

长阳科技 (688299.SH)

增持 (维持)

一季度业绩短期继续承压，下游需求有望逐步复苏

事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报，2022 年实现营业收入 11.53 亿元，同比下降 11.1%，归母净利润 1.13 亿元，同比下降 39.3%，扣非净利润 0.96 亿元，同比下降 44.9%；2023 年一季度实现收入 2.51 亿元，同比下降 12%，归母净利润 0.25 亿元，同比下降 29.5%。

- 终端需求偏弱及原料价格上涨，全年业绩下降明显。根据 TrendForce 集邦咨询数据，2022 年全球大尺寸 LCD 面板出货面积 2.19 亿平米，同比下降 5.70%，其中 LCD 电视面板、LCD 显示器面板、笔记本电脑面板出货面积分别为 1.70 亿平米、2902 万平米、1317 万平米，同比分别下降 4.02%、6.39%、22.62%。2022 年公司主要业务经营承压，其中反射膜收入 8.77 亿元，同比下降 15.0%，毛利率 34.9%，同比下降 1.75 pct，销量 1.91 万吨，同比下降 16.5%，主要受消费电子行业需求收缩等影响，公司持续推进 Mini LED 反射膜等推广应用；光学基膜收入 1.41 亿元，同比下降 7.2%，毛利率-7.22%，同比下降 18.5 pct，销量 1.49 万吨，同比下降 0.08%，受主要原材料 PET 价格大幅上涨等影响，此外公司锂电池隔膜项目尚处于建设投入期，相应费用增加较多。
- 一季度下游需求持续低迷，盈利能力环比改善。2023 年一季度公司营业收入环比下降 18.4%，综合毛利率 27.7%，同比下降 1.7 pct，环比提高 5.8 pct，主要受市场供需及公司清库存影响，光学基膜销售收入及毛利率同比下降；反射膜受春节部分客户停产较早影响，一月份同比需求减少，同时隔膜项目费用同比增加明显。近期多家行业龙头企业发布搭载 Mini LED 背光的新一代产品，在电视、笔电及车载显示等传统智能硬件中的 Mini LED 渗透率有望持续提升。根据 Omdia 数据，2022 年 Mini LED 背光液晶电视总出货量为 310 万台，预计 2023 年出货量为 570 万台，而到 2026 年出货量预计将达到 2010 万台，看好公司 Mini LED 反射膜快速放量。
- 拓展高端膜材料新产品，增强未来成长确定性。公司现有光学基膜产能 2.5 万吨/年，拟新建高端光学基膜产能 8 万吨/年，预计 2023 年逐步放量。公司锂电隔膜产品小批量生产后，开发了适用于动力、储能等多个应用场景、不同性能规格的隔膜产品，目前相关产品已经获得主流客户认证，并取得了比亚迪等客户相应订单，拟新建 5.6 亿平方米/年产能，预计 2023 年陆续投产。公司持续研发和储备高端膜材料新产品，普通型和高阻胶型两大系列的 TPX 离子膜产品已经实现销售，已经完成了 CPI 薄膜、TPU 薄膜等项目的研发与验证，完成了 LCP 材料、偏光片用功能膜等项目立项。
- 维持“增持”投资评级。预计 2023~2025 年公司归母净利润 1.65 亿、2.38 亿、3.03 亿元，EPS 分别为 0.57、0.83、1.06 元，当前股价对应 PE 分别为 27、18、15 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：原材料价格上涨、新项目建设不及预期、新产品放量不及预期

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1297	1153	1488	1919	2375
同比增长	24%	-11%	29%	29%	24%
营业利润(百万元)	196	121	182	268	345
同比增长	4%	-38%	50%	47%	28%
归母净利润(百万元)	187	113	165	238	303

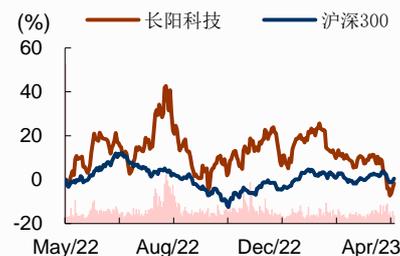
周期/化工
目标估值：NA
当前股价：15.29 元

基础数据

总股本(万股)	28683
已上市流通股(万股)	28683
总市值(亿元)	44
流通市值(亿元)	44
每股净资产(MRQ)	7.3
ROE(TTM)	4.9
资产负债率	23.9%
主要股东	金亚东
主要股东持股比例	15.88%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-7	-1
相对表现	-11	-21	-4



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《长阳科技(688299)一、二季度业绩环比大幅改善，下半年有望进一步向好》2022-09-01
- 《长阳科技(688299)一全年业绩符合预期，今年有望大幅增长》2022-02-23
- 《长阳科技(688299)一国内光学膜领先企业，打造高端膜材料平台》2021-11-19

周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

同比增长	6%	-39%	45%	44%	27%
每股收益(元)	0.65	0.40	0.57	0.83	1.06
PE	23.5	38.7	26.6	18.4	14.5
PB	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 长阳科技历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 长阳科技历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1427	1186	1130	1414	1729
现金	518	376	146	168	201
交易性投资	200	50	50	50	50
应收票据	64	111	143	185	229
应收款项	383	354	432	557	690
其它应收款	13	4	5	6	7
存货	168	213	253	320	393
其他	80	78	100	129	159
非流动资产	1060	1516	1769	2005	2224
长期股权投资	0	4	4	4	4
固定资产	690	976	1247	1498	1732
无形资产商誉	133	172	154	139	125
其他	237	365	364	364	364
资产总计	2487	2701	2899	3419	3953
流动负债	427	399	446	753	1020
短期借款	50	30	0	202	352
应付账款	273	275	340	429	527
预收账款	5	2	3	3	4
其他	99	92	104	119	136
长期负债	72	230	230	230	230
长期借款	0	146	146	146	146
其他	72	83	83	83	83
负债合计	499	629	676	983	1249
股本	285	287	287	287	287
资本公积金	1130	1126	1126	1126	1126
留存收益	573	660	810	1024	1291
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1988	2073	2223	2437	2704
负债及权益合计	2487	2701	2899	3419	3953

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	211	87	160	193	270
净利润	187	113	165	238	303
折旧摊销	57	67	89	107	124
财务费用	7	(33)	1	4	7
投资收益	(13)	3	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(20)	(65)	(103)	(167)	(175)
其它	(7)	1	11	14	14
投资活动现金流	(14)	(310)	(345)	(345)	(345)
资本支出	(227)	(456)	(347)	(347)	(347)
其他投资	213	146	2	2	2
筹资活动现金流	37	87	(46)	173	108
借款变动	(25)	73	(30)	202	151
普通股增加	3	2	0	0	0
资本公积增加	77	(4)	0	0	0
股利分配	(28)	(29)	(14)	(25)	(36)
其他	10	45	(1)	(4)	(7)
现金净增加额	234	(136)	(230)	21	34

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1297	1153	1488	1919	2375
营业成本	895	857	1061	1338	1644
营业税金及附加	6	9	11	14	18
营业费用	51	46	59	76	95
管理费用	65	74	89	115	142
研发费用	78	52	67	87	107
财务费用	2	(36)	1	4	7
资产减值损失	(20)	(32)	(19)	(19)	(19)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	4	6	6	6	6
投资收益	13	(3)	(3)	(3)	(3)
营业利润	196	121	182	268	345
营业外收入	8	15	15	15	15
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	202	134	195	282	358
所得税	15	21	30	43	55
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	187	113	165	238	303

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	24%	-11%	29%	29%	24%
营业利润	4%	-38%	50%	47%	28%
归母净利润	6%	-39%	45%	44%	27%
获利能力					
毛利率	31.0%	25.7%	28.7%	30.3%	30.8%
净利率	14.4%	9.8%	11.1%	12.4%	12.8%
ROE	10.0%	5.6%	7.7%	10.2%	11.8%
ROIC	9.6%	3.4%	6.7%	9.0%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	20.1%	23.3%	23.3%	28.7%	31.6%
净负债比率	2.0%	6.5%	5.0%	10.2%	12.6%
流动比率	3.3	3.0	2.5	1.9	1.7
速动比率	2.9	2.4	2.0	1.5	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	7.0	4.5	4.6	4.7	4.6
应收账款周转率	3.2	2.5	2.9	2.9	2.9
应付账款周转率	3.5	3.1	3.4	3.5	3.4
每股资料(元)					
EPS	0.65	0.40	0.57	0.83	1.06
每股经营净现金	0.74	0.30	0.56	0.67	0.94
每股净资产	6.93	7.23	7.75	8.49	9.43
每股股利	0.10	0.05	0.09	0.12	0.32
估值比率					
PE	23.5	38.7	26.6	18.4	14.5
PB	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	19.8	33.5	18.1	13.0	10.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

曹承安：招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

赵晨曦：招商证券化工行业高级分析师。化学工程硕士，2021 年加入招商证券，曾供职中国节能、首创证券。

连莹：招商证券化工行业研究员。复旦大学化学博士，2022 年加入招商证券。

姚姿宇：招商证券化工行业研究员。香港科技大学硕士，2022 年加入招商证券，曾供职于中泰证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。