

# 中材科技 (002080)

证券研究报告  
2025年01月06日

## 风电叶片需求强景气，看好明年业绩共振向上

我们预计 25 年公司叶片/玻纤/锂膜三项主业有望共振向上，收入分别约为 118/81/25 亿元，净利润分别为 6.8/8.7/4.3 亿元，对应归母净利润分别为 4.0/8.7/2.2 亿元。考虑到公司新材料板块业务亦有贡献，以及明年叶片需求高景气+LowDK 电子布供不应求，上调公司盈利预测，预计公司 24-26 年收入分别约为 236/300/314 亿元，同比分别 -9%/+27%/+5%，预计归母净利润分别为 7.5/16.2/20.1 亿元，同比分别 -66%/+117%/+24%。参考可比公司，给予公司 25 年 17 倍 PE，对应目标价 16.41 元，维持“买入”评级。

### 叶片：需求景气强，价格存小幅修复预期

需求端，今年前三季度招标量同比大幅增长 93%达 119GW，预计明年陆风/海风装机分别在 100/10GW 附近，同比增长 50~60%。当前风电组件整机及风电叶片等产业链价格或已触底，测算明年整体小个位数修复。原材料存小幅上涨压力，但量增摊薄固定成本，预计明年成本端基本持平。我们测算 25 年公司叶片板块销量约 30GW，收入约 120 亿元，同比增长 50%~60%，每兆瓦毛利/净利约为 8 万/2 万元左右，对应净利润约 7 亿元，归母净利润约 4.0 亿元。

### 玻纤：预计明年量价小幅修复，低介电纱有望释放高附加值

需求端预计明年风电纱需求恢复预计较强势，整体修复幅度约在小个位数水平，测算明年公司玻纤板块销量约为 145 万吨。今年 12 月上旬公司对热塑、风电纱价格恢复性上调，预计明年价格端涨幅约 5%附近。测算吨售价/吨净利约在 5700/600 多元附近，收入同比+10%达 81 亿元，净利润约 8.7 亿元。此外，公司具备低介电纱生产技术，当前行业仅三家企业可生产。公司一代低介电超薄电子布已现批量稳定生产，产品进入全球主流客户，二代低介电超细纱超薄布小试产品已通过客户测试验证，待终端需求放量后公司业绩弹性可期。

### 锂膜：需求景气持续向上，价格有望触底修复

锂膜需求处持续上升趋势，23 年锂膜出货量同比+43%达 177 亿平米，预计 25 年增速约 20%附近。目前头部三家企业占据约 60%出货量份额，均有进一步扩产计划，未来行业集中度有望进一步加大，预计 25 年行业维持供需弱平衡。预计 25 年公司锂膜板块销量或在 20-25 亿平，收入约 25 亿元，净利润约 4.3 亿元，对应归母净利润约 2.2 亿元。

**风险提示：**风电行业发展速度不及预期、玻纤需求修复不及预期、锂膜产能扩张计划不及预期、测算具有一定主观性等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22,108.95	25,889.46	23,554.65	29,985.70	31,439.07
增长率(%)	8.94	17.10	(9.02)	27.30	4.85
EBITDA(百万元)	5,907.90	6,243.63	3,767.81	5,389.14	6,404.19
归属母公司净利润(百万元)	3,511.15	2,224.27	746.51	1,619.63	2,010.40
增长率(%)	4.08	(36.65)	(66.44)	116.96	24.13
EPS(元/股)	2.09	1.33	0.44	0.97	1.20
市盈率(P/E)	5.98	9.45	28.14	12.97	10.45
市净率(P/B)	1.22	1.13	1.10	1.05	0.99
市销率(P/S)	0.95	0.81	0.89	0.70	0.67
EV/EBITDA	7.71	7.04	9.91	8.04	6.40

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/玻璃玻纤
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.52 元
目标价格	16.41 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,678.12
流通 A 股股本(百万股)	1,678.12
A 股总市值(百万元)	21,010.11
流通 A 股市值(百万元)	21,010.11
每股净资产(元)	10.86
资产负债率(%)	54.73
一年内最高/最低(元)	17.80/9.28

### 作者

<b>鲍荣富</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003 baorongfu@tfzq.com	
<b>王涛</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001 wangtao@tfzq.com	
<b>林晓龙</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523050002 linxiaolong@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《中材科技-季报点评:现金流显著改善,多元化投资收购助力公司拓宽市场》 2024-10-28
- 《中材科技-半年报点评:玻纤价格环比提升,隔膜业务量升价跌,看好公司中长期成长性》 2024-08-23
- 《中材科技-季报点评:Q1 或是景气相对底部,重视 24 年共振向上机会》 2024-04-28

## 内容目录

1. 中材科技：主业稳步发展，新材料羽翼渐显.....	4
2. 风电叶片：需求景气强，价格存小幅修复预期.....	6
2.1. 受补贴退坡影响，20-21 年风电抢装潮激烈.....	6
2.2. 今年前三季度招标量将近翻倍，预计 25 年需求迎高景气.....	7
2.3. 预计明年价格小个位数修复，盈利修复空间可期.....	8
3. 玻纤：预计明年量价小幅修复，低介电纱有望释放高附加值.....	9
4. 锂膜：需求景气持续向上，价格有望触底修复.....	11
5. 盈利预测与估值.....	13
6. 风险提示.....	13

## 图表目录

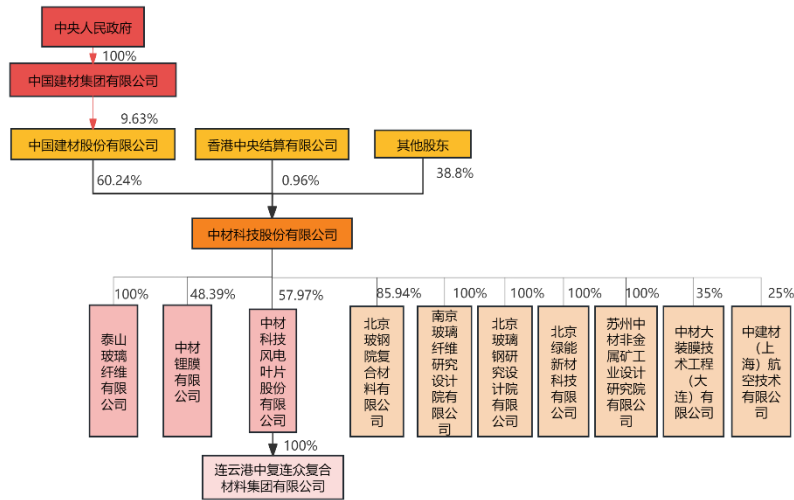
图 1：公司股权结构.....	4
图 2：公司营业收入及同比增速.....	5
图 3：公司归母净利润及同比增速.....	5
图 4：中材科技 2016-2023 年分产品收入占比.....	5
图 5：中材科技 2016-2023 年分产品毛利占比.....	5
图 6：我国陆上风电上网电价（元/kWh）.....	6
图 7：风电招标量及同比增速.....	7
图 8：风电新增装机量及同比增速.....	7
图 9：陆上风电装机量和招标量及同比增速.....	7
图 10：海上风电装机量和招标量及同比增速.....	7
图 11：陆风整机（不含塔筒）中标价及中材叶片毛利率.....	8
图 12：陆风整机月度中标均价.....	8
图 13：2022 年中国风电叶片主要材料成本占比.....	8
图 14：中材风电叶片产销情况.....	9
图 15：中材科技风电叶片单位售价、成本、毛利.....	9
图 16：玻璃纤维及制品产销情况.....	10
图 17：中材科技玻纤及制品单位售价、成本、毛利.....	10
图 18：锂电池产量及同比增速.....	11
图 19：锂膜出货量及同比增速.....	11
图 20：2023 年锂电池隔膜行业竞争格局.....	12
图 21：中材锂膜产销情况.....	12
图 22：中材锂膜单位售价、成本、毛利.....	12
表 1：中材科技近期收购/投资建厂情况.....	4
表 2：风电电价补贴政策.....	6
表 3：泰山玻纤产能情况.....	9
表 4：锂电池隔膜行业重点企业产能规划.....	11

