

# 世名科技 (300522)

证券研究报告

2024年02月23日

## 深耕色彩新材料，光刻胶及碳氢树脂支撑未来高增长

### 专精特新小巨人，领先色彩及功能纳米材料服务商

公司专注于纳米着色材料、功能性纳米分散体、特种添加剂、智能调色系统及电子化学品等产品的研发、生产及销售，产品可广泛应用于涂料、纺织、医疗防护、光伏与电子通信等领域，是国内领先的纳米着色材料、功能纳米分散体、特种添加剂供应服务商。公司依靠自身研发和技术优势，进军新材料领域，目前已经在光刻胶及新能源光伏、储能方面有所进展。

### 涂料色浆领先企业，纤维产品初具规模

公司为国内色浆行业的龙头企业，以水性涂料色浆为主，建筑涂料色浆、胶乳类色浆等产品在下游细分市场均处于领先地位，该部分产品属于公司成熟的业务板块，目前拥有4.4万吨的年设计产能，近2年营收规模约5亿元。在纤维领域，纤塑新材料项目（2万吨/年）已于23H1投产；与中纺院等的合作也已取得进展，纤维原液着色技术将大大降低生产过程中的碳排放，未来市场前景广阔，目前聚酯原位聚合用乙二醇基超细颜料色浆已有中试线，后续有望量产。

### 创新焕发公司发展活力，产品不断升级

公司以战略新兴产业研究院为战略项目孵化平台，聚焦“光电色彩”及新材料产业版块，不断推进光刻胶颜料分散液、超高纯电子纳米材料、高频覆铜板专用树脂等产品的国产化进程，强化战略项目储备及新产品研发，有效的提升了公司的核心竞争力，国产替代相关产品主要有：

a. 光刻胶相关：光刻胶颜料分散液（主要应用在显示领域），目前产能仍在建。公司攻克了SMA树脂产业化中试技术，部分产品已完成生产中试并取得部分客户验证认可。

b. 碳氢树脂：公司布局的高纯UV单体与电子碳氢树脂均作为PCB产业的上游，具体在建产能500吨级电子级碳氢树脂/9000吨级UV单体。

据我们测算，以上产品产能完全达产后，产值将增加超20亿元，若以15%的净利率计算，未来3年有望为公司带来超3亿元的净利润增量。

**投资建议：**公司24-25年即将进入产能落地业绩贡献大年，在部分产品上国产替代有所突破。我们预计公司23-25年归母净利润分别为1757万元、1.9和3.5亿元。参考可比公司，我们认为24年22倍PE估值较为合理，目标价12.9元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险、规模扩张导致的管理风险、控制权拟变更风险、募投项目不及预期

### 投资评级

行业	基础化工/化学制品
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	9.85元
目标价格	12.9元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	322.45
流通A股本(百万股)	218.46
A股总市值(百万元)	3,176.15
流通A股市值(百万元)	2,151.83
每股净资产(元)	2.54
资产负债率(%)	25.04
一年内最高/最低(元)	16.23/6.70

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**唐婕** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519070001  
tjie@tfzq.com

**熊可为** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110523120001  
xiongkewei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	670.12	622.66	686.81	1,134.13	1,646.12
增长率(%)	47.43	(7.08)	10.30	65.13	45.14
EBITDA(百万元)	175.30	122.36	132.04	262.49	422.70
归属母公司净利润(百万元)	93.47	29.29	17.57	189.68	351.76
增长率(%)	0.80	(68.67)	(40.00)	979.43	85.45
EPS(元/股)	0.29	0.09	0.05	0.59	1.09
市盈率(P/E)	33.98	108.45	142.03	13.16	7.10
市净率(P/B)	3.99	3.96	2.90	2.50	2.01
市销率(P/S)	4.74	5.10	3.63	2.20	1.52
EV/EBITDA	26.46	20.66	17.54	8.90	4.87

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

<b>1. 世名科技：深耕色彩新材料，不断拓展产品品类</b>	<b>4</b>
1.1. 控股股东转让股份，实控人或迎来变更	5
1.2. 营收较为稳定，盈利稳中有升	7
1.3. 产能释放在即，业绩释放可期	7
<b>2. 色浆：建筑&amp;纺织为主，绿色为发展方向</b>	<b>8</b>
2.1. 短期重涂市场提振需求，中长期绿色发展升级需求	10
2.2. 涂料色浆产品以水性为主	11
2.3. 纤维产品聚焦环保，原液着色产品前景明朗	11
<b>3. 电子化学品：国产替代前景广</b>	<b>14</b>
3.1. 发挥色浆优势，助力光刻胶	14
3.2. 电子级树脂即将投产，释放业绩弹性	16
<b>4. 战略合作，迅速切入新能源行业</b>	<b>16</b>
4.1. 设立子公司，发力锌镍储能电池	17
<b>5. 盈利预测与估值</b>	<b>17</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>19</b>

## 图表目录

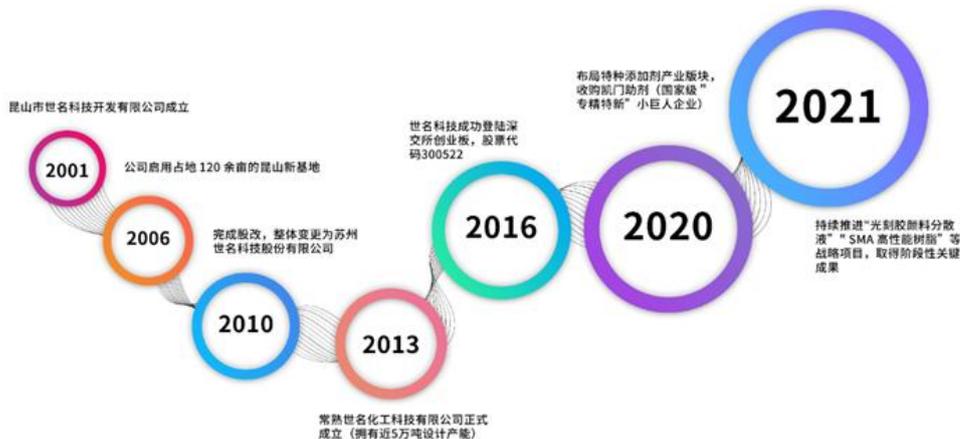
图 1：公司发展历程	4
图 2：公司产品系列	4
图 3：23H1 涂料产品贡献主要业绩	5
图 4：公司股权结构	6
图 5：2018-2023 前三季度公司营收及同比	7
图 6：2018-2023 前三季度归母净利润及同比	7
图 7：商品化色浆市场结构	8
图 8：色浆分类	8
图 9：我国色浆行业市场格局	9
图 10：2023 年乳胶漆行业占比	10
图 11：水性色浆价格走势	10
图 12：涂料行业相关产品	11
图 13：涂料板块营收规模及增速	11
图 14：涂料板块单价及毛利率	11
图 15：主要色浆产品	12
图 16：纤维板块营收规模及增速	13
图 17：纤维板块单价及毛利率	13
图 18：光刻胶的分类	14

图 19: 光刻胶用色浆均一性解决方案 .....	15
图 20: 彩色光刻胶的组成 .....	15
表 1: 陆勇持股公司相关业务情况 .....	6
表 2: 不同类别产品成本构成 .....	7
表 3: 公司新投产能情况 .....	8
表 4: 老旧小区相关政策 .....	10
表 5: 公司新能源战略合作情况 .....	17
表 6: 主要产品类别营收拆分 .....	18
表 7: 费用率预测 .....	18
表 8: 可比公司估值 .....	18

## 1. 世名科技：深耕色彩新材料，不断拓展产品品类

公司成立于 2001 年，专注于纳米着色材料、功能纳米材料、特种添加剂及电子化学品等产品的研发、生产及销售，产品可广泛应用于涂料、纺织、喷墨、光伏与电子通信等领域，是国内领先的色彩及功能纳米材料服务商。2016 年，世名科技成功在深交所创业板上市。2020 年，布局特种添加剂产业板块，收购凯门助剂。 2021 年开始，公司持续推进“光刻胶颜料分散液”、“SMA 高性能树脂”等战略项目，取得阶段性关键成果。

图 1：公司发展历程



资料来源：世名科技官网，天风证券研究所

公司色浆产品在建筑涂料、乳胶和造纸等领域处于领先地位。公司参与起草和修订了国内多项色浆相关国家标准或行业标准，整体色浆产能规模及建筑涂料色浆、纤维色浆、胶乳色浆等产品市场占有率均占国内前列。纺织着色为公司继涂料产业之后的战略核心产业；公司积极夯实并拓展原液着色技术领域，全面布局纤维原液着色相关技术的路径和产品，基本实现了主要纤维原液着色技术及相关产品的全覆盖。子公司凯门助剂充分协同集团公司平台资源优势，重点推动炔醇表面活性剂等助剂在下游太阳能光伏硅晶切割液中的产品开发，相关助剂产品销售业绩在 2021 年及 2022 年上半年增速较快。

图 2：公司产品系列

产品系列	细分产品	设计产能	产能利用率	在建产能
着色剂类（色浆类产品）	光刻胶颜料分散液	44040吨/年	70.74%	500吨/年
着色剂类产品（母粒）	纤维母粒、功能性母粒		6.12%	20000吨/年
树脂类产品	电子级树脂、UV光固化材料		0.00%	5000吨/年
特种添加剂类产品	炔醇表面活性剂、聚醚改性有机硅表面活性剂、高分子聚合物分散剂、功能性添加剂	8000吨/年	37.38%	4500吨/年

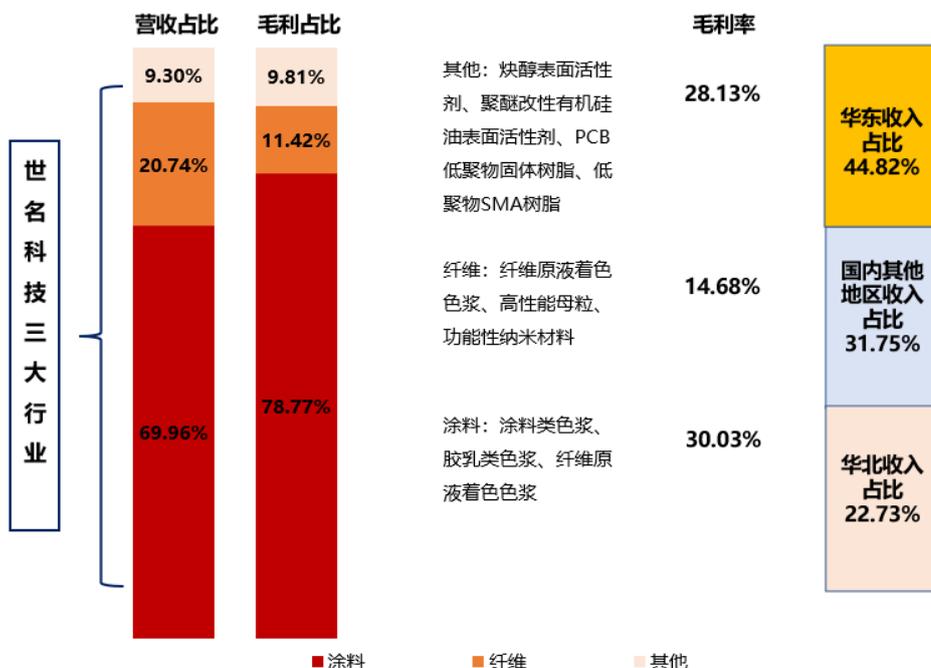
资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：数据截至 2022 年底

**技术研发优势领先，不断拓展新品类。**涂料所用色浆产业主要掌握各类颜料改性与修饰技术、超细化加工技术以及聚合物添加剂制备技术，在原材料质量控制、颜料超细化分散、纳米级颜料色浆、特殊添加剂制备、应用等方面积累了深厚的经验；纺织着色产业主要掌握粘胶、腈纶、聚酯、聚酰胺、超高分子量高密度聚乙烯纤维等主要纤维原液着色专用高品质着色剂及功能性纳米分散体等产品的制造技术；电子化学品领域，公司产品主要运用于 PCB 电路板与 LCD 液晶显示器。光刻胶产业公司团队通过开发颜料纳米化表面处理技术、颜料分散液纳米化研磨分散技术和工艺，完成了部分彩色光刻胶颜料分散液的配方和工艺优化，部分彩色颜料分散液通过了下游合作客户的实验室验证。助剂产业主要掌握多种聚合物添加剂的核心制备技术，目前已拓展至新能源领域，利用炔二醇表面活性剂的低泡、润湿能力强等特点，成功开发出多种太阳能光伏硅晶切割液领域用助剂产品。

从经营数据看，2023H1 涂料相关产品营收贡献将近 70%，为营收贡献第一主力；其次为纤维相关产品，营收贡献超 20%；毛利方面，涂料与纤维行业分别贡献 78.77%与 11.42%。此外，其他行业中，公司积极布局和推进光刻胶颜料分散液、超高纯电子纳米材料、高频/高速覆铜板专用树脂等先进电子材料技术，这也为公司的营收和毛利做出了相当的贡献。地区方面，公司主要业务集中于华东与华北地区，分别占收入 45%与 23%，同时积极拓展全国其他地区的业务。

图 3：23H1 涂料产品贡献主要业绩



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，天风证券研究所

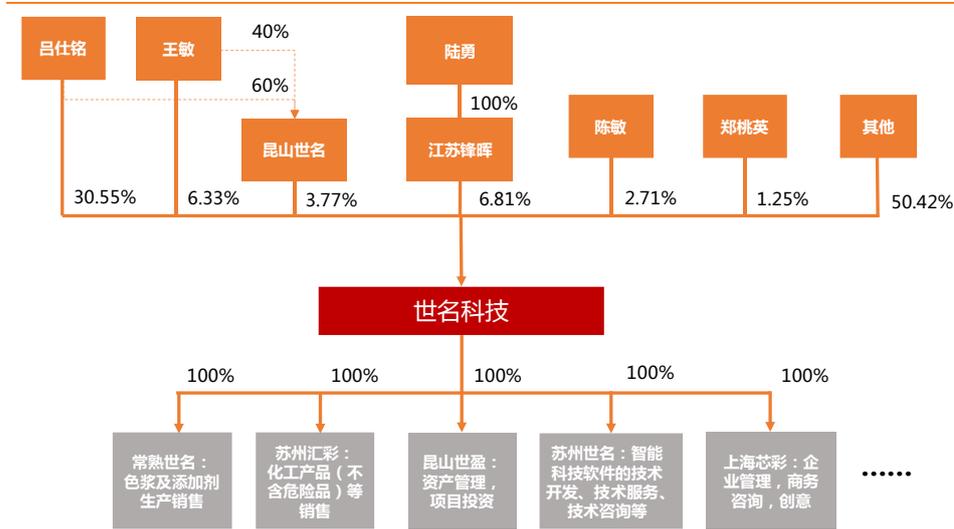
### 1.1. 控股股东转让股份，实控人或迎来变更

世名科技由吕仕铭、王敏于 2001 年初始出资组建，截至 2024 年 1 月 30 日，吕仕铭、王敏直接持有公司股份 30.55%/6.3%。公司旗下子公司包括常熟世名化工科技有限公司、苏州汇彩新材料科技有限公司、昆山世盈资本管理有限公司、苏州世名科技股份有限公司、上海芯彩有限公司等。

公司拥有四大生产基地，其中昆山及常熟基地主要承载公司纳米着色材料、功能性纳米分散体为主的新材料产业版块，主要涉及各类纳米色浆、功能性纳米分散体、特种添加剂、高性能色油及母粒等产品的研发、生产、应用及销售，产品广泛应用于涂料、纺织、医疗防护等领域；岳阳基地主要由凯门助剂为运营主体，从事电子化学品及环保型助剂等产品的研发、生产、应用及销售，产品广泛应用于涂料、油墨、光伏产品加工、锂电池制备、

手套涂饰剂等领域，为国内助剂细分领域的领先企业；盘锦基地以世名（辽宁）新材料有限公司为运营主体，主要承接公司特种光敏新材料、电子级碳氢树脂、特种润滑油添加剂的中试研发项目，面向电子、新能源、光伏、3D 打印等新材料产业领域，为公司拓展新材料领域的重要发展版图。

图 4：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：吕仕铭和王敏为夫妻关系

截至 2024 年 1 月 30 日

**实控人或迎变更。**公司于 2024 年 2 月 2 日公告，实际控制人吕仕铭先生及其一致行动人王敏女士、世名投资于 2024 年 1 月 30 日与江苏锋晖新能源发展有限公司签署《股份转让协议》，拟向江苏锋晖转让 10.1631% 的公司股份。本次权益变动完成后，江苏锋晖将对公司形成控制。

江苏锋晖成立于 2016 年，由陆勇 100% 持股，是一家新能源项目投资及新能源技术研发的高科技企业，主营业务为海上风电、分布式光伏发电及大型地面光伏发电等清洁能源电站的建设投资及技术咨询。公司产品及解决方案涵盖了智能、节能、新能源三大领域，并包含各型光伏支架系统、用电信息管理系统解决方案及一站式综合能源服务、EPC 及运维服务等。江苏锋晖深度参与了海上风电和地面光伏电站的开发，与国内主流发电企业构建了深度合作关系，未来将在海上风电的涂料、复合材料、拉晶切片等领域为上市公司拓宽下游市场，其实际控制人陆勇在新能源储能领域已有投资布局，计划在锌镍储能领域与上市公司形成协同效应。

表 1：陆勇持股公司相关业务情况

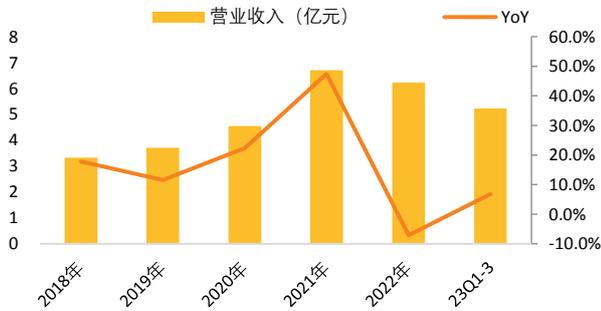
公司	详情	容量规模
大理锋晖	22-23 年，与电建华东勘测设计院签订 13.67 亿元 EPC 合同	1.66GW
江苏龙仁、天津邦晟	22-23 年，与电建华东勘测设计院签订 14.59 亿元 EPC 合同	1.56GW

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 1.2. 营收较为稳定，盈利稳中有升

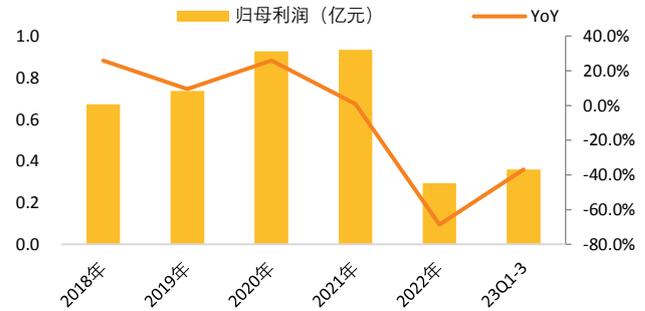
营业收入保持稳定，净利润有所下滑。2018年-2022年，公司营业收入从3.33亿元增长至6.23亿元，CAGR+16.95%，即使在2020年-2022年国内疫情影响之下，营业收入复合增速依旧达到+17%。归母净利润2018-2022年CAGR-19%，由2018年0.67亿元减少至0.29亿元。2023Q1-3，公司营业收入为5.22亿元，YOY+6.8%；归母净利润为0.35亿元，YOY-36.8%。

图 5：2018-2023 前三季度公司营收及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2018-2023 前三季度归母净利润及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

产品成本以原材料为主，产能投放制造费用占比提升。公司产品生产的主要原材料包括钛白粉、氧化铁颜料等，2022年原材料占营业成本比例基本超90%。2022年，由于公司“纤塑新材料生产项目”及“年产5500吨炔醇表面活性剂，2500吨聚醚改性有机硅表面活性剂项目”处于项目推进过程中，但相关资产投入已于年初基本落实，使公司固定资产大幅增长，相应的折旧较上年同期增长明显，营业成本中制费比例有了一定的提高。

表 2：不同类别产品成本构成

行业分类	项目	2021 年		2022 年	
		金额 (百万 元)	占营业成本%	金额( 百万元)	占营业成本%
涂料	原材料	333.36	93.61%	297.39	90.03%
	人工	5.37	1.51%	6.62	2.00%
	制费	17.40	4.88%	26.34	7.97%
纤维	原材料	56.01	93.73%	91.47	91.61%
	人工	0.83	1.39%	1.75	1.75%
	制费	2.92	4.88%	6.63	6.64%
其他	原材料	1.23	92.46%	2.26	79.70%
	人工	0.04	2.63%	0.11	3.79%
	制费	0.07	4.91%	0.47	16.51%
光电	原材料	21.40	92.07%	23.79	87.21%
	人工	0.68	2.93%	1.19	4.36%
	制费	1.16	5.00%	2.30	8.43%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 1.3. 产能释放在即，业绩释放可期

根据公司公告及采购网数据，我们测算了23年投产项目的产值情况。23年上半年，岳阳凯门“年产5500吨炔醇表面活性剂，2500吨聚醚改性有机硅表面活性剂项目”“纤塑新材料生产项目”达到预定可使用状态，正处于产能释放中。根据公司官网，“9000吨级UV单体、2000吨级光敏树脂、500吨级电子级碳氢树脂、2000吨级润滑油添加剂、3500

吨级建筑添加剂中试装置及其配套设施”项目预计于 23 年底前建成。据我们测算，以上产品产能完全达产后，产值将增加超 20 亿元，若以 15%的净利率计算，未来 3 年有望为公司带来超 3 亿元的净利润增量。后续，仍有光刻胶颜料分散液等产能释放，我们认为公司未来 3 年业绩弹性较大。

表 3：公司新投产产能情况

		产能（吨）	单价（元/kg）	投产时间	预计产值（亿元）
盘锦基地	UV 单体	9000	50	预计 23 年底前	4.50
	光敏树脂	2000	99		1.98
	电子级碳氢树脂	500	352		1.76
	润滑油添加剂	2000	5		0.1
	建筑添加剂	3500	37		1.30
岳阳凯门	炔醇表面活性剂	5500	60	23 年上半年	3.30
	聚醚改性有机硅表面活性剂	2500	100		2.50
	纤塑新材料	20000	35		7.00

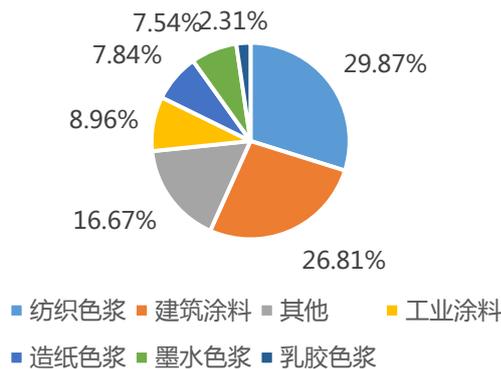
资料来源：公司公告，爱采购官网，天风证券研究所

## 2. 色浆：建筑&纺织为主，绿色为发展方向

商品色浆是指专业色浆厂商生产并销售给色浆使用企业的色浆。根据华经情报网数据，2020 年我国色浆商品化色浆市场规模预计超过 30 万吨，其中纺织色浆与建筑涂料占全部市场份额的一半以上。目前我国建筑涂料中约有 90%为水性涂料，大多使用水性色浆作为着色剂。另外在纺织、造纸领域近年来原液着色纤维、胶乳等发展迅速，有助于色浆的市场容量相对稳定，商品色浆的份额提升。

根据分散介质的不同，涂料色浆又分为水性色浆、溶剂型色浆和水油两用色浆。水性色浆是以水为分散介质的颜料浓缩浆，溶剂型色浆以有机溶剂和树脂为分散介质，此外色浆的耐光性、耐候性、色浆细度、储存稳定性等也对色浆的质量起到关键作用。

图 7：商品化色浆市场结构



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

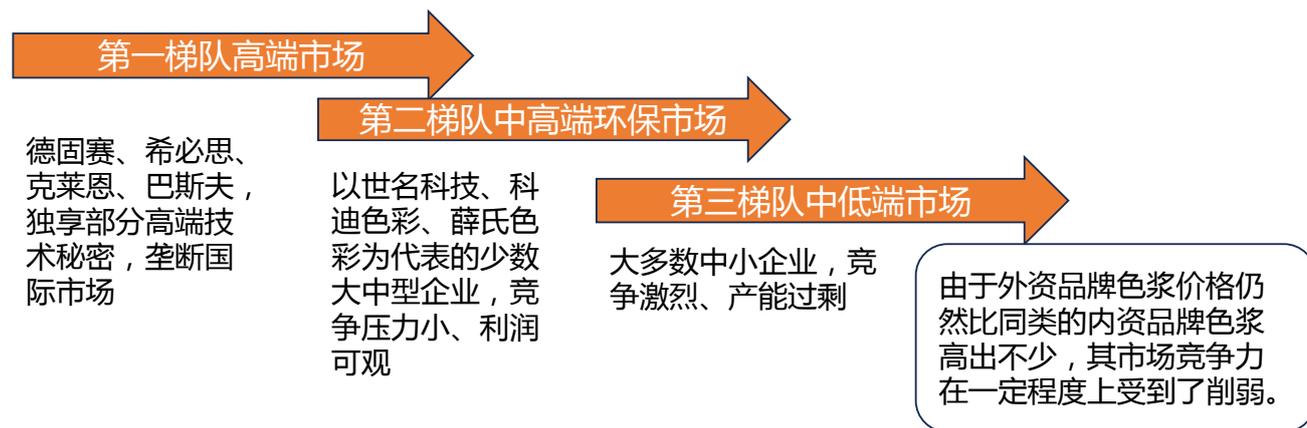
图 8：色浆分类

色浆种类	使用介质
水性色浆	以水为分散介质的颜料浓缩浆
溶剂型色浆	以有机溶剂和树脂为分散介质
水油两用色浆	用于部分水溶性涂料中和一些弱极性油性涂料着色的颜料浆

资料来源：防腐涂料视界公众号，天风证券研究所

目前，色浆行业集中度仍然比较低、技术力量比较分散。色浆的配方设计、研磨分散技术、测配色技术和质量控制手段的差别，决定了行业内不同档次的研发和生产水平。德固赛、希必斯、科莱恩、巴斯夫等公司为代表的国际巨头凭借其强大的研发能力，拥有独特的配方，关键助剂由自己合成，独享部分高端技术，技术研发上拥有一定的竞争优势。在中高端市场，国内企业数量有所增加，其中世名科技、薛氏色彩、科迪色彩等企业仍在不断扩大生产规模，提升企业在市场上的竞争优势；另外，在中低端市场，中小型色浆生产企业数量占据绝大比重，市场竞争激烈，企业整合趋势较为明显。

图 9：我国色浆行业市场格局



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

## 2.1. 短期重涂市场提振需求，中长期绿色发展升级需求

行业层面来看，2022 年受市场需求疲软、国际经济形式、原材料价格波动等影响，涂料行业发展受阻，中国涂料行业协会预计 2022 年全行业企业总产量约 3488 万吨，同比降低 8.5%。根据中国涂料工业协会统计，2021 年建筑涂料占比最大，达到 52%；工业涂料中，防护涂料、粉末涂料、木器涂料分别占比 10%、8%和 5%。

**“旧改”政策从全国试点到全面推进，进一步激活重涂市场，为拉动建筑涂料需求做出贡献，同时也将有效促进建筑涂料上游色浆产品需求的提升。**

根据住建部官网公告显示，2023 年，全国计划新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个、涉及居民 865 万户。根据各地统计上报数据，1-6 月份，全国新开工改造城镇老旧小区 4.26 万个、惠及居民 742 万户，按小区数计开工率 80.4%。2023 年 7 月，政府部门积极印发相关政策。我们在已外发报告《城中村：地产后周期活力激发，改造新需求生机释放》（2023-9-23）重测算得出，中性情景下 21 城改造将拉动超过 400 亿元的涂料需求。

表 4：老旧小区相关政策

政策名称	政策目的
《关于促进家居消费的若干措施》	促进家居消费与老旧小区改造、住宅适老化改造、一刻钟便民生活圈建设、完善废旧物资回收网络等政策有机融合，供需两端共同发力
《关于扎实推进 2023 年城镇老旧小区改造工作的通知》	部署各地扎实推进城镇老旧小区改造计划实施，靠前谋划 2024 年改造计划。

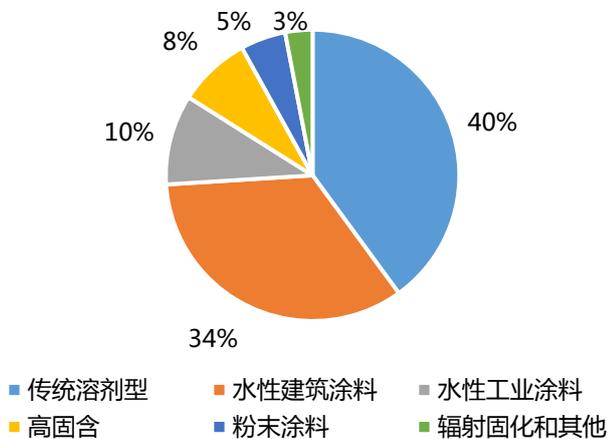
资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：截止 2023 年 10 月 18 日

**绿色涂料为发展方向。**2021 年，随着《中国涂料行业“十四五”发展规划》正式发布，进一步强调了绿色涂料发展方向，大力推动涂装领域使用粉末、水性、高固体分、辐射固化等低 VOC 含量的涂料，从而实现涂料行业的结构调整目标，据林中祥胶粘剂技术信息网预计，到 2025 年，溶剂型工业涂料降低 20%。

水性涂料以水作为溶剂，能够节省大量的资源，同时消除了施工时火灾的危险性，降低了对大气的污染，在涂料行业中得快速发展，市场规模稳步增长。相应的，2022 年中国商品性水性色浆市场规模约为 48.42 亿元，2016-2022 年复合增长率为 12.33%，超过全球水平，其产量及需求量也呈现逐年上涨态势，2022 年中国商品性水性色浆产量约为 36.71 万吨，需求量约为 32.16 万吨。

图 10：2023 年乳胶漆行业占比



资料来源：涂料市场公众号，天风证券研究所

截至 2023 年 9 月

图 11：水性色浆价格走势



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

## 2.2. 涂料色浆产品以水性为主

公司涂料类色浆及胶乳类色浆为环保型、超细化水性色浆，产品广泛应用于涂料、胶带、医疗防护等应用领域，公司为国内色浆行业的龙头企业，建筑涂料色浆、胶乳类色浆等产品在下游细分市场均处于领先地位，该部分产品属于公司成熟的业务板块。公司目前已与立邦在民用手调色浆、机调色浆等领域开展了良好合作，双方将在此基础上进一步探讨国内民用机调色浆、海外涂料着色剂及相关特殊化学品等产品的合作模式及方案。

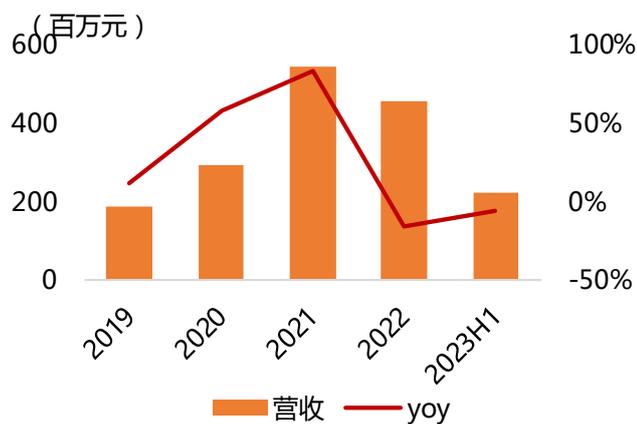
图 12：涂料行业相关产品



资料来源：世名科技官网，天风证券研究所

经营数据看，2022 年涂料业务营业收入为 4.6 亿元，yoy-15.6%，22 年公司销售量为 23347 吨，同比下降 23.2%，毛利率为 28%，同比下降 7pct；23H1 营收 2.25 亿元，yoy-5.67%，毛利率为 30%，同比下降 3pct，主要受房地产行业承压影响。从涂料色浆产品的整体售价情况看，2019-2022 年逐年递增，我们认为主要与公司持续进行新产品、新技术的开发有关。

图 13：涂料板块营收规模及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：涂料板块单价及毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：销量数据半年报中未披露

## 2.3. 纤维产品聚焦环保，原液着色产品前景明朗

原色纱以可持续发展为导向，原色纱被认为是一种对环境负荷少的环保型纱线。从生产环节看，不同于先纺纱后染色的色纱，染色纱在染色时需要消耗大量的水和能源，并且排出很多二氧化碳(CO<sub>2</sub>)，每吨原液着色聚酯纤维纺织品可减排废水 32 吨、二氧化碳 1.2 吨。为提升我国原液着色聚酯纤维产品品质、进一步降低其生产能耗。

政策端，“十三五”期间，国家重点研发计划项目“高品质原液着色纤维开发及应用”正式启动。2022年3月，国家发改委、商务部、工信部三部门联合发布《关于加快推进废旧纺织品循环利用的实施意见》，文件明确提出要优先使用绿色纤维原料。在此背景下，原液着色纤维将以其绿色环保优势，获得广阔市场空间。根据新思界产业研究中心发布的《2023-2028年中国原液着色纤维（无染纤维）行业市场深度调研及发展前景预测报告》显示，在市场需求带动下，我国原液着色纤维产量不断增长，2022年达到815.6万吨，同比增长5.1%。《纺织行业“十四五”发展纲要》中指出“生物可降解材料和绿色纤维(包括生物基、循环再利用和原液着色化学纤维)产量年均增长10%以上”，纺织产业绿色纤维发展可期。

### 公司布局领先，目前成果已显现

2018年开始，公司在持续优化原有涂料类、胶乳着色等产品技术的基础上，逐步布局纤维原液、纺织品绿色着色、特种添加剂等行业新产品。目前，纤维类产品主要包含纤维原液着色色浆、高性能母粒及功能性纳米材料等产品，主要应用于纺织纤维领域，基本实现了纤维原液着色技术及相关产品的全覆盖。

图 15：主要色浆产品



CC-HD高牢度免水洗色浆



粘胶原液着色色浆



DMAC腈纶色浆



SM-FR阻燃剂系列/消光剂系列



纤维色母粒



纤维色油

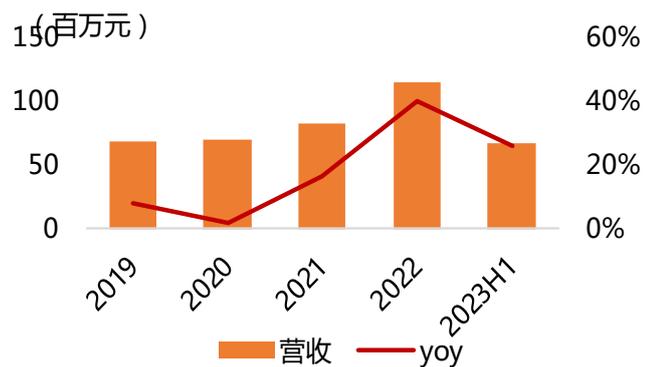
资料来源：世名科技官网，天风证券研究所

截止 23 年上半年，公司已成熟掌握粘胶、腈纶、聚酯、聚酰胺、超高分子量高密度聚乙烯纤维等主要纤维的原液着色专用高品质着色剂及功能性纳米材料等产品的稳定生产。公司与中纺院、中石化洛阳石化分公司联合承担的国家重点研发计划项目“高品质原液着色聚酯原位法连续聚合技术应用”，在国家重点研发计划项目的支持下，公司建成了聚酯原位聚合用乙二醇基超细颜料色浆示范线，实现了乙二醇基超细颜料色浆的连续化生产，并通过了国家重点研发计划项目组织的现场验收，产品已在下游客户端 10 万吨/年原位聚合特黑聚酯连续聚合与 5 万吨/年熔体直纺短纤维生产示范线进行了应用验证。

### 募投项目即将落地，业绩贡献可期

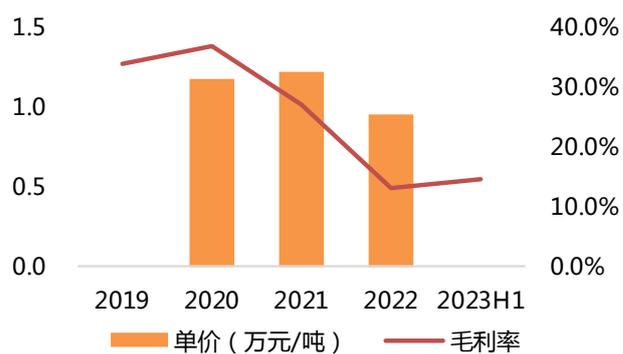
根据公司 2023 年半年报，设计产能 20000 吨/年的“纤塑新材料生产项目”已经达到使用状态，我们认为后续纤维类产品销售增长动力有望逐步释放。

图 16：纤维板块营收规模及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：纤维板块单价及毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：销量数据 23 年半年报中未披露，对应 23H1 数据空白

### 3. 电子化学品：国产替代前景广

#### 3.1. 发挥色浆优势，助力光刻胶

光刻胶是由感光树脂、增感剂和溶剂三种主要成份组成的、对光敏感的混合液体。利用光化学反应，经曝光、显影、刻蚀等工艺将所需要的微细图形从掩模版转移到待加工基片上的图形转移介质，从而使光刻胶的溶解度发生变化。按照应用领域分类，光刻胶主要包括印制电路板（PCB）光刻胶专用化学品（光引发剂和树脂）、液晶显示器（LCD）光刻胶光引发剂、半导体光刻胶光引发剂和其他用途光刻胶四大类。从国产化进程来看，主要取决于技术壁垒，PCB光刻胶目前国产替代进度最快，LCD光刻胶替代进度相对较快，而在半导体光刻胶领域国产技术较国外先进技术差距最大。

根据 Report-linker 机构的预测数据，2019-2026 年全球光刻胶市场的复合年增长率为 6.3%，到 2026 年，全球光刻胶市场将突破 120 亿美元，其中 PCB、LCD 以及 IC 光刻胶市场占比分别为 27%、25%、24%，市场潜力大。

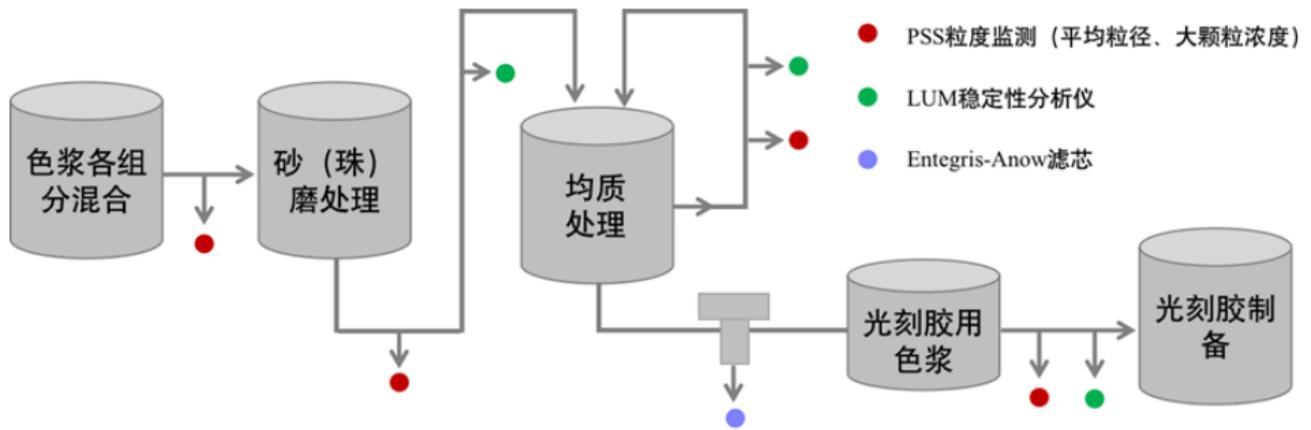
图 18：光刻胶的分类

主要类型	主要品种
PCB光刻胶	干膜光刻胶、湿膜光刻胶、光成像阻焊油墨等
LCD光刻胶	彩色滤光片用彩色光刻胶及黑色光刻胶、LCD/TP 衬垫料光刻胶、TFT-LCD中Array用光刻胶等
半导体用光刻胶	G线光刻胶、I线光刻胶、KrF光刻胶等
其他	CCD摄像头色滤光片的彩色光刻胶、MEMS光刻胶、触摸屏透明光刻胶、生物芯片光刻胶

资料来源：世名科技官网，天风证券研究所

**色浆是光刻胶的着色剂，决定光刻胶的颜色特性**，常用的色浆种类主要有纳米颜料色浆、染料色浆和量子点发光材料。具体看，光刻胶色浆的制备工艺，主要是涉及色浆配方（颜料、分散剂、溶剂等）混合，然后经过砂(珠)磨机研磨分散、高压微射流均质分散得到一定粒度分散的浆料，而后再通过滤芯对浆料进行除杂（去除大颗粒，金属离子等污染物）。在色浆制备中的难点是色浆的团聚现象，这既和配方的稳定性有关，也和制备工艺机械能是否适中有关。

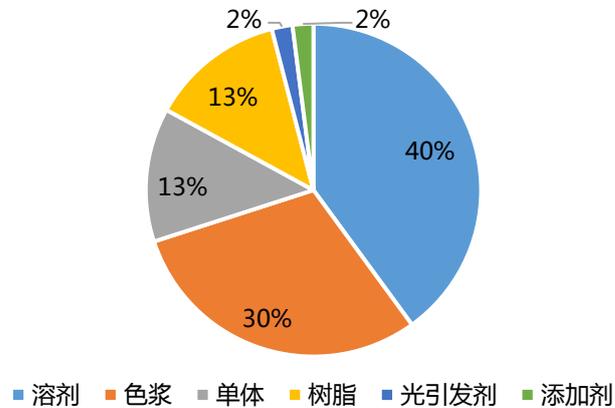
图 19：光刻胶用色浆均一性解决方案



资料来源：上海奥法美嘉生物科技有限公司，化工仪器网，天风证券研究所

**光刻胶壁垒高，国产替代空间广阔。**据势银（TrendBank），受消费电子市场下滑，大尺寸面板增量不及预期影响，2022 年中国大陆显示光刻胶市场规模 107 亿元，同比下降 1.1%，市场需求 4.9 万吨。根据彤程新材，彩色光刻胶和黑色光刻胶的技术壁垒高，几乎被日本、韩国厂商所垄断，彩色光刻胶的主要生产商有 JSR、住友化学、三菱化学等，黑色光刻胶主要生产商有东京应化、新日铁化学、三菱化学等公司，占全球产量约 90%。其中色浆在彩色光刻胶中的占比达到 30%左右，以此我们推算中国大陆显示光刻胶色浆市场需求在 1.5 万吨左右。

图 20：彩色光刻胶的组成



资料来源：武乾坤《平板显示器用高解析度彩色光刻胶性能研究》，天风证券研究所

**公司切入光刻胶色浆领域，目前进展明显。**世名科技 2021 年公告称拟投资研发光刻胶纳米颜料分散液 1000 吨/年，公司立项的光刻胶颜料分散液（光刻胶色浆）主要用于显示器彩色滤光片用光刻胶。2023 年公告称已完成部分光刻胶色浆样品多批次送样验证并取得下游核心客户的验证报告。验证报告显示，世名科技 CF 红色色浆、CF 绿色色浆样品的色度值、粒径及稳定性等各项关键指标已达标，符合 TFT-LCD 彩色滤光片用光刻胶的应用要求，性能与进口产品相当。我们认为，光刻胶色浆产品产业化落地可期。

### 3.2. 电子级树脂即将投产，释放业绩弹性

**5G 技术发展，对材料带来更高的要求。**如高频高速覆铜板需具有低信号损失、轻量化、多功能化的特点，从而对其基材提出了低介电常数(dk)、低介电损耗(df)、低热膨胀系数(cte)和高导热系数等严格要求。

高端覆铜板对特性树脂的共性方面性能要求，包括了：树脂性能指标的均一性、高性价比性、进行改性及性能控制的高自由度性等。

低损耗等级以上（基材  $Df \leq 0.008$ ）的高频高速电路用覆铜板，所用的主流树脂组成工艺路线有两条：一条是 PTFE 为代表的热塑性树脂体系构成的工艺路线；另一条是以碳氢树脂或者改性聚苯醚树脂为代表的热固性树脂体系构成的工艺路线；第二条工艺路线中，目前是以“PPO 为主体+交联剂”为主流路线，其中交联剂可为碳氢树脂。碳氢树脂在高频高速覆铜板发展中，无论是在品种、技术上，还是应用的广度、规模量上，都在基板材料业中得到快速的发展。碳氢树脂、马来酰亚胺(长链)等还在半加法所制的高端 HDI 板、封装基板、模块基板中采用的树脂膜制造中得到应用。目前碳氢树脂以日本企业为主，国内主要厂商为东材科技。

#### 公司电子相关产能释放在即，碳氢树脂即将量产

2022 年，公司技术团队攻克了 PCB 低聚物固体树脂及低聚物 SMA 树脂产业化中试技术，部分产品已通过实验验证，完成生产中试并取得部分客户验证认可，为公司立项并重点布局的 5G+材料高频覆铜板专用树脂项目打下了良好基础。目前公司布局的高纯 UV 单体与电子碳氢树脂均作为 PCB 产业的上游，其中 UV 单体主要应用场景为 PCB 干膜光刻胶以及 PCB 油墨（线路油墨、阻焊油墨），电子碳氢树脂主要应用场景为 PCB 基础原料高速覆铜板。

2023 年底，“9000 吨级 UV 单体、2000 吨级光敏树脂、500 吨级电子级碳氢树脂、2000 吨级润滑油添加剂、3500 吨级建筑添加剂中试装置及其配套设施”项目有望建成投产，我们预计有望在 24 年开始逐步贡献业绩。

### 4. 战略合作，迅速切入新能源行业

公司与中贝通信、清陶等新能源公司近期分别达成战略合作。2023 年 8 月，公司公告与中贝通信达成战略合作，将以新能源的光伏发电和储能系统业务为主线，全力构建多能互联、多业协同、多点盈利的清洁能源生态系统。

2023 年 8 月，公司与苏州清陶新能源签订《关于“储能电站共同开发、共同生产”之合作协议书》，旨在储能电站领域建立深度合作关系，共同推动储能电站的研发、生产等工作，并共同负责储能电站的质量管控。公司将清陶新能源在储能系统的高效性、长寿命、高安全性等方面进行深入合作，共同推动固态电池技术在储能电站领域的研发和应用推广。苏州清陶将提供资源和技术支持世名新能源在储能电站市场的长期发展。

清陶能源技术实力强劲，固态锂电池进展领先。清陶是中科院南策文院士团队领衔创办的高新技术企业，是国内固态锂电池研发与产业化的领跑者，近年公司在储能领域加大“储能”力度及先进技术应用力度。南策文院士现任清华大学材料科学与工程研究院院长，中国硅酸盐学会副理事长等，目前公司已突破核心技术全固态电解质材料（LLTO、LLZO）生产技术，更可以通过流延成型、薄膜制备等多种方法制备出全固态电解质膜，替代传统锂电池中的液态电解质材料，实现高安全性高能量密度的全固态锂电池，未来有望率先占领电驱动无人机、可穿戴设备以及军用电源等附加值高、价格不敏感的市场。

表 5：公司新能源战略合作情况

战略合作	合作公司情况	合作内容
1 中贝通信	新能源业务主要包括分布式光伏电站和储能电站的投资、建设及运营、电芯及电池制造、自主研发的 CSC (BMS) 电池管理系统、动力电池系统及储能系统 PACK 产线；自主研发生产的储能产品涵盖家庭储能系列、搭配更安全的刀片电池和最新液冷技术的工商业一体化机柜储能系列及大型工业储能系列等。	为公司项目提供弗迪电芯及电池、储能系统的保供采购，公司优先选择中贝 EPC 施工。
2 苏州清陶	清陶发展是清华大学南策文院士团队投资创办的一家专注于顶尖新能源材料技术“产-学-研”发展转化的高科技企业。致力于打造“陶瓷隔膜—全固态锂电池—锂电池装备—科研成果孵化—产业投资”的产业集群。	苏州清陶将提供资源和技术支持世名新能源在储能电站市场的长期发展。

资料来源：公司公告，清陶发展官网，天风证券研究所

产品开发方面，凯门助剂充分协同集团公司平台资源优势，利用炔二醇表面活性剂的低泡、润湿能力强等特点，成功开发出多种太阳能光伏硅晶切割液领域用助剂产品，目前已与多家下游客户建立了良好的合作关系。年产 5500 吨炔二醇表面活性剂项目已经于 2022 年底投产，并形成稳定销售。

根据锂电行业客户需求，凯门助剂联合产业链相关方，对隔膜材料制备、正负极材料制备以及电解液用助剂产品开展了技术研发和产品开发工作，主要解决电解液浸润性、浆料气泡控制以及浆料涂覆流平缺陷等问题。目前，部分产品已进入下游客户验证及优化阶段。

#### 4.1. 设立子公司，发力锌镍储能电池

公司以子公司世名新能源科技为主体，布局锌镍储能电池示范线项目。该项目是公司迈向新能源领域的起点，也是公司储能技术落地的关键项目，目标市场主要包括电力、交运、工商业建筑和应急备用电源等领域。

锌镍储能电池安全性超锂电池，同时锌镍储能电池还具备充放电效率高、适用范围广、环保和成本低等优势，在太阳能、风能领域和城市能源储备等方面具有广泛应用前景，未来在新能源产业的快速发展和政策支持下，其市场规模将进一步扩大并发挥更为重要的作用。

分散技术在储能电池正负极材料生产的中得到广泛应用，电池的关键技术之一为正负极制造，其核心工艺在于浆料配制，在锌镍储能电池制造中，首先纳米材料在负极浆料中的分散水平将直接影响电池性能；其次，正极材料中需添加导电剂与粘结剂，优秀的分散技术将产生更好的导电网络与粘结性能，也可以降低添加剂的用量，从而降低成本，增加产品的市场竞争力。

### 5. 盈利预测与估值

假设 1：着色剂为公司的传统产品，22 年底拥有产能 44040 吨/年，23H1 已建成“纤塑新材料生产项目”设计产能 20000 吨/年，聚酯原位聚合用乙二醇基超细颜料色浆示范线已经建成，后续有望量产。我们预计 23-25 年着色剂类产品营收将达到 5.2、6.6、9.4 亿元，毛利率稳中有升分别为 28.5%、30%、31%。

假设 2：特种添加剂方面，公司持续完善特种添加剂的技术产品体系，后续仍有 2000 吨级润滑油添加剂、3500 吨级建筑添加剂产能将释放，我们预计 23-25 年特种添加剂类产品营收将达到 1.6、3.4、4.1 亿元，毛利率稳中有升分别为 27%、32%、36%。

假设 3：树脂类产品方面，公司持续推进 5G+材料高频覆铜板专用树脂产品的开发，并且 2023 年上半年子公司常熟世名完成了“年产 10000 吨高频覆铜板专用树脂及特种添加剂技术改造项目”的基本建设，已处于整体试生产阶段。我们预计 2024-2025 年树脂类产品收入规模将迎来高增，分别达到 140、300 百万元，毛利率维持在较高水平。

假设 4：随着项目投产，三费假设稳中有降。

表 6：主要产品类别营收拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>着色剂类</b>					
收入（百万元）	519.90	474.84	522.32	658.13	941.12
yoy		-8.7%	10.0%	26.0%	43.0%
毛利率(%)	32.5%	23.2%	28.5%	30.0%	31.0%
<b>特种添加剂类</b>					
收入（百万元）	149.35	147.23	163.29	336.00	405.00
yoy		-1.4%	10.9%	105.8%	20.5%
毛利率(%)	40.1%	34.4%	27.0%	32.0%	36.0%
<b>树脂类</b>					
收入（百万元）	0.87	0.59	1.20	140.00	300.00
yoy		-32.2%	103.4%	11566.7%	114.3%
毛利率(%)	84.6%		85%	80%	80%
营收总计（百万元）	670	623	687	1134	1646
综合毛利率	34.3%	25.9%	28.2%	35.5%	38.4%

资料来源：wind，天风证券研究所预测

表 7：费用率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	4.0%	2.4%	2.2%	2.3%	2.4%
管理费用率	5.2%	8.7%	8.7%	7.0%	6.0%
研发费用率	8.8%	8.8%	7.5%	7.0%	6.8%

资料来源：wind，天风证券研究所

综上，我们预计公司 23-25 年营收规模分别为 6.87、11.3、16.5 亿元，归母净利润分别为 1757 万元、1.9 亿元、3.5 亿元，未来 2 年业绩弹性较高。我们选取色母粒企业美联新材、光敏剂企业同益股份、感光材料企业广信材料、电子半导体材料企业雅克科技作为可比公司，由于公司新产能业绩释放集中在 24-25 两年，我们认为 24 年 22 倍为合理估值，目标价 12.9 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值

股票代码	公司名称	主营业务	市值（亿元）	收盘价				PE			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300586.SZ	美联新材	色母粒及功能新材料	42.5	6.0	10.0	28.2	16.7	9.5			
688199.SH	同益股份	光敏剂	20.2	18.1	45.3	14.8	12.2	9.1			
300537.SZ	广信材料	感光材料	30.2	15.1	-88.6	72.8	35.2	21.1			
002409.SZ	雅克科技	电子半导体材料等	223.4	46.9	42.6	31.5	21.6	16.1			
		平均值			2.3	36.8	21.5	13.9			
300522.SZ	世名科技	色浆	31.8	9.9	90.9	180.7	16.7	9.0			

资料来源：wind，天风证券研究所

注：除世名科技外，其余均为 wind 一致预期，数据截止至 2024 年 2 月 22 日

## 6. 风险提示

- 1、原材料价格波动风险：公司产品生产的主要原材料包括钛白粉、氧化铁颜料等，且原材料成本占比较高，对公司盈利能力影响较大。
- 2、募投项目不及预期：公司根据战略要求，持续推进募投项目及其他投资项目，虽然公司已经对各项投资项目进行了充分的可行性论证，并经有权机构审议批准，但在具体实施过程中，可能受到宏观经济状况、国家产业政策、政府宏观调控、项目审批进度、公司战略方向调整等因素的影响。
- 3、控制权拟变更风险：如江苏锋晖无法按期及时筹集有关资金，则本次交易存在可能因收购方无法如期支付对价而失败的风险。
- 4、规模扩张导致的管理风险：随着业务规模不断扩大，对于公司资源整合、市场开拓、产品研发、财务管理、内部控制等方面提出了更高的要求。公司管理水平若不能及时适应和提升，将可能在一定程度上影响公司运营能力和发展动力。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	127.83	110.20	226.10	198.47	403.78
应收票据及应收账款	78.01	85.58	87.86	189.50	227.42
预付账款	7.67	6.68	17.62	11.68	29.05
存货	112.67	118.64	119.42	227.13	265.98
其他	104.46	97.95	54.54	53.45	58.22
<b>流动资产合计</b>	<b>430.63</b>	<b>419.05</b>	<b>505.54</b>	<b>680.24</b>	<b>984.44</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	227.38	422.86	463.53	473.02	425.42
在建工程	117.19	26.77	21.35	14.27	14.27
无形资产	54.11	55.02	50.39	45.75	41.12
其他	103.28	89.84	89.05	86.65	85.93
<b>非流动资产合计</b>	<b>501.96</b>	<b>594.49</b>	<b>624.32</b>	<b>619.69</b>	<b>566.74</b>
<b>资产总计</b>	<b>932.60</b>	<b>1,013.54</b>	<b>1,129.86</b>	<b>1,299.93</b>	<b>1,551.18</b>
短期借款	18.00	40.00	60.00	64.44	0.00
应付票据及应付账款	43.92	69.54	75.47	120.87	152.54
其他	59.78	53.37	93.24	91.93	140.24
<b>流动负债合计</b>	<b>121.70</b>	<b>162.91</b>	<b>228.71</b>	<b>277.24</b>	<b>292.78</b>
长期借款	0.00	40.00	35.00	20.00	10.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.57	5.57	5.20	5.20	5.20
<b>非流动负债合计</b>	<b>7.57</b>	<b>45.57</b>	<b>40.20</b>	<b>25.20</b>	<b>15.20</b>
<b>负债合计</b>	<b>135.88</b>	<b>211.24</b>	<b>268.91</b>	<b>302.44</b>	<b>307.98</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	270.16	270.14	322.45	322.45	322.45
资本公积	101.04	109.13	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
留存收益	450.55	447.42	459.72	592.50	838.73
其他	(25.03)	(24.39)	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
<b>股东权益合计</b>	<b>796.72</b>	<b>802.30</b>	<b>860.95</b>	<b>997.49</b>	<b>1,243.20</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>932.60</b>	<b>1,013.54</b>	<b>1,129.86</b>	<b>1,299.93</b>	<b>1,551.18</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	93.31	29.29	17.57	189.68	351.76
折旧摊销	25.92	37.74	49.38	52.23	52.23
财务费用	0.34	2.00			
投资损失	(0.50)	0.00	(0.26)	(0.25)	(0.17)
营运资金变动	66.28	7.03	72.87	(155.84)	(18.20)
其它	(25.49)	(17.91)	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
<b>经营活动现金流</b>	<b>159.86</b>	<b>58.15</b>	<b>142.82</b>	<b>89.09</b>	<b>386.99</b>
资本支出	132.83	143.68	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(330.91)	(247.28)	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
<b>投资活动现金流</b>	<b>(198.08)</b>	<b>(103.60)</b>	<b>(79.74)</b>	<b>(49.75)</b>	<b>0.17</b>
债权融资	(2.44)	59.64	#VALUE!	(13.82)	(75.81)
股权融资	(18.34)	(18.30)	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
其他	(16.24)	(14.20)	#VALUE!	#NAME?	#NAME?
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(37.02)</b>	<b>27.15</b>	<b>52.83</b>	<b>(66.97)</b>	<b>(181.85)</b>
汇率变动影响	(0.01)	0.00	(0.13)	(0.05)	(0.06)
<b>现金净增加额</b>	<b>(75.26)</b>	<b>(18.30)</b>	<b>#VALUE!</b>	<b>#VALUE!</b>	<b>#VALUE!</b>

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>670.12</b>	<b>622.66</b>	<b>686.81</b>	<b>1,134.13</b>	<b>1,646.12</b>
营业成本	440.47	460.32	492.84	731.17	1,013.58
营业税金及附加	4.39	4.59	5.07	8.05	11.98
销售费用	27.03	14.71	15.11	26.08	39.51
管理费用	35.15	54.40	59.75	79.39	98.77
研发费用	58.98	55.03	51.51	79.39	111.94
财务费用	(0.36)	1.16			
资产/信用减值损失	(1.88)	(3.73)	(40.00)	(8.41)	(4.00)
公允价值变动收益	(10.61)	(2.39)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.48	0.00	0.13	0.21	0.11
其他	16.54	7.67	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>99.93</b>	<b>30.92</b>	<b>19.41</b>	<b>198.58</b>	<b>365.10</b>
营业外收入	0.11	0.25	0.13	0.16	0.18
营业外支出	0.94	1.66	0.97	1.19	1.27
<b>利润总额</b>	<b>99.10</b>	<b>29.51</b>	<b>18.57</b>	<b>197.55</b>	<b>364.01</b>
所得税	5.79	0.22	0.99	7.87	12.25
<b>净利润</b>	<b>93.31</b>	<b>29.29</b>	<b>17.57</b>	<b>189.68</b>	<b>351.76</b>
少数股东损益	(0.16)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>93.47</b>	<b>29.29</b>	<b>17.57</b>	<b>189.68</b>	<b>351.76</b>
每股收益(元)	0.29	0.09	0.05	0.59	1.09

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	47.43%	-7.08%	10.30%	65.13%	45.14%
营业利润	-2.83%	-69.06%	-37.23%	923.26%	83.85%
归属于母公司净利润	0.80%	-68.67%	-40.00%	979.43%	85.45%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.27%	26.07%	28.24%	35.53%	38.43%
净利率	13.95%	4.70%	2.56%	16.72%	21.37%
ROE	11.73%	3.65%	2.04%	19.02%	28.29%
ROIC	18.87%	5.09%	2.97%	28.43%	42.27%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	14.57%	20.84%	23.80%	23.27%	19.85%
净负债率	-13.63%	-3.76%	-15.23%	-11.43%	-31.67%
流动比率	3.36	2.53	2.21	2.45	3.36
速动比率	2.48	1.81	1.69	1.63	2.45
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.16	7.61	7.92	8.18	7.90
存货周转率	6.97	5.38	5.77	6.55	6.68
总资产周转率	0.73	0.64	0.64	0.93	1.15
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.29	0.09	0.05	0.59	1.09
每股经营现金流	0.50	0.18	0.44	0.28	1.20
每股净资产	2.47	2.49	2.67	3.09	3.86
<b>估值比率</b>					
市盈率	33.98	108.45	142.03	13.16	7.10
市净率	3.99	3.96	2.90	2.50	2.01
EV/EBITDA	26.46	20.66	17.54	8.90	4.87
EV/EBIT	30.32	29.18	28.02	11.11	5.55

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com