

Q1 利润正增长，高附加值产品逐渐放量

核心观点

- **22 年短期承压，盈利能力稳定。**公司 22 年取得营收 18.8 亿元，同比小幅下滑 5%，归母净利润 1.7 亿元，同比下滑 20%。主要由于在宏观经济下行、俄乌冲突、全球通货膨胀、行业周期变动等复杂因素影响下，全球消费需求低迷，智能手机、平板电脑、可穿戴设备等出货量均出现一定程度下滑。分业务来看，功能性薄膜材料营收 4.5 亿元，同比下滑 21%，电子级胶粘材料营收 8.4 亿元，同比增长 26%，其中下半年营收基本同比持平。22 年综合毛利率 29.7%，同比提升 2.7pct。主要受益于核心业务电子级胶粘材料营收占比进一步提升。
- **23Q1 利润实现正增长，加大研发投入。**23Q1 公司营收同比微增至 4.8 亿元，归母净利润 0.2 亿元，同比增长 14%，毛利率同比上升 1.4pct，Q1 业绩在整体需求疲软的大环境下符合预期。公司同时加大研发投入，23Q1 研发费用 0.4 亿元，同比增长 68%，研发费用率也由 22 年的 6.8% 提升至 23Q1 的 8.2%。
- **产品、客户、应用领域多维成长，高附加值产品逐渐放量。**OCA 光学胶是一层无基材的光学透明双面胶，具有无色透明、超高透光率、可在室温或中温中固化且固化收缩的优点，广泛应用于各类显示触摸屏模组中。OCA 胶从配方设计、材料搭配、设备调整、制程稳定、品质管控、模切转化到后端应用等方面均有较高技术要求，导致终端导入门槛很高，市场主要被海外巨头垄断，公司拥有多条日本及德国进口的先进生产线，通过实现胶水-离型膜和-PET 基膜的一体化自制，进一步降低产品成本并提升对产品系列的理解力和批量生产的可复制性，收入端已在部分终端品牌实现突破稳定供货，实现产品组合与客户组合的升级，且毛利率水平领先。此外，公司已有相当部分产品应用于新能源汽车产业链头部客户，例如绝缘包覆材料、电芯胶带、装配胶带、胶粘剂等，有望逐步贡献业绩增量。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 23-25 年归母净利润分别为 3.41/4.94/7.18 亿元（原 23-24 年预测分别为 3.86/5.85 亿元，主要下调功能性薄膜材料、薄膜包装材料收入），根据可比公司 23 年 31 倍 PE 估值水平，对应目标价为 32.55 元，维持买入评级。

风险提示

- 市场竞争加剧、OCA 业务不及预期、原材料价格波动风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,984	1,877	2,504	3,215	4,061
同比增长(%)	28.9%	-5.4%	33.4%	28.4%	26.3%
营业利润(百万元)	241	183	377	560	814
同比增长(%)	1.3%	-24.0%	105.7%	48.3%	45.5%
归属母公司净利润(百万元)	210	168	341	494	718
同比增长(%)	15.6%	-20.0%	103.2%	44.8%	45.3%
每股收益(元)	0.65	0.52	1.05	1.53	2.22
毛利率(%)	27.0%	29.7%	32.1%	34.0%	35.9%
净利率(%)	10.6%	9.0%	13.6%	15.4%	17.7%
净资产收益率(%)	15.3%	9.2%	14.6%	17.9%	21.3%
市盈率	35.5	44.4	21.8	15.1	10.4
市净率	5.0	3.5	3.0	2.5	2.0

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。

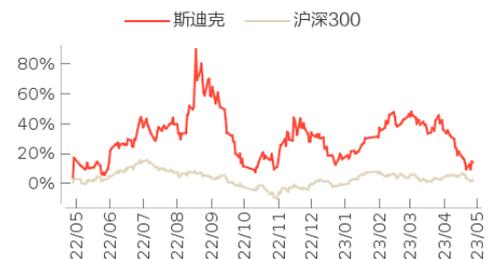
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年04月27日）	22.9元
目标价格	32.55元
52周最高价/最低价	39.39/19.62元
总股本/流通A股（万股）	32,401/17,143
A股市值（百万元）	7,420
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2023年04月27日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.27	-21.44	-12.26	14.12
相对表现	3.3	-20.84	-7.64	11.74
沪深300	-3.03	-0.6	-4.62	2.38



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuajian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522090002

联系人

韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn
杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn
张释文	zhangshiwen@orientsec.com.cn

相关报告

国内领先功能性涂层复合材料供应商，多 元布局蓄力增长	2023-03-28
产品结构持续优化，未来成长可期	2022-03-29

盈利预测与投资建议

我们预测公司 23-25 年归母净利润分别为 3.41/4.94/7.18 亿元（原 23-24 年预测分别为 3.86/5.85 亿元，主要下调功能性薄膜材料、薄膜包装材料收入），根据可比公司 23 年 31 倍 PE 估值水平，对应目标价为 32.55 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2023/4/27	每股收益 (元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
三利谱	002876	36.49	1.94	1.19	1.97	2.92	18.80	30.74	18.50	12.48
激智科技	300566	16.91	0.45	0.22	0.86	1.27	37.41	78.54	19.66	13.36
松井股份	688157	76.69	1.22	1.03	1.49	2.35	62.85	74.41	51.41	32.59
莱尔科技	688683	21.42	0.44	0.34	0.60	1.47	49.04	63.00	35.72	14.57
国瓷材料	300285	29.60	0.79	0.50	0.76	1.00	37.37	59.77	38.83	29.74
	最大值						62.85	78.54	51.41	32.59
	最小值						18.80	30.74	18.50	12.48
	平均数						41.09	61.29	32.83	20.55
	调整后平均						41.27	65.73	31.40	19.22

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

市场竞争加剧、OCA 业务不及预期、原材料价格波动风险。

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	524	768	1,025	1,316	1,662	营业收入	1,984	1,877	2,504	3,215	4,061
应收票据、账款及款项融资	718	837	877	1,126	1,422	营业成本	1,449	1,320	1,701	2,120	2,602
预付账款	48	45	60	77	98	营业税金及附加	13	17	23	29	37
存货	343	459	340	318	390	销售费用	49	55	63	78	95
其他	78	75	78	81	86	管理费用及研发费用	229	266	302	378	465
流动资产合计	1,711	2,185	2,380	2,918	3,658	财务费用	36	45	63	64	63
长期股权投资	14	51	51	51	51	资产、信用减值损失	13	22	15	15	15
固定资产	1,000	1,775	2,219	2,808	3,416	公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
在建工程	1,239	2,102	1,868	1,448	959	投资净收益	0	(6)	0	0	0
无形资产	282	207	207	207	207	其他	46	38	40	30	30
其他	346	353	345	344	344	营业利润	241	183	377	560	814
非流动资产合计	2,880	4,488	4,690	4,860	4,979	营业外收入	1	0	5	5	5
资产总计	4,591	6,673	7,070	7,778	8,637	营业外支出	2	2	3	3	3
短期借款	991	976	1,134	1,266	1,296	利润总额	240	181	379	562	816
应付票据及应付账款	517	539	694	865	1,062	所得税	32	14	38	67	98
其他	167	332	343	354	368	净利润	208	167	341	494	718
流动负债合计	1,675	1,848	2,171	2,485	2,726	少数股东损益	(2)	(1)	0	0	0
长期借款	931	2,059	1,959	1,859	1,759	归属于母公司净利润	210	168	341	494	718
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.65	0.52	1.05	1.53	2.22
其他	491	608	424	424	424						
非流动负债合计	1,422	2,667	2,383	2,283	2,183	主要财务比率					
负债合计	3,097	4,515	4,554	4,768	4,909		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	3	2	2	2	2	成长能力					
实收资本(或股本)	190	324	324	324	324	营业收入	28.9%	-5.4%	33.4%	28.4%	26.3%
资本公积	511	895	911	911	911	营业利润	1.3%	-24.0%	105.7%	48.3%	45.5%
留存收益	792	937	1,278	1,773	2,491	归属于母公司净利润	15.6%	-20.0%	103.2%	44.8%	45.3%
其他	(1)	(1)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,494	2,158	2,515	3,009	3,728	毛利率	27.0%	29.7%	32.1%	34.0%	35.9%
负债和股东权益总计	4,591	6,673	7,070	7,778	8,637	净利率	10.6%	9.0%	13.6%	15.4%	17.7%
						ROE	15.3%	9.2%	14.6%	17.9%	21.3%
						ROIC	8.0%	4.7%	7.0%	9.0%	11.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	67.5%	67.7%	64.4%	61.3%	56.8%
净利润	208	167	341	494	718	净负债率	97.2%	116.8%	92.3%	68.5%	44.2%
折旧摊销	79	201	24	31	32	流动比率	1.02	1.18	1.10	1.17	1.34
财务费用	36	45	63	64	63	速动比率	0.81	0.93	0.94	1.05	1.20
投资损失	(0)	6	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	14	(239)	227	(65)	(183)	应收账款周转率	3.3	2.5	3.1	3.4	3.4
其它	35	(185)	(177)	0	0	存货周转率	5.1	3.3	4.3	6.4	7.3
经营活动现金流	371	(4)	478	525	630	总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5
资本支出	(983)	(1,760)	(233)	(201)	(151)	每股指标(元)					
长期投资	(13)	(50)	0	0	0	每股收益	0.65	0.52	1.05	1.53	2.22
其他	100	372	0	0	0	每股经营现金流	1.95	-0.01	1.48	1.62	1.95
投资活动现金流	(896)	(1,438)	(233)	(201)	(151)	每股净资产	4.60	6.65	7.76	9.28	11.50
债权融资	508	1,352	(100)	(100)	(100)	估值比率					
股权融资	46	519	16	0	0	市盈率	35.5	44.4	21.8	15.1	10.4
其他	(203)	(100)	95	67	(33)	市净率	5.0	3.5	3.0	2.5	2.0
筹资活动现金流	351	1,771	11	(33)	(133)	EV/EBITDA	24.4	20.2	18.7	13.2	9.5
汇率变动影响	(1)	5	-0	-0	-0	EV/EBIT	31.3	38.0	19.7	13.9	9.9
现金净增加额	(174)	333	256	291	347						

资料来源：东方证券研究所

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。

本报告仅供本公司的客户使用。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

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。