



公司背板、胶膜产能大扩张，静待业绩释放

投资要点

[Table Summary] 2022年，公司实现营收 17.4 亿元，同比上升 35.1%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比下滑 14.7%；扣非归母净利润 0.96 亿元，同比上升 1.8%。2023Q1 公司实现营收 4 亿元，同比上升 4.7%；实现归母净利润 0.19 亿元，同比下滑 41.84%。

- **BO 占比提升至 80%，产能快速扩张满足市场需求。**2022 年，公司积极推广 BO 型背板产品，获得晶澳、隆基、通威、中节能、东方日升等战略客户的批量下单，BO 型背板出货量 8118 万平米，占背板年度总出货量 10370 万平米的比例为 78.3%。公司 BO 型背板营业收入 7.73 亿元，占背板总收入的 70.7%。目前公司 BO 背板出货占比已接超 90%，将进一步提升公司净利水平。公司现有背板产能 1.14 亿平，已经满产，未来将新增产能 1 亿平，有望顺利消化，产量将翻番。
- **胶膜业务快速发展，膜技术外延产品丰富。**2022 年，公司已经形成年产 1 亿平米胶膜产能并已批量出货，主要胶膜产品有 POE 胶膜、EPE 胶膜、EVA 胶膜。累计销售胶膜 2329 万平米，同比增幅为 163%，其中，POE/EPE 胶膜出货占比 28%，EVA 胶膜出货占比为 72%，实现营业收入 2.75 亿元。公司 IPO 募投 1.2 亿平产能和越南明冠 1 亿平产能逐渐达产。年底产能将达 2.2 亿平，将成为公司业绩又一增长点。此外，公司还有包括异质结网栅膜在内的多项有前景的储备新技术，未来有望形成多点开花局面。
- **铝塑膜完成国产化，下游需求放缓影响放量。**2022 年，公司已实现了铝箔、胶黏剂、尼龙、PET、CPP 等国产原材料的导入或者自主化生产，在保证铝塑膜产品质量稳定的同时，铝塑膜原材料供应链得到稳定，也降低了产品生产成本。2022 年，公司销售出货 716 万平米，同比增长 22%；实现铝塑膜营业收入 1.09 亿元，同比增长 12.22%。公司动力/储能电池类铝塑膜销量占比为 79%，3C 数码电池类铝塑膜销量占比为 21%。
- **定增顺利完成大扩产在即，合肥新基地 5 亿平产能即将投建。**2022 年 9 月，公司完成定增募集资金 16.8 亿，用于投资明冠锂电膜年产 2 亿平米铝塑膜建设项目和嘉明薄膜公司年产 1 亿平米无氟背板建设项目。今年 2 月，公司与合肥市肥东县签署合作协议，拟投资建设年产 3 亿平米太阳能背板和 2 亿平米功能性膜项目。这些项目将陆续投建，全部落地后，公司产能规模将增加约 3 倍。
- **盈利预测与投资建议。**公司背板、胶膜产能未来扩张加速，盈利能力有望修复。我们预计 2023/2024/2025 年公司归母净利润 4.06/8.06/9.56 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**单面组件市场萎缩、锂电池技术迭代、定增新增产能不及预期等风险。

[Table MainProfit]	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1741.53	3942.00	8332.00	9233.00
增长率	35.10%	126.35%	111.36%	10.81%
归属母公司净利润 (百万元)	104.90	406.31	805.74	955.76
增长率	-14.66%	287.34%	98.30%	18.62%
每股收益 EPS (元)	0.52	2.02	4.00	4.75
净资产收益率 ROE	4.06%	11.50%	18.92%	18.91%
PE	55	14	7	6
PB	1.83	1.63	1.35	1.14

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

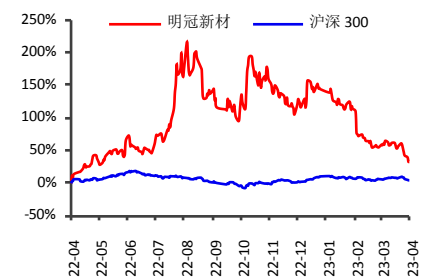
[Table Author]

执业证号: S1250520100002

电话: 021-58351923

邮箱: hch@swsc.com.cn

[Table QuotePic]



数据来源: Wind

基础数据

[Table BaseData]	2.01
总股本(亿股)	0.90
52 周内股价区间(元)	20.91-70.8
总市值(亿元)	57.25
总资产(亿元)	19.85
每股净资产(元)	8.63

相关研究

- [Table Report]
1. 明冠新材 (688560): 推出股权激励计划, 助力公司高速发展 (2022-10-28)
 2. 明冠新材 (688560): BO 背板占比提升, 业绩进入快速上升期 (2022-08-26)
 3. 明冠新材 (688560): 业绩实现高速增长, 产能继续加速扩张 (2022-04-27)
 4. 明冠新材 (688560): 定增加速扩张产能, 业绩有望高速增长 (2022-01-27)

关键假设：

假设 1：公司铝塑膜产量 2023 年、2024 年、2025 年达到 2000 万平、0.5 亿平，1 亿平，毛利率稳步提升；

假设 2：公司背板产量 2023 年、2024 年、2025 年达到 2.5 亿平，5 亿平，5 亿平，毛利率稳定。

假设 3：公司 POE 膜产量 2023 年、2024 年、2025 年达到 1.2 亿平、2.2 亿平、2.2 亿平。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
太阳能背板	收入	1092.6	2250.0	5000.0	5000.0
	增速	3.7%	105.9%	122.2%	0.0%
	毛利率	23.5%	17.5%	17.0%	17.0%
光伏胶膜	收入	275.7	1320.0	2420.0	2420.0
	增速	151.6%	378.7%	83.3%	0.0%
	毛利率	0.9%	15.0%	15.5%	16.0%
铝塑膜	收入	108.8	360.0	900.0	1800.0
	增速	12.2%	231.0%	150.0%	100.0%
	毛利率	4.1%	15.0%	24.0%	25.0%
合计	收入	1741.5	3942.0	8332.0	9233.0
	增速	35.1%	126.4%	111.4%	10.8%
	毛利率	19.1%	16.4%	17.3%	18.3%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)		[Table ProfitDetail]				现金流量表 (百万元)					
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E			
营业收入	1741.53	3942.00	8332.00	9233.00	净利润	127.76	406.31	805.74	955.76		
营业成本	1408.33	3295.65	6890.30	7545.15	折旧与摊销	48.28	68.61	88.75	106.02		
营业税金及附加	9.52	18.95	39.51	45.10	财务费用	-9.70	-5.76	1.34	4.71		
销售费用	32.45	86.72	249.96	276.99	资产减值损失	-36.45	-1.00	0.00	0.00		
管理费用	55.19	137.97	291.62	323.16	经营营运资本变动	-75.46	-923.73	-1401.13	-778.97		
财务费用	-9.70	-5.76	1.34	4.71	其他	28.55	12.95	22.65	31.06		
资产减值损失	-36.45	-1.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	82.98	-442.62	-482.64	318.59		
投资收益	-6.98	3.00	0.00	0.00	资本支出	-149.94	-200.00	-200.00	-200.00		
公允价值变动损益	0.00	6.00	6.00	6.00	其他	-136.32	9.00	6.00	6.00		
其他经营损益	0.00	30.00	30.00	30.00	投资活动现金流净额	-286.25	-191.00	-194.00	-194.00		
营业利润	144.37	448.47	895.26	1073.89	短期借款	-1.00	0.00	38.58	86.32		
其他非经营损益	-3.17	0.50	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00		
利润总额	141.20	448.97	895.26	1073.89	股权融资	1656.15	0.00	0.00	0.00		
所得税	13.44	42.65	89.53	118.13	支付股利	-40.97	-20.98	-81.26	-161.15		
净利润	127.76	406.31	805.74	955.76	其他	31.91	-47.18	-1.34	-4.71		
少数股东损益	22.87	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1646.09	-68.16	-44.03	-79.54		
归属母公司股东净利润	104.90	406.31	805.74	955.76	现金流量净额	1445.51	-701.78	-720.67	45.05		
资产负债表 (百万元)		2022A				2023E		2024E		2025E	
货币资金	1839.06	1137.27	416.60	461.65	成长能力						
应收和预付款项	809.44	1643.78	3081.89	3834.67	销售收入增长率	35.10%	126.35%	111.36%	10.81%		
存货	259.55	607.37	1269.85	1390.53	营业利润增长率	1.89%	210.63%	99.63%	19.95%		
其他流动资产	139.11	56.64	119.72	132.66	净利润增长率	4.01%	218.02%	98.30%	18.62%		
长期股权投资	67.22	67.22	67.22	67.22	EBITDA 增长率	11.80%	179.48%	92.71%	20.22%		
投资性房地产	10.93	10.93	10.93	10.93	获利能力						
固定资产和在建工程	444.43	589.65	714.73	822.55	毛利率	19.13%	16.40%	17.30%	18.28%		
无形资产和开发支出	122.48	110.05	97.63	85.21	三费率	10.06%	5.55%	6.52%	6.55%		
其他非流动资产	57.07	55.66	54.25	52.84	净利率	7.34%	10.31%	9.67%	10.35%		
资产总计	3749.28	4278.58	5832.82	6858.25	ROE	4.06%	11.50%	18.92%	18.91%		
短期借款	0.00	0.00	38.58	124.89	ROA	3.41%	9.50%	13.81%	13.94%		
应付和预收款项	508.89	695.13	1452.69	1591.06	ROIC	10.32%	21.07%	24.25%	20.78%		
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.51%	12.97%	11.83%	12.83%		
其他负债	90.42	48.98	82.61	88.73	营运能力						
负债合计	599.30	744.11	1573.87	1804.69	总资产周转率	0.61	0.98	1.65	1.46		
股本	201.30	201.30	201.30	201.30	固定资产周转率	5.87	8.15	12.78	12.01		
资本公积	2322.24	2322.24	2322.24	2322.24	应收账款周转率	3.87	6.36	8.18	5.96		
留存收益	612.46	997.79	1722.27	2516.88	存货周转率	5.59	7.60	7.34	5.67		
归属母公司股东权益	3136.83	3521.33	4245.81	5040.42	周转率	93.31%	—	—	—		
少数股东权益	13.14	13.14	13.14	13.14	资本结构						
股东权益合计	3149.97	3534.47	4258.95	5053.56	资产负债率	15.98%	17.39%	26.98%	26.31%		
负债和股东权益合计	3749.28	4278.58	5832.82	6858.25	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	2.45%	6.92%		
					流动比率	5.24	4.75	3.14	3.26		
					速动比率	4.80	3.91	2.33	2.48		
					股利支付率	39.06%	5.16%	10.09%	16.86%		
					每股指标						
					每股收益	0.52	2.02	4.00	4.75		
					每股净资产	15.58	17.49	21.09	25.04		
					每股经营现金	0.41	-2.20	-2.40	1.58		
					每股股利	0.20	0.10	0.40	0.80		
业绩和估值指标		2022A				2023E		2024E		2025E	
EBITDA	182.95	511.31	985.36	1184.62							
PE	54.58	14.09	7.11	5.99							
PB	1.83	1.63	1.35	1.14							
PS	3.29	1.45	0.69	0.62							
EV/EBITDA	21.11	8.82	5.35	4.48							
股息率	0.72%	0.37%	1.42%	2.81%							

数据来源：Wind, 西南证券

分析师承诺

来自合法合规

投资评级说明

	6 个月内
作为基准。其中：A	500 指数为基准。
公司评级	20%以上
	10%与 20%之间
	-10%与 10%之间
	-20%与-10%之间
	-20%以下
行业评级	5%以上
	-5%与 5%之间
	-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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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

[Table_SalesPerson]	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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@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	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn