

中材科技（002080）

新材料领跑先锋，高端卡位有望迎估值重塑

中材科技当前正处于新材料产业化初期，在低介电/低膨胀电子布、高压储氢气瓶等关键领域实现技术突破，具备 0 到 1 的强劲发展潜力。我们对公司新材料业务利润贡献进行综合测算，预计 25-27 年特种玻纤布收入分别为 8.5/16.6/24.5 亿元，对应净利润分别为 1.8/4.9/8.2 亿元（整体净利率分别为 21%/30%/34%），26/27 年同比分别+173%/+67%。预计 25-27 年公司氢气瓶归母净利润分别为 0.3/0.7/1.5 亿元，同比分别+82%/+113%/+106%。

估值角度看，参考可比公司，给予新材料板块 26 年 25XPE，我们预计 25-27 年新材料利润分别约在 2/6/10 个亿左右，对应 26 年新材料分部市值在 150 亿元附近。主业给予 26 年 16XPE，我们预计未来三年主业利润在 14~16 亿元附近，对应 26 年主业分部市值在 240 亿元附近。综合看公司 26 年合理市值在 390 亿元附近，我们认为公司未来估值将逐渐由传统周期品向新材料板块切换，估值有望得到重塑。

低介电/低膨胀玻纤布：高端卡位，布局价值高地

中材科技新材料领域中发展前景最优者为高性能特种玻纤布，包括低介电电子布（LowDK 一代、二代）和低膨胀（LowCTE）电子布，下游终端分别应用于通信基础设施（AI 服务器&交换机）和半导体封装领域。

1) LowDK 电子布：低介电电子玻纤布能够减少信号传输中的能量损失。我们跟踪公司共有 5 条低介电玻纤产线，合计产能约 6150 吨，公司最早于 19 年便开始布局，24 年建成二条低介电玻纤生产线，截至目前拥有四条低介电玻纤生产线，另有一条 1400 吨 T05-5 在建产线。25 年 4 月 12 日，公司公告特种玻纤布投资项目产能由 2600 万米提升至 3500 万米，项目建设总投资 14.3 亿元，建设期 12 个月，预计 26-27 年公司低介电电子布产能将进一步抬升。我们假设 25-27 年公司低介电一代布产量分别为 150/300/400 万米/月，价格分别为 35/33/30 元/米，假设净利率保持在 20%，对应净利润分别为 1.3/2.4/2.9 亿元。假设 25-27 年低介电二代布产量分别为 15/30/60 万米/月，单位售价分别为 120/130/140 元/米，净利率分别为 23%/25%/27%，净利润分别为 0.5/1.2/2.7 亿元。

2) LowCTE 电子布：低膨胀电子布终端主要应用于高端手机等芯片封装载板中，公司亦积极布局。我们假设 25-27 年产量分别为 1/30/50 万米/月，单位售价为 130/140/150 元/米，净利率分别为 25%/27%/29%，净利润分别为 0.0/1.4/2.6 亿元。

氢气瓶：高压氢气“装甲堡垒”，氢能产业化浪潮驱动发展

公司目前拥有五大制造气瓶基地，III 型储氢气瓶 10 万只/年，IV 型储氢气瓶 3 万只/年。24 年公司储氢气瓶销量 1.2 万只，国内市占率第一（27%，据 23 年数据测算），当前公司 70MPa III 型 140L 大容量储氢瓶成功装备我国首款氢动力列车。我们预计 25-27 年公司氢气瓶收入分别达 3.6/6.9/13.2 亿元，归母净利润分别为 0.3/0.7/1.5 亿元，同比分别+82%/+113%/+106%。

风险提示：低介电/低膨胀电子布供需格局不及预期，氢气瓶需求不及预期，文中测算具有一定主观性、跨市场选取可比公司进行估值的风险等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	25,889.46	23,983.85	28,911.19	32,340.80	34,583.96
增长率(%)	17.10	(7.36)	20.54	11.86	6.94
EBITDA(百万元)	6,243.63	4,407.90	5,048.54	5,830.60	6,939.10
归属母公司净利润(百万元)	2,224.27	891.87	1,610.65	2,015.02	2,552.13
增长率(%)	(36.65)	(59.90)	80.59	25.11	26.66
EPS(元/股)	1.33	0.53	0.96	1.20	1.52
市盈率(P/E)	13.21	32.95	18.24	14.58	11.51
市净率(P/B)	1.58	1.59	1.51	1.42	1.32
市销率(P/S)	1.13	1.23	1.02	0.91	0.85
EV/EBITDA	7.04	9.29	10.60	9.11	8.23

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 06 月 06 日

投资评级

行业	建筑材料/玻璃玻纤
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.16 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,678.12
流通 A 股股本(百万股)	1,678.12
A 股总市值(百万元)	28,796.60
流通 A 股市值(百万元)	28,796.60
每股净资产(元)	11.25
资产负债率(%)	55.49
一年内最高/最低(元)	17.63/9.28

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中材科技-年报点评报告:周期底部至暗或已过，期待 25 年业绩估值双升》
2025-03-20
- 《中材科技-公司专题研究:风电叶片需求强景气，看好明年业绩共振向上》
2025-01-06
- 《中材科技-季报点评:现金流显著改善，多元化投资收购助力公司拓宽市场》
2024-10-28

内容目录

1. 中材科技：新材料领跑先锋，业绩有望驶入快车道	3
2. 低介电/低膨胀玻纤布：高端卡位，布局价值高地	5
2.1. 低介电玻纤布：算力设备“高速信号铺路者”	5
2.2. 低膨胀玻纤布：芯片封装“热稳定守护者”	8
3. 氢气瓶：高压氢气“装甲堡垒”，氢能产业化浪潮驱动发展	10
4. 高技术壁垒驱动，主业结构性优化	13
5. 长坡厚雪，估值重塑	14
6. 风险提示	14

图表目录

图 1：中材科技公司管理架构（截止 2024 年底）	3
图 2：玻纤布在覆铜板中应用图示	6
图 3：覆铜板 CCL-印制电路板 PCB-终端应用图示	6
图 4：英伟达 GB200 NVL72 服务器图示	6
图 5：Arista 7800R4 系列交换机图示	6
图 6：IC 载板示意简图	8
图 7：IC 载板示意详图	8
图 8：不同类型气瓶在氢储运领域应用	11
表 1：2024 年公司业绩表现（按子公司分）	4
表 2：2024 年公司业绩表现（按产品分）	4
表 3：Nittobo（日东纺）低介电/低膨胀玻纤布应用领域	5
表 4：产业链下游厂商 25Q1 营收增速	6
表 5：公司低介电玻璃纤维细纱产线项目	7
表 6：公司 TLD-GLASS（低介电布）对比 E-Glass（传统电子布）基本特性指标	7
表 7：公司低膨胀玻纤纱/布产品参数	8
表 8：未来三年公司特种玻纤布板块业绩贡献测算	9
表 9：公司复合气瓶及氢气瓶	10
表 10：I~IV 型储氢瓶特性及用途	11
表 11：国内主要 IV 型瓶企业现有和规划产线产能（截止 2024.11）	12
表 12：公司氢气瓶业务业绩贡献测算	12
表 13：高温过滤材料/玻璃微纤维滤纸市场规模及增速	13
表 14：公司分部估值表	14

1. 中材科技：新材料领跑先锋，业绩有望驶入快车道

截止 2024 年底，中材科技旗下共有 9 家全资及控股子公司，全资子公司包括泰山玻纤、南玻有限、苏非有限、北玻院，控股子公司包括中材叶片（58%）、中材锂膜（51%）、北玻有限（86%）、苏州有限（87%）、中材大装（35%），另有国材汽车、南京春辉、中建材航空等参股子公司。

图 1：中材科技公司管理架构（截止 2024 年底）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司主业为玻纤/叶片/锂膜，经营主体分别为泰山玻纤（100%全资）、中材叶片（58%控股）、中材锂膜（51%控股），24 年分别贡献归母净利润 3.9/1.86/0.22 亿元（归母净利润直接以母公司持股比例计算，不考虑少数股东损益和内部交易影响）。另有南玻有限（100%全资）、苏非有限（100%）全资、北玻有限（86%控股）、苏州有限（87%控股）分别主营特种纤维复合材料、大型非矿工程、先进复合材料及工程复合材料以及高压复合气瓶，24 年分别贡献归母净利润 1.42/0.37/0.95/0.82 亿元（归母净利润直接以母公司持股比例计算，不考虑少数股东损益和内部交易影响），合计贡献 3.56 亿元。此外，北玻院、中材大装目前主要从事服务及少量生产加工、研发。

表 1：2024 年公司业绩表现（按子公司分）

属性	被参控股子公司	公司简称	主营业务	持股比	收入 (亿元)	营业利润 (亿元)	利润 (亿元)	归母净利润 (亿元)
全资	泰山玻璃纤维有限公司	泰山玻纤	玻璃纤维	100%	78.91	4.22	3.90	3.90
	南京玻璃纤维研究设计院有限公司	南玻有限	特种纤维复合材料	100%	25.56	1.45	1.42	1.42
	苏州中材非金属矿工业设计研究院有限公司	苏非有限	大型非矿工程	100%	6.65	0.36	0.37	0.37
	北京玻璃钢研究设计院有限公司	北玻院	服务及少量生产加工	100%	——	——	——	——
控股	中材科技风电叶片股份有限公司	中材叶片	风电叶片	58%	94.70	3.01	3.18	1.86
	中材锂膜有限公司	中材锂膜	锂电池隔膜	51%	15.28	0.40	0.44	0.22
	北京玻璃钢院复合材料有限公司	北玻有限	先进复合材料及工程复合材料	86%	13.29	1.16	1.11	0.95
	中材科技(苏州)有限公司	苏州有限	高压复合气瓶	87%	13.19	0.99	0.94	0.82
	中材大装膜技术工程(大连)有限公司	中材大装	研究、试验发展	35%	——	——	——	——
新材料小院业绩总计					58.69	3.97	3.84	3.56
公司业绩总计（子公司加总口径）					247.58	11.60	11.36	9.54

资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：1）归母净利润直接以母公司持股比例计算，不考虑少数股东损益和内部交易影响；2）新材料小院指的是标红的四家子公司，包括南玻有限、苏非有限、北玻有限、苏州有限。

表 2：2024 年公司业绩表现（按产品分项分）

产品分项	收入 (亿元)	成本 (亿元)	毛利润 (亿元)	毛利率	预计主要经营主体
无碱玻璃纤维及制品	69.75	57.53	12.22	18%	泰山玻纤
风电叶片	85.65	74.12	11.53	13%	中材叶片
锂电池隔膜	14.68	13.88	0.81	6%	中材锂膜
高压复合气瓶	11.23	9.18	2.05	18%	苏州有限
工程复合材料	14.5	11.1	3.4	23%	北玻有限
高强玻璃纤维制品及先进复合材料	9.68	6.69	2.99	31%	北玻有限、南玻有限
特种纤维及制品	8.82	6.49	2.33	26%	南玻有限、泰山玻纤
特种纤维复合材料技术与装备	18.23	17.19	1.03	6%	南玻有限
其他主营业务	7.3	2.84	4.47	61%	苏非有限等
总收入	239.84	199.02	40.83	17%	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 低介电/低膨胀玻纤布：高端卡位，布局价值高地

我们判断中材科技新材料领域中发展前景最优者为高性能特种玻纤布，包括低介电电子布（LowDK 一代、LowDK 二代）和低膨胀（LowCTE）电子布，下游终端分别应用于通信基础设施和半导体封装领域。目前全球供应商主要以日企、中国台企和部分中国大陆企业为主。对标头部企业日东纺 Nittobo，其 LDK 一代布（NE-Glass）主要用于 AI 服务器/交换机等通信基础设施的主板、半导体封装基板的 DDR 存储器，以及电脑主板等领域，LDK 二代布（NER-Glass）主要用于 AI 服务器/交换机的主板中，LowCTE（T 布）主要用于半导体封装基板领域。

表 3：Nittobo（日东纺）低介电/低膨胀玻纤布应用领域

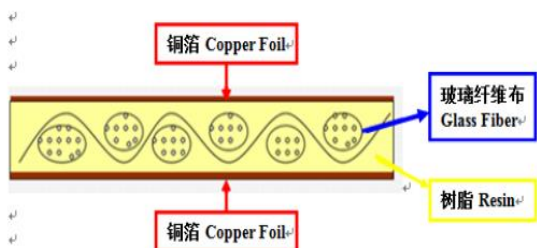
应用领域		设备/组件	基板类型		所需性能	高端玻纤型号	中端玻纤型号	
通信基础设施	基站 数据中心交换机/路由器 服务器 AI服务器	处理器・控制器	半导体封装基板	中央处理器/图形处理器	低膨胀	T	E	
				NAND存储器	低膨胀	T	E	
				DDR存储器	低介电	NE	E	
		主板	数据中心交换机		低介电	NE/NER	E	
			AI服务器/交换机		低介电	NE/NER	E	
封装设备	智能手机 平板电脑 移动电脑	处理器	半导体封装基板	应用处理器/中央处理器	低膨胀	Ultra-thin T, T	Ultra-thin E	
		非易失性存储器		NAND存储器	低膨胀	Ultra-thin T	Super ultra-thin E	
		易失性存储器		DDR存储器	低膨胀	Ultra-thin T (Smartphone)		
		易失性存储器		DDR存储器	低介电	NE (PC)		
		主板	主板		低介电	Ultra-thin NE New	Ultra-thin E	
		无线通信	射频封装基板		低介电	Ultra-thin NE	Ultra-thin E	
		CPU-内存	半导体封装基板	中央处理器/图形处理器	低膨胀	T	E	
		台式机 笔记本电脑PC		主板	DDR存储器	低介电	NE (PC)	E
			高级SoC	半导体封装基板		低膨胀	T	Ultra-thin E
		AR/VR-无人机	高级SoC	半导体封装基板		低膨胀	T	E
	汽车	电动汽车高级驾驶辅助系统	毫米波雷达	模块板		低介电	Ultra-thin NE	E

资料来源：Nittobo 公司公告、天风证券研究所

2.1. 低介电玻纤布：算力设备“高速信号铺路者”

低介电（LowDK）电子玻纤布是一种终端用于电子行业的高性能材料，能够减少信号传输中的能量损失，提高信号完整性和传输速度，我们预计下游依次应用于如下领域及公司：1）高频高速覆铜板（CCL）：主要厂商为台光、斗山、台耀等；2）CCL 被用于制造印刷电路板（PCB）：主要厂商为胜宏科技、欣兴电子等；3）终端用于 AI 服务器和交换机两大核心领域：AI 服务器终端客户主要为 NV（英伟达），交换机终端客户主要为 Arista 和 Celestica（天弘）。我们跟踪 25 年一季度产业链核心厂商业绩边际变化，可以发现龙头企业营收同比增速约在 70%+，其余厂商亦基本保持 15%~45% 的营收增速，为 LDK 玻纤布需求高速增长提供了验证的必要条件。

图 2：玻纤布在覆铜板中应用图示



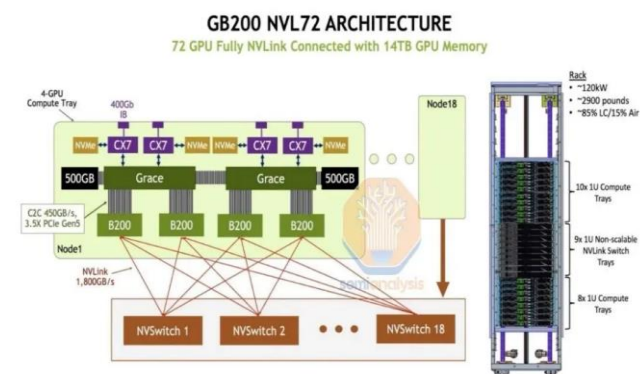
资料来源：华正新材招股说明书、天风证券研究所

图 3：覆铜板 CCL-印制电路板 PCB-终端应用图示



资料来源：南亚新材招股说明书、天风证券研究所

图 4：英伟达 GB200 NVL72 服务器图示



资料来源：广东省连接器协会公众号、天风证券研究所

图 5：Arista 7800R4 系列交换机图示



资料来源：Arista 官网、天风证券研究所

表 4：产业链下游厂商 25Q1 营收增速

产业链环节	公司营收及同比增速					
服务器/交换机	NV		Arista		Celestica	
25Q1 营收及同比增速	260 亿美元	262%	20 亿美元	28%	27 亿美元	20%
PCB	胜宏		欣兴			
25Q1 营收及同比增速	43 亿元	80%	73 亿元	14%		
CCL	台光		斗山		台耀	
25Q1 营收及同比增速	217 亿新台币	68%	4.3 万亿韩元	-4%	64 亿新台币	44%

资料来源：Wind、投资界公众号、各公司官网等，天风证券研究所

我们跟踪公司共有 5 条低介电玻纤产线，合计产能约 6150 吨，公司最早于 19 年便开始布局，24 年建成二条低介电玻纤生产线，截至目前拥有四条低介电玻纤生产线，另有一条 1400 吨 T05-5 在建产线。25 年 4 月 12 日，公司公告特种玻纤布投资项目产能由 2600 万平米提升至 3500 万平米，项目建设总投资 14.3 亿元，建设期 12 个月，预计 26-27 年公司低介电电子布产能将进一步抬升。公司在低介电电子布、石英纤维布领域性能领先，或是下游头部覆铜板客户在中国大陆地区的优先供应商选择。

表 5：公司低介电玻璃纤维细纱产线项目

产线名称	产能（吨/年）	投资额（万元）	产线建设进度
年产 1000 吨低介电玻璃纤维细纱项目	1000	1436	19 年投资，预计 21 年转固
年产 1000 吨低介电玻璃纤维细纱项目	1000	1390	20 年上半年投资，预计 21 年转固
年产 1350 吨低介电(TLD)玻璃制品生产线	1350	1757	22 年上半年在建，预计 24 年上半年转固
年产 1400 吨低介电玻璃纤维细纱项目(T05-4)	1400	1259	预计 24 年转固
年产 1400 吨低介电玻璃纤维细纱项目(T05-5)	1400	1474	当前在建
总计	6150	11486	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：年产 1350 吨低介电(TLD)玻璃制品生产线投资额以最后一期在建工程数额为准（公司公告中未披露合同投资额），其余均为合同投资额口径。

表 6：公司 TLD-GLASS（低介电布）对比 E-Glass（传统电子布）基本特性指标

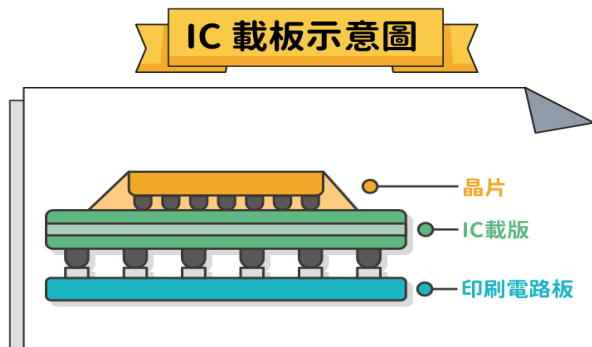
性能	测试方法	TLD-Glass	E-Glass
玻璃密度(g/cm ³)	ISO1183-1:2012	2.29-2.32	2.57-2.63
介电常数 ϵ	同轴空气线法	1GHz:4.3-4.5 10GHz:4.2-4.3	1GHz:6.6-6.8
介电损耗(1-7GHz)	谐振腔法	0.0021	0.0053
热膨胀系数(x10 ⁻⁶ K)	ASTM D696	3.28	5.45
折射率(%)	ASTM C1648	1.49	1.55
导热系数(W/m · K,900℃)	ASTM D5470	0.3216	0.3891
拉伸强度(MPa)	ASTM D2343	2000	2400
弹性模量(GPa)	声波法	67.0	72.0
耐酸性(质量保留率, %)	10%H ₂ SO ₄ ;96H;96℃70-80 目颗粒	57.2	53.5

资料来源：泰山玻纤官网、天风证券研究所

2.2. 低膨胀玻纤布：芯片封装“热稳定守护者”

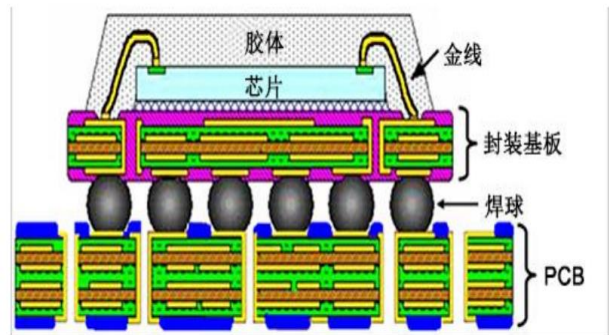
低膨胀（LowCTE）电子布来看，其终端主要应用于高端手机等芯片封装基板中，通过特殊配方（如调整 SiO_2 、 Al_2O_3 、 B_2O_3 等成分比例）和工艺制成的电子级材料，其热膨胀系数（CTE）可低至 $2.77 \times 10^{-6}/^\circ\text{C}$ （接近硅基芯片的 $3 \text{ ppm}/^\circ\text{C}$ ），同时具备高弹性模量（ $\geq 93 \text{ GPa}$ ）、低介电损耗（Low Df）等特性。公司针对 5G 封装板（PCB）领域，以高强 HS 玻璃纤维为基础，开发了低膨胀玻璃纤维，具有低气泡、低膨胀系数等特点，与无碱 E 玻纤相比，膨胀系数降低 35%，显著提高基板可靠性。

图 6：IC 载板示意简图



资料来源：博锐电路官网、天风证券研究所

图 7：IC 载板示意详图



资料来源：深南电路招股说明书、天风证券研究所

表 7：公司低膨胀玻纤纱/布产品参数

低膨胀玻纤纱				
牌号	纤维直径(μm)	线密度(Tex)	捻度(捻/米)	膨胀率(ppm/c)
D900	5	5.6±0.3	36	~3.4
D450	5	11.2±0.55		
E225	7	22.5+1.0	28	
低膨胀玻纤布				
牌号	克重(g/m2)	厚度(mm)	纱线规格	
1080	48	0.053	径向	纬向
2116	103	0.094	D450	D450
E225	7	22.5+1.0	E225	E225

资料来源：南玻有限公司官网、天风证券研究所

我们对公司特种玻纤布板块综合业绩贡献进行测算：

1) 假设 25-27 年低介电一代布产量分别为 150/300/400 万米/月，考虑到未来行业新增产能冲击，价格可能小幅下降，预计分别为 35/33/30 元/米，假设净利率保持在 20%，对应收入分别为 6/12/14 亿元，净利润分别为 1.3/2.4/2.9 亿元。

2) 假设 25-27 年低介电二代布产量分别为 15/30/60 万米/月，单位售价分别为 120/130/140 元/米，净利率分别为 23%/25%/27%，对应收入分别为 2/5/10 亿元，净利润分别为 0.5/1.2/2.7 亿元。

3) 低膨胀布来看，假设 25-27 年产量分别为 1/30/50 万米/月，单位售价为 130/140/150 元/米，净利率分别为 25%/27%/29%，对应收入分别为 0.2/5.0/9.0 亿元，净利润分别为 0.0/1.4/2.6 亿元。

综合来看，预计 25-27 年特种玻纤布收入分别为 8.5/16.6/24.5 亿元，对应净利润分别为 1.8/4.9/8.2 亿元（整体净利率分别为 21%/30%/34%），26/27 年同比分别+173%/+67%。

表 8：未来三年公司特种玻纤布板块业绩贡献测算

产品类别	项目	25E	26E	27E
低介电一代布	产量（万米/月）	150	300	400
	平均售价（元/米）	35	33	30
	收入（亿元）	6.3	11.9	14.4
	净利率	20%	20%	20%
	净利润（亿元）	1.3	2.4	2.9
低介电二代布	产量（万米/月）	15	30	60
	平均售价（元/米）	120	130	140
	收入（亿元）	2.2	4.7	10.1
	净利率	23%	25%	27%
	净利润（亿元）	0.5	1.2	2.7
低膨胀布	产量（万米/月）	1	30	50
	平均售价（元/米）	130	140	150
	收入（亿元）	0.2	5.0	9.0
	净利率	25%	27%	29%
	净利润（亿元）	0.0	1.4	2.6
特种布总收入（亿元）		8.5	16.6	24.5
YoY			96%	48%
特种布总净利润（亿元）		1.8	4.9	8.2
YoY			173%	67%
整体净利率		21%	30%	34%

资料来源：中国玻璃纤维公众号、道杰资本公众号等，天风证券研究所

注：特种玻纤布在泰山玻纤子公司做，100%全资控股，故净利润=归母净利润

3. 氢气瓶：高压氢气“装甲堡垒”，氢能产业化浪潮驱动发展

除特种玻纤布外，公司气瓶业务亦为前景较优的新兴材料，尤以氢气瓶为甚，其主要运营主体为苏州有限，以车载 CNG 气瓶、燃料电池氢气瓶及系统、高端工业钢瓶及铝瓶、大口径复合材料气体储运单元为主营业务。公司目前拥有苏州、成都、九江、沈阳、济宁五大制造基地，综合气瓶年产能超百万只，其中 CNG 气瓶 35 万只/年，III 型储氢气瓶 10 万只/年，IV 型储氢气瓶 3 万只/年，复合长管 3500 根/年。2023 年 7 月正式取得 IV 型储氢气瓶特种设备生产许可，同步完成了柔性自动化产线建设，成为国内首家既掌握 70MPa-IV 型储氢气瓶关键核心技术、拥有自主知识产权，又同时具备自动化批量生产能力的企业。

表 9：公司复合气瓶及氢气瓶

产品类别	产品特性及应用领域	年产能
车载 CNG 气瓶	国内整车市场占有率连续多年位居首位，达到 70%以上。德国大众亚太地区唯一 CNG 气瓶供应商；与国内外知名汽车制造厂商有稳定合作。	35 万只/年
车载燃料电池 III 型储氢气瓶	III 型瓶年产能可达 10 万只，产品具备“定制化”开发设计能力，已在燃料电池公交车、物流车、重卡、乘用车、燃料电池轨道交通、船舶等领域实现广泛应用。	III 型氢气瓶产能 10 万支/年
车载燃料电池 IV 型储氢气瓶	2023 年 7 月正式取得 IV 型储氢气瓶特种设备生产许可，同步完成了柔性自动化产线建设，成为国内首家既掌握 70MPa-IV 型储氢气瓶关键核心技术、拥有自主知识产权，又同时具备自动化批量生产能力的企业。	IV 型氢气瓶 3 万支/年
氢燃料电池无人机专用气瓶	目前拥有 1.5L-20L 无人机专用气瓶产品，并可根据客户实际需求进行个性化设计定制。与韩国斗山、浙江氢航等国内外知名无人机厂商合作，推出高续航、轻量化的氢燃料电池无人机产品。	
加氢站用固定式储氢容器及移动管束式运氢集装箱	氢储运装备产品主要有 I 型钢管和 II 型复合长管产品。相较传统 I 型长管，II 型复合长管和装配移动式储气集装箱在工作压力和储氢效率方面得到显著提升。产品广泛应用于储运 CNG、氢气等高纯度气体，远销国内外四十多个国家和地区。	
高端工业气体储运装备	产品涵盖燃料电池氢气瓶、氢能储运容器、压缩天然气气瓶及高端工业气体储运装备等多个领域。聚焦高端消防、食品、医用、半导体等领域，与可口可乐、霍尼韦尔、液化空气、林德等知名企业保持稳定合作关系。	

资料来源：北京国际氢能技术装备展览会官网、天风证券研究所

产品特性来看，I 型和 II 型瓶属于固定式储氢瓶，主要用于加氢站和氢气运输，III 型和 IV 型则为车载式储氢瓶。未来 V 型储氢瓶将向无内胆纤维全缠绕方向开发，目前该技术仍处于研发阶段。目前，国内应用的储氢瓶以 35MPa 为主，未来随着 IV 型瓶的放量，70MPa 储氢瓶的用量将有所增加。据氢能促进会预计，到 2025 年车用瓶市场仍将以 35MPa 为主，到 2030 年，将呈现 35MPa 和 70MPa 并存的格局。日均行驶里程不超过 300 公里的公交及市内物流运输等车辆，采用 35MPa 储氢系统更具经济性，对于日均行驶超过 300 公里的中重型卡车和省际长途客运车及出租车和家用轿车等将采用 70MPa 储氢系统。

图 8：不同类型气瓶在氢储运领域应用



资料来源：氢能促进会公众号、天风证券研究所

表 10：I~IV 型储氢瓶特性及用途

类型	I 型	II 型	III 型	IV 型	V 型
材质	纯钢制 金属瓶	金属内胆 (钢质) 纤维环向缠绕	金属内胆 (钢/铝质) 纤维全缠绕	塑料内胆 纤维全缠绕	无内胆纤维全 缠绕
工作压力 (Mpa)	17.5-20	26-30	30-70	30-70	国内外研发中
介质相容性	有氢脆、 有腐蚀性	有氢脆、 有腐蚀性	有氢脆、 有腐蚀性	有氢脆、 有腐蚀性	
重量体积(kg/L)	0.9-1.3	0.6-1.0	0.35-1.0	0.3-0.8	
使用寿命 (年)	15	15	20	20	
成本	低	中等	最高	高	
车载可否	否	否	是	是	
市场应用	加氢站等固定式储氢		燃料电池汽车		

资料来源：艾邦氢能技术网、天风证券研究所

24 年公司储氢气瓶销量 1.2 万只，国内市占率第一，当前公司 70MPa III 型 140L 大容积储氢瓶成功装备我国首款氢动力列车，70MPa IV 型储氢瓶生产线实现量产，苏州氢能产业园年产能 3 万支。低空经济领域 (高强玻纤应用于无人机翼梢小翼、雷达罩) 初步布局，但收入占比不足 1%，产业化仍需时间。

表 11：国内主要IV型瓶企业现有和规划产线产能（截止 2024.11）

企业	IV 型瓶（支/年）
中材科技（苏州）	30000
龙蟠科技	10000
佛吉亚斯林达	20000
中集安瑞科	100000
国富氢能	10000
天海氢能	80000
未势能源	100000
奥扬科技	10000
彼欧蓝能	60000
合计	420000

资料来源：香橙会研究院公众号、天风证券研究所

公司氢气瓶市占率约 27%（据 23 年同口径数据测算）。据氢能促进会，截至 2024 年 10 月，我国氢燃料电池车累计销量约为 22790 辆，距离《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》提出的到 2025 年燃料电池汽车保有量 5 万辆左右的目标仍有一定差距。据氢能促进会预计，2025 年我国氢燃料电池汽车推广将迎来一轮高潮，到年末全国氢燃料电池汽车保有量将达到 4.5 万辆左右。据此测算，2025 年我国车载储氢瓶需求量达 6~8 万支，同时，考虑到 70MPa 压力等级配套加氢站建设速度和 70MPa 储氢气瓶量产规模，据氢能促进会预计，到 2025 年车用瓶市场仍将以 35MPa 为主，储氢瓶市场规模约为 8~12 亿元人民币。预计到 2030 年，我国燃料电池汽车保有量预计将突破 35 万辆，同时，随着 70MPa 压力等级加氢站的陆续投建和储氢瓶产能不断提升，车用瓶市场将呈现 35MPa 和 70MPa 并存的发展态势，预计到 2030 年 35MPa 储氢气瓶总需求量将达到 70-80 万支，70MPa 储氢气瓶总需求量将达到 100~120 万支，预计 2025~2030 年间我国车载储氢瓶市场总规模将达到 380~460 亿元。

我们假设未来公司市占率保持 27% 不变，假设行业需求 CAGR 为 65%，测算 25-27 年公司产销量分别为 1.6/2.7/4.4 万只，考虑到 IV 型氢气瓶占比存在提升预期，预计 25-27 年单瓶售价分别为 2.2/2.6/3.0 万元，测算公司氢气瓶收入分别达 3.6/6.9/13.2 亿元，假设净利率分别达 11%/12%/13%，对应归母净利润分别为 0.3/0.7/1.5 亿元，同比分别 +82%/+113%/+106%。

表 12：公司氢气瓶业务业绩贡献测算

	24A	25E	26E	27E
产能（万只）	13	13	18	23
产销量（万只）	1.2	1.6	2.7	4.4
国内车载储氢瓶出货量（万只）	4.3	6	10	16
YoY		40%	65%	65%
公司市占率	27%	27%	27%	27%
平均售价（万元/只）	1.8	2.2	2.6	3
氢气瓶收入（亿元）	2.2	3.6	6.9	13.2
平均净利率	10%	11%	12%	13%
氢气瓶净利润（亿元）	0.2	0.4	0.8	1.7
氢气瓶归母净利润（亿元）	0.2	0.3	0.7	1.5
YoY		82%	113%	106%

资料来源：艾邦氢能技术网、DT 新材料公众号、高工氢电公众号等，天风证券研究所

注：氢气瓶业务在苏非有限公司做，持股 87%。

4. 高技术壁垒驱动，主业结构性优化

主业方面，公司亦在产品技术方面具备领先优势。

1) 叶片：海风赛道“巨无霸”。公司成功下线全球最长叶片 GW147、可回收环氧树脂风电叶片。2024 年风电叶片销量 24GW，同比增长 10.9%，全球市占率保持第一。收入增长主要源于大兆瓦叶片技术突破（如全球最长的 147 米 GW147 叶片及可回收环氧树脂叶片量产）及海外市场拓展（巴西基地批量交付，筹备海外第二工厂）。但行业价格竞争激烈叠加原材料成本波动，导致毛利率承压。

2) 隔膜：动力电池“隐形铠甲”。公司建成芳纶示范线填补国内对位芳纶涂覆隔膜空白；超薄超高强度 5 μ m 基膜实现量产。24 年隔膜销量 19 亿平方米，涂覆产品销量占比提升 6 个百分点至 30%。超薄 5 μ m 基膜实现量产，并获宁德时代、LG 能源认证。然而，行业产能过剩引发价格战，叠加研发投入增加（芳纶涂覆隔膜产线调试），导致隔膜业务增收不增利，毛利率同比收缩。

3) 过滤材料：主要包括高温过滤材料和玻璃微纤维滤纸，行业目前均处发展相对稳定阶段，到 2030 年的 CAGR 预计在 3%-6%之间。

表 13：高温过滤材料/玻璃微纤维滤纸市场规模及增速

产品类别	公司 24 年销量	中国市场规模	行业 CAGR
高温过滤材料	630 万平米，YoY+4.8%	23 年 771.46 百万美元	23-30 年 3.5%
玻璃微纤维纸	2.1 万吨，YoY+19%	24 年 76.85 百万美元	24-30 年 5.6%

资料来源：公司公告、恒州诚思 YH 公众号、QYResearch 公众号、天风证券研究所

5. 长坡厚雪，估值重塑

估值角度，我们首先采取分部估值法进行分析，

- 新材料板块：选取宏和科技、Nittobo（日东纺）作为可比公司，参考可比公司，给予公司新材料分部 26 年 25XPE，我们预计公司 25-27 年新材料板块利润分别约在 2/6/10 个亿左右，对应 26 年新材料分部市值在 150 亿元附近。
- 主业：选取中国巨石、长海股份、再升科技、时代新材作为可比公司，参考可比公司，给予公司主业分部 26 年 16XPE，我们预计公司未来三年主业利润在 14~16 亿元附近，对应 26 年主业分部市值在 240 亿元附近。

综合来看，公司 26 年合理市值在 390 亿元附近，我们认为公司未来估值将逐渐由传统周期品向新材料板块切换，估值有望得到重塑。

表 14：公司分部估值表

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24A	25E	26E	23A	24A	25E	26E
新材料可比公司											
603256.SH	宏和科技	111	12.6	-0.1	0.0	0.1	0.2	-179.7	419.3	88.6	61.4
3110.T	Nittobo	1905	5,050	79.7	210.8	349.7	365.6	63.4	24.0	14.4	13.8
平均值								-58.2	221.6	51.5	37.6
主业可比公司											
600176.SH	中国巨石	455	11.4	0.8	0.6	0.8	0.9	14.9	18.6	14.2	12.0
603601.SH	再升科技	37	3.7	0.0	0.1	0.1	0.1	97.9	41.2	31.5	24.7
600458.SH	时代新材	95	11.5	0.5	0.6	0.9	1.1	24.0	21.0	13.5	10.8
平均值								45.6	26.9	19.7	15.9

资料来源：Wind、Bloomberg、天风证券研究所

注：1）数据截止 2025/6/5；2）Nittobo 市值、股价、EPS 单位为日元，其余均为人民币；3）Nittobo 的 EPS 来源于 Bloomberg 一致预期。

6. 风险提示

低介电/低膨胀电子布需求不及预期：若半导体封装技术路线发生变更（如转向其他材料或结构），可能导致低介电/低膨胀电子布需求低于预测。全球经济下行或消费电子需求疲软可能抑制下游客户（如 5G 基站、AI 芯片）的采购意愿，造成产能利用率下滑。

低介电/低膨胀电子布供给超预期：若现有厂商加速扩产或新进入者涌入，可能导致供需失衡，引发价格竞争，压缩行业利润率。关键工艺（如超薄织造技术）若被竞争对手快速复制，可能削弱企业技术壁垒，加剧市场竞争。

氢气瓶需求不及预期：氢能产业扶持政策（如加氢站建设补贴）若延迟或缩水，可能拖累燃料电池汽车商业化进程，抑制氢气瓶需求。储氢材料安全性或成本问题若未有效突破，可能限制高压气态储氢技术的应用场景，延缓市场需求释放。

文中测算具有一定主观性等：测算基于目前市场情况预测，若技术或市场环境假设发生重大偏离，结论可能失效。

跨市场选取可比公司进行估值的风险：新材料板块中，选取 Nittobo 日股作为可比公司，对于 A 股公司的估值参考意义有限，存在不同市场间参考估值不合理的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,542.25	2,742.68	2,312.90	2,587.26	2,766.72	营业收入	25,889.46	23,983.85	28,911.19	32,340.80	34,583.96
应收票据及应收账款	8,903.78	7,925.09	10,714.54	11,057.20	11,732.20	营业成本	19,508.47	19,901.28	22,531.33	24,723.37	25,675.57
预付账款	383.40	478.32	393.12	573.95	462.42	营业税金及附加	218.31	232.45	280.21	313.45	335.19
存货	3,904.97	3,584.99	4,444.45	4,585.93	4,609.66	销售费用	494.15	245.90	412.19	469.98	450.07
其他	4,424.39	4,999.63	4,478.57	5,140.06	4,706.48	管理费用	1,302.07	1,373.80	1,472.97	1,708.91	1,856.80
流动资产合计	21,158.78	19,730.71	22,343.57	23,944.41	24,277.47	研发费用	1,299.04	1,271.23	1,455.13	1,654.89	1,781.13
长期股权投资	307.40	353.36	353.36	353.36	353.36	财务费用	352.29	377.02	538.71	696.61	959.22
固定资产	24,989.04	24,469.04	24,752.61	24,952.06	24,163.37	资产/信用减值损失	(244.76)	(131.73)	(188.24)	(159.99)	(174.11)
在建工程	6,053.86	10,659.04	13,521.55	16,739.84	20,301.84	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,388.01	2,292.91	2,102.65	1,912.38	1,722.12	投资净收益	(12.52)	77.74	61.65	42.29	60.56
其他	1,786.37	2,210.14	2,004.02	1,925.47	1,841.84	其他	(8.96)	(524.14)	(70.00)	(50.00)	(30.00)
非流动资产合计	35,524.68	39,984.49	42,734.18	45,883.12	48,382.53	营业利润	2,981.36	1,160.30	2,164.06	2,705.91	3,442.43
资产总计	56,807.53	59,864.70	65,077.75	69,827.53	72,660.00	营业外收入	91.71	82.10	66.86	80.22	76.39
短期借款	693.92	1,907.45	4,823.11	6,541.28	10,177.28	营业外支出	35.43	21.45	25.98	27.62	25.02
应付票据及应付账款	11,014.19	11,829.05	12,518.33	15,028.80	13,147.77	利润总额	3,037.65	1,220.94	2,204.94	2,758.51	3,493.81
其他	6,901.72	6,048.36	5,582.08	7,467.64	6,261.95	所得税	321.71	96.63	174.51	218.32	276.52
流动负债合计	18,609.83	19,784.86	22,923.53	29,037.73	29,586.99	净利润	2,715.94	1,124.31	2,030.43	2,540.19	3,217.29
长期借款	8,322.46	9,787.23	10,372.91	8,136.37	8,411.94	少数股东损益	491.67	232.45	419.78	525.17	665.16
应付债券	819.84	800.00	1,771.85	1,130.56	1,234.14	归属于母公司净利润	2,224.27	891.87	1,610.65	2,015.02	2,552.13
其他	2,056.07	2,049.56	2,024.19	2,043.27	2,039.01	每股收益（元）	1.33	0.53	0.96	1.20	1.52
非流动负债合计	11,198.37	12,636.79	14,168.95	11,310.21	11,685.09						
负债合计	30,309.63	33,127.66	37,092.47	40,347.93	41,272.08	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	7,933.86	8,223.94	8,481.22	8,790.56	9,184.90	成长能力					
股本	1,678.12	1,678.12	1,678.12	1,678.12	1,678.12	营业收入	17.10%	-7.36%	20.54%	11.86%	6.94%
资本公积	5,092.10	5,093.56	5,093.56	5,093.56	5,093.56	营业利润	-26.57%	-61.08%	86.51%	25.04%	27.22%
留存收益	11,777.29	11,732.45	12,719.62	13,906.50	15,419.54	归属于母公司净利润	-36.65%	-59.90%	80.59%	25.11%	26.66%
其他	16.53	8.96	12.74	10.85	11.80	获利能力					
股东权益合计	26,497.90	26,737.04	27,985.28	29,479.59	31,387.92	毛利率	24.65%	17.02%	22.07%	23.55%	25.76%
负债和股东权益总计	56,807.53	59,864.70	65,077.75	69,827.53	72,660.00	净利率	8.59%	3.72%	5.57%	6.23%	7.38%
						ROE	11.98%	4.82%	8.26%	9.74%	11.49%
						ROIC	11.09%	3.96%	6.64%	7.18%	9.12%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债率	53.35%	55.34%	57.00%	57.78%	56.80%
净利润	2,715.94	1,124.31	1,610.65	2,015.02	2,552.13	净负债率	41.58%	48.35%	62.91%	57.12%	64.69%
折旧摊销	1,768.50	2,108.94	2,102.20	2,213.33	2,278.30	流动比率	1.11	0.97	0.97	0.82	0.82
财务费用	402.77	395.87	538.71	696.61	959.22	速动比率	0.91	0.80	0.78	0.67	0.66
投资损失	12.52	(77.74)	(61.65)	(42.29)	(60.56)	营运能力					
营运资金变动	(494.27)	(145.07)	(2,971.54)	2,501.60	(2,791.87)	应收账款周转率	3.40	2.85	3.10	2.97	3.04
其它	414.46	193.77	419.78	525.17	665.16	存货周转率	7.31	6.40	7.20	7.16	7.52
经营活动现金流	4,819.92	3,600.10	1,638.15	7,909.43	3,602.38	总资产周转率	0.50	0.41	0.46	0.48	0.49
资本支出	9,540.07	6,058.07	5,083.39	5,421.73	4,865.60	每股指标（元）					
长期投资	154.56	45.96	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.33	0.53	0.96	1.20	1.52
其他	(17,205.47)	(10,609.82)	(10,079.75)	(10,820.26)	(9,666.38)	每股经营现金流	2.87	2.15	0.98	4.71	2.15
投资活动现金流	(7,510.84)	(4,505.78)	(4,996.37)	(5,398.52)	(4,800.78)	每股净资产	11.06	11.03	11.62	12.33	13.23
债权融资	2,516.99	732.40	3,710.62	(1,190.67)	2,686.81	估值比率					
股权融资	(938.65)	(383.69)	(782.19)	(1,045.87)	(1,308.96)	市盈率	13.21	32.95	18.24	14.58	11.51
其他	(1,271.08)	(107.86)	(0.00)	0.00	0.00	市净率	1.58	1.59	1.51	1.42	1.32
筹资活动现金流	307.26	240.85	2,928.43	(2,236.54)	1,377.85	EV/EBITDA	7.04	9.29	10.60	9.11	8.23
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	9.72	17.11	18.16	14.69	12.25
现金净增加额	(2,383.65)	(664.84)	(429.78)	274.37	179.45						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	邮编：518000
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com