

圣泉集团（605589.SH）

合成树脂龙头企业，电子特种树脂快速成长

优于大市

核心观点

圣泉集团是国内合成树脂龙头企业。公司酚醛树脂、呋喃树脂产销量规模位居国内第一、世界前列。当前公司酚醛树脂产能达到 65 万吨左右，产能规模和技术水平位居世界前列。铸造造型材料产业同样是公司传统支柱产业，铸造用呋喃树脂产能 12 万吨，规模位居世界第一，冷芯盒树脂产能 2 万吨/年，公司以呋喃树脂、冷芯盒树脂、热芯盒树脂、涂料、固化剂、陶瓷过滤器、发热保温冒口、熔炼材料等为代表的铸造辅助材料产品达一百多种，广泛应用于高档精密铸件生产。在制造业高端化进程中，合成树脂需求持续高增。树脂合成过程中会产生较多废水，在环保要求持续升级背景下，合成树脂产能有望持续向头部企业聚拢。

公司高端电子用树脂产能规模快速扩张，成为公司第二成长曲线。电子树脂研发难度大，下游认证困难，认证后客户粘性大。聚苯醚树脂超低介电常数和介电损耗的特性使其成为制造高频高速 PCB 基板理想材料。公司自主研发的聚苯醚（PPO/PPE）树脂通过国内重点头部企业认证，建成 1300 吨/年全自动化产线并实现稳定供货。随着下游需求的快速提升及自身产能的快速建成，我们预计 2025 年聚苯醚树脂产销量较 2024 年快速提升。高端电子树脂技术难度大，毛利高，有望成为公司第二成长曲线。

生物质业务技术先进，大庆项目开工率逐步提高。公司自成立起就专注于生物质的高效利用。公司将农作物废弃物中的半纤维素、木质素、纤维素三大成分提纯并高效利用，形成了拥有自主知识产权的生物质精炼技术。公司“圣泉法”植物秸秆精炼一体化项目（一期），于 2024 年在黑龙江大庆市全面投产，每年可加工秸秆 50 万吨，生产生物质树脂炭、硬碳负极材料、高活性木质素、糠醛、纸浆、生物甲醇、可降解材料等系列绿色生物基产品。随着开工率的不断提高，有望为公司贡献利润。

盈利预测与估值：我们预测公司 2025-2027 年营业收入为 121.43/136.98/155.35 亿元，归母净利润为 11.29/13.87/16.34 亿元，EPS 为 1.44/1.77/2.09 元/股，当前股价对应 PE 为 18.75/15.25/12.92x。股票合理估值区间为 28.80-29.74 元，较目前有 6.67%-10.15%的溢价空间，首次评级，给与“优于大市”评级。

风险提示：激烈竞争导致产品价格下降、毛利下滑的风险；海外订单拓展的风险；庞大扩产计划资金需求大、不断融资导致 EPS 摊薄风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,120	10,020	12,143	13,698	15,535
(+/-%)	-5.0%	9.9%	21.2%	12.8%	13.4%
净利润(百万元)	789	868	1129	1387	1634
(+/-%)	12.2%	9.9%	30.1%	22.8%	17.8%
每股收益(元)	1.01	1.03	1.44	1.77	2.09
EBIT Margin	10.2%	9.9%	11.0%	11.7%	12.0%
净资产收益率(ROE)	8.6%	8.6%	10.4%	11.7%	12.6%
市盈率(PE)	26.7	26.3	18.7	15.2	12.9
EV/EBITDA	16.9	17.6	13.2	11.4	10.2
市净率(PB)	2.31	2.26	1.94	1.78	1.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

基础化工·塑料

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：董丙旭

0755-81982570

dongbingxu@guosen.com.cn

S0980524090002

基础数据

投资评级	优于大市（首次评级）
合理估值	28.80 - 29.74 元
收盘价	27.30 元
总市值/流通市值	23107/21318 百万元
52 周最高价/最低价	32.01/17.14 元
近 3 个月日均成交额	296.04 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	5
公司为国内酚醛树脂和呋喃树脂龙头，电子树脂实现快速突破	5
公司股权结构稳定清晰，高管认购增发彰显信心	6
公司经营稳中向好，持续高强度投入研发	7
公司业务分析	9
合成树脂为公司核心业务，竞争力不断提升	9
AI 变革拉动高频高速电子树脂需求高速增长	13
大庆生物质利用项目开工率不断提升，打开公司成长空间	17
盈利预测	22
估值与投资建议	23
投资建议	25
风险提示	26
附表：财务预测与估值	28

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构	6
图 3: 圣泉集团营业收入及增速（亿元，%）	7
图 4: 圣泉集团归母净利润及增速（亿元，%）	7
图 5: 圣泉集团毛利率及净利率变化	7
图 6: 圣泉集团期间费用率变化	7
图 7: 圣泉集团资产负债率变化	8
图 8: 圣泉集团现金流量情况	8
图 9: 酚醛树脂表观消费量	9
图 10: 酚醛树脂下游消费占比	9
图 11: 我国酚醛树脂产能及产量情况	10
图 12: 我国酚醛树脂产能集中度	10
图 13: 酚醛树脂价格价差变化	10
图 14: 铸造行业流程图	11
图 15: 中国汽车产量变化	12
图 16: 中国风电装机量变化	12
图 17: 2023 年铸件下游需求占比	12
图 18: 呋喃树脂消费量及预测	12
图 19: 某酚醛树脂生产废水工业处理方法	13
图 20: 电子树脂-覆铜板-PCB 产业链结构示意	14
图 21: 全球服务器出货情况	14
图 22: 全球服务器出货金额	14
图 23: 电子树脂在覆铜板中的应用	15
图 24: 覆铜板等级性能及对应使用场景	15
图 25: PP0 的合成方式	15
图 26: PP0 的化学改性方向	16
图 27: 公司对生物质的分类利用	17
图 28: 生物质组分示意图	18
图 29: 木糖、糠醛及木糖醇的分子结构及转化	19
图 30: 我国木糖消费量	19
图 31: 我国木糖下游需求结构	19
图 32: 糠醛及其衍生物	20
图 33: 现代生物质精炼造纸工艺流程	20

表1：股票激励计划细则	6
表2：覆铜板分类及对应需求树脂种类	17
表3：公司生物质板块产能情况	21
表4：圣泉集团业务拆分	22
表5：公司盈利预测假设条件（%）	23
表6：资本成本假设	23
表7：公司 FCFF 估值表	23
表8：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	24
表9：同类公司估值比较	24

公司概况

公司为国内酚醛树脂和呋喃树脂龙头，电子树脂实现快速突破

圣泉集团是以合成树脂及复合材料、生物质化工材料及相关产品的研发、生产、销售为主营业务的高新技术企业，其中酚醛树脂、呋喃树脂产销量规模位居国内第一、世界前列，并且在电子树脂等先进电子材料领域取得显著突破。1979 年公司前身刁镇糠醛厂成立，主要用玉米芯生产糠醛；1988 年公司建设糠醇项目，打通“玉米芯-糠醛-糠醇-呋喃树脂”产业链；2010 年酚醛树脂产能突破 10 万吨/年；2010 年第一代生物质精炼技术研发成功，2012 年生物质加工工业化装置建成投产；2020 年公司布局卫生防护领域；2021 年公司登录上交所，酚醛树脂总产能达 60 万吨/年，居世界首位；2023 年全球首个百万吨级“圣泉法”植物秸秆精炼项目全面投产。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

自成立以来，公司陆续推出铸造用环保型呋喃树脂、涂料、保温冒口等铸造辅助材料，各类环保型、耐热及增韧改性高性能酚醛树脂、印制电路板及光刻胶用电子级酚醛树脂、电子级环氧树脂以及航空航天用高强度酚醛预浸料、高强低密度酚醛 SMC、阻燃增强轻质酚醛轻芯钢、改性阻燃酚醛泡沫等产品，下游应用领域逐步拓展到汽车、风电、核电等机械制造领域，以及集成电路、液晶显示器、轨道交通、航天航空、船舶运输、建筑节能、高端刹车片、高端磨具磨料、冶金耐火、海洋防腐、3D 打印等国民经济各个领域。公司长期开展生物质化工材料的研发，形成了具有自主知识产权的“圣泉法”，实现了对农作物废弃物中的半纤维素、木质素、纤维素三大成分提纯并高效利用。

酚醛树脂方面，开发了摩擦材料、页岩气覆膜支撑剂、磨料磨具、耐火材料、新型节能阻燃建材、表层涂料、模塑料、轮胎橡胶等多用途酚醛树脂产品，拥 10 大系列 800 多个品种，目前公司产能达到 64.86 万吨/年，产能规模和技术水平位居世界前列。

铸造辅助材料方面，公司铸造用呋喃树脂产能达 12 万吨/年，产销规模位居世界第一，以呋喃树脂、冷芯盒树脂、热芯盒树脂、涂料、固化剂、陶瓷过滤器、发热保温冒口、熔炼材料等为代表的铸造辅助材料产品达一百多种，广泛应用于汽车、轮船、飞机、风电、通用机械、精密仪器等产品铸件和高档精密出口铸件生产。

电子树脂方面，公司通过多年研发实现了电子级酚醛树脂和特种环氧树脂的开发，形成了 6 万吨/年电子酚醛树脂、2.72 万吨/年特种环氧树脂产能建设。自主研发

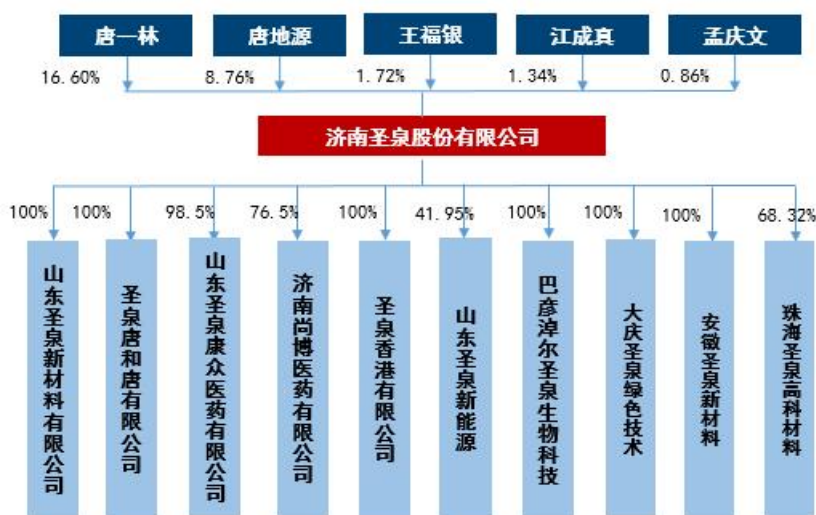
的聚苯醚（PPO/PPE）树脂通过国内重点头部企业认证，建成 1300 吨/年全自动化产线并实现稳定供货。

生物质材料方面，全球首个百万吨级“圣泉法”植物秸秆精炼一体化项目（一期，在黑龙江大庆市全面投产每年可加工秸秆 50 万吨，生产生物质树脂炭、硬碳负极材料、高活性木质素、糠醛、纸浆、生物甲醇、可降解材料等系列绿色生物基产品。济南圣泉唐和唐生物有限公司利用玉米芯生产木糖和木糖醇等产品，产能分别达到 2.0 万吨/年。

公司股权结构稳定清晰，高管认购增发彰显信心

公司实控人为唐一林、唐地源父子，高管持有部分公司股份。公司由乡镇企业发展而来，唐一林一直为公司骨干，截至目前持有公司 16.6% 股权，唐地源为唐一林之子，持有公司 8.76% 股权。公司董事副总裁汪成真持有公司 1.34% 股权。

图2：公司股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2024 年 4 月公司定向增发 6225 万股，发行价格为 14.06 元/股，完全由实控人唐地源认购，表现了公司高管对公司发展的信心，该次增发股份限售期为 18 个月。2022 年公司向公司董事、高管、中层管理人员及核心技术人员开展限制性股票激励计划，有力提升员工积极性和创造性。

表1：股票激励计划细则

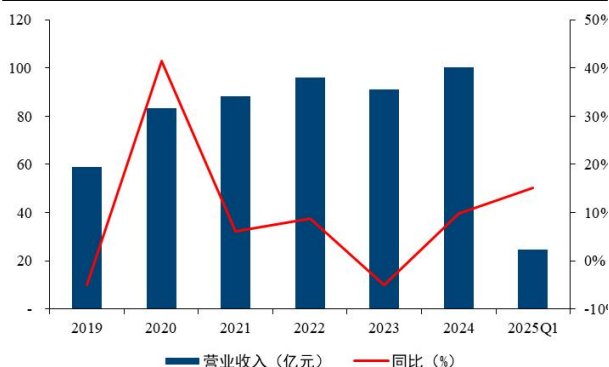
解除限售比例	考核期	业绩考核目标
40%	2023 年	以 2022 年业入为基数，2023 年营业收入增长不低于 15%；或以 2022 年业入为基数，2023 年净利润增长不低于 15%
30%	2024 年	以 2022 年业入为基数，2024 年营业收入增长不低于 30%；或以 2022 年业入为基数，2024 年净利润增长不低于 30%
30%	2025 年	以 2022 年业入为基数，2025 年营业收入增长不低于 45%；或以 2022 年业入为基数，2025 年净利润增长不低于 45%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司经营稳中向好，持续高强度投入研发

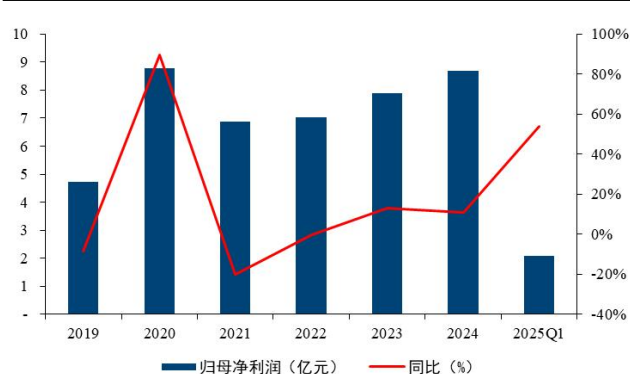
公司营业收入及归母净利润稳定增长。公司 2019 年之前公司产品的产销、价格情况相对比较稳定，因此收入利润波动不大，2020 年在疫情影响下公司口罩业务增长明显，因此业绩快速增长，而 2021 年随着公司树脂业务产能得到快速释放，公司业绩迈入新的阶段。2023 年由于铸造树脂原材料价格下降，产品价格收到冲击，当年营业收入为 91.2 亿元，同比下降 4.98%。由于产品销量保持增长，2023 年归母净利润同比增长 12.23%，达到 12.23%。2024 年全年，公司合成树脂类产品销量 69.56 万吨，较去年同期增长 8.85%，2024 年公司 1000 吨/年 PP0 树脂产线、100 吨/年碳氢树脂产线于年内建成投产，并进入头部企业供应链体系。300 吨/年多孔碳生产线年内建成投产并实现满产满销。2024 年公司实现营收 100.2 亿元，同比增加 9.87%；实现归母净利润 8.68 亿元，同比增加 9.94%。2025 年一季度公司实现营业收入 24.59 亿元，同比增长 15.14%；归母净利润为 2.07 亿元，同比增长 50.46%。

图3: 圣泉集团营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

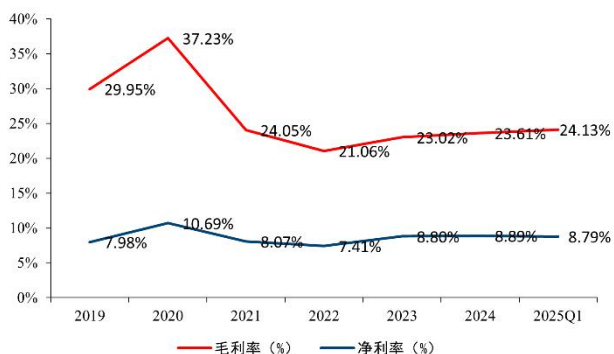
图4: 圣泉集团归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

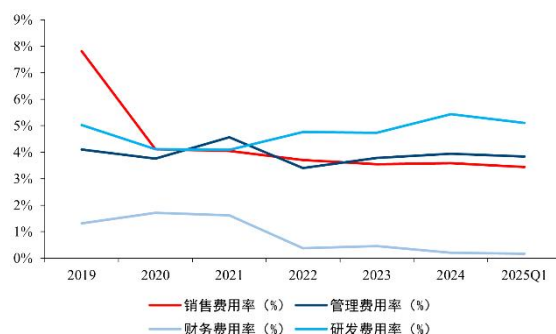
公司毛利率、净利率持续向好，持续高强度投入研发。2022 年以来，公司毛利率及净利率维持稳定上升态势，2025 年一季度公司毛利率达到 24.13%，净利率达到 8.79%，为 2021 年以来新高。费用方面，公司销售费用及管理费用维持稳定，财务费用率在 2022 年归还银行借款大幅下降后保持下降趋势。公司不断研发推广新型产品，研发费用率保持了较高水平。

图5: 圣泉集团毛利率及净利率变化



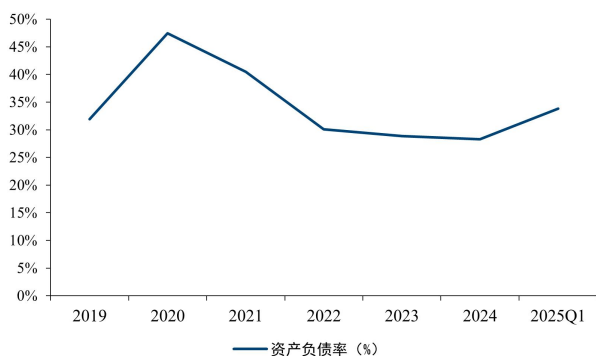
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6: 圣泉集团期间费用率变化

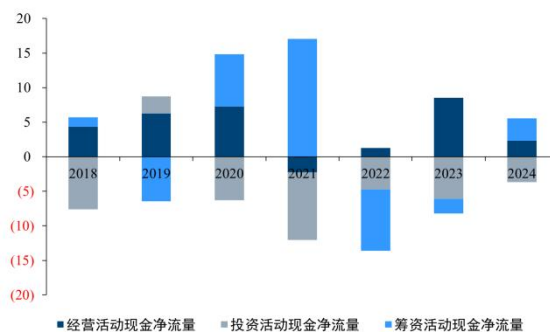


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司资产负债率处于低位，现金流量情况较为健康。2019 年以来，公司资产负债率处于较低水平，并呈现下降趋势，2024 年年报显示公司资产负债率为 28.29%，2025 年一季度，公司资产负债率小幅上涨至 33.84%。现金流量层面，公司经营较为稳健，除 2021 年外，经营活动净现金流持续为正。公司近几年维持了较高强度的投资活动，有效扩大了公司经营范围与规模。公司在 2021 年首次公开发行股票，募集了 19.46 亿元，在 2022 年还通过向特定对象发行股票募集了 8.75 亿元，有效保证了公司的业务拓展与经营。

图7：圣泉集团资产负债率变化


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：圣泉集团现金流量情况


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司业务分析

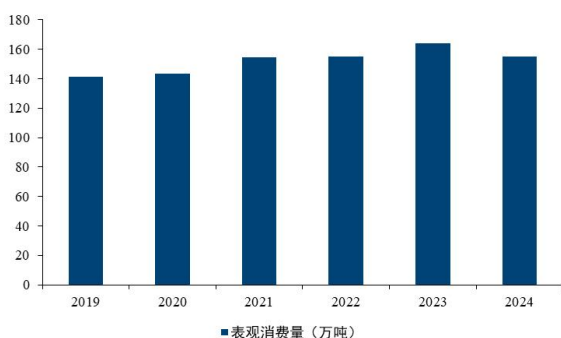
合成树脂为公司核心业务，竞争力不断提升

高性能树脂及复合材料产业是圣泉的主导产业。目前公司酚醛树脂产能达65万吨/年，位居全球前列，产品广泛应用于航空航天、电子材料、耐火材料、摩擦材料、保温材料、浸渍材料、涂覆磨具、轮胎橡胶、电工材料、碳材料、新能源等领域。

酚醛树脂是由酚类化合物与醛类化合物经缩聚反应而制得的一大类合成树脂，所用酚类化合物主要包括苯酚、甲酚、二甲酚、混甲酚、双酚 A 等一种或几种酚的混合物；所用醛类化合物主要包括甲醛、糠醛、乙醛、多聚甲醛或几种醛的混合物。酚醛树脂特有的化学结构赋予了它许多优良的物理化学性能，比如粘附性、耐热性、抗烧蚀性、阻燃性、耐酸性和电绝缘性。

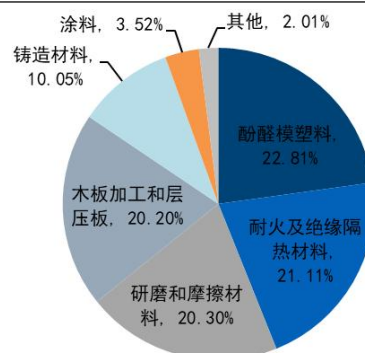
酚醛树脂原料易得、价格低廉、合成方便、具有优异的物理化学性能，在工业上得到广泛应用。早期酚醛树脂主要用于大批量生产价格低廉的模塑料、木材加工、涂料、粘结剂。随着技术发展，酚醛树脂不断被改良，机械强度和耐热阻燃性能不断提升，目前也被广泛应于制造玻璃纤维增强塑料、摩擦材料、保温材料、耐火材料等行业中。最近几年我国酚醛树脂表观消费量呈现高位震荡的情况，2023 年达到历史峰值 164 万吨，2024 年酚醛表观消费量下降至 155 万吨。2024 年，酚醛模塑料、耐火及绝缘隔热材料、研磨和摩擦材料、木材加工和层压板四大应用领域占酚醛树脂消费总量的比例分别为 22.81%、21.11%、20.30%和 20.20%。

图9：酚醛树脂表观消费量



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图10：酚醛树脂下游消费占比



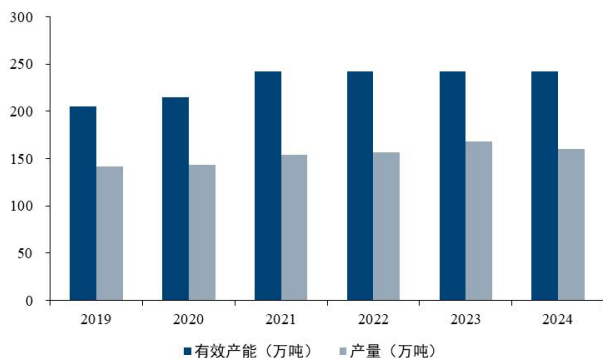
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

公司利用酚醛树脂制备的多孔碳可用于新一代锂电池硅碳负极，打开酚醛树脂新的需求空间。硅（理论容量约 4200 mAh g^{-1} ）因为具有约 11 倍于石墨负极的理论容量，被认为是锂电池有研究前景的新型负极材料，但其在实际应用中受到了诸多限制。硅碳负极因比容量高、安全性好、原料来源广泛以及制备工艺简单等特点，已成为最有希望取代石墨负极的下一代负极材料。硅碳负极制备工艺近年多采用 CVD 法，采用多孔碳骨架储硅，通过高温热解让硅烷气沉淀成硅纳米颗粒，并均匀分散在多孔碳的孔隙里。公司在硅碳用多孔碳领域，凭借酚醛树脂基与生物基双技术路线优势，成功开发出孔结构均一、抗膨胀性能优异的材料。300 吨/年多孔碳生产线年内建成投产并实现满产满销，1000 吨/年多孔碳生产线于 2025 年 2 月建成并陆续投产，有效满足消费电子与动力电池领域对高能量密度电池的需求。

从供给上看，我国酚醛树脂产能较为充足。2024 年底有效产能达 242 万吨，酚醛树脂产量基本与消费量匹配，2024 年产量达 160 万吨。整体来看，国内酚醛树脂行业集中

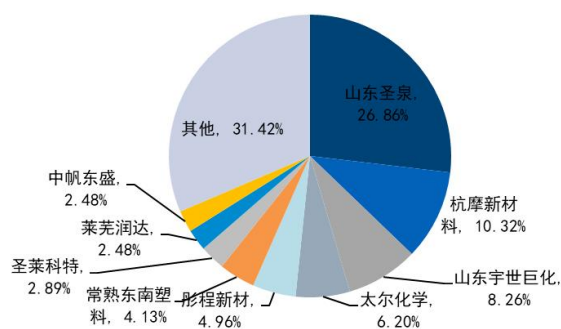
度较低，大多数企业产能较低。行业发展也呈现两极分化的局面，由于中低端市场进入门槛较低，小企业也较多，所以国内竞争十分激烈；在中高端市场，由于技术门槛较高，行业处于供不应求局面，许多外资企业主要集中在高端应用领域。公司是国内酚醛树脂行业的龙头企业，国内市场份额超 26%。我们认为，在竞争剧烈的中低端领域，由于国家对于安全、环保的要求越来越严，产能落后的小企业将面临淘汰风险，而头部企业具备资金技术实力，具备更强的抗风险能力，未来在产品迭代、高端领域拓展的速度也将加快，头部企业竞争力进一步提升。

图11：我国酚醛树脂产能及产量情况



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

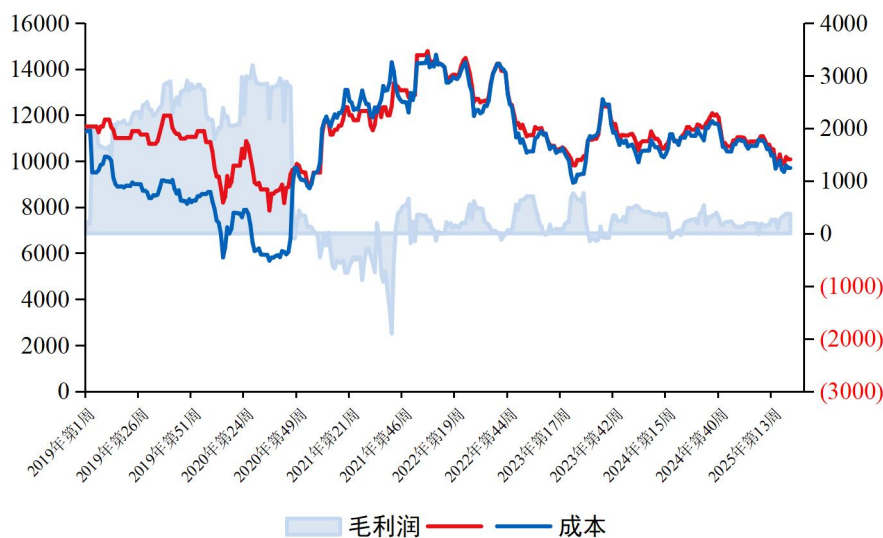
图12：我国酚醛树脂产能集中度



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

酚醛树脂价格受成本驱动，需求影响毛利。2019 年全球经济疲软及 2020 年受疫情影响，酚醛树脂原料价格下行导致酚醛树脂价格下降。2021-2022 年，供应链重构且经济明显复苏导致原油价格上行推升酚醛树脂价格。2024 年下半年来，原料价格回落又带动酚醛树脂价格下降。近期由于房地产等传统行业增速放缓，酚醛树脂需求面临一定压力。随着新增产能的投放，酚醛树脂价差快速下行。随着 AI 等新兴行业的快速发展，有望带动中高端酚醛需求的提升，酚醛树脂行业有望迎来景气上行周期。

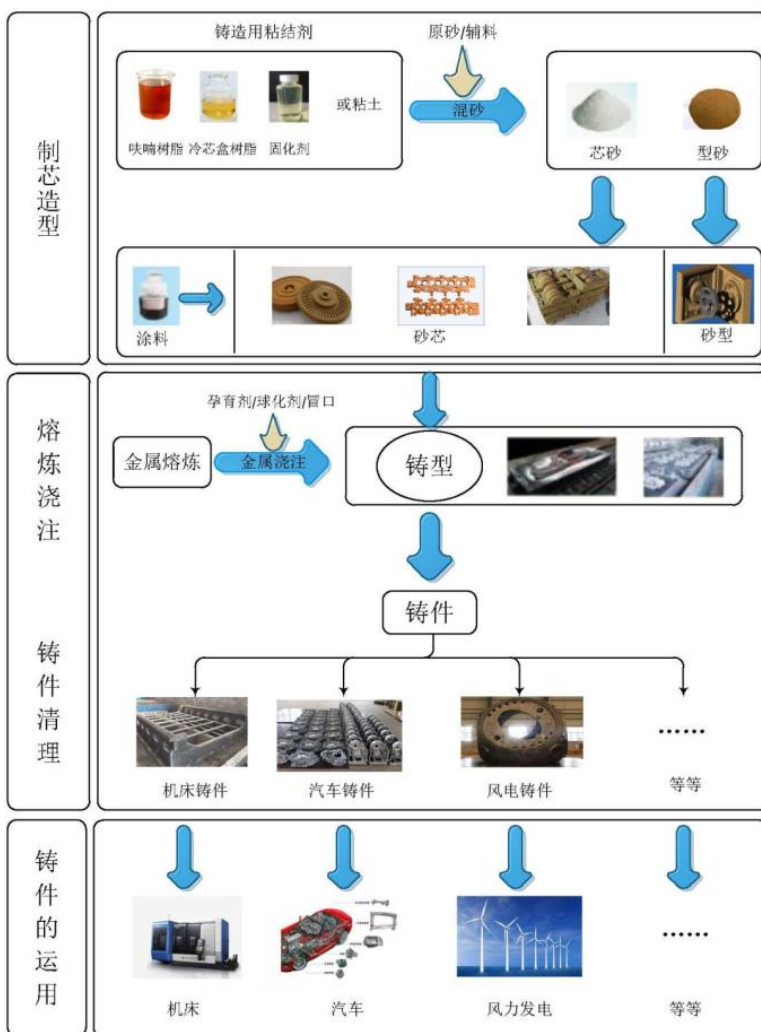
图13：酚醛树脂价格价差变化



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

公司主要产品中，呋喃树脂、冷芯盒树脂、陶瓷过滤器、涂料及固化剂主要作为铸造造型材料用于铸造。铸造用树脂广泛应用于汽车、轨道交通、船舶、电力、机械制造等装备制造业的铸件生产，是下游装备制造业中铸件生产必须的重要基础材料。随着制造业转型升级，我国汽车、电子电气、机械制造、航空航天、船舶运输等国民经济支柱性行业都向着精细化、高端化、绿色化发展，铸造用树脂需求量不断上升。

图14: 铸造行业流程图



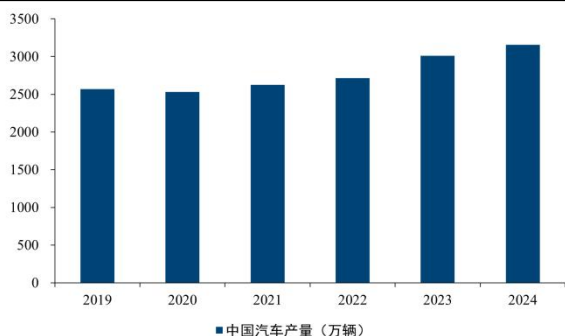
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

我国铸造行业集中度不断提高，高新行业发展对铸件以及铸造用树脂提出了新要求。铸造行业下游应用广泛，不同行业，不同应用场景对铸件要求存在差异，铸造行业存在一定的定制化特征，这造成了铸造行业数量众多，行业集中度较低的局面。随着近年铸造市场趋于稳定，并且国家对环保、安全等方面的要求不断提高，小散铸造企业逐渐上市优势，逐渐被市场淘汰。据中国铸造协会发布的《铸造业“十四五”发展规划》，年铸件产量万吨以上的企业超过1000家，五万吨以上的近200家，产业集中度明显提高。铸件是装备制造业的基础，铸件的性能和质量直接影响装备的运行水平和可靠性，是发展先进装备工业的先决条件。铸造用树脂是铸造生产中造型和制芯工

艺中的重要材料，其综合质量的高低直接影响铸件表面质量及内在质量。随着制造业转型升级，我国汽车、电子电气、机械制造、航空航天、船舶运输等国民经济支柱性行业都向着精细化、高端化、绿色化发展。高质量的改性树脂粘结剂将成为铸造用树脂的重点发展方向，如无氮类树脂，消除由于氮的存在使铸件形成的氮针孔。

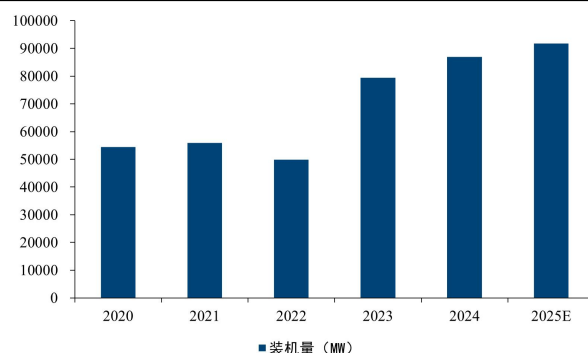
我国汽车及风电产业快速发展，拉动高质量铸件需求。汽车一直是铸件下游需求占比最高的行业，传统燃油车中发动机缸体、缸盖、变速箱壳、曲轴等都需通过铸造加工制得。新能源车中电机壳体、电池包的支架、一体压铸底盘等需要通过铸造制备。风电用铸件主要包括，齿轮箱壳体，扭力臂、轮毂、底座、行星架、定动轴、主轴套等，每兆瓦风电整机大约需要 20-25 吨铸件，约占风机总成本的 10% 左右。汽车、风电等产业对铸件质量要求较高，这有望拉动对高端铸造用树脂的需求。

图15: 中国汽车产量变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

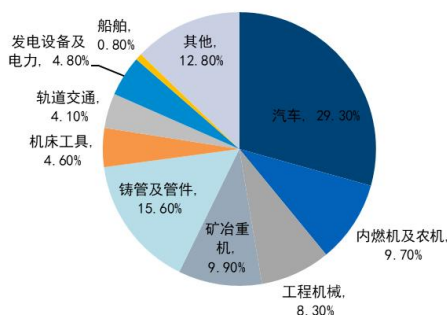
图16: 中国风电装机量变化



资料来源: CWEA, 国信证券经济研究所整理

呋喃树脂是最常用的铸造用树脂。铸造用树脂种类繁多，目前应用最为广泛的铸造用树脂可分为三大类：呋喃树脂、冷芯盒树脂和碱性酚醛树脂。呋喃树脂为最常应用的铸造用树脂之一，其在强酸作用下固化为不溶和不熔的固形物。冷芯盒树脂为欧美发展推出的新型制芯工艺，主要用于高端复杂铸件铸型/型芯的大批大量生产。碱性酚醛树脂是苯酚和甲醛在强碱催化下缩聚而成的酚醛树脂。呋喃树脂占铸造用树脂需求比例的八成以上，是其中最重要品类，其消费量也呈逐年上升的态势。

图17: 2023 年铸件下游需求占比



资料来源: 中国铸造协会, 国信证券经济研究所整理

图18: 呋喃树脂消费量及预测

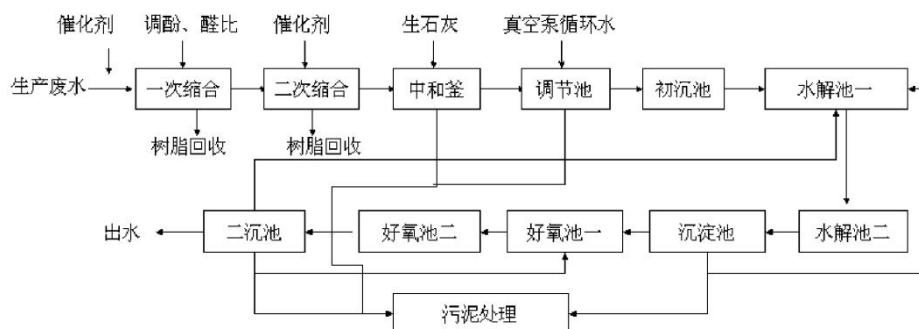


资料来源: 中国铸造协会, 国信证券经济研究所整理

酚醛树脂及呋喃树脂的生产会产生大量高污染废水，行业产能向头部集中是大势所趋。酚醛树脂生产过程中产生的工业废水中含有大量游离苯酚、游离甲醛等。在呋喃树脂的生产过程中会用到多聚甲醛、糠醇、糠醛等单体，产生的废水中同样会含有较

高浓度的甲醛、苯酚等难降解有机物。含酚废水的处理已引起世界各国的普遍重视，包括中国在内的许多国家已将酚类物质列入需要重点控制的污染物名单。处理酚醛树脂工业废水常用的方法有化学氧化法、生物法、吸附法、萃取法、焚烧法等，企业需结合自身生产情况结合多种方法对废水进行处理。在环保标准不断提高的政策引导下，小型企业环保成本快速提升，而龙头企业由于具有规模优势、资金优势、研发优势可以极大摊薄环保成本，有利于其在同类企业中脱颖而出。

图19: 某酚醛树脂生产废水工业处理方法



资料来源：俞立琼、张亚芬、陈建国，酚醛树脂废水的工业化处理，广州化工，国信证券经济研究所整理

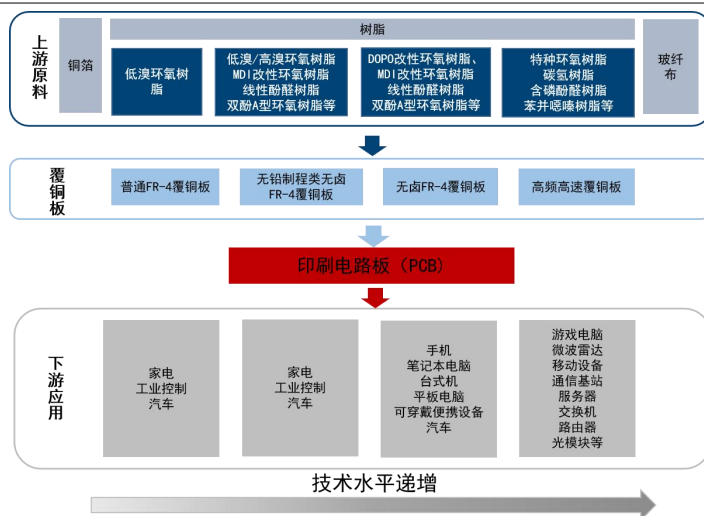
合成树脂不断向高性能、高附加值方向发展，公司具备研发能力与优势。酚醛树脂凭借其自身的优良特性和可改性空间，促使国内外企业研发高性能、高附加值的改性酚醛树脂，酚醛树脂产业总体上向着精细化、功能化方向发展，逐渐形成多类型、小批量的生产格局。随着国家对化工行业环保要求的提高，行业领头企业开始着力研发环保型无尘树脂、低醛树脂、苯酚替换型树脂、水溶性酚醛树脂等绿色酚醛树脂。酚醛绿色化是未来酚醛树脂重要的发展趋势之一。铸造用呋喃树脂在海洋工程铸件、超大型设备铸件、大型工程配套铸件等领域的应用不断拓展，但也对其固化速度、尺寸精度、防腐性能等提出更高的要求。同时在环保要求不断趋严的情况下，降低呋喃树脂中游离甲醛也是重要研发方向。产品性能的提升及应用领域的扩展有赖于持续不断地研发，目前公司具备较强研发能力，部分产品性能已经超越国际产品技术指标。

AI 变革拉动高频高速电子树脂需求高速增长

印制电路板（PCB）是电子元器件的支撑体也是电气链接的载体，被广泛应用于智能家电、工业控制、计算机、消费电子、汽车电子、通讯等各个行业。覆铜板（Copper Clad Laminate, CCL）则是将增强材料浸以树脂，一面或两面覆以铜箔，经过热压而成的一种板状材料，是加工印制电路板（PCB）的基础材料。覆铜板生产三大主要原料为铜箔、电子树脂和玻璃纤维布（增强材料），分别构成成本的42.1%、26.1%和19.1%。

电子级树脂主要用于制作覆铜板、半导体封装材料、印制电路板油墨、电子胶等，主要担负绝缘与粘接的功能，制作覆铜板是电子树脂的最主要应用领域之一。电子树脂性能对覆铜板性能存在至关重要的影响，树脂基体的选择在CCL的配方设计中尤为重要。电子级树脂材料具有高玻璃化转变温度、低介电常数、低介质损耗、低膨胀系数等特性，能够满足信号传输高频化、信息处理高速化的性能需求，是制作高性能覆铜板的三大主材之一，可广泛应用于5G通讯、汽车电子、消费电子、工业电子等领域。

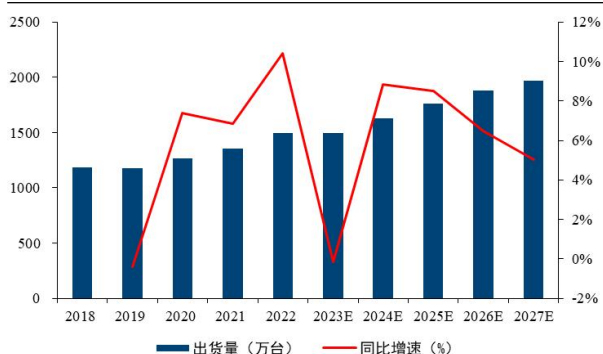
图20: 电子树脂-覆铜板-PCB 产业链结构示意图



资料来源：同宇新材公司公告，国信证券经济研究所整理

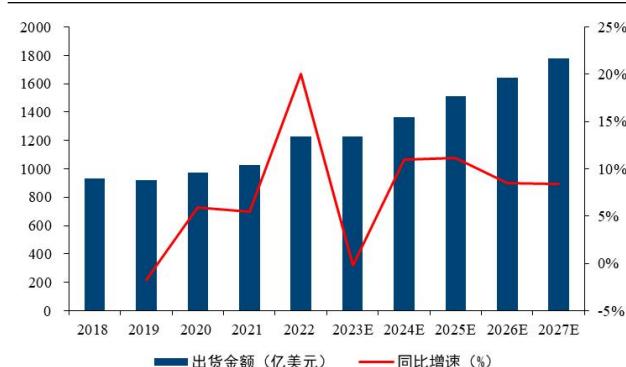
当前人工智能技术快速发展，AI 服务器、数据存储和其他网络设施建设需求带动 PCB 市场空间快速增加。由于互联网巨头 AI 相关资本支出快速增加，AI 基础设施建设市场也迎来快速发展的上升周期。根据 IDC 数据，2022 年全球服务器出货量 1495 万台，同比增长 10.4%。2022 年全球服务器市场规模 1230 亿美元，同比增长 20.0%，其中戴尔、惠普、浪潮、联想、超微分别以 16.3%、10.6%、7.7%、6.5%、5.1% 的市场份额位居全球服务器供应商前五位，预计 2027 年全球服务器市场规模将达到 1780 亿美元，对应 22-27 年 CAGR 为 7.7%。PCB 产品主要用于服务器中主板、电源背板、硬盘背板、网卡、Riser 卡等部分，其特点主要体现在高层数、高纵横比、高密度及高传输速率。服务器中 PCB 高端化直接导致 PCB 价值的升高，叠加服务器需求高增，服务器相关 PCB 市场空间也进入了上升周期。

图21: 全球服务器出货情况



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图22: 全球服务器出货金额

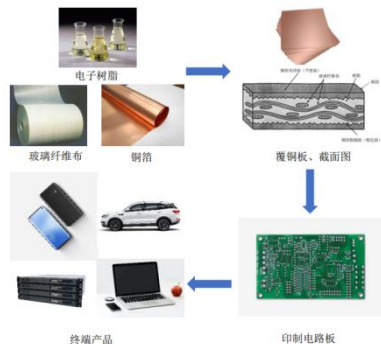


资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

随着 PCB 板应用领域的扩展，电子树脂配方体系不断发展进化。电子树脂中溴类、磷类阻燃元素的含量越高，覆铜板的阻燃等级便越高；电子树脂的分子结构高度规整对称以及较低的极性基团含量，能有效降低覆铜板的电信号损耗，以适配高速高频通讯领域的应用场景；而高纯度、低杂质的电子树脂能提升覆铜板的绝缘性能以及长期耐环境可靠性（如高温高湿）。近年来，随着智能手机、可穿戴设备等电子产品日趋体

积小、质量轻、功能复杂和智能化，以导通孔微小化、导线精细化和介质层薄型化为技术特征的高密度互连印刷线路板（HDI）产品等迅速兴起。在 HDI 技术升级过程中，阶数与层数增加使得压合次数增加，也促进了电子树脂的技术升级。

图23：电子树脂在覆铜板中的应用



资料来源：同宇新材公告，国信证券经济研究所整理

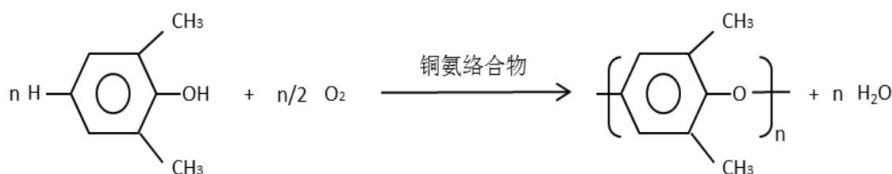
图24：覆铜板等级性能及对应使用场景

主要应用	损耗分类	信号速率	覆铜板电性能等级
核心路由器/交换机	超低损耗	28/56Gbps	Df=0.002-0.006
服务器、交换机/路由器	低损耗	10Gbps	Df=0.006-0.009
工作站计算机、服务器	中等损耗	2.5Gbps	Df=0.009-0.012
智能手机、平板电脑、计算机	标准损耗	1Gbps	Df>0.012

资料来源：同宇新材公告，国信证券经济研究所整理

聚苯醚树脂（PPO）是世界五大通用工程塑料之一，应用广泛。聚苯醚工程塑料是以 2,6-二甲基苯酚为单体，在催化剂作用下氧化偶联聚合反应制得。该材料具有拉伸强度高、高模量、高抗冲击性能、硬度和刚性高、材料硬而韧、耐蠕变性好、耐磨性能好、摩擦系数低、耐热性好、热变形温度高等优点。一方面是一种非常重要的耐高温树脂，另一方面也是制备高性能覆铜板的理想基体，被广泛应用于汽车、电子、电器等行业和领域。

图25：PPO 的合成方式



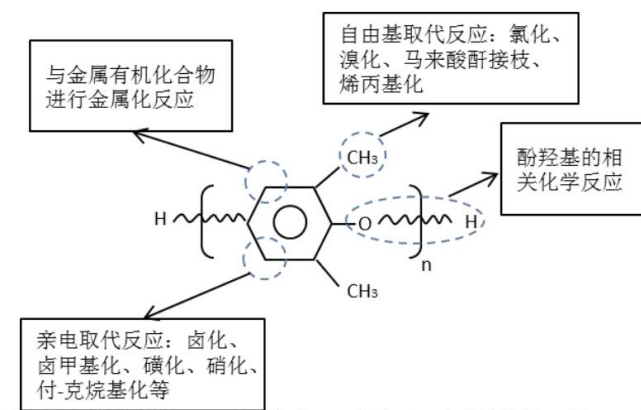
资料来源：师剑英，浅析覆铜板用聚苯醚树脂的改性技术，中国电子材料行业协会覆铜板材料分会，国信证券经济研究所整理

聚苯醚改性是其应用重要前提。由于 PPO 分子量大、混溶性差，导致其熔化温度高、粘度高，大大限制了 PPO 的使用。为此人们采用各种方法对其进行了改性，主要包括共混法（物理法）和结构官能化法（化学法）。其中共混法常采用合金化或加入活性稀释剂等方法，与高抗冲聚苯乙烯（HIPS）、尼龙、聚酯树脂和其他热塑性树脂制成合金，不但可进一步改善性能，而且可用一般热塑性模塑设备进行加工。故 PPE 合金用途极为广泛，可用作汽车仪表板、电器零件、内装饰和外装饰零件及机械器具、办公设备和电子电器设备等。PPE 合金目前消费量占据 PPE 类塑料的绝大部分。

电子级聚苯醚主要通过结构官能化进行改性，工艺难度明显更高。超低介电常数和介

电损耗特性的 PPO 是制造高频 PCB 基板的理想材料。然而 PPO 存在熔融黏度大且因缺乏活性基团而无法交联的缺陷限制其在 PCB 领域的工业应用。化学改性方法分为端基改性和主链改性两种方法，对 PPO 的主链或端基进行化学改性如羟基化、烯丙基化、环氧化，或与功能分子嵌段或接枝共聚等改性而形成具有活性端基的 PPO 低聚物，使用相应固化剂交联可形成耐热冲击的交联 PPO，从而在 5G 通信、AI 服务器、数据存储等领域得到工业应用。

图26: PPO 的化学改性方向



资料来源：师剑英，浅析覆铜板用聚苯醚树脂的改性技术，中国电子材料行业协会覆铜板材料分会，国信证券经济研究所整理

电子级树脂需下游多级认证，壁垒高企。作为覆铜板行业的重要基材，电子级树脂的配方微调都可能会对覆铜板性能产生重大影响，因此下游客户对电子级树脂供应商的认证非常严格，覆铜板客户的认证周期通常需要 3-6 个月，涉及到终端设备商认证的材料通常需 1-2 年。在通过认证后，客户通常还要通过小批量试产对供应商产品的稳定性与服务能力进行审慎评价，部分客户通过至少 1-2 年小批量验证后才会大批量使用。出于对产品质量稳定性、转换成本等方面的综合考虑，下游客户一般不会轻易更换供应商。因此客户认证，特别是大客户认证对新进入的企业设置了较高的准入门槛。

公司聚苯醚（PPO）树脂成功进入主流 PCB 厂商，产能快速增长。电子级 PPO 是指以聚苯醚为基材，通过一系列改性制备的一种高性能塑料。全球电子级聚苯醚主要生产厂商包括沙特基础工业公司（沙比克）、日本旭化成、日本日立化成、日本三菱等公司，其中沙比克作为全球电子 PPO 龙头，产能达 14 万吨。我国电子级 PPO 生产厂商主要包括圣泉集团、东材科技、南通星辰等公司。公司自主研发的聚苯醚（PPO/PPE）树脂通过国内重点头部企业认证，建成 1300 吨/年全自动化产线并实现稳定供货，有效支撑 AI 服务器背板及高速交换机的国产化替代；配套开发的碳氢树脂体系已进入国内前三大 CCL 制造商产品体系。

表2: 覆铜板分类及对应需求树脂种类

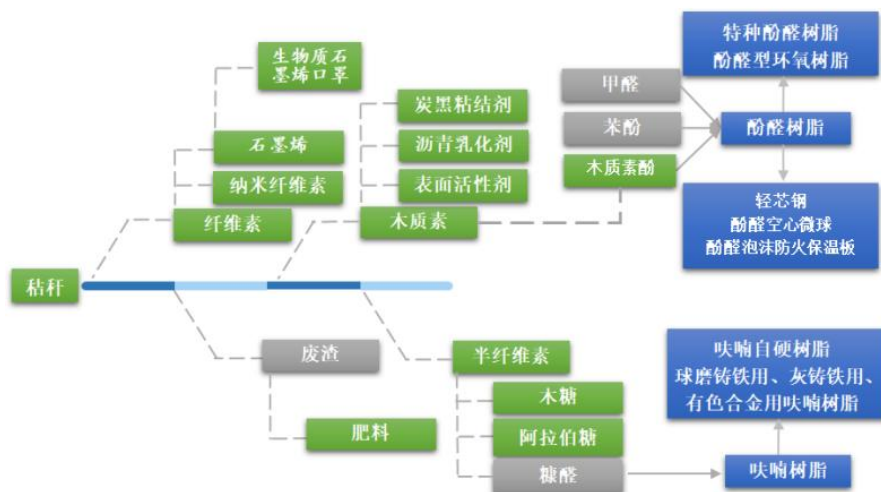
介电损耗等级	数据传输速率	覆铜板基材树脂主要成分
Ultra Low Loss	Df<0.002	50Gbps
Very Low Loss	0.002<Df<0.005	25Gbps
Loss	0.005<Df<0.008	10Gbps
Middle Loss	0.008<Df<0.01	5Gbps
Conventional Loss	0.01<Df	<5Gbps

资料来源:张庆云, PCB 用高速板和高频板主要原材料介绍, 中国电子材料行业协会覆铜板材料分会, 国信证券经济研究所整理

大庆生物质利用项目开工率不断提升, 打开公司成长空间

依托自主研发的“圣泉法”生物质精炼一体化技术, 不断拓展生物质高值化应用。生物质化工产品指的是利用秸秆、柴草、玉米芯等农林废弃物所生产出的环境友好型化工产品。公司将农作物废弃物玉米芯、秸秆中的半纤维素、木质素、纤维素三大成分提纯并高效利用, 形成了拥有自主知识产权的生物质精炼技术, 不仅生产木糖、L-阿拉伯糖、表面活性剂等生物质化工产品, 同时, 可利用木质素、半纤维素制成木质素酚、糠醛等用于生产呋喃和酚醛树脂, 形成了生物质化工产业与合成树脂产业一体化产业链条, 实现了对植物秸秆的循环利用。公司高活性木质素在聚氨酯行业的应用取得重大突破, 经过分子改性液化后的木质素可以替代聚醚多元醇, 生产的聚氨酯产品更加平滑细腻, 大幅降低聚氨酯产品的生产成本。成功开发并量产木质素基的阳离子慢裂中凝型沥青乳化剂, 用于厂拌乳化沥青冷再生工艺和现场乳化沥青冷再生工艺。

图27: 公司对生物质的分类利用



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

农作物废弃物中主要成分包括纤维素、半纤维素、木质素, 提纯后均可实现利用。树木、秸秆和农业剩余物主要由 40-50%的纤维素、25-30%的半纤维素、15-25% 的木质素组成。

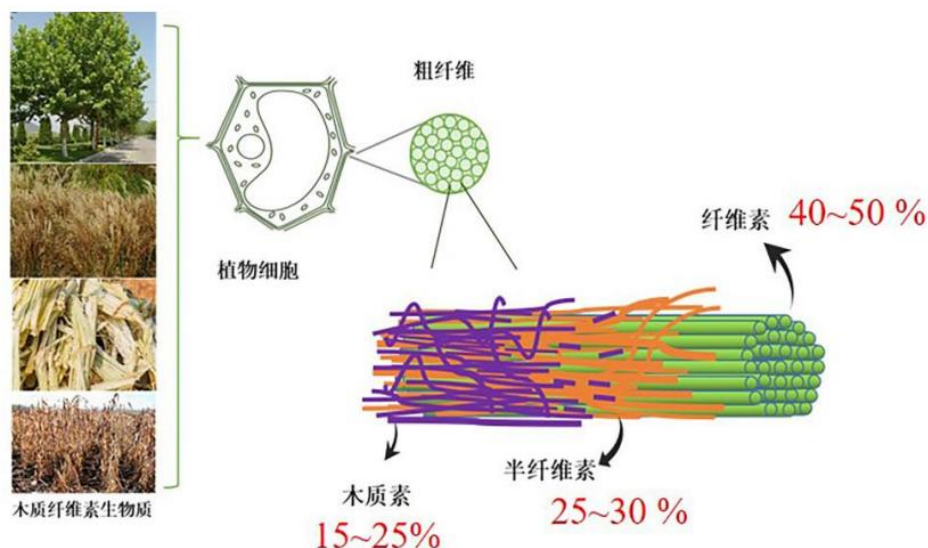
(1) 纤维素是有葡萄糖聚合形成的多糖, 聚合度由其来源决定, 主要存在于植物细

胞壁中。纤维素具有很强的化学稳定性，以至于化学试剂也很难破坏它的晶体结构。在一定催化作用下，纤维素可溶于水和大多数有机溶剂。目前，纤维素一方面用于代替石油或粮食生产工业原料、清洁燃料乙醇的生产，另一方面经改性制备功能性材料，如粘胶纤维、高吸附性纤维素材料等。

(2) 半纤维素 ($C_5H_8O_4$)_n 是植物细胞壁上第二丰富的多聚糖，由不同种类的单糖构成的杂聚物，聚合单体包括包括戊糖 (D-木糖，L-阿拉伯糖)，己糖 (D-葡萄糖，D-甘露糖，D-半乳糖) 和有机酸 (D-葡萄糖醛) 等。半纤维素水解相对简单，产物主要为木糖、阿拉伯糖、甘露糖、半乳糖、乙酸与葡萄糖醛酸等。

(3) 木质素是一种无定形的、内含氧代苯丙醇及其衍生物结构的芳香类高聚合物。木质素可增加植物的机械强度。由于木质素的结构中含有酚羟基、醇羟基、醛基，可与一些化合物发生反应，合成酚醛树脂。木质素还可以用来制备有钻井液处理剂、堵水剂、调剂剂、降粘剂等油田化学品用来提高采油效率与油品质量。木质素的优良表面化学性质使其可以广泛应用在工业和建筑等领域。

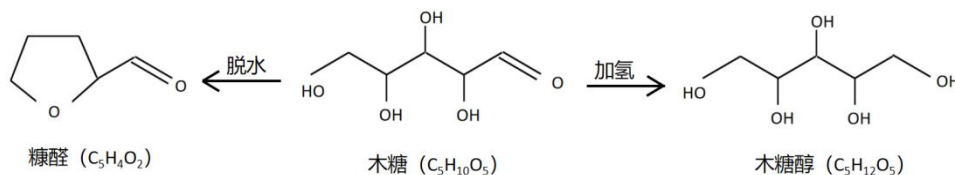
图28: 生物质组分示意图



资料来源：张振，农业废弃物麻秆预处理及组分综合利用的研究，齐鲁工业大学，国信证券研究所整理

木糖主要作为食品工业领域的添加剂，也可以生产木糖醇、糠醛等其他产品。木糖与L-阿拉伯糖为同分异构体，一般呈现为白色针状或粉末状结晶体，有冰凉的甜味，其甜味大概是蔗糖40%左右。木糖主要作为食品工业领域的添加剂，已被广泛应用无糖食品的生产。木糖在食品工业中有很多优势：首先木糖的甜味与葡萄糖类似，有一定的取代作用，木糖不被人体吸收，可替代葡萄糖作为糖尿病患者或肥胖病人的低热食品，且对人体也无其他的副作用。其次，木糖也被作为食品风味改良剂，如用于焙烤食物等。在工业生产中，木糖是生产木糖醇的重要原料，可通过加氢制备木糖醇，也可以在酸性环境下脱水生成糠醛。

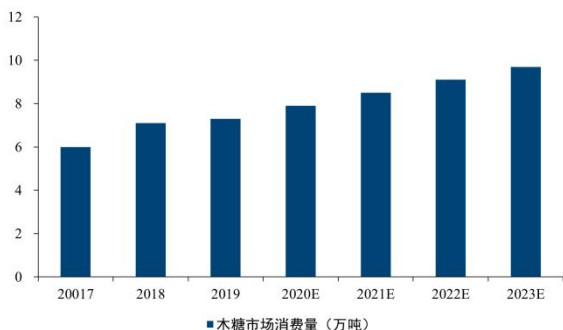
图29: 木糖、糠醛及木糖醇的分子结构及转化



资料来源: 赵楠, 水解玉米芯制备木糖的研究, 浙江工业大学, 国信证券经济研究所整理

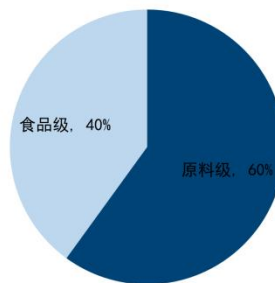
我国目前主要通过水解玉米芯生产木糖。木糖主要通过无机酸水解农业废料来制取。从理论角度讲, 只要含有半纤维素的植物均可作为木糖的生产原料, 我国生产木糖原料较广泛采用玉米芯, 其半纤维素含量在所有原料植物中最高, 含量约占 25%-35%, 具有来源广、产量大、易集中、木糖收率高的优点。木糖生产技术难度高、对设备要求高、工艺较为复杂, 需要大量实际生产操作及管理经验。目前我国木糖行业市场集中度较高, 仅有十几家企业能正常生产, 竞争格局稳定。随着经济的发展, 人们对生活品质要求不断升高, 民众对木糖在日常保健、控制血糖等方面的认可度提升, 木糖产量和消费量均大幅上升, 2019 年, 我国木糖消费量为 7.30 万吨从市场结构看, 原料级木糖是我国木糖最大细分市场, 占比约 60%, 食品级木糖占比约 40%。

图30: 我国木糖消费量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

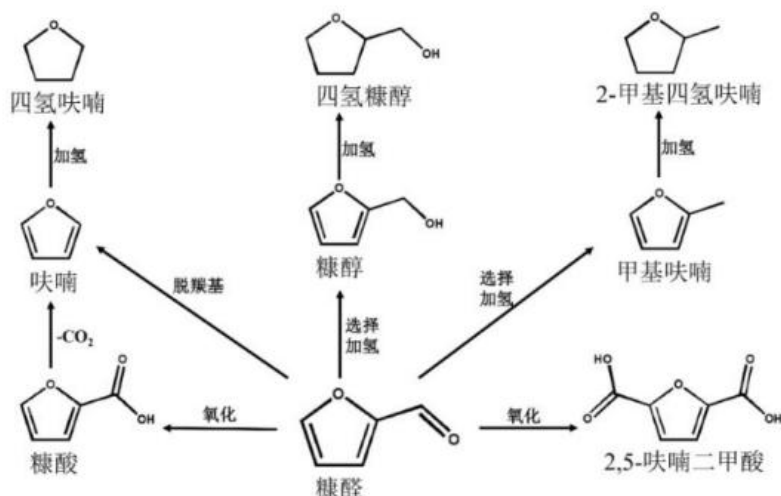
图31: 我国木糖下游需求结构



资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

糠醛是一种重要的平台化合物, 是目前唯一完全利用农林加工剩余物为原料获得的重要化工原料。在工业生产中, 利用生物质中半纤维素水解生产糠醛, 糠醛由半纤维素中的戊糖 (主要是木糖) 脱水环化而来, 理论上含有戊糖的生物质原料均可以用于生产糠醛, 包括燕麦壳、玉米芯、甘蔗渣、稻麦秸秆、棉籽壳皮等。其中玉米芯、燕麦壳、甘蔗渣中木聚糖含量相对丰富, 是糠醛工业化生产的主要原料。醛基和二烯基醚是糠醛分子中典型的官能团, 使糠醛化学性质活泼, 能通过氧化、加氢、缩合等多种化学反应制备各种化学品。目前可通过糠醛制备而成的化工品有 1600 多种, 广泛应用于化工领域、石油精制领域、制药领域等, 对于糠醛的开发和利用具有广阔的研究前景。

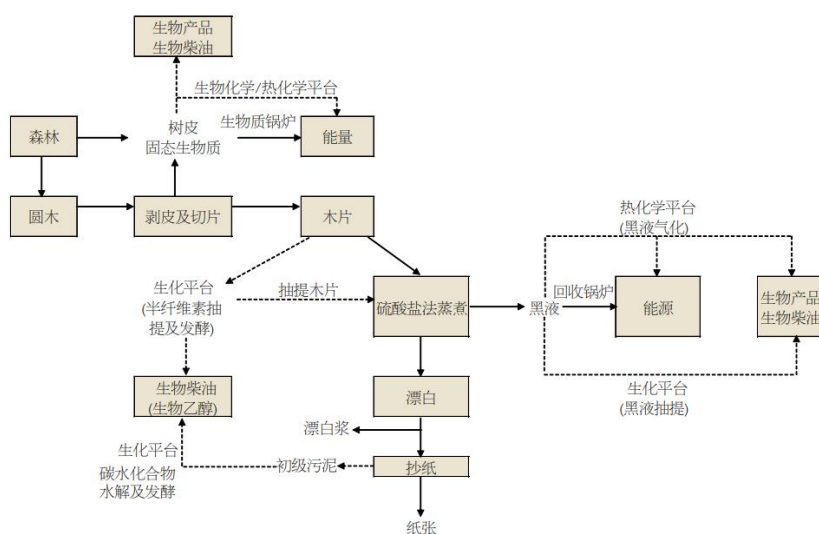
图32: 糠醛及其衍生物



资料来源：代雅男，半纤维素两步法转化木糖-糠醛体系研究，北京林业大学，国信证券经济研究所整理

秸秆纤维是一种天然纤维素纤维，生物降解性好，可替代木材用于造纸、生产板材等。传统的秸秆造纸行业，只是利用纤维素和部分半纤维素生产纸浆，纤维原料中除去的木质素、半纤维素等组分通过碱回收、中段水处理后利用或排放。传统的制浆造纸工业与现代的生物质精炼技术相结合，可以完全分离原料中的纤维素、半纤维素、木质素和挥发性抽出物。纤维素除用于生产纸浆以外，通过溶解体系发生均相反应，可以制造人造丝、甲基纤维素、醋酸纤维素等。从废液或预处理液中提取半纤维素和木素等生物质成分，通过转化进一步生产高附加值的产品，如乙醇、碳纤维、聚合物和生物柴油等。

图33: 现代生物质精炼造纸工艺流程



资料来源：李瑞瑞，生物质精炼在制浆造纸工业的应用实例，中华纸业，国信证券经济研究所整理

钠电池有望解决锂资源不足的难题，硬碳是钠电池理想负极材料。随着新能源技术的飞速发展，锂资源短缺和成本提高促使人们寻找替代能源存储解决方案。钠离子电池凭借成本优势和丰富的资源储备，逐渐受到科研界和产业界的关注。硬碳是一种即使在高温环境下也难以被石墨化的碳材料，1700-3000℃碳化温度，其部分碳片结构会从“随机层结构”转变为石墨晶体结构（此类碳被叫做石墨化碳，也叫软碳）。当碳化温度达到3000℃后，并不会呈现出石墨结构均匀发展的现象，这样产生的碳物质则被称为非石墨化碳（也被称为硬碳）。硬碳具有丰富的孔隙结构，可有效容纳钠离子的嵌入和脱出，而其高度的石墨化程度则提供了良好的电子导电性，表现出良好的电化学性能，硬碳材料成为钠离子电池负极材料的理想选择。

生物质制备硬碳优势独特，公司“圣泉法”制备的硬碳可以用于钠电池。目前硬碳可由沥青、生物质、树脂等原料制备。其中生物质材料来源丰富、供应稳定，其微观结构差异较大，合理的微观结构可提高钠离子电池电化学性能。制备硬碳时，碱（酸）处理法能改善硬碳的质量和性能，使其制备的硬碳材料比容量提升，保持较高的容量保持率，具有良好的循环稳定性，展现了较优异的倍率性能，有较强的应用前景。公司自研的“圣泉法”从秸秆中提取的生物质树脂炭，经三素综合利用逐级分离、炭化而成，其颗粒度均一、堆积密度大、灰分低、低位发热量达5000 K/g以上，可替代煤质燃料直接燃烧发电，也可进一步深加工做电池硬碳材料和生物甲醇等清洁能源。生物质树脂炭具有生物质和树脂的双重特性，用其制备得到的电池级硬碳负极材料具有高稳定性和一致性，碳化得率高达45%以上，经过与武汉大学联合攻关，硬碳克容量达到330 mAh/g以上，首效≥90%，极片压实密度≥1.05，突破了现有产业瓶颈，可广泛用于电动二轮车、A0/A00级汽车、储能电池等领域，市场空间巨大。

公司依托济南唐和唐以及大庆项目两个基地进行生物质化工相关产品生产。公司现有木糖产能约2万吨/年，木糖醇1.5万吨/年。公司自主研发的“圣泉法”生物质精炼一体化绿色技术，具有绿色环保、高效节能等优势，实现秸秆三大组分高质化利用，真正将秸秆“吃干榨净”。目前，公司投资建设的全球首个百万吨级“‘圣泉法’生物质精炼一体化项目”一期项目已在黑龙江大庆杜尔伯特经济开发区建成，每年可加工秸秆50万吨，生产生物质树脂炭、硬碳负极材料、高活性木质素、糠醛、纸浆、生物甲醇、可降解材料等系列绿色生物基产品。目前大庆生产的高活性木质素已成功应用于染料分散剂和油田助剂的生产，在聚氨酯、酚醛树脂等领域也取得关键性突破，相关产品正在市场推广，其它在橡胶助剂、呋喃树脂、耐火材料、炭黑等领域的应用正在开发。

表3：公司生物质板块产能情况

生产基地	产品	产能（万吨）	在建产能
济南唐和唐	木糖	2	0.1
	木糖醇	1.5	
	L-阿拉伯糖	0.06	
	本色大轴纸	12	
大庆一期	本色卫生纸	8.8	
	糠醛	2.5	
	乙酸	1.5	
	生物质树脂炭	15	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1) 合成树脂板块：公司拥有酚醛树脂产能达 65 万吨/年，位居全球前列，下游应用广泛；铸造用树脂方面，公司呋喃树脂具有产能 12 万吨，主要应用下游为汽车、内燃机、矿机、发电设备等，其中汽车及风力发电需求增速较快。我们预计 2025-2027 年该板块营收分别为 60.25/67.11/74.75 亿元，毛利为 11.43/12.72/14.17 亿元。

2) 先进电子材料和电池材料板块：该板块为公司第二成长曲线，公司已经实现芯片封装用高纯液体环氧和特种封装用环氧树脂规模化量产，同步推进高端液体酚醛树脂小批量供货。自主研发的聚苯醚（PPO/PPE）树脂通过国内重点头部企业认证，2024 年 6 月建成 1300 吨/年全自动化产线并实现稳定供货，目前在建设 2000 吨/年产线。目前公司还拥有 100 吨/年碳氢树脂产能，并计划扩大产能规模；由于高端电子树脂价格及毛利水平较高，并且我们判断 2025 年公司高度电子树脂销量会有较大幅度上升，所以将带动该板块毛利上行。公司用于硅碳负极的多孔碳及钠电池的硬碳有望于 2025 年放量销售。我们预计 2025-2027 年该板块营收分别为 23.70/29.10/37.8 亿元，毛利为 8.53/10.34/13.32 亿元。

3) 生物质产品板块：大庆生物质项目于 2024 年技改成功，开工率不断提高，这将有力拉动生物质板块营收上行，并且摊薄固定成本。我们预期公司木糖醇产销会不断上涨，由于木糖醇毛利水平较高，该产品有望带动生物质产品板块毛利上升。我们预计 2025-2027 年该板块营收为 13.10/14.60/14.60 亿元，毛利为 1.94/3.04/3.04 亿元。

表4: 圣泉集团业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合成树脂及复合材料						
收入（亿元）	55.42	51.22	53.40	60.25	67.11	74.75
成本（亿元）	44.48	40.63	43.00	48.82	54.38	60.58
毛利（亿元）	10.94	10.59	10.40	11.43	12.72	14.17
毛利率（%）	19.74%	20.68%	19.48%	18.97%	18.96%	18.95%
电子化学品及电池材料						
收入（亿元）	12.69	11.84	14.9	23.7	29.1	37.8
成本（亿元）	9.99	8.78	10.06	15.19	18.75	24.50
毛利（亿元）	2.70	3.06	4.82	8.53	10.34	13.32
毛利率（%）	21.28%	25.84%	32.42%	35.98%	35.54%	35.22%
生物质产品						
收入（亿元）	6.63	8.56	9.56	13.1	14.6	14.6
成本（亿元）	5.93	8.08	8.19	11.16	11.56	11.56
毛利（亿元）	0.7	0.48	1.37	1.94	3.04	3.04
毛利率（%）	10.56%	5.61%	14.33%	14.81%	20.82%	20.82%
其他业务						
收入（亿元）	19.69	18.92	21.71	23.58	25.30	27.17
成本（亿元）	14.47	12.09	14.33	15.51	16.63	17.84
毛利（亿元）	5.22	6.83	7.38	8.07	8.68	9.33
毛利率（%）	26.51%	36.10%	33.99%	34.23%	34.29%	34.34%
合计						
收入（亿元）	94.43	90.54	99.55	120.65	136.10	154.34
成本（亿元）	74.87	69.58	75.58	90.68	101.32	114.48
毛利（亿元）	19.56	20.96	23.97	29.97	34.78	39.86
毛利率（%）	20.71%	23.15%	24.08%	24.84%	25.55%	25.83%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2025-2027 年营收为 121.43/136.98/155.35 亿元，同比增长 21.20%/12.80%/13.41%。预计未来 2025-2027 年公司毛利率分别为 24.84%/25.55%/25.83%。

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：25.19-29.74 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表5：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	8.76%	-4.98%	9.87%	21.20%	12.80%	13.41%
营业成本/销售收入	78.94%	76.98%	76.39%	75.16%	74.45%	74.17%
管理费用/销售收入	3.15%	3.49%	3.63%	4.00%	4.00%	4.00%
研发费用/销售收入	4.76%	4.74%	5.43%	4.80%	4.80%	4.80%
销售费用/销售收入	3.71%	3.55%	3.59%	4.00%	4.00%	4.00%
营业税及附加/营业收入	0.70%	0.76%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
所得税税率	11.90%	15.12%	9.94%	10.00%	12.00%	15.00%
股利分配比率	33.74%	25.55%	41.49%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理并预测

表6：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	10.00%
无风险利率	1.60%	Ka	11.50%
股票风险溢价	9.00%	有杠杆 Beta	1.18
公司股价（元）	26.92	Ke	12.25%
发行在外股数（百万）	783	E/(D+E)	92.21%
股票市值(E, 百万元)	21075	D/(D+E)	7.79%
债务总额(D, 百万元)	910	WACC	11.65%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

表7：公司 FCFF 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	1,331.0	1,603.2	1,865.2	2,136.1	2,353.1
所得税税率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
EBIT*(1-所得税税率)	1,197.9	1,442.9	1,678.6	1,922.5	2,117.8
折旧与摊销	586.2	648.0	673.0	693.4	712.2
营运资金的净变动	(175.1)	(419.5)	(481.7)	(520.0)	(570.3)
资本性投资	(281.0)	(281.0)	(281.0)	(281.0)	(281.0)
FCFF	1,328.0	1,390.3	1,589.0	1,814.9	1,978.7
PV(FCFF)	1,189.4	1,115.4	1,141.7	1,168.0	1,140.5
核心企业价值	21,708.9				
减：净债务	383.3				
股票价值	21,325.5				
每股价值	27.24				

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表8：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		11.2%	11.4%	11.58%	11.8%	12.0%
永续 增长 率变 化	2.6%	29.74	28.96	28.23	27.52	26.85
	2.4%	29.35	28.60	27.88	27.20	26.55
	2.2%	28.98	28.25	27.56	26.89	26.25
	2.0%	28.62	27.92	27.24	26.59	25.97
	1.8%	28.28	27.60	26.94	26.31	25.70
	1.6%	27.96	27.29	26.65	26.03	25.44
	1.4%	27.64	26.99	26.37	25.77	25.19

资料来源：国信证券经济研究所分析

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 25.19–29.74 元。从估值方法特征来看，以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司，在成长股预测中存在失真现象。

相对估值：28.80–36.00 元

我们选取东材科技、彤程新材为可比公司进行相对估值，选择理由如下：

东材科技：公司是一家专注于新材料研发、制造和销售的科技型上市公司。公司主营业务涵盖多个领域，包括新能源材料、光学膜材料、电子材料、环保阻燃材料等，产品广泛应用于新能源、智能电网、消费电子、平板显示、军工等多个行业。公司积极响应“国产替代”政策，加快新兴市场所需核心材料的国产化进程。公司生产的特高压用电工聚丙烯薄膜、新能源汽车用超薄型电子聚丙烯薄膜、高速通信基板用双马来酰亚胺树脂等具备较高的技术壁垒与溢价。

彤程新材：公司是一家专注于精细化工材料研发、生产、销售及相关贸易业务的公司。公司主营业务之一为特种橡胶助剂，主要产品包括橡胶用酚醛树脂，如增粘树脂、补强树脂、粘合树脂等，广泛应用于轮胎及其他橡胶制品制造行业。公司客户覆盖全球知名轮胎制造商，如普利司通、米其林、倍耐力等。公司还成功突破了 OLED 用光刻胶的生产，成为国内首家实现本土化生产的 OLED 用光刻胶供应商。近年来公司在半导体用光刻胶方向取得了长足进步，有望成为公司业绩增长重要引擎。

表9：同类公司估值比较

股票代码	股票名称	主营产品	股价 (2025. 6. 04)	EPS			PE			PB	总市值 (亿元)
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E		
601208. SH	东材科技	光学膜材料、电子材料、环保阻燃材料等	9. 22	0. 20	0. 49	0. 60	46. 10	18. 82	15. 34	1. 87	83
603650. SH	彤程新材	特种橡胶助剂、光刻胶等	32. 29	0. 86	1. 02	1. 23	37. 55	32. 94	26. 25	6. 28	193
平均值							41. 83	25. 88	20. 80		
605589. SH	圣泉集团	酚醛树脂、铸造树脂、电子材料、生物质等	27. 17	1. 03	1. 44	1. 77	26. 38	18. 61	14. 93	2. 40	230

资料来源：Wind 一致预期，国信证券经济研究所预测（截止 2025.06.13）

我们选取东材科技和彤程新材为可比公司，2025 年平均 PE 为 25.88 倍。由于彤程新

材半导体相关产品营收占比较高，造成估值较高。考虑到圣泉集团的业务结构特点，我们认为圣泉集团合理 PE 为 20-25 倍，对应股价为 28.8-36.00 元。

投资建议

我们预测公司 2025-2027 年营业收入为 121.43/136.98/155.35 亿元，归母净利润为 11.29/13.87/16.34 亿元，EPS 为 1.44/1.77/2.09 元/股，当前股价对应 PE 为 18.75/15.25/12.92x。股票合理估值区间为 28.80-29.74 元，较目前有 6.67%-10.15% 的溢价空间，首次评级，给与“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 28.80-29.74 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.60%、风险溢价 9.00%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的合成树脂龙头企业比如彤程新材，在行业平均动态 PE 的基础上给予给予公司 2025 年 20-25 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

销售端，我们可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

成本端，我们可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

产能方面，我们预计 2025-2027 年公司均有新增产能放量，若实际投产推迟、达产不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

费用方面，我们假设公司费用率维持在相对稳定的水平，如果未来实际费用支出较大，可能存在业绩预期高估的风险。

经营风险

环境保护的风险：公司在生产过程中排放的污染物较大，随着经济发展模式的转变和可持续发展战略的进一步实施，国家可能会制定并实施更为严格的环保标准，环保政策、法规日益完善，公司在环保方面面临的要求和需要的投入将不断提高。此外，尽管公司严格执行相关环保法规及政策，但随着公司生产规模的不断扩大，“三废”污染物排放量将会相应增加，仍然存在因制度执行、业务操作或因意外等情况而导致发生环境污染事故的可能性。如果公司因“三废”处理、排放不达标而对环境造成污染，并引致环保监管部门的处罚或者因被要求整改而限产、停产，会给公司造成一定的损失。

产品价格下行及毛利率下降的风险：公司经营状况受宏观经济环境、原材料价格波动、下游行业景气度、国际贸易争端、汇率波动等诸多不确定性因素的影响。尤其是合成树脂及生物质产品市场波动如果加剧，可能导致公司产品价格和利润发生较大幅度波动，存在业绩大幅下滑的风险。

市场份额下滑的风险：公司酚醛树脂、呋喃树脂产品在国内具有龙头地位，未来发展更加聚焦于高端产品。当前行业门槛不高，如果公司不能持续提高产品竞争力，随着行业竞争加剧，在更加激烈的市场竞争中，公司将面临市场份额下降的风险。

海外经营的风险：为开拓国际市场，贴近服务国外客户，公司设有国际业务部并在欧洲、美洲、大洋洲、印度、日本、新加坡、韩国等地设有经营性子公司。通过多年的培育和探索，公司已建立了擅长海外业务的人才团队，积累了一定的海外经营管理经验，产品销售于 70 多个国家和地区。由于境外地区政治环境、经济政策、监管法规、市场状况、文化背景多方面因素与境内市场差异较大，贸易国之间的关系也复杂多变，公司境外业务的开展对公司的内部控制及经营管理要求较高，存在因境外业务开展而引致的各项风险。

财务风险

应收账款风险：截止 2024 年年报，公司应收账款账面价值 20.42 亿元，其中大部分是账龄在 1 年以内的应收账款。如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

存货跌价风险：截止 2024 年年报，公司存货账面价值为 18.26 亿元，存货规模较大。若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加。随着公司生产规模扩大，如果公司不能加强生产计划管理和存货管理，原材料价格和产品售价在一定时期内大幅下降，可能导致存货的可变现净值低于账面价值，将需要计提减值准备，进而影响公司利润水平。

税率变化风险：公司及旗下多家子公司被认定为一高新技术企业资质，享受减按 15% 税率征收企业所得税的税收优惠政策。如果未来高新技术企业的所得税税收优惠政策发生变化，或者公司及其子公司以后年度不能被持续认定为“高新技术企业”，改按 25% 的税率缴纳企业所得税，将对公司的经营业绩造成不利影响。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于技术密集型行业，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

政策风险

公司所处化工新材料行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现业绩不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1025	1218	1948	2889	3969	营业收入	9120	10020	12143	13698	15535
应收款项	2061	2489	2595	2927	3320	营业成本	7020	7654	9127	10198	11523
存货净额	1414	1826	1901	1992	2111	营业税金及附加	69	80	97	110	124
其他流动资产	1654	1580	1943	2192	2486	销售费用	324	359	486	548	621
流动资产合计	6156	7115	8388	10001	11888	管理费用	344	395	520	582	655
固定资产	5980	6378	6103	5770	5412	研发费用	432	544	583	658	746
无形资产及其他	877	853	819	786	753	财务费用	41	20	63	41	20
投资性房地产	404	341	341	341	341	投资收益	(35)	(66)	20	20	20
长期股权投资	40	46	46	46	46	资产减值及公允价值变动	(19)	(19)	0	0	0
资产总计	13457	14733	15698	16945	18440	其他收入	(329)	(435)	(583)	(658)	(746)
短期借款及交易性金融负债	1314	1709	1500	1500	1500	营业利润	938	990	1289	1583	1865
应付款项	1226	1158	1663	1859	2111	营业外净收支	7	(1)	0	0	0
其他流动负债	496	623	482	539	613	利润总额	945	989	1289	1583	1865
流动负债合计	3035	3489	3645	3898	4224	所得税费用	143	98	129	158	186
长期借款及应付债券	429	279	279	279	279	少数股东损益	13	23	30	37	44
其他长期负债	416	399	399	399	399	归属于母公司净利润	789	868	1129	1387	1634
长期负债合计	844	679	679	679	679	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	3879	4168	4324	4577	4902	净利润	789	868	1129	1387	1634
少数股东权益	449	488	506	529	555	资产减值准备	(17)	6	3	(1)	(1)
股东权益	9128	10077	10868	11839	12983	折旧摊销	546	545	586	648	673
负债和股东权益总计	13457	14733	15698	16945	18440	公允价值变动损失	19	19	0	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	41	20	63	41	20
每股收益	1.01	1.03	1.44	1.77	2.09	营运资本变动	(586)	(654)	(175)	(420)	(482)
每股红利	0.26	0.43	0.43	0.53	0.63	其它	27	7	15	23	28
每股净资产	11.64	11.91	13.88	15.12	16.58	经营活动现金流	778	791	1559	1638	1852
ROIC	7.26%	7.56%	10%	12%	14%	资本开支	0	(899)	(281)	(281)	(281)
ROE	8.65%	8.61%	10%	12%	13%	其它投资现金流	6	(1)	0	0	0
毛利率	23%	24%	25%	26%	26%	投资活动现金流	7	(906)	(281)	(281)	(281)
EBIT Margin	10%	10%	11%	12%	12%	权益性融资	9	884	0	0	0
EBITDA Margin	16%	15%	16%	16%	16%	负债净变化	(269)	(149)	0	0	0
收入增长	-5%	10%	21%	13%	13%	支付股利、利息	(202)	(360)	(339)	(416)	(490)
净利润增长率	12%	10%	30%	23%	18%	其它融资现金流	313	442	(209)	0	0
资产负债率	32%	32%	31%	30%	30%	融资活动现金流	(620)	307	(548)	(416)	(490)
股息率	0.9%	1.6%	1.5%	1.8%	2.2%	现金净变动	165	193	730	941	1081
P/E	26.7	26.3	18.7	15.2	12.9	货币资金的期初余额	860	1025	1218	1948	2889
P/B	2.3	2.3	1.9	1.8	1.6	货币资金的期末余额	1025	1218	1948	2889	3969
EV/EBITDA	16.9	17.6	13.2	11.4	10.2	企业自由现金流	0	(119)	1328	1390	1589
						权益自由现金流	0	174	1063	1354	1571

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032