

2021年07月16日

证券研究报告·公司研究报告

斯迪克(300806) 化工

买入(首次)

当前价: 51.00元

目标价: 61.65元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 对标 3M, 深筑护城河, 业绩迎来加速拐点

## 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司的发展历史是从辅材—主材—高端主材的产品成长迭代路径, 具备自研自产胶、膜的能力, 胶膜复合材料产业链逐步打通, 具备较强的研发驱动内核、服务能力以及成本优势, 产品库持续丰富且高端化, 这些使公司护城河不断加深, 且成长迭代曲线有望不断加速, 对标 3M。2) 贸易战和高端产业链的转移为公司的加速崛起提供了“时代”的机遇, 公司上市以来投资扩产规划加速, OCA、MLCC 离型膜、电芯胶带、偏光片保护膜等一系列产品有望为公司带来显著业绩增量, 目前公司处于业绩加速拐点。
- **研发内核驱动, 服务助力, 竞争力持续增强, 成长曲线陡峭。** 公司起家于以薄膜保护材料为主的辅材业务, 产品逐步涵盖电子级胶粘材料等主材, 又不断向高端主材领域推进, 从发展历程看, 公司具备自我升级迭代的基因, 主要归功于研发驱动内核和高效服务。1) 2020年公司研发费用率 6.2%, CAGR=17.5%, 高于收入复合增速, 2020年研发人员数量 141人, 拥有较多的重磅核心人才, 且激励到位。2) 终端客户提需求—定制化开发—实验认证—持续跟进服务是高端产品应用的主要流程, 由于终端产品厂商对专业化材料研究的匮乏, 高效配合需求、定制化研发以及持续服务的能力是取胜的又一关键, 公司成立了以研发部门为主, 销售、市场和生产部门协同配合的“嵌入式”研发体系, 实现了与终端客户的联合研发, 与下游终端客户建立了紧密的合作关系。在研发内核驱动和服务助力下, 公司的产品库会不断庞大, 从目前的 5000 多种继续向下一个数量级迈进, 应用领域因此持续扩张, 这将为公司带来持续深化的护城河和长期的业绩增长动力, 尤其在目前成长的初期阶段, 成长曲线还具备加速属性。
- **多种重磅产品突破, 产业链逐步打通, 业绩迎来加速拐点。** 公司长期积累下, OCA、电芯胶带、MLCC 离型膜、偏光片保护膜等众多产品即将迎来收获期, 有望带来显著业绩增量。此外, 胶膜产品的上游是胶和膜, 公司具备胶、膜自研自产能力, 产业链逐步打通, 既可根据客户定制需求调配不同属性的胶、膜, 亦可开发出不同类型的胶膜复合产品, 同时具备较强的生产成本优势。1) OCA 目前市场空间约 100 亿元, 进口替代需求强, 2019年公司即与 Facebook 合作开发了 VR 眼镜用 OCA, 2020年9月 Oculus Quest 2 发售, 预计 2021 销量 700-900 万台, 增长迅速。Facebook 的 VR 眼镜是公司 OCA 产品的首秀, 标志着公司产品具备了进入高端、定制客户的能力, 后续有望逐步进入国产品牌供应链。2) 2021年1月公司公告与特斯拉战略合作供货电芯材料, 签署 5 年的框架采购协议, 伴随特斯拉来自制电池的放量, 公司有望实现导入的产品扩充。3) MLCC 离型膜、偏光片保护膜等市场需求和进口替代需求旺盛, 公司分别投资 4.97 和 4.06 亿元建设产能, 切入高端市场。
- **大幅股权激励目标, 彰显“雄心壮志”。** 公司发布新一期股权激励方案, 拟向全部高管团队以及部分中层管理人员和核心技术团队共 126 人授予限制性股票 173.5 万股, 占公司股本的 0.91%; 考虑股权激励费用影响后, 2021-2025 年扣非净利润激励目标的同比增速分别为 62%、43%、47%、46% 和 41%, 高增速激励目标彰显公司发展信心和对未来业务拓展的“雄心壮志”。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2021-2023 年归母净利润 CAGR 43%, 考虑公司长期成长性和短期业绩拐点, 给予公司 2021 年 45 倍估值, 目标价 61.65 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品开发导入不及预期风险, 产能投放和消化不及预期风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1539.46	2128.53	2784.21	3686.54
增长率	7.45%	38.26%	30.80%	32.41%
归属母公司净利润(百万元)	181.63	260.01	352.43	530.67
增长率	63.34%	43.16%	35.55%	50.58%
每股收益 EPS(元)	0.96	1.37	1.85	2.79
净资产收益率 ROE	14.34%	17.51%	19.74%	23.64%
PE	53	37	27	18
PB	7.69	6.53	5.43	4.32

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛

执业证号: S1250519080004

电话: 021-58351679

邮箱: smg@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

## 基础数据

总股本(亿股)	1.90
流通 A 股(亿股)	1.04
52 周内股价区间(元)	33.07-75.8
总市值(亿元)	96.90
总资产(亿元)	34.76
每股净资产(元)	10.72

## 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 公司简介：对标 3M，快速成长的国产高端材料企业</b> .....	<b>1</b>
<b>2 深化的护城河：时代“搭台”，研发、服务“唱戏”</b> .....	<b>5</b>
2.1 研发推动公司产品高端化、多元化迭代升级 .....	5
2.2 高效服务是公司胜出的又一关键 .....	7
2.3 贸易战和高端产业链的转移提供了国产材料加速崛起的沃土 .....	8
<b>3 成长的拐点：起于 OCA，但远不止于此</b> .....	<b>9</b>
3.1 OCA 突破是公司厚积薄发的一道里程碑，空间广阔 .....	9
3.2 电池材料、MLCC 离型膜等有望多点开花，成长拐点到来 .....	12
3.3 产业链逐步打通，竞争力持续增强 .....	16
<b>4 大幅股权激励目标，彰显“雄心壮志”</b> .....	<b>18</b>
<b>5 盈利预测与估值</b> .....	<b>19</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图 目 录

图 1: 公司海内外布局 .....	1
图 2: 公司股权结构 .....	1
图 3: 公司发展历程 .....	2
图 4: 公司产品及所处产业链 .....	3
图 5: 公司 2016-2020 营业收入产品结构 .....	3
图 6: 公司 2016-2020 毛利润产品结构 .....	3
图 7: 公司 2013-2020 年营业收入及同比 .....	4
图 8: 公司 2013-2020 年归母净利润及同比 .....	4
图 9: 公司 2015-2020 年盈利能力 .....	4
图 10: 公司 2015-2020 年期间费用率情况 .....	4
图 11: 公司 2016-2021Q1 应收账款及票据、周转天数 .....	5
图 12: 公司 2016-2021Q1 经营性现金流净额及净现比 .....	5
图 13: 公司供苹果产品的迭代升级 .....	5
图 14: 公司 2016-2020 年研发支出情况 .....	6
图 15: 公司与可比公司研发支出/营业收入 .....	6
图 16: 2020 年同类公司研发费用率明细 .....	6
图 17: 公司研发人员数量及占比 .....	7
图 18: 公司研发人员平均工资 .....	7
图 19: “嵌入式研发”工作流程 .....	8
图 20: OCA 光学膜结构 .....	9
图 21: OCA 光学膜在触摸面板中的使用 .....	9
图 22: 光学功能涂层膜 100 级生产环境 .....	11
图 23: OCA 光学胶 100 级生产环境 .....	11
图 24: Oculus Quest 2 产品图 .....	12
图 25: 公司产品在迭代升级中不断丰富 .....	13
图 26: MLCC 外观 .....	14
图 27: MLCC 结构 .....	14
图 28: 全球 MLCC 出货量仍保持较快增长趋势 (万亿颗) .....	14
图 29: MLCC 用离型膜需求面积持续保持增长 (亿平方米) .....	14
图 30: 偏光片结构图 .....	15

## 表 目 录

表 1: 公司高管持股情况.....	2
表 2: 公司部分核心技术人员.....	7
表 3: 国际巨头基本情况.....	8
表 4: OCA 市场空间测算.....	9
表 5: 3M OCA 胶膜主要牌号.....	10
表 6: 目前有权的 OCA 发名专利情况.....	10
表 7: OCA 扩建产能情况.....	12
表 8: 公司电池胶膜相关材料.....	13
表 9: 全球 MLCC 用离子膜需求面积测算.....	15
表 10: 中国面板用偏光片需求面积测算 (亿平/年).....	16
表 11: 同类企业特征.....	16
表 12: 公司扩产规划.....	17
表 13: 公司股权激励对象.....	18
表 14: 公司股权激励目标.....	18
表 15: 公司股权激励目标同比增速情况.....	18
表 16: 分业务收入及毛利率.....	19
表 17: 可比公司估值.....	20
附表: 财务预测与估值.....	21

## 1 公司简介：对标 3M，快速成长的国产高端材料企业

斯迪克是国内领先的功能性涂层复合材料供应商，成立于 2006 年，2019 年 11 月创业板上市，产品主要包括功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料及薄膜包装材料，广泛应用于消费电子制造领域，依托于公司高水平的研发能力，公司产品正进一步拓展至面板、光伏、新能源汽车等细分领域。目前公司在国内外布局有 1 个生产基地、4 个研发中心、7 个销售中心。

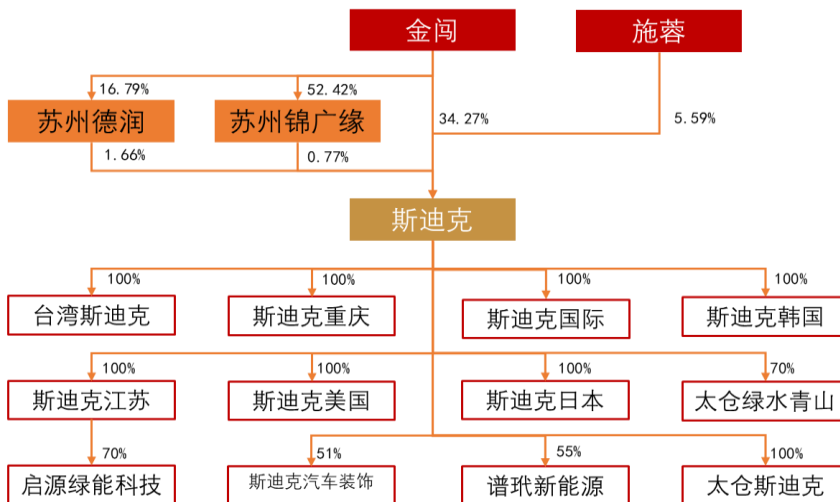
图 1：公司海内外布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

**股权结构：**金闯、施蓉夫妇为公司控股股东及实际控制人，截止 2020 年末，金闯直接持有公司 34.3% 的股份，施蓉直接持有公司 5.6% 的股份，二人合计直接持有公司 39.9% 的股份。苏州德润和苏州锦广缘为斯迪克员工持股平台，分别持有斯迪克 1.7% 和 0.8% 股权，同时公司高管和核心人员均持有上市公司股份。

图 2：公司股权结构



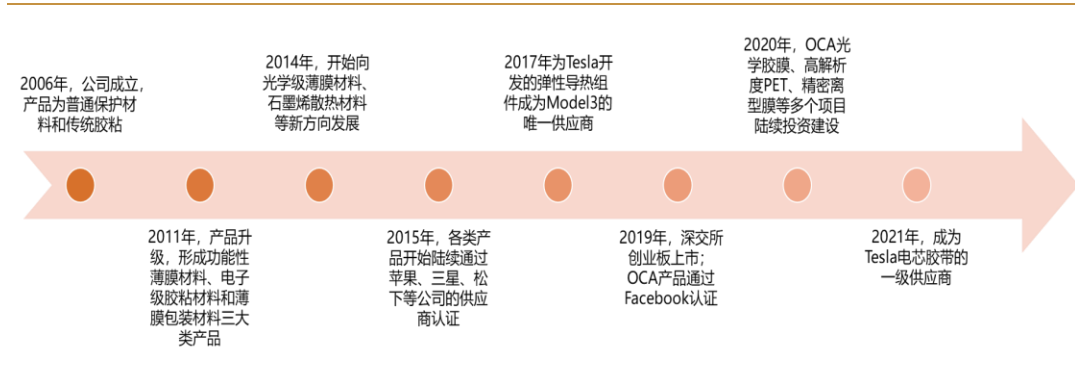
数据来源：公司招股说明书，公司年报，西南证券整理

**表 1：公司高管持股情况**

姓名	职务	持股数(万股)	持股比例
金闯	董事长、总经理	6,511.5	34.27%
施蓉	董事	1,061.4	5.59%
郑志平	董事	208.1	1.10%
华佳明	副总经理、技术负责人	24.8	0.13%
杨比	副总经理	12.8	0.07%
吴江	财务总监	9.6	0.05%
基险峰	副总经理、销售负责人	8	0.04%
倪建国	副总经理	3.2	0.02%
王芸	副总经理	4.8	0.03%
吴晓艳	董事会秘书,副总经理	3.2	0.02%

数据来源：公司年报，西南证券整理

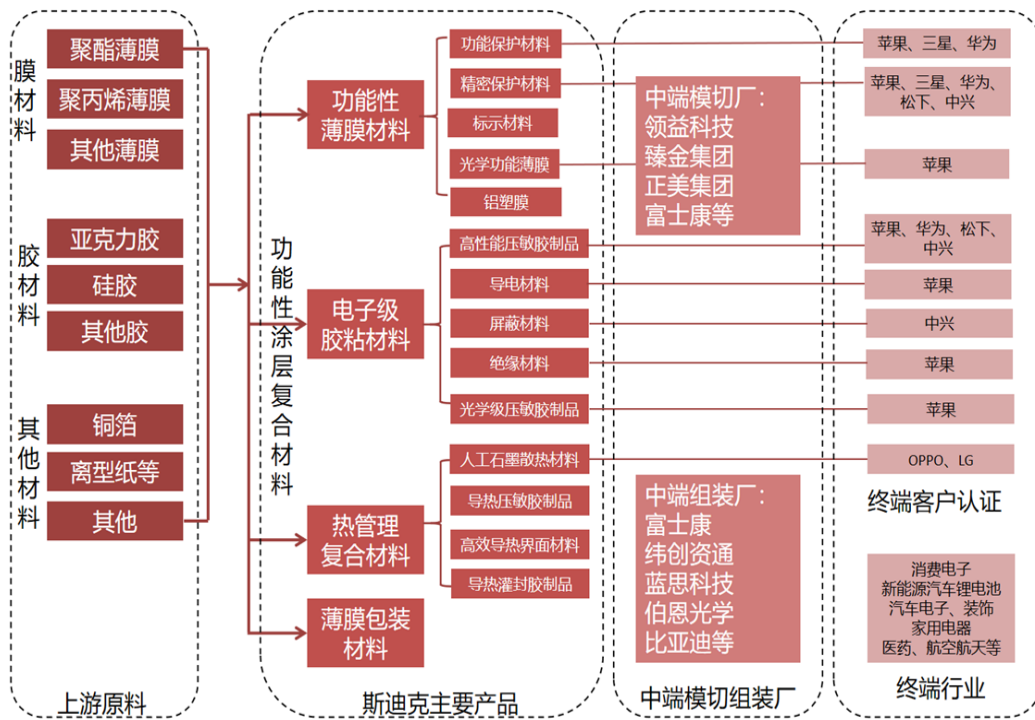
**发展历程：**公司 2006 年成立初期主要生产普通保护膜和 BOPP 胶带，用于包装和固定。2011 年，公司依靠技术积累和工艺改进，产品结构升级，形成了功能性薄膜材料、电子级胶粘材料和薄膜包装材料三大产品，但主要以辅材为主。2014 年起，公司开始逐步向光学级薄膜材料、石墨散热材料等新方向发展，主材占比持续提升。2019 年公司 OCA 产品通过 Facebook 认证，成为其 VR（二代）眼镜的 OCA 独家供应商，2021 年成为 TSLA 电芯胶带的一级供应商，其产品已经进入了最高端的胶、膜领域，其产品直接对标海外巨头 3M，成为了国产高端材料的领军企业。

**图 3：公司发展历程**


数据来源：公司招股说明书，公司年报，西南证券整理

**产品和业务结构：**公司通过将多种特殊用途材料（压敏胶、导电涂层等）经精密涂布、印刷、真空溅射、烧结等过程与不同种类的基材（PET膜、PI膜、PVC膜等）转化、复合制成功能性涂层复合材料。当前主要的产品可以分为四个品类，分别是功能性膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料及薄膜包装材料。

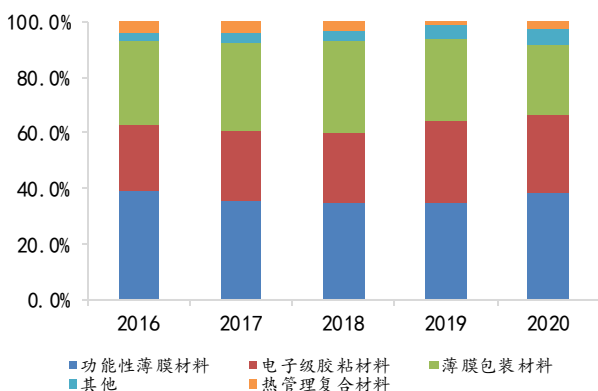
图 4：公司产品及所处产业链



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

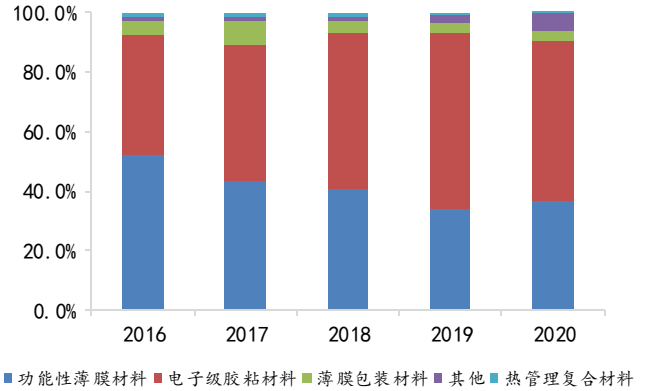
其中薄膜包装材料属于大众化产品，2020 年收入 3.9 亿元，收入占比 25.1%，毛利率 3.5%，这类业务较为低端，但设备投入低，现金回款快，属于现金流业务。功能性薄膜材料 2018-2020 年收入 4.7、5.0、5.9 亿元，毛利率分别为 26.3%、24.9%和 24.0%，此类产品大多属于辅材，对电子元器件等起到保护作用，随着电子产品的安装完成逐步剥离。电子级胶粘材料 2018-2020 年收入 3.4、4.2、4.3 亿元，毛利率分别为 48.2%、52.2%和 48.6%，此类产品以主材居多，虽然产品价值量不大，但对最终产品性能、良率等起到关键作用，属于高端产品，毛利率高，大多需要终端客户的长期认证，技术壁垒和客户壁垒高，是公司未来的重点进攻方向，OCA 和电芯胶带等公司近两年拓展的高端产品即属于此类业务。

图 5：公司 2016-2020 营业收入产品结构



数据来源：Wind，西南证券整理

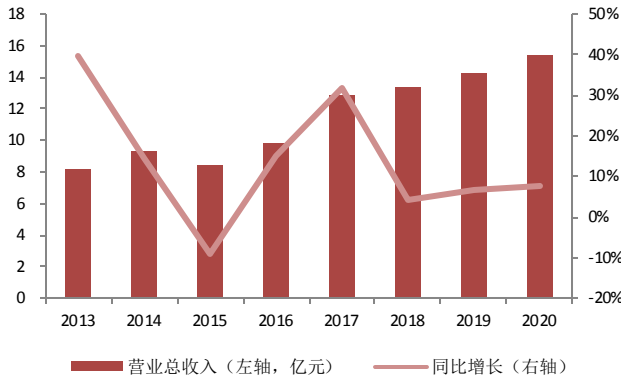
图 6：公司 2016-2020 毛利润产品结构



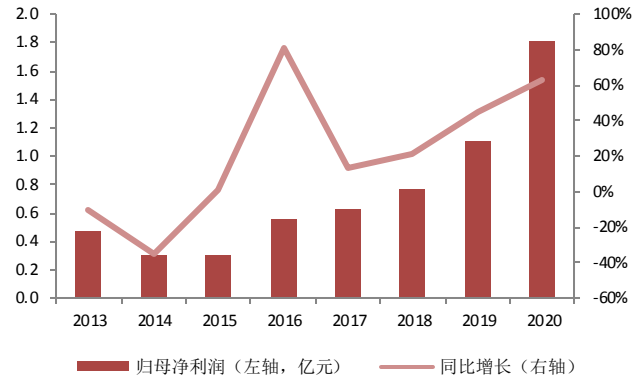
数据来源：Wind，西南证券整理



**业绩情况:** 公司 2018-2020 年营收 13.5、14.3 和 15.4 亿元, 增速分别为 4.4%、6.5% 和 7.5%, 近 5 年收入复合增速 12.6%, 2018-2020 年归母净利润分别为 0.8、1.1 和 1.8 亿元, 增速分别为 21.2%、45.3% 和 63.3%, 近 5 年利润复合增速 42.5%。利润增速远高于收入增速主要系公司高端产品比例持续提升, 毛利率和净利率整体呈上升趋势。2021Q1, 公司实现营收 4.0 亿元, 同比增长 45.1%, 归母净利润 0.6 亿元, 同比增长 134.3%, Facebook、特斯拉等高端产品需求贡献增量, 预计后续收入利润持续加速。

