



买入 (维持)

所属行业: 光学光电子  
当前价格(元): 36.33

证券分析师

张世杰  
资格编号: S0120521020002  
邮箱: zhangsj3@tebon.com.cn

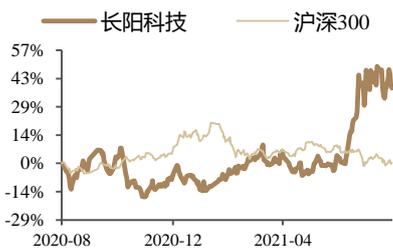
徐益彬  
资格编号: S0120521060003  
邮箱: xuyb@tebon.com.cn

王俊之  
资格编号: S0120521080002  
邮箱: wangjz3@tebon.com.cn

研究助理

叶晨灿  
邮箱: yecc@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.48	33.57	46.28
相对涨幅(%)	1.96	40.57	55.56

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《长阳科技(688299.SH): 反射膜景气度高, 光学基膜盈利持续提升》, 2021.4.27
- 《长阳科技(688299.SH) 反射膜高景气, 光学基膜快速推进盈利持续改善》, 2021.4.9
- 《长阳科技(688299.SH): 反射膜全球领先、光学基膜快速推进, “十年十膜”打造功能膜平台公司》, 2021.4.2

# 长阳科技 (688299.SH): Mini-LED 反射膜放量, 光学基膜 未来可期, 功能膜平台效果初现

投资要点

- **事件:** 8月27日公司发布21年半年报, 上半年公司实现营收5.99亿元, 同比增长43.90%, 实现净利润9168.19万元, 同比增长19.01%, 若加回股权激励摊销费用, 净利润同比增长**46.53%**。
- **Mini-LED 反射膜放量, 光学基膜产品结构不断优化, 带动盈利能力提升。** 公司营收中反射膜收入持续增长, Mini-LED 反射膜收入取得较大的增长。光学基膜业务虽然受上半年产线停机改造的影响, 但销售收入同比仍有大幅提升。上半年公司综合毛利率为33.23%, 较去年同期下降了2.85个百分点, 主要由于光学基膜业务占比提升。其中传统反射膜业务在原材料涨价、募投产能不足, 人民币兑美元升值压力下, 毛利率仍然同比持平并维持在较高水平; 光学基膜业务毛利率与去年同期相比大幅提升, 主要系用于光学级预涂膜、光学级离保膜等中高端应用的占比提升。随着募投产能的到位和 Mini-LED 反射膜自裁能力提升, 预计下半年公司收入规模将进一步扩大, 产品结构优化, 带动盈利能力进一步提升。
- **坚持加大研发投入, 期间费用率控制合理。** 上半年的期间费用率为16.91%, 相比去年同期小幅提升1.2个百分点, 其中研发费用率提升2.71个百分点, 销售费用率和管理费用率均有所下降, 整体期间费用率控制合理。上半年销售费用3008.72万元, 同比增长40.76%, 主要系营收增长导致运输费、服务费增加, 以及股份支付费用增加所致。管理费用为2673.16万元, 同比增长8.05%, 主要系股权激励支付费用增加。财务费用为34.79万元, 去年同期为-8.06万元, 主要系汇兑损失增加所致。研发费用为4401.31万元, 同比增长127.83%, 主要系研发人员增多导致职工薪酬增加, 新产品开发研发试验投入较多以及股份支付费用增加所致。公司重视研发投入, 施行“三年百人”计划, 大举招揽人才, 股权激励与薪酬分配也向研发人员倾斜。同时公司加大研发中心的建设, 购置研发设备, 为未来的发展打下坚实基础。
- **Mini-LED 反射膜打开成长空间, 光学基膜向更高端进发, CPI 膜, TPU 膜等新品研发不断突破。** 随着2021年各大终端品牌相继推出 Mini-LED 背光产品, Mini-LED 迎来放量增长的元年。公司凭借在反射膜领域的龙头地位, 在 Mini-LED 反射膜也已取得巨大领先优势, 深度参与各厂商产品方案的开发配合。未来随着 Mini-LED 背光显示放量, 我们预计公司产品将取得领先的市场份额。Mini-LED 反射膜产品价格约为普通反射膜数倍, 产品附加值更大, 料将大幅提升公司反射膜业务的成长空间。公司光学基膜产品中, 中高端应用的光学级预涂膜、离保膜占比不断提升。随着对光学基膜的生产理解和技术积累不断增加, 公司在光学基膜的研发布局将向更高端进发。公司 TPX 离型膜进入重点攻关, 其他新品包括 CPI 基膜, TPU 车衣膜基膜也已进入开发验证阶段, 预计验证通过后将为公司业务带来新的增量。LCP 膜, 偏光片用功能膜已完成立项。
- **坚持国产替代和以技术创新为核心, 研发流程再造和平台搭建夯实未来发展道路。** 公司坚持以创新研发作为发展的核心竞争力, 围绕功能膜核心技术搭建研发平台, 包括基膜制备、合成技术、精密涂布、精密加工、光学设计五大技术平台, 公司



每款功能膜的研发都能共享平台的资源,实现高效资源整合。同时公司再造了 IPD (集成产品开发) 流程,即产品概念提出后,由产品开发委员会进行审核立项,立项通过后续还需对产品研发动态及时跟踪汇报。该流程能够保证公司新产品在技术和市场上的可行性,也保证产品符合公司坚持进口替代的战略规划。公司通过对研发流程和平台的搭建,为未来新品研发打牢基础,也为公司的长远发展铺平道路。

- **投资建议:** 预计公司 2021-2023 年净利润 2.66/4.20/5.80 亿元,对应 PE 为 39/24/18 倍,我们认为公司作为反射膜龙头,在 Mini-LED 反射膜市场地位领先,竞争格局比传统反射膜更好,将打开公司反射膜成长空间。同时公司光学基膜中高端占比不断提升,我们看好光学基膜高端应用和其他新品的研发前景,以及功能膜研发平台带来的长期增长潜力,维持“买入”评级。

- **风险提示:** Mini-LED 放量不及预期,光学基膜研发不及预期,新品研发进展不及预期

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	282.57		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	222.63	营业收入(百万元)	910	1,045	1,518	2,022	2,695
52 周内股价区间(元):	21.85-39.18	(+/-)YOY(%)	31.7%	14.8%	45.2%	33.2%	33.3%
总市值(百万元):	10,265.72	净利润(百万元)	143	177	266	420	580
总资产(百万元):	2,255.06	(+/-)YOY(%)	61.0%	23.7%	50.2%	58.0%	38.2%
每股净资产(元):	6.49	全面摊薄 EPS(元)	0.51	0.63	0.94	1.49	2.05
资料来源:公司公告		毛利率(%)	33.7%	35.6%	37.1%	37.7%	38.8%
		净资产收益率(%)	8.9%	10.1%	13.4%	17.8%	20.3%

资料来源:公司年报(2019-2020),德邦研究所  
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.63	0.94	1.49	2.05
每股净资产	6.19	7.03	8.33	10.10
每股经营现金流	0.94	0.72	0.68	1.32
每股股利	0.10	0.14	0.21	0.32
价值评估(倍)				
P/E	39.88	38.61	24.45	17.69
P/B	4.03	5.17	4.36	3.60
P/S	9.82	6.76	5.08	3.81
EV/EBITDA	27.60	29.42	19.80	13.38
股息率%	0.4%	0.4%	0.6%	0.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	35.6%	37.1%	37.7%	38.8%
净利润率	16.9%	17.5%	20.8%	21.5%
净资产收益率	10.1%	13.4%	17.8%	20.3%
资产回报率	8.1%	10.6%	14.2%	16.2%
投资回报率	9.7%	13.2%	16.7%	19.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	14.8%	45.2%	33.2%	33.3%
EBIT 增长率	12.5%	52.2%	50.5%	43.8%
净利润增长率	23.7%	50.2%	58.0%	38.2%
偿债能力指标				
资产负债率	19.8%	21.0%	20.6%	20.2%
流动比率	3.5	3.6	3.9	4.2
速动比率	3.2	3.2	3.5	3.8
现金比率	0.9	1.1	1.2	1.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	112.2	110.0	120.0	122.4
存货周转天数	47.6	46.0	51.1	51.1
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
固定资产周转率	1.8	2.8	3.9	5.7

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	177	266	420	580
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	60	40	39	49
非经营收益	2	-20	-45	-31
营运资金变动	27	-82	-223	-225
经营活动现金流	266	204	191	373
资产	-214	17	23	19
投资	205	0	0	0
其他	5	4	22	12
投资活动现金流	-4	20	45	31
债权募资	170	-20	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-323	-40	-60	-90
融资活动现金流	-153	-60	-60	-90
现金净流量	108	164	176	314

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 27 日  
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,045	1,518	2,022	2,695
营业成本	673	954	1,259	1,649
毛利率%	35.6%	37.1%	37.7%	38.8%
营业税金及附加	9	12	17	22
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	58	76	98	129
营业费用率%	5.5%	5.0%	4.9%	4.8%
管理费用	55	93	83	88
管理费用率%	5.2%	6.2%	4.1%	3.3%
研发费用	53	80	111	154
研发费用率%	5.0%	5.3%	5.5%	5.7%
EBIT	198	302	455	654
财务费用	4	4	4	4
财务费用率%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-9	-10	-9	-9
投资收益	4	4	22	12
营业利润	188	291	462	651
营业外收支	17	17	23	19
利润总额	205	307	485	671
EBITDA	244	332	485	694
所得税	28	41	66	91
有效所得税率%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	177	266	420	580

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	330	494	670	985
应收账款及应收票据	374	532	776	1,051
存货	88	120	176	231
其它流动资产	510	516	524	531
流动资产合计	1,302	1,662	2,146	2,798
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	576	546	516	476
在建工程	85	85	85	85
无形资产	138	138	138	138
非流动资产合计	880	850	820	780
资产总计	2,182	2,512	2,966	3,577
短期借款	20	0	0	0
应付票据及应付账款	241	357	423	515
预收账款	0	4	6	7
其它流动负债	111	105	123	141
流动负债合计	372	467	551	664
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	60	60	60	60
非流动负债合计	60	60	60	60
负债总计	432	526	611	724
实收资本	283	283	283	283
普通股股东权益	1,750	1,986	2,355	2,854
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,182	2,512	2,966	3,577

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

张世杰，德邦证券电子行业首席分析师，北京大学光学博士，曾任职于东北证券及中国科学院物理研究所。具备多年光学及光电方向前沿科学研究经验，在国际知名刊物发表多篇文章；具备多个科技行业二级研究经历，2016、2017 年水晶球团队成员，2018 年每市 TMT 行业券商收益第 1。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。