



## 买入 (首次)

所属行业: 化工  
当前价格(元): 65.90

### 证券分析师

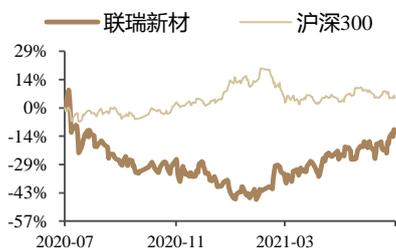
李骥

资格编号: S0120521020005

邮箱: lij3@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.91	19.70	22.62
相对涨幅(%)	13.66	17.86	23.09

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

# 联瑞新材 (688300.SH): 高精尖硅微粉龙头, 下游需求景气向上

## 投资要点

- 高精尖硅微粉龙头企业, 产品品类丰富。**公司为国内高端硅微粉龙头企业, 旗下产品线丰富, 目前拥有角形硅微粉、圆角硅微粉、微米球形硅微粉、亚微米球形硅微粉和球形氧化铝五大产品线, 品类丰富, 高端产品更是销往海内外多家知名厂商。其中, 微米级和亚微米级球形硅微粉、低放射性球形硅微粉的客户包括三星、住友、松下、台塑等公司; 球形氧化铝粉更是获得包括莱尔德、瓦克、派克、三星、KCC、住友、松下、飞荣达在内的多家客户订单。
- 扩产项目稳步推进, 积极推动新产品建设。**2020年, 公司募投项目“硅微粉生产线智能化升级及产能扩建项目”、“硅微粉生产基地建设项目”产能逐步释放, 产线的智能化水平显著提升, 新增球形产品7200吨/年产能, 满足了客户球形产品的新增需求; “高流动性高填充熔融硅微粉产能扩建项目”完成建设, 产能2021年逐步释放。2020年, 公司在连云港自贸区设立全资子公司, 扩大球形氧化铝粉和亚微米级球形硅微粉的产能, 新建液态填料生产线, 项目设计产能为9500吨/年。该项目主要用于满足热界面材料和5G市场、封装基板等领域的需求, 投产后将进一步巩固公司行业领先地位。
- 下游覆铜板和环氧塑封行业景气向上, 打开公司成长空间。**近年来我国覆铜板产量持续放量, 随着产能向国内迁移, 未来市场对球形硅微粉的需求将进一步上升。2014年-2019年, 国内覆铜板行业产值的年复合增长率为6.55%。以增长率6.55%估算, 到2025年, 国内覆铜板行业产值将达到10.45亿平方米。环氧塑封料方面, 2013年-2020年, 我国封装测试行业的年复合增长率为14.83%。与2014年相比, 2020年我国集成电路封装测试业销售额实现翻番, 达到2509亿元。我们认为下游的高速发展和持续景气有望带动公司球形产品的需求, 打开成长空间。
- 投资建议:**基于公司在硅微粉行业绝对盈利优势, 以及技术护城河, 我们认为随着募投项目产能释放叠加下游需求持续走高, 公司市场竞争力有望进一步深化, 未来成长可期。我们预计公司2021-2023年每股收益分别为2.06、2.56和3.30元, 结合当前股价, 对应PE分别为32、26和20倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:**扩产不及预期、下游需求不及预期、新产品推广不及预期。

### 股票数据

总股本(百万股):	85.97
流通A股(百万股):	52.62
52周内股价区间(元):	40.31-81.72
总市值(百万元):	5,665.65
总资产(百万元):	1,170.63
每股净资产(元):	11.64

资料来源: 公司公告

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	315	404	606	714	857
(+/-)YOY(%)	13.4%	28.2%	49.8%	17.8%	20.1%
净利润(百万元)	75	111	177	220	284
(+/-)YOY(%)	28.0%	48.5%	59.6%	24.2%	29.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.87	1.29	2.06	2.56	3.30
毛利率(%)	46.3%	42.8%	48.9%	50.1%	51.0%
净资产收益率(%)	8.3%	11.5%	16.1%	17.2%	18.7%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



## 内容目录

1. 国内高精尖硅微粉龙头，产品优化正当时 .....	5
1.1. 股权稳定，生益科技为第一大股东 .....	5
1.2. 产品结构持续优化，从角形到球形硅微粉全面升级 .....	5
1.3. 规模扩张推动业绩步入高速增长期 .....	7
2. 高端硅微粉国产替代空间较大，下游驱动力强 .....	10
2.1. 硅微粉下游应用广泛，行业稳步增长 .....	10
2.2. 高端硅微粉国产替代空间巨大 .....	11
3. 硅微粉应用领域广阔，高端需求增长点爆发 .....	12
3.1. 覆铜板：5G 驱动覆铜板需求，为硅微粉带来发展空间 .....	12
3.2. 集成电路发展带动环氧塑封料需求 .....	14
3.3. 蜂窝陶瓷、涂料、高端建材需求齐发力 .....	16
4. 绑定核心客户，扩产助力公司业绩高增长 .....	17
4.1. 客户结构优异与产品升级放量巩固公司龙头地位 .....	17
4.2. 客户粘性高，渗透率提升空间大 .....	18
4.3. 公司氧化铝粉逐渐放量，深耕高精尖市场 .....	20
5. 盈利预测及估值 .....	21
6. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1: 公司股权结构 .....	5
图 2: 公司业务产业链梳理 .....	6
图 3: 2013 年-2021Q1 公司营业收入及同比增速 .....	7
图 4: 2013 年-2021Q1 公司净利润及同比增速 .....	7
图 5: 2012 年-2020 年公司三费情况 .....	8
图 6: 2016 年-2020 年公司员工数量及人均创收 .....	8
图 7: 2012 年-2020 年公司主要产品营业收入分布 (亿元) .....	8
图 8: 2012 年-2021Q1 公司利润率 .....	8
图 9: 2012 年-2021Q1 公司各产品毛利率 .....	8
图 10: 2020 年公司毛利分布 .....	9
图 11: 2020 年公司营业总收入分布 .....	9
图 12: 公司结晶硅微粉和熔融硅微粉产量及同比 .....	9
图 13: 公司球形硅微粉和其他 (氧化铝) 产量及同比 .....	9
图 14: 硅微粉在覆铜板行业的发展 .....	10
图 15: 硅微粉在环氧塑封行业的发展 .....	10
图 16: 2014 年-2023 年中国硅微粉行业市场规模 (单位: 亿元) .....	11
图 17: 我国覆铜板进出口量逐年减少 (单位: 千克) .....	12
图 18: 2008 年-2017 年全球 PCB 产值地区分布变化趋势 (%) .....	13
图 19: 2019 年-2025 年全球 PCB 行业产值规模 (亿美元) .....	13
图 20: 2012 年-2018 年中国 3G/4G 基站数 (单位: 万座) .....	13
图 21: 2019 年-2025 年中国新建 5G 基站数量 (万个) .....	13
图 22: 集成电路封装测试业销售额走势 .....	14
图 23: 2017-2022 年全球 EMC 用球型硅微粉需求预测 .....	14
图 24: 2014 年-2020 年中国集成电路产业销售额 (亿元) .....	15
图 25: 2015 年-2020 年中国集成电路产量走势 .....	15
图 26: 2018 年-2025 年国内各领域硅微粉需求测算 .....	16
图 27: 2020 年公司收入增速高于竞争对手 .....	18
图 28: 2020 年公司利润增速高于竞争对手 .....	18
图 29: 2018 年全球 CCL 市场格局 .....	19
图 30: 2005 年-2020 年生益科技覆铜板产量逐年上升 .....	20

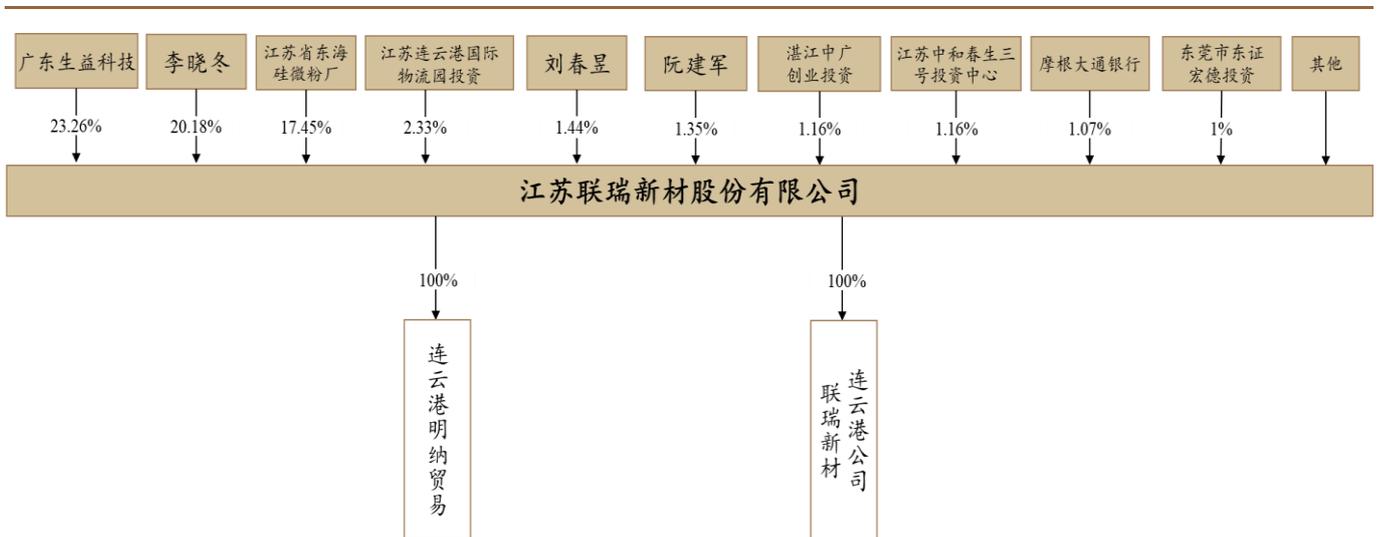
表 1: 公司主要产品 .....	6
表 2: 行业竞争格局 .....	17
表 3: 公司下游客户稳定 .....	18
表 4: 公司各板块业绩拆分和盈利预测 .....	21
表 5: 可比公司估值分析 .....	21

## 1. 国内高精尖硅微粉龙头，产品优化正当时

### 1.1. 股权稳定，生益科技为第一大股东

公司股权稳定，控制人有丰富的管理经验。公司前身东海硅微粉设立于 2002 年 4 月 28 日，注册资本为人民币 5500 万元。生益科技是公司第一大股东。2014 年 5 月，生益科技与李晓冬签订《股权转让协议》，将所持有的东海硅微粉 36.36% 的出资额以 3101.09 万元的价格转让给李晓冬。目前生益科技仍持有公司 23.26% 的股权，是公司第一大股东。公司实际控制人是李晓冬先生，直接持有 20.18% 的股权，控股的东海硅微粉厂持有公司 17.45% 股权，合计持有公司 37.63% 股权，同时他是公司的核心技术研发人员，拥有丰富的管理经验。

图 1：公司股权结构



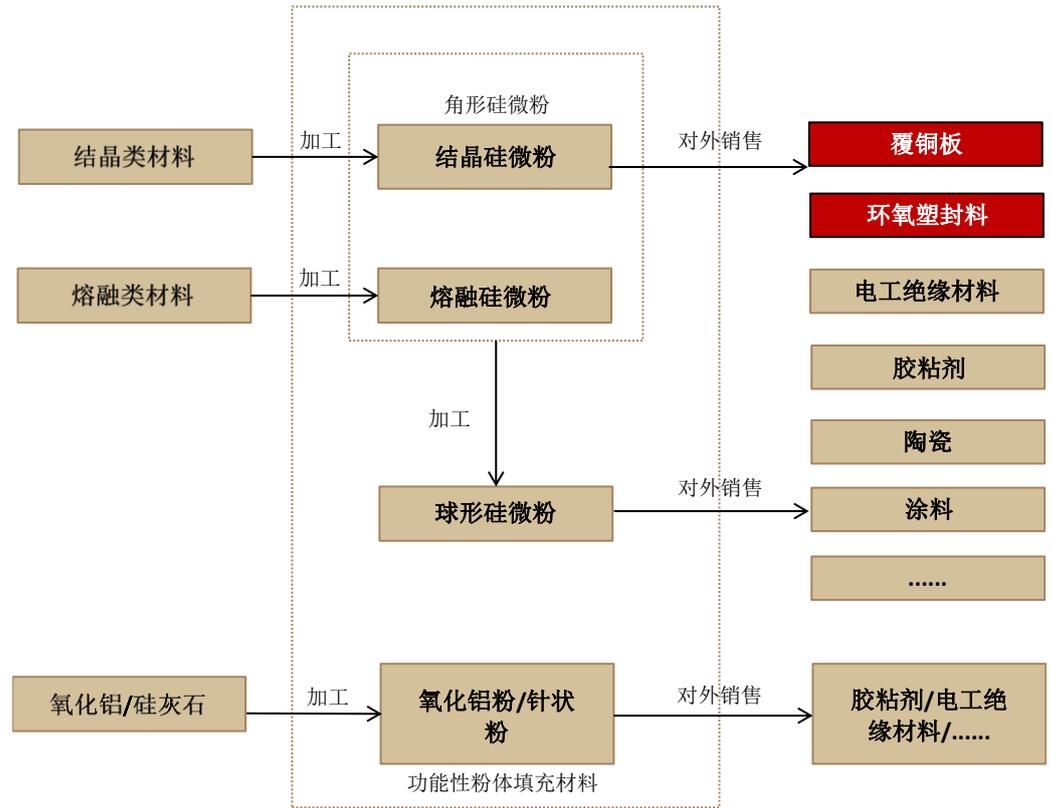
资料来源：公司公告，德邦研究所

### 1.2. 产品结构持续优化，从角形到球形硅微粉全面升级

公司是国内生产并销售硅微粉及其他粉材的领先厂商。主要产品是硅微粉，类别包括角形硅微粉和球形硅微粉；其他产品包括氧化铝粉等。从应用范围来看，硅微粉作为一种填料添加到覆铜板、环氧塑料料、电工绝缘材料等众多用途中，主要起到调节性能的作用。

公司客户稳定，产能持续扩张。2018 年，公司拥有角形硅微粉产能 6 万吨，球形硅微粉 7100 吨，2020 年新增 7200 吨球形产品。公司产品品质优异，受到客户的认可，销售市场遍布中国大陆、中国台湾、日本、韩国和东南亚等国家和地区。目前，公司已同世界级半导体塑料料厂商住友电工、日立化成、松下电工、KCC 集团、华威电子，全球前十大覆铜板企业建滔集团、生益科技、南亚集团、联茂集团、金安国纪、台耀科技、韩国斗山集团等企业建立了合作关系，并成为该等企业合格材料供应商。

图 2：公司业务产业链梳理



资料来源：招股说明书，德邦研究所

公司主要产品为结晶硅微粉、熔融硅微粉、球形硅微粉以及客户需要特殊设计处理的其他粉体材料。

(1) 结晶硅微粉是以石英块、石英砂等为原料，经过研磨、精密分级、除杂等工序加工而成的二氧化硅粉体材料，具有稳定的物理、化学特性以及合理、可控的粒度分布。

(2) 熔融硅微粉是选用熔融石英、玻璃类等材料作为主要原料，经过研磨、精密分级和除杂等工艺生产而成的二氧化硅粉体材料，具有高绝缘、线性膨胀系数小、内应力低、电性能优异等特性。

(3) 球形硅微粉是以精选的角形硅微粉作为原料，通过火焰法加工成球形的二氧化硅粉体材料，具有流动性好、应力低、比表面积小和堆积密度高等优良特性。

(4) 其他产品（氧化铝粉和针状粉）。公司生产的氧化铝粉主要应用于电子产品的发热体与散热设施之间的电子导热硅胶、灌封胶等领域。公司生产的针状粉是以硅灰石为原料，经过研磨、精密分级、除杂等工序加工而成的具有增强功能的有一定长径比要求的粉体材料，主要应用于电工绝缘材料等领域。

表 1：公司主要产品

产品类别	制造方法	主要用途
角形硅微粉	采用优质硅质原料，经高效研磨、除杂、精密分级、复配、表面改性等工序加工制成。	EMC、CCL 等电子材料的填料；硅橡胶、涂料、塑料等化工助剂；特种陶瓷的烧结助剂。
圆角硅微粉	以角形硅微粉为原料，经专用设备钝角化加工制成。	全包封用 EMC、高性能胶粘剂等等的填料，用于改善流动性和提高导热率。

微米球形硅微粉	以角形硅微粉为原料，经提纯、动态燃烧成球、精密分级、表面改性、混合复配等多道工艺加工而成。	高端芯片封装用 EMC、高频高速电路用 CCL 等电子材料的高性能填料；高性能涂料、塑料等的性能调节剂；特种陶瓷的烧结助剂。
亚微米球形硅微粉	以硅粉等为原料，经提纯、燃爆合成、精密分级、表面改性等工艺加工而成的功能性亚微米级（平均粒径 100-1000 纳米）填料。	EMC 性能调节剂，液态封装料，IC 载板填料，ABF 膜，底部填充（Underfill）材料，高性能塑料，齿科材料，3D 打印等。
球形氧化铝	以工业氧化铝粉为原料，经提纯、动态燃烧成球、精密分级、表面改性、混合等多道工艺加工而成。	改善 EMC、CCL 等电子材料导热性的填料；导热硅脂、导热灌封胶、导热硅胶垫片等热界面材料（TIM）。

资料来源：招股说明书，德邦研究所

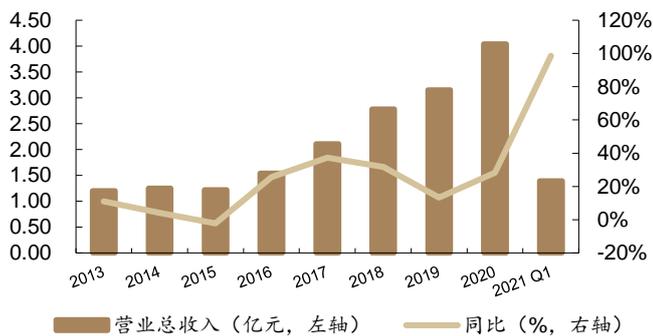
**公司的产品结构持续优化。**受高频高速覆铜板、高端芯片封装材料以及导热界面材料的数量需求增加影响，公司球形硅微粉和球形氧化铝粉的销售占比逐年提升，2020 年球形硅微粉营收占比提升至 35.79%，较 2019 年上升 7.1 个百分点。募投项目硅微粉生产线智能化升级及产能扩建项目投产并形成效益，硅微粉生产基地建设项目中球形粉产线进入调试阶段。

**球形硅微粉投建拉动公司产品结构升级。**公司于 2020 年设立全资子公司，总投资 2.3 亿元人民币，进行实施电子级新型功能性材料一期项目，主要扩产球形氧化铝粉、亚微米级球形硅微粉及制造液态填料，项目设计产能为 9500 吨/年，将主要运用于新能源汽车。2020 年，公司募投球型硅微粉项目产能在逐步释放，带来球形产品 7200 吨/年产能，满足了客户在当年球形产品的新增需求，球型硅微粉产能达到 1.43 万吨，产能扩充将为公司成长奠定基础。

### 1.3. 规模扩张推动业绩步入高速增长长期

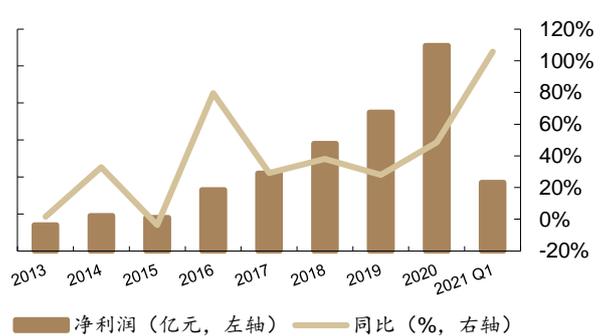
**受益于下游 PCB 行业在我国的迅速发展，公司业绩增长迅速。**2018-2020 年，公司分别实现营业收入 2.78、3.15、4.04 亿元，2020 年营收同比增速 28.2%，主要因为半导体和汽车行业 2020 年复苏较快；实现归母净利润为 0.58、0.75、1.11 亿元，2020 年归母净利润同比增速 48.49%。2021Q1，公司实现营收 1.39 亿元，同比增速为 98.70%，实现归母净利润 0.37 亿元，同比增速为 105.71%。

图 3：2013 年-2021Q1 公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

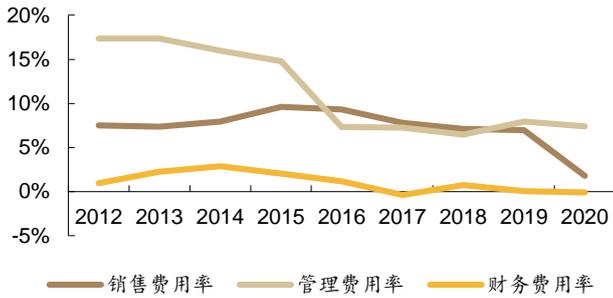
图 4：2013 年-2021Q1 公司净利润及同比增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

**规模扩张带来的边际成本下降，营业成本及三费率呈现下降趋势。**公司内生成长带来工艺的改进，产能扩张过程中规模优势逐渐突出，公司销售费用率从 2015 年的 9.60% 下降至目前约 1.78% 的水平。公司持续招兵买马，员工人数从 2016 年的 251 人扩张至 2020 年的 365 人，人均创收自 61.21 万元增长至 110.74 万元，充分彰显公司精细化管理和优秀的盈利能力。

图 5: 2012 年-2020 年公司三费情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所  
注: 2015 年之前管理费用包含研发费用。

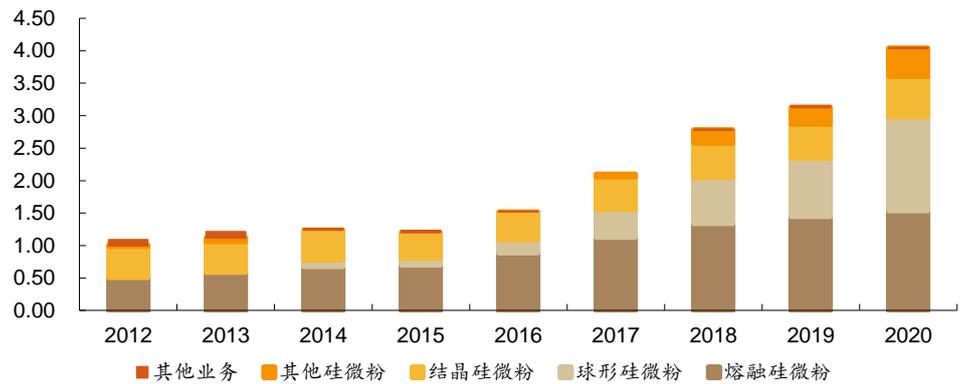
图 6: 2016 年-2020 年公司员工数量及人均创收



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

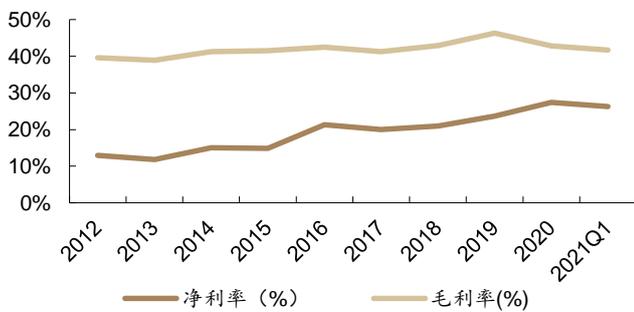
产品结构改善叠加费用控制得当, 公司业绩快速增长。公司盈利能力强劲, 近年来毛利率维持在 40% 以上, 净利润维持在 20% 以上, 且近年来呈现上升趋势。2020 年净利率上升至 27.44%, 较 2019 年增长 3.75 个百分点, 比 2014 年净利率几乎翻倍。近年来, 公司持续改善产品结构, 强化高端品类诸如球形产品的整体比例。目前公司在建项目为球形产线, 产能为 9500 吨/年, 后期公司将争取在 Low Df、Low alpha 等紧缺需求环节上推出更多新品, 在硅基、铝基氮化物方面形成突破, 持续打造高端产品矩阵。

图 7: 2012 年-2020 年公司主要产品营业收入分布 (亿元)



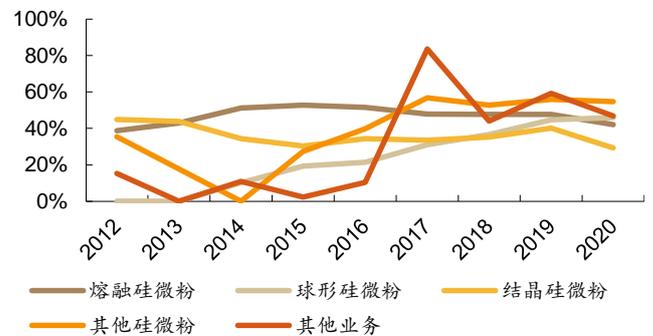
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 8: 2012 年-2021Q1 公司利润率



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

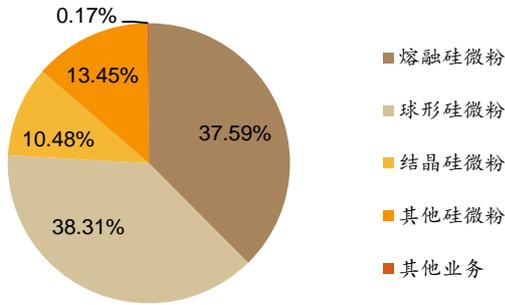
图 9: 2012 年-2021Q1 公司各产品毛利率



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

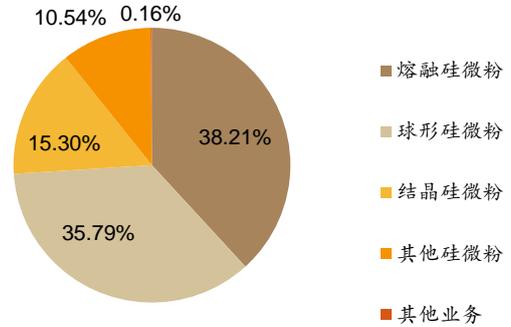
随着高端产能的释放，公司盈利结构有望显著改善。球形硅微粉、熔融硅微粉以及结晶硅微粉构成了公司营收的主要来源，2020年，球形硅微粉与熔融硅微粉约占公司整体毛利均为75.90%。熔融硅晶粉是公司收入最大的构成部分，2020年占公司营收38.21%；而公司毛利最大的构成部分则为球形硅微粉，2020占公司毛利38.31%。熔融硅晶粉、结晶硅晶粉在公司营收占比中呈下降趋势，而球形硅微粉是公司营收增长最快的产品。

图 10：2020 年公司毛利分布



资料来源：公司公告，德邦研究所

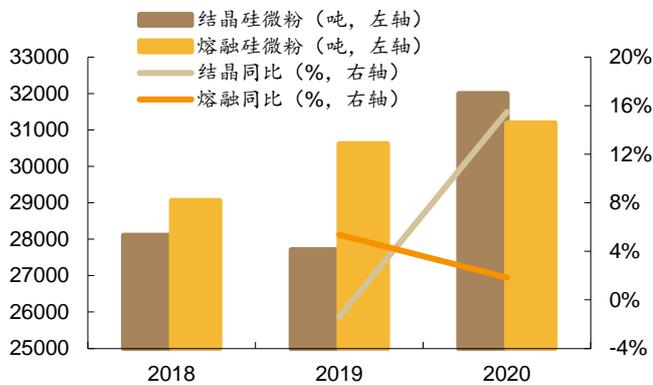
图 11：2020 年公司营业总收入分布



资料来源：公司公告，德邦研究所

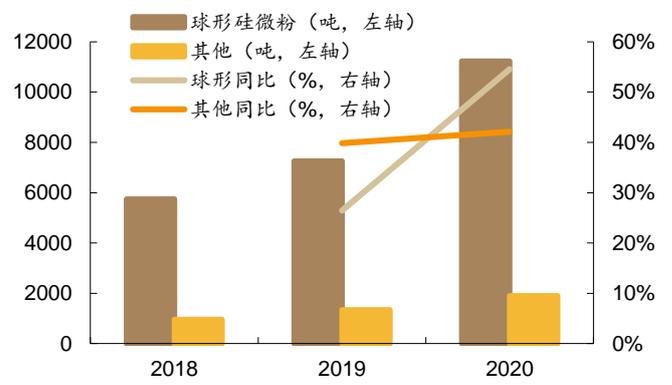
紧握核心技术，持续强化产品出货量。公司通过多年的硅微粉的研发和生产积累了大量粉体的制造经验，掌握了球化技术、表面改性技术、提纯检测技术等粉体生产的核心技术，产量不断上升，尤其是球形硅微粉2020年产量增长54.56%，增幅显著。

图 12：公司结晶硅微粉和熔融硅微粉产量及同比



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 13：公司球形硅微粉和其他（氧化铝）产量及同比



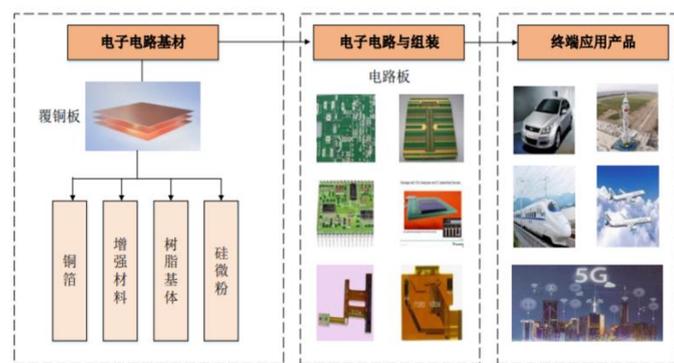
资料来源：公司公告，德邦研究所

## 2. 高端硅微粉国产替代空间较大，下游驱动力强

### 2.1. 硅微粉下游应用广泛，行业稳步增长

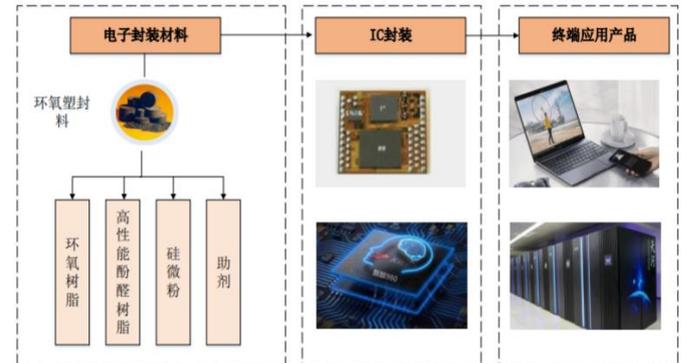
硅微粉是一种性能优异的功能性填料。硅微粉是以结晶石英、熔融石英等为原料，经研磨、精密分级、除杂、高温球化等工艺加工而成的一种无毒、无味、无污染二氧化硅粉体，是非金属矿物制品的一种，广泛应用于覆铜板、环氧塑封料、电工绝缘材料、胶粘剂、陶瓷、涂料等领域。硅微粉可分为角形硅微粉和球形硅微粉，其中角形粉根据制备方法不同可分为结晶硅微粉和熔融硅微粉。硅微粉下游最重要的应用在于覆铜板及环氧塑封料，随着 5G 商业化，电子信息产业逐渐向高端化发展，球形硅微粉使用范围将日益扩大。

图 14：硅微粉在覆铜板行业的发展



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 15：硅微粉在环氧塑封行业的发展

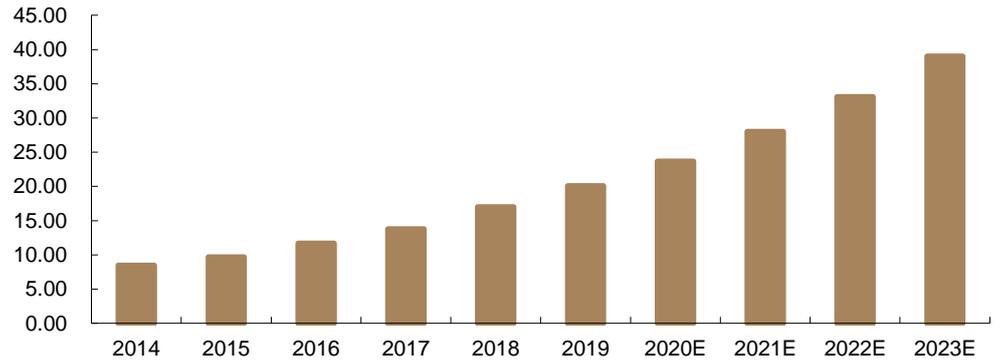


资料来源：公司公告，德邦研究所

随着通信技术的发展和通信电子设备需求增加，电子产品应用领域中的覆铜板和集成电路封装需求量稳步上升。从国际市场规模来看，全球球形硅微粉市场需求不断增加。据智研资讯，2019 年全球球形硅微粉销售保持 10% 左右的增速，市场规模达到 15 万吨左右，近 5 年市场规模保持 8% 左右的速率持续增长；日本企业在硅微粉行业占据优势，全球球形硅微粉 70% 以上市场来自日本。

从国内市场规模来看：中国半导体和集成电路行业快速发展，推动中国覆铜板和集成电路封装需求抬升，进而导致硅微粉的市场需求显著增长。据头豹研究院统计，2014 至 2018 年，中国硅微粉行业市场规模从 8.5 亿元人民币迅速增长至 17.0 亿元人民币，年复合增长率达 18.1%。受益于下游需求的景气度，预计未来中国硅微粉市场规模将保持 18% 的年复合增长率，到 2023 年市场规模将增长至 39 亿人民币。

图 16：2014 年-2023 年中国硅微粉行业市场规模（单位：亿元）



资料来源：头豹研究院，德邦研究所

## 2.2. 高端硅微粉国产替代空间巨大

目前全球高端电子材料行业仍以日本、韩国等发达国家为主导。硅微粉行业在国内发展较快，但国内企业生产的主要是角形结晶硅微粉和角形熔融硅微粉，大部分产品档次较低，有的无法满足高端电子材料厂商对硅微粉的品质要求，导致国内的电子行业对国外企业的球型硅微粉依赖程度较高。

未来球形硅微粉在我国市场存在巨大的应用空间。全球球形硅微粉市场被日企占据 75%，代表性企业有东芝熔融、信越、雅都玛等，其中雅都玛则垄断了 1 $\mu$ m 以下球形硅微粉市场。国内球形硅微粉生产企业有雅克科技旗下的华飞电子、联瑞新材等。虽然近几年我国球形硅微粉生产技术取得突破，但在产品的纯度、粒度等方面仍与外国产品存在差距，国内市场需求仍旧依赖进口。据新思界产业研究统计，国内球形硅微粉国产占比约为 15% 左右。球型硅微粉在覆铜板领域有较高的需求量，据测算 2020 年国内覆铜板产值已占据全球市场总量五成以上，未来产能有望持续向国内转移。

### 3. 硅微粉应用领域广阔，高端需求增长点爆发

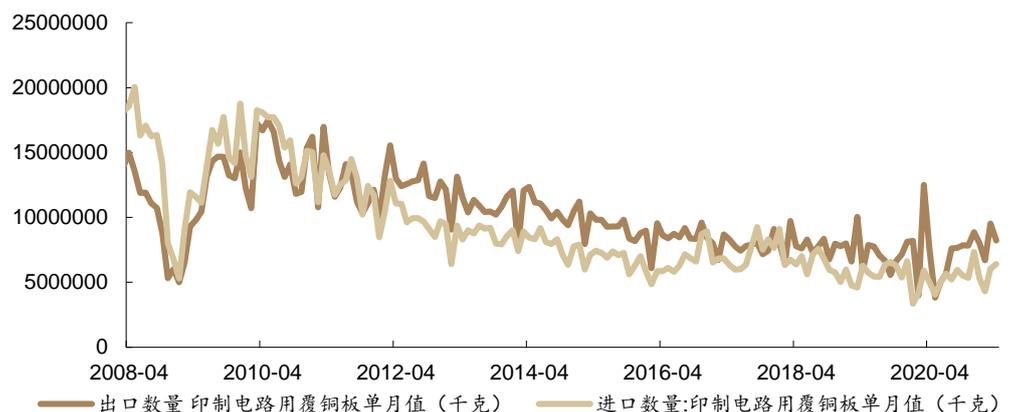
**硅微粉未来发展前景良好。**硅微粉产品作为功能性填料，具有高耐热、高绝缘、低线性膨胀系数和导热性好等独特的物理、化学特性，能够广泛应用于覆铜板、环氧塑封料、电工绝缘材料、胶黏剂、陶瓷、涂料、精细化工、高级建材等领域，下游应用行业良好的发展前景能够为硅微粉行业的市场增长空间提供良好的保障。

#### 3.1. 覆铜板：5G 驱动覆铜板需求，为硅微粉带来发展空间

**当前硅微粉在覆铜板中的填充重量比例可达到 15%。**智能手机、电脑、汽车、通信基站以及其他新型消费电子驱动印制电路板和覆铜板的需求持续增长。根据中国印制电路行业协会的数据显示，2019 年我国覆铜板行业总产量为 7.14 亿平方米。据智研资讯，每平方米覆铜板产品可折算成重量约为 2.5 千克，因此我们测算得出 2019 年我国覆铜板行业产量约为 178.50 万吨。

**我国覆铜板产量放量，产能国产化明显，未来对球形硅微粉的需求上升。**2014 年至 2019 年，国内覆铜板行业产量的年复合增长率为 6.55%。以增长率 6.55% 估算，到 2025 年，国内覆铜板行业产值将达到 10.45 亿平方米。按 2.5 千克/平方米的重量估算，据此测算出到 2025 年我国覆铜板行业产量约为 261.2 万吨。以硅微粉在覆铜板中的填充比例 15% 估算，到 2025 年我国覆铜板用硅微粉需求量为 39.18 万吨。我国覆铜板的出口数量和进口数量大幅减少，相比 2011 年 1 月，覆铜板进口减少了近一半；我国覆铜板产量已占到全球 50% 以上，且产能持续向中国转移，但是球形硅微粉仍处于起步放量阶段，存在巨大的国产替代空间。

图 17：我国覆铜板进出口量逐年减少（单位：千克）

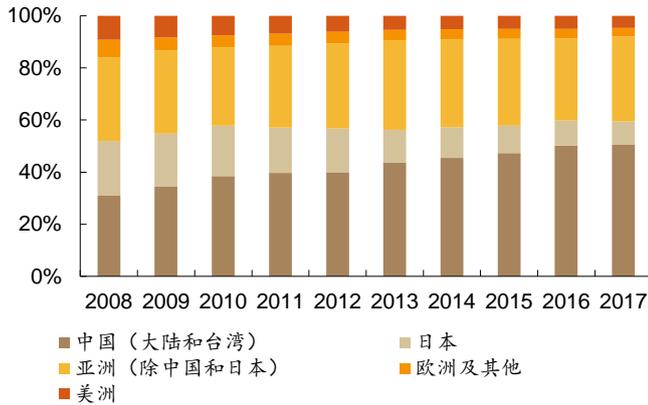


资料来源：Wind，德邦研究所

**PCB：覆铜板是一种电子基础材料，PCB 则是电子产品中电路元件和器件的关键支撑件，是覆铜板的主要下游产业。**据 PrismaMark 统计，2000 年以前，全球超过 70% 的 PCB 产值分布于欧美等地区；21 世纪后，全球 PCB 产值不断向亚洲转移，如中国大陆、中国台湾、日本、韩国、美国、欧洲和东南亚等区域。目前亚洲地区 PCB 产值已占全球超过 90%，中国 PCB 产值占比超 50%。2020 年新冠肺炎对行业虽有所影响，但 5G 的快速发展让 PCB 行业的成长空间不断加