表 5：可比公司估值表 ..... 13

## 1. 中材科技：主业稳步发展，新材料羽翼渐显

公司主营业务包括玻璃纤维、风电叶片及锂电池隔膜，分别通过泰山玻纤、中材叶片及中材锂膜子公司运营，持股比分别为 100%/57.97%/48.39%。23 年公司增发股份收购中国复材和中国巨石分别持有的中复连众 62.96%和 32.04%股权，并支付现金 1.44 亿元收购剩余 5%股权，叶片资产再下一城。24 年 10 月公司收购或投资设立多家新材料公司，包括氢气瓶、岩纤板及特种玻纤布等，未来发展空间广阔。

图 1：公司股权结构



资料来源：Wind、天风证券研究所，数据截至 2025/1/2

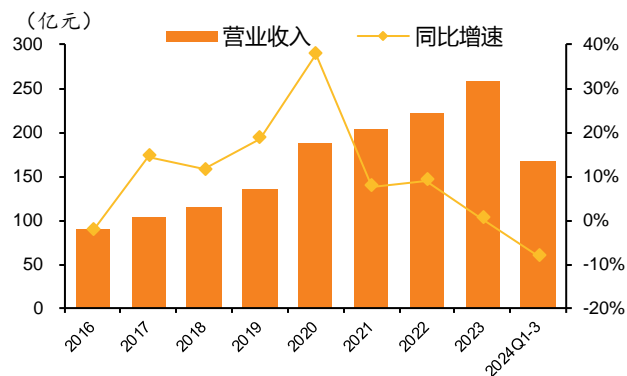
表 1：中材科技近期收购/投资建厂情况

收购时间	公司名称	主营业务	收购对价/项目投资额	盈利情况
2023. 6. 10	中复连众复合材料集团有限公司	风电叶片等	增发股份收购中国复材和中国巨石分别持有的 62.96%和 32.04%股权并支付现金 1.44 亿元收购剩余 5%股权。	2023 年净亏损 1546.8 万元，上年同期净利润 232.75 万元，由盈转亏；营业收入 2.28 亿元，同比增长 7.41%。
2024. 10. 25	北京玻璃钢院复合材料有限公司	高性能复合材料等	中材科技以现金 5444 万元收购 4.13%股权，共持有股权比例为 90%	2023 年净利润 2.21 亿元，同比增长 11.67%；营业收入 14.89 亿元，同比下降 13.95%。
2024. 10. 25	孙公司中材科技(成都)有限公司	氢气瓶	孙公司成都有限投资 2.81 亿元	建设年产 10 万只氢气瓶生产线建设项目（一期 5 万只）
2024. 10. 25	中材(邯郸)新材料有限公司	岩纤板	中材科技子公司南玻有限与邯郸建设、巴克风实业、北新建材合资设立，南玻有限出资 1760 万元，持股 22%。总投资 2.59 亿元，注册资本以外所需的资金由邯郸新材料负责筹集。	建设年产 5 万吨岩纤板工业化生产线项目
2024. 10. 25	中材特种纤维(山东)有限公司	特种玻纤布	泰山玻纤与南玻有限共同出资设立，各出资 2.5 亿元，持股 50%，由泰玻并表。共投资 13 亿元，其余为银行贷款。	设立特纤平台建设年产 2,600 万平米特种玻纤布项目

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

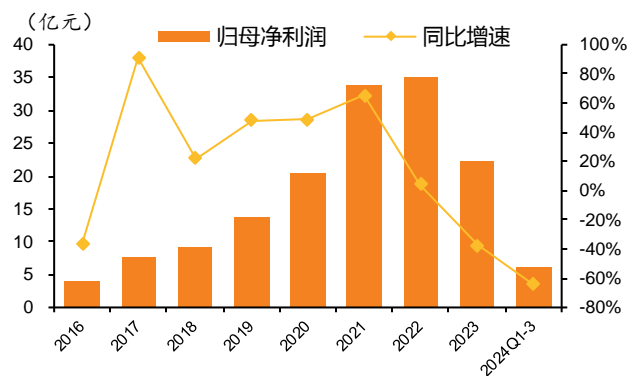
近年来公司业绩稳步增长，近两年有所下滑，当前利润处历史相对底部位置。16-23年公司收入稳步增长，其中20年风电景气向上带动较高收入增速，当年公司股价强势上涨99%，位列同行中第一。16-22年公司归母净利润由4亿元提升至35亿元，CAGR达44%，其中21年玻纤景气向上带动较高利润增速，当年公司股价表现亦处行业居前水平。23年受玻纤价格下跌影响，利润同比-38%达22亿元。24Q1-3公司收入/归母净利润同比分别-8.2%/-64%达168/6亿元，利润端处16年以来相对底部位置。

图 2：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

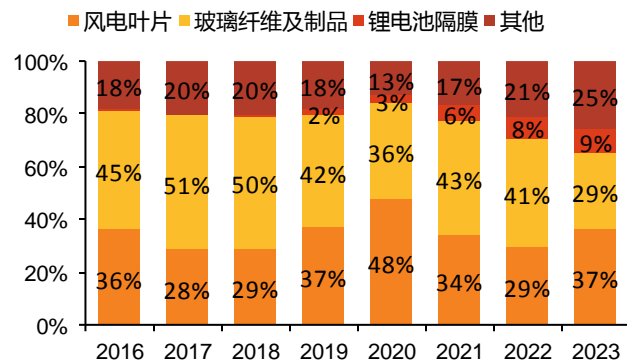
图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

19年之前公司最大主营业务为玻纤及制品，收入占比约4-5成，毛利占比6成多，而风电叶片收入和毛利占比分别约3-4成和1-3成。20年受益于风电抢装高需求，公司风电叶片产销量大幅提升，收入/毛利占比分别高达48%/42%；21年受益于玻纤量价齐升，公司玻纤及制品毛利占比高达61%，同年公司完成中材锂膜与湖南中锂的资产整合；22年公司锂膜业绩贡献逐渐凸显，毛利占比同比+8pct达13%；23年公司整合中复连众，风电叶片收入利润占比分别同比+8pct/+16pct达37%/27%，成为公司第一大主业。

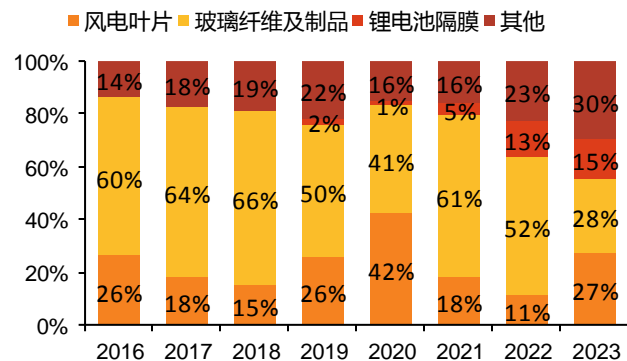
图 4：中材科技 2016-2023 年分产品收入占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：数据未经追溯调整；其他业务主要包括高压气瓶、特种纤维及制品、工程复合材料、先进复合材料及技术与装备等。

图 5：中材科技 2016-2023 年分产品毛利占比



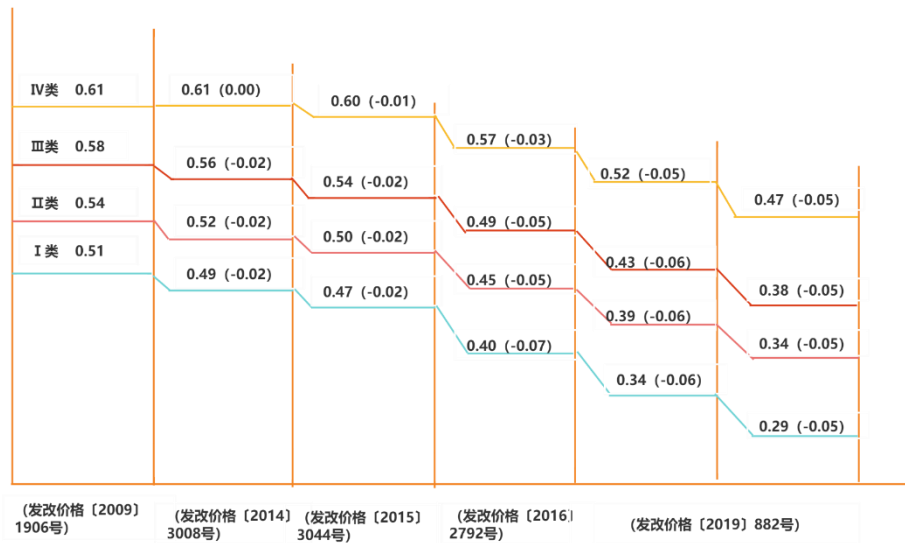
资料来源：Wind、天风证券研究所

## 2. 风电叶片：需求景气强，价格存小幅修复预期

### 2.1. 受补贴退坡影响，20-21 年风电抢装潮激烈

风电等新能源行业发展受政策紧密导向，我国风电行业自 05 年开始快速发展，09 年开始执行标杆电价，11 年后逐渐进入规模化发展阶段。近年来随着技术进步和规模效应的释放，风电成本迅速下降，政府也逐步下调风电上网标杆电价。19 年起风电标杆上网电价改为指导价，即风电项目竞价的最高限价，而后陆上/海上风电电价补贴分别于 21/22 年全面终止补贴，因此陆上/海上风电分别于 20/21 年出现抢装潮，装机量分别同比+93%/+278%达 50.5GW/14.5GW。

图 6：我国陆上风电上网电价（元/kWh）



资料来源：北极星风力发电网、天风证券研究所

注：19 年之前为标杆价，19 年为指导价

表 2：风电电价补贴政策

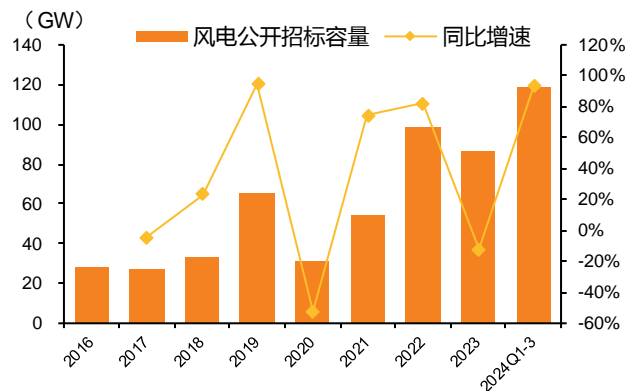
政策名称	发布时间	发布部门	补贴内容
《关于完善风力发电上网电价政策的通知》(发改价格[2009]1906号)	2009年7月20日	国家发改委	按风能资源状况和工程建设条件，决定将全国分为四类风能资源区，对应的 I ~ IV 类资源区风电标杆上网电价分别为 0.51、0.54、0.58 和 0.61 元/(kW·h)。
《国家发展改革委关于完善风电上网电价政策的通知》(发改价格[2019]882号)	2019年5月21日	国家发改委	将陆上、海上风电标杆上网电价改为指导价，新核准的集中式陆上风电项目上网电价全部通过竞争方式确定。 <b>自 2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。</b>
《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》(财建[2020]4号)	2020年1月20日	财政部、国家发改委、能源局	<b>新增海上风电和光热项目不再纳入中央财政补贴范围，按规定完成核准(备案)并于 2021 年 12 月 31 日前全部机组完成并网的存量海上风电和太阳能光热发电项目，按相应价格政策纳入中央财政补贴范围。</b>

