

不可低估的工业品拓展，碳酸钙后来居上

核心观点

碳酸钙作为最广泛应用的工业填料之一，在优质矿山资源稀缺+产业链一体化趋势加重+产品高端化三重趋势之下，行业竞争范式发生深刻变化，小行业正孕育大企业。东方雨虹作为碳酸钙下游应用端龙头企业，资金和规模实力强，且积极向上延伸，在行业内率先践行矿山-碳酸钙-下游应用端的全产业链一体化模式，先发优势和差异化商业模式奠定领先地位，随着碳酸钙业务布局未来逐步铺向全国，看好东方雨虹成为未来的碳酸钙龙头企业。

碳酸钙：应用最广泛的工业填料之一，小且分散的资源性行业

碳酸钙在工业领域的核心功能涵盖体积填充，降低成本，改善性能等，其细分品类重质碳酸钙占工业填料 34% 的市场份额，碳酸钙系应用最广泛的工业填料之一。2024 年我国碳酸钙市场总规模在 250-260 亿之间。1) 下游应用方面，碳酸钙应用集中在塑料、造纸、涂料和橡胶四大方向，2024 年合计占比下游需求 86%；2) 竞争格局方面，海外企业占据全球前 10，2024 年市占合计达到 29%，国内碳酸钙企业数量较多，但整体呈现规模小，竞争能力弱的态势，市场竞争格局分散；3) 原材料资源方面，重质碳酸钙的原材料矿石具备强资源属性，中国由于地质条件优势，具备更好的开采条件和成本，广西、新疆、安徽、江西等地均有较好的原材料储量。

三大产业趋势涌现，行业发展进入关键机遇期

1) 优质矿山稀缺化，环保降碳因素驱动重质碳酸钙产量占比持续提升，2024 年占比为 79.91%，且 2016-2024 年产量 CAGR 达到 7.25%。作为重要的原材料来源，碳酸钙上游矿山出现了大型化、集中化的趋势，对拿矿企业的资金实力要求变高；2) 产业链一体化，近年来多个碳酸钙下游企业选择向碳酸钙粉体研磨环节延伸，粉体企业则向上游矿山环节进行延伸尝试。一体化程度高的碳酸钙企业具备更好的盈利水平。以浙江钙科为例，2021 年至 2025H1 期间，公司综合毛利率大部分年份保持在 45% 以上，净利率水平则一直维持在 20% 以上；3) 产品高端化，目前我国碳酸钙整体售价对比欧洲、北美等区域处于较低水平，同时也存在产品结构上的差距，仍有较大的高端化升级空间。国家和地方逐步出台政策鼓励超细重质碳酸钙、纳米碳酸钙等高端产品发展和下游深加工环节延伸。

东方雨虹 (002271.SZ)

维持

买入

韩宇

hanyu1@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120005

任宏道

renhongdao@csc.com.cn

010-56135195

SAC 编号:S1440523050002

发布日期：2026 年 02 月 23 日

当前股价：17.03 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	16.33/18.32	32.63/30.58	37.34/15.35
12 月最高/最低价 (元)			18.28/10.41
总股本 (万股)			238,869.99
流通 A 股 (万股)			191,498.16
总市值 (亿元)			406.80
流通市值 (亿元)			326.12
近 3 月日均成交量 (万)			4445.69
主要股东			
李卫国			20.28%

股价表现



相关研究报告

小行业正孕育大企业，看好东方雨虹碳酸钙后来居上

碳酸钙行业三大趋势下，跨界龙头有望主导未来竞争。东方雨虹先后于江西吉安市永丰县以及广西南宁市上林县投资建设相应产业园项目，布局涵盖从上游矿石到碳酸钙超细粉体再到下游砂浆粉料、涂料、铸造砂、橡胶、可降解塑料、造纸等多个应用端的全产业链，在行业内具备一定稀缺性，有望为公司创造在降本、资源利用及高端化方面的差异化竞争优势。碳酸钙战略对公司工业转型意义重大，系公司告别地产时代，拥抱材料业平台的关键一战。

盈利预测

预计公司 2025-2027 年可以实现营业收入 270.17 亿元/310.12 亿元/369.94 亿元，分别同比 -3.70%/+14.79%/+19.29%，实现归母净利润 1.34 亿元/20.13 亿元/27.41 亿元，对应 PE 估值为 303.96x/20.21x/14.84x，给予“买入”评级。

风险提示

1) **碳酸钙一体化模式探索不及预期的风险**。从上游矿山到碳酸钙再到下游应用端的全产业链一体化模式是公司差异化竞争力所在，也是公司能在碳酸钙这个传统工业品行业新形势下把握行业机遇，取得先发优势的关键所在，若产业链一体化模式探索落地不及预期，则公司面临新业务拓展不顺利的风险；2) **行业价格竞争加剧的风险**。碳酸钙属于传统工业填料，近年来在行业供需形势变化下亦呈现一定价格竞争压力，若碳酸钙价格竞争加剧，则将影响公司碳酸钙业务的盈利情况；3) **碳酸钙客户拓展不及预期的风险**。碳酸钙下游需求绝大部分在于工业端，而公司客户积累更多在于建材端，跨行业客户拓展存在一定挑战。4) **信息更新不及时的风险**。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	32,822.53	28,055.61	27,016.57	31,011.83	36,994.14
YoY(%)	5.15	-14.52	-3.70	14.79	19.29
净利润(百万元)	2,273.33	108.17	133.83	2,012.67	2,741.26
YoY(%)	7.22	-95.24	23.72	1,403.87	36.20
毛利率(%)	27.69	25.80	24.72	27.73	29.12
销售净利率(%)	6.93	0.39	0.50	6.49	7.41
ROE(%)	8.01	0.43	0.55	16.89	-58.28
EPS(摊薄/元)	0.95	0.05	0.06	0.84	1.15
P/E(倍)	17.89	376.06	303.96	20.21	14.84
P/B(倍)	1.43	1.63	1.69	3.41	-8.65

资料来源: iFinD, 中信建投证券

目录

1 碳酸钙：应用最广泛的工业填料之一，小且分散的资源性行业	1
1.1 碳酸钙是市场份额最大的工业填料之一，降本增效优选	1
1.2 中国碳酸钙行业规模持稳，格局分散	7
1.3 碳酸钙原料资源属性强，中国禀赋占优	9
2 三大产业趋势涌现，行业发展进入关键机遇期	12
2.1 重要趋势之一：优质矿山资源成为胜负手	12
2.2 重要趋势之二：产业链上下游一体化趋势加重	13
2.3 重要趋势之三：产品高端化成为发展重要趋势	17
3 小行业正孕育大企业，看好东方雨虹碳酸钙后来居上	19
3.1 小行业正孕育大企业，跨界龙头有望主导未来竞争	19
3.2 碳酸钙战略意义重大，看好东方雨虹碳酸钙后来居上	20
4 盈利预测与投资评级	22
4.1 盈利预测	23
4.2 可比公司及估值	23
5 风险提示	24
报表预测	25

图目录

图表 1: 碳酸钙所处产业链位置图示	1
图表 2:重质碳酸钙生产过程示意图	2
图表 3:轻质碳酸钙生产过程示意图	2
图表 5:2024 年中国碳酸钙下游应用领域占比情况	4
图表 7:中国塑料管道产量变化情况	5
图表 8:几种主要塑料价格和重质碳酸钙价格对比（元/吨）	5
图表 11:碳酸钙填料与纸浆价格对比（元/吨）	6
图表 12:中国机制纸及纸板产量和同比增速情况	6
图表 14:中国涂料产量变化情况	7
图表 15:中国腻子粉产量变化情况	7
图表 16:2024 年中国碳酸钙产量结构	8
图表 17:2024 年中国碳酸钙产能结构	8
图表 18:2014-2023 年中国碳酸钙行业产量及产值变化情况（中商产业研究院口径）	8
图表 23:我国化工用石灰石储量 top20 省份	11
图表 24:我国方解石储量 top10 省份	11
图表 25:2014-2022 年中国碳酸钙细分产品产量变化	12
图表 26:中国重质碳酸钙消费结构	12
图表 29:数年前碳酸钙矿山开发和当前先进矿山开发对比	13
图表 30:全产业链及关联产业意义上的碳酸钙产业	14

图表 31:浙江钙科收入构成变化情况	15
图表 32:浙江钙科销售毛利率与净利率变化情况.....	15
图表 33:浙江钙科分区域收入构成变化情况.....	15
图表 34:浙江钙科业务一体化优势强, 原材料成本占比低.....	16
图表 35:浙江钙科各产品毛利率变化情况	16
图表 36:浙江钙科矿山和市场布局示意图	17
图表 38:全球重质碳酸钙生产能力分布图	18
图表 39:全球轻质碳酸钙生产能力分布图	18
图表 40:2022 年 12 月-2023 年 12 月多国碳酸钙价格比较情况	18
图表 44:东方雨虹粉料砂浆业务收入及同比增速.....	21
图表 45:东方雨虹粉料砂浆业务毛利率变化情况.....	21
图表 46:东方雨虹碳酸钙业务未来延伸示意图	22
图表 48:可比公司估值情况对比表.....	24

表目录

图表 4: 重质碳酸钙、轻质碳酸钙、纳米碳酸钙三类碳酸钙核心特性对比	3
图表 6:碳酸钙作为填料, 在塑料中的作用与效果	4
图表 9:主要纸种碳酸钙填料加入量	5
图表 10:重质碳酸钙和轻质碳酸钙的性能比较	5
图表 13:碳酸钙在涂料中的应用情况	7
图表 19:我国碳酸钙十强企业 (2024 年)	9
图表 20:2024 年全球碳酸钙市场十强企业	9
图表 21:几种碳酸盐矿物的性质特点	10
图表 22:我国典型重质碳酸钙矿物原料矿床矿石类型与特征	10
图表 27:不同等级的重质碳酸钙产品在不同维度上的性能提升情况.....	12
图表 28:各地出台的有关碳酸钙矿山的政策文件列举.....	13
图表 37:各种碳酸钙类型及对应价格情况	17
图表 41:国家和地方层面对碳酸钙行业出台的指导意见列举	19
图表 42:近年来碳酸钙和碳酸钙下游企业向上游获取矿山的案例越来越多	20
图表 43:东方雨虹碳酸钙业务布局情况梳理.....	20
图表 47:东方雨虹分产品业务盈利拆分	23

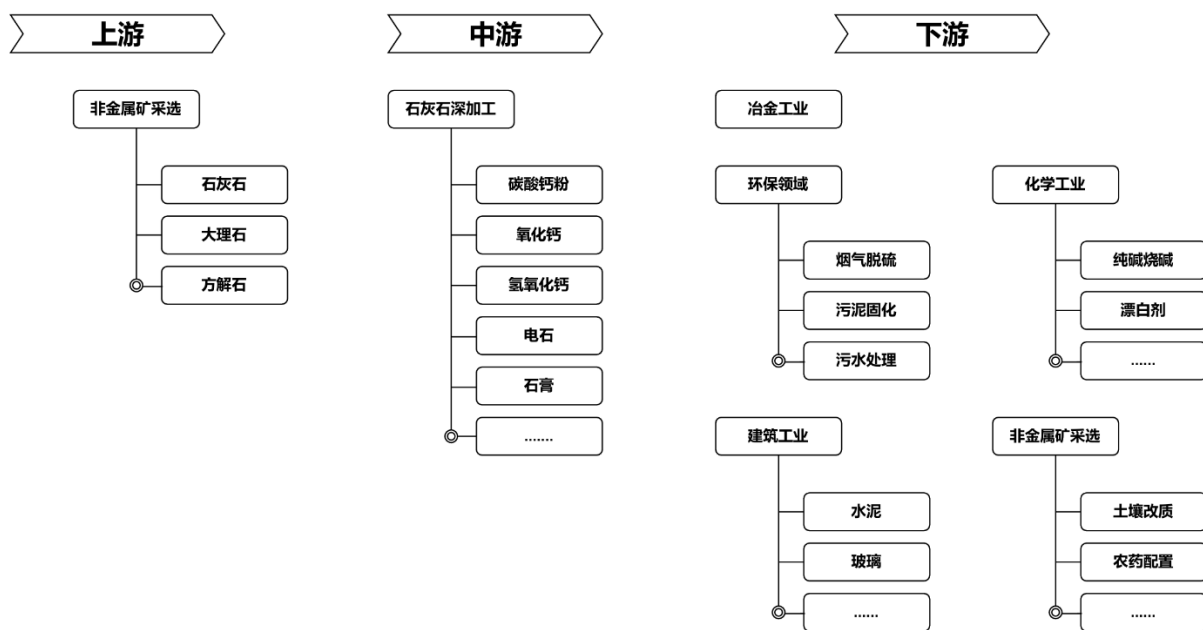
1 碳酸钙：应用最广泛的工业填料之一，小且分散的资源性行业

1.1 碳酸钙是市场份额最大的工业填料之一，降本增效优选

填料又称填充剂，是指用以改善加工性能、制品力学性能并（或）降低成本的固体物料。工业填料类型多样，可以分为无机填料和有机填料两大类，无机填料的用量和市场规模远大于有机填料，无机填料的具体类型包含碳酸钙、炭黑、高岭土、滑石粉、云母粉、硅灰石粉等，有机填料包含木粉与植物纤维、农业副产物、空心聚合物微珠等。

