

功能性涂布胶膜领导者，下游创新带来广阔发展机遇

核心观点

- **功能性涂布胶膜一体化领军者，受益供需同步向好。**公司围绕“胶膜材料+应用”一体化战略，深耕功能性涂布胶膜产业链近 20 年，在技术体系、业务模式、产品结构、产品竞争力方面保持国内领先地位，在 FFC、LED 柔性线路板等细分应用领域与国际厂商展开充分竞争，同时晶圆制程保护膜、热成型工艺等高新技术壁垒新产品储备具备成长潜力。未来公司一方面将受益于下游应用市场的蓬勃生态，以及“双碳”目标下的绿色工艺趋势；另一方面将受益于国产替代下的供应链重塑机遇，从中国功能性涂布胶膜新材料应用的探索者成长为领导者；
- **下游技术创新拉动需求快速增长。**伴随 5G 时代消费电子、半导体、新能源、汽车电子等领域持续创新，拉动功能性涂布胶膜及产品工艺升级及需求的持续提升，市场空间潜力大。1) 5G 手机对电磁屏蔽、玻璃机壳等需求提升，带动公司电磁屏蔽胶膜、玻璃制程保护膜需求。2) 高清化、大屏化显示趋势带动 FFC 量价齐升。3) LED 线性照明前景广阔，公司 LED 柔性线路板产品具备成本、环保、高效等优势。采用创新工艺，渐获市场认可。4) 半导体国产替代正当时，公司加码晶圆制程保护膜，规模化量产在即；
- **拥抱新能源汽车、储能大时代。**在节能减排压力和新能源汽车性能提升需求的双重推动下，汽车轻量化诉求凸显。FFC 柔性扁平线缆具有体积小、厚度薄、耐弯曲性能好等特点，对汽车传统线束具有替代作用。用量和产品技术双维成长，车用 FFC 的市场空间也将不断释放。此外，公司近期公告收购佛山大为切入锂电池集流体主要材料涂碳铝箔领域，已与国内储能和动力电池主要厂商建立合作，在充分受益于新能源车、储能大趋势带来业绩增量的同时，有望与公司在技术、业务、客户等方面产生协同效应。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 0.51、0.80、1.20 元，根据可比公司 22 年平均 38 倍 PE 估值水平，对应目标价 30.34 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

- 原材料价格波动风险、新产品市场拓展不及预期、下游需求不及预期。

公司主要财务信息

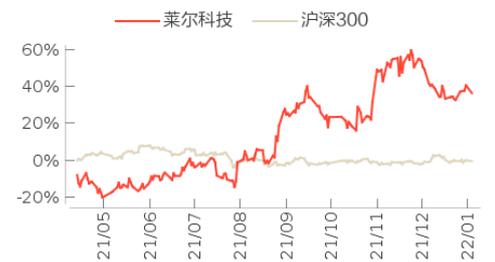
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	381	401	471	680	930
同比增长(%)	-1.2%	5.2%	17.5%	44.3%	36.8%
营业利润(百万元)	70	73	88	140	210
同比增长(%)	8.6%	3.5%	20.6%	59.3%	49.9%
归属母公司净利润(百万元)	61	63	76	119	178
同比增长(%)	8.7%	3.7%	19.5%	56.8%	50.3%
每股收益(元)	0.41	0.43	0.51	0.80	1.20
毛利率(%)	35.8%	38.3%	33.7%	35.8%	37.9%
净利率(%)	16.0%	15.8%	16.1%	17.5%	19.2%
净资产收益率(%)	16.9%	13.6%	11.3%	13.1%	17.1%
市盈率	58.0	55.9	46.8	29.8	19.9
市净率	8.2	7.1	4.2	3.7	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 (首次)
股价 (2022年01月04日)	23.83 元
目标价格	30.34 元
52 周最高价/最低价	29.05/13.82 元
总股本/流通 A 股 (万股)	14,856/3,157
A 股市值 (百万元)	3,540
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022 年 01 月 04 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.74	-8.65	10.56	
相对表现	-0.78	-6.64	13.67	
沪深 300	0.04	-2.01	-3.11	-15.23



证券分析师	
蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860514050005 香港证监会牌照: BPT856
马天翼	021-63325888*6115 matianyi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860518090001
唐权喜	021-63325888*6086 tangquanxi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860521070005

联系人	
李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn

目录

1. 国内功能性涂布胶膜隐形冠军.....	5
1.1 横向拓应用，纵向拓深度.....	5
1.2 比肩海外厂商，受益供需长期向好.....	5
1.3 各业务齐头并进，业绩加速向上拐点已至.....	7
2. 下游技术创新拉动需求快速增长.....	9
2.1 5G 智能手机为功能性涂布胶膜带来新一轮成长机遇.....	10
2.2 高清显示、大尺寸化拉动 FFC 量价齐升.....	12
2.3 LED 线性照明前景广阔，公司产品具备多重竞争力.....	14
3. 拥抱新能源汽车、储能大时代.....	15
3.1 汽车轻量化重要性凸显，拉动 FFC 需求.....	15
3.2 外延并购布局涂碳铝箔，新能源车及储能应用潜力巨大.....	18
4. 半导体国产替代正当时，晶圆保护膜迎发展机遇.....	20
盈利预测与投资建议.....	23
盈利预测.....	23
投资建议.....	24
风险提示.....	25

图表目录

图 1: 公司及其子公司主营业务.....	5
图 2: 公司具备多重竞争优势.....	6
图 3: 公司主要产品及竞争地位.....	7
图 4: 2017-2021 前三季度公司营收及增速（单位：百万元）.....	8
图 5: 2017-2021 前三季度公司归母净利润（单位：百万元）.....	8
图 6: 2017-2020 公司营收构成.....	8
图 7: 2017-2021 前三季度公司毛利率.....	8
图 8: 2017-2021 前三季度公司净利率.....	9
图 9: 2017-2021 前三季度公司费用率.....	9
图 10: 公司 IPO 募投项目进展（截至 2021 年 6 月 30 日）.....	9
图 11: 功能性涂布胶膜典型结构.....	10
图 12: 公司功能性涂布胶膜产品类别.....	10
图 13: FFC 结构.....	10
图 14: LED 柔性线路板结构.....	10
图 15: 2020-2025E 全球 5G 手机出货量及渗透率.....	11
图 16: 2019.08-2021.09 中国手机出货量及 5G 占比.....	11
图 17: 5G 智能手机零部件升级推动电磁屏蔽新需求.....	11
图 18: 全球电磁屏蔽材料市场规模预测.....	11
图 19: 公司 3D 玻璃背盖内防爆膜介绍.....	12
图 20: FFC 下游应用情况.....	12
图 21: 2018-2026E 电视面板尺寸变化（单位：英寸）.....	13
图 22: 2017-2022E 中国 4K 超清电视市场规模.....	13
图 23: 8K/4K 效果对比图.....	13
图 24: 8K 与 4K 性能对比.....	13
图 25: 全球&中国 LED 照明产值（单位：亿元）.....	14
图 26: 中国 LED 照明渗透率.....	14
图 27: LED 线性照明示例.....	15
图 28: 公司 LED 柔性线路板竞争优势.....	15
图 29: 中国汽车轻量化实现目标.....	16
图 30: 汽车轻量化驱动力及其带来的好处.....	16
图 31: 热熔胶在汽车中的作用.....	17
图 32: 汽车电子占整车比重趋势.....	17
图 33: FFC 在智能电动车中的应用.....	17
图 34: 公司车用 FFC 结构.....	18

图 35: 公司车用 FFC 产品图	18
图 36: 涂碳铝箔示意图	18
图 37: 涂碳铝箔主要应用	18
图 38: 2015-2021.11 中国新能源汽车渗透率	19
图 39: 2016-2020 中国动力电池出货量	19
图 40: 三元动力电池成本拆分	19
图 41: 磷酸铁锂动力电池成本拆分	19
图 42: 全球年新增储能部署容量预测 (单位: GW)	20
图 43: 全球&中国电化学储能累计装机规模 (单位: MW)	20
图 44: 莱尔科技与佛山大为客户资源互补	20
图 45: 2015-2021E 全球半导体产业市场规模	21
图 46: 中国 IC 市场自给率及预测 (单位: 亿美元)	21
图 47: 中国晶圆产能份额不断提升	21
图 48: 各地区高产能晶圆厂新建数量预测 (单位: 座)	21
图 49: 晶圆制造流程图	22
图 50: 公司制程保护膜产品布局	22
图 51: 可比公司估值	24

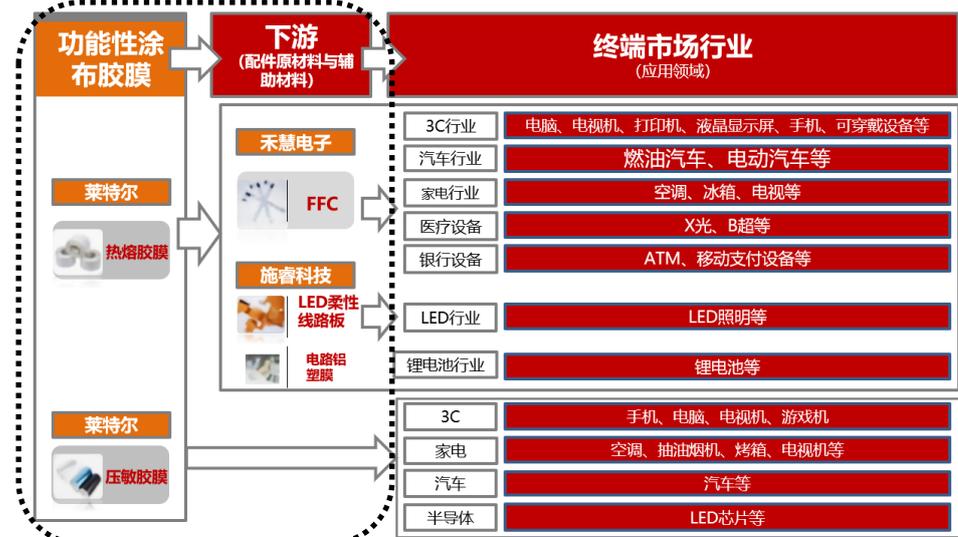
1. 国内功能性涂布胶膜隐形冠军

1.1 横向拓应用，纵向拓深度

国内功能涂布胶膜领先企业。功能性涂布胶膜材料作为电子元器件及其工艺制程良率、消费电子重要的模组及终端保护材料，广泛应用于如消费电子产品、汽车电子、LED 照明、锂电池、半导体产品等领域。公司专注于功能性涂布胶膜材料及下游应用产品 FFC、LED 柔性线路板的研产销，分别对相关领域的传统线束和传统方式生产的 LED 灯带线路板方案替代明显，居于细分市场前列，终端客户包括日本住友、瀚荃、立讯精密、得润电子、三星、富士康、蓝思科技等知名企业，是功能性涂布胶膜及其应用领域的领先厂商。

深耕功能性涂布胶膜产品，打造“膜材料+应用”一体化布局。公司深耕功能性涂布胶膜近 20 年，内生外延并重，对内精细化管理，对外积极并购拓展，收购佛山大为切入涂碳铝箔领域，打开新能源汽车、储能等新兴应用空间。此外，公司采用“功能性涂布胶膜+下游市场应用”双轮驱动战略，横向拓展功能性涂布胶膜的细分应用市场的同时，积极向下游应用产业延伸，形成产业链共享、共创优势。

图 1：公司及其子公司主营业务



数据来源：公司招股书、东方证券研究所

1.2 比肩海外厂商，受益供需长期向好

需求端：拥抱新能源大时代，产品绿色优势迎合环保需求。随着政策层面环保形势日趋严格，功能性胶膜环保类产品有望迎来全新发展篇章。公司遵循绿色环保的行业趋势，在材料端出无卤、无锑等环保产品，并在工艺及产品端不断改进创新，拥抱新能源时代绿色工艺诉求。

供给端：国产替代趋势明确。功能性涂布胶膜属于高技术的胶膜材料，长期以来由国际厂商主导，具有较高的技术壁垒和行业门槛，目前国际企业 3M、日本理研等是行业的领导者，具有全品类生产能力，垄断了行业中较为高端的消费电子、汽车等的功能性涂层材料行业，引领行业的发展方向。国内厂商多为数量多、规模小、产品种类单一。但是在市场规模的不断扩大以及国产替代的主逻辑下，以莱尔科技为代表的国内厂商积极投入研发，且具备贴近下游市场、技术方案灵活适

配、成本等天然优势，目前在中端产品和少量高端产品上取得突破，预期未来将逐步向海外厂商靠拢。

莱尔科技具备多重优势，有望充分受益供需两侧同步向好。公司始终秉承技术为先的战略路线，围绕特种胶粘剂、精密涂布等核心技术发展，同时凭借产业链协同、产品覆盖全面、客户资源的广度和深度等优势，推出高速传输薄膜、热成型产品、汽车用 FFC 热熔胶膜等适应高端应用领域的产品，在细分领域实现国产替代。据招股书中测算，19 年公司 FFC 用热熔胶膜全球市占率约 21%-28%，部分客户份额能达 30%以上，处于细分市场前列。未来公司一方面将受益于下游应用市场的蓬勃生态，以及“双碳”目标下的绿色环保趋势；另一方面将受益于国产替代下的供应链重塑机遇，迎来市场规模及份额的同步提升，从中国功能性涂布胶膜新材料应用的探索者成长为领导者。

图 2：公司具备多重竞争优势



数据来源：公司公告、东方证券研究所整理

图 3：公司主要产品及竞争地位

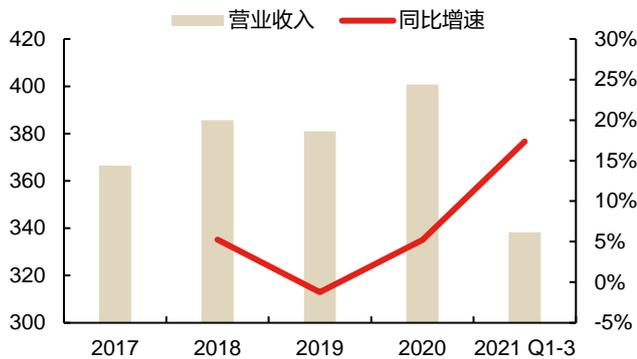
产品类型	主要产品	主要产品优势	竞争地位	主要客户
热熔胶膜	FFC 热熔胶膜	产品种类丰富、产品性能稳定、产品的功能性(耐高温高湿、低衰减、耐化学性)环保绝缘膜、无卤、无镉产品通过多项国际认证, 包括 RoHS2.0 环保认证等	技术国内领先	日本住友、亳州联滔、得润电子、瀚荃集团
	LED 柔性线路板膜	具有良好的热固性能、耐热性能和低收缩性能	行业创新产品, 性能优于传统产品	
	高速高频传输薄膜	满足电子元器件特性阻抗要求, 通过多层材料复合技术, 提供优异的屏蔽性能的同时满足产品高速传输的要求	高频高速传输领域的领先厂商	
压敏胶膜	防爆装饰一体膜	应用于多方面的装饰防爆行业, 突破传送印刷工艺的限制。实现传统玻璃印刷无法实现的印刷效果, 可一次完成多颜色印刷, 无需制版, 无需制菲林。	防爆装饰产品的创新应用	东莞航达、重庆三雄、蓝思科技
	制程保护膜	易贴合、易脱离, 能够适应不同制程要求, 包括耐高温、耐酸等, 可广泛用于 FPC 过酸池的工艺过程、PVD 蒸镀环节、OGS 工艺制程、玻璃或晶圆片在蚀刻中的保护等。	具备和国际厂商竞争的技术实力	
	TP 模组保护膜	采用环保型的 PET 基材, 涂布特殊功能的亚克力压敏胶, 具有低粘着力、高透光、耐候性强、不残胶的优点, 广泛应用于数码产品、偏光片导光板等材料的应用。	产品性能成熟稳定	
功能性涂布胶膜应用产品	FFC	自行研发出高效率用于 FFC 的自动高速切片装置、FFC 自动冲孔装置、自动 FFC 压接成型机等智能化设备。可提供的规格有 0.3mm、0.5mm、0.8mm、1.0mm、1.25mm、1.27mm、1.5mm、2.0mm、2.50mm、2.54mm 等各种间距, 可满足高频高速传输的超高清视频传输领域等	技术国内领先	三星、富士康、新金宝、纬创、海信、捷普、群志光电
	LED 柔性线路板	生产制造过程绿色环保, 无废渣、废液产生, 生路板生产工艺的自动化程度高, 可无间断生产, 开展规模化生产; 反射率高、光效高、柔韧性强	行业创新产品, 性能优于传统产品	欧普照明、中山市湘派照明、中山星望照明、尼奥智造、湛华电子、富崴电子

数据来源：公司公告、东方证券研究所

1.3 各业务齐头并进，业绩加速向上拐点已至

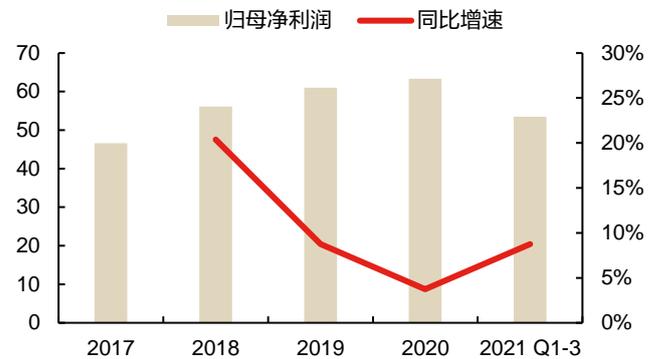
营收增长加速，利润增长回暖。21 前三季度公司实现营收 3.4 亿元, yoy+17%; 归母净利润 0.5 亿元, yoy+9%。公司产品拓展和市场开拓并重, 针对 TV、服务器领域的高频高速胶膜和针对时钟弹簧、电动车窗、电动座椅的高温高湿领域的胶膜都已开展测试工作, 防爆产品在空调、微波炉等家电客户的试样认证工作有序推进。FFC 方面, 在安防、电子白板领域进入正式供货阶段。市场开拓方面, 新增蓝思科技、欧普照明等知名客户, 业务呈现百花齐放之势, 助力收入利润同步提振。

图 4：2017-2021 前三季度公司营收及增速（单位：百万元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 5：2017-2021 前三季度公司归母净利润（单位：百万元）

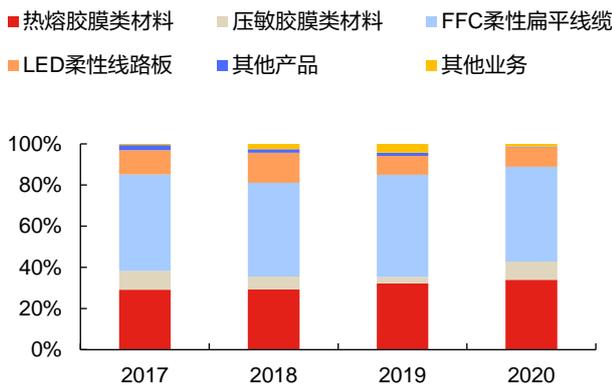


数据来源：公司公告、东方证券研究所

各项业务齐头并进。热熔胶膜及其 FFC 应用产品是公司两大支柱，20 年分别取得营收 1.4、1.8 亿元，合计收入占比超 80%。公司于 19 年起对压敏胶膜业务进行战略调整，对产品结构和销售渠道进行优化升级，整合资源聚焦竞争力较强的产品，伴随防爆装饰一体膜、晶圆膜、FPC 制程保护膜等材料的研发和陆续推广导入，公司压敏胶膜收入已企稳回升，20 年同比大增近 200%至 0.4 亿元。LED 柔性板业务由于下游 LED 市场的成熟出现波动，公司以其环保友好性和工艺创新性将逐步受市场认可，销售规模将逐步企稳并恢复增长。

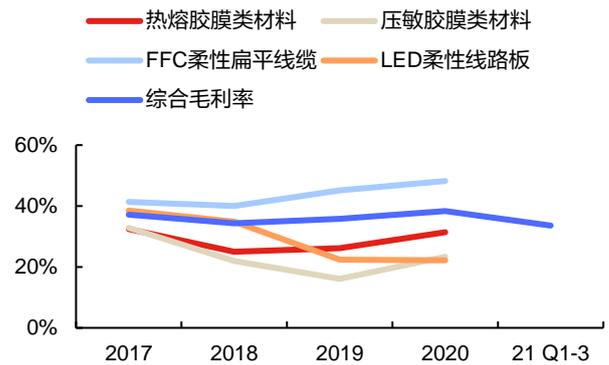
毛利率待回升，净利率持续稳定。20 年公司各业务毛利率均呈上升态势，同步增长 2.5pct 至 38.3%。21 前三季度受原材料涨价、限电等影响，毛利率较 20 年末下滑 4.8pct 至 33.6%。预计未来随着原材料价格企稳以及募投项目落地后产品结构不断改善，公司毛利率有望回升。毛利率短期承压的情况下，公司净利率维持稳定，内部精细化管理成效凸显，21 前三季度净利率 15.8%，较 20 年末持平。

图 6：2017-2020 公司营收构成



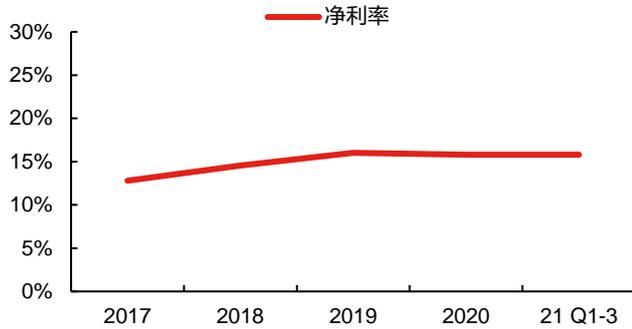
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 7：2017-2021 前三季度公司毛利率



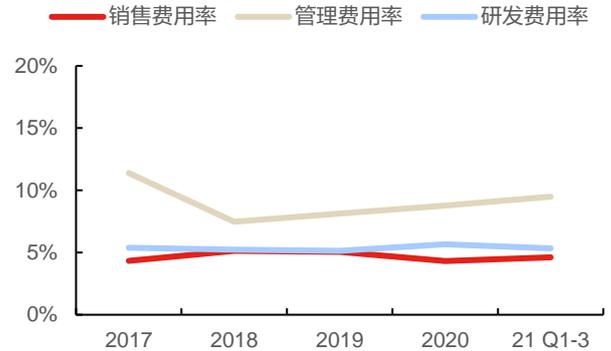
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 8：2017-2021 前三季度公司净利率



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 9：2017-2021 前三季度公司费用率



数据来源：公司公告、东方证券研究所

2021 年 4 月，公司首次公开发行股票 3,714 万股，募资近 3 亿元，主要用于新材料与电子领域高新技术产业化基地项目（新增年产能 FFC 6,000 万条，热熔胶膜 1,100 万平方米等）、晶圆制程保护膜产业化建设（新增年产能 1,152 万平方米）和高速信号传输线（4K/8K/32G）产业化项目（新增年产能 5,000 万条），公司紧跟下游市场发展需求，实现产能扩充和产品结构高端化双维成长。

图 10：公司 IPO 募投项目进展（截至 2021 年 6 月 30 日）

项目名称	产品	增加产能情况	承诺投资金额 (亿元)	已投资金额 (亿元)	项目进度	完成时间
新材料与电子领域高新技术产业化基地项目	FFC 柔性扁平线缆	6000 万条	2.02	1.18	58.24%	24 个月
	MCC	2059 万条				
	热熔胶膜类材料	1100 万平方米				
	新型制程保护膜（压敏胶膜类材料）	500 万平方米				
晶圆制程保护膜产业化建设项目	晶圆制程保护膜	1152 万平方米	2.66	0.05	18.48%	
高速信号传输线（4K/8K/32G）产业化建设项目	4K TV 高速信号传输 FFC/8K TV 高速信号传输 FFC/32G 服务器用 FFC	5000 万条	3.62	0	0	
研发中心建设项目	-	-	2.96	0	0	

数据来源：公司公告、东方证券研究所

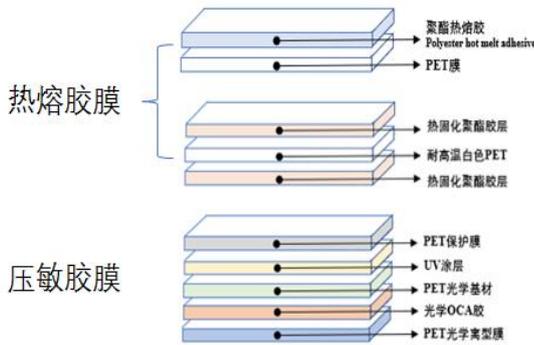
2. 下游技术创新拉动需求快速增长

涂布胶膜是将配置好的胶粘剂通过涂布的方式附着在基材薄膜上形成的高分子复合薄膜材料。功能性涂布胶膜则是通过将不同的胶粘剂配方与不同的基材进行组合，从而实现对薄膜基材的改性而实现特定功能用途。功能性涂布胶膜作为复合材料具有保护、绝缘、阻隔、导电、耐燃、耐候、

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。

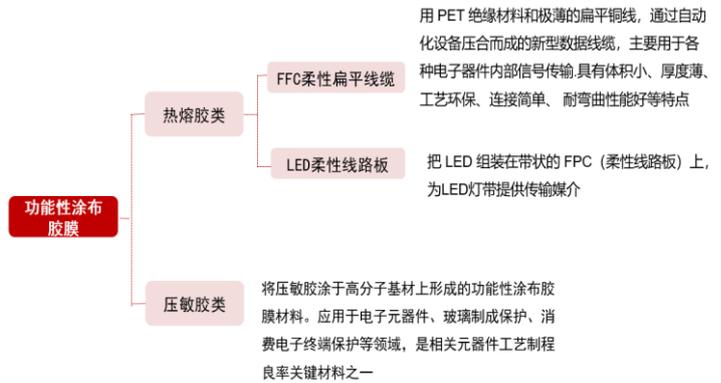
光学偏振、光学扩散等单一材料无法实现的特定功能。公司功能性涂布胶膜主要包括热熔胶类和压敏胶类两种，前者主要应用于为 FFC（柔性扁平线缆）、LED 柔性线路板等领域；后者则应用于电子元器件、玻璃制程保护等领域，是相关元器件工艺制程良率关键材料之一，并能广泛应用于消费电子终端保护。

图 11：功能性涂布胶膜典型结构



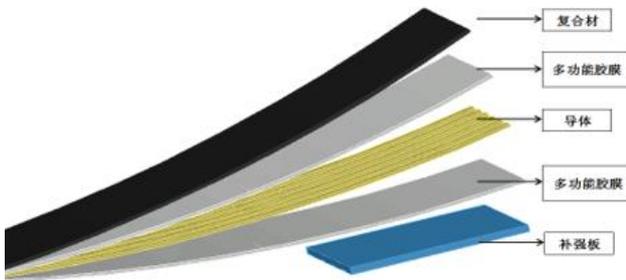
数据来源：公司招股书、东方证券研究所

图 12：公司功能性涂布胶膜产品类别



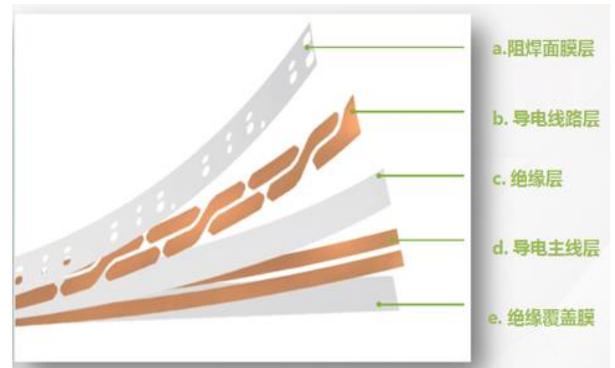
数据来源：公司招股书、东方证券研究所

图 13：FFC 结构



数据来源：公司招股书、东方证券研究所

图 14：LED 柔性线路板结构



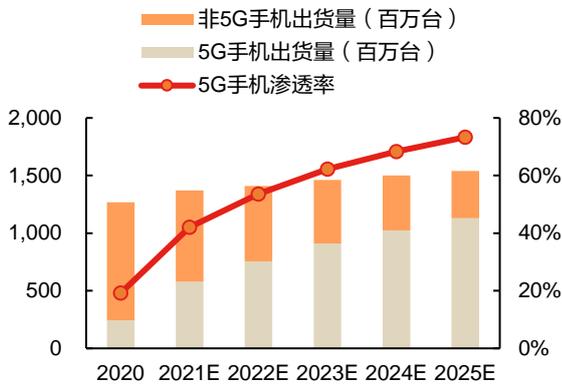
数据来源：公司招股书、东方证券研究所

终端迭代创新是上游原材料发展的最大催化剂。 下游的创新应用、技术迭代带动着上游产业链的革新，技术浪潮推动原材料厂商不断改进工艺、精度、良率等，积极顺应时代，也为产业链带来巨大的增量需求。如今，5G、AI、半导体等底层技术快速发展，终端应用百花齐放，带领功能性涂布胶膜迎来新一轮发展机遇。

2.1 5G 智能手机为功能性涂布胶膜带来新一轮成长机遇

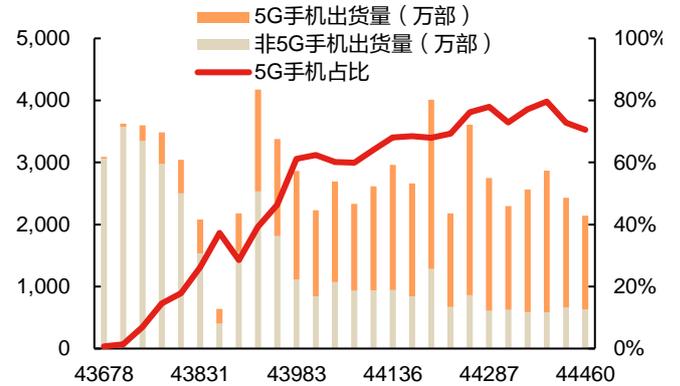
5G 手机渗透率提升。 IDC 预测，21 年全球 5G 智能手机占比将超 40%，到 25 年可达 70%。据中国信通院数据，21 年 9 月我国 5G 手机出货占比超 70%，俨然成为智能手机市场的主力军。未来 5G 手机价格将不断下探并向下兼容中低端机型，换机门槛的降低将驱动 5G 手机加速渗透，进而打开各类功能性涂布胶膜需求空间。

图 15：2020-2025E 全球 5G 手机出货量及渗透率



数据来源：IDC、东方证券研究所

图 16：2019.08-2021.09 中国手机出货量及 5G 占比



数据来源：Wind、工业和信息化部、东方证券研究所

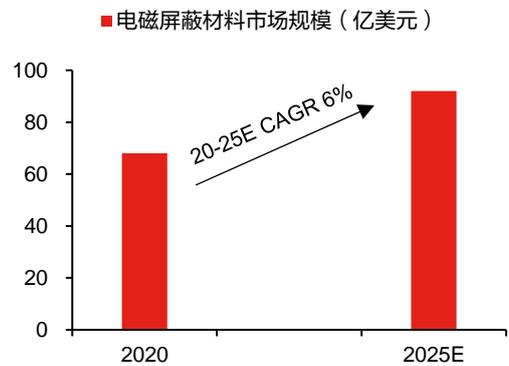
5G 智能手机电磁屏蔽升级，拉动屏蔽胶膜需求显著提升。5G 智能手机传输速率、频率、信号强度等显著提升，高频率的引入、硬件零部件的升级、联网设备及天线数量的成倍增长将导致设备与设备之间及设备本身内部的电磁干扰将大幅增加，对智能手机的电磁屏蔽提出了新的要求，屏蔽材料未来有望进一步呈现种类多元化、工艺升级、单机用量提升的趋势，拉动单机价值进一步增长。据 MarketsandMarkets Research 预测，全球电磁屏蔽材料市场规模将从 20 年的 68 亿美元提高到 25 年的 92 亿美元，20-25 CAGR 约 6%。因此电磁屏蔽胶膜产品在 5G 智能手机中具备更广阔的应用空间。

图 17：5G 智能手机零部件升级推动电磁屏蔽新需求

推动因素	零部件升级	电磁屏蔽增量需求
处理效率提升	5G 芯片处理能力达 4G 芯片的 5 倍、耗电达 2.5 倍	核心处理器等芯片发热量及信号屏蔽需求升级
频段增加	5G 手机天线数量达 4G 手机的 5-10 倍，速率、频段显著提升	天线、射频前端等器件对电磁屏蔽提出更高要求
电磁信号强度高	玻璃、陶瓷等新材料机壳替代具有电磁干扰问题的金属机壳	需要屏蔽材料配合
便捷轻薄化	集成化、模组化	内部器件更加紧凑，需进一步防止电磁信号干扰

数据来源：IT 之家、东方财富网、东方证券研究所

图 18：全球电磁屏蔽材料市场规模预测



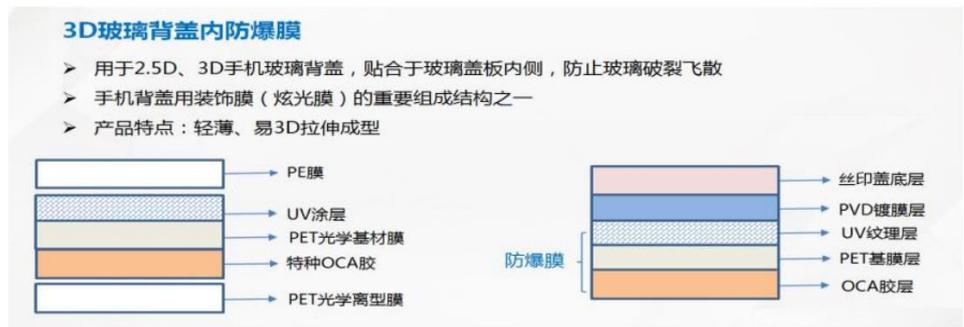
数据来源：MarketsandMarkets、新材料在线、东方证券研究所

另一方面，手机玻璃盖板渗透率提升带动玻璃制程保护膜需求。毫米波穿透性较差，导致 MIMO 天线系统的升级对电磁干扰敏感度更高，玻璃盖板具有利于信号接收、对无线充电功能的适配性较好、并符合手机轻薄化等优势，有望在 5G 时代成为中高端智能手机标配。据 Counterpoint 数据，20 年玻璃机壳渗透率达到 60%。功能性涂布胶膜作为保护膜起到防护酸碱侵蚀、防止污损等作用，对保护膜的质量稳定性、均一性要求较高，且随着设计端摄像头的持续升级、屏占比的持续提升，以及制造端玻璃型号的升级，加工难度不断加大，带来单机价值量的持续提升。综上，5G 智能手机玻璃前后盖持续升级对保护膜的需求将有显著的拉动作用。

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。

在屏蔽胶膜方面，公司以 FFC 用屏蔽胶膜材料为起点，成功开发出低介电屏蔽材料技术，逐步完善产品性能，并不断扩大屏蔽胶膜材料的适用范围，将受益于单机需求量的提升叠加终端设备数量的增加而带来的巨大增量需求。在压敏胶膜方面，公司防爆装饰一体膜具有抗老化、耐候性好、防爆性佳的优势，既起防碎溅作用又能用作产品装饰。其中公司 2.5D、3D 光学玻璃内防爆膜能够良好处理 3D 玻璃的弯曲边缘，并满足特定高端客户需要的无硅无氟诉求，有望受益于 3D 玻璃后盖的快速渗透。

图 19：公司 3D 玻璃背盖内防爆膜介绍



数据来源：公司招股书、东方证券研究所

2.2 高清显示、大尺寸化拉动 FFC 量价齐升

FFC 下游具有广阔空间，进而拉动功能性涂布胶膜持续成长。FFC（柔性扁平线缆）因其可以提供高频高速传输、抗电磁干扰、解决信号衰减等一系列功能，具有广泛的下游应用空间，可应用于打印机、绘图仪、液晶电视、汽车电子、军工电子、机器人等方向。

图 20：FFC 下游应用情况

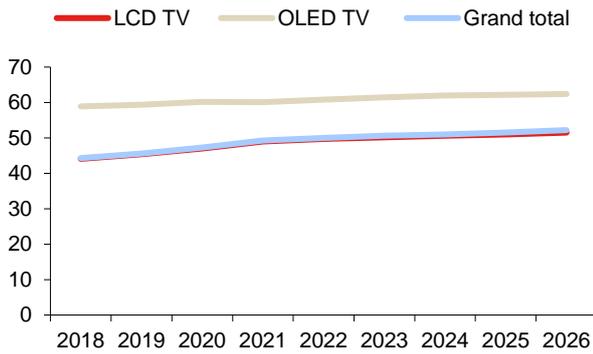
应用领域	常规用量	具体应用
打印机	3-5PCS	打印信号输出线，信号输入线；扫描仪线，驱动线
电视机	4-12PCS	WiFi 模组、其他模组、LVDS 等
笔记本	2PCS	笔记本等
车载及其他汽车组件	5-10PCS	车载显示系统、音响、安全气囊等
金融设备	1PCS	ATM 机等
计算机	6PCS	游戏机等
智能家电	1PCS	高端的智能电饭煲、服务机器人等

数据来源：公司招股书、东方证券研究所

电视高清化、大屏化大势所趋，带来 FFC 需求增长。受益高世代产能不断提升，电视尺寸不断增长，Omdia 预测 21 年电视面板平均尺寸将从 20 年的 47.3 英寸增长到 21 年的 49.3 英寸，26 年有望进一步增长至 52.2 英寸。电视屏尺寸越大，FFC 线材更长，在保持同等速率传输的情况下，对 FFC 线材的性能要求更高，价格也更高。

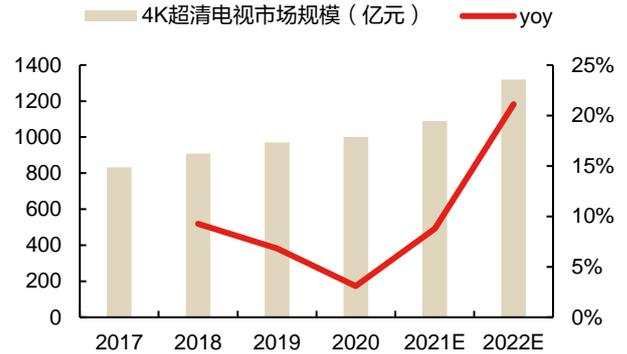
高清化方面，4K、8K分辨率快速渗透。16-20年，我国4K超高清电视渗透率从31%增长至71%，4K电视渗透率取得了长足的进步，同时8K电视开始成为主流品牌力推的旗舰产品。8K相较于4K对于视频质量的提升是更为明显的，4K电视的分辨率为3840*2160，即约为830万像素，而8K电视分辨率为7680*4320，约为3320万像素，是4K的4倍之多。根据工信部印发的《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》，到22年我国将实现4K电视终端全面普及，8K电视终端销量占电视总销量的比例超过5%，未来具备更大潜力。

图 21：2018-2026E 电视面板尺寸变化（单位：英寸）



数据来源：Omdia、东方证券研究所

图 22：2017-2022E 中国 4K 超清电视市场规模



数据来源：AVC、前瞻产业研究院、东方证券研究所

产品升级，单位产品所需 FFC 质量显著提升。随着 4K、8K 渗透率的显著提升，高性能显示对 FFC 产品的质量提出了更高的要求，4K 高动态范围、宽色域等的应用以及 8K 技术的应用，传统的布线空间与传输效率以及难以满足现有要求，预期未来 FFC 产品将继续向着减宽的方向发展，产品的传输性能也将有望大幅度提升。

图 23：8K/4K 效果对比图



数据来源：搜狐、东方证券研究所

图 24：8K 与 4K 性能对比

	4K	8K
分辨率	3840x2160 像素	7680x4320 像素
信息量	细节较少	细节更为丰富，但是对摄像机提出更高要求
存储空间	占用存储空间较少	占用较多的存储空间
视角	55°	100°

数据来源：IT 百科、东方证券研究所

新场景拓展为 FFC 打开更广阔市场空间。除传统电视应用外，5G 的大规模普及带动商用、民用视频系统快速发展，会议服务和安防监控等新兴领域的快速发展也将带来潜在 FFC 需求。

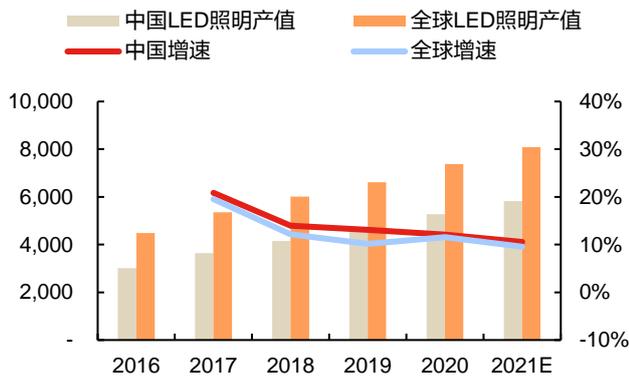
公司 FFC 用热熔胶膜技术国内领先，全球市占率超 20%。传统 FFC 因介电损耗大，难以满足高频高速信号传输要求。公司依托自研高速传输胶膜，生产的 4K FFC 具有优秀的介电性能、稳定

的传输性能和耐热性。在超高清显示市场的快速增长以及国内产品的需求拉动下，公司成功生产出传输速率可达 16Gbps/32Gbps 的高速传输线，并于 19 年着手 8K 显示性能要求的高速传输薄膜以及相应 FFC 的研发工作，目前已实现小批量量产。未来公司一方面将抓住国内超高清显示市场快速发展的机遇，完善 4K FFC 产品性能，加速 8K FFC、32G 服务器用 FFC 等产品的研发推广；另一方面，公司有望进一步拓宽产品应用领域，向汽车、半导体、服务器等高附加值领域进阶。

2.3 LED 线性照明前景广阔，公司产品具备多重竞争力

全球 LED 照明加速渗透，市场规模快速增长。随着 LED 照明产品技术的快速进步，性能、能效比和性价比进一步提高，LED 照明渗透率不断提高，市场规模亦呈现出良好的增长态势。据 GGII 和中商产业研究院数据，21 年全球 LED 照明行业产值规模有望达到 8,089 亿元，同比增长近 10%。中国作为 LED 照明制造第一大国，随着城市化进程的加快，21 年产值规模有望进一步提升至 5,825 亿元，占全球比重超 70%。

图 25: 全球&中国 LED 照明产值 (单位: 亿元)



数据来源: GGII、中商产业研究院、东方证券研究所

图 26: 中国 LED 照明渗透率



数据来源: ASKCI、中商产业研究院、东方证券研究所

随着 LED 市场的不断繁荣以及线性照明的兴起，FPC（柔性线路板）具有配线密度高、重量轻、厚度薄、弯折性好的特点，因而被广泛应用于 LED 灯带。LED 灯带是把 LED 组装在带状的 FPC 线路板上，因其产品形状像一条带子一样而得名。LED 灯带常用于勾画各种建筑物的轮廓，对各种室内装修、家庭美化等起照明装饰作用。当前，LED 灯带主要有两大应用领域，一是室内装饰照明，主要用于天花暗槽、电视背景墙、酒柜、衣柜门框等装饰或照明使用；二是户外装饰照明，可应用于楼房轮廓亮化、招牌点闪等。

图 27：LED 线性照明示例



数据来源：公司招股书、东方证券研究所

线性照明技术发展带动柔性线路板附加值提升。LED 线型照明灯具能够更好地适应建筑空间需求，可实现见光不见灯的效果，在室内、景观亮化和楼宇外立面的亮化上，视觉创意运用灵活，营造氛围效果好。随着 LED 灯具及控制技术的进步，近期的技术发展如灯带膜的高反光性能、柔性线路板的高散热性能，可以获得更高的功率和能效，为线性照明等新应用打开更广阔的大门。未来线型照明灯具将作为“集成载体”，将各种配光、照明模块、点线组合、智能控制等照明解决方案融为一体，有望成为未来的主流照明灯具，同时也拉动柔性线路板附加值持续提升。

公司 LED 柔性线路板产品具备成本、环保、高效等优势。相较传统工艺，公司依托其功能性涂布胶膜积累，使用满足相关性能要求的热固性热熔胶膜，结合电子模切工艺，用物理切割替代化学蚀刻形成功能性电路，革新性的技术也使得公司产品享有成本、环保、高效等多重竞争优势，自 16 年规模销售以来，公司已与三雄极光、欧普照明等 LED 照明知名厂商建立合作。未来公司 LED 柔性板在享受新增 LED 灯带市场红利的同时，还具有对原有灯带市场的替代潜力，以及由于亮度增加、代替灯管进入到通用照明领域产生的市场空间。

图 28：公司 LED 柔性线路板竞争优势

优势	技术革新
环保	传统的柔性线路板使用化学蚀刻工艺生产，利用强酸强碱蚀刻铜箔形成线路，产生大量的废水废液。公司使用物理切割工艺生产，利用刀模切割铜箔形成线路，全过程没有任何废水废气产生，实现零排放，符合绿色环保的发展趋势
高效率	传统制造工艺存在不连续、低效率、低产出等弊端，难以生产稳定连续的线路板产品，在 LED 灯带长距离应用中需要大量的人工在后期进行单元拼接。公司使用卷对卷连续工艺生产，使终端产品在应用长度上的限制降低，为后端产品组装生产自动化提供可能，大量节省人力，实现由劳动密集型向高度自动化的智能制造升级转型
低成本	用压线并替代沉铜电镀，公司的双层线路板设计直接将主线背于线路板下层，无需人工将线路板塞进事先拉有芯线的胶皮中，再焊接并主线后进行第二次拉胶挤出等繁琐工艺，降低了生产成本，提高了高压柔性灯带的生产效率和良率
材料一体化创新提升性能并降低成本	使用自行研发生产的高白亮 PET 为基材与自行研发的专用胶粘剂复合为热固性热熔胶膜替代以 PI 为基材的热熔胶膜，由于 PI 本身颜色泛黄，生产工序中还需刷白油墨来保证 LED 的亮度，采用 PET 基材在保证 LED 发光效率的同时可以简化生产流程，降低原材料成本
高性能	双层覆膜，高耐黄变、高反射率，同时具有优异的耐化性，对助焊剂、有机溶剂等具有优异的耐腐蚀性能

数据来源：公司招股书、东方证券研究所

3. 拥抱新能源汽车、储能大时代

3.1 汽车轻量化重要性凸显，拉动 FFC 需求

节能环保势在必行，碳中和背景下汽车轻量化重要性凸显。中国汽车工程学会发布的《节能与新能源汽车技术路线 2.0》指出，汽车产业碳排放总量要先于国家减排承诺在 2028 年要达到峰值，到 2035 年碳排放总量较峰值下降 20%。在节能减排的政策助推下，汽车轻量化趋势及其重要性日益显现。实验证明，若汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%-8%，降低二氧化碳排放 13%。规划指出，到 2035 年我国燃油整车轻量化系数降低 25%，纯电动汽车轻量化系数降低 35%。

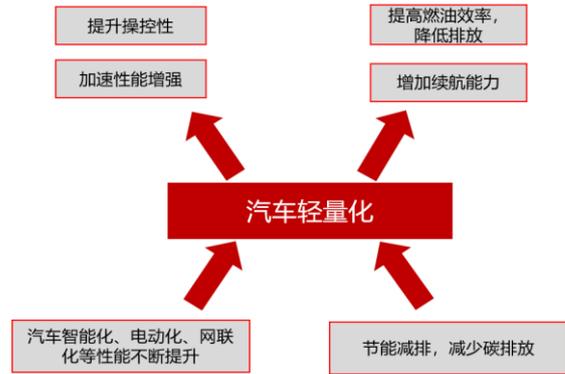
新能源车轻量化诉求更强，普及进程加速。汽车电子化、智能化程度不断提升，动力电池、控制器、驱动电机等电动设备以及传感器、控制器、执行器等智能装置的配置增多，配套元件如 PCB、连接器、线束等用量相应增加，使得当前电动车整车重量普遍大于燃油车，从而影响新能源车的续航能力和乘坐体验。有研究表明，我国新能源汽车轻量化程度落后，对标国外同类产品，我国电动乘用车普遍偏重 10%-30%，电动商用车普遍偏重 10%-15%。而纯电动汽车整车重量每降低 10kg，续航里程可增加 2.5km。在**节能减排压力和新能源汽车性能提升需求的双重推动下，汽车轻量化正在加速。**

图 29：中国汽车轻量化实现目标



数据来源：中国汽车工程学会、东方证券研究所

图 30：汽车轻量化驱动力及其带来的好处



数据来源：东方证券研究所整理

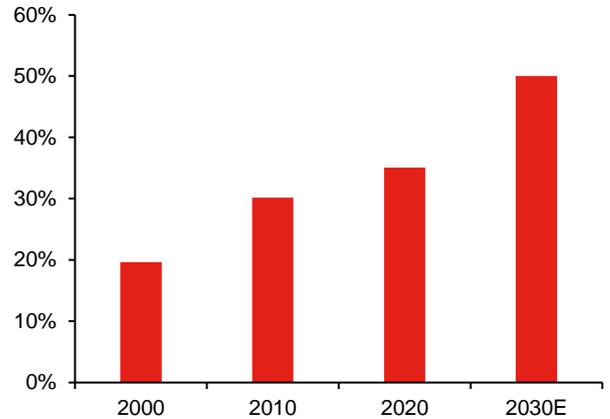
汽车电子化、轻量化趋势增加 FFC 及热熔胶膜用量与技术升级。1) 用热熔胶来粘接车身材料可以理解成一种新的焊接工艺，具有强度高、成本低、质量轻的优势。在国外，一部汽车要用热熔胶 4kg 左右，主要用于汽车顶棚的粘接、汽车内外装饰物的粘接、汽车车身覆盖件的焊接密封等。2) FFC 在移动部件与主板之间、PCB 板对 PCB 板之间、电器设备中起到数据传输作用，在智能汽车整车电子电气架构中，仪表盘、车载娱乐系统、触控系统、转向装置、电动座、电动车窗门以及新能源电池包等动力系统均可应用 FFC。相比于汽车中的传统线束，FFC 柔性扁平线缆具有体积小、厚度薄、耐弯曲性能好等特点，可替代汽车线束实现信号传输的功能。且随着汽车电子设备增多，数据传输线的用量随之增加，线束轻量化对单车能耗的降低也愈发重要，在用量和产品技术的双维成长下，车用 FFC 的市场空间也将不断释放。

图 31：热熔胶在汽车中的作用

	传统方法	改用热熔胶
前大灯	带孔橡胶密封条，通过螺丝压紧密封	迅速粘接密封，降低成本，利于自动化生产，增强密封性
座椅	卷边、卡扣等机械方法固定框架	减少错位发生，半自动化生产，降低成本
仪表盘通风道	大型订书钉连接，浪费工时，密封性差	保证质量，生产效率提高
轿车油门踏板	中间凹槽中聚甲醛圆片粘接困难	仅热熔胶可粘接
发动机进气管	胶黏剂在铝水温度下与聚苯乙烯发泡体同时消失	EVA/蜡基热熔胶极为理想

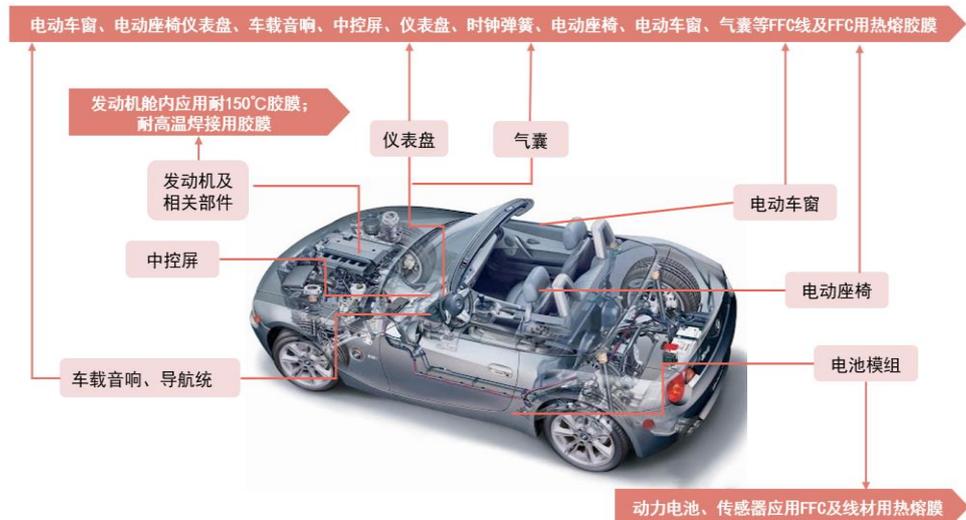
数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 32：汽车电子占整车比重趋势



数据来源：观研天下、东方证券研究所

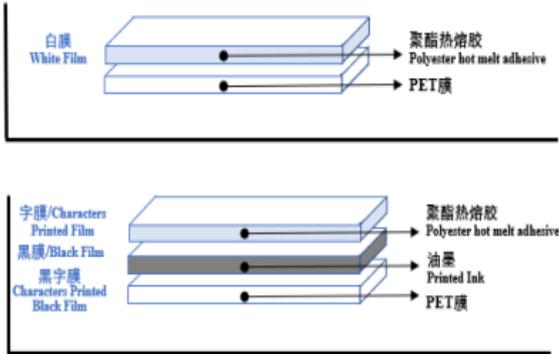
图 33：FFC 在智能电动车中的应用



数据来源：公司公告、公司官网、东方证券研究所整理

相比消费电子用 FFC，车用 FFC 应用条件苛刻，尤其是新能源电池包中的 FFC，信赖性测试要求极高，需要在极宽温度范围条件下长期使用，因此验证周期长达 1-2 年，且该领域主要由国外品牌主导。公司通过长期研发积累，从源头端材料选型、配方着手，依托良好的抗收缩性能基材膜的处理技术、具有耐高温和高可靠性的胶粘剂配方技术，开发出车载用低收缩率热熔胶膜，保证车用 FFC 热熔胶层厚度均匀、无杂质、无颗粒，使得产品具有良好的抗收缩效果、高可靠性、高稳定性、耐挠曲、耐高温高湿等特点，有望受益于汽车 FFC 应用空间的大幅提升以及终端国产化带来的供应链重塑机遇。

图 34：公司车用 FFC 结构



数据来源：公司招股书、东方证券研究所

图 35：公司车用 FFC 产品图

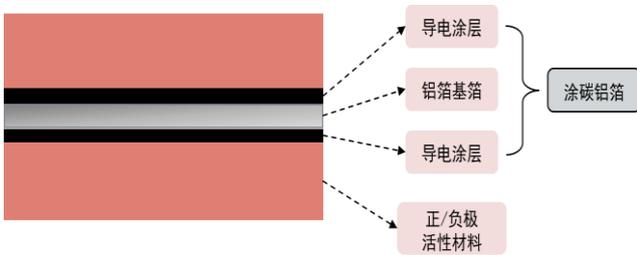


数据来源：公司官网、东方证券研究所

3.2 外延并购布局涂碳铝箔，新能源车及储能应用潜力巨大

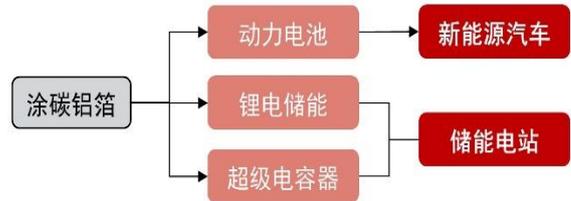
涂碳铝箔性能更佳，是锂电池集流体主要材料。涂碳铝箔由导电碳为主的复合型浆料与高纯度的电子铝箔以转移式涂覆工艺制成，相较于传统光铝箔，涂碳铝箔具有电池内阻小、储存性能佳、功率高、抗低温等优势，可为锂电池提供极佳的静态导电性能，并大幅提升电池充放电性能和循环寿命，因而广泛应用于新能源汽车动力电池、储能电池和超级电容等领域。

图 36：涂碳铝箔示意图



数据来源：建设快讯、东方证券研究所

图 37：涂碳铝箔主要应用



数据来源：公司公告、东方证券研究所整理

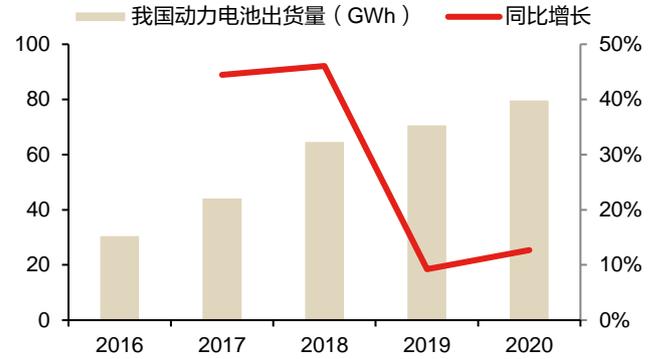
新能源车企渗透加速，带动动力电池及其上游材料需求高景气。今年 1-11 月，我国新能源汽车销量近 300 万辆，同比大增 177%，渗透率为 12.7%，较 20 年末的 5.2% 大幅提升，其中 11 月单月渗透率达到近 18%。C 端消费群体占比不断提升，消费结构的变化显示了行业从政策驱动转向市场驱动突破性的进展。与此同时，我国新能源自主造车新势力内驱力强，理想、小鹏、蔚来等交付量均于 21 年创历史新高，实现月交付量破万。在政策、造车新势力、传统车企、科技大厂等多方势力共同推动下，新能源车迎来加速渗透阶段。铝箔在动力电池中成本占比约为 2%-3%，在动力电池的高数量及性能需求下，涂碳铝箔的增长潜力十分巨大。

图 38：2015-2021.11 中国新能源汽车渗透率



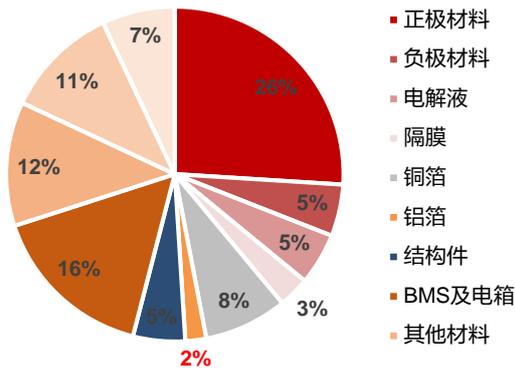
数据来源：Wind、中汽协、东方证券研究所

图 39：2016-2020 中国动力电池出货量



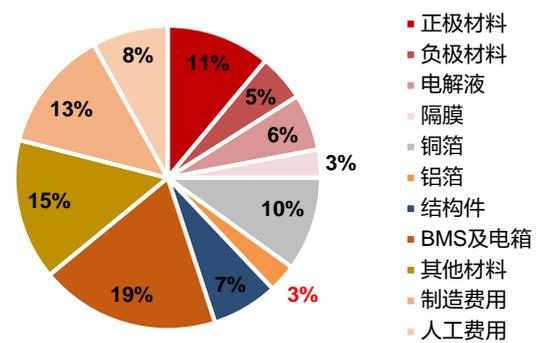
数据来源：GGII、东方证券研究所

图 40：三元动力电池成本拆分



数据来源：鑫椽锂电、立鼎产业研究网、东方证券研究所

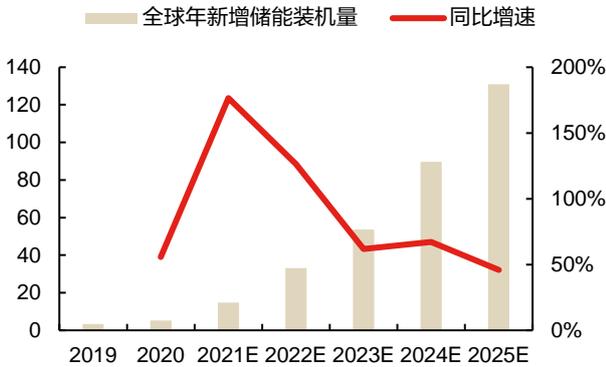
图 41：磷酸铁锂动力电池成本拆分



数据来源：鑫椽锂电、立鼎产业研究网、东方证券研究所

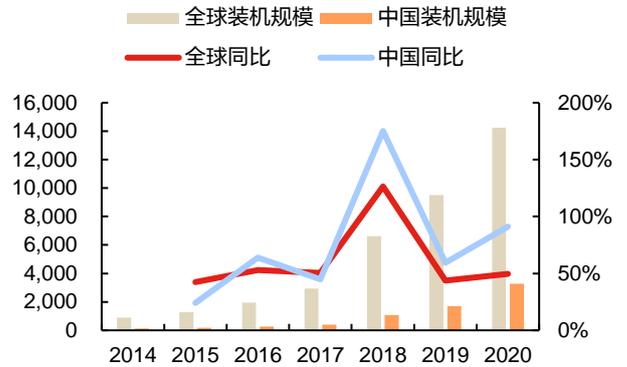
储能提升电力系统稳定性，迎来黄金发展期。碳中和背景下，以光伏和风电为代表的可再生能源装机量大幅增长；同时，风光大规模并网为电力系统稳定性带来挑战，储能技术有助于电网调峰调频，以提高电网供电可靠性及电能质量，推动其需求激增。21 年 7 月以来，我国发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》、《2030 年前碳达峰行动方案》等政策，提出到 25 年实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，装机规模达 30GW 以上；到 2030 年，实现新型储能全面市场化发展。在新型储能技术中，抽水储能最为普遍，占比达 90%，锂电池为代表的电化学储能位居次席，且其受地理因素影响小，应用场景较灵活，赋能智能配网储能电站、有轨电车、港口储能电站、数据中心等多个应用场景，受益于此，锂电池上游电极材料的供应需求也在呈现持续增长的态势。

图 42: 全球年新增储能部署容量预测 (单位: GW)



数据来源: 阳光工匠光伏网、东方证券研究所

图 43: 全球&中国电化学储能累计装机规模 (单位: MW)



数据来源: CNESA、前瞻产业研究院、东方证券研究所

收购佛山大为布局涂碳铝箔，业务、技术、客户多方面协同。公司近期公告以股权转让及增资方式收购国内锂电池涂碳胶膜厂商佛山大为 53% 股权，总交易额 5,800 万元。根据公告，公司 20 年收入约 2,000 万元，已与国内储能和动力电池生产厂商如南都电源、中天科技、双登集团、鹏辉能源等客户建立稳定的合作关系。佛山大为与公司具有较高的业务协同性：1) 工艺方面，佛山大为掌握的“配方+超薄涂布技术”与莱尔科技具备的“配方+精密涂布技术”具有较高的相关性和相通性。2) 客户及应用方面，佛山大为为产品面向的新能源汽车、电网储能、5G 基站领域，也是公司热熔胶膜及应用产品的拓展领域。两家公司之间可以实现客户资源互补，多样化产品种类也有利于增强客户粘性，并通过技术合作、联合开发等方式开拓业务，进一步放大技术优势及其协同效应。

图 44: 莱尔科技与佛山大为为客户资源互补



数据来源: 公司公告、东方证券研究所整理

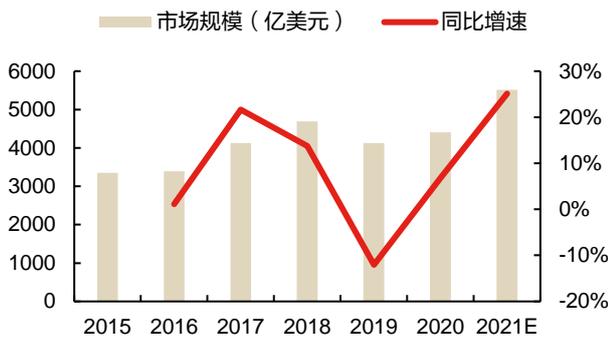
4. 半导体国产替代正当时，晶圆保护膜迎发展机遇

新应用、新技术驱动全球半导体产业快速成长，国产替代正当时。随着人工智能、虚拟世界和物联网等新兴技术的日渐成熟，终端品类不断丰富，智能化程度也不断提升，广阔的下游市场驱动半导体市场需求的不断扩大。WSTS 预计 2021 年全球半导体市场规模将达 5510 亿美元，同比增

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。

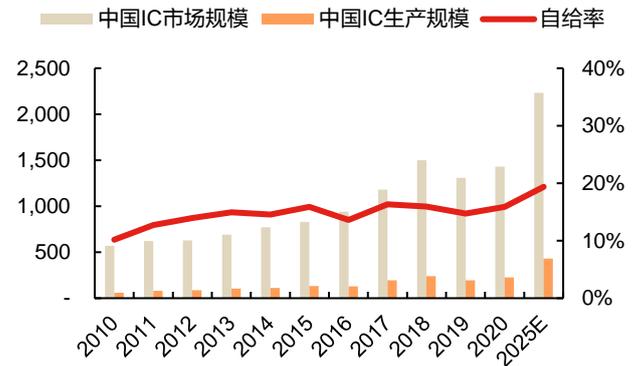
长 25%，创历史新高。与此同时，半导体国产化进程加速，国内半导体厂商正凭借贴近下游市场、成本、政策扶持、技术快速迭代等优势逐步崛起，并在部分细分领域实现从成长到引领的跨越。根据 IC insights 数据，2020 年国内 IC 需求规模 1430 亿美元，供给规模 227 亿美元，自给率仅 16%，预计 25 年有望达到 19%。

图 45：2015-2021E 全球半导体产业市场规模



数据来源：WSTS、Wind、东方证券研究所

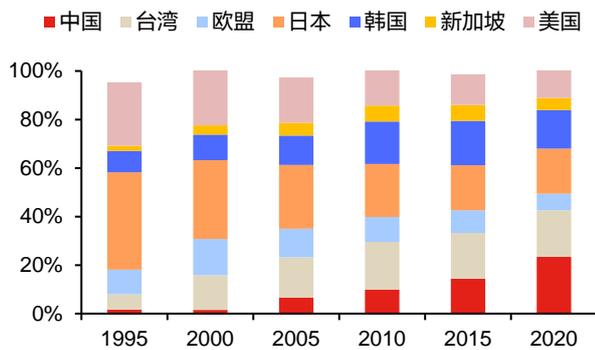
图 46：中国 IC 市场自给率及预测（单位：亿美元）



数据来源：IC insights、东方证券研究所

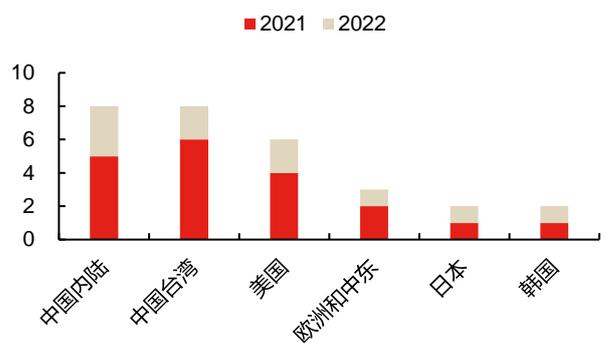
晶圆厂建设高峰来临，晶圆保护膜迎发展机遇。终端高景气叠加疫情等因素带来的芯片供给短缺仍在发酵，晶圆制造厂商产能利用率几近拉满，正加速扩建产能。中国作为全球最大的半导体消费国，在“下游高景气+国产替代”的双轮驱动下，晶圆产能占全球比重快速提升，据 SEMI 统计，20 年产能份额已达 23%，且未来扩产规模客观，带动晶圆厂数量以及产能规模、份额进一步提升。

图 47：中国晶圆产能份额不断提升



数据来源：SEMI、WSC、东方证券研究所

图 48：各地区高产能晶圆厂新建数量预测（单位：座）



数据来源：SEMI、东方证券研究所

晶圆保护膜在晶圆制造中发挥重要作用。晶圆减薄与晶圆切割是半导体制造工艺流程中必不可少的工序，通常是从晶圆没有电路结构的一面进行减薄或切割。在晶圆减薄或切割之前，需要在晶圆具有电路结构的一面贴膜，保护该电路结构，因此保护膜的质量决定了切割的精度与质量。此外，晶圆保护膜还用于晶圆的运转、撕金、分装等各个阶段，起到制程保护和和物流保护的作用。晶圆膜作为芯片后道工艺中重要的应用材料将受益于半导体市场的需求扩大，同时我国晶圆厂建设加速也将显著推动晶圆保护膜等材料国产替代进展。

图 49：晶圆制造流程图



数据来源：前瞻产业研究院、东方证券研究所

芯片技术迭代带动晶圆膜技术升级。芯片转移技术是 MicroLED 显示的核心技术，其难点主要在 1) MicroLED 芯片需要进行多次转移，且每次转移灯珠量非常大，对转移工艺的稳定性 and 精确度要求非常高；2) 对于 RGB 全彩显示而言，由于每一种工艺只能生产一种颜色的灯珠芯片，故需要将红色、蓝色、绿色灯珠芯片分别进行转移，需要非常精准的工艺进行灯珠的定位，极大地增加了转移的工艺难度。在芯片转移过程中，晶圆膜作为转移的临时载体帮助实现芯片抓取、转移。随着 MiniLED、MicroLED 等新技术的发展，单个晶圆被切割的数量更多，对膜的数量以及性能提出了更高的要求，产品附加值稳步提升。

公司制程保护膜包括抗酸保护膜、UV 降粘保护膜、晶圆膜等产品，通过自研的 360 度均匀扩展、离型面可书写、晶圆保护膜连续生产等创新工艺技术，产品性能成熟稳定，具备比肩国际厂商的技术实力。目前，国内大型 LED 芯片生产企业主要采购进口晶圆膜，公司晶圆膜成功研发并批量供货，伴随上市募投的晶圆制程保护膜产业化建设项目逐步落地后实现规模化晶圆膜生产，公司销售规模有望进一步扩大，应用领域也将扩展至 miniLED、MicroLED、集成电路晶圆。

图 50：公司制程保护膜产品布局

产品类别	示意图	结构	下游应用
抗酸保护膜			FPC 过酸池、OGS、玻璃/晶圆片蚀刻制程
UV 降粘保护膜			玻璃/晶片切割，研磨等制程
晶圆膜			晶圆制程

数据来源：公司招股书、东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自于功能性涂布胶膜产品热熔胶膜、压敏胶膜；及其应用产品 FFC、LED 柔性线路板，预计 21-23 年整体收入增速为 17.5%、44.3%、36.8%。
 - a) 5G 终端、新能源汽车等下游应用的繁荣为公司热熔胶膜带来广阔的市场空间；同时国产替代势在必行，公司是国内热熔胶膜领先共供应商，将受益于供需两侧同步向好，我们预测 21-23 年公司热熔胶膜收入分别为 1.6、2.1、2.5 亿元；随着原材料价格企稳以及产能释放带来的规模效应，我们预测 21-23 年公司热熔胶膜毛利率分别为 27.0%、30.0%、32.0%。
 - b) 压敏胶膜方面，公司晶圆制程保护膜、防爆装饰一体膜等优势产品市场推广及客户验证工作有序推进，我们预测 21-23 年公司压敏胶膜收入分别为 0.5、0.8、1.3 亿元；随着公司产品放量带来的规模效应以及产品结构的升级，我们预测 21-23 年公司压敏胶膜毛利率分别为 22.0%、26.0%、30.0%。
 - c) 得益于一体化布局，公司 FFC 技术国内领先，受益于电视高清化、大屏化；汽车轻量化等趋势，FFC 需求不断扩容，我们预测 21-23 年公司 FFC 收入分别为 2.1、3.0、4.1 亿元；伴随公司扩产产线逐渐向 TV、汽车、服务器等高附加值领域拓展，我们预测 21-23 年公司 FFC 毛利率分别为 44.0%、46.0%、48.0%。
 - d) 公司 LED 柔性线路板采用创新工艺，具有成本低、效率高、性能好等优势，逐步获市场认可，我们预测 21-23 年公司 LED 柔性线路板收入分别为 0.5、0.9、1.3 亿元；预测 21-23 年公司 LED 柔性线路板收入毛利率分别为 20.2%、22.2%、24.2%。
- 2) 随着公司收入的快速增长，各项费用有望被摊薄。我们预测 21-23 年公司销售费用率分别为 4.76%、3.58%、3.22%；管理费用率分别为 8.28%、7.38%、6.78%；研发费用率分别为 5.26%、4.96%、4.76%。

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
热熔胶膜					
销售收入（百万元）	122.9	136.3	159.8	209.4	253.9
增长率	8.7%	10.9%	17.3%	31.0%	21.3%
毛利率	26.2%	31.4%	27.0%	30.0%	32.0%
压敏胶膜					
销售收入（百万元）	11.8	35.1	50.7	79.8	125.7
增长率	-50.4%	197.3%	44.2%	57.5%	57.5%
毛利率	16.1%	23.4%	22.0%	26.0%	30.0%
FFC					
销售收入（百万元）	189.1	184.6	207.1	295.3	409.0
增长率	7.4%	-2.4%	12.2%	42.6%	38.5%
毛利率	45.2%	48.2%	44.0%	46.0%	48.0%
LED 柔性线路板					

销售收入（百万元）	35.1	38.1	45.7	86.0	130.1
增长率	-37.1%	8.3%	20.0%	88.4%	51.3%
毛利率	22.4%	22.2%	20.2%	22.2%	24.2%
其他产品（MCC、电子线等）					
销售收入（百万元）	5.6	1.5	1.6	1.7	1.8
增长率	-15.9%	-72.5%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	-9.3%	12.1%	10.0%	12.0%	14.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	16.5	5.2	6.2	7.5	9.0
增长率	61.8%	-68.5%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	59.1%	95.6%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	381.0	400.8	471.1	679.7	929.5
增长率	-1.2%	5.2%	17.5%	44.3%	36.8%
综合毛利率	35.8%	38.3%	33.7%	35.8%	37.9%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 0.51、0.80、1.20 元，根据可比公司斯迪克（国内功能性涂层复合材料供应商）、上海天洋（热熔胶膜供应商）、国瓷材料（陶瓷材料、电子金属浆料生产商）、松井股份（涂料和油墨生产商）、立讯精密（连接线、连接器供应商）、晶瑞电材（微电子超纯化学材料生产商），22 年平均 38 倍 PE 估值水平，对应目标价 30.34 元，首次覆盖给予买入评级。

图 51：可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2022/1/4	每股收益（元）				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
松井股份	688157	118.90	1.10	1.45	1.95	2.61	108.56	82.00	60.97	45.56
国瓷材料	300285	41.85	0.57	0.80	0.99	1.24	73.20	52.53	42.19	33.88
上海天洋	603330	17.38	0.22	0.73	1.21	1.44	79.80	23.81	14.36	12.07
立讯精密	002475	51.00	1.02	1.14	1.58	2.06	49.77	44.65	32.22	24.70
斯迪克	300806	55.88	0.96	1.25	1.77	2.48	58.43	44.70	31.62	22.58
晶瑞电材	300655	40.53	0.23	0.62	0.87	1.28	179.42	65.39	46.62	31.57
	最大值						179.42	82.00	60.97	45.56
	最小值						49.77	23.81	14.36	12.07
	平均数						91.53	52.18	38.00	28.39
	调整后平均						80.00	51.82	38.16	28.18

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

原材料价格波动风险：公司 21 年前三季度毛利率下滑受到原材料涨价影响，其产品涉及树脂液（包含树脂和溶剂等）、铜线类、基材（包括 PET、PI、PVC 等）等原材料，原材料品类众多且多为宏观经济走势敏感型产品，若其价格波动较大，将对公司利润产生负面影响。

新产品市场拓展不及预期：公司晶圆膜、热成型、车载等应用产品目前销售规模较小，拓展过程中需要满足客户验证，若新产品市场拓展或客户验证不及预期，将对公司业绩产生负面影响。

下游需求不及预期：公司产品销售规模一定程度上取决于下游市场增长情况，若下游需求不及预期，公司扩充产能无法充分利用，对公司业绩造成负面影响。

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	186	152	404	257	279	营业收入	381	401	471	680	930
应收票据、账款及款项融资	164	210	212	306	419	营业成本	244	247	313	436	577
预付账款	2	9	10	15	21	营业税金及附加	3	3	3	5	7
存货	31	30	38	54	71	销售费用	19	17	22	24	30
其他	6	9	8	9	10	管理费用及研发费用	51	58	64	84	107
流动资产合计	389	410	673	641	799	财务费用	(1)	5	(2)	(3)	(0)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	3	5	2	6	7
固定资产	50	45	81	176	250	公允价值变动收益	0	1	1	1	1
在建工程	2	82	142	235	291	投资净收益	5	2	2	2	2
无形资产	54	54	52	51	49	其他	4	5	15	10	5
其他	7	5	18	18	18	营业利润	70	73	88	140	210
非流动资产合计	113	186	293	480	608	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	502	596	966	1,120	1,407	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	12	7	10	20	101	利润总额	70	72	87	139	209
应付票据及应付账款	34	66	78	109	144	所得税	9	9	11	18	27
其他	20	22	25	25	25	净利润	61	63	76	121	182
流动负债合计	66	95	113	154	271	少数股东损益	0	0	0	2	4
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	61	63	76	119	178
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.41	0.43	0.51	0.80	1.20
其他	4	5	5	5	5						
非流动负债合计	4	5	5	5	5	主要财务比率					
负债合计	69	100	118	159	276		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	2	6	成长能力					
实收资本(或股本)	111	111	149	149	149	营业收入	-1.2%	5.2%	17.5%	44.3%	36.8%
资本公积	176	176	434	434	434	营业利润	8.6%	3.5%	20.6%	59.3%	49.9%
留存收益	145	208	265	376	543	归属于母公司净利润	8.7%	3.7%	19.5%	56.8%	50.3%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	433	496	848	961	1,131	毛利率	35.8%	38.3%	33.7%	35.8%	37.9%
负债和股东权益总计	502	596	966	1,120	1,407	净利率	16.0%	15.8%	16.1%	17.5%	19.2%
						ROE	16.9%	13.6%	11.3%	13.1%	17.1%
						ROIC	16.3%	14.5%	10.9%	13.0%	16.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	13.8%	16.8%	12.2%	14.2%	19.6%
净利润	61	63	76	121	182	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	49	12	28	63	121	流动比率	5.92	4.31	5.97	4.16	2.95
财务费用	(1)	5	(2)	(3)	(0)	速动比率	5.45	3.97	5.60	3.79	2.67
投资损失	(5)	(2)	(2)	(2)	(2)	营运能力					
营运资金变动	(12)	(32)	1	(89)	(108)	应收账款周转率	2.6	2.5	2.6	2.9	2.8
其它	(34)	5	(14)	5	6	存货周转率	6.8	7.8	8.5	8.9	8.7
经营活动现金流	58	51	86	95	199	总资产周转率	0.9	0.7	0.6	0.7	0.7
资本支出	(150)	(84)	(120)	(250)	(250)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.41	0.43	0.51	0.80	1.20
其他	89	12	4	3	3	每股经营现金流	0.52	0.46	0.58	0.64	1.34
投资活动现金流	(61)	(72)	(116)	(247)	(247)	每股净资产	2.91	3.34	5.71	6.45	7.57
债权融资	(0)	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	104	0	295	0	0	市盈率	58.0	55.9	46.8	29.8	19.9
其他	(21)	(11)	(13)	5	70	市净率	8.2	7.1	4.2	3.7	3.1
筹资活动现金流	83	(11)	281	5	70	EV/EBITDA	26.6	35.0	27.8	15.8	9.5
汇率变动影响	0	(3)	-0	-0	-0	EV/EBIT	45.3	40.6	37.0	23.0	15.1
现金净增加额	81	(35)	252	(147)	22						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，自营业务、另类投资合计持有莱尔科技(688683)占发行量 1%以上

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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