

中材科技（002080.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年7月13日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	70.89
总市值	1189.62亿
PE-TTM	60.60
PB-MRQ	5.82

估值结果

	价值	738.43亿
DDM估值	上行空间	-38%
	状态	高估
	价值	751.73亿
动态估值	上行空间	-37%
	状态	高估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

中材科技是中国建材集团旗下核心新材料平台，专注于玻纤及制品、风电叶片、锂电池隔膜三大主导业务，同时布局高压复合气瓶等业务，在玻纤与风电叶片领域稳居全球龙头地位。

综合来看，当前公司成长空间较优，电子纱/布受益下游需求爆发、锂电池隔膜业务随新能源高景气迎来修复，同时玻纤粗纱与风电叶片产品随行业复苏实现稳健增长；公司盈利趋势向好，随着各行业供需格局改善，公司有望迎来盈利修复；产业格局同样较好，公司在各业务中均位于行业领先地位，具备一定上下游话语权；公司护城河深厚且持续性较好，具备规模成本、技术认证、客户资源等多维壁垒，产业链协同与技术积累构筑长期竞争优势。

根据壹评级的动态估值和DDM估值模型，基于玻纤、风电叶片及锂电池隔膜行业景气回升，特种玻纤布兑现高增长，整体盈利逐步修复至中枢水平的假设，当前中材科技的估值处于高估区间。

我们区别于市场的观点

当前AI算力产业链景气度较高，市场或过度乐观于特种电子布需求爆发的长期延续性，忽略了中期高端产能或集中投放带来的供需缺口收窄、技术迭代导致的产品溢价压缩以及AI资本开支周期性波动的潜在风险，考虑上述因素，我们对公司的电子用玻纤纱及制品业务远期盈利持审慎态度。

风险提示

若未来下游需求疲软且行业复苏节奏不及预期，将对公司多个业务增长形成压制；叶蜡石、纯碱、树脂等核心原材料价格若大幅上涨，成本传导机制若受阻将挤压盈利空间；各业务板块面临国内外竞争对手的价格压力和技术挑战，且高端电子纱/布、超薄隔膜等产品亦需应对技术落地与盈利兑现验证挑战，上述风险若显现，将对公司业绩构成一定影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
4. 历史经营绩效	6
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	7
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	13
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

图表目录

图1：预测2026年收入占比	5
图2：预测2026年毛利占比	5
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	7
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	10
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	12
表4：公司整体及分业务动态估值	13
表5：公司整体及分业务DDM估值	13

1. 基本信息

中材科技是中国建材集团旗下核心新材料平台，专注于玻纤及制品、风电叶片、锂电池隔膜三大主导业务，同时布局高压复合气瓶等业务，在玻纤与风电叶片领域稳居全球龙头地位。

2. 业务介绍

对于中材科技公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

风电叶片：

风电叶片是风力发电机组的核心部件，将风能转化为机械能的关键结构件，其性能直接影响风机的发电效率和可靠性。中材科技通过控股子公司中材叶片运营该业务，是国内最大的风电叶片供应商，市场占有率稳居全球第一，规模化、专业化水平在国内位居行业前列，下游绑定金风科技等风电机组整机商，为客户提供定制化的风电叶片设计和技术服务，我们对该业务的竞争市场界定为全球。

玻纤粗纱及制品：

玻纤粗纱及制品是以玻璃为原料经高温熔制、拉丝等工艺制成的粗直径玻璃纤维及其深加工产品，具有高强度、耐腐蚀、绝缘等特性。中材科技通过全资子公司泰山玻纤运营该业务，年产能超170万吨，主导产品包括各类热固性玻纤材料、热塑性玻纤材料、风机叶片用高模量纱及多轴向经编织物、玻璃纤维湿法毡制品等，广泛应用于建筑、汽车、新能源等领域，我们对该业务的竞争市场界定为全球。

锂电池隔膜：

锂电池隔膜是锂离子电池的核心组件之一，位于正负极之间起隔离作用，同时允许锂离子通过，对电池的安全性、能量密度和循环寿命具有决定性影响。中材科技是国内重要的锂电池隔膜生产商之一，产品广泛应用于动力电池和储能电池领域。公司当前在全球湿法市场份额中位列第三，与宁德时代、亿纬锂能等头部客户建立了稳固的战略合作关系，我们对该业务的竞争市场界定为全球。

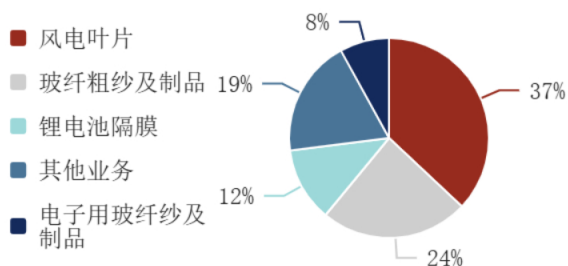
其他业务：

公司其他业务包括高压复合气瓶，同时涵盖过滤材料、工程复合材料、膜材料制品及技术与装备服务等，为新能源、环保等领域提供配套产品，我们对该业务的竞争市场界定为全球。

电子用玻纤纱及制品：

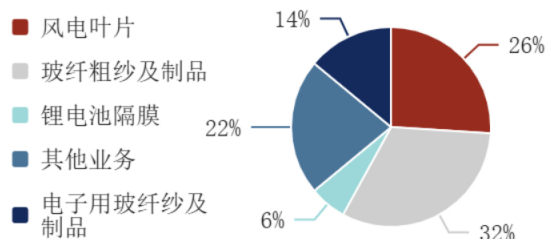
电子用玻纤纱及制品是专为电子行业设计的高性能玻璃纤维材料，主要用于制造印刷电路板（PCB）的基材，直接受益于消费电子、AI服务器等终端需求的增长。公司在特种电子布领域具备极强的稀缺性，产品覆盖低介电一代、二代、低膨胀及超低损耗低介电纤维布全品类，且均已完成国内外头部客户的认证及批量供货，我们对该业务的竞争市场界定为全球。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

中材科技以特种纤维复合材料为核心，聚焦风电叶片、玻璃纤维及制品、锂电池隔膜三大主业。公司采用重资产、高研发投入的制造模式，通过规模效应和技术创新构建竞争壁垒。其B2B客户模式使得销售费用较低，盈利主要依赖技术优势和产能规模，通过产品结构优化与产能扩张实现可持续经营。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

中材科技的资产强度高。2025年，公司固定资产和在建工程占总资产比例约55%，单位收入所需要的固定资产约为1.2。公司核心产品风电叶片、玻璃纤维及制品、锂电池隔膜的生产需要大量专用设备、厂房和生产线，导致固定资产规模庞大。这种重资产模式是行业特性使然，确保了生产规模和技术工艺的稳定性，但也带来了较高的折旧成本和资本开支压力。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

中材科技的研发强度中等。2025年，公司研发费用率约为4.96%，研发费用占营业总成本比重约为5.28%。公司深耕高端复合材料赛道，玻纤高端化、风电叶片大型化、锂电池隔膜超薄化均面临持续技术升级压力。公司通过持续高研发投入以巩固技术优势，响应下游高端制造的需求升级，维持一定的研发强度是其实现长期增长的核心动力。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

中材科技的营销强度低。2025年，公司销售费用率约为0.87%，销售费用占营业总成本比重约为0.92%。公司业务主要面向风电整机厂商、电子基材企业、新能源厂商等B端客户，以直销模式为主，公司依赖技术实力、产品性能来获取订单，与下游头部客户建立深度绑定的长期合作，无需投入大量费用进行市场推广。

4. 历史经营绩效

过去五年，中材科技成长能力、盈利能力受主业周期下行、产能内卷及原材料成本波动拖累下滑，后依托行业景气修复、高端产品结构升级及内部降本增效稳步回暖；业务控制力方面，公司凭借稳健现金流与上下游占款管控优势始终维持较好水平；公司同时重视股东利益，股东回报能力长期位于较优状态。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



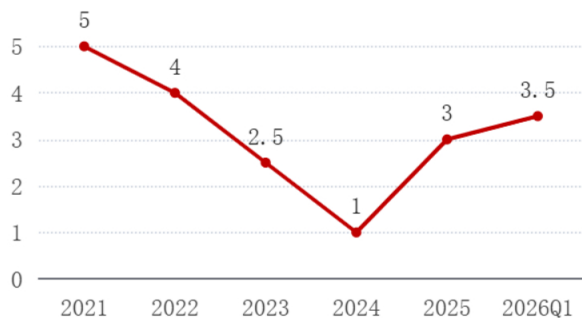
数据来源：公司财报，壹评级

过去五年，公司历史盈利能力在经历下滑后稳定在中等水平。2021年至2024年，受传统玻纤产品价格战、风电叶片降价以及锂电池隔膜产能过剩影响，公司各主营业务面临产品售价下行压力，公司毛利率及净利率均承压，后续公司积极调整产品结构，向高附加值方向发力，叠加内部降本增效，使得盈利能力得以企稳修复。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



