

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

聚焦前沿，多膜并进新成长

——长阳科技首次覆盖

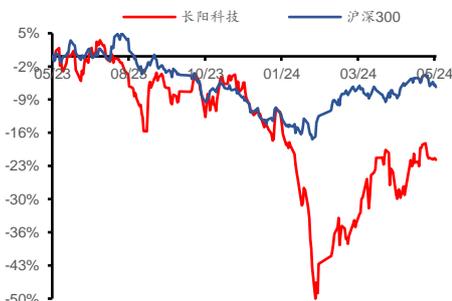
买入（首次）

行业： 电子
日期： 2024年05月30日分析师： 于庭泽
E-mail: yutingze@shzq.com
SAC 编号: S0870523040001
分析师： 马永正
E-mail: mayongzheng@shzq.com
SAC 编号: S0870523090001

基本数据

最新收盘价（元）	12.32
12mth A 股价格区间（元）	7.82-16.19
总股本（百万股）	290.50
无限售 A 股/总股本	98.74%
流通市值（亿元）	35.34

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

全球反射膜龙头地位稳固，产品多领域加速渗透。长阳科技反射膜稳居全球市占率第一，实现了液晶显示全尺寸应用领域覆盖，并且拓展了 Mini LED 反射膜、中小尺寸用反射膜等产品，完善产品矩阵，市占率有望持续提升。2023 年，公司反射膜实现营收 9.52 亿元，同比 +8.57%，销量 1.44 亿平方米，同比 +17.37%，毛利率 37.63%，同比 +2.77 个百分点，营利双增。公司反射膜产品核心指标反射率达到 97% 以上，为国际领先水平。

横向拓展膜类产品，向“十年十膜”目标奋进。光学基膜：技术壁垒高，亟待国产替代。公司通过研发着重改善透光率、雾度等核心指标，缩小与国外巨头的技术差距；重点布局合肥 8 万吨/年光学级聚酯基膜项目，优化产品结构，扩大 OCA 离型膜基膜、显示用光学预涂膜占比，光学基膜业务毛利率有望持续改善。锂电池隔膜：EV Tank 预计 2023-2030 年全球锂离子电池出货量 CAGR 达到 22.59%，隔膜市场有望稳步增长。公司在干法和湿法隔膜均有布局，其中干法隔膜已通过比亚迪等主流客户认证，并实现批量生产及出货，规划隔膜产能总计 16.1 亿平米；产线大部分采用国产设备，项目投资和折旧成本优势显著。

坚持以研促产，成长动能强劲。公司核心团队研发实力出众，并且注重研发投入，2020 年以来研发费用率均达到 4.5% 以上；重点开发新型显示、半导体、5G、新能源汽车及储能四大应用场景中严重依赖进口且急需实现进口替代的关键性功能膜产品，除反射膜、光学基膜、锂电隔膜外，公司在半导体柔性电路板压合离型膜、透明聚酰亚胺薄膜（CPI 薄膜）、光伏胶膜等产品方面都有技术储备和产业化进展。公司拟建年产 100 万平方米无色透明聚酰亚胺薄膜项目，助力折叠屏手机材料的国产化，市场前景广阔。

■ 投资建议

我们预测 2024-2026 年公司营业收入分别为 15.92/21.05/25.99 亿元，同比增速分别为 27.00%、32.26%、23.44%，归母净利润分别为 1.18/2.21/2.82 亿元，同比增速分别为 24.13%、86.77%、27.31%，EPS 为 0.41/0.76/0.97 元/股，2024 年 5 月 30 日收盘价对应 PE 分别为 30.22x、16.18x、12.71x。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

光学基膜、锂电池隔膜等项目建设进展不及预期，CPI 薄膜等新产品研发进展不及预期，反射膜等主营产品需求下滑，客户开拓不及预期。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1253	1592	2105	2599
年增长率	8.7%	27.0%	32.3%	23.4%
归母净利润	95	118	221	282
年增长率	-15.9%	24.1%	86.8%	27.3%
每股收益 (元)	0.33	0.41	0.76	0.97
市盈率 (X)	37.51	30.22	16.18	12.71
市净率 (X)	1.64	1.57	1.43	1.30

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024 年 05 月 30 日收盘价)

目 录

1 全球反射膜龙头多领域发展，业绩成长动能强劲	4
1.1 多年沉淀铸成反射膜龙头，厚积薄发迈向“十年十膜”宏伟目标	4
1.2 2023 年业绩承压，反射膜和光学基膜毛利率提升	5
2 反射膜：龙头地位巩固，电视大尺寸化趋势和 Mini LED 的蓬勃发展有望助涨反射膜需求	6
2.1 LCD 电视面板大尺寸化趋势深化.....	6
2.2 Mini LED 背光技术产品渗透率有望持续提升	7
2.3 产品竞争力持续提升，牢牢占据龙头地位.....	8
3 光学基膜与锂电池隔膜：坚持产品横向拓展，探索业绩新增长点	9
3.1 光学基膜：致力于中高端化产品的进口替代	9
3.2 锂电池隔膜：技术储备完善，国产化设备打造成本优势	11
4 前瞻布局 CPI 膜等未来科技前沿新产品，专业化研发团队砥砺前行	13
5 盈利预测与投资建议	15
6 风险提示	16

图

图 1：长阳科技营业收入情况.....	5
图 2：长阳科技归母净利润情况.....	5
图 3：长阳科技分产品营业收入占比.....	5
图 4：长阳科技毛利率情况	5
图 5：液晶模组构造图	6
图 6：全球 LCD 电视面板出货平均尺寸	7
图 7：全球 75"+电视出货量.....	7
图 8：2023E-2027E 年搭载 Mini LED 背光技术的应用预计出货量	7
图 9：我国 BOPET 进口均价远高于出口均价，聚酯薄膜行业结构性过剩	9
图 10：2020-2030E 全球锂离子电池出货量.....	11
图 11：2020-2023 年中国锂离子电池隔膜出货量（亿平方米）	11
图 12：2016-2023 年公司研发费用情况.....	13

表

表 1：公司重点聚焦四大应用场景	4
表 2：公司 EST 系列高亮度反射膜与主要竞争对手产品比较	8
表 3：公司与主要国外竞争对手光学基膜关键指标比较	10
表 4：各类隔膜工艺对比.....	12
表 5：锂电池隔膜项目投资比较	12
表 6：公司在 CPI 膜领域项目情况.....	14

1 全球反射膜龙头多领域发展，业绩成长动能强劲

1.1 多年沉淀铸成反射膜龙头，厚积薄发迈向“十年十膜”宏伟目标

公司研发实力雄厚，已形成反射膜为主导、多种膜配合的业务矩阵，产品广泛应用于液晶显示、动力电池及储能、太阳能光伏等领域。(1) 反射膜：公司主导产品，在液晶显示、半导体照明等领域均有应用；(2) 光学基膜：包括OCA用离型基膜、保护膜基膜、增亮预涂基膜、贴合预涂基膜等；(3) 隔膜：干法隔膜已实现批量生产，湿法产线已安装调试，产品可应用于动力、储能等领域；(4) 背板基膜：产品多样化程度高，其中高反射型背板基膜属于公司领先的产品；(5) 其他功能膜：公司已成功研发出单层结构及三层结构的普通型和高阻胶型TPX离型膜产品，并实现了批量生产和销售；成功开发出多款光伏用胶膜，并实现批量生产及出货；正加快透明聚酰亚胺薄膜的开发力度，将来可应用于折叠手机。公司先后在宁波、合肥、舟山建立产业基地，致力于打造关键基础工业新材料平台、服务国家战略性新兴产业发展的世界级企业。

聚焦新型显示、半导体、5G、新能源汽车及储能四大前沿应用场景中功能膜的进口替代，力争实现“十年十膜”的发展目标。公司在创始人金亚东博士等特种功能膜领域专家组成的核心团队的带领下，依托长阳尖端材料研究院搭建相应技术平台，不断进行技术迭代，研发和储备面向未来科技前沿的新产品，重点对锂离子电池隔膜、光学基膜等产品的研发及工艺进行探索，突破核心技术壁垒，加快推进CPI薄膜（透明聚酰亚胺薄膜）等项目的开发与验证。

表 1：公司重点聚焦四大应用场景

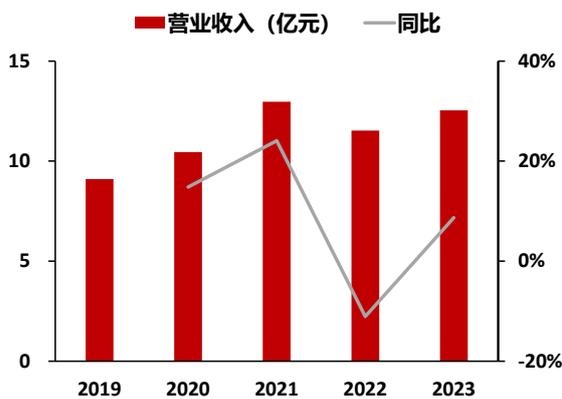
应用场景	涉及的产品
新型显示	反射膜、光学基膜、PEF膜、高透明阻隔PI膜
半导体	无硅氧树脂薄膜、半导体胶带、PEN膜、化学改性PI膜
5G 通讯	TPX 离型膜、高玻璃化温度PI膜、PEN膜、LCP膜
新能源汽车及储能	锂电池隔膜

资料来源：长阳科技招股说明书，长阳科技 2023 年度报告，上海证券研究所

1.2 2023 年业绩承压，反射膜和光学基膜毛利率提升

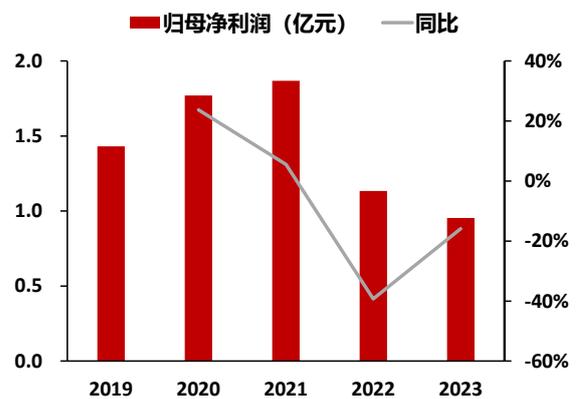
公司反射膜业务盈利能力稳健，光学基膜毛利率改善。2023 年，公司实现营收 12.53 亿元，同比+8.70%；归母净利润 0.95 亿元，同比-15.88%。分业务看，2023 年，公司反射膜实现营收 9.52 亿元，同比+8.57%，销量 1.44 亿平方米，同比+17.37%，毛利率 37.63%，同比+2.77 个百分点；光学基膜实现营收 1.27 亿元，同比-9.93%，销量 1.43 万吨，同比-4.19%，毛利率-6.48%，同比+0.74 个百分点。**反射膜**：公司市占率稳居全球第一并有所提升，进一步提高出货量及毛利率。**光学基膜**：受市场供需结构等影响，2023 年公司光学基膜业务存在亏损，但随着公司产品品质稳定及产品结构调整，光学基膜毛利率小幅改善。

图 1：长阳科技营业收入情况



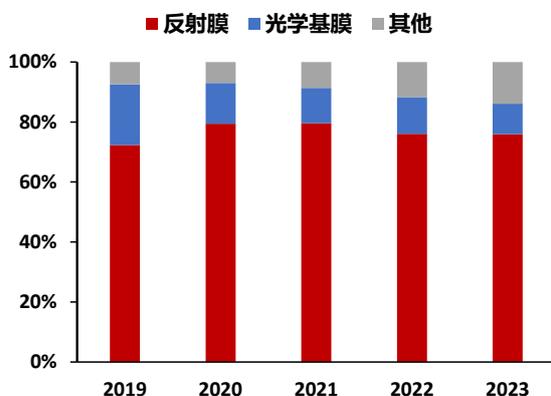
资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 2：长阳科技归母净利润情况



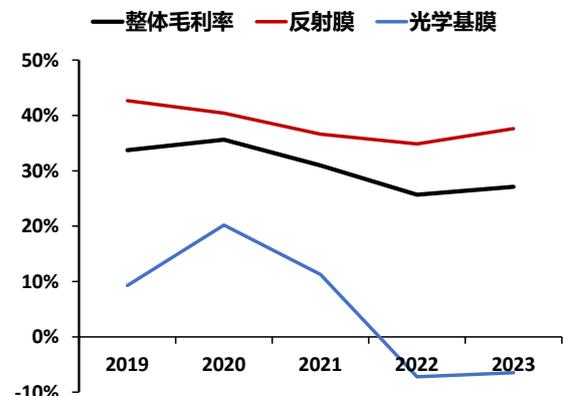
资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 3：长阳科技分产品营业收入占比



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 4：长阳科技毛利率情况



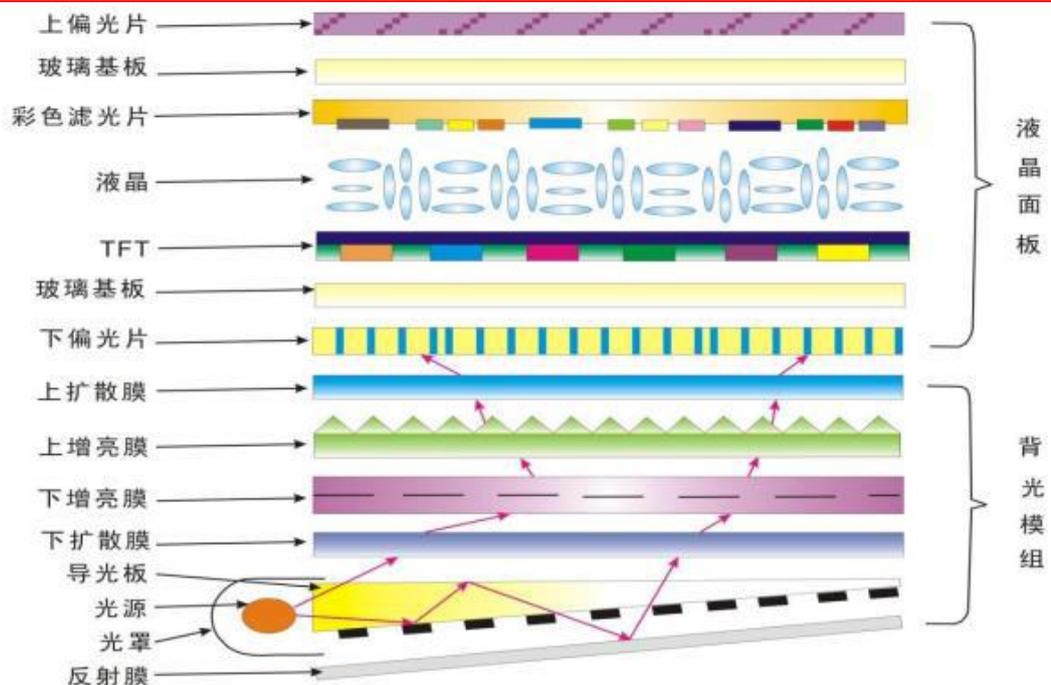
资料来源：iFinD，上海证券研究所

2 反射膜：龙头地位巩固，电视大尺寸化趋势和 Mini LED 的蓬勃发展有望助涨反射膜需求

2.1 LCD 电视面板大尺寸化趋势深化

液晶显示的核心零件是液晶模组，通常由液晶面板和背光模组组成，其中背光模组充当液晶面板后置光源的角色。反射膜是背光模组的核心材料之一，用于增加光学表面的反射率，以降低光源的过程损耗，提高背光模组的亮度。

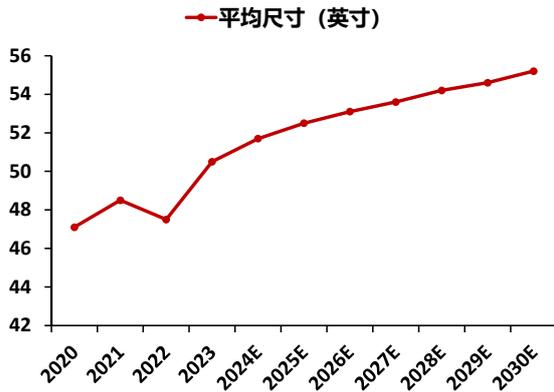
图 5：液晶模组构造图



资料来源：长阳科技招股说明书，上海证券研究所

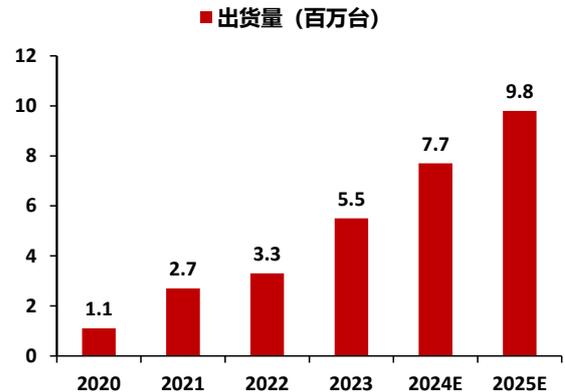
LCD 电视是反射膜的最大下游应用领域，大尺寸化趋势助长需求。根据华经产业研究院，2020 年，LCD 电视在反射膜下游应用中占比达到 61.3%，是反射膜的最大应用领域。随着居民收入水平的提高，消费者对彩电的质量要求不断提升，彩电尺寸变得越来越大。根据群智咨询数据，全球 LCD 电视面板平均尺寸已经从 2020 年时的 47.1 英寸扩大至 2023 年时的 50.5 英寸，到 2030 年有望达到 55.2 英寸；同时，超大尺寸电视的市场渗透率迎来快速增长，2023 年全球 75"+超大尺寸电视出货约 5.5 百万台，同比增长 69.3%，预计 2024 年增长至约 7.7 百万台。我们认为电视大尺寸化趋势有望提升反射膜的市场需求量。

图 6：全球 LCD 电视面板出货平均尺寸



资料来源：群智咨询，上海证券研究所

图 7：全球 75"+电视出货量



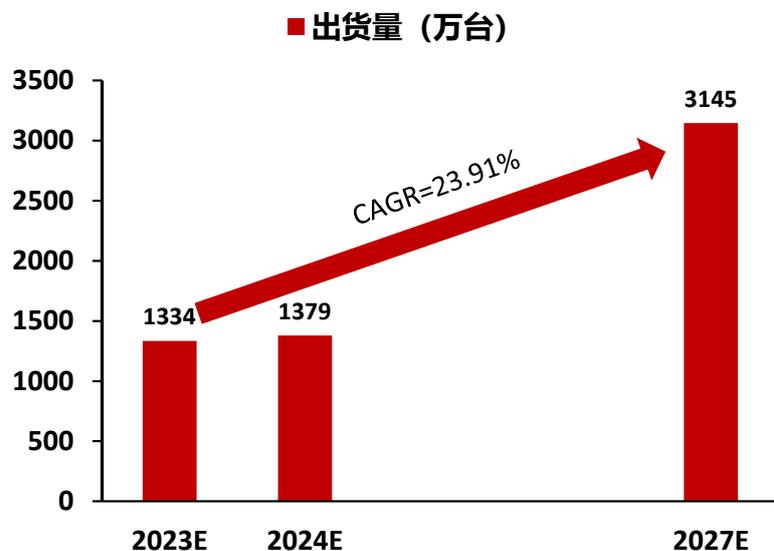
资料来源：群智咨询，上海证券研究所

2.2 Mini LED 背光技术产品渗透率有望持续提升

Mini LED 显示产品性能优异，应用领域广泛。Mini LED 即次毫米发光二极管，指芯片尺寸介于 50-200um 之间构成的 LED 器件，是一种新型背光显示技术。相比传统 LCD 显示技术，Mini LED 的高动态范围成像精细度更高、能耗更低、画面更细致，并能实现“全面屏”效果。Mini LED 作为新型显示技术，可应用于大尺寸显示屏、电视和手机背光等。

Mini LED 终端产品渐趋平价化，出货量预期会持续成长。据 TrendForce 集邦咨询，2023 年搭载 Mini LED 背光技术的应用出货量预计为 1334 万台，2024 年有望增至 1379 万台，2027 年预期可达 3145 万台，2023~2027 年 CAGR 为 23.91%。

图 8：2023E-2027E 年搭载 Mini LED 背光技术的应用预计出货量



资料来源：TrendForce 集邦咨询，上海证券研究所

2.3 产品竞争力持续提升，牢牢占据龙头地位

市占率稳居全球第一并稳步提升，产品矩阵持续扩充。在反射膜领域，公司已实现液晶显示全尺寸应用领域的覆盖，Mini LED 反射膜、中小尺寸用反射膜等均已实现批量销售，是韩国 LG、京东方、群创光电等国内外知名面板、终端企业的供货商，也是韩国三星电子光学膜片全球供应商。

技术水平领先，筑牢产品竞争优势。依靠不断的研发投入和技术迭代升级，公司反射膜产品性能不断提升。公司成功研发出了多相泡孔结构，与此前的双相泡孔结构相比，增加了泡孔的数量，优化泡孔的形态，从而有效增加光线进入薄膜后折射和反射的次数，使核心指标反射率提高到 97%以上，达到国际领先水平。

表 2：公司 EST 系列高辉度反射膜与主要竞争对手产品比较

公司	型号	反射率
长阳科技	EST188	97.6%
日本东丽	XJSH188	97.2%
韩国 SKC	SY200-188	96.7%
日本帝人	UXE-188	96.9%

资料来源：长阳科技招股说明书，上海证券研究所

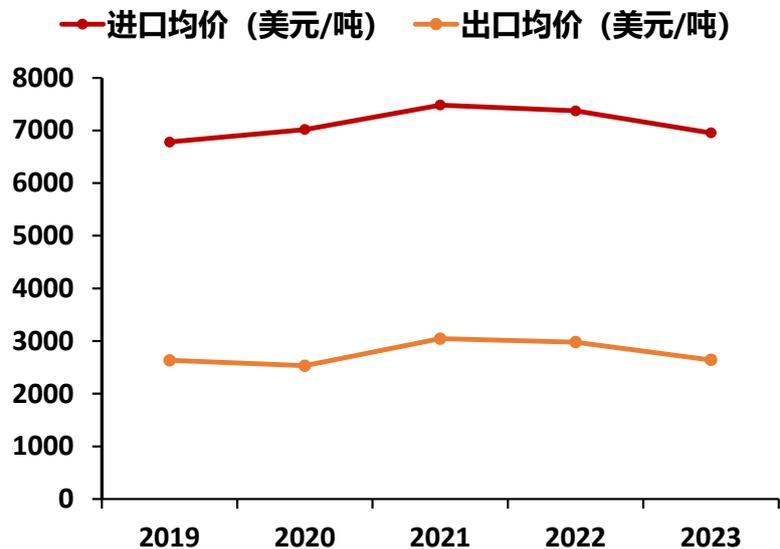
注：测试方法均为 GB/T 3979-2008；长阳科技 EST 型号应用了“多相泡孔结构”技术

3 光学基膜与锂电池隔膜：坚持产品横向拓展， 探索业绩新增长点

3.1 光学基膜：致力于中高端化产品的进口替代

光学基膜技术要求较高，中高端产品进口替代空间广阔。光学基膜作为多种光学膜的基膜，其性能直接决定了扩散膜、增亮膜等光学膜的性能。光学基膜主要以聚酯切片为原材料，需具备低雾度、高透光率、高表面光洁度、厚度公差小等出色的光学性能，所以对原材料聚酯切片、加工设备、车间洁净度等都有很高的要求，是光学膜领域技术壁垒最高的领域之一，长期以来只有国外少数企业具备生产能力，日本东丽、日本帝人和韩国 SKC 等公司占据全球大部分市场份额。我国聚酯薄膜行业存在低端产品过剩、高端产品供给不足的结构矛盾，未来国内少数具备核心技术和研发优势的聚酯薄膜企业有望逐步挤占国际巨头的市场份额，实现进口替代，占据更大的市场份额。

图 9：我国 BOPET 进口均价远高于出口均价，聚酯薄膜行业结构性过剩



资料来源：百川盈孚，上海证券研究所

长阳科技通过研发不断改善光学基膜产品质量。公司光学基膜起步较晚，在技术层面与国外巨头尚存差距。通过研发，公司着重改善光学基膜在透光率、雾度、外观、附着力等关键指标。随着关键指标透光率、雾度等方面持续改善，公司正在逐步缩小与国外巨头的技术差距。

表 3：公司与主要国外竞争对手光学基膜关键指标比较

公司	型号	透光率	雾度	测试方法
长阳科技	OSP	87.8%	2.0%	GB/T 2410-2008
	OS	88.2%	1.7%	
韩国 SKC	SH40	92.0%	0.9%	ASTM D 1003
日本东丽	Lumirror U34	93.0%	0.4%	JISK7105

资料来源：长阳科技招股说明书，上海证券研究所

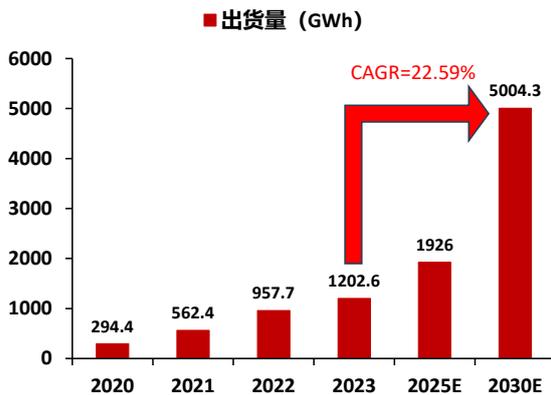
注：均为 188um 厚度下的测试结果；透光率越高、雾度越低，光学基膜的性能越优异。

产品结构逐渐优化，光学基膜业务毛利率有望提升。公司在合肥基地布局 8 万吨/年光学级聚酯基膜产能，产品可应用于偏光片离型膜和保护膜、MLCC（多层陶瓷电容器）离型膜、新型显示用预涂膜等多个领域，随着项目投产，有利于进一步拓展产品新的应用领域和产品结构，提高中高端光学基膜应用占比。公司将持续加大研发投入，优化产品配方及生产工艺，提高产品品质，并优化产品结构，扩大 OCA 离型膜基膜、显示用光学预涂膜占比，改善产品毛利率。

3.2 锂电池隔膜：技术储备完善，国产化设备打造成本优势

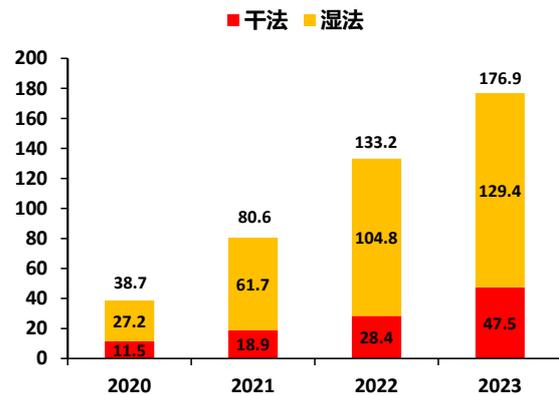
隔膜需求稳定增长，中国制造已成中坚力量。全球能源转型背景下，全球锂电池需求保持增长态势。根据 EVTank 联合伊维经济研究院发布的《中国锂离子电池行业发展白皮书（2024 年）》，2023 年，全球锂离子电池总体出货量 1202.6 GWh，同比增长 25.57%，其中，汽车动力电池出货量为 865.2 GWh，同比增长 26.5%；储能电池出货量 224.2 GWh，同比增长 40.7%；EVTank 预计全球锂离子电池出货量在 2025 年和 2030 年将分别达到 1926.0 GWh 和 5004.3 GWh，2023-2030 年 CAGR 达到 22.59%。在锂电池市场旺盛的驱动下，隔膜需求水涨船高。EVTank 数据显示，2023 年中国锂电隔膜出货量达到 176.9 亿平方米，同比增长 32.81%，而中国已成为全球最主要的隔膜供应国，出货量在全球占比突破 83%。

图 10：2020-2030E 全球锂离子电池出货量



资料来源：EVTank，上海证券研究所

图 11：2020-2023 年中国锂离子电池隔膜出货量（亿平方米）



资料来源：EVTank，上海证券研究所

湿法隔膜为主导，储能市场的发展推动干法隔膜加速渗透。湿法工艺制备的隔膜具有更为优异的性能，更适用于大功率大电流的动力电池；干法工艺制备的隔膜则具有制备简单、污染小等优点，国内主流的干法单拉隔膜性价比优势较强。价格敏感性较高的低端动力、低端数码、二轮车等市场主要采用干法隔膜，其在储能市场的应用也有望大幅提升。2023 年，中国锂离子电池隔膜中，干法隔膜出货量 47.5 亿平方米，同比大增 67.25%。

表 4：各类隔膜工艺对比

技术路线	工艺原理	主要优点	主要缺点
干法单拉工艺	晶片分离	微孔尺寸与分布均匀，热稳定性好，抗氧化性强，能生产单层和多层隔膜	横向拉伸强度低
干法双拉工艺	晶型转换	工艺简单，厚度范围宽	孔径不均匀，稳定性差，只能生产单层隔膜
湿法工艺	热致相分离	孔隙率高且分布均匀，抗拉伸强度高，厚度相对较薄	成本高，热稳定性较差，环境污染大

资料来源：中兴新材招股说明书，上海证券研究所

长阳科技隔膜技术储备完善，产品认证稳步推进。公司重点推进锂电池隔膜项目的开发，干法隔膜已通过比亚迪等主流客户认证，并实现批量生产及出货，湿法产线已安装和调试，并持续推进相应产品的开发和验证。产能方面，2023 年“年产 5.6 亿平方米锂离子电池隔膜项目”已完成转固；我们根据公司公告统计，公司拟建的锂离子电池隔膜产能还有约 10.5 亿平米。

使用国产化设备获取成本优势，提高竞争力。隔膜企业产线投资大，从设备投资上节省成本是降本路径之一。以恩捷股份为例，2023 年膜类产品营业成本中，制造费用占比达到 19.76%。长阳科技隔膜生产线大部分采用国产设备，单位产能投资额有明显优势。

表 5：锂电池隔膜项目投资比较

公司	项目年份	产能 (亿平)	投资 (亿元)	单位产能投资 (元/平)	设备来源
长阳科技	2021	5.6	5.91	1.06	国产设备为主
星源材质	2017	3.6	16.00	4.44	湿法隔膜制膜主线由德国布鲁克纳供货
美联新材	2021	4.14	8.68	2.10	4 套双向拉伸薄膜生产线、2 套双向拉伸薄膜制造装置均由芝浦机械供货

资料来源：长阳科技、星源材质、美联新材公司公告，上海证券研究所

4 前瞻布局 CPI 膜等未来科技前沿新产品，专业化研发团队砥砺前行

潜心钻研功能膜技术，成功站上国际舞台。2010 年以前，我国光学膜领域基本处于技术空白期，严重依赖进口。2010 年，长阳科技创始人金亚东博士创办公司。公司提出“进口替代，世界领先，数一数二”的发展战略，金亚东博士领衔科研团队不断进行原创研发和技术积累，在 2012 年实现了公司第一代反射膜的问世。此后，研发团队在提升核心指标、拓展应用领域等方面进行了持久努力，目前公司反射膜产品占据全球市场份额第一。

研发不辍，开拓不息。在反射膜成为“单项冠军”后，公司又以“十年十膜”为目标，重点开发新型显示、半导体、5G、新能源汽车及储能四大应用场景中严重依赖进口且急需实现进口替代的关键性功能膜产品，研发和储备面向未来科技前沿的新产品。除反射膜、光学基膜、隔膜外，公司在半导体柔性电路板压合离型膜领域，成功研发出单层结构及三层结构的普通型和高阻胶型 TPX 离型膜产品；在新型显示领域，加大透明聚酰亚胺薄膜（CPI 薄膜）的开发，该产品主要应用于折叠手机，目前在小试阶段；在光伏用胶膜领域，成功开发出抗 PID 型 EVA 胶膜、快速交联 POE 胶膜、共挤 EPE 胶膜产品，并已实现批量生产及出货。公司始终注重研发投入，2020 年以来研发费用率均达到 4.5% 以上；截至 2023 年底，公司累计获得授权发明专利 220 件，硕博研究生在研发人员中的比例高达 20.53%。我们认为，公司目标长远，在研发的大力投入下，产业化成果不断取得收获，为公司发展成为能够引领技术的世界级企业持续注入成长动力。

图 12：2016-2023 年公司研发费用情况



资料来源：iFinD，上海证券研究所

公司 CPI 薄膜技术储备完善，助力折叠屏手机材料国产化。

聚酰亚胺是一种性能优越的特殊高分子材料，被广泛应用于高新技术领域。其中，无色透明聚酰亚胺薄膜（CPI）广泛应用于柔性光电显示器件的制造，如柔性显示屏盖板、柔性显示器件基板、薄膜太阳能电池等，折叠屏手机则是 CPI 薄膜最为重要的应用场景。折叠屏手机市场前景广阔，关键材料国产替代需求强烈。据艾瑞咨询报告显示，2023 年中国折叠屏手机出货 6.1 百万台，同比增长 69.1%；预计 2024-2025 年仍将保持高速增长，出货量分别达到 10.7 和 17.6 百万台，同比分别增长 74.5%和 64.7%。我国 CPI 薄膜高端市场仍处落后地位，亟待技术突破。公司自 2018 年起前瞻性布局聚酰亚胺薄膜的研发工作，已成功打通单体聚合-成膜技术链，产品正在积极推进客户验证，有望打破国外企业对透明 CPI 膜材长期垄断的局面；根据公司 2024 年 4 月 26 日公告，公司拟投资 3.02 亿元建设“年产 100 万平方米无色透明聚酰亚胺薄膜项目”。

表 6：公司在 CPI 膜领域项目情况

公告日期	项目简介
2024 年 4 月 19 日	与宁波惠之星新材料科技股份有限公司签署《联合开发协议》，借助公司产业上游优势和自主开发的国产 CPI 及 PET 基膜材料等产品，以及惠之星在光学硬化膜的应用技术经验优势和在下游产业的客户及市场优势，共同对 CPI 及 PET 功能性膜材料等产品进行研发和应用推广。
2024 年 4 月 26 日	公司拟通过全资子公司浙江长阳科技有限公司投资 3.02 亿元建设“年产 100 万平方米无色透明聚酰亚胺薄膜项目”

资料来源：长阳科技公告，上海证券研究所

5 盈利预测与投资建议

(1) 反射膜业务

我们认为公司反射膜市占率将稳居全球第一，并且通过推进 Mini LED 反射膜、中小尺寸用反射膜等应用，稳步提升市场份额，提高盈利水平。我们预计反射膜业务 2024-2026 年收入增速分别为 7.94%、9.60%、8.00%，毛利率分别为 41.40%、43.47%、44.77%。

(2) 光学基膜业务

我们认为随着公司光学基膜产品结构调整和合肥新产能释放，该业务的出货量有望提升，毛利率将会逐渐改善。我们预计光学基膜业务 2024-2026 年收入增速分别为 66.21%、84.51%、54.64%，毛利率分别为 8.00%、18.00%、20.00%。

(3) 其他主营业务

锂离子电池隔膜项目是公司未来业务的重要发力点。我们认为，公司隔膜产品认证进展顺利，随着公司隔膜产能的释放，将逐渐成为公司的又一业绩增长点。此外，我们认为若公司 CPI 隔膜认证顺利，亦有望为公司业绩带来较大增量。我们预计其他主营业务 2024-2026 年收入增速分别为 268.54%、96.33%、39.50%，毛利率分别为-3.00%、25.00%、28.00%。

附表 1 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务收入测算	2023A	2024E	2025E	2026E
反射膜	952.07	1027.66	1126.37	1216.48
光学基膜	127.31	211.60	390.43	603.75
其他主营业务	66.48	245.00	481.00	671.00
其他业务	107.49	107.49	107.49	107.49
合计	1253.34	1591.75	2105.28	2598.72
分业务收入增速	2023A	2024E	2025E	2026E
反射膜	8.57%	7.94%	9.60%	8.00%
光学基膜	-9.93%	66.21%	84.51%	54.64%
其他主营业务	-15.60%	268.54%	96.33%	39.50%
其他业务	91.83%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	8.70%	27.00%	32.26%	23.44%
分业务毛利率	2023A	2024E	2025E	2026E
反射膜	37.63%	41.40%	43.47%	44.77%
光学基膜	-6.48%	8.00%	18.00%	20.00%
其他主营业务	-23.82%	-3.00%	25.00%	28.00%
其他业务	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	27.10%	27.67%	32.56%	33.04%

资料来源：iFinD，上海证券研究所

我们预测 2024-2026 年公司营业收入分别为 15.92/21.05/25.99 亿元，同比增速分别为 27.00%、32.26%、23.44%，归母净利润分别为 1.18/2.21/2.82 亿元，同比增速分别为 24.13%、86.77%、27.31%，EPS 为 0.41/0.76/0.97 元/股，2024 年 5 月 30 日收盘价对应 PE 分别为 30.22x、16.18x、12.71x。首次覆盖，给予“买入”评级。

6 风险提示

光学基膜、锂电池隔膜等项目建设进展不及预期，CPI 薄膜等新产品研发进展不及预期，反射膜等主营产品需求下滑，客户开拓不及预期。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	347	216	261	353
应收票据及应收账款	566	680	926	1127
存货	272	314	405	486
其他流动资产	167	186	211	238
流动资产合计	1353	1397	1804	2203
长期股权投资	12	17	24	30
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1563	1899	2279	2585
在建工程	206	237	284	323
无形资产	166	182	187	198
其他非流动资产	38	82	82	82
非流动资产合计	1984	2418	2857	3219
资产总计	3337	3815	4660	5422
短期借款	10	20	220	220
应付票据及应付账款	416	446	598	704
合同负债	1	2	2	3
其他流动负债	138	170	188	205
流动负债合计	564	638	1007	1131
长期借款	495	795	1050	1450
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	97	95	95	95
非流动负债合计	592	890	1145	1545
负债合计	1156	1528	2152	2676
股本	290	290	290	290
资本公积	1199	1199	1199	1199
留存收益	739	860	1081	1319
归属母公司股东权益	2181	2287	2508	2746
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2181	2287	2508	2746
负债和股东权益合计	3337	3815	4660	5422

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	99	199	293	421
净利润	95	118	221	282
折旧摊销	84	175	210	244
营运资金变动	-108	-132	-192	-184
其他	27	38	54	80
投资活动现金流量	-506	-607	-642	-601
资本支出	-509	-558	-642	-600
投资变动	3	-6	-7	-6
其他	-1	-43	6	5
筹资活动现金流量	358	275	394	270
债权融资	360	331	455	400
股权融资	49	-15	0	0
其他	-50	-41	-61	-130
现金净流量	-43	-131	45	91

资料来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1253	1592	2105	2599
营业成本	914	1151	1420	1740
营业税金及附加	13	15	21	25
销售费用	52	65	87	106
管理费用	102	116	162	194
研发费用	69	80	110	133
财务费用	-6	35	58	82
资产减值损失	-32	0	0	0
投资收益	6	2	6	5
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	88	142	266	338
营业外收支净额	28	0	0	0
利润总额	115	142	266	338
所得税	20	23	45	56
净利润	95	118	221	282
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	95	118	221	282

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	27.1%	27.7%	32.6%	33.0%
净利率	7.6%	7.4%	10.5%	10.8%
净资产收益率	4.4%	5.2%	8.8%	10.3%
资产回报率	2.9%	3.1%	4.7%	5.2%
投资回报率	2.3%	4.7%	7.0%	7.8%
成长能力指标				
营业收入增长率	8.7%	27.0%	32.3%	23.4%
EBIT 增长率	-17.6%	135.6%	84.0%	29.5%
归母净利润增长率	-15.9%	24.1%	86.8%	27.3%
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.41	0.76	0.97
每股净资产	7.51	7.87	8.63	9.45
每股经营现金流	0.34	0.68	1.01	1.45
每股股利	0.05	0.00	0.00	0.15
营运能力指标				
总资产周转率	0.42	0.45	0.50	0.52
应收账款周转率	2.94	3.00	3.12	2.99
存货周转率	3.77	3.92	3.94	3.90
偿债能力指标				
资产负债率	34.6%	40.1%	46.2%	49.4%
流动比率	2.40	2.19	1.79	1.95
速动比率	1.78	1.57	1.30	1.44
估值指标				
P/E	37.51	30.22	16.18	12.71
P/B	1.64	1.57	1.43	1.30
EV/EBITDA	26.67	12.04	8.68	7.45

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。