

# 平安电工 (001359)

## 云母绝缘领域龙头，全产业链布局塑造竞争优势

投资评级 (暂无)

2024年03月26日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	842.10	921.45	1,130.23	1,445.44	1,841.89
同比	-3.93%	9.42%	22.66%	27.89%	27.43%
归母净利润 (百万元)	132.24	164.69	211.94	293.55	377.54
同比	8.57%	24.54%	28.69%	38.51%	28.61%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.71	0.89	1.14	1.58	2.04
P/E (现价&最新摊薄)	24.39	19.59	15.22	10.99	8.54

### 市场数据

发行价(元) 17.39

### 基础数据

每股净资产(元,LF) 6.77  
资产负债率(% ,LF) 27.52  
总股本(百万股) 185.50  
流通 A 股(百万股) 45.45

### 投资要点

- **云母绝缘材料龙头之一，公司盈利稳定向上。**公司始创于 1991 年，是一家集研发、生产和销售为一体的云母绝缘材料制造企业，已形成了云母绝缘材料、玻纤布、新能源绝缘材料三大产品系列协同发展的格局。2020-2023H1 实现营业收入 6.7/8.8/8.4/4.3 亿元，同比增长 0.3%/31%/-4%/9%，归母净利润分别为 0.68/1.22/1.32/0.83 亿元，同比增长-33%/78%/8%/25%，业绩实现稳健增长。云母绝缘材料为主营业务主力，2020-2023H1 占比分别为 87%/77%/80%/77%，新能源绝缘材料在主营业收入占比迅速提高，从 1.71%提升到 10.25%。毛利率 35%/32%/29%/34%，保持在较高水平，净利率 13%/14%/16%/18%，趋势稳定向上。
- **云母市场规模持续扩大，新能源绝缘材料成为新增长动能。**根据市场统计，预计 2023-2025 全球云母市场年均复合增长率 12.75%，2025 年规模达到 253 亿元，国内市场 2023-2025 年均复合增长率 27.84%，规模将提升到 112.24 亿元，耐火材料和绝缘材料市场规模分别为 36 亿元、40 亿元，合计 76 亿元，占比达 68%，为主要应用范畴。国内云母市场格局集中度低，2022 年公司云母和新能源绝缘材料市占率 13%，全球市占率 5%，其中新能源绝缘材料 2020-2022 年市占率从 0.29%提升至 1.13%，成为公司新的增长驱动力。2021 年 11 月，获得制造业单项冠军示范企业证书，是该领域具有领先产业规模的企业之一。
- **全产业链布局，稳固细分行业市场地位。**建设人工合成云母生产线，产能 1 万吨/年，显著提升产业链完整度，增强对上游原材料的把控，形成稳定、高效、可持续的云母原料供应系统。顺应云母材料应用领域不断延伸的趋势，大力布局新能源绝缘材料领域，新增新能源安防件 4,068 吨/年，更好的满足下游新能源汽车、储能等需求景气度较高的市场。持续深耕云母材料全产业链，进一步拓展玻纤制品，新增云母纸 1.06 万吨/年、云母板 0.8 万吨/年、工业及超细超薄电子玻纤布 1.25 亿米/年，稳固公司在细分行业领域的龙头地位，构建业内领先的新材料研发能力和以质取胜的品牌优势。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司当前在云母绝缘材料领域仍保持领先地位，下游需求带动公司业绩向好。我们预计公司 2024-2026 归母净利润为 2.12/2.94/3.78 亿元，同比增速 29%/39%/29%。根据发行价计算 2024-2026 年 PE 分别为 15/11/9 倍。
- **风险提示：**原材料价格波动及供应短缺风险、出现替代性技术或产品风险、产品出口风险。

## 内容目录

<b>1. 平安电工：云母绝缘材料行业龙头</b>	<b>4</b>
1.1. 公司概况：云母绝缘材料领域一流企业	4
1.2. 业务：形成三大产品系列协同发展格局	7
1.3. 财务：经营业绩稳定增长，净利率持续向上	7
<b>2. 行业：下游应用领域逐步拓宽，市场规模持续扩大</b>	<b>9</b>
2.1. 行业简介	9
2.1.1. 云母行业简介	9
2.1.2. 玻纤行业概况	11
2.2. 市场空间：云母市场逐步扩容，玻纤布迎来增长新动能	12
2.2.1. 云母市场逐步扩容，耐火和绝缘材料为国内主要应用范畴	12
2.2.2. 玻纤布：应用领域逐步拓宽，新基建、智能领域将带来新的需求增长	13
2.3. 竞争格局：国内云母行业具有领先优势的企业	14
2.3.1. 云母行业：竞争格局较为分散，是国内具有领先产业规模的企业之一	14
2.3.2. 玻纤行业集中度高，公司玻纤制品规模相对较小	16
<b>3. 公司优势</b>	<b>17</b>
3.1. 技术创新优势	17
3.2. 全产业链优势	17
3.3. 质量及标准领先优势公司	17
3.4. 制造技术优势	17
3.5. 品牌与营销优势	18
<b>4. 募投项目：全产业链布局，提升产能抓住新增长动力</b>	<b>18</b>
<b>5. 盈利预测</b>	<b>18</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图表目录

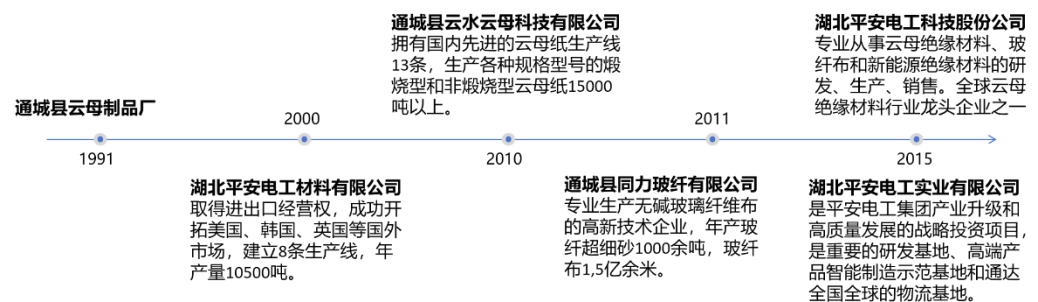
图 1:	公司历史沿革.....	4
图 2:	公司股权结构 (截止 2024 年 3 月 7 日) .....	5
图 3:	公司研发投入及研发费用率.....	6
图 4:	公司员工构成 (截止 2023 年 6 月) .....	6
图 5:	公司收入结构.....	7
图 6:	营业收入及增速.....	8
图 7:	归母净利润及增速.....	8
图 8:	公司毛利率及净利率 .....	8
图 9:	公司期间费用率.....	8
图 10:	云母制品产业链.....	9
图 11:	云母制品示意图.....	10
图 12:	新能源绝缘材料产品在新能源汽车电池模组中的具体应用.....	10
图 13:	玻纤布产业链.....	11
图 14:	玻纤布产品示意图.....	11
图 15:	2016-2025 按下游应用范畴划分的全球云母市场情况 (单位: 亿元) .....	12
图 16:	2016-2025 按下游应用范畴划分的中国云母市场情况 (单位: 亿元) .....	13
图 17:	2015-2021 年我国玻璃纤维纱产量变化情况 (单位: 万吨) .....	13
表 1:	公司管理层背景.....	5
表 2:	公司产品种类.....	7
表 3:	云母行业可比公司情况 (2022 年主营业务数据) .....	14
表 4:	全球及国内市场占有率测算 (单位: 亿元) .....	15
表 5:	玻纤行业可比公司情况 (2022 年主营业务数据) .....	16
表 6:	生产基地项目建设产能规划.....	18
表 7:	公司分产品盈利预测.....	19
表 8:	平安电工可比公司估值.....	21

