



中材科技 (002080.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

Low-Dk 加速成长，“风”驰“电”掣，共振向上

电子布：Low-Dk 需求扩张，泰玻技术规模兼备

下游 AI 应用场景高景气催化上游低介电电子布需求，英伟达将 GB200NVLink 设计从基于 HDI+铜连接更改为高层高频低介电 PCB。24Q4 以来国产企业扩产趋势明确，例如①泰玻（全资子公司）建设年产 2600 万米特种玻纤布项目，②林州光远高端电子材料产业园低介电 1 线于 2025 年 1 月点火、2 线于 2 月点火。泰玻目前已具备年产 1200 万米供应能力，加速一代扩产产能，同时提前储备二代低介电技术，我们测算 2025-2026 年公司 Low-Dk 电子布业务收入分别为 5.36、11.55 亿元。

玻纤：风电纱迎量价齐升，25H2 后新增产能预计将下降

截至 2025 年 2 月底，泰玻共有泰安新区、邹城公司以及山西 3 个生产基地，粗纱产能合计 121 万吨，电子纱产能合计 14 万吨。复盘玻纤龙头历史毛利率，24Q1 行业周期底部明确，需求端风电纱是内需最确定方向，2025 年迎接量价齐升，供给端 25Q2 是最后的压力测试期，25H2 可见新增产能预计将下降，随着国内外需求逐步筑底回升，中低端玻纤价格或迎来向上弹性。24Q4 以来粗纱实际表现为价格稳中有升，行业在需求淡季实现库存小幅去库，2025 年 1 月末行业库存 79.4 万吨、较 2024 年 11 月下降 1.6%。

盈利预测、估值和评级

取业绩预告中值，2024 年公司归母净利润为 7.92 亿元。我们看好公司①Low-Dk 产品技术实力，行业整体供需偏紧，关注二代低介电渗透率提升空间及节奏，②玻纤需求端结构性回温，风电纱迎量价齐升，供给端 25H2 后新增产能预计边际向下，③关注风电叶片行业的积极变化。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.95、15.79 和 20.13 亿元，现价对应动态 PE 分别为 31x、16x、12x，给以 2025 年 21 倍估值，目标价 19.76 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级

风险提示

Low-Dk 电子布业务可能不及预期；玻纤供需格局变化不及预期；风电叶片盈利能力修复不及预期；锂电业务盈利能力继续下滑的风险；原材料价格波动的风险。

建筑建材组

分析师：李阳（执业 S1130524120003）

liyang10@gjzq.com.cn

分析师：赵铭（执业 S1130524120004）

zhaoming@gjzq.com.cn

市价（人民币）：14.68 元

目标价（人民币）：19.76 元



公司基本情况（人民币）

| 项目 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 22,109 | 25,889 | 25,007 | 31,599 | 32,616 |
| 营业收入增长率 | 8.94% | 17.10% | -3.41% | 26.36% | 3.22% |
| 归母净利润(百万元) | 3,511 | 2,224 | 795 | 1,579 | 2,013 |
| 归母净利润增长率 | 4.08% | -36.65% | -64.25% | 98.61% | 27.46% |
| 摊薄每股收益(元) | 2.092 | 1.325 | 0.474 | 0.941 | 1.200 |
| 每股经营性现金流净额 | 1.88 | 2.87 | 1.48 | 2.15 | 2.90 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 20.33% | 11.98% | 4.19% | 7.93% | 9.53% |
| P/E | 10.24 | 12.01 | 30.98 | 15.60 | 12.24 |
| P/B | 2.08 | 1.44 | 1.30 | 1.24 | 1.17 |

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

| | |
|--|----|
| 1 电子布：Low-Dk 需求扩张，泰玻技术规模兼备 | 4 |
| 2 玻纤粗纱：风电纱迎量价齐升，静待顺周期复苏 | 5 |
| 2.1 玻纤粗纱：产品迭代升级，需求结构回暖 | 5 |
| 2.2 风电叶片：上游关键原材料实现集团内部保供，涨价如有落实、有望带动业绩弹性 | 10 |
| 3 隔膜产能迅速扩张，其他业务相对稳定 | 12 |
| 3.1 隔膜：产能迅速扩张，产品结构改善 | 12 |
| 3.2 其他业务：中材苏州、南玻院、北玻有限等 | 13 |
| 4 盈利预测与投资建议 | 14 |
| 4.1 盈利预测 | 14 |
| 4.2 投资建议及估值 | 16 |
| 风险提示 | 17 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图表 1： 电子布产业链 | 4 |
| 图表 2： 低介电与传统电子布产品配方比较 | 4 |
| 图表 3： 低介电与传统电子布介电性能比较 | 4 |
| 图表 4： 林州光远低介电电子布与传统电子布的性能比较 | 4 |
| 图表 5： 低介电厂家扩产公告（部分） | 5 |
| 图表 6： 泰山玻纤粗纱产线统计 | 6 |
| 图表 7： 泰山玻纤电子纱/电子布产线统计 | 6 |
| 图表 8： 玻纤及制品业务收入体量对比（单位：亿元） | 6 |
| 图表 9： 玻纤及制品业务收入增速对比 | 6 |
| 图表 10： 玻纤及制品业务毛利率对比 | 7 |
| 图表 11： 泰玻经营数据统计 | 7 |
| 图表 12： 泰山玻纤下游应用领域拆分 | 8 |
| 图表 13： 泰山玻纤粗纱/制品占比 | 8 |
| 图表 14： 中国巨石单季度毛利率 | 8 |
| 图表 15： 全国风电招标量及 yoy | 9 |
| 图表 16： 全国新增风电设备装机量及 yoy | 9 |
| 图表 17： 2021-2025 年粗纱行业新增产能统计 | 9 |
| 图表 18： 2400tex 粗纱价格 | 10 |
| 图表 19： 玻纤行业总体库存（单位：万吨） | 10 |



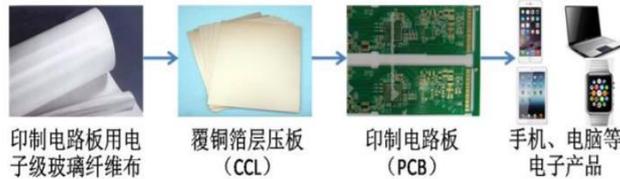
| | |
|---|----|
| 图表 20: 截至 2023 年末, 风电叶片业务产能布局情况..... | 10 |
| 图表 21: 中材叶片经营数据统计..... | 11 |
| 图表 22: 叶片主要材料成本占比 (2022 年)..... | 11 |
| 图表 23: 公司与中复神鹰及其控股子公司采购商品、接受劳务的金额 (单位: 亿元)..... | 11 |
| 图表 24: 中材叶片单套风电叶片平均装机量..... | 12 |
| 图表 25: 2024 年国内风机新增招标 157GW, 同比+93%..... | 12 |
| 图表 26: 预计 2025 年叶片环节供需紧平衡..... | 12 |
| 图表 27: 中材锂膜经营数据统计..... | 13 |
| 图表 28: 中材科技归母净利按业务拆分 (单位: 亿元)..... | 13 |
| 图表 29: 公司气瓶板块销量..... | 14 |
| 图表 30: 公司高压复合气瓶板块收入及净利润..... | 14 |
| 图表 31: 公司南玻院收入及净利润..... | 14 |
| 图表 32: 公司北玻有限收入及净利润..... | 14 |
| 图表 33: 公司盈利预测拆分..... | 15 |
| 图表 34: 可比公司估值比较 (市盈率法)..... | 17 |



1 电子布：Low-Dk 需求扩张，泰玻技术规模兼备

为提高线路板的传输速度和降低传输损失，必须降低线路板的介电常数(Dk)和介质损耗系数(Df)。传统电子布不能满足高端 CCL 需求，有效途径是使用低介电常数玻纤布，Dk 越低，信号在介质中传送速度越快、能力越强。

图表1：电子布产业链



来源：宏和科技招股说明书，国金证券研究所

与传统电子布成分相比，低介电电子布玻璃成分中 B_2O_3 含量大幅提高， CaO 含量大幅降低，引入 MgO ，控制碱金属含量。成分差异带来介电性能、热膨胀系数、玻璃黏度、玻璃液电阻率等性能差异：

- 介电性能，信号传输速度与介电常数的 $1/2$ 次方成反比，信号损耗与频率、介电常数介电损耗乘积的 $1/2$ 次方成正比，因此降低电子布玻纤的高频介电常数和介电损耗是关键。低介电电子布通过降低碱金属含量，相较传统电子布，介电常数降低 30% (10GHz 下为 4.7)，10GHz 频率介电损耗降低 55% (10GHz 下为 2.9%)；
- 热膨胀系数，低介电电子布热膨胀系数远低于传统电子布，热稳定性更好；
- 黏度，低介电电子布黏度温度比传统电子布高 $100^\circ C$ 以上，因此要求窑炉具有更高的熔制温度及作业温度。

图表2：低介电与传统电子布产品配方比较

| 配方 | SiO_2 | B_2O_3 | Al_2O_3 | R_2O | CaO | MgO | 其他 |
|----|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|------------|----------|
| LD | 54.0~59.0 | 20.0~25.0 | 12.0~16.0 | ≤ 0.5 | 3.0~6.0 | 1.0~5.0 | ≤ 0 |
| E | 52.0~55.0 | 5.0~10.0 | 12.0~16.0 | ≤ 0.8 | 20.0~25.0 | ≤ 1.0 | ≤ 0 |

图表3：低介电与传统电子布介电性能比较

| 配方 | Dk-1MHz | Df-1MHz% | Dk-10GHz | Df-10GHz% |
|----|---------|----------|----------|-----------|
| LD | 4.70 | 1.00 | 4.65 | 2.90 |
| E | 6.70 | 1.20 | 6.55 | 6.60 |

来源：《覆铜板用低介电玻璃关键性能的研究》(作者：邢文忠等)，国金证券研究所

来源：《覆铜板用低介电玻璃关键性能的研究》(作者：邢文忠等)，国金证券研究所

图表4：林州光远低介电电子布与传统电子布的性能比较

| 项目 | | E-glass | GY公司 (Low-Dk glass) |
|---------------|-------------------|---------|---------------------|
| 介电常数 (Dk) | 10GHz | 6.6 | 4.66~4.69 |
| 介电损耗 (Df) | 10GHz | 0.0066 | 0.0028~0.0029 |
| 比重 (ρ) | g/cm ³ | 2.56 | 2.32 |
| 热膨胀系数 (CTE) | ppm/ $^\circ C$ | 5.4 | 3.4 |
| 耐水性 (K) | ... | 0.06 | 0.10 |

来源：《5G 用电子级玻璃纤维布发展现状及趋势》(作者：陶应龙)，国金证券研究所



英伟达将 GB200NVLink 设计从基于 HDI+铜连接更改为高层高频低介电 PCB，下游 AI 应用场景高景气催化上游低介电电子布需求（PCB 上游为 CCL，CCL 上游为电子布）。

低介电电子布市场主要玩家为日本（日东纺等）、中国台湾（富乔、台玻等）、中国大陆（泰玻、宏和科技、林州光远等），日本企业无扩产计划，而 **24Q4 以来国产企业扩产趋势明确**：

- 泰山玻纤，2024 年 10 月泰玻投资 13.02 亿元建设年产 2600 万平米特种玻纤布项目；
- 林州光远，新建高端电子材料产业园低介电 1 线 0.2 万吨产能于 2025 年 1 月点火，低介电 2 线 0.2 万吨产能于 2025 年 2 月点火。

图表5：低介电厂家扩产公告（部分）

| 低介电厂家（部分） | 投资额（亿元） | 对应产能 | 二代电子布技术储备情况 |
|-----------|-------------------------------|--|---|
| 泰玻 | 13.02 | 年产 2600 万平米特种玻纤布项目 | 已开发出介电损耗更低的第二代产品，产品性能达到国外同类产品最高水平，目前二代产品已形成 1.5-2.0 万米/月的超薄布小试生产规模，满足新一代超算服务器需求 |
| 林州光远 | 10（一期，5G 电子材料产业园项目总投资额 68 亿元） | 5G 用低介电常数玻纤纱布生产线和年产 1 亿米高性能电子布生产线项目，达产后总产值 15 亿元 | 团队研发的低介电第二代材料已经具备生产条件，高性能低介电、超低损耗第三代材料也在同步研发中 |

来源：公司公告，“中国建材杂志”微信公众号，国金证券研究所

泰玻一代低介电加速扩产，同时提前储备二代低介电技术：

- 2019 年公司全资子公司泰山玻纤组建研发团队，历时 2 年研发出用于 5G/6G、AI、数据中心、自动驾驶等尖端电子信息产业用高端 PCB 的第一代低介电产品，目前低介电超薄电子布已具备年产 1200 万米的供应能力，是全球第三大超低损耗玻纤产品专用供应商。2024 年 10 月泰玻投资 13.02 亿元建设年产 2600 万平米特种玻纤布项目，项目建设期 18 个月，2026 年该项目投产后，我们预计公司低介电总产能或有望达到 3800 万米；
- 泰玻目前已开发出介电损耗更低的第二代产品，产品性能达到国外同类产品最高水平，打破美国、日本在该类产品上的技术垄断。目前公司二代产品已形成 1.5-2.0 万米/月的超薄布小试生产规模，满足新一代超算服务器需求。

二代电子布介电常数+介电损耗系数表现更优，以日东纺第二代低介电材料 NE2-glass 为例，其介电常数 Dk（10GHz）范围在 4.2-4.6，低于一代的 4.7，其介电损耗系数 Df 范围在 1.7-2.3%，低于一代的 2.9%。

随着更高阶的服务器量产，高阶低介电电子布渗透率有望加速：（数据主要来源于：《聚四氟乙烯 PCB 埋置空腔制作研究》，作者王立刚等）

- PTFE 是所有聚合物基板材料中 Dk 及 Df 值最低的材料，具有吸水率低、极高耐化学腐蚀性和优异耐热性等优点，广泛应用于航天航空、军工、毫米波等高频信号领域。随着 PCB 对更低信号衰减+更高信号传输速度的要求越来越高，我们预计后续更高阶的服务器中或有可能部分采用 PTFE 混压 PCB 方案；
- 但 PTFE 材料整体加工难度高，例如由于具有化学惰性，导致其润湿性差，除胶困难，孔铜易剥离。目前材料厂商引申出 2 种填料添加的改善方向，加玻纤布或加陶瓷填料，其中加玻纤布优点是可以降低 X/Y 方向涨缩，改善尺寸稳定性，增加板材刚性。

2 玻纤粗纱：风电纱迎量价齐升，静待顺周期复苏

2.1 玻纤粗纱：产品迭代升级，需求结构回暖

截至 2025 年 2 月底，泰玻共有泰安新区、邹城公司以及山西 3 个生产基地，粗纱产能合计 121 万吨，电子纱产能合计 14 万吨。2023 年以来公司产能投放趋于稳定，新增产能包括①邹城电子纱 5 线 5 改 8，2024 年 1 月冷修、2024 年 11 月复产，②山西 1 线于 2025 年 2 月点火。

公司收入规模排名行业第二，仅次于中国巨石。2023 年公司玻纤及制品业务收入达 73.89 亿元，约为行业第一名巨石收入的 50%。



图表6: 泰山玻纤粗纱产线统计

| 基地 | 产线 | 在产产能 (万吨/年) | 产线状况 | 最近点火时间 |
|--------|----------|-------------|------|---------------------------|
| 泰安新址 | F01线+T01 | 11 | 在产 | 2016年前后冷修复产, 可能存冷修计划 |
| | F02线+T02 | 11 | 在产 | 2016年前后冷修复产, 可能存冷修计划 |
| | F03线+T03 | 11 | 在产 | 2016年4月点火 |
| | F04线 | 10 | 在产 | 2017年2月点火 |
| | F05线 | 5 | 在产 | 2017年9月点火 |
| | F06线 | 10 | 在产 | 2018年12月点火 |
| | F07线 | 10 | 在产 | 2020年5月点火 |
| | F08线 | 4 | 在产 | 2020年7月点火 |
| | F09线 | 10 | 在产 | 2021年10月点火 |
| 邹城 | 2线 | 6 | 在产 | 2022年6月点火 |
| | 3线 | 6 | 在产 | 点火时间不确定 |
| | 4线 | 12 | 在产 | 2022年4月冷修(原5万吨)、2023年1月复产 |
| 山西 | 1线 | 15 | 在产 | 2025年2月点火 |
| 合计在产产能 | | 121 | | |

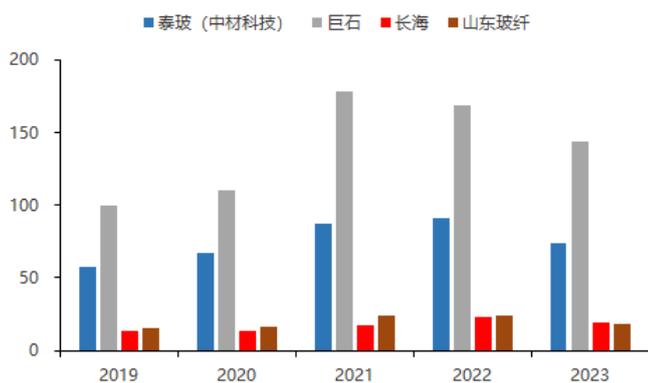
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表7: 泰山玻纤电子纱/电子布产线统计

| 基地 | 产线 | 在产产能 (万吨/年) | 产线状况 | 最近点火时间 |
|--------|----|--------------|------|----------------------------|
| 邹城 | 1线 | 0 (设计产能为1.5) | 停产 | |
| 邹城 | 5线 | 8 | 在产 | 2024年1月冷修(原5万吨)、2024年11月复产 |
| 邹城 | 6线 | 6 | 在产 | 2022年1月点火 |
| 合计在产产能 | | 14 | | |

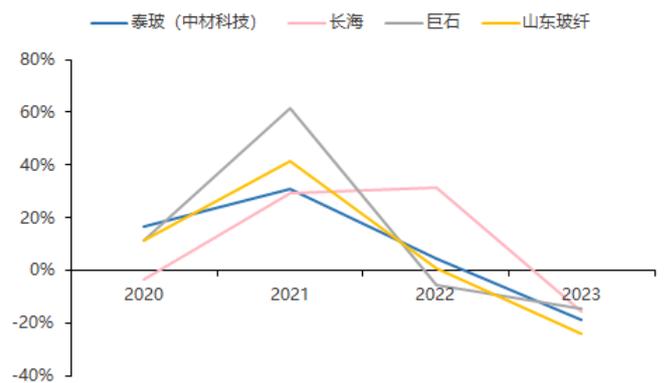
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表8: 玻纤及制品业务收入体量对比 (单位: 亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

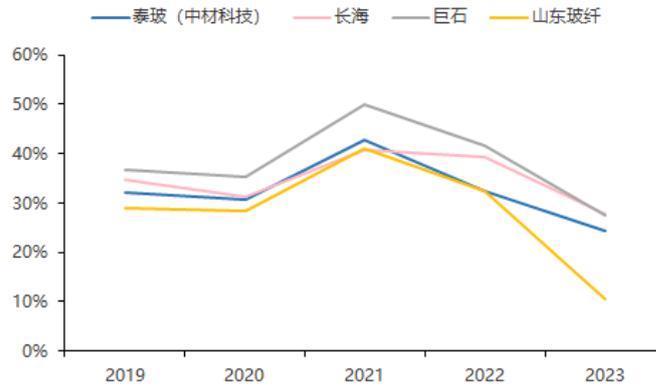
图表9: 玻纤及制品业务收入增速对比



来源: wind, 国金证券研究所



图表10：玻纤及制品业务毛利率对比



来源：wind，国金证券研究所

吨净利跟随玻纤行业周期波动。上轮高景气周期，泰玻 2021-2022 年吨净利分别为 2604、2418 元，22H2 后行业逐步走入低谷，24H1 公司是行业内唯三（其他两家为中国巨石、长海股份）实现盈利的玻纤企业。

收入及利润占比角度，2023 年泰玻营收占上市公司比重为 29%、归母净利润占比 45%，24H1 泰玻营收占比 33%、归母净利润占比 35%。

图表11：泰玻经营数据统计

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 24H1 |
|--------------------|------------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| 营业收入 (亿元) | 40.62 | 52.29 | 57.24 | 57.39 | 67.01 | 87.51 | 91.35 | 73.89 | 34.84 |
| 营业成本 (亿元) | 26.82 | 34.05 | 36.90 | 38.99 | 46.36 | 50.12 | 61.74 | 55.81 | 28.65 |
| 毛利率 | 33.98% | 34.88% | 35.53% | 32.06% | 30.82% | 42.73% | 32.42% | 24.47% | 17.75% |
| 净利润 (亿元) | 4.5 | 6.95 | 9.6 | 8.35 | 11.5 | 28.9 | 28.1 | 10 | 1.62 |
| 销量 (万吨) | 59.47 | 73.8 | 84.5 | 92.4 | 106 | 111 | 116.2 | 135.7 | 68.1 |
| 吨售价 (元) | 6831 | 7086 | 6774 | 6211 | 6322 | 7884 | 7861 | 5445 | 5115 |
| 吨成本 (元) | 4510 | 4614 | 4367 | 4219 | 4374 | 4515 | 5313 | 4113 | 4207 |
| 吨毛利 (元) | 2321 | 2472 | 2407 | 1991 | 1948 | 3369 | 2548 | 1332 | 908 |
| 吨净利 (元) | 757 | 942 | 1136 | 904 | 1085 | 2604 | 2418 | 737 | 238 |
| 泰玻营收占比 | 45% | 51% | 50% | 42% | 36% | 43% | 41% | 29% | 33% |
| 泰玻归母净利润占比 (100%持股) | 112% | 91% | 103% | 61% | 56% | 86% | 80% | 45% | 35% |

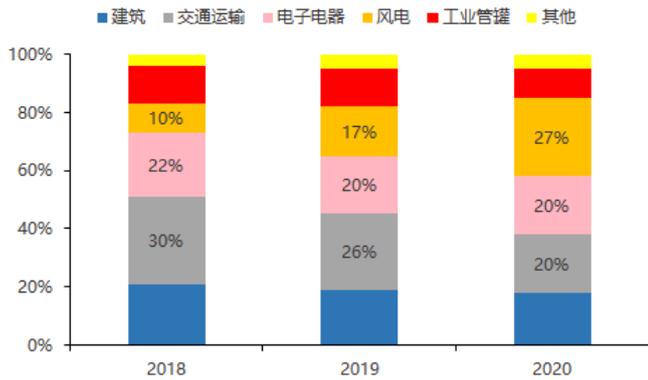
来源：公司公告，国金证券研究所

产品结构迭代升级，中高端应用领域占比 60%+，制品占比 39%:

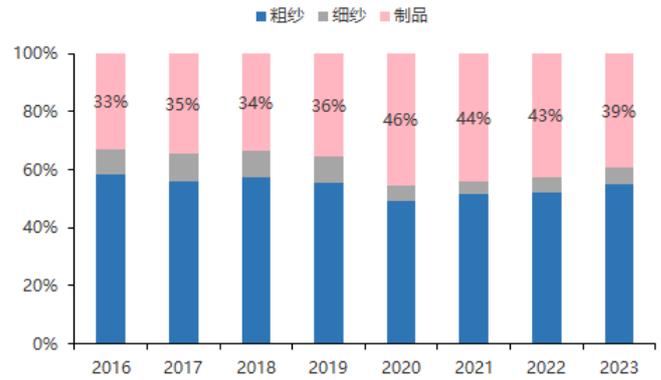
- 下游应用领域：中高端应用领域“三驾马车”交通运输、电子电器及风电占比稳定在 60%+、2020 年合计达 67%，相对低端的建筑领域仅占 18%；
- 玻纤纱及制品结构：2023 年泰玻制品产量占比为 39%，历史上整体稳定在 40%上下，制品较粗纱多一道加工环节，加工环节利润相对稳定。



图表12: 泰山玻纤下游应用领域拆分



图表13: 泰山玻纤粗纱/制品占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

复盘巨石历史毛利率, 前期(23Q3-24Q1)行业价格竞争趋势惨烈, 24Q1 巨石毛利率仅高于 08 年次贷金融危机时, 23Q3-24Q1 部分玻纤二三线公司单季度扣非利润均为负值、甚至处于亏损现金流状态。24Q3 巨石单季度毛利率 28.18%, 同比+1.03pct、环比+24Q2+5.61pct, 较 24Q1 底部毛利率回升 8.05pct, 龙头中国巨石粗纱盈利能力环比继续回升, 玻纤行业周期底部明确。

图表14: 中国巨石单季度毛利率



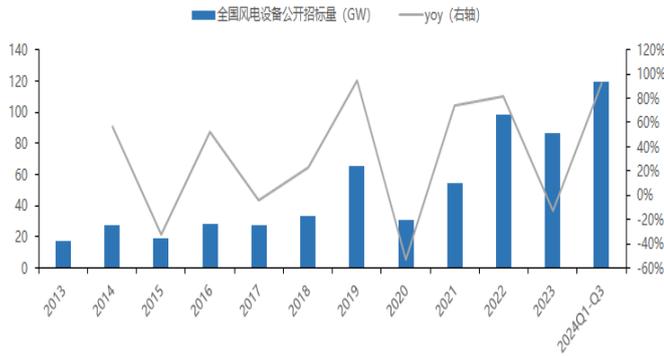
来源: wind, 国金证券研究所

玻纤需求端: 风电纱是内需较为景气方向, 2025 年有望迎来量价齐升。

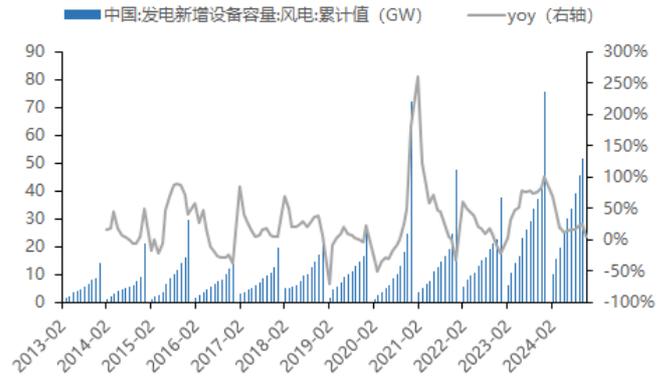
- 2025 年有望复刻“抢装潮”, 期待前期招标量落地。根据金风科技官网数据, 24Q1-Q3 全国风电设备公开招标量 119.1GW、同比+93%, 招标量同比高增。2022-2023 年全国风电设备公开招标量分别为 98.5、86.3W, 而对应全国新增风电设备装机量分别为 37.6、75.7GW, 前期招标量未充分传导至新增装机量, 主因系新能源消纳等问题。2025 年为“十四五”规划最后一年, 有望复刻 2015、2020 年“抢装潮”。
- 风电纱长协产品提价, 贡献今年增量业绩: 2024 年 11 月中国巨石等玻纤企业发布复价函, 对公司全系列风电纱产品复价 15-20%。风电纱定价机制大部分为长协、全年锁价, 即 2024 年 4-5 月行业粗纱复价过程中, 风电纱价格并未跟随调整, 2025 年起涨价落地后、风电纱吨净利有望迎来修复。
- 风电纱如何拉动整体玻纤涨价(例如 2014-2015 年、2020H2): 风电纱产品包含环氧型直接纱+高模量风电纱, 风电景气度高时, 头部玻纤厂风电纱产品结构占比提升, 其中普通直接纱可转换风电用环氧型直接纱, 池窑厂只需将不饱和树脂换成环氧树脂, 更换周期短, 因此其他领域用普通直接纱产能被挤占, 粗纱实际供给降低。



图表15: 全国风电招标量及 yoy



图表16: 全国新增风电设备装机容量及 yoy



来源: 金风科技官网, 国金证券研究所

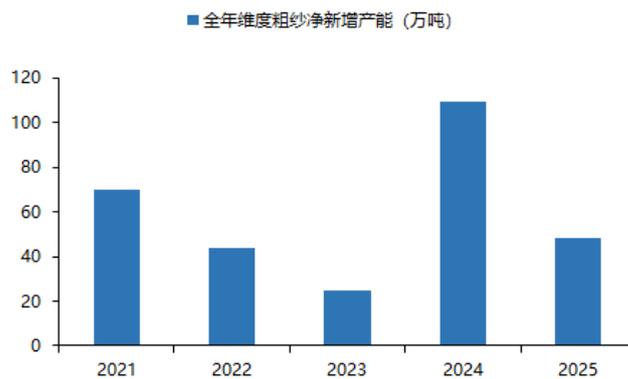
来源: wind, 国金证券研究所

玻纤供给端: 25Q2 是最后的压力测试期, 25H2 可见新增产能预计将下降, 随着国内需求逐步筑底回升, 中低端玻纤价格或迎来向上弹性。

前文已述, 23Q3-24Q1 玻纤行业价格竞争激烈, 部分玻纤二三线公司单季度扣非利润均为负值、甚至处于亏损现金流状态, 因此我们测算 2023 年净新增产能仅 25 万吨。随着 2024 年 4-5 月行业复价逐步落地, 24Q3 起, 因展望 24Q4-25H1 仍有新产能投产, 叠加需求淡季, 市场普遍担心中低端粗纱价格有回调压力:

- 2024 年 9 月以来净新增 54.5 万吨, 分别为新投产线长海第一条 15 万吨 (对应冷修 2 号线 8.5 万吨)、金牛 15 万吨 (对应冷修 2 号线 4 万吨), 以及冷修复产线长海天马 3 改 8、国际复材 F10 线 10 改 12、山玻 6 改 17;
- 预计产能集中投放将延续到 25H1, 我们测算 25H1 净新增 48 万吨, 已投产产线为泰山太原 15 万吨 (可能对应冷修 F01 线 10 万吨), 待投产产能包括巨石九江 20 万吨 (目前已点火其中的 10 万吨, 对应冷修桐乡 3 线 12 万吨)、内蒙古天皓 15 万吨, 冷修复产线包括桐乡 3 线 12 改 20+山东玻纤沂水 8 改 8 (1 月冷修, 因此全年角度实际无新增产能)。
- 展望 25H2, 目前头部上市公司在建粗纱产能可能都要等到 2026 年才释放供给, 下半年可能仅新进入者东方希望的 1 线点火、且实际投产时间节点存在较大不确定性。

图表17: 2021-2025 年粗纱行业新增产能统计



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所测算

注: 此处净新增产能为年内是否有投产/冷修/冷修复产的概念, 并未根据其供给时间节点测算对年内供给冲击

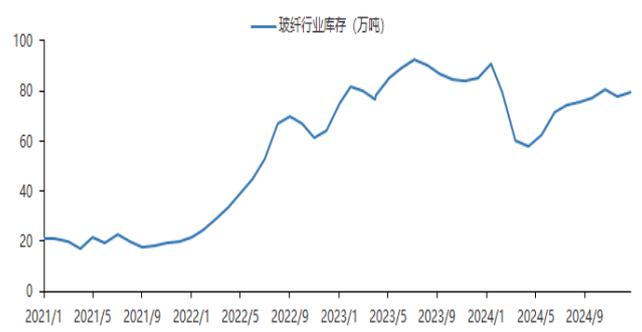
实际粗纱表现略好于市场预期, 2024 年 12 月及 2025 年春节期间 (玻纤为刚性供给, 春节期间供给连续生产、但下游需求无法启动), 行业在需求淡季库存小幅去库, 根据卓创资讯数据, 2025 年 1 月末行业库存 79.4 万吨、较 2024 年 11 月下降 1.6%。中低端产品价格平稳, 截至 2 月 27 日, 国内 2400tex 无碱缠绕直接纱市场主流成交价维持 3600-3700 元/吨不等, 全国企业报价均价在 3789.5 元/吨。



图表18: 2400tex 粗纱价格



图表19: 玻纤行业总体库存 (单位: 万吨)



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

2.2 风电叶片: 上游关键原材料实现集团内部保供, 涨价如有落实、有望带动业绩弹性

2023 年中材叶片收购中复连众 100% 股权, 截至 2023 年末, 公司拥有江苏阜宁、江西萍乡、江苏连云港等 13 个国内生产基地及 1 个位于巴西的国外生产基地, 产能 4630 套、同比增加 1462 套 (主因系收购中复连众)。

图表20: 截至 2023 年末, 风电叶片业务产能布局情况

| 生产基地 | 年产能 (套) |
|-----------|-------------|
| 甘肃酒泉 | 719 |
| 吉林白城 | 180 |
| 江苏阜宁 | 855 |
| 内蒙古锡林郭勒 | 368 |
| 江西萍乡 | 368 |
| 河北邯郸 | 454 |
| 内蒙古兴安盟 | 93 |
| 新疆伊吾 | 258 |
| 陕西榆林 | 345 |
| 广西阳江 | 31 |
| 江苏连云港 | 565 |
| 河北安阳 | 174 |
| 云南玉溪 | 155 |
| 巴西巴伊亚 | 65 |
| 合计 | 4630 |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2022 年以来风电行业市场竞争环境较为激烈, 产品价格呈明显下行趋势, 2022 年及 24H1 公司风电叶片利润率相对较薄。收入及利润占比角度, 2023 年中材叶片营收占上市公司比重为 27%、归母净利占比 15% (中材叶片收购中复连众后, 直接+间接持股比例从 100% 降低至 58.48%), 24H1 中材叶片营收占比 27%、归母净利占比 12%。



图表21：中材叶片经营数据统计

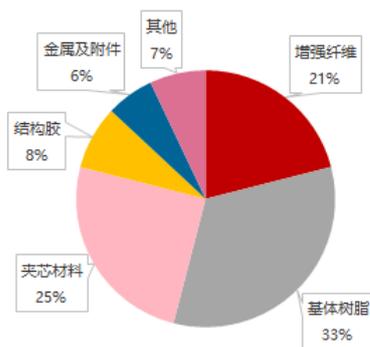
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 24H1 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 32.34 | 29.25 | 33.29 | 50.39 | 89.77 | 69.76 | 65.03 | 94.74 | 28.31 |
| 营业成本 | 26.33 | 24.04 | 28.61 | 41.00 | 68.29 | 58.77 | 58.64 | 77.41 | 23.91 |
| 毛利率 | 18.56% | 17.82% | 14.04% | 18.64% | 23.93% | 15.76% | 9.83% | 18.29% | 15.54% |
| 净利润(亿元) | 2.94 | 1.43 | 1.95 | 4 | 10 | 5.1 | 1.1 | 5.86 | 0.94 |
| 销量(GW) | 5.6 | 4.9 | 5.6 | 7.9 | 12.3 | 11.4 | 14.4 | 21.6 | 7.5 |
| 单GW售价(元) | 5.82 | 6.02 | 5.96 | 6.35 | 7.30 | 6.12 | 4.52 | 4.39 | 3.76 |
| 单GW成本(元) | 4.74 | 4.95 | 5.12 | 5.16 | 5.55 | 5.15 | 4.07 | 3.58 | 3.18 |
| 单GW毛利(元) | 1.08 | 1.07 | 0.84 | 1.18 | 1.75 | 0.96 | 0.44 | 0.80 | 0.59 |
| 单GW净利(元) | 0.53 | 0.29 | 0.35 | 0.50 | 0.81 | 0.45 | 0.08 | 0.27 | 0.13 |
| 中材叶片营收占比 | 36% | 28% | 29% | 37% | 48% | 34% | 29% | 37% | 27% |
| 中材叶片归母净利占比(2022年前100%持股, 2023年起直接+间接持股58.48%) | 73% | 19% | 21% | 29% | 49% | 15% | 3% | 15% | 12% |

来源：公司公告，国金证券研究所

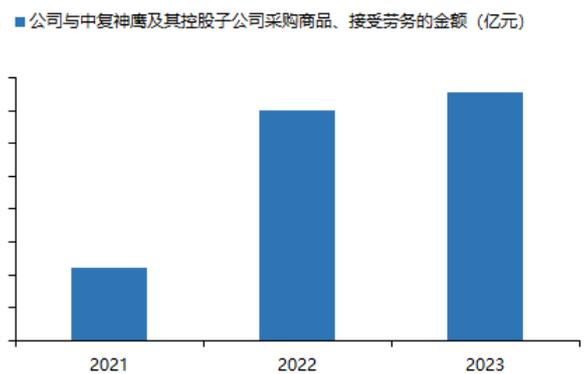
上游关键原材料增强纤维实现集团内部保供：

- 增强纤维为风电叶片主要原材料，占风电叶片材料成本21%，目前碳纤维在风电叶片上应用仍受限于成本，主要增强纤维使用风电纱（玻纤），由于风电纱生产门槛相对较高，目前产能主要集中在中国巨石、泰山玻纤和重庆国际三大玻纤企业，泰山玻纤与中材叶片同属于中材科技上市公司体内，同时中国巨石与中材科技控股股东均为中国建材集团，因此中材叶片供应链稳定性强，同时泰玻可继续开发高模量玻纤产品、推动产品成本相对优势；
- 结合风厂及主机客户的定制化需求，未来110米级别及以上主要用碳梁路线，公司提前布局国产碳纤维材料替代，中国建材集团内同样有国产小丝束碳纤维龙头中复神鹰，为中材科技在风电叶片、储氢气瓶领域提供原材料保障。

图表22：叶片主要材料成本占比（2022年）



图表23：公司与中复神鹰及其控股子公司采购商品、接受劳务的金额（单位：亿元）



来源：《复合材料在大型风电叶片上的应用与发展》（作者：李成良等），国金证

券研究所

券研究所

主机大型化和低成本趋势，驱使叶片全面转型为大型化产品，我们测算，2023年公司单套风电叶片平均装机量为5.56MW，而2020-2021年分别仅为2.51、3.33MW，大功率叶片产品迭代明显。大叶型叶片目前主要集中在CR2两家龙头，供给端依然较为紧缺。大叶片方面，24H1中材叶片122米主成型周期突破72小时、122米以上叶型生产效率在行业内处于领先水平，建成5条年产150套120米级别大型海上风电叶片示范生产线，实现13.6-16MW级别全球最长叶片批量化生产。



图表24：中材叶片单套风电叶片平均装机量



来源：公司公告，国金证券研究所测算

注：测算方法为公司风电叶片销售量（单位：MW）/风电叶片销售套数

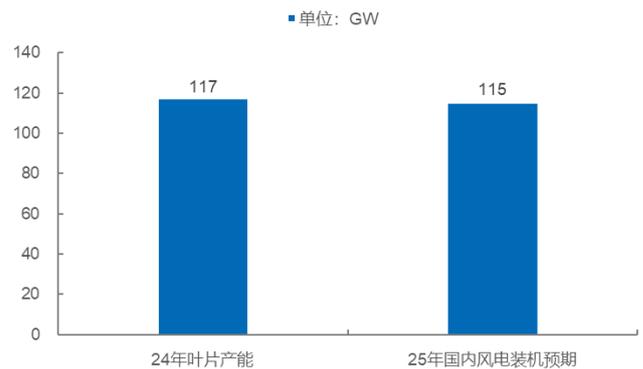
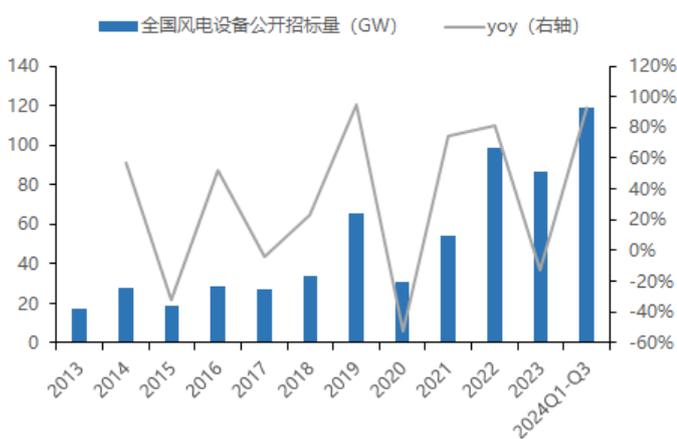
招标量指引高需求，2025 年风电需求高景气。根据金风科技业绩演示材料，24Q1-Q3 全国风电设备公开招标量 119.1GW、同比+93%。2022-2023 年全国风电设备公开招标量分别为 98.5、86.3W，而对应全国新增风电设备装机量分别为 37.6、75.7GW，前期招标量未充分传导至新增装机量，主因系新能源消纳等问题。2025 年为“十四五”规划最后一年，有望复刻 2015、2020 年“抢装潮”。2024 年我国风电新增并网装机容量约 88GW，预计 2025 年我国风电新增装机达到 105-115GW（其中陆风 95-100GW，海风 10-15GW），取中值 110GW、对应增速 25%。

供给端产能紧平衡，行业双寡头特征明显。据世界风能理事会（GWEC）统计，2024 年国内叶片环节产能约 117GW，与 2025 年风电需求基本持平，预计 2025 年叶片环节供需将呈现紧平衡状态。从供给格局来看，2023 年中叶片 CR2 合计市占率接近 50%，行业双寡头特征明显。

此外前文已述，2024 年 11 月中国巨石等玻纤企业发布复价函，对全系列风电纱产品复价 15-20%，直接推涨风电叶片成本。成本上涨压力下，关注叶片厂向下游顺导提价的节奏。我们认为叶片环节或有望受益于风电需求高景气趋势、较好的供需关系以及原材料成本上升带来的提价逻辑，从而实现价格及盈利的修复。

图表25：2024 年国内风机新增招标 157GW，同比+93%

图表26：预计 2025 年叶片环节供需紧平衡



来源：金风科技业绩演示材料，国金证券研究所

来源：GWEC，国金证券研究所测算

3 隔膜产能迅速扩张，其他业务相对稳定

3.1 隔膜：产能迅速扩张，产品结构改善

公司锂电隔膜业务经营主体为子公司中材锂膜，截至 2023 年底，公司已具备 40 亿平米基膜产能，在山东滕州、湖南常德、湖南宁乡、内蒙呼和浩特、江西萍乡、江苏南京、四川宜宾等地布局生产基地，覆盖国内外主流锂电池客户市场。



借助中国建材集团新材料平台, 锂膜产能迅速扩张, 销量从 2020 年的 4.2 亿平增长至 2023 年的 17.3 亿平, CAGR 达 60.3%。2023 年公司销售锂膜 17.3 亿平, 单平售价 1.41 元, 单平净利 0.54 元。24H1 公司销售锂膜 8.1 亿平米、同比+14%, 锂膜单平售价 0.94 元、同比-0.48 元, 全行业降价背景下, 公司改善产品结构, 涂覆销量同比+39%、涂覆销量占比同比提升 6pct, 单平净利 0.16 元、同比-0.32 元, 24H1 单位成本同比-3.4%。收入及利润占比角度, 2023 年中材锂膜营收占上市公司比重为 9%、归母净利占比 17% (中材锂膜直接+间接持股比例为 50.79%), 24H1 中材锂膜营收占比 7%、归母净利占比 14%。

图表27: 中材锂膜经营数据统计

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 24H1 |
|--|------|------|------|------|------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 0.29 | 0.30 | 0.54 | 3.36 | 5.76 | 11.26 | 18.67 | 24.37 | 7.62 |
| 营业成本 | / | / | / | / | / | / | 11.17 | 14.99 | 6.69 |
| 毛利率 | / | / | / | / | / | / | 40.15% | 38.51% | 12.23% |
| 净利润 (亿元) | / | / | / | / | / | 0.88 | 4.8 | 7.4 | 1.29 |
| 销量 (亿平) | / | / | / | / | 4.2 | 6.8 | 11.3 | 17.3 | 8.1 |
| 单平售价 (元) | / | / | / | / | 1.37 | 1.66 | 1.65 | 1.41 | 0.94 |
| 单平成本 (元) | / | / | / | / | / | / | 0.99 | 0.87 | 0.83 |
| 单平毛利 (元) | / | / | / | / | / | / | 0.66 | 0.54 | 0.12 |
| 单平净利 (元) | / | / | / | / | / | 0.13 | 0.42 | 0.43 | 0.16 |
| 中材锂膜营收占比 | 0% | 0% | 0% | 2% | 3% | 6% | 8% | 9% | 7% |
| 中材锂膜归母净利占比 (2021 年直接+间接持股 63.84%, 2022 年后直接+间接持股 50.79%) | / | / | / | / | / | 2% | 7% | 17% | 14% |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

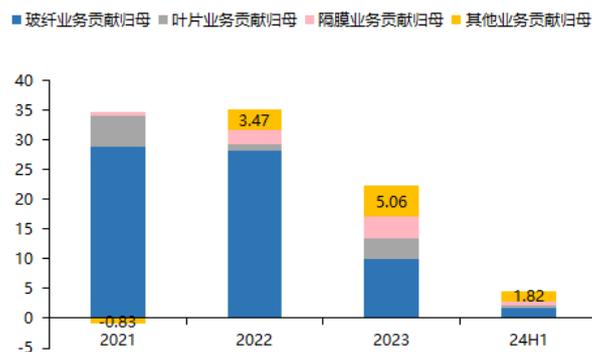
目前公司隔膜板块重点工作包括:

- 聚焦核心客户, 对前几位客户进行针对性服务;
- 聚焦核心产品, 动力电池聚焦批量较大的车企 (如特斯拉、长安等) 需求, 储能电池聚焦主力型号、预计下半年在储能隔膜市占率达到领先地位。围绕海外客户集中发力, 跟随战略客户一起走出去;
- 成本方面, 通过精益管控快速降低成本, 同时开发下一代成本更低新型隔膜。

3.2 其他业务: 中材苏州、南玻院、北玻有限等

除玻纤、叶片、隔膜三大主业外, 公司中材苏州 (气瓶)、南玻院 (玻纤及制品科研院所)、北玻有限 (先进复合材料)、苏非有限 (大型非矿工程的设计、装备和技术服务) 均贡献一定利润, 例如 2023 年公司三大主业外其余业务合计贡献归母净利 5.06 亿元。

图表28: 中材科技归母净利按业务拆分 (单位: 亿元)



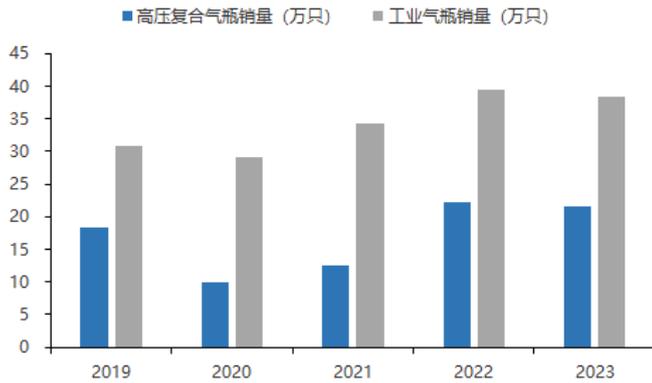
来源: wind, 国金证券研究所



(1) 公司高压气瓶业务运营主体为中材苏州(100%持股), 主要围绕CNG、储运、氢燃料、特种气瓶四大板块发展, 其中传统优势产业为CNG和特种工业气瓶, 转型方向主要为氢能储运装备。2023年公司高压复合气瓶销量21.53万只、工业气瓶销量38.34万只, 高压复合气瓶板块收入13.65亿元、净利润1.42亿元, 24H1高压复合气瓶板块收入5.40亿元、净利润0.59亿元。

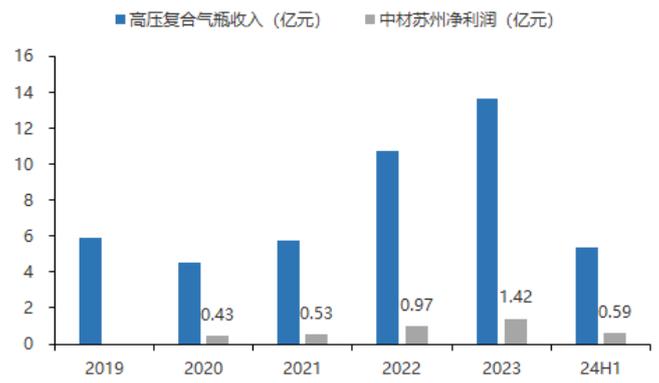
布局角度, 2023年公司高压气瓶业务已基本完成“十四五”布局, 苏州基地已建成自主知识产权的70Mpa四型瓶智能生产线、产能5000只, 目前处于推广阶段, 成都基地三型瓶也在扩产, 同时公司向下游延伸、具备供氢系统制造能力。2023年车载储氢瓶出货1.3万只、同比+70%, 收入超2亿元, 市占率保持行业领先。

图表29: 公司气瓶板块销量



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表30: 公司高压复合气瓶板块收入及净利润

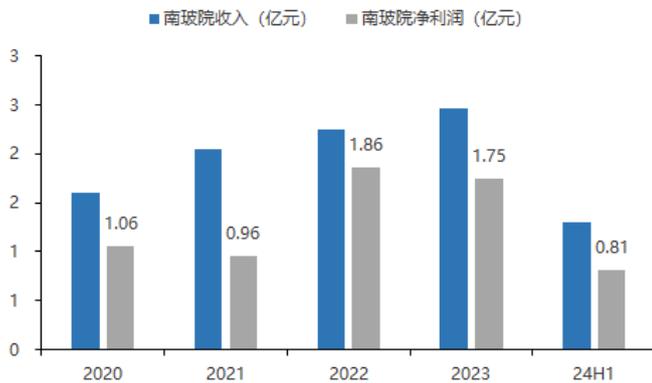


来源: 公司公告, 国金证券研究所

(2) 南玻院(100%持股)于1964年成立, 是我国玻纤工业技术的策源地和辐射源, 系列产品广泛应用于国家重大工程和大国重器, 实现装备制造用关键材料自主保障。2023年南玻院收入2.47亿元、净利润1.75亿元, 24H1南玻院收入1.30亿元、净利润0.81亿元。

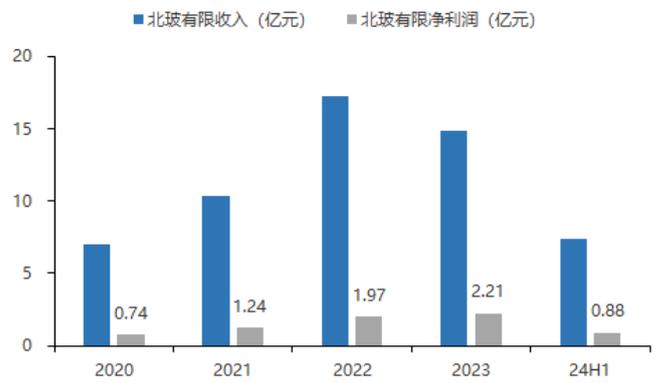
(3) 北玻有限(85.94%持股)由北京二五一厂转制成立, 继承北京玻璃钢研究设计院五十余年来形成的专有技术和行业影响力, 专门从事交通运输、建筑工程、电子电力、航空航天等领域高品质复合材料生产。2023年北玻有限收入14.89亿元、净利润2.21亿元, 24H1北玻有限收入7.36亿元、净利润0.88亿元。

图表31: 公司南玻院收入及净利润



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表32: 公司北玻有限收入及净利润



来源: 公司公告, 国金证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

玻纤及制品: 2022-2023年公司玻纤及制品销量分别为116、136万吨, 单价分别为7861、5445元/吨。虽然2024年4-5月起玻纤逐步复价, 考虑到23H1玻纤价格基数仍较高, 我



们预计 2024 年公司玻纤及制品销量 138 万吨（24H1 为 68 万吨），单价 5150 元/吨。考虑到中高端产品风电纱+热塑 2025 年均将继续复价，此外 25H2 可见新增产能预计将下降，随着国内需求逐步筑底回升，中低端玻纤价格或迎来向上弹性，玻纤价格整体趋势判断向上，我们预计 2025-2026 年玻纤及制品销量分别为 149、161 万吨，单价分别为 5614、5726 元/吨，因此 2024-2026 年公司玻纤及制品业务收入分别为 70.81、83.64、92.14 亿元，同比增速分别为-4%、18%、10%。预计 2024-2026 年公司玻纤及制品业务毛利率分别为 18.5%、25.2%、26.7%，假设成本相对稳定，随着玻纤逐步复价，毛利率有望逐步提升。

风电叶片：2022-2023 年公司风电叶片销量分别为 14.4、21.6GW，单价分别为 4.52、4.39 亿元/GW。考虑到 2024 年风电主机厂招标价格仍处于探底企稳阶段，风电产业链盈利能力偏弱，我们预计 2024 年公司风电叶片销量 23.4GW（结合全年风电新增装机量及公司市占率），单价 3.66 亿元/GW（24H1 为 3.76 亿元/GW）。2025 年有望复刻“抢装潮”，期待前期招标量落地，同时成本上涨压力下，关注叶片厂向下游顺导提价的节奏，因此我们认为 2025 年风电叶片板块有望迎来量价齐升，2026 年抢装高基数下同比或有所回落，我们预计 2025-2026 年风电叶片销量分别为 33、30GW，单价均为 3.84 亿元/GW，因此 2024-2026 年公司风电叶片业务收入分别为 85.64、126.82、115.29 亿元，同比增速分别为-10%、48%、-9%。预计 2024-2026 年公司风电叶片业务毛利率分别为 13.1%、14.2%、14.2%，叶片厂向下游顺导提价如果相对顺利，毛利率有望迎来修复。

隔膜：2022-2023 年公司隔膜销量分别为 11.3、17.3 亿平，单价分别为 1.65、1.41 元/平。全行业供大于求背景下，我们预计 2024 年公司隔膜销量 18 亿平（24H1 销量为 8.1 亿平），单价 0.90 元/平（24H1 为 0.92 元/平）。下游新能源车及储能行业仍处于增长状况，我们预计 2025-2026 年隔膜销量分别为 21、24 亿平，单价均为 0.90 元/平，因此 2024-2026 年公司隔膜业务收入分别为 16.2、18.9、21.6 亿元，同比增速分别为-34%、17%、14%。预计 2024-2026 年公司隔膜业务毛利率分别为 11.1%、13.3%、15.6%，毛利率修复、预计主因系单位成本下降。

高压复合气瓶：2024 年受氢能汽车等行业需求影响，销量或略有回落，2025 年起重回增长区间，公司产能储备充足，我们预计 2024-2026 年公司高压复合气瓶业务收入分别为 12.0、13.8、15.8 亿元。2023 年高压复合气瓶业务毛利率为 18.6%，预计 2024-2026 年公司高压复合气瓶业务毛利率均保持在 18.0%，盈利水平整体稳定。

低介电电子布：目前公司已具备年产 1200 万平米的供应能力，2024 年 10 月泰玻投资 13.02 亿元建设年产 2600 万平米特种玻纤布项目，项目建设期 18 个月，因此我们预计该项目完全投产时间可能在 2026 年中（不同产线可能存在投产时间上的差异）。同时行业处于快速增长期，我们预计 2025-2026 年公司低介电电子布业务收入分别为 5.36、11.55 亿元。预计 2025-2026 年公司低介电电子布业务毛利率均为 36.0%，行业目前主要玩家为日系、台系及国产厂家（泰玻/光远），生产壁垒较高，参考其他 AI 新材料上市公司（例如联瑞新材 24Q1-Q3 整体毛利率 42.2%），我们预计利润率水平相对较高。

费用率：①我们预计 2024-2026 年公司销售费用率均为 1.6%，公司整体销售费用率偏低；②我们预计 2024-2026 年公司管理费用率分别为 5.67%、5.50%、5.50%；③我们预计 2024-2026 年公司研发费用率保持在 5.1%。

图表33：公司盈利预测拆分



| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 玻纤及制品 | | | | | |
| 收入 (亿元) | 91.35 | 73.89 | 70.81 | 83.64 | 92.14 |
| YoY | | -19% | -4% | 18% | 10% |
| 销量 (万吨) | 116 | 136 | 138 | 149 | 161 |
| 单价 (元/吨) | 7861 | 5445 | 5150 | 5614 | 5726 |
| 毛利率 | 32.42% | 24.47% | 18.45% | 25.18% | 26.65% |
| 风电叶片 | | | | | |
| 收入 (亿元) | 65.03 | 94.74 | 85.64 | 126.82 | 115.29 |
| YoY | | 46% | -10% | 48% | -9% |
| 销量 (GW) | 14.4 | 21.6 | 23.4 | 33.0 | 30.0 |
| 单价 (亿元/GW) | 4.52 | 4.39 | 3.66 | 3.84 | 3.84 |
| 毛利率 | 9.83% | 18.29% | 13.11% | 14.21% | 14.21% |
| 隔膜 | | | | | |
| 收入 (亿元) | 18.67 | 24.37 | 16.20 | 18.90 | 21.60 |
| YoY | | 31% | -34% | 17% | 14% |
| 销量 (亿平) | 11.3 | 17.3 | 18.0 | 21.0 | 24.0 |
| 单价 (元/平) | 1.65 | 1.41 | 0.90 | 0.90 | 0.90 |
| 毛利率 | 40.15% | 38.51% | 11.11% | 13.33% | 15.56% |
| 高压复合气瓶 | | | | | |
| 收入 (亿元) | 10.73 | 13.65 | 12.00 | 13.80 | 15.87 |
| 低介电 | | | | | |
| 收入 (亿元) | | | | 5.36 | 11.55 |
| 费用率 | | | | | |
| 销售费用率 | 1.34% | 1.91% | 1.60% | 1.60% | 1.60% |
| 管理费用率 | 4.53% | 5.03% | 5.67% | 5.50% | 5.50% |
| 研发费用率 | 4.78% | 5.02% | 5.10% | 5.10% | 5.10% |
| 整体 | | | | | |
| 收入 (亿元) | 221.09 | 258.89 | 250.07 | 315.99 | 326.16 |
| YoY | | 17% | -3% | 26% | 3% |
| 毛利率 | 25.54% | 24.65% | 17.86% | 20.90% | 22.60% |

来源: wind, 国金证券研究所

根据以上假设, 我们预计 2024-2026 年公司整体营收分别为 250.07、315.99、326.16 亿元, 同比增速分别为-3%、26%、3%, 2024-2026 年归母净利润分别为 7.95、15.79 和 20.13 亿元, 同比增速分别为-64%、99%、28%。

取业绩预告中值, 2024 年公司归母净利为 7.92 亿元。

4.2 投资建议及估值

同行业可比上市公司包括中国巨石 (全球玻纤产能规模最大的企业, 第二为公司)、恩捷股份 (全球隔膜产能规模最大的企业, 第三为公司)、长海股份 (主营业务为玻纤及制品)、日月股份 (主营业务为风电铸件, 为风电零部件环节同样有涨价预期的品种)。可比公司股价对应 2024-2026 年平均 PE 分别为 27x、19x、15x, 公司目前股价对应 2024-2026 年 PE 在 31x、16x、12x, 估值水平略低于可比公司。

投资建议: 我们看好公司①Low-Dk 产品技术实力, 行业整体供需偏紧, 关注二代低介电渗透率提升空间及节奏, ②玻纤需求端结构性回温, 风电纱迎量价齐升, 供给端 25H2 后新增产能预计边际向下, ③关注风电叶片行业的积极变化。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.95、15.79 和 20.13 亿元, 现价对应动态 PE 分别为 31x、16x、12x, 给



以 2025 年 21 倍估值，目标价 19.76 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表34：可比公司估值比较（市盈率法）

| 代码 | 名称 | 股价（元） | EPS | | | | | PE | | |
|------------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|
| | | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 600176.SH | 中国巨石 | 11.9 | 1.65 | 0.76 | 0.55 | 0.73 | 0.88 | 21 | 16 | 13 |
| 002812.SZ | 恩捷股份 | 32.74 | 4.46 | 2.58 | 0.65 | 1.05 | 1.45 | 50 | 31 | 23 |
| 300196.SZ | 长海股份 | 11.34 | 1.89 | 0.71 | 0.69 | 1.00 | 1.39 | 16 | 11 | 8 |
| 603218.SH | 日月股份 | 13.41 | 0.35 | 0.47 | 0.62 | 0.79 | 0.91 | 22 | 17 | 15 |
| 平均值 | | | | | | | | 27 | 19 | 15 |
| 002080.SZ | 中材科技 | 14.68 | 2.09 | 1.33 | 0.47 | 0.94 | 1.20 | 31 | 16 | 12 |

来源：Wind，国金证券研究所

注：股价基准日为 2025 年 3 月 10 日收盘价；恩捷股份采用国金预测数据，中国巨石、长海股份、日月股份采用 wind 一致预期（180 天）

风险提示

Low-Dk 电子布业务可能不及预期：下游 AI 应用场景高景气催化上游低介电电子布需求，泰玻一代低介电加速扩产，目前已具备年产 1200 万米供应能力，同时建设年产 2600 万米特种玻纤布项目，提前储备二代低介电技术。但如果公司低介电电子布扩产节奏不及预期/低介电电子布行业供需格局恶化超预期，可能导致本文低介电业务测算偏乐观。

玻纤供需格局变化不及预期：需求端风电纱是内需最确定方向，2025 年迎接量价齐升，供给端 25Q2 是最后的压力测试期，25H2 可见新增产能预计将下降，随着国内需求逐步筑底回升，中低端玻纤价格或迎来向上弹性。但如果风电需求不及预期或内需未出现明显复苏，可能导致行业需求不及预期。此外，我们测算 25H2 后新产能投放量不多，但若行业产能投放超预期，供需格局将受到影响。

风电叶片盈利能力修复不及预期：目前公司风电叶片业务盈利能力承压，2024 年 11 月中国巨石等玻纤企业发布复价函，对全系列风电纱产品复价 15-20%，直接推涨风电叶片成本，成本上涨压力下，关注叶片厂向下游顺导提价的节奏。但如果叶片行业向下游顺价节奏及幅度不及预期，可能导致叶片盈利能力环比无法修复。

锂膜业务盈利能力继续下滑的风险：全行业降价背景下，24H1 中材锂膜单平净利 0.16 元、同比-0.32 元，如果新能源车/储能需求不及预期，或锂膜行业产能投放继续超预期，可能导致锂膜业务盈利能力继续下滑，拖累公司业绩。

原材料价格波动的风险：以玻纤行业为例，公司主要原材料包括天然气、矿石等，如果原材料价格高位运行，公司盈利能力或受较大影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 主营业务收入 | 20,295 | 22,109 | 25,889 | 25,007 | 31,599 | 32,616 |
| 增长率 | | 8.9% | 17.1% | -3.4% | 26.4% | 3.2% |
| 主营业务成本 | -14,207 | -16,463 | -19,508 | -20,540 | -24,994 | -25,245 |
| %销售收入 | 70.0% | 74.5% | 75.4% | 82.1% | 79.1% | 77.4% |
| 毛利 | 6,088 | 5,646 | 6,381 | 4,467 | 6,606 | 7,371 |
| %销售收入 | 30.0% | 25.5% | 24.6% | 17.9% | 20.9% | 22.6% |
| 营业税金及附加 | -205 | -196 | -218 | -263 | -316 | -326 |
| %销售收入 | 1.0% | 0.9% | 0.8% | 1.1% | 1.0% | 1.0% |
| 销售费用 | -283 | -297 | -494 | -400 | -506 | -522 |
| %销售收入 | 1.4% | 1.3% | 1.9% | 1.6% | 1.6% | 1.6% |
| 管理费用 | -996 | -1,001 | -1,302 | -1,418 | -1,736 | -1,795 |
| %销售收入 | 4.9% | 4.5% | 5.0% | 5.7% | 5.5% | 5.5% |
| 研发费用 | -961 | -1,057 | -1,299 | -1,275 | -1,612 | -1,663 |
| %销售收入 | 4.7% | 4.8% | 5.0% | 5.1% | 5.1% | 5.1% |
| 息税前利润 (EBIT) | 3,643 | 3,095 | 3,067 | 1,111 | 2,436 | 3,064 |
| %销售收入 | 17.9% | 14.0% | 11.8% | 4.4% | 7.7% | 9.4% |
| 财务费用 | -487 | -387 | -352 | -387 | -419 | -417 |
| %销售收入 | 2.4% | 1.7% | 1.4% | 1.5% | 1.3% | 1.3% |
| 资产减值损失 | -79 | -138 | -245 | -43 | -8 | -1 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 23 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 48 | 120 | -13 | -10 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 1.2% | 2.9% | n.a | n.a | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 4,099 | 4,060 | 2,981 | 1,173 | 2,310 | 2,948 |
| 营业利润率 | 20.2% | 18.4% | 11.5% | 4.7% | 7.3% | 9.0% |
| 营业外收支 | 25 | 6 | 56 | 10 | 10 | 10 |
| 税前利润 | 4,124 | 4,066 | 3,038 | 1,183 | 2,320 | 2,958 |
| 利润率 | 20.3% | 18.4% | 11.7% | 4.7% | 7.3% | 9.1% |
| 所得税 | -649 | -335 | -322 | -201 | -394 | -503 |
| 所得税率 | 15.7% | 8.2% | 10.6% | 17.0% | 17.0% | 17.0% |
| 净利润 | 3,475 | 3,731 | 2,716 | 982 | 1,926 | 2,455 |
| 少数股东损益 | 102 | 220 | 492 | 187 | 347 | 442 |
| 归属于母公司的净利润 | 3,373 | 3,511 | 2,224 | 795 | 1,579 | 2,013 |
| 净利率 | 16.6% | 15.9% | 8.6% | 3.2% | 5.0% | 6.2% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润 | 3,475 | 3,731 | 2,716 | 982 | 1,926 | 2,455 |
| 少数股东损益 | 102 | 220 | 492 | 187 | 347 | 442 |
| 非现金支出 | 1,371 | 1,710 | 2,058 | 1,969 | 1,999 | 2,145 |
| 非经营收益 | -258 | -863 | 398 | 810 | 419 | 417 |
| 营运资金变动 | -916 | -1,419 | -352 | -1,272 | -736 | -144 |
| 经营活动现金净流 | 3,672 | 3,160 | 4,820 | 2,489 | 3,607 | 4,873 |
| 资本开支 | -1,693 | -3,723 | -7,636 | -3,339 | -3,525 | -2,025 |
| 投资 | 51 | 11 | 119 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 89 | 51 | 7 | -10 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -1,553 | -3,662 | -7,511 | -3,349 | -3,525 | -2,025 |
| 股权募资 | 387 | 5,008 | 241 | -45 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 339 | 894 | 2,513 | 381 | 1,282 | -885 |
| 其他 | -3,081 | -2,317 | -2,446 | -744 | -1,061 | -1,233 |
| 筹资活动现金净流 | -2,354 | 3,585 | 307 | -408 | 221 | -2,119 |
| 现金净流量 | -258 | 3,115 | -2,364 | -1,269 | 303 | 730 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 2,635 | 5,783 | 3,542 | 2,218 | 2,482 | 3,184 |
| 应收款项 | 8,785 | 9,929 | 12,588 | 12,579 | 14,943 | 15,424 |
| 存货 | 2,250 | 3,178 | 3,905 | 4,234 | 5,017 | 5,067 |
| 其他流动资产 | 709 | 552 | 1,247 | 1,604 | 1,737 | 1,743 |
| 流动资产 | 14,379 | 19,442 | 21,283 | 20,635 | 24,178 | 25,418 |
| %总资产 | 38.2% | 41.5% | 37.5% | 36.2% | 38.9% | 40.2% |
| 长期投资 | 482 | 711 | 854 | 854 | 854 | 854 |
| 固定资产 | 19,954 | 23,864 | 31,043 | 32,737 | 34,262 | 34,129 |
| %总资产 | 53.0% | 50.9% | 54.6% | 57.4% | 55.2% | 54.0% |
| 无形资产 | 1,633 | 1,974 | 2,692 | 2,585 | 2,615 | 2,648 |
| 非流动资产 | 23,247 | 27,447 | 35,525 | 36,377 | 37,922 | 37,814 |
| %总资产 | 61.8% | 58.5% | 62.5% | 63.8% | 61.1% | 59.8% |
| 资产总计 | 37,627 | 46,889 | 56,808 | 57,013 | 62,101 | 63,231 |
| 短期借款 | 4,466 | 2,591 | 5,418 | 4,824 | 6,866 | 5,221 |
| 应付款项 | 7,778 | 9,335 | 12,064 | 11,840 | 13,824 | 14,086 |
| 其他流动负债 | 1,339 | 1,350 | 1,630 | 1,339 | 1,835 | 1,958 |
| 流动负债 | 13,583 | 13,277 | 19,111 | 18,004 | 22,525 | 21,265 |
| 长期贷款 | 3,371 | 5,404 | 8,322 | 9,922 | 9,922 | 9,922 |
| 其他长期负债 | 5,061 | 5,663 | 2,876 | 1,996 | 1,269 | 2,010 |
| 负债 | 22,015 | 24,343 | 30,310 | 29,922 | 33,716 | 33,197 |
| 普通股股东权益 | 14,169 | 17,274 | 18,564 | 18,970 | 19,918 | 21,126 |
| 其中：股本 | 1,678 | 1,678 | 1,678 | 1,678 | 1,678 | 1,678 |
| 未分配利润 | 7,550 | 9,823 | 10,590 | 11,067 | 12,015 | 13,223 |
| 少数股东权益 | 1,442 | 5,271 | 7,934 | 8,120 | 8,467 | 8,909 |
| 负债股东权益合计 | 37,627 | 46,889 | 56,808 | 57,013 | 62,101 | 63,231 |

比率分析

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 2.010 | 2.092 | 1.325 | 0.474 | 0.941 | 1.200 |
| 每股净资产 | 8.443 | 10.294 | 11.062 | 11.304 | 11.869 | 12.589 |
| 每股经营现金净流 | 2.188 | 1.883 | 2.872 | 1.483 | 2.150 | 2.904 |
| 每股股利 | 0.635 | 0.660 | 0.560 | 0.190 | 0.376 | 0.480 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 23.81% | 20.33% | 11.98% | 4.19% | 7.93% | 9.53% |
| 总资产收益率 | 8.97% | 7.49% | 3.92% | 1.39% | 2.54% | 3.18% |
| 投入资本收益率 | 11.65% | 8.26% | 6.65% | 2.16% | 4.40% | 5.53% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 8.47% | 8.94% | 17.10% | -3.41% | 26.36% | 3.22% |
| EBIT 增长率 | 29.75% | -15.03% | -0.90% | -63.77% | 119.17% | 25.79% |
| 净利润增长率 | 64.40% | 4.08% | -36.65% | -64.25% | 98.61% | 27.46% |
| 总资产增长率 | 11.67% | 24.62% | 21.15% | 0.36% | 8.92% | 1.82% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 65.1 | 78.4 | 93.6 | 112.0 | 102.0 | 102.0 |
| 存货周转天数 | 56.0 | 60.2 | 66.3 | 76.0 | 74.0 | 74.0 |
| 应付账款周转天数 | 105.4 | 103.2 | 99.6 | 122.0 | 110.0 | 110.0 |
| 固定资产周转天数 | 321.6 | 330.1 | 352.3 | 331.1 | 268.1 | 258.2 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 51.70% | 26.20% | 41.58% | 49.27% | 53.29% | 42.55% |
| EBIT 利息保障倍数 | 7.5 | 8.0 | 8.7 | 2.9 | 5.8 | 7.3 |
| 资产负债率 | 58.51% | 51.92% | 53.35% | 52.48% | 54.29% | 52.50% |

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 7 | 8 | 16 | 33 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|-----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究