

二季度业绩超预期，产品结构优化趋势明显

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年中报，报告期内实现收入 10.3 亿元，同比+8.2%，实现归母净利润 9095 万元，同比+33.7%，实现扣非净利润 7994 万元，同比+91.9%。上半年毛利率为 27.2%，同比提升 5.2 个百分点。二季度实现收入 5.5 亿元，同比基本持平，环比+15.5%，实现归母净利润 7319 万元，同比+17.9%，环比+312.1%，实现扣非净利润 6664 万元，同比+67.4%，环比+401.4%。
- **电子级胶粘材料收入占比已达 43.1%，下游出货高增与产能建设推进高端产品持续放量:** 上半年公司电子级胶粘材料收入为 4.4 亿元，同比+66.5%，毛利率为 41.5%，同比基本持平，收入占比达 43.1%，毛利占比达 65.8%，2021 年 H1 该项业务收入与毛利占比分别为 28.0%/52.2%。电子级胶粘材料收入增长明显，该板块产品主要包括光学级压敏胶/高性能压敏胶/导电材料/屏蔽材料/绝缘材料，其中光学级压敏胶主要为 OCA 系列产品。招股说明书中显示 2019 年时公司已拥有触控面板用热固化型 OCA 产品的技术储备，应用于脸书(Facebook) VR 眼镜显示的固定，而 2022 年上半年可穿戴设备出货量表现亮眼，根据 IDC 数据，2021 年全球 AR/VR 头显出货量达 1123 万台，同比+92.1%，其中 VR 为 1095 万台；2022 年 Q1 全球 VR 出货量同比+241.6%，预期全年出货量将同比+26.6%至 1390 万台，报告期内 OCA 募投项目已经转固，OCA 光学胶膜生产扩建项目进度为 97%，已经转固但暂未开始使用，预计下半年该部分产能将充分贡献业绩增量，另有 OCA 涂布线技术改造项目进度为 92%。下游出货高增长叠加产能扩张，OCA 放量将提升公司盈利能力。
- **离型膜项目建设将优化功能性薄膜材料产品结构，薄膜包装材料成本控制良好:** 上半年公司功能性薄膜材料收入为 2.6 亿元，同比-29.1%，毛利率为 23.0%，同比基本持平，系公司整体产品结构调整所致；功能性薄膜材料中包括精密离型膜产品，中报显示精密离型膜工程进度为 70%，该项目建设 8 条进口涂布线，根据公司公告建成后贡献年收入 6.9 亿元，净利润 1.6 亿元。公司薄膜包装材料收入为 2.6 亿元，同比+4.0%，毛利率同比提升 5.6 个百分点，该板块产品为 BOPP 压敏胶带，根据卓创资讯，2022H1BOPP 均价为 11046 元/吨，同比基本持平，原材料价格不变下毛利率提升彰显公司成本把控能力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.89 元、1.30 元、1.89 元，未来三年归母净利润将保持 39.98%的复合增长率。公司作为功能性涂层材料龙头，产品结构持续优化，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨、在建项目不及预期、下游需求不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1984.16	2395.36	3272.42	4520.79
增长率	28.89%	20.72%	36.62%	38.15%
归属母公司净利润(百万元)	209.94	269.90	394.65	575.78
增长率	15.59%	28.56%	46.22%	45.89%
每股收益 EPS(元)	0.69	0.89	1.30	1.89
净资产收益率 ROE	13.95%	15.66%	9.12%	22.48%
PE	49	38	26	18
PB	6.94	6.01	5.02	4.04

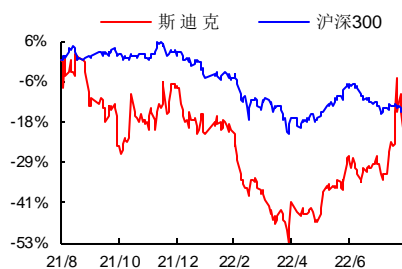
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 程磊
执业证号: S1250521090001
电话: 021-58351912
邮箱: chlei@swsc.com.cn

分析师: 陈中亮
执业证号: S1250522070001
电话: 021-58351909
邮箱: czlyf@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)	3.04
流通 A 股(亿股)	1.69
52 周内股价区间(元)	24.71-65.18
总市值(亿元)	103.44
总资产(亿元)	40.42
每股净资产(元)	7.39

相关研究

1. 斯迪克(300806): 三季报符合预期，产品高端化持续推进 (2021-10-27)

关键假设：

假设 1：2022 年中报显示，精密离型膜项目工程进度为 70%，随着其投产 2022-2024 年功能性薄膜材料收入增速分别为 15%/40%/40%，产品结构优化下 2022-2024 年毛利率分别为 25%/27%/29%。

假设 2：电子级胶粘材料中 OCA 产品放量进度较快，考虑到 OCA 募投项目/光学胶膜生产扩建项目/涂布线技术改造项目进展与下游市场规模增长，假设 2022-2024 年该板块收入增速为 45%/50%/50%，毛利率分别为 44%/45%/45%。

假设 3：2022 年 H1 薄膜包装材料毛利率提升至 9.6%，假设 2022-2024 年该板块毛利率均为 10%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
功能性薄膜材料	收入	566.08	651.0	911.4	1275.9
	增速	-4.5%	15.0%	40.0%	40.0%
	成本	440.88	488.2	665.3	905.9
	毛利率	22.1%	25.0%	27.0%	29.0%
电子级胶粘材料	收入	667.88	968.4	1452.6	2179.0
	增速	56.6%	45.0%	50.0%	50.0%
	成本	336.05	542.3	799.0	1198.4
	毛利率	49.7%	44.0%	45.0%	45.0%
薄膜包装材料	收入	548.58	603.4	724.1	869.0
	增速	41.9%	10.0%	20.0%	20.0%
	成本	507.43	543.1	651.7	782.1
	毛利率	7.5%	10.0%	10.0%	10.0%
热复合管理材料	收入	44.81	62.7	69.0	75.9
	增速	5.9%	40.0%	10.0%	10.0%
	成本	42.55	53.3	58.7	64.5
	毛利率	5.0%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务	收入	156.8	109.8	115.2	121.0
	增速	71.1%	-30.0%	5.0%	5.0%
	成本	122.3	87.8	92.2	96.8
	毛利率	22.0%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	1984.2	2395.4	3272.4	4520.8
	增速	28.9%	20.7%	36.6%	38.1%
	成本	1449.2	1714.8	2266.8	3047.7
	毛利率	27.0%	28.4%	30.7%	32.6%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1984.16	2395.36	3272.42	4520.79	净利润	208.40	269.90	394.65	575.78
营业成本	1449.24	1714.80	2266.84	3047.75	折旧与摊销	92.35	225.43	369.45	485.38
营业税金及附加	12.63	17.00	23.13	31.39	财务费用	35.53	40.72	55.63	76.85
销售费用	49.20	59.88	81.81	113.02	资产减值损失	-4.30	0.00	0.00	0.00
管理费用	119.97	383.26	523.59	723.33	经营营运资本变动	14.99	-95.31	-135.68	-306.33
财务费用	35.53	40.72	55.63	76.85	其他	24.26	-1.99	0.56	0.67
资产减值损失	-4.30	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	371.22	438.76	684.60	832.35
投资收益	0.13	0.00	0.00	0.00	资本支出	-915.49	-1500.00	-1500.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	19.76	4.60	-1.33	-0.68
其他经营损益	0.00	110.00	110.00	110.00	投资活动现金流净额	-895.73	-1495.40	-1501.33	-1000.68
营业利润	241.44	289.71	431.42	638.45	短期借款	124.28	1146.47	1101.75	573.79
其他非经营损益	-1.46	17.00	17.05	15.84	长期借款	705.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	239.98	306.71	448.47	654.29	股权融资	32.72	0.00	0.00	0.00
所得税	31.58	36.81	53.82	78.51	支付股利	-23.75	-41.99	-53.98	-78.93
净利润	208.40	269.90	394.65	575.78	其他	-487.88	-92.59	-55.63	-76.85
少数股东损益	-1.54	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	350.92	1011.89	992.13	418.01
归属母公司股东净利润	209.94	269.90	394.65	575.78	现金流量净额	-174.25	-44.75	175.41	249.67
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	523.82	479.07	654.48	904.16	成长能力				
应收和预付款项	747.29	921.81	1197.55	1665.02	销售收入增长率	28.89%	20.72%	36.62%	38.15%
存货	342.62	254.44	314.02	422.68	营业利润增长率	1.31%	19.99%	48.92%	47.99%
其他流动资产	96.99	87.04	118.54	163.38	净利润增长率	15.34%	29.51%	46.22%	45.89%
长期股权投资	13.89	13.89	13.89	13.89	EBITDA 增长率	-0.50%	50.51%	54.09%	40.19%
投资性房地产	16.32	11.72	13.04	13.73	获利能力				
固定资产和在建工程	2238.31	3532.35	4682.37	5216.45	毛利率	26.96%	28.41%	30.73%	32.58%
无形资产和开发支出	186.60	167.20	147.81	128.41	三费率	10.32%	20.20%	20.20%	20.20%
其他非流动资产	424.79	424.72	424.65	424.57	净利率	10.50%	11.27%	12.06%	12.74%
资产总计	4590.63	5892.24	7566.36	8952.29	ROE	13.95%	15.66%	19.12%	22.48%
短期借款	991.05	2137.52	3239.27	3813.06	ROA	4.54%	4.58%	5.22%	6.43%
应付和预收款项	593.06	587.98	808.26	1104.48	ROIC	9.42%	8.05%	8.47%	9.96%
长期借款	930.73	930.73	930.73	930.73	EBITDA/销售收入	18.61%	23.21%	26.17%	26.56%
其他负债	581.92	512.72	524.14	543.22	营运能力				
负债合计	3096.77	4168.96	5502.41	6391.49	总资产周转率	0.51	0.46	0.49	0.55
股本	189.93	303.88	303.88	303.88	固定资产周转率	2.27	1.39	1.08	1.15
资本公积	538.32	424.36	424.36	424.36	应收账款周转率	3.26	3.17	3.42	3.52
留存收益	791.70	1019.62	1360.29	1857.13	存货周转率	5.10	5.67	7.89	8.19
归属母公司股东权益	1490.96	1720.37	2061.04	2557.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.20%	—	—	—
少数股东权益	2.91	2.91	2.91	2.91	资本结构				
股东权益合计	1493.87	1723.28	2063.95	2560.80	资产负债率	67.46%	70.75%	72.72%	71.40%
负债和股东权益合计	4590.63	5892.24	7566.36	8952.29	带息债务/总负债	62.06%	73.60%	75.79%	74.22%
					流动比率	1.02	0.63	0.56	0.63
					速动比率	0.82	0.54	0.48	0.55
					股利支付率	11.31%	15.56%	13.68%	13.71%
					每股指标				
					每股收益	0.69	0.89	1.30	1.89
					每股净资产	4.91	5.66	6.78	8.42
					每股经营现金	1.22	1.44	2.25	2.74
					每股股利	0.08	0.14	0.18	0.26
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	369.32	555.86	856.50	1200.69					
PE	49.27	38.33	26.21	17.97					
PB	6.94	6.01	5.02	4.04					
PS	5.21	4.32	3.16	2.29					
EV/EBITDA	20.15	22.44	15.64	11.42					
股息率	0.23%	0.41%	0.52%	0.76%					

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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

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 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn