

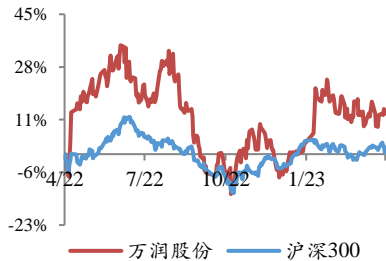
## 全年业绩符合预期，多领域布局升级进行时

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-22

收盘价（元）	17.53
近12个月最高/最低（元）	20.97/13.52
总股本（百万股）	930
流通股本（百万股）	896
流通股比例（%）	96.31
总市值（亿元）	163
流通市值（亿元）	157

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

### 相关报告

1. 三季度业绩符合预期，多领域布局升级进行时 2022-11-01

2. 上半年业绩增速维系，打造多领域行业龙头 2022-08-22

### 主要观点：

#### ● 事件描述

4月19日晚，公司发布2022年度报告及2023年一季度报告，2022年全年实现营业收入50.80亿元，同比增长16.56%；实现归母净利润7.21亿元，同比增长15.10%；实现扣非归母净利润7.14亿元，同比增长20.71%；实现基本每股收益0.79元/股。2023年一季度实现营业收入10.33亿元，同比减少24.66%；实现归母净利润1.77亿元，同比减少24.15%；实现扣非归母净利润1.74亿元，同比减少24.37%。

#### ● 受疫情、通胀、国内经济复苏不及预期影响，公司业绩短期承压

全球疫情反复、海外通胀、国内经济复苏不及预期等多重因素扰动，公司业绩短期承压。2022年全年实现营业收入50.80亿元，同比增长16.56%；实现归母净利润7.21亿元，同比增长15.10%；实现扣非归母净利润7.14亿元，同比增长20.71%。单季度来看，公司2022Q4季度实现营收12.37亿元，同比增长9.12%，环比减少1.64%；实现归母净利润0.77亿元，同比减少42.23%，环比减少49.34%，2023年Q1季度实现营收10.33亿元，同比减少24.66%，环比减少16.48%；实现归母净利润1.77亿元，同比减少24.15%，环比增长127.86%。全球疫情反复影响、海外通胀、国内经济复苏不及预期等因素导致液晶面板和柴油车需求量有所减少，公司2022年Q4和2023年Q1业绩短期承压，随着疫情逐渐缓解，下游需求恢复，公司业绩有望恢复增长。

#### ● 打造多领域行业头部企业，多个项目稳步推进

**液晶&OLED：液晶材料项目有序推进，OLED年新增产能释放。**在液晶材料领域，公司继续保持全球领先的高端液晶单体材料供应商地位，加速扩充产能。“万润工业园二期C01及配套项目”于2021年10月24日通过了安全预评价评审，2022年3月4日通过了安全设施设计专篇评审，截至2022年工程进度达60%，年产液晶材料及特殊化学品500吨预计在2023年建成投产。同时，公司加速布局OLED材料领域，控股子公司九目化学“OLED显示材料及其他功能性材料项目”已按计划投入使用。未来随着国内OLED面板生产技术的不断成熟，预计国内高端OLED材料有望迎来发展机遇，公司提前布局，有望集中受益。

**沸石分子筛：携手庄信万丰，持续扩张沸石产能进军环保领域。**目前公司共有沸石产能9850吨/年，全球汽车尾气净化沸石分子筛催化剂市场呈现寡头垄断的市场格局，根据庄信万丰公告，庄信万丰在柴油车尾气治理领域的市场份额超过50%，作为庄信万丰欧六及同级别标准沸石系列环保材料主要供应商之一将充分受益。此外，公司积极开发吸附与催化类高性能分子筛的产品与客户，正在推进300吨HC分子筛催化剂的产能建设，用以拓展公司车用领域以外的沸石分子筛产能。随着产能陆续投产，公司将不断巩固在高端车用沸石系列环保材料领域技术和生产

能力等方面的全球领先地位。

**新材料：积极布局新材料领域，产业加速转型升级。**公司积极布局聚酰亚胺材料、光刻胶材料、新能源电池等领域。聚酰亚胺方面，公司控股子公司三月科技自主知识产权的 TFT 用聚酰亚胺成品材料发展良好，2022 年已经在下游面板厂实现供应，同时三月科技自主知识产权的 OLED 用光敏聚酰亚胺成品材料前期也已完成产品开发，目前正在积极开展下游面板厂推广工作，热塑性聚酰亚胺材料 PTP-01 也已实现中试产出产品的供应；光刻胶方面，公司“年产 65 吨光刻胶树脂系列产品项目”，现已基本具备了生产合格产品的条件；新能源电池方面，公司 2022 年启动的中节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目计划新增新能源电池用电解液添加剂产能 250 吨/年，目前该项目正积极推进中，公司控股子公司九目化学于 2021 年承接山东省新旧动能转换重大产业攻关项目“无氟高稳定支状多元嵌段式燃料电池质子膜材料项目”，该项目正在积极推进产品开发工作，此外，公司持续关注钙钛矿太阳能电池材料相关领域下游行业发展情况，积极在钙钛矿太阳能电池材料领域进行专利布局。公司以科技创新为驱动，积极布局新材料，努力攻克“卡脖子”技术难题，未来有望取得更多新材料领域业内领先地位，加速自身产业转型升级。

#### ● 积极推进大健康板块项目落地，提高医药领域竞争力

**持续开拓医药市场，项目加速落地拓展市场份额。**公司于 2021 年成立医药研究院，为自身医药业发展提供有力研发支撑，加强公司医药业务新项目开发，提升自身在医药领域的市场竞争力。目前公司投资约 3 亿元的新建车间（B02 车间）已完成建设并投入使用。此外，公司境外子公司 MP 公司生命科学和诊断试剂业务均持续发展，MP 公司 2021 年在烟台成立的默普生物科技（山东）有限公司已投入运营，为后续 MP 公司发展提供有力保障。公司大力拓展医药业务市场份额，叠加自身医药研发技术，未来有望持续在大健康领域大放异彩。

#### ● 投资建议

我们预计公司 2024-2025 年归母净利润分别为 9.44、12.37、16.92 亿元（原 2023 年-2024 年分别为 11.69 亿元和 15.23 亿元），同比增速为 30.9%、31.0%、36.8%。对应 PE 分别为 18、13、10 倍。维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期；
- (5) 股权激励不及预期。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5080	6159	6615	6891
收入同比 (%)	16.6%	21.2%	7.4%	4.2%
归属母公司净利润	721	944	1237	1692
净利润同比 (%)	15.1%	30.9%	31.0%	36.8%
毛利率 (%)	39.7%	40.4%	43.6%	44.1%
ROE (%)	11.5%	13.1%	14.6%	16.7%
每股收益 (元)	0.79	1.02	1.33	1.82
P/E	18.56	17.51	13.37	9.77
P/B	2.17	2.29	1.95	1.63
EV/EBITDA	10.23	8.77	6.72	4.59

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 全年业绩符合预期，2023Q1 业绩短期承压.....	6
2 液晶材料项目有序推进，OLED 新增产能释放.....	9
2.1 LCD：国内高端液晶单体供应商，前瞻布局液晶天线材料技术.....	9
2.2 OLED：新增产能释放有望带动市占率提升.....	12
2.3 积极布局新材料领域，产业加速转型升级.....	15
3 国六政策全面实施在即，公司有望集中受益.....	17
4 持续开拓医药市场，项目加速落地拓展市场份额.....	20
风险提示：.....	21
财务报表与盈利预测.....	22

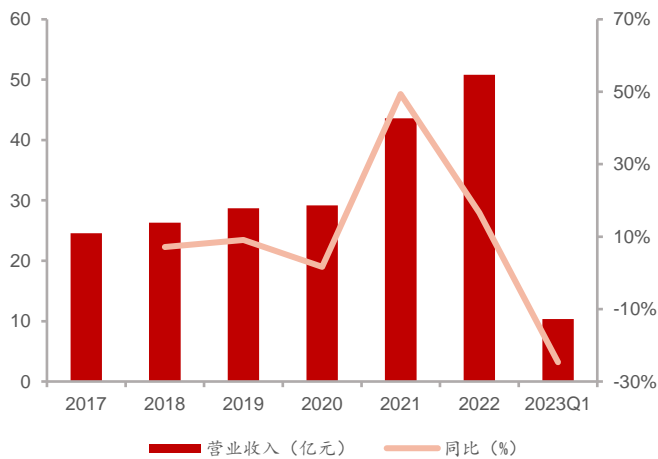
## 图表目录

图表 1 公司营业收入短期承压	6
图表 2 公司归母净利润短期承压	6
图表 3 公司毛利率和净利率均维持较高水平	7
图表 4 公司功能性材料毛利率稳步提升	7
图表 5 公司三费管控合理	7
图表 6 公司研发费用持续增长	7
图表 7 公司维持较好现金流水平	8
图表 8 公司存货受下游需求短期承压所有增长	8
图表 9 公司盈利能力整体维持较好水平	8
图表 10 公司资产负债率水平维持在合理区间	8
图表 11 目前 FPD 技术以 TFT-LCD 和 AMOLED 为主	9
图表 12 混晶市场前三家企业市占率超 80%	10
图表 13 LCD 产能逐渐向中国转移	10
图表 14 国内混晶厂商产能快速增长, 国产替代加速	10
图表 15 2022 年 LCD 面板市场规模同比下降	11
图表 16 2022 年全球大尺寸液晶电视出货量持平	11
图表 17 全球新能源汽车爆发式增长	11
图表 18 公司液晶材料项目最新进展	12
图表 19 OLED 有机材料是 OLED 面板核心材料	13
图表 20 不同应用中有机材料成本构成略有差异	13
图表 21 我国 OLED 升华前材料和终端材料仍高度依赖进口	13
图表 22 OLED 具备柔性显示、轻薄、响应快等特点	14
图表 23 OLED 主要应用于小尺寸平板显示中	14
图表 24 全球 AMOLED 市场增长有所放缓	14
图表 25 国内 AMOLED 市场需求维持高速增长	14
图表 26 九目化学“OLED 显示材料及其他功能性材料一期项目”相关车间现已按计划投入使用	15
图表 27 全球聚酰亚胺供给仍由国际企业主导	15
图表 28 全球聚酰亚胺薄膜市场需求稳步提升	15
图表 29 光刻胶成品主要应用于半导体、平板显示、印刷电路板等领域	16
图表 30 公司积极布局新材料领域, 加速产业转型升级	17
图表 31 我国各项尾气排放标准及实施时间	17
图表 32 重型柴油车 (含天然气重卡) 国五与国六标准对比	18
图表 33 轻型汽车国五与国六标准对比	18
图表 34 尾气催化剂市场仍由外资垄断, 国内企业奋力追赶	19
图表 35 国内分子筛头部企业纷纷布局尾气催化分子筛催化剂行业	20
图表 36 持续开拓医药市场, 项目加速落地拓展市场份额	21

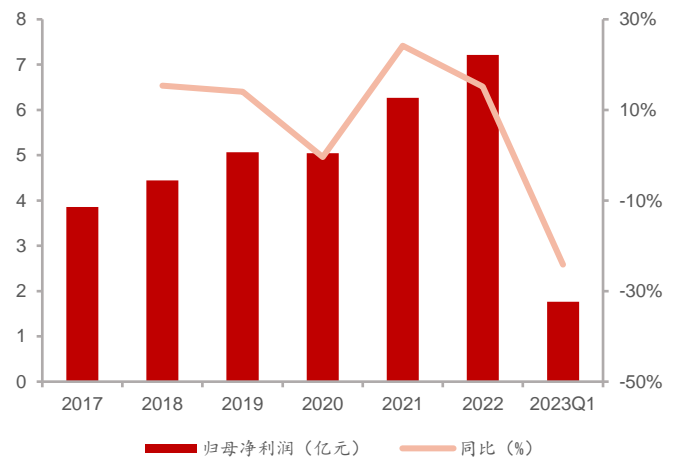
## 1 全年业绩符合预期，2023Q1 业绩短期承压

全球疫情反复、海外通胀、国内经济复苏不及预期等多重因素扰动，公司业绩短期承压。公司业务板块包括电子信息材料、环保材料产业和大健康等领域。2022 年全年实现营业收入 50.80 亿元，同比增长 16.56%；实现归母净利润 7.21 亿元，同比增长 15.10%。单季度来看，2022Q4 季度实现营收 12.37 亿元，同比增长 9.12%，环比减少 1.64%；实现归母净利润 0.77 亿元，同比减少 42.23%，环比减少 49.34%，2023 年 Q1 季度实现营收 10.33 亿元，同比减少 24.66%，环比减少 16.48%；实现归母净利润 1.77 亿元，同比减少 24.15%，环比增长 127.86%。受全球疫情反复影响、海外通胀、国内经济复苏不及预期等因素导致液晶面板和柴油车需求量有所减少，公司 2022 年 Q4 和 2023 年 Q1 业绩短期承压，随着疫情逐渐缓解，下游需求恢复，公司业绩有望恢复增长。

图表 1 公司营业收入短期承压



图表 2 公司归母净利润短期承压



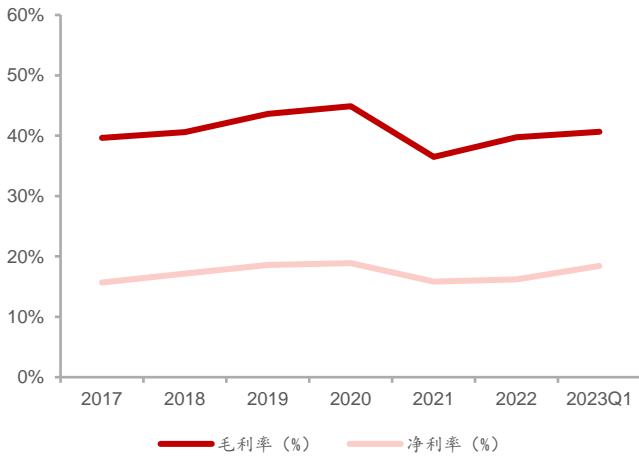
资料来源：iFinD，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

公司盈利能力维持较高水平，功能性材料毛利稳步提升。公司毛利率和净利率整体维持较高水平，毛利率整体维持在 35% 以上，2022 年公司毛利率为 39.74%，同比增长 3.26 个百分点；净利率整体维持在 15% 以上，2022 年公司净利率为 16.22%，同比增长 0.39 个百分点。单季度来看，2022 年 Q4 毛利率为 41.33%，同比增长 5.24 个百分点；2023 年 Q1 毛利率为 40.63%，同比增长 4.61 个百分点，公司盈利能力整体维持较高水平。分业务板块看，公司功能性材料毛利率整体呈上升趋势，2022 年公司功能性材料毛利率为 42.92%，同比增长 0.8 个百分点；生命科学与医药产品板块毛利率有所波动，2021 年大健康板块的毛利率为 26.5%，有所下滑，主要原因是 2021 年下半年毛利率水平较低的新冠试剂盒放量销售，2022 年公司大健康材料毛利率为 37.41%，同比增长 8.62 个百分点。

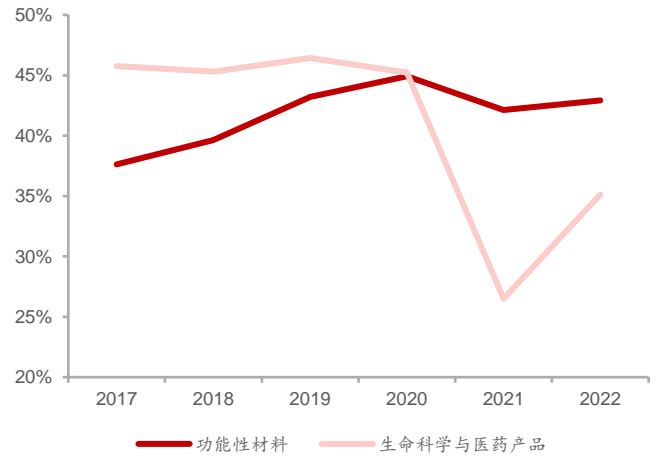


图表 3 公司毛利率和净利率均维持较高水平



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

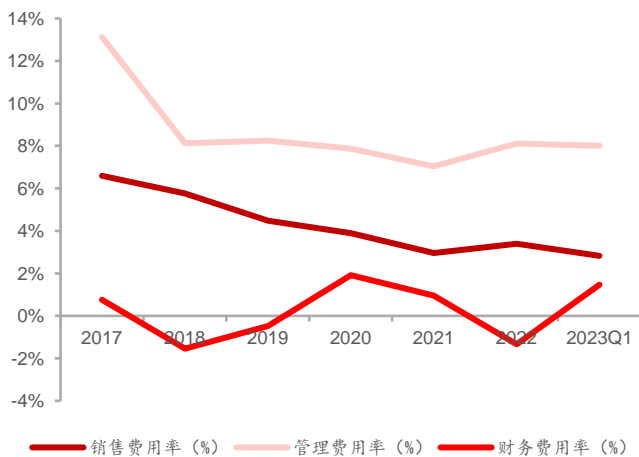
图表 4 公司功能性材料毛利率稳步提升



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

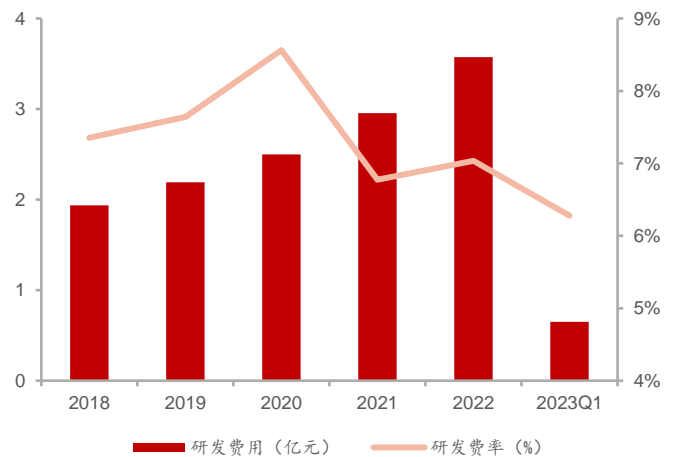
公司三费整体管控合理,研发费用持续增长。2022 年公司销售费用率为 3.40%, 同比增长 0.44 个百分点; 管理费用率为 8.11%, 同比增长 1.07 个百分点; 财务费用率为 -1.34%, 同比下降 2.29 个百分点。单季度来看, 2022Q4 公司销售费用率为 4.68%, 同比增长 2.94 个百分点; 管理费用率为 12.89%, 同比增长 2.65 个百分点; 财务费用率为 0.19%, 同比下降 1.71 个百分点, 2023Q1 公司销售费用率为 2.83%, 同比增长 1.01 个百分点; 管理费用率为 8.01%, 同比增长 2.85 个百分点; 财务费用率为 1.47%, 同比增长 0.97 个百分点。由于 2022 年公司市场开拓力度加大, 业务经费及销售激励同比增加, 限制性股票激励费用摊销、职工薪酬、折旧摊销、中介咨询等费用增加导致 2022 年期间费用率整体稍有增长, 但公司三费整体呈下降趋势, 管控合理。此外公司一直注重研发投入, 研发费用逐年增长, 研发费率连续多年均维持在 5% 以上, 2022 年公司研发费用为 3.58 亿元, 研发费率为 7.04%, 同比增长 0.26 个百分点, 2023 年 Q1 研发费用为 0.65 亿元, 研发费率为 6.28%, 同比增长 0.18 个百分点。

图表 5 公司三费管控合理



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

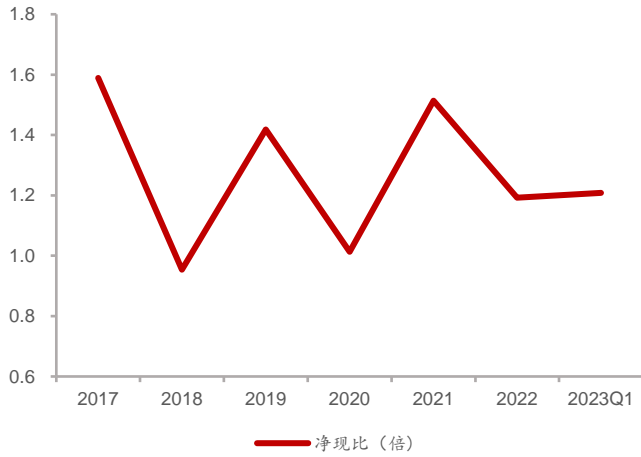
图表 6 公司研发费用持续增长



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

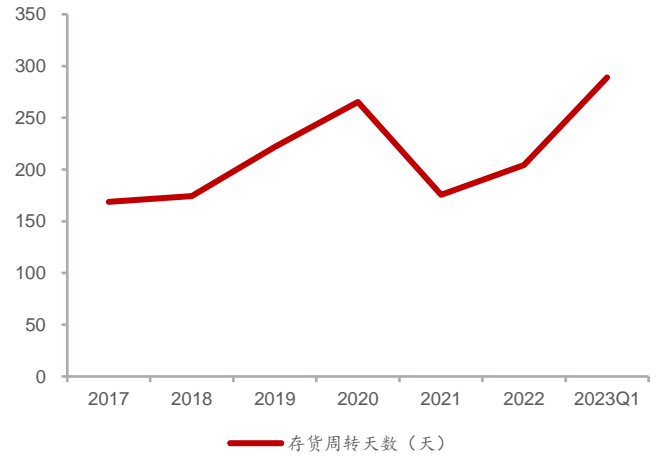
公司维持了较好的现金流水平。2022 年公司净现比为 1.19，2023Q1 净现比为 1.21，维持了较好的现金流水平；2022 年存货周转天数为 204.2 天，2023Q1 存货周转天数为 288.93 天，主要是由于全球经济整体复苏不及预期，下游需求短期承压所致。公司 ROE 整体稳中有升，2022 年公司 ROE 为 11.47%，2023Q1 公司 ROE 为 2.73%；资产负债率有所上升，但整体维持在 10%-30%合理水平，2022 年公司资产负债率为 26.73%，2023 年 Q1 公司资产负债率为 26.78%。

图表 7 公司维持较好现金流水平



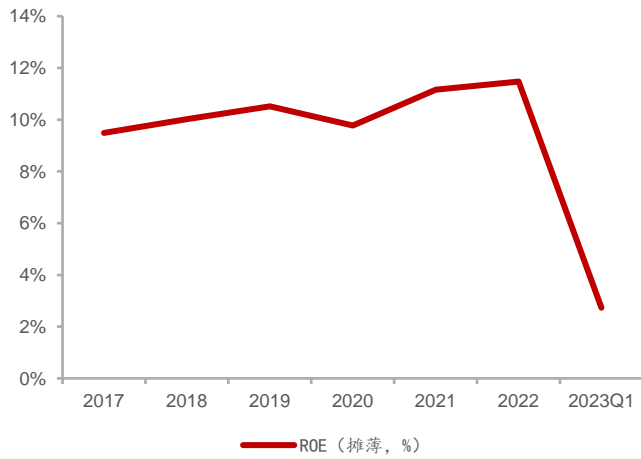
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 8 公司存货受下游需求短期承压所有增长



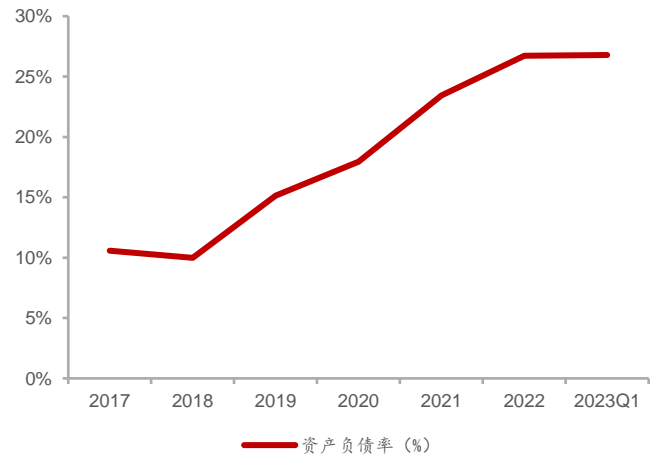
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 9 公司盈利能力整体维持较好水平



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 10 公司资产负债率水平维持在合理区间



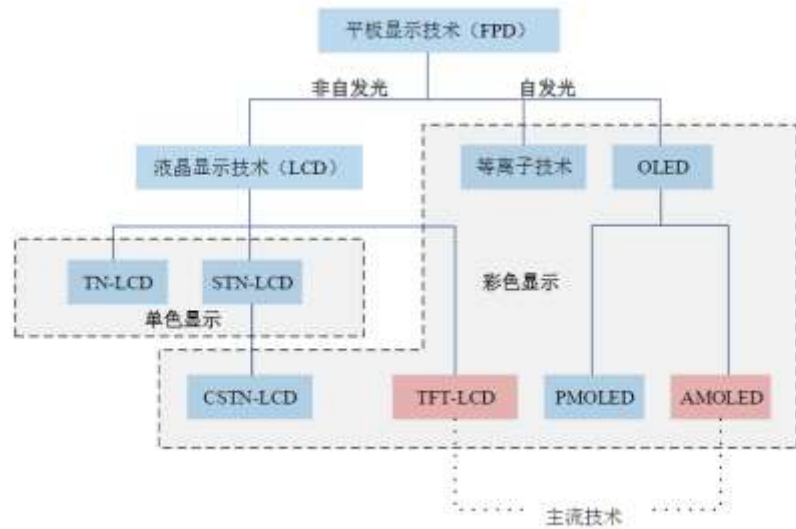
资料来源：iFinD，华安证券研究所



## 2 液晶材料项目有序推进，OLED 新增产能释放

目前 FPD 技术以 TFT-LCD 和 AMOLED 为主。目前平板显示 (FPD) 的主流产品为 TFT-LCD 面板与 OLED 面板，其中 TFT-LCD 面板依靠其工作电压低、功耗小、分辨率高、抗干扰性好、应用范围广等一系列优点，仍为显示产业的主流产品，广泛应用于笔记本电脑、桌面显示器、电视、移动通信设备等领域。OLED 全称为“有机发光二极管”，AMOLED 是目前 OLED 技术的主流产品，广泛应用于手机等小尺寸平板显示中。公司主要提供高端液晶单体材料和中间体材料、OLED 成品材料、升华前单体材料和中间体材料等。

图表 11 目前 FPD 技术以 TFT-LCD 和 AMOLED 为主

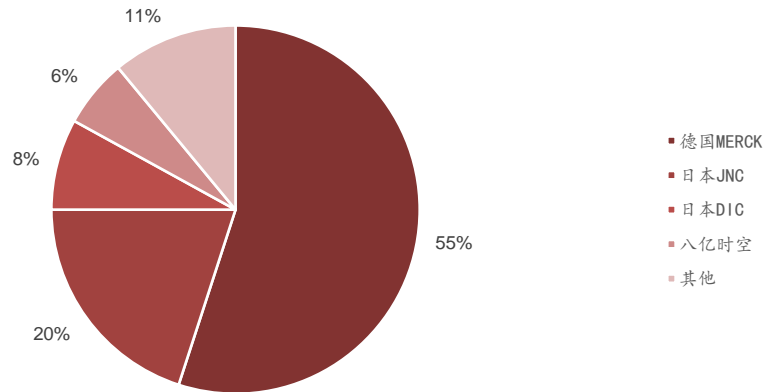


资料来源：瑞联新材招股书、华安证券研究所

### 2.1 LCD：国内高端液晶单体供应商，前瞻布局液晶天线材料技术

从供给端看，全球 OLED 混晶企业仍呈寡头垄断格局。液晶材料产业链上、中、下游构成了“微笑曲线”，上游原材料端多被日本、美国、韩国、德国垄断，因此毛利较高，其中液晶材料属于化学品，毛利在 35-40%。从技术角度看，液晶材料分为单晶和混晶，单晶不能直接用于显示，必须通过混合多种单晶制成混晶后才能够用于显示，国内厂家具备生产单晶的能力，而混晶技术壁垒较高，长期被德国 MERCK、日本 JNC 和日本 DIC 以专利防护网的形式高度垄断，三家市场份额超 80%，国内企业生产的单晶也大多出口至国外进一步制成混晶。

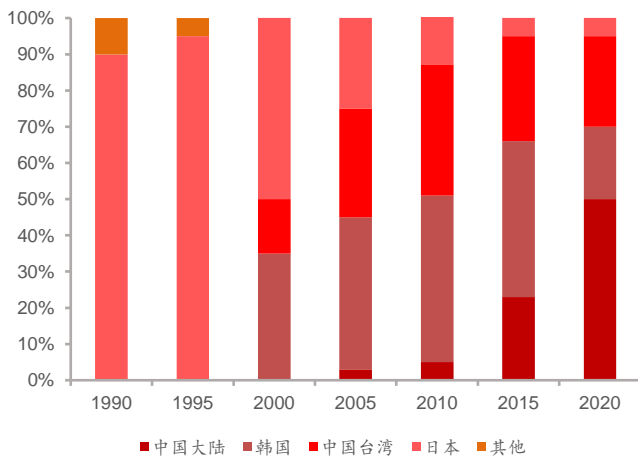
图表 12 混晶市场前三家企业市占率超 80%



资料来源：MIR 睿工业、华安证券研究所

**产业东移+国产替代加速，利好国内液晶上游供应企业。**随着国内政策扶持和国内多条高世代面板生产线的建设，全球 LCD 面板产能逐渐向中国转移，2020 年我国面板产业全球市占率已达 50%；同时，近年来以飞凯材料、诚志股份、八亿时空等为代表的我国混晶企业陆续突破国外专利封锁，竞争力不断提升，在国内混晶市场快速崛起，我国混晶材料国产化率不断提升，根据 CINNO Research 数据，2015 年我国混晶材料国产化率不到 15%，2020 年达到了约 60%，目前国内主要混晶企业现有产能约为 620 吨，同时在建产能超 400 万吨，届时我国混晶材料国产化率有望进一步提升。LCD 面板产业向中国转移叠加我国混晶国产化率不断提高，将利好国内液晶上游材料供应商。

图表 13 LCD 产能逐渐向中国转移



资料来源：头豹研究院、华安证券研究所

图表 14 国内混晶厂商产能快速增长，国产替代加速

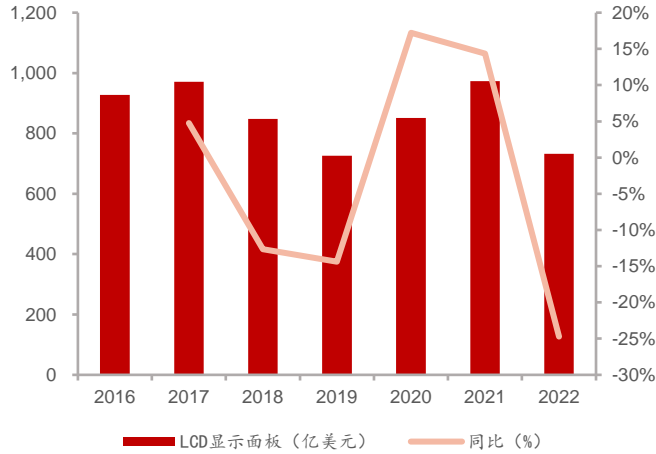
企业名称	现有产能	未来投产计划
飞凯材料	220 吨/年	280 万吨，建设周期 2 年
诚志股份	200 吨/年	一期 78.3 吨，二期 46.98 吨
八亿时空	200 吨/年	-

资料来源：飞凯材料公告、诚志股份公告、八亿时空公告、华安证券研究所

**从需求端看，受疫情影响和通货膨胀等因素影响，终端消费电子需求放缓。**根据观研天下数据，按照 LCD 面板出货面积统计，2022 年全球 LCD 面板下游应用主要有电视 (72.1%)、显示器 (12.3%)、笔记本电脑 (5.6%)、手机 (5%)、平板电

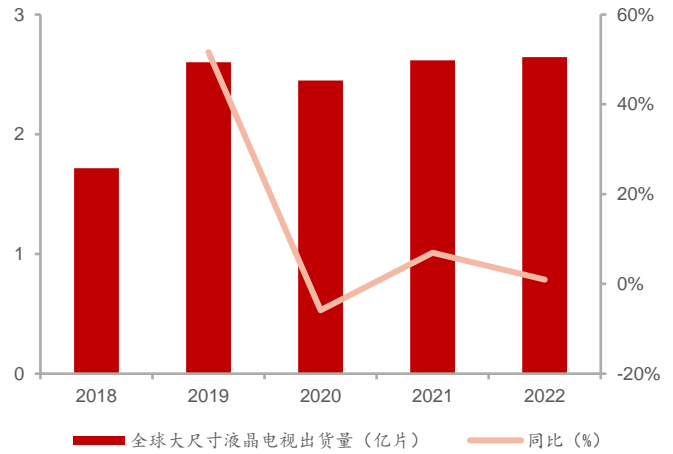
脑 (2.9%)、车载 (2.10%)。受疫情反复和全球通货膨胀影响,根据华经产业研究院数据,2022 年 LCD 面板市场规模同比有所下降,终端消费电子需求有所放缓,2022 年全球大尺寸液晶电视出货量 2.64 亿片,与去年基本持平,液晶电视的尺寸大屏化趋势对冲了一部分增长放缓的因素。随着全球疫情缓解,下游需求的修复有望带动上游原材料的需求回暖。

图表 15 2022 年 LCD 面板市场规模同比下降



资料来源: 华经产业研究院、华安证券研究所

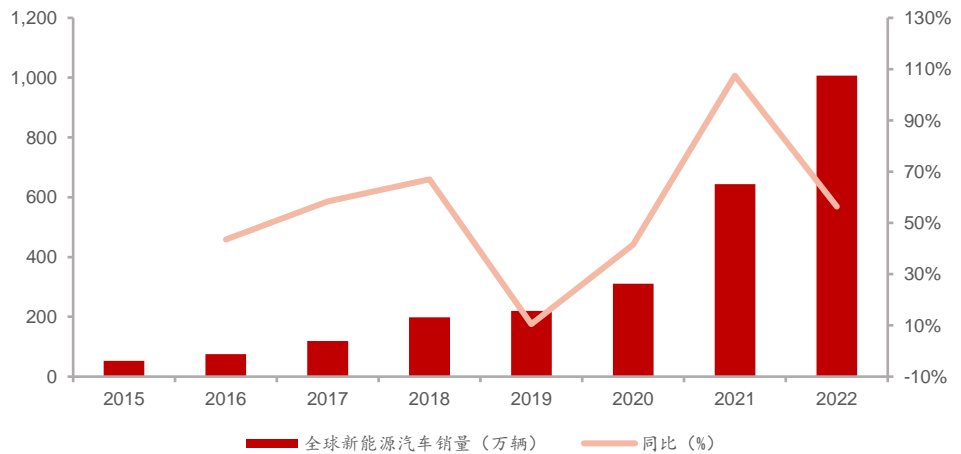
图表 16 2022 年全球大尺寸液晶电视出货量持平



资料来源: iFinD、华安证券研究所

**新能源汽车市场爆发式增长有望带动车载显示快速发展。**在能源结构转型大背景下以及各国政府政策的大力支持下,近两年全球新能源汽车迎爆发式增长,2022 年全球新能源汽车销量 1007.33 万辆,同比增长 56.37%。随着新能源汽车行业发展呈现电气化、智能化、网联化、共享化、轻量化等趋势,智能驾驶系统、新能源管理系统等电子模块逐渐成为新能源汽车的心脏,作为整车中信息传播的重要载体,车载显示需求有望得到快速发展,其中车载液晶显示材料需求将有快速提升。

图表 17 全球新能源汽车爆发式增长



资料来源: iFinD、华安证券研究所

国内高端液晶单体供应商, 前瞻布局液晶天线材料技术。公司的液晶材料包括

高端液晶单体材料和中间体材料，位于整个 LCD 产业链的上游。公司长期与国际液晶龙头企业德国 Merck、日本 DIC 和 JNC 保持稳定合作，公司也将继续保持全球领先的高端液晶单体材料供应商地位，加速扩充产能：公司“万润工业园二期 VH 项目”于 2021 年 1 月 31 日通过了安全设施设计专篇评审，2022 年 6 月 21 日进行了试生产安全条件评审工作。“万润工业园二期 C01 及配套项目”于 2021 年 10 月 24 日通过了安全预评价评审，2022 年 3 月 4 日通过了安全设施设计专篇评审，截至 2022 年工程进度达 60%，年产液晶材料及特殊化学品 500 吨稳步推进当中。同时公司还进行前瞻性技术布局，在用于制备液晶天线的液晶材料方面有专利和产品开发。未来随着 4K/8K 超高清技术的发展与应用，以及全球 LCD 面板市场持续向大尺寸化的发展方向的前提下，LCD 面板仍占据大尺寸显示面板市场的主要份额。公司作为液晶显示材料领域全球领先企业，将在稳固行业领先地位的同时，不断研发新产品、改进工艺、优化产能结构、提升产品质量，力争扩大公司在液晶材料领域的市场占有率。

**图表 18 公司液晶材料项目最新进展**

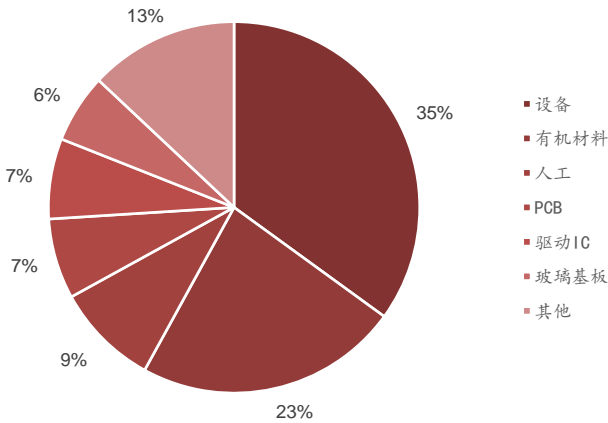
项目名称	项目内容	项目最新进度
万润工业园二期 VH 项目	年产液晶中间体及功能性材料 10000 吨，具体包括 NCCK 120 吨/年；RHA 500 吨/年；NCE 580 吨/年；TM-B（折纯）1800 吨/年；CA 2000 吨/年；HIB 5000 吨/年。	2022 年 6 月 21 日进行了试生产安全条件评审工作。
万润工业园二期 C01 及配套项目	年产液晶材料及特殊化学品 500 吨，包括 65 吨/年 EDH-3；15 吨/年 EDP-1；70 吨/年 CCHnm（折纯）；30 吨/年 CCY302；30 吨/年 CY302；30 吨/年 PY302；40 吨/年 CPYnO2；100 吨/年 PABB；120 吨/年 TFPN。	2022 年 3 月 4 日通过了安全设施设计专篇评审。

资料来源：环境影响评价报告、华安证券研究所

## 2.2 OLED：新增产能释放有望带动市占率提升

成本端看，OLED 有机发光材料是 OLED 面板核心材料，成本占比达 23%。有机发光材料是 OLED 面板的核心材料，直接决定 OLED 面板的发光特性，其成本在 OLED 面板中占 23%，其中手机 OLED 面板发光层材料成本占比约为 12%，电视 OLED 面板发光层材料成本占比约为 27%。OLED 有机发光材料工艺分为中间体、升华前材料和终端材料三个阶段，根据中研网数据，OLED 原材料国内产能充足，毛利仅有 10%-20%，中间体毛利次高，约为 30%-40%，而终端材料直接应用于 OLED 面板，对纯度要求极高（一般需要达到 99.99999% 以上），具有较高技术壁垒，目前产能仍由国外垄断，因此毛利较高，约为 80%。

图表 19 OLED 有机材料是 OLED 面板核心材料



资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

图表 20 不同应用中有机材料成本构成略有差异

OLED 有机材料	手机 OLED 面板	电视 OLED 面板
发光层材料	12%	27%
电子传输层材料	2%	3%
空穴传输层材料	6%	9%
空穴注入层材料	3%	2%
其他（电子注入层/阴极/阳极）	7%	5%
合计	30%	46%

资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

**供给端看，OLED 升华前及终端材料技术壁垒较高，长期由日韩企业垄断。** OLED 升华前及终端材料核心专利存在较高的技术壁垒，目前核心专利主要集中在韩国、日本、德国及美国等国家的厂商，国内在产业链中大多主要参与 OLED 中间体的生产，目前全球 OLED 发光材料的供应权基本掌握在海外厂商手中：国外企业方面，红绿磷光材料被 UDC 垄断，蓝光材料的主要供应商为出光兴产、默克等，此外，陶氏化学、日本东丽、德山金属、LG 化学、三星 SDI、保土谷化学等国外企业均在发光材料不同类别中占据一定的市场份额；国内企业方面，万润股份、瑞联新材、阿格蕾雅等企业已经实现了中间体和前端材料的量产，并且已成功进入终端材料的供应商，但目前整体国产替代率不足 5%，仍需高度依赖进口。

图表 21 我国 OLED 升华前材料和终端材料仍高度依赖进口

材料分类	主要材料	生产企业
发光材料	红光材料	UDC、陶氏化学、住友化学、日本东丽、默克、LG 化学、出光兴产、新日铁化学、斗山、日本东丽、三星 SDI、Nalld
	绿光材料	UDC、陶氏化学、住友化学、默克
	蓝光材料	出光兴产、保土谷化学、陶氏化学、JNC、Cynara、Ky lux
通用材料	电子注入材料	德国金属、LG 化学、三星 SDI、日本东丽、保土谷化学、出光兴产、陶氏化学
	电子传输材料	德国金属、LG 化学、三星 SDI、日本东丽、保土谷化学、出光兴产、默克
	空穴注入材料	LG 化学、三星 SDI、日本东丽、保土谷化学、JNC、默克、陶氏化学
	空穴传输材料	德山金属、LG 化学、三星 SDI、日本东丽、保土谷化学、默克

资料来源：智研咨询、华安证券研究所

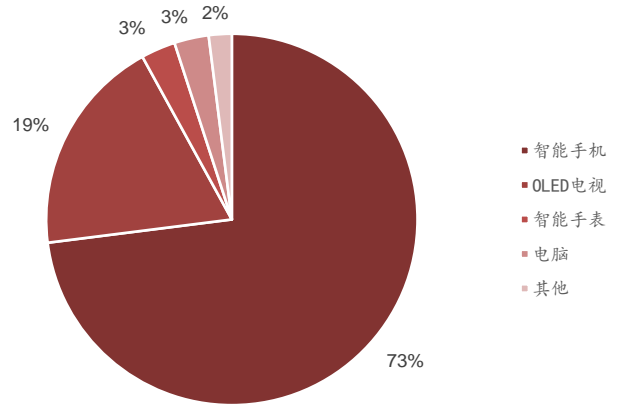
**需求端看，OLED 材料主要应用于小尺寸面板中，中国 AMOLED 市场需求高速增长。**一方面，OLED 材料具备柔性显示、轻薄、响应快等特点，另一方面，大尺寸 OLED 面板目前制造成本仍较高、良率较低，因此目前 OLED 面板主要应用于小尺寸面板显示中，其中智能手机应用占比达 73%。全球来看，目前全球 AMOLED 市场增速放缓，主要是受疫情和全球经济持续低迷的影响，全球智能手机市场需求疲软，叠加智能手机产品进入发展成熟期，市场成长趋缓，消费者换机动能不足；

国内方面，一方面，我国 AMOLED 面板厂商起步晚，AMOLED 市场初始基数较小；另一方面，随着 2020 年国内企业 AMOLED 面板产能逐渐释放，终端应用国产替代进程加快，我国 AMOLED 市场一直保持高速增长，2022 年中国 OLED 有机材料市场规模为 42.3 亿元，同比增长 25.89%。

图表 22 OLED 具备柔性显示、轻薄、响应快等特点

特性	TFT-LCD	OLED
柔性显示	不可能	可能
透明显示	可能	可能，更易实现
响应速度	1ms	20 μs
视角	170	180
色彩饱和度	60%-90%	110%
工作温度	-20°C~70°C	-40°C~85°C
对比度	1500:1	200 万: 1
发光方式	被动发光 (需背光)	固态自发光
厚薄	2mm	<1.5mm
耐撞击	承受能力差	承受能力强

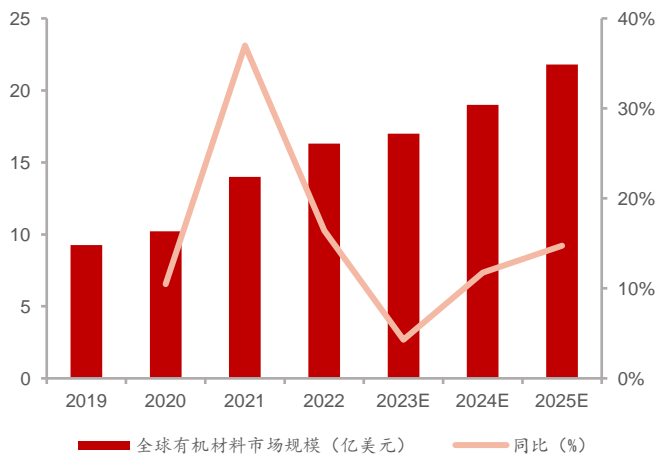
图表 23 OLED 主要应用于小尺寸平板显示中



资料来源：瑞联新材招股书、华安证券研究所

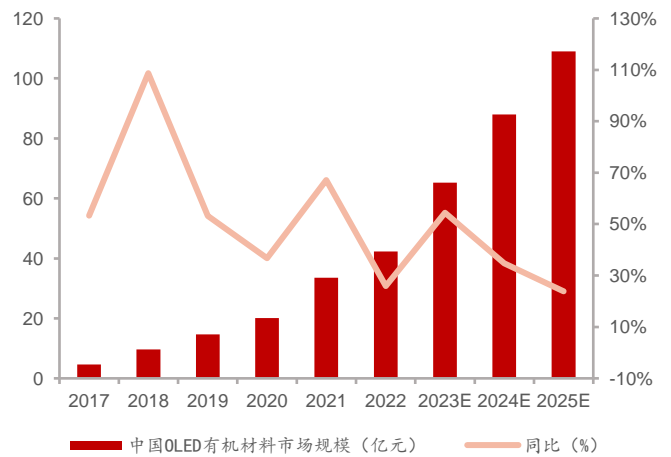
资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

图表 24 全球 AMOLED 市场增长有所放缓



资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

图表 25 国内 AMOLED 市场需求维持高速增长



资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

公司 OLED 新产能释放，有望进一步巩固自身在升华前材料业务的优势地位，提升产品市场占有率。公司加速布局 OLED 材料领域，控股子公司三月科技已有自主知识产权的 OLED 成品材料通过下游客户验证并实现供应，控股子公司九目化学“OLED 显示材料及其他功能性材料一期项目”已按计划投入使用。未来随着国内 OLED 面板生产技术的不断成熟，预计国内高端 OLED 材料有望迎来发展机遇，国产替代率将进一步加快，公司提前布局，有望集中受益。



图表 26 九目化学“OLED 显示材料及其他功能性材料一期项目”相关车间现已按计划投入使用

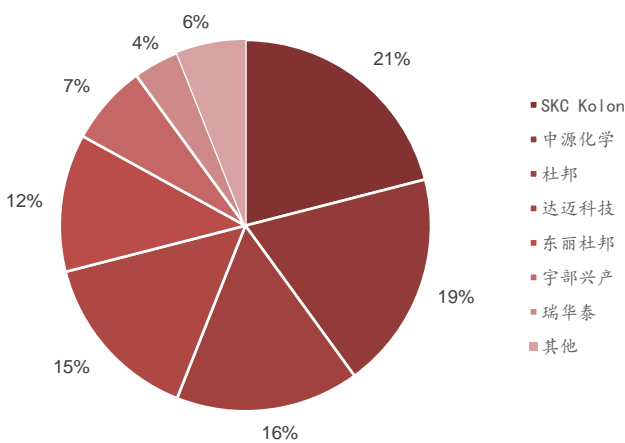
项目名称	项目内容	项目最新进度
烟台九目化学股份有限公司 OLED 材料及其他功能性材料项目	一期：年产吡啶类电致发光材料 48 吨、喹啉类光电化学品 12 吨、硼酸类光电化学品 22 吨、磷酸酯类材料 10 吨、医药中间体材料 24 吨、芳胺类材料 24 吨，合计 140 吨。 二期：吡啶类电致发光材料 96 吨、喹啉类光电化学品 24 吨、硼酸类光电化学品 44 吨、磷酸酯类材料 20 吨、医药中间体材料 48 吨、芳胺类材料 48 吨，合计 280 吨。	一期已按计划投入使用

资料来源：环境影响评价报告、华安证券研究所

### 2.3 积极布局新材料领域，产业加速转型升级

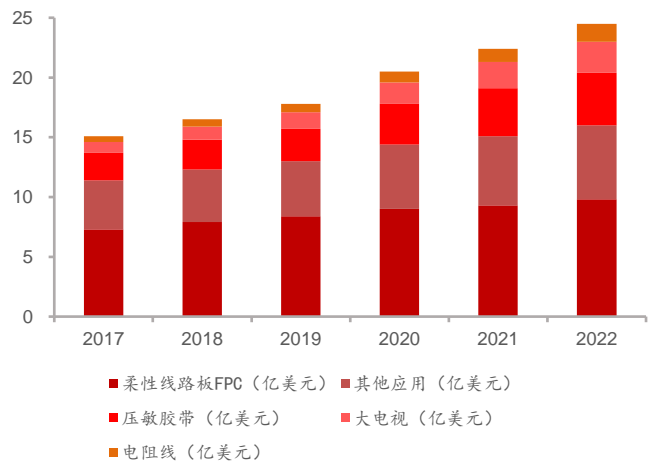
**聚酰亚胺 (Polyimide, PI) 薄膜市场份额仍由国外垄断，目前全球市场需求稳步提升。**聚酰亚胺是一种耐热性工程塑料，具备高强度高韧性、耐磨耗、耐高温、防腐蚀等特殊性能。供给端看，全球聚酰亚胺市场仍由日本、韩国等国外企业主导，国内起步较晚，仍处于追赶阶段，根据华经产业研究院数据，目前国内多数厂商以生产电工级产品 (10-30 万元/吨) 为主，低端电绝缘 PI 薄膜市场基本实现自给，但是高性能电子领域的产品仍高度依赖进口 (进口率在 85% 以上)。需求端看，PI 膜主要应用于柔性线路板 FPC，整体占比超 40%，根据华经产业研究院数据，2022 年全球 PI 薄膜市场规模 24.5 亿美元，同比增长 9.38%。目前国内企业经过几十年的研发技术积累和对人才的培养，正逐步打破海外市场垄断，随着未来国内技术的进一步突破，国内企业有望向高端 PI 薄膜市场进军。

图表 27 全球聚酰亚胺供给仍由国际企业主导



资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

图表 28 全球聚酰亚胺薄膜市场需求稳步提升



资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

**半导体光刻胶技术壁垒较高，光刻胶树脂是半导体光刻胶的核心材料。**光刻胶又称光致抗蚀剂，是指通过紫外光、电子束、离子束、X 射线等照射或辐射，其溶解度发生变化的耐蚀剂刻薄膜材料。光刻胶目前被广泛用于光电信息产业的微细图形线路加工制作，约占 IC 制造材料总成本的 4%，是重要的半导体材料。根据应用领域，光刻胶可分为半导体光刻胶、平板显示光刻胶和 PCB 光刻胶，其技术壁垒依



次降低。因此，PCB 光刻胶是目前国产替代进度最快的，LCD 光刻胶替代进度相对较快，由于半导体光刻胶单体的合成在技术难度、产品纯度及稳定性、价格三个方面与一般单体存在较大差异，因此半导体光刻胶目前国产技术较国外先进技术差距最大。光刻胶的合成过程为：单体-树脂-光刻胶，根据立鼎产业研究数据，光刻胶树脂在原材料成本中占比达 50%，是光刻胶终端产品的核心组成部分，而单体的性能和稳定性决定了树脂的性能和质量稳定性，因此想要生产质量好的光刻胶就必须拥有性能良好、质量稳定的单体。

**图表 29 光刻胶成品主要应用于半导体、平板显示、印刷电路板等领域**

按照应用领域分类	主要品种	主要用途
半导体光刻胶	g 线光刻胶 (436nm)	6 寸晶圆
	i 线光刻胶 (365nm)	6 寸、8 寸晶圆
	KrF 光刻胶 (248nm)	8 寸晶圆
	ArF 光刻胶 (193nm)	12 寸晶圆
	EUV 光刻胶 (13.5nm)	12 寸晶圆
LCD 光刻胶	彩色光刻胶、黑色光刻胶	用于制备彩色滤光片
	触摸屏光刻胶	用于在玻璃基板上沉积 ITO 制作
	TFT-LCD 正性光刻胶	精细图形加工
PCB 光刻胶	干膜光刻胶	精细图形加工
	湿膜光刻胶 (又称抗蚀剂/线路油墨)	
	光成像阻焊油墨	

资料来源：新能源车行业观察、华安证券研究所

**积极布局新材料领域，产业加速转型升级。**公司积极布局聚酰亚胺材料、光刻胶材料、新能源电池等领域。聚酰亚胺方面，公司控股子公司三月科技自主知识产权的 TFT 用聚酰亚胺成品材料发展良好，2022 年已经在下游面板厂实现供应，同时三月科技自主知识产权的 OLED 用光敏聚酰亚胺成品材料前期已完成产品开发，目前正在积极开展下游面板厂推广工作，热塑性聚酰亚胺材料 PTP-01 也已实现中试产出产品的供应，公司该产品工艺属于国内首套成功完成开发的量产工艺，该产品量产计划包含在“中节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目”中，其中 PTP-01 产品的国内首次使用化工工艺安全可靠论证评审于 2022 年通过；光刻胶方面，公司“年产 65 吨光刻胶树脂系列产品项目”，现已基本具备了生产合格产品的条件，后续还将继续优化，力争尽快投入使用；新能源电池方面，公司 2022 年启动的中节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目计划新增新能源电池用电解液添加剂产能 250 吨/年，目前该项目正积极推进中，公司控股子公司九目化学于 2021 年承接山东省新旧动能转换重大产业攻关项目“无氟高稳定支状多元嵌段式燃料电池质子膜材料项目”，该项目正在积极推进产品开发工作，此外，公司持续关注钙钛矿太阳能电池材料相关领域下游行业发展情况，积极在钙钛矿太阳能电池材料领域进行专利布局。公司以科技创新为驱动，积极布局新材料，努力攻克“卡脖子”技术难题，未来有望取得更多新材料领域业内领先地位，加速自身产业转型升级。

**图表 30 公司积极布局新材料领域，加速产业转型升级**

项目名称	项目内容
中节能万润(蓬莱)新材料一期建设项目	电子信息材料总产能 1150 吨/年 (包括 150 吨/年半导体制程中清洗剂添加材料 PPR-01, 200 吨/年显示用液晶单体材料 PLS-01, 800 吨/年电子与显示用聚酰亚胺单体材料 PPI-01) ; 特种工程材料 6500 吨/年 (包括 1500 吨/年热塑性聚酰亚胺材料 PTP-01, 5000 吨/年工程涂覆用助剂材料 PCM-01) ; 新能源材料(新能源电池用电解液添加剂)250 吨/年(包括 100 吨/年 PBB-01, 100 吨/年 PBB-02, 50 吨/年 PBB-03) 。
年产 65 吨光刻胶树脂系列产品项目	20 吨/年光刻胶产品 1; 20 吨/年光刻胶产品 2; 15 吨/年光刻胶产品 3; 10 吨/年光刻胶产品 4。

资料来源：环境评估报告、华安证券研究所

### 3 国六政策全面实施在即，公司有望集中受益

政策端看，国六标准将于 2023 年 7 月 1 日起全面实施，政策要求进一步趋严。目前全球共形成了欧盟、美国、日本三大汽车排放标准体系，我国汽车排放标准主要延续了欧盟排放标准框架，针对汽车排放我国已制定了国一至国五一系列的法规，目前处于国六标准推进进程中。轻型汽车方面，2016 年 12 月，环境保护部、国家质量监督检验检疫总局联合发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，规定自 2020 年 7 月 1 日起，所有销售和注册登记的轻型汽车应该符合国六标准，后生态环境部等 11 部门将这一时间调整为 2021 年 1 月 1 日前；重型汽车方面，2018 年 6 月，国家生态环境部、国家市场监督管理总局联合发布《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》（国六标准），规定自 2021 年 7 月 1 日起，所有车辆应符合国六 a 阶段标准要求，2023 年 7 月 1 日起，所有车辆应符合国六 b 阶段标准要求。国六 a 标准相当于国五向国六的过渡标准，而国六 b 标准是真正意义上的国六标准，也是目前全球范围内最为严苛的排放标准之一。

**图表 31 我国各项尾气排放标准及实施时间**

车型	标准号	法规	实施时间	区域	标准名称
轻型汽车	GB18352.6-2016	国六 a	2020/7/1	全国	轻型汽车污染物排放限值及测量方法
		国六 b	2023/7/1	全国	
天然气重型车	GB17691-2018	国六 a	2019/7/1	全国	重型柴油车污染物排放限值及测量方法
		国六 b	2021/7/1	全国	
重型车	GB17691-2018	国六 a	2020/7/1	城市	重型柴油车污染物排放限值及测量方法
		国六 a	2021/7/1	全国	
		国六 b	2023/1/1	全国	
非道路	GB20891-2014	国四	2021/12/1	北京	非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限值及测量方法
			2022/12/1	全国	
摩托车	GB14622-2016	国四	2019/7/1	全国	摩托车污染物排放限值及测量方法
	GB18176-2016	国四	2019/7/1	全国	轻便摩托车污染物排放限值及测量方法
船用	GBT15097-2016	国一	2018/7/1	全国	船用柴油机排气排放污染物测量方法

		国二	2021/7/1	全国	
在用非道路	GB36886-2018	在用车	2018/12/1	全国	非道路移动柴油机械排气烟度限值及测量方法
在用柴油	GB3847-2018	在用车	2019/5/1	全国	柴油车污染物排放限值及测量方法（自由加速法及加载减速法）
在用汽油	GB18285-2018	在用车	2019/5/1	全国	汽油车污染物排放限值及测量方法（双怠速法及简易工况法）

资料来源：中自科技招股说明书、华安证券研究所

**史上最严尾气排放标准之一，各项污染物限值下降 33%-77%不等。**道路移动源方面，重卡方面，相对于国五标准，国六标准下新增 NH<sub>3</sub> 和 PN 的排放限值要求，THC 限值为 160mg/kWh, 相较于国五下降 65%，NO<sub>x</sub> 限值为 460mg/km，相较于国五下降 77%，PM 限值为 10mg/kWh，相比于国五下降 67%；轻型汽车方面，国六 b 的 CO 限值为 500mg/km，相较于国五下降 50%，THC 限值为 50mg/km，相较于国五下降 50%，NMHC 限值为 35mg/km，相较于国五下降 48.5%，NO<sub>x</sub> 限值为 35mg/km，相较于国五下降 42%，PM 限值为 3mg/km，相较于国五下降 33.3%。从全球层面看，对标国际体系，欧六标准对柴油机排放氮氧化物的限值为 80mg/km，低于我国国六 b 标准，美国 EPA Tier3 对氮氧化物排放的限值为 12.4mg/km，低于我国国六 b 标准近 65%。随着排放政策不断趋严及对低排放标准车辆的严格限制，未来未达到国六排放标准的车辆将逐步退出市场，该部分市场空间将由满足国六排放标准的车辆承接，尾气排放产业链上的企业有望集中受益。

**图表 32 重型柴油车（含天然气重卡）国五与国六标准对比**

排放标准	国五		国六			限值变化
	ESC	ETC	WHSC 工况(CI)	WHTC 工况(CI)	WHTC 工况(PI)	
测量方法	ESC	ETC	WHSC 工况(CI)	WHTC 工况(CI)	WHTC 工况(PI)	
CO (mg/kWh)	1500	4000	1500	4000	4000	无变化
THC (mg/kWh)	460	-	130	160	-	-65%
NMHC (mg/kWh)	-	550	-	-	160	-71%
CH <sub>4</sub> (mg/kWh)	-	1100	-	-	500	-55%
NO <sub>x</sub> (mg/kWh)	2000	2000	400	460	460	-77%
NH <sub>3</sub> (mg/kWh)	-	-	10	10	10	新增
PM (mg/kWh)	20	30	10	10	10	-67%
PN (个/kWh)	-	-	8×10 <sup>11</sup>	8×10 <sup>11</sup>	8×10 <sup>11</sup>	新增

资料来源：中华人民共和国生态环境部、华安证券研究所

注：CI：压燃式发动机，PI：点燃式发动机

**图表 33 轻型汽车国五与国六标准对比**

排放标准	车辆类别	测试质量 TM/kg	CO mg/km	THC mg/km	NMHC mg/km	Nox mg/km	N <sub>2</sub> O mg/km	PM mg/km	PN 个/km
国五	第一类车	全部	1000	100	68	60	-	4.5	6×10 <sup>11</sup>
	第二类车	TM≤1305	1000	100	68	60	-	4.5	6×10 <sup>11</sup>
		1305<TM≤1760	1810	130	90	75	-	4.5	6×10 <sup>11</sup>
		1760<TM	2270	160	108	82	-	4.5	6×10 <sup>11</sup>

国六 a	第一类车	全部	700	100	68	60	20	4.5	6×10 <sup>11</sup>
	第二类车	TM≤1305	700	100	68	60	20	4.5	6×10 <sup>11</sup>
		1305<TM≤1760	880	130	90	75	25	4.5	6×10 <sup>11</sup>
		1760<TM	1000	160	108	82	30	4.5	6×10 <sup>11</sup>
国六 b	第一类车	全部	500	50	35	35	20	3	6×10 <sup>11</sup>
	第二类车	TM≤1305	500	50	35	35	20	3	6×10 <sup>11</sup>
		1305<TM≤1760	630	65	45	45	25	3	6×10 <sup>11</sup>
		1760<TM	740	80	55	50	30	3	6×10 <sup>11</sup>
限值变化			-50%	-50%	-49%	-42%	-	-33%	无变化

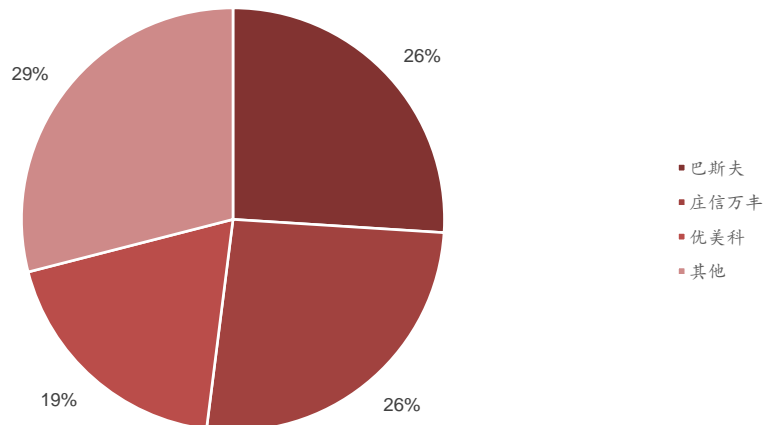
资料来源：中华人民共和国生态环境部、华安证券研究所

注：2020年7月1日前，汽油车过滤限值为6×10<sup>12</sup>个/km，第一类车为包括驾驶员座位数在内座位数不超过六座，且最大设计总质量不找过2500kg的载客汽车，第二类车为适用于本标准除第一类车以外的其他所有汽车，TM：测试质量，至实验车辆的基本质量、选装装备质量及代表性负荷质量三者之和。限值变化取国六b数值与国五进行比较。

### 供给端看，催化剂市场行业集中度高，国际企业垄断市场，国内企业奋力追赶。

根据 Markets and Markets 发布的研究报告，全球主要的污染排放控制催化剂厂商包括德国的巴斯夫、英国的庄信万丰、比利时的优美科、日本的科特拉以及我国的贵研铂业子公司贵研催化和中自科技等。全球环保催化剂市场集中度较高，根据中自科技招股书数据披露，目前巴斯夫，庄信万丰、优美科三家国际巨头占据了全球超过70%的份额。由于环保催化剂技术门槛高，而历史上我国的尾气排放标准落后于美国、日本、欧盟等的排放标准，使得外资巨头的技术和产品储备往往领先国内排放标准一代及以上，并且实行严格的技术封锁。但随着我国排放法规经过快速升级后由跟随国外先进标准发展成为同步甚至领先于国外先进标准，同时经过长期的技术积累和产品追赶，国内催化剂厂商的技术、产品与外资巨头的差距已逐渐缩小，部分国内厂商的部分产品的性能已能够比肩甚至超过外资巨头同类产品，并在我国领先的发动机厂商的产品中得到更加广泛的应用，目前国内环保催化剂厂商的市场竞争力逐渐提升，环保催化剂市场的国产化进程将逐渐加快。

图表 34 尾气催化剂市场仍由外资垄断，国内企业奋力追赶



资料来源：中自科技招股说明书、华安证券研究所

国内分子筛头部企业纷纷布局尾气催化分子筛催化剂行业，现有产能超 1.3 万吨。我国移动源尾气处理分子筛催化剂头部企业主要有万润股份、中触媒等，目前国内现有移动源尾气处理分子筛催化剂产能超 1.3 万吨，此外国内其他分子筛头部企业例如建龙微纳、齐鲁华信等也纷纷布局尾气催化分子筛催化剂领域，预计未来将有 5500 吨新增产能。

**图表 35 国内分子筛头部企业纷纷布局尾气催化分子筛催化剂行业**

生产厂商	生产基地	现有产能 (吨)	在建产能 (吨)	预计投产时间
中触媒	大连、山东	4000	3000	2023 年底
万润股份	山东	9850	-	-
齐鲁华信	山东	-	2000	原定 2022 年年底，但实施地点变更
建龙微纳	河南	-	500 (移动源) +1000 (固定源)	2023 年底

资料来源：中触媒公告、万润股份公告、齐鲁华信公告、建龙微纳公告、华泰证券研究所

**携手庄信万丰，持续扩张沸石产能进军环保领域。**公司与庄信万丰在分子筛业务板块有着稳固且深入的合作，根据庄信万丰公告，庄信万丰在柴油车尾气治理领域的市场份额超过 50%，万润股份作为庄信万丰欧六及同级别标准沸石系列环保材料主要供应商之一将充分受益。2018 年，公司启动了计划产能约 7000 吨/年的“沸石系列环保材料建设项目”，该项目的两个车用沸石生产车间已在 2021 年内陆续投入使用，理论产能合计约 4000 吨/年，加上 2015 年非公开发行的募集资金投资项目“沸石系列环保材料二期扩建项目”的三个车间共约 5000 吨/年产能，目前公司共有沸石产能 9850 吨/年。此外，公司积极开发吸附与催化类高性能分子筛的产品与客户，正在推进 300 吨 HC 分子筛催化剂的产能建设，用以拓展公司车用领域以外的沸石分子筛产能。随着产能陆续投产，公司将不断巩固在高端车用沸石系列环保材料领域技术和生产能力等方面的全球领先地位。

## 4 持续开拓医药市场，项目加速落地拓展市场份额

**持续开拓医药市场，项目加速落地拓展市场份额。**公司于 2021 年成立医药研究院，为自身医药业发展提供有力研发支撑，加强公司医药业务新项目开发，提升自身在医药领域的市场竞争力。2021 年，公司全资子公司万润药业的诺氟沙星胶囊进入国家第四批全国药品集中采购目录；维格列汀片按照新的要求获得注册批件；奥美沙坦酯片获得生产批件。同年，公司成立了医药研究院，为未来公司医药业务的发展提供更有利的研发支撑。同时，公司依托化学合成领域的技术和经验积累，积极与国际知名医药企业开展基于 CMO、CDMO 模式的原料药业务，为建设成为一流的、提供完善的 CMO、CDMO 服务的生产基地奠定基础。目前公司投资约 3 亿元的新建车间 (B02 车间) 已完成建设并投入使用，“药业制剂二车间项目”已于



2022 年底竣工，该车间投入使用将为公司医药领域产品的发展贡献力量。此外，公司境外子公司 MP 公司生命科学和诊断试剂业务均持续发展，MP 公司 2021 年在烟台成立的默普生物科技（山东）有限公司已投入运营，为后续 MP 公司发展提供有力保障。公司大力拓展医药业务市场份额，叠加自身医药研发技术，未来有望持续在大健康领域大放异彩。

**图表 36 持续开拓医药市场，项目加速落地拓展市场份额**

项目名称		主要产品	产能 (吨/年)	备注
万润工业园一期项目	B01	TFPK (3,4-二氯三氟乙酰基苯)	40	于 2021 年下半年投入使用
		西洛他唑	15	
		TM35 (二甲基哌啶季胺碱)	3000	
	B02	阿齐沙坦	20	年内已完成建设并投入使用
		普仑司特	30	
		洛索洛芬钠	50	
	B03	氨甲环酸 (注射级)	50	建设周期 6 个月，已获得环评批复
		氨甲环酸 (药品级)	65	
		GHE	5	

资料来源：环境影响报告书、华安证券研究所

## 风险提示：

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期；
- (5) 股权激励不及预期。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3781	4578	6206	6906	<b>营业收入</b>	5080	6159	6615	6891
现金	981	1355	1958	3397	营业成本	3061	3668	3729	3854
应收账款	456	1255	1317	1554	营业税金及附加	25	49	50	50
其他应收款	19	169	-4	157	销售费用	173	235	239	251
预付账款	41	62	65	64	管理费用	412	493	521	548
存货	1967	1395	2541	1400	财务费用	-68	8	5	-1
其他流动资产	317	341	329	334	资产减值损失	-163	-1	0	0
<b>非流动资产</b>	5479	5698	5692	6812	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	21	21	21	21	投资净收益	5	9	13	12
固定资产	3138	3261	3545	4417	<b>营业利润</b>	973	1230	1612	2200
无形资产	466	523	573	627	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	1853	1893	1553	1746	营业外支出	25	27	29	27
<b>资产总计</b>	9260	10276	11898	13718	<b>利润总额</b>	951	1203	1583	2173
<b>流动负债</b>	2016	1975	2207	2122	所得税	127	146	193	268
短期借款	140	140	140	140	<b>净利润</b>	824	1057	1391	1905
应付账款	864	815	898	897	少数股东损益	103	113	154	213
其他流动负债	1012	1020	1169	1084	<b>归属母公司净利润</b>	721	944	1237	1692
<b>非流动负债</b>	459	459	459	459	EBITDA	1318	1826	2296	3047
长期借款	345	345	345	345	EPS (元)	0.79	1.02	1.33	1.82
其他非流动负债	113	113	113	113					
<b>负债合计</b>	2475	2434	2665	2580					
少数股东权益	498	611	765	978	<b>主要财务比率</b>				
股本	930	930	930	930	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	2494	2494	2494	2494	<b>成长能力</b>				
留存收益	2862	3807	5044	6736	营业收入	16.6%	21.2%	7.4%	4.2%
归属母公司股东权	6287	7231	8468	10160	营业利润	26.6%	26.3%	31.1%	36.5%
<b>负债和股东权益</b>	9260	10276	11898	13718	归属于母公司净利	15.1%	30.9%	31.0%	36.8%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	39.7%	40.4%	43.6%	44.1%
					净利率 (%)	14.2%	15.3%	18.7%	24.6%
					ROE (%)	11.5%	13.1%	14.6%	16.7%
					ROIC (%)	10.2%	12.4%	14.0%	16.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	26.7%	23.7%	22.4%	18.8%
					净负债比率 (%)	36.5%	31.0%	28.9%	23.2%
					流动比率	1.87	2.32	2.81	3.26
					速动比率	0.83	1.53	1.58	2.52
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.59	0.63	0.60	0.54
					应收账款周转率	12.09	7.20	5.14	4.80
					应付账款周转率	3.99	4.37	4.35	4.29
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.79	1.02	1.33	1.82
					每股经营现金流薄)	1.06	1.32	1.42	3.71
					每股净资产	6.76	7.77	9.10	10.92
					<b>估值比率</b>				
					P/E	18.56	17.51	13.37	9.77
					P/B	2.17	2.29	1.95	1.63
					EV/EBITDA	10.23	8.77	6.72	4.59

资料来源:公司公告, 华安证券研究所



## 分析师与研究助理简介

分析师：王强峰

### 重要声明

#### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

### 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

#### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

#### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。