

## 光学 OCA 胶国产替代先锋，利润短期承压

### 核心观点

- **光学 OCA 胶国产替代先锋，营收端有望持续放量。**24 年公司电子级胶粘材料 14.3 亿元，同比增长 66%，其中绝大多数增量由 OCA 光学胶贡献。24 年公司光学显示相关材料取得营收 5.5 亿元，同比超翻倍增长。光学显示相关材料长期由美国和日本供应商占据绝大多数的市场份额。从市场规模来看，OCA 广泛应用于各大终端的触摸屏模组中，预计 31 年全球 OCA 市场规模将攀升至 42.7 亿美元。近年来公司在折叠屏和 VR 眼镜领域陆续取得突破，在全球销量折叠屏持续增长的背景下，预计 25 年全球折叠屏 OCA 胶规模将突破 60 亿元，若按照公司 24 年营收来看，份额仅个位数，未来公司在终端品牌厂以及下游直接屏厂中均有广阔提升空间，在关税不确定性背景下进口替代进程有望加速。
- **加快垂直产业链整合，构建一体化产业链。**公司持续布局垂直产业链，不断提升 PET 光学基膜、胶粘剂的自制比率，实现胶&膜的协同发展，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。以 OCA 光学胶为例，公司实现关键材料自制率超 70%。得益于一体化布局优势，公司 MLCC 离型膜也已取得突破，24 年微电子相关材料收入 1.12 亿，大部分为 MLCC 离型膜，公司在国内主流 MLCC 制造商均已量产供货，后续起量后盈利能力有望逐步提升。
- **利润端受前期投入影响承压，待折旧高峰过后利润有望快速放量。**24 年公司分业务毛利率均有所下滑，主要由于各类前期投资转固后带来的折旧成本及费用的增加。24 年折旧费用 3.7 亿元，同比增长 49%，研发费用 1.3 亿元，同比增长 41%。25 年预计折旧费用仍将小幅上升，后续折旧增幅将有所收窄直至平稳，销售端的规模效应有望逐步体现。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 1.41、2.75、4.39 亿元（原 25-26 年预测分别为 2.38、3.89 亿元，主要下调毛利率预测，上调收入预测），根据可比公司 26 年 32 倍 PE，对应目标价为 19.52 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、毛利率下降风险。

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,969	2,691	3,535	4,431	5,345
同比增长(%)	4.9%	36.7%	31.4%	25.4%	20.6%
营业利润(百万元)	45	34	162	311	493
同比增长(%)	-75.5%	-24.4%	376.1%	92.0%	58.6%
归属母公司净利润(百万元)	56	55	141	275	439
同比增长(%)	-66.6%	-2.1%	157.1%	95.0%	59.5%
每股收益(元)	0.12	0.12	0.31	0.61	0.97
毛利率(%)	27.3%	24.6%	26.0%	27.4%	28.8%
净利率(%)	2.8%	2.0%	4.0%	6.2%	8.2%
净资产收益率(%)	2.6%	2.5%	6.1%	10.9%	15.3%
市盈率	137.3	140.2	54.6	28.0	17.5
市净率	3.5	3.5	3.2	2.9	2.5

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。

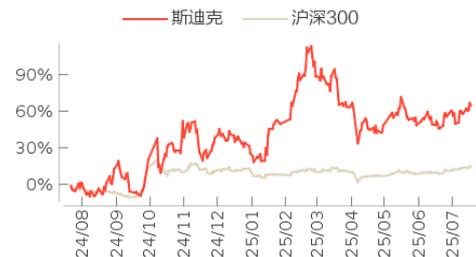
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2025年07月18日）	16.98 元
目标价格	19.52 元
52 周最高价/最低价	23.33/9.19 元
总股本/流通 A 股（万股）	45,330/31,642
A 股市值（百万元）	7,697
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 07 月 20 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	4.24	9.97	13.8	66.08
相对表现%	3.15	5.23	6.22	50.81
沪深 300%	1.09	4.74	7.58	15.27



### 证券分析师

韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524110001

### 联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

### 相关报告

业绩短期承压，“OCA+新能源+微电子” 2024-04-24  
 三大业务增长极明确

## 盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 1.41、2.75、4.39 亿元（原 25-26 年预测分别为 2.38、3.89 亿元，主要下调毛利率预测，上调收入预测），根据可比公司 26 年 32 倍 PE，对应目标价为 19.52 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			
			2025/7/18	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
洁美科技	002859	20.90	0.47	0.65	0.86	1.20	44.55	32.37	24.23	17.49	
松井股份	688157	30.07	0.55	0.81	1.19	1.60	54.45	37.04	25.33	18.78	
德邦科技	688035	41.16	0.69	1.15	1.64	2.14	60.09	35.89	25.14	19.25	
晶瑞电材	300655	10.24	-0.17	0.10	0.13	0.18	-60.41	106.44	79.44	57.11	
国瓷材料	300285	18.19	0.61	0.76	0.91	1.08	29.99	24.02	20.08	16.80	
瑞华泰	688323	15.30	-0.32	0.06	0.29	0.67	-48.08	275.18	51.97	22.76	
	最大值						60.09	275.18	79.44	57.11	
	最小值						(60.41)	24.02	20.08	16.80	
	平均数						13.43	85.16	37.70	25.37	
	调整后平均						20.23	52.94	31.67	19.57	

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、毛利率下降风险。

**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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	371	195	256	321	387	营业收入	1,969	2,691	3,535	4,431	5,345
应收票据、账款及款项融资	975	1,436	1,887	2,365	2,853	营业成本	1,432	2,029	2,615	3,216	3,807
预付账款	57	60	78	98	119	营业税金及附加	19	25	33	41	50
存货	653	748	964	1,186	1,404	销售费用	72	85	104	126	152
其他	113	91	95	100	105	管理费用及研发费用	349	407	507	600	703
<b>流动资产合计</b>	<b>2,170</b>	<b>2,529</b>	<b>3,281</b>	<b>4,070</b>	<b>4,868</b>	财务费用	72	106	114	137	141
长期股权投资	92	114	114	114	114	资产、信用减值损失	29	101	60	60	60
固定资产	3,513	4,389	4,694	4,343	4,011	公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
在建工程	1,031	168	171	297	398	投资净收益	(5)	(8)	0	0	0
无形资产	178	174	174	174	174	其他	54	104	60	60	60
其他	235	266	257	256	256	<b>营业利润</b>	<b>45</b>	<b>34</b>	<b>162</b>	<b>311</b>	<b>493</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,049</b>	<b>5,111</b>	<b>5,409</b>	<b>5,185</b>	<b>4,954</b>	营业外收入	0	5	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7,219</b>	<b>7,640</b>	<b>8,690</b>	<b>9,255</b>	<b>9,822</b>	营业外支出	8	2	5	5	5
短期借款	898	1,304	2,432	2,630	2,681	<b>利润总额</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>157</b>	<b>306</b>	<b>488</b>
应付票据及应付账款	586	675	870	1,069	1,266	所得税	(19)	(16)	16	31	49
其他	980	715	718	722	726	<b>净利润</b>	<b>56</b>	<b>53</b>	<b>141</b>	<b>275</b>	<b>439</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,464</b>	<b>2,694</b>	<b>4,020</b>	<b>4,422</b>	<b>4,673</b>	少数股东损益	(0)	(2)	0	0	0
长期借款	1,899	1,923	1,823	1,723	1,623	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>56</b>	<b>55</b>	<b>141</b>	<b>275</b>	<b>439</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.12	0.12	0.31	0.61	0.97
其他	679	806	458	458	458						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,578</b>	<b>2,729</b>	<b>2,281</b>	<b>2,181</b>	<b>2,081</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>5,042</b>	<b>5,422</b>	<b>6,301</b>	<b>6,603</b>	<b>6,753</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	2	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	453	453	453	453	453	营业收入	4.9%	36.7%	31.4%	25.4%	20.6%
资本公积	749	745	780	780	780	营业利润	-75.5%	-24.4%	376.1%	92.0%	58.6%
留存收益	974	1,020	1,156	1,419	1,835	归属于母公司净利润	-66.6%	-2.1%	157.1%	95.0%	59.5%
其他	(0)	(0)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,178</b>	<b>2,217</b>	<b>2,389</b>	<b>2,652</b>	<b>3,068</b>	毛利率	27.3%	24.6%	26.0%	27.4%	28.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,219</b>	<b>7,640</b>	<b>8,690</b>	<b>9,255</b>	<b>9,822</b>	净利率	2.8%	2.0%	4.0%	6.2%	8.2%
						ROE	2.6%	2.5%	6.1%	10.9%	15.3%
						ROIC	3.1%	3.4%	3.8%	5.5%	7.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	69.8%	71.0%	72.5%	71.3%	68.8%
净利润	56	53	141	275	439	净负债率	150.2%	162.0%	190.8%	173.2%	145.9%
折旧摊销	249	367	395	426	432	流动比率	0.88	0.94	0.82	0.92	1.04
财务费用	72	106	114	137	141	速动比率	0.60	0.63	0.55	0.62	0.71
投资损失	5	8	0	0	0	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(296)	(569)	(544)	(576)	(586)	应收账款周转率	2.4	2.5	2.3	2.3	2.3
其它	55	125	(288)	55	55	存货周转率	2.5	2.7	2.7	2.7	2.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>142</b>	<b>90</b>	<b>(183)</b>	<b>317</b>	<b>480</b>	总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
资本支出	(909)	(368)	(701)	(201)	(201)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(41)	(34)	0	0	0	每股收益	0.12	0.12	0.31	0.61	0.97
其他	267	102	0	0	0	每股经营现金流	0.31	0.20	-0.40	0.70	1.06
<b>投资活动现金流</b>	<b>(683)</b>	<b>(301)</b>	<b>(701)</b>	<b>(201)</b>	<b>(201)</b>	每股净资产	4.80	4.89	5.27	5.85	6.77
债权融资	409	(204)	(100)	(100)	(100)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(17)	(4)	35	0	0	市盈率	137.3	140.2	54.6	28.0	17.5
其他	(177)	265	1,010	49	(113)	市净率	3.5	3.5	3.2	2.9	2.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>215</b>	<b>56</b>	<b>945</b>	<b>(51)</b>	<b>(213)</b>	EV/EBITDA	24.3	17.6	13.3	10.2	8.4
汇率变动影响	4	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	76.0	63.6	32.4	19.9	14.1
<b>现金净增加额</b>	<b>(321)</b>	<b>(153)</b>	<b>61</b>	<b>65</b>	<b>66</b>						

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](http://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。