



2020-05-25

公司点评报告

买入/首次

斯迪克 (300806)

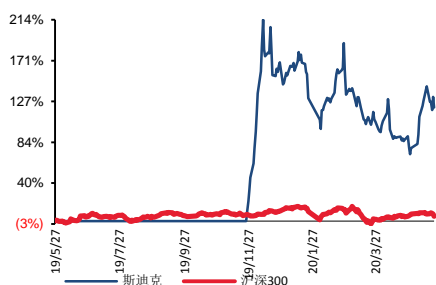
目标价: 51.5

昨收盘: 35.72

材料 材料 II

斯迪克 (300806): 积材料技术之大成, 为行业破局之人先

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	117/29
总市值/流通(百万元)	4,173/1,043
12 个月最高/最低(元)	50.94/16.23

相关研究报告:

证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

证券分析师助理: 沈钱

电话: 021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190119110024

国内领先的功能性涂层复合材料供应商。公司是国内少数在高分子材料聚合、涂层配方优化、功能结构设计、产品精密涂布以及新技术产业化应用等方面具有领先优势的高新技术企业, 自成立以来一直专注于功能性涂层复合材料的技术研发, 致力于缩小与国际巨头行业领导者的差距, 实现进口替代。

从产品构成上来看, 公司的产品分为功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料和薄膜包装材料这四个部分。薄膜包装材料主要应用于商业包装, 是公司的利基产品, 工艺成熟简单, 未来在公司的销售占比将逐步减小。其他三个材料品种都主要聚焦于电子行业应用, 市场很大, 成长空间非常明确。

行业市场被海外巨头垄断, 公司是少数具备破局能力的本土先行者:

公司的电子级产品虽然分为三类, 但是从工艺上来看都能归结为功能性涂层复合, 这是一个市场化充分竞争的行业, 行业龙头主要是 3M、德莎、日东等公司, 这些海外巨头历史悠久, 行业经验丰富, 研发生产等技术水平世界一流, 产品种类齐全, 销售网络成熟, 品牌认可度高, 拥有稳定的客户群体, 基本垄断了消费电子、汽车等功能性涂层复合材料行业使用的中高端市场, 市场占比非常高。国内从事功能性涂层复合材料制造的厂商众多, 但多数规模小、产品种类单一且中低端产品占比大, 而且多数“重”涂覆, “轻”原材, 在关键原材的领域依然较为依靠海外核心厂商, 进口依赖度较高。

斯迪克的自主创新以及技术研发能力居于国内前列, 在部分高品质涂层材料细分产品的供给上实现了一定的进口替代, 部分核心产品达到国际领先水平。公司是行业内很多下游企业本土化供应的主要选择, 当前已成为苹果、华为、三星、松下、中兴、OPPO、LG 等国内外知名品牌终端的认证供应商, 重磅客户的认证与采纳这一点非常能够体现公司产品品质与国内其他厂商的差异化优势。依据公司 2019 年年报数据, 公司拥有专利 669 项, 其中发明专利 190 项, 数倍于与国内其他厂商, 技术领先度可见一斑; 公司 2019 年销售收入 14.3 亿, 其中研发费用接近 8300 万, 研发投入占比也是远超同行。

OCA 光学透明胶是公司未来成长弹性的重要看点。根据我国工业协会的统计数据, 近年来, 我国胶带产量保持上升的趋势, 产量从 2008 年的 115.0 亿平方米上升至 2017 年的 234.0 亿平方米, 目前已是世界

最大胶带生产国, 行业规模不断扩大, 市场前景广阔。电子级胶粘材料一直都是斯迪克重点投入的高毛利细分产品方向, 2019 年, 公司高品质导电胶、光学级压敏胶制品等产品的销售持续增长, 带动了年度电子级胶粘材料的销售毛利率由 48.24% 增长至 52.17%。

OCA 光学胶作为胶带产业链顶端的产品, 全球市场容量大致在十余亿美金, 而且随着车载, 大屏、折叠屏等新应用的不断推出, 总体需求仍在不断扩大, 而当下行业高端产品供应仍然被 3M, 三菱等国际巨头垄断, 市场有迫切的国产替代需求。斯迪克正是在这一背景下成长起来的优秀国产龙头企业, 已有部分光学胶膜产品取得终端客户的认证, 是少数具备 OCA 光学胶膜研发、生产能力的中国厂商。公司募投项目也是主要投向 OCA 光学胶膜, 随着募投项目扩增产能的不断落地, OCA 光胶及相关产品将成为公司非常重要的成长弹性来源。

功能性薄膜材料将伴随国内核心部件厂商共同成长。功能性薄膜材料是具有抗刮伤、增透减射、扩散、抗眩光、抗静电、防油污、抗酸碱、耐高温、防蓝光、阻隔等一种或多种特定功能的涂层复合材料, 常用于制造各种装备中具有独特功能的核心部件, 在电子、通讯、新能源、精密机械、智能仪器仪表等行业均有重要用途。

以手机制程为例, 在手机的制造中, 玻璃面板、触控屏、面板各层 CF、偏光片、光学膜、以及各类金属外壳与接插、功能类器件都需要对精细表面提供精致的保护, 而以上部件的国产化已经做得非常成熟, 诸如蓝思、天马、京东方、三利谱、长盈精密等细分领域的行业龙头均已具备独当一面的供应能力, 但不少产品的保护膜或其他功能用膜(含原材料)仍然依赖进口。对于这些部件供应商而言, 在终端降本的竞争要求以及减轻贸易战海外供应商断供可能性的背景下, 功能性膜材国产化替代要求非常明确。斯迪克作为国内率先与苹果、富士康、三星等国际一线客户实现成熟批量供应的功能性薄膜材料生产厂商, 具备从基膜到产品, 基于客户产品体系的总体解决方案研发与制造能力, 是这些国产部件供应商当仁不让的膜材第一选择。未来随着下游零部件企业全球市场份额逐渐成长, 本土化原材料供应的占比不断提升, 斯迪克的各类产品供应亦将花开叶茂。

盈利预测与投资评级: 首次覆盖, 给予买入评级。在当下贸易战与美方实体名单出口管制不断加强的背景下, 在我国产业结构调整 and 升级的时代要求下, 斯迪克作为国内起步较早, 技术制程与生产能力都相对领先的功能性涂层复合材料供应商, 将面临极佳的市场导入机遇, 成长空间值得期待。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 18.62、25.75、35.83 亿元, 对应净利润分别为 1.33、2.07、2.93 亿元, 当前市值对应 PE 31.46、20.14、14.24 倍, 给予公司买入评级。

风险提示: (1) 公司募投项目达产进度以及核心客户产品导入速度低

于预期; (2) 下游客户因受疫情或贸易战等不可抗拒因素影响, 整体出货水平低于预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1433	1715	2575	3583
(+/-%)	6.46	19.68	50.15	39.15
净利润(百万元)	111	133	207	293
(+/-%)	46.29	19.28	56.18	41.41
摊薄每股收益(元)	0.95	1.14	1.77	2.51
市盈率(PE)	37.53	31.46	20.14	14.24

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	323	316	429	644	896	营业收入	1,346	1,433	1,715	2,575	3,583
应收和预付款项	498	623	705	1,181	1,199	营业成本	1,038	1,061	1,254	1,831	2,477
存货	158	125	155	238	231	营业税金及附加	8	13	15	26	55
其他流动资产	2	30	38	45	48	销售费用	51	49	62	105	174
流动资产合计	981	1,093	1,326	2,108	2,374	管理费用	73	81	96	146	239
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	41	40	37	58	91
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	16	(5)	11	18	29
固定资产	719	668	743	665	562	投资收益	2	0	0	0	0
在建工程	78	217	78	72	65	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	56	60	53	46	39	营业利润	75	110	145	253	364
长期待摊费用	2	2	1	0	0	其他非经营损益	1	12	10	(9)	(20)
其他非流动资产	29	51	62	76	87	利润总额	76	122	156	243	344
资产总计	1,865	2,090	2,263	2,966	3,127	所得税	0	11	23	37	52
短期借款	588	541	524	859	691	净利润	76	111	133	207	293
应付和预收款项	261	207	239	386	410	少数股东损益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	70	0	0	0	0	归母股东净利润	77	111	133	207	293
其他负债	261	262	288	301	313						
负债合计	1,180	1,010	1,050	1,546	1,415						
股本	88	117	117	117	117	预测指标					
资本公积	272	527	527	527	527		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	324	436	568	775	1,068	毛利率	22.87%	25.92%	26.89%	28.87%	30.85%
归母公司股东权益	684	1,080	1,212	1,420	1,713	销售净利率	5.64%	7.75%	7.73%	8.04%	8.17%
少数股东权益	1	1	0	0	(0)	销售收入增长率	4.38%	6.47%	19.70%	50.14%	39.15%
股东权益合计	685	1,080	1,213	1,420	1,712	EBIT 增长率	6.33%	39.61%	8.67%	52.53%	37.30%
负债和股东权益	1,865	2,090	2,263	2,966	3,127	净利润增长率	22.13%	46.29%	19.28%	56.18%	41.41%
						ROE	0.11	0.10	0.11	0.15	0.17
						ROA	0.06	0.08	0.08	0.09	0.12
						ROIC	0.09	0.10	0.09	0.14	0.15
						EPS(X)	0.66	0.95	1.14	1.77	2.51
						PE(X)	54.52	37.53	31.46	20.14	14.24
						PB(X)	6.10	3.87	3.44	2.94	2.44
						PS(X)	3.10	2.91	2.43	1.62	1.16
						EV/EBITDA(X)	18.41	18.44	14.88	12.08	9.28
现金流量表(百万)											
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E						
经营性现金流	149	98	212	(2)	529						
投资性现金流	(66)	(221)	(65)	(93)	(87)						
融资性现金流	52	103	(34)	310	(190)						
现金增加额	134	(19)	113	215	252						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。