

斯迪克 (300806)

功能性复合材料领军者,VR 与新能源动力足 买入 (首次)

2022 年 11 月 08 日

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 唐权喜

执业证书: S0600522070005

tangqx@dwzq.com.cn

研究助理 金晶

执业证书: S0600122090062

jinj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,984	2,273	2,947	3,960
同比	29%	15%	30%	34%
归属母公司净利润 (百万元)	210	245	386	621
同比	16%	17%	58%	61%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.69	0.81	1.27	2.05
P/E (现价&最新股本摊薄)	37.60	32.25	20.47	12.72

#产能扩张 #产品结构变动带来利润率上升 #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **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,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。公司产品已经通过国内外知名品牌终端的认证,并与行业知名组装厂建立了长期稳固的合作关系。同时公司研发力度大,不断进行产业链横向纵向延伸,拓宽产品线并降低成本。
- **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,2022 上半年该部分营收超 43%,毛利率高达 42%,已经供货国内外知名客户。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,不断提高高端产品占比。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 VR 及手机终端品牌实现突破,同时借助成本优势切入白牌和返修市场,起量后有望切入更多国产手机厂商,有望引领 OCA 光学胶国产替代;同时 VR 光学 pancake 创新也为公司带来更多切入机遇。
- **功能性薄膜材料结构升级,国产替代趋势明确。**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,2022 年该产品市场规模超百亿元。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,并通过进一步改善工艺、研发高毛利新产品获得更优毛利率,实现量价齐升。同时,公司离型膜项目进展顺利,将有助于持续升级产品结构,提升盈利能力。
- **新能源车带来功能性复合材料广阔需求空间。**当前功能性材料主要应用领域以汽车电子及新能源汽车电池两部分应用为主,主要涉及到汽车电子导电材料、阻燃材料以及能源电池的固定胶带、高性能导热界面材料等。公司主要竞争对手为海外供应商,例如日东、寺冈等,目前公司所占的市场份额尚较低。公司已成为国际大客户的一级供应商,签署了“圆柱电池电芯内部的胶带”的定价协议,与新能源车国际大客户的合作标志着公司开始加速进入电池领域,考虑到国际大客户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。
- **盈利预测与投资评级:**我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.81、1.27、2.05 元,当前市值对应 PE 分别为 32/20/13 倍,首次覆盖给予“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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.01
一年最低/最高价	21.25/64.88
市净率(倍)	4.76
流通 A 股市值(百万元)	4,380.95
总市值(百万元)	7,894.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.47
资产负债率(% ,LF)	71.22
总股本(百万股)	303.51
流通 A 股(百万股)	168.43

相关研究

内容目录

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
1.3. 募投项目助力公司向上游延伸，提升自制率打通产业链.....	8
2. OCA 持续突破，消费电子创新带来增量机遇	9
2.1. OCA 光学胶成长空间大，公司拓展路径清晰	9
2.1.1. OCA 光学胶应用领域广泛，国际巨头占据主导	9
2.1.2. 公司 OCA 光学胶成本优势明显，有望逐步突破	15
2.2. 电子级胶粘材料持续拓展重点客户及产品.....	16
2.3. VR 光学创新为公司带来新机遇	19
3. 功能性薄膜材料结构升级，国产替代趋势明确	21
3.1. 功能性薄膜材料国产替代趋势确定.....	21
3.2. 公司离型膜项目有望优化功能性薄膜材料结构.....	23
4. 新能源车空间广阔，公司有望新增增长点	25
4.1. 新能源车市场广阔，功能性材料应用广泛.....	25
4.2. 公司已进入国际大客户供应链，新能源车领域大有可为.....	26
5. 盈利预测与投资建议	26
5.1. 盈利预测.....	26
5.2. 投资建议.....	28
6. 风险提示	28

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:	公司针对终端大客户开展新产品“嵌入式研发”	7
图 7:	公司 2019 年上半年主要模切厂客户	7
图 8:	公司产品通过了多个知名品牌终端认证	8
图 9:	智能手机生产需要多种类功能性涂层复合材料	9
图 10:	原材料自制有望显著降低成本 (成本构成百分比)	9
图 11:	OCA 国内外企业	10
图 12:	全球智能手机出货量持续提升	11
图 13:	全抗眩光 OCA 光学胶性能提升要求	11
图 14:	全球 OLED 显示面板快速渗透	12
图 15:	OCA 光学胶在柔性 OLED 中应用	12
图 16:	全球折叠屏手机出货量预测 (万部)	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:	头部品牌产品迭代推动 VR 短期销量高增长	14
图 23:	OCA 光学胶市场空间测算	15
图 24:	境内厂商在电视面板市场占有较大份额(2021)	15
图 25:	中国厂商在智能手机市场占有份额(3Q22)	15
图 26:	OCA 光学胶膜结构	16
图 27:	公司光学级胶产品售价及毛利水平	16
图 28:	公司铜箔导电胶高端产品	16
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	17
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	18
图 33:	公司电子级胶粘材料产品技术储备	19
图 34:	菲涅尔透镜光学原理图	19
图 35:	短焦方案 (折叠光路) 光学原理图	19
图 36:	Pancake 方案所需光学膜材及要求	20
图 37:	功能性薄膜材料细分产品主要用途	21
图 38:	功能性薄膜材料工艺流程与产品构成	21
图 39:	保护材料在智能手机制造过程中的应用	22
图 40:	2022 年功能性薄膜材料市场空间预测	22
图 41:	华为、荣耀及 OVM 合计出货量 (单位: 百万台)	23
图 42:	全球 OEM/ODM 龙头国内制造基地分布情	23

图 43: 功能性薄膜材料销售收入及毛利率 (单位: 百万元)23

图 44: 几款高单位售价、高毛利率的新产品销售金额逐渐增加 (单位: 元/平米)24

图 45: 公司精密离型膜种类及作用25

图 46: 全球和中国新能源车销量预测25

图 47: 功能性材料在新能源车应用25

图 48: 汽车电子各类元器件26

图 49: 汽车电子占成本比重持续提升26

表 1: 光学各实现路径优缺点对比20

表 2: 公司分业务预测27

表 3: 可比公司估值 (截至 2022 年 11 月 7 日)28

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、薄膜包装材料和高分子聚合材料等五大类。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 2022 年中，公司拥有专利 596 项，其中发明专利 221 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，公司产品已经通过国际大客户、国内大客户、三星、松下、LG、OPPO、戴尔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

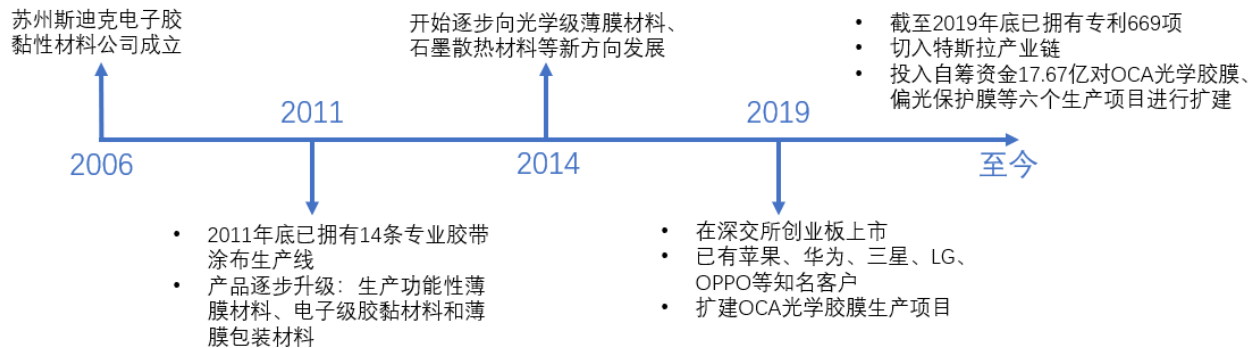


数据来源：公司公告、招股说明书、东吴证券研究所

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，成功切入国际大客户、国内大客户、

三星等知名客户产业链，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。

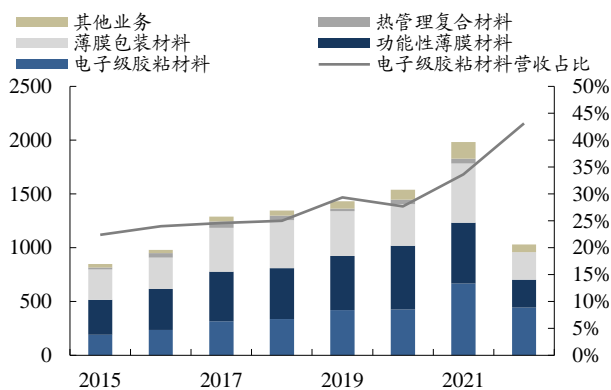
图2：公司历史沿革



数据来源：公司公告、招股说明书、东吴证券研究所

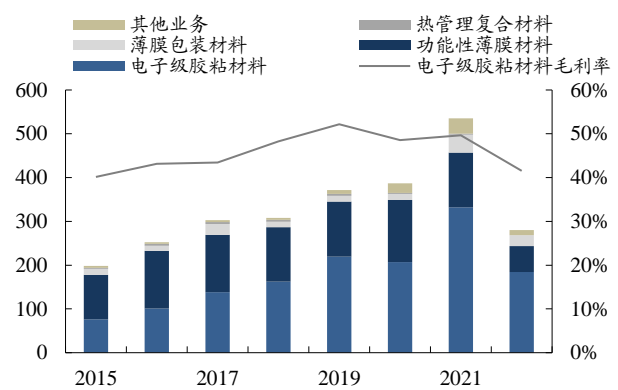
功能性薄膜材料营收平稳，电子级胶粘材料发展迅速。功能性薄膜材料营业收入平稳，占总营收比例始终超过 25%。电子级胶粘材料发展迅速，占公司总营收比例由 2015 年的 22% 增长至 2019 年的 29%，超过薄膜包装材料成为公司营收第二大的产品；同时，电子级胶粘材料的毛利率呈现明显上升趋势，自 2015 年的 40.1% 上升至 2021 年的 49.7%，自 2018 年起持续贡献公司近半毛利，是公司利润增长的重要支撑。

图3：公司各产品营收情况（单位：百万元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图4：公司各产品毛利水平（单位：百万元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

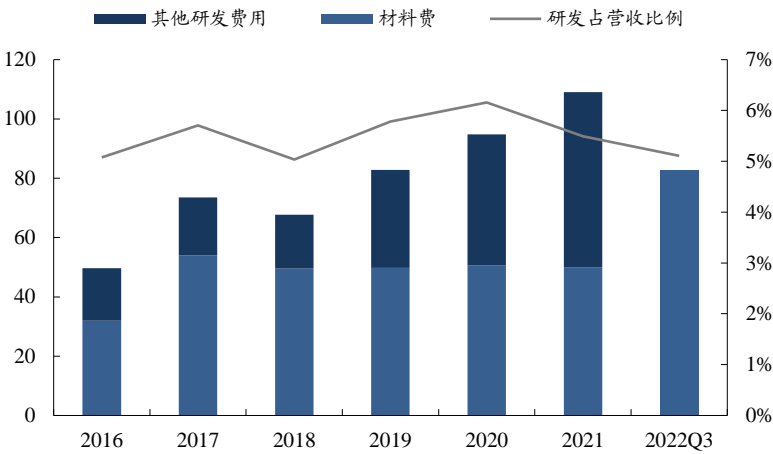
1.2. 公司研发投入力度大，核心竞争优势明显

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，2021 年研发费用达 1.09 亿元，5 年 CAGR 为 17%。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。截止

22Q3，研发费用率为 5.11%，公司研发投入力度不减。

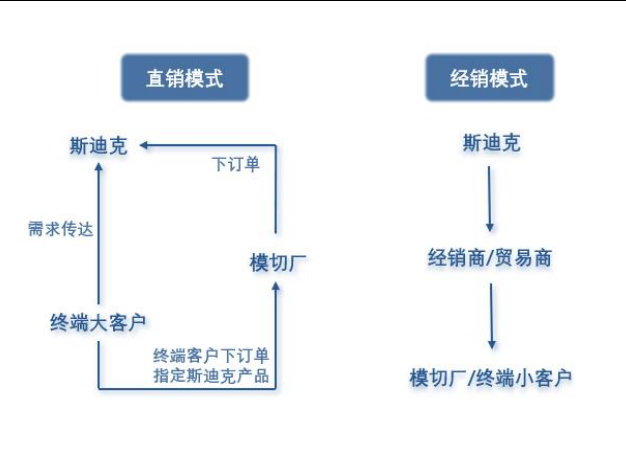
图5：公司研发费用呈上升趋势（单位：百万元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

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，覆盖国际大客户、国内大客户、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。

图6：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、东吴证券研究所

图7：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：A、H、小米、OPPO 电脑：A 充电器：A
富士康集团	8.17%	手机：A、H、小米
臻金集团	5.94%	手机：A 平板电脑：A
正美集团	4.02%	手机：A、H、小米、VIVO、OPPO 电脑：戴尔
恒铭达	1.91%	手机：A
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、东吴证券研究所

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8：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
国际大客户	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
国内大客户	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、东吴证券研究所

1.3. 募投项目助力公司向上游延伸，提升自制率打通产业链

充分提升原材料自制率，打通产业链。公司自上市以来已规划 10 余个项目，总投资超过 15 亿元，其中“功能性 PET 光学膜项目”、“精密离型膜项目”、“供胶系统技术改造”等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。

新募投项目已获批，助力公司高端胶膜产业发展。公司非公开发行项目已于 9 月 19 日获批，拟募集资金 5 亿元，其中 4 亿元投入“精密离型膜”项目，当前国内电子元器件生产企业所需的离型膜主要以进口为主，通过加大对精密离型膜投入，有望实现国产替代进口，进一步提升公司市占率。

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。

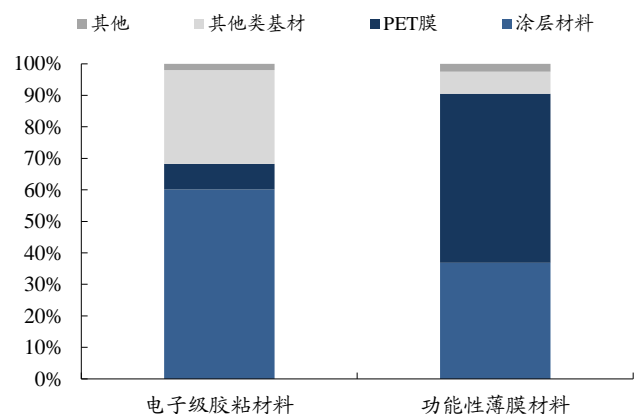
产业链纵向延伸：布局上游原材料制造，有效降低产品单位成本。根据招股说明书，公司主要产品电子级胶粘材料、功能性薄膜材料的成本构成中，涂层材料占比分别为 46.32%、25.94%，PET 膜占比分别为 6.31%、37.75%。目前公司已能够自制胶水及离型膜等原材料，其中胶水已实现 90% 以上自制，未来随着公司产能建设可进一步实现一定比例的 PET 膜自供，以满足自身对部分原材料的需求，有效降低产品单位生产成本。从柔性膜材料行业特征来看，产业链纵向延伸对相关企业长期护城河的建立不仅限于成本端的优势，更重要的是可以提升企业对复杂涂覆产品的理解能力和理解深度，有利于提升研发、工艺、制成过程中的可复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9：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、东吴证券研究所

图10：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、东吴证券研究所

2. OCA 持续突破，消费电子创新带来增量机遇

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接剂。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）、中国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。此前斯迪克的 OCA 光学胶年产能将近 800 万平米，预计公司 2022 年将新增 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。

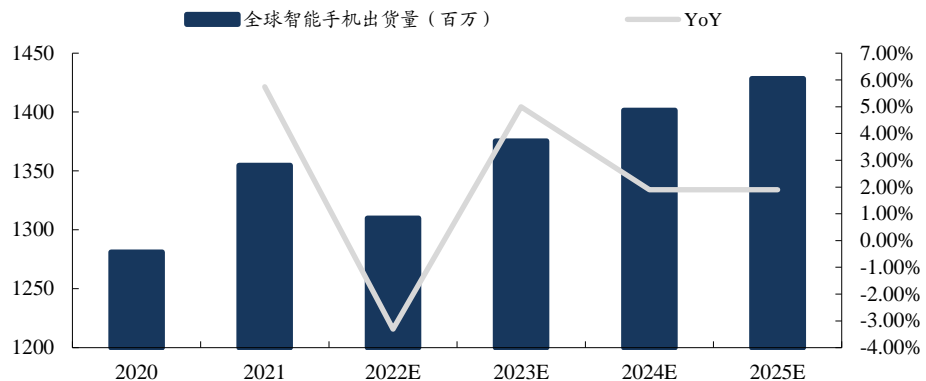
图11: OCA 国内外企业



数据来源：新材料在线、互联网、东吴证券研究所

智能手机销量持续增长，拉升 OCA 光学胶需求。据 IDC 统计预测，受疫情等因素影响 2022 年全球智能手机出货量将下降至 13.1 亿台，2023 年将恢复增长态势，全球出货量预计在 2025 年达 14.3 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。

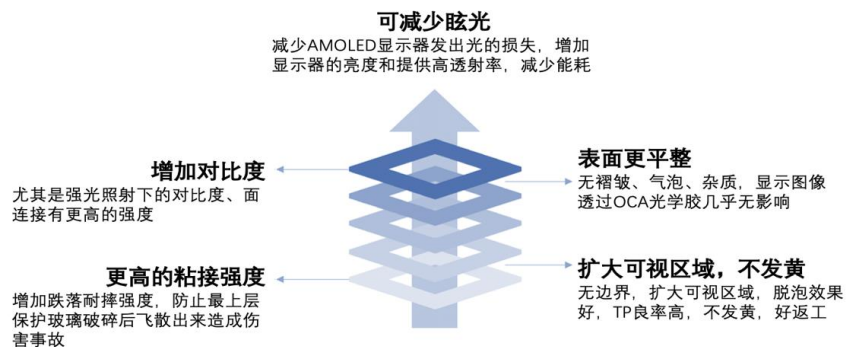
图12: 全球智能手机出货量持续提升



数据来源：IDC、东吴证券研究所

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。

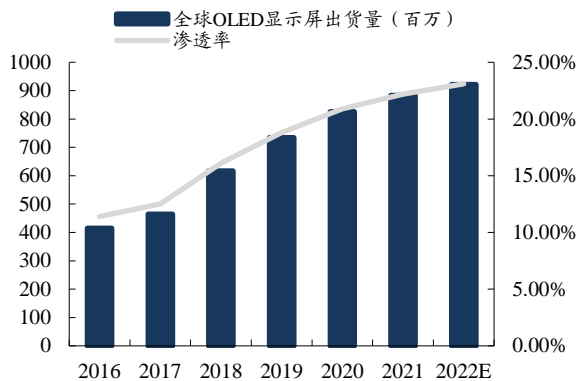
图13: 全抗眩光OCA光学胶性能提升要求



数据来源：新材料在线、东吴证券研究所

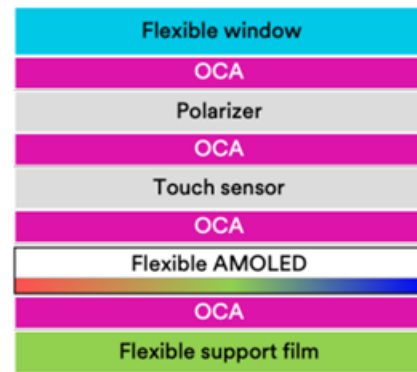
OLED及折叠屏有望带动OCA光学胶量价齐升。相较于LCD屏幕，OLED屏幕具有能支持屏下指纹、柔性佳、功耗低、更轻薄、色彩更加明亮鲜艳等优点，推动了OLED屏幕的普及。随着OLED产业规模的不断壮大，OCA光学胶膜的应用将更加广泛，OCA光学胶膜的需求量将进一步提升。而显示面板正沿着曲面→可折叠→可卷曲的方向前进，而有机发光材料和所用膜材是OLED实现柔性的关键。针对两个边缘是圆弧形的屏幕，对OCA光学胶的粘性提出更高要求。根据Counterpoint数据，2021年全球折叠屏手机出货量近900万部，预计2023年出货量将达2,600万部以上，实现年均接近翻倍增长，有望快速提升OCA使用面积。

图14: 全球 OLED 显示面板快速渗透



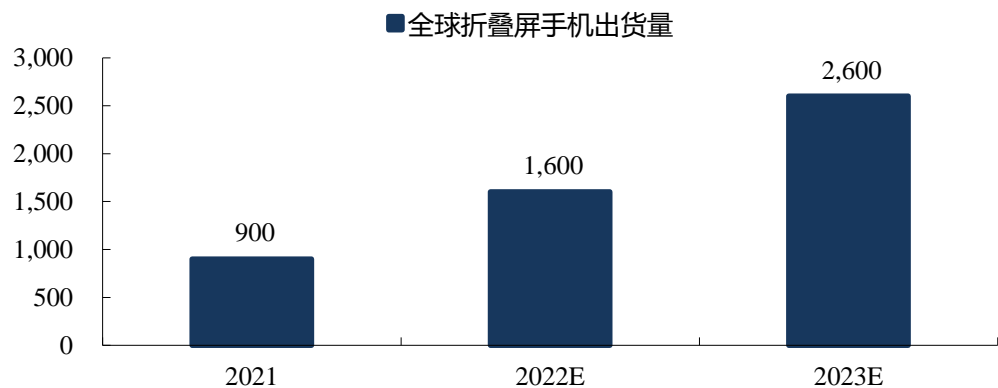
数据来源: 观研报告网、东吴证券研究所

图15: OCA 光学胶在柔性 OLED 中应用



数据来源: 3M 官网、东吴证券研究所

图16: 全球折叠屏手机出货量预测 (万部)

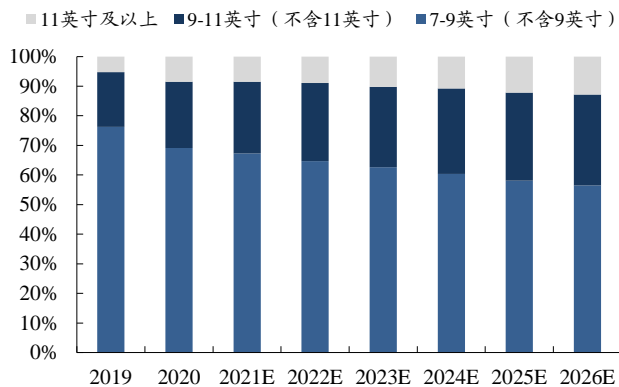


数据来源: Counterpoint, 东吴证券研究所

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。

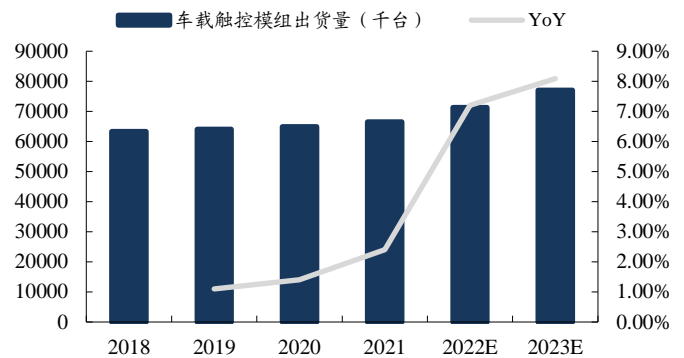
车载显示屏升级对 OCA 性能提出新要求,带动产品附加值提升。一方面,车载显示屏由于工作环境复杂,需要耐受高低温,还需要在超高亮阳光直射下可视,这需要相应的高耐热、抗紫外的 OCA 光学胶产品。另一方面,车载触控屏升级正往轻薄化、触控体验优化、高清化和多形态化发展,需要 OCA 光学胶产品的性能做出相应的提升,进而带动产品的附加值提升。

图17: 车载大尺寸中控屏渗透率逐步提升



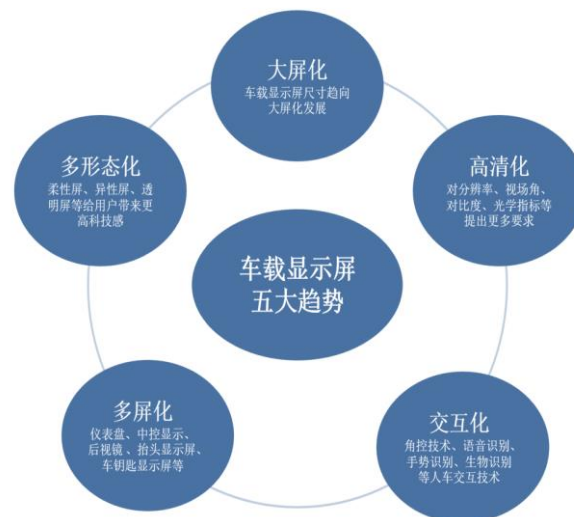
数据来源: IHS Markit、东吴证券研究所

图18: 车载触控模组出货量持续提升



数据来源: IHS Markit、东吴证券研究所

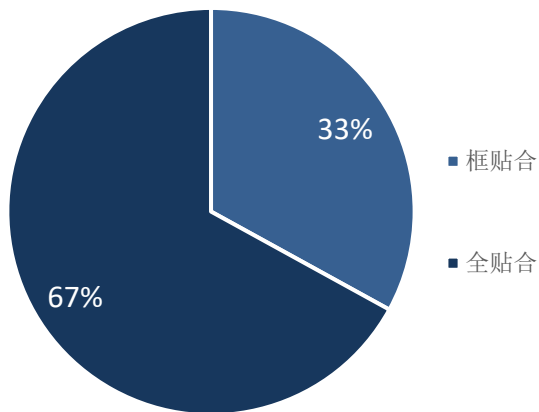
图19: 车载显示屏未来发展趋势



数据来源: 中国产业信息网、东吴证券研究所

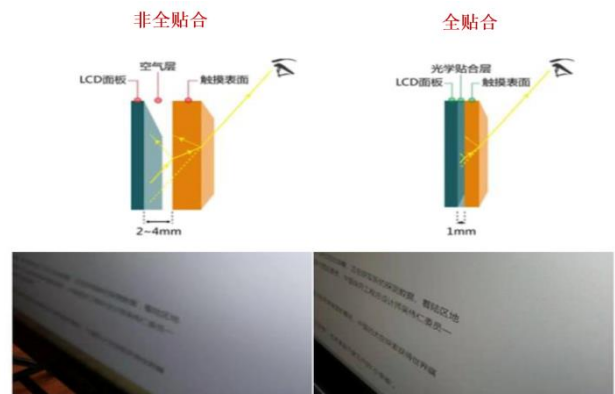
中大尺寸屏幕全贴合趋势推动OCA出货量增加。全贴合工艺相比于传统的框贴工艺，能消除显示面板与保护盖板之间空气层对光学效果的影响，同时随着电视清晰度升级、轻薄化需求提升，大尺寸面板分辨率也往4K，甚至8K分辨率的方向发展，而发挥这些显示器件的优秀性能，需要采用OCA全贴合技术来加工保护盖板的组装，会跟全贴合在手机和平板上的应用一样，成为行业高端产品的趋势，从而大幅打开OCA的出货空间。同时教育应用和商显的大尺寸屏幕提出更高灵敏度和精确度的触控需求，而这种升级化的触控需求需要全贴合技术才能实现，OCA作为一种全贴合技术的解决方案将有望受益。

图20: 2020 年 Q1 智慧黑板全贴合和框贴占比



数据来源: DISCIEN、东吴证券研究所

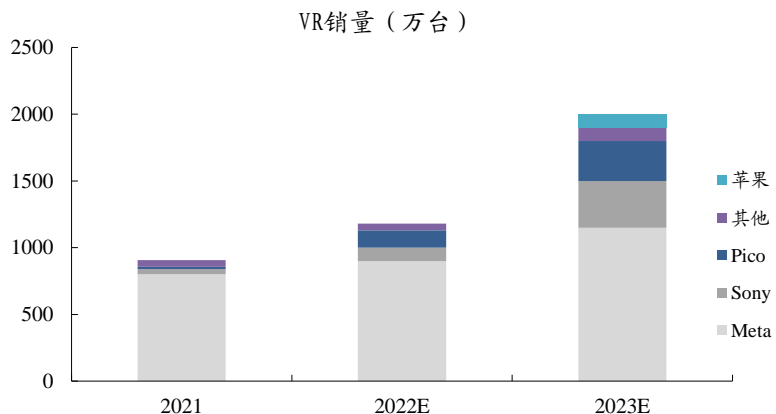
图21: 全贴合技术显示效果更好



数据来源: SURWISE、东吴证券研究所

VR 空间广阔，为 OCA 光学胶带来增量空间。22-23 年 Sony、Oculus、Pico 等先后发布新产品，头部品牌产品迭代有望推动 VR 短期销量高增长。OCA 是 VR 眼镜的重要材料之一，需求规模将随 VR 市场迅速扩大。OCA 主要用于胶结透明光学元件（如显示器盖板，触控面板等）的特种粘胶剂，要求具有无色透明、光透过率在 90%以上、胶结强度良好，可在室温或中温下使用，且有固化收缩小等特点。OCA 光学胶是重要触摸屏的原材料之一，可应用于 VR 眼镜显示的固定。

图22: 头部品牌产品迭代推动 VR 短期销量高增长



数据来源: IDC, 东吴证券研究所预测

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 2022 年 OCA 光学胶市场需求预计约 123 亿元（假设单价 30~45 元/平米，市场总需求空间范围 99~148 亿元），伴随电视、车载显示、VR 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。

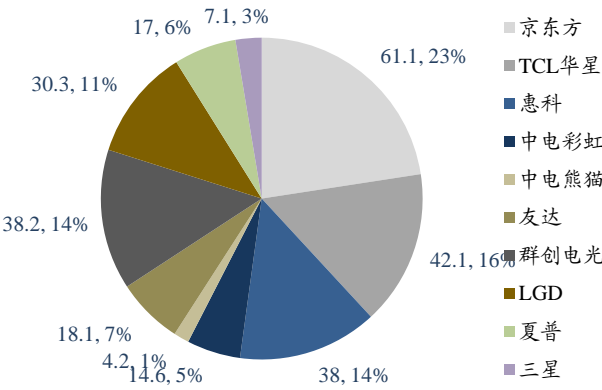
图23: OCA 光学胶市场空间测算

	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 (万平米)	单价 (元/平米)	市场空间 (百万元)
2022 预计出货量 (百万台)	1313	171	305	260	109	550	32885	30~45	12332 (平均值)
单层面积 (平方厘米)	102.6	348.5	1449	7287	502	10			
所需层数 (层)	2	2	2	1	2	2			

数据来源: IDC、群智咨询、HIS Markit、东吴证券研究所

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, 根据奥维睿沃统计数据, 2021 年韩系和日系面板厂持续收缩产能, 中国大陆产能继续释放, 中国大陆面板产能目前已经稳居第一, 面板厂一超多强的格局逐渐稳定。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24: 境内厂商在电视面板市场占有较大份额(2021)



数据来源: 奥维睿沃、东吴证券研究所

图25: 中国厂商在智能手机市场占有率(3Q22)



数据来源: Counterpoint、东吴证券研究所

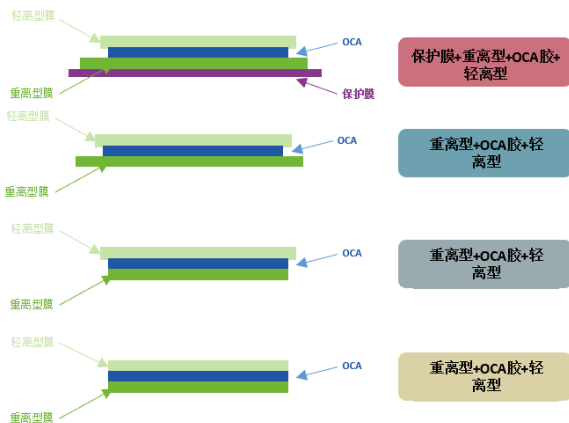
2.1.2. 公司 OCA 光学胶成本优势明显, 有望逐步突破

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, 同时切入国产领先手机厂商。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

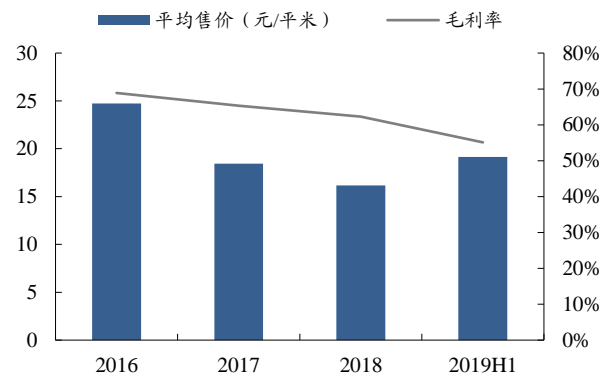
上自制,同时正逐步实现 PET 离型膜自制,进一步降低产品成本并提升对产品系列的理解力和批量生产的可复制性,目前公司产品成本在行业具有明显优势,毛利率水平领先。手机白牌市场和返修市场对产品价格敏感性极高,公司凭借产品质量、成本及量产稳定性等综合能力有望加速切入该市场;同时国内头部手机品牌商折叠屏手机对 OCA 光学胶要求极高,公司凭借成本、良率、质量等优势有望持续增加供应份额。

图26: OCA 光学胶膜结构



数据来源: 新材料在线、东吴证券研究所

图27: 公司光学级胶产品售价及毛利水平

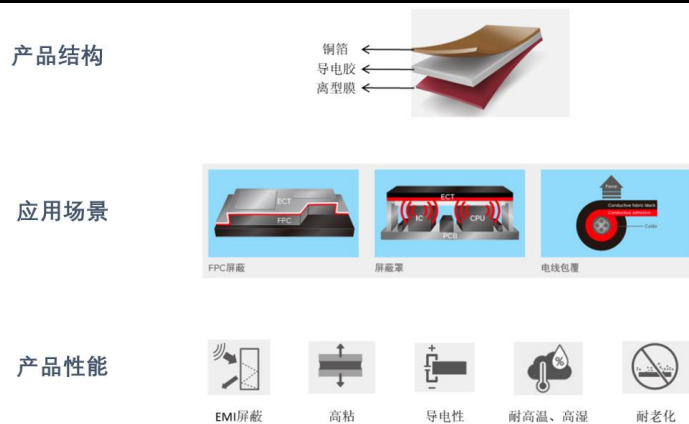


数据来源: 招股说明书、东吴证券研究所

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国际大客户供应链,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,应用于国际大客户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,开始向国际大客户产业链进行供货。

图28: 公司铜箔导电胶高端产品



数据来源: 招股说明书、德莎官网、东吴证券研究所

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、东吴证券研究所

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 2022 年导电材料合计需要 3363 万平米（单价约 275 元/平米），对应市场规模约 92 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)
2022 预计出货量（百万台）	1344	129	254	223	67	260	3363	275	9247
导电材料	单台使用面积 (平方厘米)	80	250	300	280	120			
	需求面积 (万平方米)	1050	428	916	728	131			

数据来源：IDC、群智咨询、HIS Markit、东吴证券研究所

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。

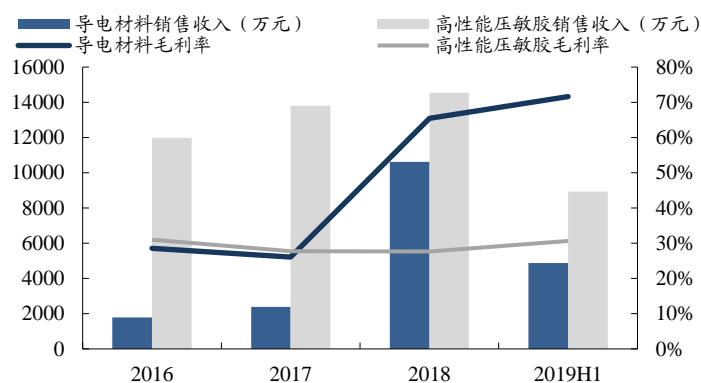
图31：公司高性能压敏胶产品布局

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、东吴证券研究所

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。2021 年公司电子级胶粘材料营收 6.7 亿元，占总营收 33.7%，产品毛利率高达 49.7%。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、东吴证券研究所

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

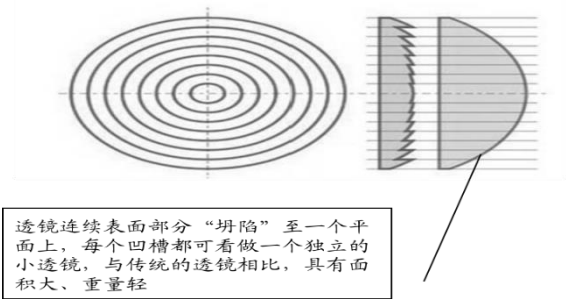
项目名称	目前进度	项目方向	应用场景
无溶剂在线聚合制造丙烯酸压敏胶	实验设备搭建	功能化，大厚度，高性能压敏胶带产品	高强度连接，大厚度OCA等
无溶剂热熔有机硅压敏胶涂布	实验室规模	高耐候、高性能压敏胶，OCA	车载显示用OCA
触控屏幕用紫外线固化型UV-OCA	研发阶段	高透过率、高粘着力、可重工，耐湿热老化，段差填补优异，后端需UV固化贴合。	触控屏幕全贴合应用粘结固定
触控面板用热固化型OCA	已批量供应	高透过率、高粘着力、可重工，耐湿热老化，段差填补优异，后端不需UV固化贴合。	VR眼镜显示固定
热熔双面胶带	等待客户试用反馈优化	产品有着优异的粘结性和耐候性，并且能够耐酸碱及抗震作用。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、东吴证券研究所

2.3. VR 光学创新为公司带来新机遇

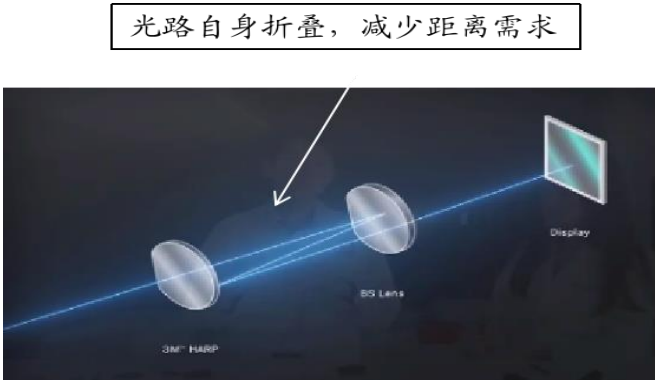
VR 光学 pancake 替代菲涅尔镜片是确定性趋势。菲涅尔透镜方案成熟，短焦有望成为未来主流发展方向。VR 光学透镜的发展经历了非球面镜-菲涅尔透镜-短焦光路的路径发展。菲涅尔透镜方案已被普遍采用，方案成熟，能够达到 100° 以上 FOV。短焦光学系统（Pancake）将所需光路折叠到自身，使光线可以在更窄的机身空间内穿过同样的距离，进一步压缩镜片厚度和降低 VR 设备重量，吸引众多公司布局。

图34: 菲涅尔透镜光学原理图



数据来源：普恩科技，东吴证券研究所

图35: 短焦方案（折叠光路）光学原理图



数据来源：3M，东吴证券研究所

随着 VR 在消费级市场逐步渗透和起量，C 端消费者对 VR 的轻薄、以及成像质量、

佩戴体验提出了更高的要求，折叠光路原理的短焦方案（Pancake）以轻薄、优秀的成像质量以及逐步成熟的量产工艺，有望成为消费级 VR 光学的发展和进化方向。近年诸多以短焦方案为支撑的 VR 产品问世，包括 Arpara 5K VR 一体机、HTC VIVE Flow、创维 Pancake 1 系列等，而未来一年中预计各大主流品牌的 VR 新品均会搭载 Pancake 方案（Meta、Pico、苹果等），技术趋势确立！

表1：光学各实现路径优缺点对比

	普通透镜（非球面）	菲涅尔透镜（螺纹面）	折叠光路（pancake）
原理	简单折射聚焦	螺纹面传播光路，取消直线传播路径	镜片+相位延迟+反射偏振，光线折叠往返
优点	成本较低、光路损耗小	质量轻，FOV 提升至 140°，光路损耗小，成本低	超短焦距，大幅轻薄化，成像效果好，FOV 提升至 220°
缺点	厚重、焦距长	焦距有瓶颈，成像效果一般	成本较高，光损大，厚度与 FOV 正比

数据来源：VR 陀螺，Oculus，东吴证券研究所

pancake 模组中的 n 层膜的贴合存在国产替代机遇。Pancake 对光学膜材的要求比较高，仅少数公司产品能达到要求，目前核心膜材料主要被美日材料厂商垄断，RP 膜为 3M 独家供应，QWP 膜主要由帝人供应，高端机型需要的减反增透膜（AR）主要由 DNT、迪睿合、Nitto 供应，并且一些上游原材料也在日本。目前国内厂商已实现 VR 光学胶、偏光片的量产供应，AR 膜、RP 膜等核心材料的国产化也在推进，未来有望打破垄断。公司具备光学膜、离型膜等能力，具备 VR 国内外大客户的供应资质，具备 pancake 多层膜贴合的能力及核心 QWP/BS 膜自制的潜在国产替代机会。

