下载日志已记录，仅供内部参考

基础化工 | 化学纤维

非金融|首次覆盖报告

2026 年 08 月 14 日

皖维高新(600063.SH)

——多品类新材料放量可期，盈利有望持续增长

投资评级： 买入（首次）

证券分析师

李辉
SAC：S1350526010001
lihui01@huayuanstock.com
葛星甫
SAC：S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com
张峰
SAC：S1350525120003
zhangfeng03@huayuanstock.com
沈露瑶
SAC：S1350526060002
shenluyao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 08 月 12 日
收盘价（元）	6.10
一年内最高/最低（元）	9.02/4.91
总市值（百万元）	12,621.55
流通市值（百万元）	12,621.55
总股本（百万股）	2,069.11
资产负债率（%）	44.27
每股净资产（元/股）	4.09

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **PVA 全球头部企业，成本支撑下，公司盈利有望随 PVA 供需改善提升。**公司是国内产能最大、技术最先进、产业链最完整、产品品种最全的 PVA 系列产品生产商，PVA 产品产销量连续多年国内第一、世界前列。全球 PVA 需求整体呈现小幅温和增长态势，我国 PVA 产能约占全球 60%，行业集中度较高，近年来出口量保持增长。由于电石法 PVA 产能主导，加之 PVA 行业目前开工率处于相对高位，价格和库存处于相对低位，我们认为随着供需改善 PVA 价格有望触底回升，从而带动公司盈利提升。

- **偏光片国产化加速，皖维集团控股杉杉股份，PVA 光学膜放量确定性有望增强。**PVA 光学膜是偏光片核心膜材，全球供给被日本可乐丽、三菱化学垄断 95%以上。中国厂商以并购等形式扩张日韩厂商逐步退出的偏光片市场，随着偏光片国产化进程加速，我们预计上游 PVA 光学膜国产化进程有望随之加速。2026 年公司控股股东皖维集团成为杉杉股份控股股东，2025 年杉杉股份在大尺寸 LCD 偏光片的全球出货面积份额约 34%，我们预计未来公司 PVA 光学膜放量确定性将增强。

- **PVB 进口替代空间广阔，公司汽车膜、MLCC 树脂放量可期。**全球 PVB 树脂约 80%份额被跨国公司垄断，国内 PVB 树脂进口替代空间大。公司一体化优势明显，2024 年皖维集团收购山东明池玻璃后，公司汽车胶片已批量配套。此外，公司已成功开发多款 MLCC 用 PVB 树脂，产品经下游客户测试评价合格，技术指标达到国外竞品水平。AI 服务器驱动全球 MLCC 景气上行，公司 PVB 树脂有望打开新的成长曲线。

- **控股股东全额认购 23 亿元定增，彰显发展信心。**公司拟向控股股东皖维集团定向增发不超过 4.68 亿股、募集不超过 23 亿元用于年产 20 万吨乙烯法 PVA 及年产 3000 万平 PVA 光学膜项目。控股股东全额认购公司定增，充分彰显了其对公司长期价值的高度认可、对行业前景的看好以及对募投项目的全力支持。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.54/9.15/11.51 亿元，同比增速分别为 50.59%/39.96%/25.85%，当前股价对应的 PE 分别为 19/14/11 倍。我们选取圣泉集团、中国巨石、斯迪克为可比公司，公司深耕 PVA 行业，随着未来下游 PVA 光学膜、PVB 汽车膜、MLCC 用 PVB 树脂等新材料进口替代及需求放量，我们预计公司盈利增长有望加速，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示。产品价格波动；产品推广及客户开拓不及预期；产能投放不及预期。

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	8,030	8,012	8,942	9,733	11,088
同比增长率（%）	-2.82%	-0.22%	11.61%	8.85%	13.92%
归母净利润（百万元）	370	434	654	915	1,151
同比增长率（%）	8.20%	17.39%	50.59%	39.96%	25.85%
每股收益（元/股）	0.18	0.21	0.32	0.44	0.56
ROE（%）	4.41%	5.18%	7.43%	9.79%	11.50%
市盈率（P/E）	34.14	29.08	19.31	13.80	10.96

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

公司是国内产能最大、技术最先进、产业链最完整、产品品种最齐全的 PVA 系列产品生产商，后续新材料业务有望放量。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 89、97、111 亿元，对应同比增速分别为 11.61%、8.85%、13.92%。

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.54/9.15/11.51 亿元，同比增速分别为 50.59%/39.96%/25.85%，当前股价对应的 PE 分别为 19/14/11 倍。我们选取规模化量产电子级低介电 PPO 树脂的圣泉集团、全球玻纤与电子布的头部企业中国巨石、以及国内 MLCC 离型膜头部厂商斯迪克作为可比公司。考虑到公司深耕 PVA 行业，随着未来下游 PVA 光学膜、PVB 汽车膜、MLCC 用 PVB 树脂等新材料进口替代及需求放量，预计公司盈利增长有望加速，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

收入预测方面，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 89、97、111 亿元，对应同比增速分别为 11.61%、8.85%、13.92%。分业务来看，我们预计公司聚乙烯醇板块 2026-2028 年营业收入分别为 30、38、46 亿元；醋酸甲酯板块 2026-2028 年营业收入分别为 13、13、13 亿元；PVB 中间膜板块 2026-2028 年营业收入分别为 2、3、3 亿元；PVA 光学膜板块 2026-2028 年营业收入分别为 1、4、6 亿元。

毛利率方面，我们预计 2026-2028 年公司整体毛利率分别为 16.52%、18.86%、20.03%；费用率方面，我们假设 2026-2028 年公司销售费用率分别为 0.50%、0.50%、0.50%；管理费用率分别为 3.30%、3.30%、3.30%；研发费用率分别为 4.90%、4.90%、4.90%。

投资逻辑要点

PVA 行业目前开工率处于相对高位，价格和库存处于历史相对低位，我们认为随着供需改善，PVA 价格有望触底回升，从而带动公司盈利提升。此外，公司 PVA 光学膜、PVB 产品进口替代空间广阔，且 AI 算力拉动 MLCC 需求增长，有望带动公司 MLCC 用 PVB 树脂需求扩容。作为全球 PVA 产业头部企业，我们预计公司盈利增长有望加速。

核心风险提示

产品价格波动；产品推广及客户开拓不及预期；产能投放不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 深耕产业链的 PVA 行业头部企业 6
2. 聚乙烯醇：供需改善，盈利有望提升 7
3. 新材料：下游延伸，进口替代空间大 10
3.1. PVA：偏光片关键材料，国产化有望加速 10
3.2. PVB 中间膜：进口替代空间大 12
3.3. MLCC 用 PVB 树脂：下游需求快速增长 13
4. 大股东定增彰显发展信心 16
5. 盈利预测与评级 17
5.1. 盈利预测 17
5.2. 投资建议 17
6. 风险提示 18

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 公司五大产业链布局 6
图表 2： 公司近几年收入利润走势 6
图表 3： 2025 年公司毛利构成 6
图表 4： 公司研发费率保持高位 7
图表 5： 公司研发人员占比稳步提升 7
图表 6： 2025 年中国 PVA 需求结构 7
图表 7： 2022-2025 年 PVA 开工率持续提升 7
图表 8： 近两年国内 PVA 需求逐步回升 8
图表 9： 近几年 PVA 出口保持增长 8
图表 10： 2025 年中国 PVA 供给集中度较高 8
图表 11： 2025 年中国 PVA 以电石法工艺为主 8
图表 12： PVA 价格已降至历史低位 9
图表 13： PVA 厂家库存处于历史低位 9
图表 14： 电石原料兰炭和动力煤价格企稳回升 9
图表 15： 乙烯法 PVA 价差高于电石法 9
图表 16： 华东乙烯及电石价格走势 9
图表 17： 中国乙烯产能快速增长 9
图表 18： 偏光片结构示意图 10
图表 19： 全球偏光片产量有望小幅增长 10
图表 20： 日韩偏光片企业持续退出 11
图表 21： 偏光片成本构成 11
图表 22： 全球 PVA 光学薄膜供给高度集中于日本企业 11
图表 23： 公司 PVA 光学膜销量快速增长 12
图表 24： 近两年公司 PVA 光学膜收入和毛利率快速提升 12
图表 25： PVB 中间膜结构示意图 12
图表 26： 2025 年中国 PVB 膜需求构成 12
图表 27： 2021-2025 年中国汽车产量持续小幅增长 13
图表 28： 2020-2024 年中国光伏玻璃产量保持较快增长 13
图表 29： 近年来公司 PVB 膜收入及毛利率情况 13

下载日志已记录，仅供内部参考

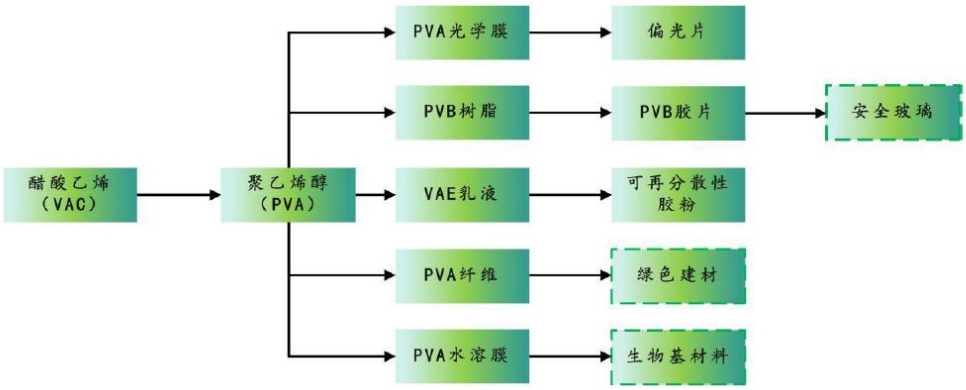
图表 30： MLCC 结构示意图 14
图表 31： 2024 年全球 MLCC 下游需求结构 14
图表 32： 全球 MLCC 市场保持快速增长 15
图表 33： 2024 年中国 MLCC 行业竞争格局（按 2024 年 MLCC 营收计） 15
图表 34： 重组后海螺集团成为皖维高新间接控股股东 16
图表 35： 杉杉股份偏光片产量持续增长 17
图表 36： 杉杉股份偏光片收入和毛利率 17
图表 37： 可比公司估值表 18

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 深耕产业链的 PVA 行业头部企业

公司是中国聚乙烯醇（PVA）行业头部企业，产能规模位居世界前列。公司以创新驱动和深化改革为抓手，围绕 PVA 打造“五大产业链”，根据公司公告，公司是国内产能最大、技术最先进、产业链最完整、产品品种最齐全的 PVA 系列产品生产商。

图表 1：公司五大产业链布局

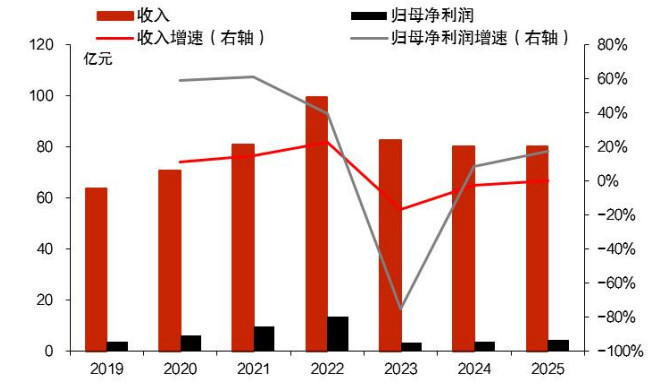


资料来源：公司公告、华源证券研究所

公司 PVA 产销量连续多年位居国内第一、世界前列，产品远销全国各地及欧洲、美洲、非洲、东南亚等 40 余国家及地区。同时，公司是中国大陆地区率先实现 PVA 光学薄膜批量生产销售的企业，高强高模 PVA 纤维的产销量位居国内行业第一，汽车级 PVB 树脂及胶片生产技术位居国内前列，生物质 PVA 生产技术全国唯一，可再分散性乳胶粉产品国内外市场份额持续提升。

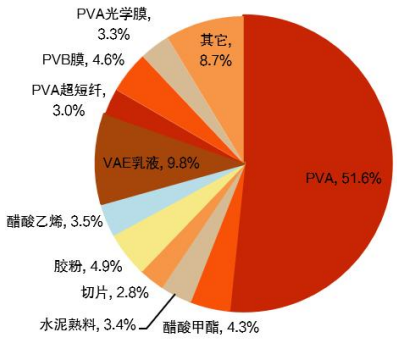
2019 年到 2025 年，公司的营业收入从 63.56 亿元增长至 80.12 亿元，CAGR 约为 3.9%，归母净利润由 3.85 亿元增长至 4.34 亿元，CAGR 约为 2.0%。其中，PVA 及相关产品（VAE 乳液、可分散胶粉、PVA 超短纤、PVA 膜和 PVB 膜）是公司盈利主要来源，2025 年毛利占比 80%。

图表 2：公司近几年收入利润走势



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 3：2025 年公司毛利构成

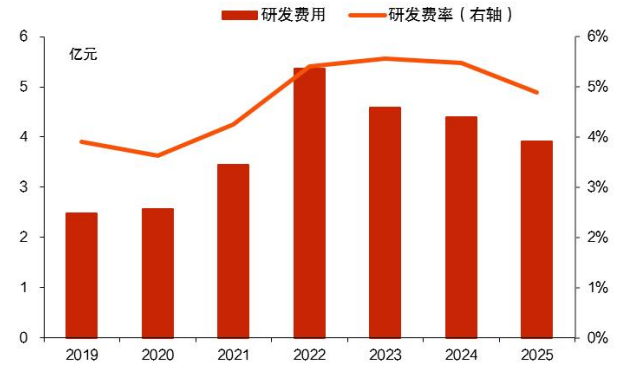


资料来源：wind，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

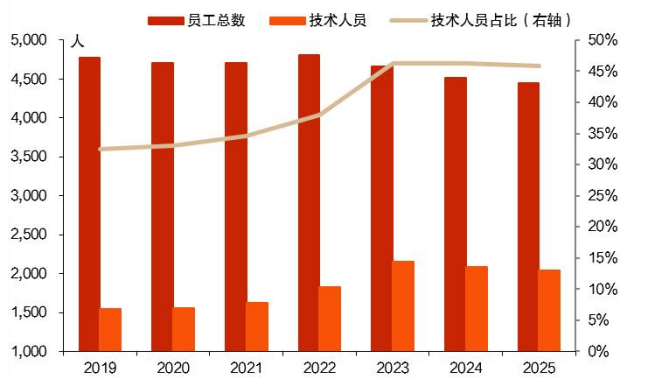
内部挖潜，重视研发。2019 年至 2025 年公司 PVA 产量由 23.74 万吨增长至 30.64 万吨，员工总数由 4768 人降至 4451 人，技术人员占比由 32.45%提升至 45.9%，研发费用率由 3.9%提升至 5%左右。

图表 4：公司研发费率保持高位



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：公司研发人员占比稳步提升

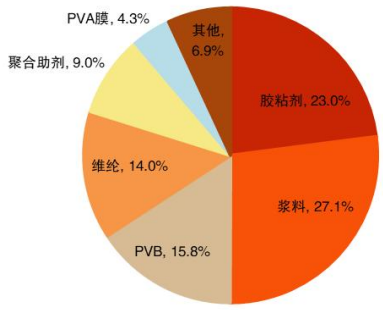


资料来源：wind，华源证券研究所

2. 聚乙烯醇：供需改善，盈利有望提升

聚乙烯醇（PVA）是一种高分子聚合物，由醋酸乙烯（VAC）经聚合、醇解而制成，具有较好的粘接性、成膜性、耐油性、胶体保护性，还具备高分子材料中少有的无污染、可降解特性。下游应用领域主要包括合成维尼纶纤维、制作粘合剂、纺织浆料、造纸等方面，随着新技术、新工艺、新用途的不断应用和发掘，在安全玻璃（建筑及汽车玻璃）、液晶显示、可降解材料、医药医疗、绿色建材、复合增强纤维、高分子聚合助剂等领域也有着广泛的应用前景。

图表 6：2025 年中国 PVA 需求结构



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

图表 7：2022-2025 年 PVA 开工率持续提升



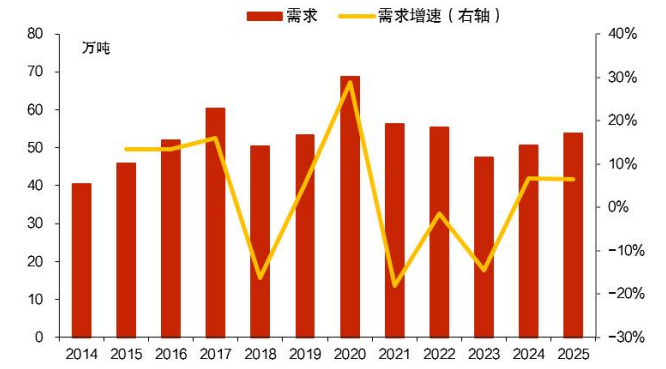
资料来源：中国化纤工业协会，华源证券研究所

根据卓创资讯数据，2025 年 PVA 下游消费以胶粘剂、浆料、PVB、维纶为主。全球金融危机过后，受粘合剂、纺织浆料等传统下游行业景气度偏低，叠加部分应用领域面临替代产品冲击等因素影响，全球 PVA 消费市场整体保持平稳，呈现小幅温和增长态势。2021 年以来，在 PVB、光学膜、高强高模纤维等高端应用领域增长的驱动下，行业进入总量增长、结构持续升级新阶段。根据中国化学纤维工业协会统计，2023 年全球主要地区 PVA 消费总

下载日志已记录，仅供内部参考

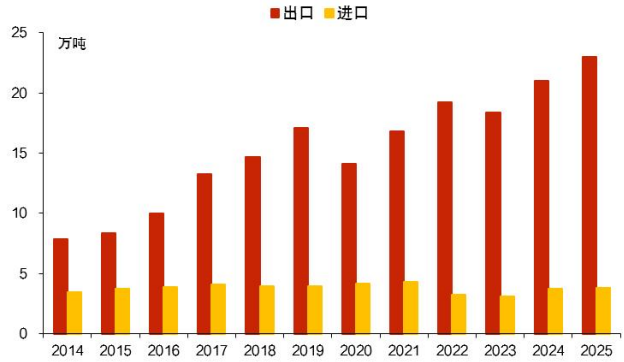
量为 121.7 万吨，预计 2023-2028 年，全球主要地区 PVA 消费量将以年均约 4.79%的速度增长，到 2028 年总消费量将达到约 153.8 万吨。

图表 8：近两年国内 PVA 需求逐步回升



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

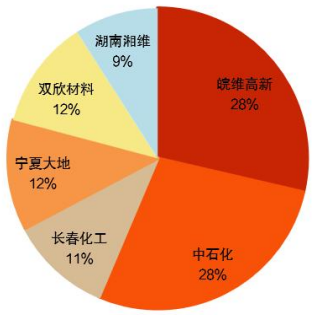
图表 9：近几年 PVA 出口保持增长



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

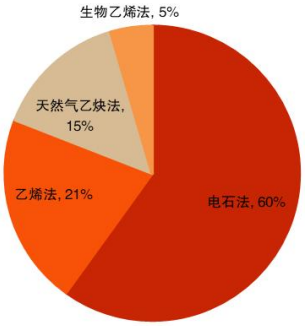
根据皖维高新 2026 年 7 月公告，全球聚乙烯醇生产主要集中在中国、日本、美国等少数国家和地区，当前总装置产能约 185 万吨，其中亚太地区是主要生产地区，占世界总产量 80%以上。我国聚乙烯醇产能 110.1 万吨，约占全球总产能的 60%。其中，国内 PVA 产能又以电石乙炔法工艺为主。

图表 10：2025 年中国 PVA 供给集中度较高



资料来源：中国化学纤维工业协会，华源证券研究所

图表 11：2025 年中国 PVA 以电石法工艺为主



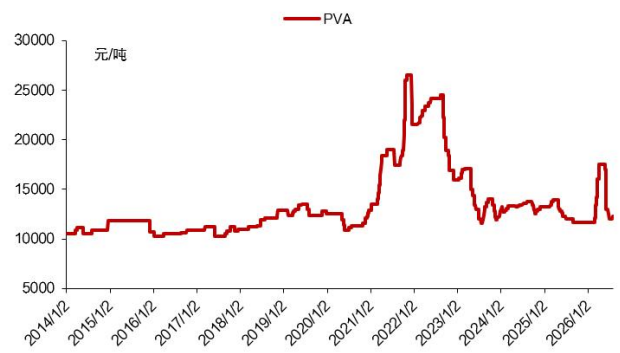
资料来源：中国化学纤维工业协会，华源证券研究所

近年来，国内聚乙烯醇行业落后产能有序退出，行业总产量与开工率整体呈提升态势。2021 年，受多重因素影响，国内聚乙烯醇行业开工率有所回落；2022 年至 2025 年，行业开工率逐步回升，2025 年行业开工率接近 80%。

根据卓创资讯数据，截至 2026 年 7 月 30 日 PVA 市场均价约为 1.2 万/吨左右，已经降至历史相对低位。厂家库存 5600 吨，同样处于历史相对低位。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 12：PVA 价格已降至历史低位



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

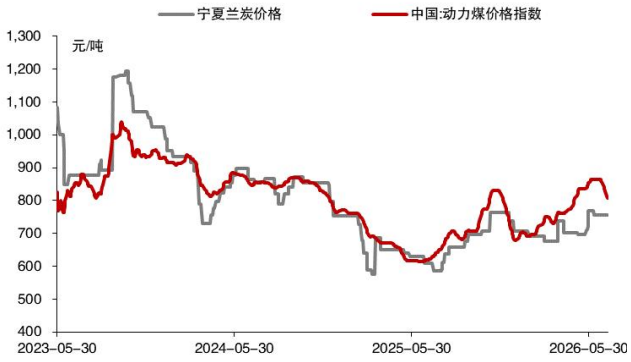
图表 13：PVA 厂家库存处于历史低位



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

根据中国能源网，电石作为典型的高能耗、高耗煤产业，单位产品耗电量高达 3000 千瓦时，在能源消费双控政策持续强化的背景下，新增产能审批门槛高，仅允许现有企业通过技改升级或产能置换实现少量增量。2025 年 8 月以来电石原料兰炭和动力煤价格震荡上行，电石行业亏损，我们认为电石价格或相对易涨难跌。由于电石法 PVA 产能主导，加之 PVA 行业目前开工率处于相对高位，价格和库存处于历史相对低位，我们认为随着供需改善，PVA 价格有望触底回升。

图表 14：电石原料兰炭和动力煤价格企稳回升



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 15：乙烯法 PVA 价差高于电石法



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

图表 16：华东乙烯及电石价格走势



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

图表 17：中国乙烯产能快速增长



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

与电石法工艺相比，乙烯法 PVA 采用石油化工精制原料，具备杂质含量极低、产品纯净度高、光学性能突出等显著优势。在国内乙烯产能快速提升的背景下，近年来乙烯价格持续下降，乙烯法 PVA 的制造成本显著降低，市场竞争力大幅增强，叠加乙烯法 PVA 在产品品质、绿色低碳方面的突出优势，乙烯法 PVA 迎来发展机遇期。

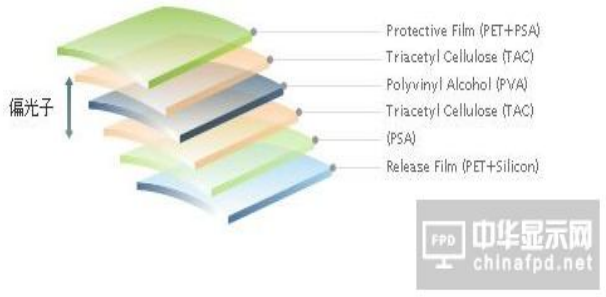
根据公司 2025 年报，公司是目前国内产能最大、技术最先进、产业链最完整、产品品种最全的 PVA 系列产品生产商。PVA 产销量连续多年位居国内第一、世界前列，国内和出口市场占有率分别保持在 40%和 25%以上。为顺应行业发展趋势，公司公告投资建设位于江苏盐城滨海县 20 万吨/年乙烯法功能性聚乙烯醇树脂项目。项目建成后，有利于公司加快 PVA 产业的高端化、绿色化转型趋势，并将进一步提升公司在 PVA 领域的核心竞争力。

3. 新材料：下游延伸，进口替代空间大

3.1. PVA：偏光片关键材料，国产化有望加速

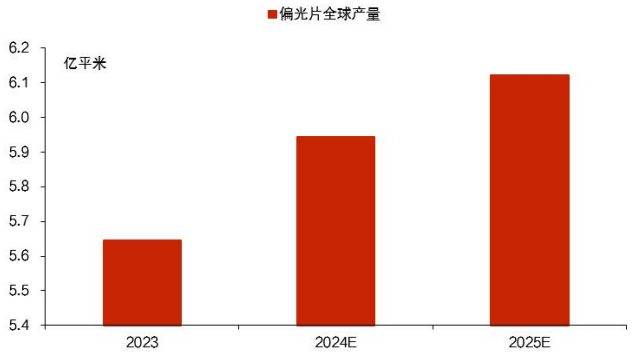
偏光片行业作为全球显示产业链的核心环节，近年来呈现出稳健的增长态势。据矢野经济研究所预测，2025 年全球偏光片生产量或达 6.12 亿平方米，同比增长 3.0%。偏光片业务具有较高的技术、资金、认证等行业壁垒，且市场集中度高，根据杉杉股份 2025 年报，目前全球偏光片产能主要集中在杉金光电、恒美光电、住友化学、日东电工等主要偏光片厂商。

图表 18：偏光片结构示意图



资料来源：中华显示网，华源证券研究所

图表 19：全球偏光片产量有望小幅增长

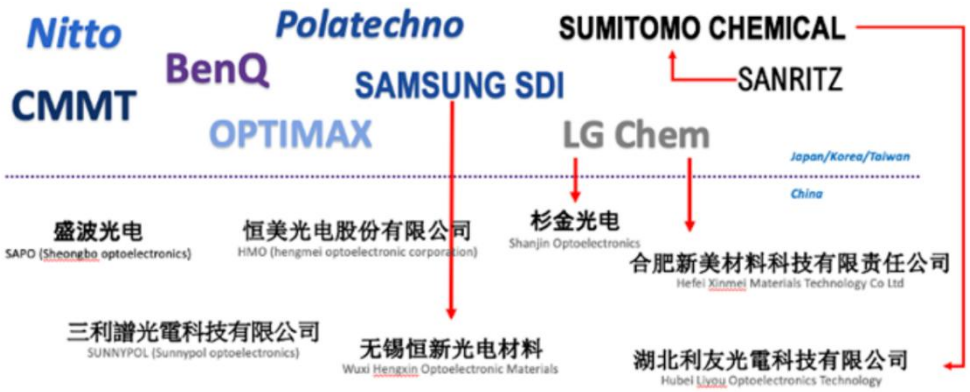


资料来源：矢野经济研究所，华源证券研究所

随着日韩厂商逐步缩减产能或退出偏光片市场，中国厂商以并购等形式进行扩张，偏光片行业迎来了产业重构，产能加速向中国大陆地区聚集。根据 CINNO Research 提供的数据，2025 年中国（含中国台湾地区）偏光片厂商产能占全球偏光片总产能的比例为 68%，预计产能整合完成后，这一比例将达到 75%。

下载日志已记录，仅供内部参考

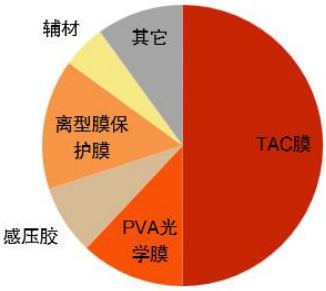
图表 20：日韩偏光片企业持续退出



资料来源：Omdia、华源证券研究所

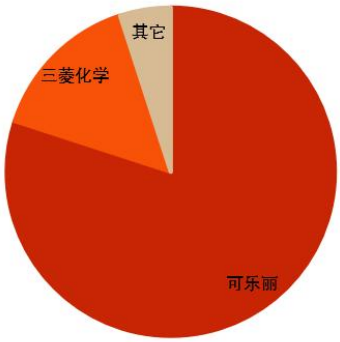
偏光片上游光学材料有 TAC 膜、PVA 光学膜、感压胶、保护膜和离型膜等，PVA 光学薄膜是液晶显示关键材料偏光片的核心膜材，占偏光片成本约 12%左右。