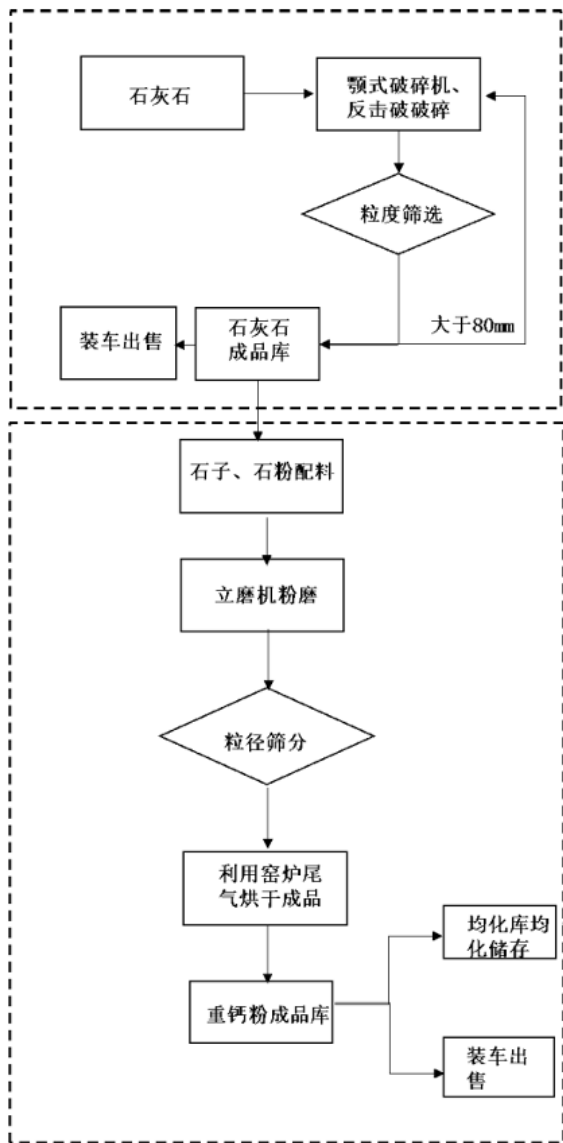
碳酸钙是一种无机化合物，俗名石灰石、石子，是石灰岩的主要成分。通常为白色晶体，无味，基本上不溶于水，易与酸反应放出二氧化碳。根据粒径不同，碳酸钙又分为重质碳酸钙、轻质碳酸钙和纳米碳酸钙，重质碳酸钙简称重钙，是由天然碳酸盐矿物如方解石、大理石、石灰石磨碎而成，轻质碳酸钙简称轻钙，又称沉淀碳酸钙，是将二氧化碳通入氢氧化钙（石灰乳）进行碳化生成碳酸钙沉淀，经脱水、干燥和粉碎制得。纳米碳酸钙的主流制备工艺是碳化法，是在轻质碳酸钙制造工艺的基础上，对晶体成核、生长过程和颗粒形貌进行精确控制而制得。根据德国工业市场研究机构 Ceresana 于 2023 年发布的报告披露，**碳酸钙是应用最广泛的工业填料之一，其中重质碳酸钙占工业填料 34% 的市场份额，是全球填料市场应用最为广泛的产品之一。**

图表 1: 碳酸钙所处产业链位置图示

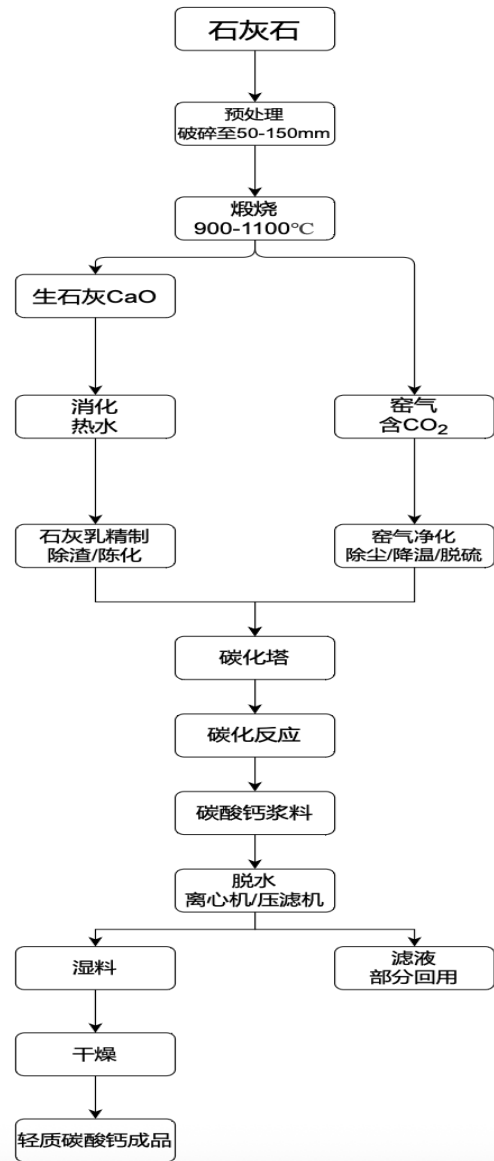


数据来源：浙江钙科招股说明书，中信建投证券

图表 2:重质碳酸钙生产过程示意图



图表 3:轻质碳酸钙生产过程示意图



数据来源：浙江钙科招股说明书，中信建投证券

数据来源：中无协碳酸钙网，普天同创计量，中信建投证券

碳酸钙核心功能为体积填充，降低成本，兼具改善性能之用，重质碳酸钙为碳酸钙应用主流。碳酸钙粒径越小功能性越强，也就越高端，碳酸钙的核心功用是体积填充（替代较贵的树脂、橡胶等），这也是重质碳酸钙占比最大的原因，2024 年我国重质碳酸钙、轻质碳酸钙产量占比分别为 79.91%、15.98%。轻质碳酸钙具有粒度可控、粒径分布窄、颗粒形状规则、纯度高、白度高等特点，轻质碳酸钙在作为填料满足下游降本需求的基础上，还有改善塑料尺寸稳定性、提高纸张不透明度和白度、提高涂料漆膜硬度、改善橡胶耐磨性等强功能性。纳米碳酸钙核心优势在于其纳米尺度所带来的小尺寸效应、表面效应、量子效应，在塑料和橡胶中纳米碳酸钙用于增韧和补强，在涂料与油墨中有效防止颜料和填料的沉降，并使涂料/油墨在施工时抗流挂、不滴落，还可以在不牺牲透明度的情况下，为清漆、光油等体系提供填充、增稠和补强作用。

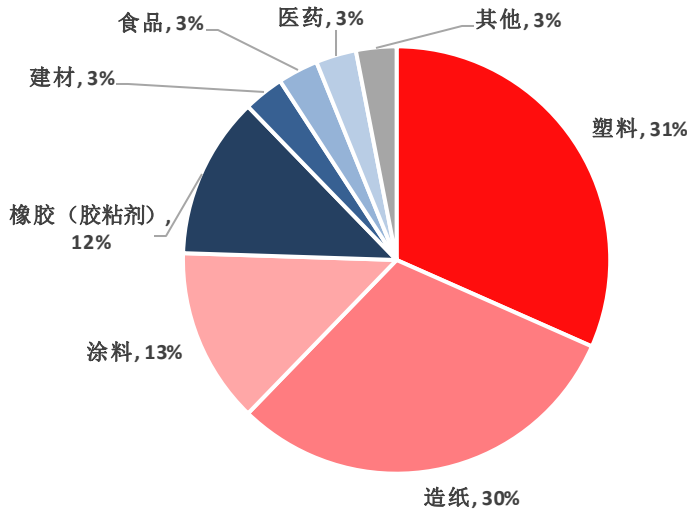
图表 4: 重质碳酸钙、轻质碳酸钙、纳米碳酸钙三类碳酸钙核心特性对比

对比维度	轻质碳酸钙	重质碳酸钙	纳米碳酸钙
中文别名	沉淀碳酸钙	研磨碳酸钙	超细碳酸钙
英文缩写	PCC	GCC	NCC
核心生产工艺	化学合成: 以石灰石为原料, 经“煅烧—消化—碳化—脱水—干燥”等工序制成。	物理粉碎: 直接对天然的方解石、大理石、白垩等进行机械粉碎、研磨、分级得到。	深度化学/物理加工: 在 PCC 工艺基础上通过晶型控制、表面改性等技术, 或对 GCC 进行深度研磨, 使粒径达到纳米级。
原料与来源	石灰石	天然的方解石、大理石、白垩等	石灰石或普通 PCC
晶体形态	规则晶型, 如纺锤形、立方形、针形等。	晶型不规则, 多棱角、粒径分布较宽。	晶型可控, 粒径极细, 通常 ≤ 100 纳米。
粒径与比表面积	粒径较细, 约 $1\sim 3\mu\text{m}$; 比表面积中等。	粒径较粗, $5\sim 45\mu\text{m}$; 比表面积小。	粒径极细, $\leq 0.1\mu\text{m}$ (100 纳米); 比表面积巨大。
主要特点	纯度较高、粒度均匀、吸油值较低。	成本低、加工能耗低、性质稳定。	产生表面效应、小尺寸效应 , 具有补强、增韧、抗老化等功能。
核心应用领域	塑料、橡胶、涂料、密封胶 (主力填料)、油墨等, 起到 功能性填料 和改善流变性的作用。	造纸、塑料、涂料、建材, 主要作为 体积填充剂 以降低成本。	高端橡胶 (如汽车轮胎)、高级涂料、密封胶、工程塑料等, 作为 功能性助剂或增强剂 。
产品附加值	高	低	高
与产业政策关系	通常不属于鼓励类, 普通产能可能面临限制。	普通产能属于 限制或淘汰类, 超细重质碳酸钙 (粒径$\leq 5\mu\text{m}$) 为鼓励类	国家重点鼓励发展的新材料, 属于产业升级方向, 不受普通碳酸钙的限制政策影响。

数据来源: 中国钙粉网, 康百万机械, 期刊《中国碳酸钙产业及其高值应用现状》, 长阳人大网, 格隆汇, 粉体技术网, 《产业结构调整指导目录 (2024 年本)》, 中信建投证券

碳酸钙下游应用集中在塑料、造纸、涂料和橡胶四大方向, 是纯粹的工业品。作为使用最为广泛的工业填料, 碳酸钙广泛应用在塑料、造纸、涂料、橡胶、建材、食品、医药等领域, 其中塑料、造纸、涂料和橡胶于 2024 年分别占比 31%、30%、13%、12%, 合计 86%, 而传统建材领域仅占到碳酸钙应用量的 3%。2025 年涂料中约有 46%-47% 为建筑涂料, 以此比例假设 2024 年的情况, 由此测算**纯建材类需求占到碳酸钙需求的比例在 9% 左右, 碳酸钙可以说是纯粹的工业产品。**

图表 5:2024 年中国碳酸钙下游应用领域占比情况



数据来源:《中国碳酸钙产业及其高值应用现状》, 中信建投证券

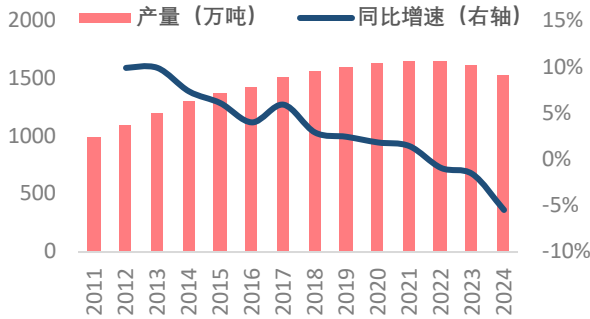
塑料是碳酸钙最大应用下游, 2024 年占到碳酸钙使用量的 31%。我国塑料工业中 10% 使用粉体填料, 主要是应用在对成本敏感、对不透明性不敏感、且需要提高刚性的领域, 如建材管材、日用杂货、部分包装等。碳酸钙填料在塑料中的功能主要为填充体积、降低成本、改善塑料制品物理性能、优化加工性能和帮助塑料实现诸如透气、阻燃等特定性能。根据不同塑料类型和需要达到的效果不同, 碳酸钙在塑料中的添加比例有所不同, 以聚乙烯和软质聚氯乙烯 (PVC) 为例, 添加比例范围分别在 10%-50%/30%-50%。就降本而言, 碳酸钙的单价远低于树脂, 通常仅为塑料树脂的 1/5 至 1/10, 以 PVC 为例, 30%-50% 的填充比例可以使得成本降低 20%-30%。

图表 6:碳酸钙作为填料, 在塑料中的作用与效果

核心应用方向	具体作用与效果	常见应用塑料种类
降低成本与增量	作为体积填充剂, 有效降低单位体积的制品成本。	PVC, PP, PE, ABS 等
改善物理性能	提高刚性、硬度、耐热性及尺寸稳定性。	PP, PE, PVC, 工程塑料
优化加工性能	调节流变性能, 控制收缩率与蠕变性, 改善制品表面光泽。	PVC (管材), PP, PE
赋予特殊功能	实现透气、降解、阻燃、改善着色等特定功能。	透气膜、降解塑料、功能性母粒

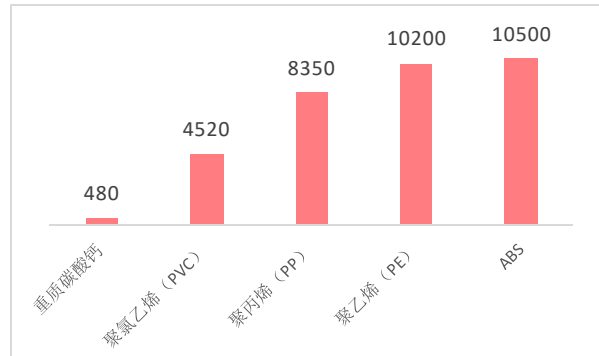
资料来源: 钙帮, 碳酸钙研究院, 管道直通车, 热成型, 粉体网, 中信建投证券

图表 7:中国塑料管道产量变化情况



数据来源: 前瞻产业研究院, 现代管业, 华经产业研究院, 中信建投证券

图表 8:几种主要塑料价格和重质碳酸钙价格对比 (元/吨)



数据来源: 生意社, 中信建投证券

注: 价格信息为2026年1月21日实时报价

根据中国粉体网, 碳酸钙在造纸中的作用分为两大类: 一类是造纸填料用碳酸钙, 大部分厂家应用 325 目~800 目的低目数产品, 添加量因纸张的类型不同存在差异, 范围在 5%-50% 之间, 主要集中在原纸生产厂家; 另一类是造纸涂布用碳酸钙, 对产品细度要求高, 所用浆料的 2 微米含量达 65% 以上, 大型的纸企多半自备碳酸钙研磨设备, 通过管道直接将碳酸钙浆料泵送至纸机调浆箱调浆。相比于塑料和涂料, 碳酸钙在造纸中的应用更为普遍, 在造纸过程中, 填料和颜料的用量仅次于纤维, 上世纪九十年代造纸工艺逐渐由酸性转为中性和碱性, 碳酸钙作为填料的应用也越来越多, 当前造纸工艺已经是**以中性和碱性为主, 碳酸钙也成为应用最广泛的造纸填料。**

图表 9:主要纸种碳酸钙填料加入量

纸张种类	CaCO ₃ 加入量/%	纸张种类	CaCO ₃ 加入量/%
涂布原纸	10~20	书刊印刷纸	10~25
复印纸	15~30	打印纸	12~25
书写纸	10~30	杂志纸	20~30
复写传真纸	5~30	高加填超压纸	30~55
新闻纸	4~10	打字纸	8~12
字典纸	25~35	邮票纸	20~30
有光纸	20~30	图画纸	10~20
画报纸	25~35	卷烟纸	40~50

资料来源: 粉体技术网, 中信建投证券

图表 10:重质碳酸钙和轻质碳酸钙的性能比较

项目	重质 碳酸钙	轻质 碳酸钙
优点	<ol style="list-style-type: none"> 1. 作为填料, 加入量较高 2. 对纸张强度影响较小 3. 较好的纸张抄造性能 4. 对施胶效果影响小 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 纸张不透明度高 2. 对纸机磨损低 3. 不需加分散剂

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

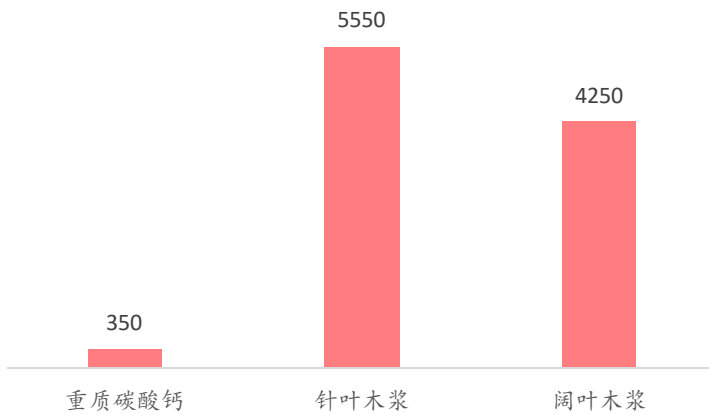
缺点

1. 纸张的白度、不透明度稍差
2. 需要加分散剂

1. 比表面积大，有损施胶效果
2. 对纸张强度影响较大
3. 保水性强，不利纸机车速提高
4. 作为填料，加入量稍低

资料来源：粉体技术网，中信建投证券

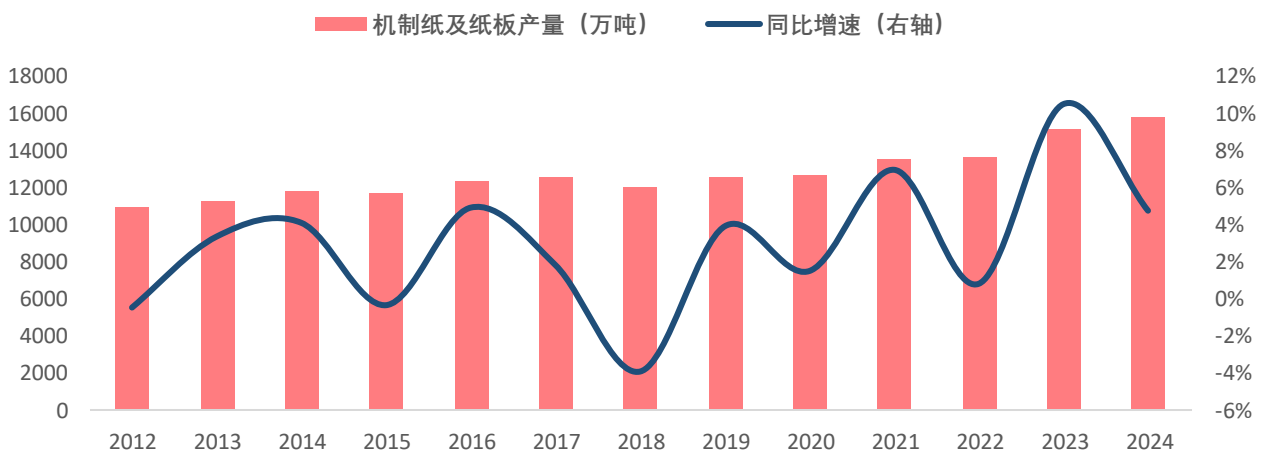
图表 11: 碳酸钙填料与纸浆价格对比（元/吨）



数据来源：生意社，1688，中信建投证券

注：价格信息为 2026 年 1 月 21 日实时报价

图表 12: 中国机制纸及纸板产量和同比增速情况



数据来源：国家统计局，中信建投证券

碳酸钙是涂料中应用最广泛的体质颜料，普通重质碳酸钙主要应用中低端涂料中，主要起到提供骨架、填充空隙以及替代较贵的钛白粉提供白度的作用，对成本下降有直接帮助。超细重质碳酸钙和轻质碳酸钙应用中高端涂料中，在控制成本的同时，优化特定性能，如改善流平性、增加硬度、提高耐磨性和耐候性等。同

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

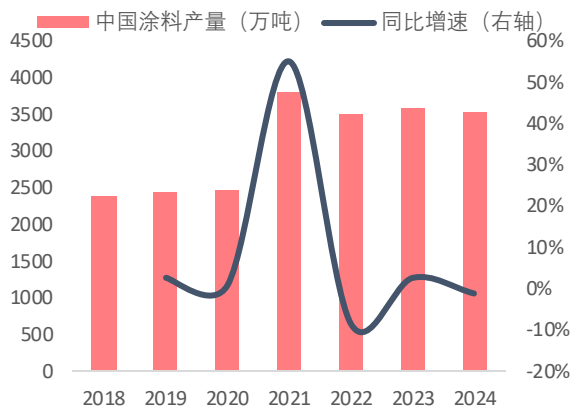
时重质碳酸钙还是墙面涂料的辅材腻子核心原材料。总的来看，碳酸钙主要应用在墙面漆辅材腻子、中低端涂料中，工业漆、汽车漆等高端产品中碳酸钙的添加比例和成本占比很低。

图表 13: 碳酸钙在涂料中的应用情况

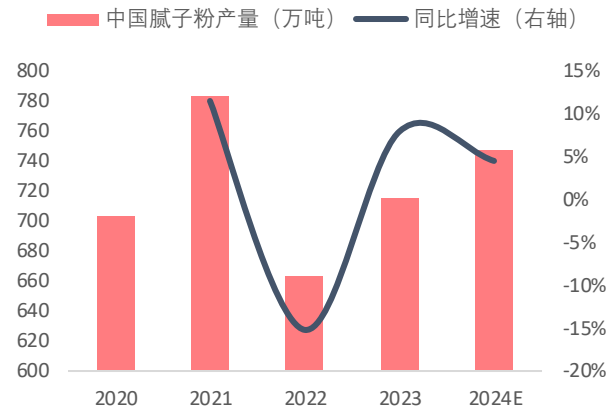
涂料产品定位	碳酸钙的角色与用量	对成本占比的影响
低端/经济型涂料	核心填料: 大量使用普通重钙, 首要目的是替代更贵的原料(如钛白粉)以降低成本。	占比相对较高: 因总原料成本低, 碳酸钙作为主要低价填料, 其成本份额显著。
中端/性能平衡型涂料	重要填料: 使用经处理的碳酸钙, 在控制成本的同时改善漆膜性能。	占比适中: 总原料成本和配方复杂度提升, 碳酸钙仍是重要的成本控制项, 但占比被其他功能性原料稀释。
高端/高性能涂料	功能性填料: 可能使用纳米碳酸钙等高端品种, 主要目的是提升特定性能(如触变性、抗冲击性能), 而非单纯降本。	占比通常较低: 配方中树脂、钛白粉等高价原料占比大, 功能性碳酸钙的成本占比相对小。

资料来源: 粉体技术网, 碳酸钙研究院, 中国粉体网, 九州讯丰, 《中国非金属矿工业导刊》, 中信建投证券

图表 14: 中国涂料产量变化情况



图表 15: 中国腻子粉产量变化情况



数据来源: 中国涂料工业协会, 中商产业研究院, 中信建投证券

数据来源: 华经产业研究院, 智研咨询, 中信建投证券

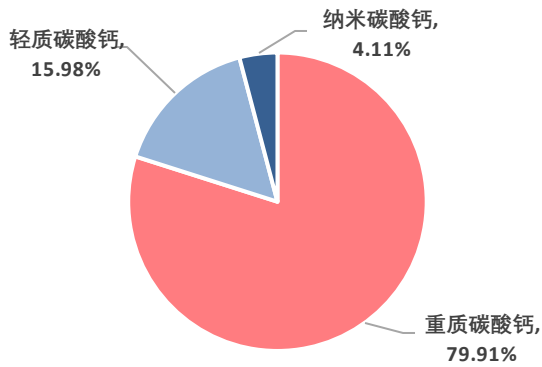
注: 2021 年产量增长系统统计口径发生变动, 由原本的规模以上企业更改为全行业企业

1.2 中国碳酸钙行业规模持稳, 格局分散

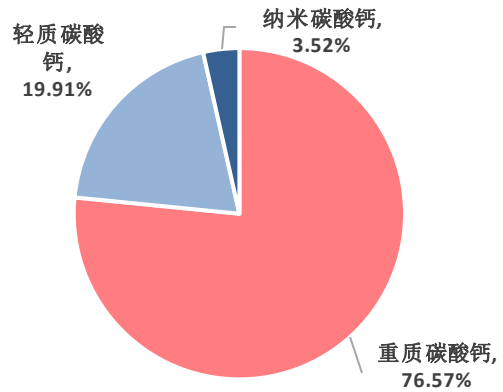
中国碳酸钙市场规模在 250-260 亿, 未来预计保持个位数百分比的稳步增长。产能产值方面, 中国建筑材料工业规划研究院数据显示, 2024 年我国重质碳酸钙产能为 5000 万吨, 产量 3500 万吨, 产能利用率 70%; 轻质碳酸钙产能 1300 万吨, 产量 700 万吨, 产能利用率 53.85%; 纳米碳酸钙产能 230 万吨, 产量 180 万吨, 产能利用率 78.26%。市场规模方面, 根据碳酸钙研究院, 2024 年我国碳酸钙市场总规模在 250-260 亿之间, 其中轻质碳酸钙 75-80 亿, 重质碳酸钙 175-180 亿, 相较于水泥、玻璃、防水、涂料等这些非金属材料大行业, 碳酸钙行业规模与石膏板行业保持在同样的量级, 是个体量相对较小的行业。中国建筑材料工业规划研究院预计未来几年我国碳酸钙行业将保持 3-8% 的增长率水平。另据中商产业研究院, 2024 年中国碳酸钙产值规模将达

270.69 亿，与中国建筑材料工业规划研究院的测算基本匹配，也从侧面印证碳酸钙行业不大的体量。

图表 16:2024 年中国碳酸钙产量结构



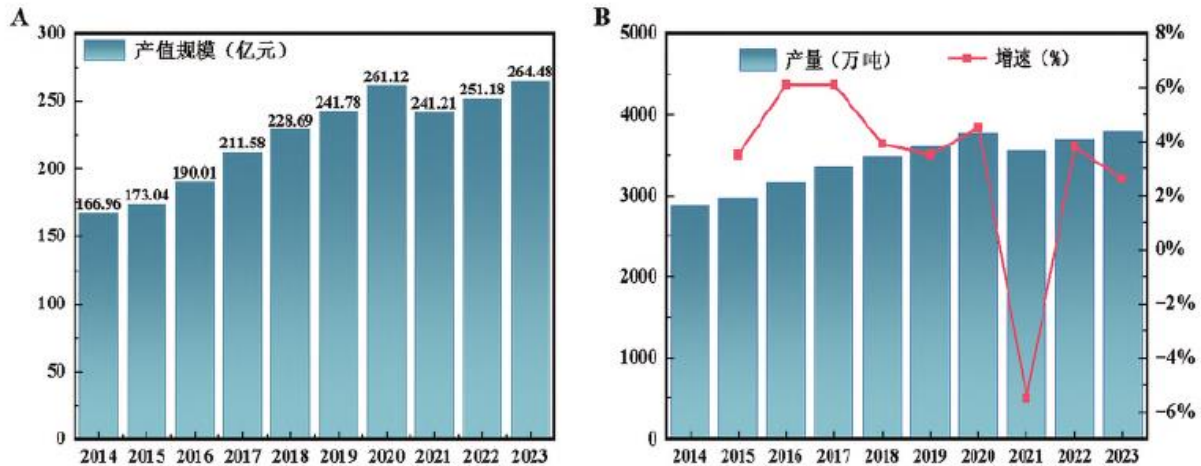
图表 17:2024 年中国碳酸钙产能结构



数据来源：《2025 年碳酸钙产业研究报告》，中信建投证券

数据来源：《2025 年碳酸钙产业研究报告》，中信建投证券

图表 18:2014-2023 年中国碳酸钙行业产量及产值变化情况（中商产业研究院口径）



数据来源：《中国碳酸钙产业及其高值应用现状》，中商产业研究院，中信建投证券

中国碳酸钙行业格局分散，企业高端化和全球竞争力不强。全球来看，2024 年全球前十名碳酸钙企业占据 29% 的市场份额，行业整体较为分散，呈现多元化发展格局。美国碳酸钙市场主要由法国益瑞石集团 (Imerys)、美国矿物技术集团 (Minerals Technologies Inc.) 和欧米亚 (Omya) 等主导，欧洲碳酸钙企业以质量和技术取胜，凭借强大研发能力、稳定可靠的质量和良好的品牌，全球化竞争优势明显，如比利时的 Lhoist 集团。在医药、食品、高端塑料、高端橡胶等高端应用领域，欧美日龙头企业领先优势显著，占据高端市场较大份额。中国碳酸钙企业数量众多，约 1000 家，其中重钙厂家 500 多家，但大部分企业规模小、竞争力较弱，企业的平均规模远低于发达国家平均，中国目前还没有进入全球前十强的碳酸钙企业。

图表 19:我国碳酸钙十强企业（2024 年）

重质碳酸钙十强	轻质碳酸钙十强	纳米碳酸钙十强
江西广源化工有限责任公司	桂林金山新材料有限公司	广西华纳新材料股份有限公司
浙江钦堂钙业有限公司	池州市升华碳酸钙有限公司	桂林金山新材料有限公司
溧阳艺佳超微粉体科技有限公司	河北力成科技有限公司	杭州正和纳米科技有限公司
东南新材料股份有限公司	池州瑞祥钙业有限公司	芜湖卓越纳米新材料股份有限公司
广西贺州市科隆粉体有限公司	山东宇信纳米科技有限公司	宣城新威华化工科技有限公司
安徽江东科技粉业有限公司	浙江布石新材料有限公司	恩平燕怡新材料有限公司
江西科越科技有限公司	河北立信新材料科技有限公司	常州碳酸钙有限公司
德兴市龙兴钙业有限公司	焦作市中晶纳米科技有限公司	江西华明纳米碳酸钙有限公司
河南鑫泰钙业有限公司	德兴市龙圣碳酸钙有限公司	襄阳兴发化工有限公司
池州市富华粉体科技有限公司	河北欧顺金科科技有限公司	山东宇信纳米科技有限公司
长兴金顶粉体材料有限公司	都江堰市云艺钙业有限责任公司	山西兰花华明纳米材料股份有限公司
连州市恒兴碳酸钙实业有限公司		广西兴业时泰纳米科技有限公司
		江西九峰纳米科技有限公司

资料来源：《2025 年碳酸钙产业研究报告》，中信建投证券

图表 20:2024 年全球碳酸钙市场十强企业

序号	生产企业	国家
1	Omya（欧米亚）	瑞士
2	Imerys（伊莫瑞斯）	法国
3	Minerals Technologies（矿业科技）	美国
4	Huber Engineered Materials（邱博工程材料公司）	美国
5	Fimatec（非迈特克）	日本
6	Mineraria Sacilese	意大利
7	Takehara Kagaku Kogyo	日本
8	Nitto Funka（日东粉化公司）	日本
9	APP（金光集团）	印度
10	SANKYO Seifun（三共精粉公司）	日本

资料来源：《2025 年碳酸钙产业研究报告》，中信建投证券

1.3 碳酸钙原料资源属性强，中国禀赋占优

重质碳酸钙的原材料具备强资源属性，中国资源禀赋占优。重质碳酸钙粉体以天然方解石、大理石、白云石、白垩、菱镁矿等石灰岩矿的矿石为原料，这些石灰岩矿是天然矿产资源，具有不可再生性。根据论文《中国碳酸钙产业及其高值应用现状》，中国石灰岩矿在地质条件、开采成本方面相较海外国家具备核心竞争力：**1）中国石灰岩矿床地质条件稳定，多数矿层连续性好，埋藏深度适中**，特别是江西、湖南等地的石灰石矿区，矿层呈大面积层状分布，地层相对平缓，褶皱和断层较少，为露天开采提供了极有利条件。而国外不少地区石灰石矿地质构造复杂，大大增加了开采难度和安全风险；**2）中国石灰岩矿山开采由于资源丰富且开采难度相对较**

低，开采成本相较海外发达国家具有明显优势。

图表 21:几种碳酸盐矿物的性质特点

碳酸盐矿物	性质特点
石灰石	硬度 3，密度 2.6-2.9，熔点为 825°C，在 830-1020°C 之间分解为氧化钙和二氧化碳，遇稀酸发生泡沫，并溶解
方解石	硬度 2.704~3.0，比重 2.6~2.8g/cm ³ ，熔点 1339°C，在 830-1020°C 之间分解为 CaO 和 CO ₂ 与稀酸反应，同时放出二氧化碳，呈放热反应；也溶于氯化铵溶液，几乎不溶于水
大理石	重结晶的石灰石，主要由方解石、蛇纹石和白云石组成；硬度一般为 3.5~4.0，性脆、纯净的大理石又称“汉白玉”
白垩	方解石的变种，硬度 3，密度 2.93g/cm ³ ，性脆，(1011)解理完全参差状贝壳状断口，几乎不溶于水，在含有铵盐或三氧化二铁的水中溶解，不溶于醇，露置空气中无反应
白云石	晶体结构类似方解石，常呈菱面体。硬度 3~4，密度 2.86~3.20g/cm ³ ，遇冷稀盐酸起泡

资料来源：中国粉体网，中信建投证券

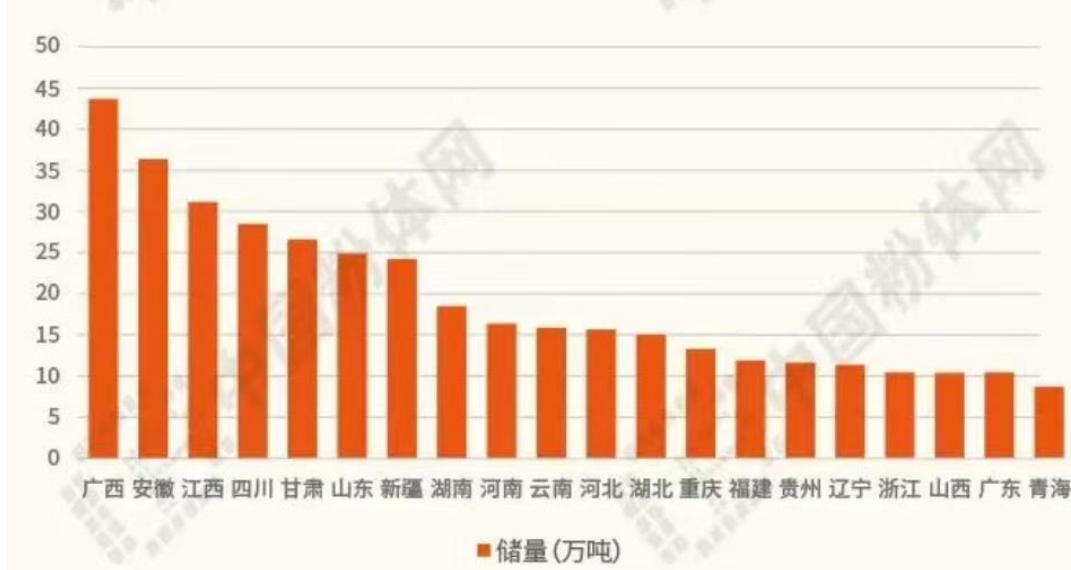
用于生产重质碳酸钙的优质石灰石资源，其主要品质门槛在于高钙含量、高白度以及低有害杂质。用于生产重质碳酸钙的矿石资源主要有方解石、化工用石灰石两大类，其中方解石集中分布在我国新疆和安徽地区，其他地区储量差距相较这两个省区差异巨大，化工用石灰石资源分布则更为均匀，广西、安徽、江西、四川、甘肃、山东和新疆为七大分布区域。总的看，广西、新疆、安徽、江西四大区域是重质碳酸钙矿物原料储量最高的四大区域。

图表 22:我国典型重质碳酸钙矿物原料矿床矿石类型与特征

省份	矿床名称	质量指标	白度	矿石类型	成因类型
安徽	青阳县来龙山矿区	CaO 55.25%、SiO ₂ 0.17%、Fe ₂ O ₃	92.9%	巨晶、极粗晶、粗晶 方解石大理岩	接触变质型
	方解石矿	0.033%、MgO 0.40%			
安徽	泾县陈园山方解石矿	CaO 54.8%、MgO 0.6%	91.7%	中细晶块状方解石大理岩	接触变质型
广西	贺州平桂区玉石山大理岩矿床	CaO 52.15%、Fe ₂ O ₃ 0.020%、MgO 0.76%、SiO ₂ 0.04%	91.93%	巨—粗粒块状方解石大理岩	接触变质型
河南	南召五峰顶方解石矿床	CaO 55.37%、SiO ₂ 0.75%、MgO 0.42%、Fe ₂ O ₃ 0.08%	90%	浅灰白色厚层状中粗粒大理岩	区域变质型
浙江	建德市钦堂矿区大岩山矿段大理岩矿	CaO 54.8%、Fe ₂ O ₃ 0.086%，有害组分盐酸不溶物平均含量 0.76%	90.6%	中晶大理岩	接触变质型

资料来源：中国粉体网，中信建投证券

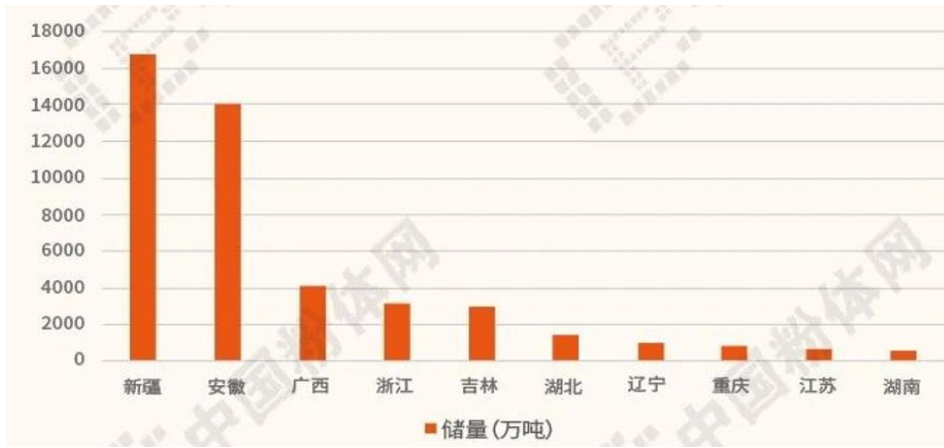
图表 23:我国化工用石灰石储量 top20 省份



数据来源：中国粉体网，中信建投证券

注：相关信息由中国粉体网于2025年4月披露

图表 24:我国方解石储量 top10 省份



数据来源：中国粉体网，中信建投证券

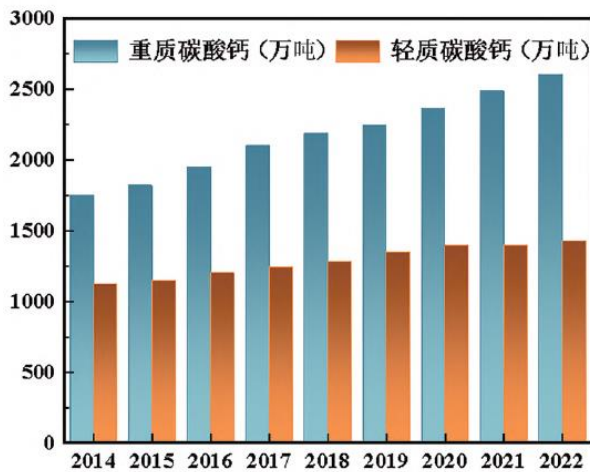
注：相关信息由中国粉体网于2025年4月披露

2 三大产业趋势涌现，行业发展进入关键机遇期

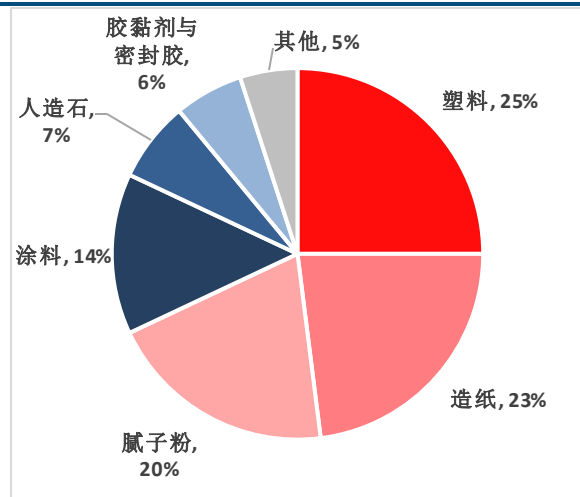
2.1 重要趋势之一：优质矿山资源成为胜负手

环保降碳因素驱动重质碳酸钙产量占比持续提升，对优质矿山依赖度变高。2016-2024 年中国重质碳酸钙的产量由 2000 万吨增加到 3500 万吨，年复合增长率达到 7.25%，2024 年重质碳酸钙产量占比达到 79.91%。重质碳酸钙是碳酸钙的主流，且产量占比近年来持续提升，背后驱动因素是：1) 重质碳酸钙通过物理研磨即可生产，工艺流程简单，能耗较低。相比之下，轻质碳酸钙需要煅烧、消化等化学合成过程，能耗更高。这使得重质碳酸钙在基础填料领域具有明显的成本优势；2) 重质碳酸钙的物理法生产环境污染相对较轻，更符合绿色发展的政策要求；3) 面对中高端市场的需求，重质碳酸钙产业也在向高附加值方向转型，其中重要手段是对重质碳酸钙进行粒径与形貌控制、表面改性以及高纯度与高白度原矿筛选，这背后的支撑是超细粉碎与改性技术，重质碳酸钙要能在高端领域应用，对碳酸钙原矿的品位也提出了更高的要求，优质矿山的资源稀缺性在这样的背景下也越来越突出。

图表 25:2014-2022 年中国碳酸钙细分产品产量变化



图表 26:中国重质碳酸钙消费结构



数据来源:《中国碳酸钙产业及其高值应用现状》，华经产业研究院，
中信建投证券

数据来源:中国粉体网，中信建投证券

注:相关信息由中国粉体网于 2025 年 4 月披露

图表 27:不同等级的重质碳酸钙产品在不同维度上的性能提升情况

对比维度	普通/中低端重钙产品 (如 325 目)	高端精细化重钙产品 (如超细、改性、食品级)	品质要求提升的体现
化学成分 (纯度)	要求较低, 如 CaCO_3 含量 $\geq 95\%$ 。	要求极高, 普遍要求 $\geq 98\%$, 部分特殊用途要求更高。	纯度是高端化的基石, 直接决定产品白度和杂质含量。
物理指标 (白度)	基础要求, 如 90% 以上。	关键指标, 高端领域要求 95% 甚至更高。	白度是产品附加值的直接体现, 高端塑料、涂料等应用必需。
有害杂质控制	关注常规杂质。	严格控制重金属 (铅、砷等)、微生物等。	进军食品、药品等安全敏感领域的前提。
矿物结构与粒度	对原矿粒度分布无严格要求; 粗	要求原矿晶体结构相对均一; 粒	细度和颗粒均匀度影响高端粉体

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

粉和细粉的粒度 D97 >10mm 度 D97 ≤10mm，颗粒均匀度更高，粒径分布窄。最终性能。

资料来源：铭汉粉体，粉体技术网，《非金属加工与应用（第四版）》，《GB1886.214-2016》，钙粉网，《HG/T2226—2019》，中国粉体网，桂林鸿程，《重质碳酸钙的生产工艺及应用研究进展》，中信建投证券

优质矿山作为高端重质碳酸钙的原材料来源，其重要性越来越高，但随着环保政策的加严，国家对中小型矿山不再审批，碳酸钙上游矿山出现了大型化、集中化的趋势，对拿矿企业的资金实力要求变高，给大企业进入市场提供了战略机遇期。

图表 28:各地出台的有关碳酸钙矿山的政策文件列举

治理维度	核心政策导向	具体措施举例
源头严控	提高开采准入，优化矿山布局	- 广西原则上不再新批大型生产规模以下的碳酸钙矿山。 - 新建矿山在采矿权出让合同中明确绿色矿山建设要求。
过程严管	推行绿色开采，强化环境监管	- 推广开采方式科学化、矿区环境生态化等“五化”绿色矿山建设。 - 针对碳酸钙矿山制定专门的开采和生态修复要求。 - 贺州市对石材碳酸钙行业开展全流程扬尘污染综合整治。
生态修复	压实修复责任，鼓励综合利用	- 明确关闭矿山必须履行生态修复义务。 - 鼓励利用矿山固废发展“人造岗石”等产业，实现“变废为宝”。 - 探索市场化方式推进修复，允许社会资本通过合理方式收益。
资源高效	推动优质优用，延伸产业链	- 贵州、广西等地强调碳酸钙资源的“精深用矿”，支持高端化、高附加值产品开发。 - 资源配置向工艺先进、综合利用率高的大中型企业倾斜。

资料来源：广西壮族自治区自然资源厅网站，中国政府网，贺州市人民政府，粉体技术网，中信建投证券

图表 29:数年前碳酸钙矿山开发和当前先进矿山开发对比



数据来源：钙世界公众号，中信建投证券

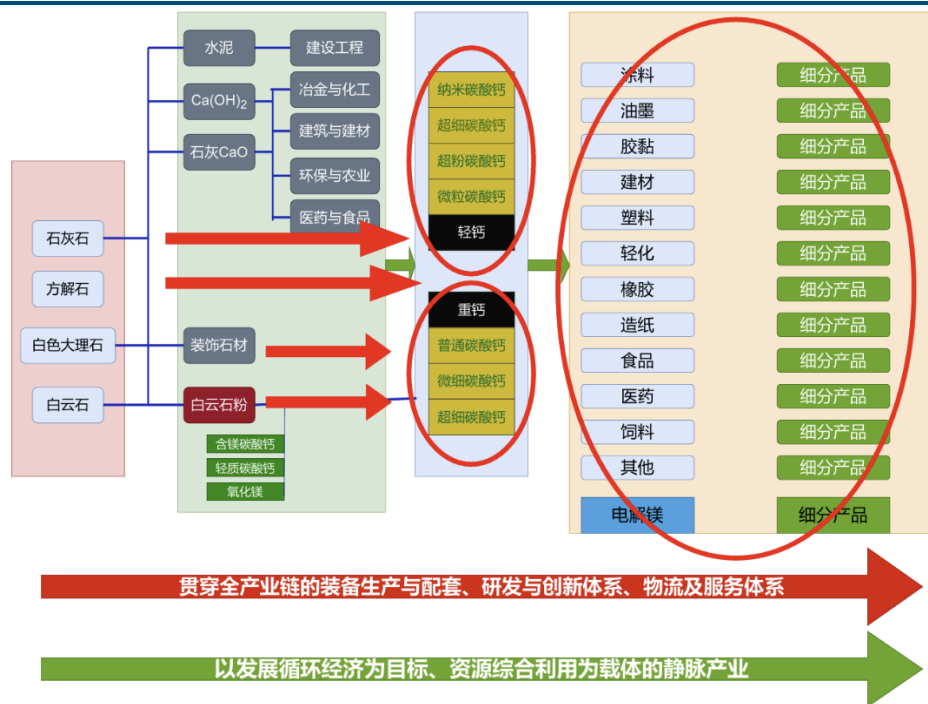
2.2 重要趋势之二：产业链上下游一体化趋势加重

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

受到矿山大型化、下游市场竞争以及环保降碳压力影响，碳酸钙行业正呈现产业链上下游加速融合的趋势。近年来多个碳酸钙下游企业选择向碳酸钙粉体研磨环节延伸，粉体企业向上游矿山环节进行延伸尝试的也越来越多，各地政府也注重以碳酸钙为依托，打造上下游全产业链的园区。举例来看：1) 中群煌新能源(沈阳)有限公司规划建设 250 万吨碳酸钙项目，主要产品包含超细重质碳酸钙、轻质碳酸钙、高品塑料母粒及相关薄膜生产线；2) 碳酸钙龙头欧米亚中国与河南省南阳市西峡县政府就当地矿山整合、重质碳酸钙生产基地建设及下游产业链延伸达成框架协议；3) 山东能源集团重点布局钙基新材料、循环经济、碳中和三大产业链，其中钙基新材料产业链重点发展高活性氧化钙、氢氧化钙及轻质碳酸钙、纳米碳酸钙、食品级碳酸钙，同时延伸纤维水泥板、碳酸钙透气膜、SPC 板材、环保涂料等下游关联产业。

碳酸钙产业链上下游延伸现象增多的背后：1) 龙头企业顺应上游矿山大型化、规范化趋势，积极入场跑马圈地；2) 近年来碳酸钙下游的造纸、涂料、建材等产品价格压力持续加大，企业选择做长产业链，应对激烈价格竞争，保有合理利润水平；3) 地方政府出于环保降碳压力，积极引导产业端对矿山“吃干榨净”，利用全产业链优势，对矿山价值做最大化利用。

图表 30:全产业链及关联产业意义上的碳酸钙产业

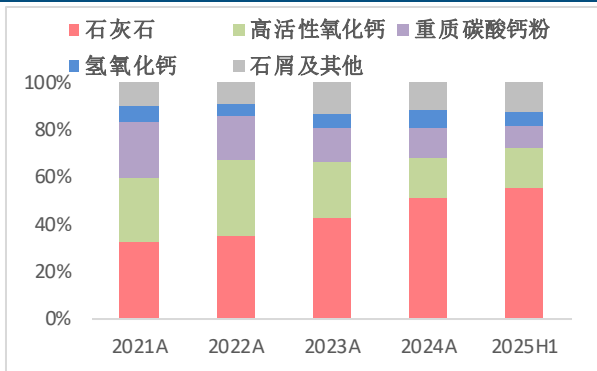


数据来源：钙世界，中信建投证券

深耕区域，矿山+粉磨一体化的碳酸钙企业盈利水平明显更高。我们以北交所上市公司浙江钙科为例，公司专注于普通石灰石、重质碳酸钙粉、活性氧化钙、氢氧化钙等钙基材料产业，2025 年半年报中，石灰石、高活性氧化钙、石屑及其他、重质碳酸钙粉、氢氧化钙收入占比分别为 55.41%、16.89%、12.16%、9.46%、6.08%，这些产品涵盖了石灰石初加工产品（环保用石灰石和建筑用石灰石）、石灰石深加工产品（重质碳酸钙粉、活性氧化钙、氢氧化钙）、石屑及其他矿山剥离物。利润方面，2021 年至 2025H1 期间，公司综合毛利率大部分年份保持在 45% 以上，净利率水平则一直维持在 20% 以上，盈利水平较高。

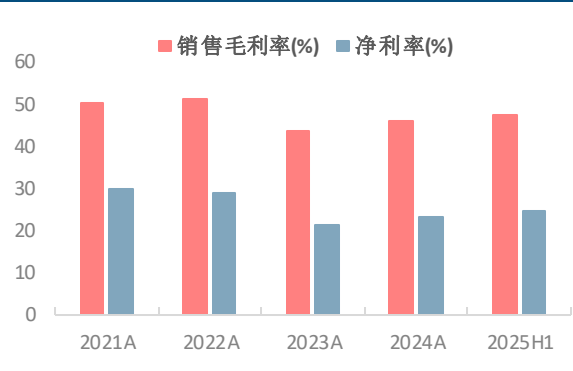
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图表 31:浙江钙科收入构成变化情况



数据来源: wind, 中信建投证券

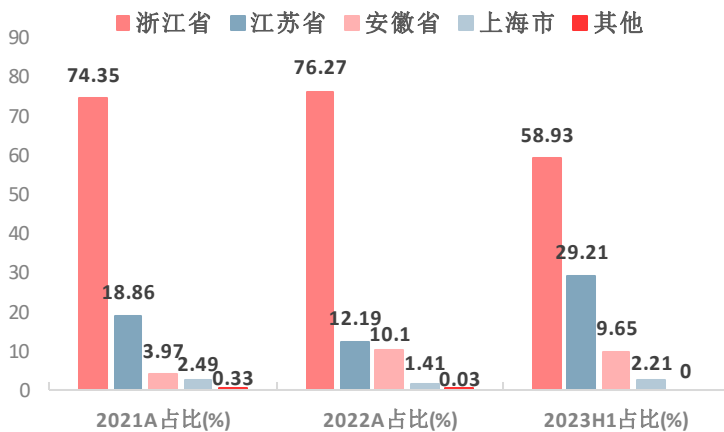
图表 32:浙江钙科销售毛利率与净利率变化情况



数据来源: wind, 中信建投证券

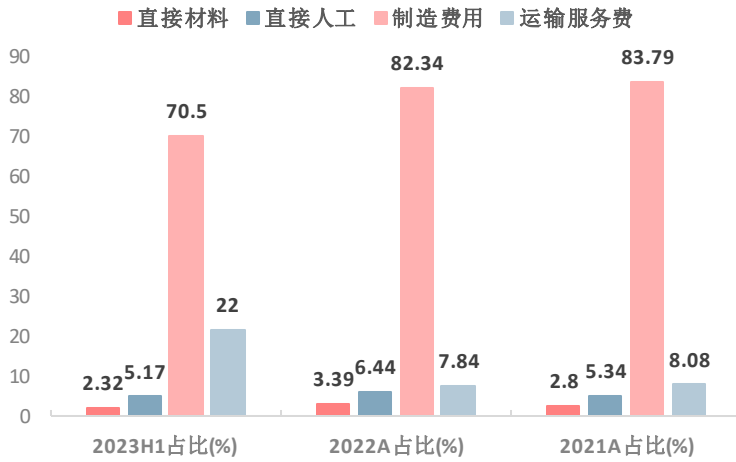
三重因素驱动浙江钙科高盈利水平: 1) 公司石灰石相关产品所用的原材料来源主要为自有矿山开采, 原料自给程度高; 2) 资源综合利用能力强, 加工工艺方面, “数智悬浮煅烧粉石灰工艺” 不仅可显著提升石灰产品活性和质量稳定性, 同时可将矿石爆破和破碎环节产生的石屑等尾矿作为原材料, 解决传统煅烧方式无法利用石灰石尾矿的难题, 大幅提高石灰石资源综合利用价值; 3) 公司自有矿山所位于的浙江省湖州市长兴县属于浙江、安徽及江苏三省交接处, 交通便利, 且长三角区域经济相对发达, 下游市场需求旺盛, 公司以矿山所在的浙江省为中心开发周边市场, 整体销售集中在长三角地区, 根据公司公开转让说明书, 公司销售区域主要为浙江、江苏、安徽和上海, 2023H1 收入占比分别为 58.93%、29.21%、9.65%、2.21%。总体来看, 浙江钙科在靠近长三角的湖州布局自有碳酸钙矿山, 在实现原料一体化的同时生产基地也靠近下游市场, 通过产业链一体化、矿山资源综合高效利用和在市场高地深耕的模式实现了成本最优, 叠加加工工艺突破, 公司低成本和高附加值属性突出, 从而获取了较高的盈利水平。

图表 33:浙江钙科分区域收入构成变化情况



数据来源: 浙江钙科公开转让说明书, 中信建投证券

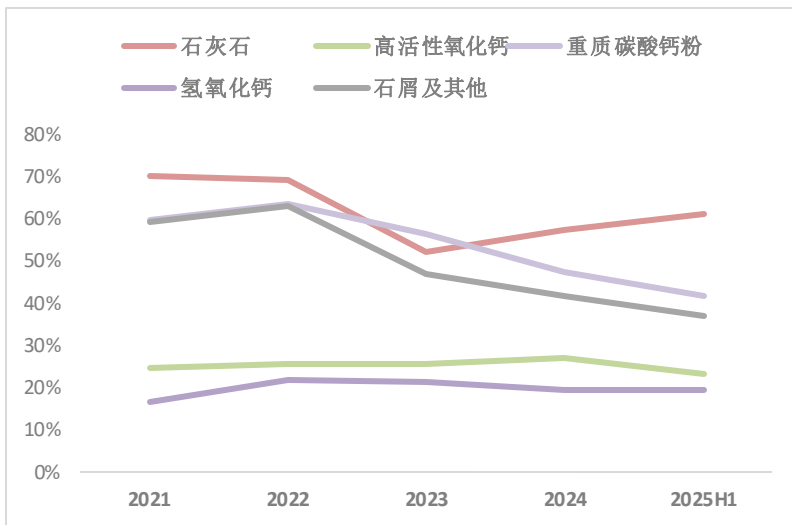
图表 34:浙江钙科业务一体化优势强,原材料成本占比低



数据来源: 浙江钙科公开转让说明书, 中信建投证券

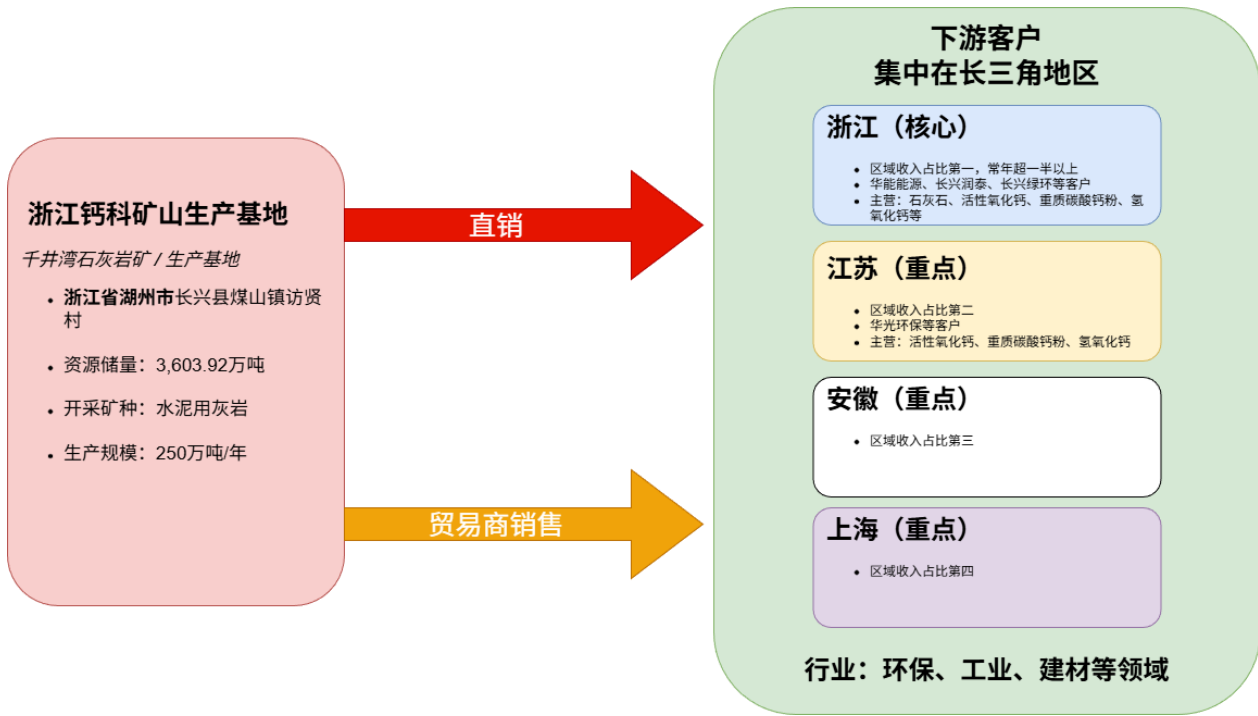
2

图表 35:浙江钙科各产品毛利率变化情况



数据来源: wind, 中信建投证券

图表 36:浙江钙科矿山和市场布局示意图



数据来源: 浙江钙科公开转让说明书, 中信建投证券

2.3 重要趋势之三: 产品高端化成为发展重要趋势

普通重钙市场已经饱和, 超细碳酸钙和纳米碳酸钙是产业发展方向。从产能利用率角度看, 2024 年重质碳酸钙、轻质碳酸钙和纳米碳酸钙产能利用率分别为 70%、53.85%、78.26%, 轻质碳酸钙产能利用率最低, 背后是高能耗和碳排放所带来的高成本问题的制约, 轻质碳酸钙近年来产量占比也在持续下降。重质碳酸钙产能利用率 70%, 水平也不高, 主要是普通重钙市场当前已较为饱和, 但其中超细重质碳酸钙是需求有增量的产品。纳米碳酸钙产能利用率最高, 体现出当前市场显著的产品升级趋势。从价格端来看, 超细重质碳酸钙、纳米碳酸钙单吨价格可达到千元甚至更高, 价格带显著高于普通重质碳酸钙, 价格端也隐含了这些产品更高的附加值。

图表 37:各种碳酸钙类型及对应价格情况

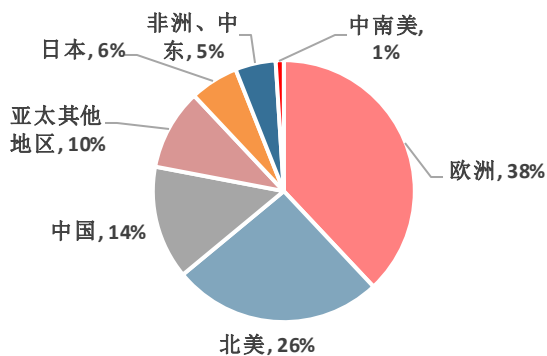
产品类型	典型价格区间 (元/吨)	说明/典型规格
普通重质碳酸钙 (GCC)	150-400 元	通常指 325 目至 800 目, 主要用于塑料、造纸等填充材料。
超细重质碳酸钙	300-1000 元	一般在 800 目以上, 可达 2000 目。1250 目主流价格约在 320-560 元, 粒度更细、白度更高则价格上探。
轻质碳酸钙 (PCC)	550-1500 元以上	化学合成产品。1250 目价格约 550-850 元/吨, 食品、医药等特种级别价格更高。
纳米碳酸钙	1500-3000 元以上	指粒径在纳米级别的高端产品。平均价格约 1750-2800 元/吨, 部分特定领域的专用型号价格可达数千元甚至万元级别。

资料来源: 中国粉体网, 生意社, 1688, 澳达高分子, 钙帮, 粉体采购网, 碳酸钙研究院, 矿业新鲜事, 粉体技术网, 中信建投证券

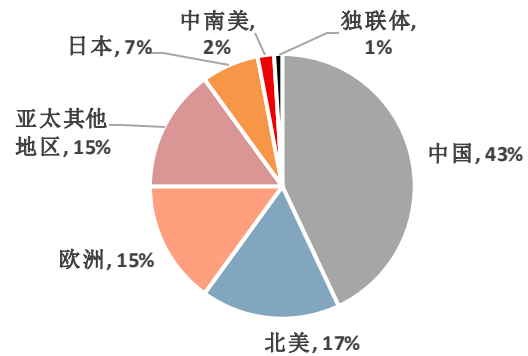
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

对比海外，我国碳酸钙产品处于低附加值状态，未来价格提升空间较大。全球范围内来看，我国碳酸钙价格整体偏低，以工业级碳酸钙的价格为例，2023 年德国、比利时、北美售价或者成交价分别为 380、366、732 美元/吨，而我国的售价为 132 美元/吨，差异巨大。从重质和轻质碳酸钙的产能分布上也能看出我国碳酸钙供应和需求的错位，全球重质碳酸钙产能占比最高的区域是欧洲，其次北美，这两个地区也是碳酸钙价格最高的区域，而轻质碳酸钙以中国产能占比最高，且领先第二名距离较大。发达国家重钙为主，产品价格和附加值较高的状态，我们认为是在环保和能耗考量之下产业所达到的成熟状态，我国碳酸钙产业未来大概率也将朝着这个方向发展。

图表 38:全球重质碳酸钙生产能力分布图



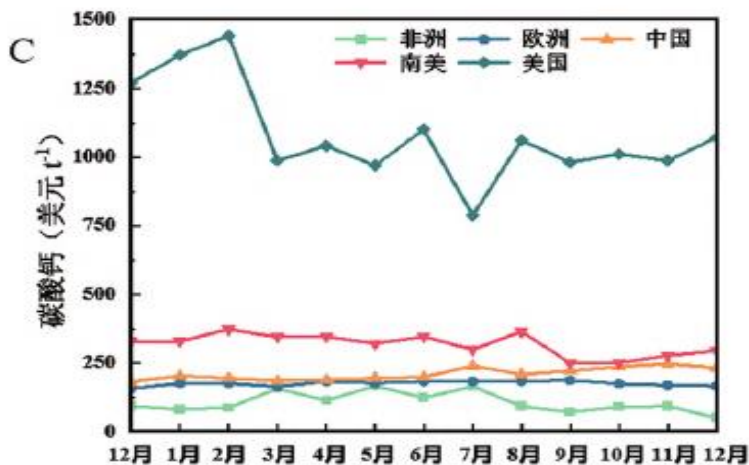
图表 39:全球轻质碳酸钙生产能力分布图



数据来源:《中国碳酸钙产业及其高质利用现状》，中信建投证券

数据来源:《中国碳酸钙产业及其高质利用现状》，中信建投证券

图表 40:2022 年 12 月-2023 年 12 月多国碳酸钙价格比较情况



数据来源:《中国碳酸钙产业及其高质利用现状》，中信建投证券

国家和地方出台政策鼓励高端产品发展和下游深加工环节延伸。《产业结构调整指导目录（2024 年本）》于 2024 年 2 月 1 日起正式实行，粒径小于 5 微米的超细重质碳酸钙、纳米碳酸钙和无机人造石产品被列为鼓励

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

发展类。2025年1月1日开始实行的《西部地区鼓励类产业目录（2025年本）》中，广西省和贵州省分别将大理石精深加工和石材加工生产列为鼓励发展的对象。从各地方出台的政策情况来看，在普遍鼓励高附加值产品发展的同时，政策导向也大多强调资源梯级利用与精深加工，不再鼓励粗放开采和初级加工，而是引导企业对石灰石资源进行分级开采、分类使用，将优质资源优先用于生产高端钙基新材料，并大力支持向下游母粒、可降解材料、医药食品等精深加工领域延伸。

图表 41:国家和地方层面对碳酸钙行业出台的指导意见列举

政策级别	政策/文件名称	发布单位	核心内容摘要（关于高端化发展）	发布时间/施行时间
国家级	《产业结构调整指导目录（2024年本）》	国家发展和改革委员会	将超细重质碳酸钙（粒径 $\leq 5\mu\text{m}$ ）、纳米碳酸钙、无人造石产品列为鼓励类项目。	2024年2月1日施行
国家级	《西部地区鼓励类产业目录（2025年本）》	国家发展和改革委员会	针对广西，鼓励发展高岭土、大理石、花岗岩、膨润土、锆钛矿等特色矿物资源的精深加工。针对贵州，鼓励发展石材加工生产。	2025年1月1日起施行
省级/地方	《贺州市关于支持母粒和可降解新材料产业发展的若干政策》	贺州市政府	支持可降解新材料产业集聚发展，促进碳酸钙产业转型升级。	2022年
省级/地方	《山东省水泥行业改造提升工作方案（2024-2026）》	山东省工信厅、发改委等11部门	明确以石灰石资源梯级利用为核心，加快发展纳米碳酸钙、食品级碳酸钙等钙基新材料产业。	2024年6月
省级/地方	《阳泉市钙基材料产业优化提升三年行动计划（2026-2028年）》	阳泉市人民政府办公室	目标是打造“华北钙基新材料基地”，重点发展高比表面积氧化钙、纳米碳酸钙等高附加值产品。	2025年11月
省级/地方	《南宁市武鸣区绿色碳酸钙新材料产业发展“十四五”规划》	南宁市武鸣区人民政府办公室	规划重点发展纳米碳酸钙、功能性母粒、饲料医药级碳酸钙等高端系列产品。	2024年10月

资料来源：中国政府网，广西壮族自治区工业和信息化网，山东省工业和信息化厅，阳泉市郊区人民政府网，南宁市武鸣区人民政府网，中信建投证券

3 小行业正孕育大企业，看好东方雨虹碳酸钙后来居上

3.1 小行业正孕育大企业，跨界龙头有望主导未来竞争

在重质碳酸钙产量占比中长期持续提升的过程中，超细/改性等高端产品是重质碳酸钙需求增长的主力，碳酸钙下游中高端应用场景对白度、粒径、纯度、稳定性等指标要求较为严苛，如果要使用重质碳酸钙产品，则对上游矿山矿石品质的要求很高，也就是优质矿山+先进研磨技术生产出来的高端碳酸钙产品在高端应用场景才具备强产品竞争力，这就导致优质矿山作为资源更加稀缺，叠加国家政策层面强调绿色矿山开采和引导矿山大型化趋势，优质矿源正在越来越集中在大型企业手中，更适合资金实力强大的规模性企业进入，此外，先进研磨技术也更加重要，龙头企业更容易兼具矿山和技术优势，对碳酸钙市场的破局箭在弦上。

图表 42:近年来碳酸钙和碳酸钙下游企业向上游获取矿山的案例越来越多

主体	地点	获取方式	时间节点	主要格局
长鸿高科	广西贺州平桂区	全资孙公司竞得大理岩矿采矿权	2023 年 9 月披露	投资建设“长鸿生物降解母粒产业园项目”
欧米亚(Omya)	河南南阳西峡	与地方政府合作	2024 年 8 月签署	重质碳酸钙生产基地+下游链延伸
皖北煤电集团	安徽池州青阳	并购项目	2024 年 5 月并购推进	着力培育打造国内碳酸钙龙头企业
中群煌新能源	广西贵港	与地方签约建设项目	2024 年 4 月签约	建设超细重质碳酸钙、轻质碳酸钙、高品塑料母粒及相关薄膜生产线等

资料来源：长鸿高科公告，中国化工信息，中国粉体网，中国粉体技术，中信建投证券

近年来多个碳酸钙下游企业选择向碳酸钙粉体研磨环节延伸，粉体企业向上游矿山环节进行延伸尝试的也越来越多，纵向一体化的战略越来越被产业链企业所重视，背后一是碳酸钙传统产品在过剩导致的价格压力下，企业为获得成本竞争力而将原料矿山自有，或下游造纸、胶黏剂等企业为节省碳酸钙填料外购成本，涉足进入碳酸钙研磨环节；二是一体化模式减少了原矿-碳酸钙粉体-下游应用客户三个环节之间的需求匹配成本，并且下游对矿山的参与也能更充分发挥矿山各品位矿石的利用效率，达到对矿山整体的高效开采利用，也就是所谓的对优质矿山“吃干榨净”。在产业链一体化的过程中，掌握了碳酸钙应用端客户渠道资源的龙头碳酸钙企业以及碳酸钙应用端龙头企业具备很强的向上延伸优势，因为在普通碳酸钙过剩的背景下，应用端客户作为买方资源更为重要，且近年来产品高端化成为行业发展的重要趋势，高附加值产品的开发离不开碳酸钙粉体企业和下游应用企业的联合攻关，这也是碳酸钙产业链中下游环节龙头向上延伸的关键优势。

总的看，优质矿山资源稀缺+产业链上下游一体化趋势加重+产品高端化三重重要趋势之下，碳酸钙行业进入下游龙头企业跨界进入整合的关键机遇期，行业竞争范式发生深刻变化，跨界龙头有望主导未来竞争。

3.2 碳酸钙战略意义重大，看好东方雨虹碳酸钙后来居上

东方雨虹在碳酸钙方面的布局涵盖从上游矿石到碳酸钙超细粉体再到下游砂浆粉料、涂料等应用端的全链条。公司核心产品瓷砖胶、腻子、胶黏剂等基辅材是碳酸钙填料的核心应用方向之一，公司也是碳酸钙填料的消耗大户。早在 2023 年 11 月，公司便决定投资 10 亿元在江西省吉安市永丰县投资建设新材料产业园项目，建设内容为推进包括但不限于矿山开采、白水泥、特种砂浆、装饰砂浆、建筑粉料、建筑涂料、橡塑制品、管业等产品的研发生产，同月公司竞拍成功永丰县饰面用大理石矿详查探矿权，并在 2025 年 7 月完成永丰县饰面用大理石矿详查探矿权转采矿权相关工作，取得了采矿证。2025 年 9 月公司碳酸钙布局再下一城，拟投资不超过 6 亿元（含采矿权）在上林县投资建设东方雨虹上林县新材料产业链项目，建设内容为推进包括但不限于矿山开采、矿石初级加工、深加工、饰面大理石板材特种砂浆等产品的研发、生产项目，同月公司以 2.67 亿元竞拍成功上林县塘红乡石蓬村弄来庄敢内山饰面用灰岩矿采矿权。

图表 43:东方雨虹碳酸钙业务布局情况梳理

项目名称	所在地	关键时间	核心动作与资源获取	项目投资与规模	产品与产业方向
吉安新材料产业园项目	江西省吉安市永丰县	2023 年 11 月签约，2025 年 7 月获采矿权	全资子公司取得大船岭矿区饰面用大理岩矿采矿权，有效期 20 年。	项目总投资 10 亿元，采矿权年产 100 万立方米	矿山开采、白水泥、特种砂浆、大理石板材、碳酸钙超微粉体等，面向可降解塑料、橡胶、造纸等工业领域。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

上林县新材料产业园项目 广西南宁市上林县 2025年9月签约，并于2025年11月获得采矿权

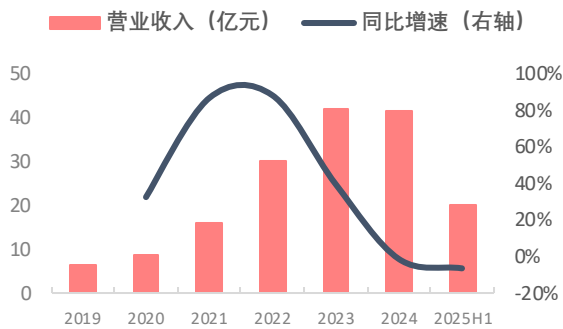
控股子公司以**2.67亿元**竞得塘红乡饰面用灰岩矿采矿权，有效期20年。

项目总投资**6亿元**（含采矿权）

矿山开采、矿石初级加工、深加工、饰面大理石板材特种砂浆等，可延伸至管业、涂料等下游产业。

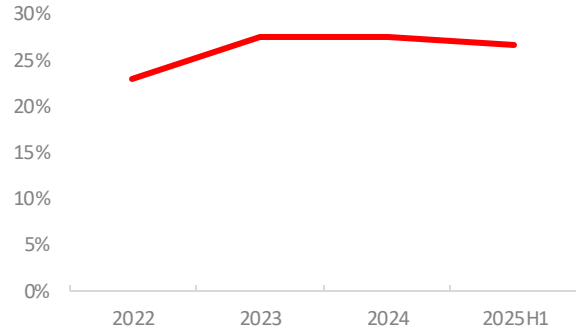
资料来源：东方雨虹公告，中信建投证券

图表 44:东方雨虹粉料砂浆业务收入及同比增速



数据来源：wind，中信建投证券

图表 45:东方雨虹粉料砂浆业务毛利率变化情况

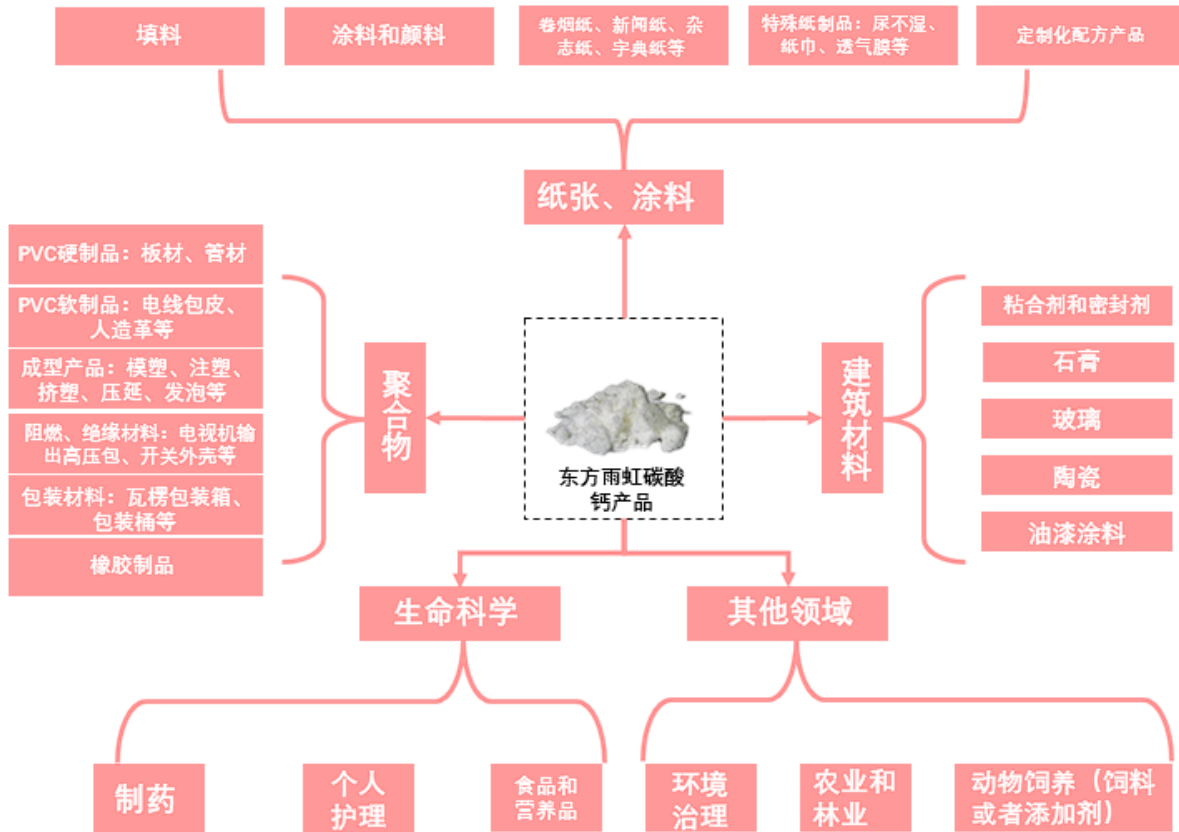


数据来源：wind，中信建投证券

东方雨虹碳酸钙全产业链一体化模式有望创造先发优势：在砂浆粉料业务上，东方雨虹以差异化竞争模式进行探索，当前碳酸钙产业链依然以各环节各自为战模式为主，选择进行一体化延伸的企业大多只占据原矿-粉体，或粉体-应用两个环节，**从原矿到粉体再到粉体应用端的全链条布局模式在行业内具备一定稀缺性**，这种全产业链一体化的模式一方面将有助于东方雨虹核心产品瓷砖胶、腻子、胶黏剂、涂料等的原材料成本节降，另一方面也有助于自有优质矿山资源的综合高效利用，同时也有助于公司顺应产业高端化趋势，依托于优质矿山、先进粉磨技术和强大渠道能力开拓高附加值优质碳酸钙产品市场。

碳酸钙战略对东方雨虹工业转型意义重大。碳酸钙下游应用以工业品占据主导地位，碳酸钙业务的快速发展有助于公司优化下游需求结构，加快摆脱地产依赖，增加工业端客户敞口，加快转型为涵盖建材、工业品在内的材料业巨头。**碳酸钙业务拓展对东方雨虹的重要战略意义在于公司告别地产时代，拥抱材料业平台的关键一战。**

图表 46: 东方雨虹碳酸钙业务未来延伸示意图



数据来源：塑料行业节能推广，钙粉网，中国粉体网，专业石膏调整，中信建投证券

东方雨虹所布局的江西吉安永丰县为全国碳酸钙产业发展高地。永丰县碳酸钙产业链完整，拥有上下游企业 166 家；规模性强，龙头企业实力突出，全国重钙企业十强永丰占三席，其中江西广源化工有限责任公司是“中国碳酸钙行业重钙第一强”，轻钙企业十强永丰有两家。永丰县碳酸钙资源丰富，储量达 110 亿吨，在全国排第三，全县碳酸钙年产量达 420 万吨。资源质量方面，永丰县石灰石中碳酸钙含量高达 98.87% 以上，白度高达 90 度以上，氧化钙含量在 52% 到 55% 之间，具有含铁量少、吸油值低两大特点。东方雨虹作为碳酸钙下游应用端龙头企业，被作为重点合作对象引入永丰县，公司在永丰县投资合作的项目拟分三期建设，项目建成达产后，预计平均每年产值约 120 亿元，东方雨虹在永丰县的碳酸钙产业布局，是“龙头企业”与“成熟产业生态”的强强联合。

综合来看，碳酸钙全产业链一体化模式达成了政府政策、环保治理、矿山高效综合利用、原材料大幅降本等多个维度上的共赢，预计将成为行业的主流发展模式，东方雨虹作为下游应用端龙头企业，资金和规模实力强，且积极向上延伸，在行业内率先践行矿山-碳酸钙-下游应用端的全产业链一体化模式，先发优势奠定领先地位，随着碳酸钙业务布局未来逐步铺向全国，我们看好东方雨虹成为未来的碳酸钙龙头企业。

4 盈利预测与投资评级

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

4.1 盈利预测

分产品盈利拆分：1) **防水卷材方面**，预计随着公司地产新开工面积降幅的逐步收窄，行业需求端贝塔逐步走平，叠加公司阿尔法优势发挥，防水卷材市占率持续提升，我们预计 2025-2027 年防水卷材收入分别同比-4%、+15%、+20%，毛利率方面，预计 2025 年整体仍有压力，但随着 2025 年 7 月起反内卷成为行业共识，叠加竞争格局优化，我们认为 2025 年下半年起卷材毛利率将有所回升，2026-2027 年毛利率则在行业供需改善之下逐年提升，预计 2025-2027 年毛利率分别为 22.04%、25.54%、27.20%；2) **涂料中的防水涂料跟地产竣工的相关度更高**，按照规律推演地产竣工需求滞后于新开工 3 年左右，我们预计 2025 年涂料收入仍有承压，但降幅收窄，2026-2027 年开始回升，预计 2025-2027 年收入分别同比-7%、+15%、+20%，预计毛利率分别为 33.23%、35.54%、36.80%；3) **砂浆粉料业务是公司战略重心**，我们预计收入将稳健增长，预计 2025-2027 年收入分别同比+5%、+16%、+21%，预计毛利率分别为 26.95%、27.95%、28.95%。

图表 47:东方雨虹分产品业务盈利拆分

单位：亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
防水卷材收入	133.14	117.90	113.18	130.16	156.19
yoy		-11.45%	-4%	15%	20%
防水卷材营业成本	97.18	91.03	88.23	96.92	113.71
防水卷材毛利率	27.01%	22.79%	22.04%	25.54%	27.20%
涂料收入	96.85	88.18	82.01	94.31	113.17
yoy		-8.96%	-7%	15%	20%
涂料营业成本	60.99	57.56	54.76	60.79	71.52
涂料毛利率	37.03%	34.72%	33.23%	35.54%	36.80%
砂浆粉料收入	41.96	41.52	43.59	50.57	61.19
yoy		-1.06%	5%	16%	21%
砂浆粉料营业成本	30.40	30.12	31.85	36.44	43.47
砂浆粉料毛利率	27.56%	27.45%	26.95%	27.95%	28.95%

资料来源：iFind，中信建投证券

4.2 可比公司及估值

综上，预计公司 2025-2027 年可以实现营业收入 **270.17 亿元/310.12 亿元/369.94 亿元**，分别同比 -3.70%/+14.79%/+19.29%，实现归母净利润 **1.34 亿元/20.13 亿元/27.41 亿元**，对应 PE 估值分别为 **303.96x/20.21x/14.84x**。

我们选取北新建材、伟星新材、三棵树等消费建材平台型企业为可比公司，2026-2027 年东方雨虹 PE 估值均低于可比公司均值，这反映出市场对于公司基本面的变化还存在一定预期差，当前公司正积极拓展碳酸钙等工业领域，一体化和差异化竞争优势突出，未来成长可期，同时防水主业经营也出现改善迹象，困境反转可期。鉴于公司基本面变化积极，但当前估值尚未反映其基本面改善预期的事实，我们给予“买入”评级。

图表 48:可比公司估值情况对比表

		EPS 预测 (元)			PE 估值		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002271.SZ	东方雨虹	0.06	0.84	1.15	303.96	20.21	14.84
002372.SZ	伟星新材	0.54	0.60	0.67	22.39	20.00	17.95
603737.SH	三棵树	1.26	1.60	1.96	43.30	34.15	27.86
000786.SZ	北新建材	2.06	2.40	2.70	13.13	11.26	10.01
002043.SZ	兔宝宝	0.93	1.03	1.16	17.63	15.87	14.10
001221.SZ	悍高集团	1.79	2.31	2.97	39.94	30.94	24.13
300737.SZ	科顺股份	0.04	0.25	0.35	169.04	27.41	19.57
平均值		1.10	1.37	1.63	50.91	23.27	18.94

数据来源: Choice, 中信建投证券

注: 可比公司 EPS 预测与 PE 估值取自 Choice 一致预期; 估值取 2026 年 2 月 13 日收盘价。

5 风险提示

碳酸钙一体化模式探索不及预期的风险。从上游矿山到碳酸钙再到下游应用端的全产业链一体化模式是公司差异化竞争力所在,也是公司能在碳酸钙这个传统工业品行业新形势下把握行业机遇,取得先发优势的关键所在,若产业链一体化模式探索落地不及预期,则公司面临新业务拓展不顺利的风险;

行业价格竞争加剧的风险。碳酸钙属于传统工业填料,近年来在行业供需形势变化下亦呈现一定价格竞争压力,若碳酸钙价格竞争加剧,则将影响公司碳酸钙业务的盈利情况。

碳酸钙客户拓展不及预期的风险。碳酸钙下游需求绝大部分在于工业端,而公司客户积累更多在于建材端,跨行业客户拓展存在一定挑战。

信息更新不及时的风险。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	32,579.16	24,342.84	21,519.17	23,912.81	28,377.21
现金	9,119.50	7,259.29	3,248.43	3,101.18	3,699.41
应收票据及应收账款	14,300.32	10,904.55	12,045.10	13,826.35	16,493.51
其他应收款	4,075.59	2,201.05	2,443.31	2,804.63	3,345.66
预付账款	1,077.70	655.38	749.84	860.73	1,026.76
存货	2,510.64	1,827.34	1,772.93	1,953.67	2,285.85
其他流动资产	1,495.41	1,495.24	1,259.56	1,366.25	1,526.02
非流动资产	18,594.83	20,372.61	17,468.06	14,532.67	11,582.26
长期投资	81.33	85.00	88.43	91.87	95.31
固定资产	10,652.55	11,213.52	8,968.41	6,692.46	4,385.66
无形资产	2,268.30	2,368.60	1,918.44	1,468.27	1,018.11
其他非流动资产	5,592.65	6,705.50	6,492.78	6,280.06	6,083.18
资产总计	51,173.99	44,715.45	38,987.23	38,445.48	39,959.47
流动负债	19,737.25	17,318.49	12,870.32	25,196.46	44,046.23
短期借款	4,998.62	4,612.45	0.00	10,889.08	27,231.30
应付票据及应付账款	4,297.29	2,669.42	3,410.16	3,757.80	4,396.73
其他流动负债	10,441.34	10,036.62	9,460.16	10,549.58	12,418.20
非流动负债	2,729.93	2,082.95	1,631.12	1,218.69	847.25
长期借款	1,885.72	1,218.80	766.97	354.54	-16.90
其他非流动负债	844.22	864.15	864.15	864.15	864.15
负债合计	22,467.19	19,401.43	14,501.44	26,415.15	44,893.48
少数股东权益	332.79	379.76	363.05	111.90	-230.18
股本	2,518.46	2,436.32	2,436.32	2,436.32	2,436.32
资本公积	10,422.19	8,721.36	8,721.36	8,721.36	8,721.36
留存收益	15,433.36	13,776.58	12,965.06	760.75	-15,861.5
归属母公司股东权益	28,374.01	24,934.26	24,122.74	11,918.43	-4,703.83
负债和股东权益	51,173.99	44,715.45	38,987.23	38,445.48	39,959.47

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,129.83	3,508.48	2,368.68	4,085.80	5,056.19
净利润	2,286.98	75.51	117.13	1,761.52	2,399.18
折旧摊销	974.62	1,124.75	2,907.99	2,938.83	2,953.84
财务费用	128.56	167.91	130.09	252.92	825.41
投资损失	45.40	27.81	28.39	28.39	28.39
营运资金变动	-1,998.91	1,006.48	-1,022.90	-1,103.84	-1,358.62
其他经营现金流	693.18	1,106.01	207.98	207.98	207.98
投资活动现金流	-1,817.87	-996.88	-239.81	-239.81	-239.81
资本支出	1,751.67	1,153.71	0.00	0.00	0.00
长期投资	-494.29	-58.97	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-3,075.25	-2,091.61	-239.81	-239.81	-239.81
筹资活动现金流	-1,554.81	-4,142.55	-6,139.72	-3,993.25	-4,218.14
短期借款	-1,255.71	-386.18	-4,612.45	10,889.08	16,342.22
长期借款	1,191.24	-666.92	-451.83	-412.42	-371.44
其他筹资现金流	-1,490.35	-3,089.45	-1,075.44	-14,469.9	-20,188.9
现金净增加额	-1,237.06	-1,623.83	-4,010.85	-147.25	598.23

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	32,822.53	28,055.61	27,016.57	31,011.83	36,994.14
营业成本	23,734.86	20,817.53	20,338.08	22,411.38	26,221.95
营业税金及附加	282.84	273.54	238.33	273.58	326.35
销售费用	2,978.18	2,876.51	2,566.57	2,542.97	2,959.53
管理费用	1,539.43	1,783.66	1,620.99	1,674.64	1,849.71
研发费用	605.65	585.95	499.81	452.77	466.13
财务费用	128.56	167.91	130.09	252.92	825.41
资产减值损失	-286.10	-179.31	-158.49	-181.93	-217.02
信用减值损失	-752.70	-887.38	-1,540.00	-500.00	-300.00
其他收益	489.31	381.46	441.13	441.13	441.13
公允价值变动收益	-10.93	-37.60	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-45.40	-27.81	-28.39	-28.39	-28.39
资产处置收益	1.34	-200.23	-66.17	-66.17	-66.17
营业利润	2,948.52	599.64	270.78	3,068.21	4,174.62
营业外收入	48.00	30.62	46.11	46.11	46.11
营业外支出	43.05	95.47	57.95	57.95	57.95
利润总额	2,953.47	534.79	258.95	3,056.37	4,162.78
所得税	666.49	459.28	141.81	1,294.86	1,763.60
净利润	2,286.98	75.51	117.13	1,761.52	2,399.18
少数股东损益	13.64	-32.66	-16.70	-251.16	-342.08
归属母公司净利润	2,273.33	108.17	133.83	2,012.67	2,741.26
EBITDA	4,056.65	1,827.46	3,297.02	6,248.13	7,942.03
EPS (元)	0.95	0.05	0.06	0.84	1.15

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	5.15	-14.52	-3.70	14.79	19.29
营业利润(%)	14.33	-79.66	-54.84	1033.09	36.06
归属于母公司净利润	7.22	-95.24	23.72	1403.87	36.20
获利能力					
毛利率(%)	27.69	25.80	24.72	27.73	29.12
销售净利率(%)	6.93	0.39	0.50	6.49	7.41
ROE(%)	8.01	0.43	0.55	16.89	-58.28
ROIC(%)	8.51	0.40	1.05	8.40	13.30
偿债能力					
资产负债率(%)	43.90	43.39	37.20	68.71	112.35
净负债比率(%)	-7.79	-5.64	-10.13	67.68	-476.59
流动比率	1.65	1.41	1.67	0.95	0.64
速动比率	1.43	1.21	1.42	0.80	0.55
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.63	0.69	0.81	0.93
应收账款周转率	2.40	2.70	2.34	2.34	2.34
应付账款周转率	6.82	7.89	6.79	6.79	6.79
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.95	0.05	0.06	0.84	1.15
每股经营现金流(最新)	0.89	1.47	0.99	1.71	2.12
每股净资产(最新摊薄)	11.88	10.44	10.10	4.99	-1.97
估值比率					
P/E	17.89	376.06	303.96	20.21	14.84
P/B	1.43	1.63	1.69	3.41	-8.65
EV/EBITDA	11.98	17.68	12.19	8.16	8.38

分析师介绍

韩宇

建材新材料联席首席分析师，产业经济学硕士，四川大学材料工程学士，复合知识背景。6 年建材&化工研究经验，曾任职方正证券建材新材料首席分析师，中泰证券建材&化工团队核心成员，在某中型保险资管覆盖建材&化工行业，买卖方视角兼具。作为团队核心成员，荣获建材行业新财富最佳分析师第四名(2022、2023)，卖方分析师水晶球奖总榜第三(2023)，公募榜第二(2023)。

任宏道

中信建投证券军工及新材料组联席首席分析师、建材行业首席分析师。北京航空航天大学本硕，七年航天院所总体设计经历，2021 年加入中信建投证券。

研究助理

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk