

功能性涂层复合材料龙头，持续突破高端市场



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 斯迪克是国内领先的功能性涂层复合材料供应商。公司能提供包括功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料和薄膜包装材料等四大类功能性涂层复合材料，包括 1000 多种产品和 5000 多种型号，广泛应用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑、可穿戴设备、汽车电子等领域。公司产品已经通过苹果、华为、三星、松下、LG、OPPO、戴尔、特斯拉等国内外知名品牌终端的认证，并与富士康、领益智造等行业知名组装厂建立了长期稳固的合作关系。同时公司不断进行产业链横向纵向延伸，拓宽产品线，降低产品单位成本。
- 电子级胶粘材料盈利能力突出，OCA 持续突破。电子级胶粘材料是公司毛利率最高的产品，2019 年该部分营收 4.2 亿元，占总营收 29%，产品毛利率高达 52%，已经供货苹果、松下、华为、中兴等国内外知名客户。同时公司不断增强技术研发及生产能力，逐步拓展高端电子级胶粘材料市场，不断提高高端产品所占比例。OCA 光学胶整体市场规模在百亿级，主要被美日韩三国厂商占据。公司 OCA 光学胶膜产品在部分终端品牌实现突破，同时借助成本优势切入白牌和返修市场，起量后有望切入国产手机厂商；从 3M 聘请的高级技术人员也将助力公司技术和市场拓展，公司有望引领 OCA 光学胶国产替代。
- 功能性薄膜材料持续受益于国产替代趋势。消费电子产品对功能性薄膜材料需求大，一部智能手机产品至少消耗 10 层功能性薄膜材料，根据我们的测算，2021 年该产品需求面积将达到 25.4 亿平方米，市场规模接近百亿元。国内消费电子终端需求旺盛叠加进口受阻，国内厂商市占率有望不断提升。未来，公司功能性薄膜材料产品有望伴随全球市场空间增长起量，同时将通过进一步改善工艺、研发高毛利新产品获得更优毛利率，实现价量齐升。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.46、2.07、3.26 元，根据可比公司 21 年平均 37 倍 PE 的估值水平，给予 76.59 元目标价，首次给予买入评级。

风险提示

- 市场竞争加剧、OCA 业务不及预期、原材料价格波动。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,346	1,433	1,656	2,163	2,789
同比增长(%)	4.4%	6.5%	15.6%	30.6%	28.9%
营业利润(百万元)	75	110	230	260	416
同比增长(%)	0.7%	46.6%	109.2%	13.3%	59.8%
归属母公司净利润(百万元)	77	111	173	246	388
同比增长(%)	21.2%	45.3%	55.7%	41.9%	57.8%
每股收益(元)	0.64	0.94	1.46	2.07	3.26
毛利率(%)	22.9%	25.9%	27.8%	30.4%	32.6%
净利率(%)	5.7%	7.8%	10.4%	11.4%	13.9%
净资产收益率(%)	11.9%	12.6%	14.5%	17.3%	22.5%
市盈率	83.9	57.7	37.1	26.1	16.6
市净率	9.4	5.9	4.9	4.2	3.4

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。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年03月30日)	53.12 元
目标价格	76.59 元
52 周最高价/最低价	77.58/27.38 元
总股本/流通 A 股(万股)	11,875/6,471
A 股市值(百万元)	6,308
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021 年 03 月 31 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-2.83	1.89	6.07	66.18
相对表现	-3.11	3.28	0.8	42.87
沪深 300	0.28	-1.39	5.27	23.31



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

蒯剑

021-63325888*8514

kuaijian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514050005

香港证监会牌照：BPT856

证券分析师

马天翼

021-63325888*6115

matianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518090001

联系人

唐权喜

021-63325888*6086

tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人

李庭旭

litingxu@orientsec.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。

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。

目 录

1	研发投入赋能核心竞争优势	5
1.1	公司产品品类丰富，以平台类企业为目标	5
1.2	公司研发投入力度大，核心竞争优势明显	6
2	电子级胶粘材料盈利能力突出，OCA 持续突破	10
2.1	OCA 光学胶成长空间大，公司拓展路径清晰	10
2.2	电子级胶粘材料持续拓展重点客户及产品	16
3	功能性薄膜材料持续受益于国产替代趋势	20
3.1	消费电子景气度带动广阔市场空间，国产替代趋势确定	20
3.2	公司功能性薄膜材料业务有望保持快速增长	22
	盈利预测与投资建议	23
	盈利预测	23
	投资建议	24
	风险提示	25

图表目录

图 1：公司主要产品类型、应用领域及终端客户	5
图 2：公司历史沿革	6
图 3：公司各产品营收情况（单位：百万元）	6
图 4：公司各产品毛利水平（单位：百万元）	6
图 5：公司研发费用呈上升趋势（单位：百万元）	7
图 6：公司核心技术人员均为相关领域专业人士	7
图 7：公司针对终端大客户开展新产品“嵌入式研发”	8
图 8：公司 2019 年上半年主要模切厂客户	8
图 9：公司产品通过了多个知名品牌终端认证	9
图 10：智能手机生产需要多种类功能性涂层复合材料	10
图 11：原材料自制有望显著降低成本（成本构成百分比）	10
图 12：OCA 国内外企业	11
图 13：全球智能手机出货量持续提升	11
图 14：抗眩光 OCA 光学胶性能提升要求	12
图 15：全球 OLED 显示面板快速渗透	12
图 16：OCA 光学胶在柔性 OLED 中的应用	12
图 17：车载大尺寸中控屏渗透率逐步提升	13
图 18：车载触控模组出货量持续提升	13
图 19：车载显示屏未来发展趋势	13
图 20：2020 年 Q1 智慧黑板全贴合和框贴占比	14
图 21：全贴合技术显示效果更好	14
图 22：OCA 光学胶市场空间测算	14
图 23：境内厂商在电视面板市场具有较大份额（2019 年）	15
图 24：中国厂商在智能手机市场占有较大市场份额(3Q20)	15
图 25：OCA 光学胶膜结构	16
图 26：公司光学级胶产品售价及毛利水平	16
图 27：公司从 3M 公司引进人才	16
图 28：公司铜箔导电胶高端产品	17
图 29：公司铜箔导电胶高端产品销售情况	17
图 30：导电材料市场空间测算	18
图 31：公司高性能压敏胶产品布局	18
图 32：公司导电材料和高性能压敏胶营收及毛利水平	19
图 33：公司电子级胶粘材料产品技术储备	19

图 34：功能性薄膜材料细分产品主要用途	20
图 35：功能性薄膜材料工艺流程与产品构成	20
图 36：保护材料在智能手机制造过程中的应用	21
图 37：2021 年功能性薄膜材料市场空间预测	21
图 38：华为、荣耀及 OVM 合计出货量（单位：百万台）	22
图 39：全球 OEM/ODM 龙头国内制造基地分布情况	22
图 40：功能性薄膜材料销售收入及毛利率（单位：百万元）	22
图 41：几款高单位售价、高毛利率的新产品销售金额逐渐增加	23
图 42：可比公司估值	24

1 研发投入赋能核心竞争优势

1.1 公司产品品类丰富，以平台类企业为目标

斯迪克是国内领先的功能性涂层复合材料供应商。公司主要产品包括功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料和薄膜包装材料四大类。产品主要应用于消费电子制造领域，以实现智能手机、平板电脑、笔记本电脑、可穿戴设备、汽车电子等产品各功能模块或部件之间粘接、保护、防干扰、导热、散热、防尘、绝缘、导电、标识等功能。此外，公司还有部分产品应用于商业包装领域。

多年技术积累，助力公司供货国内外知名客户。公司从事功能性涂层复合材料 10 余年，积累了丰富的行业经验，在分散聚合、涂层配方、精密涂布、涂层固化干燥等生产工序中形成了多项自有技术及专利技术。截至 2019 年末，公司拥有专利 669 项，其中发明专利 190 项，并形成了多项核心技术。这些技术构成主营产品核心竞争力。目前，公司产品已经通过苹果、华为、三星、松下、LG、OPPO、戴尔、特斯拉等国内外知名品牌终端的认证，并与富士康、领益智造等行业知名组装厂建立了长期稳固的合作关系。

图 1：公司主要产品类型、应用领域及终端客户

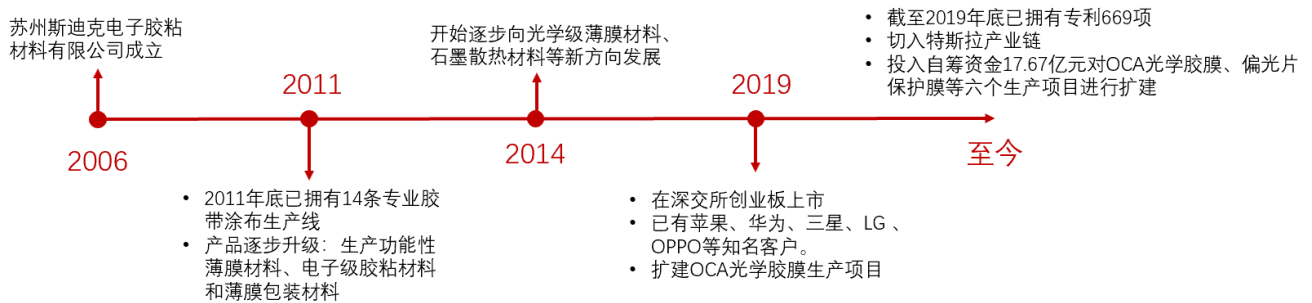


数据来源：公司公告、招股说明书、东方证券研究所整理

公司深耕功能性涂层复合材料，逐步实现产品升级、终端大客户切入。公司 2006 年成立初期至 2010 年，主要生产普通保护材料和传统胶粘产品，为消费电子等产品提供基本的保护和固定功能。2011 年至 2014 年，公司逐渐进入快速发展期，公司产品逐渐升级，主要生产功能性薄膜材料、电子级胶粘材料和薄膜包装材料，应用于消费电子产品内部器件特定功能的实现。2014 年至今，

公司逐步向光学级薄膜材料、石墨散热材料等新方向发展，针对核心发力点 OCA 光学胶展开大力布局并实现技术突破。公司目前能够生产 1000 多种产品和 5000 多种型号，伴随产品丰富度提升、结构完善，公司可以为下游客户提供多方位且高质量的全套解决方案，成功切入苹果、华为、三星、特斯拉等知名客户产业链，公司 OCA 光学胶主要瞄准下游主材市场，未来随着产品不断在下游客户突破有望进一步打开更为广阔的市场空间。

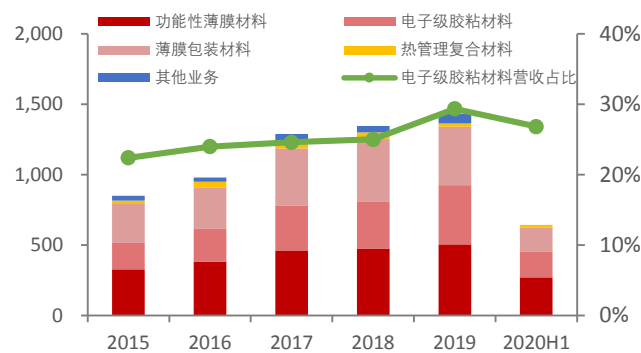
图 2：公司历史沿革



数据来源：公司公告、招股说明书、东方证券研究所整理

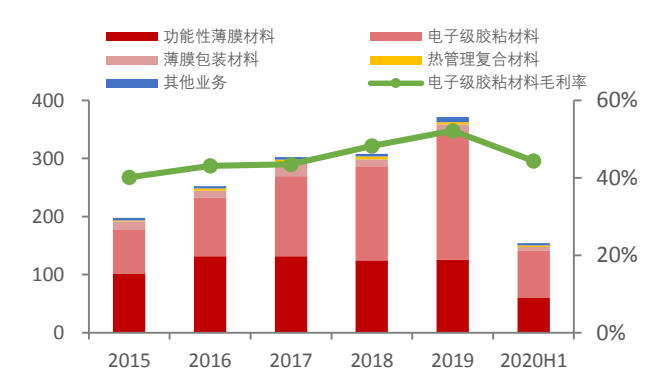
功能性薄膜材料平稳增长，电子级胶粘材料发展迅速。功能性薄膜材料营业收入持续增长，占总营收比例始终超过 1/3。电子级胶粘材料发展迅速，占公司总营收比例由 2015 年的 22% 增长至 2019 年的 29%，超过薄膜包装材料成为公司营收第二大的产品；同时，电子级胶粘材料的毛利率呈现明显上升趋势，自 2015 年的 40% 上升至近年的 50% 左右，自 2018 年起持续贡献公司半数以上毛利，是公司利润增长的重要支撑。

图 3：公司各产品营收情况（单位：百万元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 4：公司各产品毛利水平（单位：百万元）



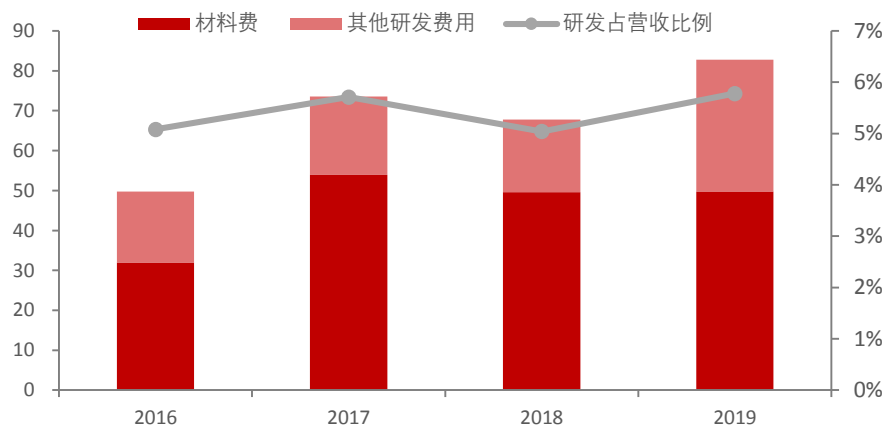
数据来源：Wind、东方证券研究所

1.2 公司研发投入力度大，核心竞争优势明显

新材料是厚积薄发的行业，常年的积累到后期往往可能会给公司带来非线性的显著增长，斯迪克目标成为领先的平台型企业，便需要强大的技术积累和深厚的产品储备，而研发投入和产品料耗的储备则是获取核心竞争优势的重中之重。

公司研发投入高，重视材料投入力度。公司 2016 年以来研发投入整体呈上升趋势，2019 年研发费用达 8281 万元，CAGR 为 18.5%。同时，公司研发材料费用整体较高，体现了公司研发活动落实到广泛的产品品类生产过程中，形成深厚的产品储备。

图 5：公司研发费用呈上升趋势（单位：百万元）



数据来源：wind、东方证券研究所

在核心技术团队方面，公司核心竞争力的形成离不开核心人才的支持。核心技术人员均为功能性薄膜材料、胶黏带领域的专业人士，其中 2020 年 11 月新聘任的研发副总经理华佳明先生曾于 3M 中国有限公司任职 17 年，可为公司技术的进一步发展带来先进经验。

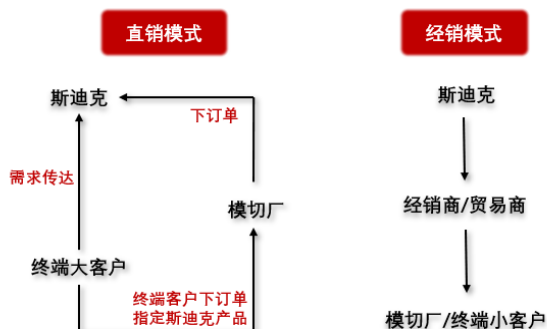
图 6：公司核心技术人员均为相关领域专业人士

姓名	职位	经历或研发成果
金闯	总经理、董事长	参与起草 2 项国家标准“胶粘带静电性能的试验方法”(GB/T33375—2016)、“软性电路板覆盖膜用非硅离型材料”(GB/T33377—2016)；作为领军人员参与公司承担的省级科技成果转化项目“平板显示用高效多功能膜材料的研制与产业化”。
华佳明	副总经理	2000 年 3 月至 2017 年 3 月，任 3M 中国有限公司高级技术经理；2017 年 3 月至 2019 年 5 月，任上海新北股权投资基金合伙企业行业研究员；2019 年 5 月至今，任公司技术研发部副总经理。
吴越	美国技术研发总监	美国“化学协会贡献奖”；Solarmer Energy 公司突出贡献奖、“People’s Choice” 奖；领导开发的光电转化效率创造了 5 次世界纪录，聚合物有机光伏电池效率达到了 9.31%。
张庆杰、梁豪、包静炎、陈静	技术研发部门副经理	主要研究方向均聚焦功能性涂层复合材料相关技术开发工作，均曾主导负责、领导开发多项试验项目。

数据来源：公司公告、招股说明书、东方证券研究所

公司具备快速的市场响应能力，针对终端大客户开展新产品“嵌入式研发”，增加客户粘性。公司销售同时采用直销与经销两种模式，有针对性的加强对于大、小客户的管理能力。直销模式下，结合消费电子行业产品生命周期短、技术更新快的特点，公司通过与终端客户的直接交流，围绕其新产品对材料的性能要求进行产品开发，实现与终端大客户的联合“嵌入式研发”，进而使终端客户向模切厂下订单时直接指定斯迪克产品，获得产品先发优势。根据 2019 年招股说明书披露，公司 2019 年上半年主要模切厂客户包括领益科技、富士康集团、臻金集团等大规模厂商，覆盖苹果、华为、小米等多品牌智能终端产品。经销模式下，公司授权经销商或贸易商进行产品销售，扩大产品市占率与知名度的同时，可将销售资源主要集中于终端核心客户。同时，公司于 2020 年 11 月聘任在 3M 工作 20 余年的基险峰先生为公司副总经理，其曾历任 3M 中国有限公司多部门业务总经理，丰富的下游客户管理经验也将助力公司“嵌入式研发”。

图 7：公司针对终端大客户开展新产品“嵌入式研发”



数据来源：招股说明书、东方证券研究所

图 8：公司 2019 年上半年主要模切厂客户

模切厂客户	2019H1 销售额占比	主要终端客户
领益科技	11.70%	手机：苹果、华为、小米、OPPO 电脑：苹果 充电器：苹果
富士康集团	8.17%	手机：苹果、华为、小米
臻金集团	5.94%	手机：苹果 平板电脑：苹果
正美集团	4.02%	手机：苹果、华为、小米、VIVO、OPPO 电脑：戴尔
恒铭达	1.91%	手机：苹果
东旭巨腾、合立成	1.78%	电脑：惠普、戴尔、联想、微软

数据来源：招股说明书、东方证券研究所

已突破大客户采购认证壁垒，形成稳固销售网络。功能性涂层复合材料的性能和品质会直接影响终端产品的质量，因此为消费电子提供功能性部件的企业需经过严格的资格认证测试，才能成为大型消费电子制造商的合格供应商。而供应商认证的周期较长，一般为 6-12 个月，部分核心功能材料认证周期会超过 1 年，因此产品供应存在较高的认证壁垒和较强的客户粘性。公司相关产品已通过苹果、华为、三星、松下等国内外知名品牌终端的认证，并建立了长期稳固的合作关系。

图 9：公司产品通过了多个知名品牌终端认证

终端客户	认证时间	认证产品	产品分类
苹果	2019 年 1-6 月	1 个：SDK**A**B	电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品
	2018 年	9 个：SDK***80, SDK***75, SDKP***9-1 等	电子级胶粘材料-导电材料，功能性薄膜材料-精密保护材料等
	2017 年	4 个：SDK**K**J, SDK2K**B-J2 等	功能性薄膜材料-功能保护材料，功能性薄膜材料-精密保护材料
	2016 年	3 个：SDK****X2 等	电子级胶粘材料-光学级压敏胶制品等
	2015 年	2 个：SDK*5**C-*, SDK*7**C-*	功能性薄膜材料-精密保护材料
三星	2016 年	1 个：SDK****W-L	功能性薄膜材料-功能保护材料
	2015 年	3 个：SDK****W 等	功能性薄膜材料-功能保护材料，功能性薄膜材料-精密保护材料
华为	2019 年 1-6 月	2 个：SDK-**, SDK-**T	电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品
	2018 年	1 个：SDK****Y-Y	功能性薄膜材料-精密保护材料
	2017 年	3 个：SDK****TP-HC 等	功能性薄膜材料-功能保护材料，功能性薄膜材料-精密保护材料
OPPO	2018 年	5 个：GS**C*-T*等	热管理复合材料-人工石墨散热材料
	2016 年	1 个：SDK GS**C3-T	热管理复合材料-人工石墨散热材料
	2015 年	1 个：SDK GS**A3-T	热管理复合材料-人工石墨散热材料
LG	2017 年	1 个：SDK HGS**	热管理复合材料-人工石墨散热材料
松下	2018 年	2 个：GS**2-Y, SDK***17	热管理复合材料-人工石墨散热材料
	2016 年	1 个：SDK****P (SDK**T-T*)	电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品
	2015 年	10 个：GS**A3-*等	热管理复合材料-人工石墨散热材料，功能性薄膜材料-精密保护材料等
中兴	2016 年	2 个：SDK****GSF6-M, SDK****B-1	电子级胶粘材料-屏蔽材料，电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品
	2015 年	1 个：SDK****F2	功能性薄膜材料-精密保护材料

数据来源：招股说明书、东方证券研究所

产业链横向延伸：产品种类丰富，为客户提供“一站式”综合解决方案。以智能手机为例，其生产中所涉及的功能性涂层复合材料包括生产过程中使用防尘、防油污、防静电保护膜，内部功能性器件导电/屏蔽/散热材料，内部元器件间胶粘材料，制成后防刮、防油污保护膜等多种类材料。公司目前已能够生产 1000 余种产品、5000 余种型号，基本实现消费电子产品所需功能性涂层复合材料全覆盖，可为终端客户“一站式”解决全制程需求，拥有多样化产品矩阵能更好抓住行业发展机遇。

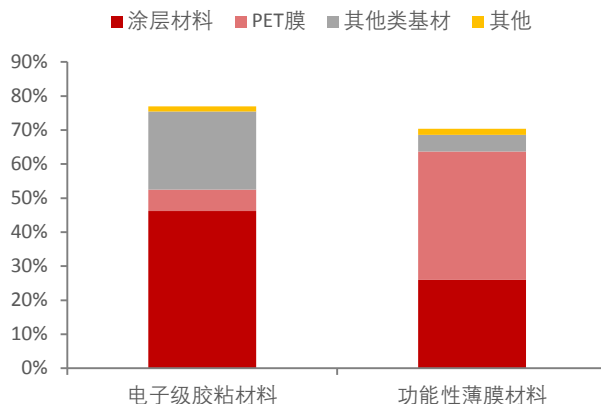
产业链纵向延伸：布局上游原材料制造，有效降低产品单位成本。根据招股说明书，公司主要产品电子级胶粘材料、功能性薄膜材料的成本构成中，涂层材料占比分别为 46.2%、25.9%，PET 膜占比分别为 6.3%、17.8%。目前公司已能够自制胶水及离型膜等原材料，其中胶水已实现 90%以上自制，未来随着公司产能建设可进一步实现一定比例的 PET 膜自供，以满足自身对部分原材料的需求，有效降低产品单位生产成本。从柔性膜材料行业特征来看，产业链纵向延伸对相关企业长期护城河的建立不仅限于成本端的优势，更重要的是可以提升企业对复杂涂覆产品的理解能力和理解深度，有利于提升研发、工艺、制成过程中的可复制性和研发投入产出效率，进一步提升研发投入质量。同时，公司下一步拟拓展上游光学级 PET 膜材料，进一步实现高端原材料自主可控。

图 10：智能手机生产需要多种类功能性涂层复合材料



数据来源：招股说明书、东方证券研究所

图 11：原材料自制有望显著降低成本（成本构成百分比）



数据来源：招股说明书、东方证券研究所

2 电子级胶粘材料盈利能力突出，OCA 持续突破

2.1 OCA 光学胶成长空间大，公司拓展路径清晰

2.1.1 OCA 光学胶应用领域广泛，国际巨头占据主导

OCA 光学胶是触摸屏的重要原材料之一。OCA 光学胶是用压敏胶做成的无基材双面胶带，在上下层上各贴合一层离型薄膜的无基材特种粘胶剂。具有无色透明、光透过率 90%以上、胶结强度良好、可在室温或中温下固化、且固化收缩等优点。因此目前被广泛应用于智能手机、平板等消费电子产品的触控屏幕中，用以实现触控屏幕中保护玻璃、触摸屏和显示屏这三部分的贴合。

OCA 光学胶关乎触控屏使用寿命，产品质量要求极高。对下游客户而言，OCA 光学胶直接影响面板质量，如果光学胶质量出现瑕疵，在贴合后会导致整块面板报废，因此要求 OCA 光学胶的数十种参数在全使用周期中每种参数的波动幅度不能超过 3%，对产品的质量和一致性要求极高，因此下游客户更偏向使用已供货知名客户的企业产品。斯迪克公司的 OCA 产品已经成功供货 Facebook 的 VR 产品，有助于公司切入更多知名客户。

OCA 光学胶市场主要被美日韩三国厂商占据，国内厂商正逐步切入。目前 OCA 光学胶市场主要被海外巨头垄断，美国 3M、德莎、日本三菱、日东电工、韩国 LG、SKC、SDI（独供三星）、台湾长兴科技等海外品牌占据主流市场。近年来国内厂商不断发力，随着自主研发技术不断突破，OCA 光学胶国产化趋势越来越明显，在 OCA 光学胶领域，全国的返修市场已逐渐接受国产替代进口，据新材料在线统计，2020 年中国 OCA 光学胶涂布线数量已经超过 25 条。目前斯迪克公司的 OCA 光学胶年产能将近 800 万平米，预计公司 2021 年三四季度将新增 6 条产线，达到公司原有产能的 3-5 倍，而且这部分新增产能除 OCA 光学胶外，具有多功能线属性，这类产线对其他相关涂覆产品具有产能方面的柔性适应能力。

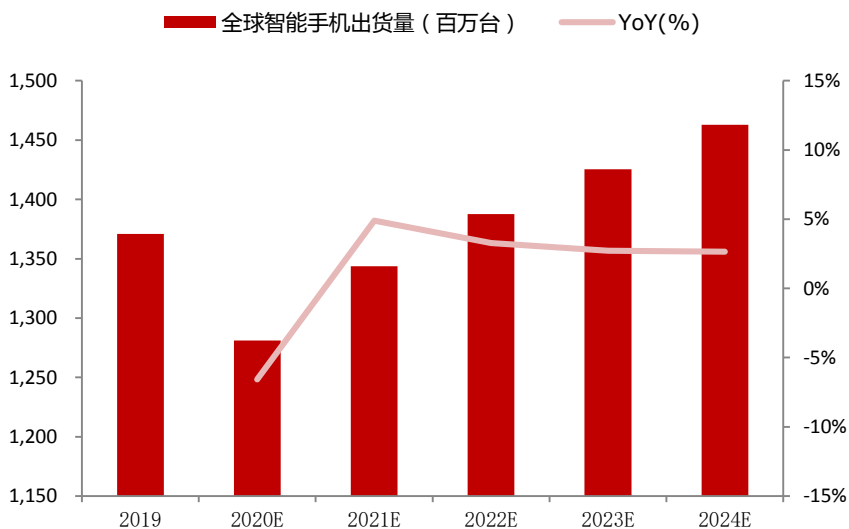
图 12：OCA 国内外企业



数据来源：新材料在线、互联网、东方证券研究所整理

智能手机销量持续增长，拉升 OCA 光学胶需求。据 IDC 统计预测，受疫情影响 2020 年全球智能手机出货量将下降至 12 亿台，2021 年将恢复增长态势，全球出货量预计在 2024 年达 14.7 亿台。OCA 光学胶作为智能手机触控屏的重要原材料，出货量也将随之上涨。

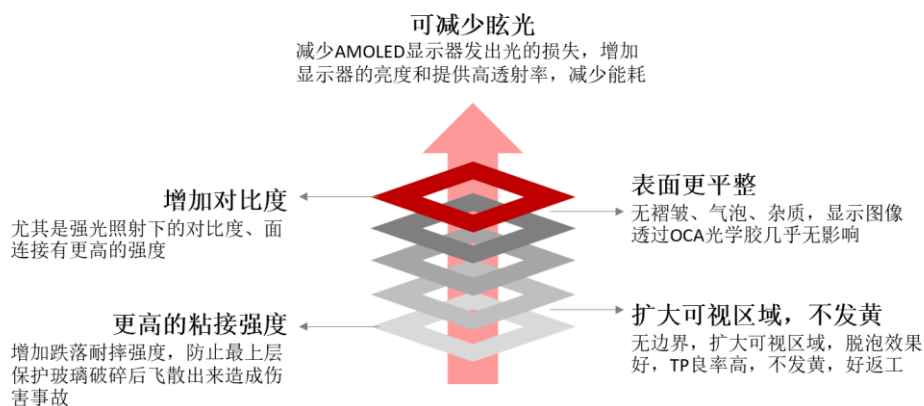
图 13：全球智能手机出货量持续提升



数据来源：IDC、东方证券研究所

显示屏升级提升 OCA 光学胶制造难度。“打孔屏”作为一种比较热门的全面屏解决方案，在智能手机中得到广泛应用。大部分显示屏外的保护玻璃是镜面玻璃，在日光或室内情况下反光比较严重，而有抗眩光功能的 OCA 产品，会使屏幕变得更清晰。这都需要改进工艺从而提高 OCA 光学胶膜的光学、粘接、抗老化，抗气泡性等性能，实现 OCA 光学胶膜的高性能化，从而推动了 OCA 光学胶的制造成本，提升 OCA 光学胶的价值。

图 14：抗眩光 OCA 光学胶性能提升要求



数据来源：新材料在线、东方证券研究所

OLED 迅速普及有望带动 OCA 光学胶量价齐升。相较于 LCD 屏幕，OLED 屏幕具有能支持屏下指纹、柔性佳、功耗低、更轻薄、色彩更加明亮鲜艳等优点，推动了 OLED 屏幕的普及。随着 OLED 产业规模的不断壮大，OCA 光学胶膜的应用将更加广泛，OCA 光学胶膜的需求量将进一步提升。而显示面板正沿着曲面→可折叠→可卷曲的方向前进，而有机发光材料和所用膜材是 OLED 实现柔性的关键。针对两个边缘是圆弧形的屏幕，对 OCA 光学胶的粘性提出更高要求。

图 15：全球 OLED 显示面板快速渗透

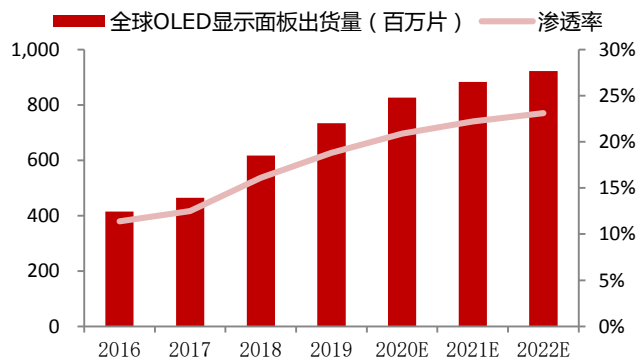
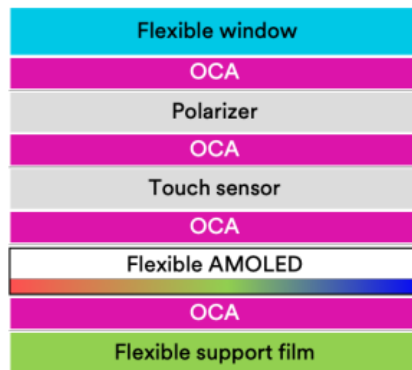


图 16：OCA 光学胶在柔性 OLED 中的应用

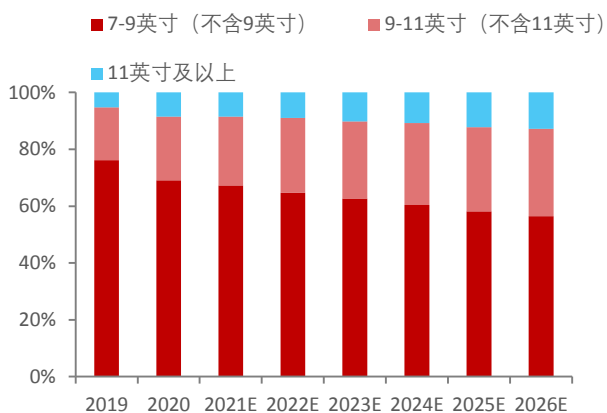


数据来源：前瞻产业研究院、东方证券研究所

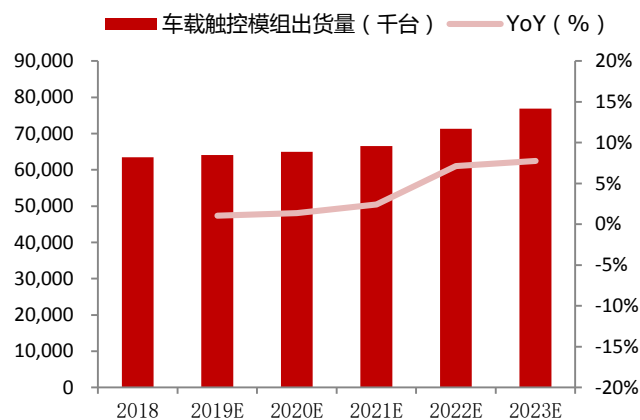
数据来源：3M 官网、东方证券研究所

车载显示屏大屏化多屏化拉升 OCA 光学胶出货量。车载显示屏正朝着大尺寸触控屏方向发展，大尺寸中控屏的渗透率正迅速提升。加之车载显示屏的多屏化趋势，车内显示屏总面积将不断提升，进而带动 OCA 光学胶的用量提升。

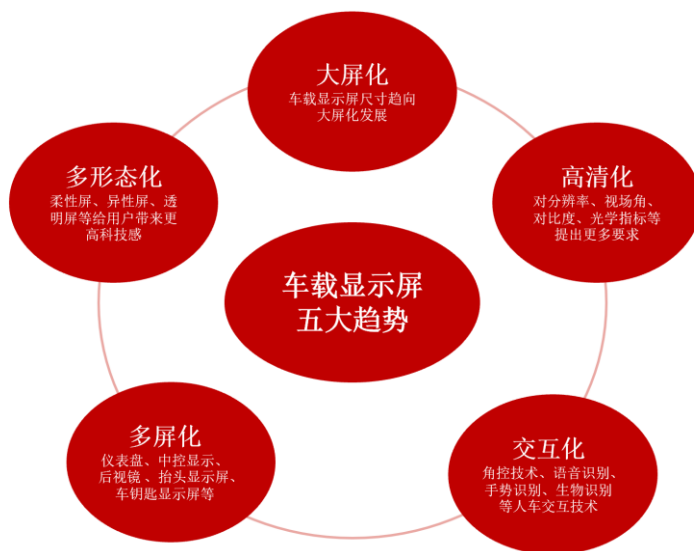
车载显示屏升级对 OCA 性能提出新要求，带动产品附加值提升。一方面，车载显示屏由于工作环境复杂，需要耐受高低温，还需要在超高亮阳光直射下可视，这需要相应的高耐热、抗紫外的 OCA 光学胶产品。另一方面，车载触控屏升级正往轻薄化、触控体验优化、高清化和多形态化发展，需要 OCA 光学胶产品的性能做出相应的提升，进而带动产品的附加值提升。

图 17：车载大尺寸中控屏渗透率逐步提升


数据来源：IHS Markit、东方证券研究所

图 18：车载触控模组出货量持续提升


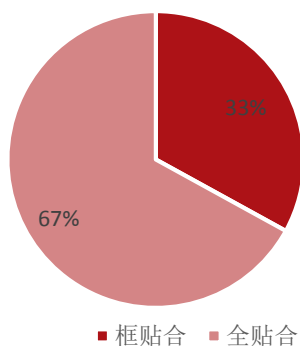
数据来源：IHS Markit、东方证券研究所

图 19：车载显示屏未来发展趋势


数据来源：中国产业信息网、东方证券研究所

中大尺寸屏幕全贴合趋势推动 OCA 出货量增加。全贴合工艺相比于传统的框贴工艺，能消除显示面板与保护盖板之间空气层对光学效果的影响，同时随着电视清晰度升级、轻薄化需求提升，大尺寸面板分辨率也往 4K，甚至 8K 分辨率的方向发展，而发挥这些显示器件的优秀性能，需要采用 OCA 全贴合技术来加工保护盖板的组装，会跟全贴合在手机和平板上的应用一样，成为行业高端产品的趋势，从而大幅打开 OCA 的出货空间。同时教育应用和商显的大尺寸屏幕提出更高灵敏度和精确度的触控需求，而这种升级化的触控需求需要全贴合技术才能实现，OCA 作为一种全贴合技术的解决方案将有望受益。

图 20：2020 年 Q1 智慧黑板全贴合和框贴占比



数据来源：互联网、东方证券研究所

图 21：全贴合技术显示效果更好



数据来源：互联网、东方证券研究所整理

空间测算：根据 IHS Markit、IDC、群智咨询对于全球智能终端显示设备出货量的预测，以及公司招股说明书披露的不同年份产品价格，预计 2021 年 OCA 光学胶市场需求预计约 100 亿元（假设单价 30~45 元/平米，市场总需求空间范围 81~121 亿元），伴随电视、车载显示等领域对 OCA 光学胶的需求快速提升，未来市场空间有望呈现平稳增长趋势。

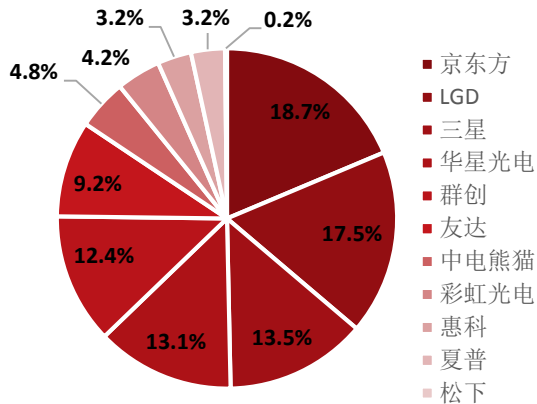
图 22：OCA 光学胶市场空间测算

	智能手机	平板电脑	PC	LCD 电视面板	车载显示器	可穿戴设备	合计面积 (万平方米)	单价 (元/平米)	市场空间 (百万元)
2021 预计出货量 (百万台)	1344	129	254	223	67	260	26901	30~45	10088 (平均值)
单层面积 (平方厘米)	103	338	1393	6940	487	10			
所需层数 (层)	2	2	2	1	2	2			
需求面积 (万平方米)	2,757	876	7,090	16,745	649	52			

数据来源：IDC、群智咨询、IHS Markit、东方证券研究所整理测算

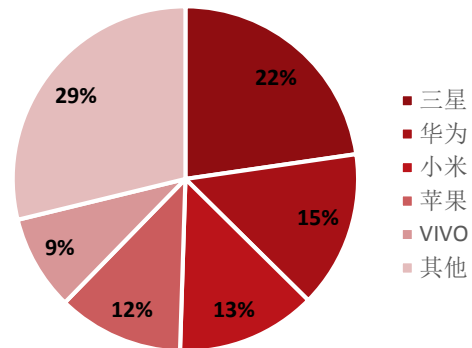
终端品牌国产化趋势拉升 OCA 光学胶国产替代需求，国产厂商迎来增长机会。近年来以华为&荣耀、小米、OPPO、vivo 为代表的消费电子产品厂商全球出货量占比日益提升；在全球 TV 市场中中国厂商的地位也愈加重要，2019 年全球主要品牌商出货量中 TCL、海信、小米等中国厂商占据了 50% 以上的份额，中国厂商在面板和 ODM 制造环节也有较高的份额。这都对 OCA 光学胶产品提出了国产化需求，国内新材料供应商凭借其本土优势和价格优势有望迅速渗透，实现进口替代。

图 23：境内厂商在电视面板市场具有较大份额（2019 年）



数据来源：iHS、前瞻研究院、东方证券研究所

图 24：中国厂商在智能手机市场占有率(3Q20)



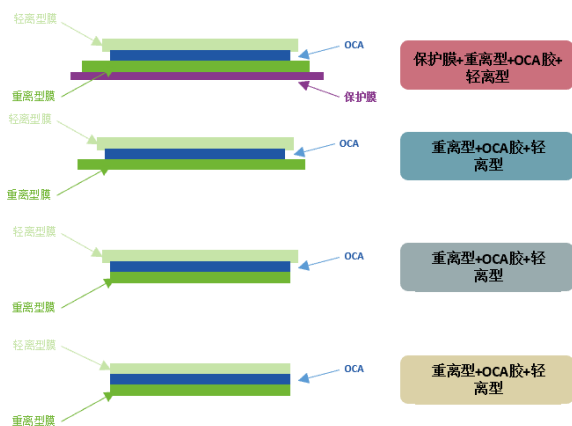
数据来源：IDC、东方证券研究所

2.1.2 公司 OCA 光学胶成本优势明显，有望逐步突破

多年技术积累，公司 OCA 光学胶膜产品已在部分终端品牌实现突破，产品质量得到认证。公司成立十多年来，专注于基于涂布工艺生产功能性涂层复合材料产品，专业从事胶粘制品及 OCA 光学胶膜产品的研发、生产与销售，公司已经在技术、生产方面取得了多项自有专利成果，形成了高分子材料聚合、涂层配方优化、功能结构设计、产品精密涂布四大核心技术优势，市场竞争力不断提升。经过多年技术积累，公司已有 OCA 光学胶膜产品在部分终端品牌实现突破，成为公司实现 OCA 光学胶产品国产替代的切入点。

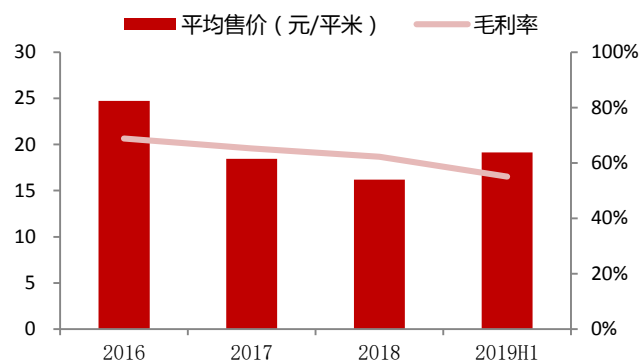
公司 OCA 光学胶膜成本优势助力公司切入白牌和返修市场，起量后有望切入国产手机厂商。OCA 光学胶膜产品构成主要包括离型膜和 OCA 胶，公司通过实现胶水 90% 以上自制，同时公司正逐步实现 PET 离型膜自制，进一步降低产品成本并提升对产品系列的理解力和批量生产的可复制性，目前公司产品成本在行业具有明显优势，毛利率水平领先。手机白牌市场和返修市场对产品价格敏感性极高，公司凭借产品质量、成本及量产稳定性等综合能力有望加速切入该市场。

图 25：OCA 光学胶膜结构



数据来源：新材料在线、东方证券研究所

图 26：公司光学级胶产品售价及毛利水平



数据来源：招股说明书、东方证券研究所

聘任原 3M 公司高级技术人员带领公司 OCA 光学胶膜产品开发及市场拓展。公司通过持续的研发投入确保不断推出新的高附加值产品，带动产品毛利持续提升，为未来新场景下的新需求作准备。公司从 3M 公司核心团队引入基险峰和华佳明两位技术与营销型人才，华佳明在 3M 公司任职 17 年，基险峰在 3M 公司任职 24 年，均对产品的研发与销售有着深厚的理解与经验，有助于公司未来产品研发和导入知名客户产业链。

图 27：公司从 3M 公司引进人才

姓名	经历	现任职务
基险峰	1996.4 至 2002.5，任 3M 中国有限公司销售代表； 2002.5 至 2005.4，任 3M 中国有限公司北方区销售经理； 2005.4 至 2008.12，任 3M 中国有限公司航空航天部门业务总经理； 2008.12 至 2014.12，任 3M 中国有限公司可再生能源部门业务总经理； 2014.12 至 2016.4，任 3M 中国有限公司北方区大区高级经理； 2016.4 至 2020.7：任 3M 中国有限公司电力部门业务总经理	公司营销中心副总经理
华佳明	2000.3 至 2017.3，任 3M 中国有限公司高级技术经理； 2017.3 至 2019.5，任上海新北股权投资基金合伙企业行业研究员	任公司技术研发部副总经理。

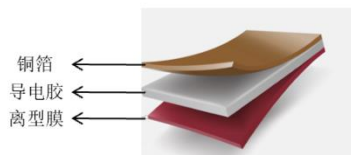
数据来源：公司公告、东方证券研究所

2.2 电子级胶粘材料持续拓展重点客户及产品

公司导电材料开发高端产品导入苹果供应链，增强导电材料整体盈利能力。公司导电材料包括铝箔导电胶和铜箔+导电胶两种品类，2018 年公司开发出铜箔+导电胶为高端产品，应用于苹果产品芯片主板上的屏蔽罩配套组件，主要起到防止杂讯信号干扰、保护屏蔽罩的作用，同时也需要满足芯片散热、导电和粘接等功能。相比较于苹果原供货公司 3M 和德莎的产品来看，公司产品在价格上具有较大优势，而同时产品性能与原有供货商相差不大，能够满足终端客户各项要求，因此成功实现规模化销售，开始向苹果产业链进行供货。

图 28：公司铜箔导电胶高端产品

产品结构



应用场景



产品性能



数据来源：招股说明书、德莎官网、东方证券研究所

图 29：公司铜箔导电胶高端产品销售情况

产品功能	产品	产品销售情况		
		项目	2018	2019H1
防止杂讯信号干扰、保护屏蔽罩、满足芯片散热、导电和粘接	SDK6***5	占导电材料营收比重	33%	36%
		单价（元/平米）	228.45	234.51
		毛利率	79.97%	79.86%
	SDK6***0	占导电材料营收比重	41%	42%
		单价（元/平米）	301.72	301.72
		毛利率	78.82%	78.82%

数据来源：招股说明书、东方证券研究所

根据 IHS Markit、IDC、群智咨询对于全球智能终端显示设备出货量的预测，我们测算 2021 年导电材料合计需要 2918 万平米（单价约 275 元/平米），对应市场规模约 80 亿元。

图 30：导电材料市场空间测算

		智能手机	平板电脑	PC	电视	车载显示器	可穿戴设备	合计面积 (万平米)	单价 (元/平米)	市场空间 (百万元)
2021 预计出货量（百万台）		1344	129	254	223	67	260	2918	275	8025
导电材料	单台使用面积 (平方厘米)	80	250	300	280	120	20			
	需求面积 (万平方米)	1075	324	763	624	80	52			

数据来源：IDC、群智咨询、HIS Markit、东方证券研究所整理测算

公司高性能压敏胶产品已经供货多个知名国内外客户。高性能压敏胶制品主要应用于手机、平板电脑、笔记本电脑、家电和汽车电子等产品的结构组装。材料具有内聚力强、粘接性能优异、固化收缩率低、绝缘性好、防腐性好、稳定性好、耐热性好等特点。与传统材料相比，简化了电子产品的组装作业方法，节省了电子产品的内部空间。公司的高性能压敏胶制品，已经供货苹果、松下、华为、中兴等国内外知名客户。凭借公司客户粘性以及公司的快速响应优势，公司有望将更多产品导入原有客户产业链中。

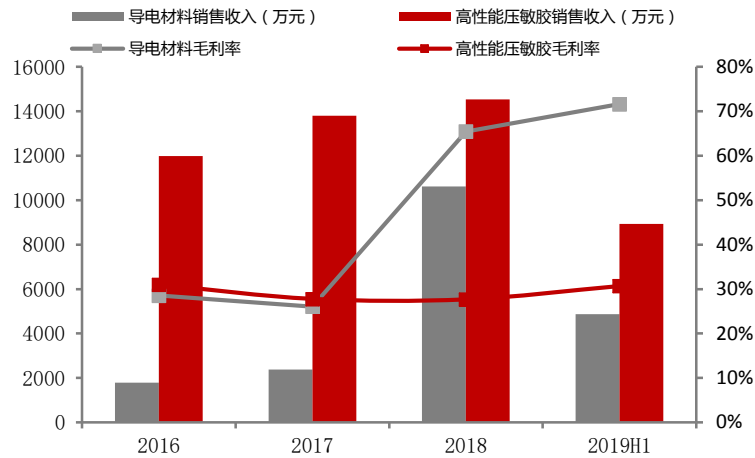
图 31：公司高性能压敏胶产品布局

产品名称	产品用途	产品特征
超薄双面胶带、压纹 PET 双面胶、PET 双面胶带	手机、电脑等电子产品内部零部件的胶粘和固定。	内聚力强、粘接性能优异、固化收缩率低、绝缘性好、防腐性好、稳定性好、耐热性好；选用不同的基材，可以赋予产品防光、防水、耐震动等功能
热活化双面胶带	车载 FPC 板的永久固定，电池模组的组装固定。	优异的粘着性、耐候性，以及一定的减震抗震效果
可重工框胶	显示器边框的固定及重工。	产品胶体具有优异的拉伸强度、断裂伸长率，具有极高的粘着力且可以通过拉伸移除，不留残胶，便于重工；并且有良好的减震遮光效果。

数据来源：招股说明书、东方证券研究所

公司电子级胶粘材料毛利率水平领先。电子级胶粘材料是公司核心竞争力产品之一，也是公司毛利率最高的产品。2019 年公司电子级胶粘材料营收 4.2 亿元，占总营收 29%，产品毛利率高达 52%。公司电子级胶粘材料毛利水平领先的原因：1）公司电子级胶粘材料的销售模式以直销为主，直销模式下毛利率一般较经销模式较高；2）公司拥有自制胶水等核心技术，也在一定程度上降低成本。

图 32：公司导电材料和高性能压敏胶营收及毛利水平



数据来源：招股说明书、东方证券研究所

公司抓住市场增长机遇，抢先布局。公司抓住市场增长机遇，不断增强技术研发及生产能力，逐步拓展高端电子级胶粘材料市场，不断提高高端产品所占比例。

图 33：公司电子级胶粘材料产品技术储备

项目名称	目前进度	项目方向	应用场景
无溶剂在线聚合制造丙烯酸压敏胶	实验设备搭建	功能化，大厚度，高性能压敏胶带产品	高强度连接，大厚度 OCA 等
无溶剂热熔有机硅压敏胶涂布	实验室规模	高耐候、高性能压敏胶，OCA	车载显示用 OCA
触控屏幕用紫外线固化型 UV-OCA	研发阶段	高透过率、高粘着力、可重工，耐湿热老化，段差填补优异，后端需 UV 固化贴合。	触控屏幕全贴合应用粘结固定
触控面板用热固化型 OCA	已批量供应	高透过率、高粘着力、可重工，耐湿热老化，段差填补优异，后端不需 UV 固化贴合。	VR 眼镜显示固定
热熔双面胶带	等待客户试用反馈优化	产品有着优异的粘结性和耐候性，并且能够耐酸碱及抗震作用。产品在一定的温度和压力作用下达到最佳的使用效果。	Tesla 在 Busbar 的设计与粘结
遮光框胶	客户 EVT	产品具有优异的遮光性能，能够完好的弥补框架边缘的段差，且材料具有优异的粘结性能，可永久固定框架。	Apple Display 显示屏的粘结
热熔双面胶带	根据客户试用反馈优化	产品有着优异的粘结性和耐候性，并且能够耐酸碱及抗震作用。产品在一定的温度和压力作用下达到最佳的使用效果。	微软电子产品内部 PBT 板材的永久粘结

数据来源：招股说明书、东方证券研究所

3 功能性薄膜材料持续受益于国产替代趋势

3.1 消费电子景气度带动广阔市场空间，国产替代趋势确定

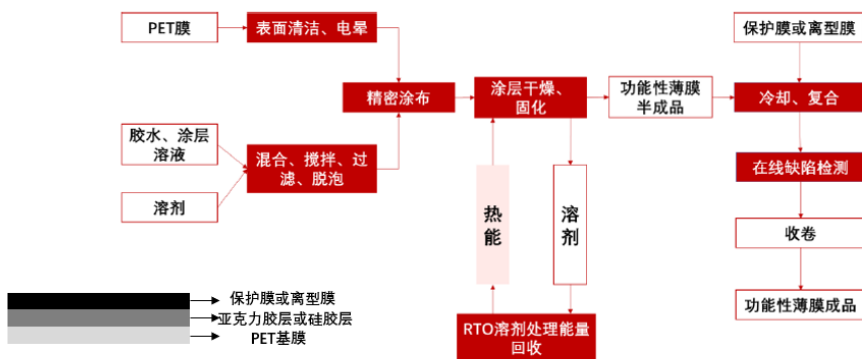
功能性薄膜材料主要应用于 3C 产品功能器件、显示屏相关模组等的制造和保护。功能性薄膜材料是具有一种或多种特定功能的涂层复合材料，根据具体应用功能的不同公司产品可进一步细分为功能保护材料、精密保护材料、光学功能薄膜及标示材料：1）功能性保护材料用于显示装置的表面保护；2）精密保护材料主要用于电子产品制造过程中的面板、零部件保护；3）光学功能薄膜材料用于背光源、导光板等组件组装加工成背光模组后用于液晶模组的制造；4）标示材料主要用于识别区分不同器件和电子线等的标示。此外，目前公司的铝塑膜产品处于送至下游新能源电池厂商测试阶段。不同种类功能性薄膜材料的工艺流程及产品构成相似，均将 PET 膜使用亚克力胶或硅胶精密涂布后，再与保护膜或离型膜复合制成。

图 34：功能性薄膜材料细分产品主要用途

产品种类	产品名称	主要用途
功能保护材料	抗油渍/防指纹/防眩光/抗刮/抗静电保护膜	手机、电脑、数控面板等光学显示装置的表面保护。
精密保护材料	硅胶保护膜	手机、电脑、家电制造过程中面板表面、触控式荧幕、零部件的保护，避免刮伤；电池干燥、注液、成型、检测等过程保护领域。
	PET 保护膜	
	改性 PE 基材保护膜 CPP 保护膜	
光学功能薄膜材料	光学级加硬薄膜	电子产品触控屏幕精密表面出货保护。
	增亮膜	主要应用于液晶显示屏后的背光模组中，为增强显示效果的部件。
标示材料	提示标签材料	手机、电脑、家电内部电池等的提示标签。

数据来源：招股说明书、东方证券研究所

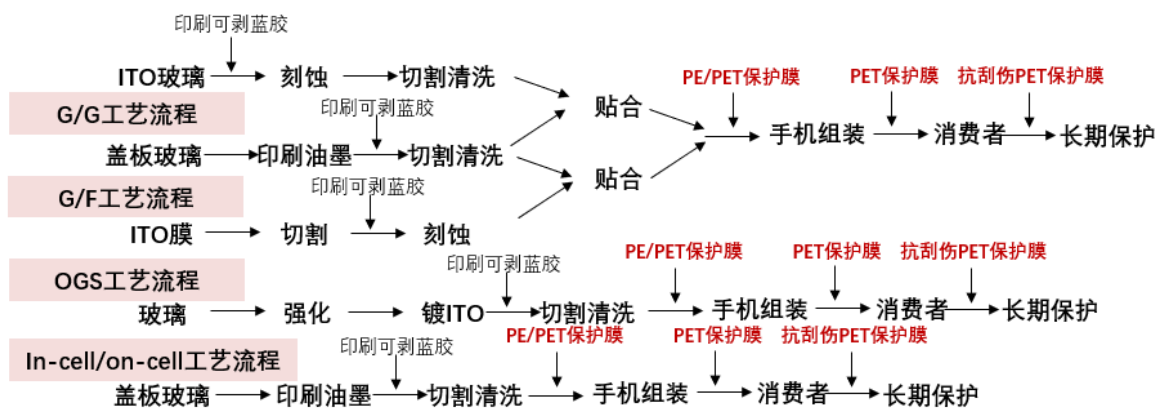
图 35：功能性薄膜材料工艺流程与产品构成



数据来源：招股说明书、东方证券研究所

消费电子行业高景气，功能性薄膜材料市场空间广阔。智能终端制造过程中有多道工序需要功能性薄膜材料提供保护，伴随智能终端设备出货量不断增长与屏幕尺寸不断增大，功能性薄膜材料市场有望实现迅速增长。以智能手机制造过程为例，ITO 玻璃、OGS 玻璃和盖板玻璃切割后、组装成触控面板后均需要贴合两面保护膜，手机金属外壳制造也会大量使用功能性薄膜材料，外加消费者购买手机后使用的保护膜，一部智能手机产品至少消耗 10 层功能性薄膜材料。

图 36：保护材料在智能手机制造过程中的应用



数据来源：互联网、东方证券研究所

我们根据 IHS Markit、IDC、TrendForce 对于全球智能终端显示设备出货量的预测，以及公司招股说明书披露的不同年份产品价格，预测了 2021 年全球消费电子相关的功能性薄膜材料的市场规模（假设单层显示设备消耗功能性薄膜材料 12 层），预计 2021 年其需求面积将达到 25.4 亿平方米，市场规模接近百亿元。

图 37：2021 年功能性薄膜材料市场空间预测

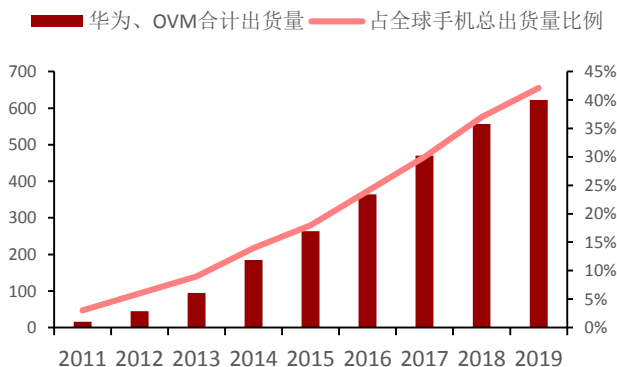
	智能手机	平板电脑	PC	电视	车载显示器	可穿戴设备	合计
出货量（百万台）	1344	129	254	223	67	260	-
单层面积（平方厘米）	102.6	338.4	1393.4	6940.4	487.3	10.0	-
所需层数（层）	12	12	12	12	12	12	-
需求面积（万平方米）	16544	5256	42537	185724	3894	312	254267
单价（元/平方米）	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	-
市场空间（百万元）	559	177	1436	6272	132	11	8586

数据来源：IHS Markit、IDC、TrendForce、招股说明书、东方证券研究所测算

本土下游产业迅猛发展，电子制造业龙头聚焦中国，推动功能性薄膜材料国产替代步伐加速。国内智能终端品牌快速崛起，以及中国全球电子制造业中心与供应链核心的地位显著，2019 年苹果公司 200 家核心供应商名单中中国厂商占据 87 席，全球 OEM 龙头富士康及 ODM 龙头闻泰、华勤、

龙旗均将主要制造基地设置在中国。国内产业背景推动叠加进口受阻，国内功能性薄膜材料生产企业将随之迎来国产替代机遇，国内厂商市占率有望不断提升。

图 38：华为、荣耀及 OVM 合计出货量（单位：百万台）



数据来源：Counterpoint、东方证券研究所

图 39：全球 OEM/ODM 龙头国内制造基地分布情况

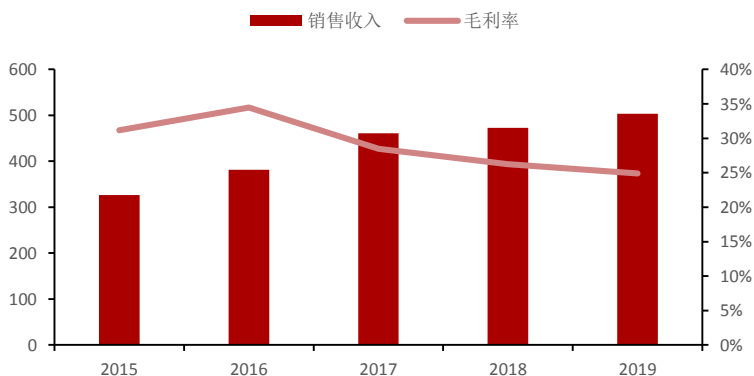
厂商	国内制造基地
富士康	在珠三角、长三角、环渤海、中西部地区共设大陆厂区 44 个
闻泰	在无锡、昆明、嘉兴三地设立制造中心
华勤	在东莞、南昌两地设立制造中心
龙旗	在惠州、南昌设立制造产业基地

数据来源：各公司官网、东方证券研究所整理

3.2 公司功能性薄膜材料业务有望保持快速成长

公司功能性薄膜材料产品销售收入稳定增长。公司功能性薄膜材料 2019 年销售收入为 5.04 亿元，2015-2019 年 CAGR 为 11.5%。早期功能性薄膜材料毛利率有所下降，主要原因包括：1）功能性薄膜材料大多属于中低端产品，对生产精度、无尘车间、良品率等指标的要求不及电子级胶粘材料苛刻，国内厂商竞争充分引致产品毛利率呈下降趋势；2）细分产品结构方面，毛利率较低的精密保护材料销售占比提升，进一步引起公司功能性薄膜材料毛利率下降。

图 40：功能性薄膜材料销售收入及毛利率（单位：百万元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

公司积极改善工艺、研发新产品推动成本下行，新产品毛利率较高。2017 年公司通过改进生产工艺，使销售占比较高的涂层 PET+HC 单位成本较 2016 年下降 29%，造成毛利率的提升；2019 年上半年改善功能保护材料工艺，单位生产成本较 2018 年下降 12%，同时公司新研发的多款高单位售价、高毛利率新产品销售金额逐渐增加，推动新产品的毛利率提升 10%。

图 41：几款高单位售价、高毛利率的新产品销售金额逐渐增加

项目		2019 年 1-6 月	2018 年度
SDK***3-E4(四抗)-11	销售金额占当期功能保护材料比例	15.12%	4.66%
	毛利率	61.63%	53.71%
	单位平均售价	14.02	13.51
SDK****F-E4-J1	销售金额占当期功能保护材料比例	12.15%	8.55%
	毛利率	75.32%	67.07%
	单位平均售价	11.33	11.42
SDK****T(T90)	销售金额占当期功能保护材料比例	10.90%	7.64%
	毛利率	58.58%	48.57%
	单位平均售价	9.7	9.29

数据来源：招股说明书、东方证券研究所

未来，公司功能性薄膜材料产品有望伴随全球市场空间增长起量，同时将通过进一步改善工艺、研发高毛利新产品获得更优毛利率，实现价量齐升。同时，针对功能性涂层复合材料终端客户需求多元化、质量要求高的特点，公司具备快速市场响应能力、突破大客户采购认证壁垒、积极延伸横纵产业链，牢牢把握核心竞争力，有望在国产替代趋势中充分受益。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司 OCA 光学胶膜产品在部分终端品牌实现突破，同时借助成本优势切入白牌和返修市场，目前公司正在大力扩产 OCA，起量后有望切入国产手机厂商。受益公司 OCA 业务营收快速增长，我们预测公司电子级胶粘材料 20-22 年营收分别为 5.57、8.60、12.81 亿，毛利率保持稳定维持在 51.9%。
- 2) 随着新料号和新品类的增加，公司功能性薄膜材料有望保持平稳增长，我们预测 20-22 年营业收入分别为 5.54、6.37、7.01 亿元，毛利率总体保持稳定，为 25%、26%、26%。
- 3) 随着规模经济效应的体现，公司 20-22 年销售费用率预测为 3.35%、3.30% 和 3.25%，管理费用率预测为 6.03%、5.86% 和 5.54%，研发费用率维持稳定为 5.86%。

盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
功能性薄膜材料					
销售收入（百万元）	473.0	503.6	553.9	637.0	700.7

增长率	2.6%	6.5%	10.0%	15.0%	10.0%
毛利率	26.2%	24.9%	25.0%	26.0%	26.0%
电子级胶粘材料					
销售收入（百万元）	336.6	420.6	556.7	860.2	1,281.3
增长率	6.1%	25.0%	32.3%	54.5%	49.0%
毛利率	48.2%	52.2%	51.9%	51.9%	51.9%
薄膜包装材料					
销售收入（百万元）	445.5	415.8	415.8	478.2	549.9
增长率	9.3%	-6.7%	0.0%	15.0%	15.0%
毛利率	2.7%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
热管理复合材料					
销售收入（百万元）	44.0	22.9	25.1	30.2	36.2
增长率	-23.9%	-48.0%	10.0%	20.0%	20.0%
毛利率	11.1%	17.5%	19.5%	21.5%	23.5%
其他					
销售收入（百万元）	46.5	69.8	104.9	157.5	220.8
增长率	2.5%	50.2%	50.2%	50.2%	40.2%
毛利率	8.8%	12.7%	13.7%	14.7%	15.7%
合计	1,345.6	1,432.7	1,656.4	2,163.0	2,788.9
增长率	4.4%	6.5%	15.6%	30.6%	28.9%
综合毛利率	22.9%	25.9%	27.8%	30.4%	32.6%

投资建议

我们预测公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.46、2.07、3.26 元，根据可比公司三利谱（国内领先的偏光片厂商）、激智科技（光学薄膜和功能性薄膜生产厂商）、松井股份（涂料和油墨生产商）、赛伍技术（薄膜形态功能性高分子材料生产商）、国瓷材料（陶瓷材料、电子金属浆料生厂商），21 年平均 37 倍 PE 的估值水平，给予 76.59 元目标价，首次给予买入评级。

图 42：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2021/3/30	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
三利谱	002876	79.30	0.41	0.94	2.19	3.19	193.08	84.71	36.29	24.87
激智科技	300566	46.11	0.42	0.88	1.55	2.15	110.68	52.46	29.69	21.45
松井股份	688157	85.88	1.17	1.10	1.86	2.59	73.60	77.95	46.17	33.16
赛伍技术	603212	29.82	0.48	0.49	1.04	1.45	62.69	61.46	28.76	20.54
国瓷材料	300285	42.70	0.50	0.57	0.75	0.93	85.62	74.69	56.70	46.05
	最大值						193.08	84.71	56.70	46.05
	最小值						62.69	52.46	28.76	20.54
	平均数						105.14	70.25	39.52	29.21
	调整后平均						89.97	71.36	37.38	26.49

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

市场竞争加剧：国内的竞争对手也可能通过加大研发投入、扩大产能等方式参与市场竞争。如果市场竞争加剧，可能导致供给过剩、产品价格下降，进而导致行业毛利率下降。

OCA 业务不及预期：公司 OCA 业务发展迅速，是公司电子级胶粘材料未来几年主要的增量之一，如果 OCA 扩产进度、客户导入或者销量不及预期，将会影响公司业绩。

原材料价格波动：公司主要原材料 PET 膜、BOPP 膜、PI 膜、丙烯酸丁酯以及硅胶等均为石油行业下游产品。报告期内，国际石油价格波动较大导致公司原材料采购价格也相应出现一定波动。原材料价格的波动会直接影响到公司采购的成本和经营收益。

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	323	316	588	467	867	营业收入	1,346	1,433	1,656	2,163	2,789
应收票据、账款及款项融资	455	582	570	744	959	营业成本	1,038	1,061	1,196	1,505	1,880
预付账款	18	23	27	35	46	营业税金及附加	8	13	15	19	25
存货	158	125	179	226	282	营业费用	51	49	56	71	91
其他	27	48	20	27	34	管理费用及研发费用	140	164	197	253	318
流动资产合计	981	1,093	1,385	1,499	2,187	财务费用	41	40	50	70	81
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	16	19	14	14	13
固定资产	719	668	836	1,141	1,166	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	78	217	464	506	452	投资净收益	2	0	0	0	0
无形资产	56	60	117	124	131	其他	22	23	100	30	35
其他	31	52	1	0	0	营业利润	75	110	230	260	416
非流动资产合计	884	997	1,418	1,771	1,749	营业外收入	2	13	10	10	10
资产总计	1,865	2,090	2,803	3,270	3,937	营业外支出	1	1	50	1	1
短期借款	588	541	880	1,000	1,200	利润总额	76	122	190	269	425
应付票据及应付账款	233	187	210	265	331	所得税	0	11	17	24	38
其他	86	108	72	72	72	净利润	76	111	173	245	387
流动负债合计	907	835	1,162	1,337	1,603	少数股东损益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	70	0	160	222	255	归属于母公司净利润	77	111	173	246	388
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.64	0.94	1.46	2.07	3.26
其他	203	174	174	174	174	主要财务比率					
非流动负债合计	273	174	335	396	429		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,180	1,010	1,497	1,733	2,032	成长能力					
少数股东权益	1	1	0	0	(0)	营业收入	4.4%	6.5%	15.6%	30.6%	28.9%
实收资本（或股本）	88	117	119	119	119	营业利润	0.7%	46.6%	109.2%	13.3%	59.8%
资本公积	272	527	590	590	590	归属于母公司净利润	21.2%	45.3%	55.7%	41.9%	57.8%
留存收益	324	436	597	829	1,196	获利能力					
其他	(0)	(0)	0	0	0	毛利率	22.9%	25.9%	27.8%	30.4%	32.6%
股东权益合计	685	1,080	1,306	1,537	1,904	净利率	5.7%	7.8%	10.4%	11.4%	13.9%
负债和股东权益总计	1,865	2,090	2,803	3,270	3,937	ROE	11.9%	12.6%	14.5%	17.3%	22.5%
现金流量表						ROIC	8.5%	8.8%	12.4%	11.5%	14.6%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
净利润	76	111	173	245	387	资产负债率	63.3%	48.3%	53.4%	53.0%	51.6%
折旧摊销	336	88	170	261	354	净负债率	57.3%	28.9%	38.8%	52.7%	33.8%
财务费用	41	40	50	70	81	流动比率	1.08	1.31	1.19	1.12	1.36
投资损失	(2)	(0)	0	0	0	速动比率	0.91	1.15	1.03	0.94	1.18
营运资金变动	(44)	(170)	(35)	(194)	(236)	营运能力					
其它	(259)	28	65	14	13	应收账款周转率	3.3	2.9	3.0	3.3	3.3
经营活动现金流	148	97	423	396	600	存货周转率	5.7	7.4	7.5	7.0	7.0
资本支出	(1,128)	(177)	(642)	(614)	(332)	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
其他	1,063	(45)	22	0	0	每股收益	0.64	0.94	1.46	2.07	3.26
投资活动现金流	(66)	(221)	(620)	(614)	(332)	每股经营现金流	1.68	0.83	3.56	3.33	5.05
债权融资	89	(87)	128	61	33	每股净资产	5.76	9.09	10.99	12.94	16.04
股权融资	0	284	64	0	0	估值比率					
其他	(37)	(94)	278	36	99	市盈率	83.9	57.7	37.1	26.1	16.6
筹资活动现金流	52	103	470	98	132	市净率	9.4	5.9	4.9	4.2	3.4
汇率变动影响	(1)	1	-0	-0	-0	EV/EBITDA	15.7	29.8	15.8	12.0	8.4
现金净增加额	133	(19)	273	(121)	399	EV/EBIT	61.3	47.4	25.5	21.6	14.3

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