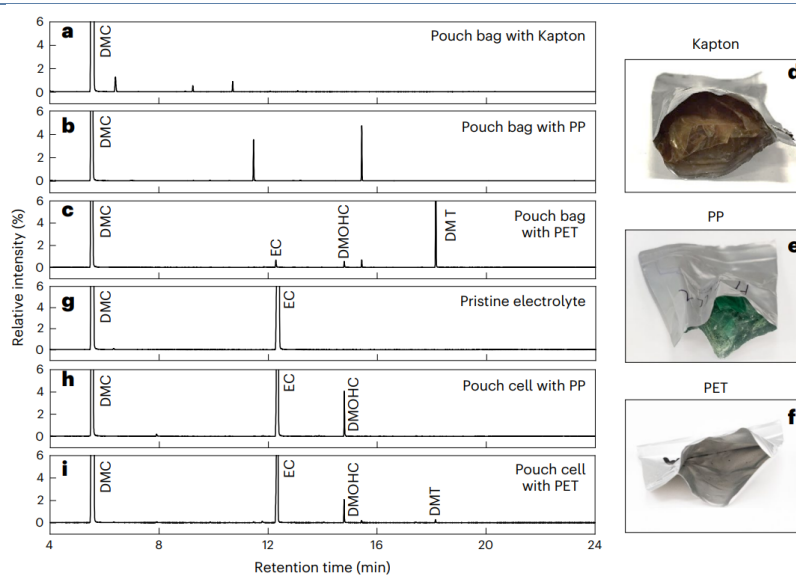
图表75：部分企业超薄型聚丙烯薄膜现有及在建产能

公司名称	现有产能（截至2022年底）	在建产能
东材科技	1500-2000 吨（1条超薄型聚丙烯薄膜产线，面临频繁转产）	投资建设2条超薄型聚丙烯薄膜生产线，合计产能3000吨/年，预计于24年投产；PP铜箔复合集流体项目中试制造设备已投建完成并小批量试产
铜峰电子	3146 吨（其中年产新能源用薄膜产能2600吨，包含3.8 μ m超薄型聚丙烯薄膜2000吨、2.8 μ m超薄型聚丙烯薄膜600吨）	在建新能源用超薄型薄膜材料4100吨（2/3/4/5 μ m超薄型聚丙烯薄膜分别为1300/1500/650/650吨，宽幅为5.8米）及再生粒子2100吨项目，预计于25年建设完毕
龙辰科技	3530 吨	投资建设电容器薄膜生产建设项目一线（年产3.8 μ m-7.8 μ m薄膜材料3,500吨）、电容器薄膜生产建设项目二线（年产2.4 μ m-3.8 μ m薄膜材料2,500吨），预计于25年投产；年产12000吨超薄电容薄膜及再生粒子生产线项目第一条生产线已于23年10月建成并开始调试生产，第二条生产线预计于24Q1投产
嘉德利	10000 吨（涵盖1.9 μ m-14.8 μ m）	
南洋华诚		在建7500吨4.8 μ m及以下新能源用电子薄膜材料，预计于25年建成

注：铜峰电子产能数据采用销量数据（不含内部领用），龙辰科技产能数据采用6 μ m以下的高温基膜销量

资料来源：公司公告，公司环评报告，投资者互动平台，华泰研究

《Nature Materials》的文献指出锂离子电池中最常见的电解质溶剂之一碳酸二甲酯 DMC 原位生成甲醇和甲醇锂（SEI 膜的成分）后，可将 PET 分解，而聚丙烯（PP）和聚酰亚胺（PI）在电解质中是稳定的，用化学稳定的 PP 代替 PET 卷芯胶带，几乎可以消除 LiFePO₄-石墨电池的可逆自放电。文章中关于胶带的结论亦对集流体材料提供了参考，PP 膜相对于 PET 膜在耐酸碱碱性上更加优异，因而在长循环上更有优势。但 PET 与铜箔的附着力较 PP 更好，因而在两者中的选择需关注下游的具体应用场景。

图表76：解聚单体（DMT）仅在使用 PET 胶带时产生

资料来源：《Improving lithium-ion cells by replacing polyethylene terephthalate jellyroll tape》（Anu Adamson 等，2023），华泰研究

根据各公司投产进度及锂电池出货量情况，我们做出 PP 基膜的需求与供给数据预测。超薄型 PP 基膜总产能 2025 年有望达 39776 吨，但考虑转产、性能要求等因素，其中仅部分可用在复合箔材上。需求端我们做出如下假设：1) 据高工锂电，2023-2025 年动力及储能锂电池出货量分别为 1060/1310/1680GWh；2) 每 GWh 锂电池所需的复合铜箔面积固定为 1200 万平方米；3) PP 基膜密度为 0.9g/cm³，厚度为 3.5 μ m；4) PP 铜箔渗透率 2023-2025 年分别为 0%/5%/20%；5) PP 基膜单价采用铜峰电子公司公告中 3 μ m 聚丙烯薄膜单价 6.28 万元/吨。我们预计 2023-2025 年 PP 基膜市场规模分别为 0/1.6/8.0 亿元，供给端在渗透率不高的情况下不存在短缺的问题，后续需跟踪电池厂的使用情况。

图表77：PP基膜市场规模测算

	2022	2023E	2024E	2025E
超薄型 PP 基膜产能 (吨)	10676	16676	25676	39776
中国动力锂电池出货 (GWh)	480	850	1010	1250
中国储能锂电池出货 (GWh)	130	210	300	430
合计 (GWh)	610	1060	1310	1680
单 GWh 所需复合铜箔面积 (万平方米/GWh)	1200	1200	1200	1200
PP 铜箔渗透率	0%	0%	5%	20%
PP 基膜需求量 (吨)	0	0	2476	12701
PP 基膜单价 (万元/吨)	6.28	6.28	6.28	6.28
PP 基膜市场规模 (亿元)	0	0	1.6	8.0

注：2022 年产能中假设嘉德利 10000 吨产能有 20% 是超薄型聚丙烯薄膜

资料来源：高工锂电，公司公告，华泰研究预测

环保阻燃材料：在投项目有望提高产品附加值，布局健康纺织品等新领域

公司应用在环保阻燃行业的产品主要为环保阻燃共聚型聚酯树脂，是环保阻燃聚酯纤维和纺织品的上游原材料，广泛应用于地毯窗帘、汽车及轨道交通内饰、消防军备、安全防护等多个纺织领域。据公司公告，截至 2022 年底，公司拥有环保阻燃材料年产能 37000 吨，包含“年产 3 万吨无卤永久高阻燃聚酯生产线项目”、“年产 10000 吨无卤永久高阻燃聚酯生产线项目”以及“无卤阻燃抗熔滴织物项目”；“年产 3 万吨 PET 固相增粘技改项目”仍在建设中，预计建成后将通过增粘处理后提高“年产 3 万吨无卤永久高阻燃聚酯生产线项目”产品附加值。未来伴随公司阻燃产品价格和毛利率的提高，有望逐渐增加公司盈利能力。

图表78：东材科技环保阻燃材料现有项目及在建产能情况

厂区	项目名称	进度
绵阳塘汛	年产 3 万吨无卤永久高阻燃聚酯生产线项目（V2 级无卤阻燃聚酯切片 15000 吨，V1 级无卤阻燃聚酯切片 13000 吨，V0 级无卤阻燃聚酯切片 2000 吨）	已投产
绵阳塘汛	年产 10000 吨无卤永久高阻燃聚酯生产线项目（阻燃聚酯切片 3000 吨，耐氟聚酯切片 2000 吨，特种聚酯切片 5000 吨）	已投产
绵阳塘汛	无卤阻燃抗熔滴聚酯项目（一期阻燃涤纶坯布 1000 吨，1.5m 幅宽；二期阻燃涤纶（涤纶）坯布 5000 吨，1.5m 幅宽）	于 21 年完成验收
绵阳塘汛	年产 3 万吨 PET 固相增粘技改项目（针对年产 3 万吨无卤永久高阻燃聚酯生产线项目）	建设中

资料来源：公司环评报告，公司公告，华泰研究

在中高端阻燃纺织领域，公司研发出的阳离子可染阻燃聚酯、耐热阻燃聚酯、阻燃抗熔滴聚酯等可满足欧盟 RoHS 指令/REACH 法规环保要求，终端产品出口比重较大。在健康纺织品领域，公司推出“葛伦森”功能性民用品牌，研发出抗菌阻燃聚酯、抗菌吸排聚酯、抗菌去甲醛聚酯等并已在医疗卫生、日用家纺等民用领域实现小批量应用。据中国化学纤维工业协会，在多功能集成聚酯面料的开发与应用上，公司产品分为多功能集成和阻燃抗熔滴两大系列。多功能集成系列产品通过纳米材料结构设计、组装，经原位聚合，其织物具有空气净化、吸湿速干、防紫外、AAA 级抗菌等功能；阻燃抗熔滴系列产品则有效提升聚酯燃烧时的自熄性和成碳性。未来公司在大健康领域的布局亦将推动板块的增长。

首次覆盖东材科技，给予“买入”评级

（一）各板块在投项目产能假设及放量进度：

1) 电子树脂：“年产 5200 吨高频高速印制电路板用特种树脂材料产业化项目”于 22 年开始放量，预计于 23-25 年在新一代服务器等带动下陆续放量；“年产 6 万吨特种环氧树脂及中间体项目”于 21 年底开始陆续放量，预计于 23-25 年在电子、汽车、建筑等领域带动下将陆续放量；“年产 16 万吨高性能树脂及甲醛项目”于 23 年进入产能爬坡和下游认证阶段，预计同样将于 23-25 年逐渐放量。

2) 光学膜：“年产 2 万吨 MLCC 及 PCB 用高性能聚酯基膜项目”于 23 年已完成验收，预计伴随 MLCC、PCB 的增长在 23-25 年逐步放量；“年产 2 万吨新型显示技术用光学级聚酯基膜项目”预计于 23Q4 完工，在偏光片的带动下预计于 23-25 年逐步放量；“年产 1 亿平方米功能膜材料产业化项目”一期（对应 3667 万平方米）预计于 23Q4 完工，对应约 2530 吨，在柔性面板等带动下预计于 23-25 年陆续放量；“年产 20000 吨超薄 MLCC 用光学级聚酯基膜技术改造项目”预计于 24Q1 完工，在 MLCC 的带动下预计于 24 年及以后陆续放量；“年产 25000 吨偏光片用光学级聚酯基膜项目”预计于 24Q2 完工，预计伴随偏光片的增长在 24 年及以后逐步放量；“东材科技成都创新中心及生产基地项目（二期）”预计于 25Q1 完工，将于 25 年及以后陆续放量。

3) 新能源材料：“年产 2 万吨特种功能聚酯薄膜项目（1 号线）”、“年产 2 万吨特种功能 PET 薄膜项目（2 号线）”都于 2023 年投产，预计在光伏等需求的带动下于 23-25 年逐步放量，“年产 3000 吨超薄聚丙烯薄膜项目”预计于 24Q2 完工，在新能源车等领域的推动下将于 24 年及之后陆续放量。

4) 产能爬坡预计需 1 年，第一年预计达到总产能的 50%；绝缘材料产能预计保持稳定。

图表 79：公司各板块产能假设（单位：吨/年）

板块	项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
电子树脂	合计	5000	15000	47600	160200	240200	240200
光学膜	合计	30000	75000	95000	116265	150030	185030
绝缘材料	合计	103950	103950	42262	42262	42262	42262
新能源材料	合计			61688	81688	103188	104688
环保阻燃	合计	37000	37000	37000	37000	37000	37000
合计		175950	230950	283550	437415	572680	609180

注：公司公告仅披露 2022H1 产能数据，因而 2022 产能数据为预测值；1 亿平方米功能膜项目假设 PET 厚度为 50μm，密度为 1.38g/cm³，则共约折合 6900 吨；绝缘材料板块 2022 年将新能源领域单独分出，产能比例假设为当年的产量比例

资料来源：公司公告，华泰研究预测

（二）各板块销量假设：

1) 电子树脂：2020-2022 年该板块产能利用率分别为 95%/83%/86%。“5200 吨特种树脂”预计随着下游 AI 服务器等带动逐步放量，“6 万吨特种环氧树脂”随着下游覆铜板、消费电子等带动逐步放量，“16 万吨高性能树脂”随着下游电子等行业的带动逐步放量，假设该板块 2023-2025 年总销量分别为 5.6/16.6/19.0 万吨。

2) 光学膜：2020-2022 年该板块产能利用率分别为 97%/107%/84%。2020 年及之前投产的光学级基膜预计销量较为稳定，其他涉及 MLCC、偏光片、新型显示等项目预计伴随下游增长逐渐放量，假设该板块 2023-2025 年总销量分别为 9.0/12.0/15.0 万吨。

3) 绝缘材料：2020-2022 年该板块产能利用率分别为 71%/81%/87%。2022 年及之前投产的非新能源用绝缘材料预计销量较为稳定，假设该板块 2023-2025 年总销量分别为 3.3/3.3/3.3 万吨。

4) 新能源材料：新能源材料预计伴随下游新能源汽车、光伏、特高压等增长逐渐放量，假设该板块 2023-2025 年总销量分别为 5.2/5.8/6.3 万吨。

5) 环保阻燃材料：2020-2022 年产能利用率分别为 35%/42%/31%，考虑到公司的抗菌阻燃聚酯、抗菌吸排聚酯、抗菌去甲醛聚酯等健康类多功能集成聚酯树脂目前已在医疗卫生、日用家纺等民用领域实现小批量应用，假设该板块 2023-2025 年总销量分别为 1.1/1.2/1.3 万吨。

图表80：公司各板块产能利用率假设

板块	项目	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
电子树脂	合计	95%	83%	62%	35%	69%	79%
光学膜	合计	97%	107%	80%	77%	80%	81%
绝缘材料	合计	71%	81%	75%	78%	78%	78%
新能源材料	合计			79%	64%	56%	60%
环保阻燃	合计	35%	42%	31%	30%	32%	35%
合计		69%	83%	69%	55%	68%	74%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表81：公司各板块销量假设（单位：万吨/年）

板块	项目	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
电子树脂	合计	0.5	1.2	3.0	5.6	16.6	19.0
光学膜	合计	2.9	8.1	7.6	9.0	12.0	15.0
绝缘材料	合计	7.4	7.1	3.2	3.3	3.3	3.3
新能源材料	合计			4.9	5.2	5.8	6.3
环保阻燃	合计	1.3	1.6	1.1	1.1	1.2	1.3
合计		12.0	18.1	19.7	24.2	38.9	44.9

资料来源：公司公告，华泰研究预测

（三）各板块单价假设：

1) 电子树脂：据公司公告，2023 年前三季度公司电子树脂均价 1.99 万元/吨。据百川盈孚，截至 2023 年 12 月 31 日，环氧树脂液体市场均价为 13550 元/吨，毛利润已在亏损线附近，环氧树脂 2023 年均价为 1.46 万元/吨。假设该板块 2023-2025 年单价分别为 1.5/1.3/1.5 万元/吨，其中特种树脂单价较高。

2) 光学膜：据公司公告，2023 年前三季度公司光学膜材料均价 1.10 万元/吨。据百川盈孚，BOPET 毛利润已在亏损线以下，未来预计光学膜价格将有所上涨，假设该板块 2023-2025 年单价分别为 1.2/1.3/1.4 万元/吨。

3) 绝缘材料：据公司公告，2023 年前三季度公司绝缘材料均价 1.17 万元/吨。据百川盈孚，BOPP 毛利润已接近亏损线，未来预计价格较为稳定并于 2024 年有所上涨，假设该板块 2023-2025 年单价分别为 1.2/1.4/1.4 万元/吨。

4) 新能源材料：据公司公告，2023 年前三季度公司新能源材料均价 2.33 万元/吨。超薄聚丙烯薄膜单价较高，铜峰电子公司公告中 3 μ m 聚丙烯薄膜单价 6.28 万元/吨，假设未来该板块单价有所提升，2023-2025 年单价分别为 2.5/2.7/3.0 万元/吨。

5) 环保阻燃材料：据公司公告，2023 年前三季度公司环保阻燃材料均价 1.07 万元/吨。“年产 3 万吨 PET 固相增粘技改项目”将通过增粘处理后提高“年产 3 万吨无卤永久高阻燃聚酯生产线项目”产品附加值，假设 2023-2025 年单价分别为 1.2/1.2/1.2 万元/吨。

图表82：公司各板块单价假设（单位：万元/吨）

板块	项目	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
电子树脂	均价	3.2	3.3	2.6	1.5	1.3	1.5
光学膜	均价	1.4	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
绝缘材料	均价	1.6	2.3	1.4	1.2	1.4	1.4
新能源材料	均价	1.6	2.3	2.2	2.5	2.7	3.0
环保阻燃	均价	0.8	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2
合计		1.6	1.8	1.9	1.6	1.5	1.7

资料来源：公司公告，华泰研究预测

（四）各板块收入和毛利率：

1) 电子树脂：2023 年在消费电子需求不强及原材料价格下跌下毛利率有所下滑，考虑环氧树脂所处历史价格分位数，以及特种树脂占比不断提高，毛利率预计于 2024 年开始呈上涨趋势，假设 2023-2025 年毛利率分别为 15%/24%/27%。

2) 光学膜：考虑聚酯薄膜所处历史价格分位数，以及高端基膜占比不断提高，毛利率预计将有所上涨，假设 2023-2025 年毛利率分别为 20%/23%/23%。

3) 绝缘材料：考虑聚丙烯薄膜所处历史价格分位数，毛利率预计将较为稳定，假设 2023-2025 年毛利率分别为 12%/12%/12%。

4) 新能源材料：2023 年在部分领域需求不强及原材料价格下跌下毛利率有所下滑，考虑高附加值产品占比不断提高，毛利率预计于 2024 年开始呈上涨趋势，假设 2023-2025 年毛利率分别为 25%/26%/27%。

5) 环保阻燃材料：“年产 3 万吨 PET 固相增粘技改项目”将通过增粘处理后提高产品附加值及毛利率，毛利率预计有所上涨，假设 2023-2025 年毛利率分别为 25%/25%/25%。

6) 其他：毛利率预计保持相对稳定，假设 2023-2025 年毛利率分别为 29%/29%/29%。

图表83： 公司各板块收入预测（单位：百万元）

板块	项目	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
电子树脂	合计	152	403	775	841	2132	2848
光学膜	合计	407	956	926	1100	1557	2100
绝缘材料	合计	1195	1639	445	396	462	462
新能源材料	合计			1301	1300	1560	1880
环保阻燃	合计	94	134	113	132	144	156
其他	合计	33	101	80	80	80	80
合计		1881	3234	3640	3849	5934	7526

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表84： 公司各板块毛利率预测

板块	项目	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
电子树脂	合计	24%	19%	19%	15%	24%	27%
光学膜	合计	32%	26%	11%	20%	23%	23%
绝缘材料	合计	24%	25%	17%	12%	12%	12%
新能源材料	合计			30%	25%	26%	27%
环保阻燃	合计	18%	12%	10%	25%	25%	25%
其他	合计	24%	24%	29%	29%	29%	29%
合计		26%	24%	21%	20%	23%	25%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表85： 公司各板块毛利润预测（单位：百万元）

板块	项目	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
电子树脂	合计	37	76	149	122	511	775
光学膜	合计	132	245	105	220	350	473
绝缘材料	合计	289	406	75	48	55	55
新能源	合计			390	325	406	508
环保阻燃	合计	17	16	11	33	36	39
其他	合计	8	24	23	23	23	23
合计		483	767	752	771	1381	1872

资料来源：公司公告，华泰研究预测

（四）期间费用率假设：

1) 销售费用率：预计公司保持较为稳定，假设 2023-2025 年分别为 1.4%/1.5%/1.5%。

2) 管理费用率：假设股权激励业绩考核通过，管理费用首次授予 2023-2025 年需摊销的费用分别为 8283.53、3977.41、1197.97 万元，预留授予 2023-2025 年需摊销的费用分别为 404.37、358.21、76.31 万元，2024 年管理费用率预计将有适当下降，假设 2023-2025 年分别为 3.3%/2.8%/3.5%。

3) 研发费用率：预计公司保持较为稳定，假设 2023-2025 年分别为 5.4%/5.5%/5.5%。

4) 财务费用率：预计公司保持较为稳定，假设 2023-2025 年分别为 1.9%/1.4%/1.2%。

图表86：公司净利润预测（单位：百万元）

科目	单位	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营收	百万元	1881	3234	3640	3849	5934	7526
yoy			72%	13%	6%	54%	27%
毛利率		26%	24%	21%	20%	23%	25%
毛利润	百万元	483	767	752	771	1381	1872
销售费用率		2.3%	1.7%	1.6%	1.4%	1.5%	1.5%
管理费用率		6.3%	4.2%	3.8%	3.3%	2.8%	3.5%
研发费用率		6.2%	4.7%	5.8%	5.4%	5.5%	5.5%
财务费用率		1.5%	0.9%	1.3%	1.9%	1.4%	1.2%
利润总额	百万元	200	380	461	447	731	998
所得税率		11.7%	9.6%	8.0%	9.0%	10.0%	10.0%
净利润	百万元	176	344	424	407	658	898
少数股东权益	百万元	1	3	9	4	7	9
归母净利润	百万元	175	341	415	402	651	889
yoy			94%	22%	-3%	62%	37%
EPS（最新摊薄）	元/股	0.28	0.38	0.45	0.44	0.71	0.97

资料来源：公司公告，华泰研究预测

我们预计公司 23-25 年归母净利 4.02/6.51/8.89 亿元，对应 EPS（最新摊薄）分别为 0.44/0.71/0.97 元/股。我们选取 3 家代表性可比公司圣泉集团（主营业务为酚醛树脂、呋喃树脂等）、激智科技（主营业务为光学薄膜、太阳能背板膜等）、长阳科技（主营业务为反射膜、光学基膜等）作为可比公司，可比公司 24 年平均 14xPEWind 一致预期，考虑公司中高端电子树脂及光学基膜占比不断提高，给予 24 年 21xPE 估值，目标价 14.91 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表87：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价（元/股）		EPS（元）			P/E（x）		
		2月6日	2月6日	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
圣泉集团	605589 CH	17.71	139	0.91	1.27	1.60	19	14	11
激智科技	300566 CH	10.92	29	0.44	0.63	0.84	25	17	13
长阳科技	688299 CH	8.35	24	0.45	0.69	0.90	18	12	9
平均							21	14	11

注：可比公司盈利均采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

下游需求不及预期：

公司主要从事化工新材料的研发、制造和销售，产品主要应用于发电设备、特高压输变电、新能源汽车、消费电子、平板显示、电工电器、5G 通信等领域，但公司经营业绩受市场需求影响较大，市场需求增速和产品价格会出现一定的波动，若下游需求不及预期，将对公司盈利能力造成不利影响。

新项目进度不及预期：

公司在投资项目众多并分布在多个领域，若公司项目受政策、市场环境以及公司项目投入变动等影响导致投产进度不及预期，将对公司未来盈利增长造成不利影响。

原材料价格大幅波动：

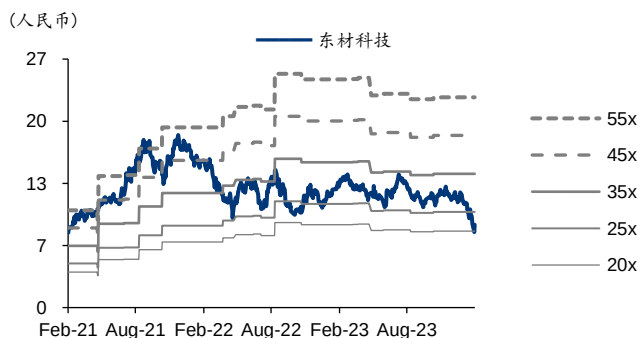
公司主要原材料为聚酯切片、聚丙烯树脂等大宗化工原材料，市场价格与国际原油价格密切相关，原材料成本占产品总成本的比例较高。受全球宏观经济形势和石油价格波动的影响，公司主要原材料价格变动存在较大的不确定性，若未来原材料价格发生大幅波动，将对公司盈利造成不确定性影响。

图表88: 报告提及公司列表

公司	代码	公司	代码	公司	代码	公司	代码
金张科技	未上市	江苏东材	未上市	艾蒙特	未上市	胜通光学	未上市
山东东润	未上市	成都东材	未上市	成都葛伦森	未上市	Chemax	未上市
东方绝缘	未上市	高金技术产业集团	未上市	毅昌科技	002420 CH	四川东材	未上市
生益科技	600183 CH	明冠新材	688560 CH	激智科技	300566 CH	赛伍技术	603212 CH
德凯股份	未上市	比亚迪	002594 CH	杉金光电	未上市	三利谱	002876 CH
台光电	2383 TT	中国石化	600028 CH	合肥乐凯	未上市	国家电网	未上市
维远股份	600955 CH	中国石油	601857 CH	金宝电子	未上市	双星新材	002585 CH
长阳科技	688299 CH	生益电子	688183 CH	南亚新材	688519 CH	英伟达	NVDA US
建滔化工	0148 HK	南亚塑料	未上市	南洋华诚	未上市	联茂电子	未上市
松下	6752 JP	台耀科技	6274 TT	Resonac	4004 JP	斗山电子	未上市
罗杰斯	ROG US	同宇新材	未上市	杜邦	DD US	大金	6367 JP
Ausiment	未上市	四川晨光	未上市	山东东岳	300821 CH	浙江巨化	600160 CH
旭化成	3407 JP	Sartomar	未上市	TOPAS	未上市	宝理	未上市
住友化学	4005 JP	东丽	3402 JP	村田	6981 JP	可乐丽	3405 JP
金发科技	600143 CH	沃特股份	002886 CH	普利特	002324 CH	SABIC	未上市
三菱瓦斯	未上市	山东圣泉	605589 CH	大和化成	未上市	KI 化学	未上市
天益化工	未上市	Lonza	LONN SW	天启化学	未上市	DIC	4631 JP
Shina	未上市	苏州巨峰	未上市	日本化药	4272 JP	三菱化学	4188 JP
日本 DI	未上市	南通星辰	未上市	鑫宝新材料	未上市	华正新材	603186 CH
巴斯夫	BASFY US	宏昌电子	603002	种亿化学	未上市	成都东凯芯	未上市
帝人	3401 JP	可隆	002020 KS	SKC	011790 KS	东洋纺	3101 JP
康辉新材	未上市	裕兴股份	300305 CH	大东南	002263 CH	恒美光电	未上市
3M	MMM US	艾利	AVY US	Xpel	XPEL US	伊士曼	EMN US
布鲁克纳机械	未上市	铜峰电子	600237 CH	龙辰科技	未上市	嘉德利	未上市

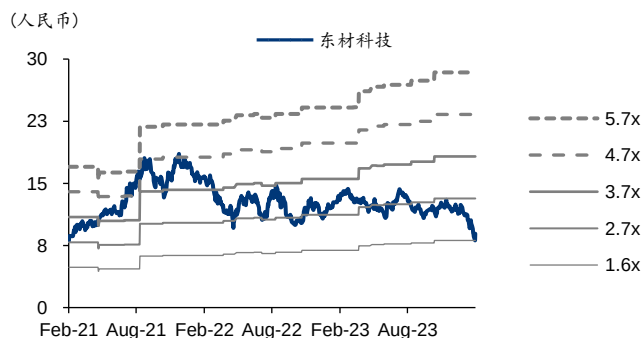
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表89: 东材科技 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表90: 东材科技 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,432	4,000	3,086	3,510	4,045
现金	315.30	1,428	521.86	112.44	752.63
应收账款	601.78	688.70	675.77	807.79	864.71
其他应收账款	12.64	25.34	14.82	47.10	31.43
预付账款	87.29	109.85	98.59	222.79	184.81
存货	278.48	427.82	451.72	487.08	496.21
其他流动资产	1,137	1,320	1,323	1,833	1,715
非流动资产	3,674	5,055	5,754	6,406	6,915
长期投资	188.72	191.10	197.06	199.40	199.59
固定资产投资	2,123	2,621	3,127	3,615	3,981
无形资产	256.34	373.84	390.93	415.60	449.05
其他非流动资产	1,106	1,869	2,039	2,176	2,286
资产总计	6,106	9,055	8,840	9,916	10,960
流动负债	1,641	2,718	2,240	2,807	3,121
短期借款	447.18	876.65	876.65	876.65	1,258
应付账款	314.40	390.63	360.92	430.94	511.38
其他流动负债	879.28	1,451	1,002	1,499	1,352
非流动负债	762.38	1,969	1,918	1,861	1,785
长期借款	529.53	513.54	462.72	405.40	328.92
其他非流动负债	232.86	1,456	1,456	1,456	1,456
负债合计	2,403	4,687	4,158	4,668	4,906
少数股东权益	114.29	156.25	160.32	166.89	175.87
股本	898.19	916.52	917.72	917.72	917.72
资本公积	1,776	1,919	1,918	1,918	1,918
留存公积	985.26	1,305	1,622	2,135	2,835
归属母公司股东权益	3,589	4,211	4,522	5,081	5,878
负债和股东权益	6,106	9,055	8,840	9,916	10,960

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	(58.51)	(636.61)	550.77	731.65	1,336
净利润	343.70	424.38	406.51	657.62	898.00
折旧摊销	219.45	251.42	245.44	298.25	349.67
财务费用	30.49	47.13	73.95	85.59	91.94
投资损失	1.81	(12.45)	(32.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(665.70)	(1,287)	(66.43)	(268.94)	39.95
其他经营现金	11.74	(59.74)	(76.70)	(10.87)	(14.05)
投资活动现金	(739.15)	(595.61)	(843.36)	(920.98)	(830.12)
资本支出	(330.51)	(566.74)	(936.80)	(945.56)	(856.15)
长期投资	(420.10)	(170.17)	(5.96)	(2.34)	(0.19)
其他投资现金	11.46	141.30	99.41	26.92	26.22
筹资活动现金	834.01	2,309	(613.28)	(220.10)	(246.75)
短期借款	50.07	429.47	(0.00)	0.00	381.54
长期借款	64.67	(15.99)	(50.81)	(57.32)	(76.48)
普通股增加	271.59	18.33	1.20	0.00	0.00
资本公积增加	497.55	143.12	(1.20)	0.00	0.00
其他筹资现金	(49.87)	1,734	(562.46)	(162.77)	(551.81)
现金净增加额	35.87	1,080	(905.87)	(409.43)	258.65

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,234	3,640	3,849	5,934	7,526
营业成本	2,467	2,888	3,078	4,553	5,654
营业税金及附加	27.01	32.60	34.64	53.41	67.74
营业费用	54.21	56.89	53.89	89.01	112.89
管理费用	134.35	137.04	127.02	166.16	263.42
财务费用	30.49	47.13	73.95	85.59	91.94
资产减值损失	(0.52)	(3.89)	(3.85)	(5.93)	(7.53)
公允价值变动收益	0.26	(2.13)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
投资净收益	(1.81)	12.45	32.00	30.00	30.00
营业利润	385.37	461.91	447.71	731.69	998.78
营业外收入	0.66	1.95	1.00	1.00	1.00
营业外支出	5.87	2.78	2.00	2.00	2.00
利润总额	380.16	461.09	446.71	730.69	997.78
所得税	36.46	36.71	40.20	73.07	99.78
净利润	343.70	424.38	406.51	657.62	898.00
少数股东损益	2.77	9.37	4.07	6.58	8.98
归属母公司净利润	340.93	415.00	402.44	651.04	889.02
EBITDA	627.67	760.43	766.10	1,115	1,439
EPS (人民币, 基本)	0.40	0.46	0.44	0.71	0.97

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	71.92	12.57	5.73	54.18	26.83
营业利润	91.51	19.86	(3.08)	63.43	36.50
归属母公司净利润	94.27	21.73	(3.03)	61.77	36.55
获利能力 (%)					
毛利率	23.72	20.67	20.02	23.27	24.88
净利率	10.63	11.66	10.56	11.08	11.93
ROE	11.17	10.64	9.22	13.56	16.22
ROIC	10.16	9.24	8.12	10.87	13.56
偿债能力					
资产负债率 (%)	39.36	51.77	47.03	47.07	44.76
净负债比率 (%)	26.40	43.83	50.67	52.19	39.93
流动比率	1.48	1.47	1.38	1.25	1.30
速动比率	1.19	1.23	1.08	0.96	1.04
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.48	0.43	0.63	0.72
应收账款周转率	6.80	5.64	5.64	8.00	9.00
应付账款周转率	9.01	8.19	8.19	11.50	12.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.45	0.44	0.71	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.06)	(0.69)	0.60	0.80	1.46
每股净资产(最新摊薄)	3.91	4.59	4.93	5.54	6.41
估值比率					
PE (倍)	23.98	19.70	20.32	12.56	9.20
PB (倍)	2.28	1.94	1.81	1.61	1.39
EV EBITDA (倍)	14.10	12.70	13.21	9.42	7.07

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲、张雄，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者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。

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。华泰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。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲、张雄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期

（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770

电子邮件：research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司