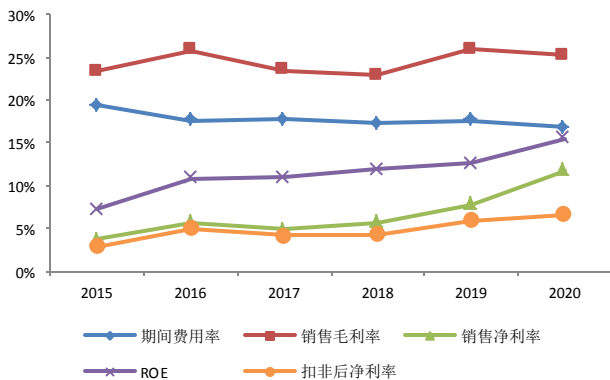
**图 7: 公司 2013-2020 年营业收入及同比**


数据来源: Wind, 西南证券整理

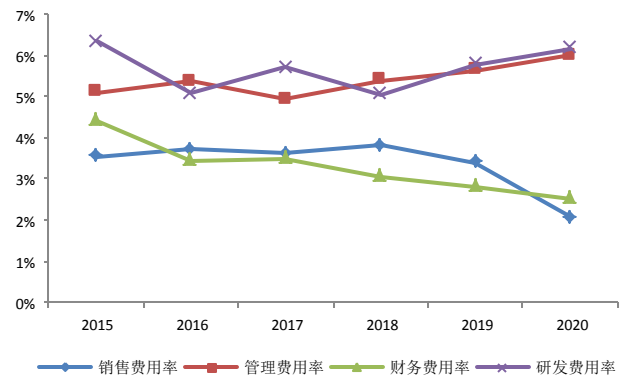
**图 8: 公司 2013-2020 年归母净利润及同比**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**盈利能力和费用率情况:** 2018-2020 年公司整体毛利率分别为 22.9%、25.9% 和 25.1%，净利率为 5.6%、7.8% 和 11.7%，2020 年公司非经常性损益 7938 万元，其中政府补助 1.3 亿元，带动了利润率激增，扣非后 2018-2020 年利润率分别为 4.3%、5.9%、6.6%，整体呈上升趋势。费用率方面，公司重视管理人员激励和研发投入，管理和研发费用率呈上升趋势，销售和财务费用率的趋势下降带动整体期间费用率稳中有降。

**图 9: 公司 2015-2020 年盈利能力**


数据来源: Wind, 西南证券整理

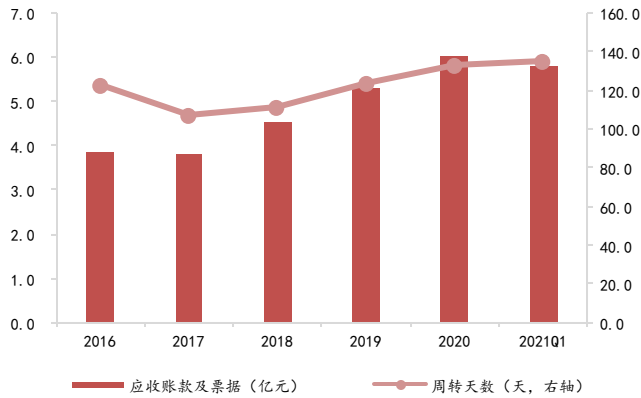
**图 10: 公司 2015-2020 年期间费用率情况**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**现金流情况良好:** 除薄膜包装材料等现款现货的业务外, 公司多数业务存在账期, 2020 年应收项 6.0 亿元, 周转天数 130 天左右。2020 年公司经营性现金流净额 1.93 亿元, 净现比 1.07, 虽有波动, 但整体保持在良好水平。

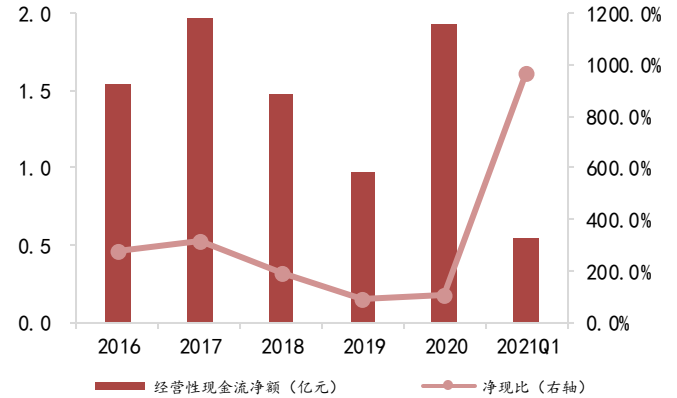


图 11: 公司 2016-2021Q1 应收账款及票据、周转天数



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 12: 公司 2016-2021Q1 经营性现金流净额及净现比



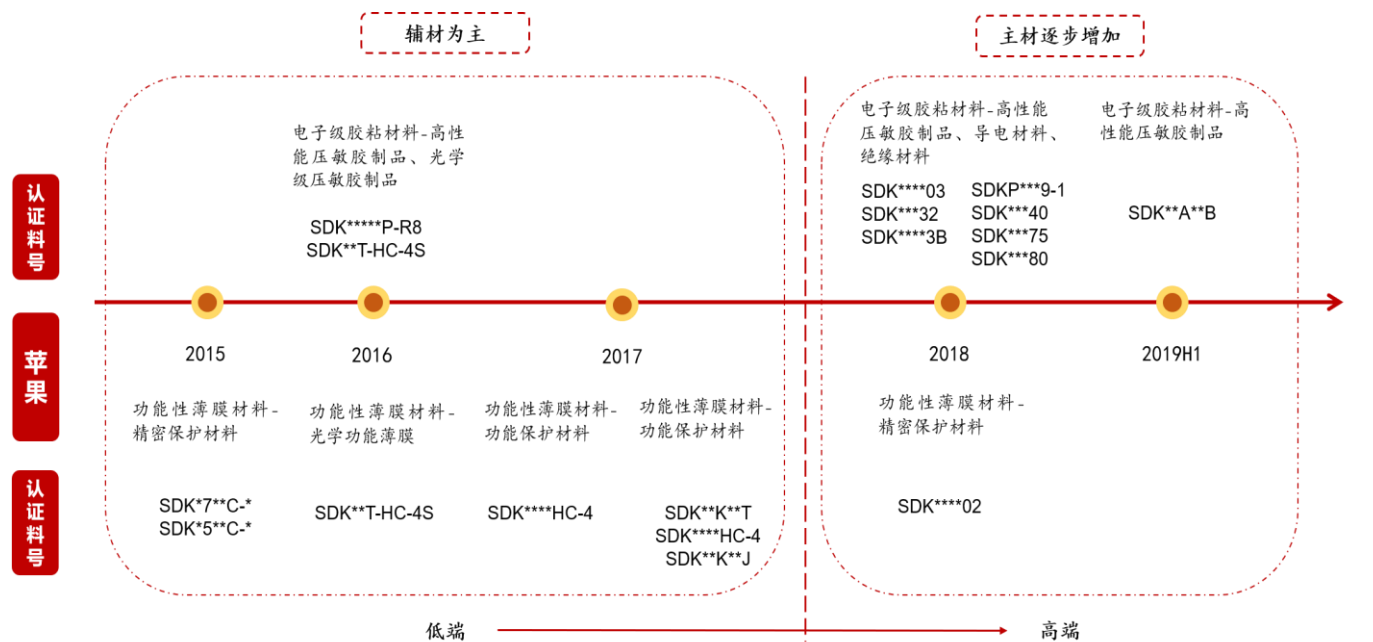
数据来源: Wind, 西南证券整理

## 2 深化的护城河：时代“搭台”，研发、服务“唱戏”

### 2.1 研发推动公司产品高端化、多元化迭代升级

公司起家于以薄膜保护材料为主的辅材业务，产品逐步涵盖电子级胶粘材料等主材，又不断向高端主材领域推进。以苹果公司的供货为例，2015-2017 年公司认证料号以功能保护材料为主，2018-2019 年公司认证通过的压敏胶、导电材料、绝缘材料等高端品类料号快速增加。公司产品高端化和多元化趋势明显，体现出了强大的产品迭代升级能力。

图 13: 公司供苹果产品的迭代升级

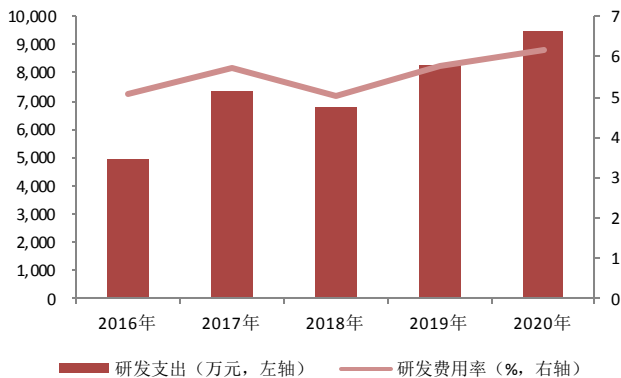


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司产品迭代升级能力的源动力来自于强大的研发，主要体现为研发投入大且质量高和重视人才。具体来看：

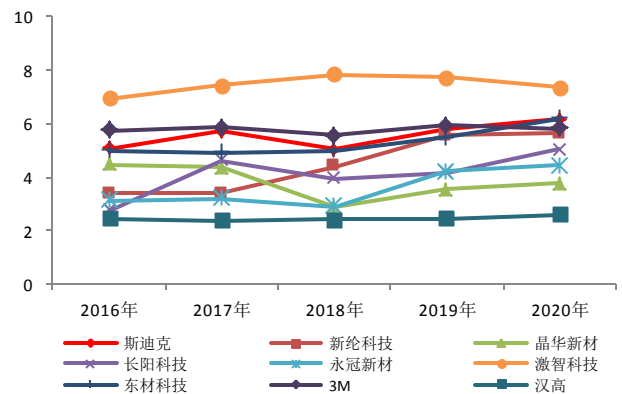
**研发投入大且质量高：**公司目前拥有苏北（泗洪）、华东（太仓）、华南（东莞）、海外（美国）四大研发中心，2020年研发支出0.95亿元，同比增加14.5%，研发费用率6.2%。拉长时间线来看，2016-2020年公司研发支出CAGR=17.5%，高于收入复合增速，研发费用率常年保持在5%以上，在同类上市公司中处于头部水平。

图 14：公司 2016-2020 年研发支出情况



数据来源：Wind，西南证券整理

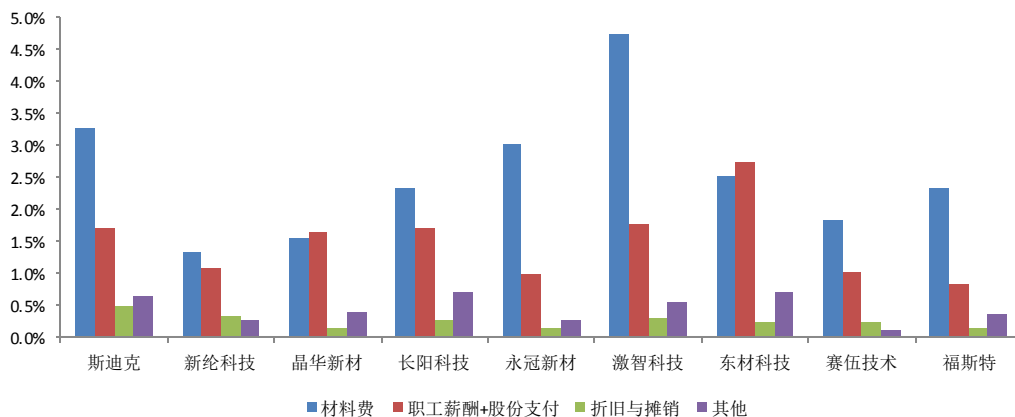
图 15：公司与可比公司研发支出/营业收入



数据来源：Wind，西南证券整理

公司研发费用中 53%为材料耗费，28%投向了人才招揽（研发人员薪酬和股权支付），大量的材料实验体现出高质量的研发投入，也为公司积累了大量的产品料号（1000 多种产品，5000 多种型号）。在面对特定客户的定制化产品需求中，庞大的产品库或将有效匹配，形成研发的网络效应。

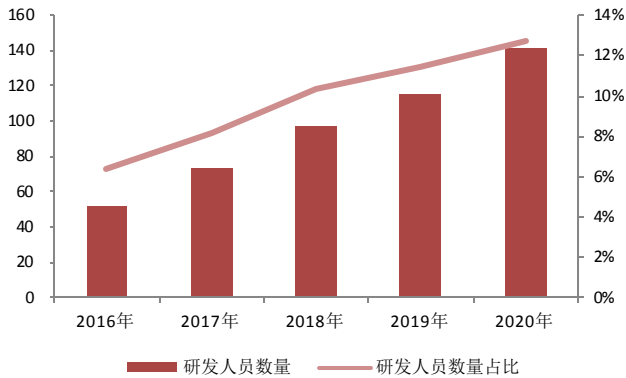
图 16：2020 年同类公司研发费用率明细



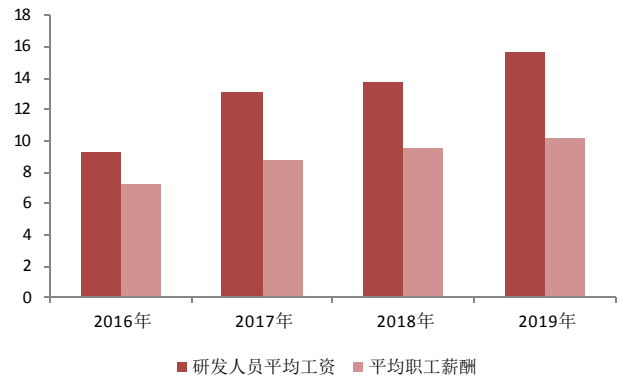
数据来源：wind，西南证券整理

**重视人才：**公司研发团队从2016年的52人扩充至2020年的141人，CAGR=28.3%，占比从2016年的6.4%提高至2020年的12.8%，规模持续扩大，公司现任技术总监华佳明原任3M中国区高级技术经理，同时拥有梁豪、包静炎等一批技术骨干。研发人员平均工资从2016年的9.3万元上调至2019年的15.7万元，涨幅达到68.9%，较公司总体平均水平高出30-55%。2020年公司实行股权激励计划，分两次向156名中高层管理人员、核心技术

(业务) 人员等授予 191.55 万股限制性股票, 占公司总股本的 1.69%, 充分绑定核心技术  
 人员利益。

**图 17: 公司研发人员数量及占比**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 18: 公司研发人员平均工资**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**表 2: 公司部分核心技术人员**

姓名	职位	主要研究方向	履历、获奖及成果情况
华佳明	副总经理、技术总监	胶、膜等开发	2000-2017 年, 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 月起, 任斯迪克副总经理。
梁豪	技术研发部门副经理	主要从事胶带、胶粘剂合成的开发工作	2007 年入职, “触控面板用光学双面胶带和特种功能膜材料用高性能中粘丙烯酸胶水”; “平板显示用高效多功能膜材料的研制与产业化”; “科技基础设施建设计划-江苏省高性能胶黏材料工程技术研究中心”。

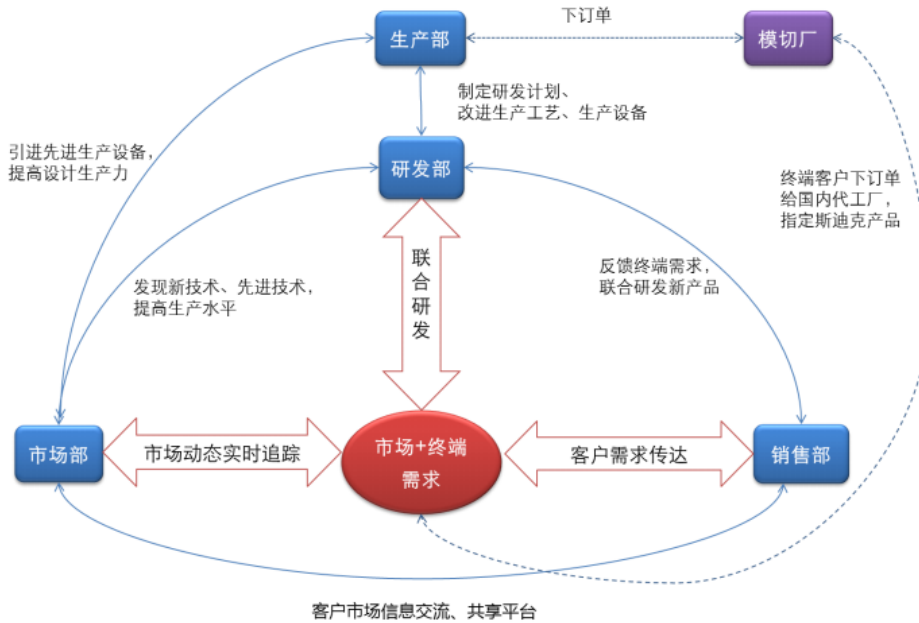
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2.2 高效服务是公司胜出的又一关键

对于大众化产品, 材料厂商往往对接模切厂、元器件生产商等, 服务附加值不高。而对于高端产品, 终端客户提需求—定制化开发—实验认证—持续跟进服务是主要流程, 由于终端产品厂商对专业化材料研究的匮乏, 材料厂商除了过硬的技术和研发实力, 高效配合需求、定制化研发以及持续服务的能力是取胜的又一关键, 这方面国产材料厂商具备强大基因, 斯迪克更是其中翘楚。

公司成立了以研发部门为主, 销售、市场和生产部门协同配合的“嵌入式”研发体系。在该体系下, 公司通过与终端客户的直接交流和个性化需求分析, 实现了与终端客户的联合研发。联合研发主要体现为将公司的研发活动延伸至终端客户新产品的研发阶段, 根据终端客户对新产品性能、技术指标等要求, 通过不断的测试、打样等研发活动, 为客户的产品需求提供最具可行性的材料解决方案。凭借创新的“嵌入式”研发体系, 公司得以与下游终端客户建立了紧密的合作关系, 护城河较深。在 OCA、TSLA 电芯胶带等高端产品的突破中“嵌入式”研发也起到了关键作用。

图 19：“嵌入式研发”工作流程



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

## 2.3 贸易战和高端产业链的转移提供了国产材料加速崛起的沃土

胶膜材料的特性是：1) 种类极多，不同的终端需求需要不同的产品特性。这就注定单一品类很难做大，需要强大的研发体系支撑来开拓品类，综合实力越强的公司研发投入也越大，产品种类也越多，形成良性循环和护城河的不断深化。2) 胶膜的价值量在电子产品中占比极低，不足 1%，但胶膜影响终端产品的性能和良品率，重要性极强，那么胶膜产品一旦进入终端产品的供应体系，护城河很深，终端产品进行材料替换的动力很弱，价格战也基本无效。这两点特性使得高端胶膜材料产业中 3M、汉高、日东、德莎、东丽等国际巨头林立，市占率高。例如 OCA 产品中，3M 的全球市占率超过 50%。由于国产材料起步晚，上述两点特性也造成了历史上国产材料厂商往往集中于中低端领域，高端领域突破难度高。

表 3：国际巨头基本情况

公司	地区	基本情况	2020 年营收	2020 年利润	市值
3M	美国	公司主要生产胶、膜类产品，产品 6 万多种，服务于通信、交通、工业、汽车、航天航空、电子、电气、医疗、建筑、文教办公及日用消费等诸多领域	2100 亿元	351 亿元	1163 亿美元
德国汉高	德国	公司胶粘剂业务占比 45%，还包括洗涤剂和美容产品等	1545 亿元	113 亿元	208 亿欧元
日东电工	日本	公司业务主要包括工业胶带和光电材料	486 亿元	31 亿元	12700 亿日元

数据来源：wind，西南证券整理

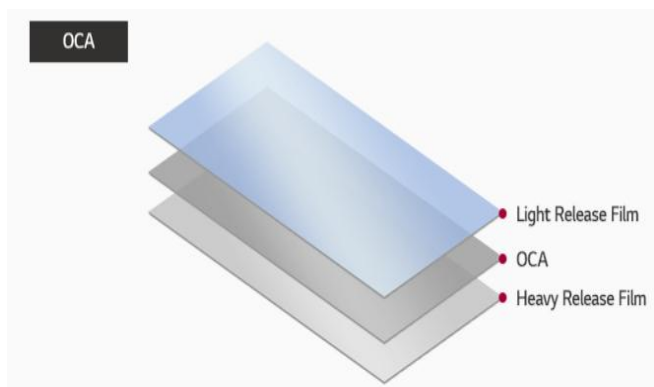
但贸易战和高端产业链的转移为国产材料的加速崛起提供了“时代”的机遇。2018 年中美贸易战和 2019 年华为被断供事件，迫使国内终端厂商不得不考虑供应链安全问题，以华为为代表的国内终端厂商纷纷寻找进口替代材料。国内半导体企业的快速成长也使得高端产业链加速转移，为斯迪克这类的国产材料企业提供了抢占高端市场的历史性机遇。考虑到终端厂商认证周期约 1-2 年，2021 年或将迎来收获期。

### 3 成长的拐点：起于 OCA，但远不止于此

#### 3.1 OCA 突破是公司厚积薄发的一道里程碑，空间广阔

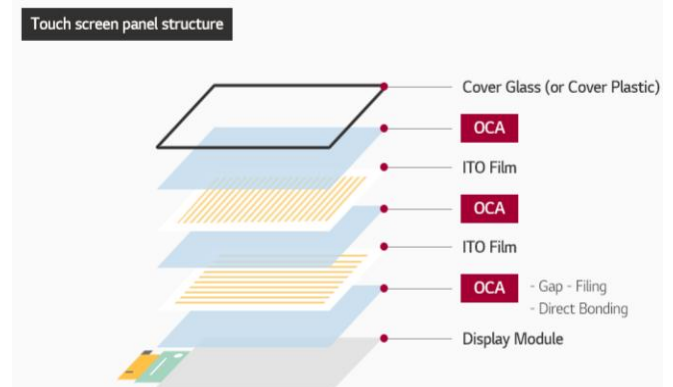
OCA 光学胶 (Optically Clear Adhesive) 是将亚克力 (丙烯酸类) 胶做成无基材，然后在上下各贴合一层离型膜形成的一种无基材高透双面贴合胶带，可以将触控模块与保护玻璃无缝隙的黏着，以达到清澈度高、高光学穿透 (全光穿透率 >99%)、结构耐冲击并提高影像对比的效果，更具备高接着力、高耐湿性、低收缩应力、UV 固化速度快等特性。

图 20: OCA 光学膜结构



数据来源: LG Chem, 西南证券整理

图 21: OCA 光学膜在触摸面板中的使用



数据来源: LG Chem, 西南证券整理

OCA 最早用于航空航天领域，2007 年 iPhone 第一代手机发布，触控屏成为智能手机标配，OCA 开启了商业化应用。目前 OCA 已经是智能手机和平板电脑的必备原材料，当前市场空间约 68 亿元。虽然手机出货量有所波动，贴合技术也经历了 GG-GFF-OGS/TOL、On Cell、In Cell 等升级，但大屏和柔性屏等趋势下 OCA 在智能手机和平板电脑领域的市场空间整体保持稳中有增。随着电子设备触控率的提升，笔记本电脑、车载交互显示屏、智能手表、交互屏幕、可穿戴设备等领域对 OCA 的需求快速提升，当前市场规模约 26 亿元，2025 年预计会提升至 35 亿元以上。再考虑到返修和白牌市场的需求，预计当前 OCA 市场规模约 100 亿元，保守预计 2025 年提升至约 130 亿元。

表 4: OCA 市场空间测算

时间	产品	出货量 (亿台)	单台 OCA 用量 (片)	单片面积 (平方厘米)	需求量 (平方米)	单价 (元/米)	市场空间 (亿元)	
2020 年	手机	12.9	1.7	125	3394.7	150	50.9	
	平板电脑	1.5	2	325	1207.4	140	16.9	
	车载触控屏幕	0.8	2	350	693.5	130	9.0	
	触控笔记本电脑	0.3	1	840	312.1	140	4.4	
	触控交互式大屏	0.024	2	17000	1010.5	120	12.1	
	白牌和返修	8 亿元						
	合计	101.3 亿元						
2025 年 E	手机	15	1.5	150	4179.6	150	62.7	
	平板电脑	1.2	2.2	350	1144.3	140	16.0	

时间	产品	出货量 (亿台)	单台 OCA 用量 (片)	单片面积 (平方厘米)	需求量 (平方米)	单价 (元/米)	市场空间 (亿元)
	车载触控屏幕	1.6	2	400	1585.1	130	20.6
	触控笔记本电脑	0.5	1	840	520.1	140	7.3
	触控交互式大屏	0.03	2	17000	1263.2	120	15.2
	白牌和返修市场	8 亿元					
	合计	131 亿元					

数据来源: IHS、Omedia、IDC、中商产业研究院、立鼎产业研究院, 西南证券整理测算; 备注: 需求量考虑了 15% 模切损耗和 95% 一次贴合良品率

OCA 企业主要集中在海外市场, 如美国的 3M 和日本的三菱化学, 全球供应厂商分为三个梯队: 行业第一梯队是欧美厂商, 以 3M 和德莎为主, 3M 产能主要供应传统液晶显示厂商, 也基本上占据了最高端的市场; 第二梯队是日系、韩系和台系厂商, 日本主要是三菱和日东电工, 韩国是 LG 化学和 SKC, 台系厂商是长兴科技。第一梯队市场占有率 60% 以上, 前两个梯队市场占有率 90% 以上。第三梯队是国内厂商, 以斯迪克、凡赛特、新纶科技、晶华新材等为主。

表 5: 3M OCA 胶膜主要牌号

OCA 胶膜产品牌号	主要性能
对比强化胶膜 CEF1574 系列	UV 光线阻隔技术: 通过使用压敏胶, 以防止 UV 光线对 OLED 面板或圆偏光膜的损伤。这类光学胶也能提供绝佳的抗摔性, 以达到更坚固的产品设计, 而且对不同基板材料的屏幕均有较高粘合力。
对比强化胶膜 CEF35 系列、CEF36 系列	可折叠: 3M 率先推出第 1 款可应用于折叠屏幕的光学透明胶产品, 并持续运用自身科技面对不断创新。3M 提供表现全面的光学透明胶产品, 为可折叠屏幕多层结构设计提供优化性能。
对比强化胶膜 CEF19 系列	纳米银线兼容: 纳米银线触控传感器能在更复杂的外型结构上提供更佳的触控反应。3M 与纳米银线兼容的光学胶确保您不必担心腐蚀, 同时又能拥有绝佳的贴合强度。
对比强化胶膜 CEF71 系列	轻薄可流动式: 针对全面屏手机的开发方向, 3M 结合薄膜及液态光学胶贴合的优点, 打造出全新独特的解决方案。在贴合固化阶段前, 特殊的聚合物结构可以提供出色的流动性, 以达到优越的油墨段差以及屏幕开孔的填充性能。
对比强化胶膜 CEF30 系列	曲面屏设计: 本贴合产品提供良好 2.5D 贴合效果、绝佳油墨段差填充性、高贴合强度以及良好的使用性
对比强化胶膜 CEF61 系列	高介电常数: 当触控传感器整合在面板中时, 极难以达成良好的信噪比, 尤其是在有屏幕保护贴或是屏幕防窥片的情况下。本贴合解决方案提供较高的介电常数, 以提高信噪比, 达到较佳的触控体验

数据来源: 3M 官网, 西南证券整理

斯迪克属于研发驱动型企业, 产品不断向高端领域升级迭代, 2014 年即申请了“一种防蓝光 OCA 光学胶”、“防蓝光 OCA 光学双面胶带”的发明专利, 领先于行业。

表 6: 目前有权的 OCA 发名专利情况

序号	专利名称	申请人	申请日期
1	一种无酸 OCA 光学胶、胶带及其制备方法	宁波大榭开发区综研化学有限公司	2012/12/26
2	一种光学透明胶带用无溶剂 UV 固化胶水及其制备和应用	广州慧谷工程材料有限公司	2013/12/20
3	<b>一种防蓝光 OCA 光学胶</b>	<b>苏州斯迪克新材料科技股份有限公司</b>	<b>2014/11/24</b>
4	<b>防蓝光 OCA 光学双面胶带</b>	<b>斯迪克新型材料(江苏)有限公司</b>	<b>2014/12/31</b>
5	一种具有抗电磁波效果的 OCA 光学胶膜及其制备方法	东莞市纳利光学材料有限公司	2015/10/14



序号	专利名称	申请人	申请日期
6	一种具有多层复合OCA胶层的光学膜及其制备方法	东莞市纳利光学材料有限公司	2015/10/14
7	一种超薄OCA光学胶膜及其制备方法	东莞市纳利光学材料有限公司	2015/11/26
8	一种丙烯酸酯OCA光学胶膜及其制备方法和应用	南京汇鑫光电材料有限公司	2016/11/24
9	一种UV阻隔光学胶粘剂以及光学胶膜、触摸屏和显示器	苏州凡赛特材料科技有限公司	2017/3/20
10	一种OCA光学胶及其制备方法	东莞市纳利光学材料有限公司	2017/5/2
11	一种OCA光学胶及其制备方法	东莞市纳利光学材料有限公司	2017/5/9
12	一种OCA光学胶和OCA光学胶膜	东莞市纳利光学材料有限公司	2017/7/14
13	一种OCA光学胶及其制备方法	东莞市纳利光学材料有限公司	2017/8/29
14	一种低粘度光学胶组合物及其制备方法及其用于灌注触摸屏以实现全贴合的用途	深圳市新纶科技股份有限公司	2018/3/15
15	光学压敏胶及其制备方法	苏州凡赛特材料科技有限公司	2018/11/21
16	一种自带撕离拉把的多用途OCA保护膜	东莞市金恒晟新材料科技有限公司	2018/12/20
17	一种高强度稳定型OCA光学胶的制备工艺	苏州鑫河镜业有限公司	2019/9/29
18	一种OCA声学薄膜及其制备方法	苏州市新广益电子有限公司	2019/10/8
19	一种圆孔带遮光黑边的OCA光学胶的制备方法及模切装置	太仓展新胶粘材料股份有限公司	2020/7/22
20	一种边缘遮光的OCA光学胶的制备方法	太仓展新胶粘材料股份有限公司	2020/8/19

数据来源: Baiten, 西南证券整理

产能方面, 公司上市前拥有2条产线可生产OCA。2019年公司IPO募集资金中2.3亿元投入于OCA光学胶膜生产扩建项目, 将在泗洪基地购置3条OCA光学胶膜产品生产线, 项目总投资3.1亿元, 产能2600万平方米/年, 建设期2年。2020年7月公司公告拟新建7000平方米标准化厂房, 购置生产设备、检测设备、无尘车间配套设备等, 建设3条进口OCA光学胶膜生产线, 项目总投资2.8亿元, 产能2600万平/年, 建设期2年。全部达产后, 公司累计OCA生产能力超过5000万平/年, 产能充沛。

图 22: 光学功能涂层膜 100 级生产环境



数据来源: 西南证券

图 23: OCA 光学胶 100 级生产环境



数据来源: 西南证券



**表 7: OCA 扩建产能情况**

序号	项目	项目投资总额 (亿元)	地点	产能	建设期
1	OCA 光学胶膜生产扩建项目	3.11	江苏泗洪	2600 万平/年	24 个月
2	OCA 涂布线技术改造	2.8	江苏泗洪	2600 万平/年	24 个月

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

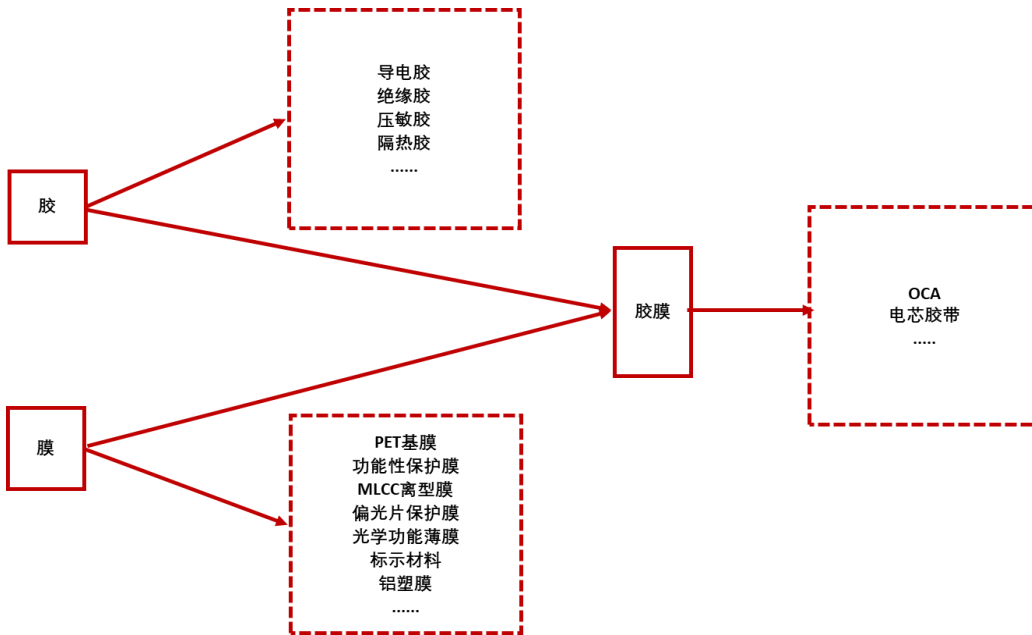
客户方面, 2019 年公司与脸书 (Facebook) 合作开发了触控面板用热固化型 OCA, 应用于 Facebook VR 眼镜显示的固定, 2019 年 11 月处于配合客户部件试制阶段。Facebook VR 眼镜 Oculus Quest 于 2019 年 5 月发布, 2020 年 9 月 Oculus Quest 2 发售, 预售销量是 Quest 1 的 5 倍以上, 预计 2021 销量 700-900 万台, Facebook 的 VR 眼镜是公司 OCA 产品的首秀, 标志着公司产品具备了进入高端、定制客户的能力, 后续有望逐步进入国产品牌供应链。

**图 24: Oculus Quest 2 产品图**


数据来源: 映维网, 西南证券整理

### 3.2 电池材料、MLCC 离型膜等有望多点开花, 成长拐点到来

斯迪克的核心竞争力是研发推动的自我迭代升级, 公司在辅材—主材—高端主材升级迭代的过程中积累了丰富的产品库, OCA 仅是其中一种应用形式。电池材料、MLCC 离型膜、偏光片保护膜等有望多点开花, 贡献显著业绩增量。更长期来看, 公司在产品库不断丰富过程中将持续产生新的应用, 推动长期业绩的持续增长。

**图 25：公司产品在迭代升级中不断丰富**


数据来源：西南证券

### 电池材料：成为特斯拉一级供应商，加速进入电池供应链

锂电池中需要用到多种胶膜材料，如电芯胶带、高温胶带、中止胶带、包覆材料、泡棉减震材料、制程保护膜等等。2019、2020 年公司相关材料收入分别为 242 万元和 778 万元，处于发展初期阶段。2021 年 1 月公司公告了与特斯拉的合作，公司成为特斯拉的一级供应商，签署了“特斯拉圆柱电池电芯内部的胶带”的定价协议，公司承诺了该产品 2021-2024 年以及 2025 年以后满足需方需求数量的供货能力。与特斯拉的合作标志着公司开始加速进入电池领域，考虑到特斯拉电池处于快速自产阶段，未来合作有望持续深化并贡献显著业绩增量。

**表 8：公司电池胶膜相关材料**

产品	用途
电极终止材料	用于聚合物锂电池、圆柱锂电池、方形锂电池、软包锂电池等电芯的终止端固定保护，电芯外壳捆扎密封，防电解液渗漏。
电芯粘接材料	适合于软包锂电池电芯的固定，提高电池的安全性能，采用特种胶黏剂及树脂层，使得胶带具有很好的耐电解液效果
PI 高温胶带	用于锂电池极耳绝缘保护，电芯外部的正负极引线及保护电路的绝缘保护及封装固定，锂电池部件或电池组粘贴、包装、封边及捆扎固定
防火绝缘材料	Nomex 纸基材，具有很好的耐高低温性，用于手机配件绝缘和锂电池绝缘包扎等高强度绝缘保护
电池印刷包装材料	用于数码锂电池包边，黑色涂层有良好的耐酒精、耐摩擦、绝缘等特性。
铝壳绝缘材料	采用无硅 PET 基材，用于铝壳锂电池外壳绝缘保护
制程保护膜	适用于电池干燥/注液/成型/检测等过程保护领域，成型后软包装无褶皱，高温高压后无残胶，油墨码无转印、无断码
电池易拉重工胶带	采用特殊胶层，用于不可拆卸的手机和平板电池的临时固定和永久固定，需要返工的部件固定，长时间粘接后，仍可简单移除，不留残胶

数据来源：公司官网，西南证券整理

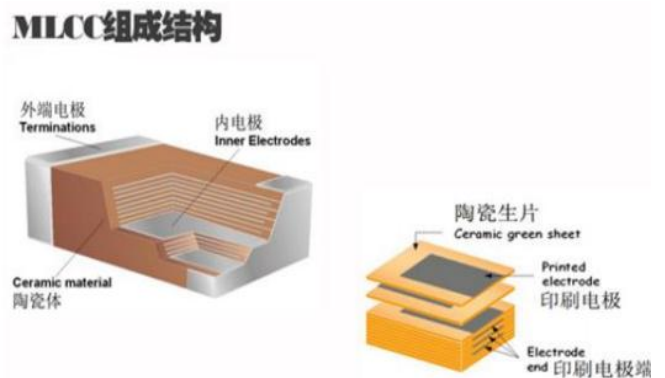
**MLCC 离型膜：规模巨大的市场，进口替代先行者**

片式多层陶瓷电容器（MLCC）由印好电极（内电极）的陶瓷介质膜片以错位的方式叠合起来，经过一次性高温烧结形成陶瓷芯片，再在芯片的两端封上金属层（外电极），从而形成一个类似独石的结构体，故也叫独石电容器，在 MLCC 流延成型过程中，需要将陶瓷浆均匀流延涂布于离型膜表面，经高温干燥、定型后剥离下来，形成陶瓷膜片。整个工艺过程中，离型膜是高消耗品，起到承载陶土层的作用，其厚度均匀，良好的剥离性和光滑性保证干燥后可轻易剥离，不损坏介电层。由于其容量大、寿命高、体积小、耐高温高压、物美价廉，占据了陶瓷电容器 90% 以上市场，被广泛应用于电子、汽车、军工、工业等领域，其消耗量持续稳定增长。

图 26：MLCC 外观



图 27：MLCC 结构

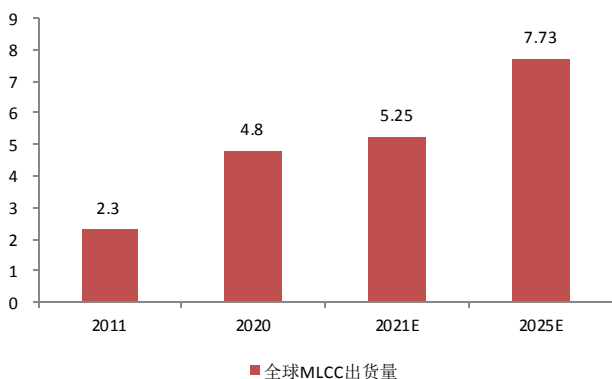


数据来源：产业信息网，西南证券整理

数据来源：产业信息网，西南证券整理

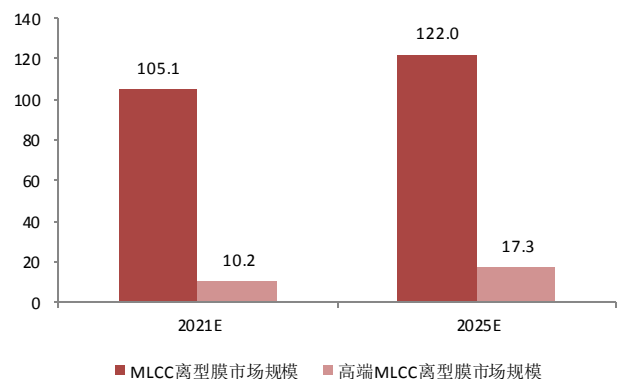
MLCC 离型膜需求伴随 MLCC 需求同步扩张。据日本富士总研预估，各尺寸 MLCC 目前前年消耗规模约 5.25 万亿颗，伴随 5G、消费电子、汽车电子及物联网的快速发展，市场需求规模有望保持 10% 增长，2025 年需求突破 7.7 万亿颗。MLCC 离型膜对应 2021 年的消耗量超 100 亿平米，对应全球市场空间超过 200 亿元，按照国内 MLCC 需求占全球比例 40% 测算，对应国内市场空间约 100 亿元，未来市场空间有望持续增长。

图 28：全球 MLCC 出货量仍保持较快增长趋势（万亿颗）



数据来源：Paumanok，西南证券整理测算

图 29：MLCC 用离型膜需求面积持续保持增长（亿平方米）



数据来源：西南证券整理测算

**表 9：全球 MLCC 用离型膜需求面积测算**

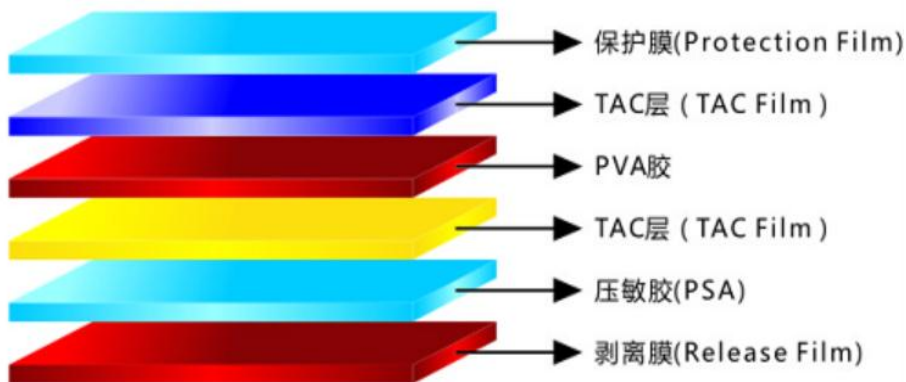
MLCC 常用尺寸规格				2021E	2025E	2021E	2025E	2021E	2025E	
型号	长度 mm	宽度 mm	面积 mm <sup>2</sup>	层数	占比	占比	MLCC 出货量 / 万亿颗	MLCC 用离型膜面积 / 万平米		
01005	0.4	0.2	0.08	1000	3%	5%	0.16	0.39	0.15	0.36
0201	0.6	0.3	0.18		7%	20%	0.37	1.55	0.78	3.27
0402	1	0.5	0.5		30%	30%	1.58	2.32	9.26	13.64
0603	1.6	0.81	1.296	500	60%	45%	3.15	3.48	94.87	104.76
0805	2.01	1.25	2.5125							
1206	3.2	1.6	5.12							
1210	3.2	2.5	8							
1812	4.5	3.2	14.4							
1825	4.5	6.4	28.8							
2225	5.72	6.4	36.608							
合计							<b>5.25</b>	<b>7.73</b>	<b>105.1</b>	<b>122.0</b>

数据来源：风华高科官网产品规格说明，日本富士总研，西南证券整理测算；备注：1.主要选取了 MLCC 常用尺寸规格作为测算依据；2.大规格统一按 1206 规格进行测算；3.考虑 15% 的损耗（含模切及贴合）4.MLCC 发展趋势呈现微型化，高层数趋势。

目前，MLCC 离型膜市场主要由日韩企业占据，包括日本的三井化学、东丽、东洋纺、帝人、三菱化学以及韩国的 SKC。国内企业多处于布局阶段，公司 2020 年 7 月公告“精密离型膜”项目投资计划，拟投资 4.97 亿元建设 8 条高端进口精密离型膜涂布线，累计产能 1.54 亿平，建设期 2 年，全部达产后收入规模预计 6.9 亿元，净利率 20% 左右。

#### 偏光片保护膜：国内需求快速增长，公司快速切入大尺寸领域

偏光片由多层膜复合而成，广泛应用于消费类及工控类电子显示屏面板，其他应用场景还包括太阳眼镜，防眩护目镜，摄影设备的滤光镜，光量控制器等。偏光片的基本结构包括：最中间的 PVA（聚乙烯醇），两层 TAC（三醋酸纤维素）、PSA（压敏胶），离型膜和保护膜。偏光片保护膜其一面涂布有感压胶黏剂，贴合在偏光片上可以保护偏光片本体不受外力损伤。离型膜主要起到保护压敏胶层的作用。

**图 30：偏光片结构图**


数据来源：模切网，西南证券整理

偏光片保护膜作为偏光片制造的主要原材料之一，其市场景气度与下游偏光片市场及面板市场联系紧密，近年来，随着电子屏大屏化趋势明显，偏光片中 80% 以上的需求来自 TFT-LCD，其中又以大尺寸 TFT-LCD 为主。截至 2019 年 9 月，国内 LCD 产线已多达 35 条。此外尚有 7 条 LCD 产线处于建设期中，有望陆续在 2020 年左右投产。预计 2020 年起每年将释放超过 7,000 万平方米 65 寸及更大尺寸面板产能。2020 年国内偏光片市场需求预计将达到 3.68 亿平方米，预计仅 10.5/11 液晶面板生产线每年所释放的大尺寸偏光片需求将达 1.5 亿平方米，中国将成为全球偏光片新增需求最大的市场。目前，包含三利谱、盛波光电，华星光电在内等企业已纷纷建设多条宽幅偏光片生产线，以满足下游大尺寸面板对宽幅偏光片的需求。然而目前 2500mm 以上的宽幅偏光片保护膜现有市场存在空白，发展空间十分广阔。按照目前面板企业产能情况，偏光片年需求量约 4 亿平方年，按照偏光片保护膜 7.5 元/平方价格测算，当前国内偏光片保护膜市场空间约 30 亿元，在建产能若全部释放仍有约 8 亿元的市场增量。

**表 10：中国面板用偏光片需求面积测算（亿平/年）**

面板类型	量产	在建	当前偏光片需求	潜在偏光片需求	合计
LCD	1.66	0.30	3.91	0.71	4.61
OLED	0.09	0.25	0.12	0.36	0.48
合计	-	-	4.03	1.07	5.09

数据来源：各面板公司公告，西南证券整理测算；备注：1.面板面积为截至 2020 年底量产及在建规模数据；2.LCD 面板 1 片需要 2 片偏光片，由于良率较高，考虑 15% 损耗，OLED 面板 1 片配 1 片偏光片，由于良率较低，考虑 30% 损耗。

2020 年 7 月公司公告“偏光片保护膜”项目，拟投资 4.06 亿元建设拟建设 2 条大宽幅离型膜涂布线及 2 条大宽幅保护膜涂布线，产能 1.71 亿平方米/年，建设期 2 年，完全达产后，预计贡献年收入 11.98 亿元，预计利润率 11.5%。其中两条偏光片保护膜涂布线系 2700mm 的宽幅，将填补国内市场空白，不断提升公司在宽幅偏光片保护膜领域的行业地位。

### 3.3 产业链逐步打通，竞争力持续增强

斯迪克所涉及的领域主要是胶、膜以及胶膜的复合材料。胶、膜既是产品也是胶膜复合产品的原材料，以 OCA 为例，OCA 是一层胶上下覆盖两层离型膜形成的复合产品。公司拥有较强的胶、膜研发和生产能力，在向高端胶膜材料迈进的过程中，核心技术掌握在自己手中，既可根据客户定制需求调配不同属性的胶、膜，亦可开发出不同类型的胶膜复合产品，同时具备较强的生产成本优势。

**表 11：同类企业特征**

类型	胶	膜	企业竞争力	生产成本
低端	外购	外购	本质上属于涂覆厂，竞争力弱，很难涉及高端胶膜领域	由于原材料外购，生产成本高
普通	自产	外购	拥有部分自研产品能力，能够形成一定的产品库，竞争力较强，但在某些高端产品中容易受到材料限制	部分原材料自产，生产成本一般，工艺可以部分改进升级
普通	外购	自产	拥有部分自研产品能力，能够形成一定的产品库，竞争力较强，但在某些高端产品中容易受到材料限制	部分原材料自产，生产成本一般，工艺可以部分改进升级
高端	自产	自产	核心原材料自研自产，可以在研发过程中形成庞大产品库，也可以根据客户需要进行产品定制化，竞争力最强	原材料自产，生产成本低，工艺可以不断改进升级

数据来源：西南证券整理

公司上市以来投资规划了 10 个项目，总投资超过 30 亿元，其中两个“功能性 PET 光学膜”项目、“精密离型膜项目”、“供胶系统技术改造”、“PVD 磁控溅射膜类产品”项目均主要用于提高原材料自制水平，打通高端胶膜产品产业链。后续随着项目投产，公司可以实现大量高端产品的原材料自供，同时也能为胶膜产品的研发推进打下坚实基础，持续丰富公司产品库。

**表 12：公司扩产规划**

时间	项目名称	投资金额 (万元)	产能	投资目的	建设期 (月)
2021/5/8	功能性 PET 光学膜	38000	2.5 万吨	<b>提高原材料自制水平：</b> 扩大产品生产能力，降低生产成本。5 万吨可覆盖全部生产，在满足自用的前提下，公司将剩余生产力充分利用对外销售 PET 产品，从成本来看，PET 膜占电子级黏胶材料 7%左右，占功能性薄膜材料成本 37%左右，可实现降本增效	17
2021/3/13	功能性 PET 光学膜	28000	2.5 万吨		17
2021/3/13	PVD 磁控溅射膜类产品	6670	23 万平	<b>提高原材料自制水平、扩品类：</b> 使公司具备有机/无机功能复合薄膜的研发和生产能力，促进公司的技术升级，提高产品附加值，从而提升公司的盈利能力	12-24
2020/7/1	精密离型膜	49686	15396 万平	<b>提高原材料自制水平、扩产：</b> 扩大精密离型膜市场的占有率和品牌影响力；国产替代	24
2020/7/1	功能性胶带项目	33647	18600 万平	<b>扩产：</b> 打破现有产能瓶颈；设备更新升级	24
2020/7/1	BOPP 胶带涂布线 技术改造	6810	6 万吨	<b>扩产：</b> 降低生产成本，扩大竞争优势，抢占市场份额，提升公司综合竞争实力	12
2020/7/1	供胶系统技术改造	18000	11 万吨	<b>提高原材料自制水平：</b> 提高高分子粘弹体的合成和后处理能力，从而完成产业规模和能力的提升	24
2020/7/1	偏光片保护膜	40550.67	17107 万平	<b>扩品类：</b> 提高公司产品多样性，强化公司功能性胶带生产能力，进一步优化产品结构并提高公司的综合竞争力和盈利能力，目前 2500mm 以上的宽幅偏光片保护膜现有市场存在空白，项目实施后，公司将拥有两条 2700mm 宽幅偏光片保护膜涂布线以及国内外先进的配套设备，并转化为宽幅偏光片保护膜的生产能力	24
2020/7/1	OCA 涂布线技术改造	28000	2600 万平	<b>扩产：</b> 实现对于国外高端产品的进口替代	24
2019/11/12	OCA 光学胶膜生产 扩建项目	31119	2600 万平	<b>扩产：</b> 提高高端产品制造能力，实现进口替代；顺应行业发展趋势，提升公司行业地位	24

数据来源：公司公告，西南证券整理



## 4 大幅股权激励目标，彰显“雄心壮志”

2021年7月16日公司发布新一期股权激励方案，拟向全部高管团队—副总经理王芸、董事兼财务总监吴江、副总经理基险峰、副总经理杨比、副总经理华佳明、副总经理兼董秘吴晓艳、副总经理倪建国；以及中层管理人员和核心技术团队共126人授予限制性股票173.5万股，占公司股本的0.91%；预留43.25万股，占公司总股本的19.95%。

表 13：公司股权激励对象

序号	姓名	国籍	职务	获受股票数量	占本次激励计划的比例	占总股本的比例
1	王芸	中国	副总经理	5.00	2.3068%	0.0263%
2	吴江	中国	董事、财务总监	4.50	2.0761%	0.0237%
3	基险峰	中国	副总经理	4.50	2.0761%	0.0237%
4	杨比	中国	副总经理	4.00	1.8454%	0.0211%
5	华佳明	中国	副总经理	4.00	1.8454%	0.0211%
6	吴晓艳	中国	副总经理、董事会秘书	3.00	1.3841%	0.0158%
7	倪建国	中国	副总经理	3.00	1.3841%	0.0158%
8	梁国全	中国台湾	中层管理人员	5.00	2.3068%	0.0263%
9	其他中层管理人员、核心技术（业务）骨干（118人）			140.5	64.8212%	0.7394%
首次授予合计（126人）				173.5	80.0461%	0.9131%
预留部分				43.25	19.9539%	0.2276%
合计				216.75	100.0000%	1.1407%

数据来源：公司公告，西南证券整理

本次股权激励目标分5个解锁期，每期解锁20%，解锁的业绩考核目标以扣除非经常损益后的净利润，并剔除本次及其他股权激励计划股份支付费用影响的数值作为计算依据，2021年-2025年考核的扣非后净利润增长率相对于2020年分别增长80%、150%、250%、400%和600%，考虑股权激励费用后，对应2021-2025年扣非净利润同比增速分别为64%、40%、48%、46%和41%，增长目标较高，彰显公司发展信心和未来业务拓展的“雄心壮志”。

表 14：公司股权激励目标

归属期	业绩考核目标
首次授予的限制性股票 第一个归属期	以2020年净利润为基数，公司2021年净利润增长率不低于80%
首次授予的限制性股票 第二个归属期	以2020年净利润为基数，公司2022年净利润增长率不低于150%
首次授予的限制性股票 第三个归属期	以2020年净利润为基数，公司2023年净利润增长率不低于250%
首次授予的限制性股票 第四个归属期	以2020年净利润为基数，公司2024年净利润增长率不低于400%
首次授予的限制性股票 第五个归属期	以2020年净利润为基数，公司2025年净利润增长率不低于600%

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 15：公司股权激励目标同比增速情况

项目	金额
2020年扣非后利润（亿元）	1.02
2020年非经常性损益（亿元）	0.79
2020年股权激励费用（亿元）	0.1
考核的基数（亿元）	1.13



项目	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
扣非净利润考核目标 (亿元)	2.03	2.83	3.96	5.65	7.91
——同比增速	80.00%	38.89%	40.00%	42.86%	40.00%
第一期股权激励费用摊销 (亿元)	0.20	0.10	0.04		
第二期 (本次) 股权激励费用摊销 (亿元)	0.07	0.18	0.10	0.06	0.03
报表体现的扣非净利润 (亿元)	1.83	2.61	3.85	5.60	7.88
——同比增速	61.99%	42.74%	47.21%	45.66%	40.72%
假设年非经为 0.79 亿不变的净利润 (亿元)	2.62	3.40	4.64	6.39	8.67
——同比增速	43.98%	29.86%	36.25%	37.88%	35.69%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 关键假设:

**假设 1: 功能性薄膜材料:** 伴随 MLCC 离型膜、电芯胶带、电池材料、偏光片保护膜等产品投放, 整体功能性薄膜材料销量和价格预计均有提升, 假设各项产品产能投产和客户导入进度正常, 销售端 2021-2023 年增速分别为 30%/45%/45% 的增长, 对应毛利率水平分别为 26%/29%/31%。

**假设 2: 电子级胶粘剂:** 公司突破高端 OCA 光学胶, 客户数量持续增加, 预计电子级胶粘材料 2021-2023 年销量增速 40%/45%/45% 的增长, 毛利率水平分别为 49%/48.5%/48%

**假设 3: 薄膜包装材料:** 伴随 BOPP 胶带涂布线改造项目逐渐释放产能, 预计 2021-2023 年销量增速 60%/5%/0% 的增长, 毛利率水平相对稳定, 我们预期 2021-2023 年将保持 2020 年水平即 3.5% 左右。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

**表 16: 分业务收入及毛利率**

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>合计</b>				
营业收入	1539.5	2128.5	2784.2	3686.5
yoy	7.5%	38.3%	30.8%	32.4%
营业成本	1152.6	1587.9	1989.3	2528.5
毛利率	25.1%	25.4%	28.5%	31.4%
<b>功能性薄膜材料</b>				
收入	592.57	770.3	1117.0	1619.6
yoy	17.7%	30.0%	45.0%	45.0%
成本	450.49	570.1	793.1	1117.6
毛利率	24.0%	26.0%	29.0%	31.0%
<b>电子级胶粘材料</b>				
收入	426.40	597.0	865.6	1255.1
yoy	1.4%	40.0%	45.0%	45.0%

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
成本	219.37	304.4	445.8	652.7
毛利率	48.6%	49.0%	48.5%	48.0%
<b>薄膜包装材料</b>				
收入	386.55	618.5	649.4	649.4
yoy	-7.0%	60.0%	5.0%	0.0%
成本	372.95	596.8	626.7	626.7
毛利率	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
<b>热复合管理材料</b>				
收入	42.32	46.6	51.2	56.3
yoy	85.1%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	40.26	39.6	43.0	46.8
毛利率	4.9%	15.0%	16.0%	17.0%
<b>其他业务</b>				
收入	91.6	96.2	101.0	106.1
yoy	31.2%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	69.5	77.0	80.8	84.8
毛利率	24.1%	20.0%	20.0%	20.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.6、3.5 和 5.3 亿元, 复合增速 43%, 对应估值 37、27、18 倍。公司作为国产高端材料的领军企业, 长期业绩增长动力足, 短期处于业绩拐点期, 未来增速较快。我们给予公司 2021 年 45 倍估值, 对应目标价 61.65 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 17: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
603212	赛伍技术	27.90	0.49	0.98	1.39	1.76	56.94	28.47	20.07	15.85
688299	长阳科技	31.60	0.63	0.95	1.38	1.77	50.16	33.26	22.90	17.85
300566	激智科技	26.62	0.88	1.13	1.58	1.93	30.25	23.56	16.85	13.79
002585	双星新材	20.66	0.62	0.93	1.19	1.61	33.32	22.22	17.36	12.83
601208	东材科技	14.40	0.28	0.49	0.79	1.08	51.43	29.39	18.23	13.33
<b>平均值</b>							<b>44.42</b>	<b>27.38</b>	<b>19.08</b>	<b>14.73</b>

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 6 风险提示

新产品开发导入不及预期风险, 产能投放和消化不及预期风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1539.46	2128.53	2784.21	3686.54	净利润	180.68	260.01	352.43	530.67
营业成本	1152.57	1587.86	1989.34	2528.48	折旧与摊销	94.18	179.77	302.97	410.97
营业税金及附加	11.00	15.80	20.94	27.86	财务费用	38.68	56.15	88.49	104.84
销售费用	31.91	46.83	69.61	92.16	资产减值损失	-3.26	0.00	0.00	0.00
管理费用	92.53	234.14	320.18	435.01	经营营运资本变动	-20.36	-91.38	-160.17	-278.20
财务费用	38.68	56.15	88.49	104.84	其他	-96.93	-1.82	0.37	0.44
资产减值损失	-3.26	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>192.97</b>	<b>402.73</b>	<b>584.08</b>	<b>768.71</b>
投资收益	0.39	0.00	0.00	0.00	资本支出	-558.22	-1500.00	-1500.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-111.25	10.38	-1.04	-0.76
其他经营损益	0.00	110.00	110.00	110.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-669.47</b>	<b>-1489.62</b>	<b>-1501.04</b>	<b>-1000.76</b>
<b>营业利润</b>	<b>238.31</b>	<b>297.75</b>	<b>405.65</b>	<b>608.18</b>	短期借款	326.02	1296.40	1188.58	587.84
其他非经营损益	-31.49	-2.29	-5.16	-5.15	长期借款	225.18	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>206.83</b>	<b>295.46</b>	<b>400.49</b>	<b>603.04</b>	股权融资	51.24	0.00	0.00	0.00
所得税	26.15	35.46	48.06	72.36	支付股利	-11.68	-36.33	-52.00	-70.49
净利润	180.68	260.01	352.43	530.67	其他	61.37	-262.28	-88.49	-104.84
少数股东损益	-0.95	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>652.13</b>	<b>997.79</b>	<b>1048.09</b>	<b>412.51</b>
归属母公司股东净利润	181.63	260.01	352.43	530.67	<b>现金流量净额</b>	<b>174.47</b>	<b>-89.10</b>	<b>131.13</b>	<b>180.47</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	514.81	425.71	556.84	737.31	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	643.07	795.05	1028.07	1360.50	销售收入增长率	7.45%	38.26%	30.80%	32.41%
存货	217.76	236.35	276.32	351.36	营业利润增长率	117.00%	24.94%	36.24%	49.93%
其他流动资产	83.29	42.63	55.77	73.84	净利润增长率	62.64%	43.91%	35.55%	50.58%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	52.77%	43.78%	49.36%	41.01%
投资性房地产	17.30	6.92	7.96	8.72	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1437.70	2775.65	3990.40	4597.15	毛利率	25.13%	25.40%	28.55%	31.41%
无形资产和开发支出	171.97	154.39	136.82	119.25	三费率	10.60%	15.84%	17.18%	17.14%
其他非流动资产	117.09	116.94	116.79	116.64	净利率	11.74%	12.22%	12.66%	14.39%
<b>资产总计</b>	<b>3202.97</b>	<b>4553.64</b>	<b>6168.97</b>	<b>7364.77</b>	ROE	14.34%	17.51%	19.74%	23.64%
短期借款	866.77	2163.17	3351.76	3939.60	ROA	5.64%	5.71%	5.71%	7.21%
应付和预收款项	324.45	395.45	515.76	654.13	ROIC	12.65%	10.43%	9.67%	10.89%
长期借款	225.18	225.18	225.18	225.18	EBITDA/销售收入	24.11%	25.07%	28.63%	30.49%
其他负债	526.70	285.32	291.32	300.72	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1943.10</b>	<b>3069.12</b>	<b>4384.01</b>	<b>5119.63</b>	总资产周转率	0.58	0.55	0.52	0.54
股本	118.75	190.01	190.01	190.01	固定资产周转率	2.17	1.61	1.13	1.11
资本公积	576.76	505.51	505.51	505.51	应收账款周转率	2.88	3.40	3.42	3.45
留存收益	605.51	829.19	1129.62	1589.81	存货周转率	6.56	6.91	7.70	8.00
归属母公司股东权益	1259.77	1484.42	1784.85	2245.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	72.83%	—	—	—
少数股东权益	0.10	0.10	0.10	0.10	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1259.88</b>	<b>1484.53</b>	<b>1784.96</b>	<b>2245.14</b>	资产负债率	60.67%	67.40%	71.07%	69.52%
负债和股东权益合计	3202.97	4553.64	6168.97	7364.77	带息债务/总负债	56.20%	77.82%	81.59%	81.35%
					流动比率	1.01	0.58	0.49	0.55
					速动比率	0.86	0.49	0.42	0.47
					股利支付率	6.43%	13.97%	14.76%	13.28%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.96	1.37	1.85	2.79
					每股净资产	6.63	7.81	9.39	11.82
					每股经营现金	1.02	2.12	3.07	4.05
					每股股利	0.06	0.19	0.27	0.37
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	371.17	533.67	797.11	1123.99					
PE	53.35	37.27	27.50	18.26					
PB	7.69	6.53	5.43	4.32					
PS	6.29	4.55	3.48	2.63					
EV/EBITDA	17.98	21.58	15.77	11.54					
股息率	0.12%	0.37%	0.54%	0.73%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1

用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn