

铜峰电子（600237.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年7月21日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	TMT	价值	55.75亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	7.51	DDM估值	上行空间 18%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	47.35亿	状态	合理估值	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	40.38	价值	53.55亿	护城河	★★★★☆
PB-MRQ	2.36	动态估值	上行空间 13%		
		状态	合理估值		

核心评级结论

铜峰电子是国内知名的薄膜电容器及电工薄膜材料核心龙头，也是国内同行业首家上市公司。公司具备从电容器用薄膜、金属化薄膜、薄膜电容器的完整上下游一体化产业链，深度绑定新能源、算力、风光储、轨交等高景气赛道，实际控制人为铜陵市国资委。

公司的成长空间较好，新能源+算力双主线拉动薄膜电容刚需，超薄BOPP电容膜国产替代持续深化，多赛道高景气共振，成长天花板高；公司的盈利趋势较好，一体化产业链带来极强的盈利抗波动，产品结构高端化长期推升中枢毛利，利润率持续上行；公司的产业格局较好，国产替代大背景下，本土厂商份额持续扩张，赛道集中度持续提升，公司占据上游材料核心卡位，国内稀缺一体化龙头；公司的护城河较深，全产业链、超薄核心技术、重资产设备、长期客户认证四大壁垒叠加，行业内难以复制，长期竞争优势稳固。

基于两大主业当前均处于国产替代过程中，公司作为国内一体化龙头具有差异化壁垒，行业份额与业务盈利能力持续提升的假设，公司当前处于合理估值状态。

我们区别于市场的观点

我们与市场核心分歧观点在于：市场将公司简单对标嘉德利，高估薄膜业务弹性，低估电容器主业增长贡献。嘉德利收入主要来自外销BOPP电容膜，属于纯上游材料标的；铜峰并非纯膜企业，业务结构与嘉德利存在本质差异。嘉德利无下游消化产能，行业膜价下跌时利润大幅下滑；铜峰薄膜内销需求刚性，即便外销降价，自有电容产能持续消耗薄膜，毛利率波动被大幅熨平，无法复刻嘉德利纯外销的周期弹性。此外公司持续扩产电容产能，未来短期内电容才是业绩核心驱动，这是与纯膜标的嘉德利最大预期差。

风险提示

需求波动风险：若国内经济复苏不及预期，下游资本开支与消费需求可能收缩，导致订单下滑；新项目建设与产能消化风险：公司持续推超薄PET膜、车规级电容等投建，可能面临技术爬坡不顺等风险；

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 人力资源密集度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

图表目录

图1：预测2026年收入占比	5
图2：预测2026年毛利占比	5
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	10
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	12
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	13

1. 基本信息

铜峰电子是国内知名的薄膜电容器及电工薄膜材料研发与制造基地，是国内电工薄膜与薄膜电容行业核心龙头，也是国内同行业首家上市公司。公司核心主业为薄膜电容器及其薄膜材料的研发、生产和销售，同时延伸发展电子连接器、石英晶体谐振器等业务。公司具备从电容器用薄膜—金属化薄膜—薄膜电容器的完整上下游一体化产业链，深度绑定新能源、算力、风光储、轨交等高景气赛道。公司为国家重点高新技术企业，连续多届位居中国电子元件百强，现属地方国资控股企业。

2. 业务介绍

对于铜峰电子公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

电容器：

电子级薄膜材料包含电容器用聚丙烯（PP）膜、聚酯（PET）膜等，年产能约2万吨，涵盖2 μm 到18 μm 超薄及耐高温规格，是薄膜电容的核心基材，金属化薄膜是在基膜基础上蒸镀金属层的深加工产品，具备自愈特性，年产能约7500吨。公司是国内少数拥有“拉膜—金属化—电容器”全链条生产能力的企业，具备较强的成本协同与质量管控能力，公司购买上游原材料如PET粒子后，加工成电子级薄膜并交付给下游厂家，我们对该业务的市场界定为全球电子级薄膜材料市场。

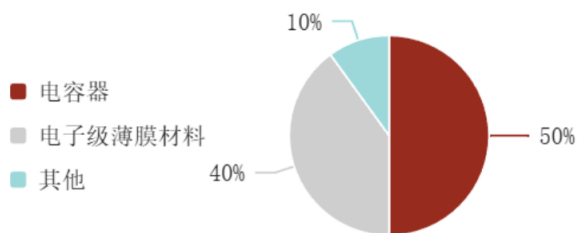
电子级薄膜材料：

薄膜电容器包括交流马达电容器、电力电子电容器、直流支撑电容器、高压直流干式电容器等，年产能超亿只，应用于多领域电力电子转换与滤波环节。下游传统领域为家用电器（空调/冰箱电机电容）、工业控制、现代印刷（碳带转印）等。新兴领域有新能源汽车（电驱、车载充电）、光伏/风能/储能、柔性直流输变电、轨道交通、通讯设备等。公司将薄膜、金属电极等原材料加工成为电容器过后，交付给全球诸多知名企业，国内客户比亚迪、阳光电源、华为数字能源、中国中车等，此外产品出口欧盟、美国、日韩、东南亚等，我们对该业务的市场界定为全球薄膜电容器市场。

其他：

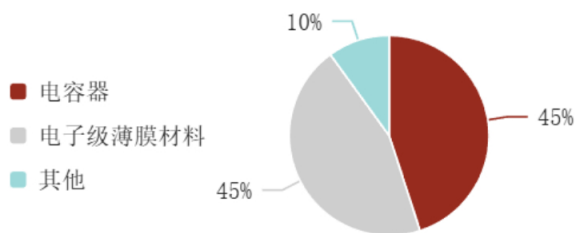
其他产品主要为主业电容产品的配套，精密连接器，客户小米、华为、富士康、比亚迪、乐视，电容一体化配套为主，20亿只/年产能。石英晶体谐振器，年产近6亿只，配TV/AV、电表水表、汽车电子、通信终端。聚丙烯再生粒子，是薄膜产线的边角料回收再利用，属于循环经济配套，利润薄但能覆盖一部分原料成本。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司主业为电子元器件产品与上游原材料的研发与制造，制造属性浓厚，业务性质决定公司的资产强度较高，人力资源密集度为中等。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的资产强度较高，公司2025年包含固定资产、在建工程在内的长期经营资产为9.8亿，占总资产的比例为35.8%，主要由于公司业务以电容器与薄膜产品的研发和制造为主，产线投资较多，资产强度较高。

3.2 人力资源密集度

低 较低 **中等** 较高 高

公司为传统的电子元器件产品制造厂，截至2025年底，公司在职员工约为1967人，其中生产人员占比61.4%，技术人员占比30.2%，公司的生产人员与技术人员累计占比超过90%。公司的平均人员薪酬为13.11万元，单位收入薪酬为0.185元，公司的人力资源密集度中等。

4. 历史经营绩效

2021年以来，铜峰电子盈利中枢持续抬升，毛利率从20.43%升至27.30%，净利率同步走高，利润弹性显著大于营收增速。业务从以膜材为主转向膜材+电容双轮驱动，产品结构向新能源高端领域升级，全产业链一体化优势不断强化。财务健康度优秀，负债率持续走低，现金流扎实。2025年启动首次大额现金分红，结束多年不分红状态，股东回报机制正式落地。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



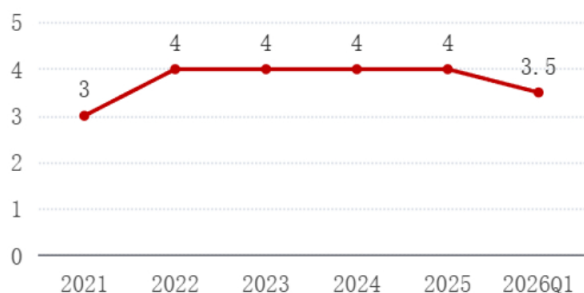
数据来源：公司财报，壹评级

2021年毛利率处于阶段低位，上游PP/PET树脂原材料价格大幅上涨，挤压全产业链利润；2022年电容膜行业供需紧张，基膜价格大幅上涨，公司享受膜材涨价红利；2023年下游消费电子、传统家电需求疲软，通用型膜材与电容价格承压；2024-2025年产品结构高端化，超薄高压基膜、车规级电容、光伏储能用膜等高毛利产品占比持续提升，叠加全产业链一体化的成本优势，单位产品附加值稳步增长。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2021年疫情后下游需求复苏，光伏、工控领域订单回暖；2022-2023年增速放缓，蓄力高端产能，公司资源向高端产能倾斜，新能源超薄基膜、车载电容项目处于建设阶段，尚未贡献增量。2024-2025年高端产能释放，进入高质量增长期，超薄基膜产能逐步释放，新能源、特高压等高景气赛道订单快速增长，标志着公司从“规模扩张”转向“结构升级”，高附加值产品成为核心增长动力。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



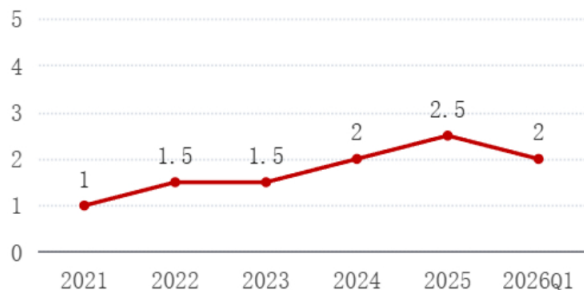
数据来源：公司财报，壹评级

公司从“以膜材为主”逐步转向“膜材+电容双轮驱动”，下游电容业务占比5年提升7.6个百分点，产业链价值向下游延伸，整体抗周期能力增强。基膜、金属化膜100%自供，成本仅传导至最上游PP/PET树脂，相比外购基膜的同行，原材料价格波动的影响降低40%以上；公司财务结构极度稳健，偿债能力极强，现金流质量高，资产减值计提充分，抗风险能力处于行业第一梯队。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司2013年之后连续12年未实施现金分红，核心原因是前期盈利持续低迷，不具备分红条件；2021-2024年盈利修复期，公司资金优先投向超薄基膜、车载电容等高端产能建设，处于资本开支高峰，留存收益用于扩产以把握新能源产业机遇，2025年首次大额现金分红，分红方案为10派0.8元（含税），合计派现5043.92万元，股利支付率约42.11%。

5. 四维评级

公司的成长空间较好，新能源+算力双主线拉动薄膜电容刚需，超薄BOPP电容膜国产替代持续深化，多赛道高景气共振，成长天花板高；公司的盈利趋势较好，一体化产业链带来极强的盈利抗波动与涨价弹性，产品结构高端化长期推升中枢毛利，利润率持续上行；公司的产业格局较好，国产替代大背景下，本土厂商份额持续扩张，赛道集中度持续提升，公司占据上游材料核心卡位，国内稀缺一体化龙头；公司的护城河较深，全产业链、超薄核心技术、重资产设备、长期客户认证四大壁垒叠加，行业内难以复制，长期竞争优势稳固。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长空间较好，核心支撑来自薄膜电容器高景气增量+垂直一体化成本壁垒+国产替代红利；公司持续技改超薄电容膜、车规高压电容产线，泰国海外基地打开海外家电、工控市场；两大核心业务薄膜电容器成长空间较好，新能源汽车、光伏储能、特高压柔直、AI服务器四大高景气赛道同步拉动薄膜电容全产业链需求；电子级薄膜材料成长空间中等，下游薄膜电容整体扩张，带动公司PP光膜、金属化膜对内自用+对外外销基础需求稳定增长；其他配套业务仅作为协同补充，无独立增量逻辑。

电容器(3.5星)：

薄膜电容器为核心增长引擎。新能源汽车增量爆发，400V升级800V高压平台后，单车薄膜电容价值从30元提升至50-80元；薄膜电容替代铝电解趋势明确，公司已通过IATF16949车规认证，进入国内主流电控厂商供应链，高压快充、车载OBC产品小批量出货，中长期单车配套规模持续扩大。AI算力服务器全新增量曲线，传统服务器单台薄膜电容仅2-4颗，新一代800V算力单机配套12-16颗，单机价值提升5倍；AI服务器行业2026-2030年复合增速34%，新增市场规模逐年扩容，为电容业务带来全新增量市场。

电子级薄膜材料(2.5星):

电子级薄膜材料下游薄膜电容整体扩张，带动公司PP光膜、金属化膜对内自用+对外外销基础需求稳定增长；超薄2-3 μm 高端膜适配新能源高压电容，溢价高于普通厚膜，带动材料业务毛利率维持30%高位。不过国内BOPP电容膜进入第三轮扩产周期，2027年前20余条新产线集中投产，行业总产能将突破20万吨；中低端普通厚度薄膜产能过剩，价格竞争压制收入增速与盈利弹性，仅超薄高端膜维持紧平衡。综上电子级薄膜材料具备稳健小幅增长、高毛利的特征，但行业供给扩张压制弹性、下游终端增速传导稀释、第二曲线兑现缓慢，中长期营收增速中枢低于薄膜电容业务。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势较好，盈利中枢持续上移，盈利确定性、稳定性、弹性同步改善，核心支撑在于公司主动收缩低毛利低端家电、普通工控电容产能，持续扩产车规、AI服务器、光伏储能、柔直电网高压产品；超薄高端电子薄膜产能持续释放，低毛利普通厚膜逐步减产。新能源等高附加值品类收入占比持续提升，持续拉高公司综合毛利率中枢，规模效应摊薄折旧、人工、研发固定费用，净利率同步上行。

电容器(3星):

电容器业务核心介质薄膜完全自产，无需采购高价进口超薄膜，原材料涨价不会挤压板块利润，相比纯组装同行成本优势15%-25%，行业涨价周期中利润弹性突出；车规、算力、电网高压产品认证壁垒高，客户粘性强、价格竞争温和，具备持续溢价能力；公司持续调整排产结构，减少低价低端电容产出，板块平均毛利率中枢逐年抬升；产能规模持续扩大，制造端规模效应摊薄单位制造费用，进一步增厚单件净利润，预期未来毛利率、净利润同步稳步提升，盈利趋势向好。

电子级薄膜材料(3.5星):

电子级薄膜材料利润率稳定性强、中长期盈利持续稳健改善。司持续加大高端超薄膜产能投放，主动压缩低毛利普通厚膜产能，产品结构升级持续抬升板块平均毛利。即便行业中低端薄膜产能过剩，公司依靠差异化高端产品维持稳定溢价，毛利率无大幅下滑风险。新能源超薄膜技改项目已投产并持续贡献增量，1.7 μm 超薄PET基膜切入锂电复合铜箔赛道，已实现小批量供货，该品类单吨毛利高于传统电容PET膜；中长期随复合铜箔渗透率缓慢提升，带来新增高毛利收入，小幅增厚板块利润。对比电容器业务，薄膜材料板块周期波动弱、利润率中枢更高、盈利持续性更强。

5.3 产业格局

★★★★☆

国内极少同时实现BOPP电容基膜、金属化薄膜、薄膜电容器全工序自主生产的企业；对比法拉仅自有镀膜、外购基膜，江海、艾华全程外购薄膜，中小厂商仅做电容组装。铜峰上游薄膜对内供给降本、对外独立创收，上下游业务互为护城河，周期抗风险能力、盈利弹性、供应链稳定性全面优于单一环节厂商，在行业分层竞争中占据独特生态位。上游电子级超薄电容膜逐步替代东丽、宇部兴产进口份额；下游薄膜电容在新能源车、光伏储能、特高压、AI算力领域加速替代松下、TDK海外厂商，国内本土头部厂商份额持续提升，上下游双赛道均处于国产替代上行周期，行业格局持续优化。

电容器(3星):

薄膜电容行业呈现“海外巨头把持顶级算力车规、国内一超多强、低端中小厂加速出清”格局，铜峰依托一体化差异化优势，在多条细分赛道站稳头部位置，中长期竞争环境持续改善，产业格局较好。轨交机车配套薄膜电容市占国内第一，长期供货各地铁路局、机车厂，细分赛道竞争格局稳定，海外厂商难以切入本土电网轨交供应链；光伏逆变器、风电变流器国产替代提速，公司高压DC-Link电容批量交付，叠加自产薄膜成本优势，相比外购薄膜同行报价、交付周期更有竞争力，份额稳步提升；800V新能源车、AI服务器逐步突破，打开高端格局空间，泰国基地覆盖东南亚家电、工控市场，海外渠道格局完善，分散单一市场竞争压力。

电子级薄膜材料(3星):

电子级BOPP电容薄膜行业分层清晰，高端超薄膜供给紧平衡、中低端产能过剩，铜峰作为全球产能第一梯队、国产超薄膜双寡头之一，高端赛道格局稳固，中长期竞争地位持续优化，产业格局判定为较好。高端 $2-3\mu\text{m}$ 超薄膜设备投资高、工艺壁垒高，新产线投产周期3年以上，短期新增供给有限；新能源车800V、AI算力高压电容持续拉动超薄膜需求，供需长期紧平衡。铜峰超薄膜可实现对日、德进口膜替代，海外东丽、宇部兴产份额持续被国内龙头分流，国产头部厂商格局持续走强。公司主动压缩低毛利普通厚膜排产，持续扩产高溢价超薄电容膜、超薄PET复合铜箔基膜，将产能、资源集中于竞争格局更好的高端品类，规避低端内卷，长期板块份额持续优化。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体护城河并非单一环节壁垒，而是上游电子薄膜+下游薄膜电容器垂直一体化叠加形成的复合型护城河，单一业务壁垒存在短板，但上下游协同互补，综合壁垒宽度优于行业绝大多数单一环节厂商，因此整体判定护城河宽度较好，同时全链条壁垒具备长期可持续性。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
电容器	(1.5星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为0.9%，超额ROIC为0.6%，超额收益率整体较少，公司的护城河宽度一般，主要由于普通家电、工控低压薄膜电容设备投入低、工艺成熟，大量中小组装厂参与竞争，低端市场持续价格内卷，无显著差异化优势；行业新玩家仅需采购薄膜、卷绕封装设备即可投产，入门壁垒弱。单纯电容组装环节不存在不可替代技术，只要外购薄膜即可生产，仅靠成品制造难以拉开持续差距；行业内多数厂商可通过外采膜材切入赛道，成品端独立壁垒单薄，因此单独看电容业务护城河宽度仅为一般。	(3.5星) 公司的护城河为规模优势、管理运营，各自占比约二分之一，超额收益率未来5年与15年预计有所提升。主要由于细分赛道形成长期稳固卡位，竞争格局持续优化，轨交机车、国内电网无功补偿细分国内市占领先，本土供应链政策壁垒天然阻隔海外厂商；光伏、储能国产替代持续推进，中小低端厂商持续亏损出清，行业资源向头部集中，存量壁垒随行业出清持续加固。上游自产薄膜长期提供持续成本护城河，成本壁垒具备永久持续性。800V高压平台、AIHVDC电源场景下，薄膜电容无法被铝电解、MLCC替代，下游行业长期高景气，需求底座稳定，业务赛道基础壁垒长期存在，不存在技术迭代颠覆风险。
电子级薄膜材料	(2.5星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为3.5%，超额ROIC为3.2%，公司的护城河宽度中等，主要由于高端超薄膜具备高硬性壁垒，但中低端赛道壁垒近乎消失。高端1.8-3μm超薄BOPP电容膜壁垒极高：德国布鲁克纳进口拉膜设备单条投资超2亿、交付+爬坡周期3年，配方、拉伸温控工艺积累数十年，国内仅铜峰、嘉德利两家稳定量产。但4μm以上普通厚膜设备门槛低，近年大量企业扩产，产能过剩、价格持续下行，低端赛道无壁垒，拉低整体板块壁垒宽度上限，无法达到“较好”区间，仅能判定中等。	(4.5星) 公司的护城河为规模优势、技术优势、管理运营，各自占比约三分之一，超额收益率未来5年与15年预计有所提升。主要由于2μm以下超薄膜原由东丽、宇部兴产垄断，国内替代仍处于早期；下游新能源车、AI算力持续拉动高端膜增量，高端膜长期维持紧平衡，公司高端产品溢价、技术壁垒可长期兑现。内部自有电容业务每年稳定消耗约40%自产薄膜，形成刚性内部订单；外部供货法拉、江海等头部电容厂，优质客户粘性强，即便外部市场价格下行，内部需求保障产能利用率，长期规模壁垒持续存在。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于两大主业当前均处于国产替代过程中，公司作为国内一体化龙头具有差异化壁垒，行业份额与业务盈利能力持续提升的假设，公司当前处于合理估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

业务一：电容器

收入假设：

1) 市场份额：目前公司的全球市占率2.5%附近，多条细分形成稳固格局优势，当前公司正在大力扩产，预计后续未来5年电容器全球份额提升到7%附近，无薄膜自供、无高端产能的中小厂商持续亏损淘汰，产能、订单向法拉、铜峰等具备一体化/规模优势企业集中，行业竞争环境持续优化，预计2040年逐渐达到8%的稳态水平。

2) 下游需求：薄膜电容器不属于爆发赛道，白电、工控变频器存量需求稳定，新能源汽车增量爆发，AI算力服务器全新增量为核心驱动因素，预计全球电容薄膜行业未来15年年复合增速为4.78%。

盈利能力假设：

1) 毛利率：公司一体化优势显著，同时叠加新兴领域放量，预计5年内公司毛利率逐渐提升，5年后随着市场稳定，远期毛利率在27%。

2) 费用率：公司已经度过扩产阶段，费用率前期较高，预计后续费用率将会逐渐走低至14.3%。

业务二：电子级薄膜材料

收入假设：

1) 市场份额：目前公司的全球市占率6.5%附近，公司持续扩产新能源专用大容量薄膜，新增产能直接匹配车规、储能、算力客户长单，产能投放与下游需求增长同步，预计后续未来5年全球份额提升到8.2%附近，2040年逐渐达到9%的稳态水平。

2) 下游需求：下游电容行业的增量传导至上游膜料环节存在稀释效应，整体增速天花板低。预计全球电容薄膜行业未来15年年复合增速为4.4%。

盈利能力假设：

1) 毛利率：薄膜材料毛利率约30%，持续高于电容器板块，是公司核心利润来源；2 μ m超薄高端BOPP电容膜、高方阻金属化膜溢价显著，普通厚膜仅作为基础配套，产品高端化持续抬升板块平均毛利。预计5年内公司毛利率逐渐提升，5年后随着市场稳定，远期毛利率在32%。

2) 费用率：公司已经度过扩产阶段，费用率前期较高，预计后续费用率将会逐渐走低至14.3%。

表2：公司整体业绩预测

铜峰电子	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	10.8	12.9	14.0	16.7	20.4	25.6	31.7	37.3
归母净利润(亿)	0.9	1.0	1.2	1.5	1.9	2.5	3.2	3.8
归母净利润增速(%)	17.5	10.3	25.2	25.3	23.2	33.0	30.7	19.2
经营性净利润(亿)	0.8	0.9	1.1	1.5	1.9	2.5	3.2	3.8
经营性净利润增速(%)	-6.0	13.0	26.6	31.3	23.2	33.0	30.7	19.2
经营性归母净利润(亿)	0.8	0.9	1.1	1.5	1.9	2.5	3.2	3.8
经营性归母净利润增速(%)	7.0	5.5	28.4	34.7	23.2	33.0	30.7	19.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

电容器	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	5.1	6.1	6.6	8.0	11.0	15.0	20.0	25.0
收入增速(%)	23.8	20.5	8.5	20.9	37.5	36.4	33.3	25.0
经营性净利润(亿)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.8	1.2	1.8	2.3
经营性净利率(%)	8.4	6.1	6.9	7.4	7.6	8.3	9.0	9.3
经营性净利润增速(%)	155.6	-12.5	22.1	29.1	42.7	48.6	44.3	28.8
电子级薄膜材料	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	4.4	5.2	5.6	6.8	7.4	8.5	9.5	10.0
收入增速(%)	-9.3	19.4	7.3	21.1	8.8	14.9	11.8	5.3
经营性净利润(亿)	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3
经营性净利率(%)	9.1	8.8	10.3	11.4	11.7	12.4	13.1	13.4
经营性净利润增速(%)	-52.4	15.4	25.1	34.7	11.6	21.7	18.0	7.4
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1.4	1.5	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3
收入增速(%)	-6.4	11.4	11.0	8.0	7.0	6.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
经营性净利率(%)	-1.9	4.4	6.5	7.3	7.2	7.5	7.8	7.7
经营性净利润增速(%)	83.0	362.2	61.1	22.8	5.3	10.2	8.9	3.3

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
电容器	7.7%	中等	较好	较强	8.0%	16.25	2.2
电子级薄膜材料	7.7%	中等	较好	强	7.5%	19.5	1.3
其他	5.0%	中等-	一般	一般	7.5%	13.25	0.2
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
电容器(亿)	-4.6	26.7	22.1	3.4	0.0	-	25.5
电子级薄膜材料 (亿)	2.6	19.3	21.9	2.9	-	-	24.8
其他(亿)	0.6	1.8	2.4	0.9	-	-	3.3
公司整体测算(亿)	-1.4	47.7	46.4	7.2	0.0	-	53.6

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
电容器(亿)	8.8	15.1	23.9	3.4	0.0	—	27.3
电子级薄膜材料 (亿)	10.9	10.7	21.6	2.9	—	—	24.5
其他(亿)	1.6	1.4	3.0	0.9	—	—	3.9
公司整体测算(亿)	21.3	27.2	48.6	7.2	0.0	—	55.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司产能释放节奏明确，增量兑现时间表可精确落地；客户壁垒长周期锁定需求，下游赛道景气度长期可预判，需求端无黑天鹅风险。公司未来的盈利能力确定性较强，下游汽车、光伏等均有公开数据跟踪，此外公司对外交流较多，外界能直接获取产品进展与价格波动信息，可跟踪数据确定性较强。公司整体确定性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。