

业绩短期承压，“OCA+新能源+微电子”三大业务增长极明确

核心观点

- 23 业绩短期承压，前置研发及资本投入致使费用端上升。**公司 23 年取得营收近 20 亿元，同比增长 5%，在消费电子出货量承压、新能源汽车电子竞争激烈的背景下收入仍维持小幅增长，公司新业务增长极 OCA 光学胶、新能源应用材料持续放量。23 年归母净利润 0.56 亿元，同比下滑 67%，利润端下滑幅度较大主要由于公司 OCA 光学胶项目、精密离型膜项目、供胶系统技术改造项目、PET 光学膜项目二线等重大建设项目陆续完工转入固定资产开始计提折旧，进而带动相关折旧费用及财务费用大幅上升。23 前三季度公司累计计提折旧 1.76 亿元，同比增加 6,300 万元，人工成本、研发费用等同比也有所增加。伴随后续新增折旧及费用压力减弱，公司利润有望逐步释放。
- “OCA+新能源+微电子”三大业务增长极明确，高附加值产品量价提升，产品结构不断优化。**公司 OCA 光学胶打破国际巨头垄断，逐步实现国产化替代，折叠 OCA 已在国内多家头部手机品牌稳定量产，主流屏厂均有验证曲面 OCA，预计 24 年有望量产突破，同时公司持续为北美 VR 眼镜客户提供 OCA 光学胶产品，目前还有韩国终端在验证中，未来有望通过 OCA 光学胶及其膜片组合技术的应用进一步提升单机价值量。除 OCA 产品外，公司新能源应用材料实现产品品类及客户覆盖度的双维成长，24 年有望持续稳定向上，微电子产品也实现少量营收，三大新兴业务增长清晰，打开向上成长空间。得益于此，24Q1 公司营收同比增长 37%至 6.6 亿元，归母净利润同比小幅下滑 8%至 0.2 亿元。
- 纵向产业链布局不断完善，构建一体化产业链。**公司积极向产业上游扩展，已能够自制胶水及离型膜等原材料产品，以满足自身对部分高端原材料的需求。23 年光学基膜 2 线投入量产，不断提升光学基膜、胶粘剂的自制比率，摆脱海外原材料供货依赖，打造了“胶水/基膜—离型膜—成品膜—贴合膜组—CNAS 自主检测”一体化产业链，进一步降低产品成本并提升对产品系列的理解力和批量生产的可复制性，技术壁垒进一步深厚。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 1.20/2.38/3.89 亿元（原 24-25 年预测分别为 4.94/7.18 亿元，主要下调营收及毛利率预测，上调费用率预测），根据可比公司 25 年 20 倍 PE 估值水平，对应目标价为 10.60 元，维持给予买入评级。

风险提示

- 市场竞争加剧、OCA 业务不及预期、原材料价格波动风险、费用率上升风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,877	1,969	2,552	3,288	4,006
同比增长(%)	-5.4%	4.9%	29.6%	28.8%	21.8%
营业利润(百万元)	183	45	138	270	437
同比增长(%)	-24.0%	-75.5%	207.5%	95.0%	62.1%
归属母公司净利润(百万元)	168	56	120	238	389
同比增长(%)	-19.9%	-66.6%	113.9%	98.6%	63.3%
每股收益(元)	0.37	0.12	0.26	0.53	0.86
毛利率(%)	29.7%	27.3%	29.6%	31.3%	32.5%
净利率(%)	9.0%	2.8%	4.7%	7.2%	9.7%
净资产收益率(%)	9.2%	2.6%	5.3%	9.7%	14.1%
市盈率	23.1	69.1	32.3	16.3	10.0
市净率	1.8	1.8	1.7	1.5	1.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2024 年 04 月 24 日）	8.55 元
目标价格	10.60 元
52 周最高价/最低价	20.5/6.9 元
总股本/流通 A 股（万股）	45,330/27,563
A 股市值（百万元）	3,876
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2024 年 04 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	5.04	-13.98	-19.11	-47
相对表现%	6.27	-13.32	-26.57	-35.42
沪深 300%	-1.23	-0.66	7.46	-11.58



证券分析师

韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860523080004
杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524030001

联系人

薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn
朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn

相关报告

Q1 利润正增长，高附加值产品逐渐放量	2023-04-27
国内领先功能性涂层复合材料供应商，多元布局蓄力增长	2023-03-28

盈利预测与投资建议

我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 1.20/2.38/3.89 亿元（原 24-25 年预测分别为 4.94/7.18 亿元，主要下调营收及毛利率预测，上调费用率预测），根据可比公司 25 年 20 倍 PE 估值水平，对应目标价为 10.60 元，维持给予买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2024/4/24	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E
莱特光电	688150	20.77	0.26	0.19	0.46	0.66	79.24	109.32	44.69	31.31
洁美科技	002859	20.12	0.38	0.59	0.85	1.17	52.51	34.07	23.55	17.22
松井股份	688157	31.29	0.74	0.75	1.24	1.83	42.51	41.72	25.14	17.05
德邦科技	688035	32.30	0.86	0.72	1.08	1.42	37.35	44.63	30.01	22.70
国瓷材料	300285	18.79	0.50	0.57	0.78	1.00	37.94	33.14	24.04	18.70
	最大值						79.24	109.32	44.69	31.31
	最小值						37.35	33.14	23.55	17.05
	平均数						49.91	52.57	29.48	21.40
	调整后平均						44.32	40.14	26.39	19.54

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

市场竞争加剧、OCA 业务不及预期、原材料价格波动风险、费用率上升风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	768	371	481	620	755	营业收入	1,877	1,969	2,552	3,288	4,006
应收票据、账款及款项融资	837	975	1,264	1,629	1,985	营业成本	1,320	1,432	1,797	2,259	2,706
预付账款	45	57	74	95	116	营业税金及附加	17	19	24	32	38
存货	459	653	820	1,031	1,235	销售费用	55	72	88	107	122
其他	75	113	117	121	125	管理费用及研发费用	266	349	435	520	586
流动资产合计	2,185	2,170	2,755	3,495	4,216	财务费用	45	72	109	140	156
长期股权投资	51	92	92	92	92	资产、信用减值损失	22	29	15	15	15
固定资产	1,775	3,513	4,377	4,766	5,009	公允价值变动收益	(0)	(0)	0	0	0
在建工程	2,102	1,031	666	433	317	投资净收益	(6)	(5)	0	0	0
无形资产	182	178	178	178	178	其他	38	54	54	54	54
其他	378	235	227	226	225	营业利润	183	45	138	270	437
非流动资产合计	4,488	5,049	5,540	5,695	5,822	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	6,673	7,219	8,296	9,191	10,037	营业外支出	2	8	5	5	5
短期借款	976	898	2,046	2,610	2,981	利润总额	181	37	133	265	432
应付票据及应付账款	539	586	735	924	1,107	所得税	14	(19)	13	26	43
其他	332	980	983	987	990	净利润	167	56	120	238	389
流动负债合计	1,848	2,464	3,764	4,520	5,078	少数股东损益	(1)	(0)	0	0	0
长期借款	2,059	1,899	1,799	1,699	1,599	归属于母公司净利润	168	56	120	238	389
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.37	0.12	0.26	0.53	0.86
其他	608	679	402	402	402	主要财务比率					
非流动负债合计	2,667	2,578	2,201	2,101	2,001		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	4,515	5,042	5,964	6,621	7,079	成长能力					
少数股东权益	2	2	2	2	2	营业收入	-5.4%	4.9%	29.6%	28.8%	21.8%
实收资本（或股本）	324	453	453	453	453	营业利润	-24.0%	-75.5%	207.5%	95.0%	62.1%
资本公积	895	749	782	782	782	归属于母公司净利润	-19.9%	-66.6%	113.9%	98.6%	63.3%
留存收益	937	974	1,094	1,332	1,721	获利能力					
其他	(1)	(0)	0	0	0	毛利率	29.7%	27.3%	29.6%	31.3%	32.5%
股东权益合计	2,158	2,178	2,331	2,569	2,958	净利率	9.0%	2.8%	4.7%	7.2%	9.7%
负债和股东权益总计	6,673	7,219	8,296	9,191	10,037	ROE	9.2%	2.6%	5.3%	9.7%	14.1%
现金流量表						ROIC	4.7%	3.1%	3.5%	5.0%	6.6%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	167	56	120	238	389	资产负债率	67.7%	69.8%	71.9%	72.0%	70.5%
折旧摊销	201	249	203	246	275	净负债率	116.8%	150.2%	180.5%	176.4%	157.8%
财务费用	45	72	109	140	156	流动比率	1.18	0.88	0.73	0.77	0.83
投资损失	6	5	0	0	0	速动比率	0.92	0.60	0.50	0.53	0.58
营运资金变动	(255)	(362)	(351)	(443)	(432)	营运能力					
其它	(169)	121	(242)	35	34	应收账款周转率	2.5	2.3	2.5	2.5	2.4
经营活动现金流	(4)	142	(161)	216	421	存货周转率	3.2	2.5	2.3	2.3	2.3
资本支出	(1,830)	(909)	(701)	(401)	(401)	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
长期投资	(50)	(41)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	442	267	0	0	0	每股收益	0.37	0.12	0.26	0.53	0.86
投资活动现金流	(1,438)	(683)	(701)	(401)	(401)	每股经营现金流	-0.01	0.31	-0.35	0.48	0.93
债权融资	1,352	409	(100)	(100)	(100)	每股净资产	4.76	4.80	5.14	5.66	6.52
股权融资	519	(17)	33	0	0	估值比率					
其他	(100)	(177)	1,039	424	215	市盈率	23.1	69.1	32.3	16.3	10.0
筹资活动现金流	1,771	215	972	324	115	市净率	1.8	1.8	1.7	1.5	1.3
汇率变动影响	5	4	-0	-0	-0	EV/EBITDA	11.9	13.9	11.3	7.8	5.9
现金净增加额	333	(321)	110	139	135	EV/EBIT	22.3	43.4	20.6	12.4	8.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。