

离型膜放量盈利能力改善，复合集流体产能加速扩张

核心观点

- 营收稳健增长，电子级薄膜材料步入放量期。**公司 25H1 取得营收 9.6 亿元，同比增长 15%，其中 Q2 营收 5.5 亿元，同比增长 15%，环比增长 32%。下游 AI 终端新应用起量推动公司稼动率进一步向上。其中上半年电子级薄膜材料收入 1.2 亿元，同比增长 61%，此前部分投资者担心公司 MLCC 离型膜验证周期较长，国产替代节奏较慢，从上半年营收来看公司离型膜业务逐步进入放量阶段，在国内客户稳定批量供货且基本完成自制基膜的产品切换，同时也顺利完成了韩日系大客户（三星、村田）的验证和批量供货，其中韩系客户海外基地也通过了认证测试，目前正在逐步放量中。在营收放量的同时，薄膜材料盈利能力也显著改善，25H1 毛利率同比提升 8.9pct 至 12.0%。
- 向复合集流体领域延伸，加速产能扩张。**公司上半年增资子公司柔震科技，加速布局新能源电池正负极材料，帮助其结合客户需求开启复合集流体扩产项目。产能方面，复合铝箔计划 2025 年增加 7 条生产线，其中 4 条线已经陆续到位开始安装；复合铜箔（PET 铜箔、PP 铜箔）计划 2025 年增加 4 条生产线，其中 3 条线也已经预定。客户方面，柔震科技订单数量同比去年同期增长超 40%，实现 3 家客户批量出货，覆盖国内外消费电池、动力电池、储能电池等多重领域，并积极开拓人形机器人等新型应用领域。
- 完成平台化材料企业布局，从被动元件延伸至半导体、新能源等多个领域。**公司以纸质载带起家，此前多围绕被动元件上游生产耗材布局，后拓展半导体塑料载带业务，通过整合柔震科技进一步进军新能源电池正负极材料领域，且柔震未来有望进一步导入 PCB 上游载体铜箔等领域。短期公司高端 MLCC 离型膜在海外头部客户放量进程加速，带动营收及盈利能力向上，长期公司内生外延形成平台型布局打造多元增长点，未来将不再依赖被动元件单一领域下游需求。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.69/0.96/1.29 元（原 25-27 年预测分别为 0.69/0.91/1.23 元，主要考虑离型膜放量上修 26-27 年收入及毛利率预测），根据可比公司 26 年 41 倍 PE 估值，对应目标价为 39.36 元，维持买入评级。

风险提示

- 下游需求复苏不及预期、客户拓展不及预期、国产化率不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,572	1,817	2,268	2,765	3,367
同比增长(%)	20.8%	15.6%	24.8%	21.9%	21.8%
营业利润(百万元)	286	216	332	460	620
同比增长(%)	60.9%	-24.5%	53.5%	38.7%	34.7%
归属母公司净利润(百万元)	256	202	298	414	558
同比增长(%)	54.1%	-20.9%	47.6%	38.7%	34.7%
每股收益(元)	0.59	0.47	0.69	0.96	1.29
毛利率(%)	35.8%	34.2%	34.5%	35.5%	36.3%
净利率(%)	16.3%	11.1%	13.2%	15.0%	16.6%
净资产收益率(%)	8.9%	6.8%	9.5%	11.7%	13.8%
市盈率	51.9	65.7	44.5	32.1	23.8
市净率	4.5	4.5	4.0	3.5	3.1

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08月29日）	30.8 元
目标价格	39.36 元
52 周最高价/最低价	30.94/15.26 元
总股本/流通 A 股（万股）	43,094/40,561
A 股市值（百万元）	13,273
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 08 月 31 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.25	25.87	63.22	84.98
相对表现%	0.54	17.57	46.68	47.79
沪深 300%	2.71	8.3	16.54	37.19



证券分析师	
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

联系人	
朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
李晋杰	lijinjie@orientsec.com.cn

相关报告	
营收稳健增长，离型膜放量在即	2025-04-16
四季度景气延续，24 年周期与成长共舞	2024-01-19

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.69/0.96/1.29 元（原 25-27 年预测分别为 0.69/0.91/1.23 元，主要考虑离型膜放量上修 26-27 年收入及毛利率预测），根据可比公司 26 年 41 倍 PE 估值，对应目标价为 39.36 元，维持买入评级。

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			
		2025/8/29	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
国瓷材料	300285	22.90	0.61	0.74	0.89	1.07	37.75	30.79	25.66	21.48	
三环集团	300408	44.22	1.14	1.43	1.74	2.10	38.69	30.96	25.46	21.05	
松井股份	688157	40.36	0.55	0.76	1.14	1.60	73.08	53.28	35.37	25.20	
博迁新材	605376	49.18	0.33	0.94	1.46	1.90	147.07	52.35	33.65	25.87	
晶瑞电材	300655	11.85	-0.17	0.11	0.14	0.18	-69.91	110.13	85.99	65.76	
德福科技	301511	36.59	-0.39	0.17	0.53	0.95	-94.09	215.11	69.42	38.62	
	最大值						147.07	215.11	85.99	65.76	
	最小值						(94.09)	30.79	25.46	21.05	
	平均数						22.10	82.10	45.92	33.00	
	调整后平均						19.90	61.68	41.02	27.79	

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

下游需求复苏不及预期、客户拓展不及预期、国产化率不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	570	547	344	464	800
应收票据、账款及款项融资	542	620	774	944	1,149
预付账款	24	19	24	30	36
存货	393	448	490	499	515
其他	45	102	108	114	122
流动资产合计	1,574	1,736	1,740	2,050	2,622
长期股权投资	22	20	20	20	20
固定资产	2,708	2,871	3,495	3,936	4,233
在建工程	457	1,297	1,182	959	787
无形资产	243	266	260	254	248
其他	148	225	222	219	216
非流动资产合计	3,578	4,679	5,179	5,389	5,504
资产总计	5,151	6,415	6,919	7,439	8,126
短期借款	462	555	555	555	555
应付票据及应付账款	295	422	525	630	758
其他	136	335	336	336	337
流动负债合计	893	1,313	1,416	1,522	1,651
长期借款	597	1,465	1,465	1,465	1,465
应付债券	553	571	571	571	571
其他	130	101	101	101	101
非流动负债合计	1,280	2,137	2,137	2,137	2,137
负债合计	2,173	3,450	3,553	3,659	3,788
少数股东权益	(0)	20	20	20	20
实收资本（或股本）	433	431	431	431	431
资本公积	904	801	904	904	904
留存收益	1,536	1,602	1,900	2,314	2,872
其他	106	111	111	111	111
股东权益合计	2,979	2,965	3,366	3,780	4,338
负债和股东权益总计	5,151	6,415	6,919	7,439	8,126

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	256	202	298	414	558
折旧摊销	128	161	172	208	237
财务费用	(13)	26	41	52	49
投资损失	1	4	0	0	0
营运资金变动	(101)	(41)	(112)	(93)	(117)
其它	(32)	(98)	8	9	10
经营活动现金流	239	255	408	589	738
资本支出	(717)	(1,179)	(672)	(417)	(352)
长期投资	(22)	2	0	0	0
其他	70	132	0	0	0
投资活动现金流	(668)	(1,045)	(672)	(417)	(352)
债权融资	172	1,037	0	0	0
股权融资	(15)	(104)	103	0	0
其他	(253)	(171)	(41)	(52)	(49)
筹资活动现金流	(97)	761	61	(52)	(49)
汇率变动影响	11	6	-0	-0	-0
现金净增加额	(516)	(23)	(203)	120	336

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,572	1,817	2,268	2,765	3,367
营业成本	1,009	1,196	1,486	1,783	2,146
营业税金及附加	25	23	28	34	42
销售费用	32	30	35	41	47
管理费用及研发费用	230	330	348	397	463
财务费用	(13)	26	41	52	49
资产、信用减值损失	9	6	8	9	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	(1)	(4)	0	0	0
其他	8	13	10	10	10
营业利润	286	216	332	460	620
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	2	0	0	0
利润总额	285	215	332	460	620
所得税	29	13	33	46	62
净利润	256	202	298	414	558
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
归属于母公司净利润	256	202	298	414	558
每股收益（元）	0.59	0.47	0.69	0.96	1.29

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	20.8%	15.6%	24.8%	21.9%	21.8%
营业利润	60.9%	-24.5%	53.5%	38.7%	34.7%
归属于母公司净利润	54.1%	-20.9%	47.6%	38.7%	34.7%
获利能力					
毛利率	35.8%	34.2%	34.5%	35.5%	36.3%
净利率	16.3%	11.1%	13.2%	15.0%	16.6%
ROE	8.9%	6.8%	9.5%	11.7%	13.8%
ROIC	5.4%	4.4%	5.6%	7.2%	8.8%
偿债能力					
资产负债率	42.2%	53.8%	51.4%	49.2%	46.6%
净负债率	36.9%	75.9%	72.9%	61.8%	46.1%
流动比率	1.76	1.32	1.23	1.35	1.59
速动比率	1.32	0.98	0.88	1.02	1.27
营运能力					
应收账款周转率	3.7	3.3	3.4	3.4	3.4
存货周转率	2.7	2.8	3.2	3.6	4.2
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
每股指标（元）					
每股收益	0.59	0.47	0.69	0.96	1.29
每股经营现金流	0.55	0.59	0.95	1.37	1.71
每股净资产	6.91	6.83	7.77	8.73	10.02
估值比率					
市盈率	51.9	65.7	44.5	32.1	23.8
市净率	4.5	4.5	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	35.4	35.2	26.0	19.7	15.7
EV/EBIT	51.9	58.5	38.1	27.7	21.2

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。