

中仑新材（301565）

证券研究报告

2025 年 06 月 29 日

立足膜材技术优势，多赛道布局打造新增长

公司是以膜材料为基础，特种材料为引擎的新材料创新企业，秉持着“多矩阵、高精尖、全球化”的核心发展战略，一方面，依托“产、学、研、用”四大创新引擎，打造“高精尖”材料产业链矩阵，力争在未来 5 年内打造出多款市场地位对标 BOPA 膜材的单项冠军产品。同时，加速布局和拓展在固态电池封装材料、电池电芯、新能源电子元器件等高端新兴市场领域的关键材料和应用场景，持续丰富产品矩阵。

BOPA 薄膜行业领先，乘势追击扩产

BOPA 薄膜市场近年来呈现快速增长态势，全球需求量从 2016 年的 27.13 万吨增长至 2023 年的 49.4 万吨，年复合增长率为 8.91%。中国市场增长更具活力，年复合增长率达到 13.01%。然而，BOPA 薄膜在整个塑料薄膜市场中的占比仅为 1.9%，未来市场潜力仍较大。公司在全球和中国市场的占有率分别为 20%和 36%，处于领先地位。奠定领先优势主要在于：

- 1) 工艺技术领先：公司掌握多项国际领先的生产工艺，包括磁悬浮线性电机同步拉伸技术，这些技术不仅提高了生产效率，也保证了产品的高质量。
- 2) 设备订购前瞻性：公司设备多为国外采购，目前新产线订单交货周期已延长至 4-5 年，公司产线预定规划较早，可按照计划逐步投产。
- 3) 产业链一体化优势：公司 PA6 及改性母粒基本为自产。同时，PA6 生产工厂与薄膜生产工厂毗邻，实现真正的“隔墙”一体化生产。

立足膜材料，拓展新领域

短期：BOPLA 薄膜已有放量。公司为国内首款规模化量产 BOPLA 薄膜的企业，该产品短期需求主要靠政策驱动，23 年长塑助力中国邮政绿色包装实验室成功研发生物降解胶带，24 年中国邮政集团已有相关招标。

中期：立足膜材料技术，开拓 BOPP 膜在超薄电容器领域的应用，首条产线预计 2025 年下半年投产，可作为基膜应用于薄膜电容器及复合集流体等领域，市场潜力较大。

投资建议：公司为 BOPA 薄膜领先企业，对膜产品深耕多年，后续有望快速拓展至其他领域。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 1.4、3.96 和 6 亿元。参考可比公司，考虑到后续公司募投产能较大的投产预期，我们认为 26 年 35 倍 PE 估值较为合理，目标价 34.6 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、国际贸易风险、市场竞争加剧风险、新品拓展不及预期

投资评级

行业	基础化工/塑料
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	26.2 元
目标价格	34.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	400.01
流通 A 股股本(百万股)	128.01
A 股总市值(百万元)	10,480.26
流通 A 股市值(百万元)	3,353.86
每股净资产(元)	5.94
资产负债率(%)	32.04
一年内最高/最低(元)	28.39/16.24

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,352.27	2,473.26	2,843.58	4,273.95	4,858.22
增长率(%)	2.41	5.14	14.97	50.30	13.67
EBITDA(百万元)	467.36	356.28	319.25	642.23	879.97
归属母公司净利润(百万元)	206.20	113.15	139.56	395.99	600.52
增长率(%)	(27.73)	(45.13)	23.34	183.73	51.65
EPS(元/股)	0.52	0.28	0.35	0.99	1.50
市盈率(P/E)	50.82	92.62	75.09	26.47	17.45
市净率(P/B)	6.55	4.47	4.21	3.64	3.01
市销率(P/S)	4.46	4.24	3.69	2.45	2.16
EV/EBITDA	0.00	21.06	30.47	14.63	10.28

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1.战略布局：打造高端材料创新企业	4
1.1.股权结构：实控人深耕新材料	4
1.2.经营情况：营收规模稳步增长	5
1.3.技术储备：研发矩阵赋能，新能源布局谋定而动	6
2.BOPA 薄膜：需求景气向上，公司乘风扩产	7
2.1.市场需求增速较快，产品工艺不断升级	7
2.2.中仑：新型 BOPA 薄膜拓展至锂电膜领域	9
2.3.优势分析：工艺、设备与产业链一体化	12
2.4.主要上市公司经营数据对比	13
3.超薄型 BOPP 膜材：依托底层技术，拓展高附加值领域	14
3.1.薄膜电容器基膜：壁垒高，高端品具备国产替代需求	14
3.2.复合集流体基膜：技术储备，静待行业放量	16
4.政策推动市场，BOPLA 薄膜助力企业 ESG	17
4.1.减碳显著性能优异，行业处政策推动初期	17
4.2.BOPLA 薄膜：顺应趋势，国内首家量产	19
5.在建项目：有序推进，利润贡献可期	20
6.盈利预测与估值	20
7.风险提示	21

图表目录

图 1：公司主营业务及产品	4
图 2：公司股权结构（截至 24FY）	5
图 3：中仑新材营收及增速	5
图 4：中仑新材归母净利润及增速	5
图 5：制造工艺及产业链	7
图 6：我国 BOPA 薄膜占比仍然较低（产量口径）	8
图 7：2020 年全球 BOPA 薄膜下游细分市场占比	8
图 8：BOPA 的主要下游应用领域一览	8
图 9：锂电膜市场需求（亿平米）	10
图 10：固态电池出货预测及对应 BOPA 膜情况	10
图 11：功能性 BOPA 薄膜营业收入及毛利率	11
图 12：功能性 BOPA 薄膜细分销售情况	11
图 13：公司主要设备采购情况	12
图 14：聚合顺 vs 中仑新材 PA6 毛利率	13
图 15：三家公司薄膜业务营业收入对比	13

图 16: 三家公司销量情况	13
图 17: 三家公司销售价格对比 (万元/吨)	14
图 18: 三家公司薄膜业务毛利率对比	14
图 19: 三家公司吨毛利情况 (元/吨)	14
图 20: 薄膜电容器成本构成	15
图 21: 2018 年至 2029E 全球薄膜电容器的市场规模 (十亿元)	15
图 22: 2018 年至 2029E 国内薄膜电容器的市场规模 (十亿元)	15
图 23: 2018 年至 2029E 全球薄膜电容器基膜市场规模 (十亿元)	16
图 24: 2018 年至 2029E 全球薄膜电容器基膜产量 (千吨)	16
图 25: 2018 年至 2029E 国内薄膜电容器基膜市场规模 (十亿元)	16
图 26: 2018 年至 2029E 国内薄膜电容器基膜产量 (千吨)	16
图 27: 复合集流体的三明治结构	17
图 28: 不同种类塑料二氧化碳的排放量对比	18
图 29: 胶带行业需求测算	18
图 30: 不同薄膜的价格对比	19
图 31: 生物降解 BOPLA 薄膜业务营收及毛利率	19
图 32: 两种产品的毛利率对比	19
表 1: 公司部分项目进展	6
表 2: 主要公司产能情况(万吨/年)	9
表 3: 老旧产线情况(海外公司为主)	9
表 4: 2023 年公司前 5 大客户	11
表 5: 主要上市公司工艺情况	12
表 6: BOPLA 薄膜 vs.BOPA 薄膜	17
表 7: 公司募投项目情况	20
表 8: 主营业务预测	20
表 9: 费用率预测	21
表 10: 可比公司估值	21

1. 战略布局：打造高端材料创新企业

中仑新材是以膜材料为基础，特种材料为引擎的新材料创新企业，秉持着“多矩阵、高精尖、全球化”的核心发展战略，一方面，依托“产、学、研、用”四大创新引擎，打造“高精尖”材料产业链矩阵，力争在未来5年内打造出多款市场地位对标BOPA膜材的单项冠军产品。同时，加速布局 and 拓展在固态电池封装材料、电池电芯、新能源电子元器件等高端新兴市场领域的关键材料和应用场景，持续丰富产品矩阵，如特种BOPA、超薄型BOPP、BOPLA等膜材料，以及高性能聚酰胺材料、高温尼龙等特种合成材料。另一方面，通过一体化产业链延伸、产销研全球化布局等举措，不断提升产品市场份额，持续拓展“高精尖”蓝海新材料赛道，构建覆盖产品全生命周期、企业运营及价值链的可持续发展体系，造就世界一流的新材料产业生态，筑牢护城河，实现企业永续发展。

目前，公司已构建了“聚酰胺6-功能性BOPA薄膜”产业链一体化战略布局，双向拉伸技术方面，公司是全球极少数同时成熟掌握了分步拉伸、机械同步拉伸以及磁悬浮线性电机同步拉伸工艺的企业之一。同时，作为全球BOPA薄膜龙头，公司凭借20%以上的全球市占率、36%的国内市占率（聚酰胺双向拉伸塑料薄膜产品口径）及12.5万吨的行业领先产能，稳居市场第一梯队。公司通过印尼5万吨基地建设及国内4万吨在建产能，加速海外扩张与本土升级，叠加境外收入的高增态势与海外老旧产能退出趋势，全球化市场份额提升空间较大。

图 1：公司主营业务及产品



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.1. 股权结构：实控人深耕新材料

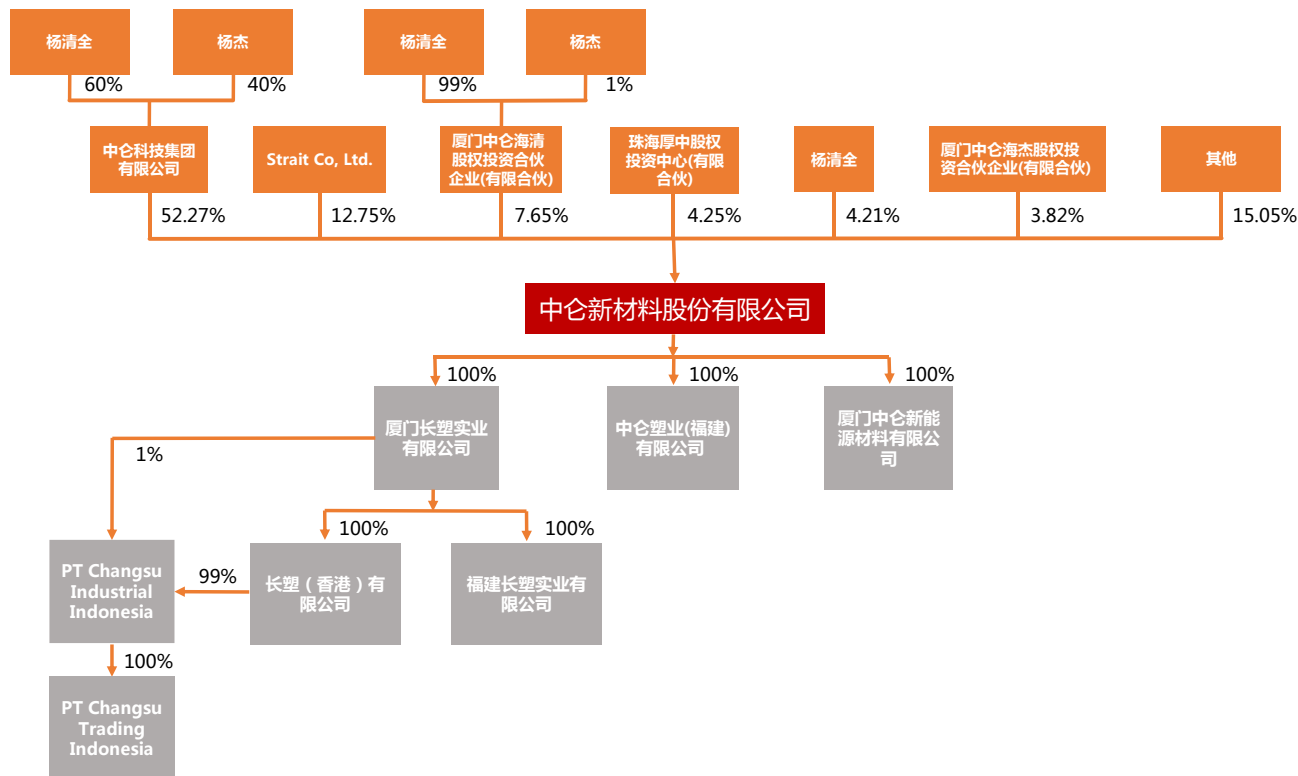
公司实际控制人杨清金先生通过控股中仑科技集团有限公司而间接控制公司52.27%的表决权；作为执行事务合伙人通过控制厦门中仑海清股权投资合伙企业（有限合伙）而间接控制公司7.65%的表决权；作为执行事务合伙人通过控制厦门中仑海杰股权投资合伙企业（有限合伙）而间接控制公司3.82%的表决权。

董事长杨清金已深耕新材料行业30余年，90年代初期开始创业，创办厦门长天（胶粘带制品等），2012年，杨清金创办了中仑塑业（福建）有限公司，2016年创办了金旻（厦

门) 新材料科技有限公司。2018 年 11 月 9 日, 创办中仑新材。

公司目前主要利润贡献主体为长塑实业及中仑塑业。其中, 中仑塑业主要研发生产聚酰胺及其相关制品; 长塑实业主要业务为高性能膜材的研发、生产和销售。

图 2: 公司股权结构 (截至 24FY)

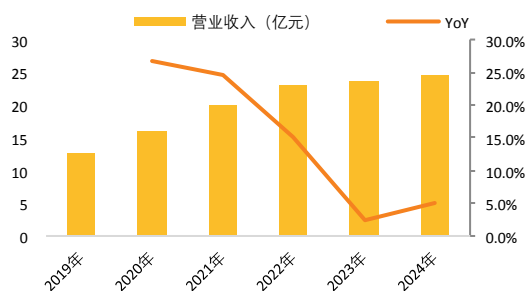


资料来源: 公司年报, wind, 天风证券研究所

1.2. 经营情况: 营收规模稳步增长

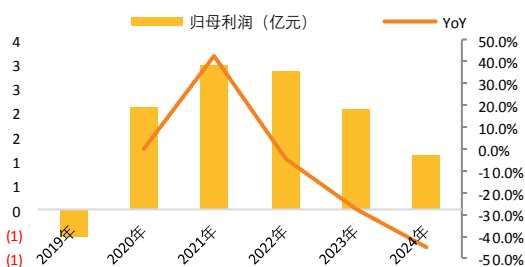
公司设立之初主要从事薄膜级聚酰胺 6 (PA6) 的研发、生产、销售, 主要应用于下游 BOPA 薄膜的生产制造。2019 年 12 月, 为进一步延伸公司薄膜产品产业链, 实现 BOPA 薄膜产业链一体化协同发展, 公司在完成上游关键原材料的组织构建后, 根据发展战略规划, 完成了对长塑实业控股权收购, 实现了从产业链上游关键原材料到下游功能性新材料的一体化布局。随着产业上下游整合布局的完成, 公司发展进入快车道。2019 年公司收购长塑实业后, 营收规模迅速扩张、归母净利润 20 年扭亏。

图 3: 中仑新材营收及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 中仑新材归母净利润及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

1.3. 技术储备：研发矩阵赋能，新能源布局谋定而动

目前公司在研项目有高温尼龙 PA10T、PA6T，复合集流体基膜、超薄电容膜、适用固态电池的双向拉伸聚酰胺薄膜以及处于大试阶段的用于胶带的离型双向拉伸聚乳酸薄膜、低碳生物基高强度双向拉伸聚酰胺薄膜以及锂离子电池封装用尼龙膜。2021 年-2024 年，公司用于研发的费用投入逐年增长，由 2021 年的 6500 万元增长至 2024 年的 8300 万元。

表 1：公司部分项目进展

序号	项目名称	研发内容	进展
1	PA6-66（6-56）切片的研究与开发	用于风电薄膜，高端钓鱼线，多层共挤膜等领域	已有成熟的方案，生产线拟建中
2	高温尼龙 PA10T 研发项目	主要用于 LED 等领域	客户端正在验证
3	高温尼龙 PA6T 研发项目	用于汽车、电子电气等领域	客户端正在验证
4	复合集流体基体聚丙烯薄膜开发	开发满足复合集流体的应用的聚丙烯薄膜	产品研发小试
5	超薄电容聚丙烯薄膜开发	开发满足薄膜电容器应用的聚丙烯薄膜	产品研发小试
6	高韧性阻燃双向拉伸聚酰胺薄膜开发	兼具高韧性和阻燃性，提升铝塑膜的冲深能力，保护铝箔层在的破损，满足固态电池对铝塑膜软包装材料高冲深的要求，且防止软包锂离子电池在短路等异常情况下引起燃烧，进而引发火灾	生产线中试
7	离型双向拉伸聚乳酸薄膜	有效解决现有 BOPLA 胶带背粘力大的痛点	生产线大试，客户试用
8	低碳型高强度双向拉伸聚酰胺薄膜	减少对石化资源的消耗和对环境的污染，且同时保持聚酰胺薄膜原有的高力学强度等特性	
9	耐老化锂离子电池封装用尼龙膜	解决 BOPA 薄膜在高温高湿的环境中出现龟裂的问题，增加 BOPA 薄膜在锂离子电池铝塑封装膜的用量	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

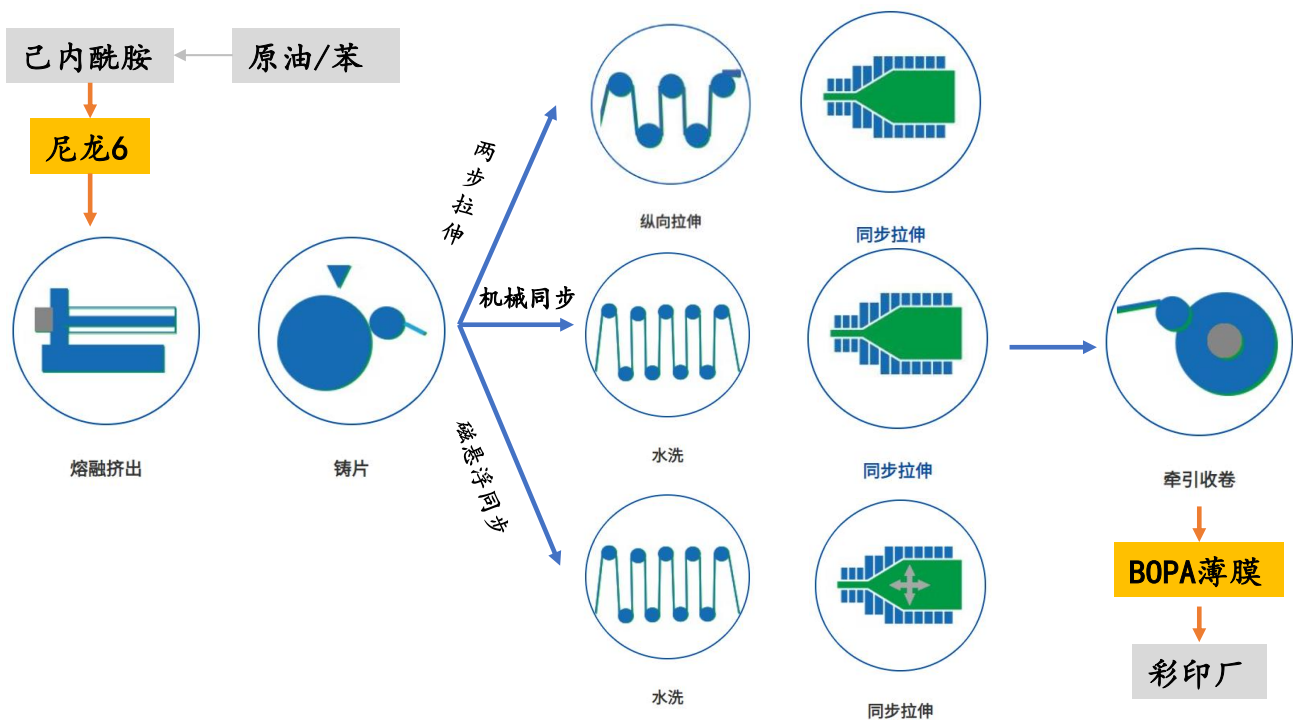
2. BOPA 薄膜：需求景气向上，公司乘风扩产

2.1. 市场需求增速较快，产品工艺不断升级

BOPA 性能优异，应用范围广。BOPA 薄膜因其优异的力学性能、耐磨性、耐腐蚀性以及良好的氧气和气味阻隔性，被广泛应用于食品保鲜、保香的包装材料，特别适合于冷冻、蒸煮、抽真空包装等应用场景。

BOPA 薄膜的生产工艺也在不断革新，从 BOPA1.0 的平膜拉伸技术到 BOPA4.0 的磁悬浮线性电机同步拉伸技术（LISIM 技术），技术的进步推动了整个软包装产业的发展。**具体看工艺方面**，尼龙薄膜材料的加工工艺包括流延法、平膜法以及管膜法等。其中，平膜法分为单向拉伸及双向拉伸工艺，与其他工艺相比较，使用双向拉伸工艺生产的塑料薄膜强度较大，薄膜厚度的均匀性更好，且设备工艺成熟、生产效率高，适用于高端尼龙薄膜的大批量、大规模产业化生产制造。生产效率方面，BOPA 薄膜的产量主要取决于薄膜的设计厚度、机器的运转速度以及生产装置的宽度，在厚度、机器运转速度及其他条件保持不变的情况下，生产装置的幅宽越大，单线产能越高，单位产品的生产成本越低。随着生产技术的不断发展，近年来全球 BOPA 薄膜生产装置的幅宽不断提升，由 4.2 米提升至 7.4 米。

图 5：制造工艺及产业链



资料来源：中仑新材官网，公司公告，天风证券研究所

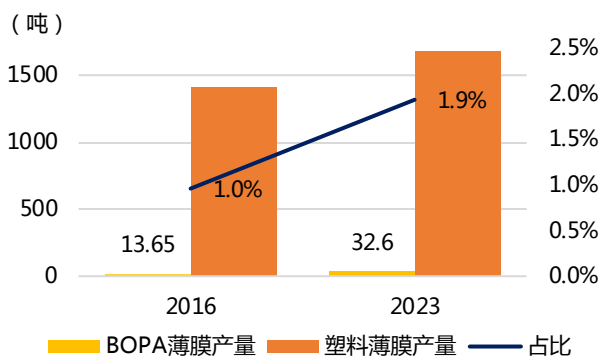
中仑为行业龙头企业，生产工艺各环节经验丰富。公司作为 BOPA 薄膜行业龙头企业，拥有代表国际领先水平德国布鲁克纳 7.4 米生产线，单线设计产能约 2 万吨/年，并通过常年的经营积累，不断对生产工艺、设备进行优化、改良，在单位产品生产成本及产品品质方面形成了较为显著的优势。

市场增速较快，BOPA 薄膜行业近年来呈现快速增长态势。根据华经情报网的数据，2016-2023 年期间，全球 BOPA 薄膜需求量从 27.13 万吨增长至 49.4 万吨，年复合增长率为 8.91%；我国 BOPA 薄膜需求量从 10.45 万吨增长至 24.6 万吨，年复合增长率达到 13.01%。与整个塑料薄膜产量相比，2023 年 BOPA 薄膜的占比仅为 1.9%。根据卓创资讯数据，预计

到 2025 年，我国 BOPA 薄膜需求量有望达到 30.45 万吨。

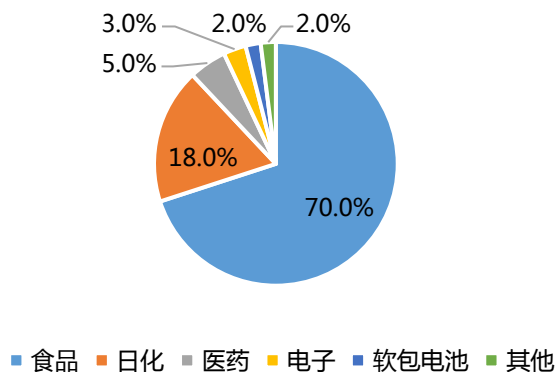
下游应用领域看，根据 2020 年数据，食品、日化领域是 BOPA 薄膜的主要终端应用领域。全球应用于食品领域的 BOPA 薄膜需求量占总需求量的 70.00%，是当前 BOPA 薄膜应用最为普遍的终端应用行业；其次是日化行业，占比为 18.00%；在医药、电子以及软包电池行业的占比分别为 5%、3%和 2%。

图 6：我国 BOPA 薄膜占比仍然较低（产量口径）



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

图 7：2020 年全球 BOPA 薄膜下游细分市场占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 8：BOPA 的主要下游应用领域一览



资料来源：运城其龙新材料官网，天风证券研究所

全球范围内，在 BOPA 薄膜领域与公司构成直接竞争关系的竞争对手主要有沧州明珠（002108.SZ）、运城塑业、佛塑科技（000973.SZ）、尤尼吉可（3103.T）、晓星化学（004800.KS）和 A.J.Plant（A.J.THA）。由于 BOPA 薄膜定位相对高端，具备较高技术、资金、客户资源壁垒，中小型厂商数量相对较少；根据行业自律组织中国包装联合会，公司子公司长塑实业聚酰胺双向拉伸塑料薄膜产品 2021 年-2023 年全球市场占有率达 20%，国内市场占有率达 36%，处于国内功能性 BOPA 薄膜首位。

表 2：主要公司产能情况(万吨/年)

	2022 产能	截至 2027 新增
沧州明珠	2.85	7.60
运城塑业	8	-
佛塑科技	1.58, 2020FY	
尤尼吉可	5.15	-
晓星化学	3.84, 2020FY	-
A.J.Plant	3	-
中仑新材	9.82	5.9
神马股份	1	4.5

资料来源：前瞻经济学人，公司公告等，天风证券研究所

供给端，老旧产能退出趋势给予国内厂商机会。

随着行业整体逐步走向平稳发展阶段，老旧产能的退出有望为新增产能让出较大的市场空间。一方面，BOPA 薄膜生产线使用周期一般为 30 年左右，日本、韩国等国家最早一代 BOPA 薄膜厂商的生产线由于投产较早存在设备老化问题，产品竞争力有所下降，难以满足在消费升级的趋势下各类差异化新型薄膜的研发生产，预计未来随着新产线的投产，将逐步退出市场。

表 3：老旧产线情况(海外公司为主)

公司名称	BOPA 薄膜发展史及产线年龄
尤尼吉可 (UNITIKA)	1968 年开启第一条 BOPA 薄膜产线，此后相继开启多条 BOPA 薄膜产线；1995 年起，于印度尼西亚开启数条 BOPA 薄膜产线，其后进行进一步扩产。尤尼吉可的 BOPA 薄膜产线均具有较长历史，主要集中在上世纪 60 年代-70 年代及 90 年代，距今已有 30-50 年历史
晓星 (HYOSUNG) 化学	1966 年成立 Tongyang 尼龙有限公司，1992 年收购 1 条尼龙线，1996 年继续开启 1 条尼龙线，2005 年于中国嘉兴投产尼龙薄膜产线。产线主要集中于上世纪 90 年代，距今已有近 30 年历史
韩国科隆工业 (Kolon)	1991 年于韩国金泉市设立第一条尼龙薄膜产线，1994 年扩张原有尼龙产线，1998 年于印度尼西亚继续扩建尼龙薄膜产线。科隆工业的尼龙薄膜产线开启时间主要集中在上世纪 90 年代，距今已具有 30 年历史
日本出光 (IdemitsuUnitech)	1984 年设立第一条吹膜法尼龙薄膜产线，2011 年与 kohjin(兴人)合资尼龙薄膜产线投产。首条产线已有近 40 年历史

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 中仑：新型 BOPA 薄膜拓展至锂电膜领域

公司生产的功能性 BOPA 薄膜主要用于与其他通用材料 (PET、PP、PE 等) 复合形成软包装材料。根据产品工艺，公司的功能性 BOPA 薄膜可以划分为通用型 BOPA 薄膜和新型 BOPA 薄膜。目前，公司生产的通用型薄膜主要用于食品、日化、医药领域；新型薄膜主要包括 PHA 锂电膜、EHA 锁鲜型薄膜、TSA 秒撕型薄膜和 MATT 消光型薄膜，能够广泛应用于软包锂电池、高端食品、医疗、日化产品等领域。

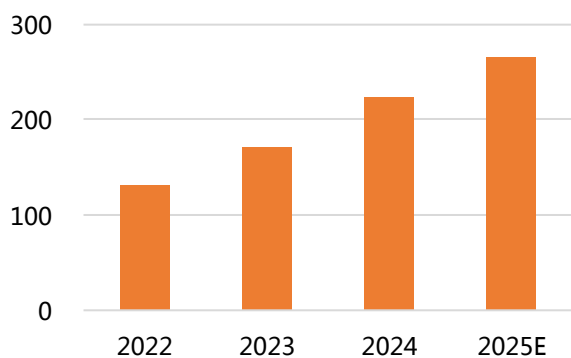
公司在功能性 BOPA 薄膜常规应用覆盖的基础上,着力提升新型 BOPA 薄膜的研发与生产,拓展新兴应用领域,如新能源领域、大健康领域等。公司现有新型 BOPA 薄膜如 PHA 锂电膜、EHA 高阻隔型、TSA 直撕裂型等,均为业内独有或处于行业前列,新兴领域的高速增长为功能性 BOPA 薄膜提供了更新更广的市场空间,而技术创新带来的高附加值的新型产品,能为公司提供更好的盈利空间,进一步夯实公司在功能性膜材料领域的核心地位。

从 PHA 锂电膜到固态电池 BOPA 薄膜,赋能软包电池封装。在锂离子软包电池领域,BOPA 薄膜凭借其在冲深性能、拉伸强度、柔韧性方面的优异性能,近年来开始逐步应用于软包锂离子电池铝塑膜的生产制造。铝塑膜是软包锂电池电芯封装的关键材料,单片电池组装后需用铝塑膜密封形成电池,从而起到保护电池内部电芯材料的作用。铝塑膜由 ON 层(表层)、铝箔层、CPP 层(树脂层)通过胶黏剂复合而成,其中 ON 层通常为尼龙层或 PET 与尼龙的复合。软包电池是目前锂电池的主要类型之一,与圆柱形电池、方形电池相比较,具有能量密度高、安全性能好、重量轻、外形设计灵活的优势,市场发展前景良好;铝塑膜作为关键封装材料,市场需求亦有望同步增长,从而带动 BOPA 薄膜在该领域的市场需求增长。

需求展望:根据 EVTank 预测,固态电池出货量预计将快速增长至 2030 年 614.6GWh,我们预测对应 BOPA 膜材需求同步攀升至 1.8 万吨。我们认为,展望未来增长不仅源于传统锂电领域的替代渗透,更受益于“新能源汽车+低空经济+机器人”等新兴场景的跨界拉动,BOPA 膜材或将成为新能源电池封装的“刚需主材”。

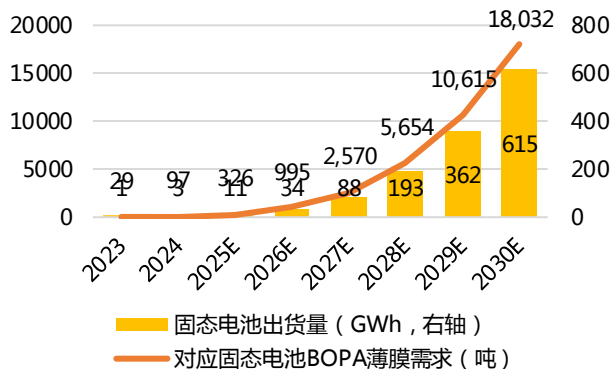
中仑新材以 PHA 锂电膜为突破口,攻克了尼龙层耐冲击、耐热、绝缘等严苛性能指标,突破 BOPA 膜材高性能制备工艺,成为除日本厂商外,铝塑膜尼龙层的主要供应商。实现从“进口依赖”到“国产替代”的跨越,成为紫江新材、璞泰来、明冠新材等头部企业的供应商。

图 9: 锂电膜市场需求(亿平米)



资料来源:中商产业研究院,天风证券研究所

图 10: 固态电池出货预测及对应 BOPA 膜情况

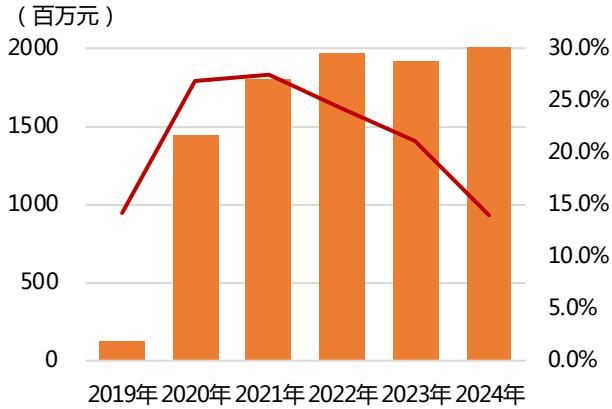


资料来源:新浪财经,中关村新型电池技术创新联盟, EVTank, 天风证券研究所

经营数据看,公司功能性 BOPA 薄膜业务经过 20-22 年的增长后,23 年开始趋于平稳(主要受制于产能,24 年产销率近 100%);产品结构上看,新型 BOPA 薄膜规模不断提升。毛利率端,由于价格下滑,22-24 年功能性 BOPA 薄膜产品毛利率有所下滑,23 年为 21.2%,24 年下滑至 14%,未来随着新型 BOPA 薄膜的占比增长,功能性薄膜毛利率整体存在提升空间。

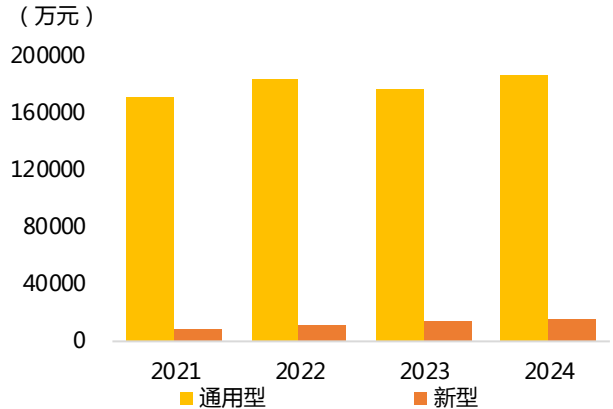
客户方面,公司前五大客户较为分散,以包装材料公司为主。2022 及 2023 年,公司前五名客户分别新出现了 NowPlastics, Inc. 及其关联方。NowPlastics 是一家提供世界一流的塑料薄膜、铝箔和其他包装产品的解决方案公司;该公司服务于北美、中南美洲、英国、欧洲和北非的软包装、标签和工业加工行业,其产品来自全球 60 多家制造商。

图 11：功能性 BOPA 薄膜营业收入及毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：功能性 BOPA 薄膜细分销售情况



资料来源：wind，天风证券研究所

表 4：2023 年公司前 5 大客户

主要客户

1 汕头市合胜包装材料有限公司及其关联方	4.3%
2TransparentPaperLtd	4.1%
3 沧州升聚塑业有限公司及其关联方	3.1%
4 烟台鸿锦包装材料有限公司及其关联方	3.0%
5WoosungMulti-FilmCo.,Ltd	2.4%
合计	16.9%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.3. 优势分析：工艺、设备与产业链一体化

- 1) 工艺方面。公司是全球极少数同时掌握从第二代到第五代膜材工艺技术，并开创了第五代技术的企业，掌握 199 项技术专利，拥有技术领先优势。

表 5：主要上市公司工艺情况

公司	分步拉伸	机械同步拉伸	磁悬浮线性电机同步拉伸
沧州明珠	√	√	×
佛塑科技	√	√	×
运城塑业	√	×	×
尤尼吉可	×	√	√
晓星集团	√	×	×
A.J.Plant	√	×	√
中仑新材	√	√	√

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

- 2) 设备方面。通常不考虑厂房建设因素，新产线的建设周期至少 2 年，其中上游产线设备交货周期普遍耗时 1 年半以上，设备安装及调试普遍耗时半年左右，而进口设备供应商通常需要更久的交货周期。近年来，随着新能源赛道的崛起，用于锂电池的锂电隔膜需求量飞速增长，锂电隔膜需求的增长也带来巨量的锂离子隔膜产线的扩建需求，对国外领先双向拉伸设备厂商的产能带来较大压力，导致国外领先双向拉伸设备厂商的产线交货周期进一步拉长，目前新产线订单交货周期已延长至 4-5 年。公司产线预定规划较早，预计募投项目 3 条 BOPA 薄膜产线能够根据募投项目投产安排及未来下游市场需求，合理预期产线安装建设，按计划逐步投产。同时，设备采购完后，公司还需要自行进行设备改造和优化，这也成为 know-how 中的关键一环。

图 13：公司主要设备采购情况

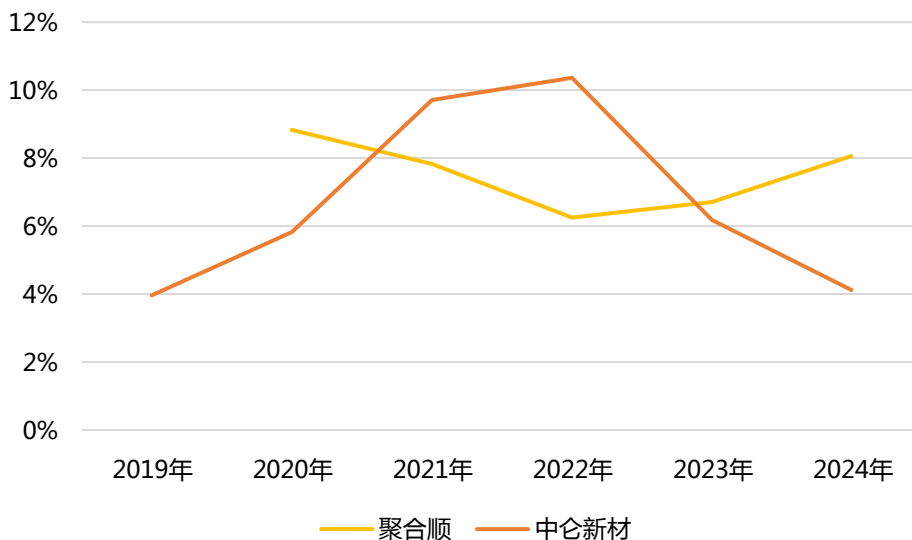
设备名称	来源	PA6 生产设备及配套设备	
BOPA 薄膜生产设备及配套设备		PA6 生产一线	德国
布鲁克纳 BOPA 薄膜第 1 分步产线	德国	PA6 生产二线	德国
布鲁克纳 BOPA 薄膜第 2 分步产线	德国	PA6 生产三线	德国
三菱 BOPA 薄膜第 3 同步产线	日本	PA6 生产四线	德国
布鲁克纳 BOPA 薄膜第 4-6 分步主产线	德国	特种尼龙项目生产线	国产
布鲁克纳 BOPA 薄膜第 7-10 磁悬浮同步产线	德国		
布鲁克纳 BOPA 薄膜第 11-13 分步产线及配套设备	德国		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

- 3) 福建长塑与中仑塑业（PA6 生产基地）毗邻而建，福建长塑 23 年 6 月的成功投产，打通了从上游原材料（PA6）到下游功能性膜材（BOPA）的最后一百米，上游原材料和下游膜材实现了时空上的“零距离”，“隔墙效应”开始加速释放。目前公司拥有 PA6 年产能 14 万吨，募投项目达产后将新增 14 万吨年产能。公司生产的约 85% 聚酰胺 6 产品为下游公司 BOPA 薄膜产品提供稳定的原材料供应。

此外，公司功能母料均为自产。功能母料的核心技术主要在于配方，公司外采购部分原材料后通过自行研发调配形成（部分原材料为外采）。

图 14：聚合顺 vs 中仑新材 PA6 毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

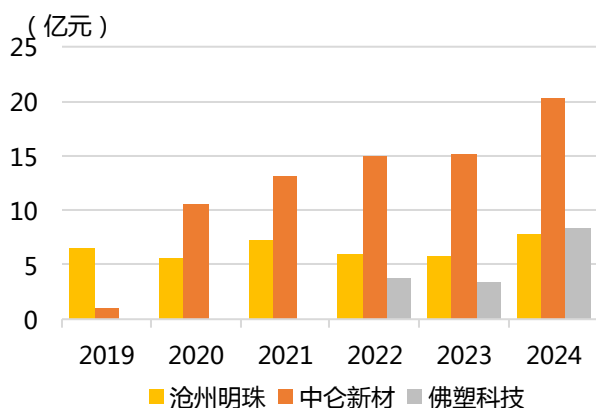
2.4. 主要上市公司经营数据对比

从收入和销量情况看，中仑新材近 4 年 BOPA 薄膜营收均维持在 10 亿元以上，沧州明珠薄膜产品营收规模在 5 亿元上下，佛塑科技规模较小，22-23 年营收不足 5 亿元（且口径中包含了 BOPP 等其他产品）。

进一步，从单价看，中仑新材和沧州明珠的产品单价变动方向一致，绝对值上沧州明珠 2019-2023 年的平均单价更高，中仑新材于 24 年反超。毛利率端，2020 年至今中仑新材毛利率显著高于两家，我们认为除前述产品单价原因外公司的规模效应比较也明显；佛塑科技由于统计口径原因，23 年相关毛利率降幅远低于其他两家。

总体看，中仑新材的毛利率高于可比公司（仅考虑可获得数据的公司），除了明显的规模效益之外，我们认为，公司在长期的生产经营过程中，通过不断的生产工艺优化与生产设备改进积累的 know-how 壁垒是公司走在行业前列的关键。

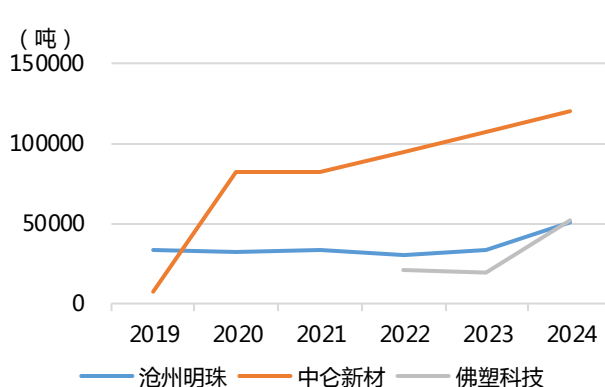
图 15：三家公司薄膜业务营业收入对比



资料来源：wind，天风证券研究所

注：佛塑科技的数据包含了 BOPP 等其他产品，且 24 年的口径为包装+电工薄膜

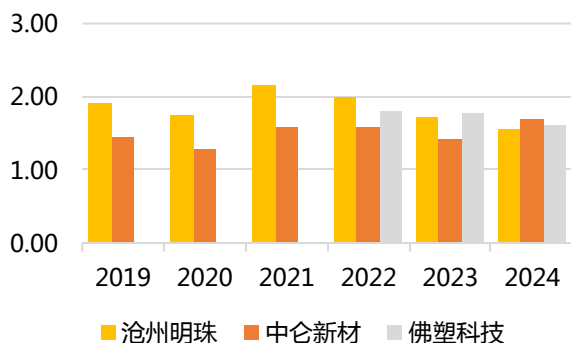
图 16：三家公司销量情况



资料来源：wind，天风证券研究所

注：佛塑科技的数据包含了 BOPP 等其他产品，且 24 年的口径为包装+电工薄膜

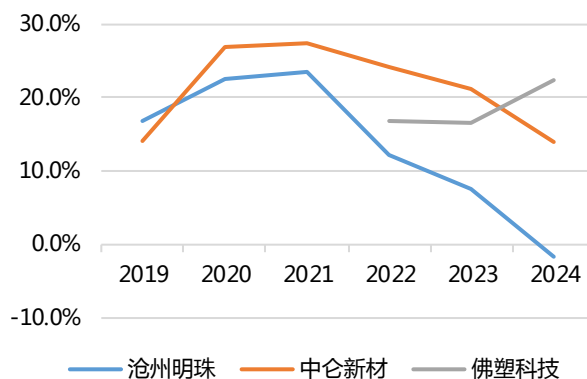
图 17：三家公司销售价格对比（万元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

注：佛塑科技的数据包含了 BOPP 等其他产品，且 24 年的口径为包装+电工薄膜

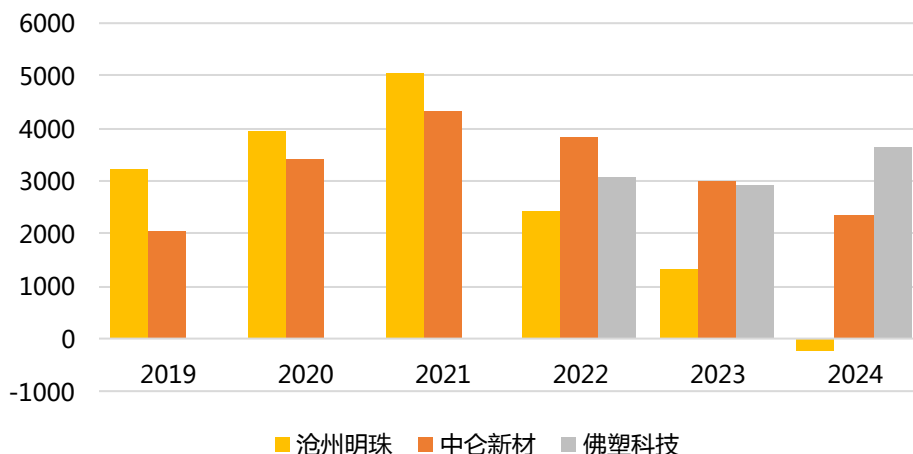
图 18：三家公司薄膜业务毛利率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

注：佛塑科技的数据包含了 BOPP 等其他产品，且 24 年的口径为包装+电工薄膜

图 19：三家公司吨毛利情况（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

注：佛塑科技的数据包含了 BOPP 等其他产品

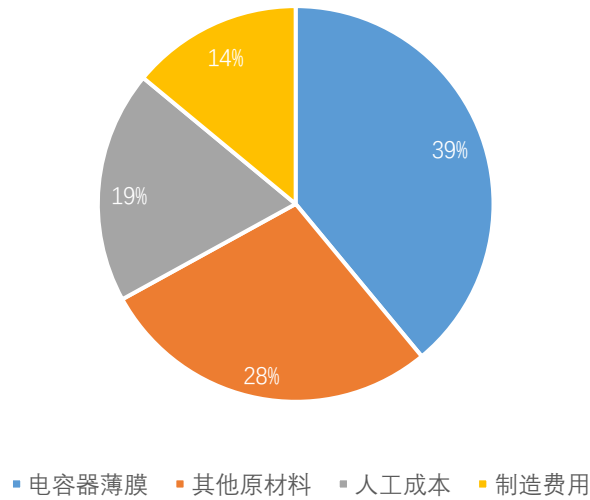
3. 超薄型 BOPP 膜材：依托底层技术，拓展高附加值领域

公司规划实施中的超薄型电子膜材料（双向拉伸聚丙烯薄膜），预计 2025 年内投产，可作为基膜应用于薄膜电容器及复合集流体等领域。项目分期建设，一期项目预计 2025 年内投产，届时将新增电工级 BOPP 薄膜年产能 4800 吨，可作为基膜应用于薄膜电容器及复合集流体等领域。

3.1. 薄膜电容器基膜：壁垒高，高端品具备国产替代需求

BOPP 电容膜是指双向拉伸聚丙烯电容膜，为薄膜电容器的核心基膜，是由聚丙烯树脂经过熔融塑化、挤出、铸片、纵向拉伸、横向拉伸、分切等工序制成，具有自愈性、绝缘阻抗高、介质损耗小、介电强度高、使用寿命长、频率特性优异等优点。

图 20：薄膜电容器成本构成

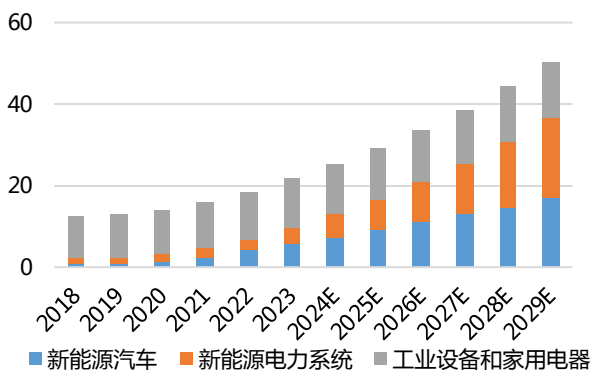


资料来源：海伟电子招股书，天风证券研究所

BOPP 电容膜行业存在较高的设备壁垒，国际上 BOPP 电容膜生产线设备厂商较少，国内生产线设备较大部分为进口设备，产线订购到投产周期较长。总的来看，BOPP 电容膜行业存在技术、资金、设备、品牌等壁垒，行业进入壁垒较高。国内生产 BOPP 电容膜的上市公司有航天彩虹（电容器用聚丙烯电子薄膜产品厚度规格涵盖了 2.3—18 微米的范围，超薄型薄膜、耐高温薄膜、安全防爆膜和高压电力电容器薄膜等高端产品的竞争优势显著）；非上市公司有嘉德利电子材料，嘉德利共有 6 条生产线（对应产能 1 万吨），产品厚度涵盖 1.9 微米到 14.8 微米。

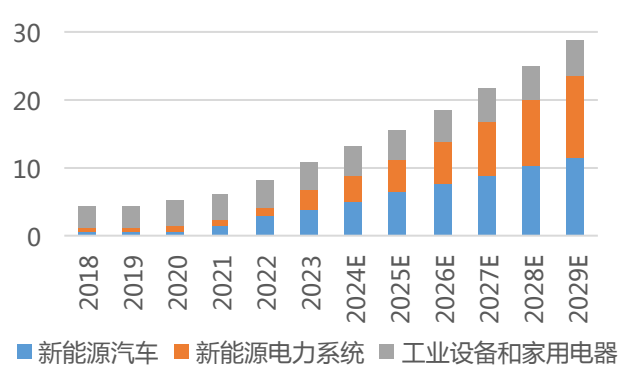
从下游应用看，新能源领域是薄膜电容未来发展的核心驱动，从薄膜电容器在新能源汽车上的应用来看，薄膜电容器主要用于逆变器、车载充电（OBC）和充电桩。根据海伟电子 IPO 招股书，全球薄膜电容器市场的规模由 2018 年的人民币 126 亿元增至 2023 年的人民币 217 亿元，年复合增长率达 11.4%，预计到 2029 年将达到人民币 504 亿元，年复合增长率达 15.0%。中国薄膜电容器市场的规模由 2018 年的 43 亿元增至 2023 年的 108 亿元，年复合增长率为 20.1%，预计到 2029 年将达到人民币 287 亿元，年复合增长率为 17.8%。

图 21：2018 年至 2029E 全球薄膜电容器的市场规模（十亿元）



资料来源：海伟电子招股书，天风证券研究所

图 22：2018 年至 2029E 国内薄膜电容器的市场规模（十亿元）



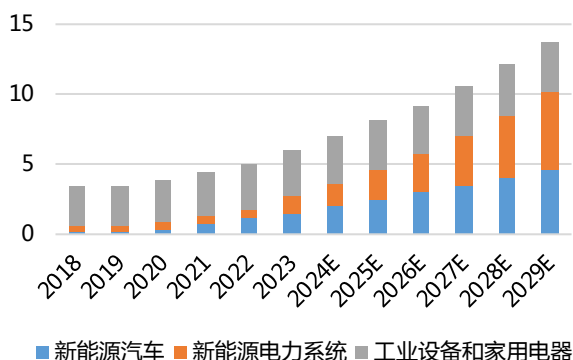
资料来源：海伟电子招股书，天风证券研究所

作为最主要成本项的电容器薄膜将同步增长。全球电容器基膜市场规模由 2018 年的 34 亿

元增至 2023 年的 59 亿元，年复合增长率为 11.5%，这一增长主要由新能源汽车及新能源电力系统等行业对薄膜电容器不断上升的需求推动。电容器基膜在提升能量储存、电压调节及电力转换效率方面发挥关键作用，预计其市场规模将在 2029 年达到 138 亿元。

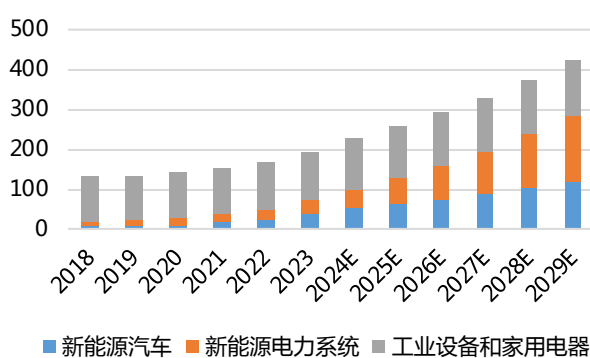
对应产量看，全球电容器基膜市场规模由 2018 年的 13.39 万吨增至 2023 年的 19.85 万吨，预计到 2029 年将达到 42.33 万吨。目前全球电容器基膜生产能力约为 17 万吨，随着需求快速增长，产能预计将面临压力。高性能电容器薄膜在高效储能、电压调节和快速充电系统等应用领域的需求持续上升，预计将出现显著供需缺口，这为扩大产能投资、创新制造工艺及开发新材料以满足行业增长需求创造了机会。

图 23：2018 年至 2029E 全球薄膜电容器基膜市场规模（十亿元）



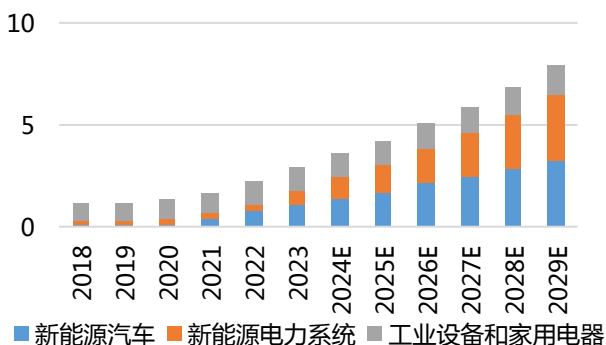
资料来源：海伟电子招股书，天风证券研究所

图 24：2018 年至 2029E 全球薄膜电容器基膜产量（千吨）



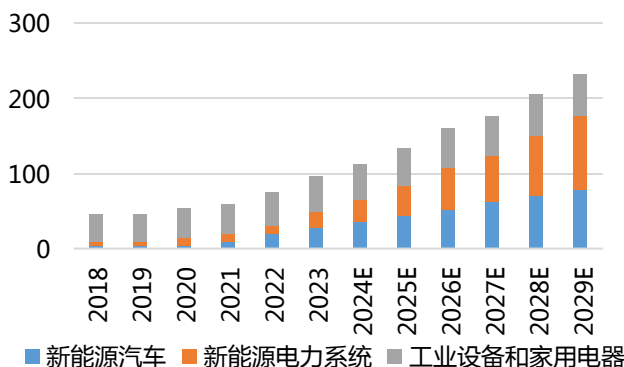
资料来源：海伟电子招股书，天风证券研究所

图 25：2018 年至 2029E 国内薄膜电容器基膜市场规模（十亿元）



资料来源：海伟电子招股书，天风证券研究所

图 26：2018 年至 2029E 国内薄膜电容器基膜产量（千吨）



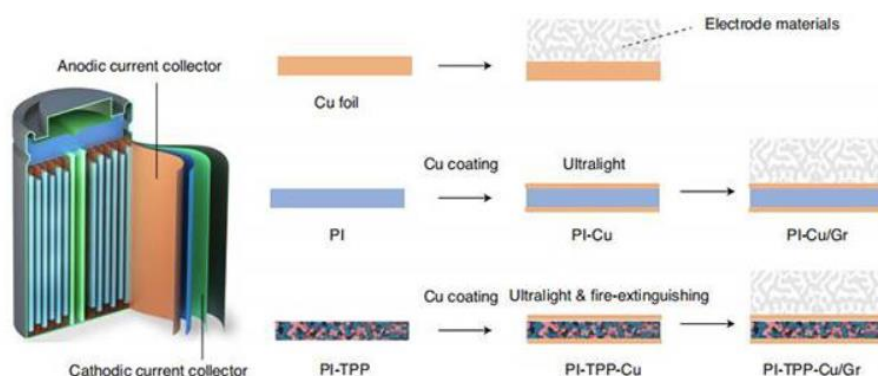
资料来源：海伟电子招股书，天风证券研究所

3.2. 复合集流体基膜：技术储备，静待行业放量

新能源领域布局徐徐展开。公司未来将加大投入锂电池用复合集流体基膜等膜材产品的研发，根据 EVTank 发布的《中国新能源汽车行业发展白皮书(2023 年)》预计到 2025 年，全球锂离子电池的出货量将达到 2,211.8GWh，则对应复合铜箔集流体材料市场规模约为 265.42 亿平方米，市场空间较大。公司立足双向拉伸工艺优势，布局新型复合集流体生产所需基膜，目前相关进展处于小试阶段，静待行业放量。

复合集流体为三明治结构，它采用高分子绝缘树脂材料如 PET（聚对苯二甲酸乙二醇酯）、PP（聚丙烯）或 PI（聚酰亚胺）作为中间支撑层，上下两面分别沉积金属铜或铝层，形成“金属导电层-高分子材料支撑层-金属导电层”的夹层结构。公司立足于本身的薄膜技术，拓展至复合集流体基膜。

图 27：复合集流体的三明治结构



资料来源：材料牛官网，天风证券研究所

4. 政策推动市场，BOPLA 薄膜助力企业 ESG

4.1. 减碳显著性能优异，行业处政策推动初期

为什么要用 BOPLA 薄膜？

从下表我们可以知道，BOPLA 薄膜具有价格高、透气度、透明度较高等特点，生物降解 BOPLA 薄膜与 BOPA 薄膜属于性质差异较大的两种类型薄膜材料，其自身性质的差异也带来完全不同的应用领域，不构成竞争关系。

表 6：BOPLA 薄膜 vs.BOPA 薄膜

项目	BOPLA 薄膜	BOPA 薄膜	指标意义
厚度 (μm)	15~40	25 (10~30)	不同应用需求和场景对厚度要求不一样
拉伸强度 (Mpa)：纵向/横向	165/225	230/250	强度越大越不易拉断，抗外力性能越好，不易破包
断裂率 (%)：纵向/横向	105/95	110/100	数据越大，表示延展性越好
电晕 (达因)：处理面/非处理面	42	52/38	极性材料本身具有较高的达因值，具有更好的印刷及复合适应性
抗穿刺 (N)	10 (25 μm)	17 (25 μm)	数值越大，抗穿刺效果越好，包装锋利物品时不易破包
透氧 OTR ($\text{cc}/\text{m}^2 \cdot \text{day} \cdot \text{atm}$)	600~1200	< 50	BOPLA 薄膜水汽透过性好，硬挺度好，BOPA 薄膜阻隔性好
透明度	高	较高	BOPLA 薄膜表面光泽度非常好，可用于鲜花包装、信封透明窗口膜、糖果包装等，充分展示内容物鲜艳度
价格	高	中等	BOPLA 薄膜目前价格仍较高

资料来源：公司公告，天风证券研究所

与传统化石基的聚合物相比，PLA 具有可靠的生物安全性、生物可降解性。由于 PLA 来自生物基，因此 PLA 在减碳方面效果显著，碳排放比传统化石基塑料减少接近 70%。

图 28：不同种类塑料二氧化碳的排放量对比

Material	Product	CO_2 mg/kg	CH_4 mg/kg	N_2O mg/kg
LDPE	film	1.933.819	8.080	0,1
HDPE	bottles	2.952.299	8.305	0,5
PP	injection moulding	4.013.497	19.990	0,1
PVC	UPVC film	2.256.381	10.118	0,2
PS	high impact	2.737.168	9.247	0,1
PET	bottles	4.272.204	14.507	0,2
PET	film	4.886.655	22.557	0,2

资料来源：The Contribution of Plastic Products to Resource Efficiency——Final Report 2005，天风证券研究所

短期看，BOPLA 薄膜需求将由政策推动

生物降解 BOPLA 薄膜主要可用于快递胶带市场，替代原有 BOPP 薄膜占据的胶带市场份额。2020 年初以来，我国对“限塑禁塑”提出了明确的强制性时间表，其中，2022 年底开始，北京、上海、江苏、浙江、福建、广东等省市的邮政快递网点先行禁止使用不可降解塑料快递包装、一次性塑料编织袋、不可降解塑料胶带；2025 年底开始，全国范围邮政快递网点禁用不可降解塑料快递包装、一次性塑料编织袋、不可降解塑料胶带。由于防水、无污染、强度较高、光泽度好等优势，BOPLA 薄膜能够较好地适用于快递胶带的生产与使用，有望随着政策的执行逐步占领快递胶带市场。

进度：由政策到招标。23 年 6 月，长塑实业助力中国邮政绿色包装实验室成功研发生物降解胶带。24 年 3 月，中国邮政集团有限公司生物降解胶带项目（2023）开始招标，生物降解胶带项目（2023）协议有效期 2 年，订单量据实结算，未来两年的预估需求量 1186 万卷，项目设置最高限价 10.74 元/卷。

市场规模测算：假设自 2022 年底开始，BOPLA 薄膜开始陆续进入快递胶带行业，至 2026 年替代 30% 快递胶带份额，则 BOPLA 薄膜用于快递胶带行业市场份额将达到 10.02 万吨。

图 29：胶带行业需求测算

项 目	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2026 年度
全国快递服务企业业务量（亿件） (A)	1,083.00	1,299.60	1,559.52	2,694.85
BOPLA 薄膜渗透率 (B)	0%	1%	10%	30%
用 BOPLA 薄膜的快递业务量（亿件） (C=A*B)	-	13.00	155.95	808.46
单件快递平均 BOPLA 薄膜消耗量（g/件）(D)	1.24	1.24	1.24	1.24
BOPLA 薄膜用量（万吨） (E=D*C/100)	-	0.16	1.93	10.02

注：保守测算，生物降解 BOPLA 薄膜将大幅受益于环保政策推行，渗透率于 2026 年达到 30%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

对于一次性用品包装行业，根据《进一步加强塑料污染治理的意见》及《民航行业塑料污染治理工作计划（2021-2025 年）》，不可降解塑料餐具及其包装、一次性不可降解塑料习惯均在逐步退出市场。根据测算，未来随着 BOPLA 薄膜逐步替代其他不可降解薄膜进入吸管包装、一次性餐具包装、航空用品餐具包装等领域，至 2026 年将带来合计约 1.65 万吨的市场规模。

BOPLA 薄膜的价格如何? 目前 BOPLA 薄膜的价格仍较高, 虽然从公司 2021 年投产以来价格逐步下降, 但截至 23 年上半年, BOPLA 价格仍在 BOPA 薄膜的 2 倍以上, 且为普通 PP 膜的 4 倍。

图 30: 不同薄膜的价格对比

单位: 元/吨

类型	2023 年 1-6 月	2022 年度	2021 年度	2020 年度
BOPA 薄膜	19,507.69	23,353.92	26,348.04	20,171.57
BOPLA 薄膜	43,028.57	48,123.78	53,450.95	-
BOPP 薄膜	10,385.81	10,572.11	11,496.67	10,157.51
BOPET 薄膜	9,077.09	9,218.79	11,245.00	10,578.07

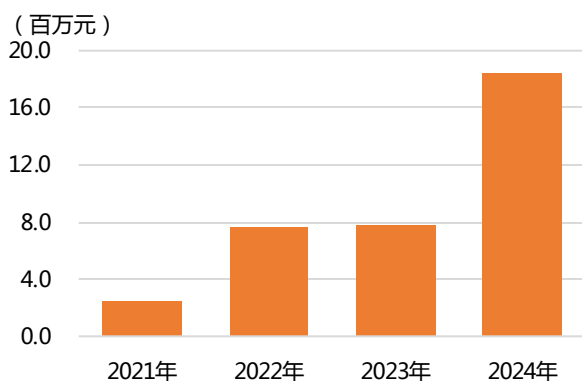
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

4.2. BOPLA 薄膜: 顺应趋势, 国内首家量产

厦门长塑为国内首款规模化量产 BOPLA 薄膜的企业, 其成功研发和生产不仅填补了国内市场的空白, 还对塑料包装领域减碳、环保具有重要意义。目前, 公司产品佰恩丽® BiONLY® 减碳足迹已遍布包括休闲食品、消费电子、电商物流、出版印刷等在内的多个领域, 客户包含国航、东航、伊利、盼盼、中国集邮、OPPO 等知名企业。原材料方面, 公司目前主要从荷兰供应商 TCP 及国内供应商海正生物采购, 原材料国产替代正在进行。

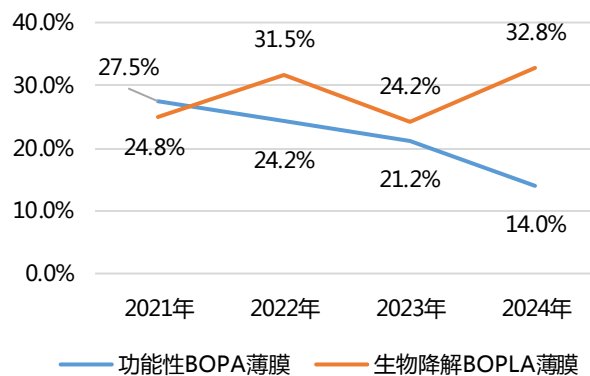
经营端, 2024 年, 公司实现 BOPLA 薄膜营收 1840 万元, 较 2023 年营收规模增长迅速。公司 BOPLA 薄膜自 2021 年 6 月首次实现产业化生产, 22 年产能利用率提升后, 该产品的毛利率目前优于 BOPA 薄膜。我们认为后续该业务的发展短期取决于政策的推动, 长期为包装升级换代的方向。

图 31: 生物降解 BOPLA 薄膜业务营收及毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 32: 两种产品的毛利率对比



资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 在建项目：有序推进，利润贡献可期

公司在国内建有两个膜材生产基地，分别位于厦门、泉州，共 13 条生产线，国内总产能为 12.5 万吨/年，产能规模位居全球首位，募投项目“高功能性 BOPA 膜材产业化项目”共规划三条产线，其中，第一条产线已投产，第二和第三条产线将在 2025 年和 2026 年陆续投产，募投项目全部达产后，国内总产能为 16.5 万吨/年；海外建有一个膜材生产基地，位于印尼，目前规划 2 条生产线，预计将于 2025 年下半年和 2026 年陆续投产，达产后预计将为公司在海外带来 5 万吨/年产能增量。届时，公司国内外总产能预计将为 21.5 万吨/年，可更好地发挥规模优势，进一步增强综合竞争力，为满足市场需求、扩大市场份额提供了有力保障。

表 7：公司募投项目情况

在建项目	投资总额（亿元）	产能	实施主体
高性能膜材项目—高功能性 BOPA 膜材产业化项目	10.0	6 万吨	福建长塑
高性能膜材项目—新型生物基可降解膜材产业化项目	4.3	2 万吨	福建长塑
高性能聚酰胺材料产业化项目	5.3	14 万吨	中仑塑业
新能源膜材项目(一期)	4.9	0.48 万吨	厦门长塑
印尼生产基地项目(一期)	5.6	5 万吨	印尼长塑

资料来源：招股说明书，年度报告等，天风证券研究所

6. 盈利预测与估值

假设 1：功能性 BOPA 薄膜方面，随着产能释放，营收规模不断增长，但正如前文所示，随着行业需求放量，单价或略有下降。我们预计 2025 年-2027 年 BOPA 薄膜营收规模分别为 22.1、33.7、38.3 亿元，对应增速 8.8%、52.6%、13.7%。随着宏观经济复苏，假设毛利率逐步恢复至正常水平。

假设 2：生物降解 BOPLA 薄膜方面，我们认为随着中国邮政相关项目招标，公司与中国邮政共同研发项目有望逐步落地，由于此前基数较小。我们预计 BOPLA 薄膜 2025-2027 年收入分别为 80、200、250 百万元，yoy+335%、150%、25%，毛利率维持在高于 BOPA 薄膜的水平假设为 33%左右。

假设 3：PA6 方面，我们根据投产节奏预测减自用倒推外销量，预计 2025-2027 年收入分别为 5.3、6.1、6 亿元。

假设 4：2024 年公司追加投资至 25 亿元建设新能源膜材项目(双向拉伸聚丙烯膜材 BOPP)，进一步丰富“高精尖”产品矩阵，其中一期项目规划 2 条产线，目前处于项目建设期，预计 2025 年下半年，项目首条生产线将实现投产。我们预测 26、27 年 BOPP 膜业务开始放量。

假设 5：随着项目投产，假设费用率稳中有降。

表 8：主营业务预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
BOPA 薄膜					
收入（百万元）	1917.66	2030.79	2209.32	3372.15	3834.14
yoy	-2.5%	5.9%	8.8%	52.6%	13.7%
毛利率(%)	21.2%	14.0%	14.5%	18.0%	21.0%
BOPLA 薄膜					

收入（百万元）	7.82	18.40	80.00	200.00	250.00
yoy	2.4%	135.3%	334.8%	150.0%	25.0%
毛利率(%)	24.2%	32.8%	32.5%	33.0%	33.0%

PA6

收入（百万元）	386.24	388.59	513.72	613.26	594.33
yoy	35.2%	0.6%	32.2%	19.4%	-3.1%
毛利率(%)	6.2%	4.1%	6.0%	7.0%	7.5%

BOPP

收入（百万元）				48.0	139.2
yoy					190.0%
毛利率(%)				27.0%	27.0%

其他

收入	40.55	35.48	40.54	88.54	179.74
营收总计（百万元）	2352	2473	2844	4274	4858
	2.4%	5.1%	15.0%	50.3%	13.7%
综合毛利率	17.6%	11.7%	12.6%	16.6%	19.6%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 9：费用率预测

	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%
管理费用率	2.6%	2.4%	2.1%	2.0%
研发费用率	3.4%	3.0%	2.5%	2.3%

资料来源：wind，天风证券研究所

综上，我们预计公司 25-27 年营收规模分别为 28、42.7、48.6 亿元，归母净利润分别为 1.4 亿元、4 亿元、6 亿元，未来 2 年业绩弹性较高。我们选取 BOPET 膜公司和顺科技、膜材料公司道明光学、斯迪克作为可比公司，公司目前为国内市占率 36%的龙头企业，产能海外布局陆续释放有望进一步提升全球市占率，由于公司新产能业绩释放集中在 25-26 两年，25 年有望受益量利齐升带来的高弹性，我们预计 26 年净利润有望达到 25 年的 2 倍以上，我们给予公司 26 年 35xPE，对应目标价格 34.6 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值

股票代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）		收盘价	PE		
			25E	26E		24	25E	26E
300806.SZ	斯迪克	69.8	1.36	2.32	15.4	107.0	51.5	30.1
002632.SZ	道明光学	53.7	2.06	2.31	8.6	33.0	26.1	23.2
301237.SZ	和顺科技	20.5	0.15	0.39	25.7	(40.7)	136.8	52.6
						均值	71	35
301565.SZ	中仑新材	82.0	1.4	4.0	20.5		58.8	20.7

资料来源：wind，天风证券研究所

截至 2025/06/13

7. 风险提示

1、原材料价格波动风险：公司生产所需的原材料主要是己内酰胺，己内酰胺是原材料成

本的主要构成部分。己内酰胺主要由纯苯加工而成，而纯苯属于石油下游产品，因此己内酰胺的价格与石油价格高度相关。若石油价格大幅上升，将一定程度影响公司的盈利能力。

2、国际贸易风险：公司外销占比较高，如果未来国际贸易摩擦及贸易争端加剧，公司主要出口国通过提高关税或限制薄膜类产品进口，将对公司境外销售产生不利影响。

3、市场竞争加剧风险：行业内的 BOPA 薄膜供应商均积极推进产能扩增。如果未来公司不能持续保持市场竞争优势地位，通过技术研发、产品创新来构筑宽阔的护城河，则公司将可能在日益激烈的市场竞争中失去已有的市场份额，从而对公司经营业绩产生不利影响。

4、新品拓展不及预期：新产品领域的拓展需要公司对行业发展、政策导向、产品定位及自身的研发生产销售有新的要求，未来如果出现公司对新型膜材的市场预测不准确、对产业政策导向判断失误、公司产品定位不符合市场趋势、产品研发生产不及预期等情况，将会影响公司新产品的推出及销售，对公司未来持续盈利能力产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	451.95	456.71	568.72	854.79	971.64
应收票据及应收账款	314.14	303.32	407.58	637.17	567.83
预付账款	42.78	41.88	55.93	88.76	65.88
存货	254.63	325.25	326.97	597.63	427.99
其他	78.35	652.32	655.05	661.06	656.61
流动资产合计	1,141.85	1,779.48	2,014.25	2,839.40	2,689.95
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,325.67	1,190.98	1,353.64	1,820.80	1,946.55
在建工程	4.90	129.26	314.63	162.93	36.29
无形资产	213.53	234.82	231.28	227.75	224.21
其他	169.79	216.35	215.09	214.03	212.98
非流动资产合计	1,713.89	1,771.41	2,114.64	2,425.51	2,420.04
资产总计	2,855.74	3,550.89	4,128.89	5,264.91	5,109.99
短期借款	138.50	0.00	83.78	90.54	81.33
应付票据及应付账款	704.17	869.29	884.12	1,660.27	1,127.07
其他	132.80	139.17	140.73	138.60	157.02
流动负债合计	975.47	1,008.46	1,108.63	1,889.41	1,365.42
长期借款	214.28	144.52	478.10	437.44	206.09
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	55.52	46.30	55.00	55.00	55.00
非流动负债合计	269.79	190.81	533.10	492.44	261.09
负债合计	1,255.87	1,203.81	1,641.73	2,381.84	1,626.52
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	340.00	400.01	400.01	400.01	400.01
资本公积	328.24	903.07	903.07	903.07	903.07
留存收益	931.63	1,044.78	1,184.34	1,580.33	2,180.85
其他	0.00	(0.78)	(0.26)	(0.35)	(0.46)
股东权益合计	1,599.87	2,347.08	2,487.16	2,883.06	3,483.47
负债和股东权益总计	2,855.74	3,550.89	4,128.89	5,264.91	5,109.99

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	206.20	113.15	139.56	395.99	600.52
折旧摊销	144.54	148.40	155.50	188.08	204.42
财务费用	9.05	(2.21)	(4.03)	(3.33)	(9.33)
投资损失	3.78	(0.59)	2.96	2.05	1.47
营运资金变动	(136.24)	34.80	(96.54)	245.99	(247.41)
其它	144.74	47.91	(0.55)	0.00	0.00
经营活动现金流	372.07	341.46	196.90	828.78	549.67
资本支出	92.92	167.48	491.30	500.00	200.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(331.26)	(926.93)	(993.16)	(1,002.05)	(401.47)
投资活动现金流	(238.34)	(759.45)	(501.86)	(502.05)	(201.47)
债权融资	(0.07)	(207.11)	416.45	(40.57)	(231.23)
股权融资	0.00	634.06	0.52	(0.09)	(0.12)
其他	(204.20)	25.93	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(204.27)	452.89	416.97	(40.66)	(231.34)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(70.53)	34.90	112.01	286.07	116.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,352.27	2,473.26	2,843.58	4,273.95	4,858.22
营业成本	1,939.30	2,183.06	2,484.08	3,562.75	3,906.07
营业税金及附加	11.86	9.89	14.68	20.23	22.50
销售费用	24.73	25.82	29.00	43.17	43.72
管理费用	60.96	64.27	68.25	89.75	97.16
研发费用	77.00	83.33	85.31	106.85	111.74
财务费用	3.43	(6.43)	(4.03)	(3.33)	(9.33)
资产/信用减值损失	(14.96)	(17.06)	(7.63)	(7.53)	(2.38)
公允价值变动收益	0.18	3.06	(0.55)	0.00	0.00
投资净收益	(3.78)	0.59	(2.96)	(2.05)	(1.47)
其他	19.98	6.42	0.00	0.00	0.00
营业利润	233.59	120.31	155.16	444.95	682.50
营业外收入	0.71	0.33	0.42	0.48	0.41
营业外支出	2.39	0.51	0.50	0.50	0.50
利润总额	231.91	120.12	155.07	444.93	682.41
所得税	25.70	6.97	15.51	48.94	81.89
净利润	206.20	113.15	139.56	395.99	600.52
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	206.20	113.15	139.56	395.99	600.52
每股收益（元）	0.52	0.28	0.35	0.99	1.50

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	2.41%	5.14%	14.97%	50.30%	13.67%
营业利润	-29.15%	-48.50%	28.97%	186.77%	53.39%
归属于母公司净利润	-27.73%	-45.13%	23.34%	183.73%	51.65%
获利能力					
毛利率	17.56%	11.73%	12.64%	16.64%	19.60%
净利率	8.77%	4.57%	4.91%	9.27%	12.36%
ROE	12.89%	4.82%	5.61%	13.73%	17.24%
ROIC	16.57%	7.73%	10.53%	22.67%	32.89%
偿债能力					
资产负债率	43.98%	33.90%	39.76%	45.24%	31.83%
净负债率	-3.06%	-11.39%	1.33%	-10.30%	-18.78%
流动比率	1.16	1.76	1.82	1.50	1.97
速动比率	0.90	1.44	1.52	1.19	1.66
营运能力					
应收账款周转率	9.52	8.01	8.00	8.18	8.06
存货周转率	9.69	8.53	8.72	9.24	9.47
总资产周转率	0.86	0.77	0.74	0.91	0.94
每股指标（元）					
每股收益	0.52	0.28	0.35	0.99	1.50
每股经营现金流	0.93	0.85	0.49	2.07	1.37
每股净资产	4.00	5.87	6.22	7.21	8.71
估值比率					
市盈率	50.82	92.62	75.09	26.47	17.45
市净率	6.55	4.47	4.21	3.64	3.01
EV/EBITDA	0.00	21.06	30.47	14.63	10.28
EV/EBIT	0.00	35.91	59.40	20.69	13.38

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