资料来源：中国政府网官网、发改委官网、天风证券研究所

## 2.2. 今年前三季度招标量将近翻倍，预计 25 年需求迎高景气

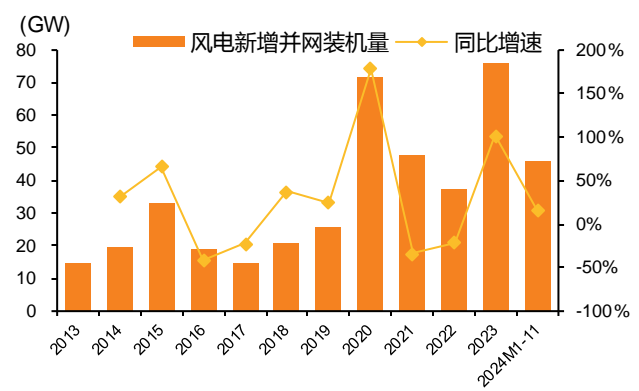
需求端看风电，招标至新增装机传导周期约一年，预计 25 年需求迎高景气。我们跟踪近年来风电招标和新增装机量变动情况，可以发现风电招标量于 19/22 年出现显著增长，分别同比+95%/+82%达 65.2/98.5GW，而新增装机量于 20/23 年出现显著增长，同比分别+178%/102%达 71.7/75.9GW，因此整体看，从风电招标传导至风电新增装机约需一年左右时间。今年来看，风电新增装机量未有显著增长，据 2025 年全国能源工作会议，预计 24 年底全国风电累计装机为 5.1 亿千瓦，因此我们预计 24 年新增装机约为 69GW，同比小幅下降 13%。而今年前三季度招标量同比大幅增长 93%达 119GW，因此我们预计 25 年装机量将有显著增长，看好明年风电叶片需求空间。

图 7：风电招标量及同比增速



资料来源：金风科技官网、金风科技年报等、天风证券研究所

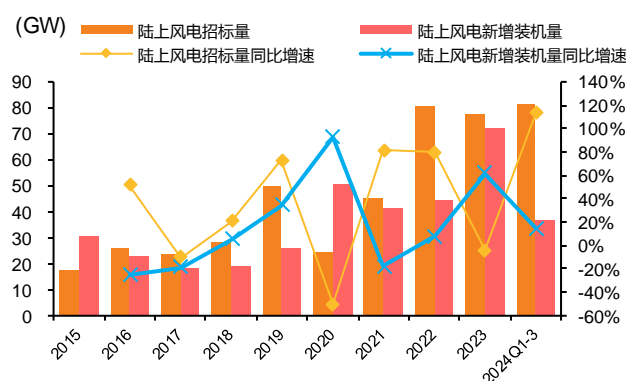
图 8：风电新增装机量及同比增速



资料来源：国家能源局官网、天风证券研究所

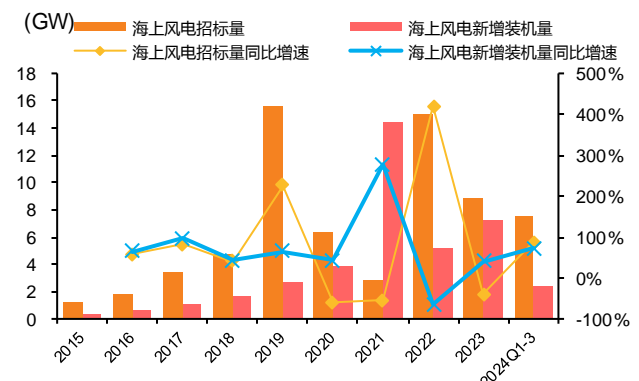
陆海风电存差异，预计明年整体新增装机同比增长 50~60%。陆海风电分别来看，我们发现 1) 上一轮陆上风电招标/新增装机高速增长期分别出现在 19/20 年，均在 50GW 附近，因此我们判断陆风招标至装机的传导周期约为一年。24 年前三季度陆风累计招标量同比+113%达 81.6GW，我们预计 25 年全年陆风新增装机量约在 90-100GW 附近。2) 上一轮海上风电招标/新增装机高速增长期分别出现在 19/21 年，均在 15GW 附近，因此我们判断海风招标至装机的传导周期约为两至三年，主要受其审批流程环节繁琐等拖累。24 年前三季度海风招标量同比+87%达 7.6GW，我们预计 25 年海风新增装机量约为 10-12GW 附近，短期内保持稳定增长趋势。综合来看，预计 25 年风电新增装机量约为 100-110GW 附近，同比增长 50~60%。

图 9：陆上风电装机量和招标量及同比增速



资料来源：金风科技年报、风电市场公众号等、天风证券研究所

图 10：海上风电装机量和招标量及同比增速

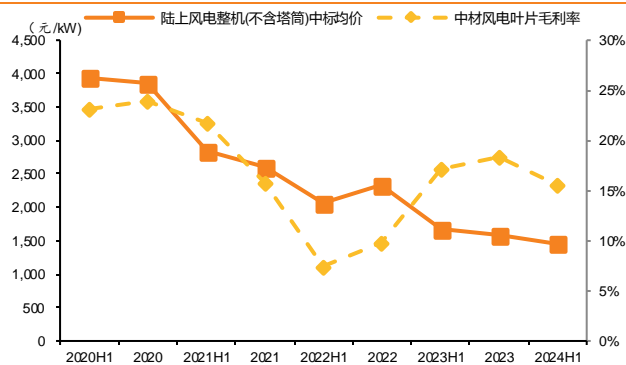


资料来源：金风科技年报、风电市场公众号等、天风证券研究所

### 2.3. 预计明年价格小个位数修复，盈利修复空间可期

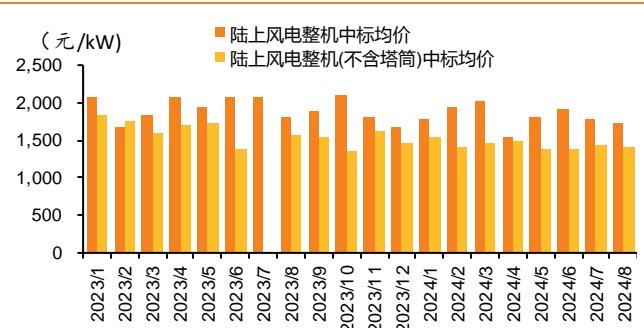
当前风电组件整机及风电叶片等产业链价格或已触底，预计明年小个位数修复。20年风电抢装退潮后，行业景气下行，价格持续下行，陆风整机（不含塔筒）中标价由20年4000元/kW附近将至23年的1500元/kW附近。历经了长期的价格竞争后，我国风电产业正逐步回归理性。今年11月底国家电投集团第二批陆上风电机组规模化采购项目正式开标，对评标基准价计算方法进行了修改，不再以最低价为评标基准价，而是以有效投标人评标价格的算术平均数再下浮5%作为评标基准价，我们认为在行业反对低价竞争要求下，明年招标价格有望逐步实现底部修复。我们测算24Q3陆风整机中标价格同比-7.2%达1788元/kW，预计25年风电组件整机及风电叶片等产业链价格幅度在小个位数水平。聚焦到风电叶片端来看，行业集中度较高，头部企业为中材科技、时代新材，2023年两家合计市占率在40%左右，在价格协同上具有一定优势。

