

反射膜业务充满韧性，光学基膜短期承压

投资要点

- **事项:** 公司发布 2022 年半年报, 22H1 营业收入 5.4 亿元, 同比-9.0%, 归母净利润 0.8 亿元, 同比-12.1%; 扣非归母净利润 0.6 亿元, 同比-23.1%。其中 Q2 营业收入 2.5 亿元, 同环比分别-18.8%/-10.7%; Q2 扣非归母净利润 0.4 亿元, 同环比分别-13.5%/+48.1%。22H1 销售毛利率 28.2%, 较 21H1-5.0pp, 较 22 全年/22Q1 分别-2.6pp/-1.0pp。
- **下游平板电视出货量下滑, 但公司反射膜份额仍稳居全球第一。**根据 Trendforce 集邦资讯数据, 22H1 全球平板电视出货量 9243 万台, 同比-6.6%, 主要因为全球消费电子需求收缩。依据公司 21 年报, 营收占比最高的产品为反射膜(21 年营收占比 79.5%), 其下游应用主要为平板电视领域。受下游需求影响, 公司 22H1 反射膜营收同比亦有所下滑, 但根据公司中报, 其反射膜出货面积仍稳居全球第一, 显示出拳头业务的份额韧性。此外需关注的是, 在新型 Mini LED 应用, 和中小尺寸领域, 公司报告期内反射膜出货量均有所提升, 有效对冲了整体需求收缩的影响。
- **毛利率下滑幅度收窄, 光学基膜盈利能力短期承压。**报告期内, 公司销售毛利率 28.2%, 较 21H1-5.0pp, 较 22 全年/22Q1 分别-2.6pp/-1.0pp, 下滑幅度有所收窄, 显示原材料价格上涨对毛利率影响边际减弱。另一方面, 考虑到公司光学基膜业务目前仍集中在价格竞争激烈的中低端市场, 在下游需求大幅收缩情况下, 其盈利能力短期承压, 公司亦通过加大光学预涂膜占比和转产太阳能背板基膜等策略部分对冲光学基膜利润率下降影响。光学基膜整体市场规模大, 公司合肥产线聚焦于偏光片离保膜和 MLCC 离型膜等中高端市场, 相信后续随着中高端产品的陆续出货, 光学基膜业务的整体盈利能力有望持续改善。
- **存货规模增长较快, 锂电隔膜业务值得期待。**截至 22H1 期末, 公司存货规模 2.9 亿元, 较 21 年底+81.2%, 增长速度较快。分科目看, 其中库存商品 2.0 亿元, 较期初增长 124.7%; 原材料 0.6 亿元, 较期初增长 96.6%, 我们判断主要为下游需求下滑导致出货不急预期及原材料期初上涨较块公司备货增多所致。锂电隔膜业务上, 公司年产 5.6 亿平米项目有望在 Q3 出样测试。鉴于隔膜赛道的巨大市场空间以及公司自主拼装产线的成本优势, 该业务成长性值得期待。
- **盈利预测与投资建议。**公司作为全球反射膜龙头企业, 技术积累深厚, 长期看有望在光学基膜高端国产替代, 和锂电隔膜自主拼装生产上, 复制反射膜的成功经验, 从而拉动业绩持续增长。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.2/2.8/3.4 亿元, 未来三年复合增速为 21.9%, 对应 PE 估值分别为 23 倍/18 倍/15 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品开发导入不及预期风险, 行业竞争加剧带来价格下降风险, 下游消费电子需求持续大幅下滑风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1296.69	1593.74	1984.63	2379.20
增长率	24.08%	22.91%	24.53%	19.88%
归属母公司净利润(百万元)	186.79	224.66	280.79	338.01
增长率	5.54%	20.27%	24.99%	20.38%
每股收益EPS(元)	0.65	0.79	0.98	1.19
净资产收益率 ROE	9.40%	10.33%	11.64%	12.55%
PE	27	23	18	15
PB	2.57	2.35	2.12	1.90

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈中亮
执业证号: S1250522070001
电话: 021-58351909
邮箱: czlyf@swsc.com.cn

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	2.85
流通 A 股(亿股)	2.28
52 周内股价区间(元)	14.13-36.03
总市值(亿元)	50.22
总资产(亿元)	22.92
每股净资产(元)	7.09

相关研究

1. 长阳科技(688299): 短期承压不改增长趋势, 看好公司长期发展 (2021-10-29)
2. 长阳科技(688299): 反射膜绝对龙头, 品类扩张复刻成长曲线 (2021-09-02)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1296.69	1593.74	1984.63	2379.20	净利润	186.79	224.66	280.79	338.01
营业成本	895.25	1117.57	1365.41	1627.47	折旧与摊销	56.65	61.49	69.06	76.82
营业税金及附加	6.50	11.95	14.88	17.84	财务费用	2.45	-52.20	-43.57	-43.51
销售费用	51.07	58.97	83.35	102.31	资产减值损失	-8.02	35.00	30.00	30.00
管理费用	64.73	175.31	254.03	309.30	经营营运资本变动	-111.94	-638.73	249.90	296.50
财务费用	2.45	-52.20	-43.57	-43.51	其他	85.06	-35.04	-35.25	-32.96
资产减值损失	-8.02	-35.00	-30.00	-30.00	经营活动现金流净额	210.98	-404.82	550.93	664.85
投资收益	12.69	3.00	3.00	3.00	资本支出	-228.01	-150.00	-150.00	-200.00
公允价值变动损益	0.36	0.50	0.00	0.00	其他	214.23	-82.69	-115.01	-117.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-13.78	-232.69	-265.01	-317.00
营业利润	195.79	250.63	283.51	338.80	短期借款	30.02	263.60	-245.82	-67.83
其他非经营损益	6.48	10.60	16.80	17.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	202.27	261.23	300.31	355.80	股权融资	79.91	0.00	0.00	0.00
所得税	15.48	36.57	19.52	17.79	支付股利	-28.26	-37.36	-44.93	-56.16
净利润	186.79	224.66	280.79	338.01	其他	-44.87	52.20	43.92	43.51
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	36.81	278.44	-246.83	-80.47
归属母公司股东净利润	186.79	224.66	280.79	338.01	现金流量净额	227.69	-359.07	39.09	267.37
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	518.44	159.37	198.46	465.84	成长能力				
应收和预付款项	485.01	1249.87	1346.06	1493.56	销售收入增长率	24.08%	22.91%	24.53%	19.88%
存货	168.21	825.23	672.71	478.24	营业利润增长率	4.15%	28.01%	13.12%	19.50%
其他流动资产	254.87	196.65	218.26	241.89	净利润增长率	5.54%	20.27%	24.99%	20.38%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	7.10%	1.97%	18.88%	20.42%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	833.39	937.64	1034.31	1173.22	毛利率	30.96%	29.88%	31.20%	31.60%
无形资产和开发支出	133.16	117.73	102.30	86.87	三费率	9.12%	11.42%	14.80%	15.47%
其他非流动资产	93.42	197.67	297.37	397.07	净利率	14.40%	14.10%	14.15%	14.21%
资产总计	2486.50	3684.17	3869.47	4336.69	ROE	9.40%	10.33%	11.64%	12.55%
短期借款	50.05	313.65	67.83	0.00	ROA	7.51%	6.10%	7.26%	7.79%
应付和预收款项	301.89	996.31	1163.06	1386.49	ROIC	15.10%	9.83%	10.95%	14.62%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.66%	16.31%	15.57%	15.64%
其他负债	146.68	199.02	227.18	256.95	营运能力				
负债合计	498.62	1508.98	1458.07	1643.44	总资产周转率	0.56	0.52	0.53	0.58
股本	285.18	285.18	285.18	285.18	固定资产周转率	2.05	2.11	2.27	2.41
资本公积	1130.20	1130.20	1130.20	1130.20	应收账款周转率	3.68	2.47	2.09	2.31
留存收益	572.86	760.16	996.02	1277.87	存货周转率	6.54	2.20	1.80	2.78
归属母公司股东权益	1987.89	2175.19	2411.40	2693.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.81%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1987.89	2175.19	2411.40	2693.25	资产负债率	20.05%	40.96%	37.68%	37.90%
负债和股东权益合计	2486.50	3684.17	3869.47	4336.69	带息债务/总负债	10.04%	20.79%	4.65%	0.00%
					流动比率	3.34	1.69	1.76	1.71
					速动比率	2.95	1.12	1.27	1.40
					股利支付率	15.13%	16.63%	16.00%	16.61%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	254.89	259.92	309.01	372.10	每股收益	0.65	0.79	0.98	1.19
PE	27.39	22.77	18.22	15.14	每股净资产	6.97	7.63	8.46	9.44
PB	2.57	2.35	2.12	1.90	每股经营现金	0.74	-1.42	1.93	2.33
PS	3.95	3.21	2.58	2.15	每股股利	0.10	0.13	0.16	0.20
EV/EBITDA	17.09	18.83	14.53	10.84					
股息率	0.55%	0.73%	0.88%	1.10%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn