



# 凯盛科技 (600552.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 自主可控，UTG 护航空天

### 投资逻辑

**UTG 玻璃：护航空天，商业航天需求增量显著。** UTG 玻璃有望成为柔性太阳翼方案中的重要封装材料，如果未来高峰期年发射 10000 颗卫星，对应 UTG 玻璃高峰期年需求量有望达 300 万平。过去 UTG 玻璃主要用于手机折叠屏领域，根据 IDC 数据，2024 年全球折叠屏出货量 1530 万台，按照单台 0.02 平米测算，对应 UTG 需求量仅 30.6 万平，商业航天有望带来显著增量。

**公司 UTG 玻璃优势体现为：**1) 先发优势，公司 2019 年进入 UTG 玻璃产业链，2024 年开始布局商业航天，并已通过航天钙钛矿客户认证；2) 稀缺性，根据公司年报，公司为国内唯一覆盖“高强玻璃—极薄薄化—高精度后加工”的全国产化超薄柔性玻璃产业链。UTG 二期预计于 2026 年 4 月投产，达产后叠加一期项目可实现产能 1700 万片/年。

主业基本盘稳固，显示材料&应用材料持续开拓新需求。公司主业收入&利润大部分来自显示模组，由子公司国显科技贡献，2024 年国显科技收入 30.8 亿元，占公司当期总营收的 62.9%；净利润为 1.37 亿元，按照持股比例 75.58%测算，占公司当期归母 73.7%。应用材料方面，从传统陶瓷、耐火材料向电子、新能源、半导体等高附加值材料转型。目前，公司球硅产品可以用于高速覆铜板生产，年产 5000 吨合成石英砂生产线项目已启动试生产，可以应用于电子级硅溶胶、电子封装材料、半导体器件。

### 盈利预测、估值和评级

我们看好①商业航天景气向上，UTG 玻璃有望成为未来重要的封装材料，需求有望大幅提升；②先发优势明显，0→1 阶段率先受益行业放量；③国内唯一 UTG 全产业链自主化，自主可控稀缺性强。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.12、2.37、2.51 亿，现价对应 PE 分别为 55.2、49.5、46.6 倍。公司是国内唯一全产业链 UTG 布局上市企业、且正在逐步拓展 TGV 玻璃基板业务，稀缺性较强可给予一定估值溢价，给予主业 2027 年 45xPE，对应主业市值 112.5 亿，公司前期投资 8.7 亿元用于 UTG 产能建设，按照商业航天可比公司 8.5xPB 给予 77.7 亿增量市值，合计目标市值 190 亿，对应目标价 20.1 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

卫星发射进展不及预期；技术路线迭代风险；UTG 下游验证不及预期；消费电子需求不及预期。

### 建筑建材组

分析师：李阳 (执业 S1130524120003)

liyang10@gjzq.com.cn

联系人：谭宸

tanchen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.57 元

目标价 (人民币)：20.10 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,010	4,894	5,759	6,437	7,095
营业收入增长率	8.37%	-2.32%	17.68%	11.77%	10.23%
归母净利润(百万元)	107	140	212	237	251
归母净利润增长率	-23.61%	30.76%	51.47%	11.42%	6.19%
摊薄每股收益(元)	0.113	0.148	0.225	0.250	0.266
每股经营性现金流净额	0.14	0.15	0.35	0.62	0.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.63%	3.36%	4.94%	5.33%	5.47%
P/E	117.47	76.90	55.17	49.52	46.63
P/B	3.09	2.58	2.73	2.64	2.55

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

1、公司概况：显示与应用材料齐驱并进	4
1.1、公司简介：凯盛集团旗下显示与应用材料平台	4
1.2、财务数据：业绩呈周期性波动，研发保持高投入	4
2、显示材料：UTG 全产业链自主化，商业航天的黄金配角	6
2.1、UTG 玻璃应用一：折叠屏手机，渗透率 1→N 加速，已供国内核心大客户	7
2.2、UTG 应用二：商业航天，空天光伏的重要封装材料	8
2.3、显示模组：成熟业务基本盘稳固	11
3、应用材料：立足锆系产品，不断推出高附加值新材料	12
3.1、锆系列：拓展应用场景，纳米氧化锆进入新能源电池和氢能领域	12
3.2、硅系列：球形石英粉+高纯二氧化硅，关注光伏、半导体需求放量	13
3.3、钛系列：MLCC 核心制备材料，国产替代空间广阔	14
4、盈利预测与投资建议	14
4.1、盈利预测	14
4.2、投资建议及估值	15
风险提示	16

## 图表目录

图表 1：股权结构与子公司情况（截至 2025/9/30，收入占比为 2025H1 数据）	4
图表 2：公司发展历程	4
图表 3：公司收入波动的周期性明显	5
图表 4：2018-2025Q3 归母净利润及同比增速	5
图表 5：显示材料贡献主要收入	5
图表 6：分业务毛利率对比	5
图表 7：毛利率、净利率表现	6
图表 8：研发费用率明显提升	6
图表 9：公司 UTG 项目分两期产能	6
图表 10：溢流下拉法示意图	7
图表 11：公司独创瀑布流法	7
图表 12：2020 - 2027 年全球折叠屏手机出货量及预测	7
图表 13：折叠屏手机材料的技术路径	7
图表 14：国内折叠屏手机市占率	8
图表 15：华为 Mate XTs 采取 UTG+非牛顿流体材料方案	8
图表 16：我国采用柔性太阳翼的商用航天卫星	8



图表 17: 伞形柔性太阳翼 .....	8
图表 18: AMO 和 AM1.5g 光谱的强度和范围均有差异 .....	9
图表 19: 不同轨道高度环境成分不同 .....	9
图表 20: CPI 和 UTG 性能参数对比 .....	10
图表 21: 天基算力网络应用场景 .....	10
图表 22: 触控显示模组产业链 .....	11
图表 23: 深圳国显收入及 yoy .....	12
图表 24: 深圳国显净利润及 yoy .....	12
图表 25: 2014-2025H1 应用材料收入及 yoy .....	12
图表 26: 2014-2025H1 应用材料毛利率 .....	12
图表 27: 2016-2025H1 蚌埠中恒收入及 yoy .....	13
图表 28: 2016-2025H1 蚌埠中恒净利润及 yoy .....	13
图表 29: 球形二氧化硅应用产业链 .....	14
图表 30: 高纯石英产业链 .....	14
图表 31: 全球 MLCC 配方粉市场竞争格局 (2023) .....	14
图表 32: 分业务收入预测 .....	15
图表 33: 可比公司估值 (截至 2026/1/16) .....	16
图表 34: 商业航天可比公司估值 (Pb-If, 2026/1/16) .....	16



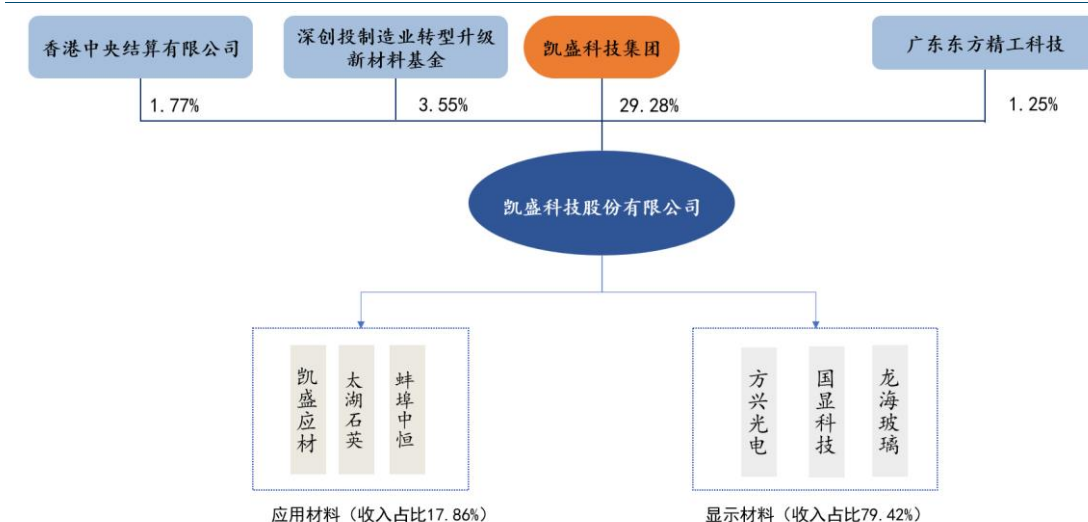
## 1、公司概况：显示与应用材料齐驱并进

### 1.1、公司简介：凯盛集团旗下显示与应用材料平台

公司位于安徽省蚌埠市，成立于 2000 年 9 月，2002 年 11 月于上交所上市。公司主营业务包含显示材料板块和应用材料板块，均属于国家重点发展的新兴产业。公司起步于传统玻璃，后逐步切入显示材料和应用材料领域，近年来重点推进产品包括 UTG、高纯二氧化硅、球形硅微粉等业务。截至 2025H1，公司显示材料/应用材料实现收入 21.96/4.94 亿元，分别同比+43.75%/-23.81%。

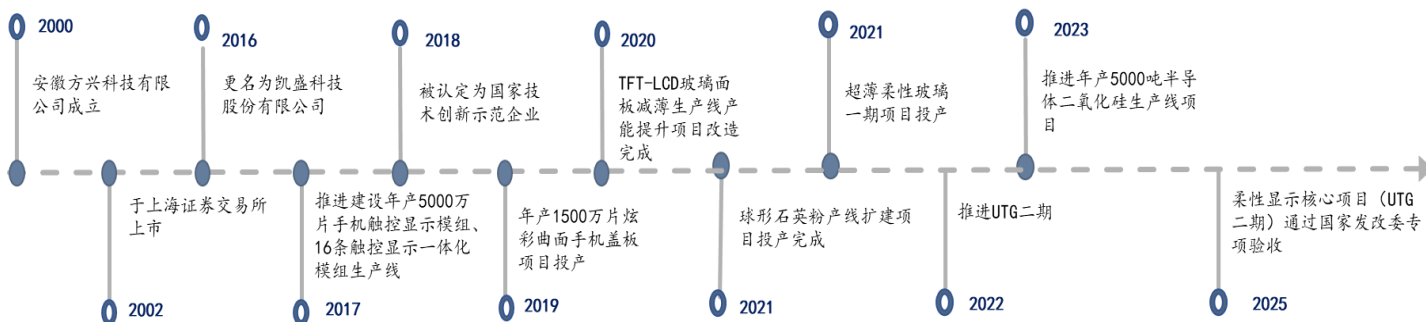
公司是央企、大股东为凯盛科技集团。截至 2025Q3，公司第一大股东为凯盛科技集团有限公司，持股比例为 29.28%。凯盛科技集团的实控人为中国建材集团，持股比例 100%，中国建材集团实控人为国资委。

图表1：股权结构与子公司情况（截至 2025/9/30，收入占比为 2025H1 数据）



来源：iFind，国金证券研究所

图表2：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

### 1.2、财务数据：业绩呈周期性波动，研发保持高投入

业绩周期波动性较为明显，显示材料业务占比逐步回升。2025Q1-Q3 实现收入/归母净利润 43.1 亿元/1.3 亿元，分别同比+20.6%/+15.1%。业务结构方面，2025H1 显示材料收入占比 79%、应用材料 18%，显示材料毛利占比 77%、应用材料 17%。

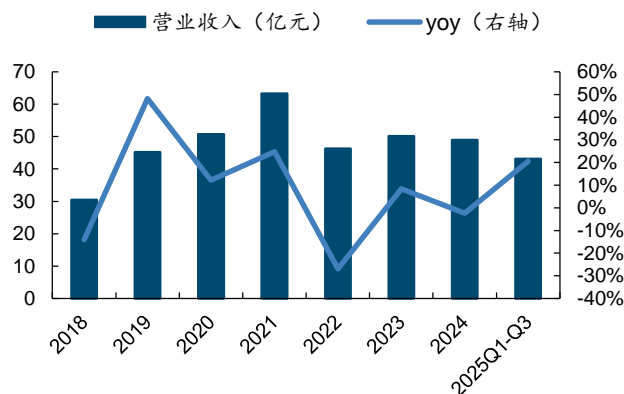
1) 显示材料业务：主要包括超薄电子玻璃、柔性可折叠玻璃（UTG）、ITO 导电膜玻璃、柔性触控、面板减薄、显示触控一体化模组，拥有较为完整的显示产业链。2025H1 显示材料业务收入 21.96 亿元，同比+43.75%，主因显示模组业务有所修复，深圳国显（持股 75.6%）实现收入/净利润为 18.9/0.8 亿元，同比+45.2%/+43.4%。2023 年以前毛利率普遍在 10-15%、低于应用材料板块，随着 UTG 等高毛利业务占比提升，毛利率持续修复，2025H1 显示材料业务毛利率 15.79%，同比+1.91pct；

2) 应用材料业务：产品主要围绕锆、硅、钛三种元素，立足锆系产品，如电熔氧化锆、

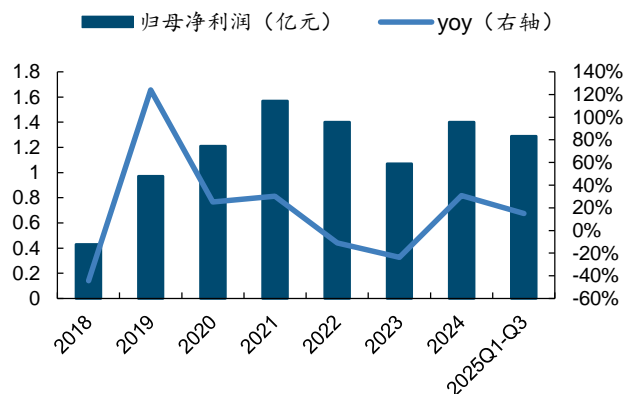


硅酸锆、稳定锆等，在此基础上扩大产品系列，例如球形石英粉、高纯合成二氧化硅、纳米钛酸钡、稀土抛光粉等产品。2014-2023 年公司应用材料板块实现稳增长、收入 CAGR 达 15%，其中 2023 年收入 15.85 亿元，同比+17.3%，2024-2025H1 受行业周期下行影响，应用材料有所承压。2025H1 应用材料业务收入 4.94 亿元，同比-23.81%，毛利率为 15.26%，同比-3.57pct。

图表3：公司收入波动的周期性明显



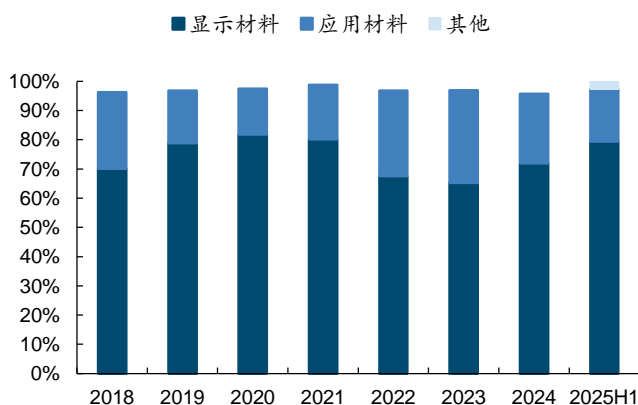
图表4：2018-2025Q3 归母净利润及同比增速



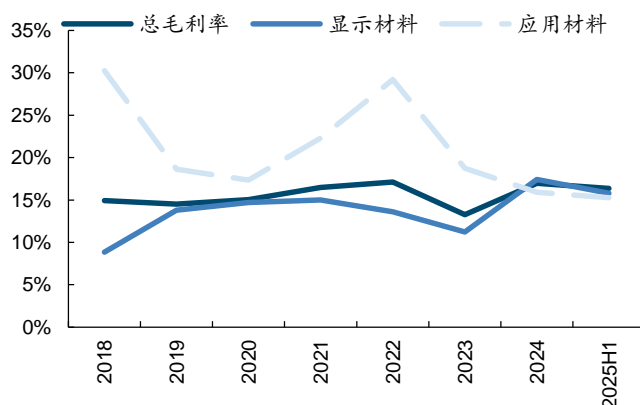
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

图表5：显示材料贡献主要收入



图表6：分业务毛利率对比



来源：iFind，国金证券研究所

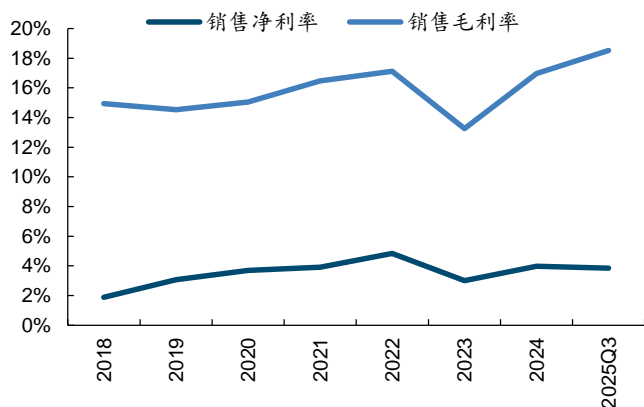
来源：iFind，国金证券研究所

盈利能力窄幅波动，高研发收入筑牢技术壁垒。2025Q3 公司毛利率/净利率分别为 18.52%/3.85%，分别同比-0.16/-0.57pct。费用端，公司持续投入研发端，研发费用率持续稳定在 4%以上，2019 年公司进入 UTG 领域之后研发费率继续提升，2022-2024 年研发费用分别为 2.88、3.03、4.33 亿元，占收入比重分别为 6.23%、6.05%、8.84%。

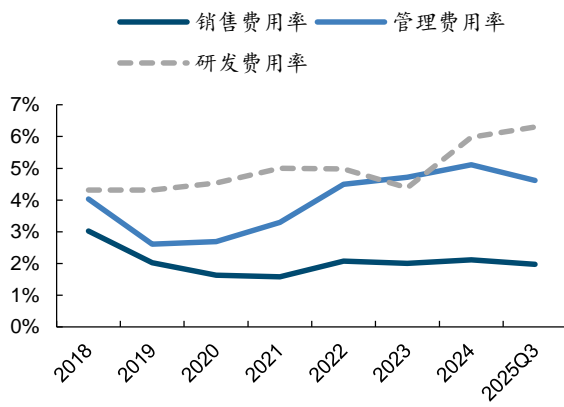




图表7：毛利率、净利率表现



图表8：研发费用率明显提升



来源：iFind, 国金证券研究所

来源：iFind, 国金证券研究所

## 2、显示材料：UTG 全产业链自主化，商业航天的黄金配角

公司显示材料主要包括柔性可折叠玻璃 (UTG)、超薄电子玻璃、ITO 导电膜玻璃、柔性触控、面板减薄、显示触控一体化模组。其中，近期市场关注度最高的为 UTG 玻璃，可用于商业航天及折叠屏领域，业务体量占比最高的为显示模组业务，由深圳国显负责。

UTG 领域公司具备先发优势和稀缺性，先发优势体现在 2019 年切入消费电子领域的 UTG 玻璃，并于 2024 年布局航天领域，稀缺性体现在全产业链自主化在国内较为少见。UTG 链条大体分为原片-减薄-钢化-镀膜 4 个环节，从行业格局视角，原片大部分来自海外企业，例如康宁、肖特、NEG 等，国内主要有公司、东旭等；下游深加工领域，国内主要有公司、赛德、蓝思科技、长信科技。其中，大部分后段加工企业需要外采原片，无法实现全产业链自主化。根据公司公告，公司联合中研院自主研发的 30 微米超薄柔性玻璃 (UTG)，是国内唯一覆盖“高强玻璃—极薄薄化—高精度后加工”的全国产化超薄柔性玻璃产业链，产品性能领先。

目前 UTG 超薄柔性玻璃的加工方法，可分为一次成形法和二次成形法。其中，一次成形是指从窑炉里直接拉引 30-70  $\mu\text{m}$  的柔性玻璃原片，可直接进行后段切割、强化、镀膜等精加工，主要包含了溢流下拉法、狭缝下拉法；二次成型法主要是指化学减薄法，通过对较厚的玻璃原片进行刻蚀减薄后，再进行后续的精加工。公司传统工艺是通过浮法成型工艺生产出 200-250 $\mu\text{m}$  UTG 专用原片，原片尺寸 1092\*1244mm，再通过顶喷减薄的方式将产品减薄至 30 $\mu\text{m}$ -70 $\mu\text{m}$ ；同时，公司也正在逐步突破一体化成型技术，开发完全具有自主知识产权的瀑布流法，可一次成型生产 30-100  $\mu\text{m}$  的 UTG 原片玻璃。

产能角度，凯盛二期 UTG 产能投放在即，自研“瀑布流法”一体化成型技术。公司一期产能 200 万片/年生产稳定，二期 1500 万片/年预期在 2026 年 4 月投产，前期项目投产有延迟主要系适配下游需求，UTG 二期产线建将更聚焦产线自动化、智能化以及产品尺寸兼容性，进一步优化产线建设水平。

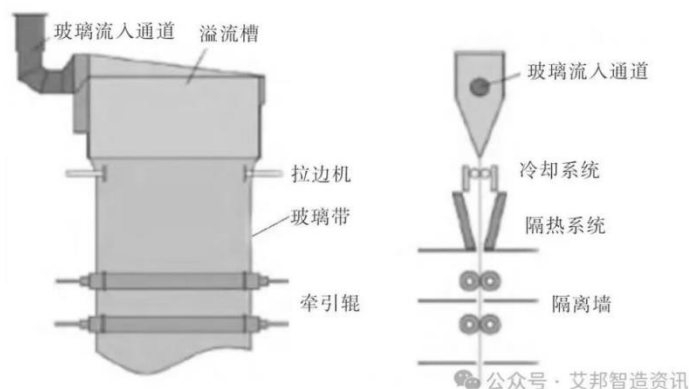
图表9：公司 UTG 项目分两期产能

公司项目	产能	投资规模	建设进展
超薄柔性玻璃 (UTG) 一期项目	已达 20 万片/月	在现有中试线的基础上，再新增投资 4981 万元	产能折合 6.9 寸，已达 20 万片/月（根据产品规格、良率不同，有波动）
超薄柔性玻璃 (UTG) 二期项目	满产预计达 1500 万片/年	超 10 亿元人民币	已通过国家发改委专项验收，预计 2026/4 投产。

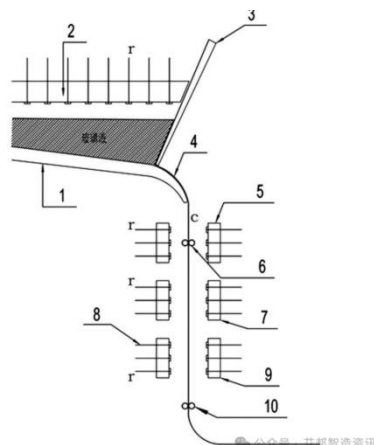
来源：公司公告，DIC 显示界微信公众号国金证券研究所



图表10：溢流下拉法示意图



图表11：公司独创瀑布流法



来源：艾邦智造微信公众号，国金证券研究所

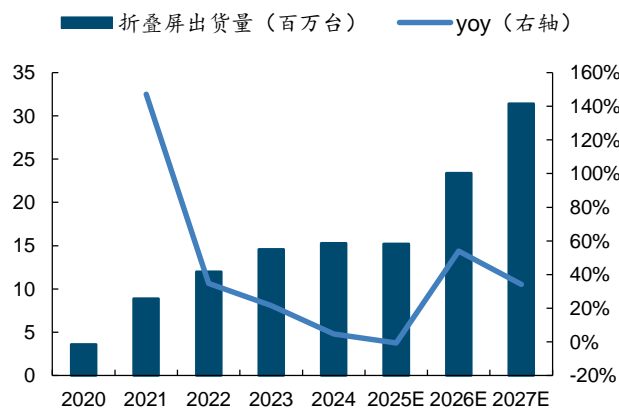
来源：艾邦智造微信公众号，国金证券研究所

## 2.1、UTG 玻璃应用一：折叠屏手机，渗透率 1→N 加速，已供国内核心大客户

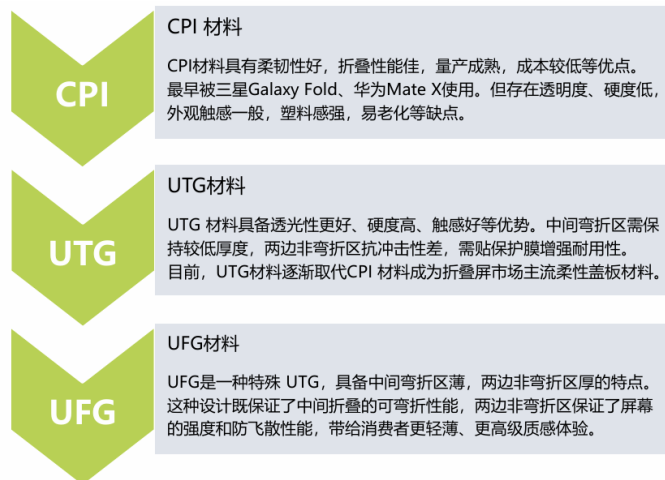
UTG 玻璃是目前主流的折叠屏材料，替代过去 CPI 方案。折叠屏发展初期采用 CPI 材料，但由于其透明度低、硬度低、外感触感一般等缺点，逐步被 UTG 方案替代，目前 UTG 已经成为主流材料，UTG 具备透光性更好、硬度高、触感好等优势。

折叠屏手机进入 1→N 放量阶段，有望带动 UTG 玻璃需求。根据 Canalys 数据显示，2025H1 折叠屏智能手机全球出货量为 660 万台。2024 年中国折叠屏手机出货量达 969 万台，2025 年前三季度出货量达到 762 万台。展望未来，根据艾瑞咨询预测，2026、2027 年折叠屏出货量有望达到 2340、3140 万台，分别同比+53%、34%。其中，三星三折叠、苹果折叠屏或有望成为 2026 年行业重要增量。根据外媒 MacRumors 报道，苹果首款折叠屏手机 iPhone Fold 将在 2026 年 9 月发布。

图表12：2020 - 2027 年全球折叠屏手机出货量及预测



图表13：折叠屏手机材料的技术路径



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

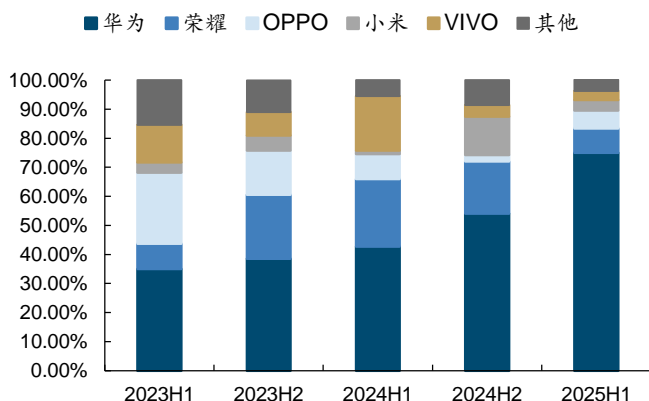
来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

公司已经批量产业化，用于折叠屏领域的 UTG 玻璃已形成批量出货，合作国内头部企业。根据 IDC 数据，华为在折叠屏领域市占率由 2023H1 的 35%提升至 2025H1 的 75%。华为 Mate XTs 三折叠屏幕中就使用了 30  $\mu$ m 的 UTG 玻璃作为底层材料，与非牛顿流体材料形成叠层，使 Mate XTs 屏幕抗冲击性能实现 30%提升。

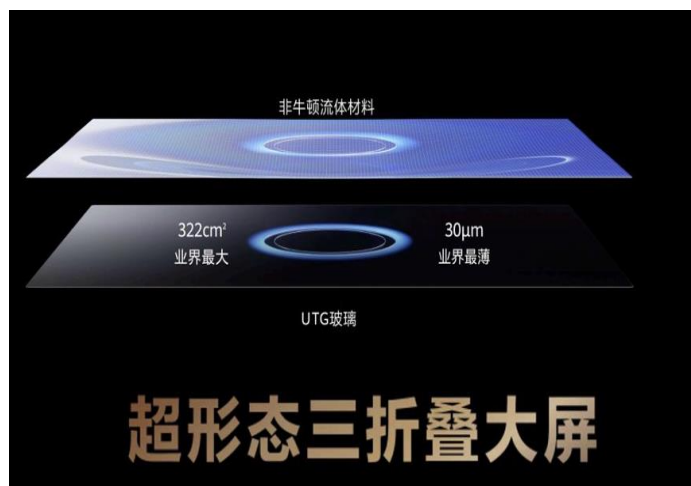
公司保持技术迭代，凯盛大股东是中国建材，同时依托中研院、国家重点实验室、玻璃新材料国家制造业创新中心等国家级创新平台，持续深入推进 UTG 迭代技术、不等厚 UFG 玻璃新技术、大尺寸 UTG 等技术，持续跟进产业技术路线迭代，保持行业领先地位。



图表14：国内折叠屏手机市占率



图表15：华为 Mate XTs 采取 UTG+非牛顿流体材料方案



来源：IDC，艾瑞咨询，国金证券研究所

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

## 2.2、UTG 应用二：商业航天，空天光伏的重要封装材料

公司 2025 年已通过航天钙钛矿客户验证（来源：公司公告）。

空天光伏所需封装材料与地面光伏不同，主因太空环境特殊。首先，太空光伏发电主要依托太阳翼，目前国内及 SPACEX 的 V2mini、V3 均采用柔性太阳翼方案，对于材料的可弯折性提出较高要求；其次，空间环境与地面环境不同，主要体现在光照强度、强辐射、高温差，对封装材料的抗辐射、抗冲击等特性提出较高要求。

### 1) 为什么空天光伏需要柔性太阳翼？

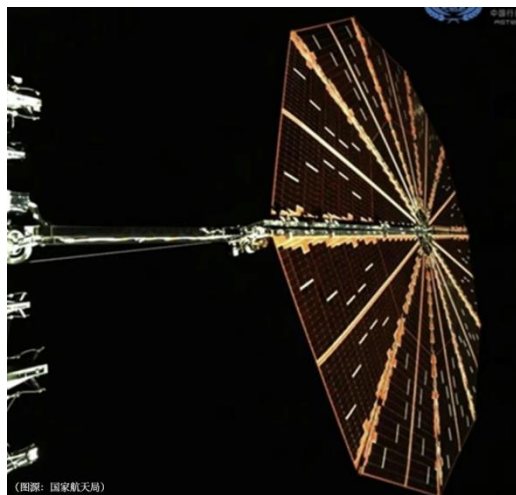
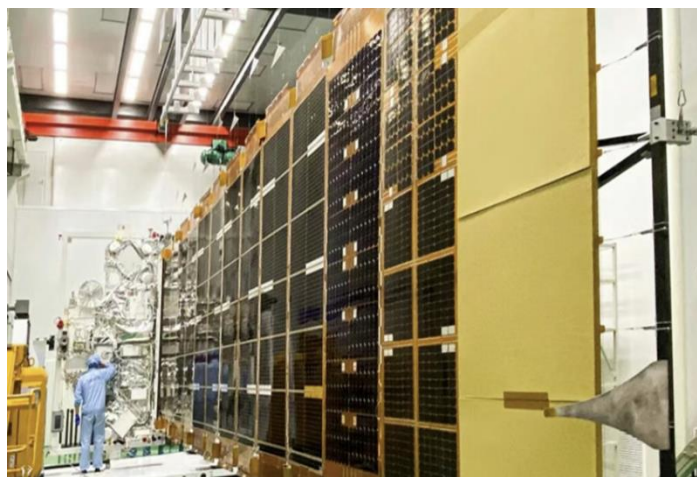
柔性太阳翼可以减重、减面积，便于实现“一箭多星”及模块化生产。早期，国际上仅有国际空间站、哈勃望远镜、EOS-AM、ADEOS-II 等航天器采用柔性太阳翼，我国也仅在空间站上首次应用柔性太阳翼。推动柔性太阳翼发展的核心驱动是功率需求逐步增大，传统刚性太阳翼体积过大，无法放入火箭整流罩，因此，“柔性电池”结合“柔性基板”方案逐步成为主流方案。

2023 年银河航天灵犀 03 星首次采用柔性太阳翼。柔性太阳翼的优势主要体现在：1) 让多星堆叠成为可能。面对一箭多星的发射需要，平板堆叠卫星是火箭空间利用率最高的方案，而柔性太阳翼几乎是平板卫星的唯一选项。（2）让 AIT 更加简洁快速。大部分柔性太阳翼采用模块化设计，大大降低集成难度与装配时间。特别是卷绕式柔性翼甚至可以在平躺的状态下进行整翼集成，无需依赖复杂的地面卸载系统，为整星批产做好技术上的准备。

（3）多应用场景适配。柔性太阳翼可以根据卫星任务选择不同构型、不同展开机构、不同电池的组，具备一定的用户定义性。

图表16：我国采用柔性太阳翼的商用航天卫星

图表17：伞形柔性太阳翼







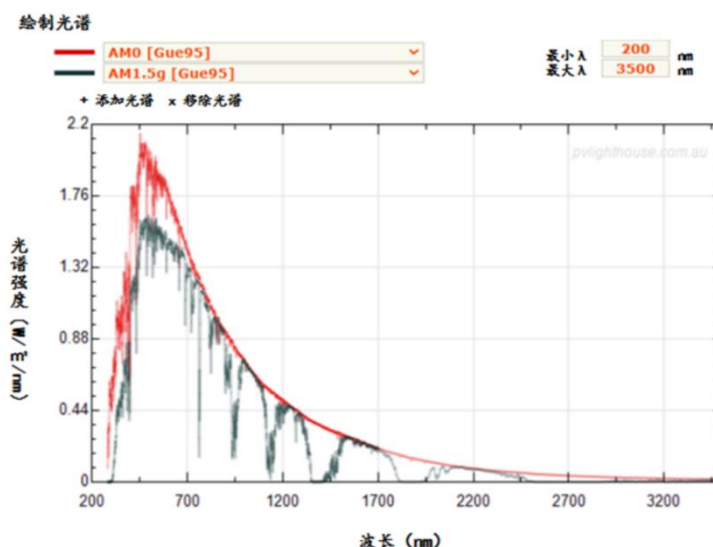
来源：你好太空微信公众号，国金证券研究所

来源：银河航天微信公众号，国金证券研究所

## 2) 太空环境与地面环境有何异同？

太空光照更充分且光谱有所不同。太阳光辐照强度随着与太阳的距离越远而减弱，由于大气层对太阳光有反射、漫散射、吸收等作用，实际达到地面的太阳辐照强度只有 30% 左右，研究上将地面接收到的太阳光称为标准光谱 AM1.5g，光强定义为  $1000\text{W}/\text{m}^2$ ；太空中的太阳光谱称为 AM0，光强约为  $1361\text{W}/\text{m}^2$ 。同时太阳光谱范围有着巨大的差异，在太阳光穿过大气层到达地表的过程中，波长小于 300nm 的光（紫外波段）被大气层中的氧气、臭氧、氮气吸收，波长为 900nm、1100nm、1400nm、1900nm 的光（近红外）被水蒸气吸收，1800nm 及 2600nm 的光（短波红外）被  $\text{CO}_2$  吸收，中波、长波红外光几乎无法到达地面。（数据参考银河航天《为什么说柔性太阳翼是空间能源皇冠上的明珠？》）

图表18：AM0 和 AM1.5g 光谱的强度和范围均有差异



来源：pvlighthouse，国金证券研究所

低轨原子氧含量较高，高轨辐射较强，对材料抗辐射、抗老化要求更高。低地球轨道（LEO）环境中原子氧（AO）含量高达 80%-90%，分子氮（ $\text{N}_2$ ）约占 10%-20%，随着轨道高度增加、各组分密度有所减小，而原子氧的高密度（ $>105/\text{cm}^3$ ）会一直维持到 700km 以上。在轨道上，原子氧和航天器的相对运动速度较大，原子氧相对动能高达 5eV 左右，足以引起表面材料的化学反应；并且原子氧本身具有强氧化性，可以与表面材料直接发生反应，产生氧化、溅射和剥蚀等作用。中地球轨道（MEO，1200-36000km）及地球同步轨道（GEO，36000km），涉及地球外辐射带中心区域，外辐射带的电子能量可以高达 MeV，同时电子通量随着时间或空间有数个量级的变化，是一个完全动态的系统；而 MeV 级别的高能电子具有极强的穿透性，同时可以通过充放电效应破坏太阳翼。

图表19：不同轨道高度环境成分不同

	高度	主要成分	特点	在轨卫星种类
低地球轨道（LEO）	20-2000km	$\text{N}_2$ 、 $\text{O}_2$ 、Ar、He、H 和 O	原子氧含量约为 80%、氮分子含量约为 20%、气体总压为 10-8-10-5Pa	遥感卫星、通信卫星、空间站
中地球轨道（MEO）	2000-36000km	高能粒子、原子氢、原子氮	几乎无原子氧和氮分子、存在高能粒子辐射、深层充电	导航卫星
地球同步轨道（GEO）	36000km	高能粒子、热等离子体、空间碎片	高能电子通量极高、几乎无原子氧和氮分子、深层充电	通信卫星、导航卫星

来源：《商业卫星和配套设备研制及应用技术开发》，国金证券研究所

目前空间能源方案仍未定论。空间太阳能当前主流方案为砷化镓方案，因其均具有高效、耐辐射、可自修复的优点，但资源稀缺导致成本居高不下，无法满足大规模商业化需求。P 型 HJT 有望成为短期过渡方案，P 型 HJT 电池具有轻薄化的优势，并且 P 型相比 N 型抗



辐射能力更强，与太空环境更适配。HJT-钙钛矿叠层的效率对标砷化镓，成本对标晶硅，有望成为长期方案。

无论采用 HJT 还是 HJT-钙钛矿叠层，都需要解决低轨环境中的抗老化、抗辐射、抗冲击问题，相对应的，空间太阳能的封装材料需要具备可透光、抗辐射、抗老化、可折叠的特性，目前可选方案有 CPI 和 UTG 玻璃，UTG 性能更佳。

图表20: CPI 和 UTG 性能参数对比

性能参数	CPI	UTG
透光性	可见光透过率<90%	可见光透过率>90%
耐用性	易刮、容易起折痕	硬度高、耐刮、不易起折痕
平整度	一般	优秀
温度性能	耐热温度低（200 度）	耐高温（600 度）
厚度	≤50μ m	30μ m~200μ m
抗冲击性能	耐冲击性弱、易碎	薄、耐冲击性较弱、易碎
弯曲性能	可弯曲性更高	可弯曲性好
触摸感	良	优
成本	高	更高

来源: Omdia, 艾邦智造微信公众号, 国金证券研究所

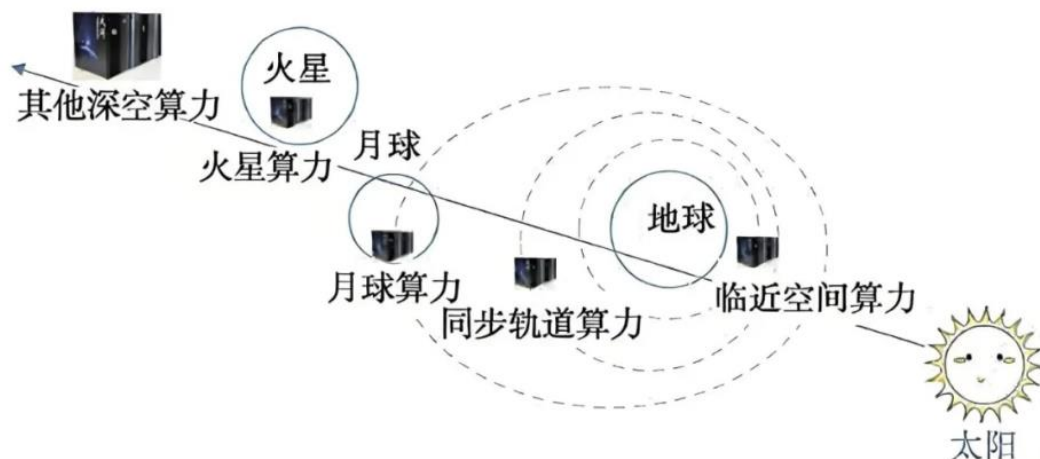
我们认为，星座规划&太空算力有望成为 UTG 玻璃需求的重要催化。

- 一方面，短期来看，如果高峰期年发射量达到 10000 颗卫星，UTG 需求量有望达 300 万平。Starlink V2mini 太阳翼面积为 105 平米（为 V1.5 的四倍多）、V2 超 210 平米，V3 预期面积可能更大。假设综合单星面积假设为 300 平，则 10000 颗卫星对应的 UTG 玻璃需求量有望达 300 万平。
- 另一方面，长期来看，考虑太空算力需求，空天光伏需求进一步提升。

太空算力实现“天感天算”，较地面数据中心有较多优势。太空算力的雏形可追溯至 20 世纪末的航天测控与卫星数据处理，早期主要用于航天任务的轨道计算、遥感数据传输等场景。传统范式为“天感地算”即在太空中感知、在地面上计算，其问题在于传输延迟大、处理周期长。

新范式“天感天算”具备较多优势，例如能源成本下降、冷却成本下降。同时，地面传统数据中心随着全球算力需求扩张面临耗电规模持续扩大、地面电网供给失衡的状况。根据麦肯锡预测，美国数据中心用电量将从 2023 年的 147TWh 增长至 2028 年的 450TWh，占美国电力需求的比重从 3.7% 增长至 9.3%，2030 年数据中心用电量进一步提升至 606TWh，占电力消费的 11.7%。根据国际能源署分析，电网容量限制可能致使全球约 20% 计划于 2030 年前投建的数据中心容量遭遇延迟，进而导致部分 AIDC 无法按期投入运营。对于太空算力而言，太阳能源对比其他能源有“取之不尽”的潜力，缺电困扰有望解决。

图表21: 天基算力网络应用场景





来源：龚春叶《太空超算：概念、挑战及应用》，深企投产业研究微信公众号，国金证券研究所

海外巨头竞逐太空算力，能源部分有望带来 UTG 玻璃新增量。

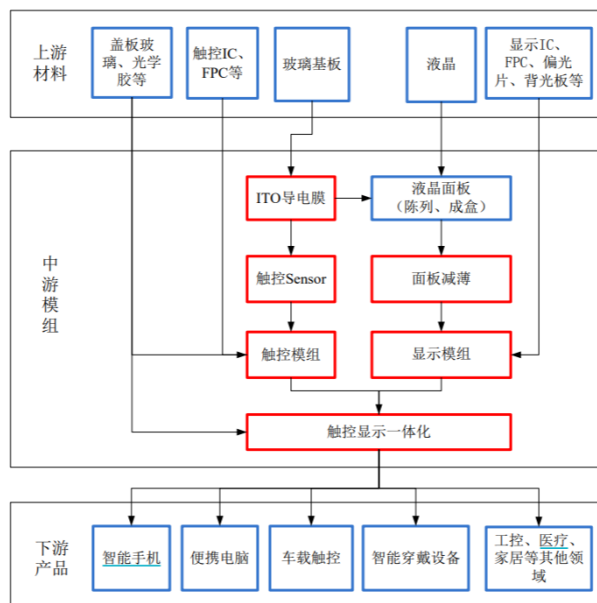
- 1) NVIDIA, 2025 年 11 月 2 日，英伟达首次把 H100 GPU 送入太空，将接收来自美国 Capella 公司运营的合成孔径雷达 (SAR) 地球观测卫星群的数据，实时处理这些数据，并将信息传回地球。
- 2) Google, 根据华尔街见闻，谷歌披露名为“ProjectSuncatcher”的计划，旨在构建一个由太阳能驱动的太空数据中心原型，由 81 颗搭载 AI 芯片的卫星组成的集群，它们将在太空中协同飞行并处理数据。
- 3) Musk, 根据财联社报道，2025 年 11 月 4 日马斯克表示，将扩大星链 V3 卫星规模，建设太空数据中心，目标在 4-5 年将通过星舰完成每年 100GW 的数据中心部署。假设太空算力发电量为 1GW，按照 25%转化率测算，对应太阳翼面积需达到 400 万平。

## 2.3、显示模组：成熟业务基本盘稳固

显示模组处于产业链中游。液晶显示模组处于液晶显示产业链中游，上游主要为原材料供应商，例如偏光片、玻璃基板等，下游主要为各类应用领域。公司 2015 年收购国显科技进入液晶显示模组领域（截至 2025H1 持股比例 75.58%），拓展产业链布局，形成原片、深加工、模组产业链。

国显科技贡献公司主要收入及利润。公司并表国显科技后，国显科技已成为公司的主要收入来源，2024 年国显科技收入 30.8 亿元，占公司当期总营收的 62.9%；净利润为 1.37 亿元，按照持股比例 75.58%测算，占公司当期归母 73.7%。2016-2024 年深圳国显收入由 21.06 亿元增长至 30.8 亿元，CAGR 达 4.8%，净利润由 1.01 亿元增长至 1.37 亿元，CAGR 达 3.8%。

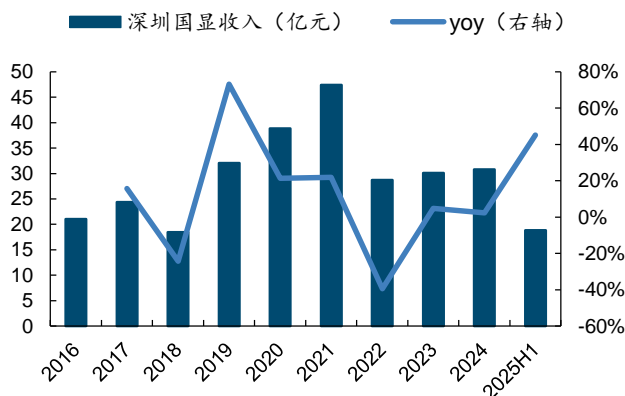
图表22：触控显示模组产业链



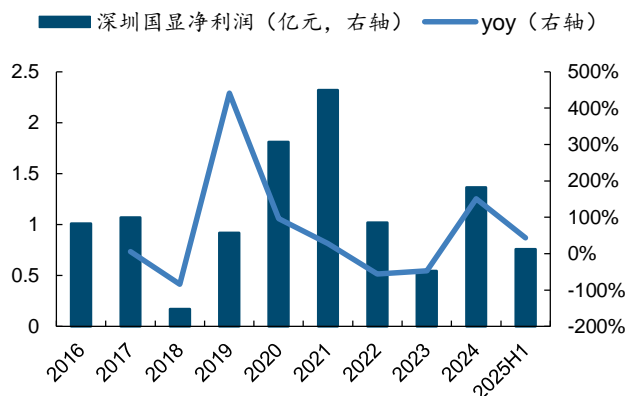
来源：长信科技公告，国金证券研究所



图表23：深圳国显收入及 yoy



图表24：深圳国显净利润及 yoy



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3、应用材料：立足锆系产品，不断推出高附加值新材料

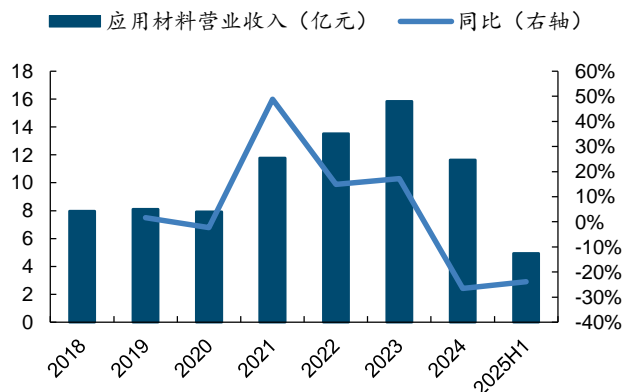
锆系列为主要收入来源，新材料提供增量。公司应用材料产品现已形成锆系新材料、硅基新材料、钛系新材料三大系列产品线，实现从传统陶瓷、耐火材料向电子信息、新能源、光伏半导体等高端化、精密化的高附加值材料转型升级。复盘过去增速较快的主要有2018、2021、2023年，增长主要来自主营锆系列的蚌埠中恒。

1) 2018年公司应用材料业务收入7.97亿元，同比+37.3%，其中蚌埠中恒（主要为锆系列产品）收入7.56亿元，同比+21.2%，同时①球形石英粉产线改造后、报告期球形石英粉和氧化铝粉订单量同比翻番，②安徽中创钛酸钡产品持续开展生产工艺及品质优化，在国际客户进行多轮验证；

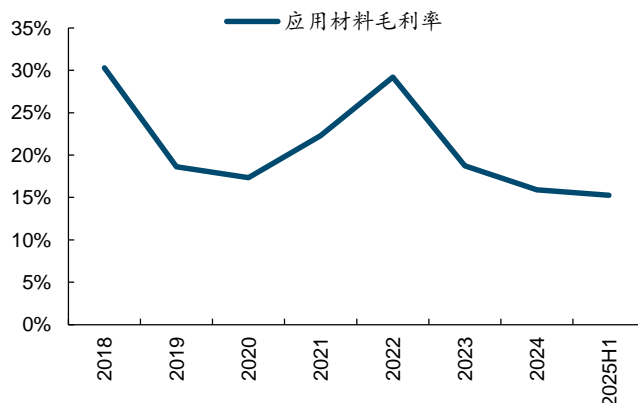
2) 2021年公司应用材料业务收入11.77亿元，同比+48.7%，其中蚌埠中恒收入9.92亿元，同比+28.0%，电熔氧化锆、稳定锆产销量同比增速分别超30%、35%。同时球形石英粉产销量大幅提升，生产规模居国内前三；

3) 2023年公司应用材料业务收入15.85亿元，同比+17.3%，其中蚌埠中恒收入9.79亿元，同比-8.4%，在锆系列材料单价下滑背景下，新增长点逐渐贡献收入，报告期内：①球形材料在覆铜板、封装材料、新能源电池等领域需求旺盛，销量同比+85%，②纳米氧化锆在新能源领域导入多家三元锂电池龙头企业，产品得到广泛应用，③半导体封装用高纯超细球形二氧化硅和抛光液已通过国内外客户验证，④抛光粉在液晶显示行业市占率超40%，⑤高纯石英砂完成产线建设、落地年产5000吨光伏用高纯石英材料产线。

图表25：2014-2025H1 应用材料收入及 yoy



图表26：2014-2025H1 应用材料毛利率



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

#### 3.1、锆系列：拓展应用场景，纳米氧化锆进入新能源电池和氢能领域

公司锆系列产品包含电熔氧化锆、活性氧化锆以及纳米复合氧化锆。目前广泛应用于电子、

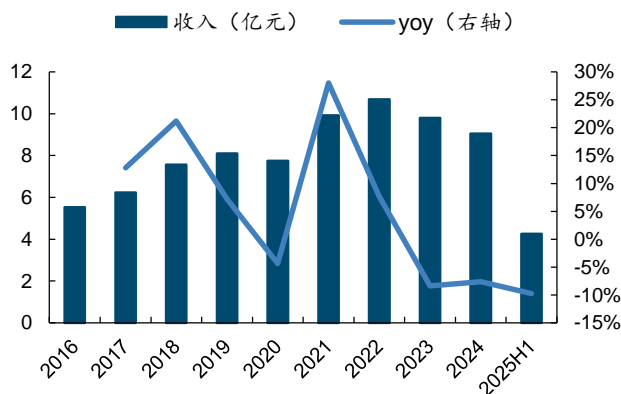




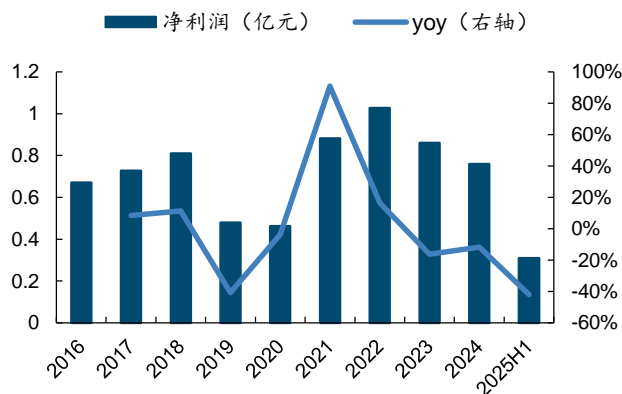
光学、新能源、生物医药、化学、建材等领域。

1) 电容氧化锆&活性氧化锆下游需求周期性较强，业绩短期承压。公司全资子公司蚌埠中恒主要产品为电熔氧化锆、硅酸锆等，电熔氧化锆传统下游行业主要有耐火材料、陶瓷釉料、先进陶瓷、工业级海绵锆等，其中耐火材料和陶瓷釉料占电熔锆市场需求 75%。除传统领域应用外，电熔氧化锆也应用于新能源（光伏玻璃窑炉内胆耐火材料及光伏玻璃添加剂+新能源汽车陶瓷基刹车片增强材料）、精密铸造及高端化工制造产业（耐腐蚀设备）等新兴领域。2016-2024 年蚌埠中恒收入 CAGR 达 6.3%。2025H1，蚌埠中恒实现收入/净利润 4.3/0.3 亿元，分别同比-9.8%/-41.9%。

图表27：2016-2025H1 蚌埠中恒收入及 yoy



图表28：2016-2025H1 蚌埠中恒净利润及 yoy



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2、硅系列：球形石英粉+高纯二氧化硅，关注光伏、半导体需求放量

#### 1) 球形石英粉：关注 Low- $\alpha$ 球硅、球铝放量进展

球形石英粉可应用于电子封装、半导体导热胶、特种陶瓷。二氧化硅以高纯二氧化硅粉体材料为原材料，经过球形化处理、气流磨等工序制备而成。球形形状使其填充率高于高纯二氧化硅和熔融二氧化硅，尺寸更稳定，可进一步降低高频高速覆铜板和芯片封装环氧塑封料的线性膨胀系数，提高填料流动性，主要用作①高频高速覆铜板功能填充材料，②芯片封装材料中环氧塑封料的功能填充材料等。目前高性能球形硅微粉所占比例逐年扩大，根据观研天下数据，2021 年应用于覆铜板领域的高性能球形硅微粉占比超 40%，预计 2027 年占比将达 56.4%

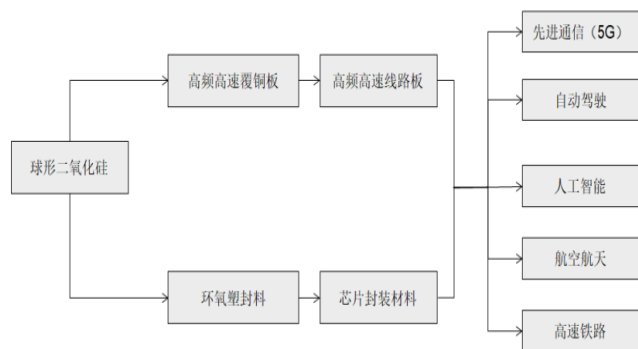
AI、HBM 等封装需求催化 Low- $\alpha$  球硅、球铝产能，公司 20cut 球硅已批量供货、Low- $\alpha$  球铝处于研发阶段。高端芯片（AI、5G、HPC 等）封装、异构集成先进封装（Chiplet、HBM 等）、新一代高频高速覆铜板（M7、M8 等）等下游应用领域景气，持续催化多种规格高端产品，如低 CUT 点 Low- $\alpha$  微米/亚微米球硅、球铝，高频高速覆铜板用低损耗/超低损耗球硅。目前公司 20cut 球硅已批量供货，Low- $\alpha$  球铝处于研发阶段。

#### 2) 高纯石英砂：光伏周期底部静待反转，期待下游半导体验证进展

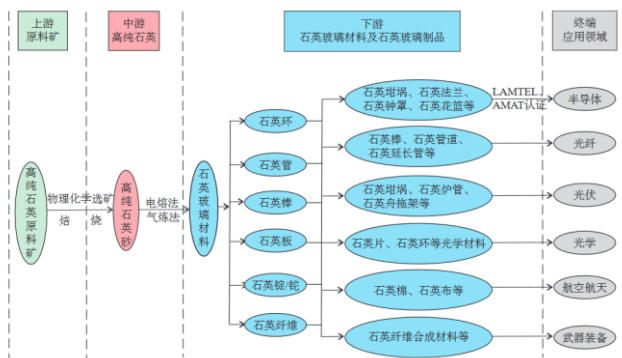
兼具合成&提纯路线，下游可辐射光伏、半导体领域。共有两种技术路线，一种是化学合成高纯二氧化硅项目，产品主要应用于晶圆用 CMP、光伏、半导体等行业领域，项目规划产能 5000 吨；一种是以天然石英原料提纯杂质方式生产高纯石英砂，主要用于光伏/半导体用石英坩埚原材料等。1) 光伏领域，目前产能 8000 吨，实现批量供货，与国内几家大的坩埚客户都有一定合作；2) 电子领域，公司投资建设的年产 5000 吨高纯合成二氧化硅项目已建成试产，产品纯度可达 6N-7N，产品可以应用于电子级硅溶胶、电子封装材料、半导体器件等。目前处于化工段产品生产技术调试中，部分产品样品通过客户验证，但仍需通过产业化试样验证。



图表29：球形二氧化硅应用产业链



图表30：高纯石英产业链



来源：壹石通招股说明书，国金证券研究所

来源：《中国高纯石英产业链现状及发展建议》（作者：李金超等），国金证券研究所

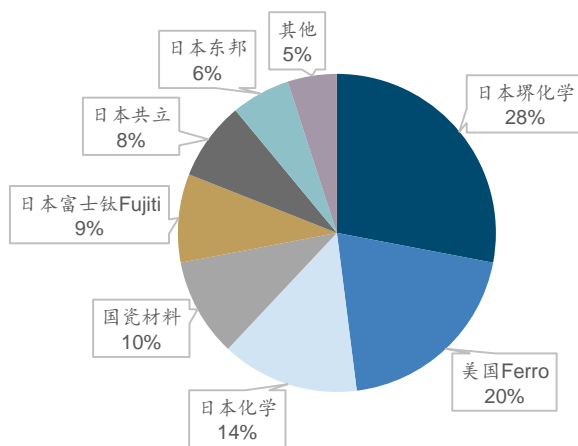
### 3.3、钛系列：MLCC 核心制备材料，国产替代空间广阔

铁电性能是指材料在无外加电场的情况下、具有一定自发极化，在外电场作用下，产生具有一定方向的电畴极化，同时当外电场撤销后，仍具有一定剩余极化。钛酸钡具有优异铁电性能，广泛应用于制造多层陶瓷电容器（MLCC）、压电陶瓷、正温系数热敏电阻（PTCR）以及信息存储器等电子元器件，特别是钛酸钡具有高介电常数、低介电损耗以及高抗击穿电压能力，使其主要用于制造 MLCC。目前钛酸钡主流制造工艺包括固相法、化学沉淀法、溶胶-凝胶法、水热法等。

公司钛酸钡产品采用水热法、固相等工艺，具有纯度高、活性高、结晶度高、化学均一性好等特点，已通过行业头部企业认证和批量应用。

国产替代空间广阔，目前完成较大规模供应厂家仅国瓷材料。全球 MLCC 配方粉市场主要集中在日本，日本堺化学、美国 Ferro、日本化学全球市占率分别为 28%、20%、14%，国瓷材料是中国大陆地区规模最大的批量生产并对外销售 MLCC 配方粉厂家，市占率约 10%。目前国瓷材料纳米钛酸钡产能达 12000 吨/年，公司是国内第二家掌握水热法制备纳米钛酸钡技术的企业，于 2015 年开始建设纳米钛酸钡产线、2017 年建成，目前产能 2000 吨/年。

图表31：全球 MLCC 配方粉市场竞争格局（2023）



来源：中商情报网，国金证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、盈利预测

1) 显示材料：公司显示材料业务收入及利润主要来自子公司国显科技（显示模组），需求与消费电子关联度较高，公司模组业务上游主要为京东方等面板厂，26 年上游供应商或有涨价预期，叠加下游需求无明显增量，可能对公司盈利空间有一定挤占。我们预计 2025-



2027 年营业收入分别有望同比增长 25.0%、15.0%、10.0%，毛利率预计为 16.5%、16.0%、16.0%。

2) 应用材料：公司应用材料下游需求主要包括耐火材料、光伏等，行业景气度仍在寻底状态，随着高纯石英砂逐步突破半导体领域，应用材料业务拐点渐近。我们预计 2025-2027 年装备业务营业收入分别同比-20.0%、-5.0%、+10.0%，毛利率预计有望于 27 年触底回稳，预计分别为 16.0%、16.0%、17.0%。

3) 费用率：从历史复盘来看，公司费用率一直较为稳定，主要系公司业务模式较为成熟，因此我们预计 2025-2027 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 2.0%/5.0%/4.0%。

根据以上假设，我们预计 2025-2027 年公司整体营收分别为 57.6、64.4、80.0 亿元，同比增速分别为 18%、12%、10%，2025-2027 年归母净利润分别为 2.1、2.4、2.5 亿元，同比增速分别为 51%、11%、6%。

**图表32：分业务收入预测**

分业务拆分（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>显示材料</b>					
营业收入	3,270	4,894	5,759	6,437	7,095
YoY	4.71%	7.65%	30.00%	15.00%	10.00%
营业成本	2,903	4,041	4,751	5,343	5,889
毛利	367	853	1,008	1,094	1,206
毛利率	11.21%	17.43%	17.50%	17.00%	17.00%
<b>应用材料</b>					
营业收入	1,164	6,214	5,903	6,789	7,467
YoY	1.80%	-13.40%	-5.00%	15.00%	10.00%
营业成本	867	4,797	4,604	5,261	5,750
毛利	297	1,417	1,299	1,528	1,717
毛利率	25.50%	22.80%	22.00%	22.50%	23.00%
<b>其他材料</b>					
营业收入	155	210	252	290	333
YoY	4.03%	35.48%	20.00%	15.00%	15.00%
营业成本	155	179	202	232	267
毛利	0	31	50	58	67
毛利率	0.29%	14.90%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>合计</b>					
营业收入	5,010	4,894	5,759	6,437	7,095
YoY	8.37%	0.70%	6.30%	8.00%	9.30%
营业成本	4,346	3,935	4,676	5,207	5,733
毛利	664	959	1,083	1,229	1,362
毛利率	13.25%	19.60%	18.80%	19.10%	19.20%
<b>费用率预测</b>					
销售费用率	2.00%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
管理费用率	5.00%	5.10%	5.00%	5.00%	5.00%
研发费用率	4.00%	3.80%	3.80%	3.80%	3.80%

来源：iFind，国金证券研究所

## 4.2、投资建议及估值

UTG 先发优势支持估值。我们看好①商业航天景气向上，UTG 玻璃有望成为未来重要的封装材料，需求有望大幅提升；②先发优势明确，0→1 阶段率先受益行业放量；③国内唯一



UTG 全产业链，自主可控稀缺性强。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.12、2.37、2.51 亿。同行可比公司 2027 年 PE 为 26x，考虑到公司为国内唯一全产业链 UTG 玻璃上市企业、且正在逐步布局 TGV 玻璃基板业务，稀缺性较强可给予一定估值溢价；同时，未来 UTG 玻璃行业有较大增量且目前仍处于发展初期，因此给予主业 2027 年 45xPE，对应主业市值 112.5 亿，UTG 部分公司投资 8.7 亿元用于建设投资，按照商业航天可比公司 8.5xPB 给予 77.7 亿增量市值，合计目标市值 190 亿，对应目标价 20.1 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表33：可比公司估值（截至 2026/1/16）**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300088.SZ	长信科技	6.37	0.16	0.22	0.30	40.39	29.19	21.37
300433.SZ	蓝思科技	39.22	0.96	1.28	1.56	41.06	30.72	25.17
300285.SZ	国瓷材料	33.18	0.70	0.86	1.03	47.21	38.70	32.33
002409.SZ	雅克科技	96.51	2.42	3.16	3.91	39.88	30.55	24.68
					平均	<b>42.14</b>	<b>32.29</b>	<b>25.89</b>
600552.SH	凯盛科技	14.86	0.23	0.25	0.27	55.17	49.52	46.63

来源：Wind，国金证券研究所

**图表34：商业航天可比公司估值（Pb-Lf，2026/1/16）**

	Pb-LF
上海港湾	7.99
航天发展	10.34
乾照光电	7.18
平均值	8.50

来源：Wind，国金证券研究所

## 风险提示

- 1) 卫星发射进展不及预期。正文中对于 UTG 玻璃需求量展望建立在现有的卫星发射规划上，若实际发射进展不及预期，则 UTG 玻璃需求量可能减少。
- 2) 技术路线迭代风险。UTG 为太空太阳能电池封装材料中的一种方案，若出现新技术迭代或重大技术变革，则有一定概率不使用 UTG 玻璃。
- 3) UTG 下游验证不及预期。公司二期 UTG 产能目前仍未完全投产，且用于航天领域的 UTG 玻璃需要在下游终端客户验证，存在验证不通过的风险。
- 4) 消费电子需求下滑风险。公司主营业务液晶显示模组业务下游主要为消费电子，如果消费电子需求持续低迷，可能导致公司液晶显示模组业务量、价均存在一定压力。




**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,623</b>	<b>5,010</b>	<b>4,894</b>	<b>5,759</b>	<b>6,437</b>	<b>7,095</b>
增长率		8.4%	-2.3%	17.7%	11.8%	10.2%
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,832</b>	<b>-4,346</b>	<b>-4,064</b>	<b>-4,759</b>	<b>-5,334</b>	<b>-5,879</b>
%销售收入	82.9%	86.7%	83.0%	82.6%	82.9%	82.9%
<b>毛利</b>	<b>792</b>	<b>664</b>	<b>830</b>	<b>1,000</b>	<b>1,103</b>	<b>1,216</b>
%销售收入	17.1%	13.3%	17.0%	17.4%	17.1%	17.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-46</b>	<b>-38</b>	<b>-30</b>	<b>-35</b>	<b>-39</b>	<b>-43</b>
%销售收入	1.0%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>销售费用</b>	<b>-96</b>	<b>-100</b>	<b>-103</b>	<b>-115</b>	<b>-129</b>	<b>-142</b>
%销售收入	2.1%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>管理费用</b>	<b>-209</b>	<b>-236</b>	<b>-250</b>	<b>-288</b>	<b>-322</b>	<b>-355</b>
%销售收入	4.5%	4.7%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>研发费用</b>	<b>-233</b>	<b>-219</b>	<b>-293</b>	<b>-317</b>	<b>-322</b>	<b>-355</b>
%销售收入	5.0%	4.4%	6.0%	5.5%	5.0%	5.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>208</b>	<b>70</b>	<b>154</b>	<b>246</b>	<b>292</b>	<b>322</b>
%销售收入	4.5%	1.4%	3.1%	4.3%	4.5%	4.5%
<b>财务费用</b>	<b>-107</b>	<b>-58</b>	<b>-78</b>	<b>-109</b>	<b>-131</b>	<b>-138</b>
%销售收入	2.3%	1.2%	1.6%	1.9%	2.0%	1.9%
<b>资产减值损失</b>	<b>23</b>	<b>-20</b>	<b>-32</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>-3</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
%税前利润	n.a	3.6%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>营业利润</b>	<b>273</b>	<b>205</b>	<b>240</b>	<b>320</b>	<b>344</b>	<b>368</b>
营业利润率	5.9%	4.1%	4.9%	5.6%	5.3%	5.2%
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>275</b>	<b>202</b>	<b>240</b>	<b>320</b>	<b>344</b>	<b>368</b>
利润率	5.9%	4.0%	4.9%	5.6%	5.3%	5.2%
<b>所得税</b>	<b>-51</b>	<b>-52</b>	<b>-46</b>	<b>-58</b>	<b>-62</b>	<b>-66</b>
所得税率	18.5%	25.6%	19.1%	18.0%	18.0%	18.0%
<b>净利润</b>	<b>224</b>	<b>150</b>	<b>195</b>	<b>263</b>	<b>282</b>	<b>302</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>83</b>	<b>43</b>	<b>54</b>	<b>50</b>	<b>46</b>	<b>50</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>140</b>	<b>107</b>	<b>140</b>	<b>212</b>	<b>237</b>	<b>251</b>
净利率	3.0%	2.1%	2.9%	3.7%	3.7%	3.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>净利润</b>	<b>224</b>	<b>150</b>	<b>195</b>	<b>263</b>	<b>282</b>	<b>302</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>83</b>	<b>43</b>	<b>54</b>	<b>50</b>	<b>46</b>	<b>50</b>
<b>非现金支出</b>	<b>288</b>	<b>365</b>	<b>448</b>	<b>417</b>	<b>472</b>	<b>521</b>
<b>非经营收益</b>	<b>83</b>	<b>67</b>	<b>68</b>	<b>154</b>	<b>136</b>	<b>143</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-182</b>	<b>-448</b>	<b>-565</b>	<b>-500</b>	<b>-302</b>	<b>-334</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>414</b>	<b>133</b>	<b>144</b>	<b>335</b>	<b>588</b>	<b>632</b>
<b>资本开支</b>	<b>-410</b>	<b>-614</b>	<b>-984</b>	<b>-645</b>	<b>-648</b>	<b>-643</b>
<b>投资</b>	<b>-736</b>	<b>166</b>	<b>242</b>	<b>-50</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,146</b>	<b>-435</b>	<b>-732</b>	<b>-694</b>	<b>-647</b>	<b>-642</b>
<b>股权募资</b>	<b>1,488</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-248</b>	<b>254</b>	<b>1,085</b>	<b>776</b>	<b>351</b>	<b>316</b>
<b>其他</b>	<b>-325</b>	<b>-341</b>	<b>-573</b>	<b>-200</b>	<b>-234</b>	<b>-247</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>915</b>	<b>-87</b>	<b>513</b>	<b>576</b>	<b>117</b>	<b>68</b>
<b>现金净流量</b>	<b>179</b>	<b>-376</b>	<b>-70</b>	<b>216</b>	<b>59</b>	<b>59</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>货币资金</b>	<b>789</b>	<b>921</b>	<b>300</b>	<b>515</b>	<b>573</b>	<b>632</b>
<b>应收款项</b>	<b>1,497</b>	<b>2,050</b>	<b>2,005</b>	<b>2,469</b>	<b>2,760</b>	<b>3,042</b>
<b>存货</b>	<b>1,919</b>	<b>2,039</b>	<b>2,414</b>	<b>2,608</b>	<b>2,923</b>	<b>3,221</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>1,108</b>	<b>410</b>	<b>733</b>	<b>788</b>	<b>772</b>	<b>805</b>
<b>流动资产</b>	<b>5,313</b>	<b>5,419</b>	<b>5,452</b>	<b>6,380</b>	<b>7,028</b>	<b>7,700</b>
%总资产	55.2%	53.0%	48.4%	51.5%	53.2%	55.0%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>3,354</b>	<b>3,791</b>	<b>4,883</b>	<b>5,104</b>	<b>5,276</b>	<b>5,398</b>
%总资产	34.8%	37.0%	43.3%	41.2%	39.9%	38.5%
<b>无形资产</b>	<b>753</b>	<b>805</b>	<b>863</b>	<b>897</b>	<b>903</b>	<b>906</b>
<b>非流动资产</b>	<b>4,313</b>	<b>4,814</b>	<b>5,817</b>	<b>6,004</b>	<b>6,182</b>	<b>6,306</b>
%总资产	44.8%	47.0%	51.6%	48.5%	46.8%	45.0%
<b>资产总计</b>	<b>9,626</b>	<b>10,233</b>	<b>11,269</b>	<b>12,384</b>	<b>13,210</b>	<b>14,006</b>
<b>短期借款</b>	<b>1,813</b>	<b>2,391</b>	<b>2,604</b>	<b>3,569</b>	<b>4,120</b>	<b>4,636</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,818</b>	<b>1,901</b>	<b>2,050</b>	<b>2,294</b>	<b>2,564</b>	<b>2,826</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>317</b>	<b>308</b>	<b>243</b>	<b>163</b>	<b>181</b>	<b>198</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,948</b>	<b>4,600</b>	<b>4,897</b>	<b>6,026</b>	<b>6,865</b>	<b>7,661</b>
<b>长期贷款</b>	<b>1,098</b>	<b>976</b>	<b>1,576</b>	<b>1,546</b>	<b>1,346</b>	<b>1,146</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>112</b>	<b>158</b>	<b>163</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>负债</b>	<b>5,159</b>	<b>5,734</b>	<b>6,637</b>	<b>7,574</b>	<b>8,213</b>	<b>8,808</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>4,082</b>	<b>4,077</b>	<b>4,170</b>	<b>4,297</b>	<b>4,439</b>	<b>4,590</b>
其中：股本	<b>945</b>	<b>945</b>	<b>945</b>	<b>945</b>	<b>945</b>	<b>945</b>
未分配利润	<b>502</b>	<b>570</b>	<b>657</b>	<b>784</b>	<b>926</b>	<b>1,077</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>385</b>	<b>422</b>	<b>463</b>	<b>513</b>	<b>559</b>	<b>609</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,626</b>	<b>10,233</b>	<b>11,269</b>	<b>12,384</b>	<b>13,210</b>	<b>14,006</b>

**比率分析**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.149	0.113	0.148	0.225	0.250	0.266
每股净资产	4.322	4.316	4.414	4.549	4.699	4.859
每股经营现金净流	0.438	0.141	0.153	0.354	0.623	0.669
每股股利	0.050	0.050	0.050	0.090	0.100	0.106
<b>回报率</b>						
净资产收益率	3.44%	2.63%	3.36%	4.94%	5.33%	5.47%
总资产收益率	1.46%	1.05%	1.24%	1.71%	1.79%	1.79%
投入资本收益率	2.29%	0.66%	1.41%	2.03%	2.29%	2.41%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-26.90%	8.37%	-2.32%	17.68%	11.77%	10.23%
EBIT 增长率	-51.15%	-66.24%	119.64%	59.54%	18.79%	10.37%
净利润增长率	-10.87%	-23.61%	30.76%	51.47%	11.42%	6.19%
总资产增长率	30.46%	6.31%	10.12%	9.90%	6.67%	6.03%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	82.8	81.1	95.7	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	174.5	166.2	200.0	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	65.1	60.8	75.7	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	223.3	204.2	263.5	231.6	211.3	192.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	31.01%	52.80%	77.23%	89.35%	91.86%	93.26%
EBIT 利息保障倍数	1.9	1.2	2.0	2.3	2.2	2.3
资产负债率	53.59%	56.04%	58.89%	61.16%	62.17%	62.88%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	3	6
增持	1	3	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	1.63	1.00

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

### 上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

### 北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

### 深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究