图36：Pancake 方案所需光学膜材及要求

光学膜材	Pancake 方案需要的膜材特点	示意图
线偏振片 LP	偏振度>99%、透过率>43%，保证产生稳定的线偏振光。	

3. 功能性薄膜材料结构升级，国产替代趋势明确

3.1. 功能性薄膜材料国产替代趋势确定

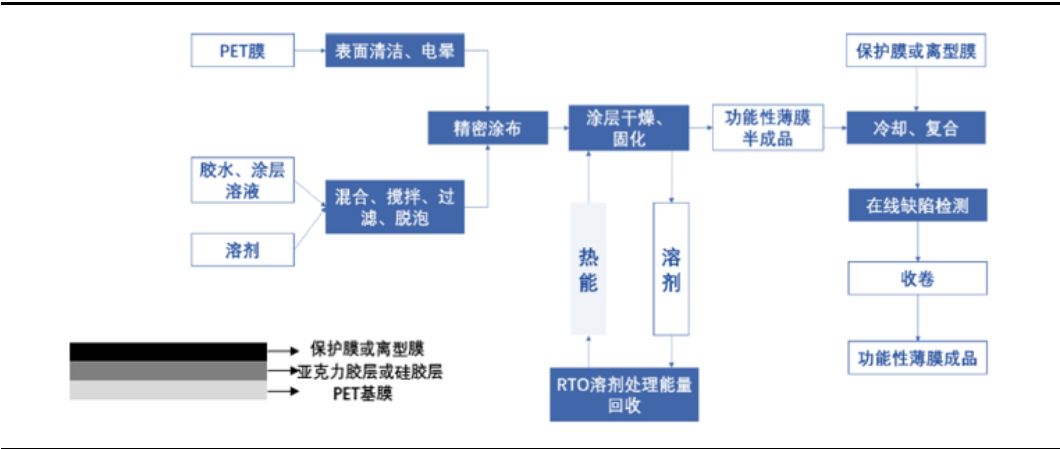
功能性薄膜材料主要应用于 3C 产品功能器件、显示屏相关模组等的制造和保护。功能性薄膜材料是具有一种或多种特定功能的涂层复合材料，根据具体应用功能的不同公司产品可进一步细分为功能保护材料、精密保护材料、光学功能薄膜及标示材料：1）功能性保护材料用于显示装置的表面保护；2）精密保护材料主要用于电子产品制造过程中的面板、零部件保护；3）光学功能薄膜材料用于背光源、导光板等组件组装加工成背光模组后用于液晶模组的制造；4）标示材料主要用于识别区分不同器件和电子线等的标示。不同种类功能性薄膜材料的工艺流程及产品构成相似，均将 PET 膜使用亚克力胶或硅胶精密涂布后，再与保护膜或离型膜复合制成。

图37：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、东吴证券研究所

图38：功能性薄膜材料工艺流程与产品构成

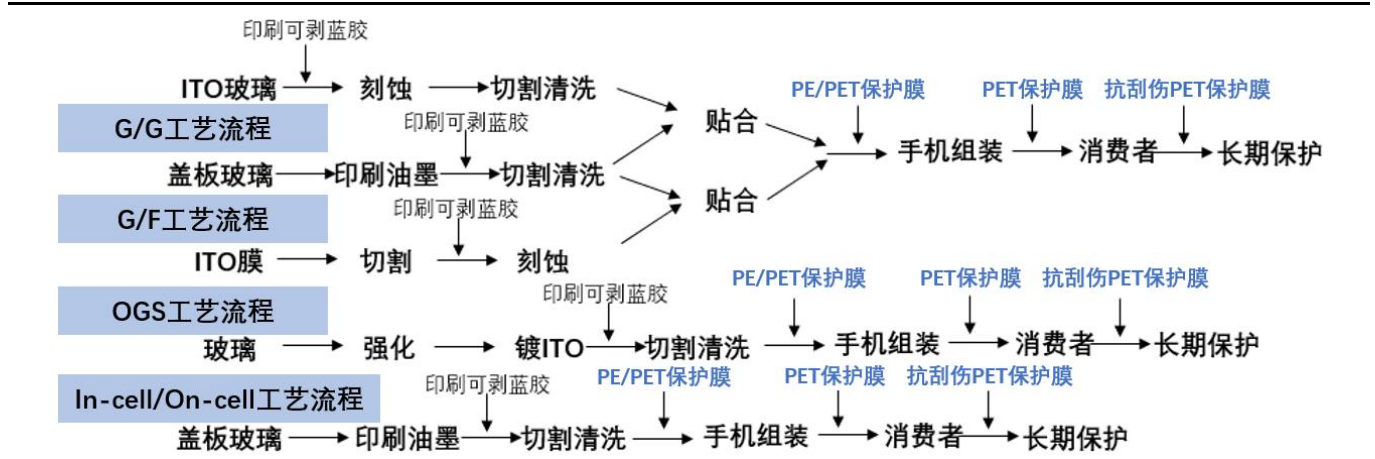


数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

消费电子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，伴随智能终端设备持续创新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39: 保护材料在智能手机制造过程中的应用



数据来源:《保护材料在智能手机触控面板上的应用》、东吴证券研究所

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 2022 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 2022 年其需求面积将达到 31.1 亿平方米，市场规模接超百亿元。

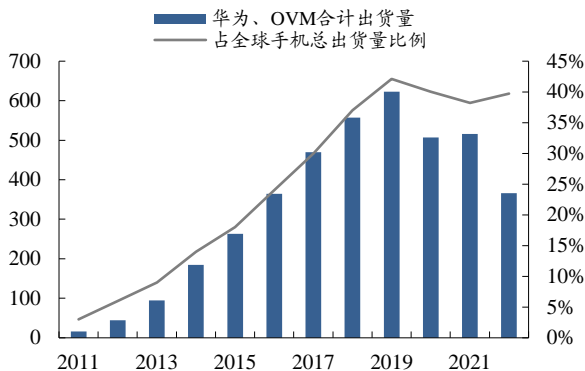
图40: 2022 年功能性薄膜材料市场空间预测

	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	-
单价(元/平方米)	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	-
市场空间（百万元）	-	-	-	-	-	-	10187

数据来源：IHS Markit、IDC、TrendForce、招股说明书、东吴证券研究所

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，2021 年苹果公司 200 家核心供应商名单里中国厂商占据 98 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41: 华为、荣耀及 OVM 合计出货量 (单位: 百万台)



数据来源: Counterpoint、Omdia、东吴证券研究所

图42: 全球 OEM/ODM 龙头国内制造基地分布情

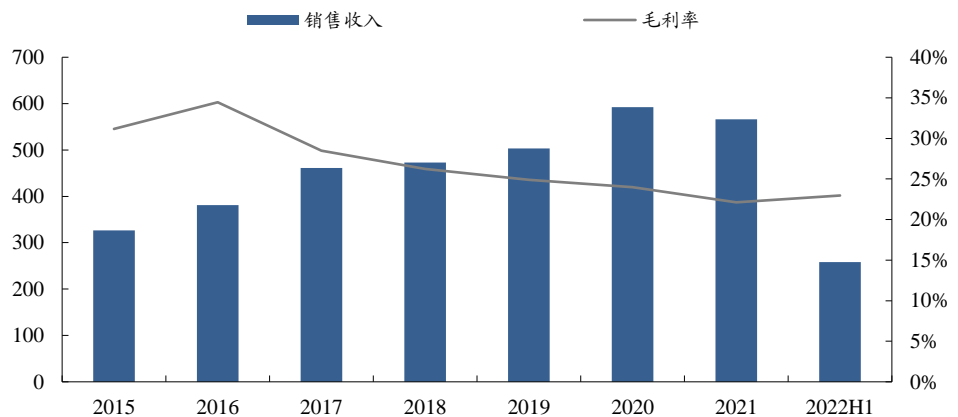
厂商	国内制造基地
富士康	在珠三角、长三角、环渤海、中西部地区共设大陆厂区 44 个
闻泰	在无锡、昆明、嘉兴三地设立制造中心
华勤	在东莞、南昌两地设立制造中心
龙旗	在惠州、南昌设立制造产业基地

数据来源: 各公司官网、东吴证券研究所

3.2. 公司离型膜项目有望优化功能性薄膜材料结构

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 2021 年销售收入为 5.66 亿元，2015-2021 年 CAGR 为 9.61%。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43: 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、东吴证券研究所

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44：几款高单位售价、高毛利率的新产品销售金额逐渐增加（单位：元/平米）

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、东吴证券研究所


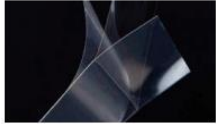
积极布局上游原材料离型膜产业，增强核心竞争力。精密离型膜为公司部分高端产品的主要原材料，为了增强公司核心竞争力，充分发挥公司在功能性涂层复合材料行业的技术优势，丰富产品种类数量，实现产品进口替代，为满足持续增长的国内市场需求提供产能支持，为进一步提升公司产品市场占有率以便在市场开发中获得更多主动权，公司积极布局离型膜产业，在“嵌入式”研发优势下提升客户体验度，增加采购粘性。2020年7月公司公告“精密离型膜”项目投资计划，拟投资4.97亿元建设8条高端进口精密离型膜涂布线，累计产能1.54亿平，建设期2年，全部达产后收入规模预计6.9亿元，净利率20%左右，受疫情等因素影响项目进度稍有延后，已于2022年上半年陆续完成3条生产线的安装调试，未来将投入使用。

精密离型膜应用场景持续拓展，国产替代大有可为。精密离型膜作为功能性涂层复合材料的其中一种重要材料，因其具备透明性好、隔离效果好而且剥离力可以在很大范围内调整、耐高温、耐溶剂、涂层厚度和硅含量可调、持久性好可重复使用等优点而得到广泛的应用。现已逐步从传统的消费电子、家用电器、建筑材料、交通运输等传统应用领域拓展到诸如新能源电池、航空航天、新智能穿戴等新兴应用领域。目前国内电子元器件生产企业所需的高端离型膜主要以进口为主，离型膜的本土化生产还处于起步阶段，但随着国家政策的大力支持以及国内离型膜生产企业的快速发展，将促使离型膜国产替代进口的进程加快，国产替代进口具有较大的发展空间。

公司离型膜项目再融资获批，规模有望进一步扩大。22年9月19日再融资项目获批，为离型膜项目注入资金4亿元，新增1.5亿平方米精密离型膜产能，其中包括0.38亿平方米OCA离型膜产能、0.08亿平方米偏光片离型膜产能和1.05亿平方米MLCC离型膜产能。公司精密离型膜是高端离型膜，其终端应用场景为智能手机及平板电脑的屏幕（如OCA使用的离型膜）、液晶电视偏光板（如偏光片使用的离型膜）以及5G手机、汽车电子、物联网中使用的各类电子元器件（如MLCC使用的离型膜），其精密程度远高于普通离型膜，目前该类产品市场份额主要被国外厂商占据，募投项目相

相关产品将优先满足公司自用需求，超出的部分将直接对外销售，形成公司新的收入来源和利润增长点。

图45：公司精密离型膜种类及作用

精密离型膜	OCA离型膜		OCA胶模切制程的保护、制程过程中作为承载膜和转移膜使用。	
	MLCC离型膜		主要应用于MLCC（片式陶瓷电容）的生产。	
	偏光片离型膜		主要应用于偏光片的生产。	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

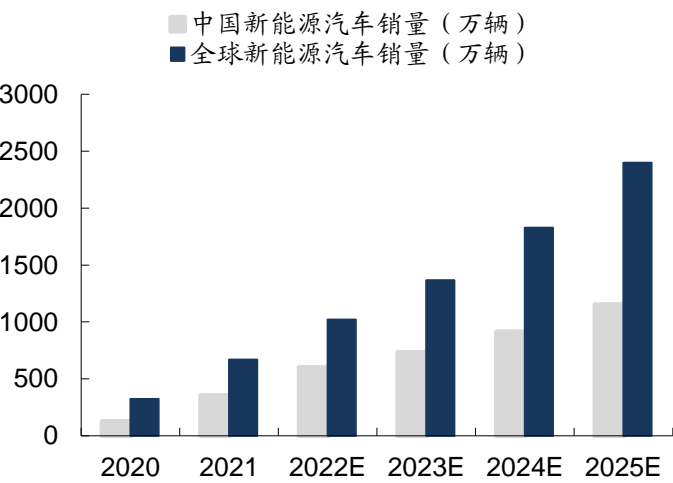
未来，公司功能性薄膜材料产品有望伴随全球市场空间增长起量，同时将通过进一步改善工艺、研发高毛利新产品获得更优毛利率，实现价量齐升。同时，针对功能性涂层复合材料终端客户需求多元化、质量要求高的特点，公司具备快速市场响应能力、突破大客户采购认证壁垒、积极延伸横纵产业链，牢牢把握核心竞争力，有望在国产替代趋势中充分受益。

4. 新能源车空间广阔，公司有望新增成长点

4.1. 新能源车市场广阔，功能性材料应用广泛

全球新能源车渗透率快速增长，中国市场占比持续提升，并保持在 40%以上。新能源车电池、电机、电控催生缓冲、屏蔽、散热等功能性材料需求及规格显著提升，根据世华科技及斯迪克招股书，当前功能性材料主要应用领域以汽车电子及新能源汽车电池两部分应用为主，主要涉及到汽车电子导电材料、阻燃材料以及能源电池的固定胶带、高性能导热界面材料等。

图46：全球和中国新能源车销量预测



数据来源：乘联会、中汽协、EVTank、东吴证券研究所

图47：功能性材料在新能源车应用

功能性材料应用领域	主要应用产品
汽车电子、装饰	OCA 光学胶膜材料、节能环保材料、超轻车身材料、汽车防爆、防尘、防油污等贴膜，汽车电子导电材料，汽车阻燃材料
新能源汽车锂电池	电池内部耐电解液固定胶带；电池外壳绝缘胶带；电极材料及电池隔膜；高性能导热界面材料；铝塑复合膜包装材料等

数据来源：各公司招股书、东吴证券研究所

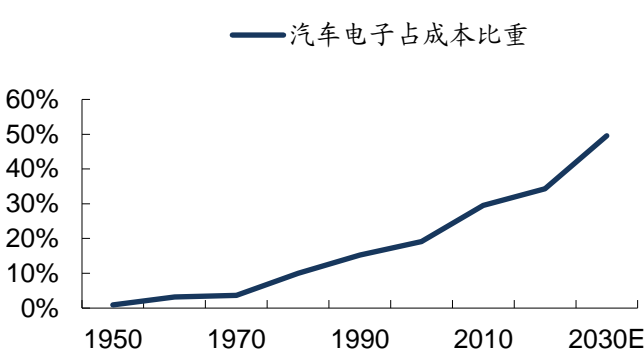
新能源化、智能化、信息化助力汽车电子占比持续提升。汽车智能化是确定性升级方向，ADAS 系统搭载率持续上升，并向着完全无人驾驶终极目标不断发展，光学传感器（摄像头、激光雷达、毫米波雷达等）是自动驾驶刚需，催生功能性材料用量及价值量显著提升。汽车新能源化、智能化、信息化等趋势下，汽车电子占成本比重将持续提升，随着车载信息系统、车身系统、动力系统、安全系统等搭载更多各类电子元件，各类功能性材料的用量及规格也将持续升级。根据 CCID 的预测 2020 年至 2022 年，全球及中国汽车电子行业市场规模将持续增长，至 2022 年我国汽车电子市场规模将增至万亿级。车载导航、车载影音等车载娱乐系统的升级将对上游 OCA 光学胶膜材料、节能环保材料、超轻车身材料、功能贴膜材料等新材料提出更高的要求，庞大的汽车电子、装饰市场将为功能性涂层复合材料带来新的增长点。

图48：汽车电子各类元器件

	主要功能	摄像头	MEMS传感器	雷达	主控芯片	人工智能IC	执行装置
ESP	电子稳定控制系统		轮速、横向/纵向加速度、转向、侧滑传感器-8个左右		MCU芯片		电动机、发动机系统、制动系统
ACC	自适应巡航系统	前视单/双目摄像头-1个	轮速、转向传感器-5个左右	毫米波雷达-1至2个	MCU芯片		电动机、发动机系统、制动系统
AEB	自动制动系统	前视单/双目摄像头-1个	轮速、转向传感器-5个左右	毫米波雷达-1至3个/激光雷达-1个	MCU芯片		电动机、制动系统
LDW	车道偏离预警系统	前视、环视摄像头-1至5个	轮速传感器-4个(可增加红外传感器)		MCU芯片	Nvidia车规计算平台Drive PX2，搭载两个TegraK1处理器，该处理器集成同频GPU和八核CPU芯片；高通	报警提示系统、电动机、转向系统
BSO	盲点监测系统	侧视摄像头-2个	红外传感器-2个	超声雷达/毫米波雷达/激光雷达-1个	MCU芯片	智能汽车芯片——骁龙602A采用CPU+GPU模式；高通Snapdragon 820平台，以单芯片整合64位CPU、GPU和DSP，实现ADAS大部分功能；国内地平线机器人公司推出面向自动驾驶的“征程”平台，并计划将NPU集成到平台上	报警提示系统、显示模块
FCW	前方碰撞预警系统	前视单/双目摄像头-1个	轮速传感器-4个	毫米波雷达-1至3个/激光雷达-1个	MCU芯片		报警提示系统、显示模块
NVS	夜视系统	前视摄像头-1个	红外传感器-1个		SoC芯片		显示模块
AP	自动泊车系统	后视摄像头-1个		超声雷达-12个左右	MCU芯片		电动机、发动机系统、转向系统、制动系统
SVC	全景泊车系统	环视摄像头-4个			SoC芯片		显示模块

数据来源：NHTSA、东吴证券研究所

图49：汽车电子占成本比重持续提升



数据来源：盖世汽车研究院、东吴证券研究所

4.2. 公司已进入国际大客户供应链，新能源车领域大有可为

公司在新能源汽车电池制造领域中的产品及目标市场主要为除正极、负极、电解液、隔膜、金属壳体之外的各种功能性涂层复合材料，主要竞争对手为海外供应商，例如日东、寺冈等，目前公司所占的市场份额尚较低。2019、2020 年公司锂电池组件等相关材料收入分别为 242 万元和 778 万元，销售占比均不到 1%，处于发展初期阶段。已交付的产品主要为导热、绝缘和保护类的功能性涂层复合材料，新能源相关产品性能要求较高，毛利率高于所属大类的平均水平。2021 年 1 月公司公告了与新能源汽车国际大客户的合作，公司成为其一级供应商，签署了“圆柱电池电芯内部的胶带”的定价协议，与新能源车国际大客户的合作标志着公司开始加速进入电池领域，考虑到国际大客户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。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设:

- 1) 公司 OCA 光学胶膜产品在部分 VR 及手机终端品牌实现突破,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,起量后有望切入更多国产手机厂商。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 22-24 年营收分别为 8.68、12.59、18.88 亿元,毛利率总体保持稳定为 50%。
- 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 22-24 年营收收入分别为 6.23、8.72、12.2 亿元,毛利率总体保持稳定为 25%。
- 3) 薄膜包装材料及热管理复合材料预计公司将保持小幅稳定增长,其中薄膜包装材料营收 22-24 年保持 5%增长,毛利率为 8%,热管理复合材料 22-24 年保持 10%增长,毛利率为 6%。
- 4) 随着持续投入及规模经济效益的体现,公司 22-24 年销售费用率预测为 2.6%,管理费用率维持稳定为 6.4%,研发费用率维持稳定为 5.4%。

表2: 公司分业务预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
电子级胶粘材料					
销售收入(百万元)	426	668	868	1259	1888
增长率	1%	57%	30%	45%	50%
毛利率	49%	50%	50%	50%	50%
功能性薄膜材料					
销售收入(百万元)	593	566	623	872	1220
增长率	32%	-4%	10%	40%	40%
毛利率	24%	22%	25%	25%	25%
薄膜包装材料					
销售收入(百万元)	387	549	576	605	635
增长率	-7%	42%	5%	5%	5%
毛利率	4%	8%	8%	8%	8%
热管理复合材料					
销售收入(百万元)	42	45	49	54	60
增长率	85%	6%	10%	10%	10%
毛利率	5%	5%	6%	6%	6%
其他业务					
销售收入(百万元)	92	157	157	157	157
增长率	31%	71%	0%	0%	0%
毛利率	24%	22%	21%	21%	21%
合计	1539	1984	2273	2947	3960
增长率	7%	29%	15%	30%	34%

综合毛利率	25%	27%	29%	32%	34%
-------	-----	-----	-----	-----	-----

数据来源：wind，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.81、1.27、2.05 元，可比公司三利谱（国内领先的偏光片厂商）、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），22-24 PE 为 47/32/25 倍，公司当前市值对应 PE 分别为 32/20/13 倍，低于行业平均，首次覆盖给予“买入”评级。

表3：可比公司估值（截至 2022 年 11 月 7 日）

公司代码	名称	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002876.SZ	三利谱	77.6	0.0	0.0	6.7	25.3	16.1	11.6
300285.SZ	国瓷材料	270.1	6.7	9.6	12.5	40.5	28.0	21.7
603212.SH	赛伍技术	137.7	3.3	4.5	5.4	41.3	30.8	25.4
688157.SH	松井股份	86.7	1.1	1.7	2.2	80.1	52.5	40.0
	均值					46.8	31.9	24.7
300806.SZ	斯迪克	78.9	2.4	3.9	6.2	32.3	20.5	12.7

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：三利谱、松井股份、赛伍技术、国瓷材料盈利预测均来自 wind 一致预测

6. 风险提示

（1）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。

（2）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。

（3）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。

斯迪克三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,711	2,134	2,379	3,063	营业总收入	1,984	2,273	2,947	3,960
货币资金及交易性金融资产	525	623	716	899	营业成本(含金融类)	1,449	1,604	2,018	2,624
经营性应收款项	766	1,125	1,143	1,566	税金及附加	13	18	24	32
存货	343	316	449	522	销售费用	49	59	77	103
合同资产	0	0	0	0	管理费用	120	145	189	253
其他流动资产	77	71	71	76	研发费用	109	123	159	214
非流动资产	2,880	3,925	4,382	4,562	财务费用	36	58	68	69
长期股权投资	14	54	54	54	加:其他收益	45	45	59	79
固定资产及使用权资产	1,095	2,161	2,873	3,277	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	1,239	1,019	760	530	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	187	192	197	202	减值损失	-13	-30	-30	-34
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	241	281	442	711
其他非流动资产	345	499	499	499	营业外净收支	-1	-1	-1	-1
资产总计	4,591	6,059	6,761	7,625	利润总额	240	280	441	710
流动负债	1,675	1,763	2,081	2,327	减:所得税	32	36	57	92
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,044	1,164	1,284	1,404	净利润	208	244	384	618
经营性应付款项	517	508	702	799	减:少数股东损益	-2	-1	-2	-3
合同负债	8	32	20	26	归属母公司净利润	210	245	386	621
其他流动负债	106	58	74	98	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.69	0.81	1.27	2.05
非流动负债	1,422	2,582	2,582	2,582	EBIT	277	389	560	838
长期借款	931	1,541	1,541	1,541	EBITDA	401	648	863	1,168
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.96	29.43	31.53	33.75
租赁负债	4	24	24	24	归母净利率(%)	10.58	10.77	13.09	15.67
其他非流动负债	487	1,017	1,017	1,017	收入增长率(%)	28.89	14.56	29.63	34.41
负债合计	3,097	4,344	4,663	4,909	归母净利润增长率(%)	15.59	16.58	57.58	60.95
归属母公司股东权益	1,491	1,713	2,099	2,719					
少数股东权益	3	2	0	-3					
所有者权益合计	1,494	1,715	2,098	2,716					
负债和股东权益	4,591	6,059	6,761	7,625					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	371	224	827	672	每股净资产(元)	7.85	5.64	6.91	8.96
投资活动现金流	-896	-1,305	-761	-511	最新发行在外股份(百万股)	304	304	304	304
筹资活动现金流	351	1,178	27	22	ROIC(%)	7.97	8.55	10.38	13.71
现金净增加额	-174	98	93	183	ROE-摊薄(%)	14.08	14.29	18.38	22.83
折旧和摊销	124	259	303	331	资产负债率(%)	67.46	71.70	68.96	64.38
资本开支	-887	-1,111	-761	-511	P/E(现价&最新股本摊薄)	37.60	32.25	20.47	12.72
营运资本变动	35	-388	16	-409	P/B(现价)	3.31	4.61	3.76	2.90

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>