

评级: 增持(首次)

市场价格: 16.4 元

分析师: 冯胜

执业证书编号: S0740519050004

Email: fengsheng@zts.com.cn

分析师: 宋瀚清

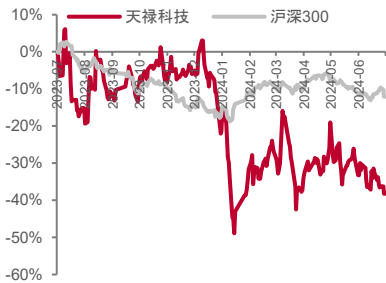
执业证书编号: S0740524060001

Email: songhq01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	110
流通股本(百万股)	55
市价(元)	16.40
市值(百万元)	1,809
流通市值(百万元)	907

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	653	596	658	965	1,210
增长率 yoy%	-27%	-9%	10%	47%	25%
净利润(百万元)	27	9	18	82	128
增长率 yoy%	-70%	-68%	109%	344%	56%
每股收益(元)	0.25	0.09	0.17	0.74	1.16
每股现金流量(元)	1.08	0.03	0.11	0.23	1.08
净资产收益率	3%	1%	2%	8%	11%
P/E	66.4	204.7	104.9	23.6	15.1
P/B	2.1	1.8	1.9	1.8	1.6

备注: 股价取自 2024 年 7 月 25 日

报告摘要

■ 公司是全球导光板领域知名企业，业务有望筑底回升。

公司创立于 2010 年，目前已成长为全球中大尺寸导光板领域的核心供应商，在笔记本、台式显示器领域全球市占率保持在 15%-20% 之间，并呈现稳定提升态势。下游核心客户包含京东方 (BOE)、三星电子、LG 等全球知名企业。公司通过研发投入和开拓下游客户，有望持续提升高端产品份额和盈利能力，竞争地位稳固。

下游面板价格呈现筑底特征。公司导光板下游应用领域主要集中于大尺寸台式显示器、笔记本电脑。2021 年下半年后，疫情引发的消费电子热潮逐渐消退，需求呈现下滑态势，面板价格、出货量齐跌，进而冲击公司导光板业务。2022 年下半年至今，面板行业整体价格、出货量均呈现恢复性增长。以笔记本面板为例，自 2022 年 8 月面板价格触及 26 美元低价区后趋于稳定，2023 年下半年出货量同比增速实现由负转正。2024 年 3 月，LCD 面板产线的稼动率出现大幅提升，其中 LCD TV 面板的稼动率超 85%，达到近 9 个月以来最高水平。我们判断，未来面板的价格、出货量下降空间已经较小，随着下游价格压力趋缓，公司导光板业务有望筑底回升。

■ 持续拓展光学领域，TAC 膜开拓第二成长曲线

偏光片国产化背景下，TAC 膜进口替代空间广阔。TAC 膜是偏光片的重要部件，占偏光片成本 50% 以上。在 LCD 产能向大陆转移背景下，杉金光电、三利谱等国产偏光片厂商均宣布新增产能，偏光片国产化率预计将从 2020 年 30% 左右提升至 2025 年 50% 左右。TAC 膜作为制造偏光片核心材料，目前完全依赖进口，国产化需求迫切。我们认为，本轮偏光片产能向大陆转移背景下，TAC 膜行业有望迎来国产化的历史性机遇，显示领域国内高端膜材的市场空缺有望被填补。尽管近年 COP、PMMA、PET 等先进膜材料对 TAC 膜呈现部分替代的态势，我们认为 TAC 膜具有高性价比、技术稳定性高、全球供应能力稳定等优势，依然稳居偏光片中主力膜材地位。

公司进军 TAC 膜项目，产业龙头入股助力。京东方旗下显智链投资为公司上市前战略股东，2023 年 8 月，显智链再次投资入股公司 TAC 膜项目子公司；12 月公司再次引入国产偏光片头部企业三利谱入股合资公司。多家产业龙头的加入有望为公司提供资金、技术、渠道等多方面帮助，并起到良好示范带头作用，预计公司后续将持续引入更多产业链战略客户投资入股，合力实现 TAC 膜国产替代。

TAC 膜项目经济效益显著，达产后公司利润将实现翻倍级别增长。公司预计一期项目将实现 TAC 膜年产能 6500 万平方米，保守估计贡献 6.5 亿元左右年收入，较目前公司主业利润具备翻倍级别增长。同时，TAC 膜生产设备与部分竞品膜材

生产工艺具有共通性，公司所采购的 TAC 膜生产设备亦可改造用于生产 PMMA、COP 等竞品膜材。参考国内类似产品项目，TAC 膜项目内部收益率预计可达 16% 以上，第二成长曲线有望显著增厚公司利润。

- **首次覆盖，给予“增持”评级。**公司在主业导光板领域地位稳固，正处于筑底回升阶段。第二成长曲线光学 TAC 膜项目有望率先实现国产替代，预计项目投产后将大幅增加公司收益。我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 0.18、0.82、1.28 亿元，对应 PE 分别为 104.9、23.6、15.1 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**业务集中度较高的风险；新技术替代风险；项目推进不及预期风险；研报使用的信息更新不及时的风险；行业规模测算偏差风险。

内容目录

1、公司是全球导光板领域细分龙头企业	6
1.1 发展历程&主营业务	6
1.2 财务情况：业绩与消费电子强相关.....	7
2、下游需求有望回暖，导光板业务筑底回升	10
2.1 LCD 仍为主流，导光板需求方兴未艾	10
2.2 下游面板需求呈现筑底特征，公司导光板业务有望迎来转折	13
3、持续拓展光学领域，TAC 膜开拓第二成长曲线	16
3.1 面板产能向大陆转移，高端显示膜材国产替代需求迫切	16
3.2 公司进军 TAC 膜项目，产业龙头入股助力	19
4、首次覆盖给予“增持”评级	21
5、风险提示	23

图表目录

图表 1: 公司发展历史沿革	6
图表 2: 公司主要股东情况	6
图表 3: 导光板上下游产业链示意图	6
图表 4: 公司导光板产品下游及分类	7
图表 5: 2023 年公司各项业务营收占比 (%)	7
图表 6: 2017-2024Q1 公司营业收入情况	7
图表 7: 2017-2024Q1 公司净利润情况	7
图表 8: 公司逐季度经营情况	8
图表 9: 公司主要费用率 (2017-2024Q1)	8
图表 10: 公司产品利润承压 (2017-2024Q1)	8
图表 11: 2020-2023 年公司导光板单价及销量水平	9
图表 12: LCD 及其它显示技术发展对比	10
图表 13: 全球 LCD 显示面板产值	11
图表 14: 2021 年全球显示面板产业各显示技术产值占比	11
图表 15: 导光板与背光模组结构示意图	11
图表 16: 导光板成本约占背光模组成本的 37%	11
图表 17: 全球 LCD 面板产能区域结构分布	12
图表 18: 2018-2022 年中国笔记本和大尺寸导光板需求面积	12
图表 19: 全球 TFT-LCD 销售额	13
图表 20: 全球大尺寸面板出货量	13
图表 21: 液晶电视面板价格及出货量情况	13
图表 22: 笔记本电脑面板价格及出货量情况	13
图表 23: 国内主要面板加工企业逐季度收入情况 (亿元)	14
图表 24: 国内主要面板加工企业逐季度利润情况(亿元)	14
图表 25: 国内主要偏光片生产企业逐季度收入情况 (亿元)	14
图表 26: 国内主要偏光片生产企业逐季度利润情况 (亿元)	14
图表 27: 2018-2023 年公司导光板总产销量	15
图表 28: 2018-2022 年公司导光板全球市占率变化情况	15
图表 29: TFT-LCD 产业毛利率微笑曲线	16
图表 30: 2023 年大陆国产面板厂商出货量占据前位	16
图表 31: 偏光片成本中 TAC 膜成本占比极高	17
图表 32: 偏光片基本结构	17
图表 33: 光学 TAC 膜全球竞争格局 (截止 2020 年)	17

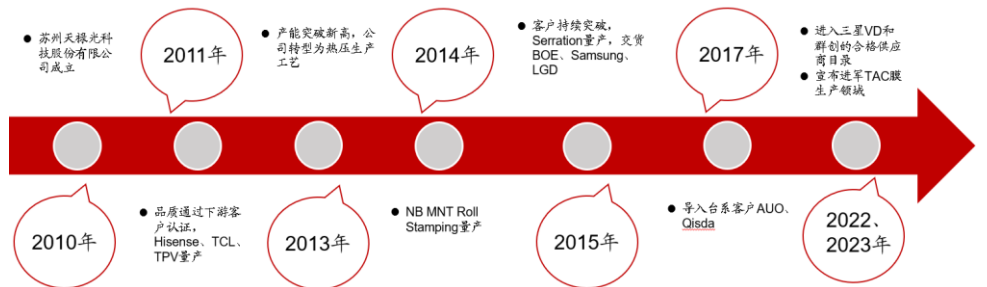
图表 34: 2021 年全球偏光片企业市场份额	18
图表 35: 2020 年偏光片国产化率仅为 30%左右	18
图表 36: TAC 膜及 TAC 替代膜组合	19
图表 37: 显智链为京东方旗下投资基金	19
图表 38: 子公司增资扩股公告	19
图表 39: 公司分业务收入&毛利率	21
图表 40: 公司远期 TAC 膜市场情况	21
图表 41: 可比公司估值情况	22
图表 42: 盈利预测 (百万元)	24

1、公司是全球导光板领域细分龙头企业

1.1 发展历程&主营业务

- **公司深耕大尺寸导光板行业，客户资源雄厚。**苏州天禄光科技股份有限公司成立于2010年11月，主要从事生产、销售、研发光电导光板及相关零组件，至2021年主营业务收入已超8亿元，在大尺寸导光板领域公司市占率位于国内前位。经过多年积累，公司客户资源深厚，下游主要大客户包括京东方（BOE）、三星电子、LG、小米科技、康佳、索尼、华为、夏普、海信等知名企业。

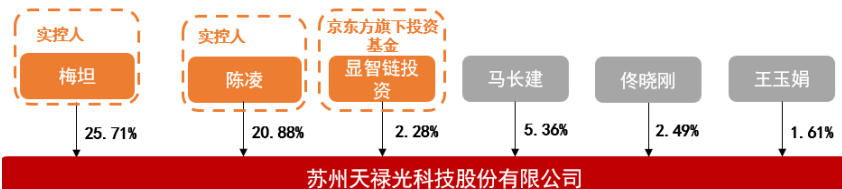
图表 1：公司发展历史沿革



来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

- **创始人&主要股东：**公司创始人为陈凌、梅坦，两人均为公司实控人。梅坦深耕导光板行业多年，主导公司核心技术的日常经营、技术研发和业务拓展工作。陈凌主要参与公司战略规划等重大事项的决策，但不具体承担公司的日常管理事务。京东方旗下投资基金在公司上市前战略入股公司，为公司的产业投资人。

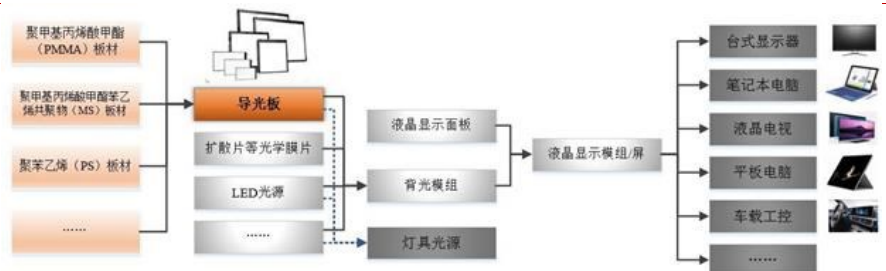
图表 2：公司主要股东情况



来源：wind、中泰证券研究所(截至2024年1季度末)

- **导光板是背光模组中的关键组件之一，终端下游主要为消费电子。**其作用是引导进入导光板的光经过底部的网点进行反射和折射，使光线均匀地有效扩散，并从导光板出光面射出，从而将线光源或者点光源转化为面光源。液晶显示面板本身不具发光特性，需在液晶显示面板背面加上一个发光源，方能达到显示效果。

图表 3：导光板上下游产业链示意图



来源：公司招股书、中泰证券研究所

- 按细分下游，公司导光板用于台式显示器、笔记本电脑、液晶电视、平板电脑等下游领域。按加工工艺分，主要可分为热压类和印刷类导光板，热压工艺类导光板较印刷工艺具有导光更均匀、表现更稳定等优势。

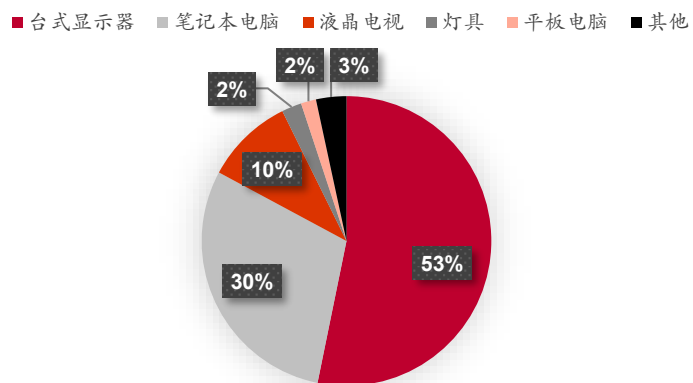
图表 4：公司导光板产品下游及分类



来源：公司招股书、中泰证券研究所

- 公司主要产品为大尺寸导光板，2023 年台式电脑显示器用导光板收入占比较高。根据公司 2023 年报，公司台式显示器、笔记本电脑导光板占总收入 83%，为公司主要的营收部分。

图表 5：2023 年公司各项业务营收占比 (%)



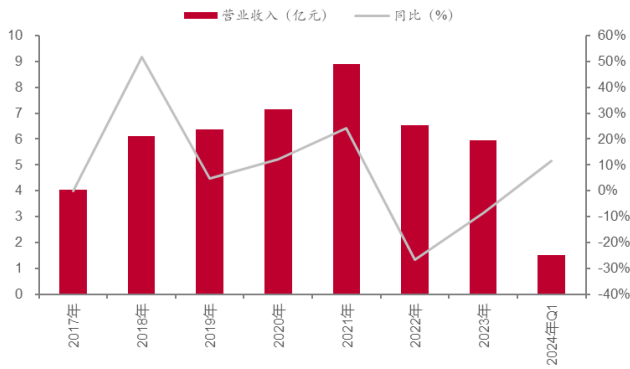
来源：公司年报、中泰证券研究所

1.2 财务情况：业绩与消费电子强相关

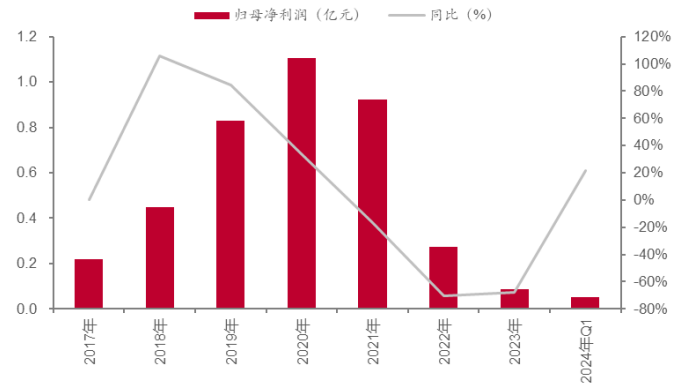
- 公司业绩与消费电子景气度重合度较高，2021 年见顶后持续下滑。2023 年，公司实现营业收入 5.96 亿元，同比下降 8.67%，实现归母净利润 883 万元，同比下降 67.56%。

图表 6：2017-2024Q1 公司营业收入情况

图表 7：2017-2024Q1 公司净利润情况



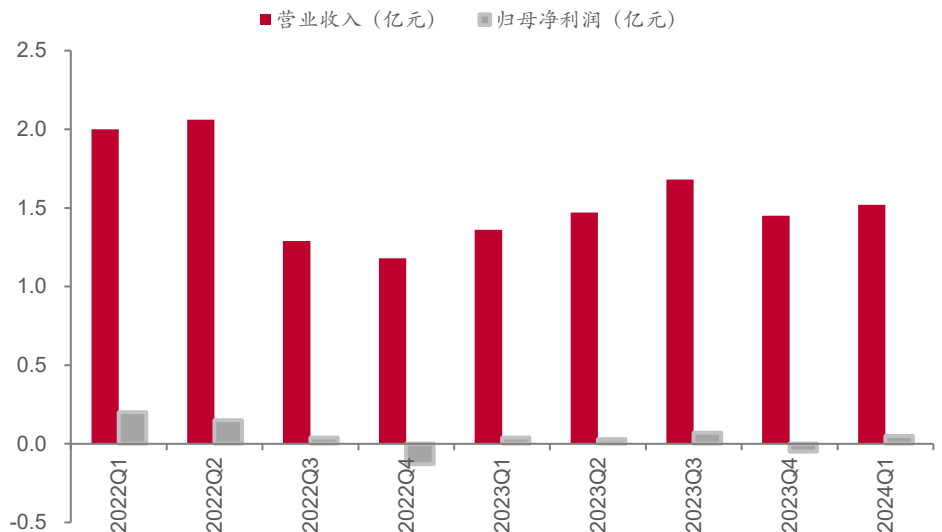
来源: wind、中泰证券研究所



来源: wind、中泰证券研究所

- **2024年Q1, 公司业绩有所回暖。**2024年Q1, 公司实现营业收入1.52亿元, 同比增长11.71%, 实现归母净利润515.01万元, 同比增长21.82%, 业绩呈现恢复态势。

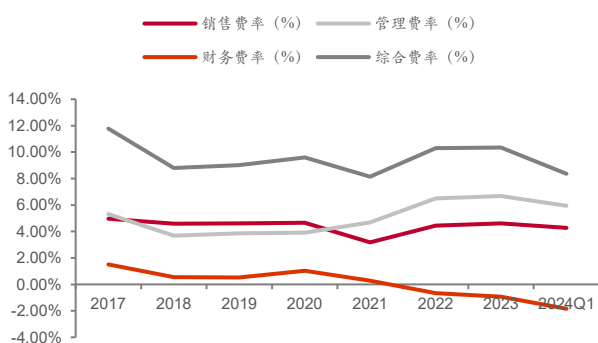
图表 8: 公司逐季度经营情况



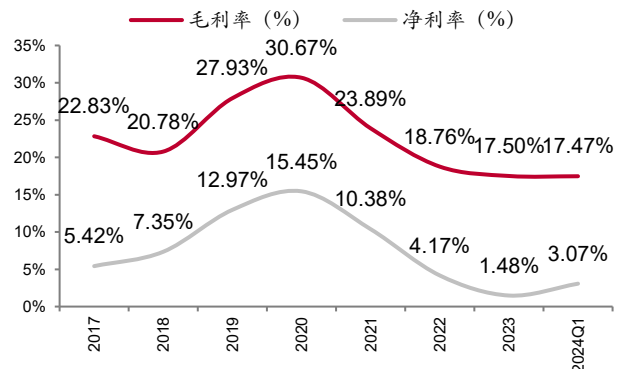
来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **费用占比处于低点, 利润率跌幅收窄。**由于2023年下游需求呈现弱复苏态势, 厂商出货量、售价降幅有所收窄但仍小幅下降。在此背景下, 公司积极控制费用水平, 2023年公司主要费用率为10.36%, 公司毛利率与净利率下滑幅度有所减少。

图表 9: 公司主要费用率 (2017-2024Q1)



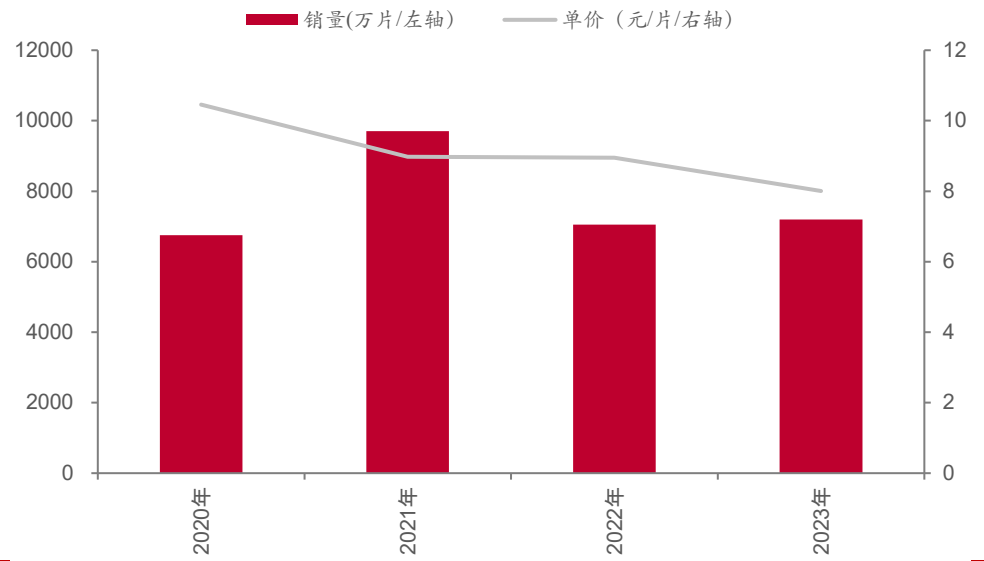
图表 10: 公司产品利润承压 (2017-2024Q1)



来源：wind、中泰证券研究所

来源：wind、中泰证券研究所

图表 11：2020-2023 年公司导光板单价及销量水平



来源：公司年报、中泰证券研究所

2、下游需求有望回暖，导光板业务筑底回升

2.1 LCD 仍为主流，导光板需求方兴未艾

- **显示面板多技术并行，LCD 主流地位稳固。**显示领域存在多种技术路线并行，包括 LCD、OLED、Micro LED 等。消费电子行业中，成本是最永恒的竞争力。全球 LCD 行业产能相对充沛、产业链已经较为成熟。因此相比 OLED 等其它显示技术，LCD 具有显著成本优势。
 - **LCD 作为最主流的显示技术，应用于手机、电视、电脑、平板、汽车、商用等多场景。**LCD 的显示原理是以背光模组为发光源（通常为 LED），利用下基板上的 TFT（薄膜晶体管）电压的变化，对液晶分子的排列进行扭曲，改变光线的偏振方向，再经由两层偏振器的方向变化调节光线明暗，最后通过上基板的彩色滤光片实现颜色变换，从而实现色彩显示。其生产技术成熟、成本低、良率高，市场产能充裕，因此广泛应用于手机、电视、电脑、平板、汽车、商用等场景。
 - **OLED 主要用于小尺寸、高端显示产品中。**OLED 是一种可自发光的有机材料，其特点在于无需背光层做发光源即可直接将电能转化为光能。由于材料自发光的特性，OLED 比 LCD 有更高的对比度，且无需背光灯板，OLED 具有轻薄，可折叠，功耗低等优点。但受限于烧屏、屏闪以及成本高等原因，OLED 面板在大尺寸显示应用上普及相对缓慢，目前主要应用在部分高端智能手机和高端显示产品中，出货量及出货面积远小于 LCD 面板。
 - **Mini LED、Micro LED 目前受限于成本问题，近年渗透率提升较为缓慢，整体占比仍然偏低。**

图表 12: LCD 及其它显示技术发展对比

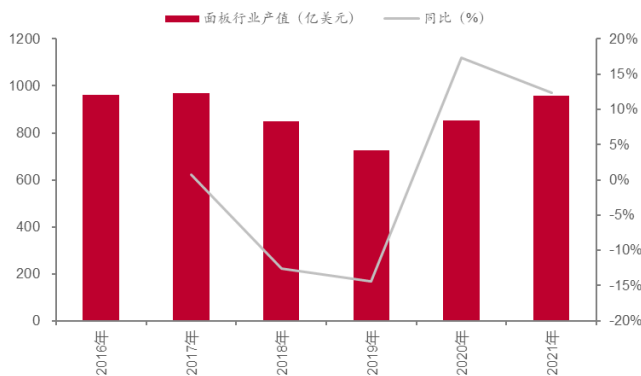
技术	技术简介	当前技术发展阶段	应用前景
Mini LED	次毫米发光二极管，LED 像素尺寸约在 100 微米左右，Mini LED 属于 LCD 背光技术，是把传统的 LED 背光模组缩小，Mini LED 技术有助于 LCD 突破限制	应用于商业显示、行政指挥、会议等专业显示领域的部分产品上市，受限于终端产品价格等因素，未大规模量产上市	该技术具有其特点及应用前景，受终端产品价格、消费者认可度等诸多因素影响存在不确定性
Micro LED	微型发光二极管，是指高密度集成的 LED 阵列，阵列中的 LED 像素尺寸小于 50 微米，每一个 LED 像素都能自发光，可定址，单独驱动点亮	技术开发、应用研究阶段	该技术具有其特点及应用前景，但受技术研发进展、终端产品价格、消费者认可度等诸多因素影响存在不确定性

QD-OLED	量子点-有机发光二极管，将电致发光和光致发光混合使用，蓝光采用 OLED 材料自发光，而红、绿光使用量子材料辅助，将蓝色光转化为红、绿光，由韩国三星开发，主要应用于电视领域	技术开发、应用研究阶段	该技术具有其特点及应用前景，但受技术研发进展、终端产品价格、消费者认可度等诸多因素影响存在不确定性
LCD	通过调整电流控制像素内液晶偏转的方向，实现控制像素点光透过率，光线在通过彩色滤光片后会形成红色、绿色和蓝色等基本颜色，混合形成不同显示的颜色最终实现显示，LCD 需要背光模组提供光源	成熟应用阶段，目前市场主流显示应用技术，4K、8K 高解析度产品、高 HDR 产品、量子点背光技术产品等不断上市	在相当长的时期内，LCD 依然处于主流地位

来源：天禄科技招股书、中泰证券研究所

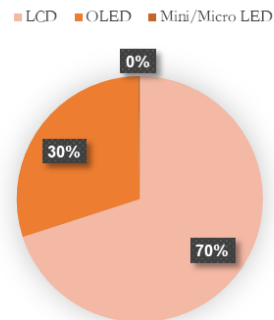
- **LCD 面板全球行业产值近千亿美金。**2021 年 LCD 显示面板产值高达 957 亿美元，同比 2020 年度增长 12.32%，行业整体基数较大。从全球显示面板行业产值看，2021 年，LCD 仍然占全球显示面板行业的 70%，主导地位稳固。

图表 13：全球 LCD 显示面板产值



来源：共研网、中泰证券研究所

图表 14：2021 年全球显示面板产业各显示技术产值占比

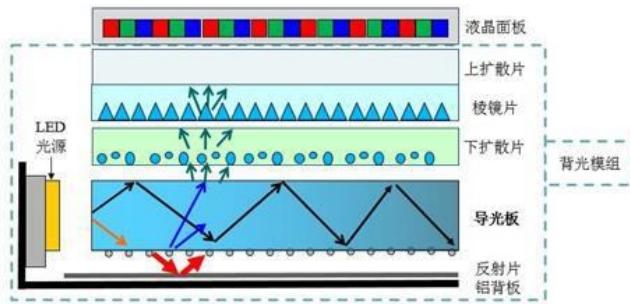


来源：共研网、中泰证券研究所

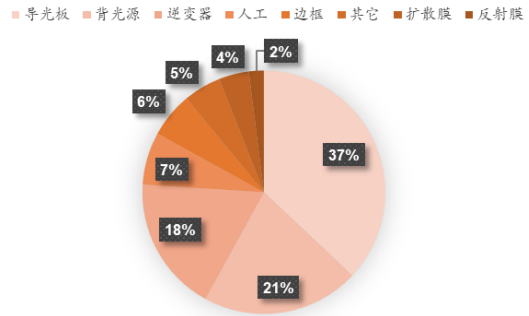
- **导光板的直接下游应用为背光模组，而背光模组是面板的重要组成部分。**导光板用于组装制作背光模组，LCD 显示面板由背光模组和液晶模组组成。
 - **导光板的结构和性能对背光模组及液晶显示效果有着重要的影响。**导光板加工制作要综合考虑背光模组各光学组件的光学参数和结构参数，运用数学模型计算理论结构参数，建立背光模组结构模型，进行光学仿真分析，并经样品试制、性能测试后方可投入使用。
 - **导光板具有定制化属性。**根据导光板亮度、厚度以及对超窄边框液晶显示产品适应性的要求，需要进行相应的入光端面、反射面、出光面微结构加工。导光板入光端面通常进行入光调制透镜阵列加工，该阵列间距为 75 微米左右。反射面通常进行微纳网点结构加工，微纳网点直径一般在 30-100 微米之间，精度要求达 500 纳米，以热压导光板为例，15.6 寸台式显示器类导光板约有 220 万个微纳网点，23 寸台式显示器类导光板约有 550 万个微纳网点，55 寸液晶电视类导光板约有 1,500 万个微纳网点。

图表 15：导光板与背光模组结构示意图

图表 16：导光板成本约占背光模组成本的 37%



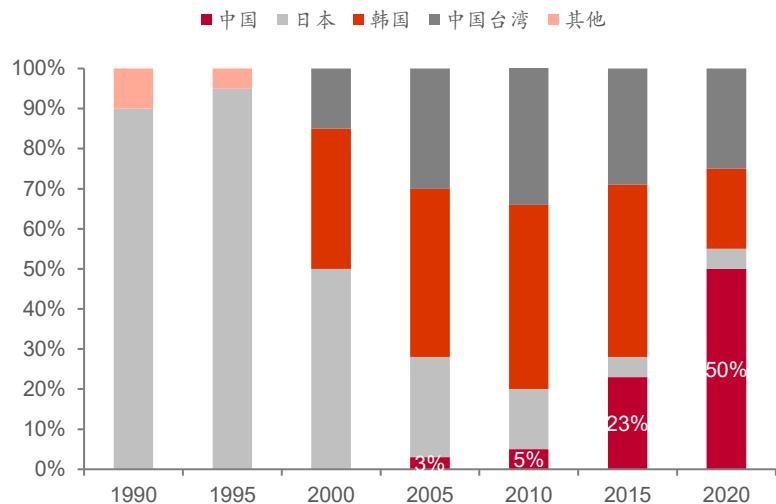
来源：天禄科技招股书、中泰证券研究所



来源：华经产业研究院、中泰证券研究所

- **面板行业正迎来长期向大陆转移的历史机遇。**从全球 LCD 面板产能的区域分布来看，中国境内的产能持续提升，中国境内产能占比从 2005 年的 3% 持续提升至 2020 年的 50%，中国境内与中国台湾 LCD 总产能占全球 75%。同时，国内面板厂商仍在持续新建产线扩充产能，预计国内 LCD 产能占全球 LCD 产能比例将进一步提升。与此同时，三星、LG 等国际面板巨头近年纷纷宣布退出竞争日渐加剧的 LCD 市场，这将进一步巩固中国大陆面板企业在国际市场的主导地位。

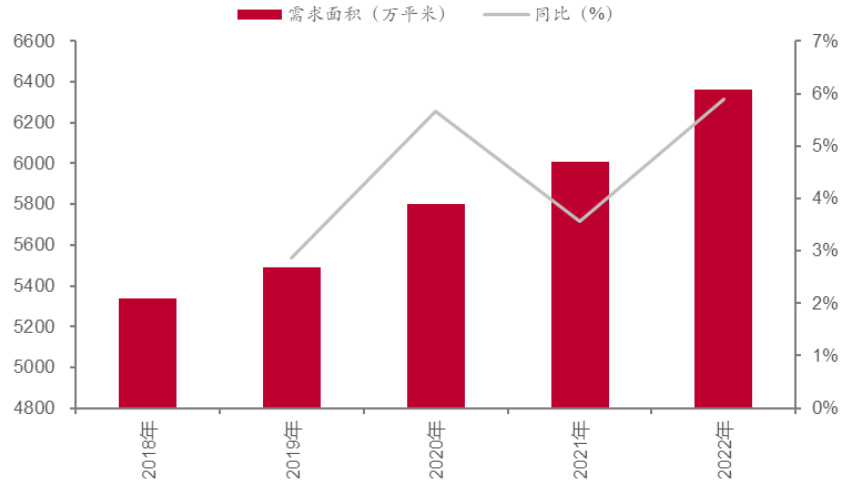
图表 17：全球 LCD 面板产能区域结构分布



来源：赛迪顾问、中泰证券研究所

- **大尺寸导光板需求稳定增长。**大尺寸导光板主要应用于液晶电视、笔记本电脑等大尺寸显示场景中。近年我国大尺寸导光板需求仍整体呈现稳定增长趋势，根据智研瞻产业研究院测算，2022 年中国大尺寸导光板需求面积为 6360.3 万平米，2018-2022 年需求量年化复合增速约为 4.49%。

图表 18：2018-2022 年中国笔记本和大尺寸导光板需求面积

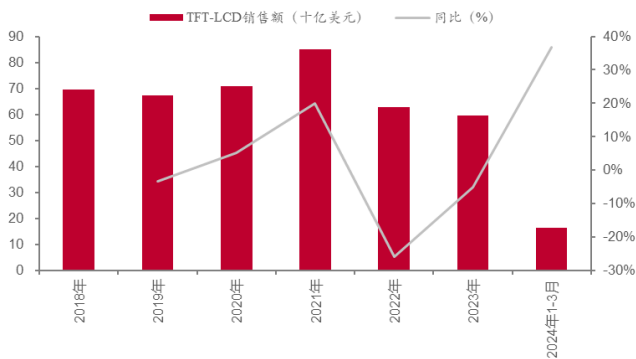


来源：智研瞻产业研究院、中泰证券研究所

2.2 下游面板需求呈现筑底特征，公司导光板业务有望迎来转折

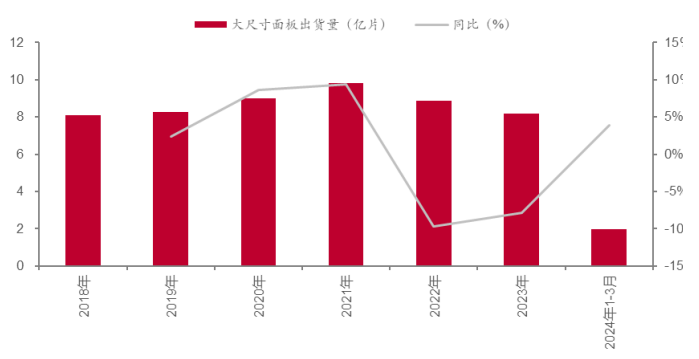
- 面板需求自 2021 年见顶后持续回落，2024Q1 价格呈修复态势。由于全球疫情，居民居家时间大幅提升，进而带动一轮全球电子产品消费热潮。2021 年下半年，需求呈现回落态势。在此趋势下，上游面板价格承压，出货量随之减少。2024 年一季度，全球面板销售额呈现恢复性增长，同比增长 36.67%；面板出货量同样呈现小幅增长，出货量 1.98 亿片，同比增长 3.84%。

图表 19：全球 TFT-LCD 销售额



来源：wind、中泰证券研究所

图表 20：全球大尺寸面板出货量

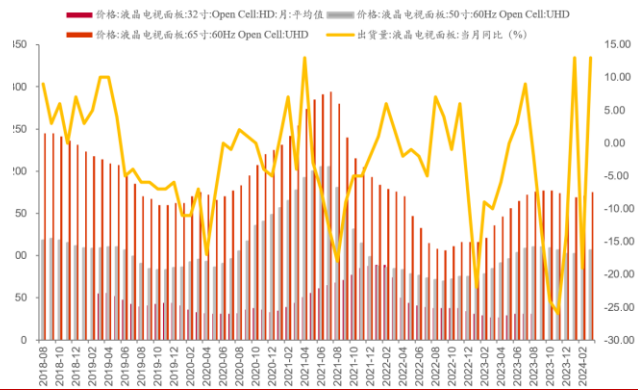


来源：wind、中泰证券研究所

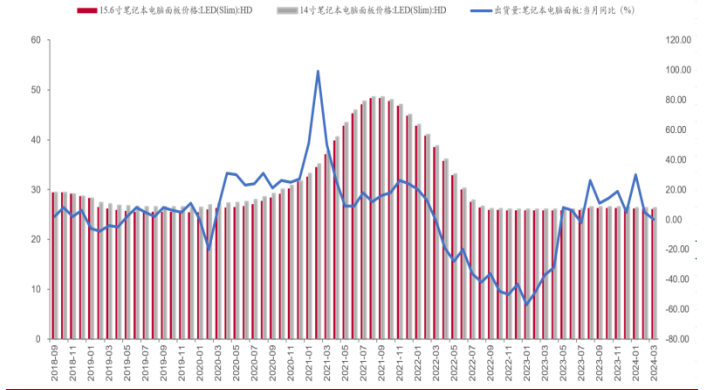
- 从面板价格、出货量数据看，当前时点面板需求均处于筑底时期，向下空间较为有限。
 - 液晶电视面板：各尺寸液晶电视面板价格在 2022 年下半年触底后，2023 年至今呈现恢复性增长。出货量数据方面，2024 年一季度液晶面板出货量同比增速实现由负转正。
 - 笔记本电脑面板：笔记本电脑面板价格趋势与液晶电视面板价格趋势一致，相比液晶电视面板价格跌幅较浅。自 2022 年 10 月，15.6 与 14 寸面板单片价格分别触及 26 美元低价区，已经维持近 1 年半时间。出货量数据方面，2023 年总量仍有下滑，但在下半年增速实现由负转正。

图表 21：液晶电视面板价格及出货量情况

图表 22：笔记本电脑面板价格及出货量情况



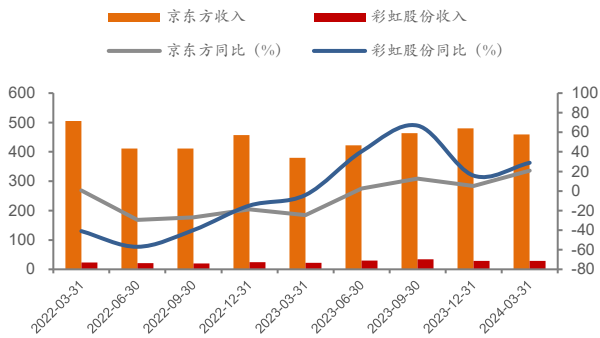
来源：wind、中泰证券研究所



来源：wind、中泰证券研究所

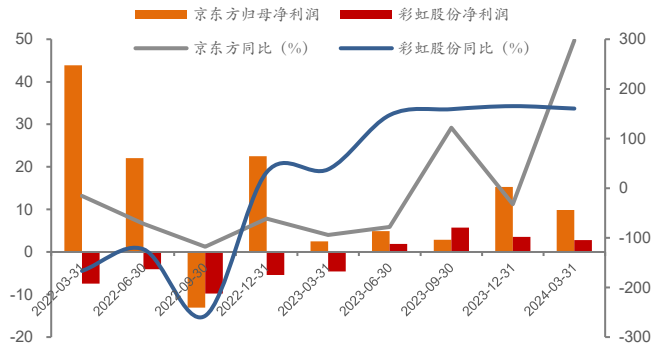
■ **LCD 面板产业稼动率回暖，企业收入、利润有望逐步恢复。**2024 年一季度，LCD 稼动率先降再升。3 月 LCD 行业稼动率在 80% 左右，其中 LCD TV 面板稼动率超 85%，达到近 9 个月以来最高水平。在此背景下，LCD 面板产业链各环节企业的收入、利润有望逐步恢复。

图 23：国内主要面板加工企业逐季度收入情况(亿元)



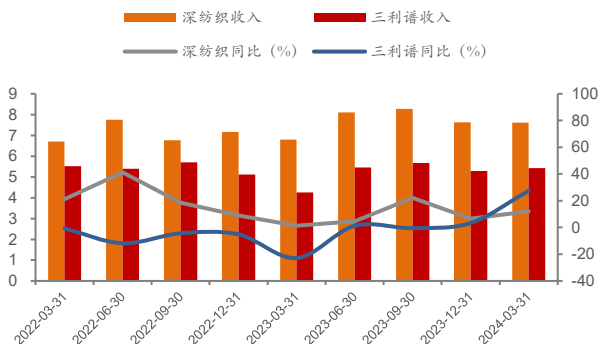
来源：wind、中泰证券研究所

图 24：国内主要面板加工企业逐季度利润情况(亿元)



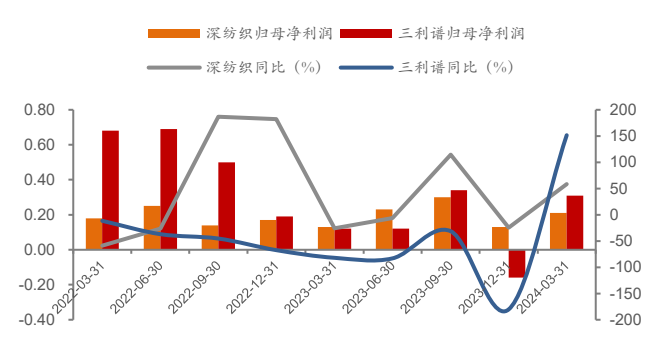
来源：wind、中泰证券研究所

图 25：国内主要偏光片生产企业逐季度收入情况(亿元)



来源：wind、中泰证券研究所

图 26：国内主要偏光片生产企业逐季度利润情况(亿元)

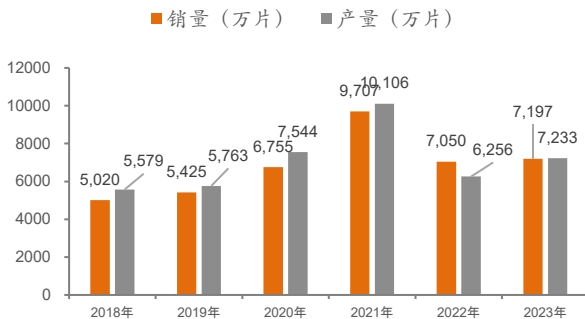


来源：wind、中泰证券研究所

■ **公司已成为我国本土中大尺寸导光板领域生产规模领先的企业之一，细分领域的市占率较为稳定。**根据公司 2022 年报，公司 2022 年度台式显示器导光板出货量为 3,043.02 万片，全球市场占有率 19.16%，相比 2021 年下降 3.89 个 PTS；2022 年度笔记本电脑导光板出货量为

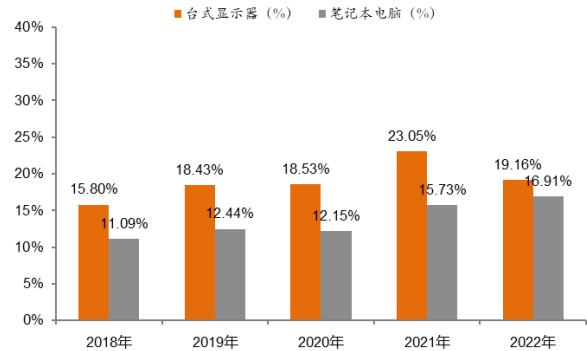
3,618.24 万片，全球市场占有率为 16.91%，相比 2021 年上升 1.18 个百分点。公司整体出货量在全球导光板领域市占率处于领先地位，在细分领域，笔记本电脑导光板市占率水平过去五年稳步提升，台式显示器导光板市占率在 2022 年略有下滑，但整体仍呈现稳步增长态势。

图表 27: 2018-2023 年公司导光板总产销量



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 28: 2018-2022 年公司导光板全球市占率变化情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

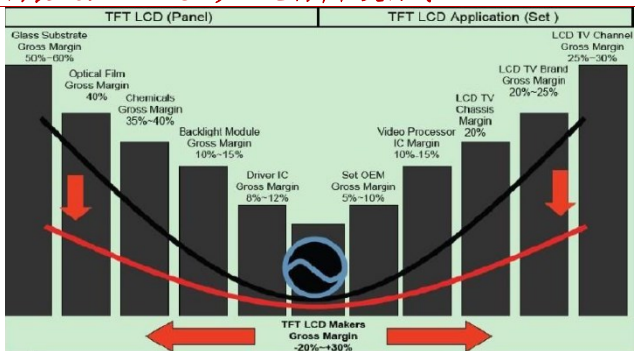
- 2018-2021 年，公司导光板产销量整体均呈现稳定增长态势。2022、2023 年，由于全球需求下滑，下游客户存在订单取消、减少的情况，进而导致产销量出现较大幅度下滑。我们认为，尽管大型企业在行业下行期业绩承压，但其优秀的保供能力和竞争力仍可确保其从下游客户处获得较高比例订单。
- 通过技术研发和开拓重点客户，公司传统业务盈利能力有望再上一层楼。
 - 研发棱镜型网点技术，提升高端产品份额。2022 年公司成功研究开发棱镜型网点技术，并实现量产，2023 年该项技术带来的收入收入达约 2,000 万元，毛利率约 45%，拉高公司主业毛利率水平。棱镜型网点技术通过构建数学模型和光学仿真分析，计算得出理论光学结构，从而确定棱镜型网点最佳形状，最终完成的导光板产品可以精确控制光线出射方向。此项技术，在不增加能耗的前提下使显示面板亮度提升 5%-12%。
 - 持续突破下游大客户，市占率有望进一步提升。2022 年，公司成功进入三星 VD 和群创的合格供应商目录，并开始量产供货。三星 VD 和群创作为显示面板厂和显示器整机制造商，拥有举足轻重的市场地位和市场份额。顺利通过认证并进入其供应链体系。2023 年来自上述两家客户的收入合计约 900 万元。

3、持续拓展光学领域，TAC 膜开拓第二成长曲线

3.1 面板产能向大陆转移，高端显示膜材国产替代需求迫切

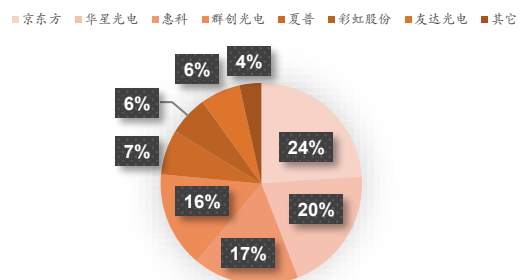
- **LCD 显示面板产能向大陆转移背景下，产业链国产替代需求迫切。** LCD 作为主流的显示面板应用技术，其发展经历了美国引领、日本垄断、韩国和中国台湾赶超，当前中国大陆强势主导中游面板行业。2023 年全球 LCD TV 面板市场中，京东方和华星光电分别以 23.9% 和 20.2% 的市占率位于前列。面板产业链上游材料附加值高但国产化率低，处于产业链利润相对承压的环节。随着海外厂商三星、LG 等宣布切换 OLED、退出 LCD 产能，中国大陆 LCD 产业有望获得更高市占率与更强主导权。在此背景下，实现上游材料国产替代的需求日渐迫切。
 - **面板加工行业处于微笑曲线的底部位置，向上游拓展有助面板企业熨平其周期波动。** 微笑曲线展示了面板行业各环节整体毛利率水平：微笑曲线最底部为面板制造，左侧为上游材料，右侧为产品应用与营销。中间环节的制造附加值受到上下游的双向挤压，因此呈现了较强的周期波动性。从企业盈利的角度看，向上游做产业链延伸有助于面板制造企业熨平周期波动性，加强盈利能力。

图表 29: TFT-LCD 产业毛利率微笑曲线



来源：Display Search、中泰证券研究所

图表 30: 2023 年大陆国产面板厂商出货量占据前列



来源：中商情报网、中泰证券研究所

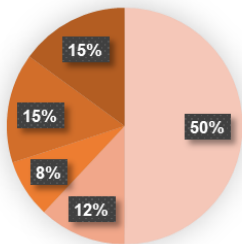
- **偏光片是显示面板中液晶膜组的重要部件，TAC 膜为制造偏光片的核心材料之一。** 偏光片由多层薄膜复合而成，其结构可分为 PVA 膜、TAC 膜、保护膜、离型膜等。其中起到偏振作用的是 PVA 膜（偏光层），但 PVA 具有易水解的特性，因此在 PVA 膜两侧各复合一层 TAC 膜，TAC 膜一方面作为 PVA 膜的支撑体，保证延伸的 PVA 膜不回缩；另一方面，TAC 膜可以保护 PVA 膜不受水汽、紫外线及其他外界物质的损害，保证偏光片的环境耐候性。
 - **TAC 膜占偏光片成本 50%左右。** TAC 膜具有优异的支撑性、光学均匀性和高透明性，耐酸碱、耐紫外线等特性，厚度主要有 80 微米、60 微米、40 微米、25 微米等多种规格。由于偏光片生产所使用的 TAC 薄膜品质要求极高，工艺难度大，掌握工艺的厂商数量较少，因此成本相对较高。
 - **面板：偏光片：TAC 膜的需求关系为 1:2:4。** 由于每张 LCD 面板需要两张偏光片，单张偏光片需要 2 张 TAC 膜，因此每张 LCD 面板对应 TAC 膜需求量为 4 张。偏光片使用的 TAC 膜主要分三类：光板 TAC 膜、位相差膜和 TAC 功能膜。光板 TAC 膜是指未进行

任何表面处理的 TAC 基膜；位相差膜是通过拉伸改变光轴后制作而成的膜；TAC 功能膜则是将基膜通过涂布、溅射等表面处理方式进行处理以实现特定功能性，常见的表面处理方式包括：防眩处理（AG）、防眩+低反射处理（AG+LR）、透明硬化+低反映处理（CHC+LR）、透明硬化处理（CHC）、防反射处理（AR）等。

- 根据下游应用，显示TAC膜主要可分为TN型/STN型、TFT型，后者为绝对主力。TN/STN型TAC膜主要用于小尺寸显示器，比如游戏机、空调和相机显示器等。TFT型TAC膜目前主要用于LCD和OLED显示领域，占据下游主要市场。

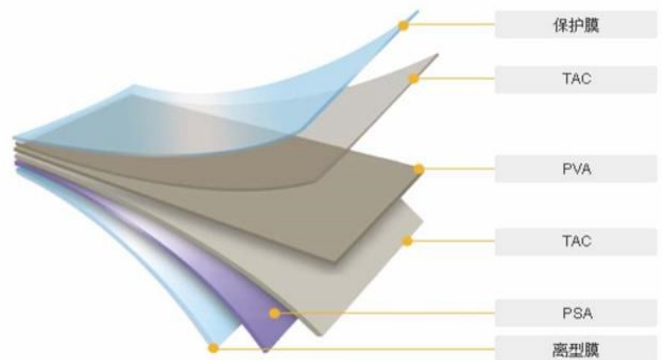
图表 31: 偏光片成本中 TAC 膜成本占比极高

■ TAC光学膜 ■ PVA膜 ■ 压敏膜 ■ 保护膜、离型膜 ■ 其它材料



来源：立鼎产业研究院、中泰证券研究所

图表 32: 偏光片基本结构



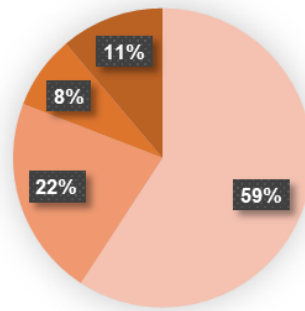
来源：三利谱招股说明书、中泰证券研究所

- 目前TFT型TAC膜全球市场主要由日本厂商垄断，国内基本完全依赖进口。TFT型TAC膜全球共有5家生产商，分别为富士胶片、柯尼卡-美能达、晓星、达辉和IPI，其中富士胶片和柯尼卡-美能达约占全球市场的80%，晓星、达辉和IPI合计约占20%。富士胶片和柯尼卡-美能达对TAC膜的研究较早，产品质量水平较高，长期引领全球TAC膜行业的发展方向，而晓星、达辉和IPI主要采取跟随战略，分享剩余市场份额。

- 供给端：目前国内外共 30 条生产线，TAC 膜产能达到 13.85 亿平方米。产品主要为 TFT 型 TAC 膜、TAC 补偿膜等，产品性能以富士胶片和柯尼卡-美能达最优，其次是晓星和达辉，根据《TFT-LCD 偏光片用内保护膜发展现状与趋势》作者统计，富士胶片年产能约在 8.2 亿m²，柯尼卡-美能达的年产能约在 3 亿m²。中国大陆尚无厂家能够正式生产 TFT 型 TAC 膜。造成这种情况的主要原因是 TFT 型 TAC 膜质量要求极高，工艺技术、生产控制技术等有较大差距；大陆企业虽然积极关注，但投入不足，市场上还没有 TFT 型 TAC 膜可以满足要求。目前中国大陆 TFT 型 TAC 膜全部为进口。国内偏光片生产企业杉杉股份、三利谱的 TAC 膜主要采购来自日本富士胶片。

图表 33: 光学 TAC 膜全球竞争格局 (截止 2020 年)

■富士胶片 ■柯尼卡-美能达 ■晓星 ■其它

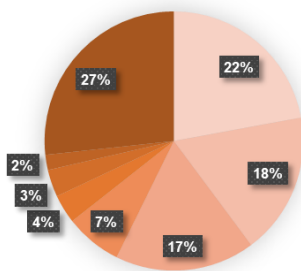


来源：《显示偏光片产业蓝皮书》、中泰证券研究所

- **需求端：偏光片国产化背景下，TFT型TAC膜国产化需求迫切。**根据乐凯光电公告，其测算2022年全球TAC膜市场需求近12亿平方米。在面板产能向大陆转移的背景下，国内偏光片厂商规划扩产。预计到2025年底，中国大陆地区的偏光片厂商产能占比将超过整体偏光片市场的50%；其中杉金光电产能占比约30%。从产量上看，全球偏光片整体产量仍呈现增长趋势。根据CINNO Research，预计2025年全球偏光片产量将达到约8.3亿m²，较2021年增加约2.5亿m²，2021-2025年产量CAGR=8.92%。由于TAC膜与偏光片需求量为2:1的对应关系，在不考虑损耗的前提下，2025年对应TAC膜需求量16.6亿m²，2022-2025年需求量CAGR为11.5%。

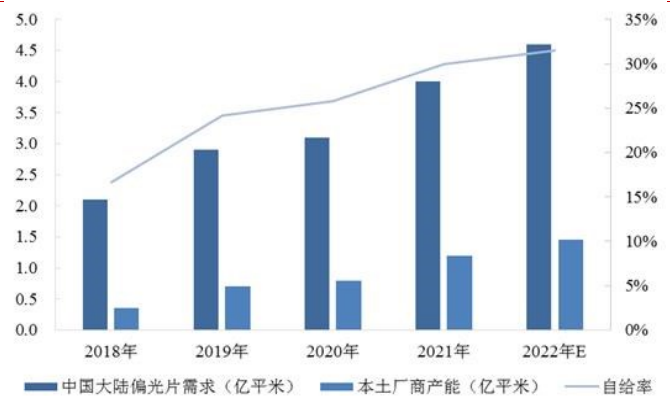
图表 34：2021 年全球偏光片企业市场份额

■住友化工 ■杉金光电 ■日东电工 ■盛波光屯 ■三利谱 ■恒美光电 ■胜宝莱 ■其它



来源：Omda、中泰证券研究所

图表 35：2020 年偏光片国产化率仅为 30%左右

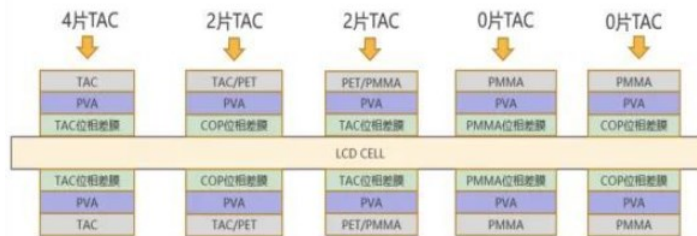


来源：纬达光电招股书、中泰证券研究所

- **我们认为TAC膜依然稳居主力膜材地位。**在偏光片大尺寸化发展的背景下，对膜材的性能提出了新的要求，COP、PMMA、PET等薄膜也逐渐登上舞台。COP、PET、PMMA与TAC膜之间存在不完全替代关系。如下图所示，在外侧保护膜（1、4层）方面，TAC、PET和PMMA之间存在替代关系；在内侧的位相差膜（2、3层）方面，TAC、COP和PMMA之间存在替代关系。
 - **TAC膜性价比较高。**TAC膜较其它膜材具有较高的透光率，且整体力学和工艺性能优异。但由于其亲水性的特质，导致对环境的耐候性较差。但整体看，其性价比仍高于其它膜材料。
 - **TAC膜具有技术成熟，供应能力稳定的优势。**对于技术成熟的偏光片企业来说，在考虑偏光子保护膜时，优先考虑产品性能稳定性和

原材料供应能力。TAC 膜作为偏光片中使用历史最长的光学膜材料，应用较为成熟且全球供应能力较为稳定；预计未来仍然占据较多的市场空间。

图表 36: TAC 膜及 TAC 替代膜组合



来源:《TAC 薄膜应用替代逻辑、趋势及竞争格局分析》、中泰证券研究所

3.2 公司进军 TAC 膜项目，产业龙头入股助力

- **公司进军 TAC 膜项目。**2023 年 3 月 29 日，公司公告于中新苏滁高新技术产业开发区签订投资协议，进行“高分子新材料”项目的投资建设，主要产品为 TAC 膜，计划一期投资 9 亿元，二期投资 15 亿元。
- **目前公司已经引进多家产业链股东加入 TAC 膜项目。**2023 年 8 月，公司公告其子公司安徽吉光将通过增资扩股引入股东显智链（京东方旗下的投资基金）。股权变更后，公司持有安徽吉光 83.78% 的股权，显智链持有 16.22% 股权。2023 年 12 月，公司再次引入偏光片厂商三利谱、北京电控产业投资，分别向安徽吉光投资 5,000 万元、2000 万元用于认购新增注册资本。我们认为，公司在进军 TAC 膜项目具有以下优势：
 - **公司与京东方具备深厚的合作基础：**京东方是公司的第一大客户，显智链是公司 IPO 前以及目前的股东，各方在产业合作、资本运作方面均具有成功合作的经验；
 - **京东方、三利谱均为产业链龙头企业，具有较强示范效应。**TAC 膜国产需要设备、技术、资本等多方面助力。京东方、三利谱入股有利于公司后续引入更多产业链投资者，共同实现 TAC 膜国产替代。

图表 37: 显智链为京东方旗下投资基金



来源:企查查、中泰证券研究所

图表 38: 子公司增资扩股公告

2023年8月7日，经第三届董事会第十二次会议审议通过，安徽吉光注册资本由10,000万元增加至24,667万元，新增注册资本14,667万元，其中公司以货币形式认缴新增出资10,667万元，同时引入投资者显智链以货币形式认缴新增出资4,000万元。

2023年12月25日，三利谱与安徽吉光股东等各方共同签署了增资协议，约定三利谱向安徽吉光投资5,000万元，认购新增注册资本5,000万元。安徽吉光的注册资本将在上次增资扩股的基础上继续增加至29,667万元，安徽吉光原股东同意并且确认放弃对该部分新增注册资本的优先权认购权。

2023年12月29日，北京电控产业投资有限公司（以下简称“北京电控产投”）与安徽吉光股东等各方共同签署了增资协议，约定北京电控产投向安徽吉光投资2,000万元，认购新增注册资本2,000万元。安徽吉光的注册资本将在前次增资扩股的基础上继续增加至31,667万元，安徽吉光原股东同意并且确认放弃对该部分新增注册资本的优先权认购权。

来源:公司公告、中泰证券研究所

- **项目收益丰厚，达产后公司收入、利润体量有望实现翻倍增长。**公司一期项目计划产能为 6500 万平米/年，产品为 TAC 膜中的基膜和位相差膜（TAC 补偿膜）。保守按 TAC 基膜单价 10 元/平米计算，估计达产后年收入可达 6.5 亿元以上，较 2023 年收入级别可实现翻倍增长。参

考国内类似产品项目，内部收益率预计可达 16%以上。

4、首次覆盖给予“增持”评级

- 公司导光板业务有望筑底回升。公司涨价节奏通常滞后于面板价格 1-2 季度，保守假设 2024-2026 年公司价格幅度按照年化 5%/2%/2%增速增长；销量均按照 5%增速增长；导光板毛利率随着高毛利产品逐步放量小幅上升，2024-2026 年毛利率分别为 18.5%/19%/19%。
- 由于 TAC 膜业务为国产替代，整体设备的运输调试时间较长，假设公司产线于 2025 年可投产，当年产能利用率达到 40%，第二年 70%，第三年达到 100%。考虑公司 TAC 膜属于首批国产替代，产品具备高毛利属性，预计 2025-2026 年毛利率均为 40%。

图表 39：公司分业务收入&毛利率

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
导光板	收入	8.71	6.31	5.77	5.94	6.12	6.30
	YoY	23.36%	-27.57%	10.00%	3.02%	3.02%	3.02%
	单价(元/片)	8.98	8.95	8.01	8.41	8.58	8.75
	销量(万片)	9707	7050	7197	7557.27	7935.13	8331.89
	毛利率(%)	22.33%	17.71%	15.92%	18.5%	19.0%	19.0%
TAC 膜	收入					2.60	4.55
	YoY					\	75.00%
	毛利率(%)					40.00%	40.00%

来源：中泰证券研究所测算

- 由于TAC膜国产替代目前仍处于早期阶段，公司在国内具备显著的先发优势，有望在一期项目建成后快速实现产能提升，进一步提升市占率及行业地位。
 - 2025 年国内 TAC 膜需求量有望达 8.3 亿平方米。2025 年我国偏光片产能在全球占比有望超过 50%，假设国内偏光片生产企业倾向使用国产 TAC 膜以实现产业链自主化，所对应 TAC 膜需求达 8.3 亿平方米。
 - 预计公司 2027 年一期 6500 万 m² 产能达产，仅能满足国内市场约 6.6% 的需求。按 2021-2025 年全球偏光片产量增速约为 8.92% 推算，2027 年全球偏光片产量可达到 9.85 亿 m²，假设国内产量占全球 50% 的情况下，对应国内市场 TAC 膜需求量 9.85 亿 m²，届时也仅能满足国内市场约 6.6% 的需求，可提升空间仍然较大。

图表 40：公司远期 TAC 膜市场情况

	2025 年	2027 年
全球偏光片产量(亿平米)	8.30	9.85
国内偏光片产量(亿平米)	4.15	4.92
国内 TAC 膜需求量(亿平米)	8.30	9.85
天禄科技产能(亿平米)	0.26	0.65
国内市占率(%)	3.13%	6.60%

来源：中泰证券研究所测算

- **公司所采购的 TAC 膜生产设备具备一定的产品切换能力。**TAC 膜与其竞品 PMMA 膜、COP 膜部分生产工艺环节较为类似，均可使用流延机进行生产。根据公司投资者交流，公司在设备采购方案中已经考虑了其使用场景的弹性，主要的产线设备也可加以改造后兼容制备 PMMA、COP 等竞品。
- **首次覆盖给予“增持”评级。**公司在主业导光板领域地位稳固，正处于筑底回升阶段。第二成长曲线光学 TAC 膜项目有望实现国产替代，预计项目投产后将大幅增加公司收益。选取光学膜、偏光片行业的双星新材、三利谱、激智科技、斯迪克作为可比公司。天禄科技在 TAC 膜项目投产盈利后估值有望快速下降，考虑公司 TAC 膜业务有望实现国内首家国产替代，且毛利率高于一般光学膜，估值应高于行业平均水平。我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 0.18、0.82、1.28 亿元，对应 PE 分别为 104.9、23.6、15.1 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

图表 41：可比公司估值情况

公司	代码	2024/7/25	EPS (元)				PE (倍)			
		股价 (元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
双星新材	002585.SZ	4.47	-0.02	0.12	0.36	0.63	-392.84	36.28	12.35	7.10
三利谱	002876.SZ	21.10	0.45	1.01	1.50	2.14	82.20	20.86	14.07	9.88
激智科技	300566.SZ	14.09	0.42	0.82	1.04	1.34	44.24	17.20	13.61	10.53
斯迪克	300806.SZ	9.78	0.19	0.33	0.62	1.00	75.77	29.60	15.80	9.78
长阳科技	688299.S H	11.63	0.26	0.46	0.65	0.81	52.69	25.31	17.83	14.32
可比公司均值								25.9	14.7	10.3
天禄科技	301045.SZ	16.4	0.01	0.17	0.74	1.16	276.5	104.9	23.6	15.1

来源：wind，中泰证券研究所（选取 2024 年 7 月 25 日股价）

5、风险提示

- **业务集中度高的风险。**公司业务主要集中在导光板领域，若行业景气度持续下行，可能对公司业绩影响较大。
- **新技术替代风险。**若 OLED 等新显示技术发展过快，可能对传统 LCD 显示屏冲击较大，进而导致公司产品导光板需求下滑。
- **项目推进不及预期风险。**公司 TAC 膜国产替代项目建设存在不及预期的可能性。
- **研报使用的信息更新不及时的风险。**研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。
- **行业规模测算偏差风险。**报告中的行业规模测算是基于一定的假设条件，存在不及预期的风险。

图表 42: 盈利预测 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	372	277	289	363	营业收入	596	658	965	1,210
应收票据	0	0	0	0	营业成本	492	529	719	877
应收账款	179	198	290	364	税金及附加	2	3	4	5
预付账款	6	7	9	11	销售费用	28	31	45	57
存货	72	77	105	128	管理费用	40	43	63	79
合同资产	0	0	0	0	研发费用	29	33	48	61
其他流动资产	216	232	313	377	财务费用	-6	-10	-9	-8
流动资产合计	846	791	1,007	1,244	信用减值损失	-3	-11	-11	-11
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-9	-5	-5	-5
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	1	1	1	1
固定资产	223	253	581	831	投资收益	7	3	3	3
在建工程	43	143	343	443	其他收益	2	2	2	2
无形资产	19	29	38	46	营业利润	9	19	84	131
其他非流动资产	53	54	55	56	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	338	480	1,018	1,376	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	1,184	1,271	2,024	2,619	利润总额	9	19	84	131
短期借款	40	97	709	1,131	所得税	0	0	-2	-4
应付票据	0	0	0	0	净利润	9	19	86	135
应付账款	134	144	195	238	少数股东损益	0	1	4	7
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	9	18	82	128
合同负债	0	0	0	0	NOPLAT	3	9	77	126
其他应付款	5	5	5	5	EPS (按最新股本摊薄)	0.09	0.17	0.74	1.16
一年内到期的非流动负债	5	5	5	5					
其他流动负债	12	13	18	23	主要财务比率				
流动负债合计	195	262	932	1,401	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-8.7%	10.2%	46.7%	25.5%
其他非流动负债	8	8	8	8	EBIT 增长率	-87.5%	194.7%	745.3%	63.7%
非流动负债合计	8	8	8	8	归母公司净利润增长率	-67.6%	108.5%	343.8%	56.2%
负债合计	203	271	940	1,409	获利能力				
归属母公司所有者权益	981	999	1,079	1,198	毛利率	17.5%	19.6%	25.4%	27.6%
少数股东权益	0	1	5	12	净利率	1.5%	3.0%	8.9%	11.1%
所有者权益合计	981	1,000	1,084	1,210	ROE	0.9%	1.8%	7.5%	10.6%
负债和股东权益	1,184	1,271	2,024	2,619	ROIC	0.4%	1.0%	5.1%	6.3%
					偿债能力				
					资产负债率	17.0%	31.0%	17.2%	21.3%
现金流量表					债务权益比	5.4%	10.9%	66.5%	94.5%
					流动比率	4.3	3.0	1.1	0.9
					速动比率	4.0	2.7	1.0	0.8
					营运能力				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营活动现金流	3	12	25	120	应收账款周转天数	93	103	91	97
现金收益	25	31	103	181					
存货影响	3	-5	-28	-23					
经营性应收影响	-44	-14	-90	-71					
经营性应付影响	34	10	52	43					

其他影响	-15	-10	-12	-10	应付账款周转天数	86	94	85	89
投资活动现金流	-22	-174	-632	-468	存货周转天数	54	51	46	48
资本支出	-53	-162	-562	-413	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.09	0.17	0.74	1.16
其他长期资产变化	31	-12	-70	-55	每股经营现金流	0.03	0.11	0.23	1.09
融资活动现金流	114	67	619	422	每股净资产	8.89	9.06	9.78	10.86
借款增加	1	57	612	422	估值比率				
股利及利息支付	-1	-2	-9	-13	P/E	205	105	24	15
股东融资	116	0	0	0	P/B	2	2	2	2
其他影响	-2	12	16	13	EV/EBITDA	511	421	128	73

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%-15%之间
	持有	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%+5%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	买入	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%+10%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。