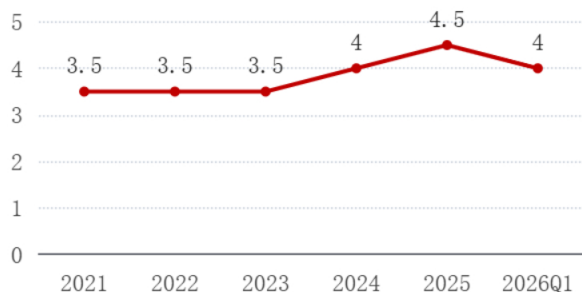
数据来源：公司财报，壹评级

近几年，公司历史成长能力呈现明显周期性特征。2021年至2024年间，受玻纤行业产能过剩、风电行业装机节奏放缓以及锂电池隔膜赛道同质化内卷影响，公司营收与利润增长持续承压；2025年至2026年一季度，随着行业景气度回升，公司高端产品结构持续优化，驱动营收及利润增速回至良好水平。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



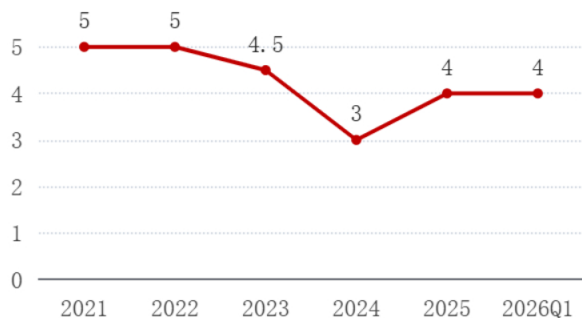
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力始终保持在较高水平。公司经营现金流净额长期保持充沛，2021年至2025年均维持在30亿元以上；另一方面，公司对上下游具备较强的议价能力和严格的营运资金管理，确保其在周期波动中依然有较为稳健的表现。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报能力始终保持较高水平。公司重视股东回报，历年分红政策持续且稳定，分红率自2017年以来基本稳定于30%以上。2024年因经营业绩承压，为兼顾产能扩张、技术研发及日常经营资金储备，公司适当调整分红政策，致使当年股东回报略有下滑，但整体分红回报仍具稳定性。

5. 四维评级

中材科技成长空间较优，盈利趋势及产业格局较好，护城河深厚且持续，整体来看公司基本面优秀。

5.1 成长空间

★★★★☆

综合来看，中材科技的成长空间较好，电子用玻纤纱及制品同锂电池隔膜业务具备高景气高成长属性，玻纤粗纱及制品成长稳健偏优，风电叶片增长节奏趋于平稳，各业务成长动力分明，形成多元支撑格局。

风电叶片(3星)：

从行业来看，风电叶片行业未来增速预计将随装机基数扩大而趋于平稳，且国内装机节奏受政策与消纳影响波动，可预测性一般；公司风电叶片市场份额位居全球第一，未来增长或更多依赖产品大型化以及海外市场拓展，该业务成长空间中等。

玻纤粗纱及制品(3.5星):

传统玻纤行业步入成熟阶段，下游基建、汽车等传统领域需求预计增速平稳，增长驱动力或主要来自产品结构优化（如风电纱、热塑短纤等高端产品贡献增量）及行业供给端自律带来的价格修复；公司作为全球第二大玻纤企业，规模优势显著，有望率先受益。

锂电池隔膜(5星):

随着全球新能源汽车渗透率稳步提升及储能装机规模的爆发式增长，锂电池需求维持高景气，隔膜作为关键材料，长周期需求扩容具备较强确定性。公司作为湿法隔膜行业第一梯队，有望随产能的规模化释放实现出货增长及盈利修复。

电子用玻纤纱及制品(5星):

公司电子用玻纤纱及制品业务预计实现高增，核心受益于AI服务器与先进封装等带来的高阶低介电、低膨胀电子布需求爆发。公司作为国内品类最全的特种电子布供应商正在大幅扩产，行业处于供不应求阶段，价格进入快速上升通道，成为公司核心增长点。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

中材科技整体盈利趋势较好，产品供需格局向好，叠加结构升级支撑，公司各业务板块盈利均具备向上弹性，盈利能力有望稳步修复。

风电叶片(3.5星):

风电叶片下游需求相对景气，大型化趋势及海风、海外市场拓展为公司带来结构优化机遇，叠加行业内短期供给新增弹性较小，行业集中度提升有望改善竞争生态，盈利趋势向好。

玻纤粗纱及制品(4星):

总体来看，玻纤需求预计将稳步增长，其中存在结构性增量，前期高景气驱动的产能投放在近几年集中兑现，随前期规划产线的投放完毕，后续产能增速将逐步下行，供需格局向好，且龙头协同复价意愿较强，行业盈利将持续改善。

锂电池隔膜(3.5星):

当前隔膜下游需求持续增长，供给端因前期盈利下行，回本周周期长，扩产意愿低，双向作用下，行业供需矛盾有望迎来实质性改善，公司作为湿法隔膜第一梯队，客户结构优质，随产品结构优化其盈利能力有望进入修复阶段。

电子用玻纤纱及制品(4星):

特种玻纤布行业当前供需缺口较大，因技术壁垒高、客户认证周期长，高端产品溢价能力突出；普通电子布因织布机产能限制，同样面临供不应求状态，价格有望上涨。

5.3 产业格局

★★★★☆

综合来看，中材科技的产业格局较好，玻纤及风电叶片行业壁垒高，公司龙头优势较为稳固，电子纱/布行业技术壁垒突出，公司市占率有望提升，锂电池隔膜同质化明显，长期行业竞争仍偏激烈。

风电叶片(4星):

风电叶片行业当前为双寡头竞争，国内CR2超50%，行业进入壁垒较高，叶片模具投资大，资产较重，有一定研发周期，且客户认证严格，公司作为全球龙头，绑定下游整机厂大客户，且具备规模及资源优势，在大型化趋势中有望保持领先。

玻纤粗纱及制品(4.5星):

玻纤行业形成了较为稳固的寡头垄断格局，全球CR6约70%，国内CR3在60%左右，行业进入壁垒较高，投资规模大且回收周期长，此外存在技术、品牌、政策等壁垒，新进入者参与竞争较为困难，公司市占率为全球第二，对上下游的话语权较强。

锂电池隔膜(1.5星):

中短期来看，行业内的扩产意愿一般，供需格局有望修复；但因产品差异化有限，湿法隔膜技术路线趋同且设备技术红利逐步消退，行业进入门槛下降，长期来看，行业内的竞争或仍然较为激烈。

电子用玻纤纱及制品(3.5星):

电子纱/布产品存在差异化，其中低介电、低膨胀等特种电子布技术壁垒高，因材料性能决定信号传输质量等，下游客户对供应商认证周期长且严格，客户转换成本较高，公司作为国内唯一覆盖核心品类且均实现批量供货的企业，市占率有望提升。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河深厚，优势主要体现在规模、技术、资源以及转换成本。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
风电叶片	(3.5星) 公司风电叶片业务护城河宽度星级较好。经壹评级调整后，ROIC为7%，公司市占率为28%，业务控制力为4星。依托全球龙头规模优势与资源优势，公司在行业集中度提升趋势下具备较强的客户粘性与成本控制能力。	(4星) 该业务具有规模和资源护城河。1) 公司作为全球风电叶片龙头，市占率领先，大叶片研发与产能布局具备规模效应；2) 公司关键原材料玻纤能够实现集团内部保供，产业链协同降本优势明显。竞争者难以在短期内同步构建同等量级的规模及资源协同优势，护城河被颠覆的风险较低，持续性较好。
玻纤粗纱及制品	(3.5星) 公司玻纤粗纱及制品业务护城河宽度星级较好。经壹评级调整后，ROIC为10%，公司市占率为16%，业务控制力为4星。凭借行业寡头格局下的规模效应与高端产品优势，公司在供给端自律与价格修复中具备较强的盈利稳定性。	(4.5星) 该业务具有规模和技术护城河。1) 公司作为全球第二大的玻纤生产商，在行业寡头格局下具备显著的规模效应与成本优势，对上下游的话语权较强；2) 公司在高端玻纤配方、池窑工艺上拥有深厚技术积累，高端产品壁垒突出。竞争者难以在短期内同步构建同等量级的规模与技术壁垒，护城河被颠覆的风险较低。
锂电池隔膜	(3.5星) 公司锂电池隔膜业务护城河宽度星级较好。经壹评级调整后，ROIC为9%，公司市占率为14%，业务控制力为4星。凭借优质客户资源，公司在行业供需格局改善过程中，盈利修复与市场竞争力有望逐步提升。	(3.5星) 该业务具有转换成本护城河。下游电池客户认证周期长，合作粘性较强，公司依托规模化产能与稳定交付能力，与头部客户建立了长期稳定的合作关系。竞争者建立同等客户资源与供应体系的难度较大，但行业产品同质化下护城河被颠覆的风险中等。
电子用玻纤纱及制品	(4星) 公司电子用玻纤纱及制品业务护城河宽度星级较好。经壹评级调整后，ROIC为13%，公司市占率位居前列，业务控制力为4星。凭借高端低介电产品技术壁垒与严苛客户认证优势，公司展现出较强的盈利弹性。	(4星) 该业务具有技术优势护城河。公司为国内唯一实现低介电一代/二代、低膨胀及超低损耗低介电纤维布全品类覆盖的厂商，高端产品技术壁垒深厚，竞争者短期内建立同等技术与客户壁垒的难度较大，护城河被颠覆的风险较低。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级的动态估值和DDM估值模型，基于玻纤、风电叶片及锂电池隔膜行业景气回升，特种玻纤布兑现高增长，整体盈利逐步修复至中枢水平的假设，当前中材科技的估值处于高估区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：玻纤粗纱及制品、电子用玻纤纱及制品、风电叶片、锂电池隔膜及其他业务，我们分业务进行盈利预测并估值，主要聚焦玻纤粗纱及制品、电子用玻纤纱及制品、风电叶片及锂电池隔膜业务，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

玻纤粗纱及制品：

收入假设：结合对下游风电、交通运输、基建地产等需求的预测以及公司产能及利用率维持合理水平假设，预计玻纤粗纱及制品销量将维持中低速增长；而考虑公司中高端产品占比高且有望提升，而行业内协同提价趋势延续，预计单价也将迎来修复，测算未来五年该业务的CAGR落在5%-10%之间；

盈利能力假设：随行业内竞争态势缓和，以及产品结构优化，我们预期玻纤粗纱及制品的毛利率有望持续修复，于2030年升至31%左右的中枢水平；

电子用玻纤纱及制品：

收入假设：普通电子布随全球消费电子周期的温和复苏，需求呈现稳中向好的态势，另一方面，随着AI服务器、GPU芯片向高算力架构演进，市场对特种玻纤布的需求激增，公司出货量预计随产能释放实现大幅增长；价格端来看，短期内行业将受上游织布机供给瓶颈影响，特种电子布供需紧俏，普通电子布产能同样受挤压，价格有望上涨，综合测算未来五年该业务的CAGR维持高双位数；

盈利能力假设：受益于特种玻纤布中短期内供需存在较大缺口，且景气度持续向上，预计公司电子用玻纤纱及制品的毛利率短期内将持续提升。

风电叶片：

收入假设：随着下游风电装机需求稳健增长，预期公司风电叶片销量也将维持稳健增速，而价格端，短期内预计风机招标价格维持相对稳定水平，传导至上游叶片环节，叶片价格有望止跌企稳，测算未来五年该业务的CAGR在5%左右；

盈利能力假设：随大型叶片占比持续提升、出海以及风电高景气推动盈利改善，我们预测公司该业务毛利率将修复至16%-17%的中枢水平。

锂电池隔膜：

收入假设：受益于下游需求高景气，行业内隔膜需求维持较高增速，公司有望凭借自身优势保持市场份额的稳定，而从供给来看，行业内中短期新增产能释放相对有限，将支撑隔膜价格中枢上移，测算未来五年该业务的CAGR在20%以上；

盈利能力假设：受益于供需紧平衡，预计公司盈利能力将逐步修复，中期来看，单位盈利有望修复至0.4元/平米的中枢水平。

表2：公司整体业绩预测

中材科技	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	258.9	239.8	302.0	355.5	401.7	453.2	496.9	530.6
归母净利润(亿)	22.2	8.9	18.2	25.0	34.2	44.0	55.8	60.3
归母净利润增速(%)	-36.7	-59.9	103.7	37.2	37.2	28.4	26.9	8.1
经营性净利润(亿)	27.3	10.8	21.0	28.2	38.7	49.8	63.2	68.3
经营性净利润增速(%)	-25.6	-60.4	94.0	34.2	37.5	28.5	27.0	8.1
经营性归母净利润(亿)	22.4	8.6	18.3	24.8	34.1	43.8	55.6	60.1
经营性归母净利润增速(%)	-35.3	-61.7	112.8	35.7	37.5	28.5	27.0	8.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

风电叶片	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	94.7	85.7	126.0	132.2	136.2	144.4	150.2	156.2
收入增速(%)	45.7	-9.6	47.0	5.0	3.0	6.0	4.0	4.0
经营性净利润(亿)	7.2	3.0	6.5	6.9	8.4	9.9	11.0	11.5
经营性净利率(%)	7.6	3.6	5.2	5.3	6.2	6.8	7.3	7.4
经营性净利润增速(%)	38.3	-57.9	113.6	6.8	21.0	17.5	11.3	4.5
玻纤粗纱及制品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	66.8	69.2	76.5	86.4	90.6	94.7	98.9	102.4
收入增速(%)	-17.8	3.5	10.5	13.0	4.8	4.5	4.5	3.5
经营性净利润(亿)	6.9	2.9	7.6	9.6	10.5	11.5	12.1	12.6
经营性净利率(%)	10.3	4.3	9.9	11.1	11.6	12.1	12.3	12.4
经营性净利润增速(%)	-58.1	-57.1	158.1	26.6	9.1	9.5	5.5	4.3
锂电池隔膜	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	24.4	14.7	24.0	42.6	55.6	69.8	86.4	98.3
收入增速(%)	30.6	-39.8	63.3	77.8	30.4	25.5	23.9	13.8
经营性净利润(亿)	4.1	0.2	-0.2	1.8	5.1	9.7	17.8	21.1
经营性净利率(%)	16.9	1.4	-0.8	4.3	9.3	14.0	20.6	21.5
经营性净利润增速(%)	-10.2	-94.9	-185.5	1113.3	180.8	89.2	82.7	18.6
其他业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	65.9	62.1	63.0	65.1	66.7	68.1	69.5	70.9
收入增速(%)	43.1	-5.8	1.4	3.4	2.5	2.1	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	8.2	3.9	5.4	6.2	7.3	8.1	8.8	9.2
经营性净利率(%)	12.5	6.3	8.6	9.6	10.9	11.9	12.6	12.9
经营性净利润增速(%)	-1.0	-52.3	37.7	15.6	16.6	11.6	7.8	4.7
电子用玻纤纱及制品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	7.1	8.2	12.6	29.1	52.6	76.3	91.9	102.9
收入增速(%)	-29.6	16.4	53.0	131.3	81.1	44.9	20.5	11.9
经营性净利润(亿)	0.9	0.7	1.7	3.5	7.4	10.5	13.5	13.9
经营性净利率(%)	12.5	8.4	13.2	12.1	14.1	13.8	14.7	13.5
经营性净利润增速(%)	-60.4	-21.5	139.5	112.0	110.2	42.4	28.4	3.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
玻纤粗纱及制品	3.2%	中低	非常好	强	8.0%	16.64	12.7
电子用玻纤纱及制品	6.6%	中等	较好	较强	8.0%	16.25	14.7
风电叶片	3.3%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	13.5
锂电池隔膜	9.3%	中等	一般	较强	8.0%	14.63	20.9
其他业务	2.0%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	9.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
玻纤粗纱及制品 (亿)	48.8	144.2	193.1	-	23.2	7.0	176.9
电子用玻纤纱及制 品(亿)	-13.0	162.2	149.2	-	17.9	-	131.3
风电叶片(亿)	52.4	126.5	178.9	-	21.5	-	157.4
锂电池隔膜(亿)	4.8	208.1	213.0	-	25.6	-	187.4
其他业务(亿)	43.2	69.1	112.3	-	13.5	-	98.8
公司整体测算(亿)	136.3	710.1	846.4	-	101.7	7.0	751.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
玻纤粗纱及制品 (亿)	94.7	74.0	168.8	-	20.3	7.0	155.5
电子用玻纤纱及制 品(亿)	37.2	107.3	144.6	-	17.3	-	127.3
风电叶片(亿)	96.6	74.3	170.9	-	20.5	-	150.4
锂电池隔膜(亿)	74.6	146.2	220.8	-	26.5	-	194.3
其他业务(亿)	76.6	49.5	126.1	-	15.1	-	111.0
公司整体测算(亿)	379.7	451.4	831.1	-	99.7	7.0	738.4

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

中材科技估值确定性一般，主要因业务结构多元且周期错位，玻纤与风电叶片受行业周期波动影响显著，锂电池隔膜业务竞争长期存在，且多业务板块细分信息披露细致度有待提升。各板块景气度分化导致业绩预测难度加大，且各领域技术迭代加速，增加了长期盈利能见度的不确定性，行业竞争加剧或政策变动均会对经营指标形成明显扰动。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。