



买入（首次）

所属行业：化工
当前价格(元)：21.12

证券分析师

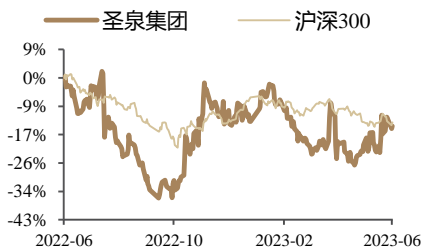
李骥

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(%)	7.04	12.93	6.51
相对涨幅(%)	7.18	15.81	11.02

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

股票数据

总股本(百万股):	782.88
流通 A 股(百万股):	615.21
52 周内股价区间(元):	15.75-25.23
总市值(百万元):	16,534.36
总资产(百万元):	12,432.92
每股净资产(元):	11.00

资料来源：公司公告

圣泉集团（605589.SH）：合成树脂领先企业，生物质化工打开空间

投资要点

- 公司是国内合成树脂行业龙头企业，向生物质化工、电子化学品、新能源等领域发展。公司主营合成树脂及复合材料、生物质化工材料及新能源相关产品的研发、生产、销售。公司酚醛树脂、呋喃树脂产销量规模位居国内第一、世界前列，是国内合成树脂行业龙头企业。通过持续科技创新，公司推出各类改性高性能酚醛树脂、印制电路板及光刻胶用电子级酚醛树脂、电子级环氧树脂等电子化学品。公司“圣泉法”生物质精炼一体化技术系统性解决了秸秆中纤维素、半纤维素、木质素三大组分难以高效分离的全球性难题，实现了高值化利用，可产出上百种产品。此外公司钠电池生物质硬碳负极材料开发成功，产品经过行业头部企业应用验证。
- 公司酚醛树脂市占率国内领先，电解铝阳极用导电型酚醛树脂或将带来需求增量。截至 2022 年，公司拥有酚醛树脂产能 62.86 万吨，在建产能 2 万吨，产能规模行业领先。根据华经产业研究院数据，圣泉集团酚醛树脂产能市占率达 23.40%，居国内第一。公司通过持续科技创新，不断拓展新品，目前拥有 10 大系列 800 多个品种。公司自主创新研发出作为电解铝生产中的核心原材料，可替代传统煤沥青作为结合剂生产酚醛树脂炭素阳极。根据公司测算，炭素阳极目前的国内年产量约为 2000 万吨，若实现对煤沥青的替代，将新增约 200 万吨酚醛树脂市场规模。
- 公司呋喃树脂市占率超 20%，风电拉动呋喃树脂需求。根据艾瑞咨询的预测，公司呋喃树脂的国内市场占有率约为 21.63%。呋喃树脂等铸造用辅助材料可应用于风电底座、轮毂等铸件的生产。未来随着风电行业持续高景气，风电铸件需求将得到显著提升，进而拉动呋喃树脂需求持续增长。
- 大庆基地百万吨秸秆一体化项目处于试生产状态，投产后有望打开公司成长空间。公司依靠科研创新，将农作物废弃物玉米芯、秸秆中的半纤维素、木质素、纤维素三大成分提纯并高效利用，生产木糖、L-阿拉伯糖、表面活性剂等生物质化工产品。公司大庆生产基地“100 万吨/年生物质精炼一体化（一期工程）项目”处于试生产阶段，工艺流程已打通，装置各项工艺指标及操作参数正在趋于稳定，未来投产后有望打开公司成长空间。
- 投资建议：公司是国内合成树脂行业龙头，前瞻性布局生物质化工，百万吨秸秆一体化项目将打开未来成长空间。预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 1.21、1.48 和 1.69 元，对应 PE 分别为 17、14 和 12 倍。给予“买入”评级。
- 风险提示：新建项目投产不及预期；下游需求不及预期；原材料价格波动风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,825	9,598	11,002	12,037	12,997
(+/-)YOY(%)	6.1%	8.8%	14.6%	9.4%	8.0%
净利润(百万元)	688	703	951	1,158	1,325
(+/-)YOY(%)	-21.6%	2.3%	35.2%	21.8%	14.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.95	0.91	1.21	1.48	1.69
毛利率(%)	24.1%	21.1%	22.6%	23.7%	23.7%
净资产收益率(%)	8.7%	8.3%	10.3%	11.3%	11.6%

资料来源：公司年报（2021-2022），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. 国内合成树脂龙头，向生物质化工、电子化学品发展	4
1.1. 业务概述：深耕合成树脂产业，多领域共同发展	4
1.2. 股权结构：公司股权结构稳定，唐氏父子为实控人	5
1.3. 财务分析：业绩稳健增长，合成树脂及复合材料为公司主要利润来源	6
2. 深耕酚醛树脂产业，行业龙头地位稳固	8
2.1. 行业：产能稳步增长，需求领域多样	8
2.2. 公司：酚醛树脂市占率超 25%，碳素阳极或将带来需求增量	9
3. 呋喃树脂产销量行业领先，自供糠醛打造一体化优势	11
3.1. 行业：市场规模持续扩大，公司龙头地位稳固	11
3.2. 公司：有望打通一体化产业链条，实现原材料糠醛部分自供	12
4. 生物质化工项目处于试生产阶段，有望打开成长空间	13
5. 盈利预测与投资建议	14
6. 风险提示	15

图表目录

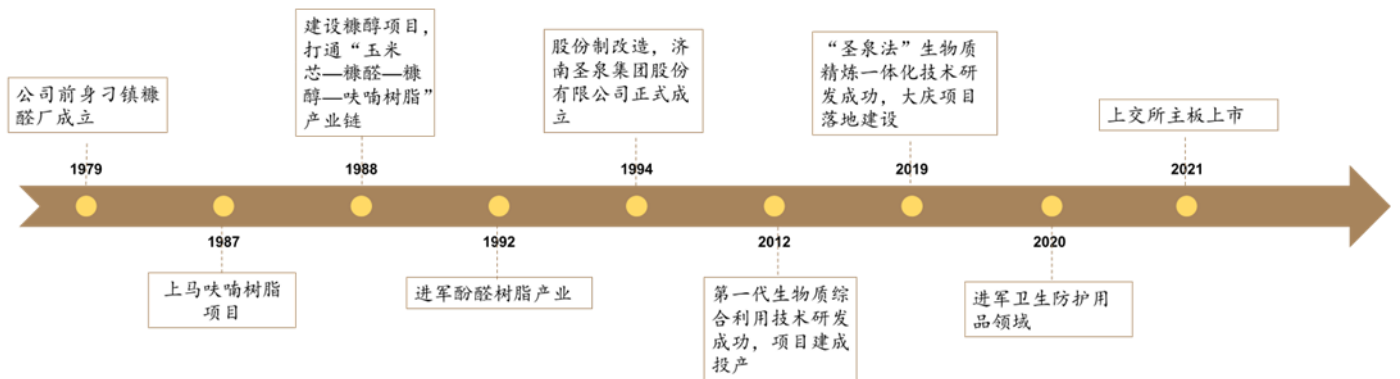
图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司产品产业链.....	4
图 3: 公司股权结构情况 (截至 2023 年 3 月 31 日)	6
图 4: 2013-2023Q1 公司营业收入及增速	6
图 5: 2013-2023Q1 公司归母净利润及增速.....	6
图 6: 2013-2022 年公司营业收入构成情况.....	6
图 7: 2013-2021 年公司毛利润构成情况.....	6
图 8: 2013-2023Q1 公司销售毛利率与销售净利率	7
图 9: 公司三费费用率情况	7
图 10: 国内酚醛树脂产能产量及增速 (单位: 万吨)	8
图 11: 2022 年中国酚醛树脂竞争格局	8
图 12: 国内酚醛树脂消费量及增速.....	9
图 13: 2019 年国内酚醛树脂下游需求分布	9
图 14: 公司产品演变历程.....	9
图 15: 国内预焙阳极产量及增速	10
图 16: 国内预焙阳极表观消费量及增速	10
图 17: 国内呋喃树脂产量及增速	11
图 18: 国内呋喃树脂消费量及增速.....	11
图 19: 2012-2022 年中国风电发电装机容量情况.....	12
图 20: 2013-2022 年我国发电新增设备容量分布.....	12
图 21: 公司生物质化工产业链.....	13
表 1: 公司主要产品产能情况.....	5
表 2: 公司主要业务营收结构拆分.....	14
表 3: 可比公司估值分析	14

1. 国内合成树脂龙头，向生物质化工、电子化学品发展

1.1. 业务概述：深耕合成树脂产业，多领域共同发展

公司是国内合成树脂行业龙头企业，向生物质化工、电子化学品、新能源等领域发展。公司主营合成树脂及复合材料、生物质化工材料及新能源相关产品的研发、生产、销售。公司酚醛树脂、呋喃树脂产销量规模位居国内第一、世界前列，是国内合成树脂行业龙头企业，下游应用领域涉及汽车、风电、核电、集成电路、液晶显示器、轨道交通、航天航空、船舶运输、建筑节能等多个领域。通过持续科技创新，公司不断研发新品，推出各类改性高性能酚醛树脂、印制电路板及光刻胶用电子级酚醛树脂、电子级环氧树脂等电子化学品。公司成功研发“圣泉法”生物质精炼一体化技术系统性解决了秸秆中纤维素、半纤维素、木质素三大组分难以高效分离的全球性难题，实现了高值化利用，可产出上百种产品。此外公司钠电池生物质硬碳负极材料开发成功，产品经过行业头部企业应用验证。

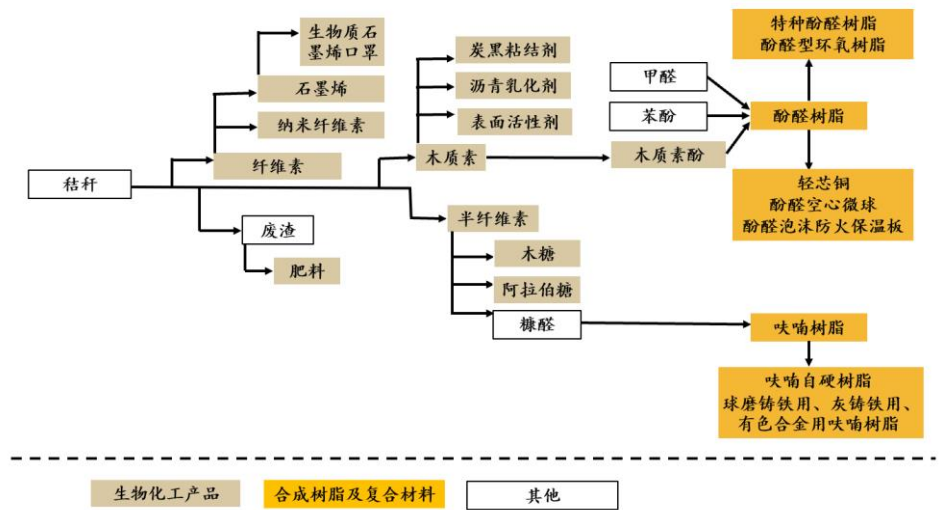
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，德邦研究所

合成树脂及复合材料、生物质化工材料及新能源相关产品的研发、生产、销售。经过多年发展，公司已打造较为完整的产业链。公司核心产品为酚醛树脂、呋喃树脂，其产销量位于国内首位，世界前列。围绕着公司核心产品，公司打造出了包括生物质化工原料（纤维素、半纤维素、木质素等）、合成树脂（呋喃树脂、酚醛树脂、冷芯盒树脂、环氧树脂等）、复合材料（酚醛树脂泡沫板、轻芯钢等）在内的较为完整齐全的产业链，能够充分发挥产业链协同优势。

图 2：公司产品产业链



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司树脂产能规模优势显著。截至 2022 年，公司拥有酚醛树脂产能 62.86 万吨，在建产能 2 万吨，产能规模居世界前列。公司拥有铸造用树脂产能 14.33 万吨，包括呋喃树脂、冷芯盒树脂、热芯盒树脂、涂料、固化剂、陶瓷过滤器、发热保温冒口、熔炼材料等一百多种产品，广泛应用于汽车、轮船、飞机、风电、通用机械、精密仪器等产品铸件生产。公司拥有电子化学品产能 8.17 万吨，在建 6000 吨产能，在半导体封装模塑料，IC 载板、高性能覆铜板、印制线路板油墨等领域成为国内最大的树脂供应商，光刻胶用线性酚醛树脂等产品打破国外垄断。

表 1：公司主要产品产能情况

产品	设计产能 (吨)	产能利用率	在建产能 (吨)	在建产能已投资额 (万元)	在建产能预计完工时间
酚醛树脂	628600	61.73%	20000	4000	2023 年 6 月
铸造用树脂	143300	100.04%			
电子化学品	81700	74.32%	6000	2000	2023 年 6 月

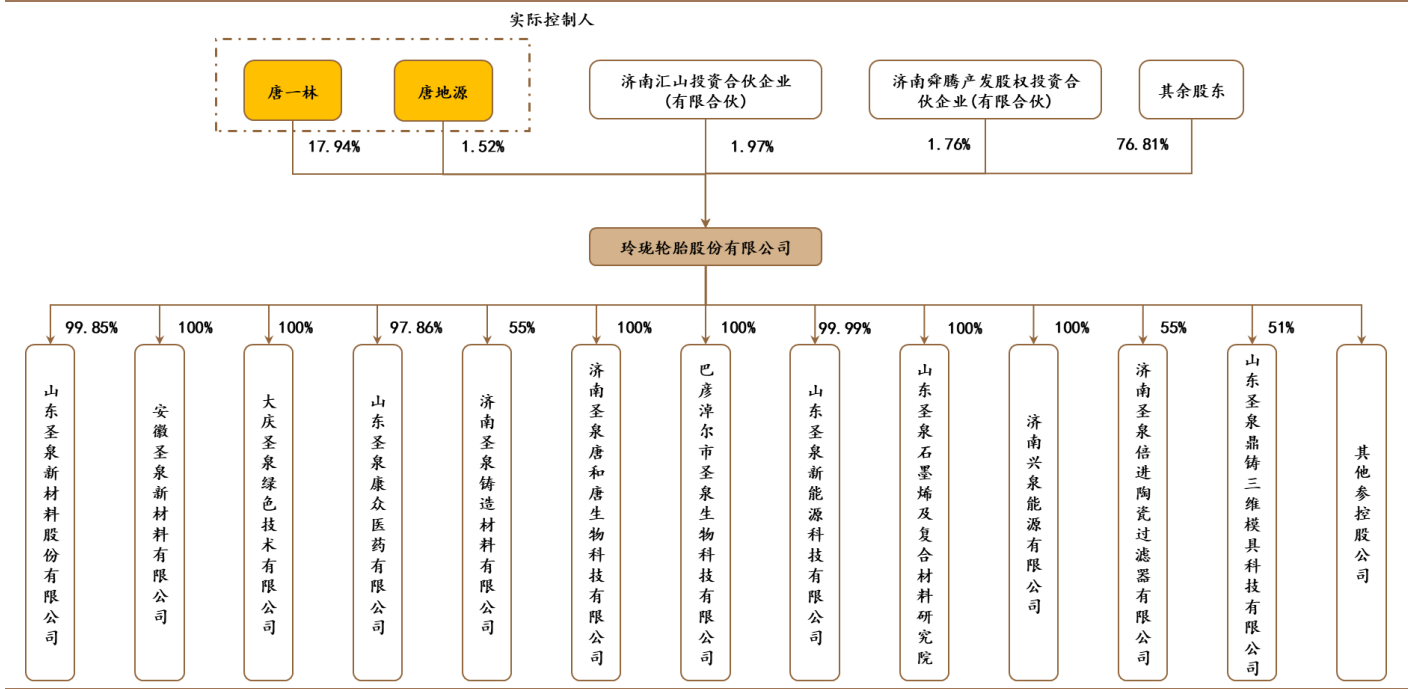
资料来源：圣泉集团 2022 年年报，德邦研究所

生物质化工项目处于试生产阶段，多种新产品打开未来成长空间。生物质化工领域，公司大庆生产基地“100 万吨/年生物质精炼一体化（一期工程）项目”处于试生产阶段，工艺流程已打通，装置各项工艺指标及操作参数正在趋于稳定。电子化学品领域，公司多种新型高纯环氧树脂的开发进展顺利，年产 1000 吨官能化聚苯醚项目正在建设中，该产品广泛应用于 5G/6G 等先进通讯覆铜板、人工智能高算力服务器等领域。新能源领域，公司钠电池生物质硬碳负极材料开发成功，产品经过行业头部企业应用验证，性能指标达到先进水平。

1.2. 股权结构：公司股权结构稳定，唐氏父子为实控人

公司股权结构清晰，实控人为唐一林、唐地源父子。截至 2023 年 3 月 31 日，唐一林先生持有公司股权比例为 17.94%，为公司的控股股东。公司实际控制人为唐一林和唐地源父子，合计持股比例为 19.46%，其中唐一林先生直接持股比例为 17.94%，唐地源先生直接持股比例为 1.52%。公司控股及参股子公司众多，业务涉及酚醛树脂、铸造用树脂、电子化学品等多个领域。

图 3：公司股权结构情况（截至 2023 年 3 月 31 日）

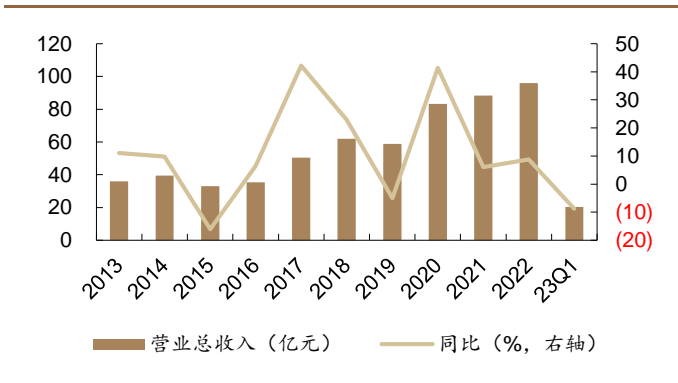


资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

1.3. 财务分析：业绩稳健增长，合成树脂及复合材料为公司主要利润来源

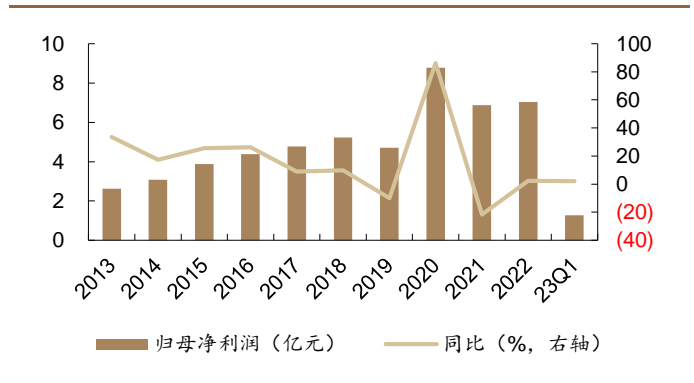
公司营收规模及业绩稳健增长。近年来公司营业收入及归母净利润总体保持稳健态势。2022 年，公司实现营业收入 95.98 亿元，同比增长 8.76%；实现归母净利润 7.03 亿元，同比增长 2.30%。2023 年一季度公司实现营业收入 20.32 亿元，同比下降 8.74%；实现归母净利润 1.28 亿元，同比增长 2.04%。

图 4：2013-2023Q1 公司营业收入及增速



资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

图 5：2013-2023Q1 公司归母净利润及增速

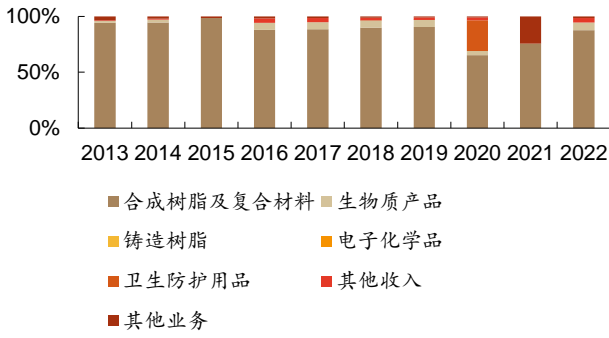


资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

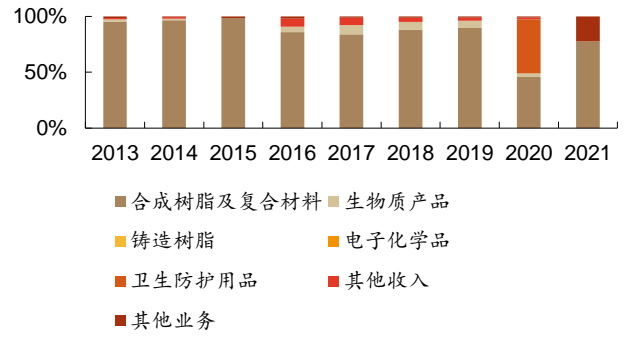
合成树脂及复合材料为公司主要利润来源。公司紧紧围绕高性能树脂及复合材料、铸造辅助材料、生物质精炼等主要产业，进一步完善产业生态的整体布局，及时主动调整产品结构，积极开拓境内市场。合成树脂及复合材料贡献主要业绩，2022 年，合成树脂及复合材料在总营收中占比达到 87.59%。2021 年，合成树脂及复合材料在毛利润中占比达到 77.57%。

图 6：2013-2022 年公司营业收入构成情况

图 7：2013-2021 年公司毛利润构成情况



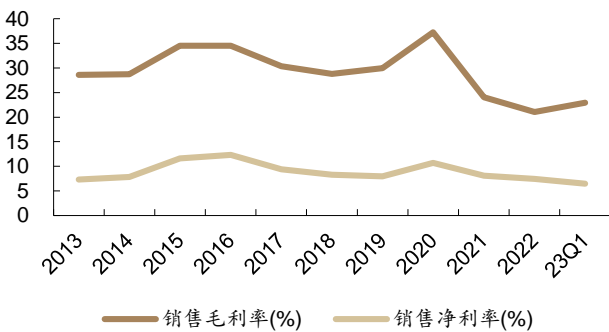
资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所



资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

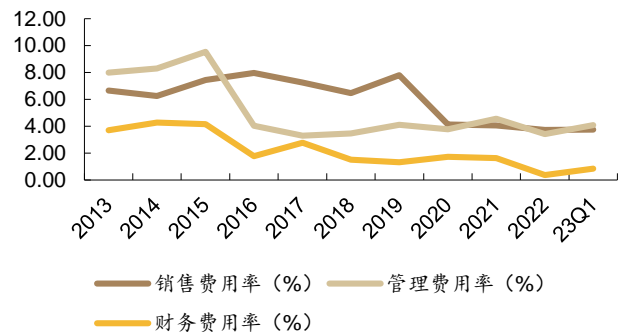
公司整体利润率维持在较高水平, 期间费用率控制水平良好。由于公司产能行业领先, 具有较强的规模效应, 公司利润率维持在较高水平。2022年公司销售毛利率、销售净利率分别为 21.06%、7.41%。2023 年一季度公司销售毛利率、销售净利率分别为 22.94%、6.45%。公司三费费用率总体控制良好, 2022 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.71%、3.40%、0.37%。2023 年一季度公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.74%、4.09%、0.83%。2022 年公司研发费用率为 4.76%, 2023 年一季度公司研发费用率为 4.94%, 总体维持较为健康的水平。

图 8: 2013-2023Q1 公司销售毛利率与销售净利率



资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

图 9: 公司三费费用率情况



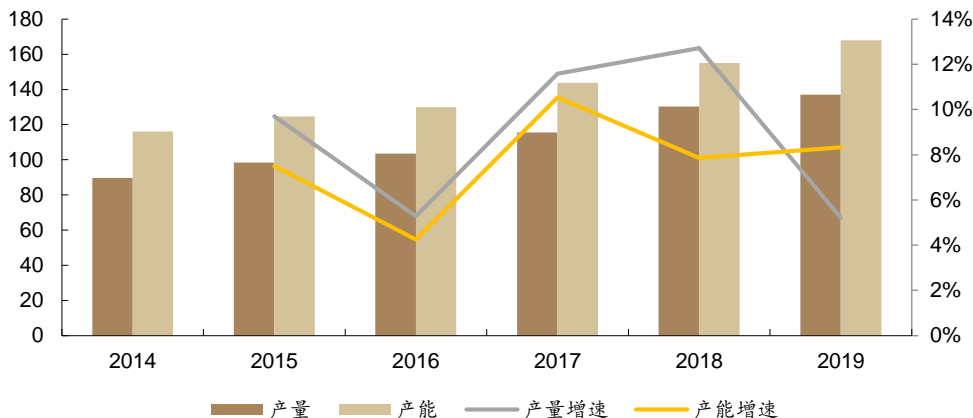
资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

2. 深耕酚醛树脂产业，行业龙头地位稳固

2.1. 行业：产能稳步增长，需求领域多样

国内酚醛树脂产能稳步增长，近五年复合增速达 7.7%。经过多年发展，我国在酚醛树脂的产品开发、工艺改进、质量控制和售后服务等方面均取得了较大发展，我国已成为酚醛树脂生产大国。近年来，我国酚醛树脂行业进入稳定增长期，2014-2019 年，我国酚醛树脂的总产能从 116.0 万吨增加至 167.9 万吨，年复合增长率达 7.7%，总产量从 89.7 万吨增加至 137.1 万吨，年复合增长率为 8.9%。

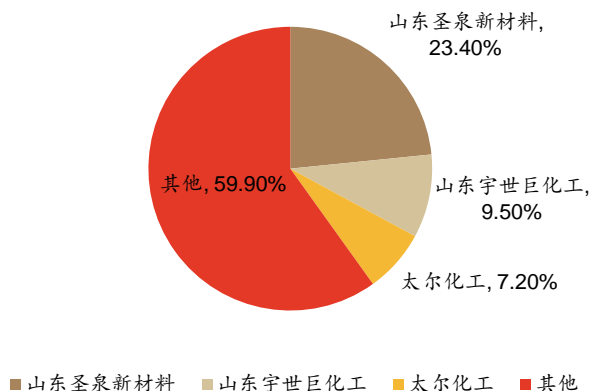
图 10：国内酚醛树脂产能产量及增速（单位：万吨）



资料来源：圣泉集团招股说明书、艾瑞咨询，德邦研究所

国内酚醛树脂行业 CR3 达到 40%左右，行业集中度仍有较大提升空间。据华经产业研究院数据，中国酚醛树脂行业 CR3 达 40.10%，其中山东圣泉新材料市占率居国内第一，市占率达 23.40%。由于中低端市场行业壁垒较低，酚醛树脂市场处于充分竞争状态，行业前期存在部分中小产能。随着国家环保政策趋严，一些排放超标、技术落后、产能有限的小企业将面临淘汰，行业马太效应显现，未来行业集中度可能将进一步提升。

图 11：2022 年中国酚醛树脂竞争格局

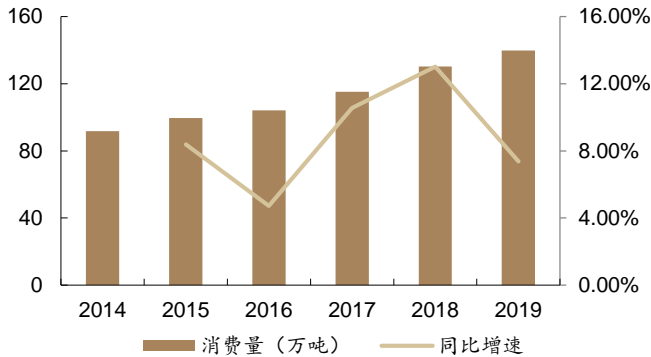


资料来源：华经产业研究院，德邦研究所

酚醛树脂下游需求领域持续拓展，需求复合增速达 8.8%。据公司招股说明书、艾瑞咨询数据，2019 年中国酚醛树脂制品主要应用领域中，酚醛模塑料、木材加工和层压板、研磨和摩擦材料三大应用领域占消费总量的比例分别为 22.7%、20.5%

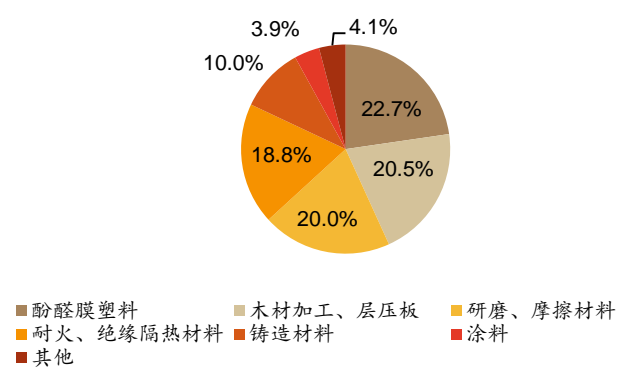
和 20.0%。酚醛树脂凭借其耐热性好、阻燃性好、机械强度高、电绝缘性能优良成为风力发电机叶片的重要原料之一，其需求量也将随风力发电的蓬勃发展而大幅提升。我国酚醛树脂消费量从 2014 年的 91.8 万吨，稳步增加至 2019 年的 139.8 万吨，年复合增长率为 8.8%。

图 12：国内酚醛树脂消费量及增速



资料来源：圣泉集团招股说明书，艾瑞咨询，德邦研究所

图 13：2019 年国内酚醛树脂下游需求分布

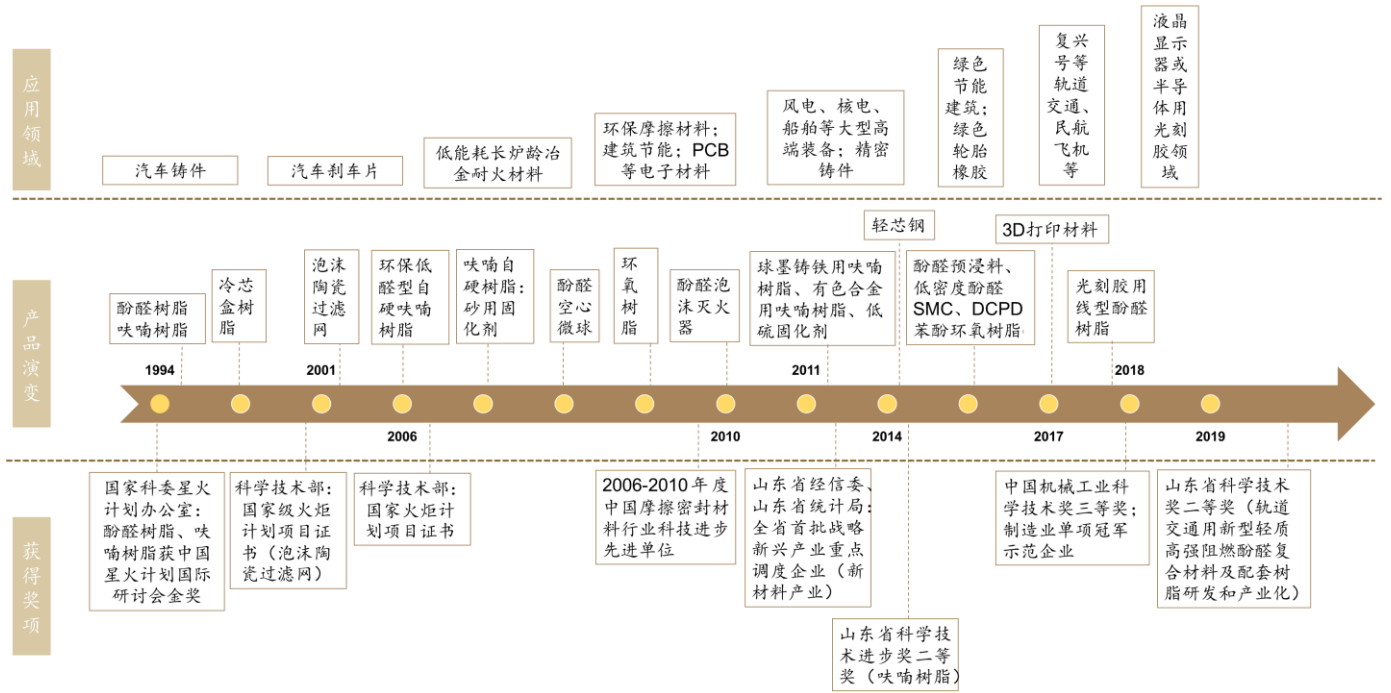


资料来源：圣泉集团招股说明书，艾瑞咨询，德邦研究所

2.2. 公司：酚醛树脂市占率超 25%，碳素阳极或将带来需求增量

公司酚醛树脂市占率国内领先，加大研发投入拓展新产品。截至 2022 年，公司拥有酚醛树脂产能 62.86 万吨，在建产能 2 万吨，产能规模行业领先。根据华经产业研究院数据，2022 年圣泉集团酚醛树脂产能市占率达 23.40%，居国内第一。公司通过持续科技创新，不断拓展新品，陆续推出各类环保型、耐热及增韧改性高性能酚醛树脂、印制电路板及光刻胶用电子级酚醛树脂、电子级环氧树脂以及航空航天用高强度酚醛预浸料、高强低密度酚醛 SMC、阻燃增强轻质酚醛轻芯钢、改性阻燃酚醛泡沫等产品，目前拥有 10 大系列 800 多个品种。通过新产品的开发，公司不断拓展下游应用领域，有助于拓宽未来发展空间。

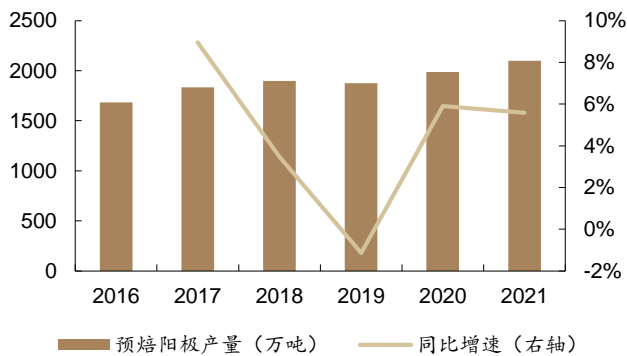
图 14：公司产品演变历程



资料来源：圣泉集团招股说明书，德邦研究所

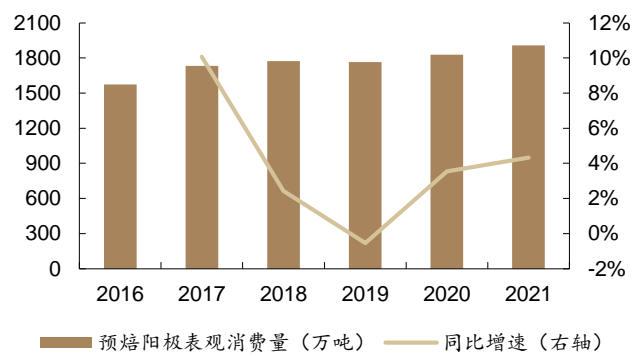
公司自主创新研发出电解铝阳极用导电型酚醛树脂，或将为酚醛树脂带来需求增量。作为电解铝生产中的核心原材料，炭素阳极传统生产工艺以石油焦作为骨料，以煤沥青作为结合剂。公司历经5年时间，自主创新研发出导电型酚醛树脂，可替代传统煤沥青作为结合剂生产酚醛树脂炭素阳极。围绕该产品公司已单独或共同申请9项专利，其中已授权6项。据百川盈孚、共研产业咨询数据，2021年国内炭素阳极产量2098万吨。根据公司测算，炭素阳极目前的国内年产量约为2000万吨，若实现对煤沥青的替代，将新增约200万吨酚醛树脂市场规模。

图 15：国内预焙阳极产量及增速



资料来源：百川盈孚、共研产业咨询，德邦研究所

图 16：国内预焙阳极表观消费量及增速



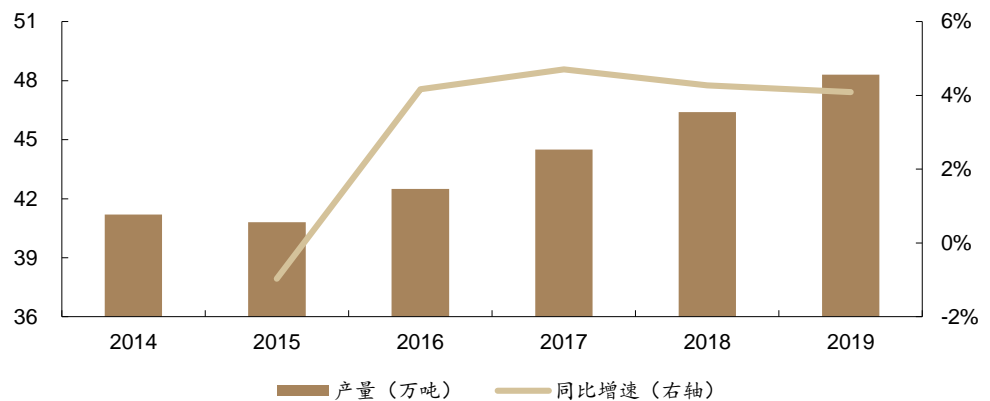
资料来源：百川盈孚、共研产业咨询，德邦研究所

3. 呋喃树脂产销量行业领先，自供糠醛打造一体化优势

3.1. 行业：市场规模持续扩大，公司龙头地位稳固

国内呋喃树脂产量持续增长，圣泉集团市占率超 20%。根据公司招股说明书、艾瑞咨询数据，2019 年中国呋喃树脂产量达 48.3 万吨，同比增长 4.1%，2014-2019 年复合增速 3.2%。从生产规模及研发实力看，国内呋喃树脂生产企业规模普遍偏小，技术开发能力相对较弱，低水平重复建设现象依旧明显，市场竞争比较充分，市场集中度较低。公司属于国内呋喃树脂行业第一梯队，具备较强的研发能力。根据公司向特定对象发行 A 股股票募集说明书，根据艾瑞咨询的预测，公司呋喃树脂的国内市场占有率约为 21.63%。

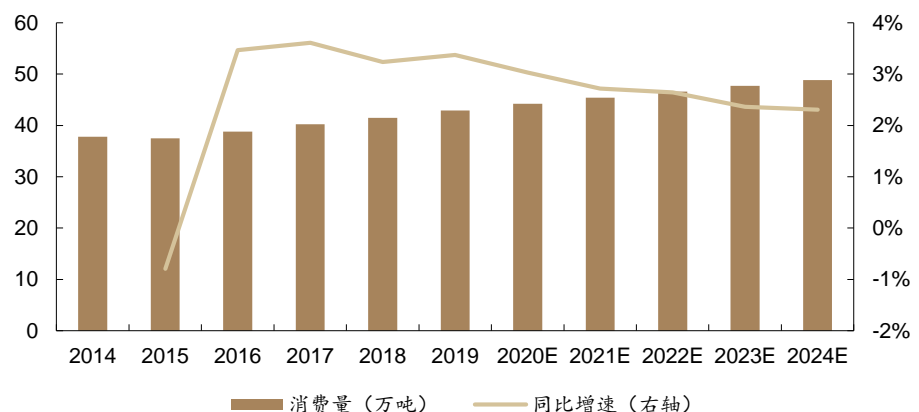
图 17：国内呋喃树脂产量及增速



资料来源：圣泉集团招股说明书，艾瑞咨询，德邦研究所

受下游铸造业需求拉动，呋喃树脂消费量持续攀升。2019 年，我国呋喃树脂消费量达到 42.9 万吨，同比增长 3.4%，2014-2019 年复合增速 2.6%。随着铸件需求结构和技术要求的变化，呋喃树脂在海洋工程铸件、超大型设备铸件、大型工程配套铸件等领域的应用不断拓展。未来，我国下游铸件、钢铁等产业受“中国制造 2025”、“十四五”发展规划等相关政策影响，将会进一步发展，作为铸件生产的重要原材料，呋喃树脂的消费量将会稳步增长，预计 2024 年我国呋喃树脂消费量将达到 48.8 万吨。

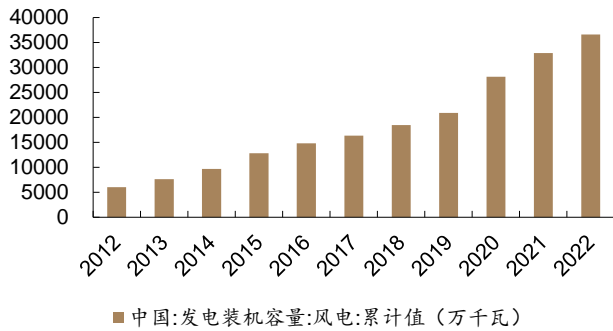
图 18：国内呋喃树脂消费量及增速



资料来源：圣泉集团招股说明书，艾瑞咨询，德邦研究所

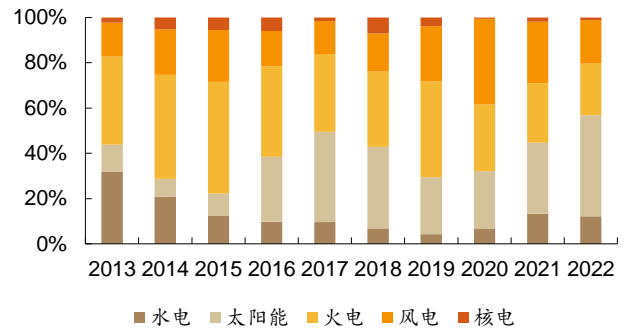
我国风电行业在近年来快速发展，每年新增风电装机容量不断增加，有望拉动呋喃树脂需求持续增长。呋喃树脂等铸造用辅助材料应用于风电底座、轮毂等铸件的生产。作为新能源主力军之一，风电行业保持较高增速。根据 Wind 数据，2022 年我国风电发电装机容量约 36544 万千瓦，同比增长 11.25%。风电发电新增设备容量在各类发电模式中占比约 19.21%，是我国重要的电力来源。未来随着风电行业持续高景气，风电铸件需求将得到显著提升，进而拉动呋喃树脂需求持续增长。

图 19：2012-2022 年中国风电发电装机容量情况



资料来源：Wind，德邦研究所

图 20：2013-2022 年我国发电新增设备容量分布



资料来源：Wind，德邦研究所

3.2. 公司：有望打通一体化产业链条，实现原材料糠醛部分自供

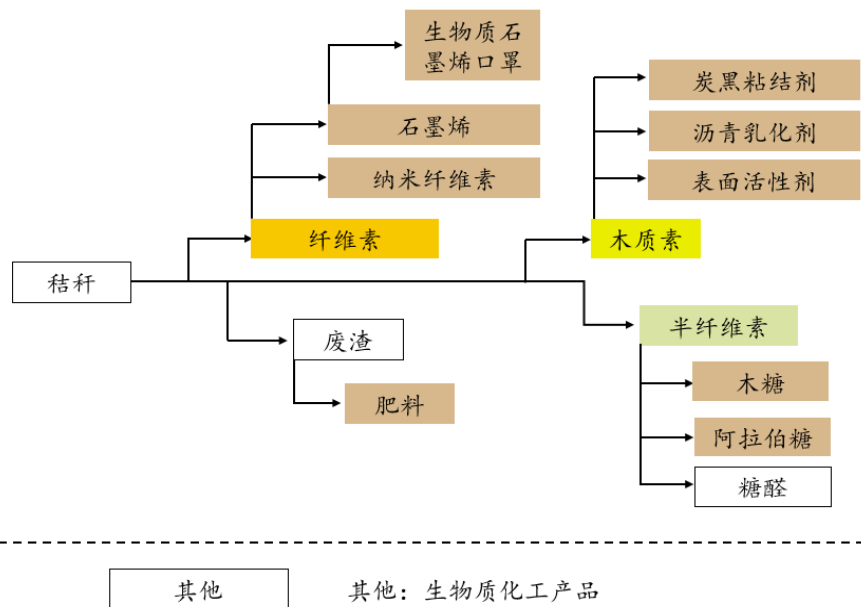
公司生物质精炼一体化项目可产出糠醛，有望实现呋喃树脂原材料部分自供。公司将农作物废弃物玉米芯、秸秆中的半纤维素、木质素、纤维素三大成分提纯并高效利用，形成了拥有自主知识产权的生物质精炼技术。其中，公司可利用木质素、半纤维素制成木质素酚、糠醛等用于生产呋喃树脂，形成了生物质化工产业与合成树脂产业一体化产业链条，实现原材料糠醛部分自供，有望构筑公司成本优势。

4. 生物质化工项目处于试生产阶段，有望打开成长空间

率先布局生物质化工，产业链一体化优势显著。公司依靠科研创新，将农作物废弃物玉米芯、秸秆中的半纤维素、木质素、纤维素三大成分提纯并高效利用，形成了拥有自主知识产权的生物质精炼技术，不仅生产木糖、L-阿拉伯糖、表面活性剂等生物质化工产品，同时，可利用木质素、半纤维素制成木质素酚、糠醛等用于生产呋喃和酚醛树脂，形成了生物质化工产业与合成树脂产业一体化产业链，实现了对植物秸秆的循环利用。

大庆基地百万吨秸秆一体化项目处于试生产状态，未来投产后有望打开公司成长空间。大庆生产基地“100万吨/年生物质精炼一体化（一期工程）项目”处于试生产阶段，工艺流程已打通，装置各项工艺指标及操作参数正在趋于稳定，试生产工作进展顺利，确保逐步达产达效。公司章丘生产基地木塑复合材料、木质素染料分散剂、木糖醇等项目陆续投产并逐步达效。

图 21：公司生物质化工产业链



资料来源：圣泉集团招股说明书，德邦研究所

5. 盈利预测与投资建议

1. 合成树脂：公司酚醛树脂、呋喃树脂产能规模国内领先，是公司的主要盈利来源，未来有望持续增长。预计合成树脂 23-25 年分别实现营收 91.63 亿元、99.88 亿元和 108.87 亿元。

2. 生物质化工：公司生物质精炼技术全球领先，大庆百万吨秸秆一体化项目已进入试生产阶段，投产后将打开公司成长空间，预计生物质化工 23-25 年分别实现营收 13 亿元、15 亿元和 15.5 亿元。

3. 其他：其他板块增速较为稳定，预计其他板块 23-25 年分别实现营收 5.39 亿元、5.50 亿元和 5.61 亿元。

表 2：公司主要业务营收结构拆分

	2022A	2023E	2024E	2025E
化学原料和化学制品制造业				
收入 (百万元)	8,406	9,163	9,988	10,887
成本 (百万元)	6,570	7056	7591	8274
毛利 (百万元)	1,836	2107	2397	2613
毛利率	22%	23%	24%	24%
生物质化工产品				
收入 (百万元)	663	1,300	1500	1550
成本 (百万元)	593	1040	1170	1209
毛利 (百万元)	70	260	330	341
毛利率	11%	20%	22%	22%
其他业务				
收入 (百万元)	373	539	550	561
成本 (百万元)	324	420	429	437
毛利 (百万元)	49	119	121	123
毛利率	13%	22%	22%	22%
合计				
收入 (百万元)	9,598	11,002	12,037	12,997
成本 (百万元)	7,576	8,516	9,189	9,920
毛利 (百万元)	2,021	2,486	2,848	3,077
毛利率	21.06%	22.60%	23.66%	23.68%

资料来源：公司公告，德邦研究所预测

采用相对估值法，选取同样涉及树脂业务、电子化学品业务的彤程新材、东材科技作为可比公司。可比公司 2023-2025 年平均估值分别为 36、28、22 倍。公司是国内合成树脂行业龙头，前瞻性布局生物质化工，百万吨秸秆一体化项目将打开未来成长空间，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 9.51、11.58、13.25 亿元，对应当前股价 PE 分别为 17、14、12 倍，给予“买入”评级。

表 3：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)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
彤程新材	32.28	192	3.78	4.84	6.09	51	40	32
东材科技	12.11	111	5.14	7.25	9.19	22	15	12
		平均				36	28	22
圣泉集团	21.12	165	9.51	11.58	13.25	17	14	12

资料来源：Wind，德邦研究所 注：收盘价取自 2023 年 6 月 27 日；除圣泉集团外其余均为 Wind 一致预期。

6. 风险提示

新建项目投产不及预期；下游需求不及预期；原材料价格波动风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.91	1.21	1.48	1.69
每股净资产	10.83	11.84	13.12	14.62
每股经营现金流	0.16	1.75	2.32	2.69
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20
价值评估(倍)				
P/E	23.51	17.39	14.28	12.48
P/B	1.98	1.78	1.61	1.44
P/S	1.72	1.50	1.37	1.27
EV/EBITDA	12.44	9.24	7.63	6.48
股息率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	21.1%	22.6%	23.7%	23.7%
净利润率	7.3%	8.6%	9.6%	10.2%
净资产收益率	8.3%	10.3%	11.3%	11.6%
资产回报率	5.6%	6.8%	7.6%	8.1%
投资回报率	7.8%	8.5%	9.3%	9.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.8%	14.6%	9.4%	8.0%
EBIT 增长率	-14.5%	22.6%	21.1%	13.0%
净利润增长率	2.3%	35.2%	21.8%	14.4%
偿债能力指标				
资产负债率	30.1%	31.4%	31.0%	28.2%
流动比率	2.3	2.5	2.7	2.8
速动比率	1.7	1.8	2.0	2.1
现金比率	0.4	0.5	0.7	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	59.4	59.4	59.4	59.4
存货周转天数	64.7	64.7	64.7	64.7
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	2.6	2.7	2.9	3.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	703	951	1,158	1,325
少数股东损益	8	10	13	15
非现金支出	499	763	865	971
非经营收益	134	90	105	102
营运资金变动	-1,216	-440	-322	-304
经营活动现金流	128	1,374	1,819	2,109
资产	-382	-1,153	-1,143	-1,167
投资	-94	4	1	0
其他	1	-17	-19	-22
投资活动现金流	-474	-1,166	-1,162	-1,189
债权募资	-1,244	395	229	-288
股权募资	166	0	0	0
其他	189	-208	-221	-220
融资活动现金流	-889	186	8	-508
现金净流量	-1,246	394	665	412

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 27 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,598	11,002	12,037	12,997
营业成本	7,576	8,516	9,189	9,920
毛利率%	21.1%	22.6%	23.7%	23.7%
营业税金及附加	67	77	84	91
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	356	408	447	468
营业费用率%	3.7%	3.7%	3.7%	3.6%
管理费用	326	385	420	429
管理费用率%	3.4%	3.5%	3.5%	3.3%
研发费用	456	524	573	598
研发费用率%	4.8%	4.8%	4.8%	4.6%
EBIT	898	1,101	1,333	1,507
财务费用	35	20	17	0
财务费用率%	0.4%	0.2%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-30	-13	-14	-15
投资收益	-40	-22	-24	-26
营业利润	820	1,107	1,346	1,534
营业外收支	-13	-16	-17	-13
利润总额	807	1,091	1,329	1,521
EBITDA	1,391	1,850	2,184	2,463
所得税	96	130	158	181
有效所得税率%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%
少数股东损益	8	10	13	15
归属母公司所有者净利润	703	951	1,158	1,325

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	860	1,254	1,919	2,330
应收账款及应收票据	1,683	1,930	2,111	2,280
存货	1,344	1,511	1,630	1,760
其它流动资产	1,787	2,026	2,197	2,369
流动资产合计	5,674	6,720	7,857	8,738
长期股权投资	41	42	42	42
固定资产	3,752	4,014	4,182	4,277
在建工程	1,956	2,036	2,116	2,196
无形资产	712	742	751	757
非流动资产合计	6,819	7,182	7,436	7,613
资产总计	12,493	13,901	15,293	16,351
短期借款	305	402	432	445
应付票据及应付账款	1,210	1,360	1,468	1,585
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	909	968	1,009	1,055
流动负债合计	2,425	2,731	2,909	3,085
长期借款	698	998	1,198	898
其它长期负债	633	631	630	629
非流动负债合计	1,331	1,629	1,828	1,527
负债总计	3,756	4,360	4,738	4,612
实收资本	783	783	783	783
普通股股东权益	8,478	9,273	10,274	11,443
少数股东权益	258	269	282	296
负债和所有者权益合计	12,493	13,901	15,293	16,351

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

	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；	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。
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范围包括证券投资咨询业务。