

化工

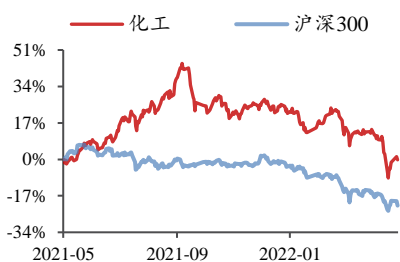
2022年05月09日

新材料 2021 年报及 2022 一季报综述：经营业绩大幅增长，配置价值逐步凸显

投资评级：看好（维持）

——新材料行业深度报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《新材料行业周报-0 到 1 的颠覆性突破，我国率先实现超临界 CO2 规模化无水染色》-2022.5.4

《化工行业周报-疫情影响正在缓解，看好疫情受损子行业底部向好》-2022.5.3

《化工行业周报-人民币汇率波动加大，疫情影响缓解，关注化工出口链机会》-2022.4.24

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

蒋跨越（联系人）

jiangkuayue@kysec.cn

证书编号：S0790122010041

毕挥（联系人）

bihui@kysec.cn

证书编号：S0790121070017

● 2021 年新材料板块营收与利润高增，2022Q1 延续高成长性

2021 年新材料板块实现营收 4028.27 亿元，同比增长 36.17%；实现归母净利润 434.19 亿元，同比增长 47.17%；板块整体毛利率为 23.22%，同比增加 0.31pcts；净利率为 10.78%，同比增加 0.81pcts。2022 年 Q1，新材料板块业绩继续保持增长趋势，单季度实现营收 1132.83 亿元，同比增长 29.73%；实现归母净利润 143.69 亿元，同比增长 48.25%；板块整体毛利率为 24.95%，同比增加 1.57pcts，环比增加 1.39pcts；净利率为 12.68%，同比增加 1.58pcts，环比增加 3.13pcts。

● 新材料板块估值处于底部区间，配置价值逐步凸显

根据我们的统计，在 96 家新材料行业上市公司中，当前估值水平低于 30 倍、PEG 小于 1 且估值历史分位数在 30% 以下的公司数量达到 54 家，占比 56.25%。整体来看，新材料上市公司具备较强的成长性，同时当前估值水平已经处于历史底部区间，配置价值正在逐步凸显，建议关注布局良机。

● 各细分板块业绩优异，OLED 材料与半导体材料表现最为亮眼

从各细分板块来看，2021 年，**OLED 材料**实现营收 106.47 亿元，同比增长 44.64%；实现归母净利润 14.89 亿元，同比增长 28.24%；毛利率达 33.12%，同比下降 6.16pcts；净利率达 13.99%，同比下降 1.79pcts。**半导体材料**，实现营收 1807.58 亿元，同比增长 45.17%；实现归母净利润 170.42 亿元，同比增长 82.71%；毛利率达 23.02%，同比增加 2.40pcts；净利率达 9.43%，同比增加 1.94pcts。**膜材料**实现营收 313.82 亿元，同比增长 22.19%；实现归母净利润 38.37 亿元，同比增长 46.01%；毛利率达 24.17%，同比增加 1.66pcts；净利率达 12.23%，同比增加 1.99pcts。**添加剂**实现营收 996.69 亿元，同比增长 33.34%；实现归母净利润 139.27 亿元，同比增长 36.33%；毛利率达 27.57%，同比下降 2.36pcts；净利率达 13.97%，同比增加 0.31pcts。**碳纤维**实现营收 41.93 亿元，同比增长 38.03%；实现归母净利润 12.38 亿元，同比增长 29.09%；毛利率达 46.85%，同比下降 6.15pcts；净利率达 29.54%，同比下降 2.05pcts。**尾气治理**实现营收 761.79 亿元，同比增长 25.96%；实现归母净利润 58.86 亿元，同比增长 12.96%；毛利率达 14.95%，同比下降 0.67pcts；净利率达 7.73%，同比下降 0.89pcts。**2022Q1 各细分板块营收与利润同比均实现不同幅度的增长，其中 OLED 材料与半导体材料板块表现最为亮眼，归母净利润分别同比增长 57.63%、71.58%。**

● 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、瑞联新材、宏柏新材、利安隆、濮阳惠成、阿科力、黑猫股份、普利特、斯迪克、彤程新材、东材科技、长阳科技、洁美科技、蓝晓科技、松井股份等。**

● **风险提示：**原材料价格大幅波动、行业竞争加剧、技术突破不及预期等。

目 录

1、新材料行业：经营业绩大幅增长，配置价值逐步凸显	4
1.1、业绩：营收与利润高增，充足的资本支出奠定成长基础	4
1.2、估值：估值处于底部区间，建议关注布局良机	5
2、细分板块：OLED 材料与半导体材料子板块业绩增速较快	7
2.1、OLED 材料：业绩稳健增长，营运能力稳中向好	8
2.2、半导体材料：现金流有所改善，高资本支出保障未来成长	11
2.3、膜材料：高增长态势延续，营运水平有所提升	17
2.4、添加剂：盈利质量良好，盈利能力显著增强	20
2.5、碳纤维：营收与利润同步提升，利润率维持高位	24
2.6、尾气治理：资本支出大幅增长，2022Q1 业绩维持高增	26
3、风险提示	29

图表目录

图 1：2021 年新材料行业业绩保持高速增长	4
图 2：2021 年新材料行业盈利水平继续提升	4
图 3：2021 年新材料行业经营性现金流大幅改善	5
图 4：2021 年新材料板块资本性支出快速增长	5
图 5：新材料行业整体估值水平较低（单位：家）	5
图 6：新材料行业整体成长性较强（单位：家）	5
图 7：当前新材料行业估值已经处于历史底部区间	6
图 8：2021 年各细分板块营收均实现同比增长	8
图 9：2021 年各细分板块归母净利润均实现同比增长	8
图 10：2021 年各细分板块盈利能力良好	8
表 1：新材料行业配置价值已经逐步凸显	6
表 2：2021 年 OLED 材料板块归母净利润同比增长 28.24%	9
表 3：2021 年 OLED 材料板块净利率同比下降 1.70pcts	9
表 4：2021 年 OLED 材料板块应收账款同比增长 13.04%	9
表 5：2021 年 OLED 材料板块经营性现金净流量同比增长 20.13%	10
表 6：2021 年 OLED 材料板块资本性支出同比增长 61.42%	10
表 7：2021 年半导体材料板块归母净利润同比增长 82.71%	11
表 8：2021 年半导体材料板块净利率同比增加 1.94pcts	12
表 9：2021 年半导体材料板块应收账款同比增长 29.04%	13
表 10：2021 年半导体材料板块经营性现金净流量同比增长 40.69%	15
表 11：2021 年半导体材料板块资本性支出同比增长 63.26%	16
表 12：2021 年膜材料板块归母净利润同比增长 46.01%	17
表 13：2021 年膜材料板块净利率同比增加 1.99pcts	18
表 14：2021 年膜材料板块应收账款同比增长 9.67%	18
表 15：2021 年膜材料经营性现金净流量同比下降 13.85%	19
表 16：2021 年膜材料资本性支出同比增长 49.03%	20
表 17：2021 年添加剂板块归母净利润同比增长 36.33%	20

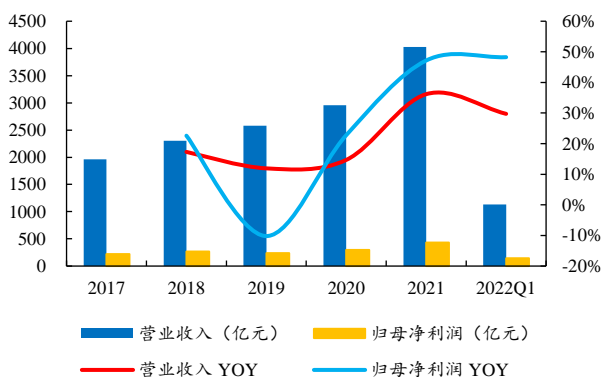
表 18: 2021 年添加剂板块净利率同比增加 0.31pcts	21
表 19: 2021 年添加剂板块应收账款同比增长 36.70%	22
表 20: 2021 年添加剂板块经营性现金净流量同比增长 35.06%	23
表 21: 2021 年添加剂板块资本性支出同比增长 48.30%	24
表 22: 2021 年碳纤维板块归母净利润同比增长 29.09%	25
表 23: 2021 年碳纤维板块净利率同比下降 2.05pcts	25
表 24: 2021 年碳纤维板块应收账款同比增长 46.60%	25
表 25: 2021 年碳纤维板块经营性现金净流量同比增长 18.35%	26
表 26: 2021 年碳纤维板块资本性支出同比增长 16.88%	26
表 27: 2021 年尾气治理板块归母净利润同比增长 12.96%	27
表 28: 2021 年尾气治理板块净利率同比下降 0.89pcts	27
表 29: 2021 年尾气治理板块应收账款同比增长 9.57%	28
表 30: 2021 年尾气治理板块经营性现金净流量同比下降 32.40%	28
表 31: 2021 年尾气治理板块资本性支出同比增长 59.60%	29

1、新材料行业：经营业绩大幅增长，配置价值逐步凸显

1.1、业绩：营收与利润高增，充足的资本支出奠定成长基础

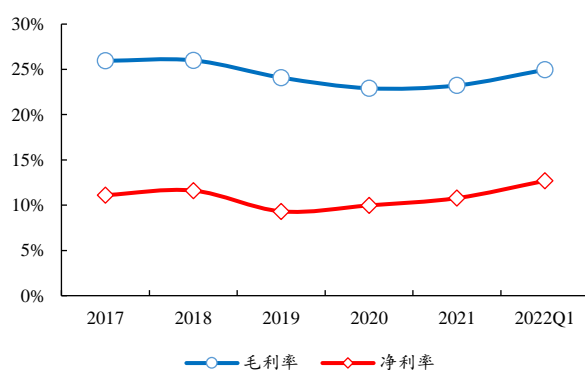
2021年与2022年Q1，新材料板块整体业绩高速增长。我们选取了91家新材料上市公司，2021年整体板块实现营收4028.27亿元，同比增长36.17%；实现归母净利润434.19亿元，同比增长47.17%；板块整体毛利率为23.22%，同比增加0.31pcts；净利率为10.78%，同比增加0.81pcts。2022年Q1，新材料板块业绩继续保持增长趋势，单季度实现营收1132.83亿元，同比增长29.73%；实现归母净利润143.69亿元，同比增长48.25%；板块整体毛利率为24.95%，同比增加1.57pcts，环比增加1.39pcts；净利率为12.68%，同比增加1.58pcts，环比增加3.13pcts。

图1：2021年新材料行业业绩保持高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2021年新材料行业盈利水平持续提升

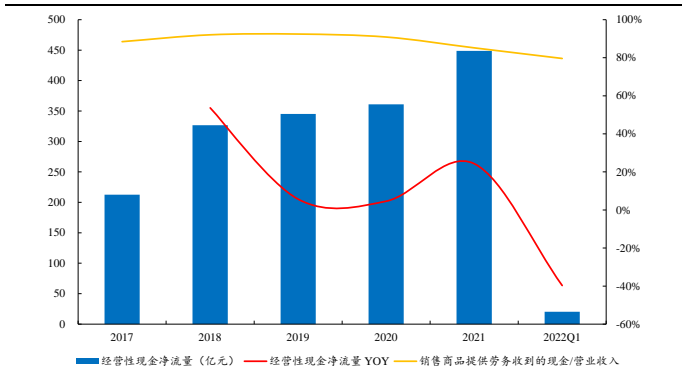


数据来源：Wind、开源证券研究所

新材料板块销售回款情况良好，2021年经营性现金净流量大幅改善。2017年至今，新材料行业销售商品提供劳务收到的现金/营业收入的比例基本保持在80%左右，整体波动幅度较小。经营性现金净流量方面，2021年新材料行业经营性现金流量达到448.76亿元，同比增长24.30%。2022年Q1，新材料行业营收现金比达到79.58%，经营性现金净流量达到20.33亿元，同比下降39.70%。

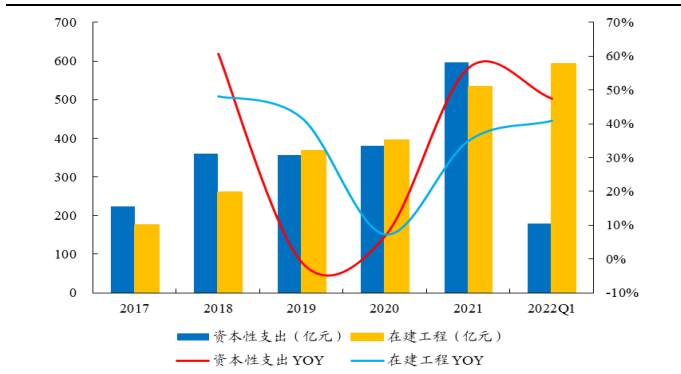
新材料板块资本性支出与在建工程快速增长。2021年，新材料行业资本性支出为596.27亿元，同比增长56.57%，年末在建工程总额为533.26亿元，同比增长34.94%。2022Q1，新材料行业资本性支出为178.38亿元，同比增长47.45%；一季度末在建工程总额为592.03亿元，同比增长40.84%。

图3：2021年新材料行业经营性现金流大幅改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021年新材料板块资本性支出快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、估值：估值处于底部区间，建议关注布局良机

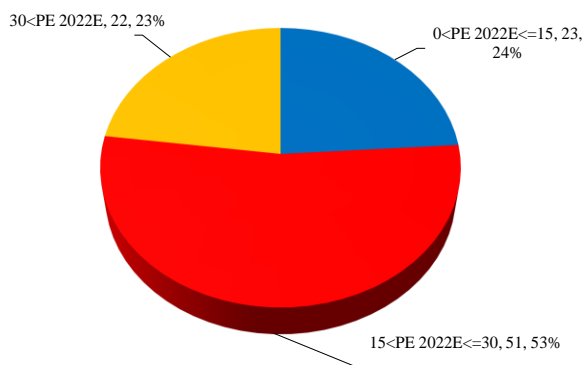
我们选取了具有Wind盈利预测数据的新材料行业上市公司合计96家作为样本，在估值水平与成长性方面进行了相关的统计分析。

在估值方面，截至5月6日，当前股价对应2022年Wind一致预期PE在0-15倍、15-30倍、30倍以上的公司分别有23家、51家、22家，分别占比24%、53%、23%。

在成长性方面，根据Wind一致预期PEG在0-0.5、0.5-1.0、大于1区间范围内的公司分别有50家、28家、15家，分别占比52%、29%、16%。

在估值历史分位方面，截至5月6日，当前PE TTM历史分位数（自上市以来）在0-5%、5-10%、10-20%、20-50%、50%以上区间范围内的公司分别有45家、11家、10家、18家、12家，分别占比47%、11%、10%、19%、13%。

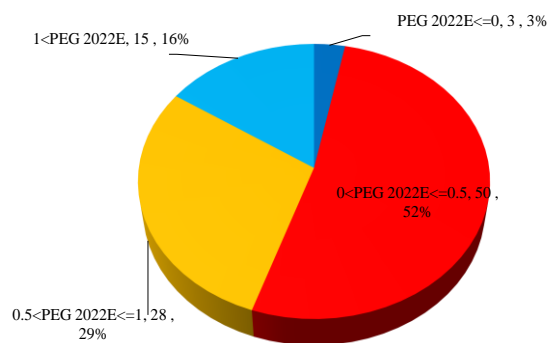
图5：新材料行业整体估值水平较低（单位：家）



数据来源：Wind、开源证券研究所

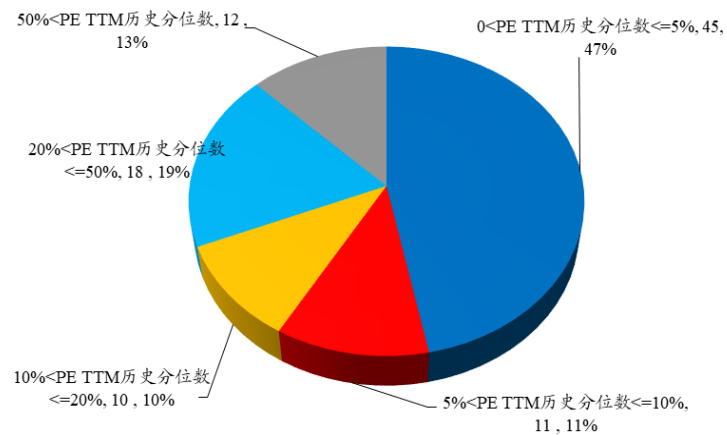
注：Wind一致预期数据以2022年5月6日为基础

图6：新材料行业整体成长性较强（单位：家）



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：Wind一致预期数据以2022年5月6日为基础

图7：当前新材料行业估值已经处于历史底部区间


数据来源：Wind、开源证券研究所

根据我们的统计，在 96 家新材料行业上市公司中，当前估值水平低于 30 倍、PEG 小于 1 且估值历史分位数在 30% 以下的公司数量达到 54 家，占比 56.25%。整体来看，新材料上市公司具备较强的成长性，同时当前估值水平已经处于历史底部区间，配置价值正在逐步凸显，建议关注布局良机。

表1：新材料行业配置价值已经逐步凸显

序号	证券代码	股票简称	PE 2021	PE 2022E	PEG 2022E	PE TTM	PE TTM 历史分位数 (自上市以来)
1	688357.SH	建龙微纳	40.42	14.29	0.40	18.69	0.00%
2	300481.SZ	濮阳惠成	28.29	18.95	0.72	20.91	0.00%
3	002585.SZ	双星新材	22.60	7.19	0.14	10.17	0.10%
4	002407.SZ	多氟多	27.36	12.48	0.24	12.62	0.11%
5	002876.SZ	三利谱	32.19	9.97	0.31	13.54	0.11%
6	002436.SZ	兴森科技	33.52	17.74	0.99	17.58	0.12%
7	300037.SZ	新宙邦	35.67	14.14	0.27	16.83	0.16%
8	300263.SZ	隆华科技	32.06	16.16	0.55	20.17	0.21%
9	603010.SH	万盛股份	15.41	9.74	0.91	11.87	0.25%
10	603155.SH	新亚强	26.35	17.21	0.44	22.16	0.33%
11	300305.SZ	裕兴股份	22.45	9.34	0.25	13.11	0.38%
12	688299.SH	长阳科技	49.92	16.78	0.41	24.68	0.77%
13	605366.SH	宏柏新材	26.28	12.25	0.07	20.90	0.95%
14	688300.SH	联瑞新材	55.14	22.78	0.65	29.69	1.11%
15	300699.SZ	光威复材	57.74	26.57	0.95	34.46	1.17%
16	688233.SH	神工股份	64.60	29.69	0.83	38.41	1.24%
17	300596.SZ	利安隆	21.97	17.85	0.61	21.13	1.40%
18	688106.SH	金宏气体	80.62	27.59	0.37	47.88	1.45%
19	300829.SZ	金丹科技	62.21	20.39	0.29	31.29	1.48%
20	688386.SH	泛亚微透	85.06	20.69	0.28	34.91	1.59%

序号	证券代码	股票简称	PE 2021	PE 2022E	PEG 2022E	PE TTM	PE TTM 历史分位数 (自上市以来)
21	603931.SH	格林达	33.47	16.76	0.34	23.48	1.60%
22	603681.SH	永冠新材	33.31	11.42	0.20	17.31	1.85%
23	002119.SZ	康强电子	29.86	12.78	0.24	18.84	1.89%
24	003022.SZ	联泓新科	44.63	19.13	0.86	27.47	1.95%
25	300806.SZ	斯迪克	53.37	20.30	0.34	30.75	2.02%
26	688378.SH	奥来德	43.06	17.09	0.26	22.61	2.30%
27	300684.SZ	中石科技	46.81	14.27	0.20	25.51	2.67%
28	300566.SZ	激智科技	62.48	16.64	0.16	32.74	3.00%
29	603212.SH	赛伍技术	73.95	24.82	0.25	39.97	3.26%
30	002129.SZ	中环股份	33.48	21.44	0.50	25.70	3.72%
31	688550.SH	瑞联新材	29.03	21.25	0.61	25.58	4.26%
32	300041.SZ	回天新材	35.14	16.67	0.47	21.40	4.27%
33	688625.SH	呈和科技	47.66	23.67	0.66	30.18	4.50%
34	600206.SH	有研新材	58.08	23.91	0.25	39.78	5.27%
35	002859.SZ	洁美科技	39.22	17.37	0.46	28.47	6.85%
36	600459.SH	贵研铂业	38.86	14.88	0.22	23.93	7.09%
37	300121.SZ	阳谷华泰	15.34	8.39	0.18	11.35	7.63%
38	300398.SZ	飞凯材料	32.32	23.05	0.77	25.35	7.81%
39	000050.SZ	深天马 A	20.75	11.06	0.44	19.34	8.45%
40	300408.SZ	三环集团	42.51	21.60	0.97	26.32	8.72%
41	002273.SZ	水晶光电	54.69	21.86	0.62	28.44	9.52%
42	688021.SH	奥福环保	62.17	15.28	0.19	37.49	9.65%
43	603938.SH	三孚股份	21.40	12.88	0.11	22.08	10.15%
44	300920.SZ	润阳科技	37.86	11.01	0.12	23.95	11.07%
45	601208.SH	东材科技	45.71	17.60	0.25	28.62	11.84%
46	600143.SH	金发科技	19.49	11.29	0.77	16.30	12.72%
47	002643.SZ	万润股份	35.10	19.82	0.54	23.40	16.60%
48	600458.SH	时代新材	61.28	16.34	0.14	35.39	20.90%
49	002597.SZ	金禾实业	24.47	12.78	0.28	15.64	21.92%
50	002741.SZ	光华科技	132.48	26.22	0.10	66.44	25.28%
51	605099.SH	共创草坪	37.42	19.76	0.49	28.81	26.07%
52	300816.SZ	艾可蓝	59.42	16.26	0.19	40.34	26.47%
53	002001.SZ	新和成	18.56	13.41	0.74	15.59	26.67%
54	688680.SH	海优新材	101.72	26.77	0.24	56.78	27.72%

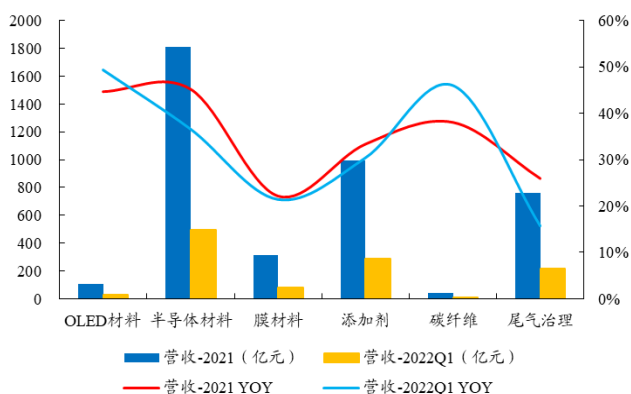
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：Wind 一致预期数据以 2022 年 5 月 6 日为基础

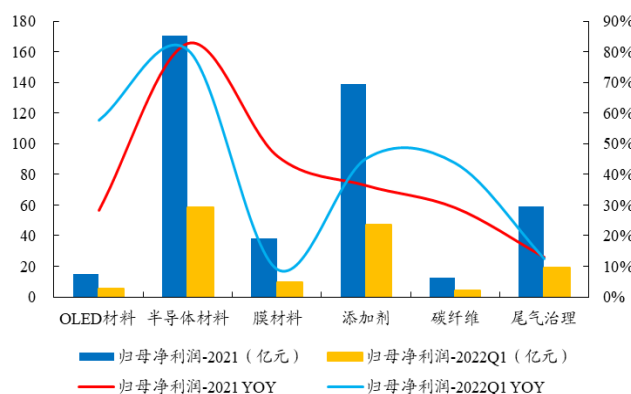
2、细分板块：OLED 材料与半导体材料子板块业绩增速较快

2021 年与 2022 年 Q1，各细分板块业绩均实现高速增长。2021 年新材料板块中的 OLED 材料、半导体材料、膜材料、添加剂、碳纤维与尾气治理的营收分别同比

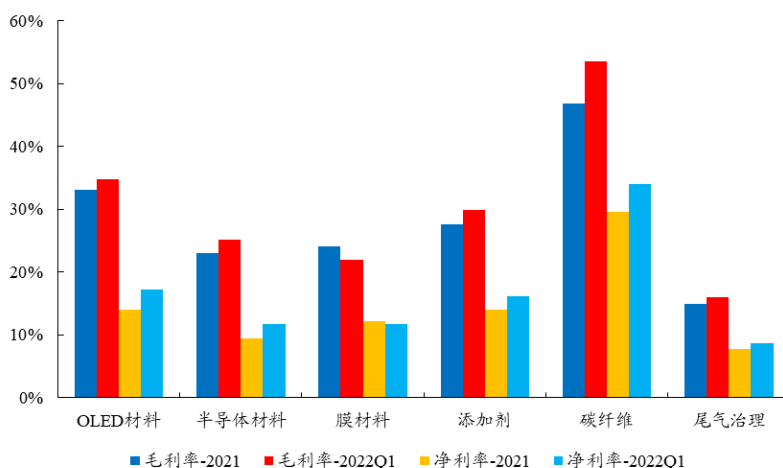
增长 44.64%、45.17%、22.19%、33.34%、39.03%、25.96%；归母净利润分别同比增长 28.24%、82.71%、46.01%、36.33%、29.09%、12.96%；净利率分别为 13.99%、9.43%、12.23%、13.97%、29.54%、7.73%，其中半导体材料、膜材料与添加剂的净利率分别同比增加 1.94pcts、1.99pcts、0.31pcts，OLED 材料、碳纤维与尾气治理的净利率分别同比下降 1.79pcts、2.05pcts、0.89pcts。2022 年 Q1，各细分板块的营收与利润均继续保持不同程度的增长，其中 OLED 材料与半导体材料归母净利润分别同比增长 57.63%、80.52%。

图8：2021 年各细分板块营收均实现同比增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2021 年各细分板块归母净利润均实现同比增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2021 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：业绩稳健增长，营运能力稳中向好

营收与利润：2021 年 OLED 材料板块实现营收 106.47 亿元，同比增长 44.64%，实现归母净利润 14.89 亿元，同比增长 28.24%。2022Q1 板块实现营收 31.65 亿元，同比增长 49.31%，环比增长 10.11%；实现归母净利润 5.45 亿元，同比增长 57.63%，环比增长 76.94%。OLED 材料板块整体业绩保持高速增长。

表2：2021年 OLED 材料板块归母净利润同比增长 28.24%

	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2021	同比	2022Q1	同比	环比	2021	同比	2022Q1	同比	环比
万润股份	43.59	49.36%	13.71	74.26%	20.97%	6.27	24.16%	2.33	76.67%	73.54%
强力新材	10.39	33.77%	2.73	18.83%	-12.10%	1.15	23.66%	0.25	-21.57%	21.85%
濮阳惠成	13.93	52.61%	3.76	31.72%	-11.33%	2.53	40.66%	0.84	78.40%	10.08%
激智科技	19.25	35.51%	5.16	35.28%	-12.82%	1.19	-12.83%	0.38	15.42%	125.32%
奥来德	4.06	43.17%	2.05	58.75%	768.93%	1.36	89.19%	0.86	65.23%	892.95%
瑞联新材	15.26	45.35%	4.25	38.00%	8.29%	2.40	36.70%	0.80	57.91%	11.74%
合计	106.47	44.64%	31.65	49.31%	10.11%	14.89	28.24%	5.45	57.63%	76.94%

数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率与净利率：2021年 OLED 材料板块毛利率达到 33.12%，同比下降 6.16pcts；净利率达到 13.99%，同比下降 1.79pcts。2022Q1 板块毛利率达到 34.83%，同比下降 0.94pcts，环比增加 3.72pcts；净利率达到 17.22%，同比增加 0.91pcts，环比增加 6.50pcts。

表3：2021年 OLED 材料板块净利率同比下降 1.70pcts

	毛利率			净利率						
	2021	同比 (pcts)	2022Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)	2021	同比 (pcts)	2022Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)
万润股份	36.49%	-8.39	36.03%	-3.87	-0.06	14.38%	-2.92	16.98%	0.23	5.14
强力新材	33.05%	-4.45	31.96%	-3.89	3.74	11.06%	-0.90	9.17%	-4.72	2.55
濮阳惠成	29.39%	-5.82	35.21%	7.79	4.20	18.14%	-1.54	22.33%	5.84	4.34
激智科技	21.76%	-5.60	19.65%	-6.56	0.30	6.19%	-3.44	7.28%	-1.25	4.46
奥来德	55.46%	-0.04	61.87%	6.60	40.94	33.52%	8.15	41.92%	1.64	87.85
瑞联新材	35.33%	-4.98	37.84%	1.28	0.33	15.72%	-0.99	18.78%	2.37	0.58
合计	33.12%	-6.16	34.83%	-0.94	3.72	13.99%	-1.79	17.22%	0.91	6.50

数据来源：Wind、开源证券研究所

营运能力：2021年 OLED 材料板块应收账款合计 19.13 亿元，同比增长 13.04%；应收账款周转天数为 66.14 天，同比下降 7 天。2022Q1 板块应收账款合计 21.59 亿元，同比增长 27.03%；应收账款周转天数为 64.76 天，同比下降 6 天。OLED 材料板块整体营运能力有所增强。

表4：2021年 OLED 材料板块应收账款同比增长 13.04%

	应收账款 (亿元)				应收账款周转天数 (天)			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比	2022Q1	同比
万润股份	3.85	-30.19%	5.69	27.01%	38.66	-34.17%	31.30	-45.23%
强力新材	1.93	44.15%	1.90	21.82%	56.67	-1.79%	63.32	11.19%
濮阳惠成	2.28	64.46%	2.39	25.06%	47.27	-3.27%	55.85	7.51%

	应收账款 (亿元)				应收账款周转天数 (天)			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比	2022Q1	同比
激智科技	7.03	23.11%	7.39	35.58%	119.09	-14.25%	125.79	-4.50%
奥来德	0.98	56.96%	1.20	44.35%	71.14	1.77%	47.77	-5.66%
瑞联新材	3.07	30.28%	3.02	9.31%	64.02	-4.35%	64.53	-13.80%
合计	19.13	13.04%	21.59	27.03%	66.14	-10.01%	64.76	-8.20%

数据来源: Wind、开源证券研究所

现金流: 2021年OLED材料板块经营性现金净流量合计15.53亿元,同比增长20.13%;销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入的比值为96.67%,同比增加6.33pcts。2022Q1,板块经营性现金净流量合计3.22亿元,同比下降8.56%;销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入的比值为96.60%,同比下降1.35pcts。

表5: 2021年OLED材料板块经营性现金净流量同比增长20.13%

	经营性现金净流量 (亿元)				销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比 (pcts)	2022Q1	同比 (pcts)
万润股份	10.45	87.01%	2.34	-38.88%	111.96%	15.41	120.59%	-10.92
强力新材	1.05	-50.12%	0.06	-70.82%	82.02%	5.16	89.22%	4.10
濮阳惠成	0.86	48.05%	0.39	311.80%	71.11%	0.23	72.06%	6.62
激智科技	-0.03	-102.03%	0.48	346.13%	98.44%	-0.53	93.70%	-8.78
奥来德	1.41	16.98%	0.03	103.89%	98.37%	-25.99	33.16%	19.77
瑞联新材	1.79	-6.56%	-0.07	-112.65%	83.64%	4.47	79.86%	-2.01
合计	15.53	20.13%	3.22	-8.56%	96.67%	6.33	96.60%	-1.35

数据来源: Wind、开源证券研究所

资本支出: 2021年OLED材料板块资本性支出合计21.14亿元,同比增长61.42%,年末在建工程总额为16.88亿元,同比增长0.59%。2022Q1,板块资本性支出合计6.98亿元,同比增长89.83%,一季度末在建工程总额为20.14亿元,同比增长4.92%。

表6: 2021年OLED材料板块资本性支出同比增长61.42%

	资本性支出 (亿元)				在建工程 (亿元)			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比	2022Q1	同比
万润股份	7.32	10.98%	2.55	67.84%	5.13	-47.33%	6.06	-41.79%
强力新材	3.79	85.96%	1.66	82.66%	4.48	39.63%	5.01	23.29%
濮阳惠成	1.89	120.60%	0.41	93.46%	0.07	-85.94%	0.28	-57.04%
激智科技	1.59	165.75%	0.39	222.11%	1.25	161.17%	1.46	214.64%
奥来德	2.51	55.03%	0.57	39.31%	4.11	115.53%	4.50	98.74%
瑞联新材	4.06	189.70%	1.40	175.99%	1.84	97.74%	2.83	111.48%
合计	21.14	61.42%	6.98	89.83%	16.88	0.59%	20.14	4.92%

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不断增强,同时随着大尺寸 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。此外,车载显示、照明等新兴应用也或将成为未来重要的需求增长点。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: **瑞联新材**、**濮阳惠成**、**万润股份**。

2.2、半导体材料：现金流有所改善，高资本支出保障未来成长

营收与利润:2021 年半导体材料板块实现营收 1807.58 亿元,同比增长 45.17%,实现归母净利润 170.42 亿元,同比增长 82.71%。2022Q1 板块实现营收 497.10 亿元,同比增长 36.59%,环比下降 2.34%;实现归母净利润 58.16 亿元,同比增长 80.52%,环比增长 44.39%。

表7：2021 年半导体材料板块归母净利润同比增长 82.71%

	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2021	同比	2022Q1	同比	环比	2021	同比	2022Q1	同比	环比
康强电子	21.95	41.71%	4.41	-6.85%	-17.34%	1.81	106.11%	0.30	32.71%	-47.01%
中环股份	411.05	115.70%	133.68	79.13%	11.25%	40.30	270.03%	13.11	142.08%	3.36%
多氟多	78.09	83.95%	26.54	112.89%	6.52%	12.60	2490.80%	7.32	685.06%	40.18%
雅克科技	37.82	66.40%	9.65	8.69%	-11.47%	3.35	-18.98%	1.49	22.14%	370.21%
杭氧股份	118.78	18.53%	27.35	13.54%	-6.22%	11.94	41.60%	3.22	7.72%	118.68%
兴森科技	50.40	24.92%	12.72	18.82%	-3.85%	6.21	19.16%	2.01	98.28%	52.73%
光华科技	25.80	28.09%	7.60	44.63%	3.37%	0.62	72.40%	0.35	234.09%	165.16%
鼎龙股份	23.56	29.67%	5.70	9.57%	-19.15%	2.14	233.60%	0.71	90.12%	13.42%
上海新阳	10.16	46.47%	2.46	18.95%	-19.34%	1.04	-62.05%	(0.14)	-609.50%	-170.88%
南大光电	9.84	65.46%	4.11	94.67%	49.13%	1.36	56.55%	0.81	89.38%	559.26%
菲利华	12.24	41.68%	3.73	42.17%	11.26%	3.70	55.44%	0.90	20.43%	13.21%
飞凯材料	26.27	40.94%	8.65	53.73%	16.91%	3.86	67.89%	1.39	103.43%	20.28%
强力新材	10.39	33.77%	2.73	18.83%	-12.10%	1.15	23.66%	0.25	-21.57%	21.85%
巨化股份	179.86	12.03%	46.08	28.07%	-14.08%	11.09	1062.87%	2.34	1880.03%	-72.44%
有研新材	160.59	23.82%	39.10	7.29%	3.23%	2.39	40.21%	1.04	69.19%	288.97%
昊华科技	74.24	36.92%	18.54	25.56%	-17.33%	8.91	37.61%	2.23	41.58%	-11.52%
三安光电	125.72	48.71%	31.07	14.35%	2.20%	13.13	29.20%	4.29	-22.94%	1490.41%
石大胜华	70.56	57.67%	17.71	5.10%	-11.55%	11.78	353.60%	4.50	94.08%	3.01%
容大感光	7.86	44.45%	1.71	-0.48%	-20.49%	0.40	-29.61%	0.10	-39.60%	512.44%
江化微	7.92	40.50%	2.44	55.98%	-3.45%	0.57	-2.90%	0.33	253.78%	15.05%
晶瑞股份	18.32	79.21%	4.51	11.91%	-13.91%	2.01	161.20%	0.32	38.81%	-10.88%
江丰电子	15.94	36.64%	4.90	54.29%	4.08%	1.07	-27.55%	0.33	90.15%	194.08%
阿石创	6.10	72.43%	1.78	82.78%	-1.88%	0.18	201.14%	0.06	409.65%	9.31%
深南电路	139.43	20.19%	33.16	21.68%	-20.82%	14.81	3.53%	3.48	42.83%	-23.39%
安集科技	6.87	62.57%	2.33	95.41%	7.85%	1.25	-18.77%	0.40	1830.27%	41.21%

	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2021	同比	2022Q1	同比	环比	2021	同比	2022Q1	同比	环比
联瑞新材	6.25	54.55%	1.77	27.28%	4.76%	1.73	55.85%	0.43	16.35%	-2.82%
云南锗业	5.56	-16.95%	1.51	37.91%	-15.06%	0.14	-38.31%	0.09	-43.72%	723.27%
华特气体	13.47	34.78%	3.83	30.68%	8.83%	1.29	21.46%	0.39	41.12%	48.96%
石英股份	9.61	48.81%	2.60	25.16%	-7.55%	2.81	49.37%	0.87	106.11%	-17.30%
亚光科技	15.88	-12.41%	2.73	-24.16%	-48.04%	(11.99)	-3515.56%	(0.55)	-364.31%	-95.49%
凯美特气	6.68	28.68%	2.01	57.76%	11.04%	1.39	92.34%	0.56	247.94%	53.48%
三孚股份	15.99	58.89%	5.33	85.10%	14.17%	3.36	244.76%	1.50	183.75%	69.44%
神工股份	4.74	146.69%	1.42	68.39%	13.83%	2.18	117.84%	0.50	26.66%	0.77%
金宏气体	17.41	40.05%	4.46	26.51%	-12.16%	1.67	-15.34%	0.39	0.77%	-6.32%
沪硅产业-U	24.67	36.19%	7.86	47.09%	12.42%	1.46	67.81%	(0.15)	-267.19%	-133.34%
格林达	7.80	33.60%	2.42	40.58%	-2.24%	1.41	39.37%	0.39	26.27%	0.46%
立昂微	25.41	69.17%	7.56	63.86%	-3.98%	6.00	197.24%	2.38	214.02%	21.39%
中晶科技	4.37	60.13%	0.96	12.92%	-22.50%	1.31	51.44%	0.20	-41.87%	14.77%
合计	1807.58	45.17%	497.10	36.59%	-2.34%	170.42	82.71%	58.16	80.52%	44.39%

数据来源: Wind、开源证券研究所

毛利率与净利率:2021 年半导体材料板块毛利率达到 23.02%, 同比增加 2.40pcts; 净利率达到 9.43%, 同比增加 1.94pcts。2022Q1 板块毛利率达到 25.16%, 同比增加 3.17 pcts, 环比增加 0.88pcts; 净利率达到 11.70%, 同比增加 2.85pcts, 环比增加 3.79pcts。

表8: 2021 年半导体材料板块净利率同比增加 1.94pcts

	毛利率					净利率				
	2021	同比 (pcts)	2022Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)	2021	同比 (pcts)	2022Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)
康强电子	18.85%	0.10	17.64%	-0.36	-1.17	8.26%	2.58	6.83%	2.04	-3.83
中环股份	21.69%	2.83	18.79%	-1.55	-6.93	9.80%	4.09	9.81%	2.55	-0.75
多氟多	32.14%	18.01	42.57%	20.44	1.40	16.13%	14.99	27.59%	20.11	6.62
雅克科技	25.76%	-9.76	31.85%	4.46	12.10	8.85%	-9.33	15.39%	1.69	20.44
杭氧股份	24.64%	1.96	28.76%	2.54	6.22	10.05%	1.64	11.77%	-0.64	6.72
兴森科技	32.17%	1.24	29.67%	-2.31	-2.16	12.33%	-0.60	15.80%	6.33	5.85
光华科技	15.74%	-0.13	18.24%	1.60	3.16	2.41%	0.62	4.64%	2.63	2.83
鼎龙股份	33.44%	0.67	39.00%	3.86	7.53	9.06%	17.86	12.53%	5.31	3.60
上海新阳	35.43%	1.28	31.12%	-7.19	-3.10	10.24%	-29.29	-5.54%	-6.83	-11.85
南大光电	43.42%	2.33	48.07%	3.21	7.02	13.84%	-0.79	19.63%	-0.55	15.19
菲利华	50.79%	-1.28	46.67%	-2.58	-0.68	30.25%	2.68	24.25%	-4.38	0.42
飞凯材料	39.92%	0.44	41.43%	1.94	0.47	14.69%	2.36	16.03%	3.92	0.45
强力新材	33.05%	-4.45	31.96%	-3.89	3.74	11.06%	-0.90	9.17%	-4.72	2.55
巨化股份	14.13%	4.87	20.40%	9.31	2.72	6.17%	5.57	5.09%	4.76	-10.77
有研新材	4.33%	0.20	5.69%	1.28	1.40	1.49%	0.17	2.66%	0.97	1.96
昊华科技	27.18%	-1.15	26.99%	-1.58	1.89	12.01%	0.06	12.01%	1.36	0.79
三安光电	22.22%	-2.25	21.93%	-0.89	2.01	10.44%	-1.58	13.80%	-6.68	12.92

	毛利率					净利率				
	2021	同比 (pcts)	2022Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)	2021	同比 (pcts)	2022Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)
石大胜华	31.50%	14.26	40.13%	13.61	3.92	16.70%	10.90	25.42%	11.66	3.59
容大感光	27.82%	-2.47	25.11%	-7.24	1.17	5.09%	-5.36	6.04%	-3.91	7.20
江化微	22.15%	-3.67	29.37%	10.89	0.78	7.13%	-3.19	13.53%	7.57	2.18
晶瑞股份	21.12%	-0.62	21.34%	2.68	-0.02	10.97%	3.44	7.10%	1.38	0.24
江丰电子	25.56%	-2.53	29.96%	0.05	7.69	6.69%	-5.93	6.83%	1.29	4.41
阿石创	17.61%	-3.37	13.72%	-2.66	-3.11	2.89%	1.24	3.33%	2.14	0.34
深南电路	23.71%	-2.76	26.79%	3.35	4.26	10.62%	-1.71	10.49%	1.55	-0.35
安集科技	51.08%	-0.95	51.32%	3.94	-0.54	18.22%	-18.24	16.99%	15.27	4.01
联瑞新材	42.46%	-0.38	38.95%	-2.73	1.49	27.67%	0.23	24.06%	-2.26	-1.88
云南锗业	19.58%	1.80	25.04%	6.75	2.46	2.51%	-0.87	5.80%	-8.41	6.59
华特气体	24.19%	-1.78	25.72%	2.41	2.62	9.60%	-1.05	10.22%	0.76	2.75
石英股份	45.63%	4.89	54.65%	14.28	6.75	29.25%	0.11	33.61%	13.20	-3.96
亚光科技	18.75%	-9.07	24.06%	-12.16	33.38	-75.53%	-77.47	-19.98%	-25.71	210.25
凯美特气	41.95%	4.51	49.73%	11.14	10.91	20.80%	6.88	27.95%	15.28	7.73
三孚股份	33.84%	12.88	41.07%	11.60	9.10	20.99%	11.32	28.21%	9.81	9.20
神工股份	64.07%	-1.16	60.34%	-6.88	0.20	46.10%	-6.11	35.24%	-11.61	-4.57
金宏气体	29.96%	-6.51	33.01%	0.42	5.34	9.59%	-6.28	8.71%	-2.23	0.54
沪硅产业-U	15.96%	2.85	21.19%	7.69	2.15	5.92%	1.12	-1.93%	-3.62	-8.42
格林达	27.48%	-1.48	26.54%	0.85	-2.05	18.03%	0.75	16.33%	-1.85	0.44
立昂微	44.90%	9.60	50.26%	9.29	3.51	23.63%	10.18	31.47%	15.05	6.58
中晶科技	46.77%	-1.65	43.68%	-6.85	10.04	30.06%	-1.73	21.31%	-20.09	6.92
合计	23.02%	2.40	25.16%	3.17	0.88	9.43%	1.94	11.70%	2.85	3.79

数据来源: Wind、开源证券研究所

营运能力:2021 年半导体材料板块应收账款合计 259.86 亿元,同比增长 29.04%; 应收账款周转天数为 71.98 天,同比减少 9 天。2022Q1 板块应收账款合计 285.24 亿元,同比增长 26.66%; 应收账款周转天数为 81.56 天,同比增加 1 天。

表9: 2021 年半导体材料板块应收账款同比增长 29.04%

	应收账款 (亿元)				应收账款周转天数 (天)			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比	2022Q1	同比
康强电子	4.36	15.70%	4.19	-5.84%	66.61	-22.12%	87.10	11.69%
中环股份	30.85	48.06%	35.02	58.69%	22.64	-47.16%	22.17	-14.29%
多氟多	10.34	35.83%	11.11	30.12%	41.43	-41.17%	36.37	-38.01%
雅克科技	6.93	11.23%	6.95	39.21%	62.63	-18.16%	64.72	13.79%
杭氧股份	15.34	28.34%	15.45	32.37%	41.36	-19.74%	50.67	14.79%
兴森科技	15.67	34.70%	16.25	25.78%	97.50	-2.14%	112.90	9.42%
光华科技	7.66	29.09%	7.52	27.81%	94.85	0.26%	89.85	-11.18%
鼎龙股份	7.24	49.41%	7.23	42.60%	92.28	5.83%	114.30	33.19%
上海新阳	2.91	-8.93%	3.32	-5.06%	108.26	-31.29%	114.26	-21.75%

	应收账款 (亿元)				应收账款周转天数 (天)			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比	2022Q1	同比
南大光电	2.98	46.04%	4.21	73.35%	91.86	-14.66%	78.77	-17.36%
菲利华	2.32	5.73%	3.70	28.96%	66.40	-27.52%	72.67	-16.38%
飞凯材料	8.19	35.70%	9.98	52.51%	97.41	-5.69%	94.47	-6.04%
强力新材	1.93	44.15%	1.90	21.82%	56.67	-1.79%	63.32	11.19%
巨化股份	11.16	93.87%	11.47	73.16%	16.93	57.01%	22.10	42.72%
有研新材	2.92	0.06%	8.26	21.51%	6.55	-13.58%	12.87	7.24%
昊华科技	12.29	-2.69%	16.18	10.99%	60.39	-20.07%	69.09	-16.66%
三安光电	24.83	7.90%	26.67	-0.81%	68.50	-30.91%	74.58	-9.74%
石大胜华	7.94	73.81%	6.95	26.53%	31.91	0.25%	37.84	40.83%
容大感光	3.33	16.32%	3.07	7.03%	142.04	-11.12%	168.32	12.21%
江化微	3.10	68.99%	3.45	56.20%	112.22	0.19%	120.98	3.87%
晶瑞股份	3.06	-0.57%	2.95	-19.77%	60.23	-37.16%	60.04	-20.51%
江丰电子	3.61	38.51%	4.02	32.97%	70.19	-3.13%	70.12	-12.15%
阿石创	1.45	7.31%	1.55	23.72%	82.49	-31.24%	76.02	-36.96%
深南电路	27.32	33.05%	27.44	25.59%	61.77	-3.95%	74.31	6.18%
安集科技	1.77	169.18%	2.04	116.92%	63.54	27.11%	73.52	22.01%
联瑞新材	1.71	38.24%	1.81	27.80%	84.76	-12.07%	89.14	4.23%
云南锗业	1.21	18.98%	1.36	11.68%	72.03	48.15%	76.89	-16.62%
华特气体	2.68	36.31%	3.26	43.99%	62.11	-11.33%	69.71	7.44%
石英股份	2.02	44.91%	1.96	11.90%	63.97	-23.89%	68.94	1.09%
亚光科技	12.89	6.93%	13.42	-4.21%	282.73	17.01%	433.73	33.11%
凯美特气	0.62	18.08%	0.91	92.14%	31.01	-13.67%	34.26	-2.94%
孚日股份	0.77	84.16%	1.83	170.35%	13.45	-7.63%	21.98	28.22%
神工股份	0.51	91.75%	0.65	48.41%	29.57	-18.77%	37.03	-2.15%
金宏气体	2.80	75.79%	2.82	52.04%	45.45	3.22%	56.75	28.87%
沪硅产业-U	4.27	23.23%	4.65	21.45%	56.50	-14.30%	51.05	-16.86%
格林达	2.59	56.92%	2.91	57.76%	97.72	9.64%	102.25	11.94%
立昂微	7.06	30.68%	7.70	35.61%	88.29	-22.68%	87.85	-18.71%
中晶科技	1.24	27.69%	1.06	1.73%	91.16	-21.16%	108.24	1.18%
合计	259.86	29.04%	285.24	26.66%	71.98	-11.24%	81.56	0.93%

数据来源：Wind、开源证券研究所

现金流：2021 年半导体材料板块经营性现金净流量合计 198.93 亿元，同比增长 40.69%；销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入的比值为 76.36%，同比下降 9.98pcts。2022Q1，板块经营性现金净流量合计 21.35 亿元，同比下降 11.56%；销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入的比值为 72.20%，同比下降 3.81pcts。

表10：2021年半导体材料板块经营性现金净流量同比增长40.69%

	经营性现金净流量 (亿元)				销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比 (pts)	2022Q1	同比 (pts)
康强电子	1.12	-29.93%	-0.14	57.16%	82.00%	3.89	91.12%	22.50
中环股份	42.82	49.77%	9.57	6.52%	33.83%	-26.69	26.84%	-2.64
多氟多	19.75	5480.26%	4.63	453.39%	83.13%	14.27	85.57%	3.69
雅克科技	3.20	62.87%	0.70	-31.89%	98.13%	1.45	120.21%	-1.97
杭氧股份	12.62	34.57%	-1.48	-920.71%	63.12%	9.03	54.70%	-5.06
兴森科技	5.80	42.20%	1.19	106.40%	91.08%	-5.33	102.53%	9.13
光华科技	0.44	-64.57%	-0.50	45.03%	87.43%	-3.15	97.79%	8.38
鼎龙股份	0.03	-99.20%	0.72	213.64%	96.43%	0.87	110.82%	4.05
上海新阳	1.91	6.56%	-0.74	-1152.32%	114.52%	4.97	77.07%	-0.96
南大光电	2.62	105.40%	-0.12	-117.42%	91.12%	7.23	71.71%	-18.12
菲利华	2.94	55.67%	0.10	-74.69%	76.44%	-5.22	53.10%	-15.00
飞凯材料	2.55	49.33%	-0.29	-181.63%	106.70%	4.60	92.86%	-12.08
强力新材	1.05	-50.12%	0.06	-70.82%	82.02%	5.16	89.22%	4.10
巨化股份	12.47	26.16%	4.03	28.85%	108.52%	-2.10	106.82%	-2.15
有研新材	3.04	1153.26%	-8.26	5.68%	110.80%	0.15	93.88%	-7.49
昊华科技	11.46	190.07%	-0.25	42.56%	87.51%	7.84	73.00%	-6.17
三安光电	16.08	-16.89%	2.47	-61.39%	72.67%	-13.61	79.20%	21.33
石大胜华	9.60	20.95%	5.13	165.47%	71.71%	-7.84	79.35%	-1.53
容大感光	0.50	152.89%	0.20	38.03%	36.76%	-2.50	49.84%	-9.03
江化微	-0.49	-343.93%	-0.09	78.73%	70.98%	-8.69	66.78%	-7.22
晶瑞股份	1.67	161.86%	0.57	159.17%	55.81%	-17.86	64.65%	2.65
江丰电子	1.03	325.96%	-0.67	-129.88%	91.22%	-3.87	98.35%	11.47
阿石创	0.32	130.27%	-0.13	-303.67%	102.21%	13.12	102.37%	-12.29
深南电路	23.42	30.10%	6.10	45.39%	89.71%	-3.38	106.77%	3.18
安集科技	0.61	-46.01%	0.32	176.06%	86.37%	-11.41	88.66%	13.36
联瑞新材	1.53	71.07%	0.06	-85.28%	93.15%	2.05	84.58%	1.44
云南锗业	1.13	-9.82%	0.02	-96.78%	111.80%	12.16	101.29%	-28.71
华特气体	0.15	-85.92%	-0.23	-42.83%	88.52%	0.58	78.82%	-10.88
石英股份	0.44	34.76%	-0.19	-687.68%	68.16%	-5.54	65.25%	-2.23
亚光科技	-0.40	-183.03%	-3.25	-451.42%	100.44%	-29.01	103.09%	35.30
凯美特气	2.54	58.63%	0.35	-2.46%	105.76%	4.63	97.77%	-12.57
三孚股份	2.55	41.37%	-0.97	-1282.86%	88.32%	-11.46	73.52%	-7.26
神工股份	1.89	30.50%	0.30	80.71%	104.18%	9.26	89.53%	16.09
金宏气体	3.11	-22.64%	0.76	11.56%	114.71%	14.96	108.23%	-16.84
沪硅产业-U	3.07	-18.34%	1.63	229.64%	93.73%	0.49	92.92%	-1.50
格林达	1.12	-11.27%	-0.14	-921.99%	94.21%	-3.74	92.53%	-1.38
立昂微	4.38	41.15%	-0.42	50.45%	49.04%	-5.85	68.48%	9.39
中晶科技	0.86	0.23%	0.31	28.97%	56.98%	-15.02	79.82%	24.29
合计	198.93	40.69%	21.35	11.56%	76.36%	-9.98	72.20%	-3.81

数据来源：Wind、开源证券研究所

资本支出：2021 年半导体材料板块资本性支出合计 346.63 亿元，同比增长 63.26%，年末在建工程总额为 299.88 亿元，同比增长 26.10%。2022Q1，板块资本性支出合计 104.68 亿元，同比增长 55.56%，一季度末在建工程总额为 344.67 亿元，同比增长 31.88%。

表11：2021 年半导体材料板块资本性支出同比增长 63.26%

	资本性支出 (亿元)				在建工程 (亿元)			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比	2022Q1	同比
康强电子	0.35	-24.67%	0.02	-78.56%	0.34	25.36%	0.37	11.81%
中环股份	61.02	66.85%	40.18	227.39%	91.11	14.18%	103.21	5.31%
多氟多	12.17	202.06%	6.89	404.69%	8.96	-52.77%	11.83	-42.19%
雅克科技	5.60	-3.87%	1.97	34.46%	2.36	-28.92%	4.21	13.08%
杭氧股份	10.93	41.99%	2.80	393.68%	5.35	-52.90%	7.81	162.40%
兴森科技	10.75	123.28%	3.79	134.51%	5.34	146.28%	6.96	140.69%
光华科技	0.91	10.33%	0.46	74.73%	1.13	44.56%	1.04	12.67%
鼎龙股份	3.72	79.77%	1.45	188.67%	1.64	67.51%	2.24	92.29%
上海新阳	4.09	139.81%	0.35	-51.08%	2.95	293.49%	3.18	244.34%
南大光电	6.64	26.04%	1.25	85.66%	2.58	181.17%	1.01	19.31%
菲利华	3.19	56.59%	1.59	57.69%	0.58	-51.01%	1.09	-36.86%
飞凯材料	2.66	0.90%	1.03	121.01%	4.19	-10.71%	4.25	-14.68%
强力新材	3.79	85.96%	1.66	82.66%	4.48	39.63%	5.01	23.29%
巨化股份	17.02	-9.74%	3.34	2.67%	22.21	134.79%	25.04	119.60%
有研新材	1.34	-33.84%	0.66	71.59%	0.15	-86.01%	0.21	-81.99%
昊华科技	8.47	113.88%	3.62	113.04%	8.95	48.82%	10.83	65.04%
三安光电	85.21	102.00%	15.88	-11.82%	66.93	58.93%	68.07	46.42%
石大胜华	4.24	127.47%	1.76	109.82%	6.03	289.99%	2.54	4.33%
容大感光	0.14	-1.29%	0.22	890.67%	0.04	-59.78%	0.01	-86.10%
江化微	2.30	-17.02%	1.02	64.62%	8.13	9.55%	8.08	9.05%
晶瑞股份	1.81	-25.72%	1.07	48.60%	1.99	-20.43%	2.17	-39.84%
江丰电子	3.21	34.22%	0.92	-39.82%	1.96	-15.31%	1.70	-38.38%
阿石创	1.10	1.82%	0.08	-78.52%	0.43	-58.32%	0.54	-43.38%
深南电路	26.58	6.93%	0.00	-100.00%	6.34	-28.35%	9.52	75.83%
安集科技	2.41	131.61%	0.47	190.35%	1.11	30.44%	1.44	94.88%
联瑞新材	2.08	67.54%	0.28	-48.87%	0.42	70.48%	0.26	-51.41%
云南锗业	0.92	-50.68%	0.33	607.72%	0.90	34.70%	1.01	37.73%
华特气体	2.13	132.86%	0.79	68.59%	0.33	243.22%	0.67	308.52%
石英股份	0.88	83.76%	0.29	27.07%	1.81	223.42%	2.19	126.96%
亚光科技	4.89	194.51%	0.70	-16.40%	3.71	20.73%	3.73	44.63%
凯美特气	0.78	43.16%	0.21	41.96%	0.15	-23.82%	0.18	-15.63%
三孚股份	3.34	43.22%	0.74	-17.67%	6.02	104.41%	6.62	78.95%
神工股份	2.79	81.63%	1.00	457.76%	0.43	-4.93%	1.22	152.41%
金宏气体	5.12	82.06%	1.56	63.95%	1.80	27.93%	2.01	7.78%

	资本性支出 (亿元)				在建工程 (亿元)			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比	2022Q1	同比
沪硅产业-U	13.24	12.42%	5.15	78.30%	15.17	6.24%	12.66	-9.70%
格林达	0.75	166.21%	0.27	168.01%	0.82	81.14%	0.85	79.15%
立昂微	28.46	297.55%	0.00	-100.00%	12.23	680.25%	29.36	773.17%
中晶科技	1.60	1107.20%	0.86	763.02%	0.80	333.81%	1.54	710.34%
合计	346.63	63.26%	104.68	55.56%	299.88	26.10%	344.67	31.88%

数据来源: Wind、开源证券研究所

伴随下游需求的加速释放, 半导体行业的景气度有望持续向上。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: 昊华科技、彤程新材、雅克科技等。**

2.3、膜材料: 高增长态势延续, 营运水平有所提升

营收与利润: 2021 年膜材料板块实现营收 313.82 亿元, 同比增长 22.19%, 实现归母净利润 38.37 亿元, 同比增长 46.01%。2022Q1 板块实现营收 83.71 亿元, 同比增长 21.45%, 环比下降 0.15%; 实现归母净利润 9.85 亿元, 同比增长 9.03%, 环比增长 14.03%。

表12: 2021 年膜材料板块归母净利润同比增长 46.01%

	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2021	同比	2022Q1	同比	环比	2021	同比	2022Q1	同比	环比
双星新材	59.31	17.19%	17.30	35.00%	2.33%	13.85	92.28%	3.59	30.01%	-12.82%
东材科技	32.34	71.92%	9.04	21.15%	15.98%	3.41	94.27%	1.02	19.77%	46.25%
沧州明珠	28.89	4.59%	5.10	-13.59%	-35.09%	3.66	21.61%	0.58	-47.11%	151.74%
大东南	16.74	10.91%	4.04	6.04%	-3.39%	2.43	37.49%	0.33	-32.10%	-63.11%
斯迪克	19.84	28.89%	4.78	20.79%	-11.09%	2.10	15.59%	0.18	198.75%	-76.89%
佛塑科技	24.57	6.87%	5.71	2.84%	-11.86%	1.22	72.55%	0.29	8.38%	48.62%
浙江众成	17.96	23.90%	4.58	20.53%	-0.87%	1.78	4.74%	0.51	33.56%	50.81%
国风塑业	19.10	28.93%	5.56	27.21%	11.53%	2.82	145.85%	1.00	11.47%	69.60%
赛伍技术	30.17	38.25%	10.98	81.85%	18.64%	1.70	-12.36%	0.89	76.33%	82.94%
道明光学	12.84	1.37%	2.88	-4.20%	-16.40%	0.55	-67.53%	0.27	-45.63%	138.43%
裕兴股份	13.65	36.48%	3.86	24.19%	9.37%	2.41	54.45%	0.60	-8.65%	29.08%
乐凯胶片	22.35	8.82%	5.28	-6.93%	4.24%	0.54	45.85%	0.09	-47.30%	4290.48%
明冠新材	12.89	40.33%	3.83	40.45%	17.09%	1.23	16.53%	0.33	34.27%	-5.69%
泛亚微透	3.17	14.00%	0.75	9.50%	-28.87%	0.66	20.13%	0.18	11.98%	-21.65%
合计	313.82	22.19%	83.71	21.45%	-0.15%	38.37	46.01%	9.85	9.03%	14.03%

数据来源: Wind、开源证券研究所

毛利率与净利率：2021 年膜材料板块毛利率达到 24.17%，同比增加 1.66pcts；净利率达到 12.23%，同比增加 1.99pcts。2022Q1 板块毛利率达到 21.94%，同比下降 2.59pcts，环比下降 1.82pcts；净利率达到 11.76%，同比下降 1.34pcts，环比增加 1.46pcts。

表13：2021 年膜材料板块净利率同比增加 1.99pcts

	毛利率					净利率				
	2021	同比 (pcts)	2022Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)	2021	同比 (pcts)	2022Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)
双星新材	32.86%	10.31	30.37%	-2.34	-1.34	23.36%	9.12	20.76%	-0.80	-3.61
东材科技	23.72%	-1.98	23.26%	-3.75	-0.53	10.54%	1.21	11.25%	-0.13	2.33
沧州明珠	20.86%	1.34	17.13%	-6.10	2.56	12.67%	1.77	11.46%	-7.26	8.50
大东南	21.70%	0.79	15.95%	-4.59	-3.24	14.53%	2.81	8.07%	-4.53	-13.07
斯迪克	26.96%	1.83	23.54%	7.47	-7.30	10.58%	-1.22	3.71%	2.21	-10.57
佛塑科技	23.65%	-0.41	23.14%	2.11	-2.00	4.96%	1.89	4.99%	0.26	2.03
浙江众成	23.91%	-2.69	23.89%	-3.10	1.62	9.89%	-1.81	11.12%	1.08	3.81
国风塑业	18.39%	2.34	15.33%	-4.08	-4.45	14.77%	7.03	17.90%	-2.53	6.13
赛伍技术	14.63%	-3.33	14.36%	-2.86	-3.65	5.64%	-3.26	8.07%	-0.25	2.84
道明光学	37.42%	-1.11	29.39%	-10.25	-7.96	4.28%	-9.08	9.51%	-7.24	30.19
裕兴股份	27.15%	2.89	23.53%	-8.09	0.92	17.67%	2.06	15.44%	-5.55	2.36
乐凯胶片	15.53%	1.20	13.29%	-1.74	-0.23	2.43%	0.62	1.67%	-1.28	1.63
明冠新材	17.38%	-2.94	18.17%	1.67	-1.41	9.54%	-1.95	8.71%	-0.40	-2.10
泛亚微透	44.75%	-3.83	49.04%	-1.74	13.67	20.97%	1.07	23.93%	0.53	2.20
合计	24.17%	1.66	21.94%	-2.59	-1.82	12.23%	1.99	11.76%	-1.34	1.46

数据来源：Wind、开源证券研究所

营运能力：2021 年膜材料板块应收账款合计 63.99 亿元，同比增长 9.67%；应收账款周转天数为 72.38 天，同比减少 8 天。2022Q1 板块应收账款合计 71.95 亿元，同比增长 12.39%；应收账款周转天数为 77.14 天，同比减少 6 天。

表14：2021 年膜材料板块应收账款同比增长 9.67%

	应收账款（亿元）				应收账款周转天数（天）			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比	2022Q1	同比
双星新材	10.70	12.87%	11.93	10.24%	61.21	-9.30%	58.86	-17.43%
东材科技	6.02	72.34%	7.21	46.57%	52.93	-10.87%	65.84	29.82%
沧州明珠	8.33	-15.66%	8.15	-23.54%	113.42	-8.06%	145.44	-7.13%
大东南	0.95	22.21%	1.24	20.37%	18.62	-10.43%	24.45	14.26%
斯迪克	6.76	24.50%	7.30	26.67%	110.57	-11.57%	132.28	4.00%
佛塑科技	2.78	29.01%	2.95	17.07%	36.21	-1.86%	45.20	19.19%
浙江众成	1.22	8.88%	1.29	21.97%	23.44	-17.98%	24.66	-4.39%
国风塑业	2.07	10.87%	2.83	42.44%	37.14	-8.44%	39.65	-0.06%
赛伍技术	12.09	16.89%	13.74	33.00%	133.78	-13.15%	105.87	-31.29%
道明光学	2.82	9.11%	3.05	23.82%	75.90	-10.14%	91.72	21.39%

	应收账款 (亿元)				应收账款周转天数 (天)			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比	2022Q1	同比
裕兴股份	1.84	-17.58%	2.38	-4.93%	53.61	-17.62%	49.08	-28.25%
乐凯胶片	3.07	-19.77%	3.55	-21.47%	55.53	5.55%	56.41	-14.79%
明冠新材	4.22	3.34%	5.29	16.34%	116.05	-22.43%	111.73	-21.54%
泛亚微透	1.12	3.72%	1.03	15.71%	124.85	1.65%	128.77	-0.31%
合计	63.99	9.67%	71.95	12.39%	72.38	-10.39%	77.14	-7.41%

数据来源: Wind、开源证券研究所

现金流:2021 年膜材料板块经营性现金净流量合计 34.74 亿元, 同比下降 13.85%; 销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入的比值为 83.11%, 同比下降 7.06pcts。2022Q1, 板块经营性现金净流量合计-3.19 亿元, 同比由正转负 (2021Q1 为 0.26 亿元); 销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入的比值为 81.40%, 同比下降 3.94pcts。

表15: 2021 年膜材料经营性现金净流量同比下降 13.85%

	经营性现金净流量 (亿元)				销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比 (pcts)	2022Q1	同比 (pcts)
双星新材	10.41	-12.06%	1.48	32.94%	81.74%	-18.87	106.83%	6.05
东材科技	-0.59	-136.64%	-1.08	-594.05%	49.74%	-12.05	48.93%	5.67
沧州明珠	4.98	85.42%	-0.09	59.89%	89.49%	-8.78	98.49%	30.42
大东南	1.80	-45.50%	0.18	404.90%	86.86%	-12.35	92.13%	2.36
斯迪克	3.71	92.37%	-0.65	-218.65%	83.20%	10.37	79.92%	-43.51
佛塑科技	2.89	-23.26%	-0.35	17.18%	99.37%	-3.20	100.70%	7.36
浙江众成	2.22	-28.13%	0.33	-29.94%	105.56%	0.20	104.79%	-9.17
国风塑业	3.12	165.96%	-0.20	-137.30%	95.24%	-2.60	84.33%	-12.38
赛伍技术	-1.77	-712.44%	-0.78	68.08%	67.36%	-3.35	56.42%	0.87
道明光学	5.49	-29.91%	0.00	-99.91%	126.92%	2.12	104.17%	-104.75
裕兴股份	1.68	37.96%	-0.88	-346.14%	64.77%	-6.10	30.11%	-36.05
乐凯胶片	0.91	5.42%	-1.26	-20.86%	89.06%	9.85	48.78%	-19.46
明冠新材	-0.93	-377.36%	-0.18	87.24%	76.51%	14.02	96.80%	82.03
泛亚微透	0.81	102.10%	0.28	53.33%	81.16%	7.98	103.55%	11.15
合计	34.74	-13.85%	-3.19	-	83.11%	-7.06	81.40%	-3.94

数据来源: Wind、开源证券研究所

资本支出:2021 年膜材料板块资本性支出合计 42.61 亿元, 同比增长 49.03%, 年末在建工程总额为 47.49 亿元, 同比增长 52.39%。2022Q1, 板块资本性支出合计 14.30 亿元, 同比增长 31.85%, 一季度末在建工程总额为 54.67 亿元, 同比增长 63.30%。

表16：2021年膜材料资本性支出同比增长49.03%

	资本性支出 (亿元)				在建工程 (亿元)			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比	2022Q1	同比
双星新材	10.58	48.28%	2.86	-40.35%	12.58	46.03%	14.70	40.47%
东材科技	3.31	53.10%	3.05	1705.27%	7.28	87.09%	9.58	103.13%
沧州明珠	3.52	546.19%	0.63	1730.31%	0.50	-60.47%	0.50	-29.07%
大东南	0.11	-44.47%	0.01	-23.32%	0.02	-59.75%	0.03	13.19%
斯迪克	8.87	26.70%	2.33	18.83%	12.39	80.11%	12.58	58.75%
佛塑科技	0.91	-0.20%	0.10	-29.65%	0.27	-69.63%	0.33	-65.15%
浙江众成	2.46	466.94%	0.62	212.60%	1.72	181.18%	2.32	252.39%
国风塑业	3.51	360.25%	1.50	428.55%	3.06	106.74%	4.27	399.69%
赛伍技术	2.70	-47.98%	1.13	-22.53%	1.78	-52.73%	2.02	-47.39%
道明光学	1.65	18.21%	0.28	-51.44%	1.70	-12.19%	2.16	102.82%
裕兴股份	2.81	114.26%	1.15	94.39%	3.76	-	3.24	-
乐凯胶片	0.43	-27.74%	0.10	-38.59%	1.39	8.24%	1.41	12.36%
明冠新材	1.24	151.16%	0.10	-69.11%	0.70	53.57%	0.89	27.43%
泛亚微透	0.52	11.86%	0.43	215.07%	0.35	-	0.63	-
合计	42.61	49.03%	14.30	31.85%	47.49	52.39%	54.67	63.30%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2021年至今，尽管原材料价格持续攀升导致国内胶膜企业成本持续承压，但其整体经营业绩依旧表现亮眼。展望未来，近年来技术的不断突破与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、洁美科技、赛伍技术等。**

2.4、添加剂：盈利质量良好，盈利能力显著增强

营收与利润：2021年添加剂板块实现营收996.69亿元，同比增长33.34%，实现归母净利润139.27亿元，同比增长36.33%。2022Q1板块实现营收290.75亿元，同比增长30.40%，环比下降0.12%；实现归母净利润47.07亿元，同比增长45.15%，环比增长21.18%。

表17：2021年添加剂板块归母净利润同比增长36.33%

	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2021	同比	2022Q1	同比	环比	2021	同比	2022Q1	同比	环比
新和成	147.98	43.47%	43.08	15.07%	0.61%	43.24	21.34%	12.03	5.85%	25.60%
梅花生物	228.37	33.94%	67.12	26.45%	2.44%	23.51	139.40%	11.59	183.71%	13.16%
金禾实业	58.45	59.44%	18.98	66.91%	3.95%	11.77	63.82%	4.42	110.21%	-4.71%
山东赫达	15.60	19.22%	3.92	19.05%	0.61%	3.30	30.65%	0.96	20.66%	82.16%

	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2021	同比	2022Q1	同比	环比	2021	同比	2022Q1	同比	环比
安迪苏	128.69	8.05%	34.57	15.50%	-1.94%	14.72	8.88%	4.27	16.35%	93.42%
彤程新材	23.08	12.83%	5.72	-0.42%	-3.73%	3.27	-20.44%	0.72	-50.47%	42.20%
龙蟠科技	40.54	111.72%	25.58	329.89%	47.18%	3.51	72.98%	2.13	252.01%	36.01%
万盛股份	41.15	76.60%	8.90	-5.77%	-15.02%	8.24	109.67%	1.29	-36.89%	-35.65%
苏博特	45.22	23.81%	7.16	-7.28%	-44.46%	5.33	20.88%	0.80	2.79%	-51.65%
利安隆	34.45	38.74%	10.11	23.04%	9.95%	4.18	42.53%	1.26	39.66%	7.13%
皇马科技	23.36	20.06%	6.16	20.13%	9.28%	4.48	40.01%	1.30	59.27%	57.31%
瑞丰新材	10.81	25.58%	3.96	60.65%	-2.25%	2.01	9.94%	0.52	-12.47%	-21.23%
阳谷华泰	27.05	39.21%	8.55	45.33%	14.37%	2.84	125.73%	1.14	28.21%	200.33%
兄弟科技	27.33	42.43%	8.79	27.54%	6.30%	0.28	1.08%	1.03	826.02%	306.36%
星湖科技	12.35	10.64%	2.78	-8.68%	-32.31%	1.06	-28.40%	0.23	-33.82%	-14.77%
日科化学	27.73	21.91%	7.36	27.27%	-10.40%	1.90	-8.15%	0.81	111.61%	42.52%
瑞丰高材	18.58	42.75%	5.01	26.04%	0.70%	0.93	8.80%	0.31	0.46%	483.30%
醋化股份	29.99	23.73%	9.23	44.09%	4.41%	1.74	-29.69%	0.91	104.39%	20.81%
美联新材	18.81	23.97%	6.10	35.88%	-6.04%	0.63	50.97%	0.91	353.73%	91.55%
红墙股份	15.52	16.09%	1.93	-35.60%	-51.93%	1.13	-20.45%	0.09	-65.64%	-58.78%
华业香料	2.46	19.61%	0.57	7.68%	-23.15%	0.18	-56.36%	0.07	12.70%	591.03%
嘉澳环保	19.16	55.77%	5.17	62.09%	-22.55%	1.02	174.61%	0.28	33.82%	-7.89%
合计	996.69	33.34%	290.75	30.40%	-0.12%	139.27	36.33%	47.07	45.15%	21.18%

数据来源: Wind、开源证券研究所

毛利率与净利率: 2021 年添加剂板块毛利率达到 27.57%，同比下降 2.36pcts；净利率达到 13.97%，同比增加 0.31pcts。2022Q1 板块毛利率达到 29.81%，同比增加 0.41pcts，环比增加 3.84pcts；净利率达到 16.19%，同比增加 1.65pcts，环比增加 2.85pcts。

表18: 2021 年添加剂板块净利率同比增加 0.31pcts

	毛利率					净利率				
	2021	同比 (pcts)	2022Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)	2021	同比 (pcts)	2022Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)
新和成	44.50%	-9.66	41.55%	-6.59	2.71	29.22%	-5.33	27.93%	-2.43	5.56
梅花生物	19.34%	4.67	26.24%	9.77	1.10	10.30%	4.54	17.26%	9.57	1.63
金禾实业	28.17%	1.11	34.26%	5.27	2.28	20.14%	0.54	23.28%	4.80	-2.11
山东赫达	36.55%	-0.21	38.43%	-1.06	5.12	21.12%	1.85	24.58%	0.33	11.01
安迪苏	34.15%	-3.80	32.03%	-5.55	10.33	11.44%	0.09	12.36%	0.09	6.09
彤程新材	24.92%	-8.60	25.54%	-8.57	11.04	14.15%	-5.92	12.59%	-12.72	4.07
龙蟠科技	27.30%	-10.53	26.73%	-10.22	4.53	8.66%	-1.94	8.33%	-1.84	-0.68
万盛股份	32.70%	-1.21	27.38%	-10.40	4.95	20.04%	3.16	14.45%	-7.13	-4.63
苏博特	35.29%	-2.99	39.23%	-0.80	0.50	11.78%	-0.29	11.21%	1.10	-1.67
利安隆	26.84%	-0.41	27.31%	1.26	-1.23	12.12%	0.32	12.49%	1.49	-0.33
皇马科技	21.20%	-1.08	25.94%	2.65	3.73	19.19%	2.73	21.09%	5.18	6.44
瑞丰新材	30.46%	-4.10	24.24%	-10.30	-2.74	18.60%	-2.65	13.00%	-10.86	-3.13

	毛利率					净利率				
	2021	同比 (pts)	2022Q1	同比 (pts)	环比 (pts)	2021	同比 (pts)	2022Q1	同比 (pts)	环比 (pts)
阳谷华泰	22.84%	3.38	28.74%	1.69	8.42	10.50%	4.02	13.28%	-1.77	8.23
兄弟科技	13.80%	-10.67	27.72%	16.32	12.52	1.04%	-0.42	11.72%	10.10	8.65
星湖科技	24.80%	-8.26	26.96%	-2.49	5.41	8.62%	-4.70	8.25%	-3.13	1.70
日科化学	13.54%	-3.45	17.35%	4.95	5.35	6.86%	-2.24	11.00%	4.39	4.09
瑞丰高材	18.42%	-3.23	19.01%	-0.79	0.40	5.00%	-1.56	6.26%	-1.59	5.18
醋化股份	13.80%	-7.91	19.32%	5.59	0.83	5.80%	-4.41	9.84%	2.90	1.34
美联新材	17.50%	2.92	37.04%	24.46	4.73	3.36%	0.60	14.90%	10.44	7.59
红墙股份	25.34%	-6.53	27.23%	-3.21	14.44	7.27%	-3.34	4.67%	-4.08	-0.78
华业香料	22.52%	-7.53	24.50%	-0.68	4.84	7.12%	-12.40	12.23%	0.54	14.15
嘉澳环保	14.75%	1.09	12.60%	-8.95	1.45	5.33%	2.30	5.44%	-1.15	0.87
合计	27.57%	-2.36	29.81%	0.41	3.84	13.97%	0.31	16.19%	1.65	2.85

数据来源：Wind、开源证券研究所

营运能力：2021 年添加剂板块应收账款合计 151.04 亿元，同比增长 36.70%；应收账款周转天数为 61.59 天，同比减少 2 天。2022Q1 板块应收账款合计 167.20 亿元，同比增长 35.73%；应收账款周转天数为 82.75 天，同比增加 17 天。

表19：2021 年添加剂板块应收账款同比增长 36.70%

	应收账款（亿元）				应收账款周转天数（天）			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比	2022Q1	同比
新和成	27.55	42.69%	32.59	30.09%	57.00	-6.48%	62.82	17.81%
梅花生物	2.81	10.01%	4.83	3.57%	4.22	-31.91%	5.12	-16.29%
金禾实业	5.05	70.98%	7.49	70.66%	24.65	-2.61%	29.73	2.32%
山东赫达	2.98	36.05%	3.59	60.57%	59.68	2.32%	75.43	24.67%
安迪苏	18.81	21.37%	19.89	18.96%	47.99	2.84%	50.38	4.00%
彤程新材	5.54	5.53%	6.35	5.19%	84.08	-10.00%	93.54	5.79%
龙蟠科技	8.58	260.26%	11.71	409.72%	48.68	10.77%	35.69	0.87%
万盛股份	5.74	53.37%	5.08	1.48%	41.48	-14.65%	54.74	31.24%
苏博特	27.68	40.07%	21.50	56.65%	188.83	2.08%	308.96	58.39%
利安隆	5.76	21.63%	6.41	20.54%	54.86	-9.09%	54.18	-1.61%
皇马科技	2.28	-7.02%	3.25	36.19%	36.48	-16.86%	40.38	-4.87%
瑞丰新材	1.64	53.43%	2.08	55.83%	45.20	4.86%	42.29	-3.67%
阳谷华泰	7.41	32.31%	9.41	60.51%	86.61	-11.67%	88.49	0.96%
兄弟科技	3.92	56.82%	5.29	29.25%	42.27	-1.95%	47.13	9.54%
星湖科技	1.39	24.81%	1.17	-23.90%	36.43	5.60%	41.47	5.70%
日科化学	3.64	-0.28%	4.68	13.92%	47.38	-28.36%	50.93	-15.74%
瑞丰高材	2.51	33.35%	3.57	32.99%	42.58	-14.50%	54.62	5.63%
醋化股份	3.58	48.37%	4.64	32.15%	35.95	-7.35%	40.06	-3.70%
美联新材	1.87	6.13%	2.14	-10.50%	34.73	-9.30%	29.53	-28.94%
红墙股份	11.25	30.13%	10.29	21.29%	230.87	13.35%	503.64	95.30%

	应收账款 (亿元)				应收账款周转天数 (天)			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比	2022Q1	同比
华业香料	0.71	10.58%	0.59	-5.62%	98.22	-8.75%	102.74	-4.74%
嘉澳环保	0.33	-12.30%	0.66	-9.98%	6.71	-38.64%	8.62	-44.95%
合计	151.04	36.70%	167.20	35.73%	61.59	-3.68%	82.75	25.90%

数据来源: Wind、开源证券研究所

现金流: 2021 年添加剂板块经营性现金净流量合计 159.27 亿元, 同比增长 35.06%; 销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入的比值为 90.28%, 同比下降 1.99pcts。2022Q1, 板块经营性现金净流量合计 12.06 亿元, 同比下降 19.97%; 销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入的比值为 86.66%, 同比下降 0.23pcts。

表20: 2021 年添加剂板块经营性现金净流量同比增长 35.06%

	经营性现金净流量 (亿元)				销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比 (pcts)	2022Q1	同比 (pcts)
新和成	58.38	86.94%	4.22	-60.77%	95.47%	-1.13	83.88%	-1.99
梅花生物	36.70	120.91%	7.28	308.75%	102.89%	1.06	99.78%	11.03
金禾实业	8.85	-10.97%	2.11	339.05%	99.41%	-9.67	86.48%	-15.39
山东赫达	4.56	17.66%	0.16	-80.74%	83.92%	-1.49	90.88%	-2.55
安迪苏	26.02	-3.93%	3.65	-32.74%	101.28%	-0.89	98.56%	4.54
彤程新材	3.45	66.56%	0.60	8.82%	76.74%	-3.50	81.02%	0.76
龙蟠科技	-4.09	-233.75%	-8.66	-1041.16%	59.28%	-33.78	52.57%	-51.78
万盛股份	8.41	109.02%	1.93	122.46%	85.12%	11.85	99.39%	26.21
苏博特	3.36	0.77%	-0.41	-175.85%	84.20%	11.14	142.23%	31.19
利安隆	3.12	66.93%	0.37	-18.07%	69.02%	4.00	66.37%	-5.54
皇马科技	0.35	2.84%	0.64	181.78%	78.78%	6.58	67.84%	-9.71
瑞丰新材	0.58	-73.17%	-0.28	-110.04%	108.12%	8.67	101.19%	10.51
阳谷华泰	1.50	-15.86%	0.54	42.07%	64.27%	5.70	46.55%	-18.03
兄弟科技	-0.69	-138.90%	-0.32	56.67%	74.72%	-8.44	67.13%	-2.85
星湖科技	1.93	-22.94%	-0.07	-152.36%	84.47%	3.02	97.42%	21.81
日科化学	1.07	-76.92%	0.10	-64.68%	86.14%	-31.26	84.80%	-3.74
瑞丰高材	1.11	121.27%	-0.91	-69.57%	70.83%	-3.82	67.13%	-10.91
醋化股份	1.65	-47.02%	-0.39	-14.96%	57.24%	-16.16	71.76%	9.56
美联新材	1.26	-4.05%	1.78	430.77%	77.46%	-7.53	88.50%	9.08
红墙股份	1.10	283.41%	-0.16	82.23%	94.07%	20.17	138.00%	35.15
华业香料	0.28	148.16%	0.10	-28.12%	106.56%	2.80	124.16%	18.77
嘉澳环保	0.39	154.09%	-0.22	-107.80%	99.62%	7.48	100.76%	9.17
合计	159.27	35.06%	12.06	-19.97%	90.28%	-1.99	86.66%	-0.23

数据来源: Wind、开源证券研究所

资本支出: 2021 年添加剂板块资本性支出合计 126.21 亿元, 同比增长 48.30%,

年末在建工程总额为 129.15 亿元，同比增长 79.73%。2022Q1，板块资本性支出合计 30.82 亿元，同比增长 6.37%，一季度末在建工程总额为 130.92 亿元，同比增长 69.06%。

表21：2021 年添加剂板块资本性支出同比增长 48.30%

	资本性支出 (亿元)				在建工程 (亿元)			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比	2022Q1	同比
新和成	34.73	47.59%	8.65	25.19%	29.85	125.18%	37.24	120.61%
梅花生物	9.02	10.81%	2.18	-19.82%	13.19	2168.84%	0.99	-9.58%
金禾实业	7.03	-18.29%	2.21	-46.42%	3.34	-52.34%	2.75	73.76%
山东赫达	7.03	194.74%	1.72	130.07%	6.94	678.36%	8.28	950.19%
安迪苏	23.14	75.55%	4.27	-39.61%	25.78	53.26%	26.62	57.07%
彤程新材	6.98	518.09%	0.71	6.46%	5.20	459.11%	7.97	191.95%
龙蟠科技	5.13	106.28%	1.16	67.18%	5.39	740.16%	2.26	148.39%
万盛股份	2.67	49.36%	3.26	525.27%	2.03	164.64%	2.35	146.79%
苏博特	2.97	-14.61%	0.44	-21.72%	0.19	-76.56%	0.50	-59.93%
利安隆	5.15	54.56%	0.97	-9.61%	12.27	161.73%	13.55	144.04%
皇马科技	2.03	250.30%	0.45	69.09%	2.63	-52.64%	1.89	-69.65%
瑞丰新材	1.94	505.61%	0.24	51.57%	0.56	-13.09%	0.75	6.77%
阳谷华泰	1.38	-39.73%	0.18	-56.83%	2.18	22.76%	2.01	9.59%
兄弟科技	1.13	-63.65%	0.54	19.61%	2.61	-57.74%	3.08	-52.03%
星湖科技	2.05	-29.26%	0.54	-37.68%	0.16	-97.23%	0.27	-95.67%
日科化学	1.72	20.33%	0.38	49.07%	2.81	382.74%	3.18	346.76%
瑞丰高材	2.72	102.41%	0.19	87.14%	2.22	260.66%	2.58	198.12%
醋化股份	1.91	105.53%	0.71	25.07%	2.41	130.21%	3.19	108.70%
美联新材	3.27	202.90%	0.95	395.59%	3.06	220.10%	4.13	247.07%
红墙股份	1.19	49.75%	0.21	-29.55%	0.23	1841.24%	0.34	1141.38%
华业香料	0.46	239.96%	0.09	306.51%	0.41	425.14%	0.52	561.86%
嘉澳环保	2.57	19.46%	0.77	172.76%	5.69	145.26%	6.46	117.76%
合计	126.21	48.30%	30.82	6.37%	129.15	79.73%	130.92	69.06%

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：营收与利润同步提升，利润率维持高位

营收与利润：2021 年碳纤维板块实现营收 41.93 亿元，同比增长 38.03%，实现归母净利润 12.38 亿元，同比增长 29.09%。2022Q1 板块实现营收 12.23 亿元，同比增长 45.98%，环比增长 1.03%；实现归母净利润 4.16 亿元，同比增长 43.65%，环比增长 51.82%。

表22：2021年碳纤维板块归母净利润同比增长29.09%

	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	2021	同比	2022Q1	同比	环比	2021	同比	2022Q1	同比	环比
光威复材	26.07	23.25%	5.91	-5.46%	-8.33%	7.58	18.18%	2.08	-5.02%	48.05%
中复神鹰	11.73	120.44%	4.60	229.00%	-	2.79	227.01%	1.18	200.80%	-
中简科技	4.12	5.72%	1.73	135.91%	55.23%	2.01	-13.38%	0.91	183.83%	61.21%
合计	41.93	38.03%	12.23	45.98%	1.03%	12.38	29.09%	4.16	43.65%	51.82%

数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率与净利率：2021年碳纤维板块毛利率达到46.85%，同比下降6.15pcts；净利率达到29.54%，同比下降2.05pcts。2022Q1板块毛利率达到53.56%，同比下降2.78pcts，环比增加13.23pcts；净利率达到34.01%，同比下降0.55pcts，环比增加8.02pcts。

表23：2021年碳纤维板块净利率同比下降2.05pcts

	毛利率					净利率				
	2021	同比 (pcts)	2022Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)	2021	同比 (pcts)	2022Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)
光威复材	44.42%	-5.38	54.85%	0.23	20.11	29.09%	-1.25	35.12%	0.16	13.37
中复神鹰	41.62%	-1.41	46.00%	-6.57	-	23.75%	7.74	25.63%	-2.40	-
中简科技	77.08%	-6.81	69.25%	-8.91	-3.45	48.88%	-10.77	52.47%	8.86	1.95
合计	46.85%	-6.15	53.56%	-2.78	13.23	29.54%	-2.05	34.01%	-0.55	8.02

数据来源：Wind、开源证券研究所

营运能力：2021年碳纤维板块应收账款合计6.32亿元，同比增长46.60%；应收账款周转天数为75.65天，同比增加13天。2022Q1板块应收账款合计7.40亿元，同比增长39.07%；应收账款周转天数为74.42天，同比减少83天。

表24：2021年碳纤维板块应收账款同比增长46.60%

	应收账款（亿元）				应收账款周转天数（天）			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比	2022Q1	同比
光威复材	4.03	66.27%	3.22	20.07%	44.59	6.23%	55.24	50.21%
中复神鹰	0.01	162.17%	0.02	-	0.15	-93.76%	0.24	-
中简科技	2.28	21.12%	4.16	57.71%	182.20	28.06%	167.79	-39.62%
合计	6.32	46.60%	7.40	39.07%	75.65	21.62%	74.42	-52.69%

数据来源：Wind、开源证券研究所

现金流：2021年碳纤维材料板块经营性现金净流量合计17.60亿元，同比增长18.35%；销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入的比值为112.40%，同比增加2.26pcts。2022Q1，板块经营性现金净流量合计-0.63亿元，同比增长56.73%；销售

商品、提供劳务收到的现金与营业收入的比值为 82.21%，同比增加 15.02pcts。

表25：2021 年碳纤维板块经营性现金净流量同比增长 18.35%

	经营性现金净流量 (亿元)				销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比 (pcts)	2022Q1	同比 (pcts)
光威复材	11.96	25.17%	-1.62	11.65%	115.13%	-0.91	83.28%	33.52
中复神鹰	3.01	28.92%	1.58	2541.20%	109.04%	18.01	110.04%	-7.75
中简科技	2.63	-11.79%	-0.58	-277.75%	104.68%	0.42	4.54%	-114.91
合计	17.60	18.35%	-0.63	56.73%	112.40%	2.26	82.21%	15.02

数据来源：Wind、开源证券研究所

资本支出：2021 年碳纤维板块资本性支出合计 18.88 亿元，同比增长 16.88%，年末在建工程总额为 10.46 亿元，同比下降 39.68%。2022Q1，板块资本性支出合计 8.02 亿元，同比增长 174.41%，一季度末在建工程总额为 12.27 亿元，同比增长 71.44%。

表26：2021 年碳纤维板块资本性支出同比增长 16.88%

	资本性支出 (亿元)				在建工程 (亿元)			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比	2022Q1	同比
光威复材	6.01	3.48%	0.88	-34.12%	4.50	-22.43%	4.96	-27.30%
中复神鹰	11.61	26.67%	6.12	402.19%	5.66	-49.58%	6.94	-
中简科技	1.26	6.85%	1.02	174.71%	0.29	-2.82%	0.38	9.72%
合计	18.88	16.88%	8.02	174.41%	10.46	-39.68%	12.27	71.44%

数据来源：Wind、开源证券研究所

碳纤维广泛应用于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。**受益标的：光威复材、中简科技。**

2.6、尾气治理：资本支出大幅增长，2022Q1 业绩维持高增

营收与利润：2021 年尾气治理板块实现营收 761.79 亿元，同比增长 25.96%，实现归母净利润 58.86 亿元，同比增长 12.96%。2022Q1 板块实现营收 217.39 亿元，同比增长 15.76%，环比增长 19.45%；实现归母净利润 19.00 亿元，同比增长 12.49%，环比增长 51.75%。

表27：2021年尾气治理板块归母净利润同比增长12.96%

	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2021	同比	2022Q1	同比	环比	2021	同比	2022Q1	同比	环比
威孚高科	136.82	6.20%	43.43	-7.60%	231.93%	25.75	-7.12%	7.36	-14.52%	65.37%
四川美丰	40.91	40.47%	12.52	60.13%	3.17%	5.69	448.61%	1.79	245.30%	-10.62%
银轮股份	78.16	23.60%	20.55	2.77%	3.53%	2.20	-31.47%	0.70	-33.22%	1409.22%
雪龙集团	4.73	-3.03%	0.77	-39.34%	-22.92%	1.28	-12.23%	0.18	-58.05%	-31.74%
隆盛科技	9.30	60.83%	2.86	42.55%	-8.23%	0.98	81.94%	0.29	36.40%	9.25%
国瓷材料	31.62	24.37%	8.37	34.78%	-5.84%	7.95	38.57%	2.08	11.94%	7.48%
龙蟠科技	40.54	111.72%	25.58	329.89%	47.18%	3.51	72.98%	2.13	252.01%	36.01%
贵研铂业	363.51	25.67%	86.74	-0.17%	-5.05%	3.87	18.71%	1.90	11.78%	312.27%
万润股份	43.59	49.36%	13.71	74.26%	20.97%	6.27	24.16%	2.33	76.67%	73.54%
奥福环保	3.96	26.06%	0.56	-38.68%	-53.43%	0.66	-17.74%	0.10	-62.92%	94.84%
艾可蓝	8.66	27.92%	2.30	22.60%	-13.43%	0.70	-44.44%	0.13	-58.17%	-3.31%
合计	761.79	25.96%	217.39	15.76%	19.45%	58.86	12.96%	19.00	12.49%	51.75%

数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率与净利率：2021年尾气治理板块毛利率达到14.95%，同比下降0.67pcts；净利率达到7.73%，同比下降0.89pcts。2022Q1板块毛利率达到16.05%，同比增加0.43pcts，环比增加0.37pcts；净利率达到8.74%，同比下降0.25pcts，环比增加1.86pcts。

表28：2021年尾气治理板块净利率同比下降0.89pcts

	毛利率					净利率				
	2021	同比 (pcts)	2022Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)	2021	同比 (pcts)	2022Q1	同比 (pcts)	环比 (pcts)
威孚高科	17.99%	-1.06	14.88%	-3.10	-18.61	18.82%	-2.70	16.96%	-1.37	-17.08
四川美丰	29.88%	14.04	28.35%	7.72	-8.81	13.91%	10.35	14.27%	7.65	-2.20
银轮股份	20.37%	-3.54	19.24%	-2.15	-0.49	2.82%	-2.27	3.42%	-1.84	3.18
雪龙集团	46.09%	-6.48	41.35%	-12.52	-3.13	27.12%	-2.84	22.97%	-10.24	-2.97
隆盛科技	23.25%	-3.37	21.30%	-3.89	2.15	10.50%	1.22	10.15%	-0.46	1.62
国瓷材料	45.04%	-1.30	41.56%	-7.25	-2.44	25.15%	2.58	24.89%	-5.08	3.08
龙蟠科技	27.30%	-10.53	26.73%	-10.22	4.53	8.66%	-1.94	8.33%	-1.84	-0.68
贵研铂业	3.26%	-0.15	4.58%	-0.51	2.46	1.06%	-0.06	2.19%	0.23	1.69
万润股份	36.49%	-8.39	36.03%	-3.87	-0.06	14.38%	-2.92	16.98%	0.23	5.14
奥福环保	42.55%	-9.77	44.57%	-9.27	15.90	16.62%	-8.85	17.86%	-11.68	13.59
艾可蓝	23.13%	-12.78	23.16%	-5.47	2.54	8.04%	-10.48	5.65%	-10.91	0.59
合计	14.95%	-0.67	16.05%	0.43	0.37	7.73%	-0.89	8.74%	-0.25	1.86

数据来源：Wind、开源证券研究所

营运能力：2021年尾气治理板块应收账款合计94.23亿元，同比增长9.57%；应收账款周转天数为72.27天，同比减少7天。2022Q1板块应收账款合计128.55亿元，同比增长13.90%；应收账款周转天数为87.50天，同比增加10天。

表29：2021年尾气治理板块应收账款同比增长9.57%

	应收账款（亿元）				应收账款周转天数（天）			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比	2022Q1	同比
威孚高科	20.54	-27.29%	36.99	-11.99%	64.18	-10.55%	59.61	-11.40%
四川美丰	0.61	-24.28%	0.78	2.34%	6.27	-22.15%	5.02	-44.65%
银轮股份	23.78	19.47%	28.39	15.24%	100.60	-9.88%	114.24	13.96%
雪龙集团	1.01	-9.15%	1.07	-28.51%	80.54	-6.90%	120.58	31.46%
隆盛科技	2.70	56.72%	3.43	37.77%	85.74	-15.96%	96.47	2.09%
国瓷材料	12.34	22.50%	14.34	30.32%	127.62	-4.24%	143.54	-6.08%
龙蟠科技	8.58	260.26%	11.71	409.72%	48.68	10.77%	35.69	0.87%
贵研铂业	16.81	31.82%	22.79	12.19%	14.64	1.11%	20.54	19.96%
万润股份	3.85	-30.19%	5.69	27.01%	38.66	-34.17%	31.30	-45.23%
奥福环保	1.79	54.35%	1.33	2.76%	133.86	-1.17%	252.24	107.37%
艾可蓝	2.21	-4.46%	2.05	-1.39%	94.18	-14.39%	83.30	-20.89%
合计	94.23	9.57%	128.55	13.90%	72.27	-9.23%	87.50	12.94%

数据来源：Wind、开源证券研究所

现金流：2021年尾气治理材料板块经营性现金净流量合计22.69亿元，同比下降32.40%；销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入的比值为97.07%，同比下降0.68pcts。2022Q1，板块经营性现金净流量合计-12.49亿元，同比下降53.35%；销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入的比值为83.70%，同比下降2.30pcts。

表30：2021年尾气治理板块经营性现金净流量同比下降32.40%

	经营性现金净流量（亿元）				销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比（pcts）	2022Q1	同比（pcts）
威孚高科	6.28	-19.71%	-7.98	-247.44%	113.69%	21.26	82.30%	14.39
四川美丰	6.77	113.24%	3.07	1945.12%	97.67%	-0.62	103.95%	15.09
银轮股份	3.75	-17.87%	0.51	265.76%	79.15%	12.40	81.05%	5.62
雪龙集团	1.85	313.41%	0.25	24.90%	101.35%	35.17	103.61%	9.28
隆盛科技	0.21	-51.48%	0.16	278.42%	89.76%	10.07	84.25%	35.29
国瓷材料	5.72	-25.94%	-0.32	58.82%	83.81%	-0.42	68.59%	-5.64
龙蟠科技	-4.09	-233.75%	-8.66	-1041.16%	59.28%	-33.78	52.57%	-51.78
贵研铂业	-9.09	-1708.60%	-1.66	83.24%	98.72%	-11.61	86.23%	-8.00
万润股份	10.45	87.01%	2.34	-38.88%	111.96%	15.41	120.59%	-10.92
奥福环保	0.83	146.94%	-0.13	42.06%	79.02%	2.80	143.17%	82.53
艾可蓝	0.02	-112.70%	-0.07	-117.46%	88.15%	22.30	87.45%	-6.88
合计	22.69	-32.40%	-12.49	-53.35%	97.07%	-0.68	83.70%	-2.30

数据来源：Wind、开源证券研究所

资本支出：2021年尾气治理板块资本性支出合计40.78亿元，同比增长59.60%，

年末在建工程总额为 29.41 亿元，同比增长 45.24%。2022Q1，板块资本性支出合计 13.57 亿元，同比增长 86.97%，一季度末在建工程总额为 29.37 亿元，同比增长 35.12%。

表31：2021 年尾气治理板块资本性支出同比增长 59.60%

	资本性支出 (亿元)				在建工程 (亿元)			
	2021	同比	2022Q1	同比	2021	同比	2022Q1	同比
威孚高科	7.54	52.95%	2.98	131.36%	3.87	58.92%	4.66	98.89%
四川美丰	0.69	238.29%	0.13	51.75%	0.39	333.37%	0.36	238.42%
银轮股份	7.85	84.15%	3.20	85.79%	6.03	120.50%	6.57	153.47%
雪龙集团	0.57	60.60%	0.02	-80.91%	0.02	-83.73%	0.02	-81.24%
隆盛科技	2.06	78.15%	1.10	360.89%	1.66	106.36%	2.04	98.85%
国瓷材料	5.41	147.70%	1.30	54.32%	2.28	142.08%	2.99	168.14%
龙蟠科技	5.13	106.28%	1.16	67.18%	5.39	740.16%	2.26	148.39%
贵研铂业	1.28	-41.87%	0.12	-52.69%	2.66	23.03%	2.71	18.64%
万润股份	7.32	10.98%	2.55	67.84%	5.13	-47.33%	6.06	-41.79%
奥福环保	2.36	157.94%	0.96	131.61%	1.39	170.51%	1.10	40.69%
艾可蓝	0.59	114.22%	0.06	-18.89%	0.59	1091.83%	0.59	1346.17%
合计	40.78	59.60%	13.57	86.97%	29.41	45.24%	29.37	35.12%

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已于 2021 年 7 月 1 日正式执行，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。在此背景下，产业链相关公司有望充分受益。**受益标的：万润股份。**

3、风险提示

原材料价格大幅波动、行业竞争加剧、技术突破不及预期等。

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（underperform）	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（underperform）	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

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

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

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