



新材料行业研究

买入（首次评级）

行业点评
证券研究报告

基础化工组

分析师：王明辉（执业 S1130521080003） 分析师：陈屹（执业 S1130521050001）

wangmh@gjzq.com.cn

chenyi3@gjzq.com.cn

电子级 PPO 发展向好，国内企业加速布局

投资逻辑

树脂材料是覆铜板的重要原材料之一。目前在覆铜板行业中，松下电工的 MEGTRON 系列是高速覆铜板领域的分级标杆，历年发布的不同代 MEGTRON 高速覆铜板都会成为覆铜板行业内其他厂商发布基本技术等级处于同一水平的对标产品，也是行业内拥有领先技术的企业和产品。树脂材料是芯片零部件覆铜板的主要上游原材料之一，而介电性能中的介电常数 Dk 与介电损耗因子 Df 是衡量树脂材料性能的主要指标之一，高性能芯片要求其应用的树脂材料拥有更低的 Dk 及 Df，伴随着覆铜板的升级换代，高频高速树脂将伴随着覆铜板的升级而升级，当前 M6/M7/M8 覆铜板中，主流的高频高速树脂是聚苯醚树脂（PPO）以及改性聚苯醚树脂（OPE）。

M6、M7 和 M8 代覆铜板中，主体树脂为 PPO 树脂。PPO 树脂存在着较多的壁垒。首先 PPO 树脂作为芯片产业的上游原材料，其产品需要经过覆铜板、PCB、终端服务器等多家下游厂商的验证认可后才能逐步扩大供应，供应商资质较难获得，以销定产、客户认证的产品模式带来了较大的进入壁垒。其次技术层面上的壁垒在于未经改性的聚苯醚树脂（PPO）一方面熔融温度高，熔融粘度大，流动性差，加工时需求的温度达 300℃，热塑加工较为困难；另一方面 PPO 树脂存在的缺陷在于由于是热塑性材料，且不耐某些有机溶剂，不能满足覆铜板、电路板的要求。因此需要对 PPO 树脂进行改性，提高树脂的性能使得其能够满足覆铜板及 PCB 的要求，即电子级 PPO 树脂的生产，同时改性的技术较为复杂，海外 PPO 龙头企业拥有各自的改性技术，对聚苯醚的不同反应基团及位点进行改性来满足具体不同的性能需求。

国内企业正在积极布局 PPO 树脂。当前全球树脂的海外龙头主要包括 SABIC 以及日本三菱瓦斯化学和旭化成，近两年是国内树脂企业加速布局电子级 PPO。东材科技：根据公司公告，核心增量为眉山项目 5000 吨/年电子级 PPO，搭配碳氢、BMI 树脂，主打 M8/M9 算力覆铜板一体化树脂方案。圣泉集团：根据公司公告，公司当前电子级 PPO 产能 1300-1800 吨/年，在建 2000 吨产线，预计未来产能将达到 3500 吨，长期同步配套碳氢树脂等。中化国际（南通星辰）：现有电子级 PPO 当前 780 吨/年，根据公司公告，目前 1500 吨电子级 PPO 产线在建。呈和科技：现有电子级 PPO 产能 720 吨/年，结合自有阻燃剂配套供货高频覆铜板客户，短期依靠技改稳定现有产能供给，中长期东莞新建 2500 吨 PPO 项目，2027-2028 年逐步投产。银禧科技：肇庆基地现有 300 吨/年全合成电子级 PPO，纯度高、适配 M6-M9，目前满产满销直供下游 CCL 覆铜板客户。根据公司投资者问答关系提问，2026 下半年原址改造小幅扩产提升供给，珠海基地预留 PPO 建设用地，后续随下游需求扩建。

投资建议与估值

PPO 树脂国产化进展将加速，在此背景下，我们建议关注已经进入供应链的并积极扩产的企业。主要包括：东材科技、圣泉集团、中化国际、银禧科技、呈和科技等。

风险提示

原材料价格大幅波动，下游需求不及预期，中高端高频高速树脂研发不及预期，国产替代进程不及预期，下游技术迭代带来的产品迭代，下游客户突破不及预期等风险。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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