

## 莱尔科技 (688683.SH)

增持 (首次)

## 锂电涂碳箔快速增长, FFC 新应用打开成长空间

公司以功能性胶膜起家, 早期切入消费电子领域。随着材料+工艺的体系化能力不断夯实, 实现技术领先。近年来在 FFC 和新能源涂碳箔领域取得突破。FFC 具备替代部分 FPC 趋势, 已在智能眼镜、汽车等场景应用; 涂碳箔于 2025 年跻身行业前三并成为核心增长引擎。随着汽车、储能、数据中心服务器、AI 眼镜需求提升, 公司精准卡位“AI+新能源”赛道, 增长有潜力。首次覆盖, 给予“增持”评级。

- **公司增长有潜力。**公司成立于 2004 年, 早期以功能性胶膜切入消费电子产业链, 是全球 FFC 用热熔胶膜领先企业。2021 年正式进军新能源车汽车市场。近年来, 公司重点布局新能源与高端电子材料领域, 在新能源涂碳箔、FFC (柔性扁平线缆) 等方向取得突破。2025 年, 公司新能源涂碳箔已进入行业前三并成为核心增长引擎。在保持技术领先的基础上, 公司正持续向储能、AI 数据中心等领域发展, 增长有潜力。
- **形成材料+工艺的体系化能力, 相关技术实力领先。**公司处于技术密集型行业, 对研发投入和技术迭代高度重视。公司以精密涂布技术为工艺平台, 凭借底层技术的通用性拓展不同领域, 形成了材料+工艺的体系化研发能力, 在胶膜领域打破国际企业垄断; 同时, 涂碳铜箔满足硅基负极要求, 已批量出货。
- **涂碳箔与 FFC 双轮驱动, 新应用持续打开成长空间。**涂碳箔方面, 公司积极切入新能源电池领域, 2025 年收入同比增长 507.89%, 且首次超过功能性胶膜收入, 成为公司新的核心增长极。随着新能源车、储能及其他锂电新兴场景放量, 业务有望继续保持高增长。在 FFC 方面, 当前普通 FFC 产品市场趋于饱和, 而具备高速高频、耐高温、轻薄化等特性的特种 FFC 正处于快速成长阶段。凭借成本更低、工艺更简化、可靠性更高等优势, FFC 在部分场景中呈现逐步替代 FPC 的趋势。公司相关产品已实现落地, 并积极开拓新能源车、储能、数据中心等下游场景, 目前已与吉利汽车、广汽、日产汽车客户建立合作。2025 年末公司合同负债同比增长 161%, 反映出储备订单充足。
- **积极扩产叠加战略协同, 打开成长边界。**涂碳箔方面, 动力及储能需求旺盛, 公司二期及海外项目有望逐步放量, 为后续增长提供支撑。FFC 方面, 新能源车、储能、AI 数据中心、AI 眼镜等场景带动低成本、轻量化、高可靠连接需求提升, 公司有望受益于新应用渗透。同时, 2025 年, 公司引入世运电路作为战略股东, 双方将在新能源汽车、AI 服务器、低空经济等领域推进全方面协同, 有望强化公司在汽车电子及高端电子材料领域的产业链布局。
- **投资建议:** 预计公司 2026-2028 年归母净利润 0.75、1.21、1.71 亿元, 对应 PE81x、50x、36x。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 市场需求不及预期、毛利率下滑风险、应收账款较多的风险等。

## 财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	526	978	1655	2132	2747
同比增长	20%	86%	69%	29%	29%
营业利润(百万元)	40	46	83	135	190
同比增长	33%	17%	81%	61%	41%
归母净利润(百万元)	37	42	75	121	171
同比增长	28%	11%	81%	61%	41%
每股收益(元)	0.23	0.26	0.47	0.75	1.06
PE	163.4	146.7	81.3	50.4	35.8
PB	6.1	5.1	4.8	4.5	4.1

资料来源: 公司数据、招商证券

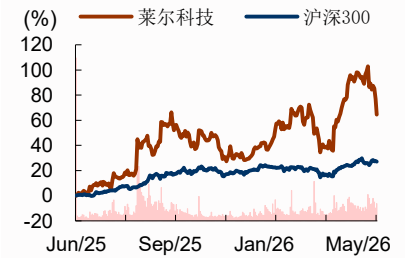
中游制造/电力设备及新能源  
目标估值: NA  
当前股价: 37.89 元

## 基础数据

总股本(百万股)	161
已上市流通股(百万股)	155
总市值(十亿元)	6.1
流通市值(十亿元)	5.9
每股净资产(MRQ)	7.5
ROE(TTM)	3.7
资产负债率	35.5%
主要股东	广东特耐尔投资有限公司
主要股东持股比例	44.84%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-15	26	65
相对表现	-17	18	38



## 相关报告

蒋国峰 S1090524100005  
✉ jianguofeng@cmschina.com.cn  
吕昊 S1090524020002  
✉ lvhao1@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、 公司基本情况.....	5
1、 基本情况.....	5
2、 股权结构.....	5
3、 业务情况.....	7
4、 财务分析.....	9
二、 技术实力领先，精准卡位“AI+新能源”赛道.....	12
1、 形成材料+工艺的体系化能力，积极布局战略客户.....	12
2、 涂碳箔业务成为公司主要增长极.....	14
3、 布局特种 FFC，积极拓宽产品应用领域.....	16
三、 涂碳箔受益锂电放量，FFC 受益新兴需求增长.....	20
1、 动力与储能电池打开涂碳箔成长空间.....	20
2、 FFC 受益新兴需求增长.....	21
四、 盈利预测及投资评级.....	22
风险提示.....	24

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	5
图 2: 公司股权结构.....	6
图 3: 公司营收结构（亿元）.....	8
图 4: 公司国内与海外业务占比.....	8
图 5: 公司研发费用及同比增长（亿元）.....	12
图 6: 公司及同业的研发费用占比.....	12
图 7: 公司及同业研发人员占比.....	13
图 8: 公司 2025 年研发人员学历结构.....	13
图 9: 公司形成体系化的研发能力.....	13
图 10: 公司产品：涂碳铝箔.....	14
图 11: 公司产品：涂碳铜箔.....	14
图 12: 2025 全球涂碳铝箔企业排名（出货量）.....	15
图 13: 全球涂碳铝箔市场规模及预测.....	15

图 14: 公司碳纳米管产品 .....	15
图 15: 全球锂电池涂碳铜箔市场规模及预测 .....	15
图 16: 涂碳箔收入首次超过功能性胶膜，成为主要增长极（亿元） .....	16
图 17: FFC 结构图 .....	17
图 18: FPC 产品图 .....	17
图 19: FFC 制造过程 .....	17
图 20: FPC 制造过程 .....	18
图 21: CCS 的 FPC 结构 .....	19
图 22: CCS 的 FFC 结构 .....	19
图 23: 电池里的 CCS .....	19
图 24: 全球新能源汽车销量 .....	20
图 25: 全球动力电池装机量 .....	20
图 26: 全球大型储能电池出货量 .....	20
图 27: 汽车 ADAS 市场规模及预测 .....	21
图 28: 汽车线束方案单车价值量 .....	21
图 29: 数据中心服务器市场规模及预测 .....	21
图 30: AI 眼镜出货量及预测 .....	21
图 31: 莱尔科技历史 PE Band .....	23
图 32: 莱尔科技历史 PB Band .....	23
表 1: 公司员工持股计划业绩考核 .....	5
表 2: 公司管理层介绍 .....	6
表 3: 公司主要产品 .....	8
表 4: 业绩摘要 .....	10
表 5: 负债情况 .....	10
表 6: 现金流情况 .....	11
表 7: 资产回报率情况 .....	11
表 8: 固定资产和在建工程情况 .....	11
表 9: 公司相关技术处于领先水平 .....	13
表 10: 公司主要基地新建设项目情况 .....	15
表 11: FFC 与 FPC 对比 .....	18

---

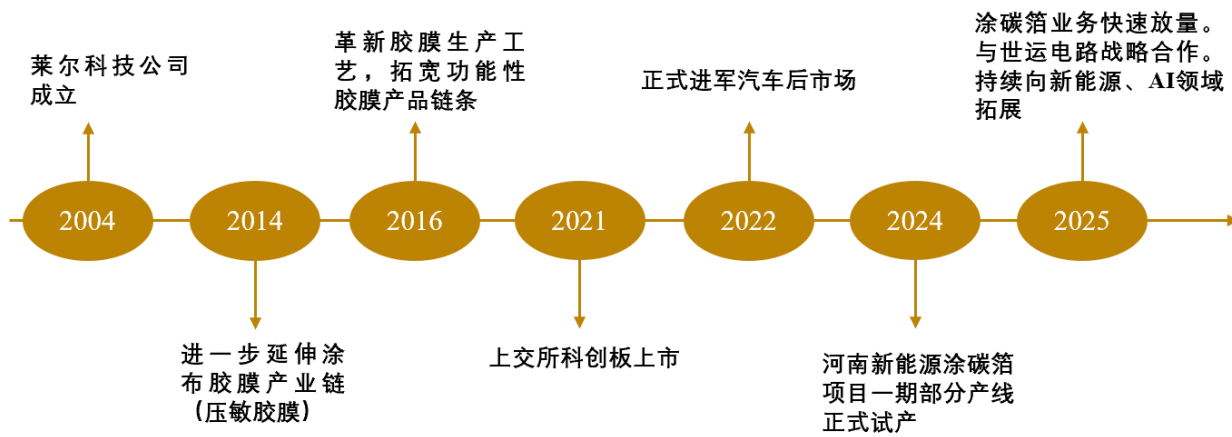
表 12: FFC 在汽车中的应用 .....	18
表 13: 盈利预测 .....	22
附: 财务预测表 .....	25

## 一、公司基本情况

### 1、基本情况

公司成立于 2004 年，长期专注于功能性胶膜及应用产品 FFC、新能源涂碳箔、碳纳米管等新材料的研发与生产。早期公司以功能性胶膜切入消费电子产业链。2014 年进一步延伸涂布胶膜产业链（压敏胶膜）；2016 年革新胶膜生产工艺，拓宽功能性胶膜产品链条；2021 年在科创板上市；2022 年正式进军汽车后市场。近年来，公司重点布局新能源与高端电子材料领域，在新能源涂碳箔、FFC（柔性扁平线缆）等方向取得突破。其中，2025 年新能源涂碳箔业务快速放量，已进入行业前三并成为核心增长引擎。同时与世运电路达成战略合作。公司在稳固功能性胶膜基本盘的同时，持续向新能源电池、AI 等领域发展，成长路径清晰。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网、招商证券

### 2、股权结构

**核心管理层持股，股权结构较为稳定。**截止 2026 年一季度末，公司实际控制人为伍仲乾，目前担任公司副董事长，通过公司的第一大股东特耐尔投资公司间接持股莱尔科技 21.25% 股份。董事长范小平直接持股 8.43%，为公司第二大股东。龚伟全为公司的董事兼总经理，直接持股 2.36%，为第四大股东。

**员工持股计划巩固公司发展。**为建立更完善的激励约束机制，公司于 2025 年 7 月发布 2025 年员工持股计划。该计划拟持有的标的股票数量约占公司总股本的 0.97%，并设定相应的考核标准，有助于调动员工积极性，促进公司长久发展。

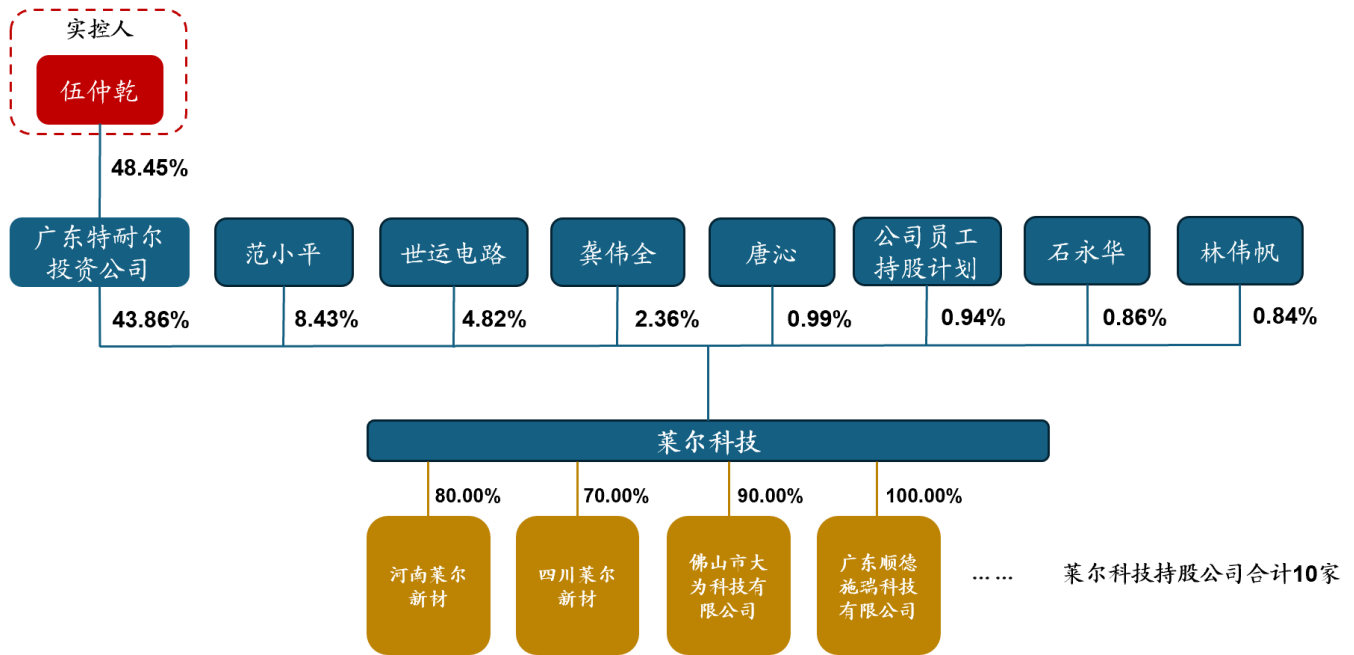
表 1：公司员工持股计划业绩考核

解锁期	考核年度	业绩考核
第一期	2025 年	以 2024 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 30%。
第二期	2026 年	以 2024 年营业收入为基数，2025 和 2026 年平均营业收入增长率不低于 20%。

资料来源：公司公告、招商证券



图 2: 公司股权结构



资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司管理层介绍

姓名	职务	年龄	个人简历
范小平	董事长	66	<p>博士学历。1982 年 9 月至 1988 年 9 月,在泸州从事教育工作; 1988 年 9 月至 2001 年在四川泸天化集团从事管理工作。2002 年至 2012 年 12 月曾任广东德美精细化工股份有限公司董事会秘书、副总经理和董事, 2011 年 11 月至 2016 年 8 月曾任欧浦智网股份有限公司的独立董事、董事和总经理; 2016 年 1 月至 2016 年 11 月曾任广东康宝电器股份有限公司副董事长。2016 年 12 月至今,任公司董事长。</p> <p>兼任禾惠电子董事、成都莱尔董事长、四川莱尔董事长、广东瑞图万方科技股份有限公司董事、佛山市顺德顺元投资管理有限公司监事、佛山市顺德德美德鑫产业投资合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人。</p>
伍仲乾	副董事长	67	<p>2004 年 5 月至今,任禾惠电子法定代表人, 2017 年 11 月至今,担任禾惠电子董事长; 2012 年 1 月至 2020 年 9 月,担任肇庆市奥荣电器有限公司董事长; 2015 年 12 月至 2016 年 12 月,任公司董事长; 2018 年 8 月至今,任晶研科技法定代表人、执行董事; 2017 年 4 月至今,任公司法定代表人、副董事长; 2021 年 10 月至今,任海南尚壹投资合伙企业(普通合伙)执行事务合伙人。</p>
龚伟全	董事、总经理	55	<p>硕士。1993 年 7 月至 2016 年 12 月,历任广东康宝电器股份有限公司办公室主任、财务部部长、董事兼总经理; 2017 年 1 月至 2017 年 10 月,任广东宅可丽集成装配科技有限公司总经理; 2018 年 9 月至 2021 年 1 月担任广东长青(集团)股份有限公司副总裁; 2023 年 4 月至今,任佛山市顺德区湘竹商业管理有限公司监事; 2022 年 3 月至今,担任广东意达董事; 2024 年 12 月至今,担任佛山大为董事长、经理、法定代表人; 2025 年 12 月至今,任河南莱尔董事。2016 年 12 月至 2023 年 10 月,任公司董事; 现任公司董事、总经理。</p>

梁韵湘	董事、 副总经理、 董秘	45	博士。2005年10月起，历任欧浦智网股份有限公司总经理办公室主任、欧浦集团副总经理兼董事会秘书。2017年2月至2023年10月，担任公司副总经理、董事会秘书；2023年10月至今，担任公司董事、副总经理、董事会秘书；兼任禾惠电子董事、佛山大为董事、广东意达董事、四川莱尔董事、河南莱尔董事、香港和瑞董事。
张强	职工代表董事、 副总经理 核心技术人员	50	硕士学历，在电子行业从业逾20年。1998年6月起，先后在河北埃卡包装材料集团有限公司担任技术员，在顺德杏坛长江化工实业有限公司担任副总经理；2004年4月开始为公司技术顾问，2006年1月正式加入公司，2017年10月至2023年10月，任公司监事会主席、核心技术人员；2023年10月至今，任公司董事、副总经理、核心技术人员；兼任成都莱尔董事。
余英杰	董事	68	历任深圳世运电路总经理、鹤山世运董事长、祥隆实业(个人企业)负责人。现兼任广东世电科技有限公司董事长；鹤山市世安电子科技有限公司董事长；珠海市世运精密电路有限公司董事长；广东世运资本投资有限公司董事长；江门市富嘉房地产开发有限公司董事；深圳市卓越智运科技有限公司董事长；鹤山市世拓电子科技有限公司董事长；深圳市斑岩光子技术有限公司董事；唯卓企业有限公司董事；OLYMPIC CIRCUIT PTE. LIMITED 董事；世运电路科技日本有限公司董事；OLYMPIC CIRCUIT (THAILAND) CO.,LTD.董事；新豪国际集团有限公司董事；世运电路科技有限公司董事；世运线路版有限公司董事；深圳市世运线路版有限公司执行董事、总经理；EASY ASIA PACIFIC LIMITED 执行董事；2013年5月至2025年1月担任世运电路董事长、总经理职务。2025年1月起担任世运电路副董事长、总经理；2026年1月至今，担任公司董事。
肖燕	财务总监	44	硕士学历，中国注册税务师，中级会计师。先后在佛山市顺德区顺达电脑有限公司、广东炬森五金精密制造有限公司等公司担任财务主管、财务经理、财务顾问；2020年6月加入莱尔科技，先后任职事业部财务负责人，莱尔科技财务中心经理职务；2022年6月至今任公司财务总监。

资料来源：公司公告、招商证券

### 3、业务情况

**主营业务：**公司主要业务包括新能源电池集流体（主要为新能源涂碳箔）、功能性胶膜材料、功能性胶膜材料应用产品（主要为柔性扁平线缆FFC）、碳纳米管及导电浆料。近年来，公司涂碳箔业务快速发展，2025年首次超过传统胶膜业务，已经成为公司业务核心增长极。总体而言，公司以国内市场为主，同时积极开拓海外市场，2025年海外销售占比11.80%，毛利率达38%，显著高于国内的16%。

**订单情况：**截至2025年末，公司合同负债98.80万元，同比增长160.98%，反映出公司储备订单增长强劲，下游需求旺盛，未来业绩增长有支撑。

图 3: 公司营收结构 (亿元)

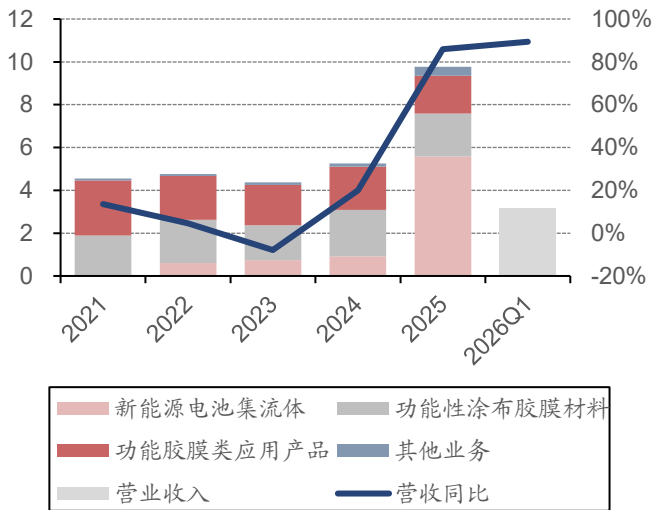
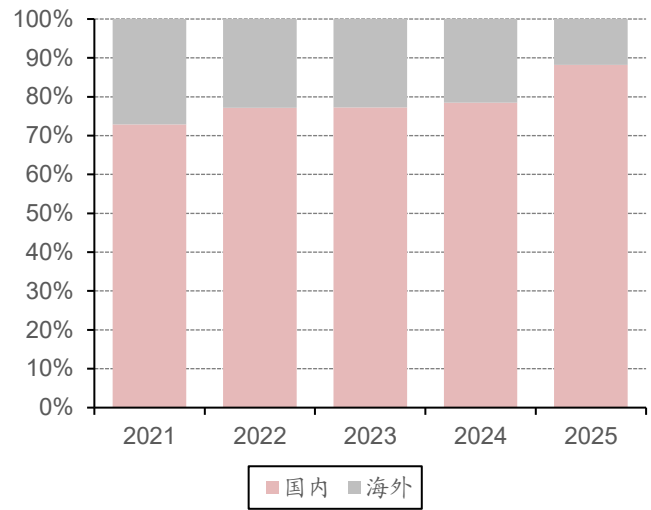


图 4: 公司国内与海外业务占比



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 公司主要产品

产品类别	产品种类	主要特点
新能源车集流体	涂碳铝箔	显著提升正极材料与集流体铝箔界面的粘附力，大幅降低电池内阻及循环过程中的动态内阻增幅，提高活性物质与集流体的粘接稳定性，降低制片成本并提升能量密度、倍率性能与循环寿命，进而优化电池配组率与一致性。
	涂碳铜箔	应用于锂电池负极材料，可改善硅碳负极的附着力，降低电池内阻及动态内阻增幅，提升电池组使用一致性，减小极化现象，强化倍率性能、低温性能与循环寿命。公司解决了超薄铜箔涂布易损伤、涂层附着力差、产品良率低等工艺难点，可充分满足硅基负极体系的严苛要求，已实现批量供货。
功能性胶膜材料	电子 FFC 用热熔胶膜	高性能热熔胶膜专为 FFC 线缆应用而设计，具有优异的粘合强度、卓越的柔韧性和可靠的高温耐受性。该产品已通过 UL 阻燃标准和 RoHS 认证，广泛应用于 3C、汽车电子及相关行业。它在提高信号传输稳定性的同时，也增强了 FFC 的耐用性，有效延长了设备在恶劣工作条件下的使用寿命。
	高频高速传输薄膜	凭借低介电损耗特性，高性能功能薄膜支持超过 10Gbps 的高速信号传输，同时具备耐高温和高湿的优异性能。
	集成母排绝缘胶膜	叠层母排 (CCS) 热压合薄膜通常采用阻燃 PET 聚酯薄膜与聚氨酯或环氧树脂粘合剂结合制造。该类高性能绝缘薄膜具有广泛的温度适应性、优异的高温高湿耐受性以及优越的电气绝缘性能，满足国际市场准入标准。广泛应用于新能源汽车电池组、工业变频器、电力传输设备、储能系统等。
功能性胶膜材料应用产品	时钟弹簧 FFC 胶膜	时钟弹簧 FFC 胶膜专为汽车电子应用而创新设计，具有优异的耐温性和挠曲性能，可在严苛环境下稳定运行提升了产品的长期可靠性和安全性。可广泛应用于时钟弹簧、汽车中控台面板、新能源汽车电池模组线、发动机舱内传感器线。
	汽车用多媒体 FFC	专为车载音响和视频系统设计的 FFC，用于连接显示器、音频主机、摄像头和其他设备，以实现高清音视频信号和数据的有效传输。可提供集成金属箔层或双屏蔽结构，具有高 EMI 抑制能力，确保在复杂的电磁环境中信号的完整性。
	汽车用电池包 CCS 采集 FFC	主要用于实现电池模组内电芯的电压、温度信号采集及传输功能。FFC 由多层柔性绝缘材料包裹扁平铜导体构成。相较于传统线束，其厚度更薄、弯折性能更优，适合狭小空间布局，产品具备耐高温高湿环境 1000 小时以上的特性。
	服务器用 FFC	服务器用 FFC 解决方案专为 PCIe 5.0/6.0 协议量身打造，依托高密度布线架

碳纳米管及  
导电浆料

构达成设备间超高速互联。其关键特性涵盖：全面支持 PCIe 5.0 的 32 GT/s 与 PCIe 6.0 的 64 GT/s 传输速率，并创新采用 PAM4 调制技术与 FLIT 模式以强化传输效能，确保在所有工作条件下具有优异的电磁干扰（EMI）抗扰度。

碳纳米管作为新型碳纳米材料，能够在极低添加量下形成三维导电网络，大幅度增加与电极颗粒之间的接触，显著降低电池界面阻抗，从而提升电池的能量密度。公司研发生产新型碳纳米管产品，具有杂质含量低，导电性能优异、固含量高和可设计性强等优点，可广泛适应于锂离子电池正负极导电浆料、集流体增强涂层、抗静电涂层添加剂等。

公司依托浆料与功能涂层的开发能力，将碳纳米管与涂碳浆料复合，开发出具备高效导电网络的功能涂层，实现了核心材料体系向功能基材的产业延伸，进一步强化了公司的综合服务能力。同时，公司基于碳纳米管导电浆料与涂碳浆料工艺与技术共通性，统筹推进两类浆料的开发与市场导入，并整合销售渠道向多家锂电池企业协同拓展，积极推进多款产品在下游客户验证测试。

资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

## 4、财务分析

2025 全年实现收入、归母净利润、扣非净利润 9.78、0.42、0.38 亿元，同比增长 85.97%、11.36%、26.88%。毛利率 18.58%，同比减少 5.29pct。业绩增长主要系新能源电池箔业务实现大幅增长，功能胶膜类产品新品销售亦稳步上升。其中 2025Q4 单季度收入、归母净利润、扣非净利润 3.27、0.11、0.10 亿元，同比增长 104.12%、10.56%、27.40%。

2026 年一季度收入、归母净利润、扣非净利润 3.13、0.14、0.14 亿元，同比增长 89.38%、31.28%、56.73%。毛利率 17.37%，同比减少 4.38pct。核心产品延续良好增长态势，新能源电池箔业务收入实现大幅增长。

2025 全年，热熔胶膜出货 2263.23 万平方米，同比下降 12.36%；新能源涂碳箔出货 12065.70 吨，同比增长 506.38%。

### 【收入情况】

2025 全年，新能源电池集流体收入 5.58 亿元，同比增长 507.89%；功能胶膜类材料收入 2.00 亿元，同比下降 7.08%；功能胶膜类应用产品收入 1.77 亿元，同比下降 12.31%。

### 【盈利情况】

2025 全年，综合毛利率 18.58%，同比减少 5.29pcts。其中新能源电池集流体毛利率 11.73%，同比增加 6.15pcts；功能胶膜类材料毛利率 31.94%，同比增长 5.45pcts；功能胶膜类应用产品毛利率 21.19%，同比减少 5.76pcts。

2026Q1 毛利率 17.37%，同比减少 4.38pcts。

### 【费用情况】

2025 全年，销售、管理、研发及财务费用率合计 13.25%，同比减少 3.75pcts。

2026Q1 各项费用率合计 11.73%，同比减少 2.84pcts。费用端压力逐步减轻。

### 【资产负债情况】

2026 一季度末，公司资产负债率为 35.53%，同比增加 7.82pcts，在手现金与交易性金融资产 3.13 亿元，各项有息负债规模 2.72 亿元，已获利息倍数（EBIT / 利息费用）为 18.54，偿债保障能力强。

【现金流情况】

2025 年，公司经营性现金流净额为 0.28 亿元，同比减少 31.46%。

2026Q1 经营性现金流净额为 0.09 亿元，同比增长 3.83%

表 4: 业绩摘要

(人民币, 百万)	2023 年	2024 年	2025 年	2025Q1	2026Q1	同比变化(%)
营业收入	438.22	525.65	977.53	165.24	312.94	89.38
营业成本	333.28	400.19	795.91	129.30	258.59	99.99
毛利润	104.94	125.45	181.62	35.94	54.35	51.22
销售税金	3.42	3.56	5.96	0.79	1.29	62.97
毛利润(扣除销售税金)	101.52	121.89	175.66	35.15	53.06	50.96
销售费用	20.04	20.35	26.27	4.94	7.60	53.94
管理费用	36.02	42.86	50.92	11.05	13.33	20.56
研发费用	23.79	29.54	51.91	8.37	14.88	77.75
经营利润	21.68	29.14	46.57	10.79	17.25	59.95
资产和信用减值损失	2.63	3.60	6.30	1.76	0.72	-59.20
财务费用	-6.69	-3.37	0.41	-0.28	0.91	-420.25
投资收益	-0.91	0.05	-0.01	-0.03	0.05	-275.38
资产处置收益	(0.95)	(0.03)	(0.05)	0.02	0.00	-100.00
公允价值变动净收益	(0.62)	0.04	0.37	0.11	0.16	48.36
其他收益	6.40	10.59	5.97	2.58	0.40	-84.33
营业外收入	0.00	0.00	0.34	0.00	0.00	-60.48
营业外支出	2.18	0.11	0.12	0.01	0.33	5519.21
利润总额	27.47	39.44	46.34	11.98	15.92	32.82
所得税	0.84	2.44	1.37	0.94	0.74	-21.12
税后净利润	26.62	37.01	44.98	11.04	15.17	37.42
少数股东损益	-2.63	-0.35	3.38	0.38	1.18	207.66
归母净利润	29.25	37.36	41.60	10.66	13.99	31.28
非经常性损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
扣非归母净利润	29.25	37.36	41.60	10.66	13.99	31.28
主要比率						
毛利率	23.95	23.87	18.58	21.75	17.37	-4.38
销售费用率	4.57	3.87	2.69	2.99	2.43	-0.56
管理费用率	8.22	8.15	5.21	6.69	4.26	-2.43
研发费用率	5.43	5.62	5.31	5.06	4.75	-0.31
财务费用率	-1.53	-0.64	0.04	-0.17	0.29	0.46
经营利润率	4.95	5.54	4.76	6.53	5.51	-1.01
所得税率	2.96	6.18	2.95	7.85	4.69	-3.16
净利率	6.08	7.04	4.60	6.68	4.85	-1.83
扣非净利率	6.68	7.11	4.26	6.45	4.47	-1.98

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 负债情况

	2023 年	2024 年	2025 年	2026Q1	百分点变化(%)
负债率%	10.5	25.7	35.7	35.5	7.8
短期借款	18.4	22.7	11.3	70.3	210.1
一年内到期	0.7	0.0	27.1	27.1	-
长期借款	5.9	143.6	174.8	174.7	17.8

应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	-
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	-
在手现金	245.1	145.5	322.5	262.4	86.6

资料来源：公司公告、招商证券

**表 6: 现金流情况**

	2023 年	2024 年	2025 年	2025Q1	2026Q1	百分点变化
赊销比	48.60	51.21	47.51	189.56	152.52	-37.05
存货营收比	11.57	88.48	91.55	38.82	51.87	13.05
销售商品、劳务获现金/营收	65.02	80.47	43.82	53.88	57.49	3.62
经营性现金流净额(百万元)	47.64	40.15	27.52	40.15	27.52	-31.46
经营现金流净额/税后净利润	114.37	107.48	66.16	83.03	65.67	-17.36

资料来源：公司公告、招商证券

**表 7: 资产回报率情况**

	2023 年	2024 年	2025 年	2025Q1	2026Q1	百分点变化 (%)
归上净利率(%)	6.68	7.11	4.26	6.45	4.47	-1.98
总资产周转率(%)	0.38	0.40	0.56	0.40	0.56	0.16
权益乘数	1.17	1.31	1.59	1.31	1.59	0.28
ROE(%)	2.97	3.72	3.79	3.72	3.79	0.07
ROA(%)	2.30	2.82	2.58	2.82	2.58	-0.24
ROIC(%)	1.96	2.99	3.24	2.99	3.24	0.25

资料来源：公司公告、招商证券

**表 8: 固定资产和在建工程情况**

百万元	2023 年	2024 年	2025 年	2026Q1	同比变化 (%)
固定资产	370.83	434.35	538.75	0.00	-
在建工程	65.62	271.26	317.64	0.00	-

资料来源：公司公告、招商证券

## 二、技术实力领先，精准卡位“AI+新能源”赛道

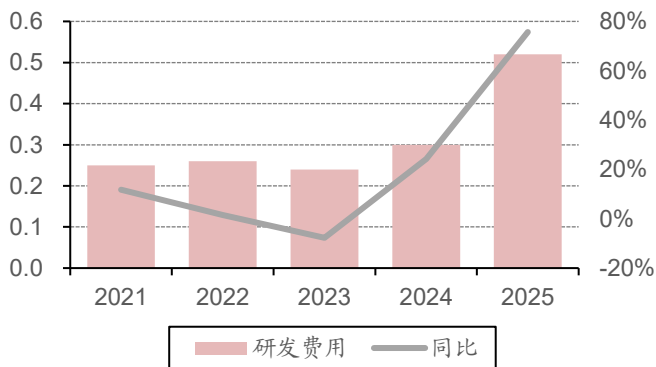
### 1、形成材料+工艺的体系化能力，积极布局战略客户

公司持续加大研发投入并形成体系化研发能力。2025年公司研发费用0.52亿元，同比+75.69%，创历史新高；研发人员156人，占比15.68%，本科及以上学历占比51%，研发实力位于同业领先水平。公司以精密涂布为核心工艺平台，向功能性胶膜、新能源材料等领域延伸，已具备胶粘剂配方、涂碳浆料、涂碳箔、碳纳米管及导电浆料等研发与产业化能力。相关产品在材料配方和工艺上具备共通性，有助于技术复用和业务协同。

技术处于领先水平。公司是全球FFC用热熔胶膜细分领域领先企业，2019年公司FFC用热熔胶膜全球市占率约21.19%~27.90%，并已进入日本住友、联滔、得润电子、瀚荃等主要FFC厂商供应体系，同时也向下游FFC业务延伸，开发了多款FFC产品。2025年公司凭借强大的研发能力，成功开发多款高性能产品，技术处于行业领先水平。例如，公司自主研发的耐高温高湿胶膜产品表现优异，性能从300小时提升至1000小时，长期耐温突破125℃；成功掌握胶粘剂配方和精密涂布两大核心技术，打破国际垄断，保持国内领先地位；公司还在国内率先实现8KFFC技术产品的突破，适用于对信号传输要求极高的高清TV领域。

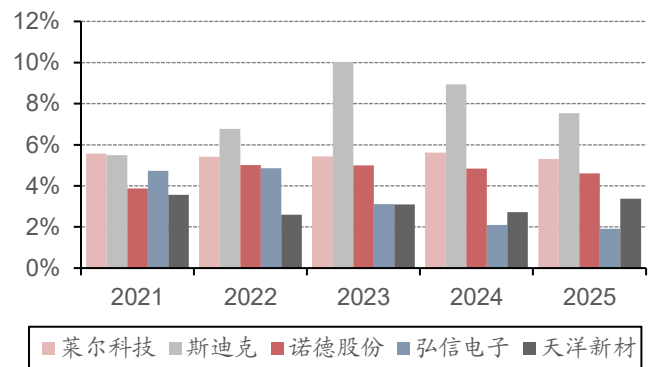
战略协同方面，公司引入世运电路作为战略股东。2025年，世运电路通过协议转让受让公司5.00%股权。双方将在新能源汽车、AI服务器、低空经济等领域推进客户、渠道、供应链及产业链协同，有望进一步强化公司在汽车电子及高端电子材料领域的布局。

图 5：公司研发费用及同比增长（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 6：公司及同业的研发费用占比



资料来源：公司公告、招商证券

图 7：公司及同业研发人员占比

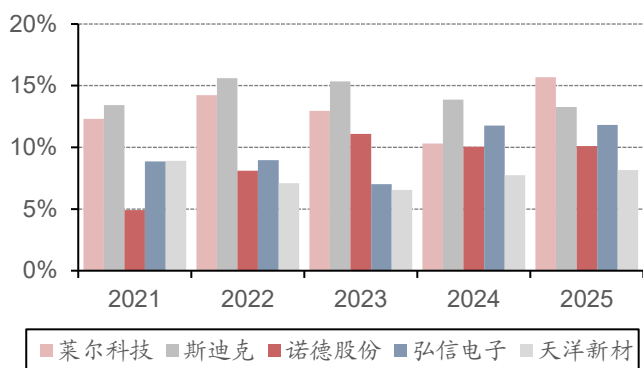
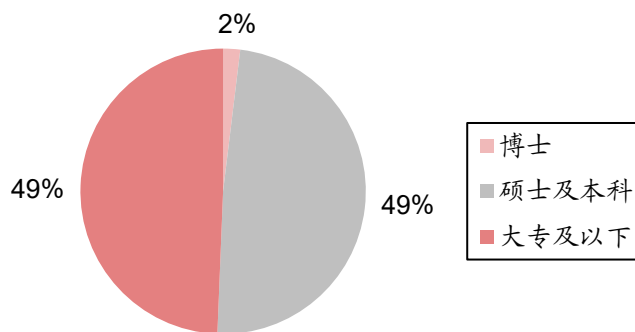


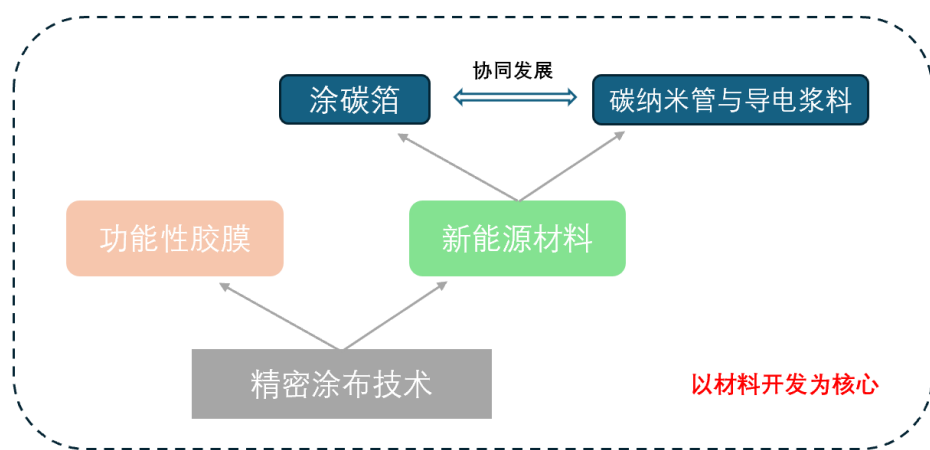
图 8：公司 2025 年研发人员学历结构



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

图 9：公司形成体系化的研发能力



资料来源：招商证券

表 9：公司相关技术处于领先水平

产品类型	主要产品	产品优势	竞争地位
功能性胶膜及应用产品	FFC 热熔胶膜	产品的功能性（耐高温高湿、低衰减、耐化学性）、环保绝缘膜、无卤、无镉产品通过多项国际认证。	技术国内领先
	制程保护膜	易贴合、易脱离，能够适应不同制程要求，包括耐高温、耐酸等。	具备和国际厂商竞争的技术实力
	高频高速传输薄膜	满足电子元器件特性阻抗要求，通过多层材料复合技术，提供优异的屏蔽性能的同时满足产品高速传输的要求。	高频高速传输领域的领先厂商
	FFC	自行研发出高效率用于 FFC 的自动高速切片装置、FFC 自动冲孔装置、自动 FFC 压接成型机等智能化设备。	技术国内领先
新能源涂碳箔	涂碳箔	增强界面导电性和接触均匀性，减少电池内部阻抗。公司技术壁垒在于涂碳浆料的自主研发及精密涂布技术。	出货量国内前三

资料来源：公司招股书、公司 2025 年财报、招商证券

## 2、涂碳箔业务成为公司主要增长极

**关键原材料自给自足，形成从原料到成品的一体化布局。**经过多年技术积累，公司已形成涵盖碳纳米管及导电浆料、涂碳箔浆料、新能源集流体在内的完整产品体系。其中，碳纳米管作为新型导电材料，可有效应用于新能源涂碳箔的导电涂层中，显著提升涂层的导电性能与稳定性；同时，公司具备涂碳箔浆料的自主生产能力，实现了关键原材料的自给自足。形成了“碳纳米管及导电浆料—涂碳箔浆料—新能源集流体”的垂直一体化布局。

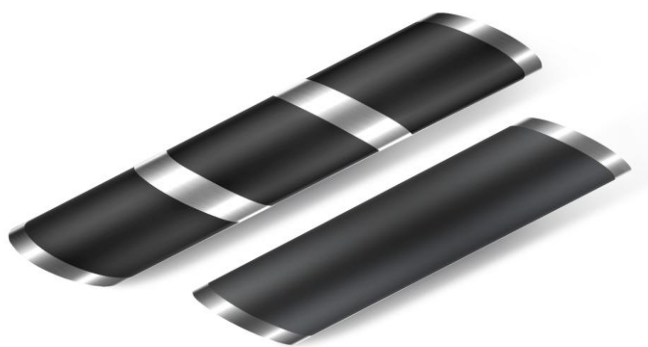
**成功切入新能源电池领域，已成为公司主要增长极。**公司提前布局锂电涂碳箔领域，抓住新能源车和储能快速增长机遇，产品已广泛应用于电网储能、工商业储能、家庭储能等领域。2025 年，以涂碳箔为代表的新能源电池集流体业务收入首次超过功能性胶膜业务，成为新的增长极。目前公司已与欣旺达、正力新能、吉利、楚能新能源、清陶动力、天能集团等知名锂电池厂商建立了稳定的合作关系，市场竞争力持续提升。

**涂碳箔材竞争力强。**公司 2025 年涂碳箔业务已成功进入行业前三，市场地位提升显著。其中，涂碳铝箔方面，通过与神火新材等箔材公司达成战略合作，公司出货量 2025 年位列全球第五；涂碳铜箔尚处于快速发展阶段，公司优势更加明显，依托精密涂布技术及自主开发的浆料体系，解决了超薄铜箔涂布易损伤、涂层附着力差、产品良率低等工艺难点，可充分满足硅基负极体系的严苛要求，已实现批量供货。

**公司积极推进产能布局。**广东基地规划建设年产 7200 吨新型新能源电池集流体材料项目，可兼容生产涂碳箔；四川眉山基地拟筹建新能源涂碳箔项目；河南基地二期已于 2025 年 12 月启动建设；同时公司计划布局泰国基地，推进全球化产能布局。当前涂碳箔产能利用率处于高位，新项目投产后有望缓解产能瓶颈，并通过规模效应摊薄固定成本，提升盈利能力。

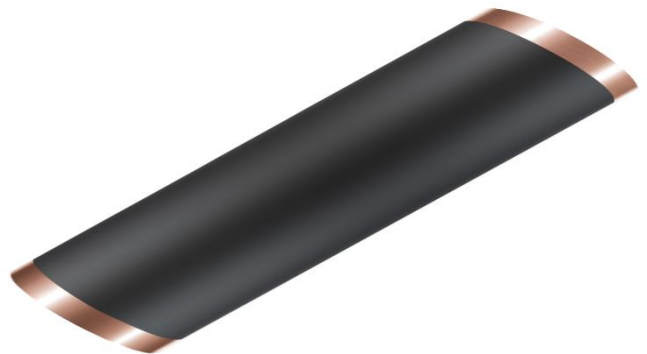
此外，公司进一步基础材料延伸，布局可广泛应用于集流体涂层的碳纳米管。目前，公司的四川基地具备生产多壁碳纳米管和高纯碳纳米管的能力。同时，公司已经实现实验室级别单壁碳纳米管制备，正处于关键产品定型阶段。未来，结合碳纳米管的涂碳箔材在固态/半固态电池应用中更有潜力。

图 10：公司产品：涂碳铝箔



资料来源：公司官网、招商证券

图 11：公司产品：涂碳铜箔



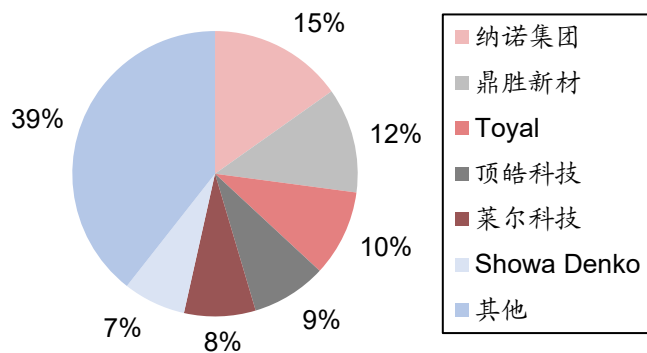
资料来源：公司官网、招商证券

表 10: 公司主要基地新建设项目情况

地区	具体内容	项目进展
广东基地	新型新能源电池集流体材料生产项目，规划年产能 7200 吨	建设中
河南基地	总规划 6 万吨年产能。一期全面投产（年产能为 2 万吨涂碳箔），二期已启动建设	部分投产
四川基地	计划在四川眉山基地筹建新能源涂碳箔项目，同时能生产碳纳米管	建设中
泰国	计划在泰国布局生产基地	规划中

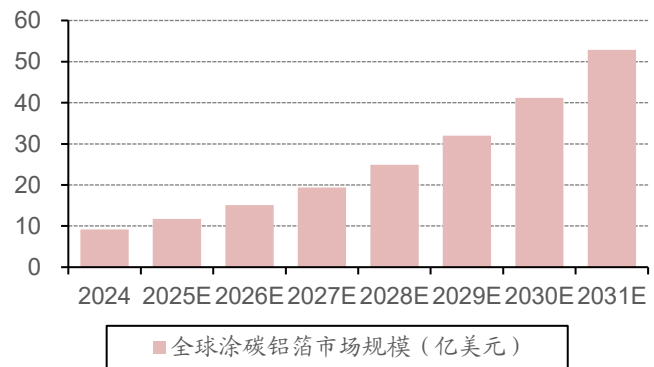
资料来源：公司公告、招商证券

图 12: 2025 全球涂碳铝箔企业排名（出货量）



资料来源：EVTank、招商证券

图 13: 全球涂碳铝箔市场规模及预测



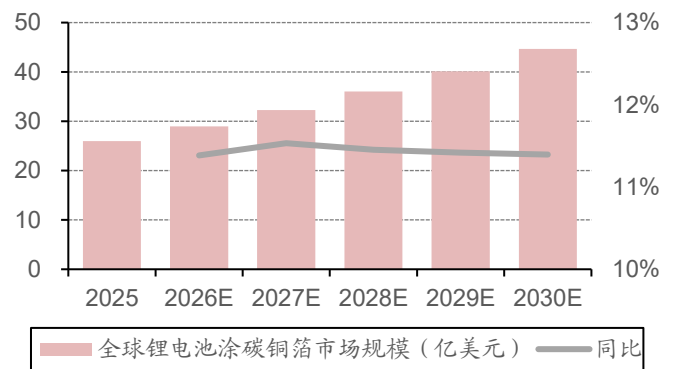
资料来源：恒策咨询、招商证券

图 14: 公司碳纳米管产品



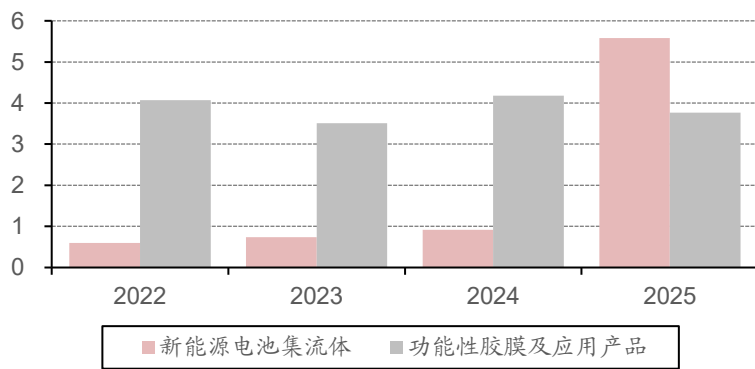
资料来源：公司官网、招商证券

图 15: 全球锂电池涂碳铜箔市场规模及预测



资料来源：MRA、招商证券

图 16: 涂碳箔收入首次超过功能性胶膜，成为主要增长极（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

### 3、布局特种 FFC，积极拓宽产品应用领域

公司布局特种 FFC 产品，有望替代部分 FPC。当前普通 FFC 产品市场趋于饱和，而具有高速高频、超薄、耐弯折、耐高温等特性的 FFC 产品，能够适配新能源汽车、储能、数据中心等新兴场景，正处于快速成长阶段，且在相当一部分领域中呈现部分代替 FPC（柔性电路板）的趋势。行业中已有公司正在储能、新能源汽车等领域拓展 FFC 应用。而公司亦有相关的 FFC 产品落地，其中汽车耐高温 FFC 连接线用胶膜和 CCS 系统专用解决方案两大类核心产品已形成行业领先的技术优势。相比于 FPC，特种 FFC 具有的优势有：

- **成本优势更显著：**FFC 是一种用 PET 绝缘材料和极薄的扁平铜线，通过压合而成的新型数据线缆。而 FPC 需要化学蚀刻、清洗等工序，制造成本较高。
- **工艺简化、快速响应：**FFC 的生产工序少，从原材料到成品的周期短，适合大规模批量生产，能快速响应市场需求。
- **可靠性更高：**FFC 体积小、结构简单，耐弯曲性能好。而 FPC 由于具有复杂电路布局和多层结构，其在反复弯折时易出现疲劳损伤，导致可靠性下降。

在汽车电子领域，FFC 将逐步替代传统 FPC。相较于传统线束或 FPC 方案，FFC 以其超薄厚度、重量轻、体积小、耐弯曲性能好等特点，在安全性、长距传输、布局规整等方面具备突出优势。公司所生产的 FFC 可应用于汽车安全气囊、中控、车载显示屏、天窗等。相关产品已通过客户供应至吉利汽车、广汽集团、日产汽车、长城汽车、上汽通用五菱、北京汽车等车企。目前，公司产品矩阵正加速向智能座舱、ADAS（高级辅助驾驶系统）等领域的关键材料延伸布局，进一步拓展公司产品应用范围。未来有望随着 FFC 替代 FPC 的趋势加强而显著受益。

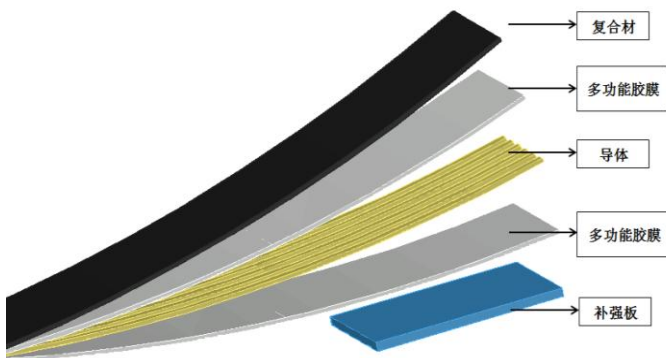
FFC 有望在新能源车领域加速应用。FFC 具备厚度薄、形状规整、易于自动化装配等优势，在电池 CCS 等环节替代传统线束或 FPC 方案时，具备降本和轻量化优势，部分方案可为客户节约约 30% 采购成本。目前，宁德时代已在采购某公司 FFC 并用于长城汽车部分车型。公司较早布局新能源车用 FFC，动力电池信号采集线用热熔胶膜已实现批量供货，后续有望受益于 FFC 对 FPC 替代带来的渗透率提升。

在储能、AI 服务器领域，公司 FFC 有望大量应用。储能领域，公司开发了储能

专用 FFC 信号传输线，为储能场景信号传输提供全新解决方案；在高频高速领域，公司实现信号传输速率的技术升级，介电损耗进一步降低，可满足 AI 服务器等对信号传输与稳定性要求更为严苛的应用场景，并通过客户开始批量供应至国内及海外厂商。

积极布局智能眼镜领域，未来有潜力。AI/AR 眼镜体积小，空间有限，对 FFC 凭借更低成本、轻量化、易弯折等特点，公司目前积极布局智能眼镜领域，未来有潜力。

图 17: FFC 结构图



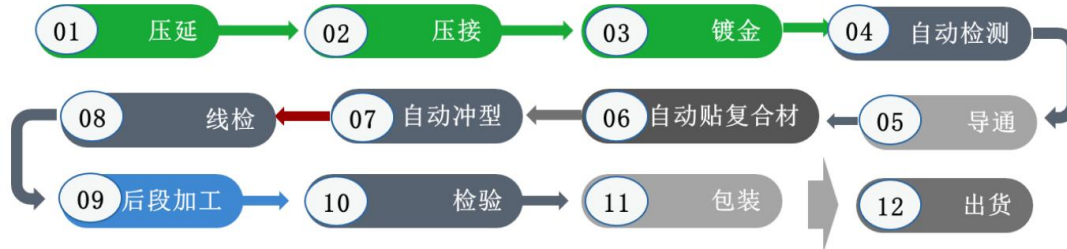
资料来源：莱尔科技招股书、招商证券

图 18: FPC 产品图



资料来源：YT-Electronic、招商证券

图 19: FFC 制造过程



资料来源：莱尔科技招股书、招商证券

图 20: FPC 制造过程



资料来源：鹏鼎控股招股书、招商证券

表 11: FFC 与 FPC 对比

	FFC	FPC
底材材料	PET (一种绝缘材料)	PI (聚酰亚胺, 价格通常为 PET 的数倍)
价格对比	0.3~1.5 美元	3~15 美元
结构层数	通常 1 层	多层
交货时间	1~3 天	7~21 天

资料来源：FlexiPCB、招商证券

表 12: FFC 在汽车中的应用

	应用领域	具体应用	主要功能	优势
汽车电子系统	仪表盘	信号传输	连接显示器和传感器	减小空间占用
	车载娱乐系统	数据传输和电源供应	连接多媒体设备和音响系统	提高稳定性
	传感器连接	高效信号传输	连接胎压、温度传感器	提供稳定的信号传输路径
汽车动力系统	电池管理系统	信号和电源传输	监控电池状态, 管理其工作	提高稳定性
	电动机控制	数据和电源传输	控制电动机运行和调节	减少干扰, 保障电动机高效运行
	充电系统	高效电能传输	实现充电过程中的电能传输和信号连接	提升充电速度和系统可靠性

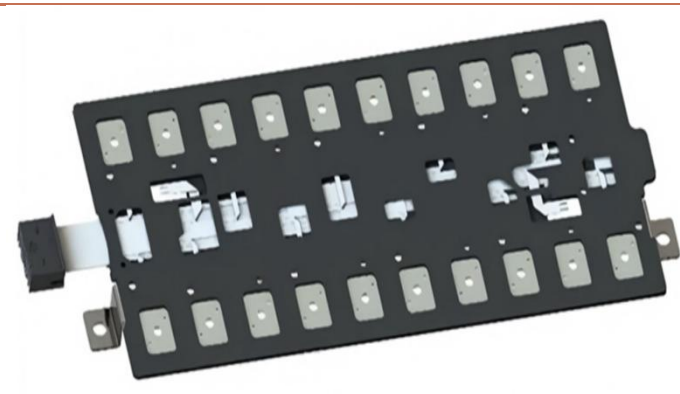
资料来源：广州汽车集团股份有限公司汽车工程研究院、招商证券

图 21: CCS 的 FPC 结构



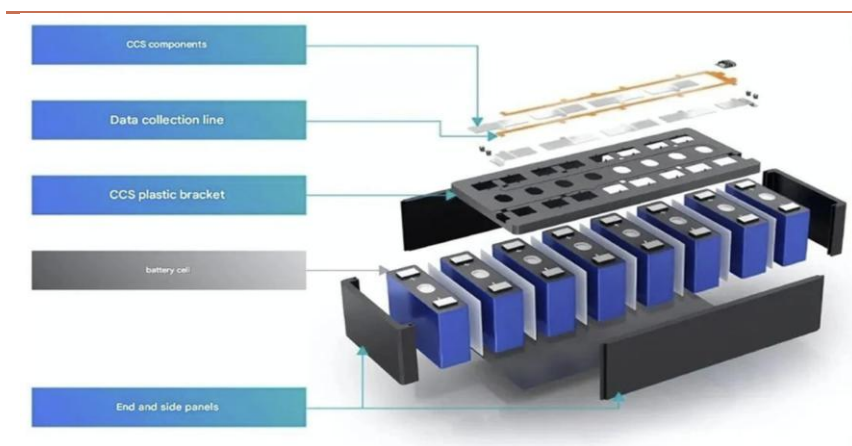
资料来源: Bonnen、招商证券

图 22: CCS 的 FFC 结构



资料来源: Bonnen、招商证券

图 23: 电池里的 CCS



资料来源: Bonnen、招商证券

### 三、涂碳箔受益锂电放量，FFC 受益新兴需求增长

#### 1、动力与储能电池打开涂碳箔成长空间

**新能源汽车促进动力电池需求增长。**根据 SNEResearch 数据，2025 年全球新能源汽车销量 2147.0 万辆，同比增长 21.5%。2026 年一季度全球新能源汽车销量约 487.5 万辆，同比增长 7.1%。新能源车的销量增长带动电池装机量的提高。2025 全年动力电池装机量达到 1187GWh，同比增长 31.7%；2026 年一季度动力电池装机量约 226GWh，同比增长 9%。动力电池需求提升也将带动锂电材料的需求增加，进而打开公司涂碳箔业务成长空间。

**储能需求维持高景气，锂电池不断开拓新场景打开成长空间。**储能行业增长动力正由过去单一的“新能源消纳”驱动，转变为“AI 算力基建+能源转型刚需+电网支撑”三重驱动的新阶段。随着 AI 算力需求增长，数据中心备用电源需求快速攀升，储能作为保障算力基础设施稳定运行的关键环节，迎来全新增长极。2025 年，全球大型储能电池出货量 556.74GWh，同比增长 76.91%。下游的强劲需求，打开了电池涂碳箔材料的成长空间，为公司业绩增长提供有力支撑。

图 24：全球新能源汽车销量

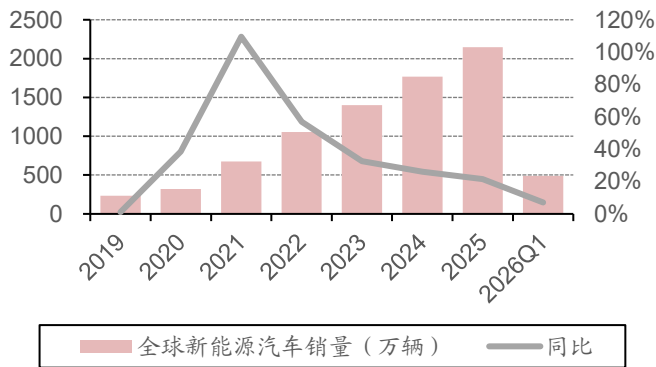
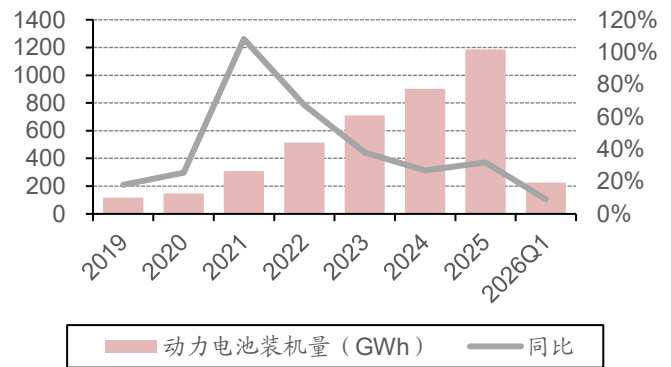


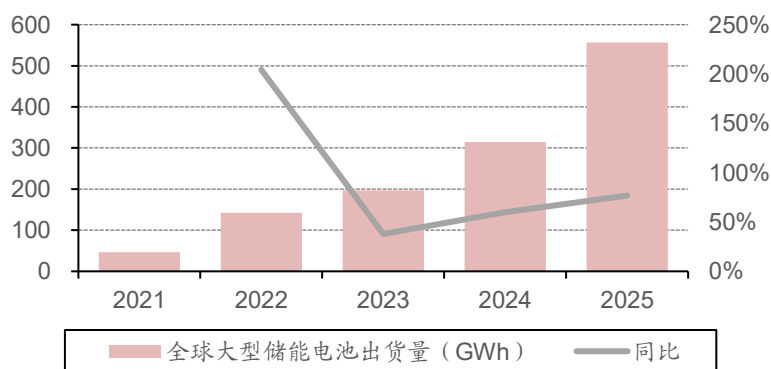
图 25：全球动力电池装机量



资料来源：SNE Research、数据荟、招商证券

资料来源：SNE Research、GGII、招商证券

图 26：全球大型储能电池出货量



资料来源：InfoLink、招商证券

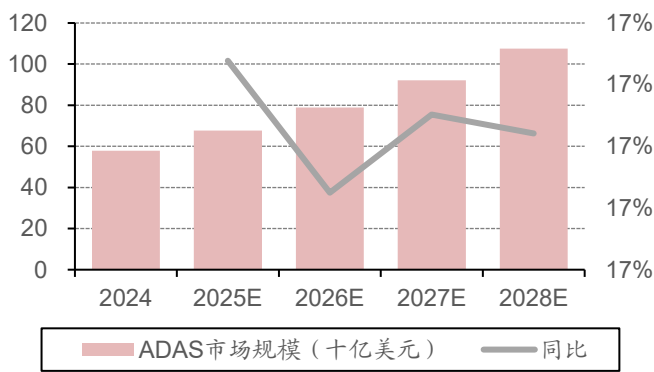
## 2、FFC 受益新兴需求增长

**FFC 在汽车领域应用持续扩大。** 功能性胶膜及 FFC 具备轻薄减重、高集成化、高频高速传输、耐高温和耐弯折等优势,可应用于电池管理系统、车载显示、ADAS、车窗/天窗、安全气囊、车载娱乐等场景。随着新能源汽车智能化、电动化发展,FFC 有望凭借批量生产和成本优势替代部分传统线束方案,打开汽车端成长空间。同时,FFC 也可用于储能电池管理系统,有望受益于储能需求增长。

**AI 数据中心有望带动 FFC 渗透率提升。** AIDC 对服务器内部连接的高速传输、信号完整性、结构紧凑性、耐热性和长期可靠性提出更高要求。公司产品在满足性能要求的同时,兼具轻薄化和高集成度优势,可适配 AI 服务器高密度布线及紧凑空间设计需求,未来有望随 AI 基础设施扩张实现放量。

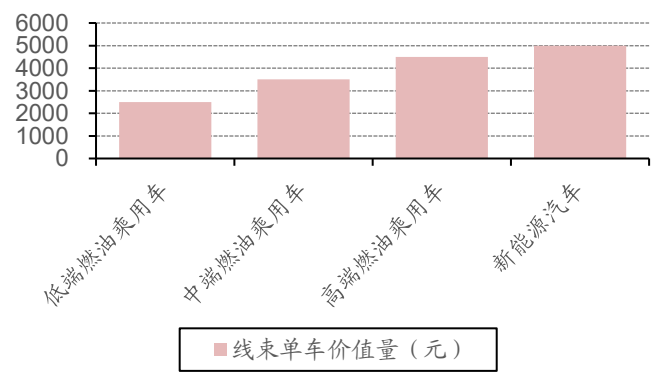
**AI 眼镜轻量化趋势明确,FFC 应用空间打开。** 轻量化是 AI 眼镜提升佩戴体验、降低退货率、走向全天候使用的关键方向。相比传统 FPC 方案,FFC 体积更小、重量更轻、布线更灵活,更契合 AI 眼镜对轻薄化和高集成度的要求,后续有望在 AI 眼镜中加速应用。

图 27: 汽车 ADAS 市场规模及预测



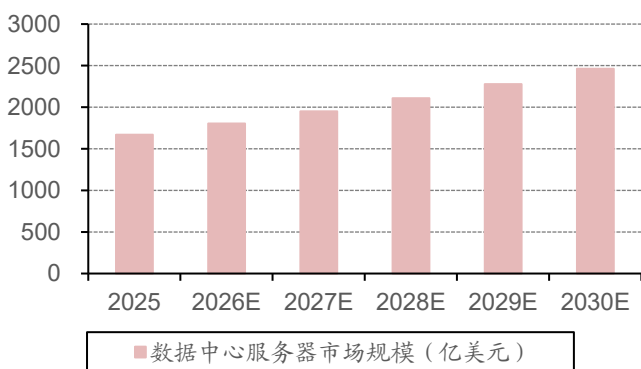
资料来源: Statista、招商证券

图 28: 汽车线束方案单车价值量



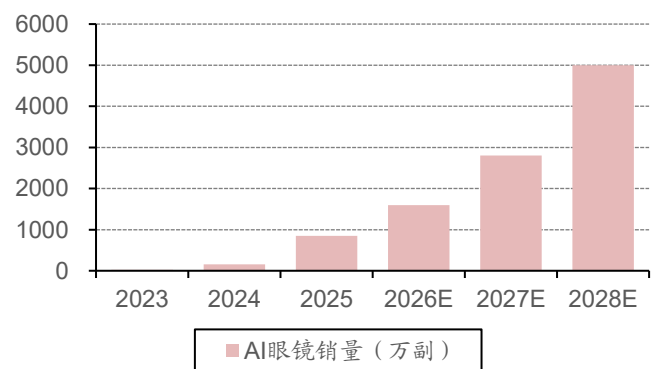
资料来源: 思瀚产业研究院、观研天下、招商证券

图 29: 数据中心服务器市场规模及预测



资料来源: Stats Market research、招商证券

图 30: AI 眼镜出货量及预测



资料来源: Wellsenn XR、招商证券

## 四、盈利预测及投资评级

公司以功能性胶膜起家，早期切入消费电子领域。随着材料+工艺的体系化能力不断夯实，实现技术领先。近年来在 FFC 和新能源涂碳箔领域取得突破。FFC 具备替代部分 FPC 趋势，已在智能眼镜、汽车等场景应用；涂碳箔于 2025 年跻身行业前三并成为核心增长引擎。未来随着汽车、储能、数据中心服务器、AI 眼镜需求提升，公司精准卡位“AI+新能源”赛道，有望持续释放成长动能。

2025 全年实现收入、归母净利润、扣非净利润 9.78、0.42、0.38 亿元，同比增长 85.97%、11.36%、26.88%。业绩增长主要系新能源电池箔业务实现大幅增长，功能胶膜类产品新品销售亦稳步上升。

**新能源电池集流体：**公司技术领先。在下游新能源汽车、储能、数据中心等场景带动下，市场对长循环、高倍率的电池需求进一步增加，而这使得涂碳铝箔成为刚需，其渗透率将不断提高。硅碳负极凭借更高的能量密度和减小体积的优势，成为下一代高能量密度电池的核心材料，而涂碳铜箔可以改善硅碳负极的附着力，有望随着硅碳负极的快速发展而提高出货量。公司储备订单的强劲增长已经反映出下游旺盛需求。截至 2025 年末，公司合同负债 98.80 万元，同比增长 160.98%，反映出公司储备订单比较充裕，为后续收入增长提供有力支撑。毛利率方面，随着各大基地的产能释放，公司可以通过规模效应和降本增效，从而提高盈利能力。预计 2026-2028 年收入分别为 11.38、14.79、19.23 亿元，毛利率分别为 12%、13%、13%。

**功能胶膜材料：**2025 年营收略微下滑，主要是因为一方面消费电子行业竞争日益激烈，挤压下游需求；但更重要的是另一方面，公司正在优化收入结构，努力提升高附加值产品营收占比，导致收入波动。后续随着高附加值产品占比不断提高，叠加 AI 眼镜进入放量阶段、汽车电子市场规模持续增大和储能行业的旺盛需求，有望带动产品的销量增加和业务收入增长。预计公司 2026-2028 年收入分别为 2.60、3.38、4.39 亿元，毛利率分别为 32%、32%、32%。

**功能胶膜类应用产品：**预计 2026-2028 年收入分别为 1.99、2.38、2.86 亿元，毛利率分别为 21%、21%、21%。

**其他业务：**预计 2026-2028 年收入分别为 0.59、0.77、1.00 亿元，毛利率分别为 33%、30%、30%。

预计公司 2026-2028 年合计营收 16.55、21.32、27.47 亿元，综合毛利率分别为 17%、17%、17%。

预计公司 2026-2028 年归母净利润 0.75、1.21、1.71 亿元，对应 PE81x、50x、36x。首次覆盖，给予“增持”评级。

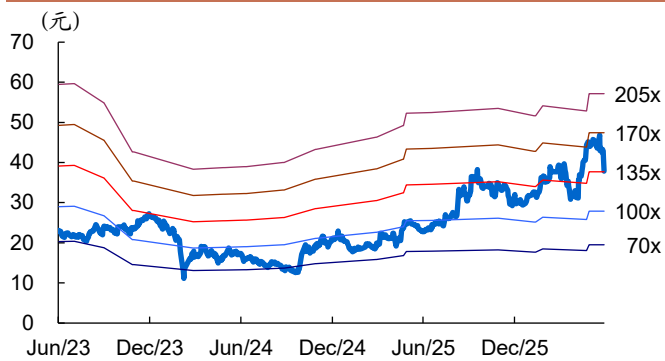
表 13：盈利预测

百万元		2024	2025	2026E	2027E	2028E
新能源电池集流体	营收	92	558	1138	1479	1923
	yoy	24%	508%	104%	30%	30%
	毛利率	6%	12%	12%	13%	13%
功能胶膜材料	营收	216	200	260	338	439
	yoy	32%	-7%	30%	30%	30%
	毛利率	26%	32%	32%	32%	32%
功能胶膜材料应用	营收	202	177	199	238	286

产品	yoy	7%	-12%	12%	20%	20%
	毛利率	27%	21%	21%	21%	21%
其他业务	营收	16	42	59	77	100
	yoy	29%	165%	40%	30%	30%
合计	毛利率	55%	35%	33%	30%	30%
	营收	<b>526</b>	<b>978</b>	<b>1655</b>	<b>2132</b>	<b>2747</b>
合计	yoy	<b>20%</b>	<b>86%</b>	<b>70%</b>	<b>29%</b>	<b>29%</b>
	毛利率	<b>24%</b>	<b>19%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>

资料来源：招商证券

图 31: 莱尔科技历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 32: 莱尔科技历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

## 风险提示

### 1、市场需求不及预期:

公司产品主要应用于消费电子、智能眼镜及新能源等领域，相关需求受宏观环境、终端渗透节奏及下游客户出货波动影响较大。若 AI 终端、智能眼镜或新能源汽车、储能等领域发展不及预期，可能导致公司相关产品放量节奏放缓，对业绩增长形成压力。

### 2、毛利率下滑风险:

公司综合毛利率受主要原材料价格、产品结构、产品定价、折旧等多种因素的影响，如果未来上述因素发生不利影响，公司无法采取积极、有效的策略成功应对，公司存在毛利率波动并下滑的风险，经营业绩可能受到不利影响。

### 3、应收账款较多的风险:

2025 年 12 月 31 日，公司应收账款净额为 45,030.13 万元，占总资产的比例为 22.15%，占营业收入比例为 46.07%。随着公司业务规模的扩大，公司应收账款绝对金额可能进一步增加，如公司客户发生信用风险，公司可能面临应收账款损失的风险。而且由于公司客户主要集中于新能源电池和 AI 产业链，若下游客户因行业景气度波动、自身经营不善、流动性紧张或信用状况恶化等原因，出现延迟付款、拖欠货款甚至债务违约情形，将导致公司应收账款回款周期延长、坏账风险上升。

### 4、研发不及预期:

公司所处行业技术迭代较快，对材料配方和工艺持续优化要求较高。若在 FFC、新能源涂碳箔等重点方向的研究进度或性能指标未能按计划推进，可能影响产品导入下游客户及新应用场景拓展。

### 5、行业竞争加剧:

目前下游需求快速增长，潜在进入者和既有厂商加大布局，行业竞争可能趋于激烈。若竞争加剧引发价格压力，可能对公司相关产品的毛利率和盈利能力造成不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	587	1006	1273	1546	1987
现金	146	323	224	200	256
交易性投资	26	16	16	16	16
应收票据	19	14	24	31	40
应收款项	251	450	662	853	1099
其它应收款	1	2	3	4	5
存货	81	91	157	202	260
其他	64	111	188	242	312
<b>非流动资产</b>	865	1026	1104	1177	1246
长期股权投资	4	0	0	0	0
固定资产	434	539	633	722	804
无形资产商誉	124	132	119	107	96
其他	303	356	352	348	346
<b>资产总计</b>	<b>1452</b>	<b>2033</b>	<b>2377</b>	<b>2723</b>	<b>3233</b>
<b>流动负债</b>	219	539	808	1034	1396
短期借款	23	11	0	20	109
应付账款	150	347	597	766	988
预收账款	0	1	2	2	3
其他	46	180	208	246	295
<b>长期负债</b>	154	187	187	187	187
长期借款	144	175	175	175	175
其他	10	12	12	12	12
<b>负债合计</b>	<b>373</b>	<b>725</b>	<b>994</b>	<b>1221</b>	<b>1582</b>
股本	155	155	161	161	161
资本公积金	531	688	683	683	683
留存收益	317	349	418	527	662
少数股东权益	76	115	121	131	145
归属于母公司所有者权益	1003	1192	1261	1371	1505
<b>负债及权益合计</b>	<b>1452</b>	<b>2033</b>	<b>2377</b>	<b>2723</b>	<b>3233</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	40	28	76	98	133
净利润	37	45	81	131	185
折旧摊销	27	36	54	58	62
财务费用	1	1	2	2	2
投资收益	(0)	0	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	(24)	(55)	(73)	(102)	(129)
其它	(1)	(0)	18	15	19
<b>投资活动现金流</b>	(286)	(72)	(128)	(128)	(128)
资本支出	(256)	(55)	(134)	(134)	(134)
其他投资	(30)	(17)	6	6	6
<b>筹资活动现金流</b>	128	208	(47)	6	51
借款变动	186	69	(38)	20	90
普通股增加	0	0	6	0	0
资本公积增加	(30)	158	(6)	0	0
股利分配	(31)	(19)	(6)	(11)	(36)
其他	3	(1)	(2)	(2)	(2)
<b>现金净增加额</b>	<b>(118)</b>	<b>164</b>	<b>(99)</b>	<b>(24)</b>	<b>56</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	526	978	1655	2132	2747
营业成本	400	796	1372	1760	2269
营业税金及附加	4	6	10	11	14
营业费用	20	26	40	47	55
管理费用	43	51	73	87	107
研发费用	30	52	74	90	110
财务费用	(3)	0	2	2	2
资产减值损失	(4)	(6)	(6)	(6)	(6)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	11	6	6	6	6
投资收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>营业利润</b>	40	46	83	135	190
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	39	46	84	135	190
所得税	2	1	2	4	6
少数股东损益	(0)	3	6	10	14
<b>归属于母公司净利润</b>	37	42	75	121	171

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	20%	86%	69%	29%	29%
营业利润	33%	17%	81%	61%	41%
归母净利润	28%	11%	81%	61%	41%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.9%	18.6%	17.1%	17.4%	17.4%
净利率	7.1%	4.3%	4.5%	5.7%	6.2%
ROE	3.7%	3.8%	6.1%	9.2%	11.9%
ROIC	2.9%	3.3%	5.4%	8.2%	10.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	25.7%	35.7%	41.8%	44.8%	48.9%
净负债比率	11.5%	10.5%	7.4%	7.1%	8.8%
流动比率	2.7	1.9	1.6	1.5	1.4
速动比率	2.3	1.7	1.4	1.3	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.6	0.8	0.8	0.9
存货周转率	6.2	9.3	11.1	9.8	9.8
应收账款周转率	2.2	2.7	2.9	2.7	2.7
应付账款周转率	3.8	3.2	2.9	2.6	2.6
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.23	0.26	0.47	0.75	1.06
每股经营净现金	0.25	0.17	0.47	0.61	0.83
每股净资产	6.23	7.40	7.83	8.51	9.35
每股股利	0.12	0.04	0.07	0.23	0.32
<b>估值比率</b>					
PE	163.4	146.7	81.3	50.4	35.8
PB	6.1	5.1	4.8	4.5	4.1
EV/EBITDA	120.7	91.6	50.0	35.8	27.5

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。

## 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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。