

化工

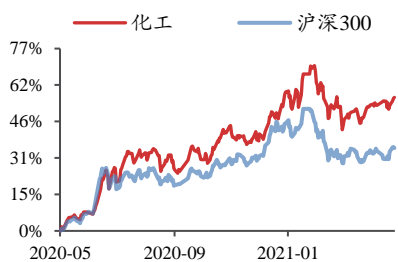
2021年05月24日

投资评级：看好（维持）

新材料 2020 年报及 2021 一季报综述：半导体材料和膜材料高成长性凸显

——新材料行业深度报告

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《新材料行业 2021 中期投资策略-全球视角下国产新材料的历史性机遇》-2021.5.11

《新材料行业 2021 年度投资策略-双循环新格局下，国产替代和军工材料迎历史性机遇》-2020.12.5

《新材料行业深度报告-新材料 2020 年三季报综述：出口型企业环比改善，军工材料高增长主线确立》-2020.11.7

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

吉金（分析师）

jijin@kysec.cn

证书编号：S0790521020002

龚道琳（联系人）

gongdaolin@kysec.cn

证书编号：S0790120010015

● 新材料板块 2020 年整体业绩实现同比增长，2021Q1 延续高成长性

2020 年新材料板块整体实现营收 2,896.46 亿元，同比增长 14.93%；实现归母净利润 286.17 亿元，同比增长 23.26%；毛利率达 22.51%，同比下降 1.22pcts；净利率达 9.88%，同比增加 0.67pcts。从细分板块看，OLED 材料、半导体材料、膜材料、添加剂、碳纤维和尾气治理六大板块是我们长期重点关注和跟踪的领域，各板块的成长性均符合我们预期。2021Q1 板块整体实现营收 855.60 亿元，同比增长 45.75%，环比增长 0.17%；实现归母净利润 94.29 亿元，同比增长 68.65%，环比增长 47.57%；板块整体毛利率达 23.05%，同比下降 0.54pcts，环比增加 4.71pcts；净利率达 11.02%，同比增加 1.50pcts，环比增加 3.54pcts，新材料板块延续高增长趋势。

● 2021Q1 半导体材料和膜材料延续高成长性，盈利能力良好

从各细分板块来看，2020 年，**OLED 材料**实现营业收入 73.61 亿元，同比增长 8.23%；归母净利润 11.61 亿元，同比增长 3.28%；毛利率达 39.28%，同比下降 0.62pcts；净利率达 15.78%，同比增加 0.75pcts。**半导体材料**实现营业收入 1,265.23 亿元，同比增长 12.43%；归母净利润 97.38 亿元，同比增长 10.10%；毛利率达 20.81%，同比下降 1.85pcts；净利率达 7.70%，同比下降 0.16pcts。**膜材料**实现营收 256.83 亿元，同比增长 0.85%；归母净利润 26.28 亿元，同比增加 76.15%；毛利率达 22.57%，同比增加 2.41pcts；净利率达 10.23%，同比增加 4.37pcts。**添加剂**实现营收 747.50 亿元，同比增长 13.25%；归母净利润 102.15 亿元，同比增长 29.50%；毛利率达 29.93%，同比减少 0.6pcts；净利率达 13.67%，同比增加 1.71pcts。**碳纤维**实现营收 25.05 亿元，同比增长 28.50%；归母净利润 8.74 亿元，同比增长 32.76%；毛利率达 55.11%，同比增加 2.97pcts；净利率达 34.89%，同比增加 1.12pcts。**尾气治理**实现营业收入 604.79 亿元，同比增长 28.87%；归母净利润 52.11 亿元，同比增长 20.51%；毛利率达 15.62%，同比下降 1.96pcts；净利率达 8.62%，同比下降 0.60pcts。**2021Q1，各细分板块的营收及归母净利润同比均实现不同幅度的增长**，其中，半导体材料和膜材料的归母净利润同比分别增长 93.97%和 183.24%，保持高成长性；综合毛利率和净利率分别为 23.05%和 11.02%，盈利能力良好。

● 受益标的

我们看好国产高端胶膜材料、半导体材料、OLED 材料百花齐放，研发导向的中小市值新材料企业有望成长为细分领域的隐形冠军。**受益标的：昊华科技、斯迪克、长阳科技、彤程新材、万润股份、濮阳惠成、瑞联新材等。**

● 风险提示：技术突破不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动等。

目 录

1、 行业总体：新材料板块持续高景气，充足的资本支出保障未来发展	4
2、 细分板块：半导体材料和膜材料子板块增速较快	5
2.1、 OLED 材料：现金流充足，2021Q1 成长加速	6
2.2、 半导体材料：业绩稳健增长，盈利能力进一步提升	8
2.3、 膜材料：各项指标持续向好，高资本支出保障可持续发展	15
2.4、 添加剂：高增长态势延续，营运能力稳定	18
2.5、 碳纤维：业绩保持快速增长，盈利质量保持较高水平	22
2.6、 尾气治理：营收、归母净利润同步高增长，盈利能力良好	24
3、 风险提示	27

图表目录

图 1： 化工新材料板块业绩持续高增	4
图 2： 化工新材料板块盈利能力明显改善	4
图 3： 化工新材料板块 2020 年现金营收比达 96.08%	5
图 4： 化工新材料板块 2020 年资本支出同比增加 4.74%	5
图 5： 2020 年各细分板块营收均同比增长	5
图 6： 2020 年各细分板块归母净利润均同比增长	5
图 7： 2020 年各细分板块盈利能力良好	6
表 1： OLED 材料板块业绩持续增长	6
表 2： 2021Q1 OLED 材料板块利润率有所下滑	7
表 3： 2020 年 OLED 材料板块整体应收账款周转天数为 83 天	7
表 4： 2020 年 OLED 材料板块经营活动现金流入占营业收入的比例达到 96.61%	7
表 5： 2020 年（末）OLED 材料板块固定资产、在建工程同步增长，资本性支出有所下滑	8
表 6： 半导体材料板块 2021Q1 业绩同比、环比大幅增长	8
表 7： 半导体材料板块盈利能力提升	10
表 8： 2020 年半导体材料板块整体应收账款周转天数为 59 天	11
表 9： 2020 年半导体材料板块经营活动现金流入占营业收入比例达到 93.99%	12
表 10： 半导体材料板块资本性支出快速增长	13
表 11： 2020 年膜材料板块业绩同比大幅增加	15
表 12： 膜材料板块盈利能力大幅提升	15
表 13： 2020 年膜材料板块整体应收账款周转天数为 82 天	16
表 14： 2020 年膜材料板块经营活动现金流入占营业收入的比例达到 94.86%	17
表 15： 膜材料板块资本性支出快速增长	17
表 16： 添加剂板块业绩快速增长	18
表 17： 2020 年添加剂板块毛利率有所下滑	19
表 18： 2020 年添加剂板块整体应收账款周转天数为 53 天	20
表 19： 2020 年添加剂板块经营活动现金流入占营业收入比例达到 96.29%	20
表 20： 2020 年添加剂板块资本性支出有所减少	21
表 21： 碳纤维板块业绩快速增长	22
表 22： 碳纤维板块盈利能力整体稳定	23
表 23： 2020 年碳纤维板块整体应收账款周转天数为 62 天	23

表 24:	2020 年碳纤维板块经营活动现金流入占营业收入比例达到 123.02%	23
表 25:	2021Q1 碳纤维板块资本支出同比高增 70.08%	24
表 26:	尾气治理板块业绩高速增长	24
表 27:	尾气治理板盈利能力整体保持稳定	25
表 28:	2020 年尾气治理板块整体应收账款周转天数为 51 天.....	25
表 29:	2020 年尾气治理板块经营活动现金流入占营业收入的比例为 99.20%	26
表 30:	尾气治理板块资本性支出持续增长	26

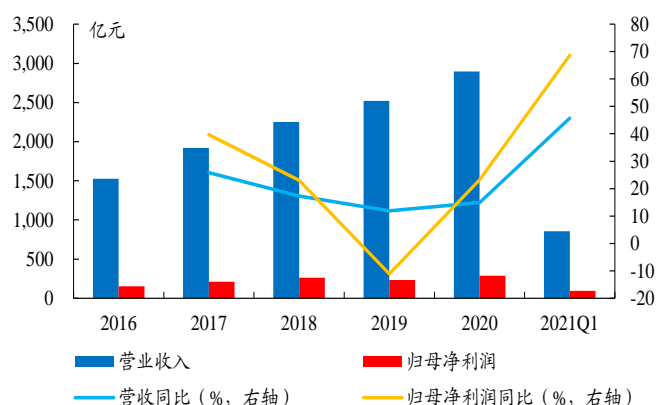
1、行业总体：新材料板块持续高景气，充足的资本支出保障未来发展

新材料板块 2020 年整体业绩、盈利能力均实现同比提升。我们选取了 90 家新材料上市公司，2020 年板块整体实现营收 2,896.46 亿元，同比增长 14.93%；实现归母净利润 286.17 亿元，同比增长 23.26%；板块整体毛利率达 22.51%，同比下降 1.22pcts；净利率达 9.88%，同比增加 0.67pcts。从细分板块看，OLED 材料、半导体材料、膜材料、添加剂、碳纤维和尾气治理六大板块是我们长期重点关注和跟踪的领域，各板块的成长性均符合我们预期。**2021Q1 新材料板块保持增长趋势。**2021Q1 板块整体实现营收 855.60 亿元，同比增长 45.75%，环比增长 0.17%；实现归母净利润 94.29 亿元，同比增长 68.65%，环比增长 47.57%；板块整体毛利率达 23.05%，同比下降 0.54pcts，环比增加 4.71pcts；净利率达 11.02%，同比增加 1.50pcts，环比增加 3.54pcts。

新材料板块货款回笼能力稳定，经营性现金净流量处于较为健康的水平。2016 年以来，行业经营活动现金流入与营业收入比例保持在 90%附近，经营性现金净流量稳步增长，2020 年现金营收比达到 96.08%，同比下降 1.61pcts；经营性现金净流量为 347.95 亿元，同比增长 4.60%。2021 年一季度，现金营收比达到 86.47%，同比下降 12.62pcts，环比下降 9.32pcts；经营性现金净流量为 23.40 亿元，同比下降 27.61%，环比下降 82.62%。

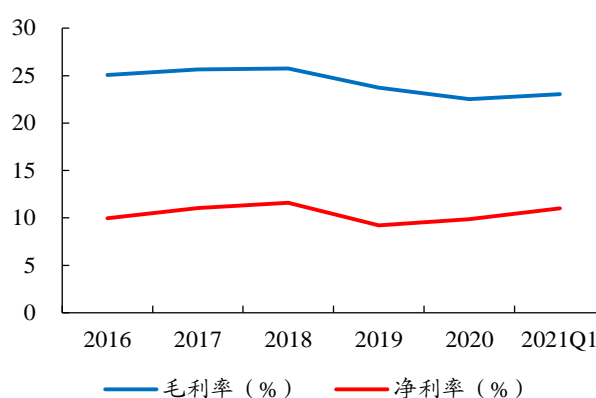
新材料板块资本性支出和在建工程同步增长。2020 年，新材料板块资本性支出 360.56 亿元，同比增加 4.74%，年末在建工程总额为 365.95 亿元，同比增加 4.65%。2021Q1，资本性支出 69.81 亿元，同比增加 67.08%；一季度末在建工程总额为 208.67 亿元，同比增加 15.73%。

图1：化工新材料板块业绩持续高增

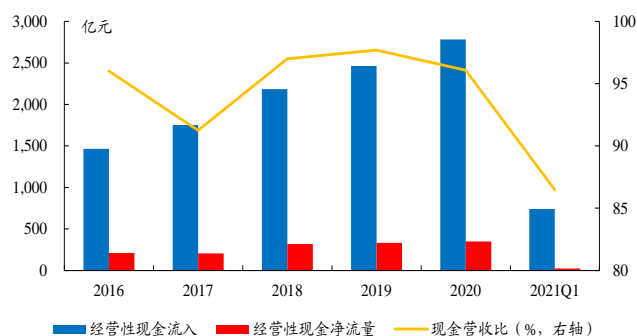


数据来源：Wind、开源证券研究所

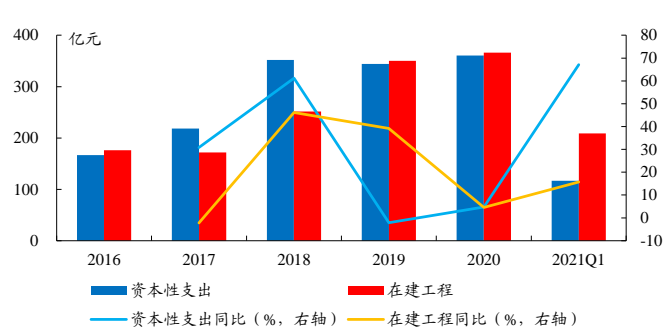
图2：化工新材料板块盈利能力明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3: 化工新材料板块 2020 年现金营收比达 96.08%


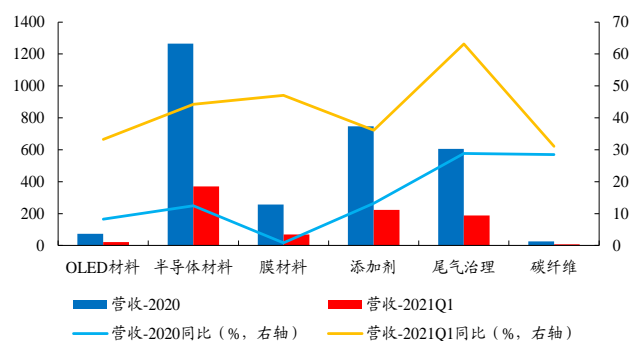
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 化工新材料板块 2020 年资本支出同比增加 4.74%


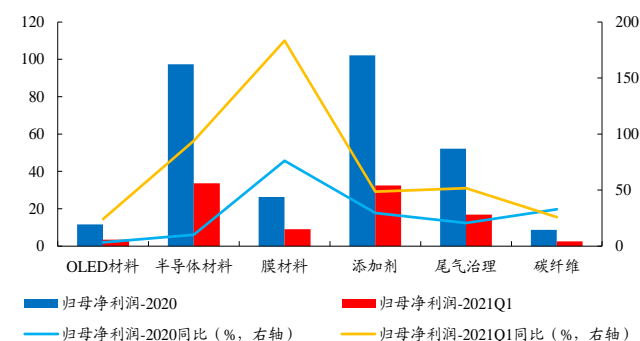
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、细分板块: 半导体材料和膜材料子板块增速较快

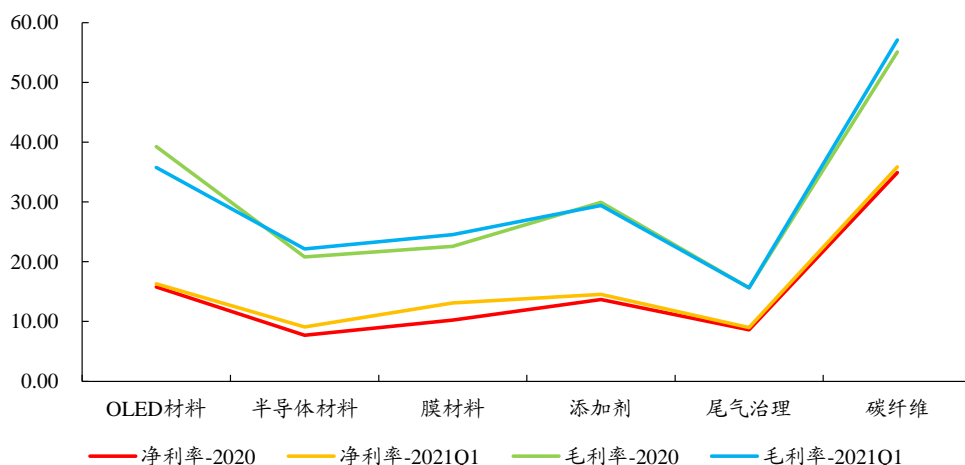
2021Q1 各细分板块保持增长。2020 年新材料板块中 OLED 材料、半导体材料、膜材料、添加剂、碳纤维和尾气治理的营收分别同比增长 8.23%、12.43%、0.85%、13.25%、28.50%和 28.87%; 归母净利润分别同比增长 3.28%、10.10%、76.15%、29.50%、32.76%和 20.51%; 净利率分别为 15.78%、7.70%、10.23%、13.67%、34.89%和 8.62%, 其中 OLED 材料、半导体材料和尾气治理的净利率同比分别下滑 0.75pcts、0.16pcts 和 0.60pcts; 膜材料和添加剂的净利率同比提升 4.37pcts 和 1.71pcts。2021 年一季度, 各细分板块的营收及归母净利润同比均实现不同幅度的增长, 半导体材料和膜材料的归母净利润同比分别增长 93.97%和 183.24%, 保持高成长性; 综合毛利率和净利率分别为 23.05%和 11.02%, 盈利能力良好。

图5: 2020 年各细分板块营收均同比增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2020 年各细分板块归母净利润均同比增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

图7：2020年各细分板块盈利能力良好


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1、OLED材料：现金流充足，2021Q1成长加速

成长能力：2020年OLED材料板块实现营业收入73.61亿元，同比增长8.23%；实现归母净利润11.61亿元，同比增长3.28%。2021Q1板块实现营业收入21.20亿元，同比增长33.27%，环比下降7.87%；实现归母净利润3.46亿元，同比增长24.17%，环比增长2.77%。OLED材料板块整体业绩持续增长。其中，濮阳惠成整体业绩表现最为突出，2020年实现营收9.13亿元，同比增长34.21%，实现归母净利润1.80亿元，同比增长23.66%；2021Q1归母净利润继续保持高增长，同比、环比分别增长38.76%、19.24%。

表1：OLED材料板块业绩持续增长

	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	环比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	环比 (%)
万润股份	29.18	1.67	7.87	17.69	-18.75	5.05	-0.39	1.32	6.08	-15.67
强力新材	7.76	-10.12	2.29	28.83	10.43	0.93	-38.33	0.32	22.28	381.46
濮阳惠成	9.13	34.21	2.85	72.99	11.43	1.80	23.66	0.47	38.76	19.24
激智科技	14.20	29.55	3.81	53.02	-12.83	1.37	111.52	0.33	81.13	-29.15
奥来德	2.84	-5.70	1.29	9.42	18.38	0.72	-33.82	0.52	15.71	43.32
瑞联新材	10.50	6.00	3.08	45.35	-4.48	1.75	18.15	0.51	61.20	-2.73
合计	73.61	8.23	21.20	33.27	-7.87	11.61	3.28	3.46	24.17	2.77

数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力：2020年OLED材料板块毛利率达39.28%，同比下降0.62pcts；净利率达15.78%，同比增加0.75pcts。2020Q1板块毛利率达35.77%，同比下降4.22pcts，环比下降3.49pcts；净利率达16.31%，同比增加1.21pcts，环比下降0.76pcts。

表2: 2021Q1 OLED 材料板块利润率有所下滑

	净利率 (%)					毛利率 (%)				
	2020	同比 (pts)	2021Q1	同比 (pts)	环比 (pts)	2020	同比 (pts)	2021Q1	同比 (pts)	环比 (pts)
万润股份	18.89	0.29	18.89	-1.25	2.05	44.88	1.28	39.90	-2.79	-7.31
强力新材	11.57	-5.52	13.74	-0.19	11.00	37.50	-2.10	35.84	-0.94	-0.65
濮阳惠成	19.57	-1.71	16.30	-4.18	0.86	35.21	-2.50	27.42	-12.48	2.01
激智科技	10.20	3.97	9.22	0.81	-1.37	27.37	1.24	26.20	1.87	0.06
奥来德	25.36	-10.78	40.28	2.19	7.01	55.50	-5.89	55.27	-7.84	-2.38
瑞联新材	16.71	1.72	16.41	1.61	0.30	40.30	0.64	36.56	-3.18	-3.20
合计	15.78	0.75	16.31	1.21	-0.76	39.28	-0.62	35.77	-4.22	-3.49

数据来源: Wind、开源证券研究所

营运能力: 2020 年末 OLED 材料板块整体应收账款 16.92 亿元, 同比增加 25.12%; 板块整体应收账款周转天数为 83 天, 较 2019 年减少 11 天; 2020Q1 板块整体应收账款周转周期为 289 天, 较 2020Q1 减少 52 天。OLED 材料整体营运能力有所提升。

表3: 2020 年 OLED 材料板块整体应收账款周转天数为 83 天

	应收账款 (亿元)				应收账款周转天数 (天)			
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)
万润股份	5.51	37.56	4.48	44.79	58.73	3.14	57.14	19.56
强力新材	1.34	16.50	1.56	35.56	57.70	34.18	56.94	-2.16
濮阳惠成	1.38	26.36	1.91	45.15	48.86	-4.94	51.95	-21.02
激智科技	5.71	8.69	5.45	11.51	138.88	-14.93	131.71	-28.07
奥来德	0.62	30.97	0.83	-	69.90	31.22	50.64	-
瑞联新材	2.36	52.34	2.77	-	66.93	29.97	74.86	-
合计	16.92	25.12	17.00	62.69	82.77	15.61	288.64	22.07

数据来源: Wind、开源证券研究所

盈利质量: 2020 年 OLED 材料板块经营活动现金流入和净流量分别为 71.11、16.43 亿元, 同比分别下降 2.13%、13.27%。其中经营活动现金流入占营业收入的比例达到 96.61%。2021Q1, OLED 材料板块经营活动现金流入和净流量分别为 22.19、3.52 亿元, 同比分别增加 31.40%、42.32%; 经营活动现金流入占营业收入的比例高达 104.68%。较高的现金流量与收入比体现了 OLED 材料板块较高的盈利质量。

表4: 2020 年 OLED 材料板块经营活动现金流入占营业收入的比例达到 96.61%

	经营活动现金流入 (亿元)				经营活动现金流入/营业收入 (%)			
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (pts)	2021Q1	同比 (pts)
万润股份	29.77	-8.82	10.94	28.97	102.01	-11.74	139.07	12.16
强力新材	6.57	-32.52	2.10	9.05	84.63	-28.09	91.65	-16.62
濮阳惠成	6.78	15.50	1.90	54.62	74.26	-12.03	66.68	-7.92
激智科技	14.69	37.17	4.30	45.16	103.47	5.74	112.91	-6.11

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

	经营活动现金流入 (亿元)				经营活动现金流入/营业收入 (%)			
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)
奥来德	4.21	3.58	0.23	2.66	148.48	13.29	17.78	-1.17
瑞联新材	9.09	-5.60	2.71	31.81	86.61	-10.64	88.02	-9.05
合计	71.11	-2.13	22.19	31.40	96.61	-10.22	104.68	-1.49

数据来源: Wind、开源证券研究所

资本支出: 2020 年末, OLED 材料板块的固定资产总额为 34.56 亿元, 同比增长 8.76%; 在建工程总额为 16.65 亿元, 同比增加 25.81%; 全年资本性支出为 13.10 亿元, 同比减少 6.53%。2021Q1 末, 板块的资本性支出 3.68 亿元, 同比增加 104.60%。持续增加的资本支出保证了 OLED 材料板块较好的成长性。

表5: 2020 年(末) OLED 材料板块固定资产、在建工程同步增长, 资本性支出有所下滑

	资本性支出 (亿元)				在建工程 (亿元)				固定资产 (亿元)			
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)
万润股份	6.59	-22.72	1.52	121.70	9.73	7.00	10.41	7.57	16.23	14.33	15.72	15.04
强力新材	2.04	-7.04	0.91	49.50	3.21	46.24	-	-	4.00	7.06	-	-
濮阳惠成	0.86	264.10	0.21	240.73	0.52	152.94	0.65	147.46	2.67	7.64	2.62	7.94
激智科技	0.60	149.40	0.12	169.85	0.48	-43.75	0.46	-39.35	4.93	8.89	4.87	8.35
奥来德	1.62	-19.99	0.41	17.06	1.91	255.43	-	-	2.11	2.82	-	-
瑞联新材	1.40	75.43	0.51	964.82	0.80	127.45	-	-	4.62	-3.40	4.52	-
合计	13.10	-6.53	3.68	104.60	16.65	25.81	11.53	7.66	34.56	8.76	27.73	14.30

数据来源: Wind、开源证券研究所

OLED 屏在手机等小尺寸应用领域的渗透趋势确立, DSCC 预计 2021 年 OLED 手机渗透率将超过 50%; 随着大尺寸 OLED 生产技术的成熟以及终端价格的下降, OLED 电视有望得到大范围推广; 车载显示、照明等新兴应用或成为未来重要增长点。我们认为受益于 OLED 在各领域的持续渗透, OLED 材料板块有望维持高速增长。受益标的: **濮阳惠成、万润股份、瑞联新材**。

2.2、半导体材料: 业绩稳健增长, 盈利能力进一步提升

成长能力: 2020 年半导体材料板块实现营业收入 1,265.23 亿元, 同比增长 12.43%; 实现归母净利润 97.38 亿元, 同比增长 10.10%。2021Q1, 板块实现营业收入 369.60 亿元, 同比增长 44.27%, 环比下降 1.26%; 实现归母净利润 33.67 亿元, 同比增长 93.97%, 环比增长 65.91%。其中, 中环股份、雅克科技、晶瑞股份整体业绩亮眼, 2020 年净利润同比分别增长 20.51%、41.19%、145.72%; 2021Q1 净利润同比分别增长 114.58%、4.73%、441.19%, 环比分别增长 123.12%、76.03%、50.62%。

表6: 半导体材料板块 2021Q1 业绩同比、环比大幅增长

	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	环比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	环比 (%)
彤程新材	20.46	-7.34	5.74	25.72	5.26	4.10	24.17	1.45	128.85	79.00

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
康强电子	15.49	9.19	4.74	71.57	0.75	0.88	-5.02	0.23	100.07	39.31
中环股份	190.57	12.85	74.63	65.23	31.38	10.89	20.51	5.41	114.58	123.12
多氟多	42.09	9.30	12.39	50.79	-7.94	0.49	-111.68	0.93	7448.21	166.41
雅克科技	22.73	24.05	8.88	102.36	51.12	4.13	41.19	1.22	4.73	76.03
杭氧股份	100.21	22.40	24.09	28.95	-13.82	8.43	32.72	2.99	128.32	51.42
兴森科技	40.35	6.07	10.71	24.40	4.36	5.22	78.66	1.01	158.76	58.08
光华科技	20.14	17.54	5.26	79.49	-13.31	0.36	167.56	0.11	-178.04	-28.51
鼎龙股份	18.17	58.15	5.20	83.73	-7.61	-1.60	-568.82	0.38	160.70	-109.39
上海新阳	6.94	8.25	2.06	62.66	-0.43	2.74	30.44	0.03	-73.47	-97.26
南大光电	5.95	85.13	2.11	76.74	27.46	0.87	58.18	0.43	22.15	-1836.42
菲利华	8.64	10.86	2.62	143.76	-0.29	2.38	24.30	0.75	365.04	0.89
飞凯材料	18.64	23.17	5.63	52.89	8.36	2.30	-9.92	0.68	30.22	13.55
强力新材	7.76	-10.12	2.29	28.83	10.43	0.93	-38.33	0.32	22.28	381.46
巨化股份	160.54	2.94	35.98	7.93	-30.05	0.95	-89.35	0.12	-0.56	-79.19
有研新材	129.69	24.08	36.45	63.87	-14.03	1.70	60.74	0.62	803.19	195.08
昊华科技	54.22	15.35	14.76	44.29	-20.35	6.48	23.38	1.57	63.76	-22.65
三安光电	84.54	13.32	27.17	61.60	6.42	10.16	-21.73	5.57	42.14	615.21
石大胜华	44.75	-3.62	16.85	93.50	8.07	2.60	-15.78	2.32	-1409.41	14.75
容大感光	5.44	19.52	1.72	83.16	3.37	0.57	50.20	0.17	113.87	9.41
江化微	5.64	14.96	1.56	30.16	0.57	0.58	68.58	0.09	5.99	-39.94
晶瑞股份	10.22	35.28	4.03	135.06	30.55	0.77	145.72	0.23	441.19	50.62
江丰电子	11.67	41.41	3.17	32.89	-1.26	1.47	129.28	0.18	5.15	-52.74
阿石创	3.54	11.80	0.97	88.04	-19.21	0.06	-59.95	0.01	-178.30	-51.20
深南电路	116.00	10.23	27.25	9.10	4.08	14.30	16.01	2.44	-12.01	-26.65
安集科技	4.22	47.99	1.19	23.81	4.93	1.54	133.86	0.02	-91.29	-94.92
联瑞新材	4.04	28.20	1.39	98.70	11.03	1.11	48.49	0.37	105.71	-8.36
云南锗业	6.70	60.12	1.09	-32.38	-36.29	0.23	-138.27	0.16	1162.37	14.31
华特气体	10.00	18.44	2.93	55.11	-7.18	1.06	46.67	0.28	67.99	-14.33
石英股份	6.46	3.73	2.08	48.94	18.33	1.88	15.31	0.42	35.56	8.06
亚光科技	18.13	-17.81	3.60	-18.02	-22.43	0.35	-87.44	0.21	-32.95	-232.23
凯美特气	5.19	0.82	1.28	50.02	-11.43	0.72	-19.11	0.16	272.48	31.94
三孚股份	10.06	-13.00	2.88	23.21	8.42	0.97	-9.57	0.53	318.92	74.73
神工股份	1.92	1.86	0.84	389.11	6.51	1.00	30.31	0.39	1752.66	-7.27
金宏气体	12.43	7.13	3.52	40.07	2.47	1.97	11.43	0.39	92.59	-29.48
沪硅产业-U	18.11	21.36	5.35	27.65	6.02	0.87	-196.84	0.09	-116.84	-89.79
格林达	5.84	11.25	1.72	25.38	7.04	1.01	-1.59	0.31	11.24	60.95
立昂微	15.02	26.04	4.62	49.21	-1.64	2.02	57.55	0.76	133.38	6.61
中晶科技	2.73	22.07	0.85	71.54	8.40	0.87	29.64	0.35	186.75	41.05
合计	1265.23	12.43	369.60	44.27	-1.26	97.38	10.10	33.67	93.97	65.91

数据来源: Wind、开源证券研究所

盈利能力：2020年半导体材料板块毛利率达20.81%，同比下降1.85pcts；净利率达7.70%，同比下降0.16pcts。2021Q1，半导体材料板块毛利率达22.16%，同比增加1.58pcts，环比增加4.23pcts；净利率达9.11%，同比增加2.33pcts，环比增加3.69pcts。半导体材料板块盈利能力提升。

表7：半导体材料板块盈利能力提升

	净利率 (%)					毛利率 (%)				
	2020	同比 (pcts)	2021Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)	2020	同比 (pcts)	2021Q1	同比 (pcts)	环比 (%)
彤程新材	20.06	5.09	25.31	11.41	10.43	33.51	-1.19	34.11	4.26	-1.81
康强电子	5.68	-0.85	4.79	0.68	1.33	18.75	-2.18	17.99	-2.55	4.74
中环股份	5.71	0.36	7.26	1.67	2.98	18.85	-0.64	20.34	0.31	1.52
多氟多	1.16	11.97	7.53	7.38	4.93	13.39	-6.12	21.63	5.09	13.69
雅克科技	18.18	2.21	13.70	-12.77	1.94	35.52	-1.62	27.40	-12.33	-3.53
杭氧股份	8.41	0.65	12.41	5.40	5.35	22.68	0.82	26.22	6.20	1.87
兴森科技	12.93	5.25	9.47	4.92	3.22	30.93	0.25	31.98	3.06	2.65
光华科技	1.79	1.01	2.01	6.63	-0.43	15.87	-3.54	16.63	0.28	4.76
鼎龙股份	-8.80	-11.76	7.22	2.13	78.27	32.77	-2.88	35.14	7.42	2.05
上海新阳	39.54	6.72	1.29	-6.64	-45.73	34.15	1.73	38.31	2.19	4.52
南大光电	14.63	-2.49	20.17	-9.01	21.65	41.09	-2.78	44.86	5.79	8.53
菲利华	27.57	2.98	28.62	13.62	0.33	52.07	2.34	49.26	6.64	0.37
飞凯材料	12.33	-4.53	12.12	-2.11	0.55	39.48	-2.99	39.49	-0.70	2.00
强力新材	11.96	-5.47	13.89	-0.74	10.70	37.50	-2.10	35.84	-0.94	-0.65
巨化股份	0.59	-5.15	0.33	-0.03	-0.78	9.26	-5.33	11.10	4.89	1.70
有研新材	1.31	0.30	1.69	1.38	1.20	4.13	0.48	4.41	1.10	1.14
昊华科技	11.95	0.78	10.65	1.27	-0.32	28.33	-0.27	28.57	0.19	3.08
三安光电	12.02	-5.38	20.48	-2.80	17.44	24.47	-4.90	22.83	-5.42	9.52
石大胜华	5.81	-0.84	13.77	15.80	0.80	17.24	0.33	26.52	12.71	7.12
容大感光	10.45	2.13	9.95	1.43	0.55	30.30	-1.81	32.35	1.28	6.91
江化微	10.32	3.28	5.97	-1.36	-4.02	25.82	-4.26	18.48	-11.29	12.78
晶瑞股份	7.53	3.38	5.72	3.24	0.76	21.74	-5.52	18.66	-7.64	9.92
江丰电子	12.62	4.84	5.54	-1.46	-6.04	28.10	-2.97	29.92	-3.84	10.37
阿石创	1.66	-2.97	1.20	4.07	-0.78	20.98	1.50	16.38	-0.51	-5.81
深南电路	12.33	0.61	8.94	-2.14	-3.74	26.47	-0.06	23.44	-2.15	-2.25
安集科技	36.46	13.39	1.72	-22.73	-33.81	52.03	1.78	47.38	-4.76	2.58
联瑞新材	27.44	3.75	26.32	0.90	-5.57	42.84	-3.47	41.68	-4.04	0.65
云南锗业	3.38	17.51	14.20	13.44	6.29	17.79	1.79	18.30	6.24	-7.51
华特气体	10.65	2.05	9.46	0.73	-0.79	25.98	-9.40	23.31	-10.50	18.00
石英股份	29.14	2.93	20.41	-2.02	-1.94	40.74	-2.84	40.37	-1.80	3.75
亚光科技	1.94	-10.74	5.73	-1.28	9.09	27.82	3.11	36.22	13.76	13.83
凯美特气	13.91	-3.43	12.67	7.57	4.17	37.44	-9.35	38.59	0.04	1.27
三孚股份	9.68	0.37	18.40	12.99	6.98	20.96	-6.90	29.47	6.62	28.68
神工股份	52.20	11.40	46.85	34.48	-6.96	65.23	-3.77	67.21	8.66	1.52
金宏气体	15.87	0.61	10.94	2.98	-4.96	36.47	-12.12	32.59	-6.97	21.65

	净利率 (%)					毛利率 (%)				
沪硅产业-U	4.81	10.83	1.70	14.54	-15.91	13.10	-1.44	13.50	-0.73	6.07
格林达	17.28	-2.25	18.18	-2.31	6.09	28.96	-11.64	25.69	-6.63	4.25
立昂微	13.45	2.69	16.42	5.92	1.27	35.29	-2.02	40.97	3.78	6.82
中晶科技	31.78	1.86	41.40	16.64	9.58	48.43	1.48	50.54	8.29	-0.78
合计	7.70	-0.16	9.11	2.33	3.69	20.81	-1.85	22.16	1.58	4.23

数据来源: Wind、开源证券研究所

营运能力: 2020 年末半导体材料板块整体应收账款 206.62 亿元, 同比增加 4.61%; 板块整体应收账款周转天数为 59 天, 较 2019 年减少 4 天。2020Q1 板块整体应收账款周转周期为 225 天, 较 2020Q1 减少 62 天。半导体材料整体营运能力稳定。

表8: 2020 年半导体材料板块整体应收账款周转天数为 59 天

	应收账款 (亿元)				应收账款周转天数 (天)			
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)
彤程新材	5.25	-2.34	6.04	-0.12	93.42	6.63	88.24	-21.38
康强电子	3.77	4.78	4.45	29.57	85.53	-1.71	77.98	-31.87
中环股份	20.84	-14.99	22.06	9.38	42.83	-22.31	25.87	-41.89
多氟多	7.61	-14.03	8.54	-8.61	70.41	-28.07	58.67	-41.14
雅克科技	6.23	81.48	4.99	53.23	76.52	8.54	56.88	-17.11
杭氧股份	11.95	-28.58	11.67	-42.69	51.53	-29.57	44.14	-50.62
兴森科技	11.63	8.70	12.92	22.44	99.63	4.96	103.18	-7.14
光华科技	5.93	27.57	5.88	34.00	94.61	7.85	101.16	-27.19
鼎龙股份	4.84	22.32	5.07	44.68	87.19	-27.81	85.82	-27.70
上海新阳	3.20	11.29	3.50	26.82	157.58	0.53	146.01	-26.91
南大光电	2.04	34.69	2.43	41.49	107.65	-18.29	95.32	-21.74
菲利华	2.19	-0.33	2.87	29.41	91.60	2.15	86.91	-52.98
飞凯材料	6.03	29.33	6.54	41.89	103.29	-1.53	100.54	-11.33
强力新材	1.34	16.50	1.56	35.56	57.70	34.18	56.94	-2.16
巨化股份	5.76	49.11	6.63	1.62	10.78	41.73	15.49	10.52
有研新材	2.92	14.99	6.80	31.21	7.58	-0.29	12.00	-23.19
昊华科技	12.62	24.57	14.57	15.12	75.55	3.80	82.90	-17.30
三安光电	23.01	-2.29	26.89	17.39	99.14	-15.06	82.63	-33.53
石大胜华	4.57	36.56	5.49	138.25	31.83	22.24	26.87	-7.99
容大感光	2.87	46.01	2.87	53.99	159.82	7.60	150.00	-18.15
江化微	1.84	9.78	2.21	23.63	112.01	-6.17	116.47	-10.17
晶瑞股份	3.07	29.74	3.68	27.25	95.85	-17.67	75.52	-45.39
江丰电子	2.61	24.68	3.02	27.86	72.46	-2.26	79.82	-4.90
阿石创	1.35	33.61	1.26	30.97	119.96	-0.71	120.59	-29.63
深南电路	20.53	-1.85	21.85	12.95	64.31	2.51	69.99	-3.52
安集科技	0.66	27.14	0.94	15.84	49.99	-24.91	60.26	-2.89
联瑞新材	1.23	32.78	1.41	60.90	96.40	2.12	85.52	-26.30

	应收账款 (亿元)				应收账款周转天数 (天)			
	2020	2019	2020Q1	2019Q1	2020	2019	2020Q1	2019Q1
云南锗业	1.02	28.26	1.22	-5.71	48.62	-35.87	92.21	58.50
华特气体	1.97	2.32	2.26	13.87	70.05	-15.00	64.88	-30.25
石英股份	1.39	-13.96	1.75	-1.86	84.05	-12.54	68.20	-37.97
亚光科技	12.05	-1.87	14.01	1.51	241.63	28.57	325.85	21.90
凯美特气	0.53	3.82	0.47	-9.01	35.92	-1.50	35.30	-35.13
三孚股份	0.42	6.84	0.68	16.85	14.56	-13.23	17.14	-8.45
神工股份	0.27	119.31	0.44	255.76	36.41	-15.90	37.84	-41.09
金宏气体	1.59	10.14	1.85	22.33	44.04	-5.82	44.04	-16.92
沪硅产业-U	3.47	9.58	3.83	20.09	65.93	16.53	61.40	-10.02
格林达	1.65	32.64	1.84	34.54	89.13	-3.49	91.34	6.59
立昂微	5.40	30.94	5.68	25.52	114.19	-1.62	108.07	-14.15
中晶科技	0.97	24.43	1.04	-	115.63	-11.13	106.98	-
合计	206.62	4.61	231.24	12.97	58.79	-6.96	225.24	-21.69

数据来源: Wind、开源证券研究所

盈利质量: 2020 年半导体材料板块经营活动现金流入和经营活动现金净流量分别为 1,189.22 亿元、143.47 亿元, 同比分别增长 10.23%、减少 10.43%, 其中经营活动现金流入占营业收入的比例达到 93.99%。2021Q1, 半导体材料板块经营活动现金流入和经营活动现金净流量分别为 311.64 亿元、19.69 亿元, 同比分别增加 24.54%、274.93%; 经营活动现金流入占营业收入的比例达 84.32%。半导体材料板块整体盈利质量较好。

表9: 2020 年半导体材料板块经营活动现金流入占营业收入比例达到 93.99%

	经营活动现金流入 (亿元)				经营活动现金流入/营业收入 (%)			
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (pcts)	2021Q1	同比 (pcts)
彤程新材	16.93	-4.19	4.83	29.79	82.75	2.72	84.16	2.64
康强电子	12.91	17.42	3.45	44.82	83.38	5.84	72.78	-13.44
中环股份	130.70	13.82	25.95	-25.41	68.58	0.59	34.77	-42.26
多氟多	40.87	16.08	13.37	53.73	97.10	5.67	107.95	2.07
雅克科技	23.49	27.68	11.38	139.39	103.34	2.94	128.18	19.83
杭氧股份	56.71	1.59	14.68	60.50	56.59	-11.59	60.95	11.98
兴森科技	39.94	1.17	10.31	3.81	98.98	-4.79	96.23	-19.09
光华科技	18.86	17.00	4.72	21.56	93.61	-0.44	89.78	-42.78
鼎龙股份	22.52	59.59	5.97	24.42	123.93	1.12	114.83	-54.74
上海新阳	8.58	23.77	1.71	40.66	123.66	15.51	82.64	-12.93
南大光电	6.52	17.26	2.44	28.56	109.57	-63.42	115.57	-43.30
菲利华	7.35	-0.73	2.16	57.72	85.16	-9.93	82.26	-44.87
飞凯材料	20.20	7.32	5.98	67.34	108.35	-16.01	106.31	9.18
强力新材	6.57	-32.52	2.10	9.05	84.63	-28.09	91.65	-16.62
巨化股份	183.47	-0.30	41.28	14.32	114.28	-3.72	114.75	6.41
有研新材	144.62	25.49	37.21	55.35	111.51	1.26	102.09	-5.60

经营活动现金流入（亿元）					经营活动现金流入/营业收入（%）			
昊华科技	50.92	3.62	13.53	54.26	93.92	-10.64	91.63	5.93
三安光电	93.40	19.14	24.46	9.17	110.48	5.39	90.01	-43.22
石大胜华	36.90	8.53	14.08	65.52	82.46	9.23	83.56	-14.13
容大感光	2.17	11.64	1.04	122.41	39.81	-2.81	60.29	10.64
江化微	5.02	55.22	1.20	30.63	89.10	23.11	76.99	0.27
晶瑞股份	7.92	9.65	2.56	33.09	77.43	-18.10	63.49	-48.64
江丰电子	11.84	38.12	2.88	18.95	101.46	-2.41	90.63	-10.62
阿石创	3.31	4.69	1.14	103.78	93.49	-6.35	117.78	9.10
深南电路	112.00	14.44	29.83	11.09	96.55	3.56	109.48	1.96
安集科技	4.80	39.24	1.09	65.19	113.64	-7.14	91.26	22.86
联瑞新材	3.82	37.53	1.54	68.11	94.50	6.41	110.73	-20.15
云南锗业	7.59	50.66	2.62	56.25	113.22	-7.11	239.79	136.01
华特气体	9.17	19.59	2.71	54.72	91.73	0.89	92.23	-0.23
石英股份	4.87	-8.62	1.41	12.41	75.37	-10.19	68.13	-22.14
亚光科技	24.49	-6.60	3.89	3.77	135.07	16.20	108.11	22.71
凯美特气	5.70	6.60	1.48	48.16	109.90	5.96	116.12	-1.46
三孚股份	10.30	12.93	2.36	-9.29	102.36	23.50	81.97	-29.37
神工股份	2.30	-2.53	0.84	288.72	119.86	-5.40	99.88	-25.79
金宏气体	13.52	-3.77	4.76	66.47	108.76	-12.32	135.13	21.43
沪硅产业-U	20.97	-11.89	5.37	36.04	115.80	-43.69	100.39	6.19
格林达	5.88	-0.58	1.75	29.03	100.77	-11.98	101.63	2.87
立昂微	10.09	-16.94	2.97	5.62	67.19	-34.76	64.36	-26.56
中晶科技	2.02	12.29	0.59	26.79	74.15	-6.46	69.77	-24.62
合计	1,189.22	10.23	311.64	24.54	93.99	-1.88	84.32	-13.36

数据来源：Wind、开源证券研究所

资本支出：2020年末，半导体材料板块固定资产总额为838.72亿元，同比增长21.72%；在建工程总额为235.44亿元，同比增加18.32%；全年资本性支出为213.45亿元，同比增长11.18%。2021Q1资本支出为67.96亿元，同比增长68.36%。资本支出的高速增长将有力带动半导体材料行业的快速发展。

表10：半导体材料板块资本性支出快速增长

	资本性支出（亿元）				在建工程（亿元）				固定资产（亿元）			
	2020	同比（%）	2021Q1	同比（%）	2020	同比（%）	2021Q1	同比（%）	2020	同比（%）	2021Q1	同比（%）
彤程新材	1.13	57.61	0.67	398.97	0.91	-35.53	-	-	3.68	-0.69	5.06	-
康强电子	0.47	27.99	0.07	46.45	0.27	-46.73	0.33	-	6.22	15.73	6.11	-
中环股份	36.57	-21.23	12.27	21.04	77.36	59.02	-	-	252.73	23.34	253.31	-
多氟多	4.03	43.91	1.37	105.76	18.92	20.62	-	-	24.78	12.05	24.19	12.82
雅克科技	5.83	198.55	1.46	292.59	3.28	117.81	-	-	9.89	42.19	-	-
杭氧股份	7.70	-38.38	0.57	44.44	11.36	114.61	2.98	-38.87	42.52	-6.74	-	-
兴森科技	4.82	35.68	1.62	115.01	2.17	-10.48	2.89	51.03	17.38	8.98	17.45	5.08

	资本性支出 (亿元)				在建工程 (亿元)				固定资产 (亿元)			
光华科技	0.83	-43.96	0.26	48.17	0.63	-76.53	-	-	9.15	20.94	8.96	21.19
鼎龙股份	2.07	0.41	0.50	88.99	0.98	114.04	-	-	5.87	31.25	5.85	14.97
上海新阳	1.70	280.44	0.71	2741.44	0.75	22.54	0.92	48.58	2.72	25.69	2.85	33.34
南大光电	5.27	92.17	0.67	-38.71	0.86	-27.45	-	-	9.35	80.76	9.49	66.67
菲利华	2.04	57.14	1.01	115.41	1.18	80.97	1.72	129.21	6.06	26.47	5.87	23.78
飞凯材料	2.64	-2.41	0.47	-37.85	4.69	36.04	4.99	40.18	9.24	5.51	9.05	5.53
强力新材	2.04	-7.04	0.91	49.50	3.21	46.24	-	-	4.00	7.06	-	-
巨化股份	18.85	7.28	3.25	63.20	9.44	-27.31	-	-	67.46	22.92	66.27	18.94
有研新材	2.02	-2.18	0.38	49.06	1.07	-56.52	1.15	-55.41	8.62	46.70	8.47	47.39
昊华科技	3.96	23.26	1.70	124.00	5.98	-6.71	-	-	28.25	8.27	-	-
三安光电	42.19	40.74	18.01	175.83	42.11	-13.38	46.49	-	120.78	30.37	122.99	24.79
石大胜华	1.87	123.35	0.84	1115.21	1.39	320.66	-	-	9.49	-7.64	9.18	-6.73
容大感光	0.14	-32.32	0.02	-44.46	0.10	6.13	0.10	-16.05	1.44	2.47	1.41	1.90
江化微	2.77	39.17	0.62	-30.53	7.16	131.21	-	-	2.36	17.75	2.32	18.96
晶瑞股份	2.44	210.39	0.72	265.40	2.50	378.81	3.61	-	4.81	33.63	4.91	-1.67
江丰电子	2.39	61.38	1.53	310.40	2.31	182.86	2.77	127.83	4.46	14.90	4.38	14.36
阿石创	1.08	79.26	0.39	272.38	1.04	-28.95	0.96	-36.71	3.58	87.11	3.61	92.42
深南电路	24.86	13.89	6.23	23.56	8.85	-22.83	5.41	-60.37	64.85	51.13	-	-
安集科技	1.04	147.02	0.16	-7.29	0.85	152.35	0.74	-	1.06	112.00	1.15	133.55
联瑞新材	1.24	105.71	0.55	194.87	0.24	-49.98	-	-	2.04	49.99	-	-
云南锗业	1.87	392.88	0.05	-95.26	0.66	-8.16	-	-	10.83	20.41	10.64	20.26
华特气体	0.92	113.35	0.47	193.99	0.10	40.97	-	-	2.48	5.36	-	-100.00
石英股份	0.48	2.18	0.23	48.33	0.56	-36.23	0.96	-11.79	5.80	10.67	5.77	12.27
亚光科技	1.66	-44.58	0.83	-38.56	3.08	-12.06	2.58	-27.42	11.47	15.73	11.98	18.38
凯美特气	0.55	-67.79	0.15	-6.91	0.14	-94.10	-	-	8.15	34.16	8.02	12.92
三孚股份	2.33	86.08	0.90	497.23	2.95	99.95	-	-	2.88	12.64	2.79	4.53
神工股份	1.54	329.82	0.18	634.75	0.45	16892.43	0.48	-	2.98	96.83	-	-
金宏气体	2.81	80.74	0.95	146.49	1.41	112.14	1.86	299.63	8.07	1.33	8.50	5.65
沪硅产业-U	11.78	30.14	2.89	1.58	14.28	110.16	14.02	39.60	33.66	8.06	33.16	4.28
格林达	0.28	-65.64	0.10	70.56	0.45	-29.04	0.47	-26.86	1.88	4.90	1.85	4.72
立昂微	7.16	-33.96	4.14	141.79	1.55	-74.05	-	-	26.39	21.63	26.25	20.31
中晶科技	0.13	100.98	0.10	-	0.18	81.88	0.19	-	1.34	8.51	1.35	-
合计	213.45	11.18	67.96	68.36	235.44	18.32	95.64	72.74	838.72	21.72	683.20	83.13

数据来源: Wind、开源证券研究所

随着疫情冲击的消退, 2020 年全球半导体资本开支开始恢复增长, 下游需求快速释放, 从而带动半导体行业的景气度继续向上。晶圆制造行业遵循“景气度向上→晶圆厂资本开支增加→材料、设备订单增加”的逻辑, 同时随着国内半导体材料建设项目陆续投产, 半导体材料厂商将迎业绩释放期。**受益标的: 彤程新材、昊华科技、雅克科技等。**

2.3、膜材料：各项指标持续向好，高资本支出保障可持续发展

成长能力：2020年膜材料板块实现营收256.83亿元，同比增长0.85%；实现归母净利润26.28亿元，同比增加76.15%。2021Q1，板块实现营收68.92亿元，同比增长47.06%，环比下降11.62%；实现归母净利润9.03亿元，同比增长183.24%，环比增长3.12%，延续高增长态势。其中，东材科技整体业绩表现较好，其2020年实现营收18.81亿元，同比增长8.40%；实现归母净利润1.75亿元，同比增长140.83%；2021Q1归母净利润同比、环比分别增长250.87%、71.73%。

表11：2020年膜材料板块业绩同比大幅增加

	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	2020	同比（%）	2021Q1	同比（%）	环比（%）	2020	同比（%）	2021Q1	同比（%）	环比（%）
双星新材	50.61	13.17	12.82	31.11	-19.54	7.21	315.33	2.76	215.20	2.29
东材科技	18.81	8.40	7.47	90.19	44.22	1.75	140.83	0.85	250.87	71.73
沧州明珠	27.62	-7.80	5.90	89.74	-25.96	3.01	81.19	1.10	276.94	75.41
大东南	15.09	-8.30	3.81	37.39	-13.02	1.77	193.92	0.48	583.93	-55.01
斯迪克	15.39	7.45	3.96	45.10	-2.94	1.82	63.34	0.06	扭亏为盈	-91.98
佛塑科技	22.99	-19.27	5.55	29.86	-20.83	0.71	62.88	0.26	229.87	17.53
浙江众成	14.49	16.35	3.80	49.87	-5.75	1.70	164.33	0.38	98.14	-20.54
国风塑业	14.81	8.88	4.37	70.11	-8.35	1.15	36.75	0.89	838.35	53.83
赛伍技术	21.83	2.20	6.04	27.55	-16.61	1.94	2.01	0.50	17.40	-29.35
道明光学	12.66	-9.00	3.01	18.92	-13.01	1.69	-14.65	0.50	16.11	-
裕兴股份	10.00	14.37	3.11	50.10	-6.56	1.56	65.52	0.65	133.88	-3.56
乐凯胶片	20.54	-3.87	5.67	51.96	-14.14	0.37	-56.21	0.17	174.59	683.30
明冠新材	9.19	-2.87	2.73	62.31	-11.23	1.05	0.56	0.25	-0.30	-4.95
泛亚微透	2.78	13.23	0.69	62.15	-25.74	0.55	26.37	0.16	166.49	-26.78
合计	256.83	0.85	68.92	47.06	-11.62	26.28	76.15	9.03	183.24	3.12

数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力：2020年膜材料板块毛利率达22.57%，同比增加2.41pcts；净利率达10.23%，同比增加4.37pcts。2021Q1，板块毛利率达24.53%，同比增加4.45pcts，环比增加2.94pcts；净利率达13.10%，同比增加6.30pcts，环比增加1.87pcts。膜材料板块整体盈利能力大幅提升。

表12：膜材料板块盈利能力大幅提升

	净利率（%）					毛利率（%）				
	2020	同比（pcts）	2021Q1	同比（pcts）	环比（pcts）	2020	同比（pcts）	2021Q1	同比（pcts）	环比（pcts）
双星新材	14.24	10.36	21.56	12.59	4.60	22.55	9.61	32.71	13.04	8.43
东材科技	9.36	5.22	11.42	5.28	1.84	25.70	4.36	27.00	2.96	3.06
沧州明珠	10.71	5.42	18.91	9.77	11.34	19.52	3.44	23.23	11.15	9.61
大东南	11.72	8.07	12.60	10.07	-11.76	20.91	8.20	20.55	8.17	-5.04
斯迪克	11.74	3.98	1.43	7.79	-16.78	25.13	-0.79	16.07	1.77	-7.80
佛塑科技	4.35	1.93	6.06	3.61	2.28	24.06	-2.79	21.03	0.07	-4.77

净利率 (%)						毛利率 (%)				
浙江众成	9.28	10.30	8.28	5.77	-1.48	26.60	2.21	26.99	1.22	4.56
国风塑业	7.02	1.70	20.13	16.95	9.46	16.05	3.33	19.42	3.69	4.18
赛伍技术	8.89	-0.03	8.34	-0.70	-1.51	17.96	-0.80	17.21	-0.65	0.76
道明光学	12.74	-1.39	16.71	-0.36	19.60	38.53	0.67	39.64	3.21	1.60
裕兴股份	15.62	4.83	20.99	7.52	0.65	25.72	6.96	31.62	8.70	1.86
乐凯胶片	2.01	-2.21	3.07	1.14	2.54	14.33	-6.36	15.03	-1.09	6.09
明冠新材	11.48	0.39	9.11	-5.72	0.60	20.32	-4.14	16.50	-8.77	-1.53
泛亚微透	19.90	2.07	23.40	9.16	-0.33	48.58	1.78	50.77	0.79	-0.17
合计	10.23	4.37	13.10	6.30	1.87	22.57	2.41	24.53	4.45	2.94

数据来源: Wind、开源证券研究所

营运能力: 2020 年末膜材料板块整体应收账款 58.35 亿元, 同比增加 11.50%; 板块整体应收账款周转天数为 82 天, 较 2019 年增长 8 天。2020Q1 板块整体应收账款周转周期为 334 天, 较 2020Q1 减少 49 天。膜材料整体营运能力稳定。

表13: 2020 年膜材料板块整体应收账款周转天数为 82 天

	应收账款 (亿元)				应收账款周转天数 (天)			
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)
双星新材	9.48	-0.26	10.82	0.99	67.49	-10.41	71.28	-23.43
东材科技	3.49	28.64	4.92	46.89	59.39	1.47	50.72	-27.07
沧州明珠	9.88	9.04	10.65	24.93	123.37	19.32	156.60	-38.47
大东南	0.78	-19.15	1.03	-3.44	20.79	-9.83	21.40	-35.14
斯迪克	5.43	3.11	5.76	3.14	125.03	2.20	127.19	-28.91
佛塑科技	2.16	-15.51	2.52	8.56	36.90	15.10	37.93	-26.11
浙江众成	1.12	-5.25	1.06	6.20	28.58	-6.56	25.79	-33.28
国风塑业	1.87	27.19	1.99	36.64	40.56	-6.01	39.67	-22.47
赛伍技术	10.34	24.01	10.33	25.51	154.04	14.84	154.08	-2.19
道明光学	2.59	-22.81	2.47	-8.95	84.46	9.84	75.55	-29.89
裕兴股份	2.23	60.64	2.50	47.72	65.07	5.35	68.40	2.29
乐凯胶片	3.83	75.72	4.52	75.98	52.61	31.36	66.20	15.73
明冠新材	4.09	15.19	4.55	-	149.61	11.49	142.41	-
泛亚微透	1.08	31.91	0.89	36.18	122.83	14.78	129.18	-17.47
合计	58.35	11.50	64.02	28.34	81.78	10.56	334.41	-12.72

数据来源: Wind、开源证券研究所

盈利质量: 2020 年膜材料板块经营活动现金流入和经营活动现金净流量分别为 243.64 亿元、40.33 亿元, 同比分别增长 1.52%、89.92%, 其中经营活动现金流入占营业收入的比例达到 94.86%。2021Q1, 板块经营活动现金流入和经营活动现金净流量分别为 61.95 亿元、0.26 亿元, 同比分别增加 26.43%、减少 92.37%, 主要系赛伍技术和名冠新材经营活动现金净流量大幅减少影响板块整体。

表14: 2020年膜材料板块经营活动现金流入占营业收入的比例达到94.86%

	经营活动现金流入 (亿元)				经营活动现金流入/营业收入 (%)			
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (pcts)	2021Q1	同比 (pcts)
双星新材	52.72	11.58	13.76	36.18	104.17	-1.49	107.38	4.00
东材科技	12.30	-0.59	3.44	65.87	65.40	-5.91	46.02	-6.75
沧州明珠	27.87	-6.15	4.21	-16.03	100.89	1.78	71.30	-89.81
大东南	15.18	-0.17	3.51	23.64	100.61	8.19	92.31	-10.26
斯迪克	13.16	19.10	5.50	102.92	85.47	8.36	139.00	39.61
佛塑科技	24.61	-8.76	5.43	0.34	107.03	12.33	97.73	-28.75
浙江众成	15.43	17.46	4.34	56.34	106.43	1.00	114.13	4.72
国风塑业	14.87	8.39	4.40	43.33	100.38	-0.45	100.69	-18.81
赛伍技术	16.13	13.56	3.55	-20.63	73.91	7.39	58.79	-35.68
道明光学	17.63	26.66	6.63	97.27	139.22	39.19	220.29	87.49
裕兴股份	7.59	-1.29	2.09	13.51	75.87	-12.03	67.13	-21.64
乐凯胶片	16.77	-29.48	3.94	27.50	81.66	-29.65	69.44	-13.32
明冠新材	7.33	-20.68	0.50	-70.50	79.77	-17.92	18.28	-82.27
泛亚微透	2.04	17.10	0.65	18.61	73.49	2.43	94.35	-34.64
合计	243.64	1.52	61.95	26.43	94.86	0.63	89.88	-14.66

数据来源: Wind、开源证券研究所

资本支出: 2020年末,膜材料板块的固定资产总额为146.85亿元,同比增长5.63%;在建工程总额为31.03亿元,同比增加58.27%;全年资本性支出为59.62亿元,同比增长53.10%。2021年一季度资本支出为10.85亿元,同比增长131.38%。持续高速的资本支出支撑行业未来的可持续发展。

表15: 膜材料板块资本性支出快速增长

	资本性支出 (亿元)				在建工程 (亿元)				固定资产 (亿元)			
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)
双星新材	7.13	53.54	4.80	137.16	8.62	31.22	10.46	45.56	34.05	7.93	32.92	7.39
东材科技	2.16	-6.48	0.17	106.08	3.89	28.35	4.72	46.62	18.85	42.46	18.70	44.36
沧州明珠	0.54	59.84	0.03	-71.30	1.27	107.54	0.71	-	13.12	-6.55	13.88	1.70
大东南	0.20	-48.11	0.01	155.38	0.06	-88.29	0.03	-94.20	15.14	-6.19	14.79	-6.26
斯迪克	7.00	248.67	1.96	171.89	6.88	217.59	7.92	182.51	7.50	12.25	-	-
佛塑科技	0.91	14.55	0.14	-52.99	0.88	109.13	0.95	35.94	13.09	-5.36	12.85	-4.97
浙江众成	0.43	-47.97	0.20	1.08	0.48	8.75	-	-	13.55	-6.29	13.23	-6.47
国风塑业	0.76	52.08	0.28	233.71	1.48	-1.11	0.86	-44.75	9.36	-3.36	-	-
赛伍技术	5.19	570.11	1.46	450.21	3.78	1906.82	3.84	-	3.20	23.75	3.56	-
道明光学	1.39	-45.61	0.57	134.66	1.94	29.79	1.06	-34.18	6.37	1.71	7.57	23.72
裕兴股份	1.31	-37.29	0.59	137.17	0.04	-97.34	0.32	-	5.16	68.96	4.99	70.74
乐凯胶片	0.60	-37.66	0.16	78.88	1.29	10.62	1.26	3.07	3.93	-4.74	3.86	-3.91

	资本性支出 (亿元)				在建工程 (亿元)				固定资产 (亿元)			
明冠新材	0.50	-41.83	0.32	127.98	0.45	3032.16	0.70	-	1.29	-9.40	1.35	-
泛亚微透	0.47	61.96	0.14	-14.43	-	-	0.00	-99.95	2.25	14.90	2.30	20.00
合计	28.60	47.87	10.85	131.38	31.03	58.27	32.82	71.88	146.85	5.63	129.98	12.38

数据来源: Wind、开源证券研究所

近年来随着技术的不断突破、新型应用场景的增加,为国产胶膜抢占国内市场并走向世界创造了机遇。虽然国内企业与 3M 等国际巨头依然存在差距,但在如 OCA 等一些技术难度较高的领域已经实现追赶。我们看好国内领先企业将通过研发和积累不断缩小国际差距,满足市场需求,打造出世界级的国产胶膜企业。**受益标的:斯迪克、长阳科技、东材科技、赛伍技术等。**

2.4、添加剂:高增长态势延续,营运能力稳定

成长能力: 2020 年添加剂板块实现营收 747.50 亿元,同比增长 13.25%;实现归母净利润 102.15 亿元,同比增长 29.50%。2021Q1,板块实现营业收入 222.97 亿元,同比增长 36.09%,环比增长 5.87%;实现归母净利润 32.43 亿元,同比增长 48.39%,环比增长 56.02%。板块大多数公司业绩表现普遍较为优异,例如,万盛股份 2020 年归母净利润同比增长 137.21%,2021Q1 归母净利润同比、环比增长 488.80%、24.95%。

表16: 添加剂板块业绩快速增长

	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	环比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	环比 (%)
新和成	103.14	35.34	37.44	42.92	31.79	35.64	64.33	11.37	26.14	81.49
梅花生物	170.50	17.15	53.08	33.56	6.73	9.82	-0.67	4.08	66.33	150.64
金禾实业	36.66	-7.69	11.37	32.62	19.19	7.19	-11.16	2.10	38.34	13.36
山东赫达	13.09	17.62	3.29	24.84	-3.13	2.52	60.02	0.80	107.50	51.84
安迪苏	119.10	6.96	29.94	4.95	-1.18	13.52	36.20	3.67	24.63	44.84
彤程新材	20.46	-7.34	5.74	25.72	5.26	4.10	24.17	1.45	128.85	79.00
龙蟠科技	19.15	11.77	5.95	89.36	9.32	2.03	59.20	0.61	143.34	2.79
万盛股份	23.30	20.75	9.44	144.45	21.19	3.93	137.21	2.04	488.80	24.95
苏博特	36.52	10.45	7.72	81.59	-35.72	4.41	24.40	0.78	58.27	-43.65
利安隆	24.83	25.50	8.21	45.94	10.31	2.93	11.70	0.90	42.84	13.48
皇马科技	19.46	2.75	5.13	47.11	-12.30	3.20	25.02	0.82	39.01	-2.18
瑞丰新材	8.61	31.09	2.47	49.74	-1.08	1.83	85.91	0.59	120.22	9.64
阳谷华泰	19.43	-3.52	5.89	44.30	-6.39	1.26	-31.77	0.89	1,719.56	84.14
兄弟科技	19.19	52.56	6.89	50.48	38.41	0.28	-36.04	0.11	-43.95	-115.06
星湖科技	11.16	6.35	3.04	6.01	-2.00	1.49	-0.56	0.35	7.38	-10.99
日科化学	22.75	-6.01	5.78	17.00	-2.77	2.07	16.37	0.38	-32.03	45.64
瑞丰高材	13.02	7.29	3.98	94.64	-7.03	0.85	14.53	0.31	181.20	25.50
醋化股份	24.24	7.37	6.40	29.83	-3.38	2.48	12.01	0.44	-26.16	-16.33
美联新材	15.17	20.38	4.49	23.25	9.10	0.42	-53.48	0.20	48.32	-182.16
红墙股份	13.37	15.45	2.99	84.05	-34.56	1.42	10.58	0.26	49.89	-29.90

营业收入 (亿元)						归母净利润 (亿元)				
华业香料	2.06	-4.09	0.53	16.59	11.21	0.40	-12.12	0.06	-26.82	93.12
嘉澳环保	12.30	14.39	3.19	32.53	35.19	0.37	-40.23	0.21	197.58	283.53
合计	747.50	13.25	222.97	36.09	5.87	102.15	29.50	32.43	48.49	56.02

数据来源: Wind、开源证券研究所

盈利能力: 2020 年添加剂板块毛利率达 29.93%，同比减少 0.6pcts；净利率达 13.67%，同比增加 1.71pcts。2021Q1，板块毛利率达 29.40%，同比下降 3.06pcts，环比增加 8.73pcts；净利率达 14.54%，同比增加 1.21pcts，环比增加 4.68pcts。

表17: 2020 年添加剂板块毛利率有所下滑

	净利率 (%)					毛利率 (%)				
	2020	同比 (pcts)	2021Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)	2020	同比 (pcts)	2021Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)
新和成	34.68	6.12	30.48	-3.93	8.27	54.17	6.89	48.14	-2.86	5.23
梅花生物	5.90	-1.00	7.82	1.56	4.39	14.67	-7.90	16.47	-6.30	18.73
金禾实业	19.60	-0.75	18.46	0.75	-1.01	27.06	-4.22	28.98	-0.77	12.24
山东赫达	19.46	4.90	24.26	9.12	8.78	36.76	3.27	39.49	5.98	7.90
安迪苏	12.40	1.11	12.26	0.17	2.87	37.95	4.02	37.58	-0.96	3.60
彤程新材	20.85	6.35	25.68	11.38	10.52	33.51	-1.19	34.11	4.26	-1.81
龙蟠科技	12.52	3.02	11.75	1.77	-2.18	37.83	3.25	36.94	1.42	-3.23
万盛股份	16.42	8.50	21.58	13.49	0.65	33.92	9.52	37.77	13.34	-0.08
苏博特	13.51	1.90	12.24	-0.87	-0.99	38.29	-7.16	40.03	-12.25	14.81
利安隆	11.66	-1.61	11.15	0.27	0.98	27.25	-1.99	26.05	-0.91	1.77
皇马科技	16.46	2.93	15.91	-0.93	1.65	22.27	0.04	23.29	-0.16	1.73
瑞丰新材	21.24	6.26	23.86	7.64	2.33	34.57	3.86	34.55	2.09	5.11
阳谷华泰	6.47	-2.68	15.06	13.86	7.40	19.46	-4.67	27.04	3.74	16.83
兄弟科技	1.46	-2.02	1.61	-2.72	16.44	24.47	-4.86	11.40	-20.58	7.08
星湖科技	13.32	-0.93	11.38	0.15	-1.15	33.06	-2.03	29.44	-6.16	3.01
日科化学	9.10	1.75	6.62	-4.78	2.20	16.99	-0.20	12.40	-10.41	6.59
瑞丰高材	6.50	0.35	7.72	2.28	1.99	21.65	-2.56	19.79	-7.15	7.05
醋化股份	10.21	0.42	6.94	-5.26	-1.07	21.72	-0.06	13.73	-7.85	-3.58
美联新材	2.04	-6.00	4.49	-0.19	12.03	14.58	-6.59	12.58	-6.26	13.31
红墙股份	10.61	-0.47	8.76	-2.00	0.58	31.87	-1.60	30.43	0.43	-0.95
华业香料	19.52	-1.78	11.69	-6.93	4.96	30.06	-8.53	25.17	-5.50	0.71
嘉澳环保	3.29	-2.74	6.63	3.63	3.83	13.65	-2.85	21.55	7.60	6.19
合计	13.67	1.71	14.54	1.21	4.68	29.93	-0.60	29.40	-3.06	8.73

数据来源: Wind、开源证券研究所

营运能力: 2020 年末添加剂板块整体应收账款 110.49 亿元，同比增加 10.86%；板块整体应收账款周转天数为 53 天，较 2019 年减少 1 天；2020Q1 板块整体应收账款周转周期为 199 天，较 2020Q1 减少 35 天。添加剂板块整体营运能力稳定。

表18: 2020年添加剂板块整体应收账款周转天数为53天

	应收账款 (亿元)				应收账款周转天数 (天)			
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)
新和成	19.31	23.67	25.05	20.47	60.95	-21.05	53.32	-14.75
梅花生物	2.55	-23.23	4.67	-17.26	6.20	-37.29	6.12	-39.71
金禾实业	2.95	34.19	4.39	28.43	25.32	44.80	29.06	-1.46
山东赫达	2.19	6.95	2.23	-0.77	58.33	-6.09	60.50	-17.57
安迪苏	15.50	0.77	16.72	-8.49	46.66	-9.59	48.44	-8.78
彤程新材	5.25	-2.34	6.04	-0.12	93.42	6.63	88.42	-21.38
龙蟠科技	2.38	3.88	2.30	35.41	43.94	-2.87	35.38	-38.06
万盛股份	3.74	46.85	5.01	108.48	48.60	-9.11	41.71	-27.69
苏博特	19.76	11.18	13.72	19.76	184.98	10.47	195.06	-36.93
利安隆	4.74	32.05	5.32	40.41	60.35	5.58	55.07	-6.58
皇马科技	2.45	7.14	2.38	38.91	43.87	7.19	42.44	-17.92
瑞丰新材	1.07	8.17	1.34	-	43.10	-7.27	43.90	-
阳谷华泰	5.60	12.45	5.86	29.92	98.05	7.57	87.64	-16.32
兄弟科技	2.50	19.18	4.09	18.73	43.11	-26.54	43.03	-20.99
星湖科技	1.11	8.21	1.54	-8.50	34.50	20.59	39.23	-7.71
日科化学	3.65	-22.30	4.11	-21.01	66.14	5.02	60.45	-33.01
瑞丰高材	1.88	9.65	2.69	16.74	49.81	-0.19	51.71	-41.58
醋化股份	2.41	-14.28	3.51	21.73	38.80	6.02	41.60	-19.94
美联新材	1.76	20.02	2.39	30.26	38.29	6.68	41.55	2.00
红墙股份	8.65	33.52	8.49	38.30	203.69	16.54	257.88	-26.19
华业香料	0.64	7.59	0.62	-	107.64	21.03	107.85	-
嘉澳环保	0.38	3.74	0.73	-16.07	10.94	-18.88	15.65	-32.23
合计	110.49	10.86	123.19	15.84	53.21	-2.12	198.90	-14.88

数据来源: Wind、开源证券研究所

盈利质量: 2020年添加剂板块经营活动现金流入和经营活动现金净流量分别为719.79亿元、117.93亿元,同比分别增长12.69%、3.68%,其中经营活动现金流入占营业收入的比例达到96.29%。2021Q1,添加剂板块经营活动现金流入和经营活动现金净流量分别为200.22亿元、15.07亿元,同比分别增长32.21%、下降8.40%;经营活动现金流入占营业收入的比例达89.80%。添加剂板块整体盈利质量较高。

表19: 2020年添加剂板块经营活动现金流入占营业收入比例达到96.29%

	经营活动现金流入 (亿元)				经营活动现金流入/营业收入 (%)			
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (pcts)	2021Q1	同比 (pcts)
新和成	108.05	36.50	34.25	51.16	104.76	0.90	91.49	4.99
梅花生物	179.56	16.13	47.85	32.80	105.32	-0.93	90.14	-0.51
金禾实业	40.41	-10.44	11.61	28.83	110.23	-3.38	102.07	-3.00
山东赫达	11.68	22.03	3.31	30.92	89.22	3.23	100.64	4.67

	经营活动现金流入 (亿元)				经营活动现金流入/营业收入 (%)			
	2020	2021Q1	2020	2021Q1	2020	2021Q1	2020	2021Q1
安迪苏	123.45	0.53	28.52	6.56	103.65	-6.63	95.27	1.44
彤程新材	16.93	-4.19	4.83	29.79	82.75	2.72	84.16	2.64
龙蟠科技	18.24	6.95	6.35	36.52	95.28	-4.29	106.67	-41.28
万盛股份	17.55	2.33	7.10	116.06	75.33	-13.56	75.19	-9.88
苏博特	28.39	18.94	8.92	48.76	77.72	5.54	115.53	-25.50
利安隆	16.98	24.08	6.17	47.68	68.39	-0.78	75.15	0.89
皇马科技	14.85	2.34	4.09	40.20	76.31	-0.30	79.79	-3.93
瑞丰新材	8.83	57.22	2.38	75.37	102.52	17.04	96.45	14.09
阳谷华泰	11.84	-3.56	4.06	33.75	60.95	-0.02	69.05	-5.45
兄弟科技	19.16	96.33	5.28	40.64	99.85	22.26	76.59	-5.36
星湖科技	9.61	5.14	2.39	13.47	86.13	-0.99	78.55	5.17
日科化学	27.70	-1.62	5.19	-1.70	121.78	5.44	89.78	-17.08
瑞丰高材	9.85	4.97	3.25	70.58	75.70	-1.68	81.69	-11.52
醋化股份	18.44	18.90	4.33	9.99	76.08	7.38	67.61	-12.20
美联新材	13.26	2.99	3.63	7.11	87.38	-14.76	80.71	-12.16
红墙股份	9.97	14.54	3.10	60.19	74.56	-0.59	103.61	-15.43
华业香料	2.46	12.03	0.59	16.16	119.55	17.20	112.70	-0.42
嘉澳环保	12.58	27.03	3.02	21.19	102.26	10.18	94.63	-8.86
合计	719.79	12.69	200.22	32.21	96.29	-0.48	89.80	-2.64

数据来源: Wind、开源证券研究所

资本支出: 2020 年末, 添加剂板块的固定资产总额为 467.70 亿元, 同比增长 22.34%; 在建工程总额为 70.98 亿元, 同比减少 31.55%; 全年资本性支出为 85.11 亿元, 同比减少 16.32%。2021 年一季度资本支出为 28.98 亿元, 同比增加 65.31%。2020 年资本支出减少主要受占板块权重较大的新和成, 以及兄弟科技、美联新材等公司资本支出减少所致。

表20: 2020 年添加剂板块资本性支出有所减少

	资本性支出 (亿元)				在建工程 (亿元)				固定资产 (亿元)			
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)
新和成	23.53	-48.58	6.91	16.58	13.26	-78.29	16.88	-73.86	139.14	79.10	138.43	79.14
梅花生物	8.14	-28.77	2.72	51.66	0.49	-91.56	-	-	112.40	3.20	108.90	2.91
金禾实业	8.60	107.16	4.13	380.48	7.01	1219.12	1.58	107.41	17.59	-0.90	24.98	43.70
山东赫达	2.39	216.12	0.75	25.06	0.88	331.42	-	-	6.74	-6.37	6.97	-0.56
安迪苏	13.18	6.28	7.07	107.65	16.82	174.61	16.95	122.67	71.28	-3.41	67.82	-6.97
彤程新材	1.13	57.61	0.67	398.97	0.91	-35.53	-	-	3.68	-0.69	5.06	-
龙蟠科技	2.49	214.78	0.69	279.48	0.64	110.63	0.91	149.63	4.89	21.81	4.89	18.33
万盛股份	1.79	-0.38	0.52	38.01	0.77	-33.53	0.95	-32.79	8.46	13.74	8.39	14.31
苏博特	3.48	56.47	0.56	103.90	0.82	-15.67	1.26	13.50	14.33	20.68	-	-
利安隆	3.33	-15.84	1.07	79.78	4.69	-3.98	5.55	-	10.12	55.73	10.56	64.16
皇马科技	0.58	88.75	0.27	148.20	5.40	127.92	-	-	8.34	-1.31	8.07	-2.73
瑞丰新材	0.32	51.35	0.16	233.74	0.64	121.17	0.70	-	1.70	5.24	1.70	-

	资本性支出 (亿元)				在建工程 (亿元)				固定资产 (亿元)			
阳谷华泰	2.29	30.12	0.42	-17.80	1.78	-19.51	1.84	-29.93	7.45	39.13	7.53	42.98
兄弟科技	3.11	-43.92	0.45	-61.18	5.80	-22.64	-	-	26.08	54.42	26.15	22.42
星湖科技	2.90	84.17	0.87	166.42	5.68	304.67	-	-	7.08	-10.38	6.90	-10.46
日科化学	1.43	-11.66	0.26	2089.04	0.57	71.94	-	-	5.50	-1.03	-	-
瑞丰高材	1.34	149.18	0.10	-48.15	0.47	-40.48	-	-	2.89	49.52	2.93	54.39
醋化股份	0.93	98.36	0.57	463.48	1.05	433.46	1.53	669.06	4.13	-12.04	-	-
美联新材	1.08	-63.43	0.19	-30.63	0.87	-64.68	-	-	6.98	33.94	6.87	36.93
红墙股份	0.79	70.73	0.30	190.54	0.01	45.14	0.03	27.15	1.94	37.85	1.88	36.90
华业香料	0.14	-77.04	0.02	-64.24	0.08	-91.32	0.08	-	1.57	95.54	1.55	-
嘉澳环保	2.15	26.87	0.28	-40.92	2.32	-16.75	2.97	-6.71	5.42	50.01	5.33	51.11
合计	85.11	-16.32	28.98	65.31	70.98	-31.55	51.22	-39.25	467.70	22.34	444.91	22.09

数据来源: Wind、开源证券研究所

以食品添加剂和润滑油添加剂为代表的国产添加剂行业近年来快速发展。消费升级趋势为食品添加剂行业注入源源不断的动力；国产替代和应用占比的提高为润滑油添加剂行业创造非常广阔的市场空间。我们看好国产添加剂行业较长时期的增长趋势。受益标的：**新和成、利安隆等**。

2.5、碳纤维：业绩保持快速增长，盈利质量保持较高水平

成长能力：2020年碳纤维板块实现营收25.05亿元，同比增长28.50%；实现归母净利润8.74亿元，同比增长32.76%。2020年一季度，碳纤维板块实现营收6.98亿元，同比增长31.09%，环比增长8.84%；实现归母净利润2.5亿元，同比增长25.81%，环比增长14.80%。碳纤维板块业绩持续快速增长。其中，光威复材2020年实现营收21.16亿元，同比增长23.36%；实现归母净利润6.42亿元，同比增长22.98%。中简科技2020年实现营收3.90亿元，同比增长66.14%；实现归母净利润2.32亿元，同比增长70.09%。

表21：碳纤维板块业绩快速增长

	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	环比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	环比 (%)
光威复材	21.16	23.36	6.25	28.07	22.00	6.42	22.98	2.18	27.32	86.27
中简科技	3.90	66.14	0.73	64.19	-43.31	2.32	70.09	0.32	16.36	-68.33
合计	25.05	28.50	6.98	31.09	8.84	8.74	32.76	2.50	25.81	14.80

数据来源: Wind、开源证券研究所

盈利能力：2020年碳纤维板块毛利率达55.11%，同比增加2.97pcts；净利率达34.89%，同比增加1.12pcts。2021Q1，板块毛利率达57.10%，同比减少0.72pcts，环比增加6.24pcts；净利率达35.86%，同比减少1.51pcts，环比增加1.86pcts。盈利能力整体比较稳定。

表22: 碳纤维板块盈利能力整体稳定

	净利率 (%)					毛利率 (%)				
	2020	同比 (pcts)	2021Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)	2020	同比 (pcts)	2021Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)
光威复材	30.29	-0.14	34.92	-0.22	12.15	49.81	1.80	54.63	-0.97	12.13
中简科技	59.65	1.39	43.61	-17.92	-34.44	83.89	1.54	78.16	-3.97	-5.80
合计	34.89	1.12	35.86	-1.51	1.86	55.11	2.97	57.10	-0.72	6.24

数据来源: Wind、开源证券研究所

营运能力: 碳纤维整体营运能力稳定。2020 年末碳纤维板块整体应收账款 4.31 亿元, 同比增加 16.46%; 板块整体应收账款周转天数为 62 天, 较 2019 年减少 6 天; 2020Q1 板块整体应收账款周转周期为 274 天, 较 2020Q1 增加 22 天。

表23: 2020 年碳纤维板块整体应收账款周转天数为 62 天

	应收账款 (亿元)				应收账款周转天数 (天)			
	2020	同比 (%)	2021Q1	Q1 同比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	Q1 同比 (%)
光威复材	2.43	-3.26	2.68	16.25	41.98	-66.79	36.78	-17.16
中简科技	1.89	57.89	2.64	85.83	142.28	-11.01	277.86	5.40
合计	4.31	16.46	5.32	42.75	61.95	-9.37	274.24	8.89

数据来源: Wind、开源证券研究所

盈利质量: 2020 年碳纤维板块经营活动现金流入和经营活动现金净流量分别为 30.82 亿元、12.53 亿元, 同比分别增长 29.70%、44.65%, 其中经营活动现金流入占营业收入的比例达到 123.02%。2021Q1, 碳纤维板块经营活动现金流入为 4.11 亿元, 同比下降 11.35%; 经营活动现金净流量为 -1.51 亿元; 经营活动现金流入占营业收入的比例达 58.88%。

表24: 2020 年碳纤维板块经营活动现金流入占营业收入比例达到 123.02%

	经营活动现金流入 (亿元)				经营活动现金流入/营业收入			
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (pcts)	2021Q1	同比 (pcts)
光威复材	26.55	23.71	3.21	-10.28	125.50	0.36	51.32	-21.94
中简科技	4.27	85.55	0.90	-14.93	109.57	11.47	123.46	-114.84
合计	30.82	29.70	4.11	-11.35	123.02	1.13	58.88	-28.19

数据来源: Wind、开源证券研究所

资本支出: 2020 年末, 碳纤维板块固定资产总额为 15.36 亿元, 同比增长 104.71%; 在建工程总额为 6.10 亿元, 同比减少 40.55%; 全年资本性支出为 6.99 亿元, 同比增长 33.18%。2021 年一季度资本支出为 1.70 亿元, 同比增长 70.08%。

表25: 2021Q1 碳纤维板块资本支出同比高增 70.08%

	资本性支出 (亿元)				在建工程 (亿元)				固定资产 (亿元)			
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)
光威复材	5.81	58.78	1.33	177.33	5.81	12.15	6.82	85.27	8.55	55.65	8.36	13.26
中简科技	1.18	-25.66	0.37	-28.61	0.30	-94.15	0.34	-	6.82	238.51	6.62	-
合计	6.99	33.18	1.70	70.08	6.10	-40.55	7.16	94.58	15.36	104.71	14.99	102.97

数据来源: Wind、开源证券研究所

碳纤维广泛应用在国防军工和民品领域,随着我国军用先进航空飞机的放量列装、国产民用客机制造的不断成熟、风电需求的增加,以及在汽车、轨交等更多新型应用场景中渗透率的提高,我国国产碳纤维行业拥有非常广阔的发展空间。目前,我国军工行业正处于景气上行期,作为军工核心材料之一的碳纤维料将充分受益,保持较高的增长速度。**受益标的: 光威复材、中简科技。**

2.6、尾气治理: 营收、归母净利润同步高增长, 盈利能力良好

成长能力: 2020 年尾气治理板块实现营业收入 604.79 亿元, 同比增长 28.87%; 实现归母净利润 52.11 亿元, 同比增长 20.51%。2021Q1, 尾气治理板块实现营业收入 187.79 亿元, 同比增长 63.17%, 环比增长 1.82%; 实现归母净利润 16.89 亿元, 同比增长 51.70%, 环比增长 46.36%。其中, 国瓷材料、奥福环保整体业绩表现突出, 2020 年归母净利润同比分别增长 14.64%、55.01%; 2021Q1 归母净利润同比分别增长 61.62%、29.02%, 环比分别增长 17.59%、60.95%。

表26: 尾气治理板块业绩高速增长

	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	环比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	环比 (%)
威孚高科	128.84	46.67	47.00	69.55	58.51	27.73	22.25	8.62	56.65	58.81
四川美丰	29.12	-0.57	7.82	37.60	-6.04	1.04	20.09	0.52	635.27	54.68
银轮股份	63.24	14.55	19.99	56.84	10.11	3.22	1.23	1.05	13.05	146.93
雪龙集团	4.88	33.50	1.28	48.39	-13.75	1.46	46.28	0.42	128.84	-12.92
隆盛科技	5.78	42.19	2.01	140.10	-3.75	0.54	78.67	0.21	735.25	-10.26
国瓷材料	25.42	18.08	6.21	27.55	-13.12	5.74	14.64	1.86	61.62	17.59
龙蟠科技	19.15	11.77	5.95	89.36	9.32	2.03	59.20	0.61	143.34	2.79
贵研铂业	289.26	35.46	86.88	71.50	-12.46	3.26	40.41	1.70	25.87	369.33
万润股份	29.18	1.67	7.87	17.69	-18.75	5.05	-0.39	1.32	6.08	-15.67
奥福环保	3.14	17.18	0.91	28.79	0.75	0.80	55.01	0.27	29.02	60.95
艾可蓝	6.77	19.63	1.88	58.52	-18.84	1.25	21.30	0.31	42.76	-15.07
合计	604.79	28.87	187.79	63.17	1.82	52.11	20.51	16.89	51.70	46.36

数据来源: Wind、开源证券研究所

盈利能力: 2020 年尾气治理板块毛利率达 15.62%, 同比下降 1.96pcts; 净利率达 8.62%, 同比下降 0.60pcts。2021Q1, 尾气治理板块毛利率达 15.63%, 同比下降

1.49pcts, 环比增加 1.39pcts; 净利率达 8.99%, 同比下降 0.68pcts, 环比增加 2.74pcts。板块整体盈利能力稳健。

表27: 尾气治理板盈利能力整体保持稳定

	净利率 (%)					毛利率 (%)				
	2020	同比 (pcts)	2021Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)	2020	同比 (pcts)	2021Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)
威孚高科	21.91	-4.31	18.94	-1.04	0.21	19.05	-5.01	17.98	-0.84	-4.70
四川美丰	3.39	0.43	7.75	8.25	0.94	15.84	-0.79	20.63	3.83	7.06
银轮股份	5.79	-0.54	5.99	-1.91	2.81	23.92	-0.20	21.39	-2.94	-0.66
雪龙集团	29.96	2.62	33.21	11.67	0.32	52.57	-0.30	53.87	0.83	-0.33
隆盛科技	9.40	1.94	10.90	8.32	-0.74	26.62	-1.93	25.19	-0.49	-0.87
国瓷材料	24.43	-0.81	31.08	6.63	7.01	46.34	-1.42	48.81	-0.31	4.47
龙蟠科技	12.52	3.02	11.75	1.77	-2.18	37.83	3.25	36.94	1.42	-3.23
贵研铂业	1.26	0.04	2.06	-0.72	1.60	3.41	-0.32	5.09	-0.06	3.18
万润股份	18.89	0.29	18.89	-1.25	2.05	44.88	1.28	39.90	-2.79	-7.31
奥福环保	24.94	5.69	28.73	-0.76	11.74	52.32	2.00	53.83	-1.09	6.63
艾可蓝	18.54	0.44	16.36	-1.86	0.29	35.90	-0.14	28.63	-4.94	-6.16
合计	8.62	-0.60	8.99	-0.68	2.74	15.62	-1.96	15.63	-1.49	1.39

数据来源: Wind、开源证券研究所

营运能力: 2020 年末尾气治理板块整体应收账款 86.00 亿元, 同比增加 15.76%; 板块整体应收账款周转天数为 51 天, 较 2019 年减少 6 天; 2020Q1 板块整体应收账款周转周期为 216 天, 较 2020Q1 减少 30 天。尾气治理整体营运能力稳定。

表28: 2020 年尾气治理板块整体应收账款周转天数为 51 天

	应收账款 (亿元)				应收账款周转天数 (天)			
	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)	2020	同比 (%)	2021Q1	同比 (%)
威孚高科	28.25	22.25	42.03	65.01	71.75	-17.23	67.28	-14.68
四川美丰	0.81	64.77	0.76	34.41	8.05	35.56	9.07	7.92
银轮股份	19.91	3.05	24.63	19.61	111.63	-4.43	100.25	-28.85
雪龙集团	1.11	-10.23	1.49	9.19	86.51	-18.55	91.72	-32.63
隆盛科技	1.73	11.20	2.49	86.59	102.02	-14.86	94.50	-39.17
国瓷材料	10.08	15.17	11.00	11.65	133.28	-1.60	152.83	-11.17
龙蟠科技	2.38	3.88	2.30	35.41	43.94	-2.87	35.38	-38.06
贵研铂业	12.75	21.29	20.31	82.35	14.48	-1.74	17.13	-10.96
万润股份	5.51	37.56	4.48	44.79	58.73	3.14	57.14	19.56
奥福环保	1.16	-3.99	1.29	-9.25	135.44	-7.57	121.64	-27.65
艾可蓝	2.32	27.28	2.08	0.74	110.02	6.48	105.30	-28.59
合计	86.00	15.76	112.86	43.59	51.19	-10.17	216.36	-12.00

数据来源: Wind、开源证券研究所

盈利质量：2020年尾气治理板块经营活动现金流入和经营活动现金净流量分别为599.96亿元、33.57亿元，同比分别增长23.65%、11.80%，其中经营活动现金流入占营业收入的比例达到99.20%，高现金流量与收入比展现了尾气治理板块较为健康的现金流量水平。2021Q1，尾气治理板块经营活动现金流入为163.95亿元，同比增加27.81%；经营活动现金净流量为-8.14亿元；经营活动现金流入占营业收入的比例达87.30%。板块盈利质量维持较高水平。

表29：2020年尾气治理板块经营活动现金流入占营业收入的比例为99.20%

	经营活动现金流入（亿元）				经营活动现金流入/营业收入（%）			
	2020	同比（%）	2021Q1	同比（%）	2020	同比（pcts）	2021Q1	同比（pcts）
威孚高科	120.43	44.37	32.11	15.69	93.47	-1.48	68.32	-31.81
四川美丰	29.09	6.63	7.12	55.97	99.87	6.75	91.01	10.72
银轮股份	43.61	11.11	15.54	38.39	68.96	-2.13	77.74	-10.37
雪龙集团	3.31	-0.80	1.25	123.49	67.79	-23.44	97.78	32.86
隆盛科技	5.07	30.11	1.02	1.65	87.67	-8.14	50.77	-69.16
国瓷材料	23.14	17.38	4.90	12.38	91.03	-0.54	78.89	-10.65
龙蟠科技	18.24	6.95	6.35	36.52	95.28	-4.29	106.67	-41.28
贵研铂业	319.98	26.97	82.26	27.24	110.62	-7.39	94.68	-32.94
万润股份	29.77	-8.82	10.94	28.97	102.01	-11.74	139.07	12.16
奥福环保	2.51	22.21	0.60	161.53	79.81	3.28	66.73	33.87
艾可蓝	4.83	5.31	1.86	134.76	71.27	-9.69	98.95	32.13
合计	599.96	23.65	163.95	27.81	99.20	-4.19	87.30	-24.16

数据来源：Wind、开源证券研究所

资本支出：2020年末，尾气治理板块固定资产总额为119.37亿元，同比增长5.42%；在建工程总额为20.25亿元，同比增加17.49%；全年资本性支出为25.55亿元，同比增长8.99%。2021年一季度资本支出为7.26亿元，同比增长22.92%。

表30：尾气治理板块资本性支出持续增长

	资本性支出（亿元）				在建工程（亿元）				固定资产（亿元）			
	2020	同比（%）	2021Q1	同比（%）	2020	同比（%）	2021Q1	同比（%）	2020	同比（%）	2021Q1	同比（%）
威孚高科	4.93	-16.43	1.29	-13.89	2.44	-1.64	2.34	1.02	28.82	1.30	28.98	1.19
四川美丰	0.20	37.40	0.08	394.70	0.09	-25.28	0.11	-27.17	20.05	-8.53	19.61	-8.63
银轮股份	4.26	18.27	1.72	97.63	2.73	32.79	2.59	19.34	21.65	8.96	22.26	13.83
雪龙集团	0.35	-48.00	0.13	3.92	0.14	-71.67	-	-	2.06	44.19	-	-
隆盛科技	1.15	18.32	0.24	-11.27	0.80	-40.16	1.03	-33.30	3.28	38.85	3.22	39.30
国瓷材料	2.18	11.39	0.84	140.32	0.94	14.13	1.11	47.50	10.95	10.47	10.76	8.62
龙蟠科技	2.49	214.78	0.69	279.48	0.64	110.63	0.91	149.63	4.89	21.81	4.89	18.33
贵研铂业	2.20	649.87	0.26	-84.67	2.16	1080.21	2.29	1102.81	8.02	-5.03	7.92	-

	资本性支出 (亿元)				在建工程 (亿元)				固定资产 (亿元)			
万润股份	6.59	-22.72	1.52	121.70	9.73	7.00	10.41	7.57	16.23	14.33	15.72	15.04
奥福环保	0.92	114.70	0.41	140.23	0.51	63.39	0.78	-	2.59	31.82	2.45	22.96
艾可蓝	0.28	94.11	0.07	56.33	0.05	582.33	0.04	385.71	0.82	24.07	0.84	28.57
合计	25.55	8.99	7.26	22.92	20.25	17.49	21.61	25.86	119.37	5.42	116.64	14.00

数据来源: Wind、开源证券研究所

重型柴油车的尾气排放国六标准将于 2021 年 7 月 1 日执行, 国六标准的载体、催化器比国五标准产品技术附加值更高, 对于沸石分子筛更是“从 0 到 1”的全新增量市场, 我们看好产业链公司在 2021 年迎来业绩攀升。受益标的: 万润股份。

3、风险提示

技术突破不及预期, 行业竞争加剧, 原材料价格波动等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn