

隆扬电子（301389）

国内垂直电磁屏蔽材料供应商，拓展复合铜箔储备新增长级

增持（首次）

2023 年 12 月 13 日

证券分析师 马天翼

执业证书：S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 鲍娴颖

执业证书：S0600521080008

baoxy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	376	293	413	460
同比	-12%	-22%	41%	11%
归属母公司净利润（百万元）	169	109	169	189
同比	-15%	-35%	55%	12%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.60	0.38	0.60	0.67
P/E（现价&最新股本摊薄）	33.41	51.76	33.42	29.84

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

■ **国内垂直一体化电磁屏蔽材料供应商，经营业绩受消费电子景气度降低影响短期承压。**2019-2021 年公司营收由 2.68 亿元增长到 4.28 亿元，归母净利润从 1.06 亿元增长到 1.98 亿元。2022 年以来受消费电子景气度降低影响公司营收承压，2022 年营收 3.76 亿元，同比降低 12.11%，归母净利润 1.69 亿元，同比降低 14.58%；23H1 公司营收 1.27 亿元，同比减少 37.58%，归母净利润 0.53 亿元，同比减少 42.24%。随着消费电子景气度回升公司营收有望改善。

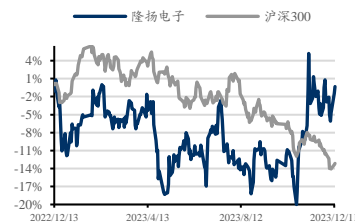
■ **下游消费电子市场回暖，电磁屏蔽材料市场稳步增长。**23Q2-Q3 全球 PC 出货量均环比回升，同比降幅持续收窄，行业拐点初步显现。根据 IDC 数据，全球 PC 出货量自 22Q4 及 23Q1 分别环比大幅下行 9%、15% 后在 23Q2 环比回升 8%，同比降幅收窄至 14%，23Q3 环比回升 11%，同比降幅进一步收窄到 8%。随终端景气度回升，隆扬电子产品需求有望回升。同时智能手机、可穿戴设备等下游应用的庞大出货量基数也为电磁屏蔽材料的市场空间提供保障，据 BCC Research 预测，2023 年全球电磁屏蔽材料市场规模 92.5 亿美元，2018-2023 年 CAGR 达 5.7%。

■ **公司在电磁屏蔽材料领域布局全面、技术领先且可复用在复合铜箔，复合铜箔有望成为行业趋势，贡献营收增量。**公司掌握电磁屏蔽材料生产中前、中、后端多项核心技术，布局全面且技术领先。公司于 2022 年实现了真空磁控溅射及复合镀膜技术往锂电复合铜箔的有效迁移，复合铜箔在提升电池能量密度、增加电池安全性、降低生产成本方面优势显著有望成为行业趋势，根据远东控股集团有限公司数据，复合铜箔相比传统铜箔可以提升 10% 的能量密度，公司凭借技术优势有望打开新增长点。公司于 2023 年 5 月发布可转债预案，拟募资 10.8 亿元，投资总额 19.2 亿元，建设年产 2.38 亿平方米复合铜箔产能。

■ **盈利预测与投资评级：**公司在电磁屏蔽材料领域的技术竞争力突出，市场拓展稳步推进。同时，公司拓展复合铜箔业务，有望提供营收增量。基于此，我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 1.09/1.69/1.89 亿元，同比增长 -35.45%/54.90%/11.97%。公司 2023/2024/2025 年的 PE 分别为 51.76/33.42/29.84 倍，高于同业公司平均水平，但公司在电磁屏蔽材料优势巩固的同时扩展了复合铜箔业务，有望伴随复合铜箔渗透率提升的行业趋势持续成长，考虑到公司的成长性给予一定估值溢价，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**消费电子需求恢复不及预期；汇率波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.90
一年最低/最高价	15.81/22.30
市净率(倍)	2.55
流通 A 股市值(百万元)	1,410.41
总市值(百万元)	5,641.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.81
资产负债率(% ,LF)	3.05
总股本(百万股)	283.50
流通 A 股(百万股)	70.88

相关研究

内容目录

1. 隆扬电子：垂直一体化电磁屏蔽材料供应商	5
1.1. 隆扬电子：国内领先的电磁屏蔽材料专业制造商	5
1.2. 经营业绩整体稳定，盈利能力保持高水准	7
1.3. 垂直一体化发展，客户结构优质	9
2. 下游应用广泛，电磁屏蔽材料市场稳步增长	11
2.1. 电磁屏蔽材料应用广泛，市场空间稳定增长	11
2.2. 创新驱动下游消费电子市场空间发展	13
3. 经营体系稳定高效，一体化布局铸就行业竞争力	16
3.1. 一体化布局+多项核心技术扩大竞争优势	16
3.2. 深厚实力构建稳定大客户合作关系	17
4. 技术同源优势明显，拓展复合铜箔打造新增长点	19
4.1. 复合铜箔性能&成本优势明显，有望替代传统铜箔快速放量	19
4.2. 复合铜箔生产制备异于传统铜箔，主流方式为两步法	20
4.3. 真空磁控溅射技术同源，“电磁屏蔽材料+复合铜箔”双轮驱动	21
4.3.1. 技术同源优势推动公司核心技术及成熟经验成果转化	21
4.3.2. 投资 19.2 亿元，打造“电磁屏蔽材料+复合铜箔”的双轮驱动	22
5. 盈利预测	24
5.1. 核心假设	24
5.2. 估值与投资建议	24
6. 风险提示	26

图表目录

图 1:	隆扬电子发展历程	7
图 2:	隆扬电子股权结构（截止至 23Q3）	7
图 3:	2019-2023H1 公司营业收入	8
图 4:	2019-2023H1 公司归母净利润	8
图 5:	2019-2023H1 公司各产品营业收入（亿元）	8
图 6:	2023H1 公司主营业务收入构成	8
图 7:	2019-2023H1 公司毛利率及净利率情况	9
图 8:	2019-2023H1 公司各产品毛利率情况	9
图 9:	2019-2023H1 公司费用率情况	9
图 10:	2019-2023H1 公司各产品毛利率情况	9
图 11:	2019-2023H1 年公司前五大客户收入	10
图 12:	电磁屏蔽材料在智能手机中的应用示例	11
图 13:	电磁屏蔽材料产业链	11
图 14:	全球电磁屏蔽材料市场规模及预测	12
图 15:	全球季度 PC 出货量	13
图 16:	全球平板出货量	14
图 17:	全球智能手机出货量（亿台）	14
图 18:	全球可穿戴设备出货量（亿台）	15
图 19:	公司主要产品之一导电布胶带生产工序完备	16
图 20:	公司部分下游知名客户	17
图 21:	2021 年公司前五大客户销售金额占比	17
图 22:	公司应用于苹果终端产品收入占比	18
图 23:	苹果平板电脑市场份额远高于其他品牌	18
图 24:	2021 年锂电池成本构成	19
图 25:	复合铜箔能够控制电池热失控	20
图 26:	复合铜箔在针刺测试中电池没有着火	20
图 27:	传统电解铜箔与复合铜箔工艺流程对比	21
图 28:	真空磁控溅射工艺原理、工艺难点及主要设备供应商	22
表 1:	隆扬电子产品分类	6
表 2:	公司核心技术简要概览	10
表 3:	2023H1 年公司前五大客户	10
表 4:	电磁屏蔽材料行业发展趋势	12
表 5:	消费电子行业发展趋势	15
表 6:	公司主要核心技术详细介绍	16
表 7:	传统铜箔与复合铜箔的对比	19
表 8:	公司可转换公司债券情况	23

表 9: 公司收入预测 (百万元)24

表 10: 可比公司估值25

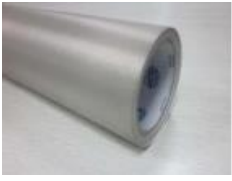
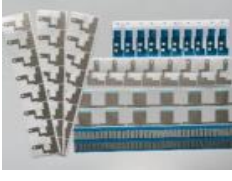



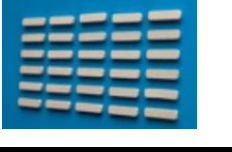
1. 隆扬电子：垂直一体化电磁屏蔽材料供应商

1.1. 隆扬电子：国内领先的电磁屏蔽材料专业制造商

隆扬电子是国内领先的 EMI 屏蔽材料专业制造商，主营业务为电磁屏蔽材料及部分绝缘材料的研发、生产和销售。公司本部位于江苏省昆山市，下设全资子公司：川扬电子、富扬电子、香港欧宝、聚赫新材、越南隆扬、美国隆扬。公司生产一系列高品质的 EMI/EMC 屏蔽材料，从设计开发到各种屏蔽材料的生产、供应，能满足今日客户对电磁干扰的解决对策。

公司主要产品为电磁屏蔽类产品与绝缘类产品。电磁屏蔽类产品包括导电布、导电布胶带、屏蔽绝缘复合胶带、吸波材料、导电布泡棉、全方位导电海绵、SMT 导电泡棉等，聚焦于消费电子领域，在笔记本电脑、平板电脑、智能手机、智能可穿戴设备等电子产品上起到电磁屏蔽功能，实现电磁兼容的效果；绝缘类产品包括陶瓷片、缓冲发泡体、双面胶、保护膜、散热矽胶片等，起到绝缘、缓冲保护、吸音减震、散热等效能。

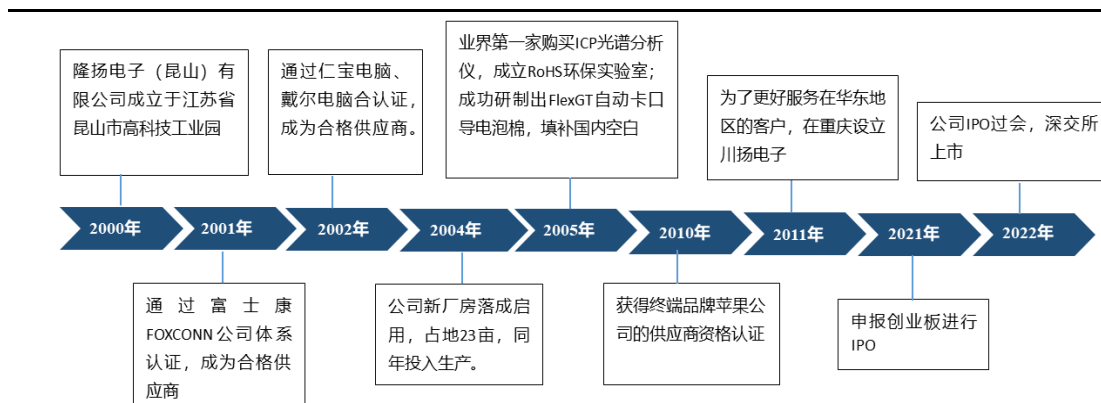
表1：隆扬电子产品分类

产品名称	产品示意图	产品介绍	产品特点	应用领域
导电布及胶带				
导电布		以纤维布为基材，经过前处理后施以电镀金属镀层，是一种具有金属特性的导电纤维材料。导电布变形程度低。	导电性和柔软度好；金属附着力强；屏蔽效能高，可模切成各种特定的形状，用于防止电磁波泄漏或进入系统。	用作消费电子产品内部电磁屏蔽材料；也可用在通讯设备产品、专用屏蔽服装的静电屏蔽中。
导电布胶带		结合了导电布的导电屏蔽性能和胶带粘性及导电性的特性在动态摩擦和易腐蚀的环境下，依然具有良好的屏蔽效果	轻薄柔软；高导电性；有一定的抗腐蚀性；屏蔽效能高，持久耐用，可模切成各种特定的形状，应用范围广泛。	用作消费电子产品内部电磁屏蔽材料；通讯设备产品内部的静电屏蔽。
导电泡棉				
导电布泡棉		在导电泡棉中最为常见，结合了导电布的柔软性和泡棉的弹性，产品特性优良且易于加工与使用。	材质轻；表面阻抗低；良好的抗腐蚀性、抗氧化性；电磁屏蔽性能佳。	适用于手机、笔记本电脑、电脑周边、通讯设备、医疗器具及电机电器类产品等EMI防治与EMS设计方案。
全方位导电海绵		将聚氨酯海绵通过环保 PVD 或化学电镀的工艺，使其具有优异的XYZ 三轴导电性能，极好的高压缩和高回弹性能。	导电性好；弹性佳；性能稳定；屏蔽效能高；具有多种厚度可供选择，优异的抗冲击效能，且能够自由填充结构间的空隙。	适用于手机、笔记本电脑、平板电脑等消费电子产品的电磁屏蔽、静电消除。
绝缘材料				
缓冲发泡体		缓冲发泡体材质有PU、EVA、PE、CR等，可制成开孔和闭孔结构，满足各类客户对于缓冲材料的需求。	质量轻、柔软度好，具备良好的缓冲、密封、吸音和减震功能。	适用于手机、电脑通讯器材的机构件，起到缓冲、密封、吸音和减震作用
陶瓷片		一种以陶瓷填充聚四氟乙烯高频电路复合材料。	具有介电常数小，介电损耗低，机械强度高，以及化学稳定性好等特点。	适用于各类电子设备、军工设备等高频商业微波和射频应用中。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

隆扬电子成立于 2000 年，在成立后两年内接连通过认证，成为富士康、仁宝电脑、戴尔电脑的合格供应商，在 2004 年新厂房建设完毕正式投产，并于 2005 年成为国内首家研制出自动卡口导电泡棉的制造商。在 2010 年，公司正式成为终端品牌苹果公司的供应商之一，步入苹果供应链，并于 2011 年在重庆设立川扬电子全资子公司。在 2021 年公司申报创业板进行 IPO，并于 2022 年 4 月成功过会，2023 年 10 月在深交所创业板成功上市。

图1：隆扬电子发展历程

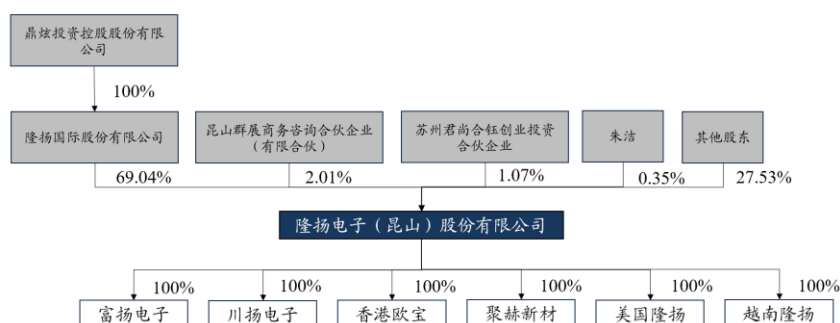


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

截至 23Q3，隆扬国际股份有限公司持有隆扬电子 69.04%，隆扬国际为中国台湾上市公司鼎炫控股全资持有的子公司。董事长傅青炫、董事总经理张东琴系夫妻关系，两人通过直接和间接方式共持有公司股权，是公司的实际控制人。公司采用上述架构的主要原因考虑到中国台湾地区的商业惯例、税务筹划、股权转让、股份交易的便利性。

子公司间分工明确。富扬电子、川扬电子、聚赫新材负责生产制造，富扬电子与川扬电子主营业务为电磁屏蔽材料的研发、生产和销售，聚赫新材的主营业务为消费电子功能性材料的研发、生产和销售。欧宝发展有限公司与其下属的全资子公司萨摩亚 ONBILLION 负责进出口贸易。欧宝发展全资子公司萨摩亚隆扬负责投资控股。美国隆扬负责技术支持及客户拓展，越南隆扬负责模切、打样等业务。

图2：隆扬电子股权结构（截止至 23Q3）



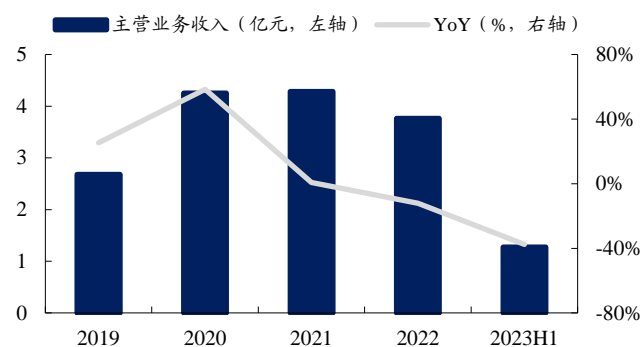
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 经营业绩整体稳定，盈利能力保持高水准

经营业绩受消费电子景气度降低影响短期承压。2019-2021 年公司营收由 2.68 亿元增长到 4.28 亿元，归母净利润从 1.06 亿元增长到 1.98 亿元。2022 年以来受消费电子景气度降低影响公司营收承压，2022 年营收 3.76 亿元，同比降低 12.11%，归母净利润 1.69 亿元，同比降低 14.58%；23H1 公司营收 1.27 亿元，同比减少 37.58%，归母净利润 0.53

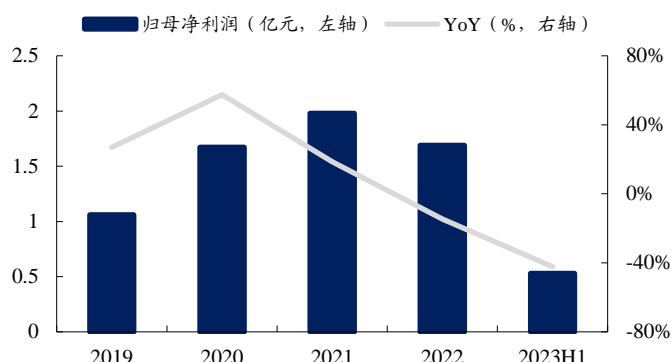
亿元，同比减少 42.24%。随着消费电子景气度回升公司营收有望改善。

图3: 2019-2023H1 公司营业收入



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

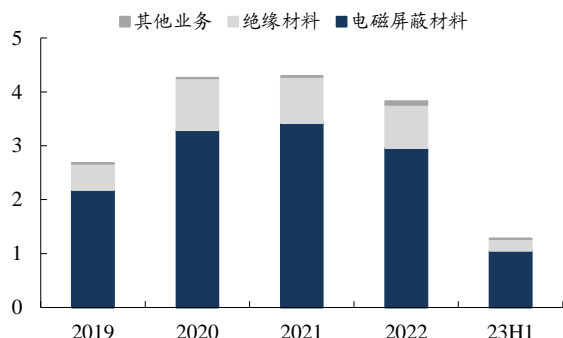
图4: 2019-2023H1 公司归母净利润



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

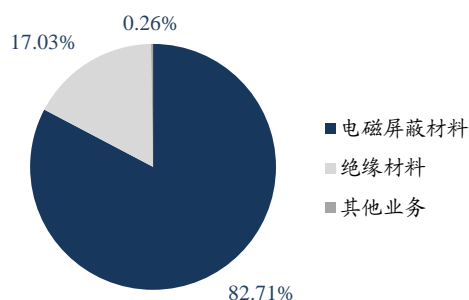
电磁屏蔽材料是公司核心业务，聚焦主业稳步发展。23H1 公司电磁屏蔽材料营收占比 82.71%，绝缘材料占比 17.03%，其他业务占比 0.26%，公司聚焦电磁屏蔽材料主业稳健发展。

图5: 2019-2023H1 公司各产品营业收入（亿元）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

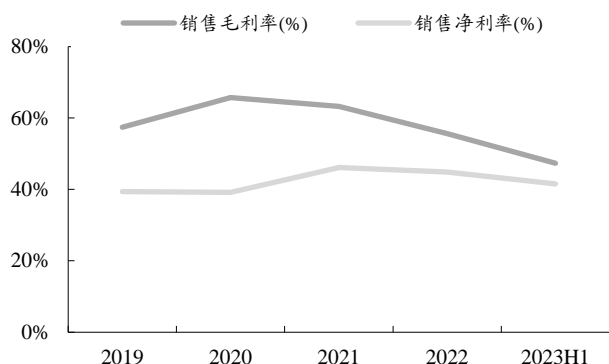
图6: 2023H1 公司主营业务收入构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

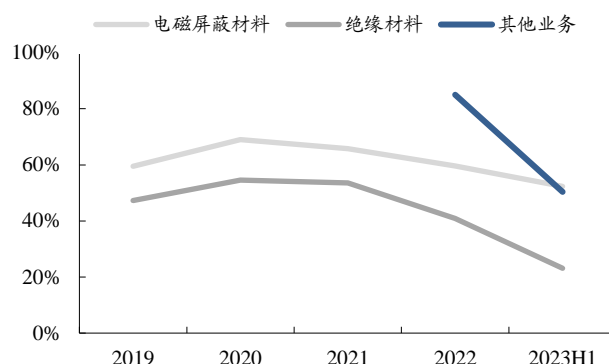
公司毛利率水平较高，22 年开始受行业景气度下行影响毛利承压。2020-2022 年，公司综合毛利率分别为 65.74%、63.26%、55.63%，处于较高水平。在产品的上游原材料环节上，公司进口材料依赖度低，基本实现了“制造原材料—支撑产品生产”，能够实现自给自足，一体化生产优势明显。2022 年至 2023H1，公司毛利率的下降主要系下游消费电子景气度影响。在毛利率出现下降的情况下，公司持续强化费控建设，净利润保持在较高水平，公司净利率始终保持超 40%，展现出了公司较强的盈利能力。2021-23H1，公司销售净利率分别为 46.15%、44.86%、41.52%。

图7：2019-2023H1 公司毛利率及净利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

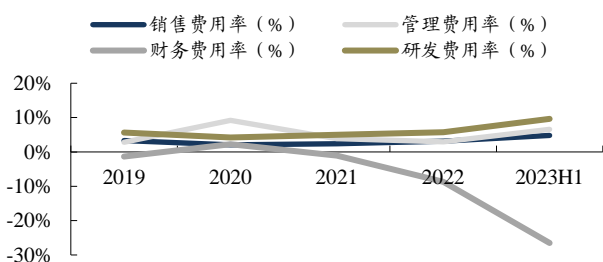
图8：2019-2023H1 公司各产品毛利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

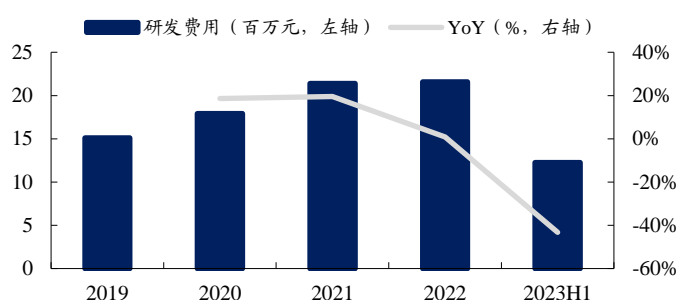
受行业景气度下行影响，公司强化费控建设。公司研发费用在2019-2022年稳步提升，从2019年的0.15亿元增长到2022年的0.22亿元，23H1公司研发费用0.12亿元，同比减少43.26%，其他各项费用率保持稳定，财务费用波动主要受美元汇率影响。

图9：2019-2023H1 公司费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2019-2023H1 公司各产品毛利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 垂直一体化发展，客户结构优质

公司自成立以来一直专注于电磁屏蔽材料的研发、生产和销售。经过多年的发展和积累，公司目前已能向客户提供多元化的电磁屏蔽材料产品解决方案。公司在电磁屏蔽材料的前端材料制备、中端半成品加工及后端成品模切上均掌握多项核心技术，形成了垂直产业链导通的核心技术体系。

经过多年发展，公司现已掌握多项核心技术，均通过自主研发取得，包括卷绕式真空磁控溅射及复合镀膜技术、屏蔽材料柔性化技术、连续化带状全方位导电海绵制备技术、高速精密成型技术、屏蔽绝缘胶带复合技术、非开模模切技术、异形模切及自动排废技术等。上述核心技术应用在生产中，不仅能提高材料的屏蔽效能和精密程度，还能提高生产效率、降低生产成本，从而提升公司的盈利能力，为可持续快速发展提供坚实

的保障。

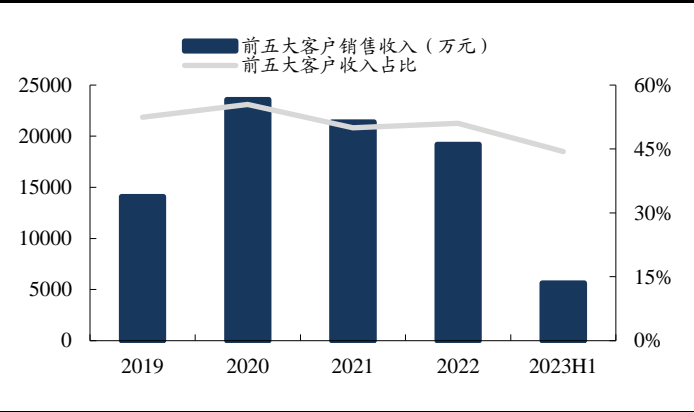
表2: 公司核心技术简要概览

序号	类别	核心技术名称	应用领域	所处阶段
1	前端 材料制备	卷绕式真空磁控溅射及复合镀膜技术	电磁屏蔽材料	大批量生产
2		屏蔽材料柔性化技术	电磁屏蔽材料	大批量生产
3		连续化带状全方位导电海绵制备技术	电磁屏蔽材料	批量生产
4	中端 半成品加工	高速精密成型技术	电磁屏蔽材料	大批量生产
5		屏蔽绝缘胶带复合技术	电磁屏蔽材料	小批量生产
6	后端 成品模切	非开模模切技术	电磁屏蔽材料 绝缘材料	大批量生产
7		异形模切及自动排废技术	电磁屏蔽材料 绝缘材料	大批量生产

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司已经实现了与消费电子下游主要客户良好的合作关系，客户包括富士康、广达电脑、立讯精密、东山精密、和硕电脑等，覆盖了苹果、联想、惠普、戴尔、宏基和华硕等行业巨头终端客户。根据公司招股书数据，2021 年公司前五大客户分别为广达、富士康、东阳精密、和硕、英业达，其中广达集团占比最高，为 15.22%，并贡献了 0.65 亿元的销售额。23H1，公司前五大客户合计占比为 44.40%，贡献了公司总销售额近一半的份额。

图11: 2019-2023H1 年公司前五大客户收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表3: 2023H1 年公司前五大客户

客户名称	销售金额 (万元)	占比
客户 1 及其子公司	1,676.44	13.18%
客户 2 及其子公司	1,624.48	12.77%
客户 3 及其子公司	1,133.60	8.91%
客户 4 及其子公司	660.07	5.19%
客户 5 及其子公司	553.43	4.35%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2. 下游应用广泛，电磁屏蔽材料市场稳步增长

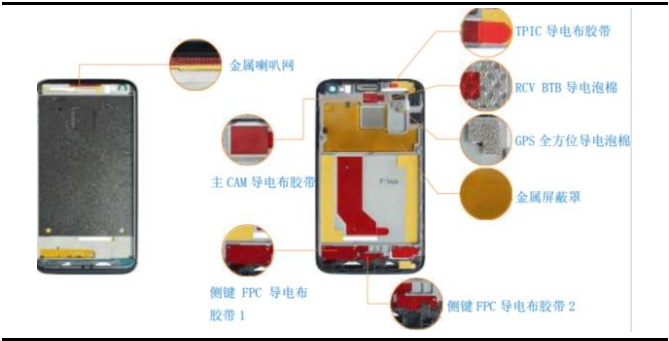
2.1. 电磁屏蔽材料应用广泛，市场空间稳定增长

公司所处的电磁屏蔽材料产业是国家鼓励的高新技术产业和战略性新兴产业，在消费电子领域有重要应用。电子设备及元器件在工作时会向外辐射大量不同频率和波长的电磁波，对临近电路和设备造成干扰，影响精密电子仪器的正常工作。在解决电磁干扰问题的诸多方式中，电磁屏蔽是最基本和有效的手段。电磁屏蔽可以阻断电磁波的传播路径，实现电子设备和元器件的电磁兼容。

电磁屏蔽材料是指能实现对电磁波屏蔽的功能性材料，其作用原理是通过对电磁波的反射和吸收来达到对电磁波的阻隔或使其衰减的目的。当入射电磁波传播到屏蔽材料表面时，由于空气与屏蔽材料交界面上阻抗的不连续，一部分入射波会被反射回来。未被反射而进入屏蔽材料体内的部分电磁波，在材料体内传播过程中被吸收从而衰减。当未衰减完的少量电磁波传播到屏蔽材料与空气的另一交界面时，再次因为交界面不连续的阻抗而被反射回屏蔽体内，进行重新被吸收和衰减的过程。目前，广泛应用的电磁屏蔽器件主要有导电塑料器件、导电硅胶、金属屏蔽器件、导电布衬垫、吸波器件等。

电磁屏蔽材料属于新材料的应用领域，其产业链上游是基础原材料的供应商，中游是电磁屏蔽材料及器件的生产商，下游广泛应用于通讯设备、计算机、手机终端、汽车电子、家用电器、国防军工等终端应用领域。

图12：电磁屏蔽材料在智能手机中的应用示例



数据来源：飞荣达招股说明书，东吴证券研究所

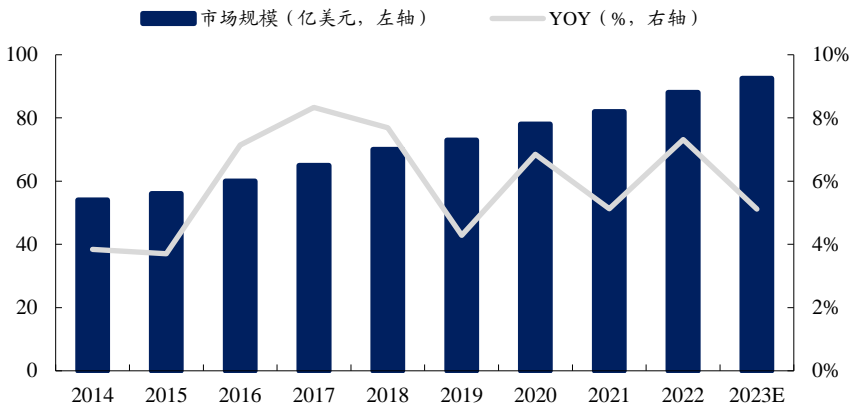
图13：电磁屏蔽材料产业链



数据来源：飞荣达招股说明书，东吴证券研究所

未来 5G 技术的普及还将提升产品功耗，造成更多的电磁干扰，因此对电磁屏蔽材料的数量及性能需求在近年来持续提升。据 BCC Research 统计，全球电磁屏蔽材料市场规模近年来逐步扩大。从 2013 年的 52 亿美元增长到 2018 年的 70 亿美元，5 年内增长了 18 亿美元。据 BCC Research 预测，2023 年全球电磁屏蔽材料市场规模将达到 92.5 亿美元，2018-2023 年 CAGR 达 5.7%。

图14：全球电磁屏蔽材料市场规模及预测



数据来源：BCC Reasearch，东吴证券研究所

未来电磁屏蔽材料行业的发展趋势与电子设备、5G 通信等行业息息相关。随着移动通信技术的进步和信息化建设的不断推进，电子产业实现了高增长的发展态势，电子设备更新迭代速度加快，呈现多功能、轻量化、个性化的发展趋势，内部元器件数量增多、精密度提升，同时结构更加紧密，对电磁屏蔽材料提出了更高的稳定性和更好的屏蔽效能要求。电子设备升级的同时也要求相关电磁屏蔽材料进行升级；5G 技术的成熟使得电磁屏蔽的作用显得更为重要，需求将会上升；在全球经济发展的共识下，电磁屏蔽材料也需满足日益提升的环保要求等等。

表4：电磁屏蔽材料行业发展趋势

序号	类别	概述
1	电子设备升级带动产品创新、性能提升	随着电子设备持续升级，高频率、高功耗带来更高的 EMI 屏蔽防护性能要求，推动电磁屏蔽材料产品种类不断丰富，材料性能、加工工艺进一步升级
2	产品升级需持续材料、工艺研发投入	由于电子设备性能的升级、通讯技术的进步，电磁屏蔽材料的屏蔽效能不断提高，其综合性能向着更优良的方向发展，电磁屏蔽材料生产企业须提高生产效率，同时确保产品的稳定性、可靠性
3	5G 技术的成熟 带来更多市场应用空间	5G 技术逐渐普及，联网设备、天线及终端设备数量不断增加，电子设备之间的电磁干扰加剧，从而使得电磁屏蔽材料的作用更重要，电磁屏蔽材料行业有望实现快速增长
4	国产替代趋势显著	伴随技术的成熟、市场规模的扩大，电磁屏蔽材料下游制造产业向我国大陆转移趋势明显；国内实力较强的电磁屏蔽材料企业不断加强研发投入，形成了产品质量可靠的自主品牌
5	朝定制化、个性化方向发展	为了适应市场发展需要，电磁屏蔽材料生产企业需要能够根据下游客户的需求，快速及时地提供电磁屏蔽材料的材料选型、工艺改良的整体解决方案，为客户提供全方位、高质量、定制化服务
6	环保的电磁屏蔽材料将成为未来布局重点	为了应对日益提升的环保要求，研发可回收、易降解的电磁屏蔽材料，将成为未来研究和开发的重点

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

国内电磁屏蔽材料产业与海外发达地区差距逐步缩小。我国电磁屏蔽材料产业起步于上世纪末、本世纪初以来的电子产业转移浪潮，最初以承接简单的代加工业务为主，技术含量较低，而欧美和日本等发达国家和地区掌握了较为先进的电磁屏蔽材料生产工艺，屏蔽材料产品类别广泛。随着我国新材料领域的战略规划不断推出，国内一些规模较大、实力较强的电磁屏蔽材料生产企业不断改进工艺技术，已经实现了部分生产技术、

产品品质与国际先进水平趋同。

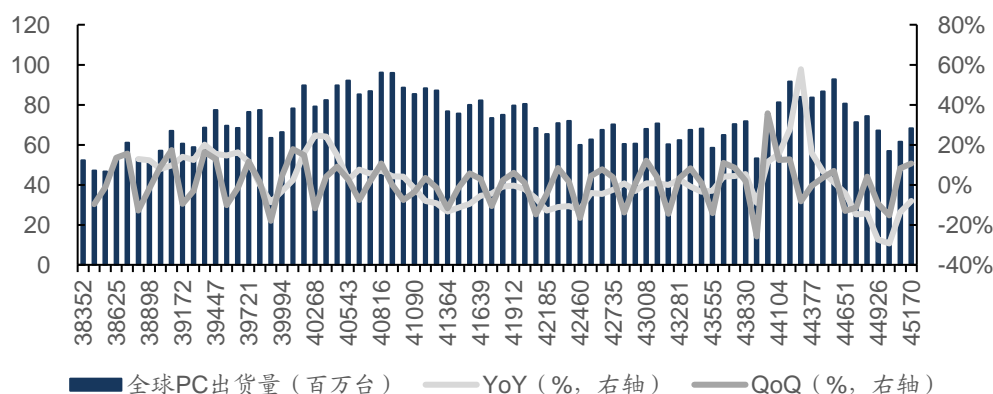
电磁屏蔽领域的参与者较多，市场格局相对分散。国外领先企业主要包括 Laird（美国莱尔德电子材料集团）、Chomerics（美国固美丽）等。国内主要企业有昆山隆扬电子、深圳飞荣达、北京中石科技、深圳鸿富诚、深圳博恩实业、苏州安洁科技、深圳长盈精密、中国电科 33 所、方邦股份等公司。

2.2. 创新驱动下游消费电子市场空间发展

笔记本集成度提升导致电磁干扰加剧，带动电磁屏蔽材料需求提升。随着轻薄商务笔记本，以及兼具笔记本电脑和平板电脑特性的二合一笔记本电脑出现，笔记本电脑逐渐向便携化、专业化、商务化方向转型，在折叠屏、多屏幕等新兴技术的推动下，笔记本电脑应用场景更加丰富。随着笔记本电脑更加便携化，其内部结构的集成度和元件的复杂度不断提升，电子元器件之间潜在的电磁干扰加剧，这将带动电磁屏蔽材料需求的上升和行业的持续发展。

23Q2-Q3 全球 PC 出货量均环比回升，同比降幅持续收窄，行业拐点初步显现。根据 IDC 数据，全球 PC 出货量自 22Q4 及 23Q1 分别环比大幅下行 9%、15% 后在 23Q2 环比回升 8%，同比降幅收窄至 14%，23Q3 环比回升 11%，同比降幅进一步收窄到 8%。随终端景气度回升，隆扬电子产品需求有望回升。

图15：全球季度 PC 出货量



数据来源：Wind，IDC，东吴证券研究所

平板电脑存量市场广阔，是电磁屏蔽材料重要下游应用场景。2020 年受疫情影响，远程办公和学习等应用场景提升了平板电脑的短期市场需求。Wind 数据显示，2020 年全球平板电脑出货量达到 1.64 亿台，同比增长 13.9%；2021 年，全球平板电脑增长率有所回落，出货 1.69 亿台，同比增长 2.86%。23H1 平板电脑出货量 0.59 亿台，同比减少 25.2%。

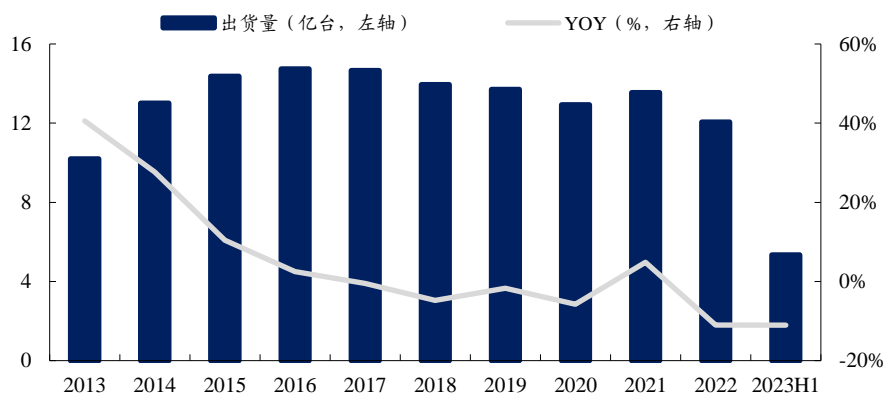
图16: 全球平板出货量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

智能手机作为消费电子的核心产品,出货量和市场规模都在消费电子产品中占比较高。随着电子信息和通信技术的进步,智能手机行业趋向高端化和多功能化,手机功能不断丰富增强,内部元器件数量不断增多、精密度迅速提升,内部结构也更加紧密,对电磁屏蔽材料性能的要求也越来越高。2023年上半年全球智能手机出货量为5.34亿台,同比下降11.03%。随着消费电子行业景气度回升、需求改善,同时5G通信网络的持续建设、5G技术基础设施的进一步完善,将带动智能手机市场回暖。

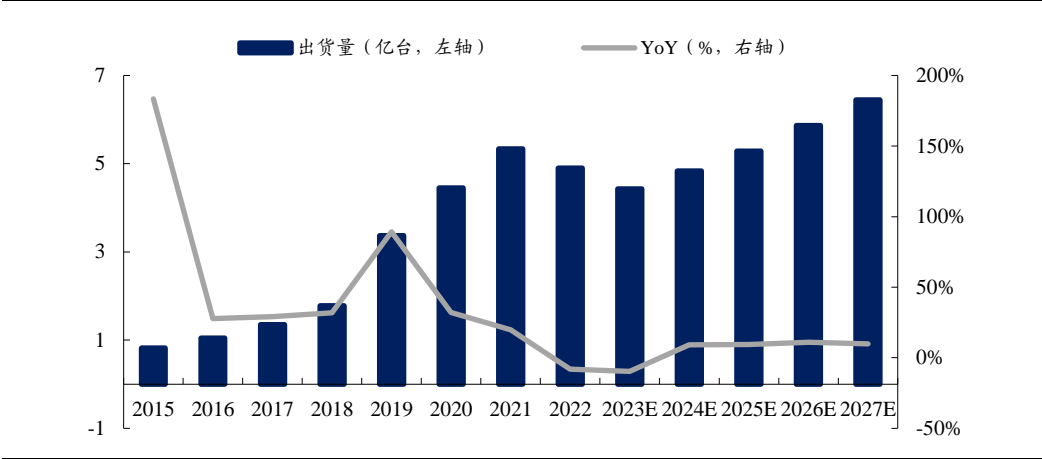
图17: 全球智能手机出货量 (亿台)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

可穿戴设备是将无线通信、传感、多媒体、识别等技术结合在日常穿戴中,具有健康监测、社交娱乐、数据交互等功能的便携终端设备。IDC 预计 2027 年出货量将达到6.45 亿台。得益于传感器、通信、超低功耗等关键技术领域的持续创新,可穿戴设备功能从单一向多功能化、智能化趋势发展,具有便携、实用等特点,因此对于内部零部件有较高的精密度和可靠性要求,对电磁屏蔽材料的高效、轻量、柔性、耐腐蚀性也有着更高的性能需求。

图18: 全球可穿戴设备出货量（亿台）



数据来源：IDC，东吴证券研究所

2023 年我国运营商继续推广 5G 业务，世界各国的 5G 网络建设也在有序推进中。5G 技术实现了千兆/秒的传输速率和毫秒级的响应时间，带来更高质量的互联网体验，为超高清视频传输、VR/AR 应用、自动驾驶、远程医疗、物联网等新兴应用场景带来全新发展机遇，消费电子产业将迎来新一轮成长周期。未来 5G 技术有望带动电子设备质量、种类上的升级与换代。

表5: 消费电子行业发展趋势

序号	类别	概述
1	5G 技术推动消费电子快速增长	在 5G 技术的推动下，消费电子产品更新换代需求提升，电子设备制造商将 5G 技术集成到更多终端设备,以满足消费者日益增长的需求，推动消费电子市场快速增长。
2	消费电子产品不断升级、品类日益丰富	伴随着居民消费能力的提升、消费升级的需求以及科技的进步，消费电子产品更新迭代速度加快，承载的功能增多，对零部件的要求日益严格，推动消费电子技术不断提升。
3	消费电子品质不断提升	随着居民收入和消费水平的提升,消费者越来越重视电子产品的质量和使用体验，品质化已逐渐成为消费电子行业的发展方向。
4	消费电子及其供应链行业市场集中度进一步提升	随着终端品牌商市场集中度的提升,预计未来消费电子供应链相关行业的产业集中度也将提升。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

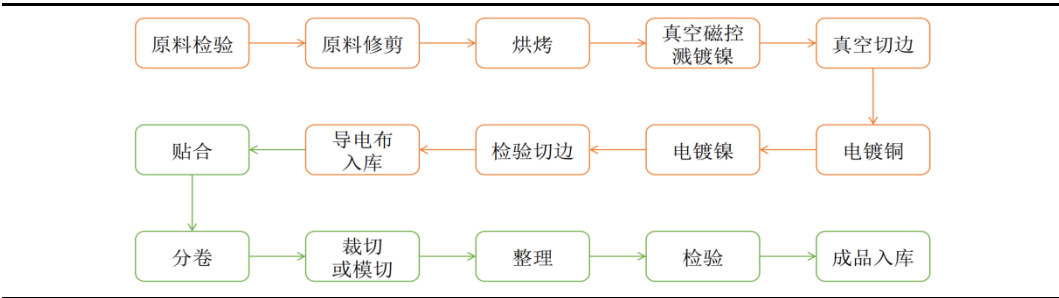
3. 经营体系稳定高效，一体化布局铸就行业竞争力

3.1. 一体化布局+多项核心技术扩大竞争优势

经过二十余年的深耕发展，公司打造了从前端材料到后端模切产品较为完整的垂直产业链体系。公司目前已掌握电磁屏蔽材料生产中与前端材料制备、中端半成品加工、后端成品模切相关的多项核心技术，形成了以电磁屏蔽材料为主、以绝缘材料为辅的产品体系，主要应用于笔记本电脑、平板电脑，部分应用于智能手机、可穿戴设备等。

公司及子公司分别承担前中后工序，垂直一体化降本效果显著。公司下属子公司富扬电子主要承担前端原材料的生产，隆扬电子、川扬电子、萨摩亚隆扬中国台湾分公司等负责后端加工工序。以导电布胶带和导电布泡棉生产为例，前体导电布由富扬电子生产，再交付隆扬电子和川扬电子等进行模切等后端工序。全方位导电海绵的电镀工序在富扬电子进行，模切等后端工序在隆扬电子和川扬电子等公司进行。

图19：公司主要产品之一导电布胶带生产工序完备



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所；
注：橙色为富扬电子工序，绿色为隆扬电子、川扬电子、萨摩亚隆扬中国台湾分公司等工序

掌握多项关键技术，护城河加深。公司已掌握卷绕式真空磁控溅射及复合镀膜技术、屏蔽材料柔性化技术、连续化带状全方位导电海绵制备技术、高速精密成型技术、屏蔽绝缘胶带复合技术、非开模模切技术、异形模切及自动排废技术等核心工艺技术，提高产品品质和生产效率的同时降低生产成本，形成了较强的技术优势，在电磁屏蔽材料领域具有较强的综合竞争力。

表6：公司主要核心技术详细介绍

核心技术名称	技术先进性及具体表征
卷绕式真空磁控溅射及复合镀膜技术	表面电阻 $\leq 0.05\Omega/\text{inch}^2$ ，垂直电阻 $\leq 0.03\Omega/\text{inch}^2$ ，屏蔽效能可达到 68dB ~ 91dB，且使用寿命较长
屏蔽材料柔性化技术	产品厚度可低至 0.01mm，含胶总厚度可低至 0.03mm，剥离力 $\geq 0.7\text{kgf}/\text{inch}$
连续化带状全方位导电海绵制备技术	全方位导电海绵 XYZ 三轴具有优异的导电性能，表面电阻 $\leq 0.03\Omega/\text{inch}^2$ ，垂直电阻 $\leq 0.01\Omega/\text{inch}^2$
高速精密成型技术	生产的导电泡棉成品公差控制在 $\pm 0.1\text{mm}$ 以内
屏蔽绝缘胶带复合技术	在精密成型的同时大幅降低材料损耗，减少人工作业，降低生产成本，是电子行业中信号传输线和天线线材加工工艺的重要创新
非开模模切技术	节省了开刀模的设计成本，同时减少模切时产生的边料和废品，降低了成本
异形模切及自动排废技术	大批量生产的异形导电和绝缘胶带模切精度可达 $\pm 0.1\text{mm}$ ，提升了产品综合竞争力

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 深厚实力构建稳定大客户合作关系

公司采取直销的模式向客户销售产品。对于大客户，公司在接受客户订单前，需要根据客户的要求，先试制样品，同时进行报价，样品和报价通过后，客户通常会与公司签订框架协议。在后续的合作过程中，客户下达具体的订单，公司收到后进行内部订单流程，安排组织生产，产品送货验收后进行开票和回款。部分小客户送样后公司直接进行正式的报价，报价通过后客户下达具体的订单。

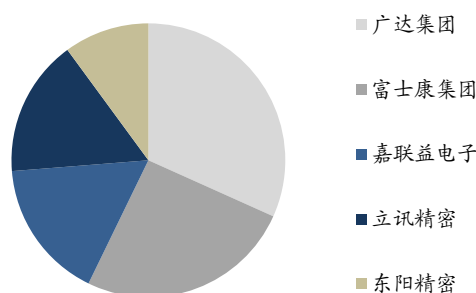
公司电磁屏蔽材料和绝缘材料产品聚焦于笔记本电脑、平板电脑等消费电子领域，目前公司已经实现了与消费电子下游主要客户良好的合作关系。公司与苹果、惠普、华硕、戴尔等国际知名终端品牌商，以及富士康、广达、仁宝、和硕、英业达、立讯精密、长盈精密、东山精密等行业内知名电子代工服务企业均建立了长期稳定的合作关系。消费电子品牌厂商对产品质量有严格要求，长期合作的供应商建立了严格的准入制度，公司能够进入多家优质品牌厂商的供应链体系，彰显了公司较高的市场地位和行业竞争力。

图20：公司部分下游知名客户



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图21：2021年公司前五大客户销售金额占比

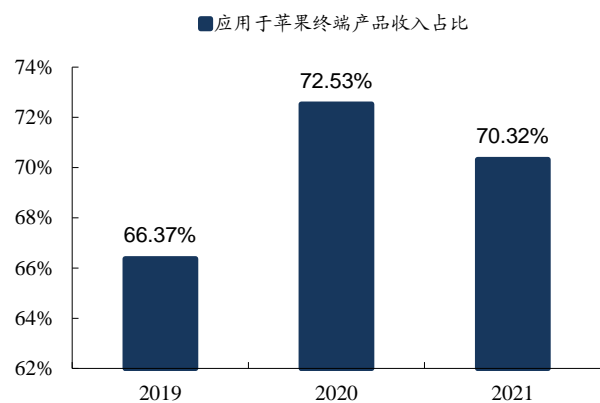


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

苹果公司在消费电子领域拥有领先地位，产品及服务能够不断创新，引领行业潮流，创造消费需求，是业内最优质的终端品牌客户之一。根据 IDC 数据，2021 年，苹果平板电脑实现 5780 万台出货量，全球出货量占比约 34%；苹果 PC 实现 2825 万台出货，全球占比约 8%。

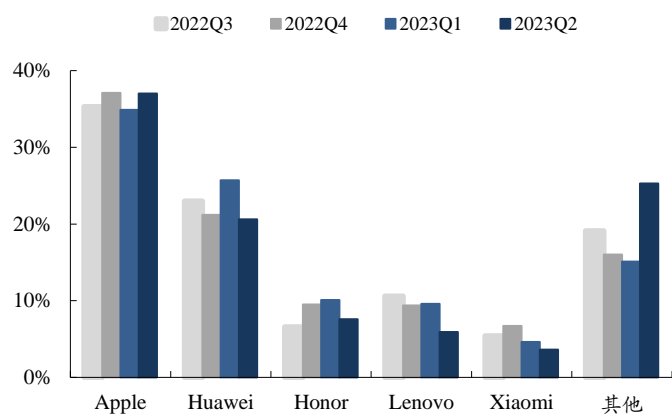
公司 2010 年首次获得苹果公司的供应商资格认证，此后均成功通过苹果公司对合格供应商的历次考察，配套服务了多代 MacBook 系列笔记本电脑、iPad 系列平板电脑、Mac 系列专业电脑以及 iMac 系列一体机等终端产品。2019-2021 年公司应用于苹果终端产品的收入占比分别达 66.37%、72.53%及 70.32%，呈现出波动上升的趋势。通过进入苹果供应链，公司有望与苹果工程师进行紧密交流，获取行业前沿信息，提升生产工艺和产品力。同时，与苹果的合作助力公司形成品牌效应，扩大在行业内的知名度，从而扩大市场份额。

图22: 公司应用于苹果终端产品收入占比



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图23: 苹果平板电脑市场份额远高于其他品牌



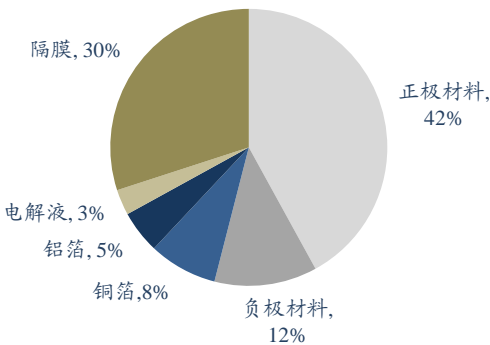
数据来源: IDC, 东吴证券研究所

4. 技术同源优势明显，拓展复合铜箔打造新增长点

4.1. 复合铜箔性能&成本优势明显，有望替代传统铜箔快速放量

铜箔是锂电池负极材料集流体的主要材料，其作用是将电池活性物质产生的电流汇集起来，以便输出较大电流。电池成本和性能与铜箔密切相关，根据华经产业研究院数据，2021 年铜箔占锂电池的总成本约 8%，仅次于正极、负极和隔膜。

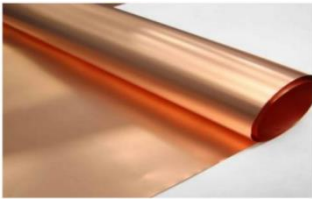
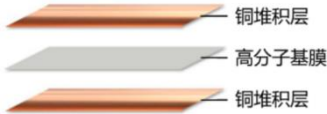
图24：2021 年锂电池成本构成



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

复合铜箔是一种全新工艺，以 PET、PP 等高分子材料为基材，上下两面沉淀金属铜，制成类似“三明治”的结构。与传统铜箔相比，复合铜箔利用了高分子基材材料 PET 或 PP 来节约金属铜，能够提升电池能量密度、增加电池安全性、降低生产成本。

表7：传统铜箔与复合铜箔的对比

	传统铜箔	复合铜箔
工艺原理	溶铜造液+生箔制造	真空磁控溅射+水电镀（镀膜）
组成	99.5%的纯铜	以 PET 或 PP 作为导电薄膜,上下两面沉淀铜
产品图		
特点	单位面积重量较重，金属铜材使用量多，成本高；导热性能高，用于电池材料安全性差。	中间层为 PET 或 PP 膜，单位面积重量轻，铜材使用量少，降低成本和金属用量；中间层为绝缘层，用于电池材料安全性好。

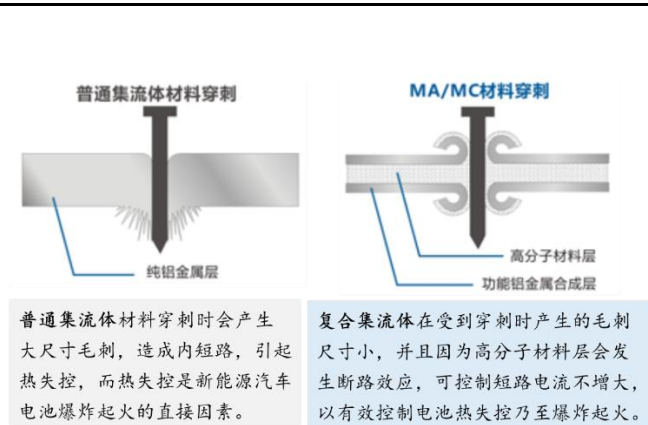
数据来源：东方富海，东吴证券研究所

出于锂电池提升能量密度的需求，锂电铜箔呈现轻薄化发展趋势。铜箔厚度轻薄可以减轻锂电池质量，使得电阻减小，单位体积电池所包含的活性物质量增加，从而实现

同体积下电池容量增加。目前我国锂电的传统铜箔以 6-8 μm 为主，国内主流锂电铜箔生产企业也在积极布局 $\leq 6\mu\text{m}$ 的极薄铜箔， $\leq 6\mu\text{m}$ 传统铜箔批量化生产难度大，而复合铜箔具备轻薄化、提升能量密度的优势。根据远东控股集团有限公司数据，复合铜箔相比传统铜箔可以提升 10% 的能量密度。

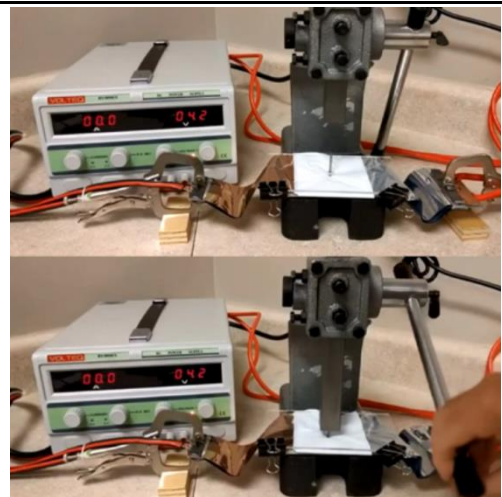
传统铜箔在电池充放电使用过程中，铜箔一直处于拉伸-恢复过程中，引起性能下降，带来电阻增加等安全隐患；此外电池由于枝晶生长（即锂电池在充电过程中锂离子还原时形成的树枝状金属锂，会破坏隔膜）、外力等原因受损引起热失控后，阴阳极室穿透引起热量瞬间爆发，会引起更大范围电池组的安全风险。复合铜箔中间的有机绝缘层能够在挤压碰撞中起到缓冲作用，类似一个保险，在针刺测试中，针刺后针刺位点能够迅速断开，从而降低电池燃烧起火爆炸的可能性，提升电池的安全性。

图25：复合铜箔能够控制电池热失控



数据来源：重庆金美官网，东吴证券研究所

图26：复合铜箔在针刺测试中电池没有着火



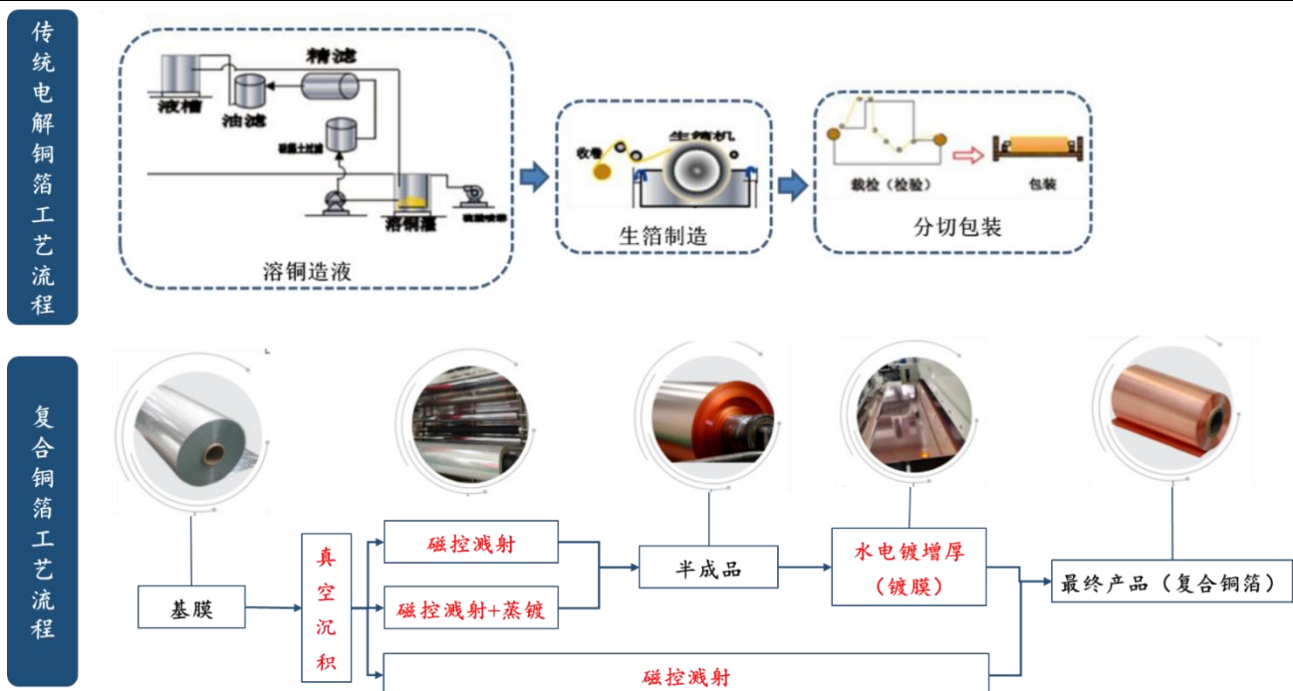
数据来源：腾胜科技官网，东吴证券研究所

4.2. 复合铜箔生产制备异于传统铜箔，主流方式为两步法

传统电解铜箔的生产流程主要由溶铜造液、生箔制造与防氧化处理及分切包装三部分工序组成，复合铜箔的制造工艺比传统铜箔复杂——在基膜上先溅射打底，再在可导电的薄膜上进行水电镀增厚 1 μm ，从而达到需求的箔材厚度。

复合铜箔目前制备方法以两步法为主，包括两道关键工序，（1）真空磁控溅射：真空状态下在 PET 基膜上用磁控溅射的方式沉积一层约 15-40nm 的铜导电层，使卷装柔性 PET 材料金属化；（2）水电镀增厚（镀膜）：采用水介质电镀的方式，将基膜的铜层厚度增加到 1 μm ，使复合铜箔整体厚度约 6.5-8 μm 。相较于两步法，业内还存在三步法和一步法，三步法即真空磁控溅射+真空蒸镀+水电镀，真空蒸镀将蒸发的金属冷凝在 PET 膜上，但蒸镀金属温度高，容易对基膜造成损伤；一步法即直接磁控溅射，可以一次性出箔，目前仍在研发验证中，故复合铜箔的制备方式仍以两步法为主。

图27：传统电解铜箔与复合铜箔工艺流程对比



数据来源：铜冠铜箔招股说明书，腾胜科技官网，东吴证券研究所

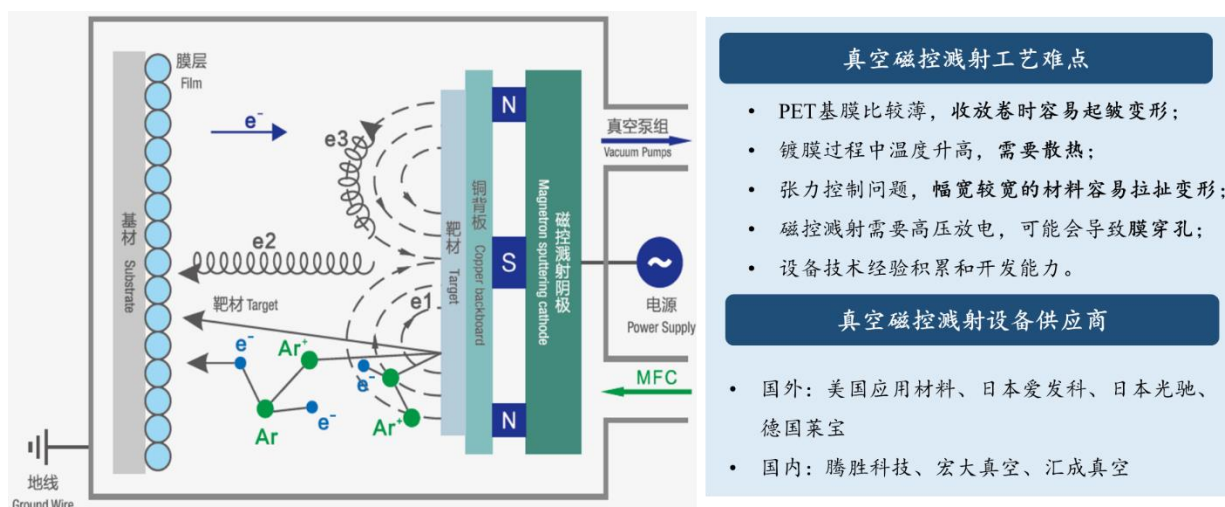
4.3. 真空磁控溅射技术同源，“电磁屏蔽材料+复合铜箔”双轮驱动

4.3.1. 技术同源优势推动公司核心技术及成熟经验成果转化

目前，两步法（磁控溅射+水电镀）因具备良率较高、成本较低等优势，且生产效率随着工艺成熟不断提高，已成为复合铜箔制备的主流方法。但是，PET 等高分子基膜与铜结合力较差，在通过磁控溅射提高附着能力的同时，高温制程容易使极薄的高分子基膜被击穿、烫损，因此，在提高生产过程热管理能力、不损伤高分子基膜的前提下提高铜膜的附着能力成为制备复合铜箔的主要工艺难点。

具体看，真空磁控溅射工作原理为 PVD 方法以纯度为 99% 的铜作为靶材，在基膜上进行真空纳米级涂层，通过一次或多次溅射，轰击铜靶材，使其沉积在基膜表面。磁控溅射适合大面积镀膜、膜层致密、结合力好、工艺灵活度高，主要工艺难点为（1）**生产效率低**：磁控溅射虽然使铜种子层和 PET 基膜结合较好，但是效率低，溅射 1 μm 铜层通常需要进行 20~30 次，且需要在真空中进行，降低了铜箔生产效率；（2）**PET 基膜容易受损**：磁控溅射过程需要高压放电，可能存在基膜穿孔现象，并且镀膜过程中温度升高，为了防止高分子基膜受热损坏，需要散热；（3）**收卷难度大**：基膜较薄，收卷时容易起皱变形，如何控制材料不变形是关键。

图28：真空磁控溅射工艺原理、工艺难点及主要设备供应商



数据来源：汇成真空招股说明书，东吴证券研究所

卷绕式真空磁控溅射及复合镀膜技术已被公司广泛运用于 EMI 电子部件等核心产品中，上述产品相较于锂电复合铜箔对铜膜附着力、孔隙瑕疵及生产热管理能力等要求更为严苛。凭借卷绕式真空磁控溅射及复合镀膜技术及丰富的生产管理经验，公司产品兼具高性能、低使用成本、生产污染小的优势，在行业内处于领先地位，因此公司当前技术储备和生产管理经验能够充分匹配锂电复合铜箔对铜膜附着力、孔隙瑕疵及生产热管理能力的苛刻要求。公司于 2019 年开始探究相关技术及成熟经验在复合铜箔端的应用，于 2021 年设立相关试验线，最终，公司凭借在材料理解、制备工艺及生产经验上显著的先发优势，于 2022 年实现了真空磁控溅射及复合镀膜技术往锂电复合铜箔的有效迁移。

4.3.2. 投资 19.2 亿元，打造“电磁屏蔽材料+复合铜箔”的双轮驱动

公司自 2000 年设立以来，始终专注于电磁屏蔽材料的研发创新，致力于改进生产技术工艺，不断完善产品效能。经过 20 余年在行业内的深耕，公司目前已掌握电磁屏蔽材料相关的多项核心技术，具备专业的管理团队、成熟的工艺技术、完善的生产设施和经验丰富的技术研发人员，获得了下游客户的广泛认可，进入了行业一流消费电子企业的供应链体系，包括苹果、惠普、华硕、戴尔等国际知名终端品牌商和富士康、广达、仁宝、和硕、英业达、立讯精密、长盈精密、东山精密等行业内知名电子代工服务企业。公司与上述知名客户建立了长期稳定的合作关系，在市场上有良好的品牌口碑和声誉，在全球电磁屏蔽材料领域占据了一定的市场份额。

而复合铜箔主要用作锂电池的负极集流体，凭借在安全性能、原材料成本以及对电池能量密度提升等方面的显著优势，将逐步替代传统铜箔，未来渗透率将持续提升。新能源汽车、储能及消费电子等终端应用领域发展向好，锂电池出货量快速增长叠加复合铜箔渗透率提升，复合铜箔行业迎来快速扩张的发展契机。同时，复合铜箔应用场景丰富，除锂电复合铜箔外，电子线路复合铜箔亦具有良好市场前景。

在电磁屏蔽材料业务稳健发展的同时，公司于 2023 年 5 月 4 日发布可转债预案，拟募资 10.8 亿元，投资总额 19.2 亿元，建设年产 2.38 亿平方米复合铜箔产能。本项目共包括 7 座标准化“细胞工厂”，首座“细胞工厂”计划于 2023 年完成建设，2024 年起投产，全部产线将于 2027 年完成建设。公司通过此次实施募集资金投资项目，将实现高性能锂电复合铜箔的量产，打造又一具有可观前景的优势业务，同时做好复合铜箔在新能源、5G 等高景气赛道的布局准备，最终在业务端形成“电磁屏蔽材料+复合铜箔”的双轮驱动模式，进一步提高公司盈利水平和综合竞争力。

公司技术积累充分，具备应用条件。公司 2019 年开始相关技术及成熟经验在复合铜箔端的应用，2021 年设立相关试验线，2022 年实现了真空磁控溅射及复合镀膜技术往锂电复合铜箔的有效迁移。在复合铜箔产业化进程加速的背景下，公司凭借多年来在高分子材料领域的技术理解及经验积累，以及镀膜工艺的技术储备，目前已做好高性能复合铜箔量产的充分准备。

本次可转换债券募集资金总额不超过人民币 110,680.00 万元（含发行费用），拟用于复合铜箔生产基地建设项目及薄膜金属化研发试验中心项目，推动公司核心技术及成熟经验成果转化。

表8：公司可转换公司债券情况

项目名称	投资总金额（万元）	募集资金投资金额（万元）
复合铜箔生产基地建设项目	192000	108000
薄膜金属化研发试验中心项目	3070	2680
合计	195070	110680

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测

5.1. 核心假设

电磁屏蔽材料：2023 年上半年，下游消费电子领域需求回暖。随着下半年终端需求的进一步恢复，隆扬电子电磁屏蔽材料业务营收将持续上升。另一方面，电磁屏蔽市场规模持续扩张，公司积极拓展复合铜箔新业务，提前布局新市场。我们看好公司在电磁屏蔽材料市场上的优势地位与领先布局，预计 2023-2025 年电磁屏蔽材料业务营业收入 2.3/3.3/3.7 亿元，2023-2025 年同比增长-22.3%/42.9%/13.2%。

绝缘材料：预计 2023-2025 年该业务实现营收 0.6/0.8/0.9 亿元，2023-2025 年同比增长-21.6%/34.0%/4.7%。

表9：公司收入预测（百万元）

	2022	2023E	2024E	2025E
电磁屏蔽材料	295.8	230.0	328.6	372.1
YOY	-13.48%	-22.25%	42.87%	13.24%
毛利率	59.56%	48.31%	48.47%	48.72%
营收占比	78.58%	78.58%	79.64%	80.88%
绝缘材料	80.0	62.7	84.0	88.0
YOY	-7.37%	-21.62%	33.97%	4.70%
毛利率	40.85%	42.17%	42.24%	44.46%
营收占比	21.25%	21.42%	20.36%	19.12%
合计	376.5	292.7	412.6	460.1
YOY	-12.11%	-22.25%	40.98%	11.49%
毛利率	55.63%	47.00%	47.20%	47.90%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.2. 估值与投资建议

我们采用 PE 估值法对公司进行估值，目前 A 股市场中与公司业务接近、具备可比性的公司有斯迪克、世华科技。其中斯迪克是国内领先的功能性涂层复合材料供应商；世华科技专注于功能性材料研发，掌握了包括高分子聚合物聚合与接枝改性技术、涂层配方及材料结构设计技术、精密涂布技术在内的多项关键技术。

公司在电磁屏蔽材料领域的技术竞争力突出，市场拓展稳步推进。同时，公司拓展复合铜箔业务，有望提供营收增量。基于此，我们预计公司 2023/2024/2025 年营收分别为 2.93/4.13/4.60 亿元，同比增长-22.25%/40.98%/11.49%，归母净利润分别为 1.09/1.69/1.89 亿元，同比增长-35.45%/54.90%/11.97%。公司 2023/2024/2025 年的 PE 分别为 51.76/33.42/29.84 倍，高于同业公司平均水平，但公司在电磁屏蔽材料优势巩固的同时扩展了复合铜箔业务，有望伴随复合铜箔渗透率提升的行业趋势持续成长，考虑到公司的成长性给予一定估值溢价，首次覆盖，给予“增持”评级。

表10：可比公司估值

公司代码	名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300806.SZ	斯迪克	65.23	1.68	1.84	3.40	5.24	38.83	35.53	19.19	12.46
688093.SH	世华科技	47.22	1.85	1.95	2.49	2.99	25.52	24.22	18.96	15.79
	行业均值						32.18	29.87	19.08	14.13
301389.SZ	隆扬电子	56.42	1.69	1.09	1.69	1.89	33.41	51.76	33.42	29.84

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：斯迪克数据来自 Wind 一致预期，世华科技数据来自东吴证券电子组，总市值、PE 数据截至 2023 年 12 月 12 日

6. 风险提示

消费电子需求恢复不及预期:公司的产品主要应用于消费电子领域 PC、智能手机、可穿戴设备。若消费电子需求恢复不及预期,则上游相关材料的需求也相应受到影响。

汇率波动风险:公司外销收入占比较高。公司外销收入主要使用美元结算,未来美元汇率波动既会影响公司外销产品的市场竞争力,也会对公司汇兑损益产生影响,从而对公司整体经营业绩产生影响。

隆扬电子三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,295	2,240	2,373	2,503	营业总收入	376	293	413	460
货币资金及交易性金融资产	2,141	2,101	2,184	2,298	营业成本(含金融类)	167	155	218	240
经营性应收款项	107	94	130	143	税金及附加	3	3	4	4
存货	47	44	58	60	销售费用	12	12	14	16
合同资产	0	0	0	0	管理费用	11	41	21	18
其他流动资产	1	1	1	1	研发费用	22	26	30	35
非流动资产	108	279	344	407	财务费用	(33)	(69)	(67)	(70)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	0	3	3	3
固定资产及使用权资产	81	94	197	338	投资净收益	6	4	5	6
在建工程	8	128	90	11	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	9	10	10	10	减值损失	(4)	(3)	(4)	(4)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	6	6	6	6	营业利润	198	128	198	221
其他非流动资产	4	42	42	42	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	2,403	2,519	2,717	2,910	利润总额	198	128	198	221
流动负债	69	71	100	104	减:所得税	29	19	29	32
短期借款及一年内到期的非流动负债	8	14	20	17	净利润	169	109	169	189
经营性应付款项	31	36	50	53	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	169	109	169	189
其他流动负债	30	21	30	34	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.60	0.38	0.60	0.67
非流动负债	6	6	6	6	EBIT	158	59	130	151
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	167	68	150	182
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	55.63	47.00	47.20	47.90
租赁负债	6	6	6	6	归母净利率(%)	44.86	37.24	40.92	41.09
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	(12.11)	(22.25)	40.98	11.49
负债合计	75	77	106	110	归母净利润增长率(%)	(14.58)	(35.45)	54.90	11.97
归属母公司股东权益	2,328	2,442	2,611	2,800					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,328	2,442	2,611	2,800					
负债和股东权益	2,403	2,519	2,717	2,910					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	185	126	155	206	每股净资产(元)	8.21	8.61	9.21	9.88
投资活动现金流	(559)	(176)	(79)	(88)	最新发行在外股份(百万股)	284	284	284	284
筹资活动现金流	1,454	7	6	(3)	ROIC(%)	8.85	2.10	4.37	4.73
现金净增加额	1,094	(40)	82	115	ROE-摊薄(%)	7.25	4.46	6.47	6.75
折旧和摊销	9	9	19	31	资产负债率(%)	3.12	3.06	3.89	3.78
资本开支	(29)	(142)	(84)	(94)	P/E(现价&最新股本摊薄)	33.41	51.76	33.42	29.84
营运资本变动	42	9	(31)	(12)	P/B(现价)	2.42	2.31	2.16	2.01

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>