

聚焦特种高分子材料赛道，产能扩张成长提速

——沃特股份（002886.SZ）首次覆盖报告

核心观点

公司致力于成为世界一流的特种高分子材料企业，产能即将释放。公司以改性和通用塑料起家，近年来正加快向特种高分子材料企业转型。公司拥有华东、华南、重庆三大基地，即将迎来产能释放期。预计到2025年，公司将有1.3万吨含氟聚合物、2.5万吨LCP、1万吨PPA、1万吨PSF、2千吨PAEK聚合及2万吨PPS改性产能，前五者产能增幅较目前的实际产能分别为333%、400%、100%、400%和100%。2018-2021年公司营收持续增长，2022年上半年因受疫情扰动、原油价格高企、特种高分子材料核心原料供给不足等原因，公司业绩承压，公司现已具备多渠道LCP原材料供应保障能力，可全方位满足客户需求，有望迎来业绩反转。

特种高分子材料迎国产替代大潮，公司产能有望跃居世界前列。5G及新能源大发展下，特种工程塑料市场空间持续扩大，《石油和化学工业“十四五”发展指南》明确指出，力争2025年工程塑料及特种工程塑料的自给率提升到85%，国产替代大势下，我国特种高分子材料企业迎来重要发展机遇。供给端，发达国家在LCP、PPA、PSF、PAEK等产品上均有高度话语权。待公司在建产能投产后，公司有望成为全球第二的LCP生产商，产能规模仅次于塞拉尼斯，PPA、PSF产能居于国内前列，且公司产品品质优秀，PPA产品在智能穿戴和VR设备领域均已取得头部客户一级供应商的指定认证，还与多家客户就PPA在新能源汽车热管理和三电方面开展合作。PAEK、PPS等产品同样需求高增，公司加快技术突破，未来有望持续受益。

高目标股权激励计划彰显长期发展信心，携手中科院，期待后续发力合成生物学领域。2021年公司推出2022-2025年股票期权激励计划，以2021年为基准，未来四年营收和净利润年均复合增速分别不低于50%和60%，高股权激励目标的设定以公司产能释放和研发实力为基础，彰显公司长期发展信心。公司始终重视研发，2022年与中国科学院深圳先进技术研究院签订成立合成生物化学应用联合创新中心，该联合创新中心是深圳先进院对外合作设立的唯一名称为“合成生物化学应用”的联合创新中心，双方将主要围绕生物基高分子材料、动植物应用等方面展开合作，后期成果值得期待。

投资建议

国内特种高分子材料迎发展良机，公司原料问题缓解叠加产能投放，业绩有望迎来反转。我们预计2022/2023/2024年公司归母净利润分别为0.21/1.00/3.36亿元，对应的EPS分别为0.09/0.44/1.48元/股。以2023年2月27日收盘价18.94元为基准，对应PE分别为209.53/43.41/12.86倍。结合行业景气度，我们看好公司发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

项目建设及投产不及预期；原材料供应稳定性及价格大幅波动；下游需求不及预期等。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1539.63	1573.56	1968.18	3449.11
增长率(%)	33.55	2.20	25.08	75.24
归母净利润	63.22	20.65	99.69	336.42
增长率(%)	-2.36	-67.33	382.66	237.48
EPS(元/股)	0.28	0.09	0.44	1.48
市盈率(P/E)	110.54	209.53	43.41	12.86
市净率(P/B)	6.00	3.65	3.37	2.67

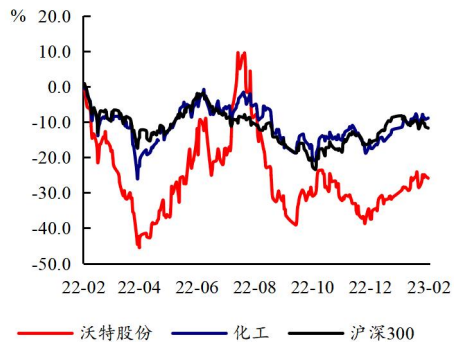
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 股价基准为2023年2月27日收盘价18.94元

评级 推荐(首次覆盖)

报告作者

作者姓名 郑倩怡
资格证书 S1710521010002
电子邮箱 zhengqy@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	226.57
流通A股/B股(百万股)	226.57/0.00
资产负债率(%)	49.85
每股净资产(元)	5.20
市净率(倍)	3.64
净资产收益率(加权)	1.81
12个月内最高/最低价	28.00/13.97

相关研究

正文目录

1. 聚焦特种高分子材料赛道，产能扩张成长提速	4
1.1. 致力于成为世界一流的特种高分子材料企业	4
1.2. 三大基地相辅相成，特种高分子产能加速释放	5
1.3. 产品结构逐步优化，成本压力已有缓释	7
2. 国产替代大潮下，特种高分子材料迎机遇	10
2.1. LCP：市场广阔，公司有望成为全球头部生产商	10
2.2. PPA：市场规模持续增长，供货头部优质客户	14
2.3. PSF：未来产能居国内前列，加快向高端领域突破	17
2.4. PAEK：国内自给率有待提升，应用场景持续拓展	19
2.5. PPS：市场供需稳步增长，中国企业产能逐渐释放	20
3. 股权激励彰显发展信心，加码研发增强动力	23
3.1. 设定高股权激励目标，彰显公司长期发展信心	23
3.2. 携手中科院，期待后续发力合成生物学领域	23
4. 盈利预测	24
5. 风险提示	24

图表目录

图表 1. 公司主要产品及产业链	4
图表 2. 公司加速向特种高分子企业转型	5
图表 3. 公司实控人为吴宪、何征夫妇	5
图表 4. 华南、重庆、华东基地相辅相成	6
图表 5. 公司在华东、重庆基地的特种高分子材料产能情况（单位：吨/年）	7
图表 6. 2018-2021 年公司营业收入持续增长	7
图表 7. 2021 年以来，特种高分子材料业务营收占比持续提高	7
图表 8. 近 5 年公司毛利率高于 15%	8
图表 9. 2022H1 特种高分子材料业务毛利占比高达 57.96%	8
图表 10. 2018-2022Q1-Q3 公司期间费用持续增长	8
图表 11. 2018-2022Q1-Q3 公司期间费用率窄幅波动	8
图表 12. 2022 年前三季度公司归母净利润短期承压	9
图表 13. 2018-2022 年前三季度公司净利率情况	9
图表 14. 2018-2021 年公司研发费用持续增长	9
图表 15. 2019 年以来公司保持较高研发费用率	9
图表 16. 2022Q1-Q3 公司经营性净现金流量回升	10
图表 17. 三种 LCP 结构示意图	11
图表 18. 不同类型 LCP 的性能情况	11
图表 19. LCP 在下游领域的具体应用	11
图表 20. 2012-2020 全球 LCP 树脂需求量情况	12
图表 21. 2021 年全球企业 LCP 产能统计	12
图表 22. 2021 年国内主要 LCP 厂商产能分布	13
图表 23. 2025 年全球 LCP 企业产能预测	13
图表 24. 2025 年国内 LCP 企业产能预计分布情况	13
图表 25. 2017-2021 公司境内外授权专利持续增长	14
图表 26. 公司部分 LCP 研发专利情况	14
图表 27. 三种聚酰胺优缺点对比	15
图表 28. 常见商品化的半芳香族聚酰胺的结构与性能	15
图表 29. 2020 年全球高温尼龙生产企业情况	16

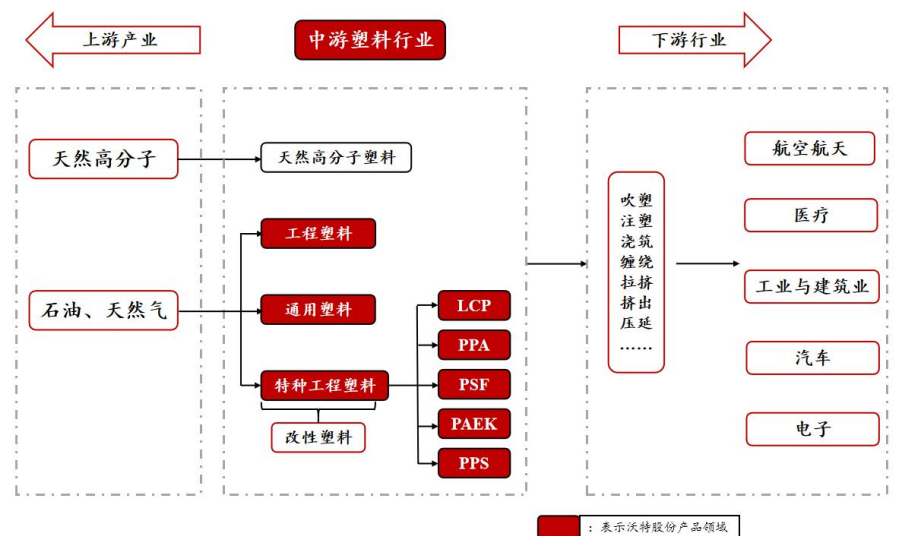
图表 30. 2016-2020 年中国耐高温尼龙市场规模	16
图表 31. 中国高温尼龙生产企业情况 (单位: 万吨)	16
图表 32. 公司高性能尼龙材料系列产品	17
图表 33. 聚砜常见种类结构式	17
图表 34. 聚砜下游应用情况	18
图表 35. 2021 年全球聚砜主要生产企业产能情况	18
图表 36. 聚芳醚酮主要产品情况	19
图表 37. 2017-2022E 中国 PEEK 产品市场销量	20
图表 38. 聚苯硫醚 (PPS) 合成方法优缺点对比	21
图表 39. 2018-2022 年中国新能源汽车销量	21
图表 40. 2021 年全球 PPS 行业主要厂商产能及介绍	22
图表 41. 2015-2021 年中国聚苯硫醚行业产品平均价格走势	22
图表 42. 公司股权激励计划各年度业绩考核目标	23
图表 43. 公司联合创新中心的阶段目标与成果	23
图表 44. 公司收入分业务预测 (百万元)	24

1. 聚焦特种高分子材料赛道，产能扩张成长提速

1.1. 致力于成为世界一流的特种高分子材料企业

公司以改性和通用塑料起家，正加速向特种高分子材料企业转型。公司的主营产品包括特种及新型工程高分子、高性能复合材料、碳纤维及碳纳米管复合材料、含氟高分子材料，其应用涵盖电子、家电、光伏、半导体、医疗、办公设备、通讯、汽车、电气、储能等诸多领域。公司以改性塑料业务起家，正不断向附加值更高、市场更广阔的特种高分子材料布局延伸，实现高速发展。

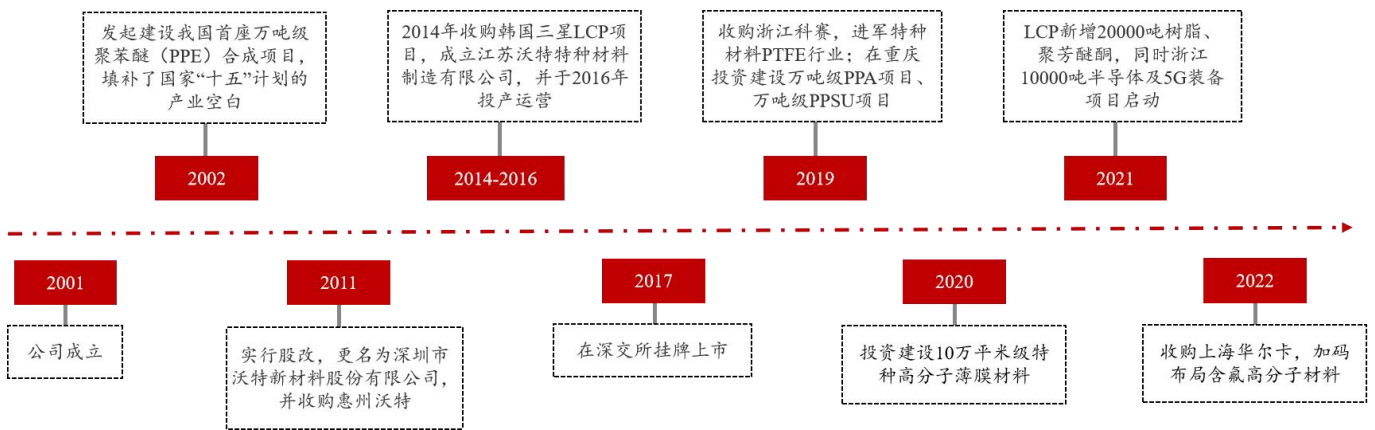
图表 1. 公司主要产品及产业链



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

聚焦特种高分子材料赛道，深厚积累造就高成长潜力。公司前身为 2001 年成立的深圳市沃特新材料有限公司，从改性塑料起家。2002 年，公司发起建设我国首座万吨级聚苯醚（PPE）合成项目，填补了国家“十五”计划的产业空白。2014 年公司开拓华东市场，通过收购韩国三星 LCP 项目，成立江苏沃特，并于 2016 年投产运营。2017 年公司于深交所挂牌上市，随后在 2019 年收购浙江科赛新材料有限公司 51% 的股权，开拓 PTFE 市场。2022 年公司控股上海华尔卡，为后续全面进军氟材料领域、实现特种材料平台化奠定坚实基础。公司未来将加快技术创新，致力于成为国际知名品牌的材料供应商和世界一流的材料方案提供者。

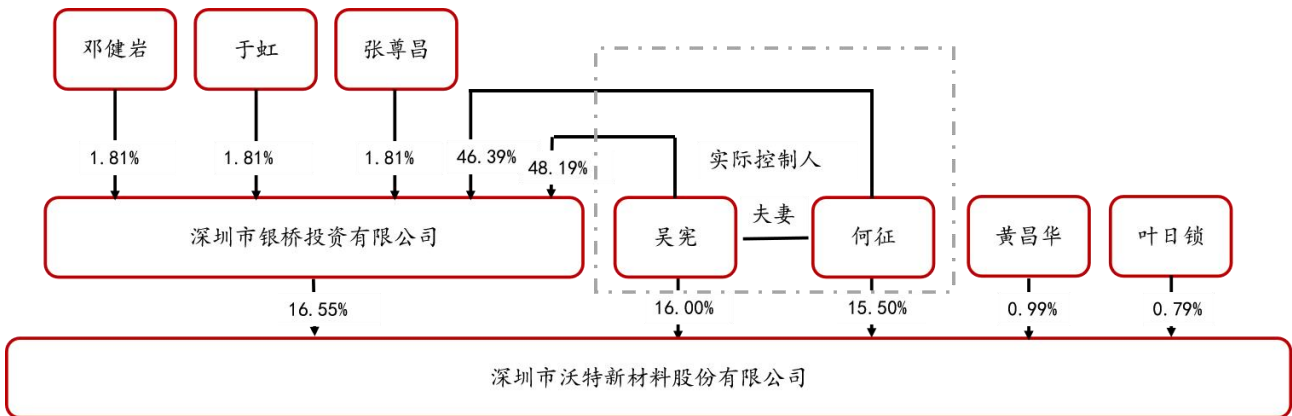
图表 2. 公司加速向特种高分子企业转型



资料来源: 公司官网, 公司公告, 东亚前海证券研究所

公司实控人为吴宪、何征夫妇。截至 2022 年 9 月 30 日, 公司前三大股东分别为深圳市银桥投资有限公司、吴宪、何征, 其中吴宪为公司董事长, 直接持股 16%; 何征为公司董事、总经理, 直接持股 15.5%。此外, 二人通过深圳市银桥投资有限公司间接持有 15.65% 的股票, 是公司的实控人。自公司上市以来, 前三大股东地位保持不变, 股权结构较为稳定。

图表 3. 公司实控人为吴宪、何征夫妇



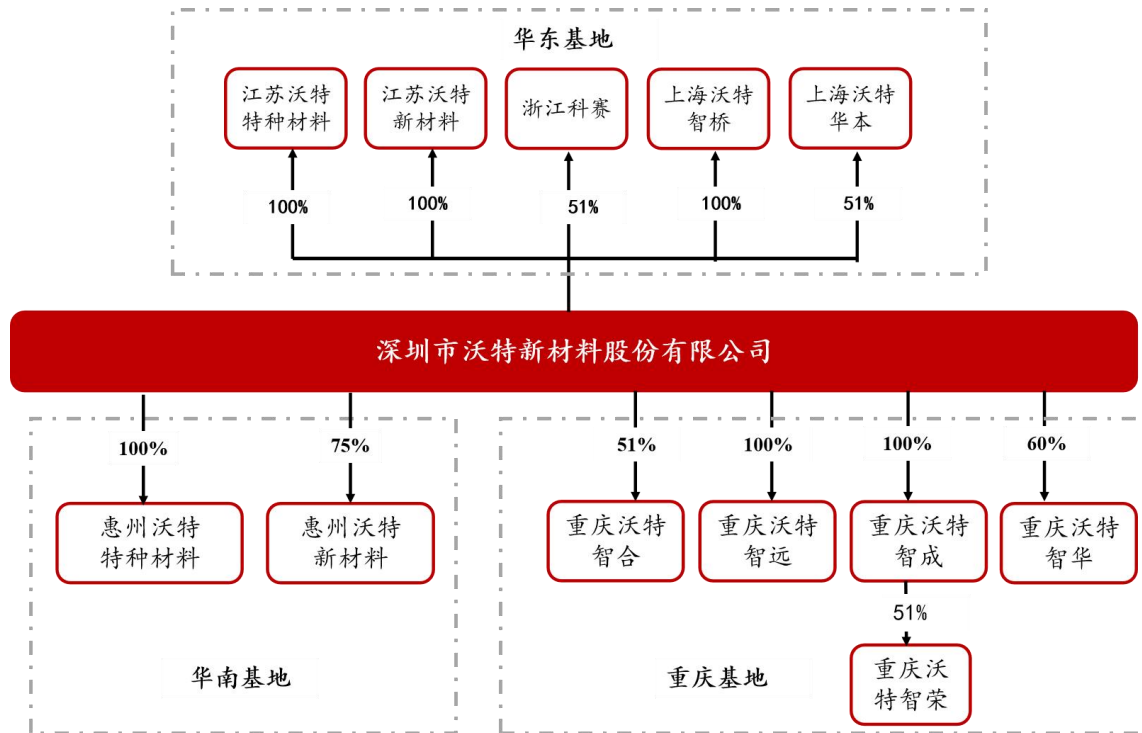
资料来源: 公司公告, Wind, 东亚前海证券研究所, 截至 2022 年 9 月 30 日

1.2. 三大基地相辅相成, 特种高分子产能加速释放

打造华南、重庆、华东三大基地, 完善材料多元化、产业链一体化布局。公司总部设在深圳, 其生产基地主要分布在惠州、重庆、江苏、浙江、上海等地。华南和华东基地主要开展改性通用塑料、工程塑料的生产与销售业务。重庆基地为 LCP、PPA 等特种高分子材料的主要生产基地。此外, 公司综合布局华东基地, 通过前后分别收购浙江科赛、上海华尔卡 (现改名为上海沃特华本半导体科技有公司) 51% 的股权, 进军 PTFE 材料市场, 并将该基地打造成 LCP、半导体、氟树脂素材、5G 领域高分子等成品的重

点制造基地。三大基地产业协同发展，有效促进公司产业链横纵布局。

图表 4. 华南、重庆、华东基地相辅相成



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所，截至 2023 年 2 月 14 日

高附加值特种高分子材料项目建设提速，公司即将迎来产能释放期。

特种高分子材料是公司自 2014 年收购三星后切入的业务板块，主要在华东、重庆基地进行生产。其中，华东基地拥有 LCP 实际年产能约 5000 吨，PTFE 达产产能 3000 吨、在建产能 10000 吨，是公司最重要的 LCP、PTFE 等高性能新材料及半导体、5G 通讯装备项目建设基地；重庆基地则是公司特种高分子材料合成及薄膜制造的关键阵地，目前 5000 吨 LCP 合成项目设备已组装测试完毕。预计到 2025 年，重庆基地将有 20000 吨 LCP 合成及配套改性、10000 吨 PPA、10000 吨 PSF、2000 吨 PAEK 及 20000 吨 PPS 改性能。目前，华东和重庆基地项目正在加速建设，公司将迎来产能释放期。

图表 5. 公司在华东、重庆基地的特种高分子材料产能情况 (单位: 吨/年)

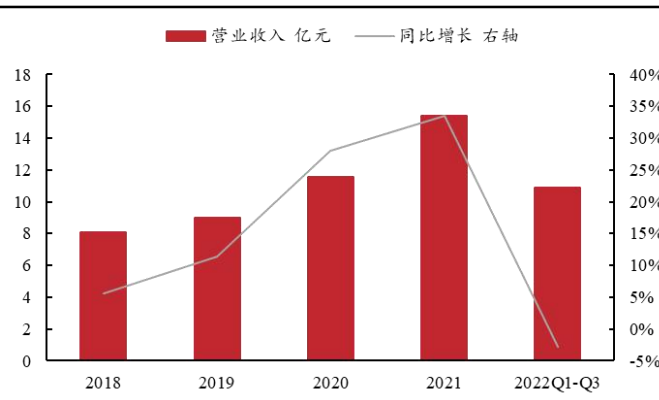
生产基地	产品名称	生产子公司	达产产能	在建产能	规划产能	预计到 2025 年达产产能
华东基地	液晶高分子聚合物 (LCP)	江苏沃特特种	5000	-	-	5000
	高性能含氟新材料 PTFE 等	浙江科赛	3000	10000	-	13000
重庆基地	液晶高分子聚合物 (LCP) 合成	重庆沃特	-	5000	15000	20000
	液晶高分子聚合物 (LCP) 改性	重庆沃特	-	-	20000	20000
	聚酰胺 (PPA)	重庆沃特	5000	5000	-	10000
	聚砜 (PSF)	重庆沃特	2000	-	8000	10000
	聚芳醚酮 (PAEK)	重庆沃特	1000	-	1000	2000
	聚苯硫醚 (PPS) 改性	重庆沃特	-	-	20000	20000

资料来源: Wind, 公司公告, 东亚前海证券研究所

1.3. 产品结构逐步优化, 成本压力已有缓释

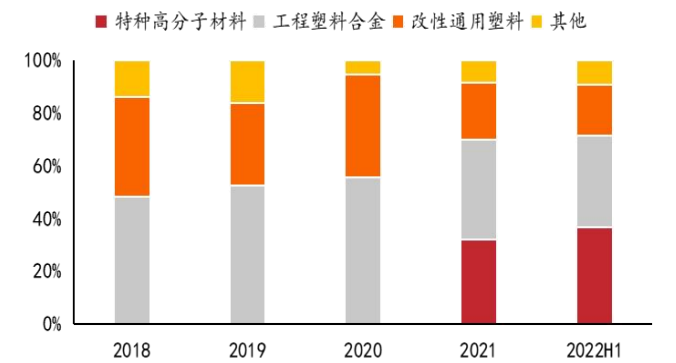
营业收入持续增长, 高附加值特种高分子材料业务营收占比持续提高。营业收入方面, 2018-2021 年公司营业收入持续增长, 并且增长速度不断加快, 2021 年公司营业收入为 15.40 亿元, 主要原因系高附加值的工程塑料产能逐步得到释放, 尤其是特种高分子材料业务的崛起。2022 年公司营业收入下滑, 主要是因为原材料价格上升, 受成本升高与原料供应不足影响, 业绩有所波动。公司产品结构不断优化, 向高端化转型, 目前公司的营业收入主要来自于特种高分子材料、工程塑料合金和改性通用塑料三大业务板块。2022 年上半年公司以上三种业务的营收占比分别为 36.51%、34.87% 和 19.43%。

图表 6. 2018-2021 年公司营业收入持续增长



资料来源: 公司公告, Wind, 东亚前海证券研究所

图表 7. 2021 年以来, 特种高分子材料业务营收占比持续提高

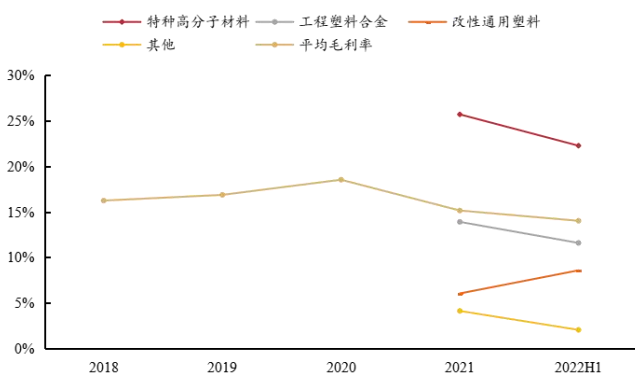


资料来源: 公司公告, Wind, 东亚前海证券研究所

毛利率水平相对稳定, 2022 年上半年特种高分子材料毛利占比超 57%。

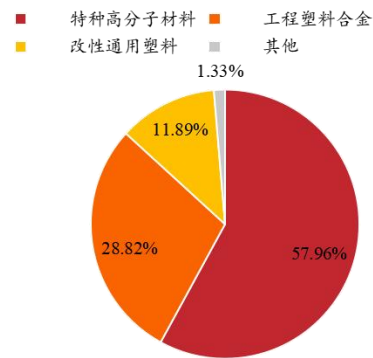
2018年以来,公司毛利率水平总体稳定,在15%-20%范围内小幅波动。2021年公司毛利润为2.33亿元,同比增长9.19%。高分子材料是公司毛利率最高的产品,2021年毛利率为25.71%,2022年上半年,因受疫情和原料供应不足影响,毛利率有所下滑,毛利润出现负增长,目前随着国内疫情防控取得胜利,公司特种高分子关键原材料供应也有所保证,毛利率有望回升。从公司业务对毛利润的贡献来看,2022年上半年特种高分子材料业务毛利占比高达57.96%,高附加值效应显现。

图表 8. 近 5 年公司毛利率高于 15%



资料来源:公司公告, Wind, 东亚前海证券研究所

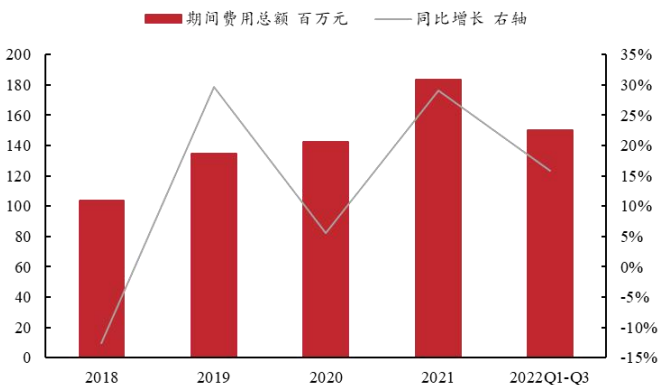
图表 9. 2022H1 特种高分子材料业务毛利占比高达 57.96%



资料来源:公司公告, Wind, 东亚前海证券研究所

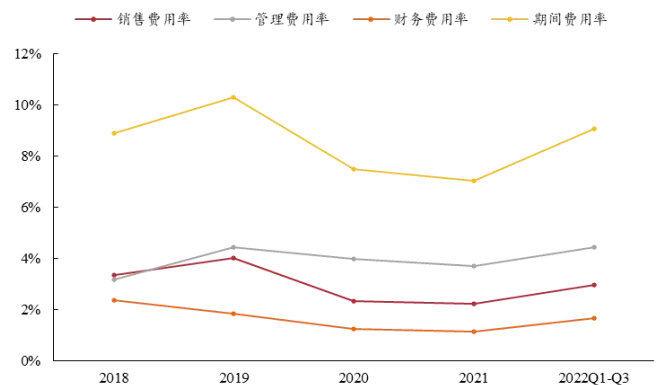
期间费用有所增长,期间费用率窄幅波动。2018年以来,随着公司业务板块的拓展和经营规模的扩大,期间费用有所提升,2021年达到1.83亿元,2022前三季度约1.50亿,同比增长15.77%。2022Q1-Q3期间费用率上升主要系公司银行贷款增加,提高财务费用。

图表 10. 2018-2022Q1-Q3 公司期间费用持续增长



资料来源:公司公告, Wind, 东亚前海证券研究所

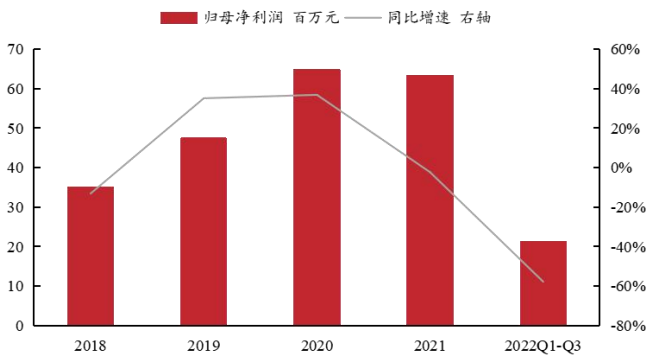
图表 11. 2018-2022Q1-Q3 公司期间费用率窄幅波动



资料来源:公司公告, Wind, 东亚前海证券研究所

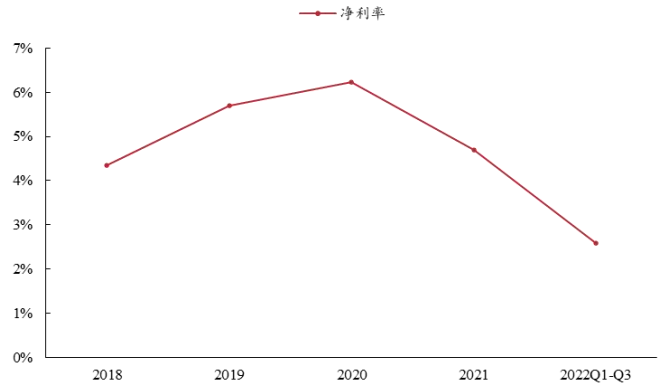
归母净利润短期承压,未来有望迎来反转。从归母净利润来看,2018-2020年公司归母净利润持续增长,2021年有所下滑,为6322万元。2022年受到供应端和物流端的影响,公司前三季度归母净利润同比下降57.82%。净利率降至2.58%,为近5年来新低。主要原因系原料成本提高持续挤压利润空间,随着后期特种高分子材料原料供应问题得到缓解,该部分高附加值业务产能释放,公司业绩有望迎来反转。

图表 12. 2022 年前三季度公司归母净利润短期承压



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

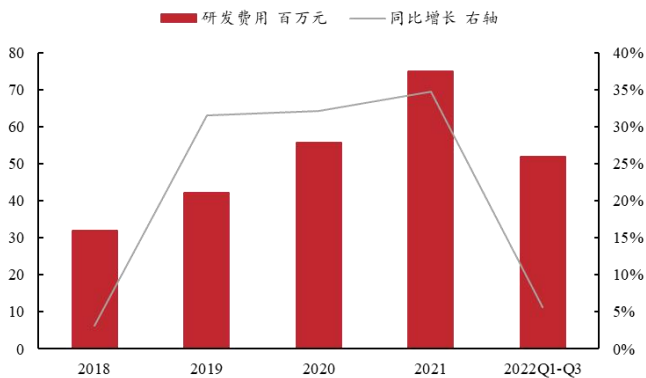
图表 13. 2018-2022 年前三季度公司净利率情况



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

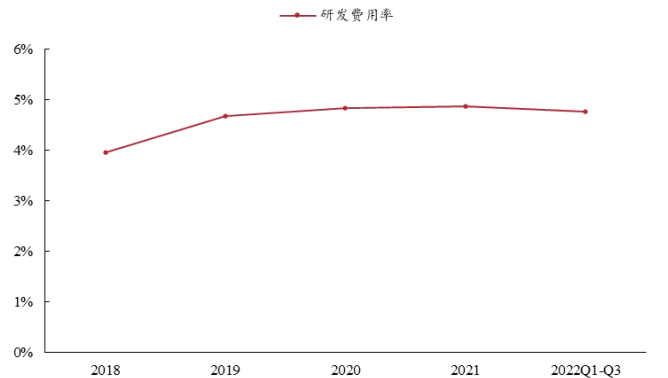
坚定高分子材料转型之路，持续加码研发，为长期发展赋能。公司始终重视研发，加大研发投入力度。2022 年前三季度公司研发费用为 5191 万元，研发费用率为 4.77%。公司研发项目主要聚焦于 5G 通讯基站用介电材料、高性能呼吸机用复合材料、聚醚酮酮 (PEKK) -碳纤维复合材料和低烟密度高分子材料等方面，以满足下游客户的不同需求。

图表 14. 2018-2021 年公司研发费用持续增长



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

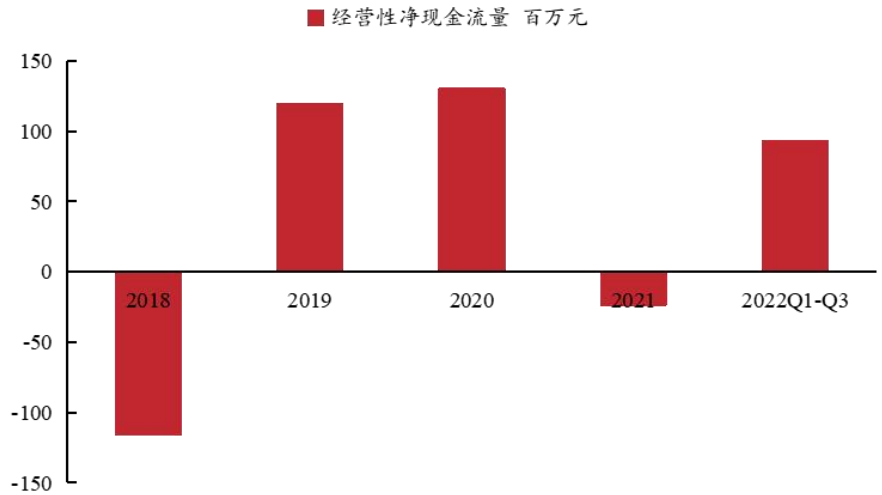
图表 15. 2019 年以来公司保持较高研发费用率



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

经营性现金流量充足，为多个在建项目提供资金保障。2019-2020 年期间，公司的经营性净现金流量保持在较高水平。2021 年公司经营性净现金流量为-2350 万元，同比下降 118.04%。主要原因系原材料价格上涨，公司为业务增长储备原材料，采购原材料增加所致。2022 前三季度公司经营性现金流 9296 万元，同比增长 1925.27%，自有资金较为充足，为多个在建项目提供资金保障。

图表 16. 2022Q1-Q3 公司经营性净现金流量回升



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

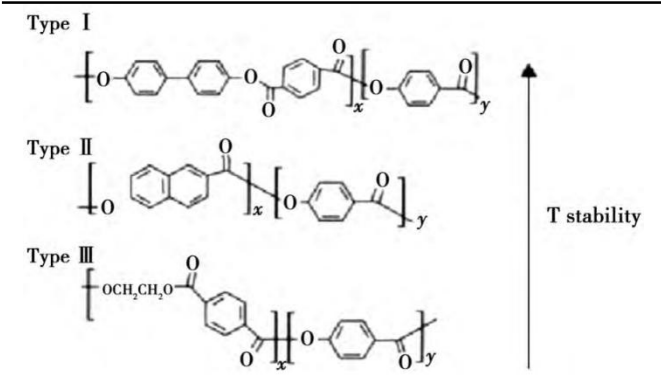
2. 国产替代大潮下，特种高分子材料迎机遇

“十四五”规划重点着力，到 2025 年特种高分子材料目标自给率 85%。2021 年 1 月，中国石油和化学工业联合会发布《石油和化学工业“十四五”发展指南》，明确指出，“十四五”时期是我国由石油化工的大国向强国跨越的关键五年，重点任务是补足国内在工程塑料等关键原料领域的短板，提高在化工新材料领域核心装备的自主可控能力，力争 2025 年工程塑料及特种工程塑料的自给率提升到 85%，实现产品高端化和差异化，并着力培育起 50 家左右在化工新材料行业具有较强创新能力和市场影响力的领军企业。我国特种高分子材料企业迎来重要发展机遇。

2.1. LCP：市场广阔，公司有望成为全球头部生产商

液晶高分子（英文名称 Liquid crystal polymer，缩写为 LCP）材料是一定条件下以液晶态存在的功能高分子。LCP 具有高流动性、热稳定性、优异的介电性能和耐化学稳定性，是精密电子、高频通讯设备领域的核心部件主要材料。根据液晶态的形成方式，LCP 可分为热致型液晶高分子（TLCP）和溶致型液晶高分子（LLCP）。TLCP 一定温度下呈液晶态，LLCP 则在一定溶剂中呈液晶态。按照耐热等级，LCP 可分为 I 型、II 型和 III 型。其中 I 型为高耐热级，热变形温度在 320°C 左右；II 型为中等耐热级，热变形温度 220°C 以上；III 型为一般耐热级，热变形温度在 120°C 左右。

图表 17. 三种 LCP 结构示意图



资料来源：《液晶高分子聚合物的类型、加工、应用综述》（殷卫峰等），东亚前海证券研究所

图表 18. 不同类型 LCP 的性能情况

类型	耐热等级	热变形温度
I型	高耐热	320°C
II型	中等耐热	≥220°C
III型	一般耐热	120°C

资料来源：《液晶高分子聚合物的类型、加工、应用综述》（殷卫峰等），东亚前海证券研究所

LCP 主要应用于电子领域，5G 大发展有望带来需求增量。LCP 被广泛应用于电子电器（连接器、线圈架、电容器等）、汽车工业（燃烧泵、精密元件、隔热部件、电子元件等）、航空航天（雷达天线屏蔽罩、耐高温耐辐射壳体等）等场景，其中，电子电器领域是目前 LCP 最主要的应用领域，占比高达 73%。5G 大发展有望进一步拓展 LCP 应用范围，带来大量需求增量。LCP 具有较低的介电常数和介电损耗，在高频段表现出优良的介电性能，因此随着 5G 时代传输速度的大幅提升，对材料的电性能要求逐渐提高，LCP 是少数具备 5G 通讯技术所需性能的材料之一，被广泛应用于高速连接器、5G 基站天线振子、5G 手机天线、高频电路板等电子电器领域。此外，5G 时代的高效信号传输将带动无人驾驶、智能设备的发展提速，从而进一步带动 LCP 天线在汽车领域、可穿戴设备领域的高速渗透，带来市场增量。

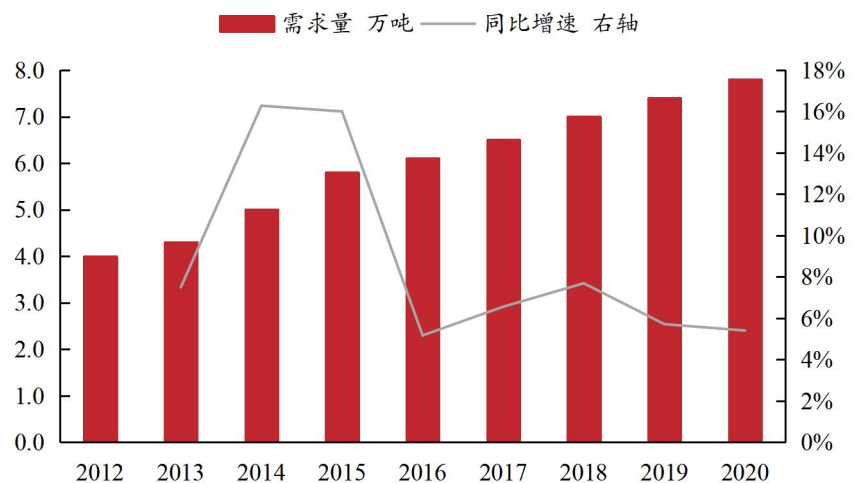
图表 19. LCP 在下游领域的具体应用

应用领域	应用占比	具体应用产品
电子电器	73%	连接器、线圈架、线轴、基片载体、电容器、5G 天线振子等
工业与建筑业	7%	雷达天线屏蔽罩、耐高温耐辐射壳体等
消费电子	7%	手机、电脑、打印机、复印机、扬声器等
汽车	6%	汽车燃烧系统元件、燃烧泵、隔热部件、精密元件、电子元件等
医疗	4%	外壳内窥镜、视网膜修复装置、牙医器具等
其他	3%	5G 通讯、柔性印刷电路、光纤批覆材料、海底电缆连接套等

资料来源：前瞻产业研究院，《液晶高分子的现状与发展》（倪铭阳），东亚前海证券研究所

LCP 需求量保持高增速，中国是最主要的消费市场。从需求端看，全球 LCP 树脂需求量近十年呈上升态势，2012 年全球需求量为 4.0 万吨，到 2021 年近 9 万吨，CAGR 约为 9.24%。我国是 LCP 最大的消费市场，据中商产业研究院数据，2021 年国内 LCP 需求约占全球总需求量的 50%。

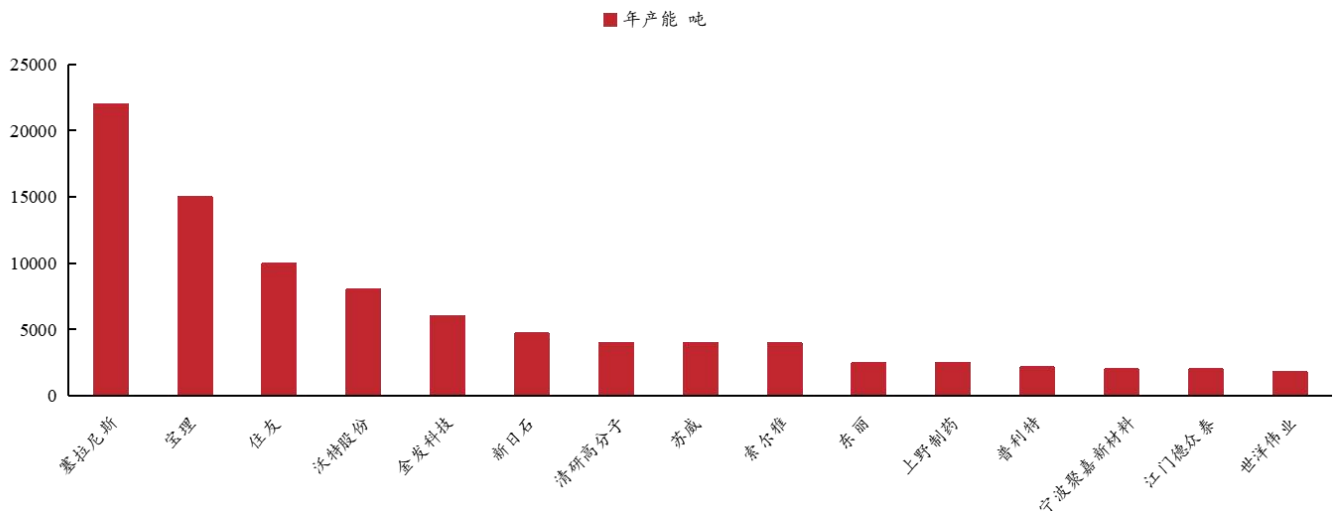
图表 20. 2012-2020 全球 LCP 树脂需求量情况



资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

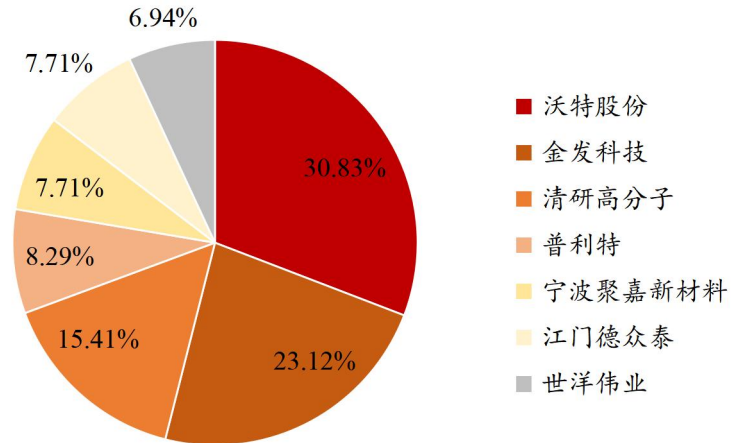
目前 LCP 供给集中于美日企业，国内产能占比较低。据不完全统计，目前全球 LCP 年产能约 9.07 万吨，仅美国塞拉尼斯以及日本宝理、住友化学可实现年产万吨及以上，对市场供给具有高度话语权。我国进入 LCP 领域较晚，目前国内 LCP 产能约 2.60 万吨/年，占全球的 28.63%，且产能在千吨级别，相对较小。国内厂商范围内，公司现有 LCP 名义年产能 8000 吨，与金发科技、清研高分子占据国内 LCP 供给端主要份额。

图表 21. 2021 年全球企业 LCP 产能统计



资料来源：沃特股份公司公告，普利特公司公告，聚嘉新材料公司公告，艾邦智造，中国合成树脂网，金发科技公司公告，《液晶高分子的现状与发展》（倪铭阳），东亚前海证券研究所

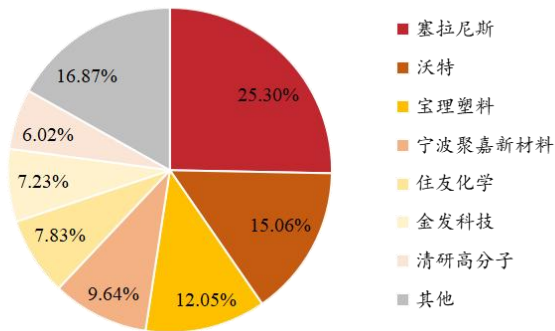
图表 22. 2021 年国内主要 LCP 厂商产能分布



资料来源：沃特股份公司公告，普利特公司公告，聚嘉新材料公司公告，艾邦智造，中国合成树脂网，金发科技公司公告，《液晶高分子的现状与发展》（倪铭阳），东亚前海证券研究所

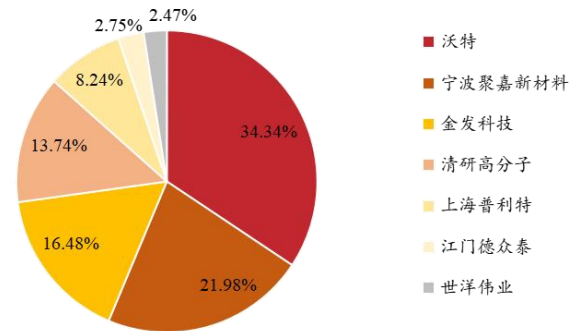
到 2025 年，公司有望成为全球第二大 LCP 生产商。公司 LCP 目前名义年产能 8000 吨，实际约 5000 吨，在建 20000 吨，待后期投产及新旧产线替换，预计到 2025 年公司将至少具有年产 25000 吨 LCP 的生产能力，有望成为全球第二大 LCP 生产企业，占全球产能比重由 2021 年的 8.83% 增长至 15.06%，仅次于国际龙头塞拉尼斯。国内产能方面，所占比例由 30.83% 提升至 34.34%，公司加速成长为全球 LCP 头部生产商。

图表 23. 2025 年全球 LCP 企业产能预测



资料来源：沃特股份公司公告，普利特公司公告，聚嘉新材料公司公告，艾邦智造，中国合成树脂网，金发科技公司公告，《液晶高分子的现状与发展》（倪铭阳），东亚前海证券研究所

图表 24. 2025 年国内 LCP 企业产能预计分布情况

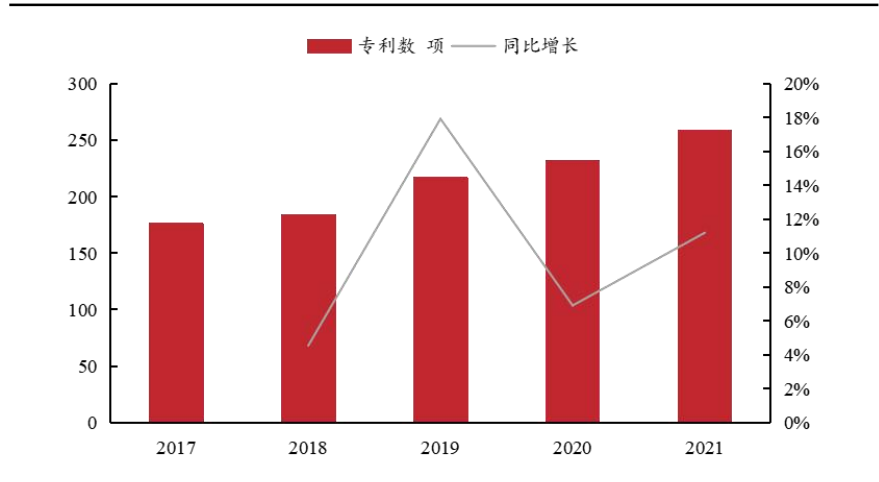


资料来源：沃特股份公司公告，普利特公司公告，聚嘉新材料公司公告，艾邦智造，中国合成树脂网，金发科技公司公告，《液晶高分子的现状与发展》（倪铭阳），东亚前海证券研究所

公司 LCP 材料产品具备参与全球竞争的能力。公司具备连续生产 I 型、II 型和 III 型全系 LCP 及其复合材料能力。自 2014 年购买韩国三星 LCP 的全套业务后，公司积极研发改进，于 2019 年实现 LCP 设备、技术包及牌号自主化，且成为全球设备、配方牌号最多的生产厂商之一，拥有 200-300 个牌号，具有为不同下游客户提供定制方案的能力，产品技术已达国际领先水平。除传统注塑级 LCP 外，公司已有多项专利可用于制备纤维级和薄膜级

LCP，公司 LCP 材料产品具备参与全球竞争的能力。

图表 25. 2017-2021 公司境内外授权专利持续增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 26. 公司部分 LCP 研发专利情况

公开日期	专利名称	材料特性
2023.02.03	液晶聚酯树脂及其制备方法	机械性能和耐热性能良好、高模量
2022.12.09	全芳香族液晶聚酯树脂及其制备方法和应用	流动性增强、机械性能和耐热性能良好
2022.12.02	薄膜吹塑装置	各向同性、抗翘曲、薄膜厚度均一
2022.07.15	应用于摄像头模组零部件的液晶聚酯复合物及其制备方法	硬度达到摄像头模组要求且摩擦系数小
2022.01.04	低介电常数液晶聚合物及其制备方法与应用	进一步降低液晶聚合物材料的介电常数

资料来源：国家知识产权局，东亚前海证券研究所

2.2. PPA：市场规模持续增长，供货头部优质客户

半芳香族聚酰胺（PPA）性能优越，优点明显。聚酰胺（PA）以主链成分的不同分为脂肪族、全芳香族和半芳香族聚酰胺三种。半芳香族聚酰胺（PPA）同时具备脂肪族与全芳香族的优势：作为半芳香族半结晶性热塑性高分子，与脂肪族 PA 相比，半芳香族 PA 吸水性较弱；与全芳香族 PA 相比可使用溶液缩聚法制得，加工相对简单。目前已经工业化的高温尼龙绝大多数是半芳香族聚酰胺，具有高温下的高刚性和高强度、吸水后的尺寸稳定性和低的翘曲性、良好的耐化学性、良好的表面质量、摩擦磨损系数低等特性，可以长期在 150°C 条件下应用。

图表 27. 三种聚酰胺优缺点对比

聚酰胺	优点	缺点
脂肪族聚酰胺	力学性能较好	具有较强的吸水性,导致其制品尺寸稳定性较差
全芳香族聚酰胺	拉伸强度和弯曲强度较大,熔点较高	不溶于常用溶剂且熔点与分解温度接近,导致加工较为困难
半芳香族聚酰胺	吸水性较弱,加工相对简单	/

资料来源:《半芳香族聚酰胺合成与改性研究进展》(贺爽爽等), 东亚前海证券研究所

高温尼龙应用广泛, 应用场景持续拓展。高温尼龙现阶段已进行现代化改造的种类有 PA46, PA4T, PA6T, PA9T, PA10T 等。因其自身的优异性能, 近年来高温尼龙下游开发应用越来越多, 被广泛应用于电子电器、汽车制造、LED 等领域, 电子电器和交通运输行业对高温尼龙的需求量最高, 在 2020 年分别占高温尼龙消费量的 58%和 30%。耐高温尼龙还是一种取代金属的理想材料, 目前已经在平板电脑、手机、遥控器等产品上得到应用, 高温尼龙应用场景持续拓展, 2021 年全球耐高温尼龙需求量达 16 万吨, 未来有望持续增长。

图表 28. 常见商品化的半芳香族聚酰胺的结构与性能

树脂成分	树脂类型	结晶状态	主要用途
PA4T	共聚	结晶	耐高温工程塑料
PA6T	共聚	结晶	耐高温工程塑料
PA9T	共聚	结晶	耐高温工程塑料
PA10T	均聚	结晶	耐高温工程塑料
PA12T	均聚	结晶	耐高温工程塑料
PAMXD6	均聚	结晶	纤维制造、功能合金材料
PA6I	共聚	非晶	功能合金材料
PATMDT	共聚	非晶	透明材料

资料来源:《半芳香族聚酰胺特种工程塑料的发展与应用现状》(张美林等), 东亚前海证券研究所

全球高温尼龙产能集中于欧美发达国家, 中国企业占比较低。目前, 高温尼龙生产主要集中在杜邦、帝斯曼、三菱瓦斯和艾曼斯等国际巨头手中。2020 年, 实现年产万吨以上高温尼龙的企业分别为帝斯曼、杜邦、三菱瓦斯、艾曼斯、索尔雅以及可乐丽, 产能分别为 8.50、5.00、3.50、2.50、1.80 及 1.30 万吨/年, 8 家万吨级高温尼龙企业合计年产能达 22.60 万吨, 占全球总产能的 85.77%, 中国企业占比较低。

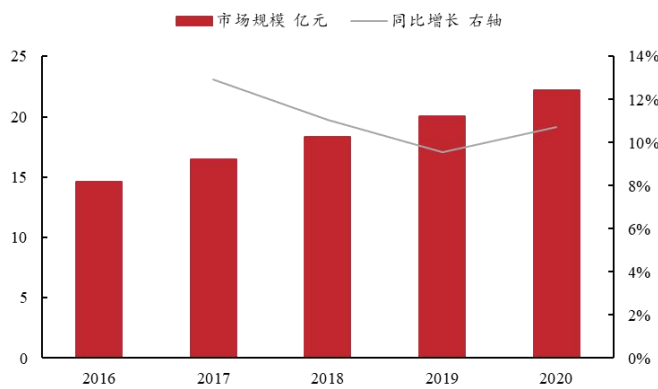
图表 29. 2020 年全球高温尼龙生产企业情况

公司名称	所在国家	2020 年产能 (万吨/年)
帝斯曼	荷兰	8.50
杜邦	美国、德国	5.00
三菱瓦斯	日本、美国	3.50
艾曼斯	瑞士	2.50
索尔维	美国	1.80
可乐丽	日本	1.30
三井化学	日本	0.60
巴斯夫	德国	0.50
金发科技	中国	0.50
其他	-	2.15
总计	-	26.35

资料来源：中国化工信息中心·咨询，东亚前海证券研究所

国内市场需求量大但自给率低，有望迎来国产替代加速。2016-2020 年，全球电子和汽车业务不断向中国转移，中国耐高温尼龙市场规模持续扩大，从 2016 年的 14.6 亿元，发展至 2020 年的 22.21 亿元，年均复合增速超过 11%。但该期间的高温尼龙供给高度依赖进口。2020 年国内需求量达到 3.70 万吨，但自给率仅为 24%。从产能方面来看，2020 年中国高温尼龙产能为 1.65 万吨，2025 年预计将达到 5.60 万吨，未来有望迎来国产替代加速。

图表 30. 2016-2020 年中国耐高温尼龙市场规模



资料来源：中国合成树脂协会，东亚前海证券研究所

图表 31. 中国高温尼龙生产企业情况 (单位：万吨)

公司名称	装置地点	2020 年产能	2025 年产能
金发科技	广东	0.50	1.50
江门德众泰	广东	0.50	0.50
三力本诺	山东	0.30	1.00
杰事杰	安徽	0.10	0.10
新和成	浙江	0.10	0.10
君恒	河南	0.10	0.10
龙杰	广东	0.05	0.30
其他	-	-	2.00
总计	-	1.65	5.60

资料来源：中国化工信息中心·咨询，东亚前海证券研究所

产品品质获得认可，绑定头部优质客户。公司 PPA 材料品类不断完善，产品覆盖电子电气、汽车部件、金属取代等领域。产品品质得到认可，绑定头部优质客户，公司在智能穿戴和 VR 设备领域，均已取得头部客户一级供应商的指定认证，为客户批量化提供 PPA 材料，还与多家客户就 PPA 在新能源汽车热管理和三电方面开展合作，公司 PPA 纯树脂已出口欧洲。目前公司已经建成产能 5000 吨/年，二期 5000 吨/年已经规划建设。预计达产

后，公司将拥有 PPA 产能 1 万吨/年，产能居于国内前列。

图表 32. 公司高性能尼龙材料系列产品

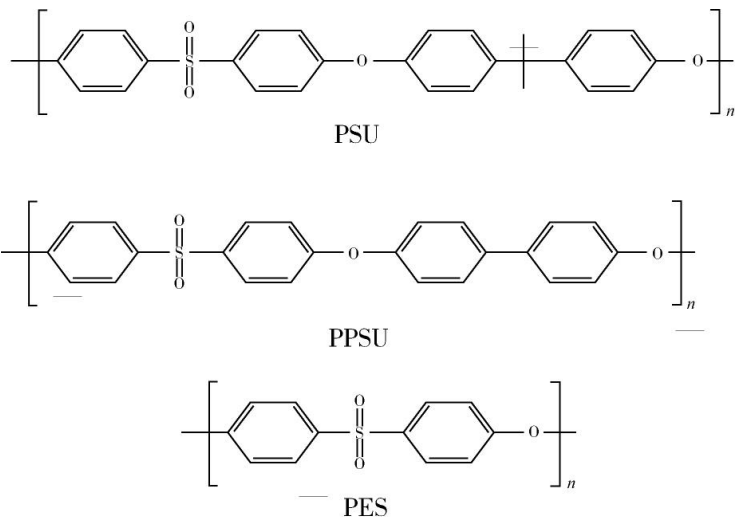


资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

2.3. PSF：未来产能居国内前列，加快向高端领域突破

聚砜（PSF）是砜类塑料中的一种，系无定形、热塑性树脂。因其高分子材料结构链节中含有醚键（—O—）和砜键（—SO₂—），因而具有韧性、透明性和非常高的耐热性，热变形温度在 174-221℃之间，连续使用温度在 160-190℃范围内。根据聚合单体的不同可将聚砜树脂分为普通双酚 A 型聚砜（PSU）、聚芳砜（PAS）、聚醚砜（PES）以及由 PSU 衍生出的聚亚苯基砜（PPSU）和双酚 S 型聚砜（PESU）。

图表 33. 聚砜常见种类结构式



资料来源：《国内外聚砜的研究现状及其应用》（李智杰等），东亚前海证券研究所

聚砜传统应用领域广泛，集中在医疗、食品、汽车电子领域。由于聚砜热稳定性高，透明性好，水解稳定性优良，模型收缩率低，生物相容性好，电性能和机械性能适中，对酸、碱、醇、脂肪烃和盐溶液的抵抗性优

良，进而成为航天领域内饰材料，并广泛用于水处理工业、医疗器械、耐腐蚀涂料和防锈漆、食品包装容器等行业。

图表 34. 聚砜下游应用情况

应用领域	具体应用产品
医疗器械	防毒面具、接触眼镜片的消毒器、内视镜零件、人工心脏瓣膜、人工假牙；聚醚砜可制成人工呼吸器、血压检查管、牙科用反射镜支架、注射器等；聚砜和聚醚砜还可制成超过滤膜和反渗透膜等
机械工业	用于制造钟表壳及零件、复印机及照相机等零件，用作食品机械的热水阀、冷冻系统器具、传动零部件等
交通运输	汽车上的仪表盘、分速器盖、护板、滚珠轴承保持架、发动机齿轮、止推环等；飞机上的热空气导管和框窗
电子电气	可用于制造电视、音响及计算机的线路板；电子电器设备外壳、电镀槽、示波器的套管及线圈架、电容器薄膜和电线、电缆的包覆层、小型精密电子元件
其他	中空纤维超过滤器、微波炉用食品包装容器、原子能发电站核心元件等

资料来源：新材料在线，东亚前海证券研究所

聚砜产能多集中于国际巨头，10000吨产能建成后，公司产能有望跃居国内前列。聚砜材料具有较高的进入壁垒，长期被国外厂商企业垄断，目前全球仅比利时索尔雅和德国巴斯夫两家企业具有万吨级聚砜材料生产能力。国内对聚砜材料的研究始自1966年，天津材料研究所、上海市合成树脂研究所、天山塑料厂、大连聚砜塑料有限公司及上海曙光化工厂等先后开展聚砜树脂的研究以及小规模生产测试。2014年，优巨新材首次建成国内千吨级聚砜系列产品生产线。随后，公司与威海帕斯砜、山东浩然特塑以及金发科技等先后建设聚砜系列树脂产业化项目。待公司10000吨产能建设完成后，产能有望跃居国内前列，将完善公司业务布局，并有望进一步提高公司在特种材料的行业地位。

图表 35. 2021 年全球聚砜主要生产企业产能情况

区域	公司名称	主要产品类别	产能情况 (吨/年)
比利时	索尔雅	PPSU、PSU、PES	30000
德国	巴斯夫	PPSU、PSU、PES	24000
日本	住友化学	PES	3000
中国	山东浩然	PPSU、PSU、PES	千吨级，并建设 3000 吨/年生产线
	优巨新材	PPSU、PSU、PES	2021 年纯树脂产能为 2665 吨，2022 年上半年产能 1617 吨
	沃特股份	PPSU、PSU、PES	2000 吨，共规划 10000 吨
	金发科技	PPSU、PES	800

资料来源：优巨新材公司公告，沃特股份公司公告，东亚前海证券研究所

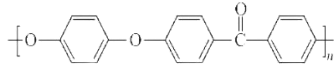
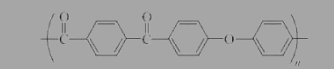
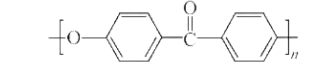
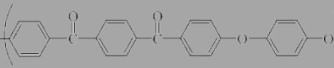
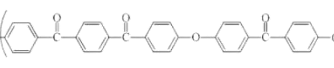
公司聚砜产品正加快技术突破，未来有望向高端市场渗透。近年来，聚砜类膜以其良好的性能开始被应用于血液净化、燃料电池离子交换膜、噱头心膜及黄金奶瓶等高端领域。但尽管我国已有五十余年的聚砜研究经验，目前全球高端产品生产技术仍未完全实现国产化，我国聚砜仍有高进口依存度。聚砜市场前景广阔，公司正加快技术突破，未来有望向高端市

场渗透。

2.4. PAEK：国内自给率有待提升，应用场景持续拓展

聚芳醚酮（PAEK）是一类分子主链由醚基、酮基和苯基构成的芳香族聚合物。由于分子主链上含有大量的芳环及极性酮基，其分子链呈现出较大的刚性且分子间作用力较强，使其具有优良的耐热性、刚性及力学强度；另外，主链上所持有的相当多的醚键，故又使其表现出一定的韧性，且醚键含量越高韧性也越好。根据醚键和酮基的不同，主要分为聚醚醚酮（PEEK）、聚醚酮酮（PEKK）、聚醚酮（PEK）、聚醚醚酮酮（PEEKK）和聚醚酮醚酮酮（PEKEKK）。其中，聚醚醚酮（PEEK）是性能最优异的特种工程塑料之一，与其它特种工程塑料相比，在高温性、耐磨性、耐化学药品性、阻燃性、耐水解性、耐辐射性和加工性等方面有诸多优势。

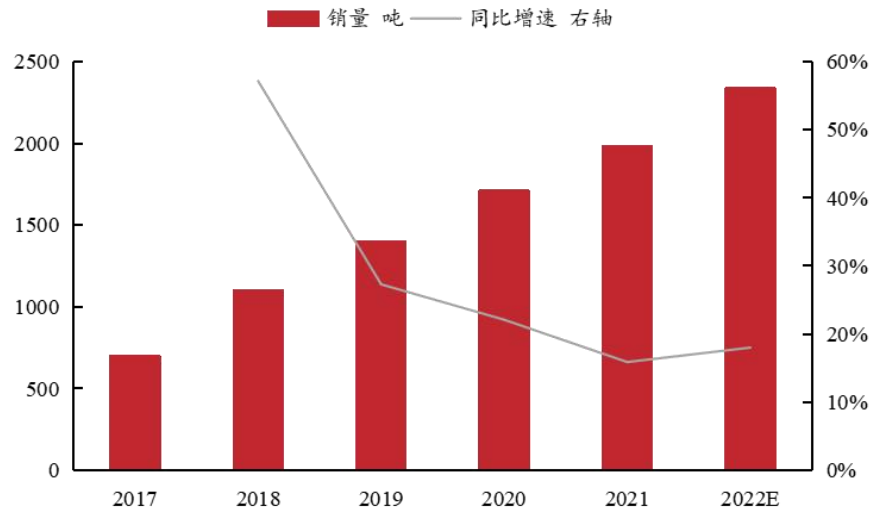
图表 36. 聚芳醚酮主要产品情况

产品名称	简称	结构式	Tg°C	Tm°C	性能
PEEK	聚醚醚酮		143	343	耐热等级高、耐辐照、耐腐蚀、耐疲劳、高强度、耐磨、电性能好
PEKK	聚醚酮酮		161	381	耐高温、耐化学药品腐蚀
PEK	聚醚酮		157	374	在高温操作下的机械强度和耐磨耗性能
PEEKK	聚醚醚酮酮		162	367	良好的机械性能、电绝缘性能和加工性能
PEKEKK	聚醚酮醚酮酮		162	364~387	摩擦性能优异、耐热性能最好的热塑性高分子材料之一

资料来源：《聚芳醚酮树脂的分子设计与合成及性能》（庞金辉等），东亚前海证券研究所

PEEK 进口依存度较高，国内需求保持高增速。目前，在聚芳醚酮类产品中 PEEK 在全球的产业化程度最高，占聚芳醚酮产品实际产量的 90% 以上。供给方面，全球前三大 PEEK 生产商均为境外企业，分别为英国威格斯、比利时索尔雅与德国赢创。其中，威格斯 PEEK 年产能 7000 吨，约占全球总产能的 60%，索尔雅与赢创年产能分别为 1500 吨、1250 吨。国内 PEEK 技术开发起步较晚，产能主要集中在中研股份、浙江鹏孚隆与吉大特塑，占我国总产能的 80%。需求方面，PEEK 广泛应用于交通运输、工业、电子信息、医疗及其他领域。2017 年以来，国内 PEEK 销量持续增长，增速始终保持在 15.00% 以上，预计 2022 年中国 PEEK 销量可达 2336 吨，同比增长 17.98%。

图表 37. 2017-2022E 中国 PEEK 产品市场销量



资料来源：共研网，东亚前海证券研究所

公司 PAEK 产能不断提升，3D 打印是 PEEK 应用新方向。2021 年，公司 PAEK 在建产能 1000 吨，其中主要建设产品为 PEEK 与 PEKK，未来将以 PEEK 为主。当下，电子领域集成化、小型化，交通运输领域轻量化需求给 PEEK 带来新的发展机遇，未来需求有望持续高增。随着以 3D 打印为代表的智能制造业发展提速，3D 打印用树脂专用料的开发也日益受到业界重视，目前已有案例成功验证 PEEK 树脂专用料在 3D 打印领域应用的可行性，预计 3D 打印将成为 PEEK 的新兴应用方向。同时，公司投资的深圳协同创新高科技发展有限公司是深圳十大创新平台之一，有望在 PEEK 新兴应用领域取得突破。

2.5. PPS：市场供需稳步增长，中国企业产能逐渐释放

聚苯硫醚（PPS）被称为“世界第六大工程塑料”，合成工艺多样。PPS 是一种结晶性聚合物，是分子主链中带有苯硫基的高性能热塑性树脂。目前合成 PPS 的方法有很多种，其中硫化钠法和硫磺溶液法是工业上的常用方法，此外合成 PPS 的方法还有氧化聚合法、对卤代苯硫酚盐自缩聚法、硫化氢法等。目前世界上很多生产厂家采用间歇式硫化钠法合成 PPS 树脂。

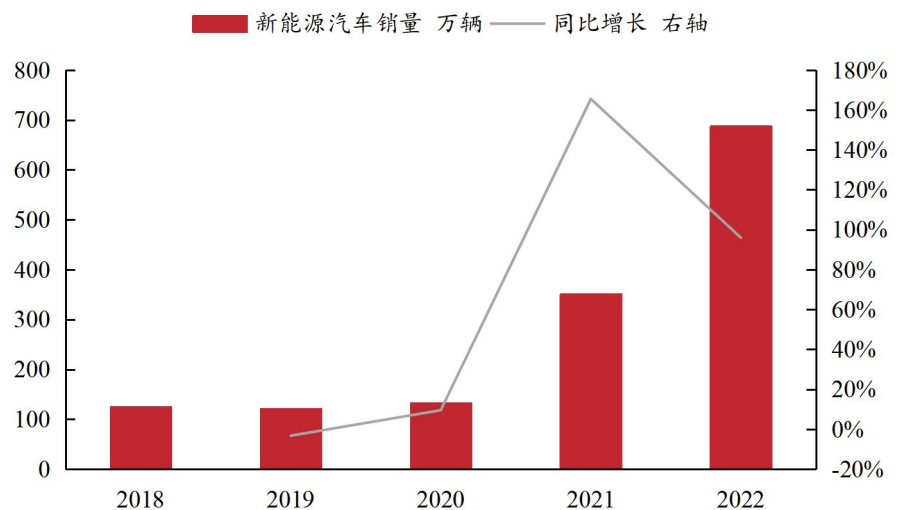
图表 38. 聚苯硫醚 (PPS) 合成方法优缺点对比

合成方法	优点	缺点
硫化钠法 (又称 Phillips 法)	原料易得, 产品质量好	生产工艺较长, 原料难提炼
硫磺溶液法	原料丰富且便宜, 产品质量好, 工艺短	技术难度大, 副产物不易去除
溶剂缩聚法	无需调整单体比例, 副产物少	单体生产工艺复杂, 成本高, 个别单体有毒
硫化氢法	副反应较少, 产物具有较高的线性度	反应速度过快, 硫化氢腐蚀性强
氧化聚合法	收率很高, 产品纯度也高	产品黏度低, 加工性能差, 不具备实用价值

资料来源:《线性高相对分子质量聚苯硫醚树脂的合成研究》(李沃源), 东亚前海证券研究所

PPS 性能优良, 工业中应用广泛, 新能源汽车大发展带动需求提升。 PPS 具有机械强度高、耐高温、耐化学药品性、不易燃、热稳定性好、电性能优良等优点, 被广泛用作结构性高分子材料, 通过填充、改性后广泛用作特种工程塑料。PPS 的产业链上游主要为石油化工产品 (二氯苯等)、硫磺、硫化钠、溶剂等产品, 下游应用于电子、汽车、机械及化工、环保、建材等领域。全球 PPS 行业市场需求稳定向好, 2021 年约为 10.20 亿美元。2021 年以来, 新能源汽车产业快速发展, 2022 年, 我国新能源汽车销量达到 687.20 万辆, 同比增长 95.95%, 带动 PPS 的需求量持续上升。

图表 39. 2018-2022 年中国新能源汽车销量



资料来源: Wind, 中国汽车工业协会, 东亚前海证券研究所

全球 PPS 产能较为集中, 中国厂商迎来发展机遇。 产能方面, 2021 年全球 PPS 主要企业产能超过 20 万吨。从产能分布来看, 目前 PPS 行业主要厂商集中在日本和中国。其中日本是最大的 PPS 生产国, 约占全球总产能的 45% 以上, 拥有 DIC、东丽和吴羽化学等多家全球 PPS 主要生产厂商。国内 PPS 发展向好, 产能增长潜力巨大。自 2020 年 12 月 1 日起, 我国对原产于日本、美国、韩国和马来西亚的进口 PPS 征收反倾销税, 实施期限为 5 年, 这为我国 PPS 厂商创造了发展机会, 有利于促进国产 PPS 产销量及价格提升, 加快 PPS 的国产化替代进程。2021 年以来, PPS 价格普遍上涨, 销售均价、本土产品价格、外资及进口价格分别上涨 3.87%、6.32%、

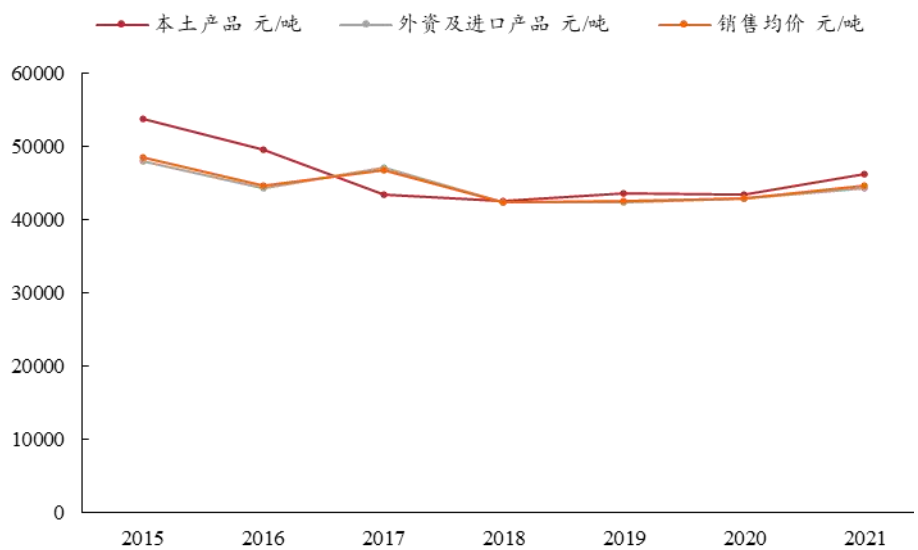
3.23%。中国 PPS 产业发展迅速，已成长为全球第二大 PPS 生产国，并且全球 PPS 在建产能的 85% 都集中在中国。但是目前国内产能还较为分散，预计随着产能落地，国内 PPS 市场供应将会进一步增长，进一步提高自给率。

图表 40. 2021 年全球 PPS 行业主要厂商产能及介绍

企业名称	总部位置	2021 年产能(万吨/年)	业务类型
DIC 株式会社	日本	4.60	包装&印艺材料、色彩&显示、功能产品等
东丽株式会社	日本	3.06	纤维和纺织品、高性能化学品、碳纤维复合材料、环境和工程、生命科学等
东曹株式会社	日本	0.50	石油化工、无机化工、精细化工、电子材料、医疗诊断和食品制造等
吴羽株式会社	日本	3.27	功能产品、化学品、树脂产品等
索尔维	比利时	2.00	PPS
INITZ	韩国	1.20	PPS
新和成	中国	1.50	营养品、香精香料、高分子新材料等

资料来源：华经产业研究院，前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 41. 2015-2021 年中国聚苯硫醚行业产品平均价格走势



资料来源：智研咨询，东亚前海证券研究所

公司产业链较为完整，客户资源丰富。公司拥有众多发明专利、核心技术及配方，已获授权的境内外发明专利 200 余项，形成了特种高分子材料产品合成、改性、加工等环节的产业链布局。目前公司 PPS 改性规划建设 2 万吨产能，PPS 上游合成布局论证规划相关工作也取得了阶段性进展。从客户资源方面来看，公司合作企业已覆盖电子电气、通讯、家电、汽车、光伏等众多领域，为公司未来业务发展提供了更加强有力的市场支撑。

3. 股权激励彰显发展信心，加码研发增强动力

3.1. 设定高股权激励目标，彰显公司长期发展信心

股权激励计划落地实施，高目标彰显公司长期发展信心。2021年12月，公司推出2022-2025年股票期权激励计划，拟授予133名激励对象的股票期权数量为793.00万份（占该激励计划草案公告日公司总股本的3.50%，含预留部分82.80万份），其中包括5名公司董事和高级管理人员，128名其它核心技术（业务）人员，将有利于增强公司人才的黏性，充分激发公司员工的积极性。公司股权激励计划的业绩考核目标为，以2021年为基准，未来四年营收和净利润年均复合增速分别不低于50%和60%，高股权激励目标的设定以公司产能的释放和研发实力为基础，彰显公司长期发展信心。

图表 42. 公司股权激励计划各年度业绩考核目标

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以2021年营业收入为基数，2022年的营业收入较2021年的复合增长率不低于50%；同时2022年的净利润复合增长率高于同年营业收入复合增长率10个百分点以上
第二个行权期	以2021年营业收入为基数，2023年的营业收入较2021年的复合增长率不低于50%；同时2023年的净利润复合增长率高于同年营业收入复合增长率10个百分点以上
第三个行权期	以2021年营业收入为基数，2024年的营业收入较2021年的复合增长率不低于50%；同时2024年的净利润复合增长率高于同年营业收入复合增长率10个百分点以上
第四个行权期	以2021年营业收入为基数，2025年的营业收入较2021年的复合增长率不低于50%；同时2025年的净利润复合增长率高于同年营业收入复合增长率10个百分点以上

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.2. 携手中科院，期待后续发力合成生物学领域

携手中科院，期待后续发力合成生物学领域。公司始终重视研发，2022年顺利与中国科学院深圳先进技术研究院签订成立合成生物化学应用联合创新中心，该联合创新中心是深圳先进院对外合作设立的唯一名称为“合成生物化学应用”的联合创新中心，双方将主要围绕生物基高分子材料、动植物应用等方面，对产品、技术、人才培养进行深入广泛合作，该项目是公司的重点定增募投项目之一。在“双碳”政策鼓励下，生物基材料作为新材料行业的重要组成部分，发展迅猛，具有广阔的发展前景。公司拥有生物基相关材料的研发技术和产线能力，本次与深圳先进院的合作有望继续拓宽公司在特种高分子领域的布局。

图表 43. 公司联合创新中心的阶段目标与成果

阶段	目标与成果
第一阶段	协议生效后12个月内，开展生物基聚酰胺的生物法和生物-化学法合成途径构建，小试发酵验证
第二阶段	将在第一阶段结束前一个月内，基于第一阶段实施成果，经过双方讨论共同确定。
第三阶段	将在第二阶段结束前一个月内，基于第二阶段实施成果，经过双方讨论共同确定。

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测

国产替代趋势下，特种高分子材料产业迎来发展良机。公司是国内特种工程塑料头部企业，正在加快特种高分子材料布局，前期因疫情干扰、核心原料供给不足等问题，公司产能投放不及预期，目前公司已具备多渠道 LCP 核心原材料供应保障能力，可全方位满足客户需求，公司即将迎来产能释放，业绩有望持续提升。我们假设：（1）工程塑料及改性塑料业务：公司现有业务稳定发展，随着原材料价格回落，预计未来业绩将稳步提升；（2）特种高分子材料业务：公司正在规划建设 LCP、PPA、PSF、PAEK 和 PPS 改性等多个特种高分子材料产能，该部分业务具有高附加值，伴随原料问题解决和产能投放，公司即将迎来业绩释放。

图表 44. 公司收入分业务预测（百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
工程及改性塑料业务					
收入	1091.77	914.36	1023.54	1074.73	1108.15
YoY		-16.25%	11.94%	5.00%	3.11%
收入占比	94.71%	59.39%	65.05%	54.61%	32.13%
特种高分子材料业务					
收入		492.12	376.92	668.43	2048.43
YoY			-23.41%	77.34%	206.45%
收入占比		31.96%	23.95%	33.96%	59.39%
其他业务					
收入	61.04	133.15	173.10	225.02	292.53
YoY		118.14%	30.00%	30.00%	30.00%
收入占比	5.29%	8.65%	11.00%	11.43%	8.48%
总收入	1152.81	1539.63	1573.56	1968.18	3449.11
YoY		18.64%	17.08%	56.25%	28.33%

资料来源：Wind，公司公告，东亚前海证券研究所预测

国内特种高分子材料迎发展良机，公司原料问题缓解叠加产能投放，业绩有望迎来反转。我们预计 2022/2023/2024 年公司归母净利润分别为 0.21/1.00/3.36 亿元，对应的 EPS 分别为 0.09/0.44/1.48 元/股。以 2023 年 2 月 27 日收盘价 18.94 元为基准，对应 PE 分别为 209.53/43.41/12.86 倍。结合行业景气度，我们看好公司发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5. 风险提示

项目建设及投产不及预期；原材料供应稳定性及价格大幅波动；下游需求不及预期等。

项目建设及投产不及预期：公司现有多个特种高分子材料建设项目，

若项目建设及投产不及预期，将影响公司业绩；

原材料供应稳定性及价格大幅波动：我国特种高分子领域的原材料方面尚未实现完全的国产替代，2022年上半年，由于LCP关键原料供给问题，公司业绩受到影响，若后期原材料供应稳定性无法保证，亦或是原材料价格剧烈波动，均将影响公司业绩；

下游需求不及预期：若下游需求不及预期，公司或将面临产能消纳问题，进而影响公司业绩。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1539.63	1573.56	1968.18	3449.11
%同比增速	33.55%	2.20%	25.08%	75.24%
营业成本	1306.41	1391.05	1659.25	2732.98
毛利	233.23	182.51	308.93	716.13
%营业收入	15.15%	11.60%	15.70%	20.76%
税金及附加	5.66	5.87	7.35	12.81
%营业收入	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%
销售费用	34.36	41.07	46.94	83.09
%营业收入	2.23%	2.61%	2.39%	2.41%
管理费用	56.72	60.21	65.34	123.24
%营业收入	3.68%	3.83%	3.32%	3.57%
研发费用	75.14	65.77	80.50	151.19
%营业收入	4.88%	4.18%	4.09%	4.38%
财务费用	17.38	24.44	29.64	31.13
%营业收入	1.13%	1.55%	1.51%	0.90%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-3.83	0.00	0.00	0.00
其他收益	29.49	36.08	34.17	68.34
投资收益	0.94	1.83	1.30	2.80
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.08	0.22	0.36	0.43
营业利润	70.64	23.26	115.00	386.24
%营业收入	4.59%	1.48%	5.84%	11.20%
营业外收支	0.72	0.74	0.67	0.63
利润总额	71.37	24.00	115.67	386.87
%营业收入	4.64%	1.53%	5.88%	11.22%
所得税费用	-0.93	1.05	3.90	8.33
净利润	72.30	22.95	111.77	378.54
%营业收入	4.70%	1.46%	5.68%	10.98%
归属于母公司的净利润	63.22	20.65	99.69	336.42
%同比增速	-2.36%	-67.33%	382.66%	237.48%
少数股东损益	9.08	2.30	12.08	42.12
EPS (元/股)	0.28	0.09	0.44	1.48

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.28	0.09	0.44	1.48
BVPS	5.14	5.23	5.67	7.15
PE	110.54	209.53	43.41	12.86
PEG	—	—	0.11	0.05
PB	6.00	3.65	3.37	2.67
EV/EBITDA	55.99	71.53	28.39	11.96
ROE	5%	2%	8%	21%
ROIC	5%	0%	5%	13%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	211.07	264.66	172.50	55.51
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款及应收票据	420.60	496.97	495.85	765.19
存货	497.99	527.64	629.38	874.03
预付账款	21.10	41.51	49.50	69.08
其他流动资产	67.24	51.61	61.89	94.13
流动资产合计	1218.00	1382.38	1409.11	1857.94
长期股权投资	4.97	6.62	8.83	11.77
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	277.76	408.68	530.57	641.81
无形资产	146.68	181.89	216.73	238.36
商誉	22.80	30.40	32.94	36.31
递延所得税资产	16.41	16.41	16.41	16.41
其他非流动资产	454.90	378.37	376.35	387.98
资产总计	2141.54	2404.76	2590.95	3190.59
短期借款	513.83	513.83	513.83	513.83
应付票据及应付账款	201.14	209.67	246.57	412.95
预收账款	0.00	1.12	0.47	1.09
应付职工薪酬	13.79	20.08	23.19	35.50
应交税费	6.06	8.61	11.66	17.63
其他流动负债	98.79	120.58	122.60	158.42
流动负债合计	833.61	873.88	918.31	1139.41
长期借款	48.00	248.00	278.00	278.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	1.63	1.63	1.63	1.63
其他非流动负债	40.05	40.05	40.05	40.05
负债合计	923.29	1163.57	1237.99	1459.09
归属于母公司的所有者权益	1163.74	1184.40	1284.08	1620.51
少数股东权益	54.50	56.79	68.87	110.99
股东权益	1218.24	1241.19	1352.96	1731.50
负债及股东权益	2141.54	2404.76	2590.95	3190.59

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	-23.50	34.05	133.14	142.37
投资	94.00	-1.66	-2.21	-2.94
资本性支出	-404.28	-154.45	-222.58	-226.65
其他	1.97	1.83	1.30	2.80
投资活动现金流净额	-308.30	-154.28	-223.48	-226.80
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	587.21	200.00	30.00	0.00
筹资成本	-27.92	-26.18	-31.82	-32.55
其他	-236.30	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	323.00	173.82	-1.82	-32.55
现金净流量	-9.45	53.59	-92.16	-116.98

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑倩怡，东亚前海证券研究所轻工组组长。华威大学金融数学硕士。2019年加入东亚前海证券。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>