## 1. 平安电工：云母绝缘材料行业龙头

### 1.1. 公司概况：云母绝缘材料领域一流企业

国内领先云母绝缘厂商，产品广泛应用于新能源领域。公司始创于1991年，是一家集研发、生产和销售为一体的云母绝缘材料制造企业，是中国云母专业委员会理事长单位，湖北省高新技术企业，是全球云母绝缘行业具有影响力的企业之一。公司具备云母行业全产业链配套供应能力，从云母纸、玻纤布，到云母带、云母板、云母异型制品、新能源云母绝缘材料、云母硅晶发热膜、复合新材，公司可以基于客户的需求，从原材料端进行个性化产品设计和提供技术服务方案。产品用于制造高标准的电气绝缘耐温材料，被广泛应用于电线电缆、家用电器、新能源汽车、储能系统、风电光伏和轨道交通等领域。

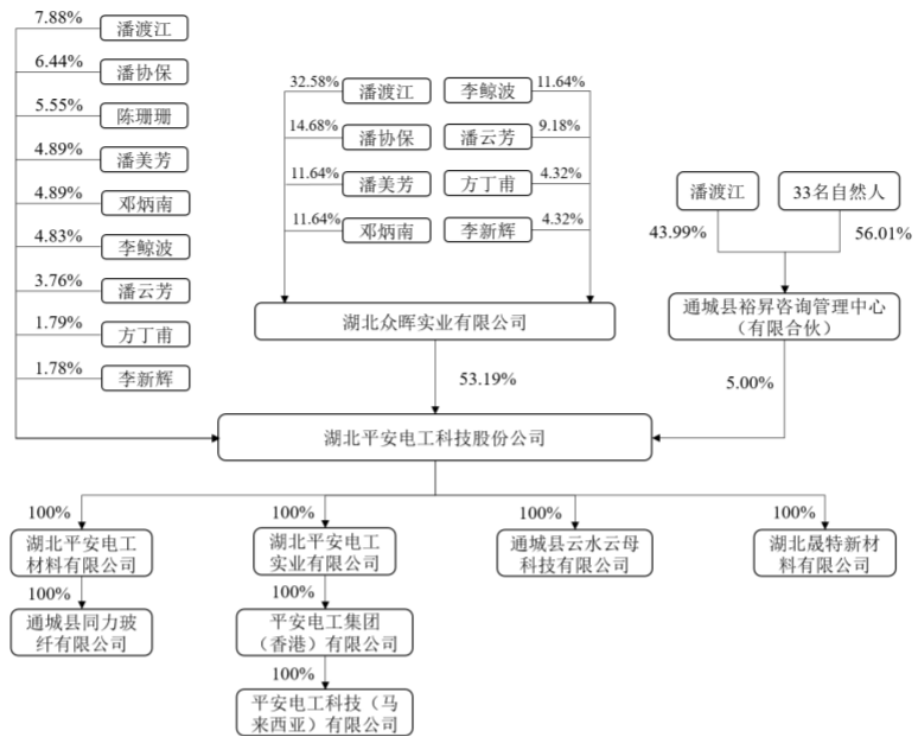
图1：公司历史沿革



数据来源：公司官网、招股说明书、东吴证券研究所

**实际控制人及一致行动人控股 93.32%，股权结构集中。**发行人实际控制人为潘协保、潘渡江、陈珊珊、潘美芳、李鲸波和潘云芳，上述六位自然人系直系亲属及其配偶，且签订了《一致行动协议》，分别直接持有发行人 6.44%、7.88%、5.55%、4.89%、4.83% 和 3.76% 的股份，直接持股比例合计为 33.35%，并通过众晖实业、裕昇咨询间接控制发行人 58.19% 的股份，一致行动人李新辉直接持有发行人 1.78% 的股份，公司实际控制人及其一致行动人合计控制发行人 93.32% 的股份。

图2: 公司股权结构 (截止 2024 年 3 月 7 日)



数据来源: 招股说明书、东吴证券研究所

公司高管团队行业经验丰富，多人为国务院特殊津贴专家。公司董事长为潘协保，深耕云母制品领域数十年，曾任中国非金属矿工业协会云母专业委员会第五届理事会理事长，与副总经理李鲸波、李新辉同是国务院特殊津贴专家，对行业发展趋势、产业演变均有深刻的理解和认识。公司重视技术研发创新，2023 年 6 月末，研发人员 167 人，占比 10.92%。2023H1 研发费用投入 0.17 亿元，研发费用率 3.99%。同时公司还是湖北省院士专家工作站、湖北省博士后产业基地，为企业持续开展技术创新奠定了基础。

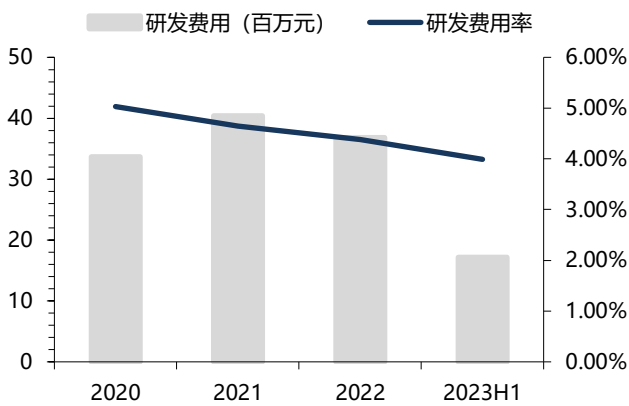
表1: 公司管理层背景

姓名	职责	背景
潘协保	董事长	国务院特殊津贴专家。历任通城县云溪公社会计、通城县云溪乡企业党支部书记、通城县云母制品厂厂长、云奇云母董事长、平安材料总经理、董事长、执行董事兼总经理、兼任中国非金属矿工业协会云母专业委员会第五届理事会理事长，2015 年 3 月至今，历任平安股份副董事长、董事长。现任平安股份董事长、平安材料执行董事兼总经理。
潘渡江	副董事长、 总经理	正高级经济师，历任平安材料董事长，2011 年 4 月至今，历任同力玻纤执行董事、总经理，2011 年 12 月至今，担云水云母执行董事，2015 年 3 月至今，历任平安股份董事长、总经理、副董事长兼总经理，2015 年 7 月至今，担任平安实业董事长，2017 年 10 月至今，兼任中国非金属矿工业协会云母专业委员会第六届理事会轮值理事长。现任平安股份副董

		事长兼总经理、平安实业董事长、同力玻纤执行董事、云水云母执行董事。
李鲸波	副总经理	正高级工程师，国务院特殊津贴专家，历任平安材料董事、总经理、平安材料涂层云母带产品研发工程师，2019年6月至今，担任平安实业总经理，2021年9月至今，担任平安股份副总经理。现任平安股份副总经理、平安实业总经理。
李新辉	董事、 副总经理	正高级工程师，国务院特殊津贴专家。云溪电站技术员、平安材料生产技术部经理、营销部经理、技术总监、云水云母生产技术总监、平安股份监事、平安材料副总经理；2020年9月至今，担任平安股份董事兼副总经理。
徐君	副总经理	高级经济师，历任中国农业银行股份有限公司通城县支行公司客户部副经理、信贷管理部负责人、个人金融部经理，2012年3月至今，担任同力玻纤营运总监，2019年6月至今，担任平安实业副总经理，2020年9月-2021年8月，担任平安股份董事会秘书；2021年9月至今，担任平安股份副总经理。
吴学领	副总经理	中级工程师。历任云奇云母质量技术员、平安材料车间主任、生产技术部经理、副总经理，2020年9月至今，担任平安股份副总经理。
李俊	董秘、 研发总监、 董事	硕士研究生学历，中级工程师，历任武汉高德红外股份有限公司研发工程师、中国船舶重工集团公司第七一二研究所研发中心研究室主任，2017年5月至今，历任平安股份技术研发中心总监、研发总监、董事会秘书。现任平安股份董事、董事会秘书兼研发总监。
丁恨几	财务负责人	硕士研究生学历，中级会计师，历任德信康会计师事务所审计员、东莞劲伟塑胶制品有限公司财务课长、东莞卡斯特照明有限公司财务经理、成本中心主任、湖北瀛通电子有限公司财务经理、瀛通通讯股份有限公司财务经理、财务中心副总监、瀛通通讯股份有限公司监事；2021年10月至今，担任平安股份财务负责人。

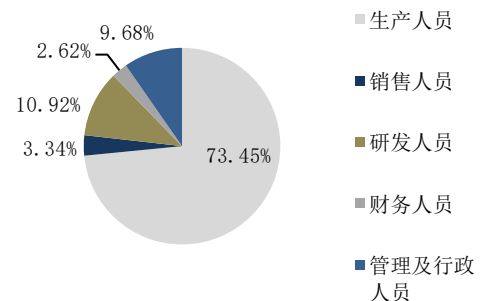
数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

图3: 公司研发投入及研发费用率



数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

图4: 公司员工构成 (截止 2023 年 6 月)

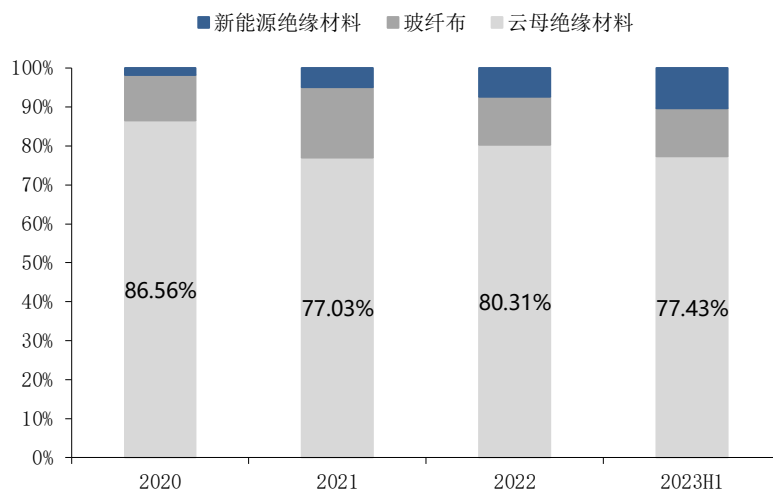


数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

## 1.2. 业务：形成三大产品系列协同发展格局

公司已形成了云母绝缘材料、玻纤布、新能源绝缘材料三大产品系列协同发展的格局，云母绝缘材料为主营业务的主力。2020-2023H1 云母绝缘材料的占比分别是 87%、77%、80%、77%，玻纤布收入占比分别是 12%、18%、12%、12%，新能源绝缘材料 2%、5%、7%、10%。

图5：公司收入结构



数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

表2：公司产品种类

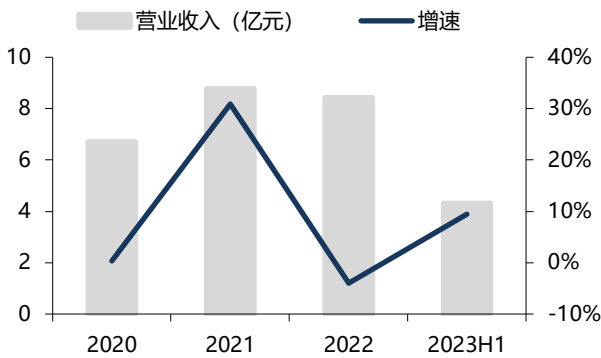
产品种类	细分类别
云母绝缘材料	云母纸、云母板、耐火云母带、云母异形件、发热件
玻纤布	电子级玻纤布、工业级玻纤布
新能源绝缘材料	云母盖板、云母隔板、云母监控板、云母垫片等

数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

## 1.3. 财务：经营业绩稳定增长，净利率持续向上

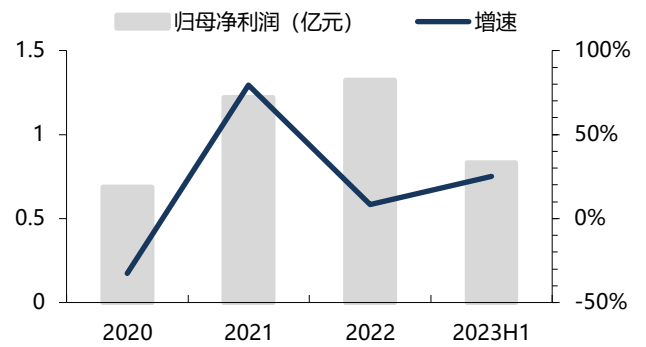
营收和归母净利润整体呈增长趋势，经营业绩稳定。2020-2023H1 公司营业收入分别为 6.70/8.77/8.42/4.30 亿元，归母净利润分别为 0.68/1.22/1.32/0.83 亿元，营业收入整体呈增长趋势，经营业绩总体保持稳定。2021 年公司持续加大市场开拓力度，伴随新能源汽车、储能系统和风电光伏等新场景的产业化，玻纤布、新能源绝缘材料产品收入分别同比增长 102%、281%，使得公司主营业务收入增长 31.41%。2022 年，公司主营业务收入同比小幅下降 4.05%，主要原因玻纤市场放缓，2023H1 营业收入同比小幅增长 6.62%，主要原因是云母绝缘材料、新能源绝缘材料收入同比增加 0.15 亿元、0.12 亿元。

图6: 营业收入及增速



数据来源: wind、东吴证券研究所

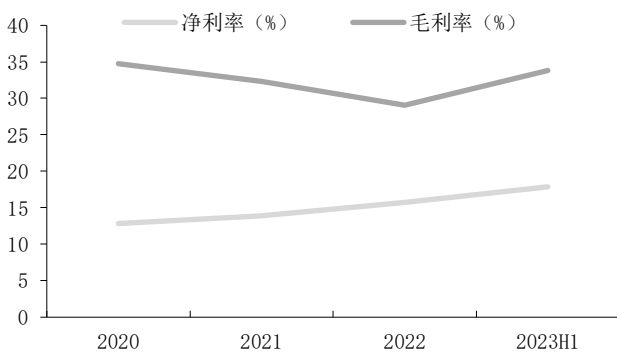
图7: 归母净利润及增速



数据来源: wind、东吴证券研究所

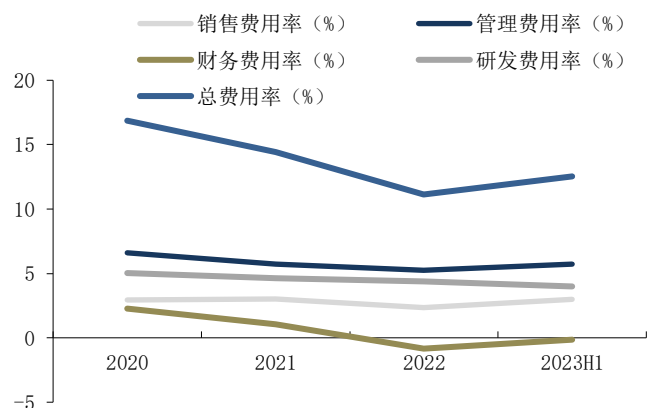
**22年毛利率短暂下滑，净利率呈稳定向上趋势。**公司主营业务毛利率分别为35%、32%、29%和34%，净利率分别为13%、14%、16%、18%。毛利率整体保持在较高水平，一方面在于公司拥有从云母原料到各类云母绝缘材料产品的全产业链优势，具有成本优势，另一方面公司深耕云母绝缘材料领域多年，具有定价权。21年玻纤原纱等原材料价格上涨导致毛利率出现2.4pct下降，22年耐火云母带和玻纤布销售价格下降，以及有机硅粘接剂部分化工原料采购价格上涨，使得毛利率3.3pct小幅下降。但公司费用率控制较好，因此在毛利率部分年份下滑情况下，仍能保持净利率增长趋势。

图8: 公司毛利率及净利率



数据来源: wind、东吴证券研究所

图9: 公司期间费用率



数据来源: wind、东吴证券研究所



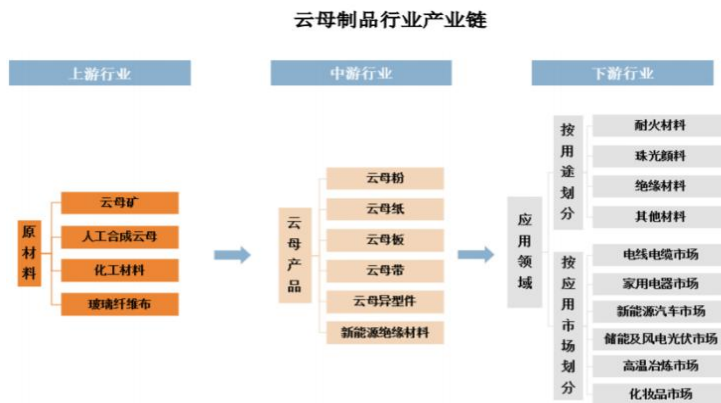
## 2. 行业：下游应用领域逐步拓宽，市场规模持续扩大

### 2.1. 行业简介

#### 2.1.1. 云母行业简介

天然云母是一种造岩矿物，属于铝硅酸盐矿物，是自然界主要非金属矿物之一。具有优良的绝缘、耐温性能，且易于开采，广泛分布于表层岩体中，化学稳定性好，具有抗强酸、强碱、抗高电压、绝缘、耐高温等特性，是制造电气设备的重要原材料。云母属于不可再生资源，因而衍生出了下一代云母原料制备技术——人工合成云母，又称人造云母。合成云母其结构与天然云母相似，并且其纯度、透明性、绝缘性以及耐高温能力均优于天然云母，云母制品形态多样，种类丰富，主要包括云母粉、云母纸、耐火云母带、云母板、云母异型件等。云母因其物化特性，在工业生产中应用场景十分广泛。按用途划分，云母制品可以分为耐火材料、珠光颜料、绝缘材料和其他材料；按应用市场划分，可以分为高温冶炼市场、汽车市场、化妆品市场、电力市场、家用电器市场等。

图10：云母制品产业链



数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

云母绝缘材料主要包括云母纸、云母板、耐火云母带、云母异型件和发热件等。云母纸是生产耐压耐高温绝缘制品的常用材料；耐火云母带是以云母纸为基材，以玻纤布或薄膜为补强材料，以有机硅粘接剂粘合加工而成，被广泛用于耐火电缆的生产制造。云母板同样以云母纸为基材，以有机硅粘接剂或环氧树脂粘合，经高温烘焙、压制而成，主要用于高温绝缘设备，并替代石棉广泛应用于汽车、船舶、石油、冶金等行业，云母异型件以云母板为原料开发，加工后零部件应用于电吹风、微波炉等日常家用小家电行业以及电气工业中各种高压和大功率发电机和电容器制作，发热件采用优质云母纸与合金发热片压制而成。

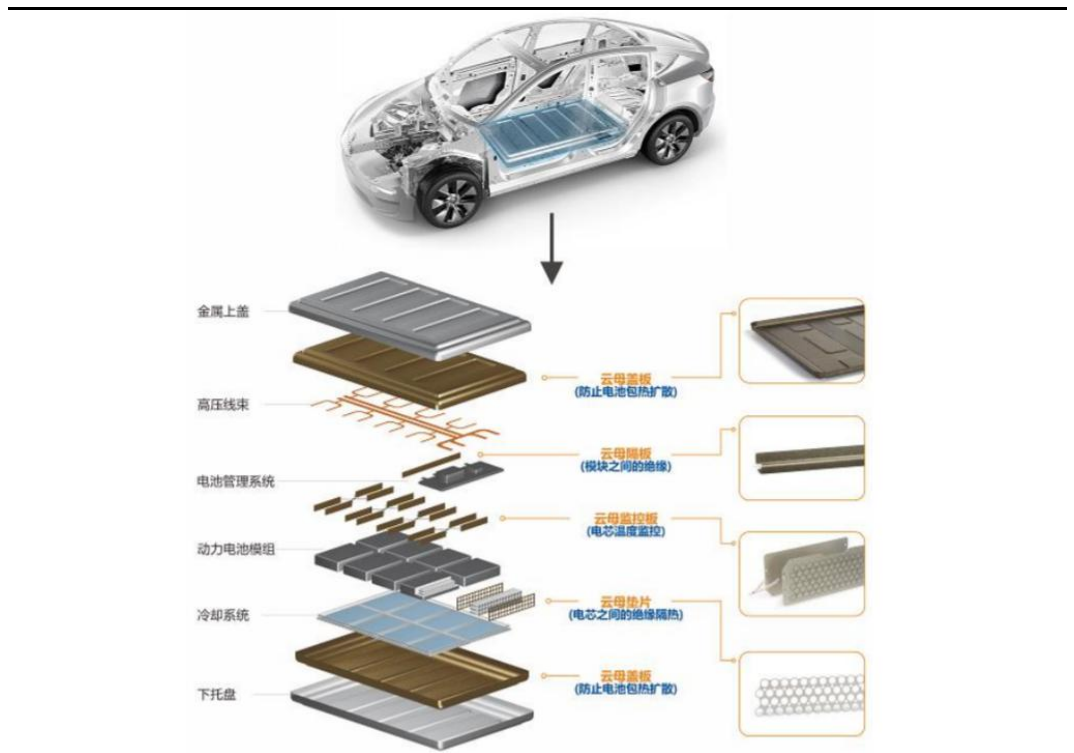
图11: 云母制品示意图

云母纸	耐火电缆云母带	云母板
厚型云母板	异型件	发热件

数据来源: 招股说明书、东吴证券研究所

**新能源绝缘材料:** 主要包括云母盖板、云母隔板、云母监控板、云母垫片等, 公司新能源绝缘材料产品可实现防止电池模组热扩散、模块间绝缘隔热、电芯温度监控、电芯绝缘隔热等功能。当新能源汽车电池模组发生过热失控等故障时, 公司新能源绝缘材料产品能实现电池模组间、模组与乘员舱的有效隔断, 减缓热失控扩散并大幅延长安全逃生时间。

图12: 新能源绝缘材料产品在新能源汽车电池模组中的具体应用

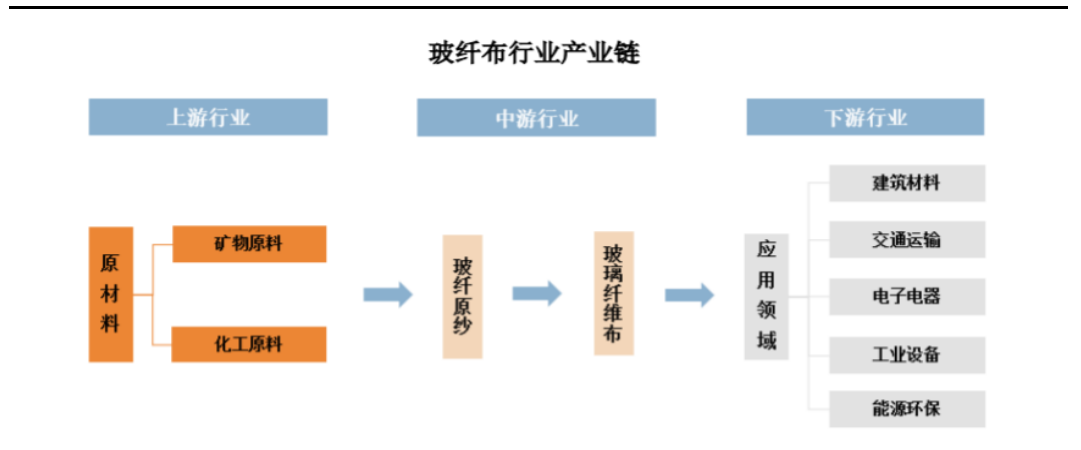


数据来源: 招股说明书、东吴证券研究所

2.1.2. 玻纤行业概况

玻璃纤维属于无机非金属材料，是一种人造无机纤维，利用机械、冶金、热工、化工、纺织、自动控制等工业技术，采用天然矿石如石英砂、石灰石、白云石、高岭土、叶蜡石等，配合以其他化工原料如纯碱、硼酸等，熔制成玻璃，在熔融状态下借外力拉制、吹制或甩成极细的纤维状材料。具有质量轻、强度高、耐高低温、耐腐蚀、隔热、阻燃、吸音、电绝缘等优异性能以及一定程度的功能可设计性。玻璃纤维布下游应用领域主要集中在交通运输、建筑与基础设施建设、电子电器以及环保产业等。此外，电子玻纤布通过与树脂融合制成的覆铜板作为印刷电路板（PCB）的专用基础材料，可制成印刷电路板，进而能够广泛地应用于智能手机、计算机、平板电脑等电子产品中。

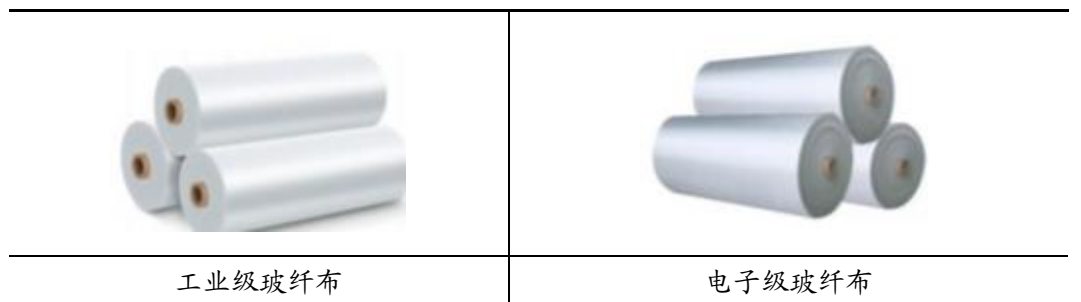
图13: 玻纤布产业链



数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

**玻纤布:**分为工业级玻纤布和电子级玻纤布。工业级玻纤布产品主要用于绝缘材料、建筑材料、防火材料等；电子级玻纤布具有高强度、高耐热、高耐化学性、高耐燃性、电气特性佳及尺寸安定性佳等优点，可使基板具备优质的电气特性及机械强度，主要用于印制电路覆铜板的绝缘增强材料。

图14: 玻纤布产品示意图



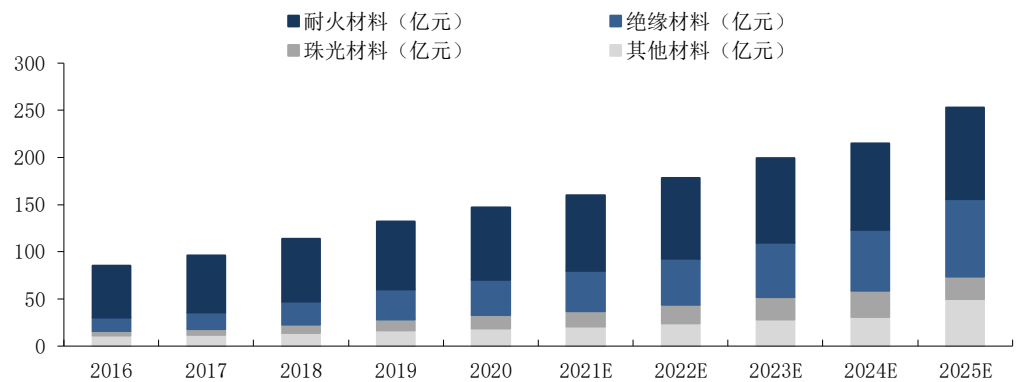
数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

## 2.2. 市场空间：云母市场逐步扩容，玻纤布迎来增长新动能

### 2.2.1. 云母市场逐步扩容，耐火和绝缘材料为国内主要应用范畴

全球云母市场规模近年来保持稳定增长，预计 2025 年规模达到 253 亿元。2023-2025 全球云母市场规模复合年增长率预计为 13%，2025 年市场规模达到 253 亿元。2020 年全球云母市场规模已达到 147 亿元人民币，预计在 2023 年可达到 199 亿元。云母市场按终端市场用途划分可以分为四类，分别为耐火材料、绝缘材料、珠光材料和其他材料，根据弗若斯特沙利文统计，耐火材料和绝缘材料在 2023-2025 年的复合年增长率分别为 4%和 19%，2023 年耐火和绝缘材料市场规模预计分别为 89 亿元、58 亿元，预计 2025 年分别为 97 亿元、82 亿元，合计达到 179 亿元。

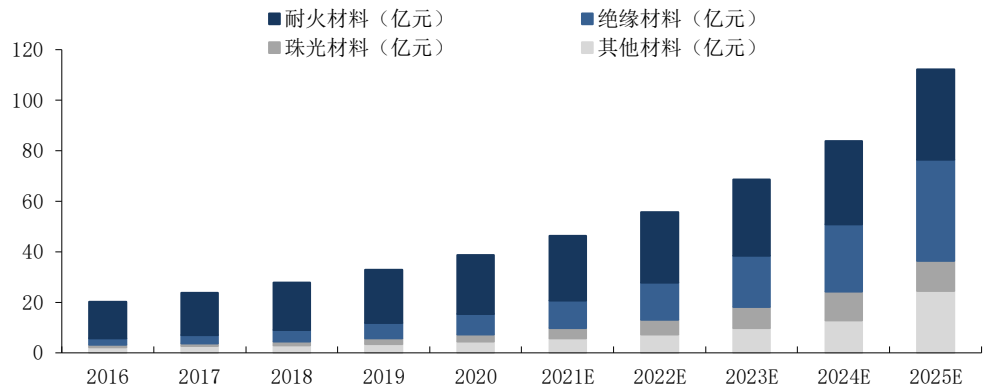
图15：2016-2025 按下游应用范畴划分的全球云母市场情况（单位：亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文、东吴证券研究所

我国云母市场逐步扩容，2025 年耐火材料和绝缘材料市场规模预计达到 75.92 亿元。近年来我国云母市场稳步发展。2020 年我国云母市场规模达 39 亿元，预计 2020-2025 复合年增长率为 24%，2025 年云母市场规模将提升至 112 亿元。按下游应用范畴分类，2023 年耐火材料和绝缘材料的市场规模分别为 30 亿元、20 亿元，2023 年-2025 年耐火材料和绝缘材料的复合年增长率分别为 8%和 41%，25 年耐火材料和绝缘材料市场规模合计 76 亿元，占比达 68%，系国内云母市场的主要应用范畴。

图16: 2016-2025 按下游应用范畴划分的中国云母市场情况 (单位: 亿元)

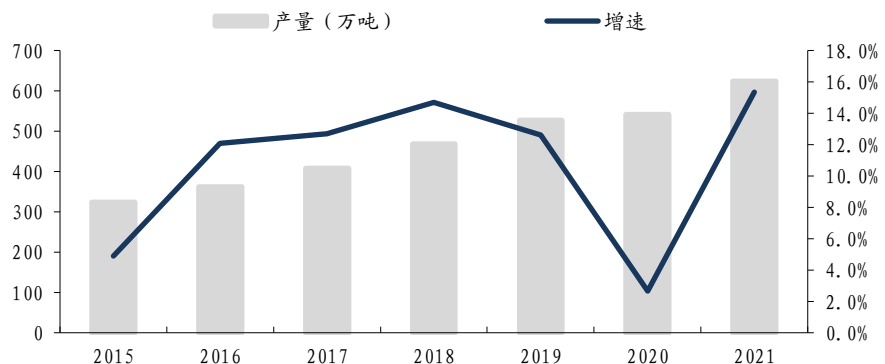


数据来源: 弗若斯特沙利文、东吴证券研究所

### 2.2.2. 玻纤布: 应用领域逐步拓宽, 新基建、智能领域将带来新的需求增长

**应用领域逐步拓宽, 新基建、智能领域将带来新的需求增长。**2012年至2019年, 全球玻纤原纱总产量由530万吨增加至800万吨, 年均复合增长率6.06%。目前, 我国已成为世界玻纤原纱产能第一大国, 产能、技术、产品结构均位于世界领先水平。根据中国玻璃纤维工业协会数据显示, 玻璃纤维纱产能及产量均保持稳定增长。2021年玻璃纤维纱总产量为624万吨, 同比增长15.34%。随着5G网络、数据中心等数字新基建不断推进, 物联网、云计算、人工智能等新技术向传统行业不断渗透, 智能制造、智能网联汽车、智能家居等融合新领域蓬勃发展, 市场对印制电路板及上游电子级玻纤布的需求不断提升, 2020年-2022年我国因新增覆铜板产能带来的新增电子级玻纤布需求量为10.3-11.8亿米。我国现有电子级玻纤布市场规模约27.4-31.7亿米。

图17: 2015-2021 年我国玻璃纤维纱产量变化情况 (单位: 万吨)



数据来源: 中国玻璃纤维工业协会、东吴证券研究所

## 2.3. 竞争格局：国内云母行业具有领先优势的企业

### 2.3.1. 云母行业：竞争格局较为分散，是国内具有领先产业规模的企业之一

云母绝缘材料因下游应用广泛，市场竞争格局分散。云母绝缘材料下游应用广泛，行业内企业可以在不同下游领域深耕，市场竞争激烈。国外云母绝缘材料行业起步发展较早，瑞士丰罗、比利时科基比、奥地利依索沃尔塔等公司，品牌认知度高，实力较强。目前我国云母绝缘材料绝大多数厂商规模相对较小，少有掌握全部生产环节的核心技术及工艺的企业，但随着下游产业发展也涌现出了一批具备规模优势、技术优势、产品优势的专业云母绝缘材料领军企业。国内生产云母绝缘材料的主要相关企业包括东材科技、浙江荣泰、巨峰股份、博菲电气等公司。但同行业绝缘材料企业除云母绝缘材料产品外，还生产聚酯薄膜、绝缘漆等产品，平安电工自设立以来一直专注于云母绝缘材料的研发、生产及销售，因此公司云母绝缘材料产品收入规模高于浙江荣泰、巨峰股份、博菲电气等可比公司的云母产品收入规模。作为中国非金属矿工业协会云母专业委员会理事长单位、中国电器工业协会绝缘材料分会会员单位，先后承担了多项云母行业质量检测标准的修订工作。2021年11月，公司获得工信部、中国工业经济联合会联合颁发的制造业单项冠军示范企业证书，是我国云母绝缘材料行业中具有领先产业规模的企业之一。

表3：云母行业可比公司情况（2022年主营业务数据）

名词	主营业务	产品类型	收入 (亿元)
东材科技	以新型绝缘材料为基础，重点发展光学膜材料、电子材料、环保阻燃材料等系列产品。	新能源材料	13.0
		光学膜材料	9.2
		电子材料	7.7
		电工绝缘材料	4.4
浙江荣泰	主要从事云母耐热绝缘材料的研究、开发、生产与销售，产品主要包括新能源汽车用电池耐火云母带、云母板和云母管等电池安全件，以及应用在家用电器、轨道交通、远洋船舶等领域的云母制绝缘保护件、耐火电线电缆绝缘带及电子电气系统绝缘耐火元件	新能源汽车安全件	2.6
		小家电阻燃绝缘件	1.2
		电缆阻燃绝缘带	0.5
		云母纸	0.4
		玻璃纤维布	0.1
博菲电气	主营业务为电气绝缘材料等高分子复合材料的研发、生产和销售，为风力发电、轨道交通、工业电机、家用电器、新能源汽车和水力发电等领域的绝缘材料应用提供系统化的解决方案	绝缘树脂	1.9
		槽楔与层压制品	0.6
		云母制品	0.3
		纤维制品	0.3
巨峰股份	要从事绝缘系统研发及其主要组成部分云母制品、绝缘漆、复合材料及电磁线和线圈、高低压定子绝缘系统研发、生产与销售，	绝缘系统	2.9
		绝缘漆	2.0
		云母制品	0.8
		电磁线	0.6

平安电工	要从事云母绝缘材料、玻纤布和新能源绝缘材料的研发、生产和销售。	云母绝缘材料	6.7
		玻纤布	1.0
		新能源绝缘材料	0.6

数据来源：发行人及保荐机构关于问询函的回复、东吴证券研究所

注：浙江荣泰 2022 年收入数据尚未披露，故选用 2021 年收入数据进行比较。

新能源市场景气度高，带动新能源绝缘材料成为公司新的增长驱动力。新能源汽车销售量大幅增加带动了对锂电池动力模组的需求，带动云母相关的新能源绝缘材料行业快速发展；同时公司不断拓展新能源汽车、动力电池模组和储能系统等领域优质客户，已实现向宁德时代、小鹏汽车、蜂巢能源和特斯拉等知名头部客户稳定批量供货，新能源绝缘材料 2020-2022 年市占率从 0.29% 提升至 1.13%，已经成为公司新的增长驱动力之一。

表4：全球及国内市场占有率测算（单位：亿元）

全球市场占有率估算				
项目	2022 年度	2021 年度	2020 年度	2019 年度
绝缘材料	49	43	37	32
耐火材料	85	80	77	72
全球市场规模合计	134	123	114	104
云母绝缘材料销售额（内销+外销）	6.75	6.74	5.77	5.88
新能源绝缘材料销售额（内销+外销）	0.62	0.44	0.11	<0.01
公司销售合计	7.36	7.18	5.88	5.89
预测市场占有率（全球）	5.49%	5.84%	5.16%	5.66%
国内市场占有率估算				
项目	2022 年度	2021 年度	2020 年度	2019 年度
绝缘材料	14.56	10.91	8.11	6.11
耐火材料	27.89	25.52	23.26	21.07
国内市场规模合计	42.45	36.43	31.37	27.18
云母绝缘材料销售额（内销）	5.02	5.45	4.76	4.64

新能源绝缘材料销售额（内销）	0.48	0.38	0.09	<0.01
公司销售合计	5.51	5.83	4.86	4.64
预测市场占有率（国内）	12.97%	16.01%	15.48%	17.07%

数据来源：发行人及保荐机构关于问询函的回复、东吴证券研究所

### 2.3.2. 玻纤行业集中度高，公司玻纤制品规模相对较小

玻纤行业集中度较高，目前市场规模较小。我国玻纤行业自 2000 年以来持续高速发展，行业集中度较高，已形成较明显的寡头竞争格局。据中国玻璃纤维工业协会统计，2020 年，中国巨石股份有限公司、重庆国际复合材料股份有限公司、泰山玻璃纤维有限公司、山东玻纤、江苏长海复合材料股份有限公司等前五大玻纤企业产量占全国的 83.00% 左右。公司采购玻纤原纱主要用于生产玻璃纤维布，用以作为耐火云母带等产品中的补强材料。早期公司玻纤布产品主要用于内部生产，较少对外销售，随着玻纤布产能不断提升，外销玻纤布规模逐步增加。公司与前述玻纤行业内生产规模较大的龙头企业并无直接竞争关系。玻纤行业内，与公司玻纤布业务情况类似的公司包括宏和科技、光远新材、江西盛祥电子材料股份有限公司。宏和科技、光远新材均系玻纤布行业知名的领先企业，玻纤布产品收入规模较大。公司 2021 年玻纤布销售规模与盛祥电子较为接近。总体来看，公司玻纤布产品业务规模相对较小。

表5: 玻纤行业可比公司情况（2022 年主营业务数据）

名称	主营业务	产品类型	收入(亿元)
宏和科技	该公司主要从事中高端电子级玻璃纤维布、高端电子级玻璃纤维纱的生产和销售，目前已实现电子纱、电子布一体化生产和经营	电子级玻璃纤维布	5.9
		电子级玻璃纤维纱	0.2
光远新材	该公司是集电子级玻璃纤维产品研发、生产与销售为一体的大型现代化高新技术企业，主要生产电子纱和电子布系列产品	电子布	7.9
		电子纱	5.2
盛祥电子	该公司主营业务为电子布、覆铜板（CCL）和半固化片（PP）的研发、生产和销售	覆铜板	2.2
		半固化片	0.9
		电子布	0.9



平安电工	公司主要从事云母绝缘材料、玻纤布和新能源绝缘材料的研发、生产和销售。公司玻纤布产品主要包括工业级玻纤布和电子级玻纤布	云母绝缘材料	6.7
		玻纤布	1.0
		新能源绝缘材料	0.6

数据来源：发行人及保荐机构关于问询函的回复、东吴证券研究所

### 3. 公司优势

#### 3.1. 技术创新优势

公司自设立以来致力于云母绝缘材料产品的研发、生产、销售，建立了以基础技术研究、产品研发和设备改造三位一体的技术研发体系，凭借深厚的研发制造实力与强大的市场开拓能力，目前已成为我国云母绝缘材料行业的领导者。公司以自主研发为基础，与武汉大学、武汉科技大学、武汉工程大学、湖北工业大学等高等院校建立了产学研合作关系，打造技术创新平台和持续创新能力。公司现已形成了一系列自主知识产权，截至2023年6月末，公司共取得各类授权专利共144项。

#### 3.2. 全产业链优势

公司在云母绝缘材料产业链具有较为全面的配套供应能力，产业链完整度优势显著。公司布局全球云母矿资源，具有稳定的云母原料供应来源。公司产品覆盖产业全链条，从云母纸、玻纤布，到耐火云母带、云母板、云母异型件、发热件和新能源绝缘材料等。完整的全产业链布局可使公司为客户提供各类云母绝缘材料产品，并且在新产品开发及工艺改良方面实现战略协同。

#### 3.3. 质量及标准领先优势公司

凭借优质的产品、完善的质控措施、先进的质检设备以及可靠的技术支持服务，公司与客户建立了长期的合作信任关系。目前，公司已通过以Intertek认证机构为代表的多项质量、环境、职业健康和安全管理体系统认证。2019年2月，公司云母绝缘材料产品质量监督检测中心成功通过中国合格评定国家认可委员会实验室认证，并获得CNAS实验室认可证书。作为中国云母专委会理事长单位，多年来公司积极主持参与云母制品行业质量标准的起草和制定，通过树立更高标准以推动我国绝缘材料行业技术进步。

#### 3.4. 制造技术优势

公司拥有业内领先的生产设备和一流的生产环境，并结合多年积累的技术经验对先进设备进行改良与再创新。公司可根据客户需求进行生产设备的定制优化，使公司产品满足客户要求的特定工艺标准。公司始终坚持科技创新赋能产业发展，通过产品创新化

与差异化，不断增强开发新产品和拓展产品应用领域的能力。

### 3.5. 品牌与营销优势

公司始终强调技术服务配套、关注客户体验，目前已在国内外市场建立起优秀的品牌形象与客户口碑。“PAMICA”品牌在云母绝缘材料领域知名度可媲美瑞士“丰罗”、比利时“科基比”和奥地利“依索沃尔塔”等国际品牌。公司已建立起较为完善的销售体系，实施技术、销售、客服的协同服务，在广东、浙江、江苏、上海、天津等地设立办事处，并且建立了较为完善的境外营销网络。公司通过线下拜访、全球展会、线上 B2B 等渠道掌握云母制品市场实时情况，并制定合理的生产库存计划与针对性的销售策略，快速响应市场需求。

## 4. 募投项目：全产业链布局，提升产能抓住新增长动力

募集资金投资项目拟投资总额为 80,822.15 万元，本次发行募集资金扣除发行费用后，将投资于平安电工武汉生产基地建设项目、湖北平安电工科技股份有限公司通城生产基地建设项目、新材料研发中心项目以及补充营运资金。

随着云母绝缘材料应用领域的不断拓展以及锂电、风电、光伏及储能等新能源的不断普及，云母材料市场容量增长较快，通过实施本次募投项目，可以更好地配合下游客户日益增长的产品定制化研发需求和更大规模的量产需求，推动公司业务持续向好发展。此外本次募投项目把建设人工合成云母生产线作为重要部分，可以使公司产业链向上游延伸，增强公司对于原材料供应的把控能力。

表6: 生产基地项目建设产能规划

项目	新增产能
云母纸	10,600 吨/年
人工合成云母	10,000 吨/年
云母板	8,000 吨/年
新能源安防件	4,068 吨/年
工业及超细超薄电子玻纤布	12,485 万米/年

数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

## 5. 盈利预测

我们对于公司盈利预测的核心假设如下：

云母绝缘材料

**云母纸:** 2022 年销量 0.35 万吨, 我们预计公司 2023-2026 年销量 0.36/0.41/0.49/0.59 万吨, 价格 1.51/1.54/1.57/1.60 万元/吨, 每年 2% 增长, 毛利率维持 46.0% 左右。

**云母板:** 2022 年销量 1.13 万吨, 我们预计公司 2023-2026 年销量 1.07/1.23/1.47/1.77 万吨, 价格维持 1.41 万元/吨, 毛利率维持 30% 左右。

**耐火云母带:** 2022 年销量 1.25 万吨, 我们预计公司 2023-2026 年销量 1.27/ 1.46/ 1.75/2.10 万吨, 价格维持 3.20 万元/吨, 毛利率维持 33% 左右。

**云母异型件:** 2022 年销量 0.11 万吨, 我们预计公司 2023-2026 年销量 0.12/0.15/ 0.18/0.23 万吨, 价格维持 5.06 万元/吨, 毛利率维持 54% 左右。

**发热件:** 2022 年销量 0.08 万吨, 我们预计公司 2023-2026 年销量 0.08/0.09/0.10/ 0.11 万吨, 价格维持 4.50 万元/吨, 毛利率维持 36% 左右。

### 玻纤布

**工业级玻纤布:** 2022 年销量 4785 万米, 我们预计公司 2023-2026 年销量 4976/6469/8410/10933 万米, 价格每年 2% 下降。

**电子级玻纤布:** 2022 年销量 309 万米, 我们预计公司 2023-2026 年销量 312/ 343/394/473 万米, 价格每年 1.5% 下降。玻纤布整体毛利率 25%/26%/27%/28%。

### 新能源绝缘材料

2022 年销量 0.13 万吨, 我们预计公司 2023-2026 年销量 0.20/0.31/0.47/0.68 万吨, 价格每年 5%-10% 增长, 毛利率 38%/39%/40%/41%。

### 其他业务

预计公司 2024-2026 年收入增速 10%, 毛利率维持 10%。

表7: 公司分产品盈利预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
收入 (百万元)	877	842	921	1,130	1,445	1,842
增速		-4%	9%	23%	28%	27%
毛利 (百万元)	284	245	311	392	518	671
毛利率	32%	29%	34%	35%	36%	36%
<b>1. 云母绝缘材料</b>						
收入 (百万元)	674	675	707	816	982	1,183
增速			5%	15%	20%	20%
毛利率	33%	30%	35%	35%	36%	36%
毛利 (百万元)	224	204	244	289	357	431
<b>1.1. 云母纸</b>						
收入 (百万元)	52	52	54	63	78	95

销量 (万吨)	0.36	0.35	0.36	0.41	0.49	0.59
价格 (万元/吨)	1.43	1.48	1.51	1.54	1.57	1.60
毛利率	44%	45%	46%	46%	47%	47%
<b>1.2. 云母板</b>						
收入 (百万元)	172	158	150	173	207	249
销量 (万吨)	1.27	1.13	1.07	1.23	1.47	1.77
价格 (万元/吨)	1.36	1.41	1.41	1.41	1.41	1.41
毛利率	26%	28%	30%	30%	31%	31%
<b>1.3. 耐火云母带</b>						
收入 (百万元)	358	379	406	468	561	673
销量 (万吨)	1.115	1.246	1.271	1.461	1.753	2.104
价格 (万元/吨)	3.21	3.04	3.20	3.20	3.20	3.20
毛利率	32%	26%	32%	33%	34%	34%
<b>1.4. 云母异型件</b>						
收入 (百万元)	52	54	62	74	92	115
销量 (万吨)	0.11	0.11	0.12	0.15	0.18	0.23
价格 (万元/吨)	4.50	5.06	5.06	5.06	5.06	5.06
毛利率	51%	50%	53%	54%	54%	54%
<b>1.5. 发热件</b>						
收入 (百万元)	42	31	35	38	44	51
销量 (万吨)	0.10	0.08	0.08	0.09	0.10	0.11
价格 (万元/吨)	4.24	4.08	4.50	4.50	4.50	4.50
毛利率	36%	35%	35%	36%	36%	36%
<b>2. 玻璃纤维布</b>						
收入 (百万元)	158	104	106	134	169	214
增速		-34%	3%	26%	26%	26%
工业级销量 (万米)	4,691	4,785	4,976	6,469	8,410	10,933
电子级销量 (万米)	1,066	309	312	343	394	473
工业级单价 (元/米)	2.12	1.96	1.94	1.90	1.86	1.82
电子级单价 (元/米)	5.45	3.23	3.25	3.20	3.15	3.11
毛利率	30%	22%	25%	26%	27%	28%
<b>3. 新能源绝缘材料</b>						
收入 (百万元)	44	62	102	174	287	437
增速		42%	65%	71%	65%	52%
销量 (万吨)	0.11	0.13	0.20	0.31	0.47	0.68
价格 (万元/吨)	3.92	4.62	5.08	5.59	6.15	6.45
毛利率	28%	29%	38%	39%	40%	41%
<b>4. 其他业务</b>						
收入 (百万元)	1.24	2.24	6.26	6.89	7.58	8.33
增速		81%	180%	10%	10%	10%
毛利率	68%	5%	31%	10%	10%	10%

数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 11.30/14.45/18.42 亿元，同比增速为 23%/28%/27%，归母净利润为 2.12/2.94/3.78 亿元，同比增速 29%/39%/29%。公司当前在云母绝缘材料领域仍保持领先地位，且下游应用领域不断拓宽，需求景气度高。招股说明书中同行业可比公司为坤彩科技、东材科技、博菲电气、巨峰股份。由于坤彩科技主要产品为云母基材珠光颜料，产品应用于涂料、塑料、化妆品、油墨等领域，与平安电工下游重合度低，巨峰股份在 wind 没有一致预期，且二级市场流动性较低，所以在做可比公司估值时没有选择这两家公司。另外根据招股说明书可知，浙江荣泰同样为云母行业内的主要企业，且与平安电工下游重合度较高，所以综合考虑，选取云母绝缘领域龙头浙江荣泰、专注电气绝缘材料的博菲电气、新材料科技型企业东材科技作为可比公司，平安电工的 PE 根据发行价计算 2024-2026 年分别为 15/11/9 倍。

表8：平安电工可比公司估值

代码	简称	股价	每股收益（元）			市盈率（×）		
		2024/3/25	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603119	浙江荣泰	25.77	0.62	0.93	1.28	50.65	27.59	20.18
001255	博菲电气	26.07	0.50	0.77	1.10	41.90	33.64	23.70
601208	东材科技	9.61	0.45	0.66	0.89	27.38	14.63	10.79
均值						40	25	22
001359	平安电工	17.39	0.89	1.14	1.58	20	15	11

数据来源：Wind，东吴证券研究所（可比公司取 wind 一致预期）

## 6. 风险提示

**原材料价格波动及供应短缺风险。**若未来原材料价格因经济周期或贸易摩擦出现大幅涨价，且公司无法将原材料成本的上升完全、及时转移给下游客户，将影响公司毛利。

**出现替代性技术或产品风险。**在未来的行业发展过程中，不排除出现重大技术革新，导致工艺流程发生重大变化的可能，如公司未能及时调整，将影响公司经营业绩。

**产品出口风险。**2020 年-2023H1 外销收入占营业收入的比例平均为 20%，当国际供求关系、国际市场价格变化等不可控因素发生不利波动，将对公司出口收入产生不利影响。

## 平安电工三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>693</b>	<b>1,313</b>	<b>1,228</b>	<b>1,448</b>	<b>营业总收入</b>	<b>921</b>	<b>1,130</b>	<b>1,445</b>	<b>1,842</b>
货币资金及交易性金融资产	181	694	449	457	营业成本(含金融类)	610	738	927	1,171
经营性应收款项	320	387	494	632	税金及附加	9	10	13	17
存货	177	217	269	341	销售费用	28	31	39	52
合同资产	0	0	0	0	管理费用	53	63	80	103
其他流动资产	15	15	16	17	研发费用	40	50	63	81
<b>非流动资产</b>	<b>606</b>	<b>982</b>	<b>1,390</b>	<b>1,601</b>	财务费用	(1)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	12	11	17	22
固定资产及使用权资产	416	802	1,221	1,430	投资净收益	0	0	1	1
在建工程	90	80	69	71	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	72	72	72	72	减值损失	(3)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	<b>营业利润</b>	<b>193</b>	<b>249</b>	<b>341</b>	<b>440</b>
其他非流动资产	26	26	26	26	营业外净收支	(2)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,299</b>	<b>2,295</b>	<b>2,618</b>	<b>3,049</b>	<b>利润总额</b>	<b>191</b>	<b>249</b>	<b>341</b>	<b>440</b>
<b>流动负债</b>	<b>217</b>	<b>271</b>	<b>301</b>	<b>354</b>	减:所得税	27	37	47	63
短期借款及一年内到期的非流动负债	11	6	1	0	<b>净利润</b>	<b>165</b>	<b>212</b>	<b>294</b>	<b>378</b>
经营性应付款项	59	87	105	128	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	8	12	16	19	<b>归属母公司净利润</b>	<b>165</b>	<b>212</b>	<b>294</b>	<b>378</b>
其他流动负债	138	165	179	208	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.89	1.14	1.58	2.04
非流动负债	141	141	141	141	EBIT	192	249	341	440
长期借款	60	60	60	60	EBITDA	192	301	354	327
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.78	34.70	35.85	36.43
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	17.87	18.75	20.31	20.50
其他非流动负债	75	75	75	75	收入增长率(%)	9.42	22.66	27.89	27.43
<b>负债合计</b>	<b>357</b>	<b>412</b>	<b>442</b>	<b>495</b>	归母净利润增长率(%)	24.54	28.69	38.51	28.61
归属母公司股东权益	941	1,883	2,177	2,554					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>941</b>	<b>1,883</b>	<b>2,177</b>	<b>2,554</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,299</b>	<b>2,295</b>	<b>2,618</b>	<b>3,049</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	134	215	182	105	每股净资产(元)	6.77	10.15	11.73	13.77
投资活动现金流	(56)	(428)	(421)	(97)	最新发行在外股份(百万股)	186	186	186	186
筹资活动现金流	(134)	723	(6)	(1)	ROIC(%)	16.62	14.26	13.99	15.53
现金净增加额	(55)	513	(244)	7	ROE-摊薄(%)	17.49	11.25	13.49	14.78
折旧和摊销	0	52	13	(114)	资产负债率(%)	27.52	17.94	16.87	16.23
资本开支	(63)	(428)	(421)	(98)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.59	15.22	10.99	8.54
营运资本变动	0	(48)	(124)	(158)	P/B(现价)	2.57	1.71	1.48	1.26

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

注:2023年数据是审阅报告数据,现金流量表中为0的科目,公司未披露。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>