图 11：陆风整机（不含塔筒）中标价及中材叶片毛利率



资料来源：风电头条公众号、每日风电公众号、天风证券研究所

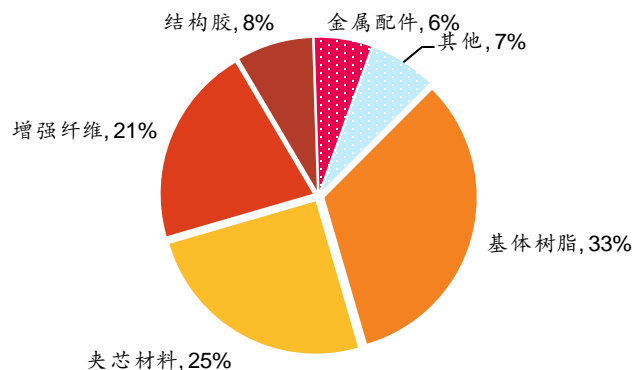
图 12：陆风整机月度中标均价



资料来源：每日风电公众号、天风证券研究所

原材料存小幅上涨压力，但量增摊薄固定成本，预计明年成本端基本持平。成本端看，国内叶片原材料成本占比约为80%，其中基体树脂/芯材/增强纤维分别占33%/25%/21%，25年看材料成本端或存涨价预期，但考虑到量增可能带动的固定成本摊薄，因此中性预计25年叶片成本端保持相对稳定。

图 13：2022年中国风电叶片主要材料成本占比



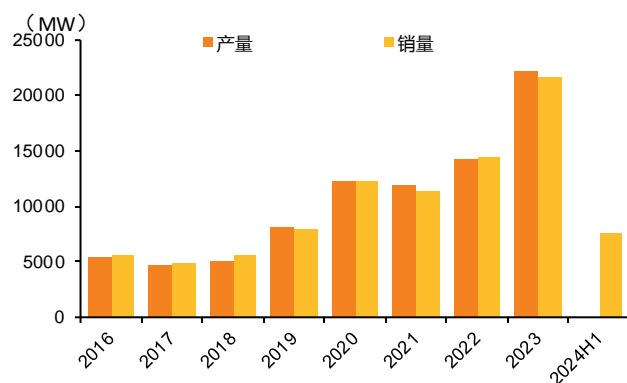
资料来源：华经情报网、天风证券研究所



公司 16-23 年风电叶片产销量整体持续增长，销量由 5557MW 增加至 21644MW，CAGR 达 21%，23 年增势显著主要系收购中复连众所致。24H1 公司销量达 7520MW，预计全年在 20GW 附近。盈利角度看，20 年之前公司售价和毛利整体呈现增长趋势，至 20 年高点每兆瓦售价/毛利分别达 72.7/17.4 万元，至 24H1 降至 37.6/5.9 万元。

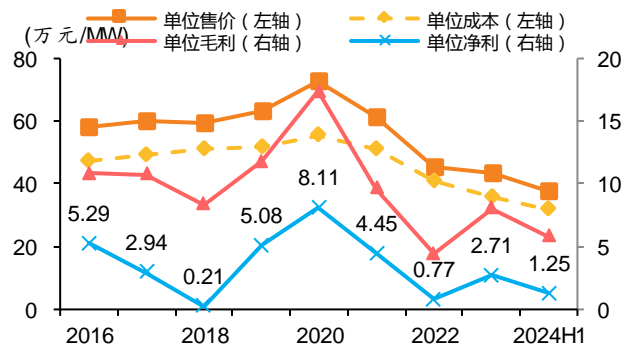
**预计风电叶片板块明年收入同比+50~60%，净利润同比约+90%。**公司当前产能约 30GW，我们预计明年需求增速约 50~60%，公司销量约为 30GW，保守预计叶片涨价 2%，对应单位售价约 40 万元/MW，叶片收入端约 120 多亿元，同比增长 50%~60%。假设单位成本小幅下降 2%，测算公司叶片板块净利率约 5.8%，预计 25 年公司每兆瓦毛利/净利约为 8 万/2 万多元左右，对应净利润约 6.8 亿元，归母净利润约 4.0 亿元。

图 14：中材风电叶片产销情况



资料来源：Wind、中材科技半年报、天风证券研究所

图 15：中材科技风电叶片单位售价、成本、毛利



资料来源：Wind、天风证券研究所

### 3. 玻纤：预计明年量价小幅修复，低介电纱有望释放高附加值

玻纤行业供需紧平衡，预计 25 年量价小幅修复。玻纤来看，需求端主要与宏观经济强相关，预计明年风电纱需求恢复较强势，整体呈缓慢复苏态势，幅度约在小个位数水平。行业供给端看，25 年新点火压力已有所下降，25 年上半年供给端短期或仍然面临一定冲击，下半年后有望开始逐渐减弱。当前公司年产能约 140 万吨，今年 12 月上旬公司对热塑用短纤、风电用纱价格进行恢复性上调，热塑用短纤价格上调 10-15%，风电用纱价格上调 15-20%，预计明年价格端涨幅约 5% 附近。我们测算明年公司玻纤板块销量约为 145 万吨，吨售价/吨净利约在 5700/600 元附近，收入同比+10% 达 81 亿元，归母净利润约 8.7 亿元。

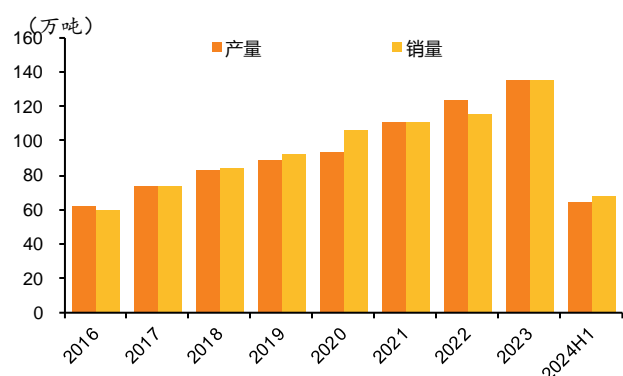
表 3：泰山玻纤产能情况

基地	生产线	产能 (万吨/年)	产品	状态	备注
泰安满庄新址	1 线	10	9.5 万吨无碱粗纱+2 万吨 S 玻纤	在产	存冷修计划
	2 线	10	8 万吨无碱粗纱+2 万吨短切纱	在产	存冷修计划
	3 线	10	无碱粗纱	在产	
	4 线	10	无碱粗纱	在产	
	5 线	5	无碱粗纱 (短纤)	在产	
	6 线	10	无碱粗纱	在产	
	7 线	10	无碱粗纱	在产 (风电纱为主)	2020 年 5 月 10 日点火，比预期提前

	8 线	4	耐碱纱	在产	2020 年 7 月底点火, 8 月下旬出产
	9 线	10	高模量无碱粗纱	在产	
	试验线 1 线	1	高强纱	在产	3 条生产线分别附属在 1/2/3 主线上, 生产品种可随时调整
	试验线 2 线	1	无碱粗纱	在产	
	试验线 3 线	1	无碱粗纱	在产	
邹城	1 线	1.5	电子纱	停产	2022.01.30 前后停产
	2 线	6	风电纱	在产	2022.6 点火, 7 月 10 日前后投产
	3 线	6	风电纱	在产	
	4 线	12	无碱粗纱 (风电)	在产	
	5 线	8	电子纱	点火	2024 年 1 月底放水冷修; 24.11.6 点火复产, 5 改 8
	6 线	6	电子纱	在产	22 年 1 月下旬出产品

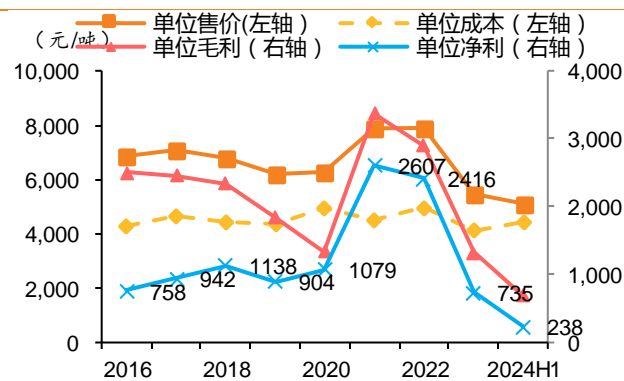
资料来源: 卓创资讯、天风证券研究所

图 16: 玻璃纤维及制品产销情况



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 17: 中材科技玻纤及制品单位售价、成本、毛利



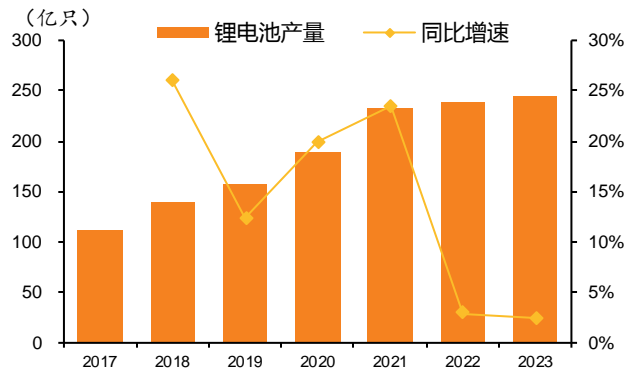
资料来源: Wind、天风证券研究所

深耕低膜产品研究, 成为全球三大超低损耗玻纤产品专用供应商。此外, 公司具备高附加值产品低介电纱生产技术, 产品性能达到国外同类产品最高水平, 一举打破美国、日本的技术垄断, 终端可用于新一代超算服务器。低介电超薄电子布目前已具备年产 1200 万米超薄电子布的供应能力, 系列化超细纱、薄布和超薄布产品达到世界级水平, 成为国内唯一一家可以批量生产的厂家, 也是全球第三大超低损耗玻纤产品专用供应商。一代低介电超薄电子布已形成特色核心技术, 实现批量稳定生产, 产品进入全球主流客户, 成为全球前三大供应商, 二代低介电超细纱超薄布小试产品已通过客户测试验证, 待终端需求放量后公司业绩弹性可期。

## 4. 锂膜：需求景气持续向上，价格有望触底修复

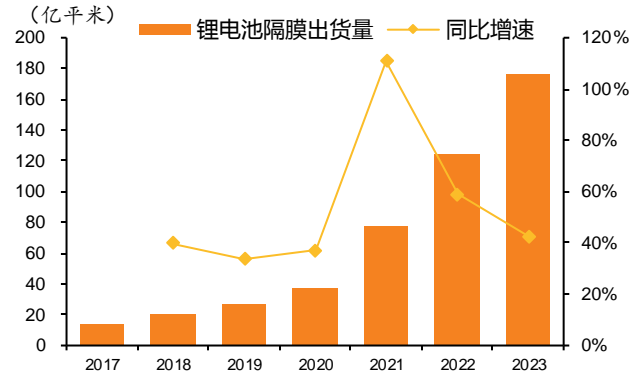
终端需求高景气，明年需求增速约 20%。锂电池隔膜下游需求用于锂电池，终端受益于新能源汽车和储能高景气，当前行业需求仍处持续上升趋势。根据 EVTank 发布的《中国锂离子电池隔膜行业发展白皮书（2024 年）》显示，23 年锂膜出货量同比+43%达 177 亿平米，我们预计 25 年需求增速约 20%附近。

图 18：锂电池产量及同比增速



资料来源：观研天下公众号、曼塔瑞 MantaRay 公众号、天风证券研究所

图 19：锂膜出货量及同比增速



资料来源：EVTank 公众号、中商情报网公众号等、天风证券研究所

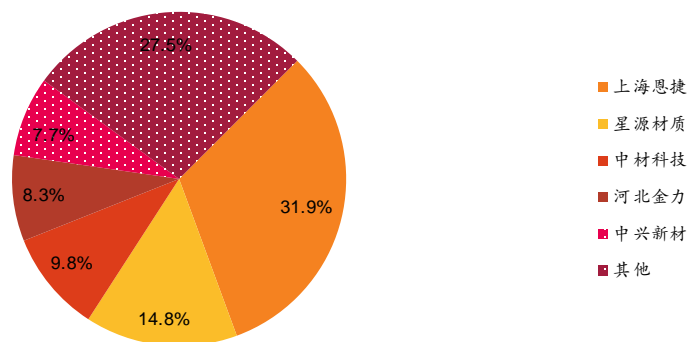
预计明年行业供需紧平衡，价格或保持弱复苏。目前头部三家企业恩捷股份、星源材质、中材科技占据市场约 70% 出货量份额，且均有进一步扩产计划，未来行业集中度有望将进一步加大，预计 25 年行业维持供需弱平衡，26 年或出现供应偏紧格局。

表 4：锂电池隔膜行业重点企业产能规划

公司名称	当前产能	预期规划产能	具体产能规划
中材科技	24H1 产能预计超过 60 亿平米	到“十四五”末，计划产能超过 70 亿平方米	目前在建产能超过 20 亿平方米。根据公司的发展规划，到“十四五”末，公司总建成产能将超过 70 亿平方米；计划形成 5 个 10 亿平米级产能生产基地，并开展海外投资工作
恩捷股份	23 年底设计产能 93.84 亿平米	计划到 2025 年全球产能超过 150 亿平米	玉溪恩捷隔膜生产项目总投资约 45 亿元，规划建设 16 条生产线；在匈牙利投资建设湿法锂电池隔膜生产线及配套工厂，拟规划建设 4 条全自动进口制膜生产线和 30 余条涂布生产线，基膜年产能约为 4 亿平方米；在马来西亚投建隔膜项目，规划建设产能约 10 亿平米
星源材质	23 年产能约 44 亿平米	计划 2027 年基膜计划产能达 160 亿平米	拟在江苏南通投资百亿建设 30 亿平方米湿法隔膜生产基地，2025 年规划基膜产能达到 40 亿平米和涂覆产能达到 60 亿平米；拟在广东省佛山市南海区投资建设锂电池隔膜生产基地，预计建设年产 32 亿平方米湿法隔膜、16 亿平方米干法隔膜及 34 亿平方米涂覆隔膜；在马来西亚建设工厂，一期项目总投资 50 亿人民币，预计年产 20 亿平方米锂离子电池湿法隔膜及配套涂覆隔膜。

资料来源：各公司年报、我的电池网公众号、真锂研究公众号等、天风证券研究所

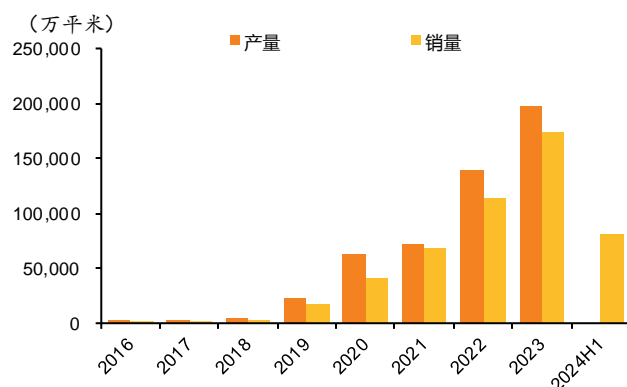
图 20：2023 年锂电池隔膜行业竞争格局



资料来源：格物致胜 Wintelligence 公众号、天风证券研究所

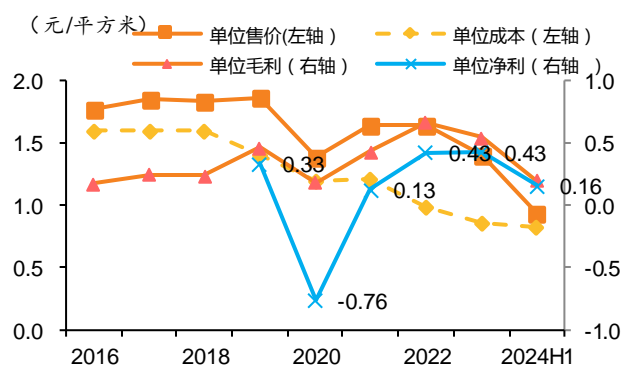
预计明年锂膜板块收入约 25 亿元,净利润约 4.3 亿元。23FY/24H1 公司销量分别为 17.3/8.1 亿平米, 同比分别+53%/+15%, 我们测算 25 年公司销量或在 20-25 亿平左右。若假设 25 年单平售价同比微降, 在 1.10 元/平, 收入预计在 25 亿元左右。23 年公司单平售价/毛利/净利分别为 1.41/0.54/0.43 元, 24H1 分别为 0.94/0.11/0.16 元, 考虑到明年量增带动成本下降, 预计单位成本微降, 测算锂膜板块净利润约 4.3 亿元, 对应归母净利润约 2.2 亿元。

图 21：中材锂膜产销情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 22：中材锂膜单位售价、成本、毛利



资料来源：Wind、天风证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

综上，我们预计公司 25 年叶片/玻纤/锂膜收入分别约为 118/81/25 亿元，净利润分别为 6.8/8.7/4.3 亿元，对应归母净利润分别为 4.0/8.7/2.2 亿元。考虑到公司新材料板块业务亦有贡献，以及明年叶片需求高景气+LowDK 电子布供不应求，上调公司盈利预测，我们预计公司 24-26 年收入分别约为 236/300/314 亿元，同比分别 -9%/+27%/+5%，预计归母净利润分别为 7.5/16.2/20.1 亿元，同比分别 -66%/+117%/+24%。参考可比公司，给予公司 25 年 17 倍 PE，对应目标价 16.41 元，维持“买入”评级。

表 5：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
600176.SH	中国巨石	433.9	10.84	1.65	0.76	0.56	0.73	6.6	14.3	19.3	14.9
300196.SZ	长海股份	42.0	10.27	2.00	0.72	0.71	1.00	5.1	14.3	14.5	10.2
603601.SH	再升科技	32.5	3.18	0.15	0.04	0.11	0.15	21.4	85.0	27.9	21.6
<b>平均值</b>								<b>11.0</b>	<b>37.8</b>	<b>20.6</b>	<b>15.6</b>
002080.SZ	中材科技	210.10	12.52	2.09	1.33	0.44	0.97	6.0	9.4	28.1	13.0

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：数据截止 2025/01/03

## 6. 风险提示

**风电行业发展速度不及预期。**风电装机量、补贴政策、原材料价格波动等情况不及预期，可能会影响行业的发展速度。

**玻纤需求修复不及预期。**玻纤下游应用领域广泛，但价格和成本影响其在下流的推广，可能玻纤需求修复不及预期。

**锂膜产能扩张计划不及预期。**公司新建产能受设备供应、项目建设、竣工验收等因素影响，产能锂膜产能和销量的释放取决于公司生产线建设进度。

**测算具有一定主观性。**本文中的盈利预测均给予相应的假设条件，具有一定的主观性，实际情况可能会和测算结果不一致。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,783.32	3,542.25	1,884.37	2,398.86	2,515.13	营业收入	22,108.95	25,889.46	23,554.65	29,985.70	31,439.07
应收票据及应收账款	6,313.15	8,903.78	3,546.63	13,190.50	3,892.64	营业成本	16,462.93	19,508.47	19,114.28	23,324.68	23,790.22
预付账款	306.65	383.40	291.67	548.40	297.78	营业税金及附加	195.96	218.31	198.62	252.85	265.10
存货	3,177.52	3,904.97	2,463.98	5,512.68	2,456.08	销售费用	296.96	494.15	437.81	542.35	552.91
其他	3,827.85	4,424.39	4,437.14	4,476.95	4,292.94	管理费用	1,000.88	1,302.07	1,154.18	1,454.31	1,509.08
<b>流动资产合计</b>	<b>19,408.49</b>	<b>21,158.78</b>	<b>12,623.79</b>	<b>26,127.38</b>	<b>13,454.57</b>	研发费用	1,057.10	1,299.04	1,181.89	1,501.58	1,571.21
长期股权投资	152.84	307.40	307.40	307.40	307.40	财务费用	386.58	352.29	407.52	613.20	899.40
固定资产	19,996.99	24,989.04	26,449.59	27,839.32	29,493.10	资产/信用减值损失	(138.19)	(244.76)	(191.48)	(218.12)	(204.80)
在建工程	3,866.66	6,053.86	7,296.64	9,038.34	10,762.24	公允价值变动收益	23.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,815.89	2,388.01	2,236.67	2,085.33	1,933.99	投资净收益	119.72	(12.52)	51.70	52.97	30.72
其他	1,614.18	1,786.37	1,686.87	1,634.81	1,576.25	其他	(1,356.00)	(8.96)	(70.00)	(50.00)	(30.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>27,446.56</b>	<b>35,524.68</b>	<b>37,977.16</b>	<b>40,905.20</b>	<b>44,072.98</b>	<b>营业利润</b>	<b>4,060.02</b>	<b>2,981.36</b>	<b>990.58</b>	<b>2,181.59</b>	<b>2,707.06</b>
<b>资产总计</b>	<b>46,888.56</b>	<b>56,807.53</b>	<b>50,600.95</b>	<b>67,032.59</b>	<b>57,527.55</b>	营业外收入	26.76	91.71	60.87	59.78	70.79
短期借款	1,636.66	693.92	1,754.27	7,093.12	6,174.71	营业外支出	21.05	35.43	31.95	29.48	32.29
应付票据及应付账款	8,755.21	11,014.19	7,916.95	15,451.97	8,246.83	<b>利润总额</b>	<b>4,065.72</b>	<b>3,037.65</b>	<b>1,019.50</b>	<b>2,211.89</b>	<b>2,745.56</b>
其他	2,545.22	6,901.72	4,474.59	5,964.84	5,312.18	所得税	334.59	321.71	107.97	234.26	290.78
<b>流动负债合计</b>	<b>12,937.09</b>	<b>18,609.83</b>	<b>14,145.80</b>	<b>28,509.93</b>	<b>19,733.72</b>	<b>净利润</b>	<b>3,731.13</b>	<b>2,715.94</b>	<b>911.52</b>	<b>1,977.64</b>	<b>2,454.79</b>
长期借款	5,404.24	8,322.46	4,834.92	5,817.68	4,000.00	少数股东损益	219.98	491.67	165.01	358.01	444.39
应付债券	3,695.69	819.84	2,461.71	2,325.75	1,869.10	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,511.15</b>	<b>2,224.27</b>	<b>746.51</b>	<b>1,619.63</b>	<b>2,010.40</b>
其他	1,966.94	2,056.07	2,071.63	2,031.54	2,053.08	每股收益(元)	2.09	1.33	0.44	0.97	1.20
<b>非流动负债合计</b>	<b>11,066.88</b>	<b>11,198.37</b>	<b>9,368.25</b>	<b>10,174.98</b>	<b>7,922.18</b>						
<b>负债合计</b>	<b>24,343.38</b>	<b>30,309.63</b>	<b>23,514.06</b>	<b>38,684.90</b>	<b>27,655.90</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	5,270.97	7,933.86	8,040.90	8,268.93	8,544.92	<b>成长能力</b>					
股本	1,678.12	1,678.12	1,678.12	1,678.12	1,678.12	营业收入	8.94%	17.10%	-9.02%	27.30%	4.85%
资本公积	5,095.70	5,092.10	5,092.12	5,092.12	5,092.12	营业利润	-0.95%	-26.57%	-66.77%	120.23%	24.09%
留存收益	10,488.55	11,777.29	12,261.57	13,293.15	14,541.72	归属于母公司净利润	4.08%	-36.65%	-66.44%	116.96%	24.13%
其他	11.83	16.53	14.18	15.36	14.77	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>22,545.18</b>	<b>26,497.90</b>	<b>27,086.89</b>	<b>28,347.68</b>	<b>29,871.65</b>	毛利率	25.54%	24.65%	18.85%	22.21%	24.33%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>46,888.56</b>	<b>56,807.53</b>	<b>50,600.95</b>	<b>67,032.59</b>	<b>57,527.55</b>	净利率	15.88%	8.59%	3.17%	5.40%	6.39%
						ROE	20.33%	11.98%	3.92%	8.07%	9.43%
						ROIC	18.34%	11.09%	3.49%	7.07%	7.60%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	51.92%	53.35%	46.47%	57.71%	48.07%
净利润	3,731.13	2,715.94	746.51	1,619.63	2,010.40	净负债率	26.20%	41.58%	36.62%	55.20%	43.38%
折旧摊销	1,547.02	1,768.50	2,087.70	2,262.75	2,460.92	流动比率	1.46	1.11	0.89	0.92	0.68
财务费用	496.22	402.77	407.52	613.20	899.40	速动比率	1.23	0.91	0.72	0.72	0.56
投资损失	(119.72)	12.52	(51.70)	(52.97)	(30.72)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(379.34)	(494.27)	3,062.77	(4,010.19)	4,392.84	应收账款周转率	4.26	3.40	3.78	3.58	3.68
其它	(2,115.55)	414.46	165.01	358.01	444.39	存货周转率	8.15	7.31	7.40	7.52	7.89
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,159.75</b>	<b>4,819.92</b>	<b>6,417.80</b>	<b>790.43</b>	<b>10,177.23</b>	总资产周转率	0.52	0.50	0.44	0.51	0.50
资本支出	5,754.55	9,540.07	4,624.13	5,282.93	5,665.73	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(190.31)	154.56	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.09	1.33	0.44	0.97	1.20
其他	(9,225.99)	(17,205.47)	(9,212.27)	(10,472.71)	(11,322.29)	每股经营现金流	1.88	2.87	3.82	0.47	6.06
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,661.76)</b>	<b>(7,510.84)</b>	<b>(4,588.14)</b>	<b>(5,189.77)</b>	<b>(5,656.56)</b>	每股净资产	10.29	11.06	11.35	11.96	12.71
债权融资	598.34	2,516.99	(3,165.01)	5,630.68	(3,473.57)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(447.96)	(938.65)	(322.53)	(716.85)	(930.82)	市盈率	5.98	9.45	28.14	12.97	10.45
其他	3,434.94	(1,271.08)	0.00	0.00	0.00	市净率	1.22	1.13	1.10	1.05	0.99
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,585.32</b>	<b>307.26</b>	<b>(3,487.54)</b>	<b>4,913.83</b>	<b>(4,404.39)</b>	EV/EBITDA	7.71	7.04	9.91	8.04	6.40
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	10.24	9.72	22.22	13.86	10.39
<b>现金净增加额</b>	<b>3,083.31</b>	<b>(2,383.65)</b>	<b>(1,657.88)</b>	<b>514.48</b>	<b>116.27</b>						

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