图表 21：偏光片成本构成



资料来源：化工信息周刊，华源证券研究所

图表 22：全球 PVA 光学薄膜供给高度集中于日本企业



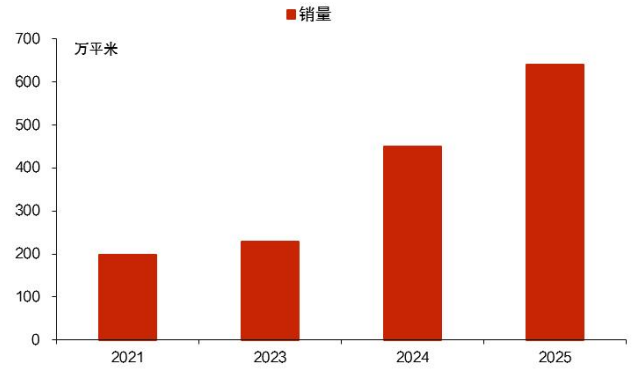
资料来源：皖维高新公告，华源证券研究所

全球 PVA 光学薄膜供给高度集中于日本企业，其中日本可乐丽、三菱化学两大企业占据全球 95%以上的产能及市场份额，形成垄断地位。可乐丽约占全球产能的 70%-80%，三菱化学占据 15%-20%的产能，两家企业主导全球产品定价、技术迭代及市场供给格局。随着偏光片国产化进程加速，我们预计偏光片上游关键材料 PVA 光学膜国产化进程有望随之加速。

根据皖维高新公告，中国大陆内仅有皖维高新、川维化工具备 PVA 光学薄膜量产能力，市场占有率不足 5%，远无法满足国内庞大的市场需求。皖维高新牵头承担 2024 年重点新材料研发及应用国家科技重大专项“PVA 光学膜工业化成套技术开发”，成功突破“PVA-PVA 光学薄膜-偏光片”全链条技术瓶颈，实现“卡脖子”材料 PVA 光学薄膜国产化替代；同时公司与国内装备制造商共同研制了 PVA 光学薄膜用大尺寸超镜面流延辊筒，实现核心关键设备国产化。公司现已实现窄幅 PVA 光学膜量产，在建的年产 2 千万平米 TFT 偏光片用宽幅 PVA 光学薄膜项目即将投产，同时根据公司 2026 年定增公告募投项目拟建一条年产 1300 万平米、幅宽 4.8 米生产线，一条年产 1700 万平米幅宽 5.7 米生产线。公司 PVA 光学膜已配套盛波光电、三利谱等主流偏光片企业，销量快速增长。2025 年 PVA 光学膜实现收入 7212 万元，同比增长 34.2%，销售 639 万平同比增长 42.1%，毛利率 47.5%同比提升 24 个百分点。

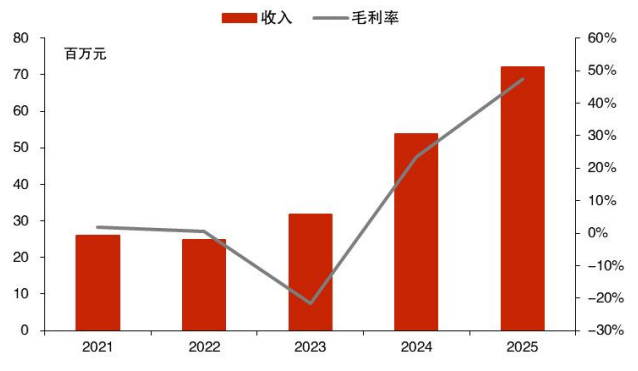
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 23：公司 PVA 光学膜销量快速增长



资料来源：公司公告、公司公开投资者调研纪要，华源证券研究所

图表 24：近两年公司 PVA 光学膜收入和毛利率快速提升

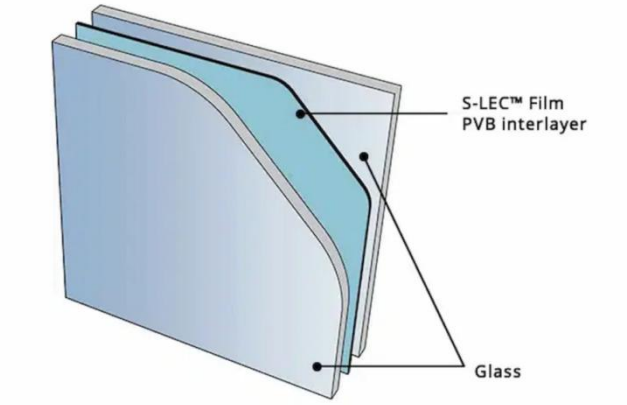


资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. PVB 中间膜：进口替代空间大

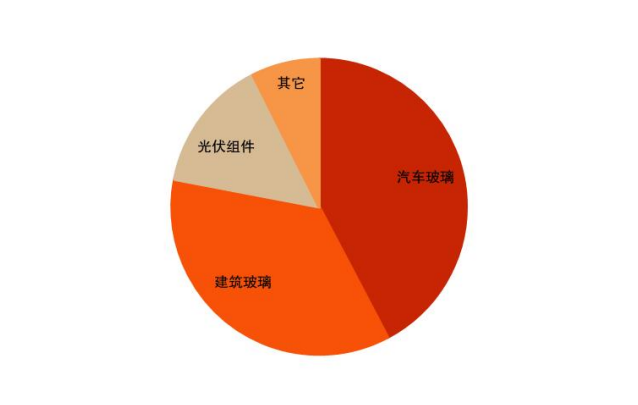
PVB 中间膜是由 PVB 树脂经增塑剂塑化、挤出流延成型的一种高分子材料薄膜，也称作 PVB 膜片。PVB 中间膜是生产夹层玻璃必不可少的原料，夹层玻璃具备的安全可靠、透明度可控、隔音、隔热、抗紫外线等性能均需要依赖于 PVB 中间膜实现。

图表 25：PVB 中间膜结构示意图



资料来源：积水化学，华源证券研究所

图表 26：2025 年中国 PVB 膜需求构成



资料来源：GEP Research，华源证券研究所

据 GEP Research 统计，全球 PVB 薄膜市场在 2025 年市场规模估算达到 28.7 亿美元，较 2024 年增长 5.1%。受益于汽车安全玻璃、建筑夹层玻璃及光伏封装材料的需求增长，预计至 2030 年有望达到 44.6 亿美元。2025 年国内 PVB 市场需求方面，汽车玻璃领域占比约 42.3%，建筑安全玻璃占 35.7%，光伏组件封装用膜快速上升至 14.6%，其余为电子、防弹等特种领域。

高质量的 PVB 树脂粉需要高分子量的 PVA 树脂作为原料，而高分子量的 PVA 树脂却很难与丁醛充分、均匀地反应，导致产出合格 PVB 树脂粉的难度较高，因此 PVB 树脂粉的生产对技术水平、生产设备和流程把控方面都有很高的要求，导致行业内只有少数企业能够生产高质量的 PVB 树脂粉。根据公司 2025 年年报，PVB 树脂全球 80%的市场份额被美国首诺、

下载日志已记录，仅供内部参考

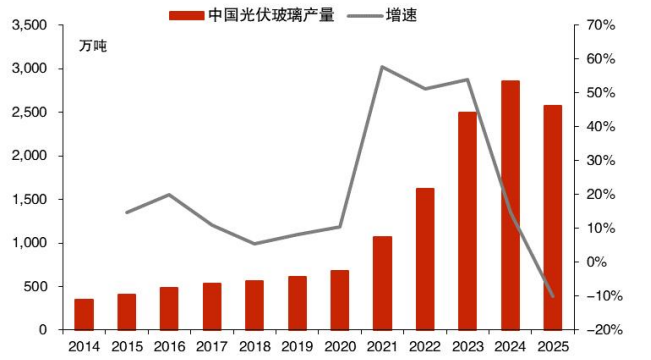
日本积水化学、美国杜邦和日本可乐丽四家企业占据。我国 PVB 树脂的生产企业规模偏小，品质一般，多用在建筑领域。

图表 27：2021-2025 年中国汽车产量持续小幅增长



资料来源：wind，华源证券研究所

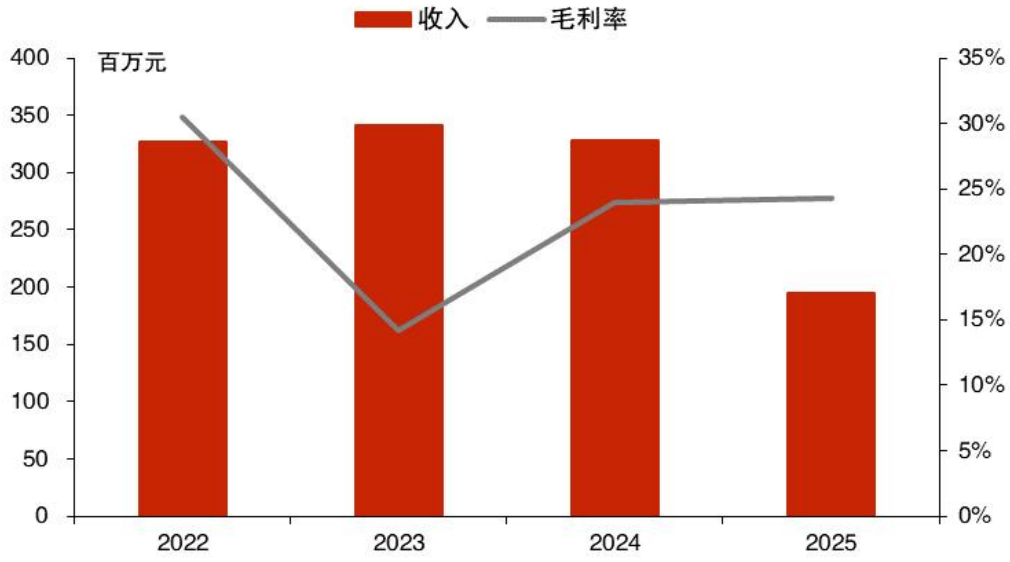
图表 28：2020-2024 年中国光伏玻璃产量保持较快增长



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

公司一体化优势明显，PVB 汽车膜放量可期。公司具有 PVA-PVB 树脂-PVB 膜产业链一体化优势。2024 年 10 月，皖维集团全资收购山东明池玻璃，皖维皕盛的汽车胶片经验证，已大批量用于明池商用车玻璃。2025 年，公司 PVB 汽车膜销量和销售收入分别实现了 166%和 92%的高增长。

图表 29：近年来公司 PVB 膜收入及毛利率情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.3. MLCC 用 PVB 树脂：下游需求快速增长

PVB 树脂对玻璃、金属等多种基材具有优异的粘接性，还具有出色的有机和无机物分散性，以及极高的透明性。因此被广泛应用于层压陶瓷电容器 MLCC、氧化铝芯片电阻器等陶瓷用粘结剂、涂料与油墨用粘结剂、分散剂等。

下载日志已记录，仅供内部参考

MLCC 作为电子电路中实现滤波、去耦、旁路、耦合、储能与振荡等核心功能的被动元器件，素有“电子工业大米”之称。MLCC 具有容体比大、结构致密、介质损耗小等优点，下游应用较为广泛，包括消费电子、汽车电子、航天航空、船舶、武器装备、医疗设备、轨道交通等各行业。

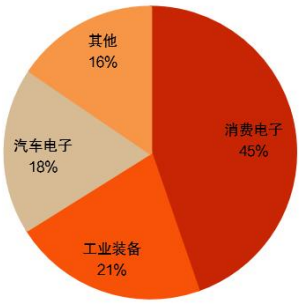
据弗若斯特沙利文数据，2024 年全球 MLCC 下游市场中，消费电子、工业装备与汽车电子三大领域的产品份额占比分别为 44.7%、21.4%与 18.4%；全球 MLCC 市场近年来持续扩张，市场规模从 2020 年的 853 亿元增长至 2024 年的 1093 亿元；展望未来，全球 MLCC 市场将保持良好增长势头，弗若斯特沙利文预计至 2029 年全球 MLCC 市场规模将达 1542.2 亿元。中国是全球 MLCC 市场的重要增长引擎。得益于中国在智能终端、AI 服务器、新能源汽车等领域的强劲需求带动，中国 MLCC 市场增长较快，从 2020 年的 360.2 亿元增长至 2024 年的 559.1 亿元；弗若斯特沙利文预计至 2029 年中国 MLCC 市场规模将达 823.6 亿元。

图表 30：MLCC 结构示意图



资料来源：微容科技招股书，华源证券研究所

图表 31：2024 年全球 MLCC 下游需求结构

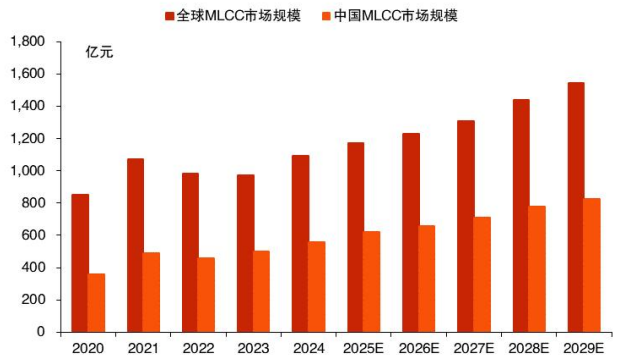


资料来源：Frost & Sullivan，华源证券研究所

根据弗若斯特沙利文数据，2024 年中国 MLCC 市场仍由日韩厂商主导，村田与三星电机合计占据超过 50%的份额，太阳诱电、TDK 等亦占据较高份额；与此同时，微容科技、三环集团、风华高科等中国大陆领先厂商正加速崛起，中国大陆企业（如三环集团、风华高科）加速技术突破，根据斯迪克 2025 年报，国产化率已提升至 22%，国内自给率目标 2026 年达 35%。

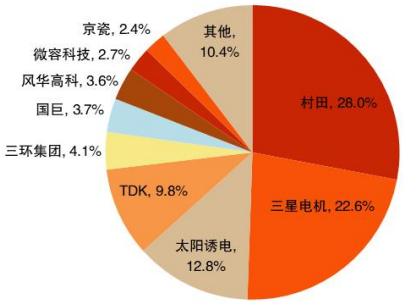
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 32：全球 MLCC 市场保持快速增长



资料来源：Frost & Sullivan，华源证券研究所

图表 33：2024 年中国 MLCC 行业竞争格局(按 2024 年 MLCC 营收计)



资料来源：Frost & Sullivan，华源证券研究所

配方粉是制造 MLCC 的关键基础材料，主要由钛酸钡等粉体作为基础成分，并添加了多种改性添加剂以提升其性能。据共研网统计，2025 年中国 MLCC 配方粉需求量预计约 3 万吨。

根据上证 e 互动，公司已成功开发多款电子陶瓷 MLCC 用 PVB 树脂，产品经下游客户测试评价合格，技术指标达到国外竞品水平。此外，公司还承担了安徽省重点研发计划项目“多层陶瓷电容器（MLCC）用聚乙烯醇缩丁醛（PVB）树脂研发”，相关技术研发和产业化工作持续推进。

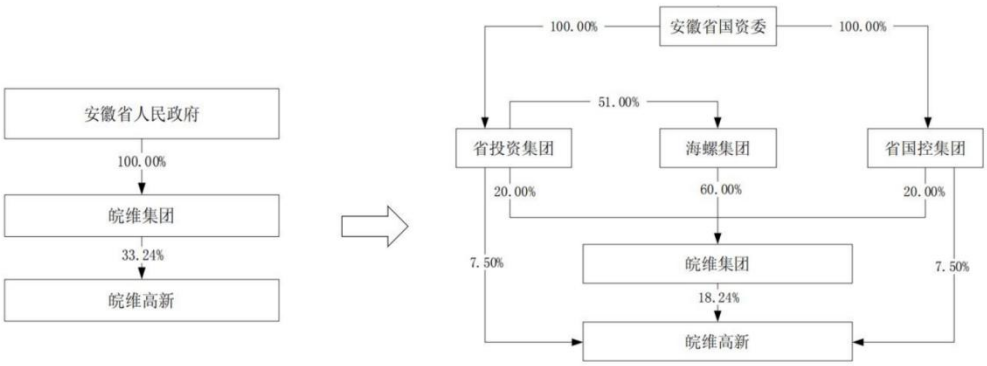
下载日志已记录，仅供内部参考

4. 大股东定增彰显发展信心

公司 2026 年 2 月 6 日公告皖维集团重组方案：1、皖维集团将持有皖维高新 15%的股份等比例分别无偿划转至安徽省投资集团、安徽省国有资本运营控股集团（以下简称省投资集团、省国控集团）；2、前述股份无偿划转完成后，安徽海螺集团以现金 49.98 亿元对皖维集团进行增资，增资完成后海螺集团持有皖维集团 60%的股权；3、安徽省人民政府将持有的皖维集团 40%股权等比例分别无偿划转至省投资集团、省国控集团持有。根据公司 2026 年 8 月 10 日发布的《关于间接控股股东变更完成的公告》，皖维集团已完成海螺集团增资及省投资集团、省国控集团股权无偿划转的工商变更登记。当前海螺集团持有皖维集团 60%股权，为皖维集团控股股东，省投资集团、省国控集团各持有皖维集团 20%股权；皖维集团持有皖维高新 18.24%股份，仍为皖维高新控股股东，省投资集团、省国控集团各持有皖维高新 7.5%股份，且与海螺集团构成一致行动人，因此海螺集团合计拥有皖维高新 33.24%的表决权股份，成为皖维高新间接控股股东，皖维高新的实控人仍为安徽省国资委。

为解决与海螺集团的同业竞争，公司 2026 年 7 月 3 日公告，拟将本部的水泥及矿山分厂和子公司蒙维科技的水泥分厂相关资产及负债价值出售给海螺建材，交易总价 6.19 亿元（最高不超过 6.91 亿元）。我们认为，重组后公司控股股东实力有望进一步提升，出售水泥资产可以让公司更好聚焦于 PVA 产业链核心业务，提升经营效率。

图表 34：重组后海螺集团成为皖维高新间接控股股东

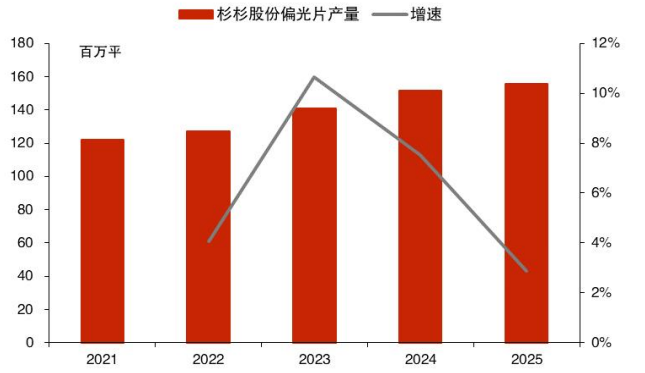


资料来源：公司公告、华源证券研究所

根据杉杉股份公告，皖维集团以 49.87 亿元向杉杉股份全资子公司朋泽贸易与杉杉股份控股股东杉杉集团（以下合称“债务人”）收购 13.5%的杉杉股份股权，截至 2026 年 6 月 18 日，债务人所持股权已划转至皖维集团名下。债务人已与皖维集团签署《一致行动协议》，将其所持杉杉股份剩余 8.38%股权的全部表决权与皖维集团保持一致行动。至此，皖维集团合计控制杉杉股份 21.88%股份表决权，成为其控股股东，安徽省国资委成为杉杉股份实际控制人。根据 CINNO Research 数据，2025 年杉杉股份在大尺寸 LCD 偏光片的全球出货面积份额约 34%，持续保持全球第一。我们认为，皖维集团控股杉杉股份，有助于加速皖维高新 PVA 光学膜销量增长。

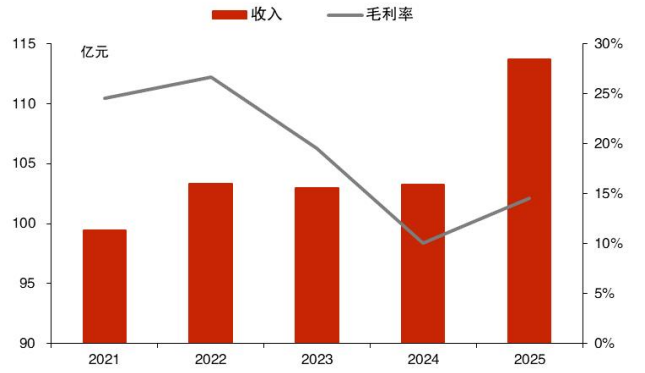
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 35：杉杉股份偏光片产量持续增长



资料来源：杉杉股份公告，华源证券研究所

图表 36：杉杉股份偏光片收入和毛利率



资料来源：杉杉股份公告，华源证券研究所

为把握乙烯法 PVA 产业发展趋势和 PVA 光学膜进口替代的机遇，公司拟向大股东皖维集团定向增发不超过 4.68 亿股，募集不超过 23 亿元用于 20 万吨/年乙烯法功能性聚乙烯醇树脂项目和年产 3000 万平方米高世代面板用聚乙烯醇（PVA）光学薄膜项目建设。控股股东全额认购公司定增，充分彰显了其对公司长期价值的高度认可、对行业前景的看好以及对募投项目的全力支持。

5. 盈利预测与评级

5.1. 盈利预测

收入预测方面，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 89、97、111 亿元，对应同比增速分别为 11.61%、8.85%、13.92%。分业务来看，我们预计公司聚乙烯醇板块 2026-2028 年营业收入分别为 30、38、46 亿元；醋酸甲酯板块 2026-2028 年营业收入分别为 13、13、13 亿元；PVB 中间膜板块 2026-2028 年营业收入分别为 2、3、3 亿元；PVA 光学膜板块 2026-2028 年营业收入分别为 1、4、6 亿元。

毛利率方面，我们预计 2026-2028 年公司整体毛利率分别为 16.52%、18.86%、20.03%；费用率方面，我们假设 2026-2028 年公司销售费用率分别为 0.50%、0.50%、0.50%；管理费用率分别为 3.30%、3.30%、3.30%；研发费用率分别为 4.90%、4.90%、4.90%。

5.2. 投资建议

公司是国内产能最大、技术最先进、产业链最完整、产品品种最齐全的 PVA 系列产品生产商，后续新材料业务增长有望贡献增量。基于前述假设，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.54/9.15/11.51 亿元，同比增速分别为 50.59%/39.96%/25.85%，当前股价对应的 PE 分别为 19/14/11 倍。我们选取规模化量产电子级低介电 PPO 树脂的圣泉集团、全球玻纤与电子布的头部企业中国巨石、以及国内 MLCC 离型膜头部厂商斯迪克作为可比公司。

下载日志已记录，仅供内部参考

考虑到公司深耕 PVA 行业，随着未来下游 PVA 光学膜、PVB 汽车膜、MLCC 用 PVB 树脂等新材料进口替代及需求放量，预计公司盈利增长有望加速，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 37：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS			PE			PB
			26E	27E	28E	26E	27E	28E	
605589.SH	圣泉集团	41.55	1.61	1.98	2.45	25.83	20.98	16.97	3.22
600176.SH	中国巨石	43.31	1.51	1.82	2.01	28.66	23.76	21.52	5.37
300806.SZ	斯迪克	49.9	0.35	0.79	1.23	143.14	63.39	40.66	13.54
	可比公司平均值					65.88	36.04	26.39	7.38
600063.SH	皖维高新	6.1	0.32	0.44	0.56	19.31	13.80	10.96	1.49

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币，可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，皖维高新盈利预测来自华源证券研究所，截至 2026 年 8 月 12 日收盘价，PB 来自 ifind

6. 风险提示

1、产品价格波动。公司产品价格受上游原材料成本、行业供需格局及市场竞争等多重因素影响。若主要原材料价格大幅波动，或行业新增产能集中释放导致供给阶段性过剩，公司相关产品的价格及毛利率可能承压，进而影响盈利能力。

2、产品推广及客户开拓不及预期。公司积极布局高世代面板用 PVA 光学膜等新材料产品，持续优化产品结构。上述产品市场技术门槛高、客户认证周期长，若公司产品推广、客户开拓、产品导入或认证进度低于预期，相关高端产品的放量节奏可能慢于预期。

3、产能投放不及预期。若公司产能投放进度、达产爬坡不及预期，可能制约公司对下游快速增长需求的供给能力，影响业绩兑现。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	543	626	681	776
应收票据及账款	1,379	1,556	1,694	1,930
预付账款	156	234	255	290
其他应收款	4	144	157	179
存货	938	1,005	1,063	1,194
其他流动资产	1,921	1,533	1,669	1,901
流动资产总计	**4,941**	**5,098**	**5,519**	**6,270**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5,821	6,200	6,799	6,697
在建工程	1,158	929	275	250
无形资产	423	417	435	446
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	3,355	3,385	3,379	3,379
非流动资产合计	**10,757**	**10,931**	**10,889**	**10,772**
资产总计	**15,698**	**16,029**	**16,408**	**17,041**
短期借款	4,909	4,378	4,095	3,798
应付票据及账款	1,164	1,455	1,540	1,729
其他流动负债	505	682	725	817
流动负债合计	**6,578**	**6,515**	**6,360**	**6,344**
长期借款	13	13	13	13
其他非流动负债	589	589	589	589
非流动负债合计	**602**	**602**	**602**	**602**
负债合计	**7,180**	**7,117**	**6,962**	**6,946**
股本	2,069	2,069	2,069	2,069
资本公积	1,755	1,755	1,755	1,755
留存收益	4,562	4,968	5,518	6,188
归属母公司权益	8,386	8,793	9,342	10,013
少数股东权益	132	120	103	82
股东权益合计	**8,518**	**8,912**	**9,446**	**10,095**
负债和股东权益合计	**15,698**	**16,029**	**16,408**	**17,041**

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**8,012**	**8,942**	**9,733**	**11,088**
营业成本	**6,997**	**7,465**	**7,897**	**8,867**
税金及附加	56	62	67	77
销售费用	47	45	49	55
管理费用	282	295	321	366
研发费用	392	438	477	543
财务费用	-94	71	63	57
资产减值损失	-3	0	-1	-1
信用减值损失	8	8	9	10
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	30	26	26	26
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	36	36	36	36
其他收益	95	102	102	102
营业利润	**499**	**739**	**1,032**	**1,297**
营业外收入	5	6	6	6
营业外支出	12	11	11	11
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**491**	**734**	**1,027**	**1,292**
所得税	57	92	129	162
净利润	**434**	**642**	**898**	**1,130**
少数股东损益	0	-12	-17	-21
归属母公司股东净利润	**434**	**654**	**915**	**1,151**
EPS(元)	0.21	0.32	0.44	0.56

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	434	502	759	991
折旧与摊销	547	586	642	668
财务费用	-94	71	63	57
投资损失	-30	-26	-26	-26
营运资金变动	-496	394	-237	-375
其他经营现金流	-26	123	123	123
经营性现金净流量	**335**	**1,649**	**1,324**	**1,437**
投资性现金净流量	**-551**	**-718**	**-558**	**-508**
筹资性现金净流量	**536**	**-849**	**-710**	**-834**
现金流量净额	**325**	**83**	**55**	**95**

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-0.22%	11.61%	8.85%	13.92%
营业利润增长率	19.19%	48.11%	39.68%	25.72%
归母净利润增长率	17.39%	50.59%	39.96%	25.85%
经营现金流增长率	-10.09%	392.48%	-19.75%	8.55%
盈利能力				
毛利率	12.67%	16.52%	18.86%	20.03%
净利率	5.42%	7.18%	9.23%	10.19%
ROE	5.18%	7.43%	9.79%	11.50%
ROA	2.76%	4.08%	5.57%	6.75%
估值倍数				
P/E	29.08	19.31	13.80	10.96
P/S	1.58	1.41	1.30	1.14
P/B	1.51	1.44	1.35	1.26
股息率	1.64%	1.96%	2.89%	3.81%
EV/EBITDA	15	10	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。