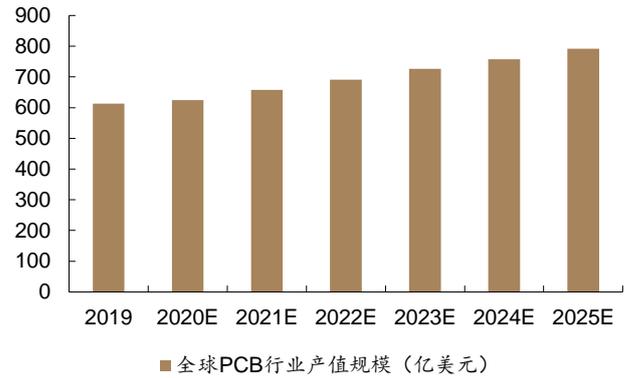
大，全球 PCB 产值为 625 亿美元，至 2025 年将达到 792 亿美元。

图 18：2008 年-2017 年全球 PCB 产值地区分布变化趋势 (%)



资料来源：Prismark，德邦研究所

图 19：2019 年-2025 年全球 PCB 行业产值规模 (亿美元)



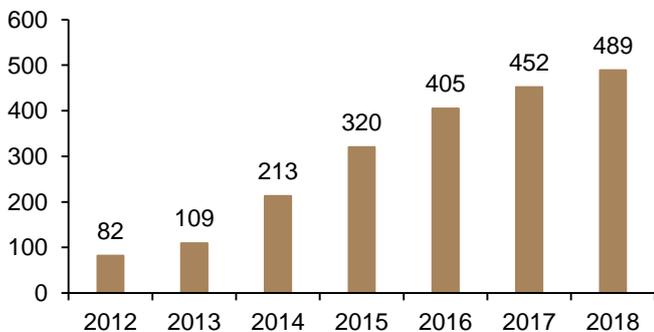
资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

**5G 通信基站为同样覆铜板带来增量需求，推动硅微粉需求增加。**2019 年 6 月 6 日，中国 5G 牌照正式发放，5G 基站设备等通信基础设施加快部署。5G 基站需要高频高速的印制电路板，从而具备低介电常数、低介质损耗特性的硅微粉将获得增长需求。5G 的高通信频率导致通信网络传输损耗上升，传输距离缩短，5G 基站网络覆盖范围相比 4G 而言显著缩小，则所需基站数量将大幅增加。

据工信部统计，2012 年至 2018 年，3G/4G 基站由 82 万座增长至 489 万座，年复合增长率达 34.7%。2020-2023 年将是 5G 网络的主要投资期，综合 5G 频谱及相应覆盖增强方案，据前瞻产业研究院测算，未来十年国内 5G 宏基站数量约为 4G 基站的 1-1.2 倍，合计约 500-600 万个。2020 年我国 5G 建设飞速发展，新建 5G 基站数达到 58 万个。根据 4G 网络建设规模进行推算，预计 2021-2023 年期间，三大运营商 5G 基站逐年建设量约为 80 万个、110 万个、85 万个。

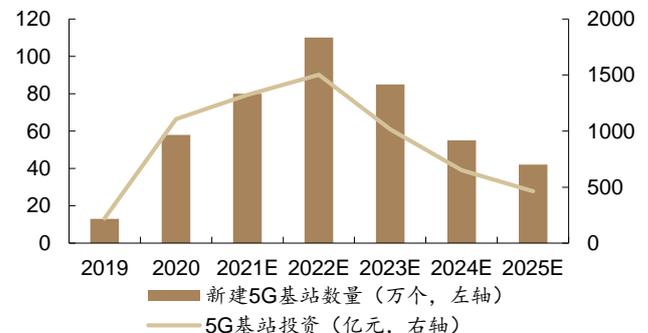
值得注意的是，随着 5G 商业化的普及，覆铜板对于硅微粉的品质要求提升，球形硅微粉应用需求也随之增长。新思界产业研究中心预计，到 2025 年球形硅微粉在覆铜板中应用占比达到 55% 以上。按照此比例计算，到 2025 年我国覆铜板用硅微粉产量为 143.66 万吨，增量十分可观。

图 20：2012 年-2018 年中国 3G/4G 基站数 (单位：万座)



资料来源：中国电子材料协会覆铜板材料分会，德邦研究所

图 21：2019 年-2025 年中国新建 5G 基站数量 (万个)



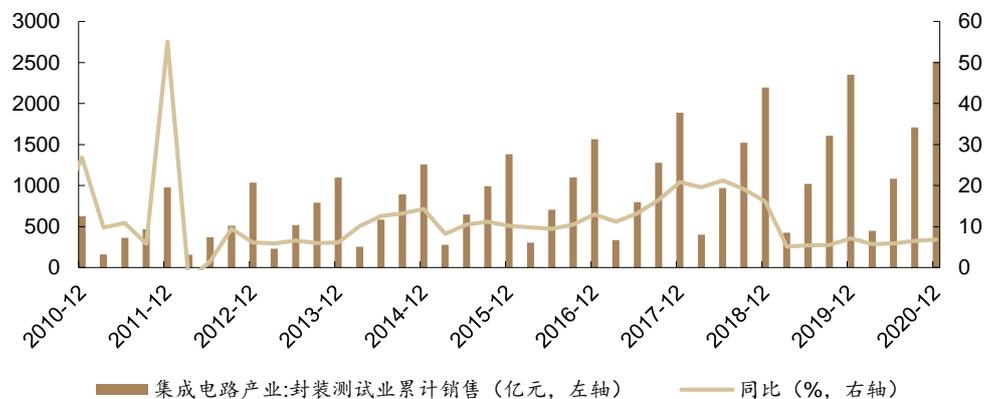
资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所  
注：2020 年投资金额为预测值。

### 3.2. 集成电路发展带动环氧塑封料需求

环氧塑封料，是电子产品中用来封装芯片的关键材料。我国现已成为世界环氧塑封料的最大生产基地，据《2019 年度中国半导体环氧塑封料产业调研报告》中统计 2019 年国内环氧塑封料生产企业（包括外资企业在国内建立的工厂）年产能约为 10 万吨。硅微粉在环氧塑封料的填充比例为 70%-90%之间，取填充比例的平均值 80%进行测算，硅微粉在国内环氧塑封料行业的市场容量为 8 万吨。

2013 年至 2020 年我国封装测试行业的年复合增长率为 14.83%。与 2014 年相比，2020 年我国集成电路封装测试业销售额累计值近乎实现翻番，达到 2509 亿元。假设环氧塑封料的增长率与集成电路封装测试业保持一致性，预计到 2025 年国内环氧塑封料的产值为 26.33 万吨。按填充比例 80%进行测算，到 2025 年国内环氧塑封料行业所用硅微粉的市场用量约为 21.06 万吨。

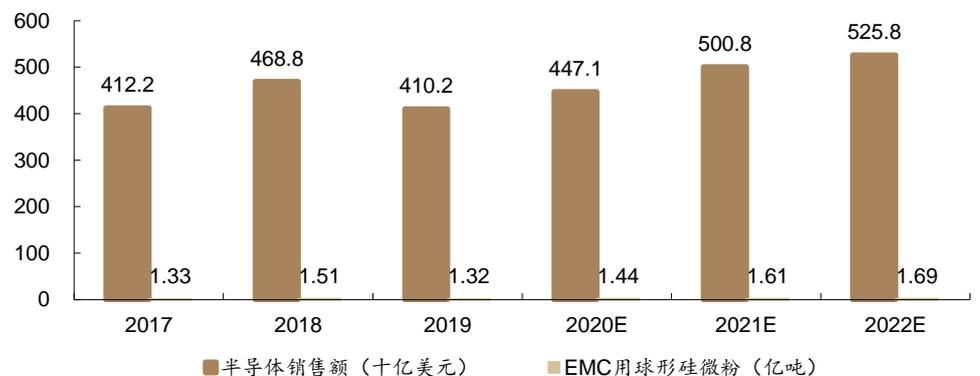
图 22：集成电路封装测试业销售额走势



资料来源：Wind，德邦研究所

目前 EMC 行业所用的硅微粉多用球形，据华经产业研究院统计，2019 年全球 EMC 用球形硅微粉数量为 1.32 亿吨，同比下降 12.58%，预计 2020~2022 年 EMC 用全球球形硅微粉需求量达到 1.44、1.61、1.69 亿吨，未来市场需求巨大。

图 23：2017-2022 年全球 EMC 用球型硅微粉需求预测

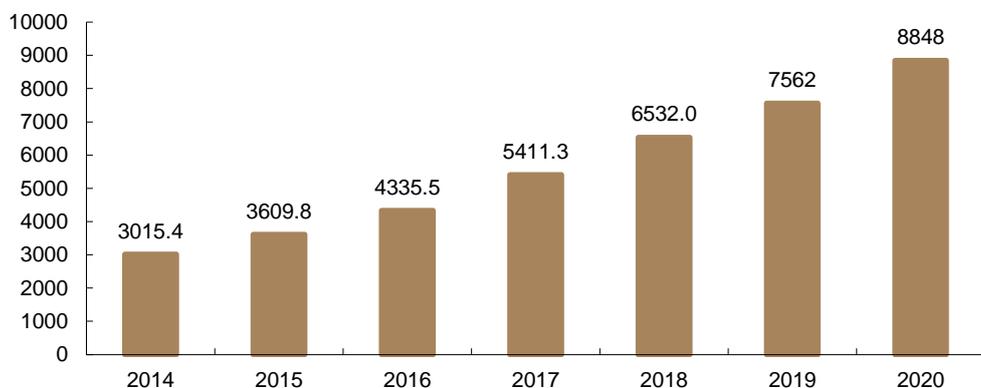


资料来源：华经产业研究院，德邦研究所

中国集成电路行业发展拉动硅微粉需求扩张。集成电路产品广泛应用于消费电子、计算机、汽车、通信、医疗、航天军工等电子信息领域，中国是集成电路

消费大国，集成电路行业随中国科技水平提高、电子信息应用拓展而发展。据中国半导体行业协会统计，2014年至2020年，中国集成电路产业销售额由3015亿元人民币增长至8848亿元人民币，复合增长率达19.65%。

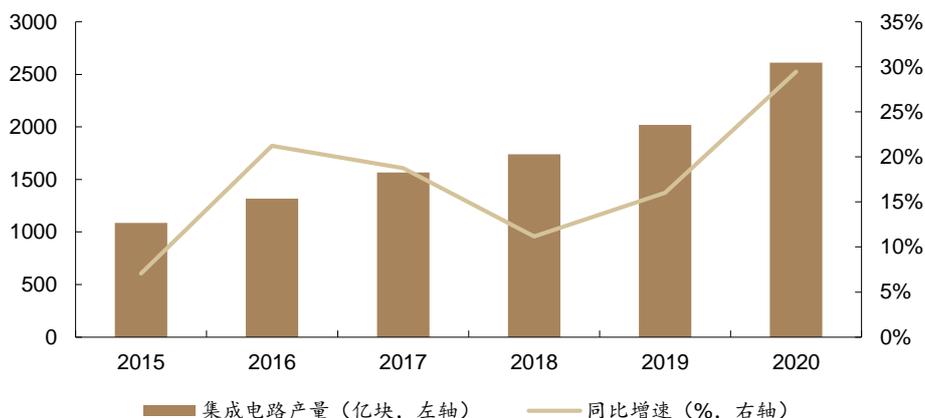
图 24：2014 年-2020 年中国集成电路产业销售额（亿元）



资料来源：中国半导体行业协会，德邦研究所

2015年-2020年，中国集成电路产量保持平稳较快增长，据国家统计局统计，产量由1087亿块增长至2612亿块，年复合增长率达19%。

图 25：2015 年-2020 年中国集成电路产量走势



资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，德邦研究所

在集成电路产业链中，集成电路封装品质对集成电路性能的发挥产生直接影响。作为主要封装材料，环氧塑封料品质对封装品质起关键作用，而硅微粉的品质直接决定环氧塑封料的品质。随着集成电路性能的提高，其对封装材料品质的要求不断提高，对硅微粉颗粒粒度、纯度等品质提出更高要求。先进覆铜板用超细硅微粉的平均颗粒粒径在2~4微米，在印制电路板等电子元器件小型化的趋势下，覆铜板对颗粒粒径1微米以下硅微粉的需求日益增加，联瑞新材持续投入研发并成功研制颗粒粒径0.3微米硅微粉，产品达到国际先进水平。

### 3.3. 蜂窝陶瓷、涂料、高端建材需求齐发力

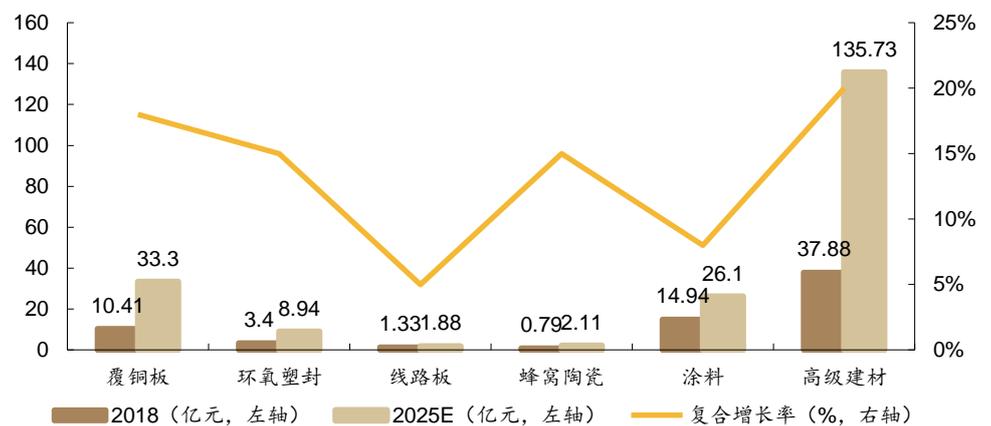
2017年中国汽车市场蜂窝陶瓷载体规模为9700万升。Jato Dynamic分析报告指出，2018年中国汽车市场蜂窝陶瓷载体规模为9428.40万升。根据国家标准化管理委员会发布的《蜂窝陶瓷国家标准》，蜂窝陶瓷容重比约0.5千克/升，据此可以测算出2018年中国汽车蜂窝陶瓷载体规模为47142吨。

预测到2025年，中国汽车市场蜂窝陶瓷载体规模为26010万升。以0.5千克/升为依据，可以测算出到2025年，中国汽车蜂窝陶瓷载体规模为13.0万吨。

涂料用硅微粉同样也有客观地增长。硅微粉与钛白粉结构相似，性能优异，成本低廉，可以有效代替钛白粉。目前行业实践中，涂料行业所用硅微粉的填充比例约为2%。2018年涂料行业1336家规模以上工业企业产量达1759.79万吨，同比增长5.9%。按硅微粉在涂料含量比的2%估算，硅微粉在2018年涂料中的市场容量为35.20万吨。《中国涂料行业“十四五”规划》指出，“十四五”期间，涂料全行业经济总量保持稳步增长，总产值年均增长4%左右。到2025年，涂料行业总产值预计增长到3700亿元左右；产量按年均4%增长计算，到2025年，涂料行业总产量预计增长到3000万吨左右。

2025年硅微粉在高级建材领域需求或将增加358%。我国每年超过100亿平方米瓷砖的生产量。假设人造大理石未来替代瓷砖50亿平方米的市场份额，以每平方米人造大理石约为60千克估算，我国可年产人造大理石3亿吨。行业实践中，硅微粉在人造大理石的填充比例一般在30%左右，据此可以推算出硅微粉当前的用量为9,000万吨。假设2%的瓷砖被人造大理石替代，据此测算硅微粉在人造大理石的为37.88亿元，随着环保要求的趋严，假设未来每年按20%的比例增长，到2025年硅微粉在人造大理石的为135.73亿元。

图 26：2018 年-2025 年国内各领域硅微粉需求测算



资料来源：华经产业研究院，公司招股说明书，德邦研究所

未来硅微粉在各个行业的需求呈现双位数增长。据华经产业研究院统计，预计到2025年覆铜板领域硅微粉需求规模为33.3亿元，七年复合增长率为18%；环氧塑封领域硅微粉需求规模为8.94亿元，七年复合增长率为15%；线路板领域硅微粉需求规模为1.88亿元，七年复合增长率为5%；蜂窝陶瓷领域硅微粉需求规模为2.11亿元，七年复合增长率为15%；涂料领域硅微粉需求规模为26.1亿元，七年复合增长率为8%；高级建材领域硅微粉需求规模为135.73亿元，七年复合增长率为20%。

## 4. 绑定核心客户，扩产助力公司业绩高增长

公司生产的硅微粉产品主要应用于覆铜板行业、环氧塑封料行业、电工绝缘材料行业及胶粘剂行业等，这些行业的稳定发展将带动硅微粉行业随之发展，下游应用行业良好的发展前景为硅微粉行业的市场增长空间提供了保障。

### 4.1. 客户结构优异与产品升级放量巩固公司龙头地位

**低端产品竞争激烈。**目前我国能够生产高档球型硅微粉的企业数量很少，主要产能为角形结晶硅微粉和角形熔融硅微粉，基本能满足国内市场需求，但大部分产品档次较低，采用非矿工业的常规加工设备，在工艺过程中缺乏系统的控制手段，硅微粉产品的纯度、粒度以及产品质量稳定性差，无法与高质量的进口硅微粉抗衡。

**国内市场需求的高档硅微粉如球形硅微粉仍依赖国外进口。**高端硅微粉市场门槛高，具备技术研发积累的发达国家企业，如日本的企业占据了大部分高端市场，仅少数中国企业具备高端产品生产能力。中国硅微粉市场呈两极化分布，中国本土企业聚集在中低端硅微粉市场，日本等发达国家的企业有较高的高端硅微粉市占率。联瑞新材、华飞电子等中国硅微粉行业头部企业生产的高端硅微粉产品成熟度不断提高，产品逐渐受到海内外客户认可。联瑞新材经过近十年产业化项目研发，球形硅微粉达到日本同类先进产品水平，成为住友电工、日立化成、韩国斗山等国际企业的球形硅微粉合格供应商。

表 2：行业竞争格局

企业类型	企业名称	主要产品	企业介绍
国际龙头企业	日本雅都玛公司	球形颗粒二氧化硅	主要生产和销售球形颗粒二氧化硅、球形氧化铝粉体及其二次加工产品，产品应用于超薄半导体用塑封料、LCD 和 PDP 等的平板显示设备的隔膜密封材、汽车零部件为首的工程塑料、食品和医疗用品的包装薄膜等
		球形氧化铝粉体	
	电化株式会社	熔融球状型硅石	成立于 1915 年，是国际化学工业企业，业务涵盖无机化学品、有机化学品、电子材料和医药领域，旗下尖端基能材料部负责先进硅材料产品业务
		超微粒子球状硅石	
本土龙头企业	龙森公司	高纯度结晶石英粉	成立于 1963 年，专门从事二氧化硅填料的研究、生产和销售，生产基地分布于日本、马来西亚、新加坡、美国等多个国家和地区
		高纯度熔融石英粉	
		高纯度球状石英粉	
本土龙头企业	联瑞新材	亚微米级角形硅微粉	成立于 2002 年，从事各种类型、规格硅微粉的研发、生产和销售，客户遍及中国、日本、韩国等国家和地区模式中国硅微粉行业龙头
		亚微米级球形硅微粉	
	华飞电子	电子级角形硅微粉	成立于 2006 年，从事电子级二氧化硅填料的研究、生产和销售，产品远销日本、韩国、欧洲等地区，2016 年被雅克科技 100% 收购

资料来源：产业信息网，德邦研究所

**公司相比国内竞争者较有优势，龙头优势明显。**华飞电子主要产品为角形硅微粉和球形硅微粉，客户分布在中国大陆、中国台湾等区域。产品主要销售给如住友电木、台湾义典、日立化成、德国汉高、松下电工等国际知名环氧塑封料的生产商。

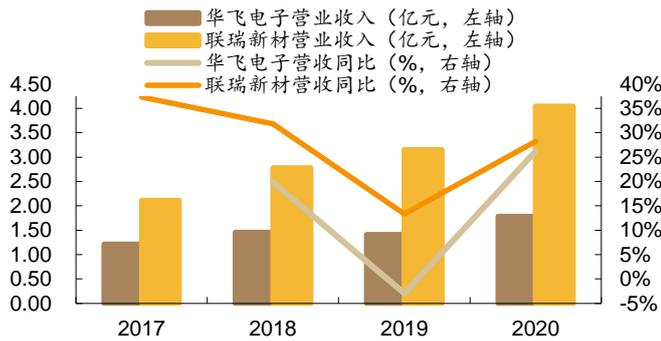
**从收入增速上来看，2020 年公司收入增速和净利润增速均大于华飞电子。**公司业务扩张更为顺利，市占率优势不断扩大。

**从产能方面来看，公司优势明显。**华飞电子球形硅微粉的年产能达到 4600 吨，同时华飞电子新一代大规模集成电路封装专用材料国产化项目，拟投资 2.88

亿元，其中拟使用募集资金 1.98 亿元，将利用华飞电子现有闲置土地，新建年产约 1 万吨球形硅微粉生产线。

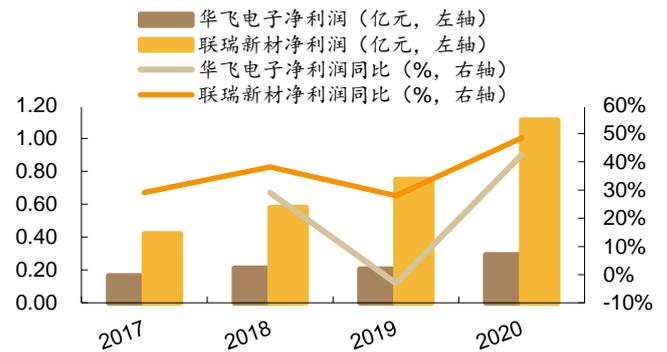
联瑞新材的三个募投项目合计投资总额 2.10 亿元，规模效应筑高成本优势。其中“硅微粉生产基地建设项目”投资总额为 1.08 亿元，年生产能力：角形硅微粉 11529.41 吨、球形硅微粉 7200 吨。“硅微粉生产线智能化升级及产能扩建项目”预计投资总额为 5240.28 万元，新增角形硅微粉产能 15000 吨。“高流动性高填充熔融硅微粉产能扩建项目”预计投资总额为 4948.48 万元，新增高流动性高填充熔融硅微粉能力 10000 吨。

图 27：2020 公司收入增速高于竞争对手



资料来源：wind，德邦研究所

图 28：2020 公司利润增速高于竞争对手



资料来源：wind，德邦研究所

#### 4.2. 客户粘性高，渗透率提升空间大

公司的下游客户主要是覆铜板以及环氧塑封的龙头公司。下游客户供应链有较强的客户粘性，随着消费升级的推进，产品技术要求变得越来越高，行业壁垒加大客户粘性。公司向生益科技稳定供应高速高频覆铜板用球形硅微粉。

覆铜板领域主要客户位列全球覆铜板行业前十。随着公司产能规模的扩大以及球形硅微粉放量增长带来的产品结构的完善，公司在下游覆铜板企业的渗透率有望增长。未来全球覆铜板产能再继续向国内转移，随之带来下游的销售规模的增量。

表 3：公司下游客户稳定

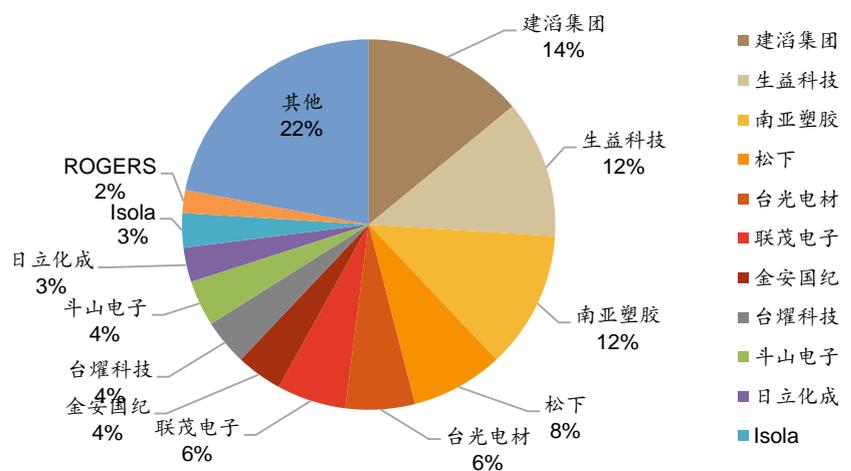
客户	简介	备注	提供产品
建滔集团	全球最大的覆铜板生产企业		
南亚集团	覆铜板行业主要生产厂商之一	南亚集团主要从事覆铜板产品的研发、生产和销售，硅微粉是覆铜板生产过程中的关键性材料，公司与南亚集团于 2011 年建立合作关系，向其供应硅微粉产品，后长期保持业务合作关系	熔融硅微粉
联茂集团	覆铜板行业主要生产厂商之一	联茂集团主要从事覆铜板的研发、生产和销售，硅微粉是覆铜板生产过程中的关键性材料，公司与联茂集团于 2009 年建立了业务合作关系，向其供应硅微粉产品，后长期保持业务合作关系	结晶硅微粉、熔融硅微粉
生益科技	全球第二大覆铜板生产厂商	生益集团主要从事覆铜板产品的研发、生产和销售，硅微粉是覆铜板生产过程中的关键性材料，公司与生益集团于 2009 年建立业务合作关系，向其供应硅微粉产品，后长期保持业务合作关系	熔融硅微粉、球形硅微粉、氧化铝粉、加工服务
金安国纪	覆铜板行业主要生产厂商之一		
超华科技	覆铜板行业主要生产厂商之一		
环氧塑封料	日立化成	国际知名的半导体用材料、无机材料、树脂材料、印制电路板材料、电子零部件等产品的供应商	

住友电工	国际知名的半导体用环氧塑封料、树脂材料等产品供应商		
KCC 集团	国际知名涂料、环氧塑封料和建材生产企业		
华威电子	国内知名环氧塑封料生产厂商	华威电子主要从事于半导体及大规模集成电路封装材料的研发、生产和销售，硅微粉是其生产过程中的关键性材料，公司于 2002 年与华威电子建立了业务合作关系，向其供应硅微粉产品，后长期保持业务合作关系	结晶硅微粉、熔融硅微粉、球形硅微粉
长兴电子	国内知名环氧塑封料生产厂商	长兴电子是一家专业生产应用于半导体器件、集成电路等封装所需的环氧塑封料企业，硅微粉是环氧塑封料生产过程中的关键性材料。公司于 2002 年与长兴电子建立了业务合作关系，向其供应硅微粉产品，后长期保持业务合作关系	结晶硅微粉、熔融硅微粉、球形硅微粉
科化新材	股东北京科化新材料科技有限公司是国内最早从事环氧塑封料研发、生产与销售的企业	科化集团主要从事环氧塑封料产品的研发、生产和销售，硅微粉是环氧塑封料生产过程中的关键性材料，公司于 2002 年便与科化集团建立合作关系，向其供应硅微粉产品，后长期保持业务合作关系	结晶硅微粉、熔融硅微粉、球形硅微粉
长春塑封料	国内知名环氧塑封料生产厂商		
陶氏化学	是一家具有领导地位的全球性企业，为各个主要消费市场提供创新的化学品、塑料、农用化工产品及服务		
电工绝缘材料			
思源电气	国内专业从事电力技术研发、设备制造、工程服务的知名上市公司		
长缆科技	专注于电缆附件设计、制造和施工服务的上市公司		
胶粘剂			
康达新材	国内知名的结构胶粘剂和工业胶粘剂供应商		
回天新材	目前是我国新能源、电子、汽车等行业胶粘剂和新材料的知名供应商		
硅宝科技	国内知名的胶粘剂生产厂商		
阿克苏诺贝尔	全球知名涂料厂商		
涂料			
三棵树	国内知名涂料厂商		
嘉宝莉	国内知名涂料厂商		

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

纵观整体 CCL 市场竞争格局，据 Prismark 统计，2018 年，全球刚性 CCL 厂家中，建滔集团、生益科技、南亚塑胶、松下、台光电材分别以 14%、12%、12%、8%、6% 的市占率，位列全球前五。

图 29：2018 年全球 CCL 市场格局



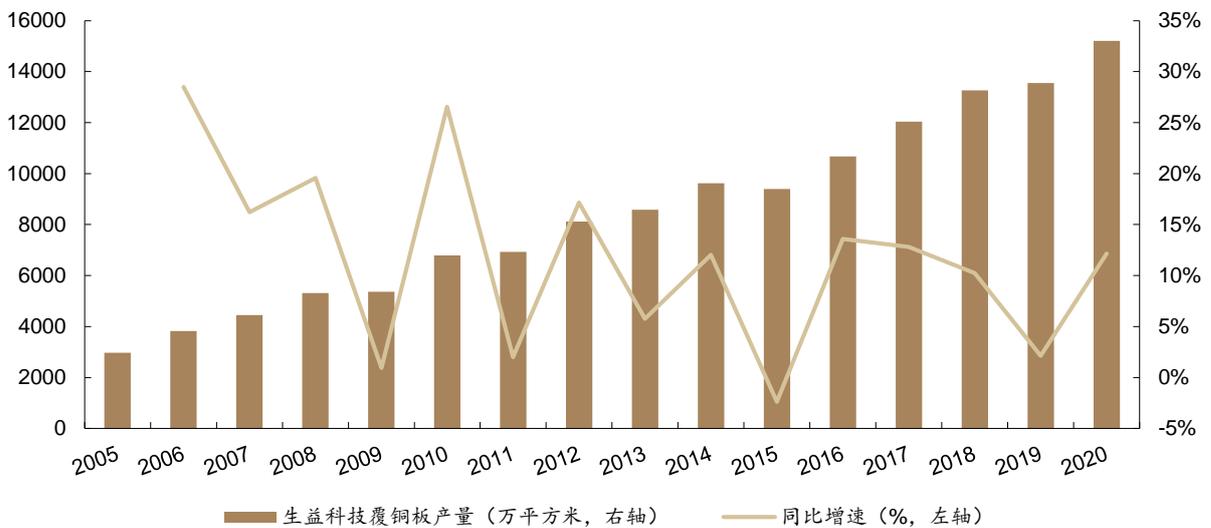
资料来源：Prismark，德邦研究所

公司球形硅微粉价格优势明显。2019 年上半年，生益科技向联瑞新材采购球

形硅微粉 SYQ-01 的金额为 751.23 万元，测算出货量约为 252 吨。目前日本相同粒度未进行表面处理的球形硅微粉的销售价格超过 4 万元/吨，SYQ-01 产品的单价仅为 29827.46 元/吨，显著低于日本同类产品，价格优势凸显，未来有望逐步实现国产替代。

各大 CCL 企业客户对球形粉需求的提升是公司业绩成长的核心驱动。生益科技 2020 年覆铜板产量达到 15201 万平方米，每年产量匀速增长。生益科技作为公司的第一大股东，是全球第二大覆铜板生产商，通过自主研发，目前在高频高速 CCL 行业已取得一定的进展。公司绑定覆铜板大客户，随着电子信息产业相关产品朝着更加高精尖的方向发展，覆铜板对高端硅微粉需求随之提高，公司优质产品的市场空间被进一步打开。

图 30：2005 年-2020 年生益科技覆铜板产量逐年上升



资料来源：Prismark，德邦研究所

#### 4.3. 公司氧化铝粉逐渐放量，深耕高精尖市场

未来公司将继续加大高附加值产品占比。公司微米级和亚微米级球形硅微粉、低放射性球形硅微粉等销售至国际一流客户如三星、住友、松下、台塑、生益、ISOLA、TACONIC 等公司，公司的产品研发与客户开拓同步，直接对接客户产品研发，提前布局下一代产品。产品不仅在国内具有较好的占有率，还销售至北美、欧洲、中东、日本、韩国、新加坡、泰国以及中国台湾等区域。

氧化铝下游主要应用于新能源车散热领域。公司同样在拓展球形氧化铝、液态浆料、空气微球等需求成长快的产品，产品结构调整有望进一步抬升公司平均单价和盈利能力。公司生产的氧化铝粉主要应用于电子产品的发热体与散热设施之间的电子导热硅胶、灌封胶等领域。随着 5G 智能手机、服务器、5G 基站以及新能源汽车的发展，带动能够满足其散热升级需求的热界面材料的发展，催生作为导热填料的球形氧化铝粉不仅在需求量上持续增长，对于该填料的纯度、粒度多重改性以及放射性要求也提出了更多的要求。

## 5. 盈利预测及估值

熔融硅微粉板块：我们预计该业务 21 年-23 年收入增速分别约为 13%/14%/13%。

球形硅微粉板块：我们预计该板块业务 21 年-23 年收入增速分别为约 46%/28%/35%。

结晶硅微粉板块：我们预计该板块业务 21 年-23 年收入增速分别约为 11%/17%/21%。

其他硅微粉板块：鉴于该板块业务中球形氧化铝扩产项目今年有望稳步放量，且产品附加值较高，故今年有望实现爆发式增长，我们预计该板块业务 21 年-23 年收入增速分别约为 252%/8%/4%。

基于上述假设，我们预计公司 2021-2023 年每股收益 2.06、2.56 和 3.30 元，结合当前股价，对应 PE 分别为 32、26 和 20 倍。

表 4：公司各板块业绩拆分和盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
熔融硅微粉 (万元)	14,513	15,443	17,500	20,000	22,500
同比增速 (%)	8.66%	6.41%	13.31%	14.29%	12.50%
球形硅微粉 (万元)	9,045	14,467	21,120	27,000	36,450
同比增速 (%)	27.65%	59.94%	45.99%	27.84%	35.00%
结晶硅微粉 (万元)	5,191	6,184	6,840	7,980	9,690
同比增速 (%)	-2.44%	19.13%	10.60%	16.67%	21.43%
其他硅微粉 (万元)	2,582	4,261	15,000	16,250	16,900
同比增速 (%)	30.28%	65.00%	252.03%	8.33%	4.00%
其他业务 (万元)	198	65	109	124	149
同比增速 (%)	207.49%	-67.32%	68.49%	13.65%	20.11%
合计					
营收 (万元)	31,530	40,420	60,569	71,354	85,688
同比增速 (%)	13.37%	28.20%	49.85%	17.81%	20.09%
成本 (亿元)	16,928	23,104	30,930	35,615	41,977
综合毛利率 (%)	46.31%	42.84%	48.93%	50.09%	51.01%

资料来源：德邦研究所

我们采用了相对估值法，针对公司在硅微粉行业的深耕以及产品品类多样化的特征，我们选取了雅克科技、江丰电子作为可比公司，据测算，行业主要公司 2021 年、2022 年平均估值为 72 倍和 55 倍，同时我们也参考 CS 其他化学制品 II 板块当前剔除负值后算术平均 67 倍 PE 水平。基于公司在硅微粉行业盈利优势，以及技术护城河，我们认为随着募投项目产能释放叠加下游需求持续走高，公司市场竞争力有望进一步深化，未来成长可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值分析

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
雅克科技	92.40	427.68	4.13	5.88	8.20	103.55	72.73	52.16

江丰电子	50.98	114.45	1.47	1.61	2.00	77.85	71.08	57.22
		平均					71.91	54.69
联瑞新材	65.90	56.66	1.11	1.77	2.20	51.04	32.01	25.77

资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 除雅克科技、联瑞新材外, 其余公司估值均采用 Wind 一致且计算估值指标的收盘价日期为 07 月 08 日。

## 6. 风险提示

扩产不及预期、下游需求不及预期、新产品推广不及预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.29	2.06	2.56	3.30
每股净资产	11.21	12.77	14.83	17.63
每股经营现金流	1.04	1.01	2.62	2.70
每股股利	0.50	0.50	0.50	0.50
价值评估(倍)				
P/E	36.30	32.01	25.77	19.95
P/B	4.18	5.16	4.44	3.74
P/S	14.02	9.35	7.94	6.61
EV/EBITDA	30.11	27.53	22.15	17.25
股息率%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	42.8%	48.9%	50.1%	51.0%
净利润率	27.4%	29.2%	30.8%	33.1%
净资产收益率	11.5%	16.1%	17.2%	18.7%
资产回报率	10.2%	14.1%	15.1%	16.5%
投资回报率	10.1%	14.8%	15.7%	16.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	28.2%	49.8%	17.8%	20.1%
EBIT 增长率	35.8%	67.1%	23.1%	27.2%
净利润增长率	48.5%	59.6%	24.2%	29.2%
偿债能力指标				
资产负债率	11.8%	12.6%	12.6%	11.9%
流动比率	8.8	7.4	6.9	7.3
速动比率	8.2	6.6	6.3	6.6
现金比率	1.6	0.9	1.4	2.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	111.5	104.7	108.0	108.1
存货周转天数	86.0	106.7	97.0	96.5
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	2.0	2.2	2.1	2.1

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	111	177	220	284
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	23	14	14	14
非经营收益	-5	-8	-12	-19
营运资金变动	-40	-96	3	-47
经营活动现金流	90	87	225	232
资产	-124	-91	-90	-80
投资	-202	0	0	0
其他	13	8	13	19
投资活动现金流	-313	-84	-78	-61
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-68	-43	-43	-43
融资活动现金流	-68	-43	-43	-43
现金净流量	-291	-40	104	128

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 08 日  
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	404	606	714	857
营业成本	231	309	356	420
毛利率%	42.8%	48.9%	50.1%	51.0%
营业税金及附加	4	6	7	8
营业税金率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	7	32	33	32
营业费用率%	1.8%	5.3%	4.7%	3.7%
管理费用	30	44	54	63
管理费用率%	7.4%	7.3%	7.5%	7.4%
研发费用	20	26	31	39
研发费用率%	4.9%	4.3%	4.4%	4.5%
EBIT	113	188	232	295
财务费用	-0	-4	-5	-8
财务费用率%	-0.1%	-0.6%	-0.7%	-1.0%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	15	8	13	19
营业利润	124	205	254	329
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	128	205	254	329
EBITDA	129	202	246	309
所得税	17	28	35	45
有效所得税率%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	111	177	220	284

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	144	104	209	337
应收账款及应收票据	127	215	234	284
存货	54	90	95	111
其它流动资产	472	473	473	473
流动资产合计	797	882	1,010	1,206
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	204	274	343	413
在建工程	24	33	39	36
无形资产	10	10	10	9
非流动资产合计	296	373	449	515
资产总计	1,093	1,256	1,459	1,720
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	71	95	118	132
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	19	24	28	34
流动负债合计	90	119	146	166
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	38	38	38	38
非流动负债合计	38	38	38	38
负债总计	129	158	184	205
实收资本	86	86	86	86
普通股股东权益	964	1,098	1,275	1,516
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	1,093	1,256	1,459	1,720

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队 2017 年获新财富最佳分析师评比有色金属类第 3 名、水晶球第 4 名。2018 年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021 年 2 月加盟德邦证券。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。