

2024年03月25日

证券研究报告·公司研究报告

戈碧迦(835438)电子

当前价: 22.71元

目标价: ——元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 光学玻璃“小巨人”，特种功能玻璃助力业绩快速增长

## 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 智能手机的盖板玻璃市场空间超百亿，随着消费者对手机盖板玻璃抗冲击性能需求提升，纳米微晶玻璃材料的市场渗透率有望快速提升，国内厂商有着巨大的发展空间和机会；2) 公司特种功能玻璃在 2023 年放量，带动公司归母净利润同比增长 127.4%，纳米微晶产品客户为重庆鑫景，其特玻产品已向多家品牌厂商的旗舰手机批量供货；3) 公司募投项目募资约 2 亿元，加速公司产品国产替代，助力公司提升高端光学玻璃和特种功能玻璃的市场份额。
- 特种功能玻璃实现量产，2023 年公司营收及净利润快速增长。** 2020-2023 年，公司营业总收入分别为 2.2/3.9/4.3/8.1 亿元；2020-2023 年，公司归母净利润分别为 34.8/50.3/46.0/104.2 百万元。2023 年，公司营业总收入及归母净利润均有较大幅度的增长，分别同比增长 88.3%和 127.4%，主要原因是毛利率更高的特种功能玻璃产品在 2023 年放量，2023 年相关收入约 5.2 亿元。
- 手机盖板玻璃抗冲击性能需求提升，国产纳米微晶市场渗透率有望快速增长。** 目前纳米微晶玻璃已成为手机盖板市场发展方向。iPhone 应用的“超瓷晶面板”和华为应用的“昆仑玻璃”，都是属于纳米微晶玻璃。戈碧迦招股书上的数据显示，2021 年盖板玻璃在智能手机领域市场空间约为 224 亿元，如果考虑到平板电脑等其他电子产品盖板玻璃用量，市场空间可扩容至 350 亿元。因为在华为昆仑玻璃推出之前，全球范围内主要由美国康宁公司生产纳米微晶玻璃，最终产品主要应用在 iPhone 系列上，所以我们可以推断纳米微晶玻璃的国产材料渗透率低，国内厂商有着巨大的发展空间和机会。
- 公司注重自主创新和改进，与特种功能玻璃客户携手打开纳米微晶玻璃国内市场。** 公司纳米微晶玻璃客户为重庆鑫景，重庆鑫景官网显示其系列产品打破了国外玻璃巨头对高端电子盖板玻璃的技术封锁和壁垒，性能指标处于国际先进水平，其特玻产品已向多家品牌厂商的旗舰手机批量供货。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.3/1.7/2.0 亿元，CAGR 为 24.9%，对应 PE 为 24/18/15 倍。随着纳米微晶玻璃渗透率快速提升，公司业绩有望呈现高增长趋势，我们给予首次覆盖，建议积极关注。
- 风险提示:** 市场竞争加剧的风险、特种功能玻璃单一客户依赖风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	808.34	693.90	830.76	964.06
增长率	88.26%	-14.16%	19.72%	16.05%
归属母公司净利润(百万元)	104.21	129.32	171.09	202.92
增长率	127.37%	24.09%	32.30%	18.60%
每股收益 EPS(元)	0.75	0.94	1.24	1.47
净资产收益率 ROE	15.30%	12.80%	14.48%	14.66%
PE	30	24	18	15
PB	4.61	3.11	2.66	2.27

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

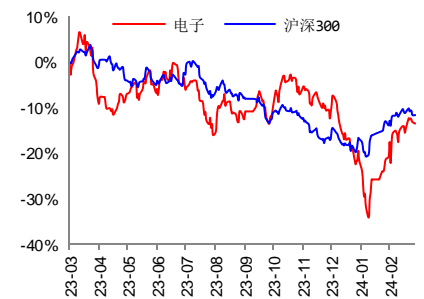
分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

邮箱: liuyan@swsc.com.cn

## 所属行业市场表现



数据来源: Wind

## 基础数据

总股本(万股)	13825.00
流通 A 股(万股)	5707.98
总市值(亿元)	5.16
总资产(亿元)	11.56
每股净资产(元)	5.76

## 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 光学及特种玻璃高新企业，技术创新创造价值</b> .....	<b>1</b>
1.1 董事长及其家人为实际控制人，股权较为集中.....	1
1.2 专注光学与特种功能玻璃，产品结构不断丰富.....	2
1.3 营收规模快速提升，利率水平逐步回升.....	3
<b>2 行业规模稳定增长，下游创新发展为行业注入发展动力</b> .....	<b>5</b>
2.1 行业上下游联系紧密分工细致，产业政策推动行业健康发展.....	5
2.2 光学新产品及高端制造发展助力行业需求增长，未来前景广阔.....	9
2.3 市场集中度高，外资企业起步早优势明显.....	13
<b>3 技术实力强劲，募投助力市场扩张与产品研发</b> .....	<b>14</b>
3.1 自主技术体系完整，重视研发投入.....	14
3.2 光学玻璃客户依赖度低，与特种功能玻璃客户携手打开纳米微晶玻璃国内市场.....	15
3.3 募投扩产加速国产替代，研发中心建设提升核心竞争力.....	16
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>17</b>
4.1 盈利预测.....	17
4.2 相对估值.....	18
<b>5 风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 3 月 25 日) .....	2
图 3: 营业总收入及增速 .....	3
图 4: 归母净利润及增速 .....	3
图 5: 公司主营业务收入按产品拆分情况 .....	4
图 6: 公司主营业务收入按区域拆分情况 .....	4
图 7: 公司毛利率及净利率情况 .....	5
图 8: 公司期间费用率情况 .....	5
图 9: 光学玻璃行业上下游概览 .....	6
图 10: 2019-2022 年中国光学玻璃市场规模及增速 .....	6
图 11: 特种功能玻璃行业上下游概览 .....	7
图 12: 特种功能玻璃主要应用领域及产品 .....	8
图 13: 2016-2025 年我国安防监控镜头出货量及增长率情况 .....	9
图 14: 2020-2027 年全球智能手机出货量规模预测 .....	10
图 15: 2021-2025 年全球 AR/VR 头戴显示设备出货量规模及增长率预测 .....	10
图 16: 2015-2023 年中国投影机市场总出货量规模及增长率情况 .....	11
图 17: 2015-2025 年我国车载镜头市场规模及增长率预测 .....	11
图 18: 中国核医学行业市场规模及增速 .....	12

## 表 目 录

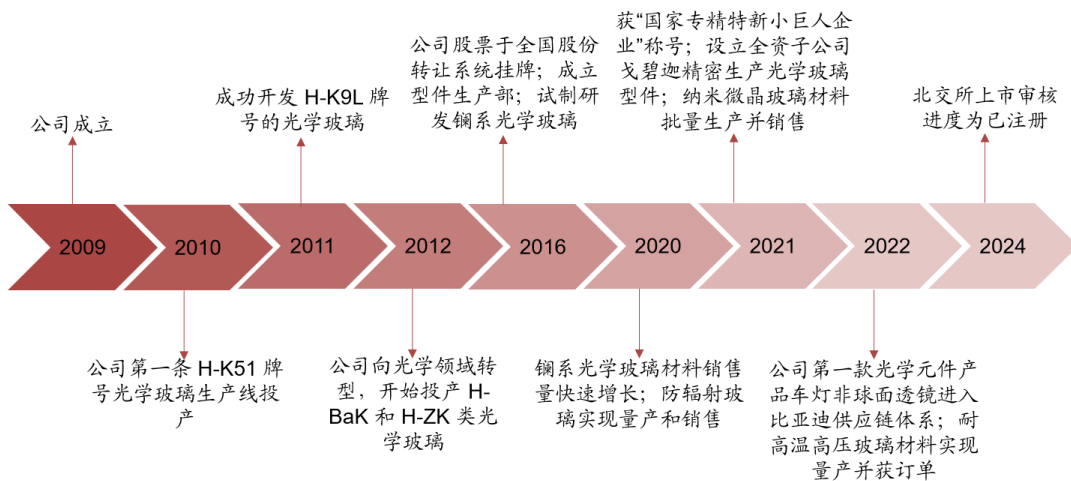
表 1: 公司主要产品 .....	2
表 2: 相关产业政策 .....	8
表 3: 可比公司情况 .....	13
表 4: 公司核心技术 .....	14
表 5: 在研项目 .....	15
表 6: 公司主要客户情况 .....	16
表 7: 募集资金投资项目情况 (万元) .....	16
表 8: 分业务收入及毛利率 .....	17
表 9: 可比公司估值 .....	18
附表: 财务预测与估值 .....	20

## 1 光学及特种玻璃高新企业，技术创新创造价值

深耕光学玻璃领域，依托技术积累研发特种功能玻璃。自 2009 年成立以来，公司始终专注于光学玻璃材料配方、熔炼、检测等核心技术的研究和生产实践，掌握了主要光学玻璃的产线设计和制造技术、窑炉定制及工业化生产技术，并在光学玻璃配方研制、设备及产线定制、批量生产及工艺创新等方面积累了一系列的技术成果及工艺经验，形成了涵盖产品研发、生产、销售等完整的业务体系。公司以光学玻璃技术积累为基础，结合市场需求重点研发特种功能玻璃，于 2020 年推出防辐射玻璃，于 2021 年推出纳米微晶玻璃，于 2022 年下半年推出耐高温高压玻璃。特种功能玻璃产品实现稳步量产销售，使得公司产品线更趋丰富、客户群体日益扩展，公司产品未来销售的市场空间有望进一步扩大。

技术创新创造价值，重视自主研发与技术转化。公司坚持以“技术创新创造价值”为经营理念，重视自主研发与技术转化，截至 2024 年 3 月 11 日，公司及其子公司共拥有有效授权专利 64 项，其中发明专利 27 项，实用新型专利 37 项。公司研发创新转化能力得到国家和社会广泛认可，公司经工信部认定为“国家专精特新小巨人企业”，获得“国家知识产权优势企业”、“湖北省企业技术中心”、“湖北省光电玻璃工程技术研究中心”、“湖北省技术创新示范企业”等荣誉称号。

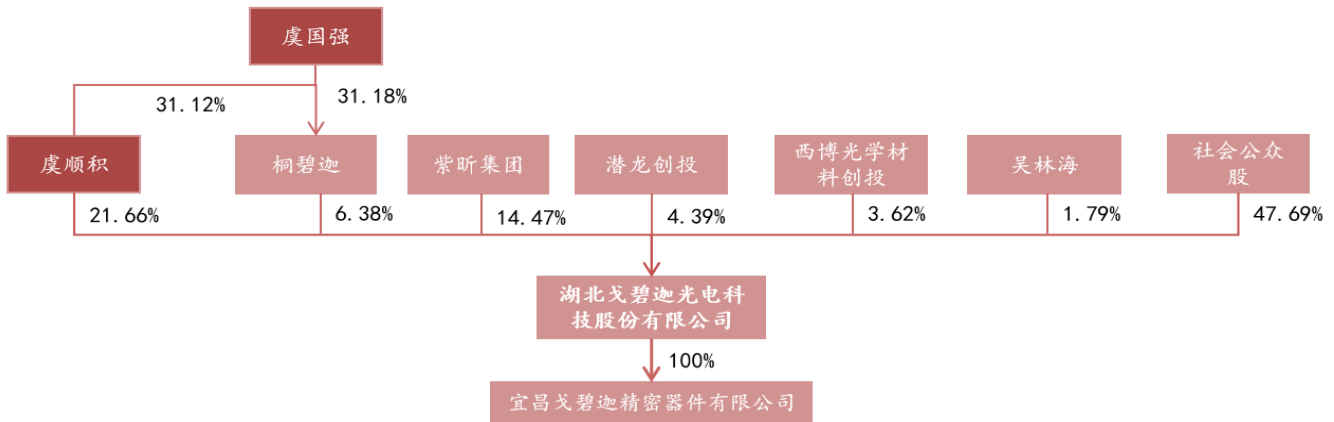
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

### 1.1 董事长及其家人为实际控制人，股权较为集中

实控人董事长及其家人持股 28.0%。公司实际控制人系虞顺积和虞国强，二人为父子关系。截至 2024 年 3 月 25 日，虞顺积直接持有公司 21.7% 股份，并与董事长虞国强通过种归桐碧迦企业管理咨询中心(有限合伙)间接持有公司 6.4% 股份，二人合计持有公司 28.0% 股份。虞顺积曾任公司董事长，2021 年后担任公司战略顾问，虞国强于 2021 年至今任公司董事长。

**图 2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月 25 日）**


数据来源：同花顺 iFinD，公司招股书，西南证券整理

## 1.2 专注光学与特种功能玻璃，产品结构不断丰富

公司专注光学及特种功能玻璃，根据技术积累及市场需求不断丰富产品结构。根据功能和应用领域的不同，公司主要产品可分为光学玻璃及特种功能玻璃两大类。公司光学玻璃产品主要形态包括光学玻璃材料、光学玻璃型件、光学元件；光学玻璃材料根据不同的折射率、色散系数及化学组成，可分为冕牌玻璃、火石玻璃、铜系玻璃、磷酸盐玻璃等产品系列；光学玻璃型件是指光学玻璃材料经二次压型、切割等工序加工而成的光学毛坯；光学元件主要包括车灯非球面透镜及预制件。公司特种功能玻璃产品根据不同功能可分为纳米微晶玻璃、防辐射玻璃、耐高温高压玻璃等。

**表 1：公司主要产品**

产品种类	细分类别	产品特点	应用	图例
光学玻璃材料	冕牌玻璃	折射率低、阿贝数较高，物理与化学性质高度均匀，从紫外到可见波段具有较高透过率	主要用于光学成像系统的凸透镜、棱镜、反射镜及高端工艺品	
	火石玻璃	具有高折射率和低阿贝数的特性，在光学成像中火石与冕牌玻璃组合可有效消除色差	主要用于光学成像系统的凹透镜、棱镜等	
	铜系玻璃	具有高折射率、高阿贝数的特性，能有效简化光学成像系统，扩大视角，使产品轻量化、小型化	主要用于小型化、高成像质量的凹凸透镜、棱镜等	
	磷酸盐玻璃	有特殊的光学常数，可以很好的消除球面光学元件的色差	主要应用于高精密度、高分辨率的光学仪器系统。	
光学玻璃型件	压型件	各种透镜、棱镜毛坯，产品单重在 0.3g-5000g 之间	通过下游光学元件厂加工成各类光学成像镜片	
	切割件	直径在 3mm-200mm 之间的切割件毛坯产品	通过下游光学元件厂加工成各类光学成像镜片	
	棒料	直径 5mm-20mm、长度 300mm 以内的各种规格产品	通过下游光学元件厂加工成各类光学成像镜片	

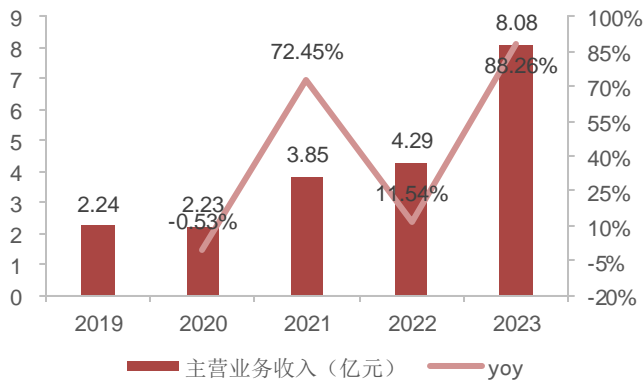
产品种类	细分类别	产品特点	应用	图例
光学元件	车灯非球面透镜	以光学玻璃材料配方为基础，通过特定工艺及配方一次滴料成型为车灯预制件，并通过精密模压制成车灯非球面透镜；相对于高硼硅材料制成的车灯透镜具有 <b>高折射率、高透过率</b> 等性能，使车灯光线射程远、亮度均匀、清晰度高	应用于车灯生产	
	预制件	以光学玻璃材料配方为基础，通过特定工艺及配方一次滴料成型为车灯预制件	用于加工车灯非球面透镜	
特种功能玻璃	纳米微晶玻璃	纳米微晶玻璃是一种含有高强度纳米晶体的材料、具有 <b>机械强度及硬度高、化学及热稳定性好、电学性能优良、抗跌耐摔</b> 等特点	可用于制作智能手机盖板和电子触屏盖板等电子领域，也可用于义齿、牙齿贴面、骨骼修复等	 
	防辐射玻璃	防辐射玻璃是指对 <b>X射线、γ射线等放射性具有较大吸收屏蔽射线能力</b> 的特种功能玻璃	主要应用于医疗、核工业领域的防辐射器具和观察窗口等	 
	耐高温高压玻璃	具有 <b>软化点高、抗化学侵蚀性好、抗热冲击性强、强度高</b> 等特性的特种功能玻璃	主要用于制作高温高压环境下的玻璃视镜及爆破片，应用于石油勘探、钢铁冶金、海洋工程等领域	 

数据来源：公司招股书，西南证券整理

### 1.3 营收规模快速提升，利率水平逐步回升

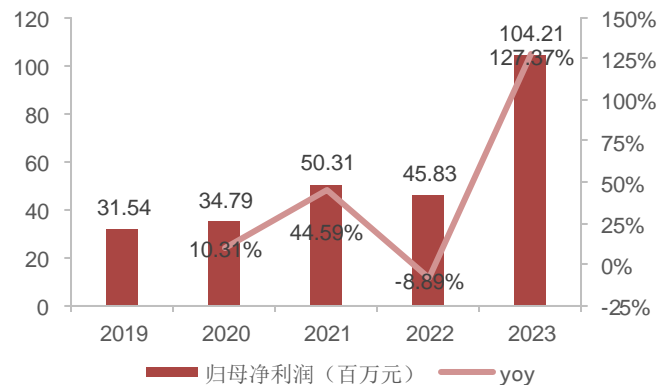
公司 2023 年营业收入及归母净利润迅速增长。2020-2023 年，公司营业总收入分别为 2.2/3.9/4.3/8.1 亿元，分别同比增长-0.5%/72.5%/11.5%/88.3%；2020-2023 年，公司归母净利润分别为 34.8/50.3/46.0/104.2 百万元，分别同比增长 10.3%/44.6%/-8.6%/127.4%。2023 年，公司营业总收入及归母净利润均有较大幅度的增长，分别同比增长 88.3%和 127.4%，主要原因是公司特种功能玻璃产品在 2023 年放量，来自特种功能玻璃产品的收入大幅增长，从 2022 年的约 1.2 亿元增长到 2023 年的约 5.2 亿元，而特种功能玻璃产品具有更高的毛利率，2023 年公司特种功能玻璃产品毛利率为 36.1%，光学玻璃产品毛利率为 17.9%，两大类产品毛利率相差 18.2 个百分点。

图 3：营业总收入及增速



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 4：归母净利润及增速

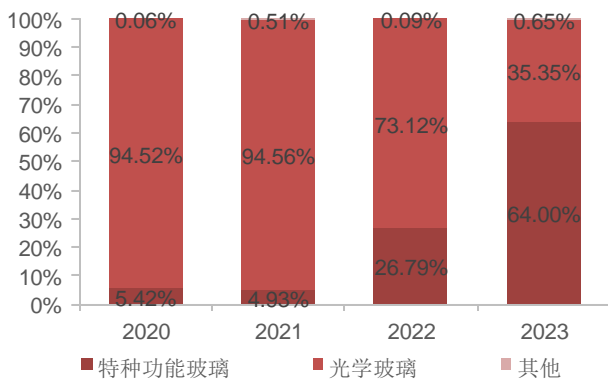


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

光学玻璃及特种功能玻璃为公司主要产品，特种功能玻璃逐步起量。2020-2023年，公司光学玻璃营收占比分别为 94.5%/94.6%/73.1%/35.4%，特种功能玻璃营收占比分别为 5.4%/4.9%/26.8%/64.0%。自 2022 年起，公司特种功能玻璃逐步起量，2021/2022/2023 年来自特种功能玻璃产品的销售收入分别为 1898.6 万元/11502.1 万元/51734.4 万元，在 2022 年和 2023 年实现倍增。

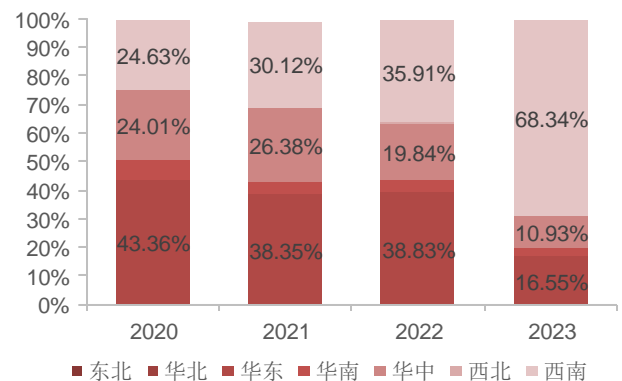
国内为公司第一大市场。2020/2021/2022/2023 公司内销营收占比分别为 99.6%/99.2%/99.5%/99.3%，国内为公司主要市场。从区域来看，公司主营业务收入主要来自华东、华中以及西南地区，2020-2022 年来自华东地区的营收占比最高，均维持在 38% 以上，2020-2022 年来自西南地区的营收占比逐年提升，分别为 24.6%/30.1%/35.9%，2023 年来自西南地区的营收占比最高，为 68.3%。西南地区的营收占比提升与纳米微晶玻璃有关，纳米微晶玻璃是公司重庆鑫景合作开发的一款特种功能玻璃，目前重庆鑫景是公司纳米微晶玻璃的主要客户，公司暂时无法向第三方出售该产品。2020-2022 年随着纳米微晶玻璃的批量生产与销售，来自西南地区的营收占比逐步增长，2023 年受公司产品销售结构中特种功能玻璃占比提升的影响，2023 年来自西南地区的营收占比大幅增长。

图 5：公司主营业务收入按产品拆分情况



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 6：公司主营业务收入按区域拆分情况

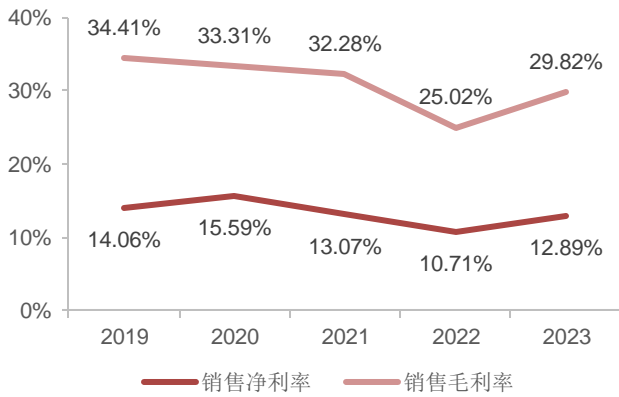


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

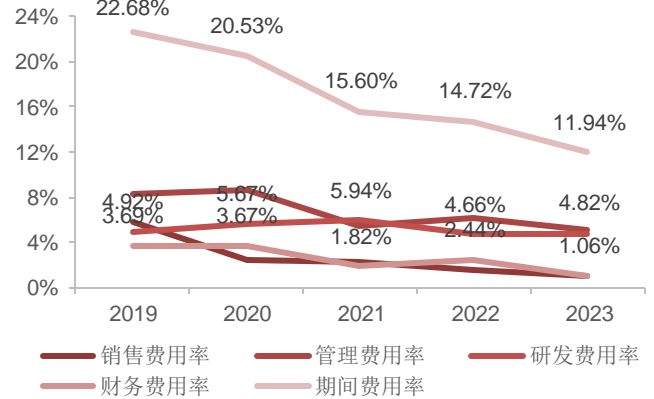
公司毛利率回升。2020-2023 年，公司毛利率分别为 33.3%/32.3%/25.0%/29.8%，公司净利率分别为 15.6%/13.1%/10.7%/12.9%，2019-2022 年受原材料价格上升、电价上涨、新增生产设备及厂房导致折旧摊销增加较多等因素的影响，公司毛利率呈下降趋势，2023 年公司毛利率较 2022 年有较大幅度回升，主要原因是毛利率水平更高的特种功能玻璃产品在 2023 年迅速放量。

公司期间费用率逐步下降。2020-2023 年，公司期间费用率分别为 20.5%/15.6%/14.7%/11.9%，呈现出持续下降的趋势，销售费用率及财务费用率降幅明显。销售费用方面，2020-2023 年公司销售费用金额分别为 559.2/892.5/656.7/789.2 万元，金额总体保持稳定，随着营业总收入的迅速增长，销售费用率由 2020 年的 2.5% 下降至 2023 年的约 1.0%；财务费用方面，2020-2023 年公司财务费用金额分别为 818.7/699.7/1049.8/856.2 万元，金额总体企稳，随着营业总收入的迅速增长，财务费用率由 2020 年的 3.7% 下降至 2023 年的 1.1%；研发费用方面，2020-2023 年公司研发费用金额分别为 1265.8/2286.5/1999.8/3892.9 万元，研发费用金额稳中有升，研发费用率维持在 4.6% 以上的水平；管理费用方面，虽然 2023 年管理费用金额较 2022 年有 57.5% 的增幅，由 2613.5 万元增长至约 4115.0 万元，但管理费用率由 2022 年的 6.1% 下降至 2023 年的 5.1%，2023

年管理费用金额增长的主要原因是受经营业绩增长影响, 管理人员业绩工资增加。总体来看, 公司具备较强的费用管控能力, 可以较好地控制成本水平。

**图 7: 公司毛利率及净利率情况**


数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

**图 8: 公司期间费用率情况**


数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

## 2 行业规模稳定增长, 下游创新发展为行业注入发展动力

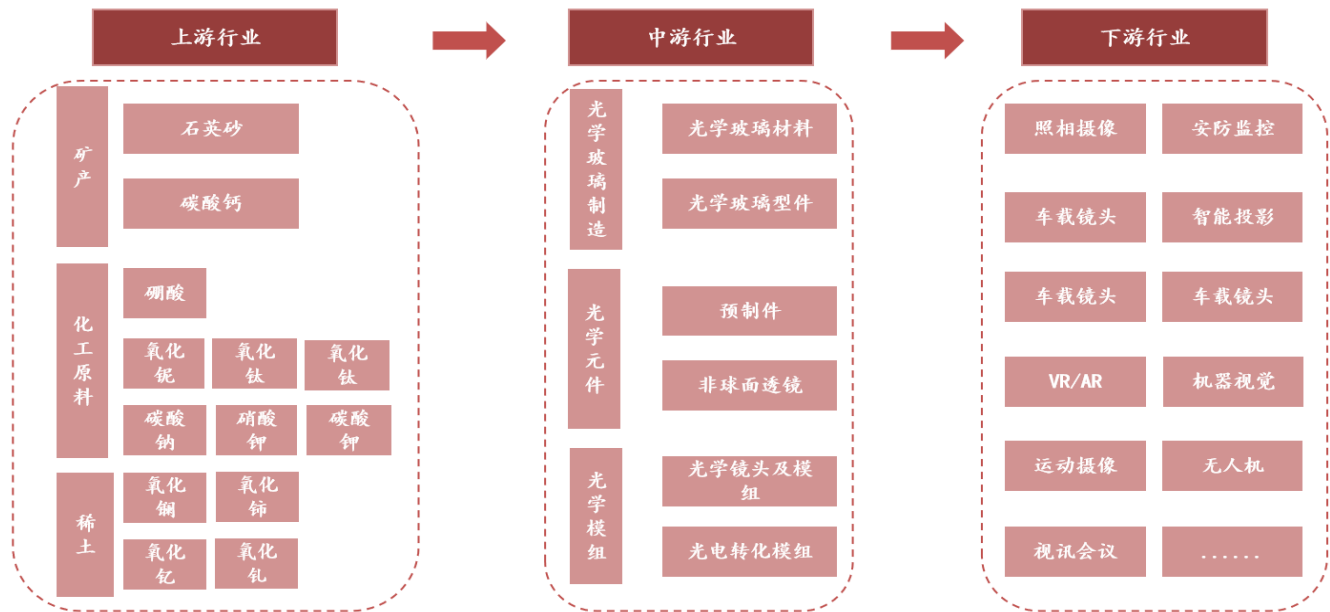
### 2.1 行业上下游联系紧密分工细致, 产业政策推动行业健康发展

光学玻璃材料及型件是应用最广泛的光学材料, 为光电产业的基础和重要组成部分。光学玻璃是指可以改变光的传播方向的玻璃, 同时改变紫外、可见和红外光的相对光谱分布, 具有高透明性、高度均匀性和精确的光学常数, 是制造光学镜头和光学仪器的主要原材料。

光学玻璃行业产业链完整, 上下游各环节联系紧密分工细致。行业上游主要为原材料, 主要包括矿产、化工原料及稀土原料行业; 下游主要为安防监控、车载镜头、光学仪器、智能投影、照相摄像、智能车灯、高端工艺品等领域, 下游终端应用产品新需求推动中游产业技术创新。光学玻璃整体产业链较长且制造工艺复杂, 各环节分工细致且专业化程度高, 产业链中光学玻璃材料制造厂商主要根据下游用户产品的需求特点和应用领域进行原材料配方设计, 生产不同性能的光学玻璃材料; 光学玻璃型件厂商根据光学元件厂商的需求制备棒材、压型件、切割件等型件; 光学模组厂将光学元件集成为可实现特定光学性能的光学模组并应用于最终产品。



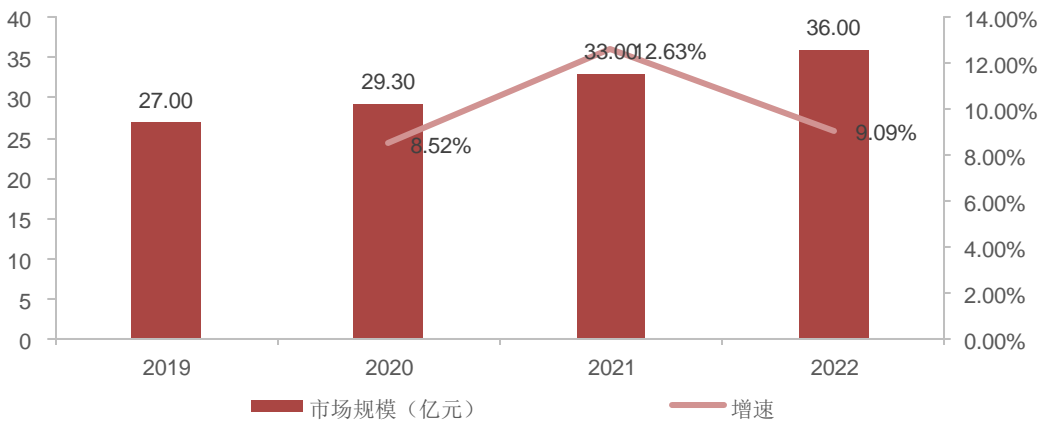
图 9：光学玻璃行业上下游概览



数据来源：公司招股书，西南证券整理

光学玻璃制造产业规模稳健增长，行业门槛较高。2019-2022 年我国光学玻璃市场规模由 27 亿元稳定增长至 36 亿元，年复合增长率达 10.1%，行业规模不断扩大。光学玻璃制造行业具有较高的进入门槛，主要体现在：1) 工艺技术门槛较高，生产所需要的高频加热、富氧燃烧、全氧燃烧等加热技术，溢流法、等温模压、压延法等成型技术以及精密退火技术需要长期的技术及经验的积累；2) 生产设备门槛较高，生产所使用的设备均为非标准设备，关键设备如熔炼窑炉及铂金装置，需要由厂商自行研究设计，并自主建设调试；3) 人才壁垒较高，光学玻璃制造业作为技术密集型行业，具有多学科交叉的特点，需要材料、化学、机械自动化、检测等专业人才和复合人才；4) 品牌及客户关系壁垒较高，产品质量及供货稳定性是客户选取供应商的重要指标之一，新进入者无法在短期内实现口碑、品牌影响力、产品的连续供应等，较难取得客户信任并建立稳定的合作关系。

图 10：2019-2022 年中国光学玻璃市场规模及增速

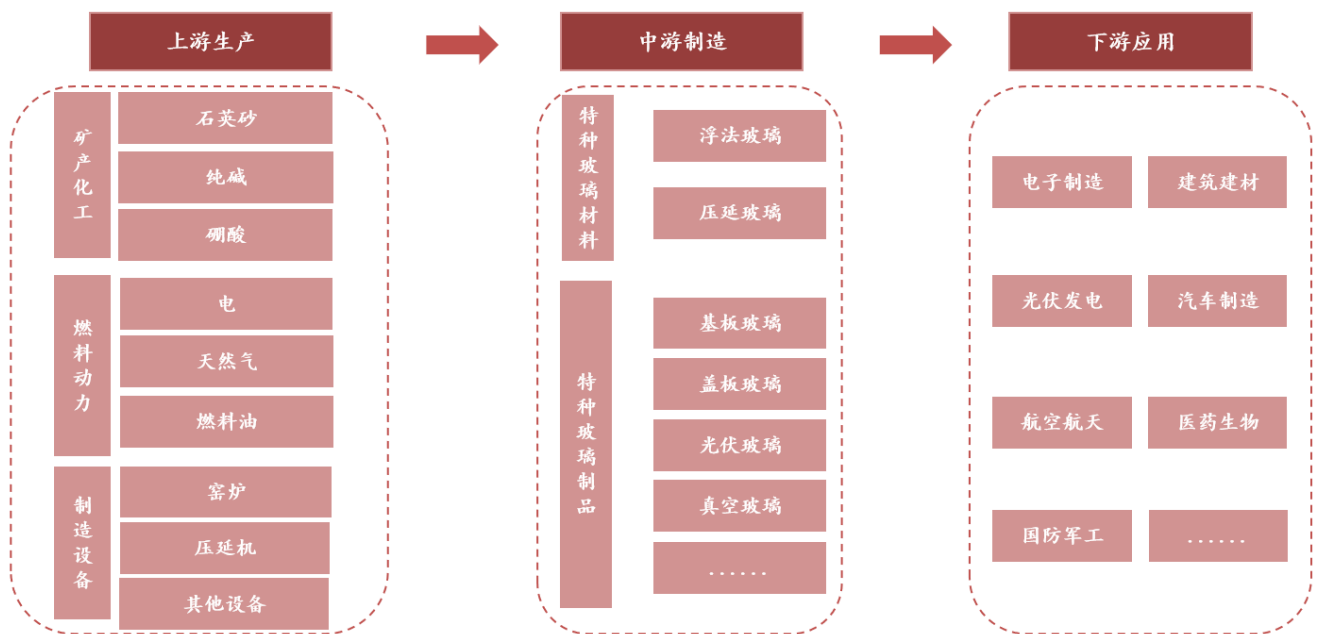


数据来源：观研天下，西南证券整理

特种功能玻璃是多个高端制造领域中不可或缺的关键材料。特种功能玻璃为能源化工、医疗医药、航空航天、钢铁冶金、海洋工程、核工业等领域中必需的关键材料，是高端制造业升级和国防工业建设的重要保障。随着新一代信息技术、新能源、节能环保、航空航天等领域的高速发展，特种功能玻璃需求量有望进一步增加，其性能要求也将不断提高。

特种功能玻璃行业产业链分工细致联系紧密。特种功能玻璃制造的上游行业与光学玻璃大致相同，原材料主要包括石英砂、碳酸锂、氧化铝、氧化锆等，主要能源为电力、天然气等，主要设备包括窑炉、压延机、混料机等。特种功能玻璃的主要应用领域可分为信息显示、能源、节能、交通运输、安全防护及其他领域，例如：纳米微晶玻璃因具备高强度抗跌耐摔的优异性能，主要应用于智能手机、电子触屏盖板等消费电子领域；防辐射玻璃主要应用于医疗、核工业领域的防辐射器具和观察窗口；耐高温高压玻璃主要用于制作高温高压环境下的玻璃视镜及爆破片，应用于石油勘探、钢铁冶金、海洋工程等领域。

图 11：特种功能玻璃行业上下游概览



数据来源：公司招股书，西南证券整理

特种功能玻璃行业产品种类多样，市场规模较大。特种玻璃在信息显示、能源、节能、交通运输、安全防护等多个领域均有应用，在每个领域内，针对不同的需求，特种玻璃有多种产品，如在信息显示领域应用的特种玻璃产品有 OLED 玻璃、基板玻璃、盖板玻璃等。戈碧迦特种玻璃产品主要涉及盖板玻璃以及防辐射玻璃。盖板玻璃主要应用于智能手机和平板电脑，而 2023-2027 年全球智能手机出货量规模预计将由 14.4 亿部增长至 2027 年的 16.5 亿部，年均复合增长率达 3.5%，从下游市场情况来看，盖板玻璃市场规模较大且具有增长潜力。防辐射玻璃指具有防护如 x 射线、γ 射线等放射性射线功能的特种功能玻璃，根据恒州博智研究的数据，2020 年全球医用 x 射线辐射防护玻璃市场规模达 23 亿元，预计 2026 年将达到 26 亿元，年复合增长率为 2.8%。

**图 12：特种功能玻璃主要应用领域及产品**

特种功能玻璃主要应用领域及产品					
信息显示	能源	节能	交通运输	安全防护	其他领域
OLED玻璃	光热玻璃	镀膜玻璃	汽车玻璃	防火玻璃	石英玻璃
基板玻璃	光伏玻璃	真空玻璃	航空玻璃	防弹玻璃	药用玻璃
<b>盖板玻璃</b>		吸热玻璃	机车玻璃	夹丝玻璃	激光玻璃
触控玻璃		变色玻璃	轨道玻璃	<b>防护玻璃</b>	红外玻璃
柔性玻璃					.....

数据来源：公司招股书，西南证券整理（注：盖板玻璃及防护玻璃为戈碧迦产品涉及的应用领域）

光学玻璃及特种功能玻璃行业产业政策利好，有助于产业健康发展经营。光学玻璃和特种功能玻璃作为新材料，对制造业转型升级具有显著的促进作用，一直受到国家产业政策的大力支持。2021年，发改委颁布的《鼓励外商投资产业目录（2020年版）》提出鼓励投资屏蔽电磁波玻璃、微电子用玻璃基板、透红外线无铅硫系玻璃及制品、光学性能优异多功能风挡玻璃等新技术功能玻璃的研发、生产以及特种优质玻璃的技术开发和深加工。2021年，工信部、科技部、自然资源部联合颁布的《“十四五”原材料工业发展规划》明确指出了发展目标：推进特种玻璃熔化成型技术、推动特种玻璃纤维等材料深加工技术产业化应用、攻克高性能功能玻璃等一批关键材料、建设先进玻璃制造业创新中心。

**表 2：相关产业政策**

序号	颁布时间	产业政策	发布单位	主要内容
1	2022年1月	《重点新材料首批次应用示范指导目录（2021年版）》	工信部	对半导体用高纯石英玻璃制品、高品质紫外光学石英玻璃、高性能微晶玻璃、超大广角高分辨率光学玻璃、高性能电磁屏玻璃等 <b>特种玻璃</b> 及高纯石英制品的性能要求做出示范指导性规定
2	2021年12月	《“十四五”原材料工业发展规划》	工信部、科技部、自然资源部	推进 <b>特种玻璃熔化成型技术</b> ；推动 <b>特种玻璃纤维</b> 等材料深加工技术产业化应用；攻克 <b>高性能功能玻璃</b> 等一批关键材料；建设 <b>先进玻璃制造业创新中心</b>
3	2021年11月	《鼓励外商投资产业目录（2020年版）》	发改委	鼓励外商投资屏蔽电磁波玻璃、微电子用玻璃基板、透红外线无铅硫系玻璃及制品、光学性能优异多功能风挡玻璃等 <b>新技术功能玻璃</b> 的研发、生产以及 <b>特种优质玻璃</b> 的技术开发和深加工
4	2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	全国人大	提出推动高端稀土功能材料、电子玻璃等先进金属和无机非金属材料取得突破，提升制造业核心竞争力；发展 <b>壮大战略性新兴产业</b> ，聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业

数据来源：公司招股书，西南证券整理

## 2.2 光学新产品及高端制造发展助力行业需求增长，未来前景广阔

光学玻璃涉及行业范围广应用空间大。光学玻璃可应用于消费、娱乐、通讯等多个领域，广泛覆盖多个行业，应用增长空间大，随着光学新产品消费市场的扩大以及安防监控、智能驾驶、运动 DV、无人机、激光投影、AR/VR 等新兴技术的兴起，光学玻璃下游需求呈持续增长态势，有望进一步带动光学玻璃制造业的发展。

光学玻璃下游四大应用领域市场稳定发展助力光学玻璃产业健康增长。

### （一）安防监控领域监控设备需求增长带动光学镜头需求

安防视频监控设备需求增长带动光学镜头放量。“十四五”发展规划下，智慧城市和数字乡村改造逐步推进，“天网工程”、“雪亮工程”等治安防控工程进展迅速，而视频监控类产品是安防设备市场最为重要的组成部分，中国视频监控市场增长迅速，智研咨询数据显示 2020 年我国视频监控设备市场规模从 2015 年的 553.5 亿元增长至 982.8 亿元，预计 2023 年我国视频监控设备市场规模有望达到 1294.8 亿元。光学镜头作为安防视频监控摄像机的核心部件，受视频监控市场的涨势影响，出货量增长空间巨大，弗若斯特沙利文数据显示，我国安防监控镜头出货量于 2016 年达到 2.5 亿颗，预计于 2025 年突破 8 亿颗，复合增长率预计将达到 14.3%。

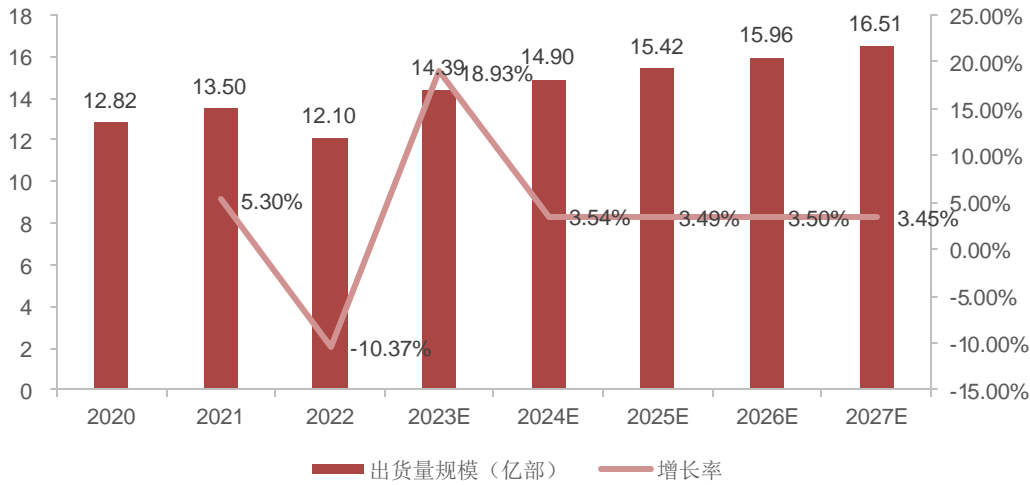
图 13：2016-2025 年我国安防监控镜头出货量及增长率情况



数据来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，西南证券整理

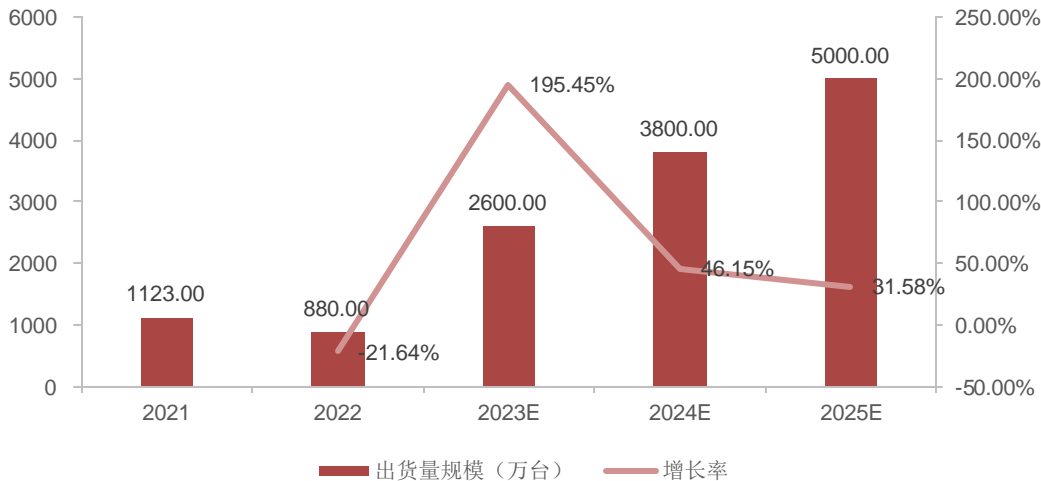
### （二）消费电子领域技术成熟推动光学市场高端化发展与规模增长

智能手机出货量稳定增长，拍摄功能升级打造玻璃镜头需求。2010 年以来，智能手机在全球范围内快速普及。IDC 数据显示，2023-2027 年，全球智能手机出货量规模预计将由 14.4 亿部增长至 2027 年的 16.5 亿部，年均复合增长率达 3.5%，未来仍有增长空间。同时智能手机镜头存在往多摄方向发展趋势，市场调研机构 Counterpoint 数据显示，2020 年每部智能手机平均镜头数量 3.7 个以上，其中四颗及以上摄像头的手机占智能手机市场的 29%，其预计 2023 年，多后置摄像头的手机比例将达到 90% 以上。随着智能手机对高像素变焦等拍摄功能的需求升级，未来高性能玻璃镜头出货占比有望持续提升，手机应用端光学玻璃材料市场规模增长空间较大。

**图 14：2020-2027 年全球智能手机出货量规模预测**


数据来源：IDC，公司招股书，西南证券整理

**VR/AR 设备需求增长造就光学玻璃材料市场增长新动力。**VR/AR 设备主要由头戴式显示设备（HMD）、主机系统、追踪系统、控制器等组成，头戴式显示设备的主要视觉感知硬件是由光学玻璃材料制成的摄像头，可实现拍照、位置感知与追踪、环境映射等功能。2021 年 VR/AR 设备出货量达 1123 万台，IDC 预计至 2025 年 VR/AR 设备出货量将达到 5000 万台。2024 年苹果首款 MR（混合现实）头显产品上市，起售价为 3499 美元，根据分析机构 Canalis 预测，2024 年 Vision Pro 出货量将约为 35 万台。VR/AR 等设备快速增长的市场需求可为光学玻璃材料市场提供广阔的市场空间。

**图 15：2021-2025 年全球 AR/VR 头戴显示设备出货量规模及增长率预测**


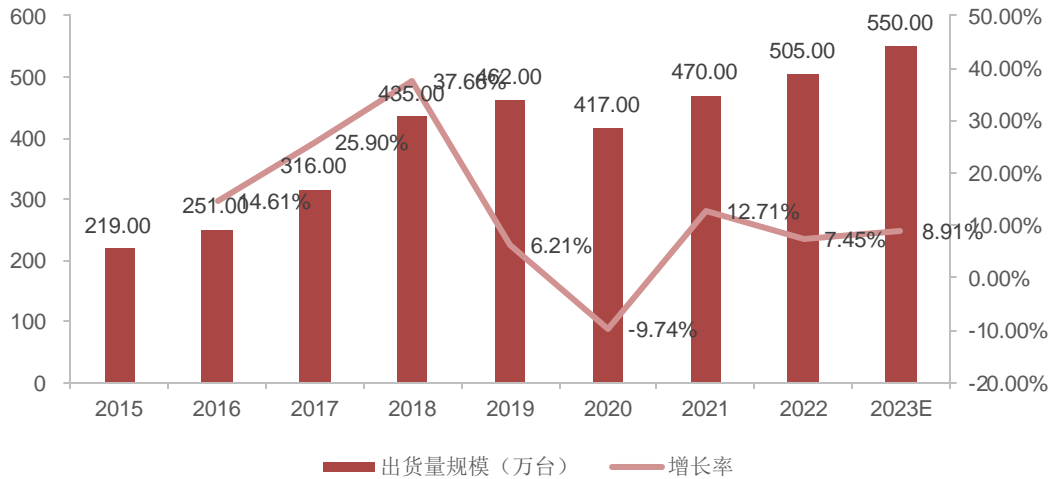
数据来源：IDC，公司招股书，西南证券整理

### （三）投影领域大规模稳定需求奠定光学玻璃市场稳定发展基础

**投影机市场提供光学玻璃市场发展的规模基础。**投影镜头主要原材料为光学玻璃，光学玻璃的折射率、透光率等指标直接影响投影设备的清晰度，因此下游投影行业与光学玻璃行业联系紧密，下游投影行业的发展将直接带动光学玻璃产业在质量和数量上的提升。IDC 数

据显示，2022年中国投影机市场总出货量达到505万台，同比增长7.4%，2023年的出货量有望超过550万台，到2027年有望达到1000万台规模。投影机市场规模较大且需求稳定，可以为光学镜头市场的稳健发展提供规模基础，进而推动光学玻璃制造业的发展。

图 16：2015-2023 年中国投影机市场总出货量规模及增长率情况

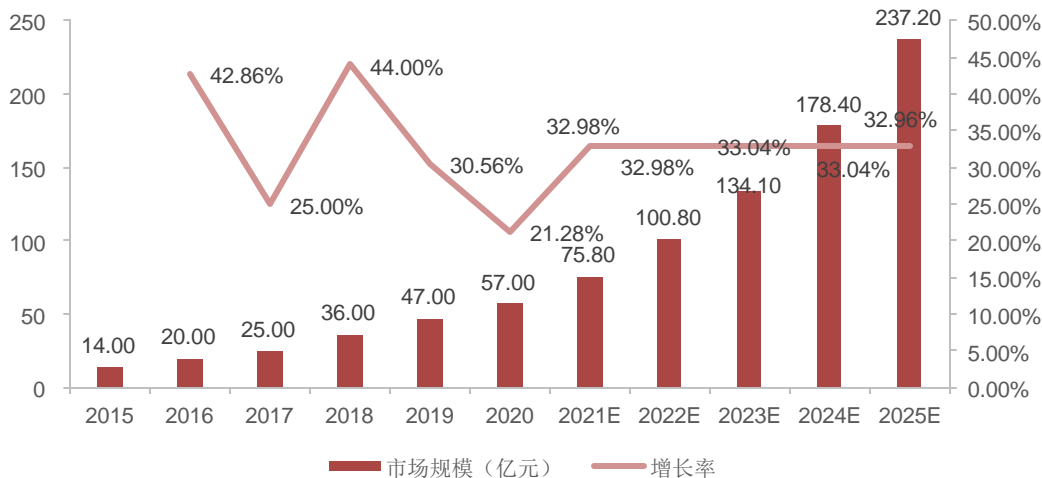


数据来源：IDC，公司招股书，西南证券整理

#### （四）车载镜头领域技术升级推动光学市场产品放量

车载镜头市场发展带动光学元件及光学玻璃制造业高端化发展。ADAS、智能驾驶等新兴技术的普及与应用使得对车载镜头成像需求不断提升。一般情况下，一套完整的 ADAS 系统需包括 6 个摄像头（1 个前视、1 个后视、4 个环视），智能驾驶汽车的摄像头数量甚至可达到 8 个甚至更多。观研天下数据显示，2015 年我国车载镜头市场规模为 14 亿元，2025 年我国车载镜头市场规模预计增长至 237.2 亿元，年复合增长率预计为 32.7%。车载镜头市场高端化的发展趋势以及市场规模的稳定快速增长，有助于光学元件以及光学玻璃行业市场扩张、高附加值产品占比提升。

图 17：2015-2025 年我国车载镜头市场规模及增长率预测



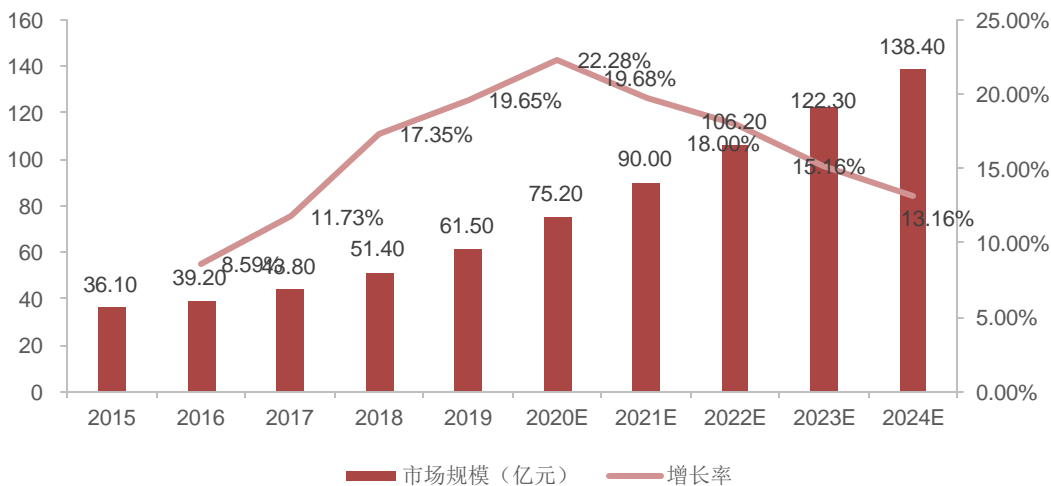
数据来源：观研天下，公司招股书，西南证券整理

**特种功能玻璃应用领域广泛，需求不断增长。**特种功能玻璃广泛应用于信息显示等消费产品领域以及安全防护、高温高压等特殊场景，随着新一代信息技术、新能源、节能环保、航空航天等领域的高速发展以及特种功能玻璃制造加工技术的发展与创新，特种功能玻璃应用领域将进一步扩大，产品需求将不断增长。

**手机盖板玻璃抗冲击性能需求提升，国产纳米微晶玻璃的市场渗透率有望快速增长。**手机盖板玻璃产业跟随智能电子设备快速发展而兴起。第一代盖板玻璃主要为高铝硅玻璃，目前纳米微晶玻璃已成为市场发展方向。2020年10月苹果发布的iPhone12所应用的“超瓷晶面板”，可以承受从两米高度跌落到粗糙表面的测试，抗划伤性能是第六代“Gorilla”玻璃产品的两倍，2022年9月华为发布的Mate50系列所应用的“昆仑玻璃”，都是属于纳米微晶玻璃。与高铝硅玻璃相比，纳米微晶玻璃在生产过程中保留了玻璃非晶体的结构特性，通过控制晶体大小和数量，大幅提高结构强度和透光性，抗摔性能相对传统高铝硅玻璃有数倍提升。戈碧迦招股书上的数据显示，2021年我国智能手机出货量超过3亿台，2021年盖板玻璃在智能手机领域（包括盖板、背板、贴片）市场空间约为224亿元，如果考虑到平板电脑等其他电子产品盖板玻璃用量，市场空间可扩容至350亿元，未来盖板玻璃市场空间较大。因为在华为昆仑玻璃推出之前，全球范围内主要由美国康宁公司生产纳米微晶玻璃，最终产品主要应用在iPhone系列上，所以我们可以推断纳米微晶玻璃的国产材料渗透率低，国内厂商有着巨大的发展空间和机会。

**核科学技术广泛应用带动防护玻璃需求。**随着技术的发展，核科学技术在国防、医学、工业、农业和科研等领域的应用日益广泛，各种辐射如X射线、γ射线和中子辐射给人体、环境、仪器设备等带来了很大的危害，对各种辐射进行良好的屏蔽是核技术应用和发展的重要保障，这也带动了对防辐射玻璃的需求。以医用领域为例，根据头豹研究院的数据，2015年-2024年中国核医学行业市场规模预计由36.1亿元增长至138.4亿元，年复合增长率达16.1%，核医学行业市场的增长将带动防辐射玻璃的需求。

图 18：中国核医学行业市场规模及增速



数据来源：头豹研究院，西南证券整理

## 2.3 市场集中度高，外资企业起步早优势明显

**市场集中度高，主要市场参与者少。**光学玻璃和特种功能玻璃制造业是一个资本和技术密集型产业，具有投资规模大、技术含量高、对生产操作人员的经验水平要求高等显著特点，行业的进入门槛较高。国内可进行批量生产的主要企业包括成都光明、新华光、戈碧迦等三家，国外主要企业包括 SCHOTT（德国肖特）、HOYA（日本豪雅）、OHARA（日本小原）、CORNING（美国康宁）等。国外主要企业历史较长，技术及市场优势明显，其中德国肖特、美国康宁成立于 19 世纪，为全球领先的特种功能玻璃制造商，日本豪雅和小原成立于 20 世纪中叶，为光学玻璃领域全球知名制造商。

**公司深耕光学及特种功能玻璃，国内尚无完全可比上市公司。**公司是一家光学玻璃和特种功能玻璃行业的生产厂商，在该领域内尚无法直接选取主营业务完全相同的可比上市公司。综合考虑同属光学材料类、相似应用场景和可获得的公开数据等因素，符合同行业可比的上市公司有光电股份、奥普光电、力诺特玻。

**表 3：可比公司情况**

公司名称	主要产品	市场地位	技术实力	市值 (亿元)	2022 年 营业 收入 (亿元)	市盈率 (PE TTM)	2022 年 毛利率 (%)	2022 年 净利率 (%)
光电股份	钢化玻璃、低熔点玻璃、红外玻璃等	国内光学玻璃制造业的知名企业，旗下全资子公司湖北新华光专门从事光学玻璃及光学元件的研发、生产及销售等，拥有国防科技工业认定企业技术中心等人才培养机构，培育出综合实力强的技术技能人才，拥有尖端的科研开发能力、先进的加工制造技术以及领先的计量检测水平	截止 2024 年 2 月 26 日，子公司湖北新华光拥有发明专利 176 项、实用新型专利 81 项、作品著作权 1 项	48.99	25.13	76.61	14.47	2.83
奥普光电	光电测控仪器、新型医疗仪器、光学材料和光栅编码器等	公司拥有先进的精密机械、光学加工设备和检测仪器，在精密机械加工、光学材料生产、光学元器件加工等方面独有几十项关键技术，具有国内一流的光学精密机械与光学材料研发和生产能力	截止 2024 年 2 月 26 日，公司拥有发明专利 23 项、实用新型专利 64 项、外观设计专利 7 项、软件著作权 9 项	72.72	6.27	79.82	29.95	16.56
力诺特玻	耐热玻璃、电光源玻璃、药用玻璃等	以玻璃新材料为主导产品的高新技术企业，拥有山东省级企业技术中心等科技研发平台，是国内具有较高知名度的特种功能玻璃制品生产商之一	截止 2024 年 2 月 26 日，公司拥有发明专利 20 项、实用新型专利 27 项、外观设计专利 59 项、软件著作权 1 项、作品著作权 1 项	38.42	8.22	45.91	22.09	14.19
戈碧迦	主要提供光学玻璃及特种功能玻璃，前者包括冕牌系列、火石	公司是国家级专精特新“小巨人”企业、高新技术企业，在国内光学玻璃市场占有一定市场份额。公司生产规模较大、质量	截止 2024 年 2 月 26 日，公司拥有有效发明专利 27 项、实用	-	4.29	-	25.02	10.71



公司名称	主要产品	市场地位	技术实力	市值 (亿元)	2022年 营业 收入 (亿元)	市盈率 (PE, TTM)	2022年 毛利率 (%)	2022年 净利率 (%)
	系列、铜系等光学玻璃材料及光学玻璃型件、光学元件等,后者包括纳米微晶玻璃、防辐射玻璃等	较好,技术及研发水平处于国内前列,形成了一系列自主知识产权	新型专利 39 项					

数据来源: 公司招股书, 同花顺 iFinD, 西南证券整理 (注: 数据截止日期为 2024.3.1)

### 3 技术实力强劲, 募投助力市场扩张与产品研发

#### 3.1 自主技术体系完整, 重视研发投入

公司注重自主创新和改进, 形成拥有完整自主知识产权的技术体系。公司核心技术包括玻璃材料配方及制备技术、窑炉设计及制造技术、玻璃连续熔炼技术、光学玻璃二次连续熔炼技术、玻璃材料成型工艺技术、精密退火技术、光学玻璃二次压型设备及工艺技术、光学玻璃检测技术。目前公司生产的光学玻璃牌号多达 100 余个, 已形成涵盖火石、冕牌、铜系、磷酸盐等光学玻璃, 以及纳米微晶、防辐射、耐高温高压等特种功能玻璃。截止 2024 年 3 月 11 日, 公司及其子公司共拥有有效授权专利 64 项, 其中发明专利 27 项, 实用新型专利 37 项。

表 4: 公司核心技术

序号	核心技术名称	技术来源	所处阶段	性质说明	应用产品
1	玻璃材料配方及制备技术	自主研发、合作开发	大批量生产	原始创新	光学玻璃材料、特种功能玻璃
2	窑炉设计及制造技术	自主研发	大批量生产	原始创新	光学玻璃材料、特种功能玻璃
3	玻璃连续熔炼技术	自主研发	大批量生产	原始创新	光学玻璃材料、特种功能玻璃
4	光学玻璃二次连续熔炼技术	自主研发	大批量生产	原始创新	光学玻璃材料
5	玻璃材料成型工艺技术	自主研发	大批量生产	原始创新	光学玻璃材料、特种功能玻璃
6	精密退火技术	自主研发	大批量生产	原始创新	光学玻璃材料、特种功能玻璃
7	光学玻璃二次压型设备及工艺技术	自主研发	大批量生产	原始创新	光学玻璃型件、光学元件
8	光学玻璃检测技术	自主研发	大批量生产	原始创新	光学玻璃材料、光学玻璃型件、光学元件

数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

公司注重研发投入, 在研项目预算投入达 4300 万元。2021-2023 年, 公司研发投入分别为 2286.5/1999.8/3892.9 万元, 研发投入占比分别为 5.9%/4.7%/4.8%, 研发投入基本保持稳定。截止 2024 年 3 月 11 日, 公司共有 5 个在研项目, 分别为车灯精密压型技术研发、5G 通信移动终端设备用微晶玻璃材料关键技术研发、大尺寸高透过率 H-K9L 材料开发、大规格琉璃玻璃成型技术研发以及高强度特种功能玻璃研发, 5 个项目均预计在 2024 年完成, 6 个项目研发总预算为 4250 万, 完成后将在产品质量提升、生产环节优化等方面提升公司竞争力。

**表 5：在研项目**

序号	项目名称	计划起止时间	目前阶段	研发预算 (万元)	研发目标
1	车灯精密压型技术研发	2022.01-2024.12	进行中	500.00	通过光学设计、模具加工、产品压制等关键环节的研发，能够熟练利用进口设备完成生产任务，同时可以承接一些高附加值、高品质要求的产品订单。
2	5G 通信移动终端设备用微晶玻璃材料关键技术研发	2023.02-2024.12	进行中	1500.00	1、产品开发主要包括微晶玻璃配方的开发、优化，晶化工艺的优化，使微晶玻璃材料达到需求的强度，或对现有强度进行提升；2、窑炉设计以现有微晶玻璃生产线为参考，在技术设计上有一定的创新，主要涉及熔化池的扩大化设计及澄清系统创新。
3	大尺寸高透率 H-K9L 材料开发	2023.07-2024.06	进行中	500.00	1、产品开发主要包括高透 K9 玻璃配方的开发优化，使材料达到需求指标；2、窑炉设计以现有光学玻璃生产线为参考，在技术设计上有一定的创新，主要涉及大尺寸玻璃成型、精密退火等工艺创新。
4	大规格琉璃玻璃成型技术研发	2023.8-2024.12	进行中	1500.00	京杭大运河博物院项目生产 2500*1000 不等厚中硼颜色玻璃
5	高强度特种功能玻璃研发	2023.11-2024.03	进行中	250.00	开发出更高强度的玻璃，比公司同类产品具有更好的性能，满足特定的客户需求

数据来源：公司招股书，西南证券整理

### 3.2 光学玻璃客户依赖度低，与特种功能玻璃客户携手打开纳米微晶玻璃国内市场

公司光学玻璃客户较分散，无单一客户重大依赖。2021-2023 年，公司来自前五大客户的收入占营业收入的比例分别为 22.8%/37.1%/67.3%，2022 年和 2023 年前五大客户收入占比提升主要受特种功能玻璃业务影响，光学玻璃客户仍较为分散，单一客户占比较低，对单一客户不存在重大依赖。公司光学玻璃产品的客户主要为下游光学玻璃加工企业，公司客户地域分布具有一定的集中性，客户主要分布于江苏丹阳、江西上饶、河南南阳、四川成都等地。

公司特种功能玻璃产品客户较集中，与重庆鑫景携手打开纳米微晶玻璃国内市场。公司特种功能玻璃产品客户主要为重庆鑫景和南通盛平，2022-2023 来自重庆鑫景的收入占营业收入比例分别为 17.5%/61.1%，2021-2023 来自南通盛平的收入占营业收入比例分别为 3.9%/4.5%/2.6%，2023 年公司业务结构发生较大变化，毛利率更高的特种功能玻璃业务收入超过光学玻璃业务。公司于 2021 年上半年开始和重庆鑫景合作生产纳米微晶玻璃。公司依据重庆鑫景提供的配方生产纳米微晶玻璃材料，重庆鑫景负责后续纳米级晶化工艺，最终产品主要作为高端品牌智能手机盖板玻璃使用，重庆鑫景官网显示其特玻产品已向多家品牌厂商的旗舰手机批量供货，且其系列产品打破了国外玻璃巨头对高端电子盖板玻璃的技术封锁和壁垒，性能指标处于国际先进水平。

**表 6：公司主要客户情况**

序号	期间	客户	主要销售产品	占营业收入比例	期间	客户	主要销售产品	占营业收入比例	期间	客户	主要销售产品	占营业收入比例
1	2023	重庆鑫景特种玻璃有限公司	特种功能玻璃	61.12%	2022	重庆鑫景特种玻璃有限公司	特种功能玻璃	17.47%	2021	四川省洪雅县中保光学元件有限公司	光学玻璃材料	5.69%
2		南通盛平玻璃制品有限公司	特种功能玻璃	2.57%		魔塔水晶(浦江)有限公司	特种功能玻璃	7.89%		魔塔水晶(浦江)有限公司及宝应魔塔水晶有限公司	光学玻璃材料	5.11%
3		江苏鸿响光学玻璃有限公司	光学元件	1.46%		南通盛平玻璃制品有限公司	特种功能玻璃	4.50%		四川瑞天光学有限责任公司	光学玻璃材料	4.21%
4		四川省洪雅县中保光学元件有限公司	光学玻璃材料	1.38%		江苏鸿响光学玻璃有限公司	光学元件	3.64%		南通盛平玻璃制品有限公司	特种功能玻璃	3.92%
5		信泰光学(深圳)有限公司	光学玻璃材料、光学玻璃型件	0.78%		成都市新西北光电有限公司	光学玻璃材料	3.62%		成都市新西北光电有限公司	光学玻璃材料	3.82%
		合计		67.30%		合计		37.12%		合计		22.75%

数据来源：公司招股书，西南证券整理

### 3.3 募投扩产加速国产替代，研发中心建设提升核心竞争力

公司募集用于项目投资的资金总额为 2.0 亿元。公司于 2024 年 3 月 25 日上市，向不特定合格投资者公开发行人股票，发行规模 2000 万股，募集资金总额 2.0 亿元，募集资金主要用于特种高清成像光学玻璃材料扩产项目、光电材料研发中心建设项目。通过“特种高清成像光学玻璃材料扩产项目”，公司拟在公司现有厂区内扩建 6 条特种功能性高清成像光学玻璃材料产线，该项目将扩大公司高端光学玻璃材料和特种功能玻璃的产能，有助于公司在下游市场对高端光学玻璃和特种功能玻璃的需求日益增长的背景下，持续提升在高端光学玻璃和特种功能玻璃领域的市场份额，加速国产替代进程。通过“光电材料研发中心建设项目”，公司拟在现有土地上新建光电材料研发中心，项目建设期 3 年，拟投资金额为 8394.66 万元，用于建设光电材料研发大楼、购置研发设备及研发人员工资和其他研发费用，本项目开展的研发项目可进一步加强公司基础技术研究能力和前瞻技术储备，有效优化公司研发环境，升级研发设备水平，提升公司内在核心竞争力。

**表 7：募集资金投资项目情况（万元）**

序号	项目名称	投资总额	募集资金投入额
1	特种高清成像光学玻璃材料扩产项目	21,841.23	12,500.00
2	光电材料研发中心建设项目	8,394.66	5,000.00
3	补充流动资金项目	4,500.00	2,500.00
	合计	34,735.90	20,000.00

数据来源：公司公告，公司招股书，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：公司自 2009 年成立以来，始终专注于光学玻璃材料配方、熔炼、检测等核心技术的研究和生产实践。作为国内最早进入光学玻璃制造业的民营企业之一，公司已拥有了也拥有了较好的客户满意度。随着光学玻璃材料下游如消费电子的逐步复苏，公司光学玻璃材料收入有望稳步提升。我们预计 2024-2026 年，公司光学玻璃材料销量约为 1.7/1.8/1.9 万吨，销售价格约为 12.5/14.0/16.1 元/kg，毛利率约为 25%/25%/25%。

假设 2：同光学玻璃材料一样，光学玻璃型件需求随着下游行业复苏而增加，相关收入有望稳步提升。我们预计 2024-2026 年，公司光学玻璃型件销量约为 1.9/2.0/2.1 亿件，销售价格为 0.5/0.5/0.5 元/件，毛利率约为 15%/15%/15%。

假设 3：公司目前光学元件为车灯非球面透镜及预制件，光学车灯非球面透镜产品 2022 年 6 月已进入比亚迪供应链，具有良好的市场发展前景。随着新能源汽车渗透率逐步提升，公司在各车厂形成批量供应，光学元件收入有望稳定增长。我们预计 2024-2026 年，公司光学元件销量约为 2033.3/2643.3/3436.3 吨，销售价格约为 13.7/14.4/15.2 元/kg，毛利率约为 8%/10%/15%。

假设 4：公司以光学玻璃技术积累为基础，结合市场需求重点研发特种功能玻璃，其中和重庆鑫景合作开发的纳米微晶玻璃拉动 2023 年业绩快速增长。由于 2024 年纳米微晶玻璃的上游材料碳酸锂价格预期下降，我们预计纳米微晶玻璃价格会下降，导致特种功能玻璃收入小幅下滑，但随着纳米微晶玻璃在手机盖板市场渗透率的逐步提升，纳米微晶玻璃市场规模逐渐扩大，2025-2026 年特种功能相关收入会稳步提升。我们预计 2024-2026 年，公司特种功能玻璃销量约为 4349.2/5653.9/6784.7 吨，销售价格约为 81.6/77.6/73.7 元/kg，毛利率约为 38%/39%/40%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入及成本如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
光学玻璃材料	收入	169.6	211.8	249.1	300.8
	增速	-15.6%	24.9%	17.6%	20.8%
	成本	131.8	158.9	186.8	225.6
	毛利率	22.3%	25.0%	25.0%	25.0%
光学玻璃型件	收入	94.9	99.1	105.0	111.3
	增速	3.1%	4.4%	6.0%	6.0%
	成本	82.8	84.2	89.3	94.6
	毛利率	12.8%	15.0%	15.0%	15.0%
光学元件	收入	21.2	27.9	38.1	52.1
	增速	1.1%	31.6%	36.5%	36.5%
	成本	20.0	25.7	34.3	44.3
	毛利率	6.1%	8.0%	10.0%	15.0%

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
特种功能玻璃	收入	517.3	355.1	438.5	499.9
	增速	349.8%	-31.4%	23.5%	14.0%
	成本	330.7	220.1	267.5	299.9
	毛利率	36.1%	38.0%	39.0%	40.0%
受托加工	收入	2.7	2.7	2.7	2.7
	增速	-	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	1.9	1.9	1.9	1.9
	毛利率	29.8%	29.8%	29.8%	29.8%
其他业务	收入	2.5	2.5	2.5	2.5
	增速	533.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	0.2	0.2	0.2	0.2
	毛利率	93.4%	90.0%	90.0%	90.0%
合计	收入	808.3	693.9	830.8	964.1
	增速	88.3%	-14.2%	19.7%	16.0%
	成本	567.3	488.9	577.9	664.4
	毛利率	29.8%	29.5%	30.4%	31.1%

数据来源：Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

公司主营业务为光学玻璃及特种功能玻璃研发、制造和销售。目前，暂无与公司从事同类主营业务的可比境内上市公司。从所处行业、经营范围及应用领域等角度出发，同时结合信息的可获得性，选取蓝特光学、奥普光电和力诺特玻三家公司作为可比公司。从 PE 的角度看，23-25 年，三家公司平均估值为 54/33/24 倍。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 6.9/8.3/9.6 亿元，yoy 为 -14.2%/19.7%/16.0%；预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.3/1.7/2.0 亿元，CAGR 为 24.9%，对应 PE 为 24/18/15 倍。公司是国内能规模化生产光学玻璃的三大企业之一，在光学玻璃领域有成熟且丰富的技术与产品的积累。随着光学玻璃终端行业的快速发展，公司高端光学玻璃市场份额的不断扩大，以及纳米微晶玻璃渗透率快速提升，公司业绩有望呈现高增长趋势，我们给予首次覆盖，建议积极关注。

表 9：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E/A	24E	25E	22A	23E/A	24E	25E
688127.SH	蓝特光学	86.34	21.50	0.24	0.41	0.72	0.99	66.80	52.71	30.20	21.90
301188.SZ	力诺特玻	39.98	17.20	0.50	0.36	0.65	0.89	27.13	48.86	27.29	19.94
002338.SZ	奥普光电	78.91	32.88	0.34	0.52	0.77	1.10	65.40	58.34	39.25	27.33
平均值								53.11	54.36	33.04	23.60
835438.BJ	戈碧迦	31.40	22.71	0.33	0.75	0.94	1.24	69	30	24	18

数据来源：同花顺 iFinD, 西南证券整理(数据截止日期 2024.3.25)。注：除戈碧迦，其他公司盈利预测来自同花顺 iFinD；戈碧迦 22A, 23A 的 EPS 和 PE 均基于最新股本计算

## 5 风险提示

**市场竞争加剧风险。**如果市场竞争加剧，若公司不能根据市场形势变化及时调整产品战略，提前布局市场，提升自身竞争力，则公司盈利能力将受到较大冲击，毛利率存在进一步下降的风险，从而对公司经营业绩产生不利影响。

**原材料价格波动风险。**公司原材料价格除受宏观经济、供求关系影响外，还会受到市场投机、汇率波动、不确定性事件等的影响，因而原材料价格大幅度波动将对公司盈利水平的稳定性造成不利影响，公司存在原材料价格大幅波动给生产经营带来不利影响的风险。

**特种功能玻璃单一客户依赖风险。**公司生产的特种功能玻璃主要包括防辐射玻璃、纳米微晶玻璃等，防辐射玻璃主要客户为南通盛平，纳米微晶玻璃主要客户为重庆鑫景。公司特种功能玻璃的销售对于单一客户具有重大依赖，公司销售给南通盛平的防辐射玻璃系由南通盛平提供部分设备及成型技术，进行定制化生产，报告期内来自南通盛平的收入分别为 1,510.33 万元、1,933.58 万元和 2,075.57 万元，占营业收入比例分别为 3.92%、4.50% 和 2.57%；纳米微晶玻璃系根据重庆鑫景提供的玻璃配方进行定制化生产，后续纳米级晶化工艺须由重庆鑫景完成，产品均无法向第三方出售，2021 年至 2023 年，来自重庆鑫景的收入分别为 286.39 万元、7,502.37 万元和 49,402.61 万元，占营业收入比例分别为 0.74%、17.47% 和 61.12%。未来若南通盛平、重庆鑫景因技术更新迭代等原因对公司产品的需求和采购政策发生重大变化，或者因公司的生产工艺及产品稳定性无法持续满足客户的需求等原因而形成供应商替代，亦或者南通盛平、重庆鑫景具备独立生产防辐射玻璃及纳米微晶玻璃材料的能力，则会对公司经营业绩产生不利影响。

**公司经营业绩波动的风险。**2023 年度，公司经营业绩大幅提高受纳米微晶玻璃产品影响较大。目前公司纳米微晶玻璃客户主要为重庆鑫景，来自该客户的收入占到 2023 年度营业收入的 61.12%。尽管公司在积极培育和开发潜在的纳米微晶玻璃客户，但潜在客户的落地具有不确定性，如果未来纳米微晶玻璃主要客户的订单增长放缓甚至下降，而潜在客户又没有及时落地，将对公司经营业绩造成重大影响，公司经营业绩存在剧烈波动甚至大幅下降的风险。

**产品和技术替代风险。**光学玻璃及特种功能玻璃作为光学等领域的基础应用材料具有较为稳固的市场地位，而随着下游产品的不断创新，应用领域的不断拓展，不排除新材料的出现替代玻璃材料。若公司未能及时应对技术创新和进步，或者技术进步及迭代发展未能有效增加客户实际应用需求，公司产品将失去竞争能力，进而对未来经营产生不利影响。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	808.34	693.90	830.76	964.06	净利润	104.21	129.32	171.09	202.92
营业成本	567.30	488.92	577.91	664.41	折旧与摊销	38.39	32.52	32.52	32.52
营业税金及附加	3.77	3.09	3.55	4.24	财务费用	8.56	5.03	2.94	2.44
销售费用	7.89	9.61	10.57	12.15	资产减值损失	-3.16	3.42	-1.41	0.18
管理费用	41.15	41.63	49.85	57.84	经营营运资本变动	22.90	-25.62	-38.74	-41.77
财务费用	8.56	5.03	2.94	2.44	其他	28.94	-0.01	0.00	-0.01
资产减值损失	-3.16	3.42	-1.41	0.18	<b>经营活动现金流净额</b>	199.84	144.66	166.40	196.29
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-58.34	-25.00	-20.00	-15.00
公允价值变动损益	0.00	0.01	0.00	0.00	其他	-35.49	8.34	0.83	-0.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-93.83	-16.66	-19.17	-15.14
<b>营业利润</b>	150.67	142.19	187.36	222.81	短期借款	-23.42	-79.19	0.00	0.00
其他非经营损益	-34.33	-2.70	-2.50	-2.50	长期借款	-10.36	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	116.34	139.49	184.86	220.31	股权融资	30.85	200.00	0.00	0.00
所得税	12.13	10.18	13.78	17.39	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	104.21	129.32	171.09	202.92	其他	-74.46	-32.08	-2.94	-2.44
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-77.39	88.73	-2.94	-2.44
归属母公司股东净利润	104.21	129.32	171.09	202.92	<b>现金流量净额</b>	28.68	216.74	144.29	178.71
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	91.65	308.39	452.68	631.40	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	160.94	183.34	209.65	238.20	销售收入增长率	88.26%	-14.16%	19.72%	16.05%
存货	265.17	225.08	268.13	308.41	营业利润增长率	204.86%	-5.62%	31.77%	18.92%
其他流动资产	40.74	22.61	25.91	30.07	净利润增长率	127.37%	24.09%	32.30%	18.60%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	113.17%	-9.04%	23.96%	15.68%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	514.89	508.88	497.86	481.84	毛利率	29.82%	29.54%	30.44%	31.08%
无形资产和开发支出	9.27	9.00	8.73	8.46	三费率	7.13%	8.11%	7.63%	7.51%
其他非流动资产	73.23	71.99	70.76	69.52	净利率	12.89%	18.64%	20.59%	21.05%
<b>资产总计</b>	1155.90	1329.30	1533.71	1767.90	ROE	15.30%	12.80%	14.48%	14.66%
短期借款	79.19	0.00	0.00	0.00	ROA	9.02%	9.73%	11.16%	11.48%
应付和预收款项	164.29	135.11	161.62	186.25	ROIC	19.97%	18.45%	23.08%	25.81%
长期借款	31.70	31.70	31.70	31.70	EBITDA/销售收入	24.45%	25.90%	26.82%	26.74%
其他负债	199.58	152.03	158.86	165.49	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	474.77	318.85	352.17	383.44	总资产周转率	0.76	0.56	0.58	0.58
股本	118.25	138.25	138.25	138.25	固定资产周转率	1.70	1.43	1.82	2.27
资本公积	249.77	429.77	429.77	429.77	应收账款周转率	7.55	5.76	5.75	5.93
留存收益	313.11	442.43	613.52	816.44	存货周转率	2.15	1.98	2.32	2.29
归属母公司股东权益	681.13	1010.45	1181.54	1384.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.86%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	681.13	1010.45	1181.54	1384.46	资产负债率	41.07%	23.99%	22.96%	21.69%
负债和股东权益合计	1155.90	1329.30	1533.71	1767.90	带息债务/总负债	23.36%	9.94%	9.00%	8.27%
					流动比率	1.70	4.28	4.64	5.09
					速动比率	0.89	2.98	3.34	3.79
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	197.61	179.75	222.83	257.77	每股收益	0.75	0.94	1.24	1.47
PE	30.13	24.28	18.35	15.47	每股净资产	4.93	7.31	8.55	10.01
PB	4.61	3.11	2.66	2.27	每股经营现金	1.45	1.05	1.20	1.42
PS	3.88	4.52	3.78	3.26	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	13.52	15.58	11.92	9.61					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---