

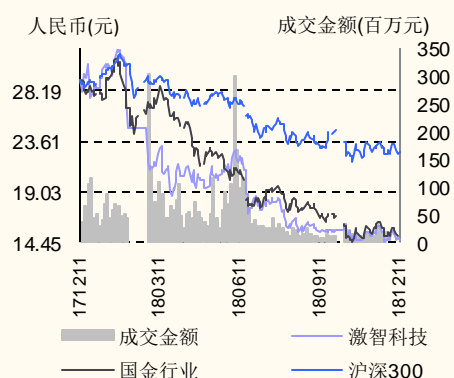
## 激智科技 (300566.SZ) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 14.70 元  
目标价格 (人民币): 15.52-15.52 元

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	94.58
总市值(百万元)	2,281.45
年内股价最高最低(元)	32.04/14.53
沪深 300 指数	3159.82



## 光学膜产能释放在即，新业务持续拓展

### 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.744	0.486	0.420	0.549	0.659
每股净资产(元)	7.05	5.10	5.61	6.05	6.57
每股经营性现金流(元)	-0.42	0.37	0.18	-0.04	0.46
市盈率(倍)	85.83	76.79	35.49	27.11	22.58
净利润增长率(%)	3.37%	1.97%	7.77%	30.93%	20.03%
净资产收益率(%)	10.56%	9.53%	9.32%	11.33%	12.52%
总股本(百万股)	79.59	124.38	155.20	155.20	155.20

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **公司五年营收 CAGR 为 27.0%，净利润 CAGR 为 6.1%**：公司是国内光学膜领域龙头企业，过去五年受益于大陆 LCD 面板行业的崛起，营收持续维持增长；但由于公司产品价格过去五年下降幅度较大，公司归母净利润五年 CAGR 仅为 6.1%。
- **LCD 面板产能持续向中国大陆转移，价格逐渐企稳**：中国大陆面板厂商在 17-19 年大肆新建高世代产线，预计 2019 年中国大陆面板产能将占据全球 39% 的份额，有望带动上游光学膜向国内转移；陆企不断扩张产能致使过去一年面板价格持续下跌，2018 年 Q4 面板价格已经达到三年来新低。我们认为，2019 年面板价格下跌幅度空间不大，面板价格有望企稳。
- **公司增亮膜持续保持快速增长，未来仍有广阔的国产替代空间**：过去两年公司增亮膜销量增速 91.0%，主要是受益于国内 LCD 面板出货面积的持续增长以及公司自身 IPO 募投项目产能的释放；未来公司增亮膜产能将会进一步释放，目前公司全球市占率不到 10%，随着 LCD 产能逐渐向中国大陆转移，18-20 年国内增亮膜市场空间 CAGR 为 15.3%，预计公司 18-20 年增亮膜营收增速为 22.8%。
- **公司扩散膜业务有望在 2019 年恢复增长，预计 18-20 年营收 CAGR 为 7.1%**：过去三年，公司扩散膜业务营收停滞不前，主要是受制于产能的瓶颈，2017 年公司市占率约 20%。公司 IPO 募投扩散膜项目目前已完成主体建设，将于 2019 年实现量产。18-20 年国内扩散膜需求面积 CAGR 仍超 20%，公司作为国内扩散膜龙头企业，有望伴随产能的释放恢复增长。
- **公司深耕涂布技术，太阳能背板膜将爆发式增长**：公司近些年来积极拓展了如太阳能背板膜、量子点膜、汽车窗膜、复合膜等新产品。上半年新产品营收同比大幅增长 273%，下半年太阳能背板膜迎来爆发式增长。预计 18-25 年国内太阳能背板膜市场规模 CAGR 为 4.9%，公司凭借长期的技术积累以及成本优势快速切入，预计明年公司太阳能背板膜营收占比将达到 30% 左右。

### 估值与投资建议

- 我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.42、0.55、0.66 元，对应 PE 为 35x、27x、23x，给予 2019 年目标价 15.52，首次覆盖增持评级。

### 风险

- 国内面板产能投产不及预期，面板价格持续下滑；公司扩产不及预期；太阳能背板膜销量不及预期；应收账款占比营收比例高，存货快速增长。

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003  
(8621)61038318

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

鲁洋洋

联系人

luyangyang@gjzq.com.cn

张纯

联系人

zhang\_chun@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、国内光学膜细分子行业龙头企业 .....	4
1.1 专注光学膜研发生产，创始人技术能力突出 .....	4
1.2 公司核心能力即“涂布技术”，持续拓展新产品 .....	4
1.3 营收增长稳健，盈利能力下滑明显 .....	6
二、两大产品营收增长无虞，盈利能力提升仍有压力 .....	7
2.1 TV 尺寸增大成 LCD 面板出货面积最强驱动力 .....	7
2.2 LCD 产能向中国大陆转移，面板价格反转难度大 .....	9
2.3 光学膜国产化势不可挡，细分领域进口替代空间大 .....	12
三、公司深耕涂布技术，关注新业务拓展进程 .....	17
3.1 新业务太阳能背板膜持续放量，预计明年占比总营收将达到 30% .....	17
3.2 积极布局新型显示材料量子点膜和 OLED 发光材料 .....	18
3.3 公司涂布技术具有很强的通用性，关注公司新业务拓展情况 .....	20
四、盈利预测与投资建议 .....	20
4.1 盈利预测 .....	20
4.2 投资建议 .....	21
五、风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1：公司所处产业链环节 .....	4
图表 2：公司业务拓展历程 .....	5
图表 3：扩散膜结构及工作原理 .....	5
图表 4：增亮膜结构及工作原理 .....	5
图表 5：2013-2018Q3 公司营收 .....	6
图表 6：2013-2018Q3 年公司归母净利润 .....	6
图表 7：公司产品单价 .....	6
图表 8：公司产品毛利率 .....	6
图表 9：公司营运能力（天） .....	7
图表 10：公司费用率 .....	7
图表 11：LCD 下游产品出货面积 .....	7
图表 12：LCD 各产品出货面积占比 .....	7
图表 13：OLED 在智能手机领域的渗透率 .....	8
图表 14：OLED 电视 vs LCD 电视 .....	8
图表 15：全球液晶电视月度出货量 .....	8
图表 16：近年超高清电视面板价格 .....	9
图表 17：2017 年元春促销季主流尺寸段电视销售占比 .....	9
图表 18：历年液晶电视尺寸变化 .....	9
图表 19：2017-2019 年中国大陆投产的 LCD 生产线 .....	10

图表 20: LCD 产能分布.....	10
图表 21: 各世代线最经济切割方式.....	11
图表 22: 2018 年全球各尺寸电视销售占比.....	11
图表 23: LCD 电视面板价格.....	11
图表 24: LCD 显示器面板价格.....	11
图表 25: 各面板厂毛利率.....	12
图表 26: 各面板厂净利率.....	12
图表 27: TFT-LCD 产业链微笑曲线.....	12
图表 28: 液晶面板结构.....	13
图表 29: 42 寸 LED 电视液晶模组成本结构.....	13
图表 30: 42 寸 LED 电视背光模组成本结构.....	13
图表 31: 全球和中国市场扩散膜需求面积.....	14
图表 32: 扩散膜产能路径.....	14
图表 33: 公司扩散膜出货面积.....	14
图表 34: 公司扩散膜营收.....	14
图表 35: 18-20 年公司扩散膜营收预测.....	15
图表 36: 18-20 年公司扩散膜毛利预测.....	15
图表 37: 国内增亮膜市场空间.....	15
图表 38: 全球增亮膜竞争格局.....	15
图表 39: 18-20 年公司增亮膜营收预测.....	16
图表 40: 18-20 年公司增亮膜毛利预测.....	16
图表 41: 复合膜的种类.....	16
图表 42: 太阳能电池结构.....	17
图表 43: TPT 背板结构.....	17
图表 44: 光伏初始投资成本结构.....	18
图表 45: 光伏组件成本结构.....	18
图表 46: 国内新增光伏装机量.....	18
图表 47: 国内太阳能背板膜市场空间.....	18
图表 48: 量子点膜竞争格局.....	19
图表 49: 国内在建或投产的 OLED 生产线.....	20
图表 50: 主要业务收入预测 (百万元).....	21
图表 51: 可比公司盈利预测与估值对比 (2018/12/10).....	21

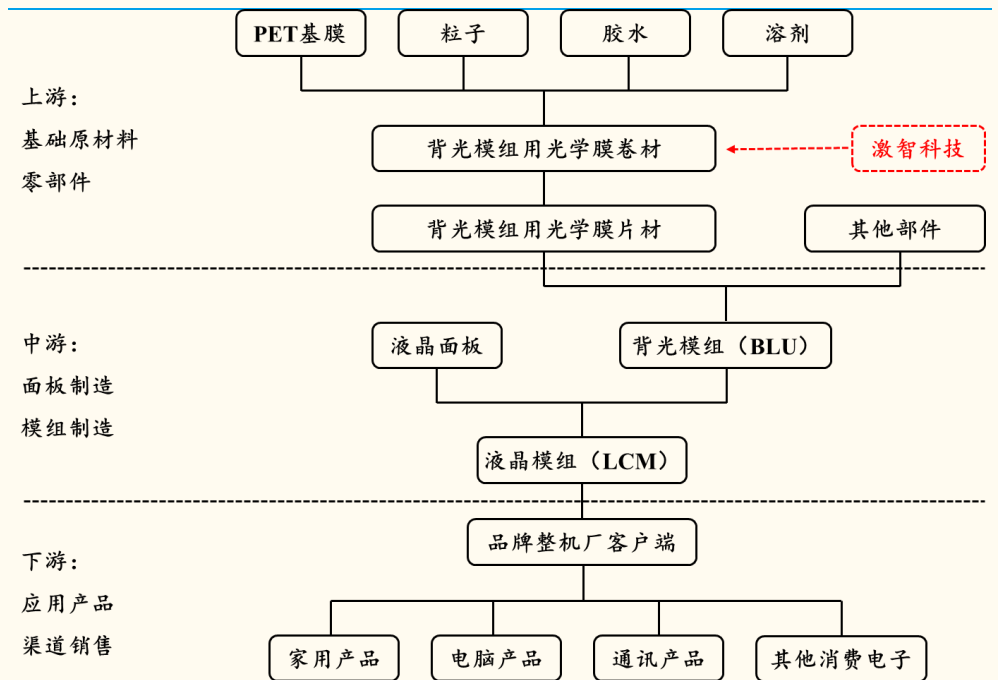
## 一、国内光学膜细分子行业龙头企业

### 1.1 专注光学膜研发生产，创始人技术能力突出

- 公司是国内较早从事液晶显示用光学膜研发、生产和销售的企业，自成立以来一直专注于液晶显示器用光学膜生产技术和生产工艺的升级和创新。

从所处的液晶面板产业链来看，公司位于上游基础材料环节。公司光学膜产品的上游为 PET 基膜、溶剂、胶水、粒子等原材料供应商，下游为光学膜裁切企业，按照终端客户的定制化要求裁切成光学膜片材后提供给背光或液晶模组厂。

图表 1：公司所处产业链环节



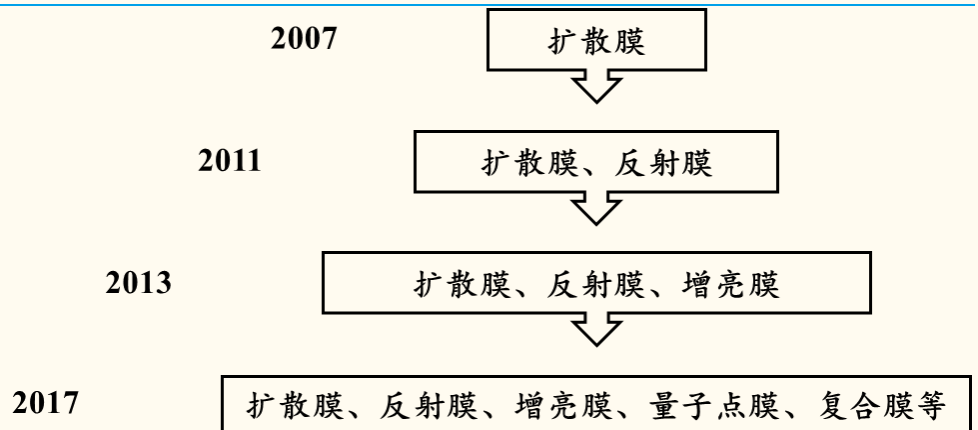
来源：公司公告，国金证券研究所

- **创始人张彦入选国家首批“千人计划”专家，公司研发能力突出。**张彦先生博士毕业于新加坡国立大学化学高分子材料专业，曾任 GE 中国研发中心亚太区技术经理，后任霍尼韦尔中国有限公司综合项目经理，于 2007 年创立激智科技。公司研发团队由董事长张彦和研发总监李刚博士领导，技术骨干均长期从事薄膜生产技术的研究、开发工作，在化学合成以及分析技术领域具备丰富的经验。

### 1.2 公司核心能力即“涂布技术”，持续拓展新产品

- **公司光学膜产品不断拓展：**2007-2010 年，公司专注于单一产品扩散膜的研发生产；2011 年，公司新增反射膜产品；2013 年，公司新增增亮膜产品；目前，公司已形成扩散膜、增亮膜、量子点薄膜、复合膜（DOP、POP 等）银反射膜、3D 膜、保护膜、手机硬化膜等数十种光学膜产品。

图表 2：公司业务拓展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

- 纵观公司的业务发展历程，核心在于对薄膜涂布技术的理解：“涂布技术”，即将糊状聚合物、熔融态聚合物或聚合物溶液涂覆于纸、布、塑料薄膜上制得复合材料的方法，该工艺广泛应用于塑料薄膜、纸类、电化铝、布料及皮革等多种卷筒基材的上胶涂布与复合加工。公司的主要产品均基于涂布技术，在 PET 基膜上涂覆各种材质、结构不同的聚合物膜，进而得到性能不同的光学材料。

**扩散膜**，指在 PET 基材上，通过精密涂布的方法，把光学胶水固化成预先设计的光学结构扩散涂层，使光线透过扩散涂层产生漫射，让光的分布均匀化，将点光源或线光源均匀转换成面光源的新型高性能光学材料。

**增亮膜**，指在 PET 基材上，通过精密涂布和结构的微复制方法，把光学胶水固化成预先设计的光学微棱镜结构涂层，并利用微棱镜结构对光线的汇聚作用，将散射的光线向正面集中以起到为 LCD 面板提升整体辉度与均匀度的新型高性能光学材料。

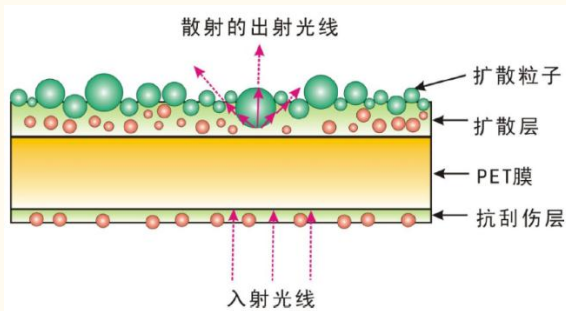
**反射膜**，指在 PET 基材上，通过多次化学物理修饰，涂覆多种聚合物材料进而合成具有反射光线作用的多层薄膜复合反射膜。

**3D 显示膜**，即采用硬化处理的高透明 PET 薄膜，利用光固化树脂成型转印精密雕刻的铜辊结构，使膜表面形成凹/凸柱状微透镜阵列。

**荧光膜**，指以精密涂覆的方式固定在 PET 基材表面，形成均匀、致密的荧光层。

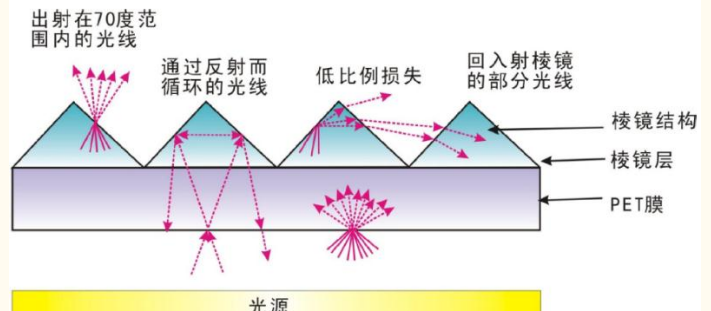
- 总结来看，公司业务拓展的思路非常明确，产品均是基于“PET 基膜+涂布技术”，公司长期深耕这一核心竞争力，为了关注相关新产品的拓展。

图表 3：扩散膜结构及工作原理



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 4：增亮膜结构及工作原理

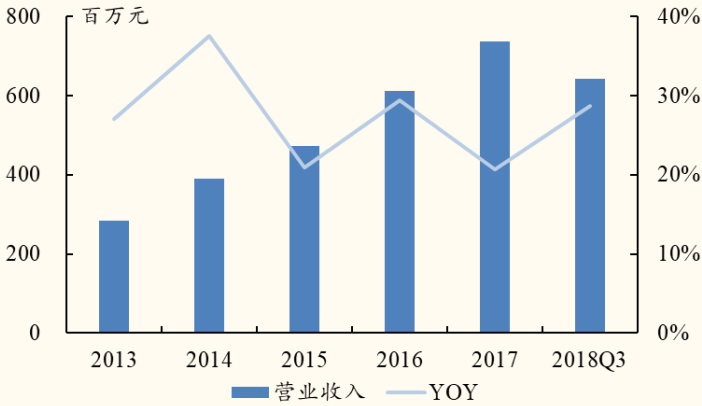


来源：招股说明书，国金证券研究所

### 1.3 营收增长稳健，盈利能力下滑明显

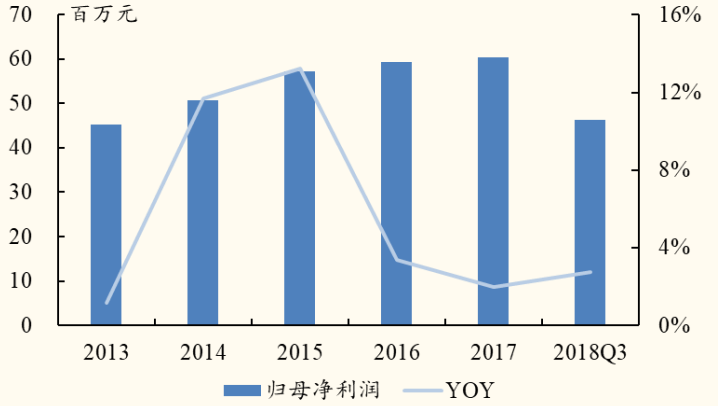
- **归母净利润增速与营收增速差距大**：2013-2017年，公司营业收入复合增速27.0%，2018年前三季度，实现营收6.42亿元，同比增长28.7%。2013-2017年，公司归母净利润复合增速6.2%，2018年前三季度，实现归母净利润4638万元，同比增长2.75%，归母净利润增速显著慢于营收增速。

图表 5：2013-2018Q3 公司营收



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：2013-2018Q3 年公司归母净利润

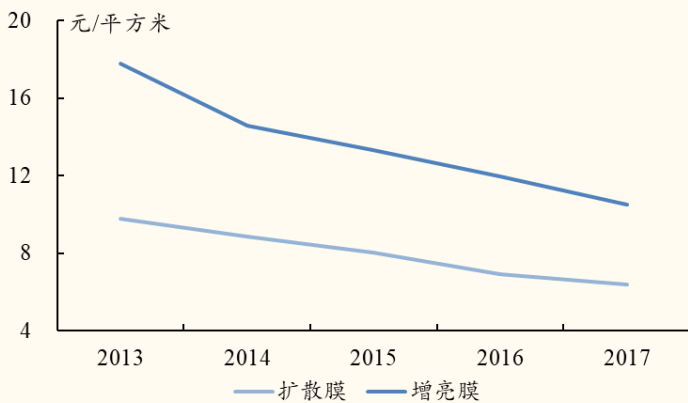


来源：wind，国金证券研究所

- **为何盈利能力停止增长？产品单价下滑导致毛利率下滑是主因**：公司主要营收来自于扩散膜和增亮膜两大产品，2017年两者营收占比总营收达到94.1%。纵观公司扩散膜和增亮膜，我们看到两大产品单价持续下滑，扩散膜单价过去五年平均每年下降10.2%，2017年下降7.9%，降幅较过去有明显的放缓；增亮膜单价过去五年平均每年下降12.30%，2017年下降12.10%。

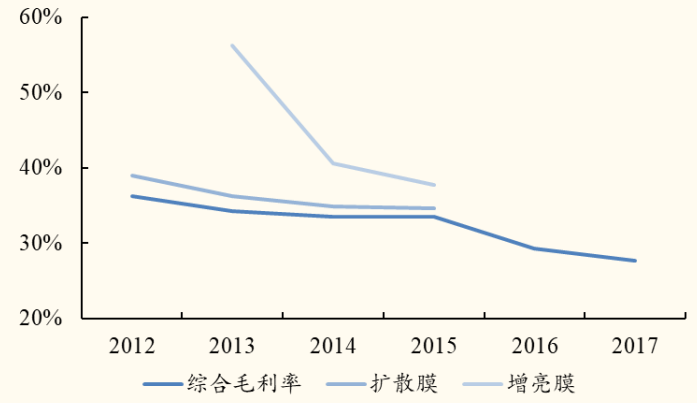
**为何扩散膜和增亮膜单价会持续下滑？**无论是扩散膜还是增亮膜，下游应用主要是面板，面板行业寡头垄断格局，下游厂商普遍议价能力较强。面板每年有降价需求，因此对上游原材料的价格会有一定的转嫁，导致公司毛利率持续下滑。

图表 7：公司产品单价



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：公司产品毛利率

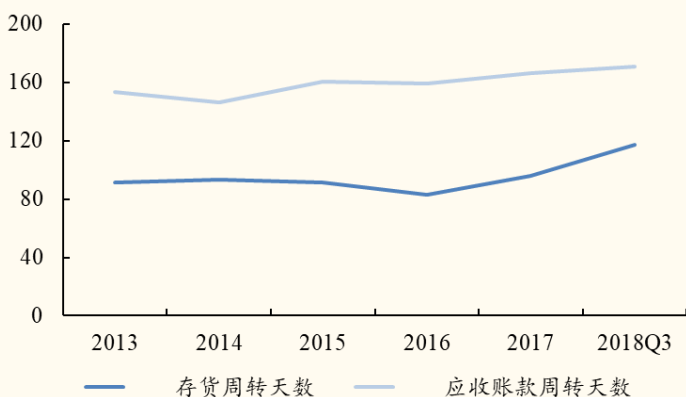


来源：公司公告，国金证券研究所

- **下游面板景气度下滑，公司应收账款和存货增速与营收增速保持一致，2018年前三季度承压更为明显**：营运能力来看，公司近两年存货以及应收账款周转天数提升，2015-2017年应收账款与存货平均每年分别增长31.6%和31.6%，与营收增速基本保持一致，主要还是因为下游面板厂商的强议

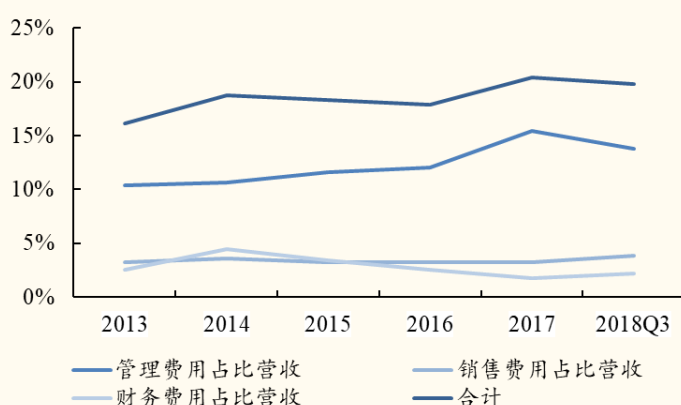
价能力以及面板行业景气度下滑。另一方面，公司在研发投入持续增长致使公司过去几年三费持续增长，进一步压缩了公司归母净利润的增长。

图表 9：公司营运能力（天）



来源：wind，国金证券研究所

图表 10：公司费用率



来源：wind，国金证券研究所

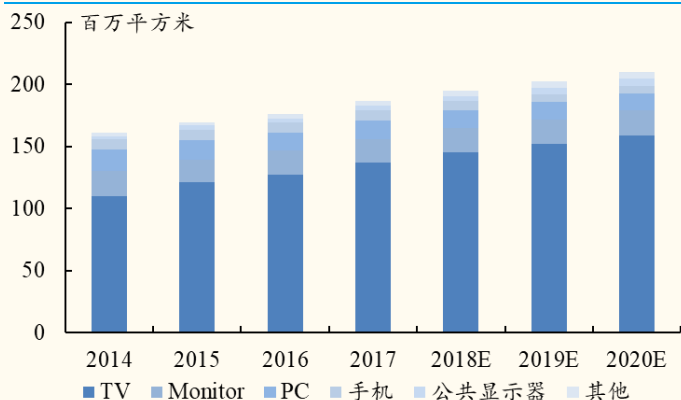
## 二、两大产品营收增长无虞，盈利能力提升仍有压力

### 2.1 TV 尺寸增大成 LCD 面板出货面积最强驱动力

- **LCD 面板出货面积稳步提升，18-20 年 CAGR 约为 4.0%**：公司的光学膜产品主要是受 LCD 出货面积影响，虽然手机出货量要远高于电视出货量，但是从出货面积层面来看，电视仍然是下游最为主要的应用。根据 IHS 的数据，2017 年 LCD 面板的出货面积约为 1.87 亿平方米，预计至 2020 年 LCD 面板的出货面积将提升至 2.10 亿平方米，18-20 年 CAGR 为 4.0%。

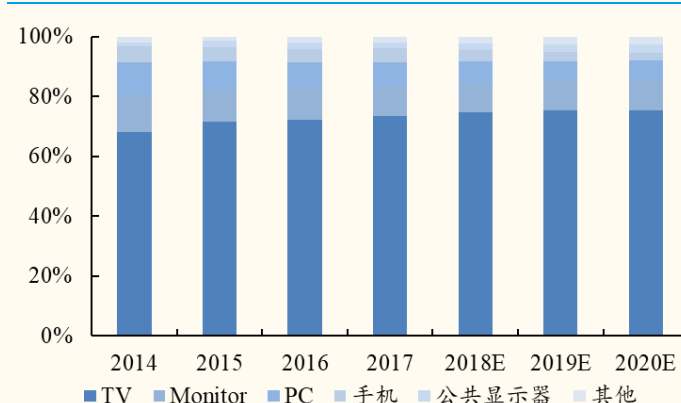
**LCD 电视出货面积增长是核心驱动力**：18-20 年 LCD 出货面积的增长主要来自于下游 TV 领域，预计 LCD 电视出货面积 CAGR 将达到 4.9%；而智能手机领域，由于小尺寸 OLED 面板的渗透，预计 18-20 年小尺寸 LCD 面板的出货面积将会持续下滑。预计至 2020 年，TV、桌显以及 PC 的出货面积将会占据 LCD 总出货面积的 90% 以上，其中 TV 领域 LCD 出货面积将会持续提升。

图表 11：LCD 下游产品出货面积



来源：IHS，国金证券研究所

图表 12：LCD 各产品出货面积占比

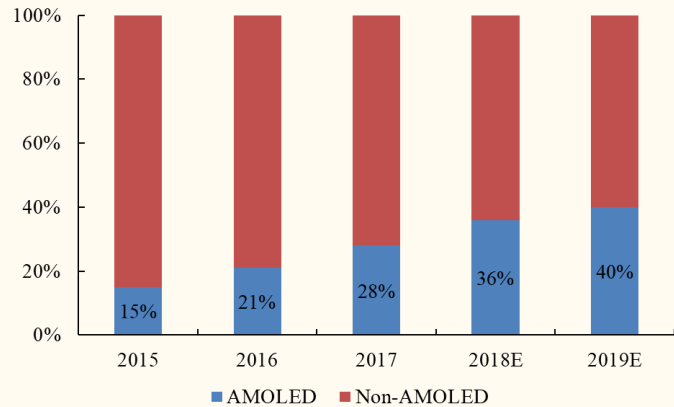


来源：IHS，国金证券研究所

- **OLED 面板渗透短期内对 LCD 面板出货面积影响不大**：目前小尺寸 OLED 面板的成本较 LCD 面板的成本差距不大，因此智能手机开始大规模导入 OLED 面板，预计 19-20 年 OLED 智能手机的渗透率将会进一步提高；但

是，对于 LCD 面板的主要应用领域电视面板来看，OLED 电视价格目前仍然是 3-5 倍于同尺寸 LCD 电视，短期之内 OLED 电视快速渗透的可能性不大。即使采用新的印刷式来制造大尺寸 OLED 面板，售价仍然会是 LCD 电视的 2-4 倍，况且目前印刷式 OLED 面板仍未进入量产阶段。因此，我们认为短期内 OLED 的渗透对 LCD 面板出货面积不会形成明显冲击，但是需要注意的是，长期 OLED 从本质上相对于 LCD 面板具有优势，一旦技术成熟成本下降，将会对 LCD 电视形成显著冲击。从面板发展的历史来看，完全替代这个过程通常需要 10 年以上。

图表 13：OLED 在智能手机领域的渗透率



来源：Witsview，国金证券研究所

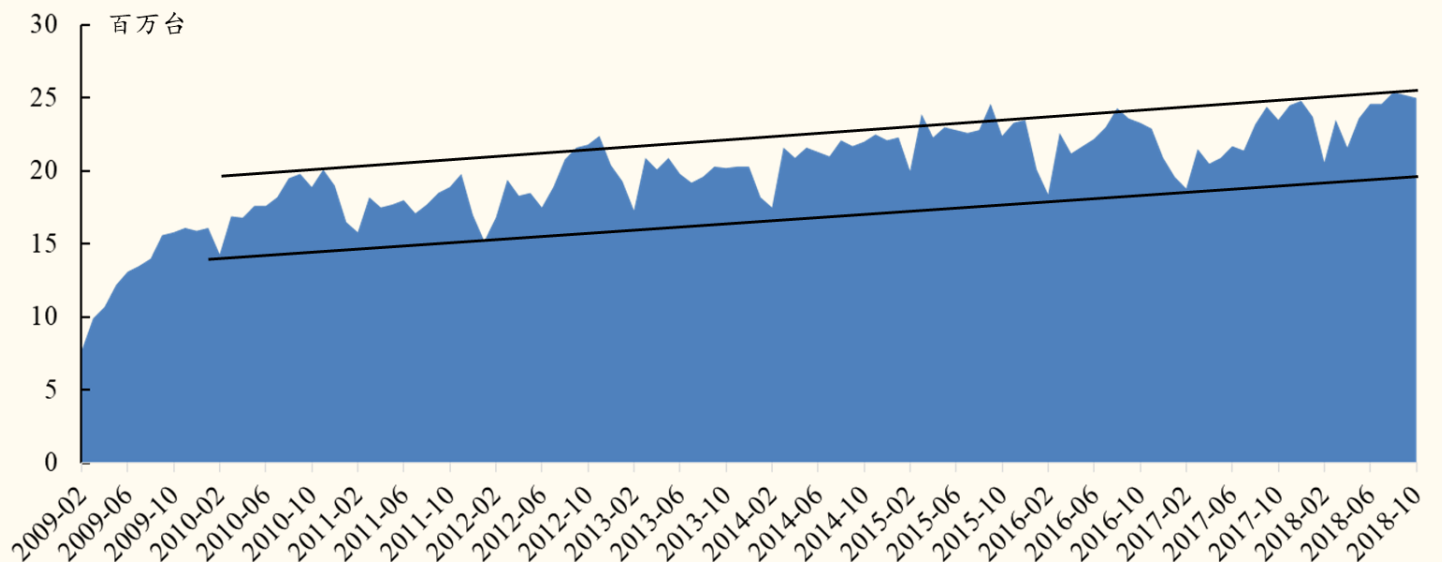
图表 14：OLED 电视 vs LCD 电视

电视	品牌	价格范围/元
LCD 55"		≈4000
OLED 55"	Sony	13000-22000
	创维	14000-23000
	LG	12000-23000
	飞利浦	8000-13000
	康佳	9000-22000

来源：京东，国金证券研究所

- **LCD TV 出货量稳步提升，13-17 年出货量增速 2.7%**：由于 LCD 面板价格的持续下滑，LCD TV 价格持续下降，降价促进销售，过去五年出货量保持增长。Digitimes Research 预测，至 2023 年 LCD TV 仍将保持小幅增长，每年增长幅度约 1.6%。

图表 15：全球液晶电视月度出货量



来源：wind，国金证券研究所

- **大尺寸 TV 销量维持高增长，大屏化趋势不改**：由于人们生活水平的提升、LCD 成本的下降以及技术的发展，近年来液晶电视正朝着大尺寸的方向发展。从我国 2008-2016 年的液晶电视销售数据来看，40 英寸（102 cm）以上液晶电视的销量自 2012 年以来实现快速增长，四年复合增速达到 38.9%；



相反的，15 英寸（38 cm）以下液晶电视的销量则迅速萎靡。2017 年春节，国内 55 寸电视销售占比整体达到 31%，属于最为畅销的品种。

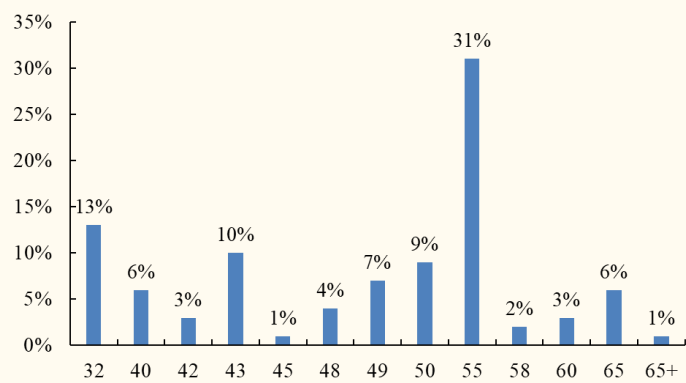
图表 16：近年超高清电视面板价格

UHD 4K (3840×2160)	2015 Q3	2015 Q4	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2
65" W UHD 50/60Hz Open Cell	477	420	345	338	340	380	407	413	376	328	286	280
55" W UHD 100/120Hz Open Cell	273	228	190	187	197	220	223	220	200	188	183	181
49" W UHD 50/60Hz Open Cell											129	127
43" W UHD 50/60Hz Open Cell	147	120	105	107	133	157	159	156	141	124	108	107

来源：Witsview，国金证券研究所

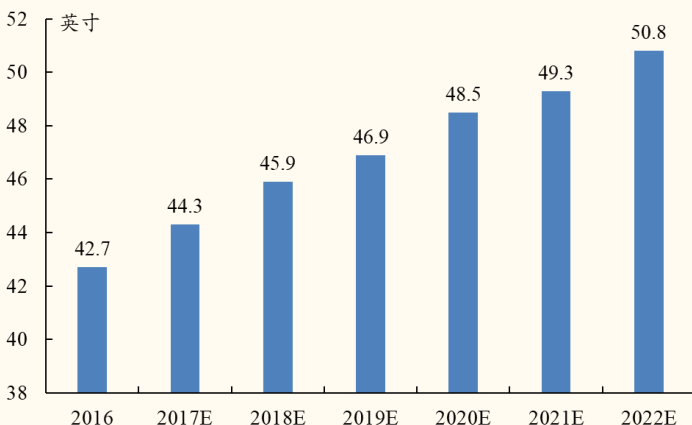
**70 英寸电视普及之前，屏幕平均尺寸仍将增大：**过去十年，电视的屏幕尺寸平均每年增加 1 英寸，大尺寸超高清面板有巨大的市场需求，65 英寸及以上尺寸的电视出货量以 17% 的年复合增长率快速增长。市场预计，在 70 英寸的电视普及前，屏幕大小还将继续增加。

图表 17：2017 年元春促销季主流尺寸段电视销售占比



来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 18：历年液晶电视尺寸变化



来源：群智资讯，国金证券研究所

## 2.2 LCD 产能向中国大陆转移，面板价格反转难度大

- 国内高世代线投资热情延续，LCD 面板产能向中国转移：近两年，智能手机出货量的疲软以及 LCD 面板价格下滑使得韩国、日本和台湾的面板商纷纷关闭低世代生产线，其中包括华映的 1 条 4.5 代线，LGD 的 1 条 3.5 代线，友达的 1 条 3.5 代线，JDI 的 2 条 2 代线，LGD 还计划关闭 1 条 4 代线和 1 条 5 代线，三星计划出售 5 代线给信利光电。

另一方面，中国大陆仍在逆势投资 LCD 生产线以扩张产能，LCD 面板行业近年新增的投资中有 70% 以上发生在中国大陆。根据统计，国内面板厂商在 2017-2019 年将新投产 LCD 生产线 13 条，其中 10 条为高世代线，京东方更是新建了全球首条 10.5 代线，其他厂商像华星光电、富士康、惠科中电熊猫都在新建或规划建设高世代线，预计总投资额将超 4500 亿。

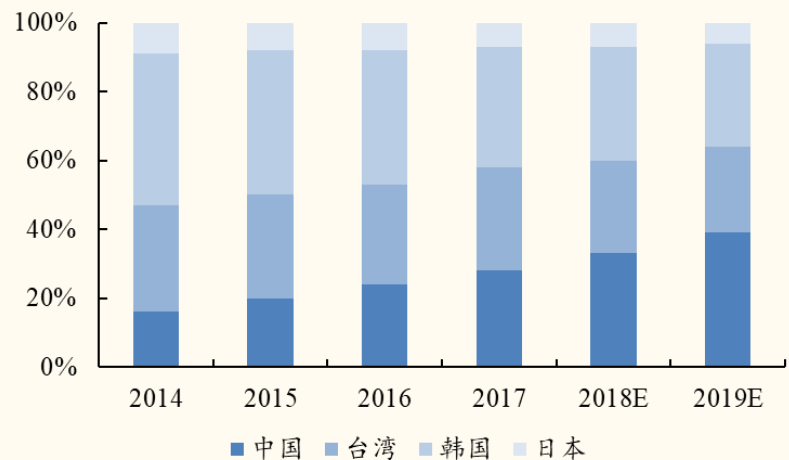
可以看到，全球第五次面板产能转移正在发生，LCD 产能以及产业链逐渐向中国大陆转移，2016 年中国大陆 LCD 产能全球占比为 21%，预计到 2019 年将达到 39%。

图表 19：2017-2019 年中国大陆投产的 LCD 生产线

厂商	代线	启动时间	地点	投资总额/亿元	量产时间
京东方	10.5	2015.12	合肥	400	2017.12
京东方	8.5	2015.01	福清	300	2017.02
京东方	10.5	2018.04	武汉	460	2020
中电熊猫	8.6	2016.09	成都	280	2018.02
中电熊猫	8.6	2015.12	咸阳	280	2017.08
惠科	8.5	2015.06	重庆	240	2017.03
惠科	11	2017.03	昆明	400	2019.09
富士康	10.5	2017.03	广州	610	2019.10
华星光电	10.5	2016.11	深圳	538	2019.01
华星光电	11	2018	深圳	427	2021.03
信利	5	2016.08	汕尾	39.7	2018.02
富士康	6	2015.11	郑州	280	2018.01
富士康	6	2015.12	贵州	300	2018.01
总计				4554.7	

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表 20：LCD 产能分布



来源：IHS，国金证券研究所

- 面板厂为什么要扩高世代线？** 面板世代线代数越高，可经济切割显示屏的最大尺寸越大，生产效益越高，经济切割值得是在玻璃基板尺寸固定的情况下，通过合理的规划和计算来切割产品，是玻璃基板达到最高的利用率，一般来说，业界公认的经济切割片数一般为至少 6 片，也就是说，一张玻璃基板必须切割出 6 片或以上的显示屏，生产线才具有最起码的经济效应。例如，8.5 代线可以切割出 6 块 55 英寸的屏幕，则其经济切割的最大屏幕尺寸为 55 英寸，而切割同样的显示屏数量，10 代线最大可以切割到 70 英寸，而 10.5 代线则达到 75 英寸，这也说明了，显示屏世代线代数越高，能够经济切割显示屏的最大尺寸也越大。**面板厂为了应对不断提升的 TV 尺寸，需要进一步提升世代线规格。**

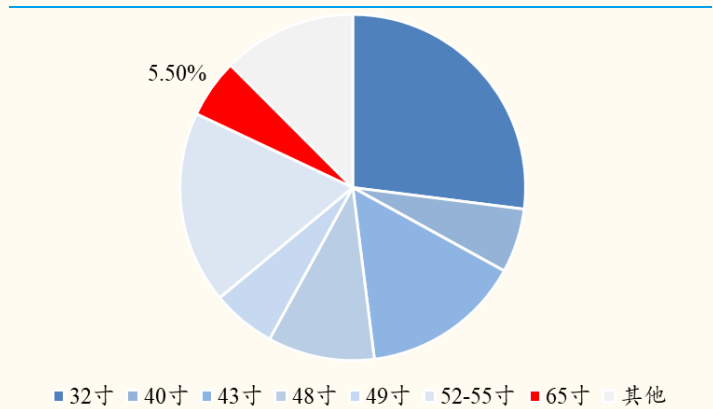
- **大陆面板厂大规模扩产，需警惕高世代线产能过剩：**假设上述新建或规划 LCD 产线均能顺利开出，以京东方 10.5 代线为标准，京东方武汉 10.5 代线投资 460 亿，月产能 12 万片，可切割 65 英寸面板 72 万片/月，年产 864 万片。2019 年，粗略估算 10 代线以上产量将达到 44 万片/月，年产 65 英寸面板达到 3160 万台，渗透率 14.4%，且未考虑海外企业的扩张（如夏普也有一条 10 代线）。但是，预计 2018 年 65 英寸电视销量渗透率为 5.5%，增速为 174%，因此如果 10 代线以上全部切割 65 英寸面板，不考虑 10 代线以下的生产线用来生产 65 英寸面板，则明年 65 寸电视的销量增速仍将保持在 162%，虽然目前大屏需求旺盛，但是仍需保持谨慎态度以防高世代线产能过剩导致面板价格持续低迷。

图表 21：各世代线最经济切割方式

世代线	32"	40"	46"	52"	55"	65"	70"
6	8					4	
7		8	6				
8			8	6			
8.5					6		
10		15			8	6	
11							8

来源：巨世显示，国金证券研究所

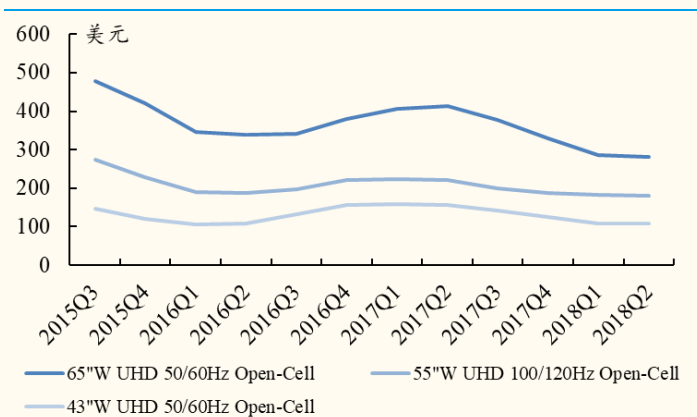
图表 22：2018 年全球各尺寸电视销售占比



来源：群智咨询，国金证券研究所

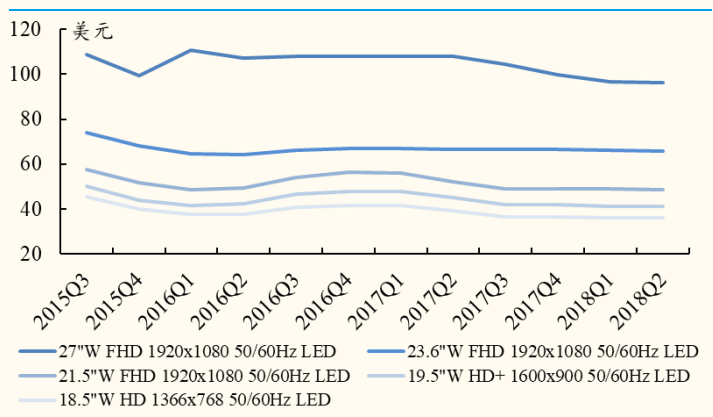
- **整体来看，面板价格已经处于低位，面板厂盈利能力普遍显著下滑，短期下游需求增速不足以覆盖产能扩张增速，面板价格将企稳但涨价机会较小：**2018H1，LCD 电视面板、LCD 显示器面板、LCD 笔记本面板价格仍处于下降通道，但是下降幅度较去年已经明显缩窄，2018H2 面板价格仍然是微幅下降。从历史数据来看，各类面板价格已经处于历史低位，从国内外各大面板厂的财务数据来分析，2018 年前 3 季度毛利率和净利率均大幅下滑，韩国大厂 LGD 今年上半年实现六年来首次亏损，面板价格继续大幅下降的可能性不大。但明后两年国内高世代线产能的开出仍将压制面板价格的回升，预计未来面板价格会企稳，但是上涨压力依旧很大，仍需等待下游需求回暖。

图表 23：LCD 电视面板价格



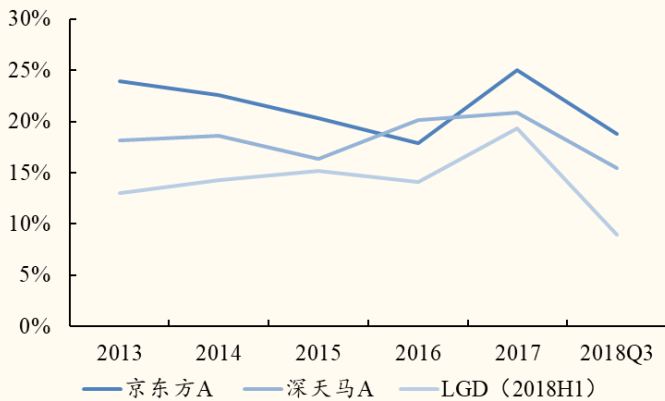
来源：WitsView，国金证券研究所

图表 24：LCD 显示器面板价格



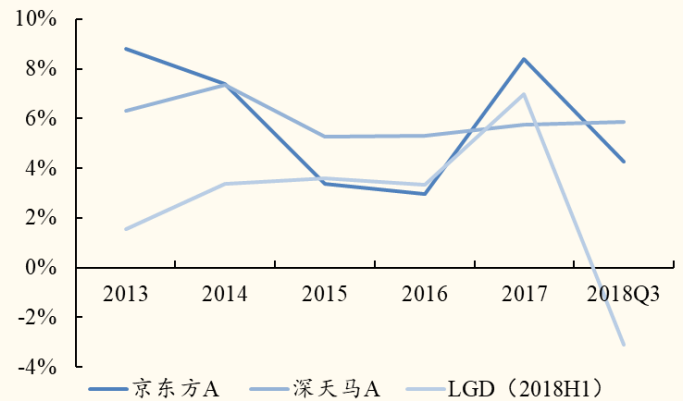
来源：WitsView，国金证券研究所

图表 25：各面板厂毛利率



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表 26：各面板厂净利率

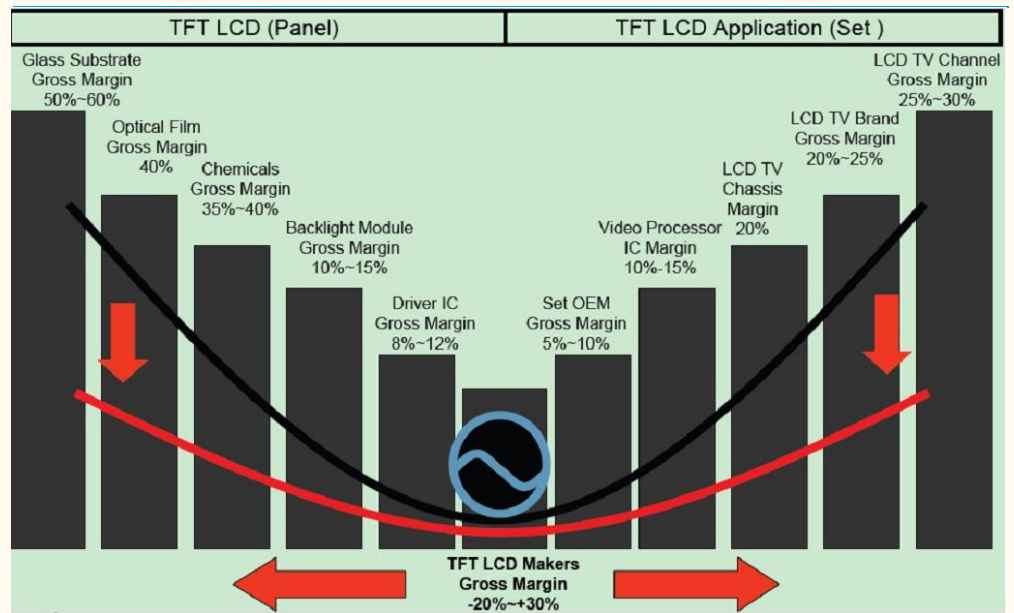


来源：各公司公告，国金证券研究所

### 2.3 光学膜国产化势不可挡，细分领域进口替代空间大

- LCD 产业链的微笑曲线理论，光学膜毛利率较高：**从 LCD 面板产业链各个环节来看，中游面板制造的毛利率较低且波动较大，毛利率水平在-20-30%之间；而上游原材料环节通常具备较高的技术壁垒和专利壁垒，因此毛利率水平较高，如玻璃基板（50-60%），光学膜（40%），化学品（35%）等等。

图表 27：TFT-LCD 产业链微笑曲线



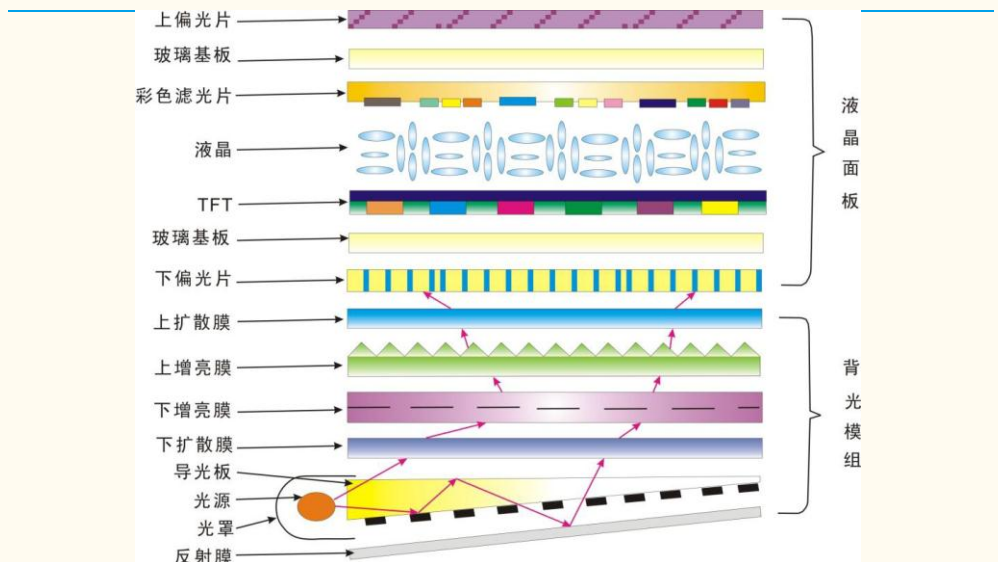
来源：Displaysearch，国金证券研究所

- 中国大陆 TFT-LCD 产业各环节发展不均：**中游面板制造国产化的趋势已经不可逆转，无论从出货量还是市场份额来看，中国的面板制造正走向世界，并逐渐成为全球的龙头。然而，议价能力强的上游原材料环节目前仍被日韩欧美的国外巨头垄断，进口替代刚刚起步。

**光学膜是上游背光模组的重要组成部分：**液晶模组由液晶面板和背光模组构成，由于液晶面板中的液晶本身不发光，所以必须提供外加光源以达到显示效果，而背光模组就是液晶面板实现图像显示的光源提供器件。

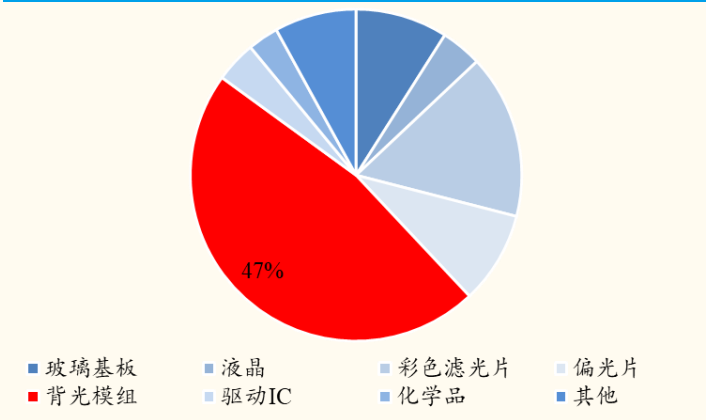
从液晶面板的结构分析，光学膜在液晶面板中成本占比超过了 10%，一块液晶面板需要两张增亮膜，两张扩散膜以及一张反射膜。以 42 英寸 LED 液晶面板为例，各光学膜的成本占比从高到低依次为：增亮膜（13.6%），扩散膜（2.8%），反射膜（<1%），需要注意的是，不同类型的 LCD 面板成本结构差异很大。

图表 28：液晶面板结构



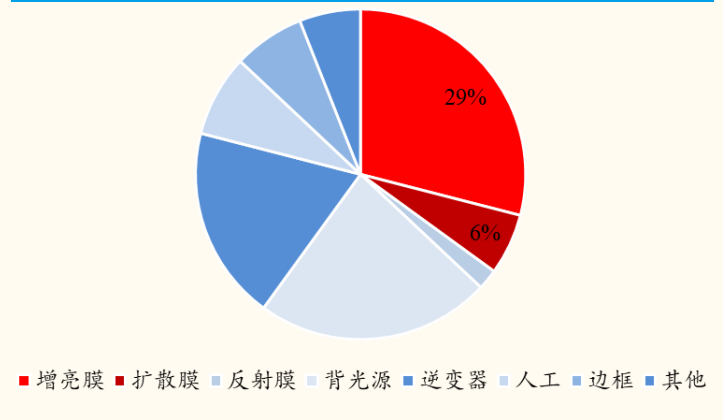
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 29：42 寸 LED 电视液晶模组成本结构



来源：WitsView，国金证券研究所

图表 30：42 寸 LED 电视背光模组成本结构

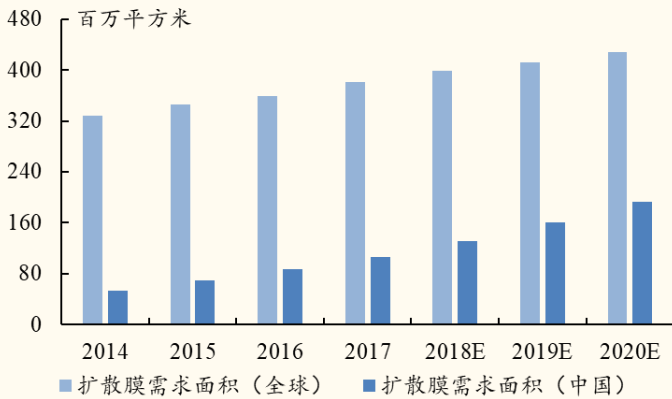


来源：DisplaySearch，国金证券研究所

- **面板产业规模竞争与成本竞争并举，光学膜国产化势在必行：**随着中国大陆 LCD 面板产能，尤其是高世代产能的持续扩张，势必将对全球 LCD 面板行业产生冲击。下游面板制造行业竞争格局属于寡头垄断格局，且行业内的制造巨头逐渐从规模竞争转向成本竞争，因此对上游原材料通常每年都有降价的需求，这使得国内具有成本优势的优质膜材料企业能够快速实现扩张。
- **扩散膜需求稳步增长，进口替代基本完成：**扩散膜的需求量与 LCD 面板的出货面积高度相关。2017 年，全球扩散膜的需求面积达到 3.81 亿平方米，我们预计 18-20 年全球扩散膜需求面积 CAGR 为 4.0%；由于 LCD 面板产能不断向中国市场转移，18-20 年中国扩散膜需求面积 CAGR 超过 20%，但是由于每年扩散膜单价都有一定的降幅，因此计算得到国内扩散膜市场

空间 CAGR 为 16.9%，目前国内激智科技、乐凯集团、南洋科技目前基本已经实现了扩散膜的国产化。

图表 31：全球和中国市场扩散膜需求面积



来源：IHS，国金证券研究所

图表 32：扩散膜产能路径

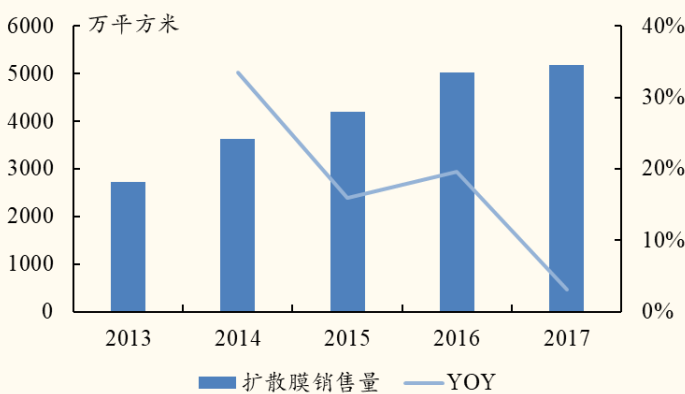


来源：薄膜新材网，国金证券研究所

**国内扩散膜竞争格局稳定，公司与乐凯集团具备定价能力：**扩散膜作为规模较小的利基市场，大公司进入意愿不高，小企业由于技术壁垒以及资金壁垒进入难度较大，因此整体行业竞争格局较为稳定。公司与乐凯集团在国内扩散膜市场份额超 50%，在行业内具备较强的定价能力。

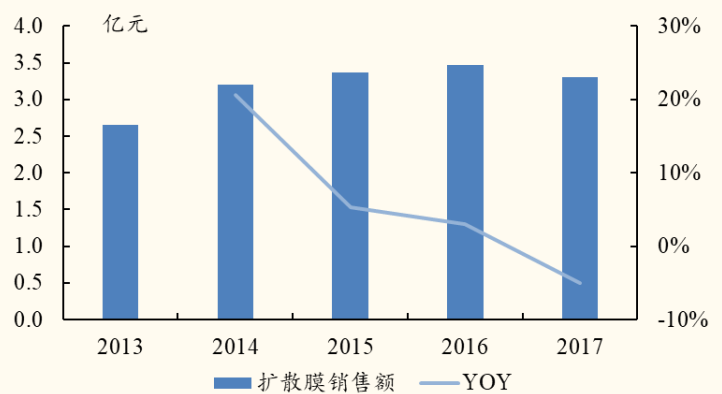
- **扩散膜市场稳步增长，公司作为龙头企业扩散膜营收为何增长缓慢？**过去三年，公司扩散膜销售面积仍然保持着 12.6%，但是由于产品单价的快速下滑，公司扩散膜销售额增速仅为 1.0%。2017 年，公司扩散膜销售面积同比增长 3.1%，销售额下滑 5.1%。我们认为公司扩散膜营收停滞不前主要有三个原因：1) 产能不足，2016 年公司产能满产，2017 年仍旧保持高产能利用率；2) 公司扩散膜市占率较高，2017 年全球市占率达到 14%，国内更是超过 30%，公司在近两年资本开支主要投资于技术壁垒更高、盈利能力更强的新产品，扩散膜产能扩张较小；3) 下游面板竞争剧烈，公司产品单价持续下滑。

图表 33：公司扩散膜出货面积



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34：公司扩散膜营收



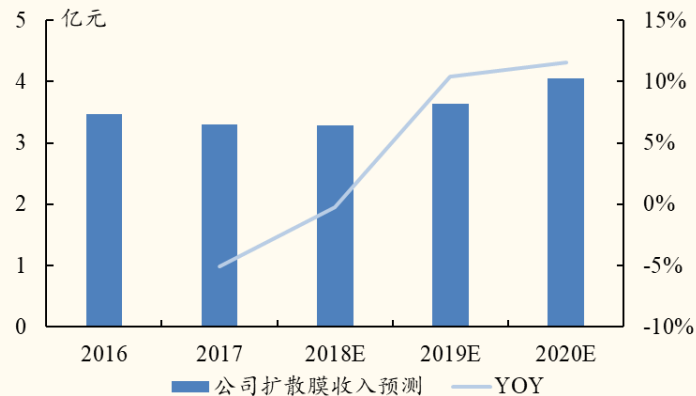
来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司扩散膜业务未来有何看点？**1) 单价下降空间幅度不大，国内扩散膜市场竞争较为充分，产能的扩充以及下游面板厂商的降价需求也使得过去几年扩散膜的单价持续下跌。2017 年，中国大陆光学膜企业的毛利率普遍均低于 30%（激智科技 27.6%，南洋科技 22.3%，康得新 40.9%，道明光学（扩散膜 22.9%，增光膜 35.7%）），远低于海外企业的 40%。从单价下降

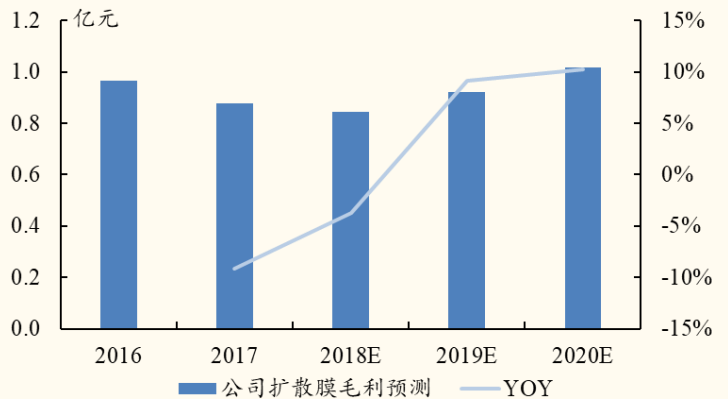
幅度来看，2017年公司扩散膜单价下降7.9%，降幅已经明显收窄，未来有望随着下游面板价格趋稳进一步企稳。2) 公司 IPO 募投项目开始扩产扩散膜，公司2016年底IPO募投2.14亿用于扩产扩散膜，2018年中报公告主体工程已经完成，预计2019年部分产线将投入生产。而未来两年国内扩散膜市场仍然有约10%的增长，预计公司扩散膜业务将于2019年开始恢复成长。

- 预计公司2018-2020年扩散膜营收复合增速为7.1%，毛利复合增速为5.0%。

图表 35: 18-20 年公司扩散膜营收预测



图表 36: 18-20 年公司扩散膜毛利预测



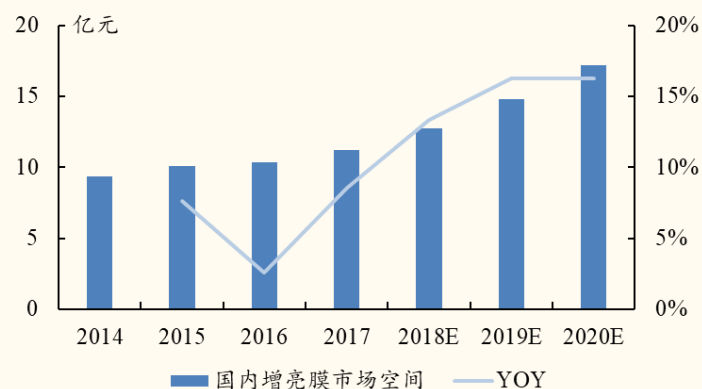
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

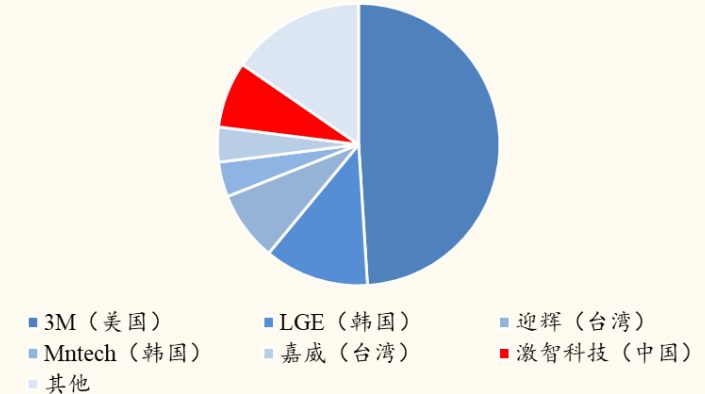
- **增亮膜技术壁垒更高，市场更大：**与扩散膜相比，增亮膜具有附加值更高，市场空间更大的特点。与扩散膜类似，我们预计18-20年全球增亮膜需求面积CAGR为4.0%；中国市场增亮膜需求面积CAGR超过20%，市场空间CAGR为15.3%。我们预计2020年，全国增亮膜市场将达到17.2亿元，是扩散膜市场的1.6倍。

**2018-2020年，国内增亮膜市场CAGR达到15.3%，国产替代空间广阔：**受益于LCD产能向中国大陆转移，国内增亮膜市场持续保持快速成长。过去增亮膜主要由3M, LGE、迎辉和Mntech等欧美，韩国以及中国台湾企业垄断，近些年来国内企业激智科技和康得新逐渐进入该市场，并取得一定的市场份额，开启了增亮膜的进口替代过程，2017年增亮膜国产化率已超过40%，未来有望进一步提升国产化率。

图表 37: 国内增亮膜市场空间



图表 38: 全球增亮膜竞争格局



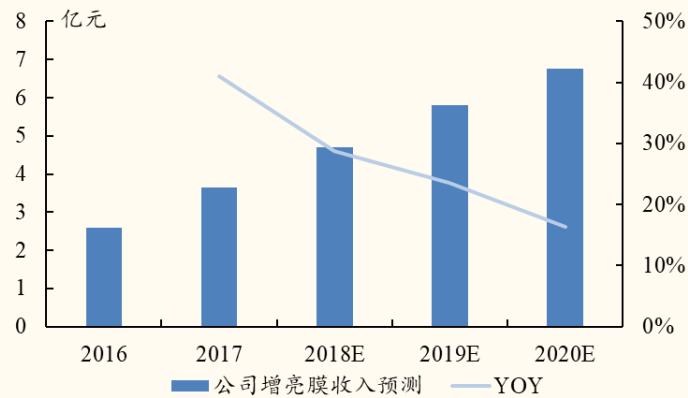
来源: IHS, 国金证券研究所

来源: Displaybank, IHS, 国金证券研究所

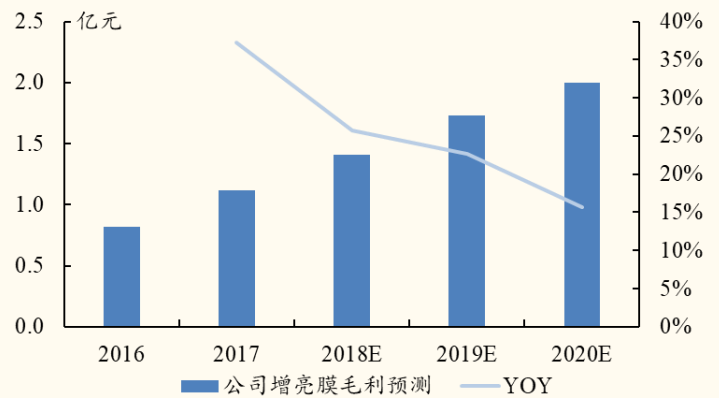
- **公司积极扩张增亮膜产能，应对国内市场的需求：**公司 IPO 募投 2.3 亿扩产增亮膜产能，2018 年部分产线已经投入生产，增亮膜业务营收有望持续保持快速增长。

**预计公司 2018-2020 年增亮膜营收复合增速为 22.8%，毛利复合增速为 21.3%。**

图表 39：18-20 年公司增亮膜营收预测



图表 40：18-20 年公司增亮膜毛利预测



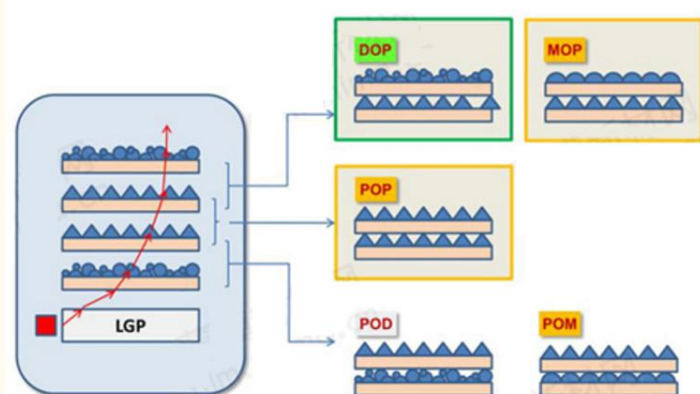
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- **复合膜有机会成为光学膜行业未来发展的趋势：**面板除了尺寸越来越大之外，还有个趋势就是厚度越来越薄，这也是为什么 OLED 能够在小尺寸面板逐渐取代 LCD 的原因，OLED 理论厚度可以显著薄于 LCD。LCD 目前也在积极往轻薄方向发展，一大关键因素即背光模组的厚度。背光模组有两片增亮膜、两片扩散膜，为了轻薄背光模组的厚度，面板开始采用复合膜的方式，目前复合膜的方式主要有三种：上扩散膜与上增亮膜的复合—DOP，上下增亮膜的复合—POP，以及下增亮膜与下扩散膜的复合—POD。

**复合膜对光学膜企业提出新挑战：**复合膜趋势一旦成型，要求光学膜企业具备同时生产多类膜的能力，只生产单一种类膜的光学膜企业则有可能被侵蚀市场份额。公司是国内扩散膜以及增亮膜的龙头企业，是为数不多同时具备生产两类膜的企业，且早已布局了复合膜的研发和规模化量产，未来公司将是复合膜最受益的企业。

图表 41：复合膜的种类



来源：薄膜新材网，国金证券研究所

- **光学膜国内上市公司众多，需警惕竞争对手业务扩张：**光学膜产线与技术具有一定的通用性，一方面公司通过这一特点可以不断扩张业务，另一方面竞争对手也有可能通过自身技术的发展以及产线的改造进入公司已有的业务。



务。目前国内康得新、乐凯胶片、南洋科技、东财科技都有相关产线或者技术储备，虽然利基市场竞争格局较为稳定，但是仍要警惕行业内公司盲目扩张产能导致竞争格局恶化。

### 三、公司深耕涂布技术，关注新业务拓展进程

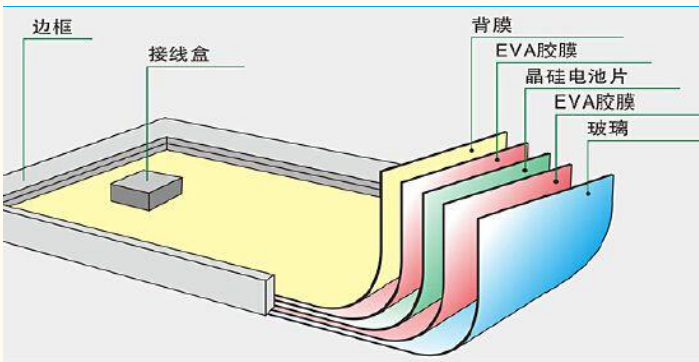
- **公司的核心技术是什么？涂布技术，是公司一切业务的起点。**涂布广义而言是将具备特定功能的材料附着在目的基材表面，取代原有基材的气固界面，用于保护基材，或改善基材的表面物理化学性能，或赋予基材新的功能，或直接利用涂层的表面特性，以提高终产品的使用价值或利于后续加工。一个完整的涂布工程包括上游的涂料合成、分散与流变特性分析，中游的涂料与基材界面技术，以及下游的涂布与干燥技术，涂布工程中所有的操作步骤均在一定的高标准下进行，即为精密涂布。精密涂布技术在现代工业制造中起着重要作用，从传统工业到精密电子产业、功能性薄膜、柔性电路板及新能源产业都与精密涂布技术息息相关。

公司自成立以来一直专注于光学膜的研发技术和生产工艺的创新和升级，并坚持以精密涂布技术为核心、以满足客户需求为导向的战略方针，独立自主地进行基于涂布工艺的扩散膜、增亮膜等产品的结构设计和配方设计，并自行设计了涂布生产线。**在扩散膜和增亮膜两大主要产品线稳定盈利的基础上，公司过去两年基于精密涂布技术内生发展了太阳能背板膜、汽车窗膜、量子点膜等几大新业务，未来有望成为公司长久发展的新动力。**

#### 3.1 新业务太阳能背板膜持续放量，预计明年占比总营收将达到 30%

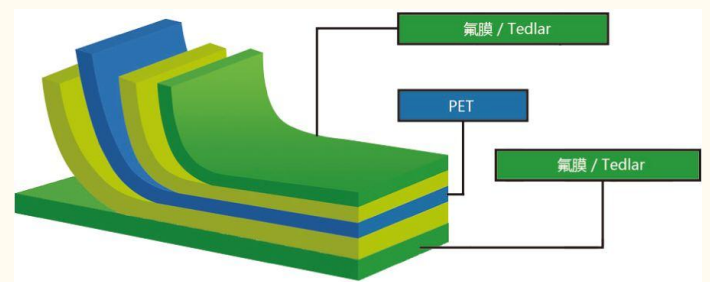
- **公司新进太阳能背板膜领域，同时布局上游 PET 基膜，今年太阳能背板膜放量：**公司与宁波广捷投资管理合伙企业（有限合伙）共同出资设立子公司，其中公司出资 700 万，占比 35%，合资公司主要从事太阳能光伏材料、光伏产品的研发、生产及销售等。同时，约定系列条件，若满足后，则宁波激阳新能源将在未来成为公司的全资子公司。同时，公司通过宁波沃行投资宁波勤邦新材料科技有限公司，勤邦主要从事各类基膜产品的研发、生产及销售，进一步加强了太阳能背板膜全产业链的布局。
- **太阳能背板在光伏初始投资中占据重要地位：**太阳能电池背板位于太阳能电池板的背面，对电池片起保护和支撑作用，具有可靠的绝缘性、阻水性、耐老化性，一般具有多层结构（氟膜/PET/氟膜）。氟膜作为太阳能电池背板的外层保护层具有良好的抗环境侵蚀能力，中间层为 PET（聚酯薄膜），具有良好的绝缘性能、机械强度和水蒸气阻隔性，内层含氟膜或 PE 膜具有良好的粘接性能，与电池板粘结。

图表 42：太阳能电池结构



来源：中为咨询，国金证券研究所

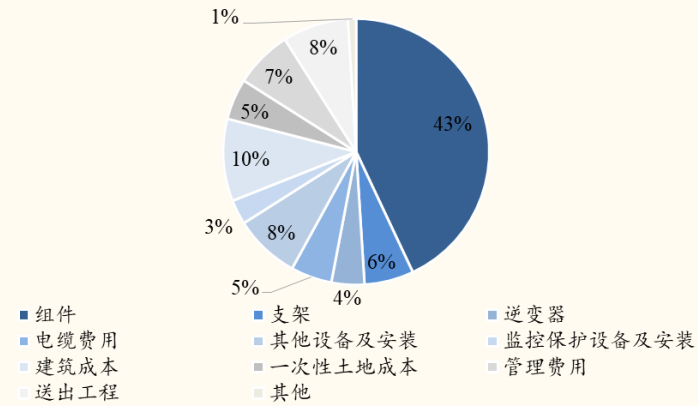
图表 43：TPT 背板结构



来源：高远化工，国金证券研究所

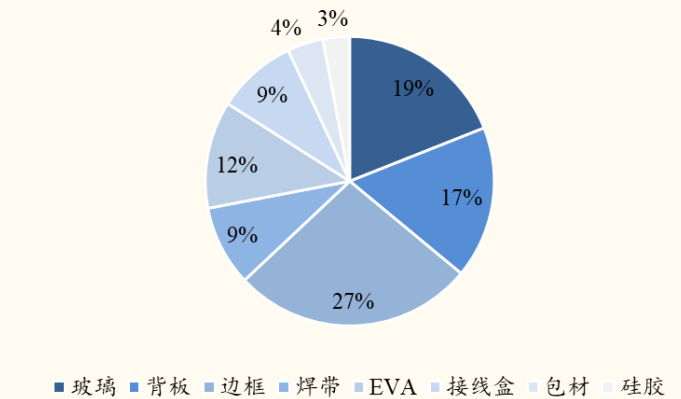
- 从我国的光伏成本结构来看，初始投资中占比最高的就是组件，成本占比达到 43%。在组件中，背板占据组件成本的 17%，进而计算得到背板占据光伏初始投资成本 7.3%。

图表 44：光伏初始投资成本结构



来源：Solar zoom，国金证券研究所

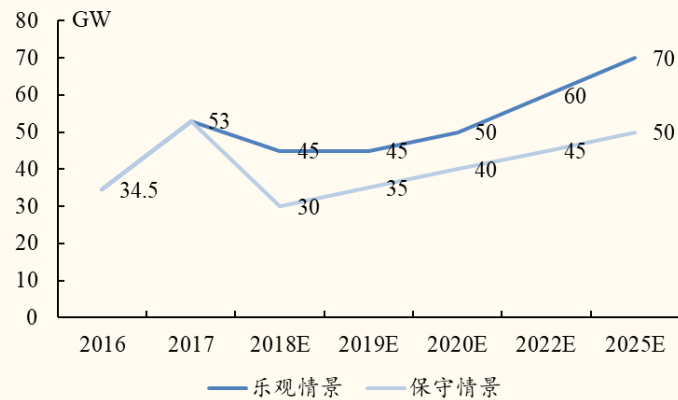
图表 45：光伏组件成本结构



来源：SolarBe，国金证券研究所

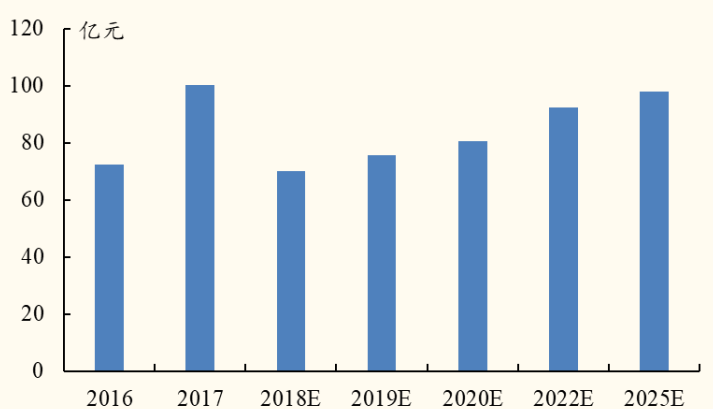
- 2018 年光伏新政短期压制新增装机量，长期来看每年新增装机量较为稳定：2017 年国内光伏新增装机量 53GW，2018 年受制于光伏新政全年新增装机量大幅下滑，预计全年仅 40GW。我们预计 2019 和 2020 年光伏新增装机量为 45 和 50GW。按太阳能电池组件转换效率约为 16%、1GW 太阳能电池组件大约需要 700 万平方米背板测算，19-20 年国内太阳能背板膜的需求面积 3.15 亿和 3.5 亿平米，按 19-20 年太阳能背板膜单价 24 和 23 元/平米价格计算，19-20 年太阳能背板膜市场空间约为 75.6 和 80.5 亿元，18-25 年市场空间 CAGR 为 4.9%。

图表 46：国内新增光伏装机量



来源：CPIA，国金证券研究所

图表 47：国内太阳能背板膜市场空间



来源：CPIA，国金证券研究所

- 公司为什么能够进入太阳能背板膜行业：太阳能背板膜的核心技术即是涂布技术，公司也是利用原有的涂布工艺优势进入太阳能背板膜领域，另一方面公司向上游拓展光学基膜。光学基膜主要由海外企业如 3M、SKC、三菱、东丽生产制造，技术壁垒和盈利能力较强，公司向上游基膜布局有利于公司在太阳能背板膜领域具备一定的成本优势。2018 年下半年，公司太阳能规模实现快速地放量，我们预计公司明年太阳能背板膜的销售额将达到 3-4 亿元，占比公司整体营收约 30%。

### 3.2 积极布局新型显示材料量子点膜和 OLED 发光材料

- **公司是最早量产量子点膜的企业之一：**公司于 2016 年取得量子点膜专利之后，目前产品已经顺利通过冠捷、熊猫、TCL、海信、微鲸、PPTV、暴风、友达、兆驰等公司的验证，部分客户已量产出货。2017 年 3 月，公司宣布将和全球量子点生产领头羊 Nanosys 在 QLED 开发方面达成战略合作，将尖端纳米技术融入显示器应用，公司未来将继续保持量子点膜的国内龙头地位。

图表 48：量子点膜竞争格局

	主要厂商
中国大陆	激智科技、纳晶科技、康得新
中国台湾	华宏、迎辉
韩国	三星
美国	3M

来源：各公司官网，国金证券研究所

**QLED 从材料性质上来看优于 OLED：**QLED 发光材料属于金属纳米粒子（无机材料），而 OLED 则是有机发光材料，无机材料相较于有机材料具备性质稳定，寿命更长的优势，虽然涉及到 QLED 金属具有毒性，但是由于用量少，且多用在电视，因此负面影响不是很大。从材料本质上来讲，QLED 更适合用在电视、车载显示、户外显示等对使用环境、使用寿命要求更高的领域。

**为什么 OLED 电视正在逐渐超越 QLED 电视？：**目前的 QLED 电视主要是依靠量子点膜代替背光模组发光，但是仍然需要液晶变色，仍属于 QD-LCD，无法实现柔性显示。而 OLED 以及 Micro-LED 从面板结构上分析，理论上可以成为柔性面板，柔性面板的诞生将会显著拓展面板的下游应用，这也是目前面板厂大力发展 OLED 显示技术的主要原因。QLED 电视 15 年全球出货 141 万台，17 年出货 404 万台，年复合增速达到 42.0%，但是 2018H1 国内出货量仅为 16 万台，同比下滑 18%。我们认为，未来随着 OLED 电视成本的下降，QLED 电视与 OLED 的较量将会面临挑战。**QLED 只有实现自发光的技术，才有可能能与 OLED 以及 Micro-LED 抗衡。**

- **公司布局 OLED 显示材料：**公司于去年投资 OLED 发光材料公司宁波卢米蓝新材料有限公司，激智研究院持有卢米蓝 20% 股份，激智科技、张彦、宁波高新区投资有限公司等作为 LP 的宁波沃衍股权投资合伙企业(有限合伙)持有 25.45% 的股份。卢米蓝成立于 2017 年 2 月，是一家专业从事新型 OLED 材料研发、生产制造、销售与服务，为国内外客户提供一整套材料、器件、面板服务与解决方案的 OLED 材料供应商。

**大陆 OLED 面板投资热潮到来，上游发光材料需求快速提升：**随着 OLED 在智能手机中的快速渗透，大陆面板厂商均在建设或者规划建设 OLED 低世代生产线。京东方将在今年底拥有两条 OLED 生产线，并且第三条生产线已经开建，其他如深天马、和辉光电、华星光电等均在投资 OLED 生产线，预计大陆 OLED 面板产能将在未来 2-3 年得到爆发式的增长。除大陆之外，韩国三星和 LGD，日本 JDI 和夏普均在扩充 OLED 产能，全球 OLED 产能的爆发将为上游 OLED 发光材料带来高景气。IHS 预测，2020 年全球 OLED 需求面积将达到 1310 万平方米，18-20 年复合增速 36%。另据 UBI 预测，2020 年 OLED 发光材料市场规模为 26.7 亿美元，18-20 年复合增速为 40%。

**图表 49：国内在建或投产的 OLED 生产线**

厂商	代线	启动时间	地点	投资总额/亿元	量产时间	设计产能/(万片/月)
京东方	6	2016.12	绵阳	465	2019	4.8
京东方	6	2015.05	成都	465	2017.05	4.8
京东方	6	2018.11	重庆	465	2021	4.8
国显光电	6	2016.06	固安	300	2018.01	3
国显光电	5.5		昆山	45.3		扩产线
和辉光电	6	2016.12	上海	272.78	2019	3
天马	6	2016.01	武汉	120	2017.12	3
华星光电	6	2015.01	深圳	350	2019.02	4.5
华星光电	6	2016.12	武汉	350	2019	4.5
柔宇科技	6	2015.01	深圳	100	2018.03	10
信利	5.5		惠州	110	2017	3

来源：各公司公告，国金证券研究所

### 3.3 公司涂布技术具有很强的通用性，关注公司新业务拓展情况

- 公司具备内生性业务拓展预期：**公司自成立以来，始终立足于“精密涂布”技术，近两年业务拓展速度显著加快。2017 年底，公司已形成了扩散膜、反射膜、增亮膜、量子点膜、复合膜、太阳能背板膜、汽车窗膜等数十种产品。研究这些产品的生产制造过程，无一例外是基于精密涂布技术。我们认为，公司专注于精密涂布技术的发展与应用显著提升了公司在这一领域的核心竞争力：1) 公司自成立以来深耕精密涂布技术，具备解决行业共性关键技术难题的能力，形成了独特的光学设计、涂布配方、工艺路线优化和生产线装备改造等一系列行业壁垒；2) 丰富的行业经验提升了公司的技术转化能力，公司太阳能背板膜从研发至形成量产仅用时 6 个月，汽车窗膜同样仅耗时 5 个月，体现了公司出色的研发水平；3) 管理层心无旁骛，一门心思做膜，专注于进入中国的膜产业空白领域。

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

- 增亮膜仍是未来两年的主要业绩增长点：**公司目前增亮膜产能释放顺利，此业务营收增速维持在 20% 以上。我们预计，未来两年公司凭借产能的进一步释放、国内高世代线对增亮膜的需求持续增加以及增亮膜进口替代的需求，预计该业务 18-20 年营收增速分别为 28.8%、23.5%、16.4%；下游面板行业竞争剧烈，预计毛利率会进一步下滑，但是下降幅度会收窄，18-20 年毛利率分别为 30.0%、29.7%、29.6%。
- 扩散膜突破产能瓶颈，有望再次恢复增长：**IPO 扩散膜项目 2019 年将会实现部分生产线量产，公司扩散膜营收在经历了 3 年停滞之后，将会在 2019 年恢复增长。预计 18-20 年扩散膜营收增速分别为 -0.3%、10.4%、11.6%；类似地，下游面板行业竞争剧烈，预计毛利率会进一步下滑，但是下降幅度会收窄，18-20 年毛利率分别为 25.7%、25.6%、25.4%。

- **公司新产品布局众多，关注新产品放量：**公司广泛布局复合膜、汽车窗膜、太阳能背板膜、量子点膜等新产品。2018 年 H1，公司新产品营收同比增长 273%，我们预计未来两年公司新产品将会进一步放量，主要来自于太阳能背板膜，假设 18-20 年其新产品营收增速分别为 180%、220%、80%，毛利率将随着规模效应明年会有显著提升，分别为 9.0%、14.6%、15.2%。
- 预计公司 2018-2020 年实现营收 9.21、13.33、17.04 亿元，同比增速 24.73%、44.81%、27.82%；归属于母公司净利润 0.65、0.85、1.02 亿元，同比增速 7.77%、30.93%、20.03%。

图表 50：主要业务收入预测（百万元）

	2016	2017	2018 (E)	2019 (E)	2020 (E)	
扩散膜	平均售价 (元/平方米)	6.92	6.37	6.05	5.81	5.64
	销售数量 (万平方米)	5021	5178	5437	6252	7190
	销售收入/亿元	3.47	3.30	3.29	3.63	4.05
	毛利率	27.8%	26.6%	25.7%	25.6%	25.5%
	毛利/亿元	0.97	0.88	0.85	0.93	1.03
增亮膜	平均售价 (元/平方米)	11.98	10.52	9.68	9.20	8.92
	销售数量 (万平方米)	2161	3468	4855	6312	7574
	销售收入/亿元	2.59	3.65	4.70	5.80	6.76
	毛利率	31.6%	30.7%	30.0%	29.7%	29.6%
	毛利/亿元	0.82	1.12	1.41	1.72	2.00
其他膜产品	销售收入/亿元	0.05	0.44	1.22	3.90	6.24
	毛利率	16.3%	9.3%	9.0%	14.6%	15.2%
	毛利/亿元	0.01	0.04	0.11	0.47	0.95
合计	收入	6.11	7.38	9.21	13.33	17.04
	收入 YOY		20.8%	24.7%	44.8%	27.8%
	毛利	1.79	2.04	2.37	3.22	3.98
	毛利 YOY		13.8%	16.2%	35.9%	23.6%
	毛利率	29.3%	27.6%	25.69%	24.17%	23.33%

来源：wind，公司公告，国金证券研究所

#### 4.2 投资建议

- 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.42、0.55、0.66 元，对应 PE 为 35×，27×，23×，公司作为国内光学膜龙头企业，新产品具备一定的弹性，给予公司 28×PE，2019 年目标价 15.52 元，首次覆盖“增持”评级。

图表 51：可比公司盈利预测与估值对比 (2018/12/10)

代码	可比公司	市值	PE	
			2018(E)	2019(E)
002876.SZ	三利谱	26.58	37.61	22.69
002389.SZ	南洋科技	114.85	29.16	23.85
002341.SZ	新纶科技	150.71	33.01	22.25
300429.SZ	强力新材	76.75	47.40	34.26
	平均		36.80	25.76

来源：激智科技由国金证券研究所预测，其他属于 wind 一致预期，国金证券研究所

## 五、风险提示

- 1. 面板价格低迷，下游面板行业产能释放不及预期，以及价格战仍有可能维持导致公司产品毛利率下降幅度超预期；
- 2. 公司增亮膜和扩散膜扩产进度不达预期；
- 3. 公司光学膜产品具备一定的技术以及产线通用性，国内竞争对手都有扩产的能力，未来光学膜行业仍具有行业竞争格局恶化的风险；
- 4. 公司目前新产品种类繁多，但是仍具备新产品拓展不及预期的风险；我们预计 2019 年公司太阳能背板膜营收约 3.6 亿，迎来爆发式增长，但是这一业务不确定性较大，未来仍存在太阳能背板膜销量不及预期的风险；
- 5. 公司应收账款、存货快速增加，2018 年前三季度应收账款占比营收达到 94.9%，存货同比增长 61.2%，虽然下游面板厂商属于寡头优质客户，但是应收账款以及存货仍然具有减值风险。

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>472</b>	<b>611</b>	<b>738</b>	<b>921</b>	<b>1,333</b>	<b>1,704</b>	货币资金	79	205	129	146	200	242
增长率		29.4%	20.8%	24.7%	44.8%	27.8%	应收款项	343	450	519	633	913	1,161
主营业务成本	-314	-432	-534	-684	-1,011	-1,307	存货	85	115	170	253	371	476
% 销售收入	66.4%	70.7%	72.4%	74.3%	75.8%	76.7%	其他流动资产	8	22	27	32	36	40
毛利	159	179	204	237	322	398	流动资产	515	792	845	1,064	1,520	1,919
% 销售收入	33.6%	29.3%	27.6%	25.7%	24.2%	23.3%	% 总资产	50.4%	57.9%	52.6%	55.0%	62.4%	66.7%
营业税金及附加	-3	-4	-5	-7	-10	-12	长期投资	0	0	64	89	89	89
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	389	458	543	604	648	684
营业费用	-15	-20	-24	-30	-40	-49	% 总资产	38.1%	33.5%	33.8%	31.2%	26.6%	23.8%
% 销售收入	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.0%	2.9%	无形资产	108	102	135	143	146	149
管理费用	-55	-74	-114	-129	-155	-187	非流动资产	508	577	761	870	918	958
% 销售收入	11.6%	12.1%	15.5%	14.0%	11.6%	11.0%	% 总资产	49.6%	42.1%	47.4%	45.0%	37.6%	33.3%
息税前利润 (EBIT)	86	82	61	71	118	149	<b>资产总计</b>	<b>1,023</b>	<b>1,369</b>	<b>1,606</b>	<b>1,933</b>	<b>2,438</b>	<b>2,877</b>
% 销售收入	18.1%	13.4%	8.2%	7.8%	8.8%	8.7%	短期借款	228	260	289	549	762	919
财务费用	-16	-16	-13	-20	-32	-41	应付款项	266	351	412	511	748	966
% 销售收入	3.5%	2.6%	1.8%	2.2%	2.4%	2.4%	其他流动负债	17	14	143	146	147	146
资产减值损失	-9	-13	-15	-6	-6	-7	流动负债	511	624	844	1,206	1,657	2,031
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	142	72	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	2	3	3	其他长期负债	113	112	99	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	2.1%	2.8%	2.8%	2.8%	<b>负债</b>	<b>766</b>	<b>808</b>	<b>943</b>	<b>1,206</b>	<b>1,657</b>	<b>2,031</b>
营业利润	60	53	61	63	87	108	<b>普通股股东权益</b>	257	561	634	698	753	818
营业利润率	12.7%	8.7%	8.3%	6.8%	6.6%	6.4%	少数股东权益	0	0	29	29	29	29
营业外收支	8	15	7	11	10	9	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,023</b>	<b>1,369</b>	<b>1,606</b>	<b>1,933</b>	<b>2,438</b>	<b>2,877</b>
税前利润	68	69	68	74	97	117	<b>比率分析</b>						
利润率	14.5%	11.2%	9.2%	8.0%	7.3%	6.9%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-11	-9	-6	-9	-12	-15	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.1%	13.5%	8.9%	12.0%	12.5%	12.8%	每股收益	0.960	0.744	0.486	0.420	0.549	0.659
净利润	57	59	62	65	85	102	每股净资产	4.308	7.049	5.098	5.615	6.050	6.573
少数股东损益	0	0	1	0	0	0	每股经营现金净流	0.413	-0.418	0.365	0.177	-0.039	0.464
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>57</b>	<b>59</b>	<b>60</b>	<b>65</b>	<b>85</b>	<b>102</b>	每股股利	0.000	0.125	0.200	0.200	0.250	0.300
净利率	12.1%	9.7%	8.2%	7.1%	6.4%	6.0%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	22.29%	10.56%	9.53%	9.32%	11.33%	12.52%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	总资产收益率	5.60%	4.33%	3.76%	3.37%	3.50%	3.56%
净利润	57	59	62	65	85	102	投入资本收益率	11.46%	7.95%	5.80%	4.92%	6.69%	7.34%
少数股东损益	0	0	1	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	32	45	55	51	58	66	主营业务收入增长率	20.95%	29.41%	20.76%	24.73%	44.81%	27.82%
非经营收益	13	20	2	5	17	28	EBIT 增长率	16.11%	-4.18%	-26.06%	17.71%	65.23%	25.85%
营运资金变动	-78	-157	-73	-99	-166	-139	净利润增长率	13.22%	3.37%	1.97%	7.77%	30.93%	20.03%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>25</b>	<b>-33</b>	<b>45</b>	<b>22</b>	<b>-5</b>	<b>58</b>	总资产增长率	42.88%	33.85%	17.26%	20.42%	26.12%	18.00%
资本开支	-110	-82	-66	-120	-91	-92	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	-116	-1	0	0	应收账款周转天数	162.8	161.4	168.9	180.0	180.0	180.0
其他	50	1	4	2	3	3	存货周转天数	92.5	84.1	97.2	135.0	134.0	133.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-60</b>	<b>-81</b>	<b>-179</b>	<b>-118</b>	<b>-88</b>	<b>-89</b>	应付账款周转天数	129.5	107.2	112.9	120.0	120.0	120.0
股权募资	0	252	137	0	0	0	固定资产周转天数	227.2	204.6	191.4	168.2	121.6	97.8
债权募资	93	-8	-50	162	213	156	<b>偿债能力</b>						
其他	-26	-28	-32	-48	-67	-83	净负债/股东权益	112.98%	22.52%	24.12%	55.35%	72.00%	79.98%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>67</b>	<b>215</b>	<b>56</b>	<b>114</b>	<b>146</b>	<b>73</b>	EBIT 利息保障倍数	5.2	5.2	4.7	3.6	3.7	3.6
<b>现金净流量</b>	<b>31</b>	<b>101</b>	<b>-78</b>	<b>17</b>	<b>53</b>	<b>42</b>	资产负债率	74.86%	59.03%	58.71%	62.39%	67.96%	70.59%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	3	3	5
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH