

胶膜盈利阶段性承压，汽车业务有望放量

2025 年 04 月 21 日

事件：2025 年 4 月 18 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年公司实现营业收入 25.91 亿元，同比-46.81%；实现归母净利润-5.58 亿元，同比亏损扩大；实现扣非净利润-5.19 亿元，同比亏损扩大。

24Q4 公司实现营业收入 5.39 亿元，同比-41.63%，环比-4.56%；归母净利润-3.10 亿元，续亏；扣非净利润-2.65 亿元，续亏；计提资产减值准备 2.08 亿元，影响当期利润。

25Q1 公司实现营业收入 3.16 亿元，同比-64.02%，环比-41.41%；归母净利润-0.57 亿元，续亏；扣非净利润-0.58 亿元，续亏。

➤ **胶膜业务盈利阶段性承压。**2024 年公司胶膜销售量为 4.24 亿平米，同比下降 24.65%；胶膜业务收入 25.04 亿元，同比下降 47.84%；毛利率为-0.54%，同比下降 3.61pct。2024 年胶膜的主要原材料树脂的价格较去年同期下降，光伏胶膜的销售价格相应下调，同时为控风险而采取谨慎销售政策，公司胶膜销量有所减少，导致营业收入减少。同时，2024 年以来胶膜行业竞争加剧，胶膜销售价格下调，毛利率下降，导致公司胶膜业务盈利阶段性承压；加之前期为有效扩大市场份额，公司持续扩产，土地厂房、设备等固定资产折旧及各项摊销成本增加，进一步增加了亏损金额。为应对行业下行风险，公司推出六大胶膜新品，技术保持行业领先；同时，执行谨慎策略，优化客户结构，应收账款总额下降，2024 年经营性净现金流转正，经营风险得到有效管控，有望帮助公司渡过行业低谷期。

➤ **汽车业务有望放量。**公司汽车业务包括 AXPO 轻量化环保皮革、PDCLC 瞬光液晶调光膜以及 PVE 玻璃封装胶膜。公司于 2024 年 3 月成立汽车事业部，业内率先推广墨影瞬光液晶调光膜产品，为车玻厂商提供技术领先、高性价比的调光膜以制成高性价比的调光天幕和车窗，获得了整车厂和车玻厂的技术及应用认可，2024 年以来，公司已获得定点并有望于 2025 年实现批量化供应。此外，随着公司调光膜在汽车领域的推广及小批量使用，产业化能力取得明显进步，产成品率提升及规模化将带来持续的降本，有望较快提升调光天幕及车窗的渗透率，同时为公司带来收入增长和盈利能力的提升。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 21.70、29.54、41.52 亿元，归母净利润分别为-1.00、1.02、2.48 亿元，以 4 月 21 日收盘价为基准，对应 2026-2027 年 PE 为 32X、13X，公司汽车业务有望放量，将增厚公司利润，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，市场竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,591	2,170	2,954	4,152
增长率 (%)	-46.8	-16.3	36.1	40.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	-558	-100	102	248
增长率 (%)	-144.3	82.0	201.9	142.7
每股收益 (元)	-6.65	-1.19	1.22	2.95
PE	/	/	32	13
PB	2.0	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 21 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

38.52 元

**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1.海优新材 (688680.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：盈利触底回升，23 年有望迎来量利齐升-2023/05/01

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,591	2,170	2,954	4,152
营业成本	2,603	2,113	2,666	3,654
营业税金及附加	9	7	7	8
销售费用	12	8	8	11
管理费用	72	39	35	42
研发费用	118	76	83	116
EBIT	-321	-51	174	347
财务费用	66	37	36	37
资产减值损失	-208	-30	-15	-15
投资收益	-5	0	0	0
营业利润	-508	-119	122	296
营业外收支	-23	-1	-1	-1
利润总额	-531	-119	122	295
所得税	27	-19	19	47
净利润	-558	-100	102	248
归属于母公司净利润	-558	-100	102	248
EBITDA	-184	56	275	442

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	352	412	431	503
应收账款及票据	1,234	1,095	1,277	1,562
预付款项	57	42	53	73
存货	193	236	257	345
其他流动资产	210	160	175	205
流动资产合计	2,046	1,945	2,193	2,688
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	622	583	541	484
无形资产	121	121	121	126
非流动资产合计	1,179	1,143	1,109	1,066
资产合计	3,225	3,088	3,301	3,754
短期借款	321	271	261	251
应付账款及票据	231	258	370	568
其他流动负债	315	308	309	318
流动负债合计	868	837	941	1,138
长期借款	105	85	80	75
其他长期负债	645	670	695	720
非流动负债合计	750	755	775	795
负债合计	1,618	1,592	1,715	1,933
股本	84	84	84	84
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,607	1,496	1,586	1,821
负债和股东权益合计	3,225	3,088	3,301	3,754

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-46.81	-16.28	36.15	40.58
EBIT 增长率	-51.39	84.00	437.51	100.28
净利润增长率	-144.31	82.04	201.92	142.71
盈利能力 (%)				
毛利率	-0.44	2.62	9.74	12.01
净利率	-21.55	-4.62	3.46	5.97
总资产收益率 ROA	-17.32	-3.25	3.10	6.61
净资产收益率 ROE	-34.75	-6.70	6.44	13.62
偿债能力				
流动比率	2.36	2.32	2.33	2.36
速动比率	1.94	1.88	1.92	1.93
现金比率	0.41	0.49	0.46	0.44
资产负债率 (%)	50.16	51.56	51.96	51.49
经营效率				
应收账款周转天数	143.05	95.00	80.00	70.00
存货周转天数	63.78	42.00	36.00	35.00
总资产周转率	0.60	0.69	0.92	1.18
每股指标 (元)				
每股收益	-6.65	-1.19	1.22	2.95
每股净资产	19.13	17.80	18.88	21.67
每股经营现金流	4.28	2.96	1.59	2.05
每股股利	0.12	0.13	0.14	0.15
估值分析				
PE	/	/	32	13
PB	2.0	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	/	73.19	15.01	9.35
股息收益率 (%)	0.31	0.34	0.37	0.40

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-558	-100	102	248
折旧和摊销	137	108	102	94
营运资金变动	461	180	-120	-221
经营活动现金流	360	248	134	172
资本开支	-74	-91	-71	-56
投资	121	0	0	0
投资活动现金流	50	-93	-73	-58
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,100	-45	10	10
筹资活动现金流	-500	-96	-41	-43
现金净流量	-92	60	19	72

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048