



增持（首次）

所属行业：化工/塑料
当前价格(元)：43.96

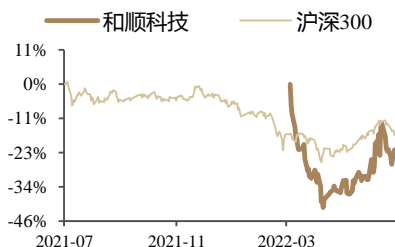
证券分析师

倪正洋
资格编号：S0120521020003
邮箱：nizy@tebon.com.cn

联系人

郭雪
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.45	22.52	13.91
相对涨幅(%)	13.86	16.47	12.48

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

和顺科技（301237.SZ）：有色光电基膜龙头，布局光学基膜打造高竞争壁垒

投资要点

- **国内有色光电基膜龙头，产品体系完善齐全。**公司是国内有色光电基膜领域的龙头企业，有色光电基膜系列产品有8个色系大类，38个细分色彩种类，并可以根据客户需求、市场变化等因素适时调整产品的规格、型号、颜色及特性等，是公司的主要产品，具有较强的市场独特性和不可替代性。除此之外，公司生产的透明膜和阻燃膜、太阳能背板膜等功能膜产品被广泛应用于消费电子、建筑、光伏领域。近年来由于业务产线不断完善健全，公司与多个知名客户建立了良好合作关系，2019年，公司是世华科技的第一大供应商和斯迪克主要供应商之一，世华科技和斯迪克是苹果、华为、三星等知名企业的稳定合作伙伴。
- **现有产能释放带动业绩高增，在建产能投产后公司产能再增近两倍。**公司产量由2018年的1.01万吨增加至2020年的3.12万吨，增幅达208.91%，且2020年公司拥有的全部五条生产线产能利用率分别达到了98.39%、103.85%、109.81%、115.03%、118.08%。此外，公司第四、五号生产线均为德国布鲁克纳生产线，具有产量大、生产效率高及原材料单耗低等优点，可为制造高品质的产品提供有力保障。在持续的产能扩张加持下，公司营收和归母净利润保持高速增长，2021年同比增速分别为69.66%、66.76%。截至2021年，公司已有产能4.2万吨，在建产能7.3万吨，预计2023年建成逐步投产，我们认为届时随着公司产能受限情况能够得到有效缓解，业绩有望进一步释放。
- **积极布局光学级基膜业务，打造高竞争壁垒。**公司拟用募投资金建设年产2万吨光学膜基膜产线及研发中心，正式进入光学基膜生产领域，计划未来生产包括光学级偏光片用离型基膜、背光模组用增亮基膜等在内的光学膜基膜产品。目前全球LCD产业链向中国大陆转移，但LCD产业链上游多个细分领域原料国产化率依然较低。光学膜基膜是LCD、太阳能电池背板等领域的高技术壁垒产品，对聚酯薄膜的雾度和透光率都有较高要求，是目前聚酯薄膜细分领域技术门槛最高的产品之一。公司目前已经具备制备高品质光学膜基膜的能力，我们认为待光学基膜产线投产后，公司在聚酯薄膜领域的优势能够得到进一步巩固。
- **投资建议与估值：**公司作为国内有色光电基膜行业龙头，近年来产能快速增长，我们认为随着公司在建产能在未来三年逐渐放量，公司业绩有望得到快速提升。我们预计公司2022-2024年分别实现销售收入为6.65亿元、9.00亿元、11.97亿元，增速分别为3.98%、35.28%、32.98%。归母净利润分别为1.37亿元、1.97亿元、2.61亿元，增速分别为10.6%、44.09%、32.18%。首次覆盖，给予增持投资评级。
- **风险提示：**上游原材料波动风险、市场竞争加剧、新增产能消化风险、产品研发不及预期、新冠疫情反复风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	80.00		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	18.97	营业收入(百万元)	377	640	665	900	1,197
52 周内股价区间(元):	30.88-52.47	(+/-)YOY(%)	59.2%	69.7%	4.0%	35.3%	33.0%
总市值(百万元):	3,516.80	净利润(百万元)	74	124	137	197	261
总资产(百万元):	1,733.16	(+/-)YOY(%)	106.9%	66.8%	10.6%	44.1%	32.2%
每股净资产(元):	19.00	全面摊薄 EPS(元)	1.24	2.06	1.71	2.46	3.26
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	34.0%	32.0%	31.6%	33.2%	33.0%
		净资产收益率(%)	21.3%	26.2%	21.7%	23.9%	24.0%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 国内优质的差异化功能性聚酯薄膜生产商	6
1.1. 公司产品种类多样，应用广泛	6
1.2. 公司规模效应凸显，营收净利快速增长	7
2. 聚酯薄膜市场空间增量，下游应用领域广泛	9
2.1. 我国聚酯薄膜行业起步较晚，进口依存度较高	9
2.2. 聚酯薄膜应用广泛，产品特性不断升级	11
3. 有色光电基膜龙头，细分领域差异化竞争	13
3.1. 公司有色光电基膜品类齐全，具备市场独特性	13
3.2. 透明膜和其他功能膜进一步丰富产品矩阵	14
3.3. 产能扩张迅速，放量可期	16
3.4. 销售体系更加完善，与多家优质客户合作	16
4. 以市场为导向，积极布局光学膜基膜业务	18
4.1. 我国光学基膜国产替代空间巨大，市场竞争多样化	18
4.2. 积极布局光学膜基膜市场，提升竞争力	19
5. 盈利预测与投资建议	21
5.1. 盈利预测	21
5.2. 投资建议	23
6. 风险提示	24

图表目录

图 1: 聚酯薄膜产业链图	6
图 2: 公司股权结构 (截至 2022Q1)	6
图 3: 2018-2022Q1 营收及增速 (百万元)	7
图 4: 2018-2022Q1 归母净利润及增速 (百万元)	7
图 5: 2018-2021 公司产能变化情况	7
图 6: 2018-2022Q1 公司毛利率&归母净利润率	8
图 7: 公司毛利结构	8
图 8: 2018-2021 公司费用率情况	8
图 9: 2018-2021 公司各业务毛利率情况	8
图 10: 2018-2021 公司收入结构	8
图 11: 2015-2020 中国聚酯薄膜需求量及同比增速	9
图 12: 2010-2020 年中国聚酯薄膜产能及增速情况	9
图 13: 2015-2020 中国聚酯薄膜进出口数量	10
图 14: 2017-2022.4 我国 PET 制品进出口金额对比	10
图 15: 2017-2022.4 我国 PET 制品进出口平均单价走势对比	10
图 16: 聚酯切片价格与 PTA 和国际原油价格走势对比	11
图 17: 聚酯切片、涤纶 DTY 和涤纶 POY 价格走势对比	11
图 18: 公司有色光电基膜主要 8 个色系	13
图 19: 有色光电基膜价格波动较为平稳	14
图 20: 公司有色光电基膜产品毛利率	14
图 21: 2018-2021 公司不同销售渠道占比变化	17
图 22: 公司客户数量变化情况	17
图 23: 液晶显示面板剖面结构图	18
图 24: 2015-2019 年中国和全球 LCD 产能及增速 (万平方米)	19
图 25: 1990-2020 全球 LCD 产能分布变化	19
图 26: 偏光片结构示意图	20
图 27: 偏光片各组分作用	20
图 28: 全球&中国背光模组用光学膜市场规模 (亿元)	20
图 29: 液晶显示器背光模组结构	20
表 1: 聚酯薄膜不同领域应用要求	12

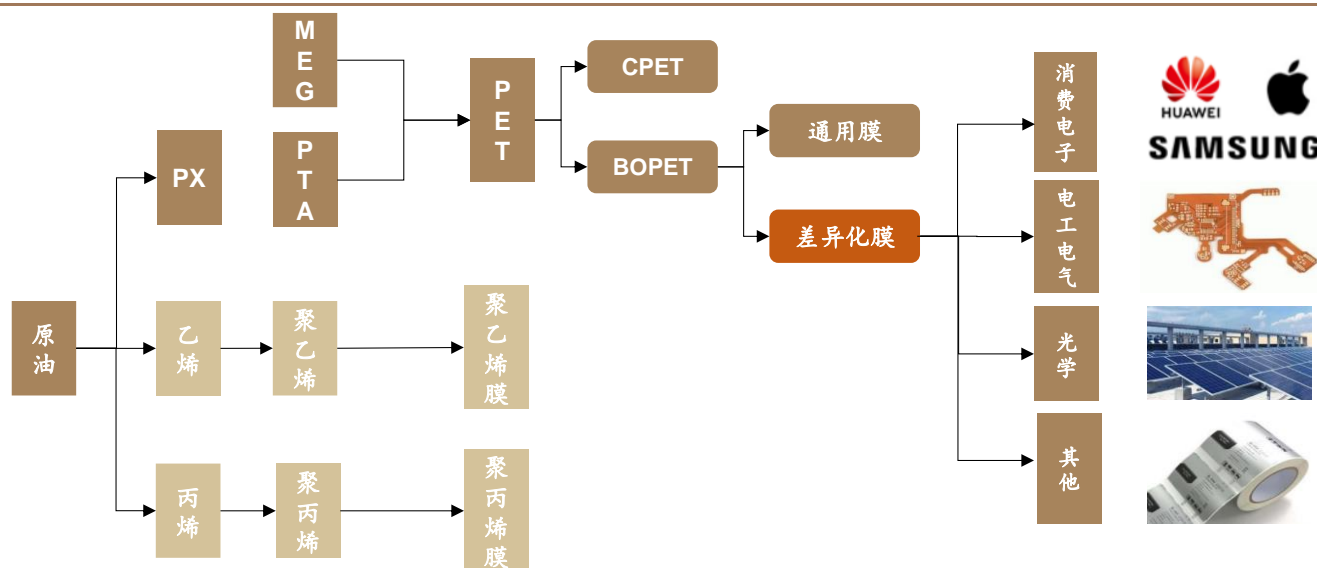
表 2: 公司核心产品技术参数.....	14
表 3: 公司透明膜和其他功能膜产品情况.....	15
表 4: 公司产能扩张情况.....	16
表 5: 公司 2022-2024 年募投产能预计放量情况.....	16
表 6: 2018-2021H1 公司前五大直销客户占比情况.....	17
表 7: 公司营收预测.....	22
表 8: 和顺科技可比公司估值.....	23

1. 国内优质的差异化功能性聚酯薄膜生产商

1.1. 公司产品种类多样，应用广泛

公司主营业务是差异化、功能性双向拉伸聚酯薄膜（BOPET 薄膜）的研发、生产和销售，主要产品包括有色光电基膜、透明膜及其他功能膜。其中有色光电基膜是公司的主要产品，是下游的消费电子领域制程的功能基材。透明膜可应用于电子、电工电气及包装装饰等多个领域；其他功能膜主要为窗膜、阻燃膜及太阳能背板用膜，其为公司近几年开发的新产品，市场前景广阔，未来将成为公司新的业绩增长点。经过多年发展，公司已具备了电子产品、汽车、建筑等多个工业领域的聚酯薄膜关键技术，具有较强的研发制造能力。

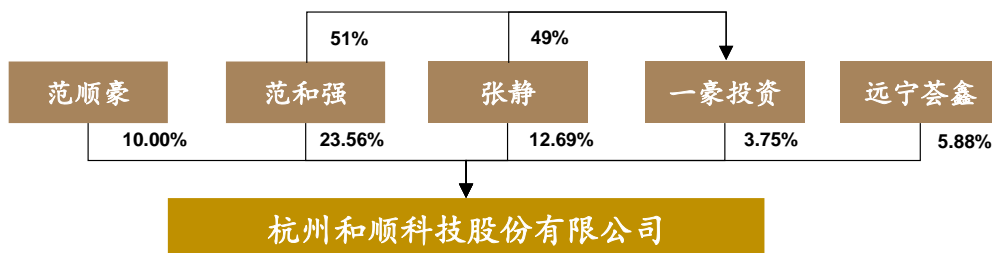
图 1：聚酯薄膜产业链图



资料来源：和顺科技招股说明书，德邦研究所

股权结构较为集中。公司实际控制人为范和强、张静夫妇，二人合计持有公司 40%股份，其中范和强直接持有 23.56%，张静直接持有 12.69%，二人通过一豪投资间接持有 3.75%股权。董事长范和强先生在聚酯薄膜领域具有三十年从业经验，掌握丰富原料采购渠道、薄膜生产商及下游客户资源，并对薄膜行业相关原材料及商品的价格走势、技术发展趋势有着深刻的理解。

图 2：公司股权结构（截至 2022Q1）

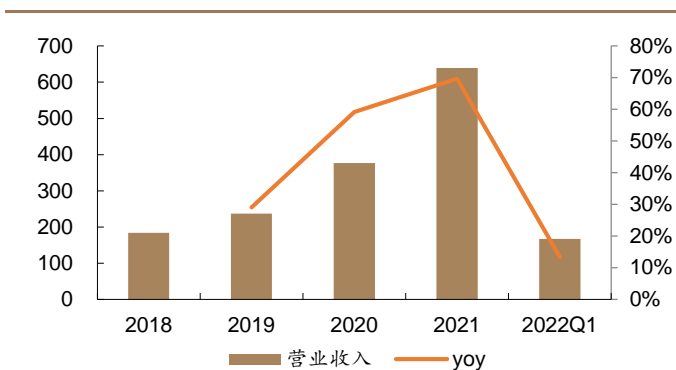


资料来源：公司公告，德邦研究所

1.2. 公司规模效应凸显，营收净利快速增长

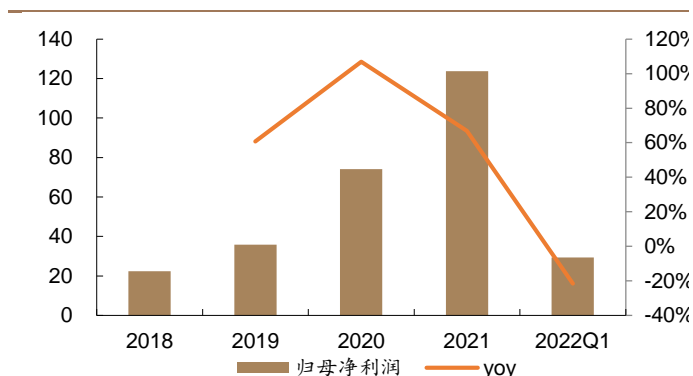
产能逐渐释放带动公司营业收入、归母净利润快速增长。公司营业收入增速较快，2018-2021 年分别实现营业收入 1.84/2.37/3.77/6.40 亿元，年复合增长率为 51.61%；实现归母净利润 0.22/0.36/0.74/1.24 亿元，年复合增长率为 76.97%。公司近年来营收净利快速增长的主要原因系 2018 年后多条产线逐步投产，实现产销两旺。2018 年 10 月，三号线正式投入生产，公司整体产能由 9,000 吨/年增加至 15,000 吨/年，产能增长 66.67%。有效缓解了公司聚酯薄膜产能的不足，带动公司销售收入的增长。2020 年 6 月，五号线开始投产使用，年产能 12,000 吨，2020 年 8 月，四号线开始投产使用，年产能 15,000 吨，截至 2021 年底，公司已有产能为 4.2 万吨。公司产能大幅提升带动公司的销售规模及经营业绩增长，表明公司具有良好的扩张能力和产能消化能力。

图 3：2018-2022Q1 营收及增速（百万元）



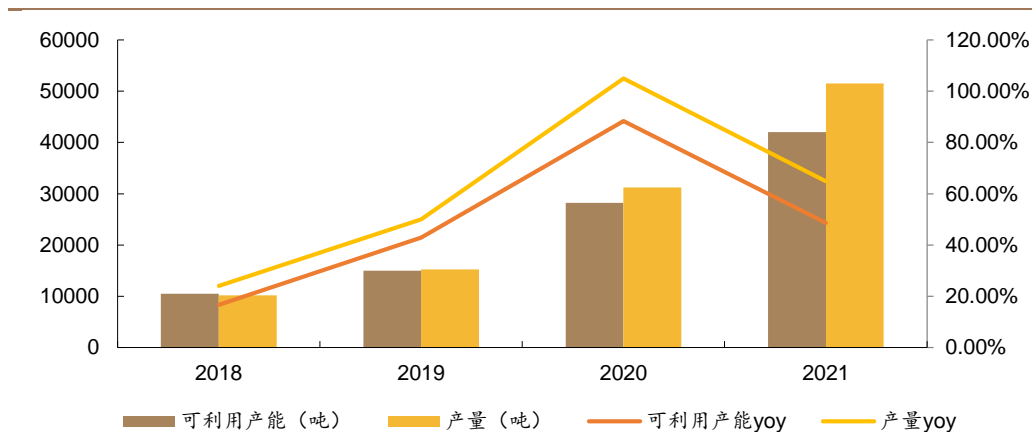
资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 4：2018-2022Q1 归母净利润及增速（百万元）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

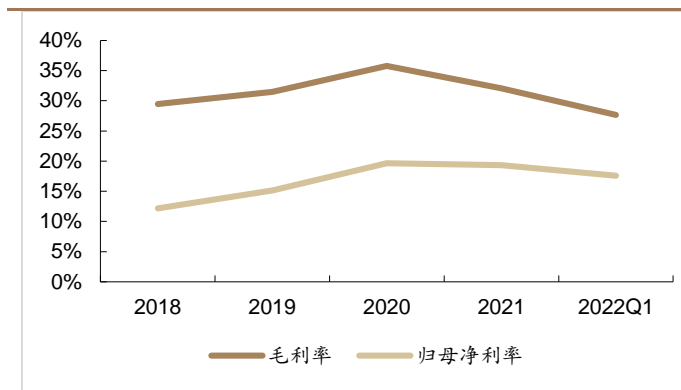
图 5：2018-2021 公司产能变化情况



资料来源：和顺科技招股说明书，公司年报，德邦研究所

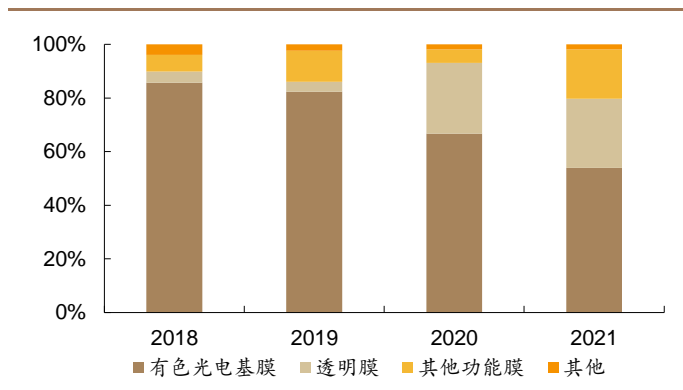
规模效应凸显，毛利率、净利率整体上升。公司 2018-2022Q1 分别实现毛利率 29.44%/31.47%/35.77%/32.05%/27.66%，2021 年略有下降系原材料聚酯切片价格上涨。总体看，公司经营毛利率和净利率与上游原材料波动情况较为密切，预计随着公司产能扩张，规模效应凸显能够平滑原材料波动带来的利润端波动。费用率方面，2018-2021 年，随着公司销售规模扩大，公司期间费用率整体呈下降趋势，分别为 14.42%/13.72%/12.11%/9.13%。

图 6：2018-2022Q1 公司毛利率&归母净利率



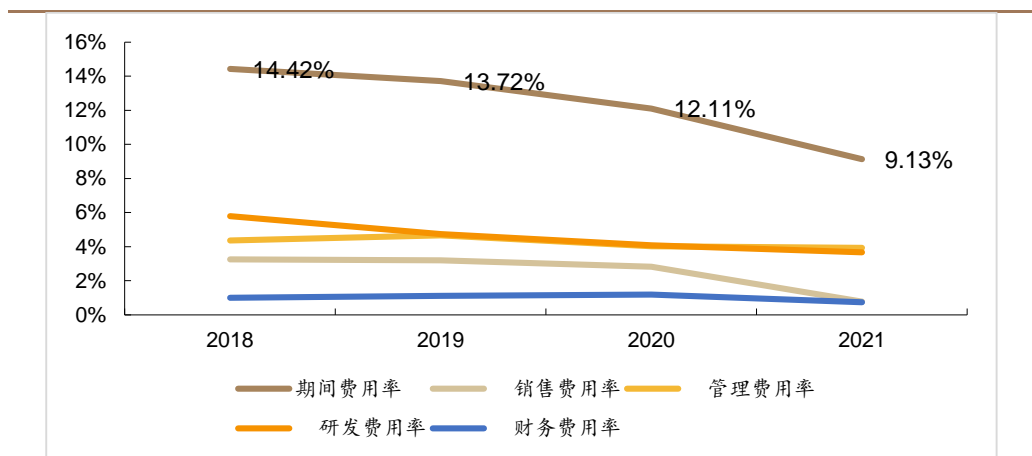
资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 7：公司毛利结构



资料来源：公司公告，德邦研究所

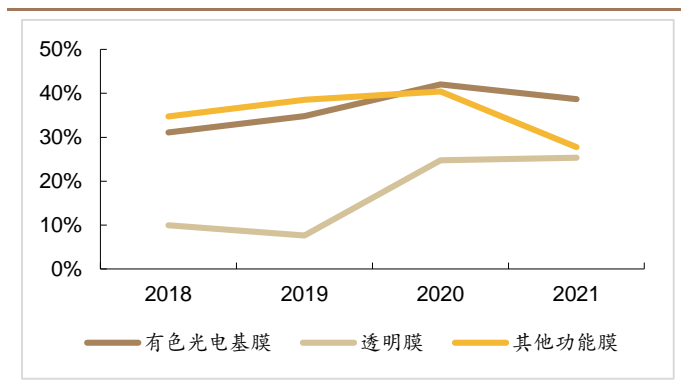
图 8：2018-2021 公司费用率情况



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

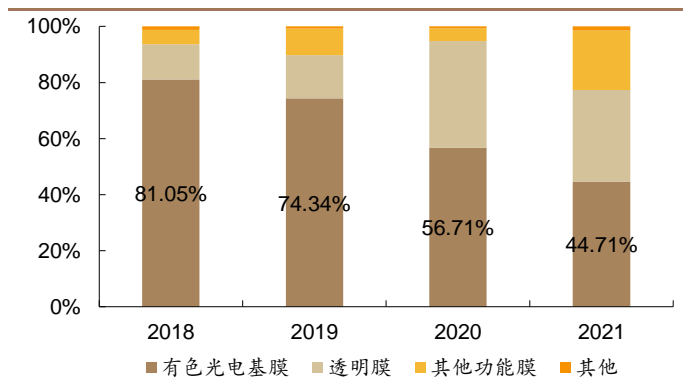
有色光电基膜是公司最主要的业务，毛利率较高。2018-2021 年，有色光电基膜分别占公司总营业收入比重为 81.05%/74.34%/56.71%/44.71%，2020 年起比例有所降低系市场对透明膜的需求增加，且原材料价格处于低位，公司顺应市场趋势，将 2020 年下半年投产的四号线和五号线产能用于透明膜的生产，长期看，根据公司招股说明书披露，有色光电基膜依然为公司的主要产品。

图 9：2018-2021 公司各业务毛利率情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 10：2018-2021 公司收入结构



资料来源：公司公告，德邦研究所

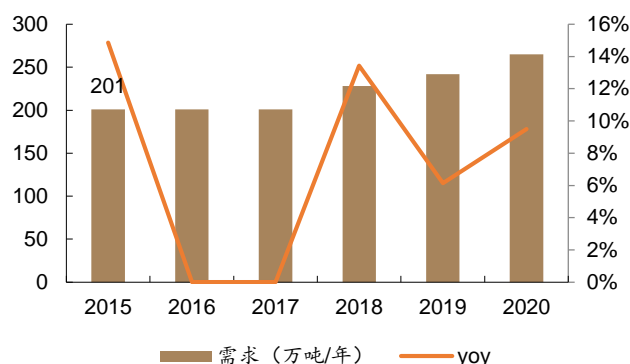
2. 聚酯薄膜市场空间增量，下游应用领域广泛

2.1. 我国聚酯薄膜行业起步较晚，进口依存度较高

我国聚酯薄膜行业正处于快速发展期。相较于英美和日本等国于 20 世纪 50 年代便实现了 BOPET 生产的工业化，我国聚酯薄膜工业起步较晚，20 世纪 80 年代才开始实现工业化，最开始采取引进国外生产线的方式，主要生产用于感光、磁记录基材以及电气绝缘上的产品；到 90 年代中期，聚酯薄膜行业开始随着复合包装应用的兴起而迅速发展，年产能超过 10 万吨；2000 年以后，国内对聚酯薄膜的需求快速提升，带动行业快速发展，出现了热封膜、抗静电膜等功能性聚酯薄膜。2014 年后随着光伏产业链和液晶显示产业在国内的快速发展，以及国内聚酯薄膜厂商具备一定的技术积累，聚酯薄膜行业在国家政策的大力推动下开始转向功能化、高端化。

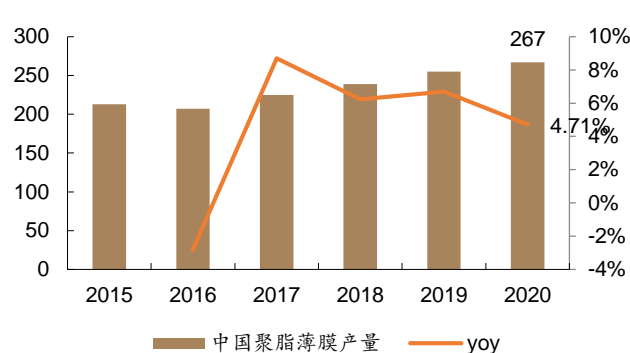
国内产能供需结构失衡。供给端看，2020 年我国聚酯薄膜产能为 267 万吨，同比增长 4.71%。需求端看，我国聚酯薄膜行业需求量逐年增加，2015 年我国聚酯薄膜行业需求量为 201 万吨/年，2020 年需求量为 265 万吨/年，年复合增长率为 5.68%。总体看，我国聚酯薄膜行业供需量较为平衡，但国内供给产品多为附加值较低的普通膜，同质化严重，具有差异化功能膜生产能力的厂家数量较少。

图 11：2015-2020 中国聚酯薄膜需求量及同比增速



资料来源：华经产业研究院，德邦研究所

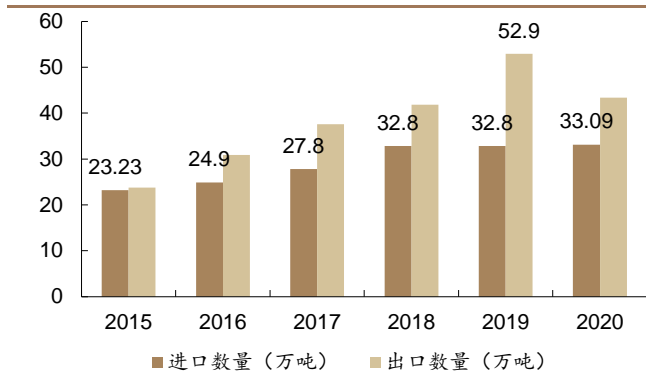
图 12：2010-2020 年中国聚酯薄膜产量及增速情况（万吨）



资料来源：华经产业研究院，德邦研究所

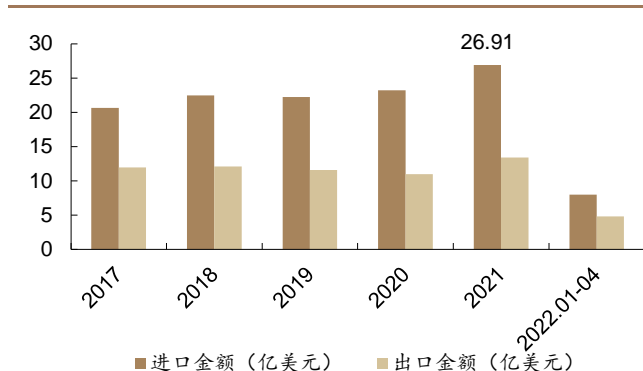
出口数量提升较快，但产品附加值较低。十三五时期我国加快了聚酯薄膜行业的发展，根据海关数据，2019 年我国聚酯薄膜出口数量约为 52.90 万吨，较 2015 年增长约 123.20%；2019 年我国聚酯薄膜进口数量为 32.80 万吨，较 2015 年增长约 41.40%。但从结构看，我国进口的主要是高附加值的特种功能性聚酯薄膜，出口的产品附加值普遍较低。2021 年，我国出口 PET 制品金额共为 13.38 亿美元，但进口产品金额为 26.91 亿美元。单价看，我国出口的产品均价长期仅为进口产品的一半，国产产品附加值亟待提升。

图 13: 2015-2020 中国聚酯薄膜进出口数量



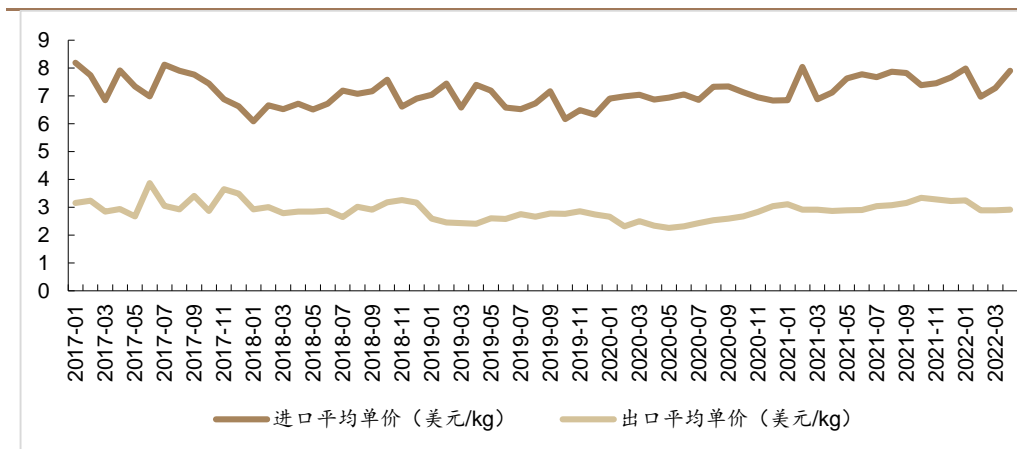
资料来源: 聚酯薄膜资讯, 德邦研究所

图 14: 2017-2022.4 我国 PET 制品进出口金额对比



资料来源: 海关统计数据平台, 德邦研究所

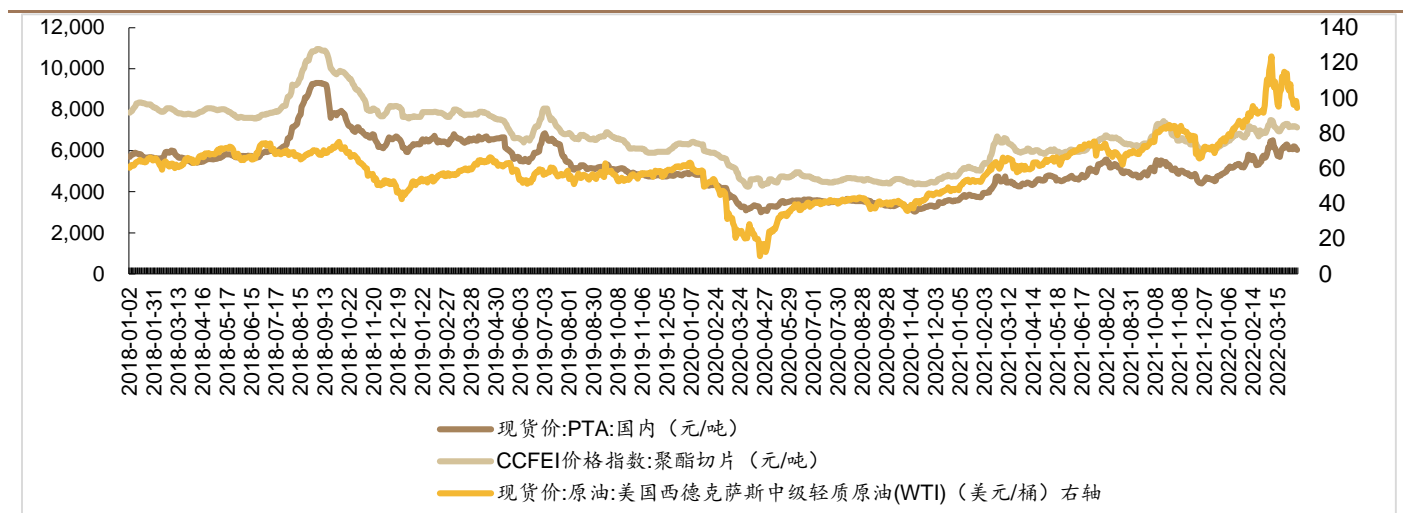
图 15: 2017-2022.4 我国 PET 制品进出口平均单价走势对比



资料来源: 海关统计数据平台, 德邦研究所

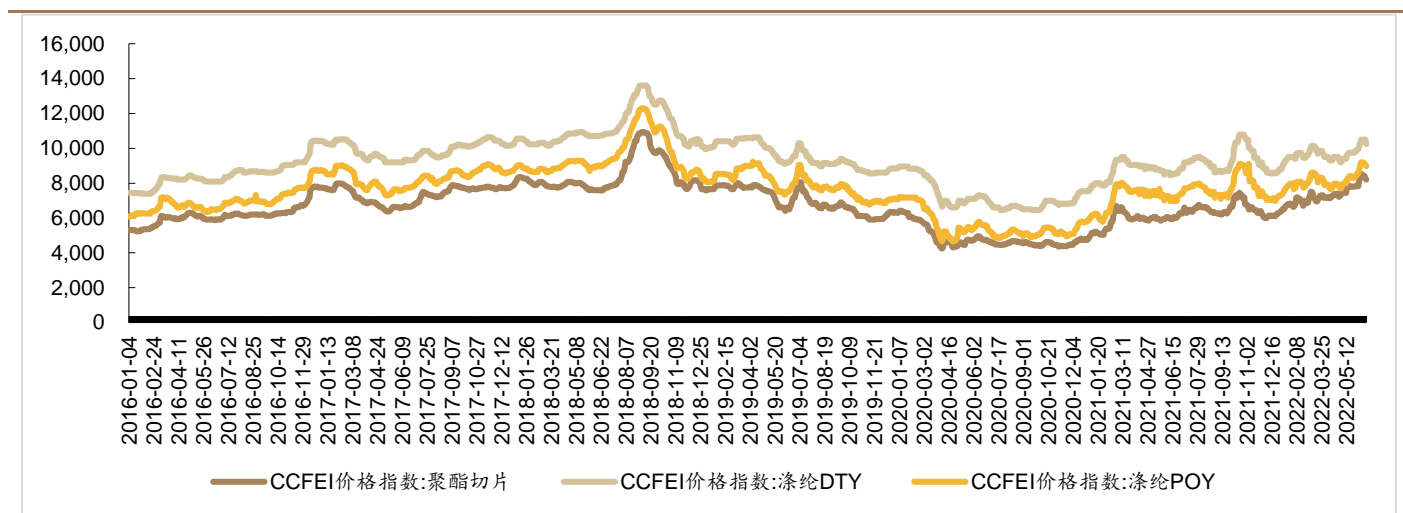
聚酯薄膜价格与原油走势和纺织业需求走势关联性较强。聚酯薄膜的主要原材料为聚酯切片, 聚酯切片是由原油经过一定的工艺过程提炼出 PX (对二甲苯), 以 PX 为原料生成 PTA (精对苯二甲酸), 再由 PTA 和 MEG (单乙二醇) 聚合生成 PET (聚对苯二甲酸乙二醇酯, 简称聚酯)。从上游端看, 聚酯切片价格受到 PTA 等原油产物价格影响较大, 与国际原油价格波动性呈较强的关联性; 下游端看, 聚酯切片的最主要应用领域为涤纶生产, 应用在聚酯薄膜领域占比仅为 5%, 因此纺织业对涤纶的需求会影响聚酯切片的价格。

图 16：聚酯切片价格与 PTA 和国际原油价格走势对比



资料来源：wind，德邦研究所

图 17：聚酯切片、涤纶 DTY 和涤纶 POY 价格走势对比



资料来源：wind，德邦研究所

2.2. 聚酯薄膜应用广泛，产品特性不断升级

BOPET 由于其优越的性质被广泛应用于多领域。聚酯薄膜具有优异的物理、化学性能及尺寸稳定性、透明性、可回收性，可广泛的应用于磁记录、感光材料、电子、电气绝缘、工业用膜、包装装饰等领域。根据拉伸工艺不同，聚酯薄膜可以分为双向拉伸聚酯薄膜（BOPET 薄膜）和单向拉伸聚酯薄膜（CPET 薄膜）。BOPET 薄膜的具体用途包括电工绝缘膜、光学级膜、电容膜等，针对不同领域，对聚酯薄膜的指标要求有所不同。近年来随着消费升级和智能终端领域的快速发展，聚酯薄膜的应用空间进一步扩大：应用于消费电子领域的聚酯薄膜朝向薄型化、精细化发展；新能源汽车电子系统对应用于电子制程保护的光学基膜提出更高要求；汽车存量空间广阔+新能源汽车保有量提升带动汽车窗膜国产替代需求增加。

表 1：聚酯薄膜不同领域应用要求

应用领域	产品	薄膜厚度/ μm	特点
磁带带基	录音带	4.8~12	高速录音、录像为强化膜，计算机带为半强化膜，软磁盘要求尺寸稳定，高档带基要求改进润滑性、耐磨性、表面附着力
	录像带	7~23	
	软磁盘	75	
	磁卡	188、250	
电工用膜	电容器	0.5~36	击穿电压高，体积电阻高，介电损耗低、介电常数高耐老化
	电缆	19~125	
	电机绝缘	50~125	
	印刷电路	100~175	
	变压器	6~250	
金属化薄膜	金银线	12~35	要求电晕处理，强度较高，热稳定好，雾度小，光泽度高
	印花膜	12~20	
	珠片膜		
	标签	19~36	
光电显示器相关光学薄膜	扩散膜	38~250	液晶显示器背光源功能膜，要求高透光率、低雾度、耐热变形性优良、优良的外观质量。平板显示器保护膜、偏振片保护膜，要求薄膜具有良好的分子取向性，耐热变形性
	增亮膜	100~250	
	反射膜	100~350	
	保护膜	38~175	
	硬化膜	50~250	触摸屏、IMD（膜内装饰注塑）装饰膜、屏幕保护膜等。优良的光学性能和外观质量
电子行业	离型膜	20~100	通常作为各种光学薄膜在加工过程中和运输中的保护膜
	晶圆保护胶带	80~200	包括背面保护胶带和切割保护胶带
	PCB 胶片	175	用于印刷电路板的电路形成
	抗蚀干膜	10~50	用于印刷电路板的电路形成
包装薄膜	包装薄膜	8~75	雾度小，非热收缩膜热收缩小，热收缩膜热收缩大，与其他涂层结合使用
	护卡膜	40~100	
	热收缩膜		
绘图薄膜	无光原图	60~175	需表面处理，尺寸稳定性好
	感光原图		
	描图膜		
感光薄膜	X 射线胶片	175	厚度均匀、雾度小、尺寸稳定、无划伤
	印刷胶片	100	
	喷墨打印片	100	
新能源相关薄膜	太阳能电池背板膜	175、188、250	优良的水汽阻隔性和紫外线阻隔性
	薄膜太阳能电池基膜	100、125、175、188	

资料来源：谢宜凤等《光学功能薄膜的制造与应用》，德邦研究所

3. 有色光电基膜龙头，细分领域差异化竞争

3.1. 公司有色光电基膜品类齐全，具备市场独特性

公司主营产品是有色光电基膜，目前，行业内上市的聚酯薄膜厂商以生产透明膜为主，市场上暂无以提供丰富色系有色聚酯薄膜基膜产品为核心竞争力的上市公司。公司生产的有色光电基膜产品共分为 8 个色系大类，细化可分为 38 个细分色彩种类，并可以根据客户需求、市场变化等因素适时调整产品的规格、型号、颜色及特性等，展现良好的业务灵活性。根据 BOPET 薄膜专业委员会数据统计，公司在电子、电工用有色聚酯薄膜细分领域市场占有率在国内市场位处前列。

图 18：公司有色光电基膜主要 8 个色系



资料来源：公司官网，德邦研究所

核心指标表现出色。衡量聚酯薄膜产品的主要指标有：热收缩率、耐高温析出性、透光率、雾度、拉伸强度等。耐高温析出性决定了产品在高温下是否可以保证洁净度，是否会有颜色析出。透光率是指透过薄膜的光通量与入射到薄膜表面上光通量的百分比。雾度是指透过透明薄膜而偏离入射光方向的散射光通量与投射光通量之百分比，光学级要求雾度<1%。公司有色光电基膜系列产品可以实现色差值方面 $\Delta E \leq 1.5$ ，热收缩性能方面(150°C, 30min): MD $\leq 1.3\%$, TD: 0 $\pm 0.1\%$ ，表面光泽度方面 (60°): 15%~150%。此外，公司主营的有色光电基膜以 50 μm 以下的薄型膜为主，如 25 μm 的红膜和黑膜、应用于柔性电路板的 23 μm 特种透明膜以及应用于新兴电池电子胶带的 12 μm 有色膜等，能够有效适应消费电子产品轻薄化，柔性化发展趋势，能够实现细分领域的差异化和独特化竞争。

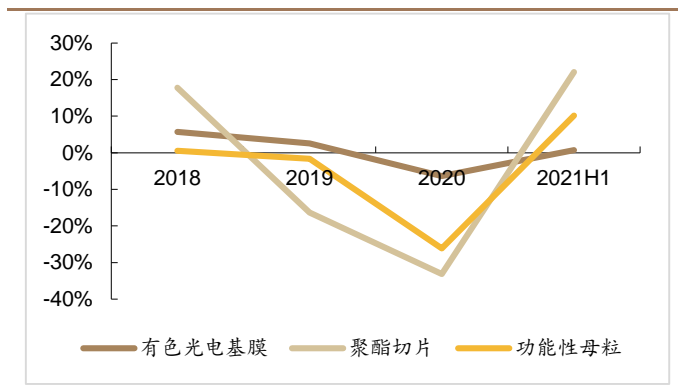
表 2: 公司核心产品技术参数

	74.5 μ m 蓝色光电基膜	透明膜	窗膜	阻燃膜	电子标签及电子胶带
厚度 (μ m)	74.50	50	-	25~55	50
强度 (Mpa)	MD:178.98 TD:207.64	-	-	-	MD:165.64 TD:211.01
断裂伸长率 (%)	MD:160.01 TD:126.55	-	-	-	MD:109.25 TD:84.72
热收缩率 (150°C 30min)	MD:1.00% TD:-0.21%	-	-	-	MD:1.10% TD:0.04%
雾度 H/透光率 P (%)	H:11.45 P:57.30	H:1.05 P:88.20	-	-	-
表面张力 (mN/m)	>58	-	-	-	-
耐高温析出性	160°C 30min, 不析出	-	-	-	-
紫外阻隔 (UV380nm)	-	-	100.00%	-	-
红外阻隔 (IR950nm)	-	-	90.70%	-	-
阻燃等级	-	-	-	VTM-0	-
相对热指数-电气强度	-	-	-	105°C	-
相对热指数-机械冲击	-	-	-	105°C	-
相对热指数-机械强度	-	-	-	105°C	-
电气强度 (V/ μ m)	-	-	-	-	150~160

资料来源: 和顺科技招股说明书, 德邦研究所

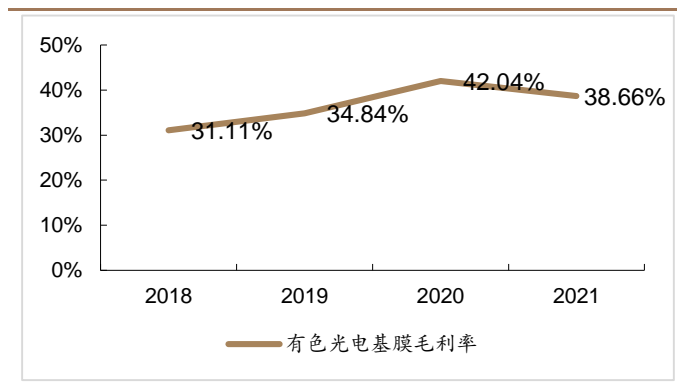
有色光电基膜产品差异化程度较高, 毛利率波动性小。公司主营产品的主要原材料系聚酯切片, 与原油等大宗商品价格波动密切相关。2018-2021H1, 公司有色光电基膜产品售价保持基本稳定, 波动性远小于原材料聚酯切片和功能性母粒的波动, 展现良好的抗风险能力。毛利率方面, 有色光电基膜产品毛利率近年来呈上升趋势, 由 2018 年的 31.11% 上升至 2020 年的 42.04%, 2021 年略有下降, 为 38.66%, 主要系原材料涨幅较大。

图 19: 有色光电基膜价格波动较为平稳



资料来源: 和顺科技招股说明书, 德邦研究所

图 20: 公司有色光电基膜产品毛利率



资料来源: 和顺科技招股说明书, 德邦研究所

3.2. 透明膜和其他功能膜进一步丰富产品矩阵

透明膜用途广泛, 涵盖多种消费场景。零售业的标签包装需求是公司生产的透明膜的重要应用领域, 与纸类标签相比, 薄膜类标签具有美观、耐磨、耐水、耐腐蚀、不易被撕裂及透明性好等诸多优点, 尤其受到高端消费包装场景的需求。目前公司生产的透明膜主要有三大应用领域: 1) 应用于食品、药品等行业的包装;

2) 与不锈钢板复合后制成 VCM 面板, 进而用作冰箱、洗衣机及橱柜的面板。3) 透明膜镀铝加工后, 一定程度上可代替铝箔, 用于电缆屏蔽、空调管道包装及防水材料等。

光伏装机量快速提升, 太阳能背板用膜增量可期。公司其他功能膜包括窗膜、阻燃膜及太阳能背板用膜。太阳能背板用膜是公司 2021 年新推出的产品, 2021 年上半年实现营业收入 1580.07 万元, 占其他功能膜业务比重达 46.02%。2021 年我国光伏新增装机量 54.88GW, 同比增长 13.9%, 光伏产业链正处于迅速发展时期。太阳能背板用膜是构成太阳能电池背板的核心部分, 对硅电池片起保护和支撑作用, 具有优异的抗老化、抗渗水、耐高温高湿、绝缘等性能, 需要支撑太阳能电池组件在恶劣环境下约 25 年的使用寿命。随着我国光伏装机量的提升和光伏产业链的发展, 太阳能背板用膜有望成为公司未来新的业绩增长点之一。

阻燃膜紧跟技术趋势, 研发有望升级。大多数聚合物材料的阻燃性较差, PET 薄膜的极限氧指数 (LOI) 仅为 18%, 在空气中容易点燃。(孟晓伟《环保阻燃聚对苯二甲酸乙二醇透明薄膜的制备及燃烧行为的研究》) 且 PET 产品自身的成碳能力较弱, 熔体粘度和强度在燃烧时也会急剧下降, 无法支撑其本身重量, 所以燃烧时伴有严重滴落, 增加火焰传播的风险。因此 PET 阻燃改性对进一步推广 PET 薄膜的应用具有重要意义。国家能源局在《能源技术创新“十三五”规划》中规划了关于光伏组件用高分子材料开发及应用的相关内容, 其中包括要研究模块化功能 (抗老化、抗紫外、导热、阻燃等) 薄膜相关配方与工艺, 研发新一代光伏背板基膜材料。公司生产的阻燃膜主要用于电子、电气产品的绝缘、软包锂电池的包装及阻燃胶带等, 可实现 25-55 μm 厚度下阻燃等级达 UL94VTM-0 级, 公司正在研发 20 μm 以下薄型/超薄型阻燃聚酯膜, 并积极丰富薄膜颜色种类, 未来预计能够在消费电子、新能源动力电池获得广泛应用。

表 3: 公司透明膜和其他功能膜产品情况

种类	产品特性	用途
透明膜	<ul style="list-style-type: none"> 产品透明度好、光泽度好; 具有良好的气密性及保香性; 具有较好的镀铝和印刷性能。 	广泛应用于电子、电工、电气及包装装饰等领域。
其他功能膜	窗膜 <ul style="list-style-type: none"> 具有良好的色彩均匀性; 具有紫外线和红外线阻隔功能, 紫外线阻隔率最高可达 99% 以上, 红外线阻隔率最高可达 90% 以上; 清晰度最高可达 99%; 可实现隔热节能、安全防爆及装饰美化等效果。 	可用于汽车、建筑等窗户玻璃的隔热、防紫外、安全防爆贴膜。
	阻燃膜 <p>阻燃等级达到 UL94 VTM-0 级, 通过美国 UL 认证 (编号 E516097);</p> <ul style="list-style-type: none"> 厚度范围 25μm-100μm; 具有优良的电气绝缘性能、机械性能和耐温性能; 颜色品种齐全, 具体包括透明阻燃膜、黑色阻燃膜、白色阻燃膜及金黄色阻燃膜等。 	用于电子、电气产品的绝缘、软包锂电池的包装及阻燃胶带等。
	太阳能背板膜 <ul style="list-style-type: none"> 具有优良的物理、化学性能; 具有低水汽透过率; 具有良好耐老化性能, 可通过 PCT 测试 48 小时。 	可作为太阳能背板的组件。

资料来源: 和顺科技招股说明书, 德邦研究所

3.3. 产能扩张迅速，放量可期

三年产能扩张近两倍，产能利用率保持高位。产能方面，公司目前拥有五条产线，其中一、二号线投产时间较早，共可实现年产能 9000 吨，2018 年后公司产能扩张迅速，相继购建了四、五号线，产量由 2018 年的 1.01 万吨增加至 2020 年的 3.12 万吨。产能利用率方面，公司一二三号生产线投产后产能利用率稳步提升，到 2020 年分别达到了 98.39%、103.85%、109.81%，2020 年新增的四、五号生产线在投产当年利用率分别达到了 115.03%、118.08%。此外，公司第四、五号生产线均为德国布鲁克纳生产线，具有产量大、生产效率高及原材料单耗低等优点，可为制造高品质的产品提供有力保障。

表 4：公司产能扩张情况

生产线	设计产能 (吨/年)	投产时间	年产量 (吨)				产能利用率(%)			
			2018	2019	2020	2021H1	2018	2019	2020	2021H1
一号线	3000	2010.9	2761.92	2641.31	2951.63	1489.9	92.06	88.04	98.39	99.33
二号线	6000	2016.10	5942.15	5777.66	6230.93	3684.46	99.04	96.29	103.85	122.82
三号线	6000	2018.10	1445.85	6810.26	6588.76	3856.64	96.39	113.50	109.81	128.55
四号线	15000	2020.8	-	-	7189.68	8687.04	-	-	115.03	115.83
五号线	12000	2020.6	-	-	8265.27	7878.55	-	-	118.08	131.31
合计	42000		10149.92	15229.23	31226.27	25596.59	96.67	101.53	110.54	121.89

资料来源：和顺科技招股说明书，德邦研究所

在建项目投产后，公司产能增幅达 174%。公司目前在建产能 7.3 万吨，其中公司使用自有资金新建产能 3.5 万吨，利用 IPO 募投资金规划产能 3.8 万吨，具体为年产功能性聚酯薄膜（包括有色光电基膜、透明膜及其他功能膜）1.8 万吨，年产光学膜基膜 2 万吨。自建项目预计于 2023 年投产，募投项目预计 2022 年可部分投产，2024 年可全部投产，届时公司的聚酯薄膜产能将由 4.2 万吨/年增长至 11.5 万吨/年。

表 5：公司 2022-2024 年募投产能预计放量情况

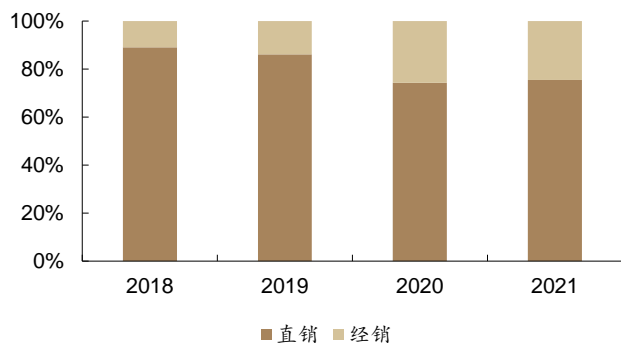
	2021	2022E	2023E	2024E
募投项目新增产能 (万吨)	-	1.14	2.28	3.8
产能合计 (万吨)	4.20	5.34	6.48	8.00

资料来源：和顺科技招股说明书，德邦研究所

3.4. 销售体系更加完善，与多家优质客户合作

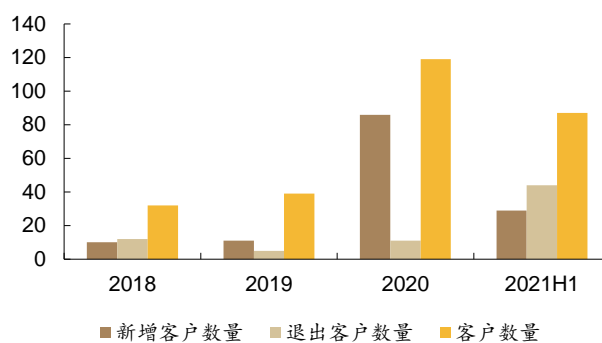
销售体系以直销为主，有效利用贸易商资源信息优势作为辅助。公司主营业务收入主要来自直销客户，占比超过 70%，随着公司销售规模的扩大，贸易商客户对公司主营业务收入的贡献逐年增加。主要原因是：1) 随着公司产能迅速增加，贸易商客户能够有效帮助公司消化新增产能；2) 贸易商具有一定的集散优势、资源优势、信息优势，可帮助公司有效扩大市场销量。2018-2021 年直销客户收入占收入比重分别为 89.11%/86.16%/74.20%/75.48%。公司所处行业具有下游采购较为分散的特征，我们认为贸易商占比的提升能够有效降低公司与实际使用客户直接对接的成本，有效加快公司库存产品的周转，扩大公司产品的市场销量。

图 21: 2018-2021 公司不同销售渠道占比变化



资料来源：和顺科技招股说明书，公司公告，德邦研究所
注：2021 年计算基础为总收入，其余为主营业务收入

图 22: 公司客户数量变化情况



资料来源：和顺科技招股说明书，德邦研究所

公司下游客户是知名消费电子企业的供应商，集中度较低。客户方面，公司与多家优质客户建立并保持了较为稳定的合作关系，其中包括世华科技、斯迪克等知名企业。2019 年公司是世华科技的第一大供应商，世华科技是国内精密制程应用材料和光电显示模组材料等产品的主要厂商之一。其产品广泛应用于苹果、三星及华为等多家知名消费电子品牌，并与其产业链企业建立了长期稳定的合作关系。此外，公司亦是斯迪克 2019 年度主要供应商之一，斯迪克的产品主要包括功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料及薄膜包装材料等，已与苹果、华为、三星、松下、中兴、OPPO、LG 及戴尔等国内外知名企业建立了稳定的合作关系。2018-2021H1，公司前五大客户直销收入占比逐年降低，分别为 24.39%/20.09%/15.96%/16.45%。

表 6: 2018-2021H1 公司前五大直销客户占比情况

年份	客户名称	销售占比
2018	深圳市金恒晟科技有限公司	7.28%
	耀阳新材料	6.50%
	凯仁精密	4.72%
	东莞市亮雅塑料制品有限公司	3.02%
	紫光科技	2.88%
	合计	24.39%
2019	深圳市金恒晟科技有限公司	6.18%
	世华科技	4.33%
	凯仁精密	3.76%
	佛山市佳世达薄膜科技有限公司	2.95%
	东莞市亮雅塑料制品有限公司	2.87%
	合计	20.09%
2020	胜达科技	4.68%
	世华科技	3.85%
	深圳市金恒晟科技有限公司	3.69%
	新颖包装	1.88%
	南京科辉电子材料有限公司	1.86%
	合计	15.96%
2021H1	斯迪克	3.75%
	胜达科技	3.66%
	常州回天	3.29%
	南京科辉电子材料有限公司	2.95%
	昆山博益鑫成高分子材料有限公司	2.80%
	合计	16.45%

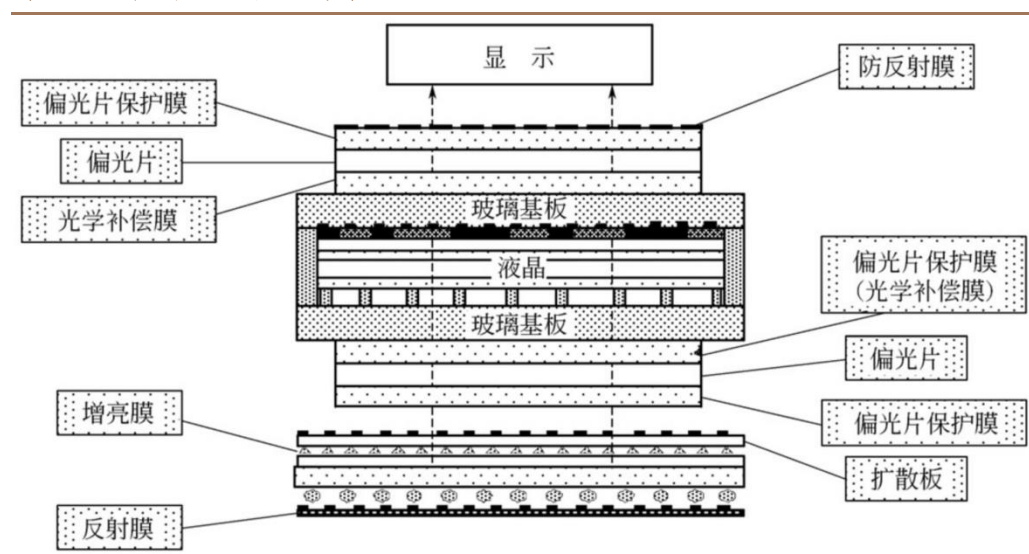
资料来源：和顺科技招股说明书，德邦研究所

4. 以市场为导向，积极布局光学膜基膜业务

4.1. 我国光学基膜国产替代空间巨大，市场竞争多样化

光学级聚酯薄膜技术门槛高，雾度和透光率是核心指标。光学级聚酯薄膜具有低雾度和高透光率，不泛黄、附着力好、平整度好、无明暗纹、耐高温和紫外线照射、挺度佳、抗烧裂、不易破损、表面光洁度高、厚度公差小等出色的光学性能，是目前聚酯薄膜细分领域技术门槛最高的产品之一。广泛应用于液晶显示面板、控制面板、柔性显示器、太阳能电池背板、汽车贴膜、建筑贴膜等领域。我国光学基膜产业起步较晚，2010年后随着光伏产业链和液晶显示产业在国内的快速兴起逐渐发展起来。

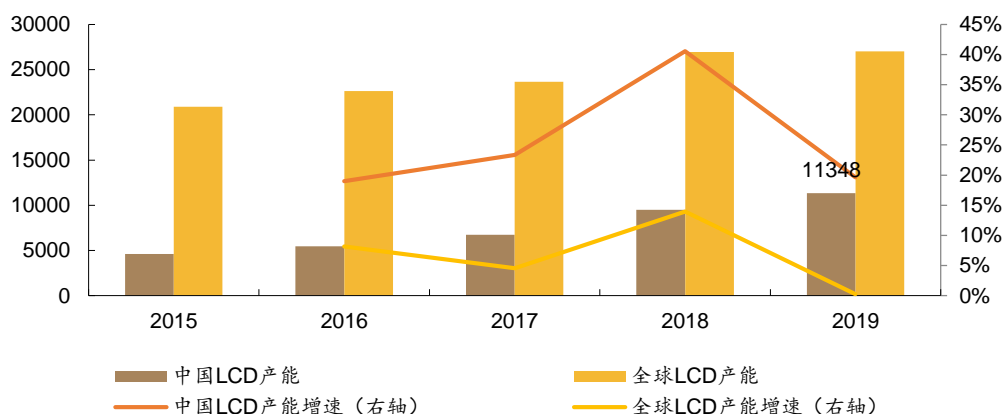
图 23：液晶显示面板剖面结构图



资料来源：谢宜风等《光学功能薄膜的制造与应用》，德邦研究所

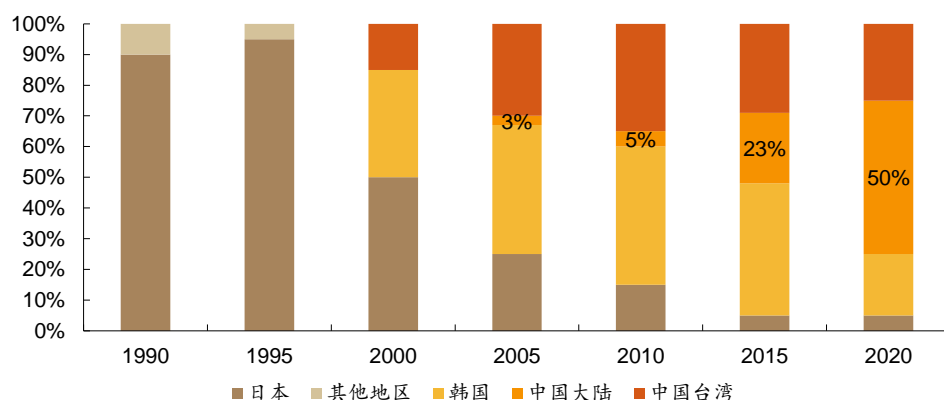
全球 LCD 产业链向中国大陆转移，上游原材料国产替代空间巨大。根据 CINNO Research 产业统计数据，全球显示用 PET 光学基膜市场预计将于 2025 年突破 60 亿元，CAGR 3.1%。全球面板产能近年来不断向中国大陆转移，中国目前已经成为全球 LCD 产能第一的国家，根据赛迪顾问，2019 年中国 LCD 产能为 1.13 亿平方米，占世界比为 42%，2020 年中国大陆 LCD 产能占世界比重为 50%。疫情期间居家办公带来消费电子产品的新一轮需求扩张，进一步加大了对上游显示面板的需求，目前我国在 LCD 产业链上多个细分领域原料化程度依然较低，根据头豹研究院，偏光片、玻璃基板、PVA 膜等领域国产化率不足 20%。光学基膜的市场规模扩张和 LCD 出货量具有同步效应，我们认为随着 LCD 产业链向大陆转移，国产替代进程有望进一步加快。

图 24：2015-2019 年中国和全球 LCD 产能及增速（万平方米）



资料来源：赛迪顾问，前瞻产业研究院，德邦研究所

图 25：1990-2020 全球 LCD 产能分布变化



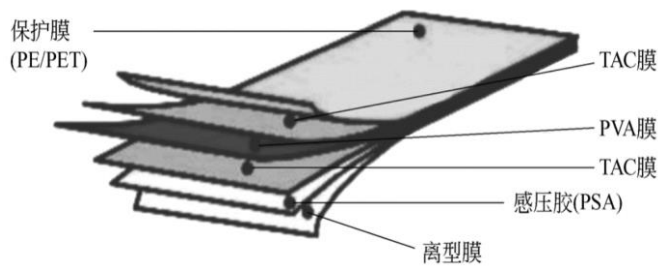
资料来源：赛迪顾问，前瞻产业研究院，德邦研究所

4.2. 积极布局光学膜基膜市场，提升竞争力

公司拟用募投资金建设年产 2 万吨光学膜基膜产线及研发中心，正式进入光学基膜生产领域。公司计划未来生产光学膜基膜，主要包括光学级偏光片用离型基膜、光学级偏光片用保护膜、光学级触摸屏（ITO）保护膜基膜、背光模组用增亮基膜及背光模组用贴合膜基膜等。

偏光片是一种由多层高分子材料复合而成的具有产生偏振光功能的光学薄膜，按其在液晶屏的使用位置不同，大体上可以分为面片（透射片）和底片（多为各种反射片和半透半反射片）。主要结构包括保护膜、TAC 膜、PVA 膜、离型膜等。偏光片按照 LCD 显示类型可划分为四类：TN（twisted nematic）：扭曲向列显示类型偏光片。STN（supper twisted nematic）：超扭曲向列显示类型偏光片。TFT（thin film transistor）：薄膜晶体管显示类型偏光片。目前市场上主流的类型为 TFT-LCD。根据 OFweek 数据统计，2018 年全球偏光片市场规模约 123.1 亿美元。2019 年全球偏光片市场规模为 127.8 亿美元。基于未来大尺寸 LCD 对偏光片采用面积的增加，预计未来全球偏光片整体市场将保持相对稳定的增长态势。

图 26：偏光片结构示意图



资料来源：谢宜风等《光学功能薄膜的制造与应用》，德邦研究所

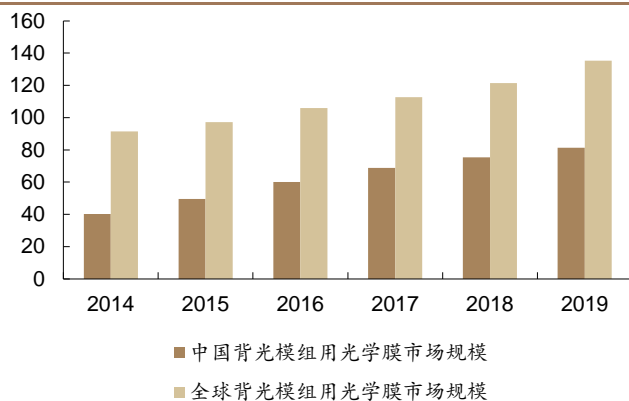
图 27：偏光片各组分作用

主要结构	简介
保护膜	单侧涂布EVA层（乙烯醋酸乙烯共聚物）的PE（聚乙烯）膜（或PET膜），具有低黏性，起保护TAC膜表面的作用。
内保护膜	由PVA膜制成的偏光层易吸水、褪色而丧失偏光性能，因此需要在其两边用一层光学均匀性和透明性良好的TAC（三醋酸纤维素酯）膜来隔绝水分和空气，保护偏光层。
偏光基体	由PVA（聚乙烯醇）薄膜经染色拉伸后制成，该层是偏光片的主要部分，也称偏光原膜。偏光层决定了偏光片的偏光性能、透过率
黏着剂	可分为PVA与TAC膜之间的黏着剂、反射膜侧黏着剂和剥离膜侧黏着剂。反射膜侧黏着剂的作用是将反射膜牢固地黏合在TAC膜上，其工艺要求不允许有再剥离性。剥离膜侧黏着剂是一层压敏胶，它决定了偏光片的黏着性能及贴片加工性能
离型膜	为单侧涂布硅涂层的PET（对苯二甲酸乙二醇酯）膜，主要起保护压敏胶层的作用，同时其剥离力的大小对LCD贴片时的作业性有一定影响。

资料来源：谢宜风等《光学功能薄膜的制造与应用》，德邦研究所

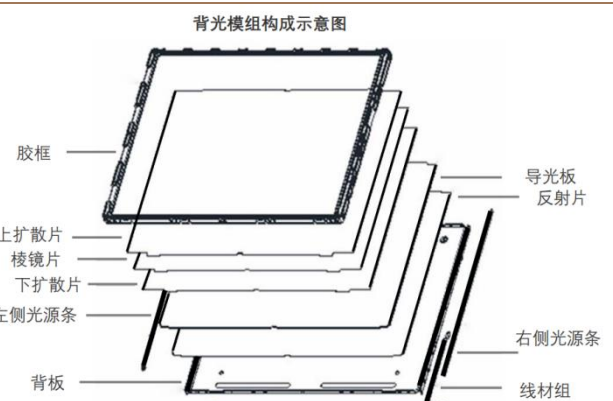
背光模组是液晶发光明暗度的关键器件，背光模组的好坏直接决定了产品的显示效果。增亮膜能够使背光源等光学组件在维持原先状态的情况下，将 LCD 的亮度提升到原先的两倍多。目前，我国背光模组用光学膜市场规模随着 LCD 出货量增加稳定提升，2019 年，中国液晶显示领域背光模组用光学膜市场规模占全球液晶显示领域背光模组用光学膜市场规模的 60%，市场规模为 81.4 亿元，2014-2019 年 CAGR 为 15.10%。

图 28：全球&中国背光模组用光学膜市场规模（亿元）



资料来源：头豹研究院，德邦研究所

图 29：液晶显示器背光模组结构



资料来源：头豹研究院，德邦研究所

公司已具备制备高质量光学膜基膜的技术要求。1) 透光率方面，公司开发的“在线涂布技术”可以满足基膜透光率需要大于 90%的技术要求；2) 薄膜洁净度方面，公司在光学级切片的使用、低聚物控制、粉尘管理和车间洁净管控等方面已具备相关经验积累与技术储备；3) 薄膜的稳定离型力方面，公司开展了“开口剂对 BOPET 表面及光学性能影响研究”项目及“BOPET 生产过程中低聚物的控制研究”项目等相关研发课题，相关技术已用于制造高透度透明膜产品 CT101D 与 CT103D，并已实现量产；4) 在背板用膜预涂层处理方面，公司已对抗静电膜和增加附着力预涂膜进行了试产，抗静电膜的表面电阻值已经可以达到 106Ω-109Ω，性能达到预期并具备了大规模生产的条件。随着公司募投项目建设的研发中心及新型生产线逐渐投入使用，公司产品矩阵有望进一步完善。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

核心假设：

- 1) 有色光电基膜业务：根据公司公告，预计 2023 年公司在建的 5.3 万吨功能性聚酯薄膜产能逐渐放量，根据公司招股说明书规划，在建产能投产当年实现 30% 产能，第三年实现 60%，第四年实现全部产能，参考公司过去聚酯薄膜各产品收入占比，我们假定 5.3 万吨募投产能中有色光电基膜产能占比为 60%，产销率为 90%。毛利率由于原材料价格上涨有所下降，假定 2022-2024 毛利率维持在 37% 左右，因此我们预计 2022-2024 公司有色光电基膜业务实现营业收入分别为 3.2/4.21/5.52 亿元，增速分别为 11.89%、31.68%、34.04%。
- 2) 透明膜业务：我们预计透明膜业务自 2020 年以来的市场高需求情况有所放缓，根据公司公告，透明膜业务由于不具有较大差异性，高毛利不具有可持续性。我们假设公司在建 5.3 万吨功能性聚酯薄膜产能中 20% 用以生产透明膜，产销率为 90%，预计 2022-2024 年可实现收入 1.08/1.21/1.44 亿元，增速分别为 -48.29%、11.95%、18.9%。毛利率逐年有所降低，假定分别为 18%、16%、14%。
- 3) 其他功能膜业务：2021 年公司新加太阳能背板膜产品，实现产销两旺，我们认为随着光伏装机量提升，太阳能背板膜销量有望提升，假设公司在建 5.3 万吨功能性聚酯薄膜产能中 20% 用以生产其他功能膜，产销率为 90%，预计 2022-2024 年可实现收入 2.25/2.43/2.83 亿元，增速分别为 66.08%、7.99%、16.30%。毛利率假定为 30%、35%、35%。
- 4) 光学膜基膜业务：此业务系公司新业务，随着募投的 2 万吨产能建成逐渐放量，根据公司招股说明书测算，光学膜基膜产能预计 2023 年投产，在建产能投产当年实现 30% 产能，第三年实现 60%，第四年实现全部产能，我们预计毛利率维持在 32% 左右。因此我们预计 2023-2024 年光学膜基膜实现营业收入 0.99/1.98 亿元，2024 年同比增速为 100%。
- 5) 其他业务：此业务占收比较低，假定毛利率维持在 42% 左右，收入增速稳定在 30%。2022-2024 分别实现收入 0.12/0.16/0.20 亿元。

表 7：公司营收预测

业务类别	项目	2021	2022E	2023E	2024E
有色光电基膜	销售收入 (百万)	285.99	320.00	421.39	552.20
	yoy	33.76%	11.89%	31.68%	31.04%
	毛利润	110.57	118.40	155.91	204.31
	毛利率	38.66%	37.00%	37.00%	37.00%
透明膜	销售收入 (百万)	208.84	108.00	120.91	143.76
	yoy	45.38%	-48.29%	11.95%	18.90%
	毛利润	52.94	19.44	19.35	20.13
	毛利率	25.35%	18.00%	16.00%	14.00%
其他功能膜	销售收入 (百万)	135.48	225.00	242.98	282.59
	yoy	693.91%	66.08%	7.99%	16.30%
	毛利润	37.54	67.50	85.04	98.91
	毛利率	27.71%	30.00%	35.00%	35.00%
光学膜基膜	销售收入 (百万)	-	-	98.76	197.52
	yoy	-	-	-	100.00%
	毛利润	-	-	31.60	63.21
	毛利率	-	-	32.00%	32.00%
其他业务	销售收入 (百万)	9.31	12.11	15.74	20.46
	yoy	275.28%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利润	3.92	5.09	6.61	8.59
	毛利率	42.09%	42.00%	42.00%	42.00%
合计	销售收入 (百万)	639.62	665.11	899.77	1196.53
	yoy	69.66%	3.98%	35.28%	32.98%
	毛利润	204.97	210.43	298.51	395.15
	毛利率	32.05%	31.64%	33.18%	33.02%

资料来源：公司公告，德邦研究所

5.2. 投资建议

公司作为国内有色光电基膜行业龙头，近年来产能快速增长，我们认为随着公司在建产能在未来三年逐渐放量，公司业绩有望得到提升。我们预计公司 2022-2024 年分别实现销售收入为 6.65 亿元、9.00 亿元、11.97 亿元，增速分别为 3.98%、35.28%、32.98%。归母净利润分别为 1.37 亿元、1.97 亿元、2.61 亿元，增速分别为 10.6%、44.09%、32.18%。首次覆盖，给予增持投资评级。

表 8：和顺科技可比公司估值

公司代码	公司简称	股价（元）	EPS			PE		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
300305.SZ	裕兴股份	13.9	0.85	1.04	1.42	20.62	13.34	9.80
601208.SH	东材科技	10.8	0.40	0.61	0.85	48.57	17.59	12.74
688299.SH	长阳科技	17.06	0.66	1.44	2.04	49.63	11.85	8.36
可比公司平均估值						39.61	14.26	10.30
301237.SZ	和顺科技	43.96	2.06	1.71	2.46	-	25.71	17.84

资料来源：wind，德邦研究所（股价为 7 月 18 日收盘价，数据除和顺科技、长阳科技（电子组覆盖）外，其他采用 wind 一致预期）

6. 风险提示

1) 上游原材料波动风险

公司主营产品原料聚酯切片和 PTA 价格与原油价格走势密切相关，若原材料价格出现大幅上涨，而公司不能有效地转移原材料价格上涨的压力，公司产品毛利率将大幅下滑，对公司持续盈利能力造成不利影响。

2) 市场竞争加剧风险

国外厂商由于聚酯薄膜行业发展时间更久，技术更加先进，在行业竞争中处于优势地位，且国内聚酯薄膜产业长久以来外国企业市占率领先，包括公司在内的国内厂商由于技术积累相对薄弱，普遍面临着较为严峻的市场竞争形势。未来若行业内国内外厂商利用资金和人才优势研发成功并大量生产有色光电基膜，实施恶性竞争或下游电子工业领域发生不利变化，则会因供需状况变化而发生有色光电基膜市场价格和毛利率下降的风险。

3) 新增产能消化风险

2021-2024 年，公司产能预计将由 4.2 万吨增加至 11.5 万吨，产能的扩张将对公司未来的市场拓展能力提出更高的要求。倘若未来市场环境、行业技术等要素出现重大不利变化，使得公司市场开拓进度低于预期，则可能导致募投项目的新增产能无法及时、完全消化，进而给公司生产经营带来不利影响。

4) 产品研发不及预期

公司所处的聚酯薄膜行业下游应用领域日新月异，若公司的技术储备或新技术开发方向不符合行业发展趋势，或者在研产品未能如期达标，无法紧随行业发展趋势，不能满足客户需求变化，则公司将面临研发不及预期的风险。

5) 新冠疫情反复风险

若疫情持续反复，可能会对公司产品的推广及订单交付产生不利影响，从而影响公司营业收入和利润水平。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	2.06	1.71	2.46	3.26
每股净资产	5.90	7.86	10.33	13.58
每股经营现金流	1.05	2.21	2.82	4.15
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	0.00	25.71	17.84	13.50
P/B	0.00	5.59	4.26	3.24
P/S	4.12	5.29	3.91	2.94
EV/EBITDA	0.31	15.14	10.80	7.95
股息率%	—	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	32.0%	31.6%	33.2%	33.0%
净利润率	19.3%	20.6%	21.9%	21.8%
净资产收益率	26.2%	21.7%	23.9%	24.0%
资产回报率	18.7%	18.8%	20.7%	21.1%
投资回报率	22.6%	21.7%	23.9%	24.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	69.7%	4.0%	35.3%	33.0%
EBIT 增长率	65.3%	5.7%	44.1%	32.2%
净利润增长率	66.8%	10.6%	44.1%	32.2%
偿债能力指标				
资产负债率	28.6%	13.6%	13.4%	11.9%
流动比率	1.7	3.9	4.5	5.3
速动比率	1.1	2.2	3.0	3.8
现金比率	0.3	0.5	1.2	2.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	34.3	40.1	37.9	34.3
存货周转天数	75.8	98.0	89.7	75.8
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0
固定资产周转率	2.7	2.9	4.0	4.5

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	124	137	197	261
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	33	72	87	110
非经营收益	2	0	0	0
营运资金变动	-76	-33	-58	-39
经营活动现金流	84	177	226	332
资产	-65	-112	-132	-203
投资	0	0	0	0
其他	13	0	0	0
投资活动现金流	-51	-112	-132	-203
债权募资	-18	-101	0	0
股权募资	0	20	0	0
其他	-5	0	0	0
融资活动现金流	-23	-81	0	0
现金净流量	9	-16	94	129

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 18 日
资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	640	665	900	1,197
营业成本	435	455	601	801
毛利率%	32.0%	31.6%	33.2%	33.0%
营业税金及附加	4	3	4	6
营业税金率%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	5	7	9	12
营业费用率%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	25	20	27	36
管理费用率%	3.9%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	23	23	31	42
研发费用率%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%
EBIT	149	157	227	299
财务费用	5	0	0	0
财务费用率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	-0	0	0	0
营业利润	142	157	227	299
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	142	157	227	299
EBITDA	149	230	313	410
所得税	18	20	29	39
有效所得税率%	12.8%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	124	137	197	261

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	54	38	132	261
应收账款及应收票据	60	73	93	112
存货	90	122	148	166
其它流动资产	78	76	116	137
流动资产合计	282	309	490	677
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	238	228	224	268
在建工程	41	91	141	191
无形资产	58	57	56	55
非流动资产合计	380	419	464	557
资产总计	662	728	954	1,234
短期借款	101	0	0	0
应付票据及应付账款	39	48	63	72
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	30	31	45	55
流动负债合计	170	79	108	127
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	20	20	20	20
非流动负债合计	20	20	20	20
负债总计	190	99	128	147
实收资本	60	80	80	80
普通股股东权益	472	629	826	1,087
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	662	728	954	1,234

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021 年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有 5 年机械研究经验，1 年高端装备产业经验，南京大学材料科学学士、上海交通大学材料科学硕士。2020 年获得 iFinD 机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业 2019 年新财富第三名，2017 年新财富第二名，2017 年金牛奖第二名，2016 年新财富第四名。

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
	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。
	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。