

斯迪克 (300806.SZ)

国产OCA光学胶龙头，前瞻布局产能迎来收获期

斯迪克为国内领先功能性涂层复合材料供应商。公司自2006年成立以来就专注于功能性涂层复合材料的研发和生产，产品覆盖功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料、薄膜包装材料、高分子薄膜材料五大类，广泛应用于消费电子、新型显示、新能源汽车等领域，凭借“嵌入式”研发模式，与下游终端客户如富士康、领益智造、特斯拉等建立紧密合作关系。近年来，公司积极纵向开拓产品线，OCA光学胶、精密离型膜、PET基膜等多个在建项目陆续完工转为固定资产，我们认为，公司正处于高端项目投入期，此后随着高端产品放量，公司业绩将进一步提升。

国产OCA光学胶领军，折叠屏+VR打开增长空间。OCA主要用于触摸屏模组的粘接，胶材主要由3M等海外厂商垄断，下游主要为手机（53%）和平板电脑（27%），2022年OCA光学胶全球市场规模约31.48亿美元。随着软硬件配置进步与价格的逐步下探，折叠屏手机增长迅猛，带来了OCA单机价值量的倍数增长，与此同时，VR等新兴应用也打开了市场空间，我们认为，随着消费电子回暖、OLED渗透率提升、折叠屏的爆发式增长以及VR等新应用推动，OCA光学胶市场将持续扩容。斯迪克2016年开始开发OCA光学胶，2019、2021、2024年分别实现了VR用、折叠屏用以及曲面OCA光学胶的量产，目前已具备品类丰富的OCA系列产品，我们认为公司未来有望获得更大市场份额。

布局感光干膜材料，把握PCB行业发展机遇。PCB感光干膜是印制电路板制造过程中的关键材料，其占PCB成本比重约3%。受益于PCB行业景气度提升，感光干膜市场空间扩展，预计2028年全球感光干膜出货量将突破20亿平方米。当前行业被海外企业垄断。斯迪克2023年推出感光干膜，产品应用在PCB外层蚀刻和电镀制程，曝光效率高，具备出色的附着、解析力和优异的盖孔能力，我们认为在PCB产能向亚洲转移背景下，公司依托本土供应链优势，有望把握PCB发展带来的感光干膜发展机遇，加速市场开拓。

高端化产品进展顺利，精密离型膜国产替代空间广阔。MLCC离型膜方面，作为MLCC流延涂布工艺成型步骤必备耗材，离型膜成本占MLCC成本10%~20%，AI商业化+汽车电动化渗透率快速提升，MLCC回暖，据Trendforce数据，2024年全球MLCC需求量将达4.3万亿颗，单颗MLCC需要堆叠上千层陶瓷介质，每一层陶瓷介质的形成都需要相同的离型膜，伴随MLCC出货量回升，离型膜出货量增长，2024年全球MLCC离型膜需求量预计达155.8亿平方米。偏光片离型膜方面，受益于面板需求回暖，2024年中国偏光片需求量约为6.5亿平方米。精密离型膜市场国产化率较低，斯迪克作为国内少数布局精密离型膜厂商，且不断提升光学基膜、胶粘剂自制比率，打造一体化产业链及胶&膜协同发展，我们认为，伴随公司产能进一步提升，功能性薄膜材料营收增长空间广阔。

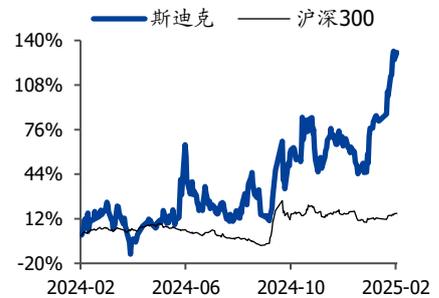
盈利预测与投资建议：我们预计公司在2024/2025/2026年分别实现营业收入27.8/39.0/49.2亿元，同比增长41%/40%/26%，实现归母净利润0.9/1.5/2.5亿元，同比增长60%/70%/62%，当前股价对应

买入（首次）

股票信息

行业	塑料
02月17日收盘价（元）	19.60
总市值（百万元）	8,884.69
总股本（百万股）	453.30
其中自由流通股（%）	70.52
30日日均成交量（百万股）	14.65

股价走势



作者

分析师	郑震湘
执业证书编号:	S0680524120005
邮箱:	zhengzhenxiang@gszq.com
分析师	杨义韬
执业证书编号:	S0680522080002
邮箱:	yangyitao@gszq.com
分析师	余凌星
执业证书编号:	S0680525010004
邮箱:	shelingxing1@gszq.com

相关研究

2024/2025/2026年 PE 分别为 99/58/36X，PEG 为 1.65/0.90/0.56。考虑到公司作为 OCA 光学胶龙头，绑定优质客户，前瞻建设产能，有望乘折叠屏东风，实现收入与利润的高速增长，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：行业竞争风险、供应链风险、产能扩建不及预期、数据滞后性风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,877	1,969	2,782	3,902	4,923
增长率 yoy（%）	-5.4	4.9	41.3	40.3	26.2
归母净利润（百万元）	168	56	90	153	247
增长率 yoy（%）	-19.9	-66.6	60.1	69.9	61.6
EPS 最新摊薄（元/股）	0.37	0.12	0.20	0.34	0.54
净资产收益率（%）	7.8	2.6	4.0	6.4	9.6
P/E（倍）	52.9	158.5	99.0	58.2	36.0
P/B（倍）	4.1	4.1	4.0	3.7	3.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 02 月 17 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2185	2170	3141	3961	5171
现金	768	371	1093	1005	1482
应收票据及应收账款	819	938	1166	1722	2180
其他应收款	9	12	13	20	26
预付账款	45	57	70	96	119
存货	459	653	660	961	1186
其他流动资产	83	138	139	156	177
非流动资产	4488	5049	5208	5071	4529
长期投资	51	92	112	127	137
固定资产	1775	3513	3731	3788	3648
无形资产	182	178	178	178	178
其他非流动资产	2479	1266	1187	978	567
资产总计	6673	7219	8349	9031	9700
流动负债	1848	2464	2868	3233	3505
短期借款	976	898	1198	1248	1268
应付票据及应付账款	539	586	767	1056	1278
其他流动负债	332	980	903	929	959
非流动负债	2667	2578	3234	3424	3614
长期借款	2059	1899	2399	2599	2799
其他非流动负债	608	679	835	825	815
负债合计	4515	5042	6102	6657	7119
少数股东权益	2	2	2	1	0
股本	324	453	453	453	453
资本公积	911	782	782	782	782
留存收益	937	974	1049	1177	1384
归属母公司股东权益	2156	2176	2246	2374	2581
负债和股东权益	6673	7219	8349	9031	9700

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-4	142	736	342	604
净利润	167	56	89	152	246
折旧摊销	183	250	531	594	638
财务费用	46	70	150	174	185
投资损失	6	5	5	10	12
营运资金变动	-409	-232	-34	-624	-521
其他经营现金流	3	-6	-6	36	45
投资活动现金流	-1438	-683	-664	-471	-113
资本支出	-1396	-642	-638	-438	-86
长期投资	-46	-45	-30	-23	-15
其他投资现金流	3	4	4	-10	-12
筹资活动现金流	1771	215	651	41	-14
短期借款	-15	-79	300	50	20
长期借款	1129	-161	500	200	200
普通股增加	134	129	0	0	0
资本公积增加	373	-129	0	0	0
其他筹资现金流	150	454	-149	-209	-234
现金净增加额	333	-321	722	-88	477

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1877	1969	2782	3902	4923
营业成本	1320	1432	1960	2621	3187
营业税金及附加	17	19	23	35	44
营业费用	55	72	131	195	295
管理费用	139	152	181	336	443
研发费用	127	197	278	429	572
财务费用	45	72	146	163	175
资产减值损失	-15	-24	-20	-25	-30
其他收益	38	54	65	93	123
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-6	-5	-5	-10	-12
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	183	45	98	173	279
营业外收入	0	0	1	0	0
营业外支出	2	8	4	5	6
利润总额	181	37	94	169	273
所得税	14	-19	5	17	27
净利润	167	56	89	152	246
少数股东损益	-1	0	0	-1	-1
归属母公司净利润	168	56	90	153	247
EBITDA	418	373	772	926	1085
EPS (元/股)	0.37	0.12	0.20	0.34	0.54

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-5.4	4.9	41.3	40.3	26.2
营业利润(%)	-24.0	-75.5	117.6	77.3	60.6
归属母公司净利润(%)	-19.9	-66.6	60.1	69.9	61.6
获利能力					
毛利率(%)	29.7	27.3	29.5	32.8	35.3
净利率(%)	9.0	2.8	3.2	3.9	5.0
ROE(%)	7.8	2.6	4.0	6.4	9.6
ROIC(%)	4.0	3.2	3.5	4.3	5.5
偿债能力					
资产负债率(%)	67.7	69.8	73.1	73.7	73.4
净负债比率(%)	117.7	150.9	144.1	150.2	127.9
流动比率	1.2	0.9	1.1	1.2	1.5
速动比率	0.9	0.6	0.8	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	2.5	2.4	2.9	2.9	2.7
应付账款周转率	4.6	3.5	4.2	4.3	3.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.12	0.20	0.34	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	0.31	1.62	0.76	1.33
每股净资产(最新摊薄)	4.76	4.80	4.95	5.24	5.69
估值比率					
P/E	52.9	158.5	99.0	58.2	36.0
P/B	4.1	4.1	4.0	3.7	3.4
EV/EBITDA	24.3	25.9	15.7	13.4	11.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年02月17日收盘价

内容目录

1 功能性涂层复合材料龙头，胶&膜协同加速国产替代	6
1.1 深耕功能性涂层复合材料，纵向发展打开成长空间	6
1.2 股权结构较为集中，高管增持彰显发展信心	7
1.3 项目投产带动业绩爬坡，加大研发投入保持竞争力	9
2 国产 OCA 光学胶领军，折叠屏+VR 打开增长空间	13
2.1 OCA 用于触摸屏模组粘接，国产替代亟待推进	13
2.2 折叠屏推动单机价值量大幅提升，VR 带来新增量	15
2.3 折叠屏 OCA 稳定量产，VR 打开新市场	19
3 功能性薄膜材料产品丰富，高端化布局加速	22
3.1 3C 市场回暖，功能性薄膜材料应用空间广阔	22
3.2 布局感光干膜，把握 PCB 行业发展机遇	23
3.3 进军精密离型膜，高端化布局加速	25
4 盈利预测	30
4.1 盈利预测	30
4.2 投资建议	31
风险提示	33

图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 功能性涂层复合材料上下游	6
图表 3: 公司业务布局及 24H1 分业务营收情况	7
图表 4: 公司股权结构 (截至 2024Q3)	8
图表 5: 公司部分高管背景	8
图表 6: 截至 2024H1 公司主要在建项目情况 (单位: 万元)	9
图表 7: 公司固定资产情况 (亿元)	9
图表 8: 公司折旧费用情况	9
图表 9: 公司营收及增速	10
图表 10: 公司扣非归母净利润及增速	10
图表 11: 公司销售利润率	10
图表 12: 公司期间费用率	10
图表 13: 公司分产品营收 (亿元)	11
图表 14: 公司分产品毛利率	11
图表 15: 公司主要业务产销量	11
图表 16: 公司研发费用情况	12
图表 17: 公司研发人员情况	12
图表 18: OCA 种类	13
图表 19: 电子级胶粘材料生产流程	14
图表 20: OCA 产业链	15
图表 21: 我国布局 OCA 光学胶业务的企业类型	15
图表 22: 全球智能手机出货量	15
图表 23: 中国智能手机出货量	15
图表 24: 5000 万以上量级的 TOP9 智能手机厂商分技术的屏幕需求	16
图表 25: 手机形态变化	16
图表 26: OCA 在 LCD 中的应用	17
图表 27: OCA 在 AMOLED 中的应用	17
图表 28: 中国折叠屏手机出货量与增速	17
图表 29: 2024 中国折叠屏手机市场份额	17
图表 30: 全球平板电脑出货量	18
图表 31: 全球平板电脑分厂商出货量	18

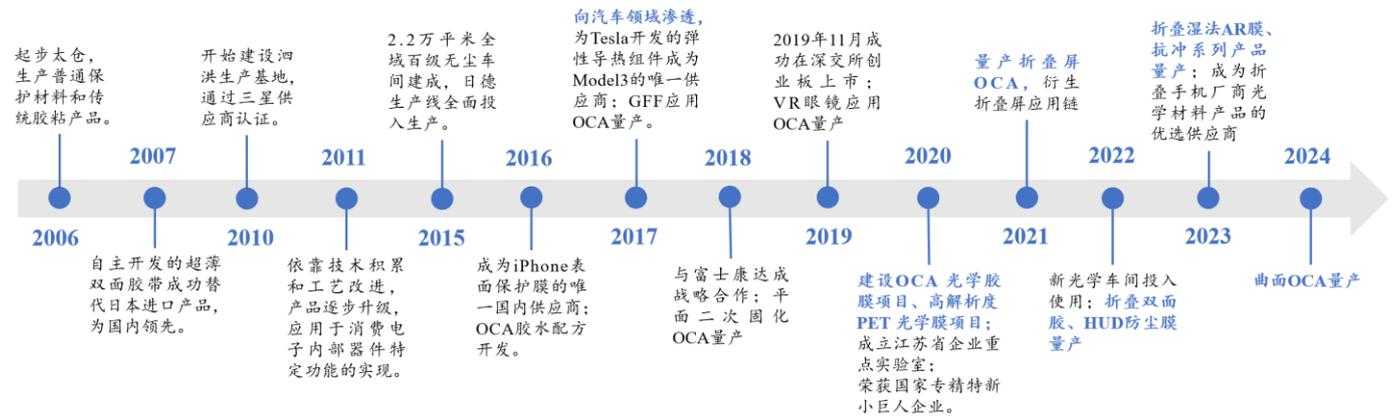
图表 32:	全球 PC 出货量.....	18
图表 33:	全球 AI PC 出货量.....	18
图表 34:	全球 VR 头显季度出货量 (万台)	19
图表 35:	全球 VR 头显年度出货量 (万台)	19
图表 36:	全球 AR 头显季度出货量 (万台)	19
图表 37:	全球 AR 头显年度出货量 (万台)	19
图表 38:	斯迪克 OCA 产品.....	20
图表 39:	斯迪克客制化折叠屏盖板增强方案.....	20
图表 40:	斯迪克 OCA 发展历程.....	21
图表 41:	SDK 叠层结构方案.....	21
图表 42:	XR 市场份额.....	21
图表 43:	功能性薄膜材料工艺流程.....	22
图表 44:	2019-2028 年全球智能手机出货量预测.....	22
图表 45:	2021 年全球功能性薄膜材料市场规模.....	23
图表 46:	感光干膜处于 PCB 产业链位置.....	24
图表 47:	全球 PCB 市场规模 (亿美元)	24
图表 48:	中国大陆 PCB 市场规模 (亿美元)	24
图表 49:	PET 离型膜产业链情况	25
图表 50:	MLCC 结构示意图.....	26
图表 51:	MLCC 离型膜结构图解.....	26
图表 52:	全球 MLCC 需求量 (十亿颗)	27
图表 53:	2019-2024 年全球 MLCC 离型膜需求量.....	28
图表 54:	2019-2024 年全球 MLCC 离型膜市场规模	28
图表 55:	偏光片结构	28
图表 56:	2020-2024 年中国偏光片市场供需量预测	29
图表 57:	2022 年偏光片主要供应商市场份额占比统计.....	29
图表 58:	斯迪克分业务收入毛利拆分.....	31
图表 59:	可比公司估值分析 (PE)	32
图表 60:	可比公司估值分析 (PEG)	32

1 功能性涂层复合材料龙头，胶&膜协同加速国产替代

1.1 深耕功能性涂层复合材料，纵向发展打开成长空间

国内领先功能性涂层复合材料供应商。斯迪克成立于2006年，于2019年在深交所上市。2006-2010年，公司主要生产普通保护材料和传统胶粘产品；2011-2019年，通过技术积累和工艺改进，公司产品逐步升级，用于消费电子内部器件特定功能的实现，在此期间消费电子产业链逐步完善，业务向汽车领域渗透；2020年至今，公司大规模布局OCA光学胶膜、PET光学膜产线，实现胶&膜的协同发展，加快垂直产业链整合，在光学、新能源等领域实现突破。

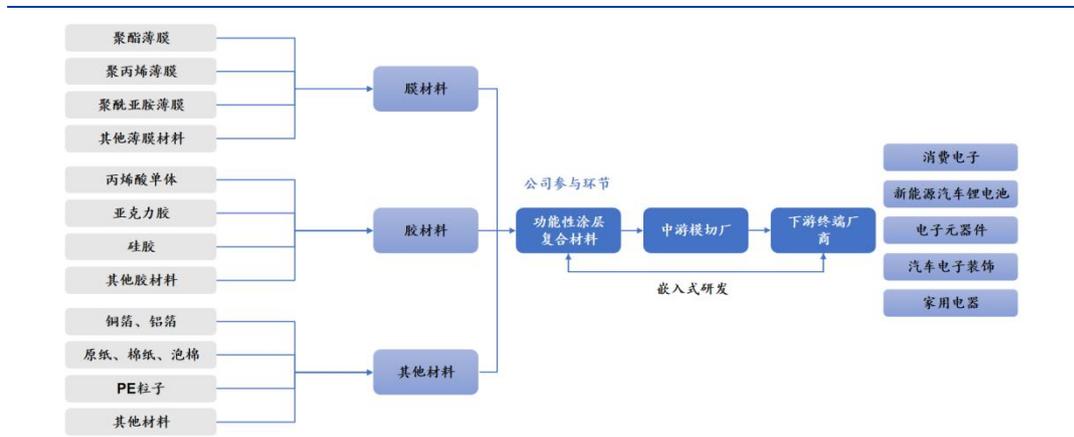
图表1: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 公司公告, 公司公众号, 国盛证券研究所

布局上游推进产业链一体化，嵌入式研发增强客户粘性。公司位于产业链上游，主要从事功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、高分子薄膜材料的研发、生产与销售。公司的上游原材料供应商包括薄膜基材生产企业，以及胶材料生产企业等，目前公司在积极向产业上游扩展，具有自制胶水及离型膜等原材料产品等能力，以满足自身对部分高端原材料的需求。公司围绕下游终端客户新产品对材料的性能要求进行产品开发，凭借“嵌入式研发”模式，与消费电子和汽车电子主要终端客户的合作不断加深，粘性不断增强。

图表2: 功能性涂层复合材料上下游



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

电子级胶粘材料、功能性薄膜材料为主要业务板块，供货国际知名厂商。经过多年的及技术积累与工艺改进，公司的产品包括电子级胶粘材料、功能性薄膜材料、热管理复合材料、薄膜包装材料和高分子薄膜材料五大类，主要应用于光学、新能源汽车、微电子等市场，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。公司已与多家国内外知名终端厂商建立了稳定的合作关系，客户包括富士康、特斯拉、领益、华为等。

图表3: 公司业务布局及 24H1 分业务营收情况

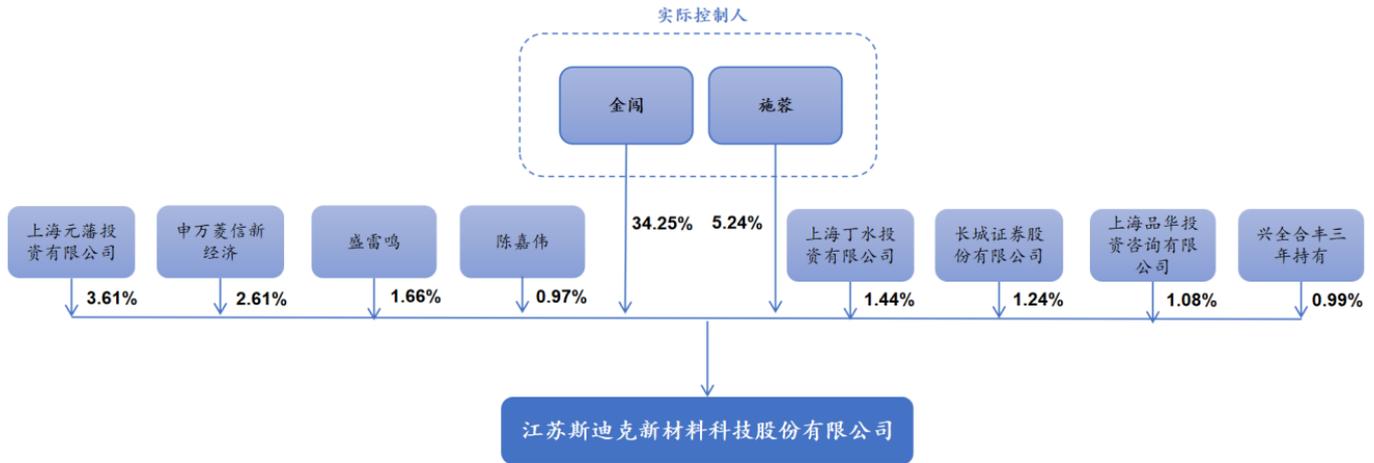


资料来源: 公司官网, 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

1.2 股权结构较为集中，高管增持彰显发展信心

金闯、施蓉夫妇为公司的实际控制人。公司股权结构较为集中，截至 2024Q3，金闯、施蓉（公司董事）分别直接持有公司股份 34.25%、5.24%，合计持有公司股份接近 40%，均为公司实际控制人。

图表4: 公司股权结构 (截至 2024Q3)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 公司部分高管背景

姓名	性别	年龄	职位	履历
金闯	男	46	董事长、总经理	中国国籍, 取得澳大利亚永久居留权, 高中学历, 高级经济师。2006年6月至今, 任公司董事长, 同时兼任公司下属子公司斯迪克新型材料(江苏)执行董事兼总经理, 太仓斯迪克新材料执行董事兼总经理, 重庆斯迪克光电材料执行董事兼总经理, 太仓青山绿水环保新材料执行董事兼总经理及持股平台苏州德润和苏州锦广缘执行事务合伙人。
施蓉	女	50	董事	中国国籍, 取得澳大利亚永久居留权, 大专学历。2016年7月至今, 任公司董事。
吴江	男	49	董事	中国国籍, 无境外永久居留权, 毕业于上海财经大学会计系, 得上海财经大学会计硕士(MPAcc)学位。1998-2001年, 任大华会计师事务所审计员; 2001-2008年, 任安永大华会计师事务所审计经理; 2008-2017年, 任安永华明会计师事务所高级经理; 2017年2月至今, 任公司财务总监; 2020年5月至今, 任公司董事。
蒋晓明	男	51	董事	中国国籍, 无境外永久居留权, 化学博士学历。2011-2017年, 任3M中国有限公司(上海)技术专家, 2019年6月至今, 任公司研发总监。曾获2021年江苏省“双创”人才、2022年宿迁优秀人才贡献奖、2022年宿迁市卓越工程师。
杨比	女	44	董事	中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。2003年7月至2007年4月, 任富士康科技集团采购经理; 2008年3月至2012年12月, 任领胜电子科技有限公司销售总监, 2015年3月至今, 任公司副总经理。
马卫东	男	50	独立董事	中共党员, 博士研究生学历。2005-2015年任宿迁学院工商管理教研室主任。2015-2022年, 任宿迁学院商学院副院长。2022-2023年, 任宿迁学院商学院副院长(主持工作)。2023年7月起, 任宿迁学院经济管理学院党委副书记(主持工作)。
杨森	男	44	独立董事	中共党员, 硕士研究生学历, 会计学教授。2008年8月起在宿迁学院从事会计学教学科研工作, 2015年8月任财务管理系主任。
尹维达	男	52	独立董事	中共党员, 法学硕士研究生学历。2006年7月起, 任宿迁学院法律系系主任, 副教授。

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 项目投产带动业绩爬坡，加大研发投入保持竞争力

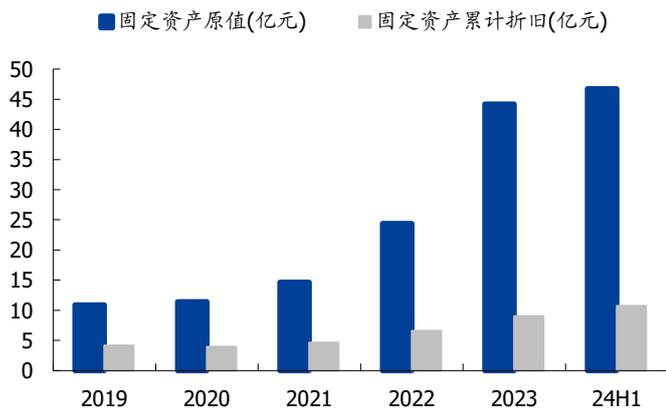
在建项目完工投产将增厚业绩，另一方面项目陆续转固，折旧费用大幅增加。公司的第一条 PET 光学膜生产线于 21Q4 投产，2022 年产能处于爬坡期，第二条 PET 光学膜生产线于 23Q4 投产，产能进一步扩大，销售量随之进一步提升。另一方面，从 2023 年开始到 2024 年上半年，公司 OCA 光学胶项目、MLCC 精密离型膜项目、供胶系统技术改造项目、PET 光学膜项目二线等重大建设项目陆续完工，转入固定资产开始计提折旧，导致折旧费用、财务费用及人工费用同比大幅上升。可以看到，公司的固定资产从 2021 年的 14.7 亿元增长至 2024H1 的 46.73 亿元，24H1 折旧费用为 1.79 亿元，同比增长 60%。

图表6: 截至 2024H1 公司主要在建项目情况 (单位: 万元)

项目名称	投资方式	是否为固定资产	投资项目涉及行业	24H1投入金额	截至24H1累计实际投入金额	资金来源	项目进度	截止24H1末累计实现的收益	未达到计划进度和预计收益的原因
BOPP胶带涂布线技术改造项目	自建	是	功能性涂布层复合材料	20.1	4778.1	自筹资金	80%	0	项目尚在建设中
供胶系统技术改造项目	自建	是		1128.5	26177.3	自筹资金	100%	0	主要替代外购原材
功能性胶带项目	自建	是		545.0	17772.8	自筹资金	55%	0	项目尚在建设中
精密离型膜项目	自建	是		1234.5	63196.9	募集资金+自筹资金	100%	-1554.3	项目尚处于产能爬坡期
偏光片保护膜项目	自建	是		830.1	43546.1	自筹资金	94%	0	项目尚在建设中
功能性PET光学膜项目2	自建	是		116.9	22077.4	自筹资金	100%	0	主要替代外购原材
PVD磁控溅射膜类产品项目	自建	是		339.5	7857.9	自筹资金	100%	0	PVD技术为干法涂布工艺，需要进入下一道工序连续加工生产，主要应用于光学类产品
功能性PET光学膜项目3	自建	是		489.9	44068.6	自筹资金	97%	0	项目尚在建设中
斯迪克泗洪16-17号厂房	自建	是		6462.6	25917.3	自筹资金	80%	0	项目尚在建设中

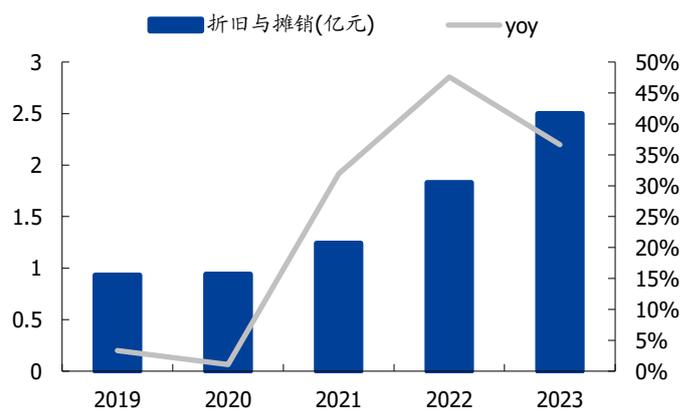
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表7: 公司固定资产情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 公司折旧费用情况

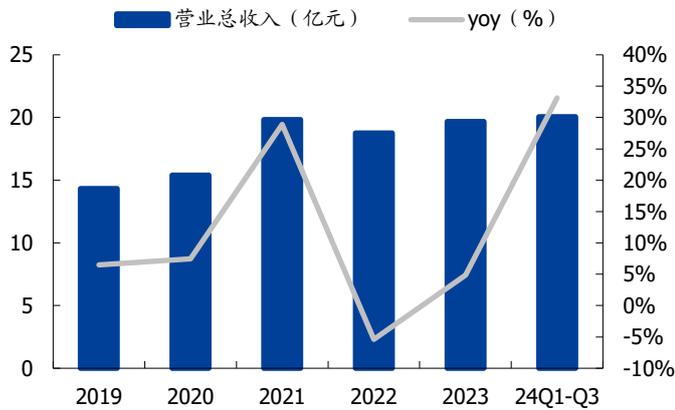


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

多个建设项目投产转固，营收爬坡而利润短期承压。公司营收从 2019 年的 14.3 亿元增长至 2023 年的 19.7 亿元，期间复合增长率为 8.3%，公司 OCA 光学胶业务、新能源业务稳步发展，客户群体覆盖度不断提升。24Q1-Q3 公司实现营收 20.1 亿元，同比增长 33.1%，主要得益于从 2023 年起各新项目投产转固，营收进入爬坡阶段。然而也由于项

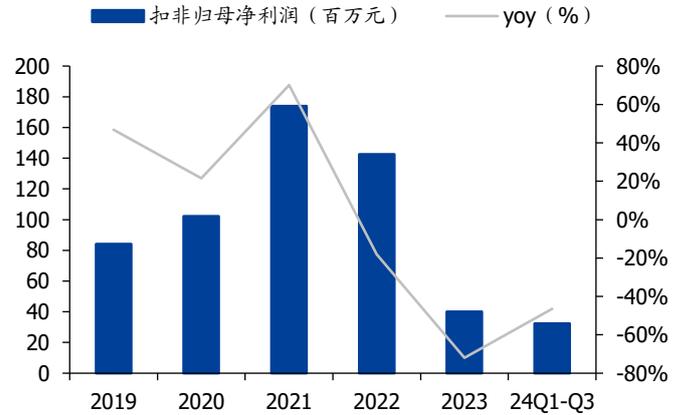
目陆续完工转入固定资产，折旧费用和财务费用均大幅增加，导致利润下滑幅度较大，2023年及24Q1-Q3公司扣非归母净利润分别为0.40/0.32亿元，同比下滑72.0%/46.5%。

图表9: 公司营收及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

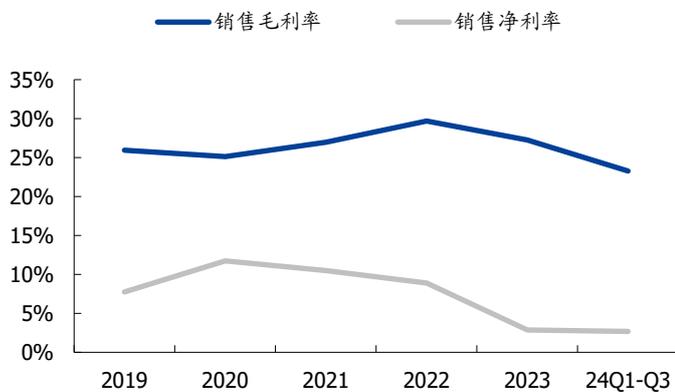
图表10: 公司扣非归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

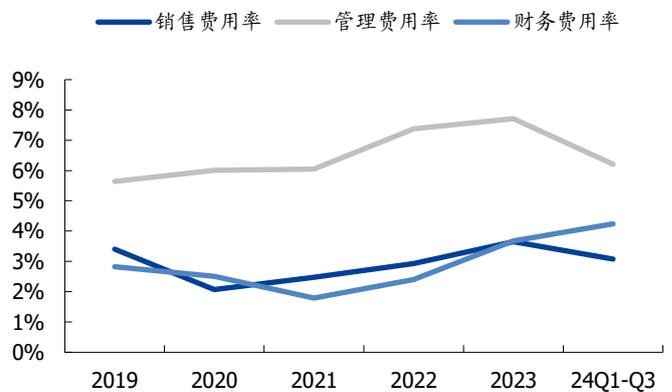
利润端受转固折旧影响有所下滑。盈利能力方面，2019-2022年，公司毛利率稳中有升，从26%增长至30%，净利率维持在10%左右。在费用端，由于从2023年起多个项目陆续完工转入固定资产，项目由建设期转为运营期，部分借款费用从资本化转为费用化，公司财务费用率从2023年起增幅较大，反映到利润率上，2023/24Q1-Q3毛利率分别下降至27.3%/23.3%，净利率分别下降至2.9%/2.7%。

图表11: 公司销售利润率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

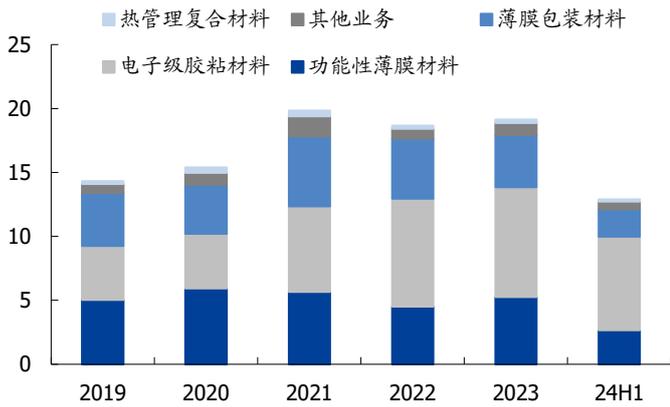
图表12: 公司期间费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

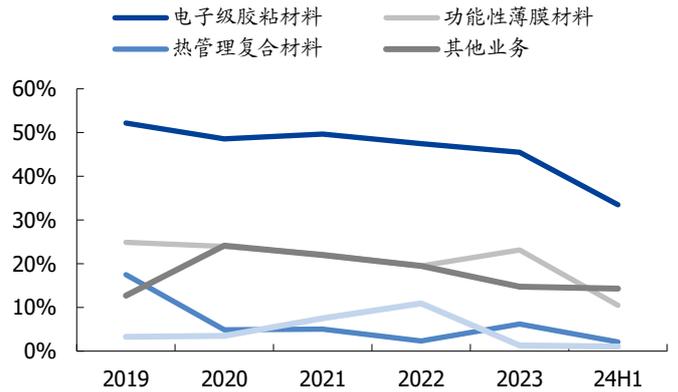
产品结构持续优化，电子级胶粘材料业务拉动业绩增长。公司营收主要来自三大类产品，电子级胶粘材料、功能性薄膜材料以及薄膜包装材料。其中，电子级胶粘材料毛利率最高，2019-2023年维持在47%左右，近年来营收占比逐年提升，从2019年的29%提升至24H1的55%，带动公司整体毛利率水平提升，是公司未来发展的主要方向；其次是功能性薄膜材料，2019-2023年毛利率维持在23%左右，24H1营收占比为20%；薄膜包装材料毛利率较低，近年来营收占比逐渐降低。此外，近两年高分子薄膜材料业务规模逐渐扩大，2023年营收同比增长446%，营收占比从2022年的0.5%增长至24H1的3.5%。

图表13: 公司分产品营收 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表14: 公司分产品毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

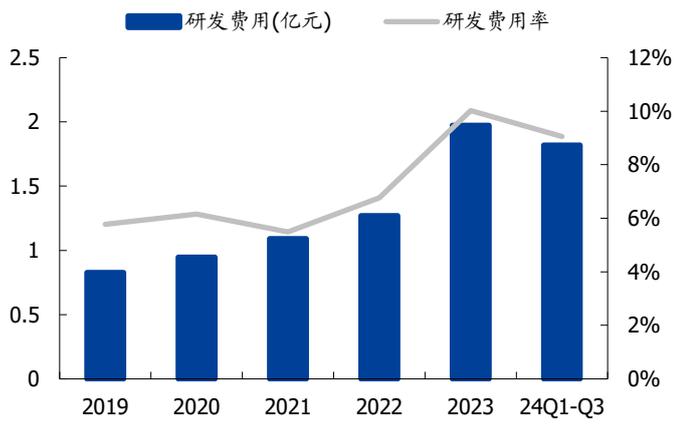
图表15: 公司主要业务产销量

行业分类	项目	单位	2023年	2022年	同比增减
功能性薄膜材料及电子级胶粘材料	销售量	万平方米	39166	30985	26.40%
	生产量	万平方米	50002	42088	18.80%
	库存量	万平方米	5286	4167	26.85%
热管理复合材料	销售量	万平方米	64	59	7.60%
	生产量	万平方米	63	56	12.56%
	库存量	万平方米	4.7	5.1	-5.95%
薄膜包装材料	销售量	吨	43795	38540	13.63%
	生产量	吨	43998	38541	14.16%
	库存量	吨	1042	840	24.16%
高分子薄膜材料	销售量	吨	6317	1079	485.69%
	生产量	吨	23853	17783	34.14%
	库存量	吨	8516	6244	36.37%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

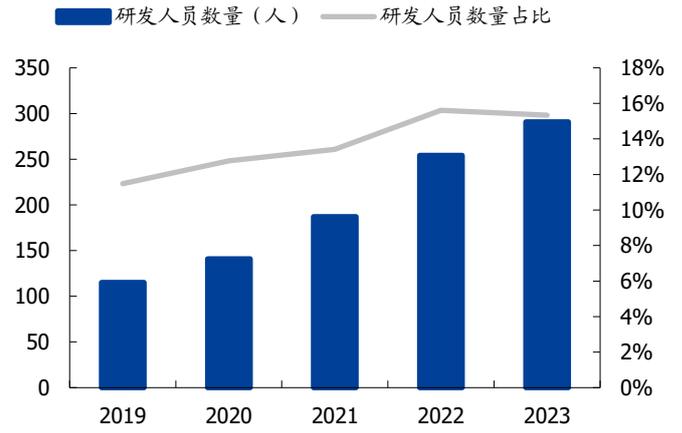
坚持研发投入, 构筑行业壁垒。公司重视自主创新和技术研发, 拥有省级高性能胶粘材料研发中心, 截至 2024H1, 共有 280 名研发人员。公司的研发投入占比已持续多年超过 5%, 截至 2024H1, 公司获得授权专利 457 件, 其中发明专利 247 件, 研发投入同比增加 67%, 投入占比达到 8.6%。公司的主要研发方向为柔性光学显示、新能源汽车电子、光学 PET 基材、MLCC 离型膜、胶粘剂等, 在 高分子聚合、涂层配方优化、功能结构设计、产品精密涂布和新产品产业化应用等方面构筑了较高的行业壁垒。

图表16: 公司研发费用情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表17: 公司研发人员情况



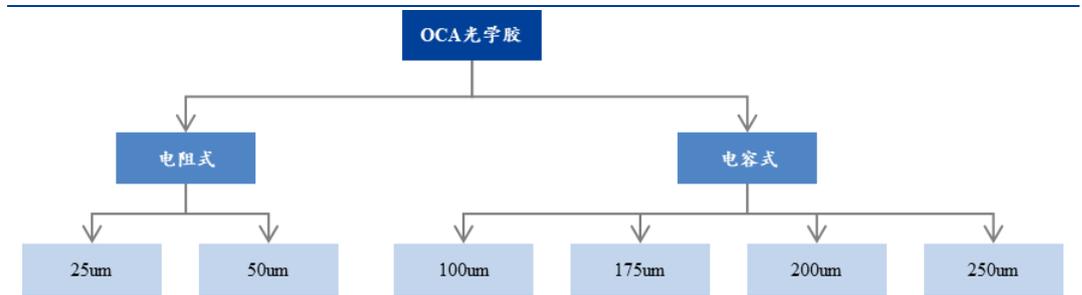
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2 国产OCA光学胶领军，折叠屏+VR打开增长空间

2.1 OCA用于触摸屏模组粘接，国产替代亟待推进

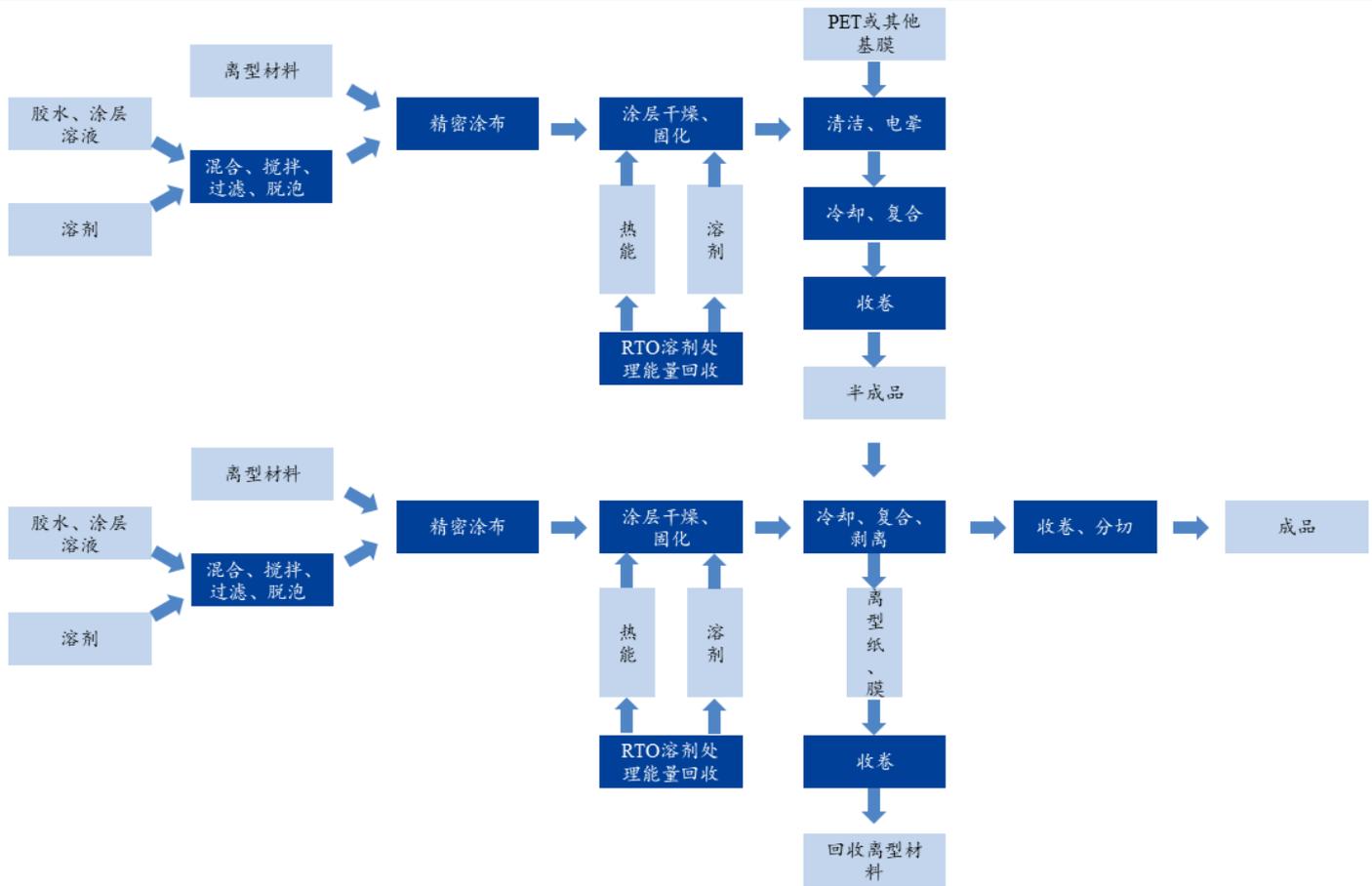
OCA 是高透光特种双面胶，被广泛用于各大终端的触摸屏模组中。OCA (Optically Clear Adhesive, 光学透明胶) 是将光学亚克力压敏胶做成无基材胶膜，然后在上下底层，再各贴合一层离型薄膜的双面贴合产品，是用于胶结透明光学元件 (如显示器盖板，触控面板等) 的特种粘胶，按光学胶核心层结构分为无基材光学胶和有基材光学胶两类，按是否需要 UV 固化分为全固化 (非 UV 型) 和半固化 (UV 型) 两类。OCA 无色透明、光透过率在 90% 以上、胶结强度良好，可在室温或中温下使用，且有固化收缩小等特点，被广泛应用于智能手机、平板电脑等消费电子设备以及可穿戴、汽车等终端的显示模组，进行触摸屏模组粘接以及触摸屏和显示屏粘接，目前主流的触控智能终端产品均采用 OCA 光学胶膜全贴合屏幕技术。

图表18: OCA 种类



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

图表19: 电子级胶粘材料生产流程

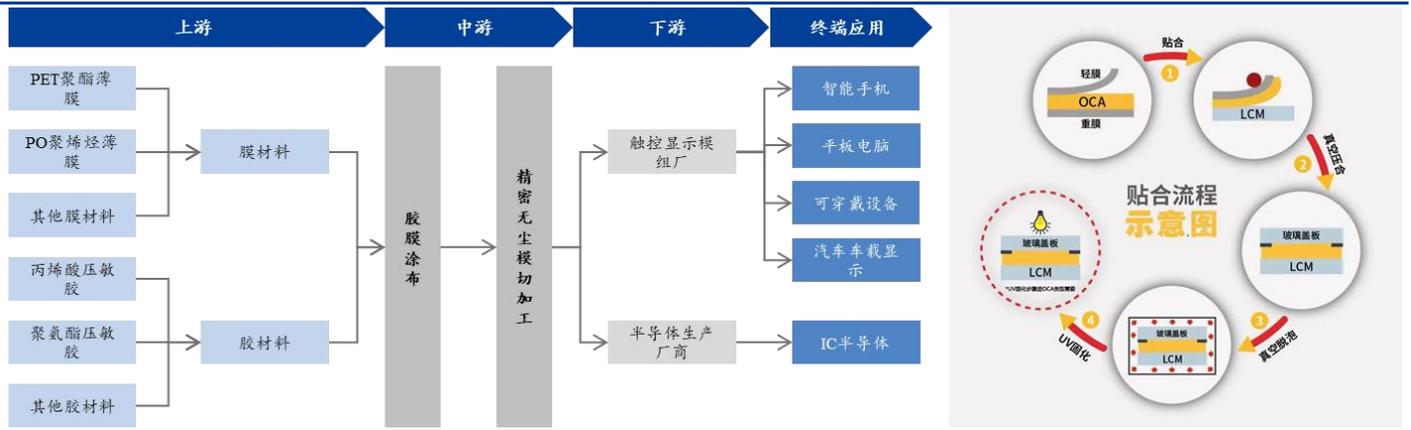


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

OCA 上游被海外厂商垄断, 模切对下游良率至关重要。OCA 光学胶主要由胶材料和膜材料共同组成, 其上游根据原材料也可分为不同种类, 其中膜材料分为 PET 聚酯薄膜、PO 聚酯薄膜、其他膜材料等, 而胶材料分为丙烯酸压敏胶、聚氨酯压敏胶、其他胶材料等; 中游厂商在将胶材料涂布于膜材料上后、经过模切等加工程序后可提供给下游触控显示模组厂商, 其中, 据观研天下, 2021 年手机是最大的应用终端, 占 52.9%, 其次是平板电脑, 占 27.3%, 汽车与其他占比 19.8%。OCA 光学胶膜上游主要被以 3M 公司为龙头的大型跨国企业所垄断, 2021 年国外企业在全中国 OCA 光学胶市场占有率达到 80% 以上;据澎湃新闻, 2019-2021 年模切加工商展新股份从 3M 采购的金额占原材料采购总额的比例分别为 83.19%、85.81% 和 83.13%, 中游的精密无尘模切加工工序的质量控制则直接决定了光学胶产品使用后的屏幕图像视觉效果和触控显示屏模组的贴合良率。

2022 年全球 OCA 市场规模约 31.48 亿美元。根据智研咨询, 2022 年全球 OCA 光学胶行业市场规模约为 31.48 亿美元。其中, 2022 年中国 OCA 光学胶行业市场规模约为 81.23 亿元, 中国 OCA 光学胶行业需求量约为 5106.7 万平方米, 市场均价约为 166 元/平方米 (下游口径)。我们认为, 未来随着消费电子回暖、OLED 渗透率提升以及折叠屏的爆发式增长, OCA 市场规模有望持续扩容。

图表20: OCA 产业链



资料来源: 观研天下, 斯迪克公众号, 国盛证券研究所

图表21: 我国布局 OCA 光学胶业务的企业类型

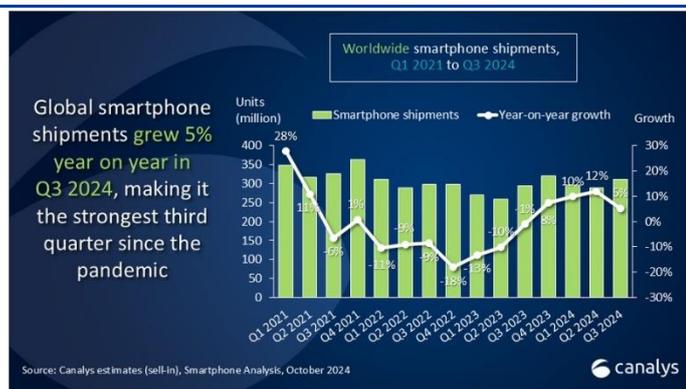
企业类型	概述
膜厂（如离型膜厂等）向下游延伸光学胶业务	离型膜是光学胶的一种上游原材料。相比离型膜，光学胶的国产化率更低，利润空间更高
胶带企业横向拓展品类	这类企业本身是功能性胶带生产厂家，横向拓展品类（光学胶也是胶）相对容易。在光学胶玩家中，此类背景的企业最多
模切厂向上游延伸光学胶业务	模切厂在产业链中的话语权比较高，往往拥有比较好的客户资源，规模也不小，下游模组厂及终端可选择的模切厂通常是固定的，而上游光学胶企业也要去维护与模切厂的商务关系
通过收购原有光学胶企业或事业部而成立	这类玩家通常具备完整的生产设备、完善的专利技术布局、深厚的客户资源积累

资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

2.2 折叠屏推动单机价值量大幅提升，VR 带来新增量

智能手机市场持续回暖，带动 OCA 胶膜需求回暖。24Q3 全球智能手机市场出货量达 3.099 亿台，同比+5%，受到产品创新及营商条件改善的推动，全球智能手机市场已经连续四个季度正增长。从中国来看，受益于高端旺季、备货国补、年末促销的势能释放，24Q4 中国智能手机市场同比+5%，出货量为 7740 万台。Canalys 预计 2024 年 AI 手机渗透率将达到 17%，并且这一数字将在 2025 年进一步快速成长，达 32%。AI 手机有望进一步带动换机需求。我们认为手机作为 OCA 用量最大的消费电子终端，其出货量的持续回暖将带动 OCA 需求回升。

图表22: 全球智能手机出货量



资料来源: Canalys, 国盛证券研究所

图表23: 中国智能手机出货量

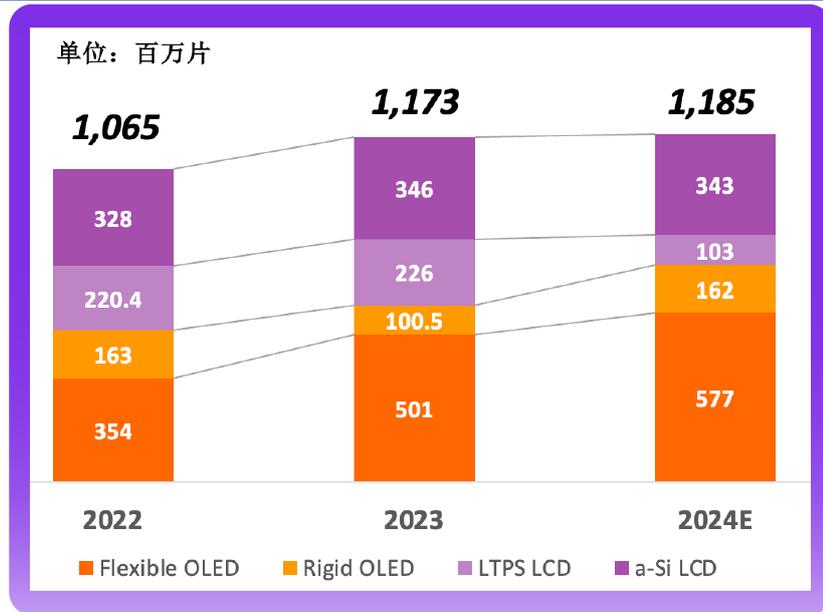
中国大陆市场智能手机出货量和年度增长率					
Canalys 智能手机市场统计: 2024 年第四季度					
厂商	2024 年 第四季度 出货量 (百万台)	2024 年 第四季度 市场份额	2023 年 第四季度 出货量 (百万台)	2023 年 第四季度 市场份额	年增 长率
苹果	13.1	17%	17.5	24%	-25%
vivo	12.9	17%	11.3	15%	14%
华为	12.9	17%	10.4	14%	24%
小米	12.2	16%	9.5	13%	29%
OPPO	10.6	14%	9.0	12%	18%
其他	15.6	20%	16.3	22%	-4%
合计	77.4	100%	73.9	100%	5%

注: OPPO 含一加。
由于四舍五入的原因, 百分比加起来可能不等于 100%
来源: Canalys 智能手机分析统计数据 (出货量), 2025 年 1 月

资料来源: Canalys, 国盛证券研究所

OLED 渗透率持续提升，带动 OCA 量价齐升。据 Omdia, 24Q1, OLED 渗透率为 51%，Omdia 预计 2024 年全年 OLED 在智能机屏幕的份额将会达到 56%，成为主导智能手机市场的屏幕技术。稳定的供货大幅增强品牌屏幕升级的动力，尤其是向柔性 OLED 升级，Omdia 预计 2024 年智能手机屏幕需求为 14.5 亿片，年需求量在 5000 万级别的九大手机厂商苹果，三星小米，OPPO（含一加和 Realme），传音，vivo，荣耀，华为和联想（含 Motorola）的需求约为 11.85 亿片，其中，OLED 的需求达 7.4 亿片，柔性 OLED 需求达 5.8 亿片。TFT-LCD 的结构中仅包含一层 OCA 光学胶膜，OLED 触控显示屏尤其是折叠显示屏需要两层或多层 OCA 光学胶膜，新型柔性显示技术对 OCA 光学胶膜的性能要求更高。我们认为，OLED 渗透率的提升将带动 OCA 量价齐升。

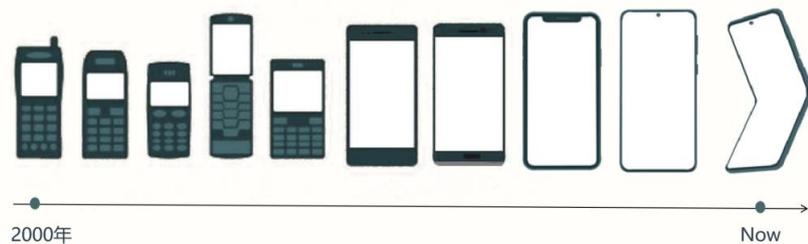
图表24: 5000 万以上量级的 TOP9 智能手机厂商分技术的屏幕需求



资料来源: Omdia, 国盛证券研究所

折叠屏手机中，OCA 单价与用量相对于传统手机均更高。折叠屏手机对 OCA 光学胶膜的要求是在手机持续弯折和摊开过程中具备一定的流动性同时又要保持强粘结性，并且至少要保证 20 万次的折叠条件下，产品不会发生折痕、气泡或破损的情况，技术难度相比于以往大幅提高，单片价值也比普通 OCA 光学胶膜更高，根据展新股份，2021 年 OLED 非折叠手机屏用 OCA 的采购单价为 143 元/平米，而折叠手机屏用 OCA 的采购单价为 647 元/平米，价格显著提升。

图表25: 手机形态变化



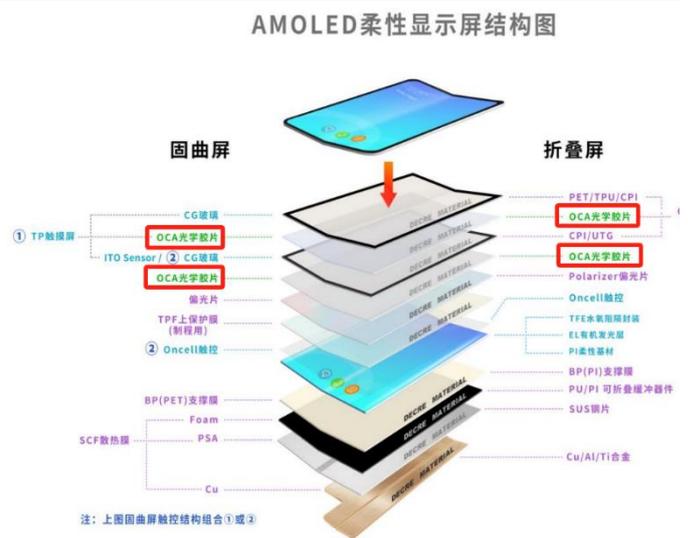
资料来源: 斯迪克公众号, 国盛证券研究所

图表26: OCA在LCD中的应用



资料来源: 展新股份招股书, 国盛证券研究所

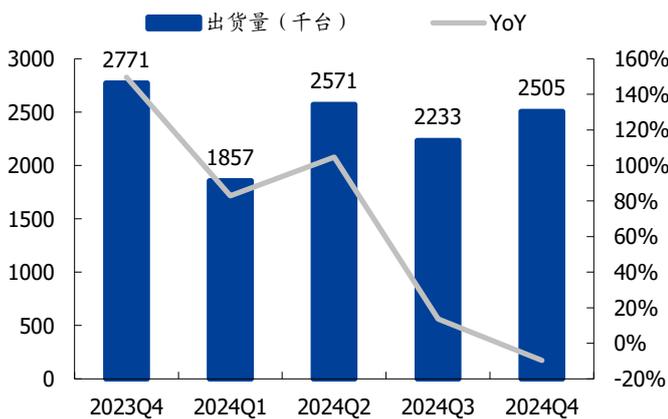
图表27: OCA在AMOLED中的应用



资料来源: 展新股份招股书, 国盛证券研究所

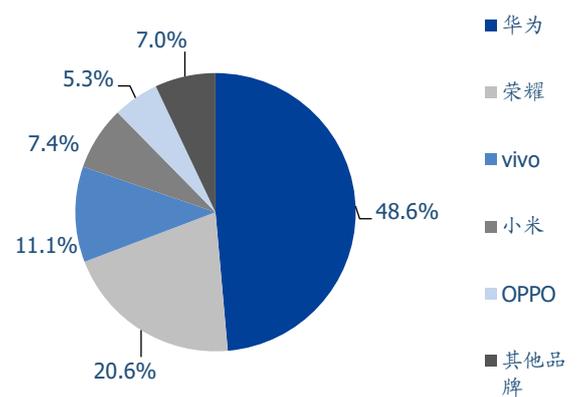
软硬件配置显著进步, 折叠屏手机市场飞速发展。根据 IDC, 2024 全年中国折叠屏手机市场出货量约为 917 万台, 同比增长 30.8%, 其中, 华为市场份额达 48.6%, 位列第一, 荣耀市场份额 20.6%, 排名第二, vivo 凭借 X Fold3 系列以 11.1% 的市场份额排名第三。折叠屏手机发展至今, 软硬件配置均有显著的进步, 推动折叠屏手机需求增长。硬件层面, 以荣耀 Magic Vs2 为例, 重量仅为 229 克, 与直板手机相当, 展开时厚度为 5.1 毫米, 折叠时厚度为 10.7 毫米; 软件层面, 华为与软件合作伙伴合作构建折叠屏生态系统, 深度定制了许多市场领先的应用程序, 更好地适配折叠屏手机。我们认为, 折叠屏手机的软硬件配置均出现了较大进步, 下半年华为新机的推出有望进一步推动市场发展, 进而带动 OCA 光学胶膜需求显著提升。

图表28: 中国折叠屏手机出货量与增速



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表29: 2024 中国折叠屏手机市场份额



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

平板电脑进入换机周期, 有望推动 OCA 需求增长。2024Q3 全球平板电脑出货量同比增长 11%, 达 3740 万台。据 Canalis 分析, 在消费与商业领域需求回暖的驱动下, 平板电脑市场已连续三个季度保持增长态势; 返校季后期的需求、节前渠道为备货所做的库存准备, 以及企业在 IT 方面支出的增多, 均对平板电脑行业的发展起到了推动作用。同时, 中国平板电脑市场呈现出强劲的增长势头。此外, Omdia 预测, 得益于新款 Apple iPad Pro OLED 版本的推出, 2024 年平板电脑 OLED 出货量预计将同比增长 294.0%,

这将进一步带动 OCA 价值量的提升。据观研天下，2021 年平板电脑占据 OCA 市场规模的 27% 以上，我们认为，平板电脑的持续复苏将推动 OCA 需求增长。

图表30: 全球平板电脑出货量



资料来源: Canalis, 国盛证券研究所

图表31: 全球平板电脑分厂商出货量

厂商	2024年	2024年	2023年	2023年	yoy
	第三季度出货量(千台)	第三季度市场份额	第三季度出货量(千台)	第三季度市场份额	
苹果	13591	36.3%	13547	40.1%	0.3%
三星	6886	18.4%	6127	18.2%	12.4%
联想	2974	7.9%	2600	7.7%	14.4%
华为	2867	7.7%	2227	6.6%	28.8%
小米	2563	6.8%	1618	4.8%	58.4%
其他	8549	22.8%	7630	22.6%	12.1%
合计	37430	100.0%	33749	100.0%	10.9%

资料来源: Canalis, 国盛证券研究所

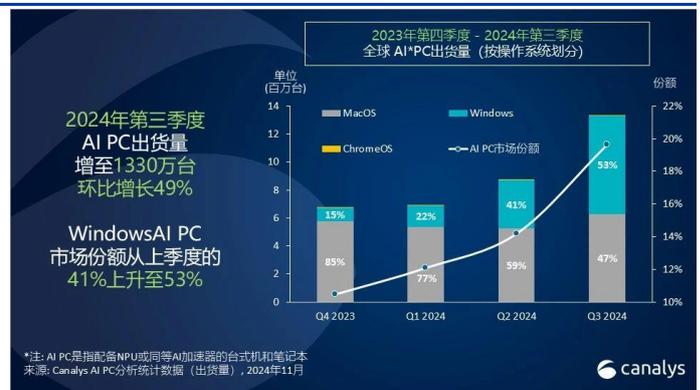
2024 PC 市场持续复苏，AI PC 引领增长。 24Q4 PC 市场在第四季度实现连续 5 个季度的增长，台式电脑、笔记本和工作站的总出货量达到 6,740 万台，同比增长 4.6%。笔记本（包括移动工作站）的出货量为 5,370 万台，同比增长 6.2%，台式机（包括台式工作站）的出货量下降 1.4%，出货量为 1,370 万台。2024Q3 AI PC 出货量为 1330 万台，占本季度 PC 总出货量的 20%。预计 2024 年出货量将达到 4400 万台，2025 年有望达到 1.03 亿台，进一步带动 PC 市场回暖。随着 AI PC 需求的不断增长，预计高端笔记本电脑的需求也将增加，Omdia 表示 OLED 制造商计划 2024 年将笔记本电脑 OLED 的出货量同比提高 152.6%，这将带动 OCA 需求量增长与价值的提升。

图表32: 全球 PC 出货量



资料来源: Canalis, 国盛证券研究所

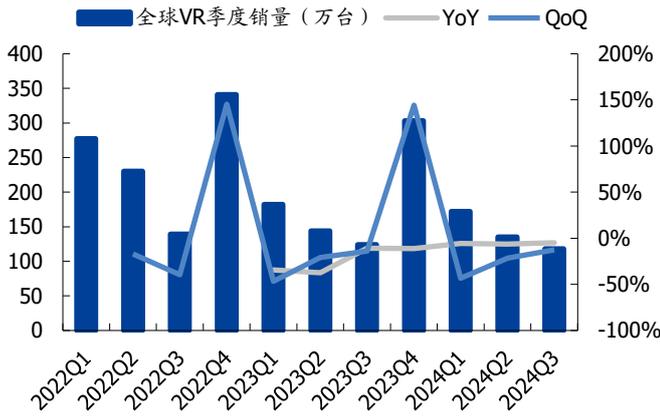
图表33: 全球 AI PC 出货量



资料来源: Canalis, 国盛证券研究所

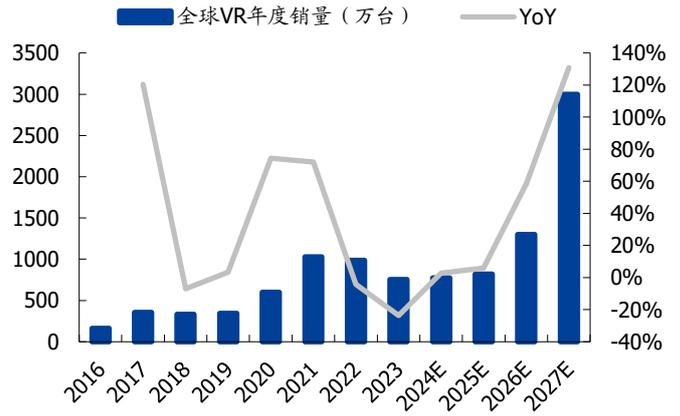
VR、AR 星辰大海，带来 OCA 新增量。 回顾 VR、AR 市场表现，我们看到 VR 设备出货量在 2020 年 9 月具备较高性价比优势的 Oculus Quest 2 发布后迎来了一波高潮，2021 全年出货量达到 1029 万台，同比增长 72.1%，但此后由于内容生态端的不完善导致增长乏力。24Q3 全球 VR 销量为 118 万台，同比下滑 5%，主要系索尼 PS VR2 和 Quest 2 销量的下滑，其中索尼 PS VR2 销量同比下滑 52%，预计 24 年全球 VR 销量 774 万台，同比+3%，重回正增长。24Q3 AR 销量为 10.6 万台，同比下降 3.6%，预计 24 年全球 AR 销量为 51 万台，与去年基本持平，BB 观影类眼镜增速放缓，增长看点主要为 AI+AR 类眼镜，预计 24/25 年为行业发展的新变量。根据 Wellsenn XR 预测，2027 年 VR、AR 的出货量将分别达到 3000、180 万台。我们认为后续随着 VRAR 的放量，OCA 将迎来全新增量。

图表34: 全球VR头显季度出货量(万台)



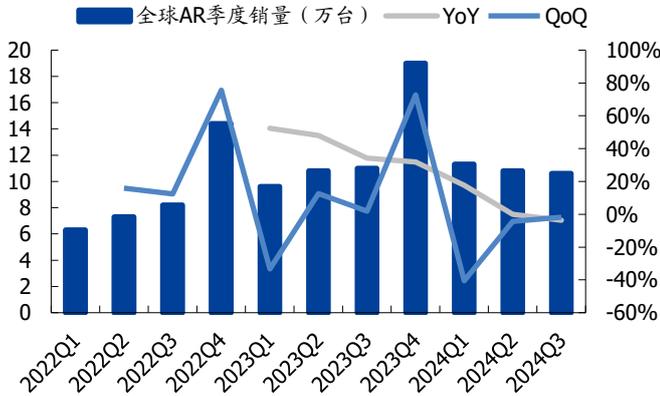
资料来源: Wellsenn XR, 国盛证券研究所

图表35: 全球VR头显年度出货量(万台)



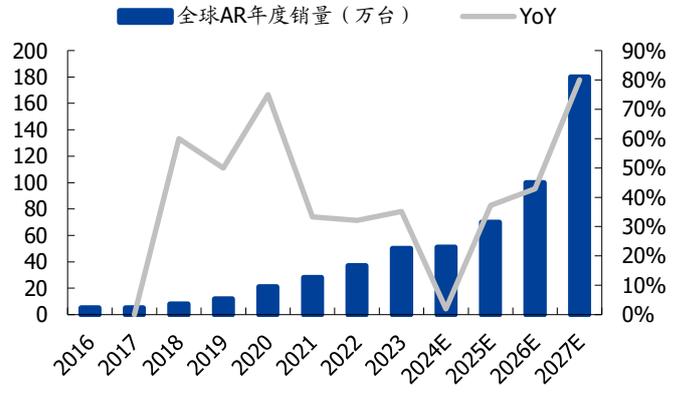
资料来源: Wellsenn XR, 国盛证券研究所

图表36: 全球AR头显季度出货量(万台)



资料来源: Wellsenn XR, 国盛证券研究所

图表37: 全球AR头显年度出货量(万台)



资料来源: Wellsenn XR, 国盛证券研究所

2.3 折叠屏OCA稳定量产, VR打开新市场

全产业链优势显著。斯迪克利用自身全产业链优势,完善的嵌入式研发体系,早在2016年就已开始开发OCA。公司OCA产品优势显著:1)公司具有百级洁净环境加工,洁净度极优,具有良好的透明度,雾度低,透光率大于90%;2)粘结强度高,固化收缩率低,拥有优良的段差填补能力;3)优良的耐候性、耐湿热性,持久不黄变,无分层或降解。斯迪克经过多年与终端客户的紧密合作,已具备品类丰富的OCA系列产品。

图表38: 斯迪克 OCA 产品

产品牌号	胶系	胶带厚度 (μm)	粘着力 (gf/inch, Glass)	透光率 (%)	雾度 (%)
SDK0015K-1	丙烯酸	15±3	> 800	≥91	≤0.5
SDK0025A	丙烯酸	25±3	800	≥91	≤0.6
SDK0025M	丙烯酸	25±5	> 400	≥91	≤0.5
SDK0050K	丙烯酸	50±2	> 1000	≥91	≤0.5
SDK0050K-2	丙烯酸	50±2	> 1000	≥91	≤0.5
SDK0100A	丙烯酸	100±5	≥ 1500	≥91	≤0.6
SDKCT003	丙烯酸	75±5	> 650	≥91	≤0.5

资料来源: 斯迪克官网, 国盛证券研究所

折叠 OCA 量产进展顺利, 产能逐步释放。目前, 公司折叠 OCA 已稳定量产, 公司还推出了客制化折叠屏盖板增强方案, 此外, 公司在主流屏厂均有验证曲屏 OCA, 预计今年年底能够量产。从产能来看, IPO 募投项目 OCA 光学胶膜项目达产后将实现年产 2600 万平方米 OCA 光学胶膜产品。OCA 离型膜产能和偏光片离型膜为 IPO 募投项目 OCA 光学胶膜生产所需要的中间产品, 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 MLCC 离型膜产能, 未来随着相关产能的释放, 将进一步提升公司全产业链优势, 优化公司成本。

图表39: 斯迪克客制化折叠屏盖板增强方案



资料来源: 斯迪克公众号, 国盛证券研究所

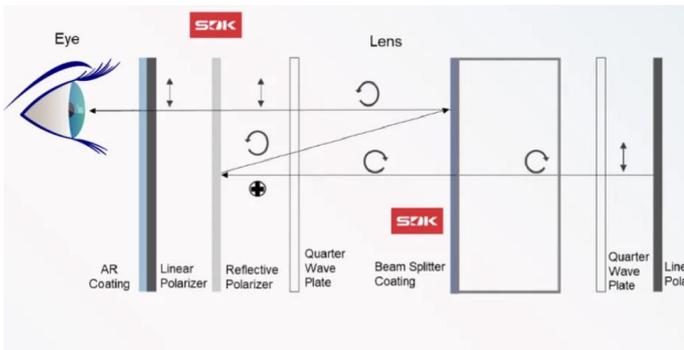
图表40: 斯迪克 OCA 发展历程



资料来源: 斯迪克公众号, 国盛证券研究所

斩获 VR 头部客户认可, 累计贴合量超 10 万平方米。Pancake 方案生产流程主要包括光学设计、透镜加工透镜贴膜、组装、检验和封装 6 个环节, 直接影响成像质量的关键环节就是贴膜工艺。斯迪克在和 VR 头部客户达成深度合作, 推出叠层结构交付方案, 凭借 OCA 适配开发能力和卷对卷贴合工艺, SDK 叠层结构交付方案已获得 VR 头部客户认可, 截至 2023 年 2 月 8 日, 累计光学膜贴合超过 10 万平方米。

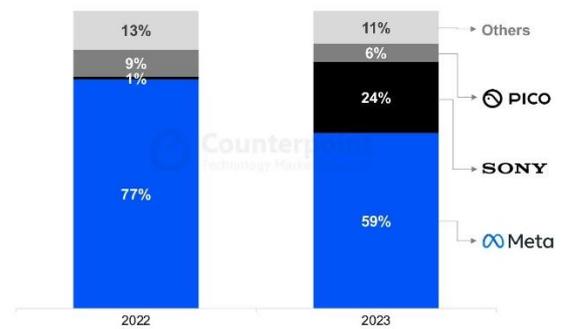
图表41: SDK 叠层结构方案



资料来源: 斯迪克公众号, 国盛证券研究所

图表42: XR 市场份额

Global XR Headset Shipment Share by Top Brands, 2023 vs 2022



Source: Counterpoint's Global XR (AR & VR Headsets) Model Tracker, Q4 2023

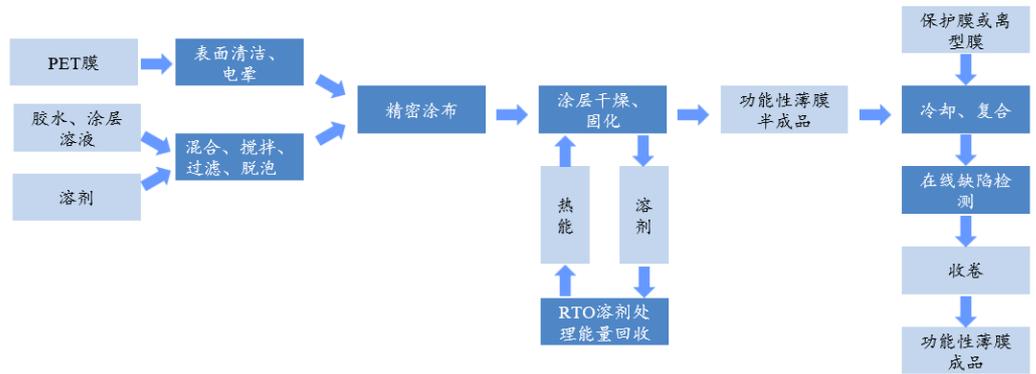
资料来源: Counterpoint Research, 国盛证券研究所

3 功能性薄膜材料产品丰富，高端化布局加速

3.1 3C 市场回暖，功能性薄膜材料应用空间广阔

功能性薄膜材料是具有抗刮伤、增透减射、扩散、抗眩光、抗静电、防油污、抗酸碱、耐高温、防蓝光、阻隔等一种或多种特定功能的涂层复合材料，由 PET 膜、溶剂、胶水等经过混合、搅拌、电晕、精密涂布、图层等工艺制作。

图表43: 功能性薄膜材料工艺流程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3C 市场温和回暖，功能性薄膜材料应用空间广阔。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，其市场需求受下游景气度影响。当前消费电子市场逐步回暖，以智能手机、PC 为例，根据 Canalsy 数据，2024 年全球智能手机出货量将达到 12 亿台，同比增长 5%，长期看，市场将逐步进入平台期，预计 2024 至 2028 年年复合增长率为 2%。PC 市场 24Q3 增长势头强劲，全球台式机和笔记本电脑出货量同比增长 1.3%，达 6640 万台。随着向 Windows 11 过渡和人工智能个人电脑采用推动的更新周期在未来加速增长。AI 驱动下，AI 手机及 AI PC 将带动换机需求，智能手机及 PC 出货量有望保持增长，AI 设备用功能性薄膜材料量价均有所提升，功能性薄膜材料市场深度受益。

图表44: 2019-2028 年全球智能手机出货量预测

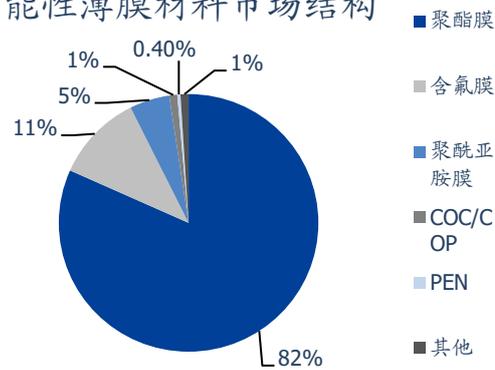


资料来源：Canalsy，国盛证券研究所

中国是功能性膜材料最大的消费市场，高性能膜材料还将拥有更大发展潜力。2021 年，全球功能性膜材料总消费量约 550 万吨，市场规模超 210 亿美元。按国家地区划分，中国是功能性膜材料最大的消费市场，2021 年总消费量接近 300 万吨，占全球消费量的 54%。按产品类型划分，2021 年全球聚酯膜 (PET) 消费量超 540 万吨，占比超过 98%，是功能性膜材料中最主要的产品。PET 基膜被作为直接与外界环境大面积接触的光伏封装材料，应用于太阳能电池背膜上。这种基膜对生产技术的要求高，目前全球背板 PET 基膜的代表企业有日本东丽、帝人-杜邦、韩国 SKC 等。

图表 45: 2021 年全球功能性薄膜材料市场规模

2021 年全球功能性薄膜材料市场结构

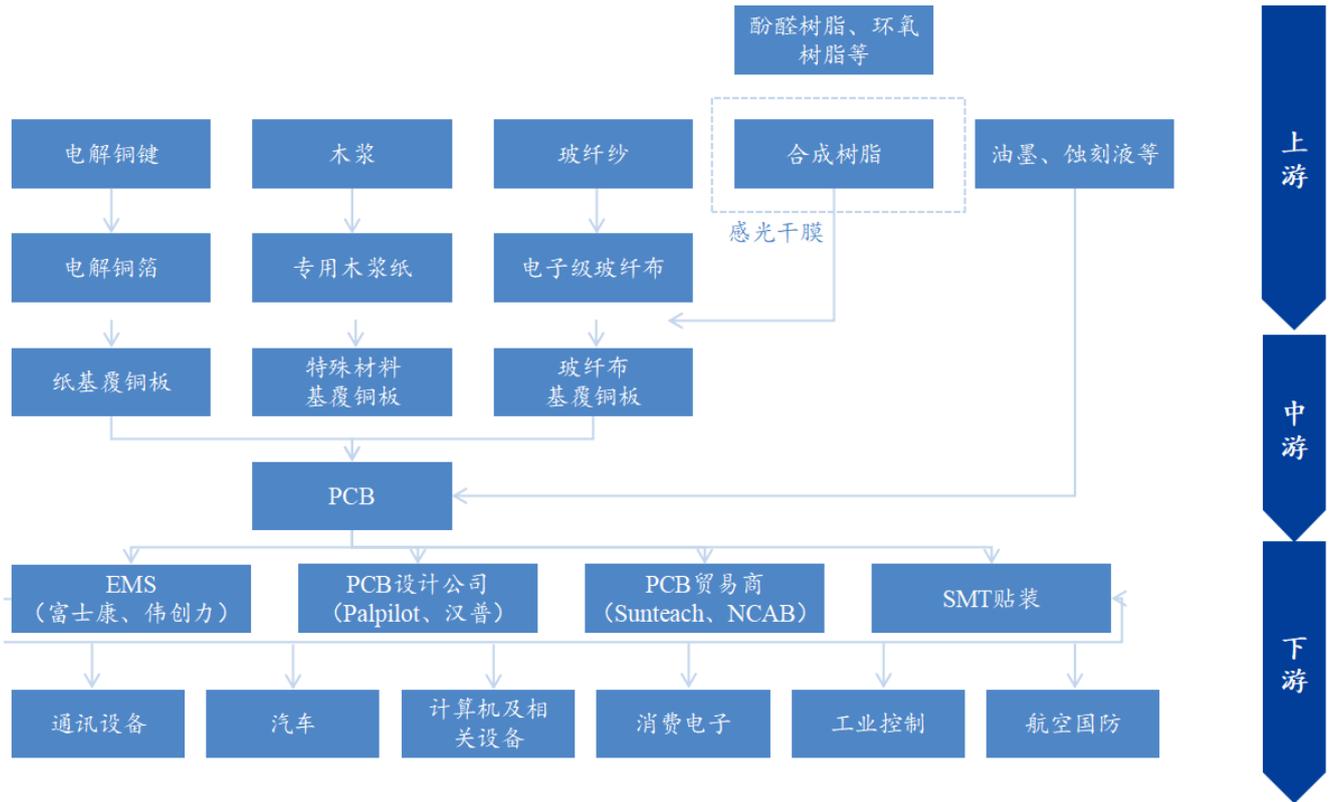


资料来源: 中国化工信息中心, 国盛证券研究所

3.2 布局感光干膜，把握 PCB 行业发展机遇

PCB 感光干膜是印制电路板制造过程中的关键材料，用于光刻工艺，通过曝光和显影形成电路图案。感光干膜由聚乙烯膜、光致抗蚀剂膜和聚酯薄膜 (PET) 三部分组成。其中，光致抗蚀剂膜又被称为感光层，是感光干膜最重要的组成部分，主要成分为光刻用感光材料。聚酯薄膜为感光层载体，用于混合感光材料涂布成膜；聚乙烯膜是感光干膜的保护层，主要作用是隔绝氧气、分层和避免机械划痕。感光干膜是覆铜板图形刻蚀的关键材料，在制造加工过程中，贴合在覆铜板上的感光干膜经紫外线的照射之后发生聚合反应，形成稳定物质附着于铜板上，从而达到阻挡电镀、刻蚀和掩孔等功能，实现 PCB 设计线路的图形转移。目前我国感光干膜市场以中低端产品为主，高端产品依赖进口。

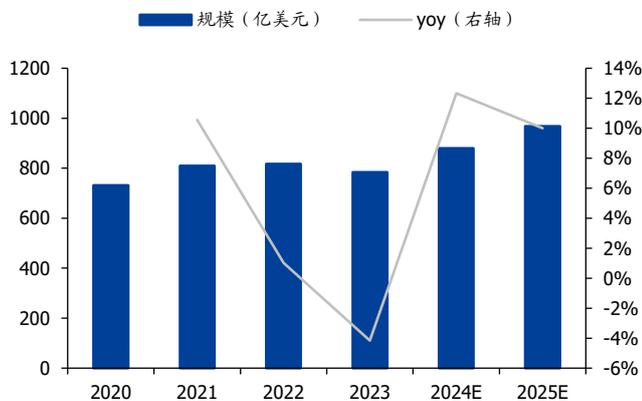
图表46: 感光干膜处于PCB产业链位置



资料来源: 福斯特公司公告, 国盛证券研究所

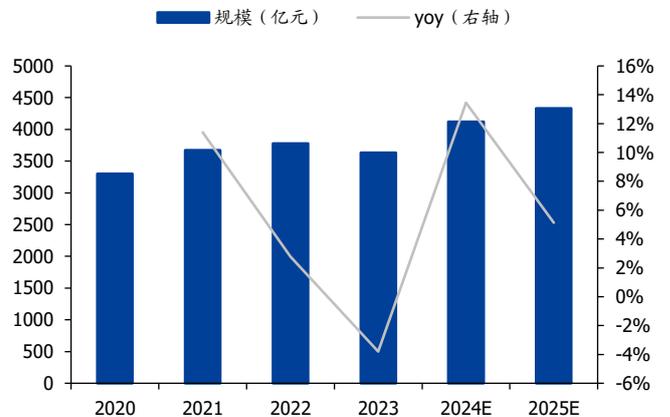
2024年PCB市场重启增长趋势, 全球规模预计达880亿美元。据中商情报网, 2023年全球PCB产值同比下滑4.2%至783亿美元。但随着市场去库存进入尾声, 消费电子需求逐渐回暖, AI端侧加速落地, 以及汽车电动化、智能化发展, PCB迎来新一轮创新周期, 预计2024年将同比增长约12.3%, 达880亿美元。中国PCB产业稳健发展, 占据全球PCB主导地位, 据中商情报网, 2024年中国PCB预计达4121亿元, 同比增长13.4%。FPC又称柔性板, 属于PCB中的高端产品, 目前主要应用于消费电子领域, 未来向新能源汽车等领域拓展。根据普华有策的数据, 2023年中国大陆FPC产值为56.1亿美元, 预计2028年将达69.5亿美元, 2023-2028年CAGR为4.4%。

图表47: 全球PCB市场规模(亿美元)



资料来源: 中商情报网, 国盛证券研究所

图表48: 中国大陆PCB市场规模(亿美元)



资料来源: 中商情报网, 国盛证券研究所

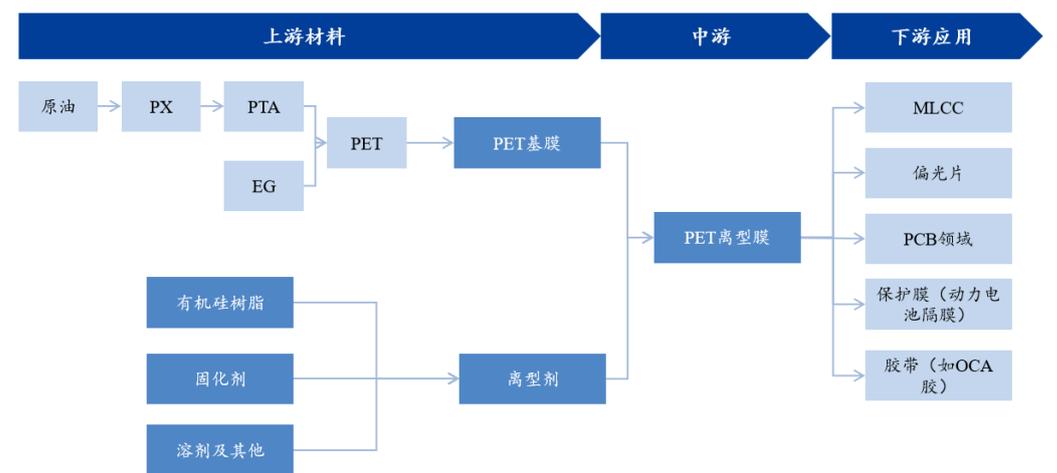
2028 年全球感光干膜出货量预计突破 20 亿平方米。感光干膜具有分辨率高、线条精度高、成像连续性好等特点，有助于实现 PCB 制造工序的机械化和自动化，其占 PCB 成本比重约 3%。受益于 PCB 行业景气度提升及行业发展加速，感光干膜市场将空间扩展，据新思界，2022 年全球感光干膜出货量达到近 13 亿平方米，预计伴随应用需求逐渐释放，全球感光干膜出货量将保持增长趋势，到 2028 年将突破 20 亿平方米，以福斯特 2023 年销量及营收情况预计，福斯特 2023 年销售 11548.98 万平方米，实现收入 4.54 亿元，计算感光干膜单价为 3.93 元/平方米。

感光干膜行业进入壁垒高，国产厂商齐发力。感光干膜作为 PCB 感光材料，技术壁垒、人才壁垒、市场壁垒、资金壁垒明显，而内地感光干膜生产企业起步较晚，在市场竞争中处于不利地位。据观研报告网，2023 年长兴材料、旭化成、日立化成三家企业占据 80% 以上市场份额。目前市场对感光干膜的需求以普通商用感光干膜为主，但随着电子技术的日益发达，电子芯片、电子线路板也越来越精细，高精度感光干膜的应用比例不断增加，高端干膜产品完全依赖进口，因此，随国内 PET、PE、干膜涂布设备等技术日趋成熟，国内高端感光干膜市场前景光明。国内感光干膜龙头厂商福斯特，投入大量资源进行感光干膜产品的产业化探索，积极推进感光干膜扩产项目。**斯迪克 2023 年推出感光干膜产品，产品应用在 UV 和 LDI 曝光机上 PCB 外层蚀刻和电镀制程，产品曝光效率高，具备出色的附着、解析力和优异的盖孔能力，把握感光干膜发展机遇。**

3.3 进军精密离型膜，高端化布局加速

离型膜是一种由胶、硅油和基膜等原材料，通过对塑料薄膜做等离子处理，或涂氟处理，或涂硅离型剂于薄膜材质的表层上而成的，并与特定的材料在有限的条件下接触后不具有粘性，或轻微的粘性，对于各种不同的有机感胶表现出极轻且稳定的离型力的功能性涂层复合材料。离型膜具备可浸润、离型稳定、具有高平整度（凸点要控制在 0.2 微米内）、干燥后易剥离等特性。目前离型膜已在智能消费电子、电力电气、能源交通、航空航天等领域中发挥着不可替代的作用。根据基材不同，离型膜可以分为 PET 离型膜、PE 离型膜、OPP 离型膜、复合离型膜，其中 PET 离型膜为目前最常见的离型膜产品。

图表 49: PET 离型膜产业链情况



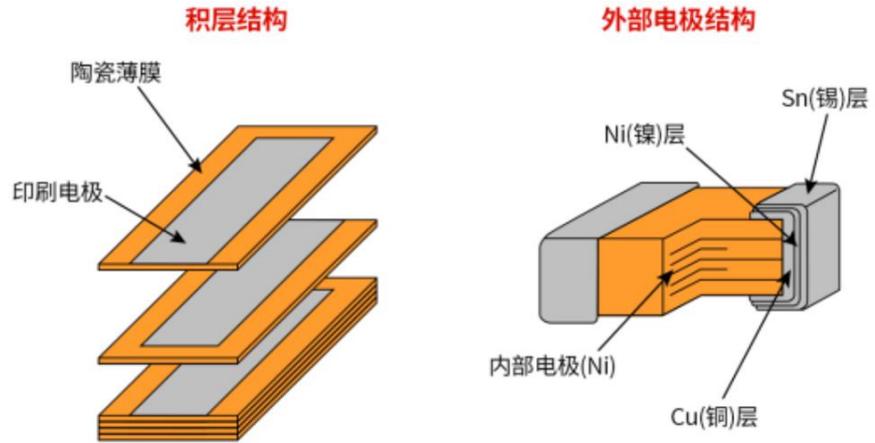
资料来源：华经产业研究院，国盛证券研究所

分领域来看，精密离型膜主要用于 MLCC、偏光片等场景，市场空间较大。

1) MLCC 领域：MLCC 号称“电子工业大米”，在陶瓷介质膜片上印刷金属内电极，将每片陶瓷介质膜片通过错位叠合的方式堆叠成型，通过一次性高温烧结形成陶瓷芯片，

在芯片两端涂封金属端外电极，从而形成有多层金属层串联而成的片状电容器，由于其结构体类似于独石，也被称为独石电容器。由于其性能稳定、体积小容量大等特点，MLCC 是目前被广泛应用的被动电子元器件。

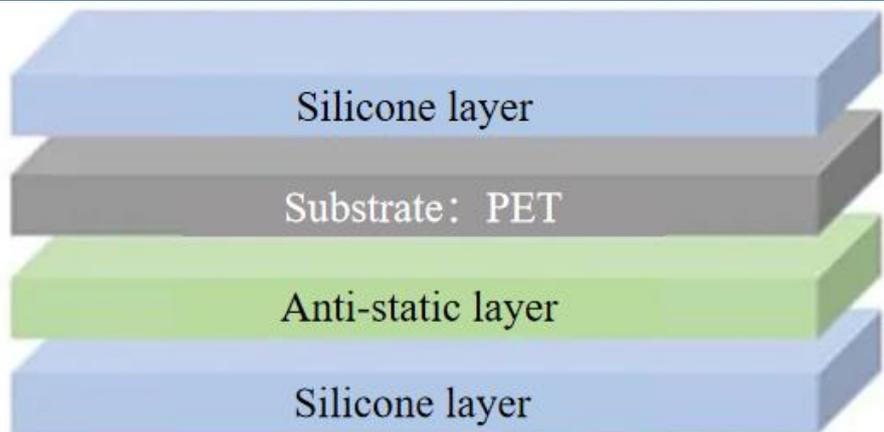
图表50: MLCC 结构示意图



资料来源: 艾邦半导体, 国盛证券研究所

离型膜是 MLCC 流延涂布成型步骤必备耗材。MLCC 离型膜主要用于“流延”生产步骤，在流延涂布时承载陶土层，作用是将有机离型剂涂布于 PET 聚酯薄膜的表层上，在流延涂布时承载陶土层。MLCC 通常需要堆叠 300-1000 层陶瓷介质，每一层陶瓷介质的形成都需要相同的离型膜。因此这种工艺要求薄膜具有剥离性和光滑型，以达到剥离介电层而不损坏介电层的效果，并且要求薄膜厚度均匀一致、离型力适中，且干燥后可轻易剥离，供多层次晶片积层时使用。作为 MLCC 流延涂布工艺成型步骤必备耗材，离型膜成本占比 10%~20%。

图表51: MLCC 离型膜结构图解



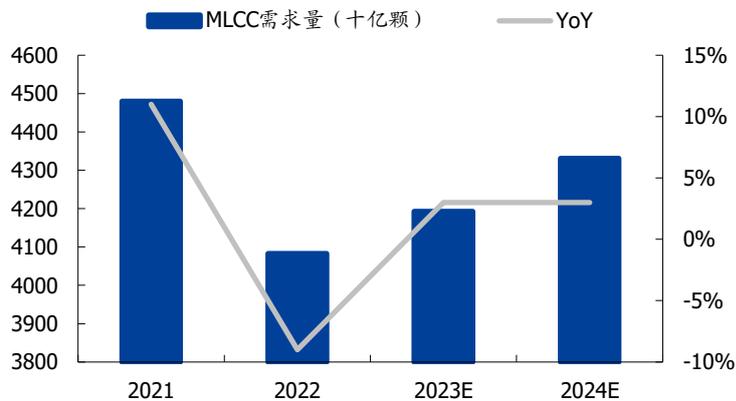
资料来源: 艾邦半导体, 国盛证券研究所

MLCC 离型膜技术壁垒高，高端产品依赖日本进口。MLCC 通过减小电介质层厚度或增加 MLCC 叠层数来增大容值，高容化趋势下，目前村田、太阳诱电等日系供应商普遍实现 1 μm 薄膜介质超 1000 叠层，三星可实现 600 层工艺，而国内厂商做的最好的也只是几百层。为确保陶瓷膜片的薄膜化及厚度均匀性，每一层陶瓷介质的形成均需要相同的离型膜，因此 MLCC 离型膜对表面平滑性要求高（凸点往往要控制在 0.2 微米以内），

且随层数增长及小型化趋势日趋严苛，再加之对材料匹配、表面张力匹配、离型力的稳定性、厚薄均匀度等极高的要求，技术壁垒高耸。

MLCC 行业回暖势态延续，预计 2024 年需求量达 4.3 万亿颗。受下游需求不振，2022 和 2023 年，MLCC 的出货价格持续下滑，跌价周期超过 14 个月，经过长时间库存调整，2024 年 MLCC 行业回暖态势持续，AI 驱动下，MLCC 需求不断提升。在一部智能手机中，MLCC 的用量约为 1200~1500 个，笔记本电脑需要约 1000 个 MLCC，一台 AI 服务器的 MLCC 用量通常为 3000~4000 个，一辆电动汽车所需 MLCC 的数量高达 1 万~1.5 万个。伴随 AI PC、AI 手机、AI 服务器出货量不断增加及汽车电动化、智能化渗透率快速提升，MLCC 出货量快速上升，根据 Trendforce 数据，24Q4 全球前十大 MLCC 供应商出货量达 1.21 万亿颗，环比减少 3.6%。全年看，2024 年全球 MLCC 需求量将达 4.3 万亿颗，同比增长 3%。

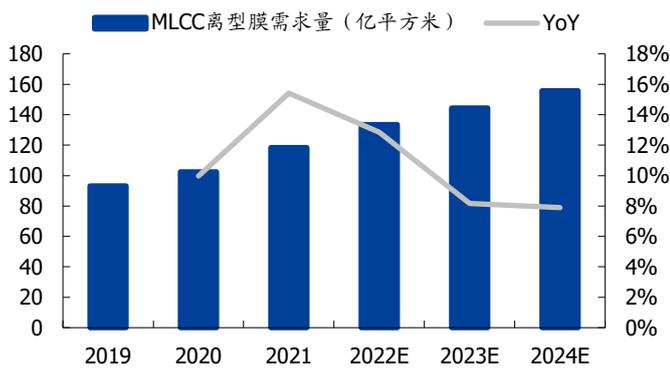
图表52: 全球 MLCC 需求量 (十亿颗)



资料来源: Trendforce, 国盛证券研究所

2024 年全球 MLCC 离型膜市场规模有望达 311.5 亿元。单颗 MLCC 需要堆叠上千层陶瓷介质，每一层陶瓷介质的形成都需要相同的离型膜，伴随 MLCC 出货量回升，且高端 MLCC 使用离型膜量提升，MLCC 离型膜出货量增长。根据华经产业研究院数据，2024 年全球 MLCC 离型膜需求量预计增长至 155.8 亿平方米，市场规模预计增长至 311.5 亿元。目前，我国 MLCC 进口需求仍存，使用的 MLCC 离型膜也主要依赖进口。据中商产业研究院数据，2022 年我国 MLCC 进口额达 70.2 亿美元，出口额 36.4 亿美元，贸易逆差 33.8 亿美元，进口规模远大于出口。

图表53: 2019-2024年全球MLCC离型膜需求量



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

图表54: 2019-2024年全球MLCC离型膜市场规模

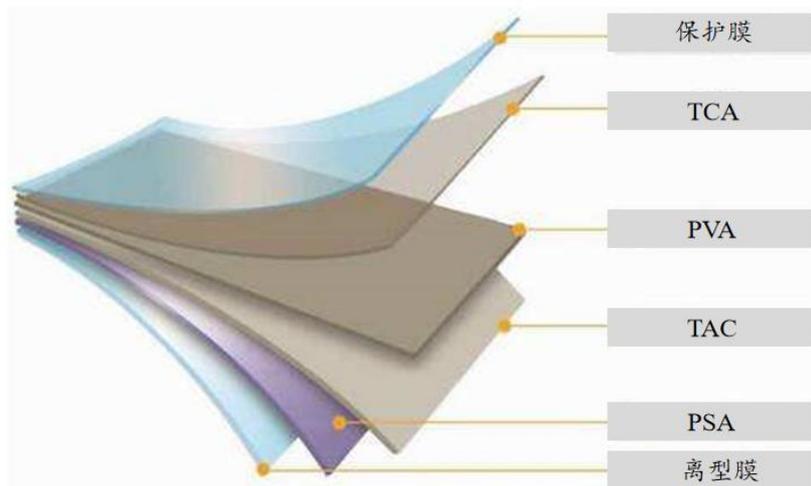


资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

2) 偏光片领域: 偏光片全称为偏振光片, 可控制特定光束的偏振方向, 自然光在通过偏光片时, 振动方向与偏光片透过轴垂直的光将被吸收, 透过光只剩下振动方向与偏光片透过轴平行的偏振光。偏光片下游主要应用为面板行业, 依据面板类型不同, 偏光片主要分为 TN 型、STN 型、TFT 型和 OLED 型。目前, 全球偏光片市场主要以 TFT-LCD 面板用偏光片为主, 一张 LCD 液晶面板需要用到两张偏光片, 一张 OLED 面板需要用到一张偏光片, 但技术难度更大, 附加值更高。

作为显示面板的三大核心原材料之一, 偏光片需求受显示面板市场波动直接影响, 随着全球显示面板产业往中国大陆的加速转移, 我国偏光片产业迎来快速发展阶段, 国内偏光片厂商产能规模、工艺技术水平不断跃升, 我国偏光片产业在全球市场的地位和影响力显著提升, **2022年9月中国大陆拥有了全球单体最大的超宽幅偏光片基地。**

图表55: 偏光片结构

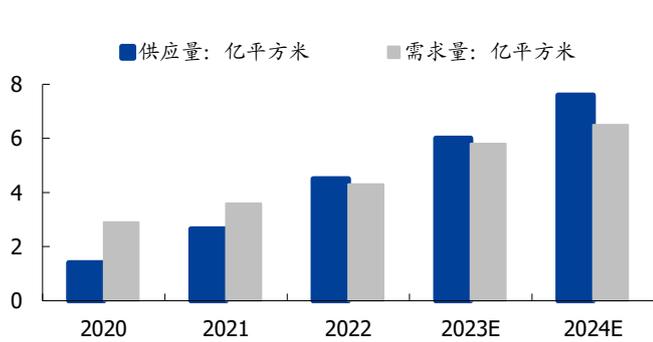


资料来源: 三利谱公司公告, 国盛证券研究所

2024年中国偏光片需求量为6.5亿平方米。根据中商情报网数据, 随着面板产能扩建和下游景气度逐步回升, 2024年中国偏光片供应量和需求量将分别增至7.6亿平方米、6.5亿平方米, 相较于2023年6亿平方米、5.8亿平方米同比增长26.7%/12.1%。从市场格局来看, 据中商情报网, 2022年住友化工偏光片市场份额占比最高, 达22.1%。2022年中国偏光片离型膜市场中三菱化学和东丽占据主要份额, 随着国内离型膜生产企

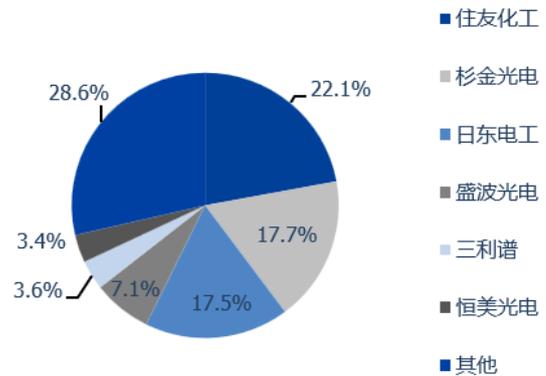
业的验证合作逐步发展，将促使离型膜国产替代进口的进程加快，国产替代进口具有较大的发展空间。

图表56: 2020-2024年中国偏光片市场供需量预测



资料来源: 中商情报网, 国盛证券研究所

图表57: 2022年偏光片主要供应商市场份额占比统计



资料来源: 中商情报网, 国盛证券研究所

募投布局精密离型膜，优化产品结构。公司2020年披露布局精密离型膜项目，2022年通过定向募资进行精密离型膜产能扩建，产品涉及OCA离型膜、MLCC离型膜、偏光片离型膜，其中OCA离型膜主要为自用，项目投资预计约为5亿元，设计产能为年产精密离型膜15396万平方米，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，预计达产后可实现平均年产值6.93亿元人民币，净利率预计超20%。项目8条生产线于2023年陆续转固，最后2条产线于2023年9月完成调试并投入使用。

产业链协同布局，加强垂直整合能力。公司持续向上游布局，不断提升光学基膜、胶粘剂的自制比率，投资建设年产2.5万吨功能性PET光学膜项目，建设百级千级无尘生产车间，新增1条进口双向拉伸BOPET膜生产线，实现胶&膜的协同发展，并不断完善产业链，打造了“胶水/基膜-离型膜-成品膜-贴合膜组-CNAS自主检测”一体化产业链，管控原材料质量、扩大成本优势，助力市场开拓。

持续研发，加强核心竞争力。公司加大研发投入，专注开发高端产品，丙烯酸酯改性离型剂的研究开发项目目标开发一款超高端MLCC离型膜用离型剂，以打破日本厂商技术垄断，完善公司MLCC离型材料的体系，降低公司MLCC离型膜的成本，创造高附加值产品。

4 盈利预测

4.1 盈利预测

基于以上分析，我们分业务对公司营收及毛利率做出如下预测：

电子级胶粘材料：随着消费电子回暖、OLED渗透率提升、折叠屏的爆发式增长以及VR等新应用推动，OCA光学胶市场将持续扩容。斯迪克2016年开始开发OCA光学胶，2019、2021、2024年分别实现了VR用、折叠屏用以及曲面OCA光学胶的量产，目前已具备品类丰富的OCA系列产品，我们认为公司未来有望获得更大市场份额，预计电子级胶粘材料业务在2024-2026年实现营收12.6/19.8/26.8亿元，毛利率分别达到47%/49%/50%。

功能性薄膜材料：感光干膜方面，斯迪克2023年推出感光干膜，产品应用在PCB外层蚀刻和电镀制程，曝光效率高，具备出色的附着、解析力和优异的盖孔能力，我们认为在PCB产能向亚洲转移背景下，公司依托本土供应链优势，有望把握PCB发展带来的感光干膜发展机遇，加速市场开拓；LCC离型膜方面，AI商业化+汽车电动化渗透率快速提升，MLCC回暖，据Trendforce数据，2024年全球MLCC需求量将达4.3万亿颗，伴随MLCC出货量回升，离型膜出货量增长，2024年全球MLCC离型膜需求量预计达155.8亿平方米；偏光片离型膜方面，受益于面板需求回暖，2024年中国偏光片需求量约为6.5亿平方米，公司打造一体化产业链及胶&膜协同发展，我们认为，伴随公司产能进一步提升，功能性薄膜材料营收增长空间广阔。预计该业务在2024-2026年实现营收7.4/10.3/12.4亿元，毛利率分别达到23%/24%/25%。

薄膜包装材料：薄膜包装材料为BOPP压敏胶带，用于包装、捆绑、固定，该业务比较传统，预计发展较为稳定。预计该业务在2024-2026年实现营收5.1/5.3/5.6亿元，毛利率分别达到5%/5%/5%。

高分子薄膜材料：公司布局“PET基膜-离型膜-胶水-功能涂层材料”全产业链一体化，光学级PET基材可广泛应用于光学级压敏胶制品、精密离型膜、感光干膜等产品。我们认为该业务将随光学级压敏胶制品、精密离型膜、感光干膜放量一同增长。预计高分子薄膜材料业务在2024-2026年实现营收1.4/2.0/2.9亿元，毛利率分别达到10%/11%/12%。

图表58: 斯迪克分业务收入毛利拆分

单位: 百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1969	2782	3902	4923
yoy	5%	41%	40%	26%
营业成本	1432	1960	2621	3187
yoy	3%	37%	34%	22%
毛利	536	822	1281	1736
毛利率	27%	30%	33%	35%
归母净利润	56	90	153	247
yoy	-67%	60%	70%	62%
收入拆分				
电子级胶粘材料				
收入	859	1263	1983	2677
yoy	2%	47%	57%	35%
成本	468	669	1021	1339
yoy	6%	43%	53%	31%
毛利	390	594	962	1339
毛利率	45%	47%	49%	50%
占总收入比重	44%	45%	51%	54%
功能性薄膜材料				
收入	527	738	1033	1240
yoy	17%	40%	40%	20%
成本	405	568	785	930
yoy	12%	40%	38%	18%
毛利	122	170	248	310
毛利率	23%	23%	24%	25%
占总收入比重	27%	27%	26%	25%
薄膜包装材料				
收入	405	506	532	558
yoy	-14%	25%	5%	5%
成本	400	481	505	530
yoy	-4%	20%	5%	5%
毛利	5	25	27	28
毛利率	1%	5%	5%	5%
占总收入比重	21%	18%	14%	11%
高分子薄膜材料				
收入	55	136	205	287
yoy	446%	150%	50%	40%
成本	52	123	182	252
yoy	537%	137%	48%	38%
毛利	3	14	23	34
毛利率	5%	10%	11%	12%
占总收入比重	3%	5%	5%	6%
其他				
收入	123	138	149	161
yoy	19%	12%	8%	8%
成本	107	119	127	136
yoy	22%	11%	7%	7%
毛利	16	19	22	26
毛利率	13%	14%	15%	16%
占总收入比重	6%	5%	4%	3%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2 投资建议

综上所述,我们看好公司与北美 VR 大客户、折叠屏头部厂商等均建立了深度合作关系,随着募投项目 2600 万平米 OCA 光学胶项目产能释放,OCA 业务持续放量。我们预计公司在 2024/2025/2026 年分别实现营业收入 27.8/39.0/49.2 亿元,同比增长

41%/40%/26%，实现归母净利润 0.9/1.5/2.5 亿元，同比增长 60%/70%/62%，当前股价对应 2024/2025/2026 年 PE 分别为 99/58/36X，PEG 为 1.65/0.90/0.56。

我们选取主营也为膜类的洁美科技、激智科技、东材科技作为可比公司，业务关联性较强。我们计算出 2024/2025/2026 年可比公司平均 PE 分别为 25/19/15X，PEG 为 1.65/0.66/0.52。可以看到，斯迪克 PE 高于可比公司估值，但 PEG 与可比公司相近，考虑到公司作为 OCA 光学胶的龙头，绑定优质客户，产能建设前瞻，有望乘折叠屏东风，实现收入与利润的高速增长，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表59: 可比公司估值分析 (PE)

代码	证券简称	总市值 (亿元人民币)	归母净利润 (亿元人民币)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002859.SZ	洁美科技	86.31	2.81	3.99	5.17	30.67	21.64	16.71
300566.SZ	激智科技	52.80	2.14	2.74	3.46	24.67	19.27	15.26
601208.SH	东材科技	75.42	3.76	5.10	6.39	20.07	14.79	11.81
	平均值	71.51	2.90	3.94	5.00	25.14	18.57	14.59
300806.SZ	斯迪克	88.85	0.90	1.53	2.47	98.98	58.24	36.04

资料来源: Wind, 国盛证券研究所; 注: 总市值选取 2025/2/17 收盘价, 可比公司盈利预测选取 Wind 一致预测

图表60: 可比公司估值分析 (PEG)

代码	证券简称	总市值 (亿元人民币)	归母净利润 (亿元人民币)			PEG		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002859.SZ	洁美科技	86.31	2.81	3.99	5.17	3.04	0.87	0.63
300566.SZ	激智科技	52.80	2.14	2.74	3.46	0.51	0.51	0.45
601208.SH	东材科技	75.42	3.76	5.10	6.39	1.40	0.60	0.48
	平均值	71.51	2.90	3.94	5.00	1.65	0.66	0.52
300806.SZ	斯迪克	88.85	0.90	1.53	2.47	1.65	0.90	0.56

资料来源: Wind, 国盛证券研究所; 注: 总市值选取 2025/2/17 收盘价, 可比公司盈利预测选取 Wind 一致预测

风险提示

- 1、行业竞争风险。**国际巨头技术垄断高端市场，技术迭代和政策变动进一步放大市场不确定性。
- 2、供应链风险。**国际贸易纷争下供应链稳定性和成本控制面临挑战。
- 3、产能扩建不及预期。**新产线建设受制于审批周期延长、设备交付延迟等现实阻碍，投产后可能遭遇技术适配困难、区域产能过剩或技术路线过时等问题，实际效益存在较大不确定性。
- 4、数据滞后性风险。**部分数据预测较为陈旧，可能存在滞后风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com