

斯迪克(300806)

报告日期：2025 年 09 月 20 日

功能性涂层复合材料龙头，拐点渐近、光启未来！

——斯迪克深度报告

投资要点

□ 功能性涂层复合材料龙头，成长拐点渐行渐近

斯迪克是国内领先功能性涂层复合材料供应商。成立于 2006 年，于 2019 年在深交所上市。通过这些年的技术积累和工艺改进，公司产品逐步升级，产业覆盖面逐渐丰富，业务从消费电子为主，逐步加速向工业类的汽车、光伏、新能源等领域渗透；2020 年至今，公司大规模布局 OCA 光学胶膜、PET 光学膜产线，实现胶粘&薄膜的协同发展，加快了垂直产业链的纵深整合。

公司上市后，在努力扩大产品覆盖面以及产业链延伸整合的过程中，恰逢智能终端行业进入 2017-2024 的衰退期，以及疫情期对设备进口、产品验证、产能提升、客户推进所带来的负面影响，公司在困难背景下，在结构转型期维持住了营收的持续成长，但募投项目和再融资项目的摊销折旧，以及前述困难带来的增速低于预期，在前几年拖累了公司的利润。自去年起，公司营收开始快速提升，这是一个非常好的信号，随着公司胶粘、薄膜产品结构的不断优化成长，高附加值产品占比提升，公司有望逐渐进入利润拐点成长期。

□ “市场+技术”驱动产业升级，“嵌入式”体系增强客户粘性

2024 年以来，智能终端出货量触底复苏，AI 算力的繁荣发展，拉动 AI 端侧以及各类诸如算力、新型应用与需求开始出现，斯迪克抓住机会，以产业链一体化的技术纵深优势，以及“嵌入式”的开发模式深度绑定客户，在全球贸易争端的背景下，大幅开拓自身的国产化替代与份额提升的空间。

□ 技术创新和产业链垂直整合，是斯迪克在功能性材料领域的核心竞争力

电子级胶粘材料、以及功能性薄膜材料，都是看似入门门槛不高，但做强做大难度极高的赛道，国内能自主同时具备做胶、或者制膜能力的屈指可数，而且很多还是需要外购基膜、或者说需要 3M 或者日东这类大厂的专利授权、胶水配方协助。在生产制造方面，能自主完成涂布全工艺制程与技术革新，能形成自己的全体系化产品，并且在性能上还能与海外一线厂商一较高下的厂商更是少之又少，斯迪克是国内少数能越过以上门槛，实现自主技术创新和产业链垂直整合的公司。

在电子级胶粘材料的技术体系中，OCA 以其对光学性能与粘接功能的极致融合，当之无愧成为行业公认的“皇冠上的明珠”。其制造应用门槛较高，是技术、资金、产业链协同的综合体现。公司 2016 年开始开发 OCA 光学胶，2019、2021、2024 年分别实现了手机、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，客户端不仅实现了国内重要客户的全面导入，在北美重要客户领域也实现了深度绑定，真正意义上实现了高端胶粘材料、高附加值产品供给占比的大幅提升，其他功能性薄膜、热管理符合材料在 OCA 等高端材料的赋能与带动下，亦同样实现了良好的成长。

□ “一体化产业链+嵌入式研发”构筑“胶&膜”行业标杆

自上市以来，斯迪克持续推进高端基膜、离型膜、胶水产能的自主化建设，在上市后的五年内，已完成了泗洪生产基地的扩产、升级及产业链全向延伸。公司现已建成并投产 3 条进口 PET 光学膜拉膜线及 10 条进口离型膜生产线，离型膜已实现几乎全部自制，具备较高光学性能要求的 PET 基膜，部分外购，部分自制，未来将进一步提高高端 PET 基膜的自制率，胶水侧公司拥有 18.5 万吨胶水合成产能，当下已经实现 90%胶水自供。涂布工艺端，公司利用自身积累的生产技术和经验对进口生产线进行消化、吸收和再创新，对引进的生产设备进行技术改造和工艺改进，生产的部分产品关键指标已达到国际领先水平。以上举措为公司与客户的深度开拓与绑定奠定了坚实的基础。

投资评级：买入(首次)

分析师：王凌涛

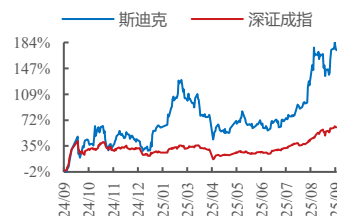
执业证书号：S1230523120008

wanglingtao@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 26.01
总市值(百万元)	11,790.35
总股本(百万股)	453.30

股票走势图



相关报告

在电子级胶膜类材料领域，鉴于其在终端客户产品中所占的单品价值量比例较低，客户过往对于引入国产化替代方案或更换供应商普遍缺乏积极性。公司凭借以上技术侧的自主创新，以及独特的“嵌入式”研发模式建立了紧密的终端客户关系，抓住国产化替代以及关键客户新产品、新需求引入的机遇，多款产品已陆续通过华为、荣耀、VIVO、京东方、特斯拉、宁德时代等国内外知名终端客户的采购认证，真正意义上实现了“胶&膜”标杆式全面推进与成长。

□ 盈利预测与估值

预计 2025-2027 年营收分别为 34.06、45.40、58.35 亿元，同比增长 26.57%、33.32%和 28.50%，对应净利润分别为 1.02 亿、2.87 亿、4.65 亿元。
当下市值对应的 PE 分别为 115、41 和 25 倍，首次覆盖，给予买入评级。

□ 风险提示

智能终端行业出货量再次进入下行周期；关键客户导入与上量进度不及预期；关键材料与技术受海外竞对恶性竞争或贸易政策限制等。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2690.55	3405.54	4540.38	5834.50
(+/-) (%)	36.68%	26.57%	33.32%	28.50%
归母净利润	54.88	102.45	287.35	464.63
(+/-) (%)	-51.54%	86.67%	180.48%	61.69%
每股收益(元)	0.12	0.23	0.63	1.02
P/E	214.83	115.08	41.03	25.38

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 功能性涂层复合材料龙头，业绩拐点将临	6
1.1 国内功能性涂层复合材料龙头，胶粘&薄膜协同发展.....	6
1.2 股权集中架构稳定，高业绩目标彰显业绩信心.....	8
1.3 扩产项目落地拉动营收增长，业绩拐点蔚然成型.....	10
2 “市场+技术”驱动产业升级，“嵌入式”体系增强客户粘性.....	13
2.1 市场：逆势扩张奠定增长引擎，行业复苏抓住市场机遇.....	13
2.2 技术：全产业链一体化布局是公司的竞争力核心保障.....	14
2.3 客户：关键客户导入带动份额增长，全球贸易争端背景下国产替代空间广阔.....	15
3 创新驱动与垂直整合构筑功能性材料核心竞争力	16
3.1 电子级胶粘材料：胶粘行业的皇冠	16
3.2 功能性薄膜材料：市场广阔，伴随下游共同成长.....	27
3.2.1 感光干膜.....	28
3.2.2 精密型离型膜.....	29
3.2.3 偏光片	31
3.2.4 极耳胶带、气凝胶封装膜、电芯绝缘蓝膜等	32
3.2.5 高端功能性薄膜产品	33
3.3 热管理复合材料：AI 时代下重要性凸显	34
3.4 薄膜包装材料：应用广、需求大的现金流业务.....	36
4 “一体化产业链+嵌入式研发”构筑“胶&膜”行业标杆.....	37
4.1 薄膜制造能力：产能释放与技术迭代双轮驱动，领跑高端薄膜国产化.....	38
4.2 胶水自主化制造：从技术引进到高度自制.....	40
4.3 涂布工艺制程能力：全链条精密制造体系与工艺迭代构筑坚实壁垒	41
4.4 下游客户开拓与匹配能力：“嵌入式研发+全链条质控”双引擎锁定全球头部客户	42
5 盈利预测及估值	44
5.1 业务拆分与盈利预测	44
5.2 相对估值	45
5.3 投资建议	46
6 风险提示	46

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司产业链位置.....	6
图 3: 公司主要产品.....	7
图 4: 公司股权结构(截至 2025H1)	8
图 5: 公司营业收入及同比增速.....	11
图 6: 公司归母净利润及同比增速.....	11
图 7: 2017-2025H1 公司销售利润率(%)	11
图 8: 公司期间费用率(%)	11
图 9: 2019-2024 年固定资产/累计折旧及其增长率.....	12
图 10: 公司研发投入及研发费用率.....	12
图 11: 公司研发人员数量及占比.....	12
图 12: 公司分业务营收(亿元)	13
图 13: 公司分产品毛利率(%)	13
图 14: 斯迪克获国家认可实验室 CNAS 资质证书	15
图 15: 斯迪克新材料检测中心具备完备分析检测能力	15
图 16: 公司合作伙伴.....	15
图 17: 2020 年-2024 公司分产品营收占比.....	16
图 18: 2020 年-2024 公司分产品毛利率.....	16
图 19: 2021 年中国 OCA 光学胶应用领域分布.....	18
图 20: OCA 应用结构示意	18
图 21: 电子级胶粘材料工艺流程.....	18
图 22: 公司在售 OCA 材料性能对比.....	19
图 23: 泗洪生产基地.....	20
图 24: 泗洪投产产线.....	20
图 25: Pancake 与传统光学方案对比.....	21
图 26: Pancake 方案生产工艺流程.....	21
图 27: SDK 叠层结构交付方案示意图	21
图 28: 斯迪克客制化折叠屏盖板增强方案	22
图 29: 2020-2025 年中国折叠屏手机出货量及增速.....	23
图 30: 2025H1 中国折叠屏手机市场份额	23
图 31: 车载显示 OCA 应用	24
图 32: 斯迪克车载显示解决方案示意	24
图 33: 斯迪克车载 AR-HUD 防尘膜	24
图 34: 全球 OCA 光学胶竞争梯队	25
图 35: 传统电子级胶黏材料应用示例.....	26
图 36: 功能性薄膜的应用场景示意.....	27
图 37: 2019-2029 年全球印刷电路板市场规模(单位: 百万美元)	29
图 38: 2024 年分区域 PCB 产值及增速.....	29
图 39: 感光干膜产品图示及应用场景.....	29
图 40: 2019-2028 年中国功能性离型膜市场规模.....	30
图 41: 2019-2025E 全球 MLCC 市场规模及增速.....	30
图 42: MLCC 离型膜结构图解.....	30

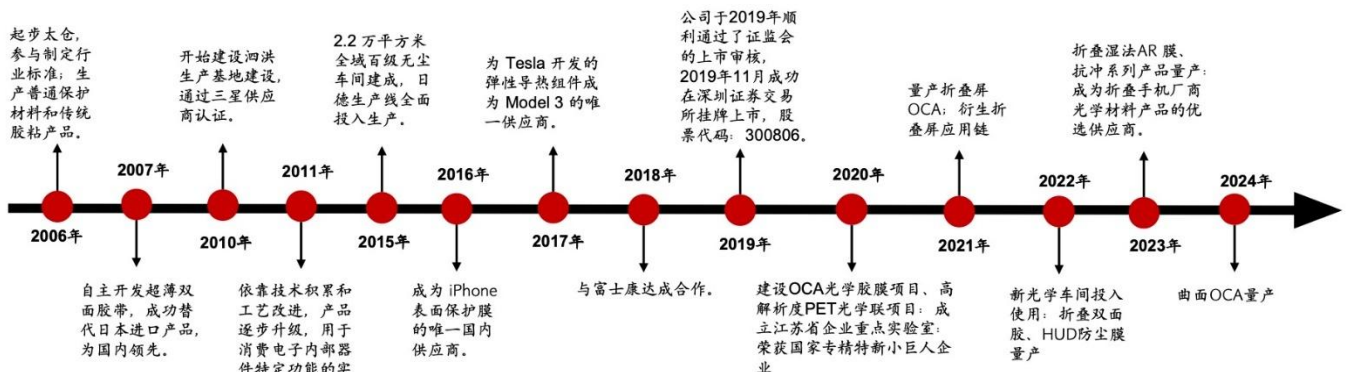
图 43: 斯迪克 MLCC 离型膜测试数据.....	31
图 44: 2020-2024 年我国偏光片供应量和需求量.....	31
图 45: 偏光片产业链.....	31
图 46: 极耳胶带、气凝胶封装膜、电芯绝缘蓝膜产品示意.....	32
图 47: PVD 磁控溅射膜示意图.....	33
图 48: 高端功能性薄膜产品示意.....	34
图 49: SDK 防爆膜.....	34
图 50: 斯迪克 PVD 电镀工艺.....	34
图 51: 热复合材料产品图.....	35
图 52: 热管理符合材料生产流程.....	36
图 53: 薄膜包装材料产品用途.....	37
图 54: 薄膜包装材料产品结构.....	37
图 55: 斯迪克的“N”领域应用.....	38
图 56: 公司先进的生产设备和生产环境.....	39
图 57: 2020 成立江苏省复合涂层功能膜材料与技术重点实验室.....	40
图 58: 2019-2024 年公司发明专利数量.....	40
图 59: 公司专注胶水品控的 6 项指标.....	40
图 60: 涂布技术关键的重要性占比.....	41
图 61: 涂布工艺简要流程.....	41
图 62: 斯迪克精密涂布车间.....	41
图 63: 涂布流程图.....	41
图 64: 公司的全球重要合作伙伴.....	42
图 65: 2018 年公司下游客户.....	43
图 66: “嵌入式”研发模式.....	43
图 67: ISO14001 和 QCO80000 认证.....	43
图 68: 斯迪克全球布局.....	44
图 69: 公司主营业务收入拆分.....	45
图 70: 可比公司估值.....	46
表 1: 公司前十大股东（截至 25 年 H1）.....	9
表 2: 公司股权激励计划业绩目标.....	10
表 3: 公司 2024 年在建项目.....	10
表 4: 公司募投项目及新增产能情况.....	13
表 5: 2023-2024 年公司主要产品产销量及库存情况.....	14
表 6: 电子胶粘材料细分品类对比.....	17
表 7: 2019 年 IPO 募投项目.....	19
表 8: OCA 光学胶技术价值的三大应用场景.....	23
表 9: 斯迪克传统电子级胶黏材料产品.....	26
表 10: 斯迪克功能性薄膜材料产品.....	28
表 11: 公司偏光片领域产品.....	32
表 12: 高端功能性薄膜的核心特点.....	33
表 13: 公司石墨领域产品.....	36
表 14: 公司产能投资项目进度.....	39
表附录: 三大报表预测值.....	48

1 功能性涂层复合材料龙头，业绩拐点将临

1.1 国内功能性涂层复合材料龙头，胶粘&薄膜协同发展

斯迪克是国内领先功能性涂层复合材料供应商。公司成立于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，实现胶粘&薄膜的协同发展，加快垂直产业链整合，在光学、新能源等领域实现突破。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司处于电子产业链上游，应用场景广泛。公司是功能性涂层复合材料的生产企业，处于产业链上游，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、生产和销售。公司上游原材料供应商主要包括双向拉伸聚丙烯薄膜（BOPP）、聚酯（PET）薄膜、聚酰亚胺（PI）薄膜等薄膜基材生产企业，以及亚克力胶、硅胶等胶材料生产企业等。目前公司已完成向产业上游扩展，能够自制胶水、PET基膜及离型膜等关键原材料产品，以满足自身对部分高端原材料的需求。公司与下游消费电子和汽车电子主要终端客户建立了直接联系，根据这些客户对产品性能要求研究开发产品，然后终端客户指定模切厂向公司采购。

图2：公司产业链位置



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

按照应用功能的不同，公司产品分为功能性薄膜材料、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，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。

图3：公司主要产品



资料来源：公司年报，Wind，浙商证券研究所

具体产品上看，电子级胶粘材料营收占比超 50%，OCA 光学胶打破国际垄断。2024 年，电子级胶粘材料实现营业收入 14.25 亿元，同比增长 65.93%，占总营业收入的 52.95%。公司自主研发的 OCA 光学胶产品在部分终端不断实现突破和技术升级，打破国际巨头垄断，逐步实现国产化替代，展现了公司在高端材料领域的技术实力和市场竞争能力。

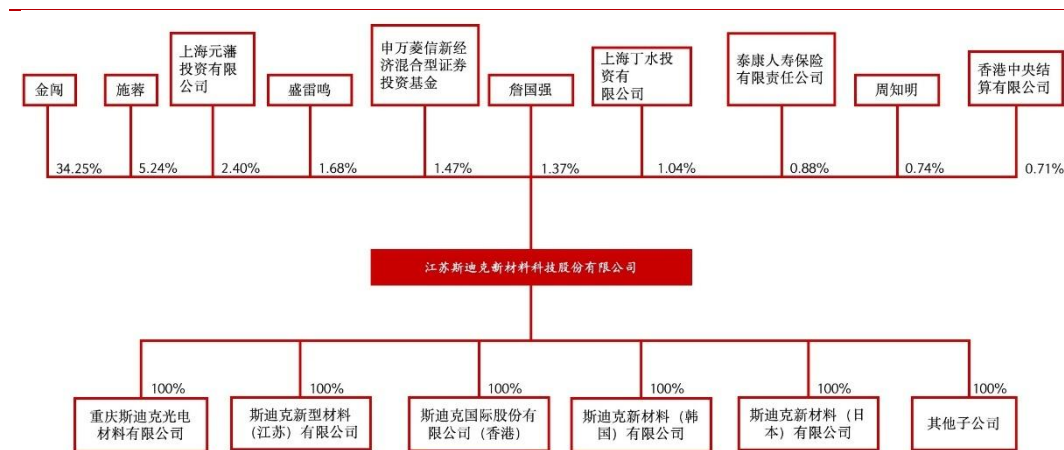
“PET 基膜-离型膜-胶水-功能涂层材料”全产业链一体化，提升核心竞争力。公司已布局，光学级 PET 基材可广泛应用于光学级压敏胶制品、精密离型膜、感光干膜等产品，实现高端化生产。公司掌握了先进的精密涂布技术，建设了多个 100 级无尘涂布车间，确保了光学级涂层的高质量生产。截至 2024 年底，公司及其子公司已获得 331 件授权专利，其中发明专利 251 件，涵盖了光学膜、胶粘剂等多个领域，持续加大研发投入，2024 年研发费用占销售收入的 8.93%。

新兴业务布局与市场拓展，展现未来增长潜力。公司积极布局 PET 光学膜和复合铜箔等新兴业务，2024 年高分子薄膜材料实现营业收入 140,838,706.75 元，同比增长 157.96%。PET 光学膜广泛应用于光学显示领域，复合铜箔在新能源汽车锂电池组件中具有广泛应用前景。公司产品已应用于 VR 设备、新能源汽车等新兴市场，2024 年热管理复合材料和高分子薄膜材料的销售量分别显著增长 132.28%和 154.44%，显示出公司在新兴市场的开拓与快速落地能力。

1.2 股权集中架构稳定，高业绩目标彰显业绩信心

公司股权较为集中，金闯、施蓉夫妇为公司的控股股东及实际控制人，二人合计直接持有公司 39.50% 的股份。25 年 H1 前十大股东有 3 家新进投资者，一定程度体现市场信心。

图4：公司股权结构（截至 2025H1）



资料来源：公司年报，Wind，浙商证券研究所

24 年业绩目标较高。公司于 2024 年推出新的股权激励计划：2024 年向 102 名激励对象授予合计 222.1971 万股第二类限制性股票，占公司总股本的 0.49%，全部为首次授予，截至 25 年 1 月已完成授予。公司激励计划业绩考核目标是考核营业收入增长率，以 2024 年营业收入为基础，2025 年、2026 年、2027 年这三年营业收入增长率分别不低于 40%、75%、120%。

表1： 公司前十大股东（截至 25 年 H1）

前 10 名股东持股情况						
股东名称	股东性质	持股比例（%）	持股数量	持有有限售条件的股份数量	质押、标记或冻结情况	
					股份状态	数量
金闯	境内自然人	34.25%	155,267,033	116,267,033	质押	76,447,850
施蓉	境内自然人	5.24%	23,775,181	17,831,386	质押	11,880,000
上海元藩投资有限公司	境内非国有法人	2.40%	10,888,086		不适用	
盛雷鸣	境内自然人	1.68%	7,629,020		不适用	
中国工商银行股份有限公司—申万菱信新经济混合型证券投资基金	其他	1.47%	6,667,628		不适用	
詹国强	境内自然人	1.37%	6,210,000		不适用	
上海丁水投资有限公司	境内非国有法人	1.04%	4,721,380		不适用	
泰康人寿保险有限责任公司-分红-个人分红-019L-FH002 深	其他	0.88%	4,006,496		不适用	
周知明	境内自然人	0.74%	3,373,000		不适用	
香港中央结算有限公司	境外法人	0.71%	3,207,074		不适用	
前 10 名无限售条件股东持股情况(不会通过转融运出借股份、高管锁定股)						
股东名称			持有无限售条件股票股份数量	股份种类		
				股份种类	数量	
金闯			38,816,758.00	人民币普通股	38,816,758.00	
上海元藩投资有限公司			10,888,086.00	人民币普通股	10,888,086.00	
盛雷鸣			7,629,020.00	人民币普通股	7,629,020.00	
中国工商银行股份有限公司—申万菱信新经济混合型证券投资基金			6,667,628.00	人民币普通股	6,667,628.00	
詹国强			6,210,000.00	人民币普通股	6,210,000.00	
施蓉			5,943,795.00	人民币普通股	5,943,795.00	
上海丁水投资有限公司			4,721,380.00	人民币普通股	4,721,380.00	
泰康人寿保险有限责任公司-分红-个人分红-019L-FH002 深			4,006,496.00	人民币普通股	4,006,496.00	
周知明			3,373,000.00	人民币普通股	3,373,000.00	
香港中央结算有限公司			3,207,074.00	人民币普通股	3,207,074.00	
上述股东关联关系或一致行动的说明			金闯、施蓉夫妇为公司的控股股东及实际控制人，二人合计直接持有公司 39.50% 的股份，除此之外，公司未知上述其他股东是否存在关联关系或一致行动关系			
前 10 名股东参与融资融券业务股东情况说明(如有)			詹国强通过投资者信用证券账户持有 6,210,000 股。			

资料来源：公司年报，Wind，浙商证券研究所

表2： 公司股权激励计划业绩目标

归属期	考核年度	业绩目标
第一个归属期	2025 年	以 2024 年营业收入为基础，2025 年营业收入增长率不低于 40.00%
第二个归属期	2026 年	以 2024 年营业收入为基础，2026 年营业收入增长率不低于 75.00%
第二个归属期	2027 年	以 2024 年营业收入为基础，2027 年营业收入增长率不低于 120.00%
考核指标	完成度	公司层面归属比例
对应年度业绩考核目标达成率（P）	$P \geq 100\%$	M=100%
	$95\% \leq P < 100\%$	M=90%
	$90\% \leq P < 95\%$	M=80%
	$P < 90\%$	M=0%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3 扩产项目落地拉动营收增长，业绩拐点蔚然成型

斯迪克上市于 2019 年 11 月。上市次年便遭遇新冠疫情。斯迪克在行业下行期积极改变客户结构，并不断完善自身产业链建设：在上市后的五年中，完成了泗洪生产基地的扩产、升级，实现了产业链向上延伸。过去五年，斯迪克的长期资产投资增长到上市前的五倍。2019 年 12 月 31 日，非流动资产合计 10 亿，2024 年 12 月 31 日，非流动资产已经增加到 51 亿。

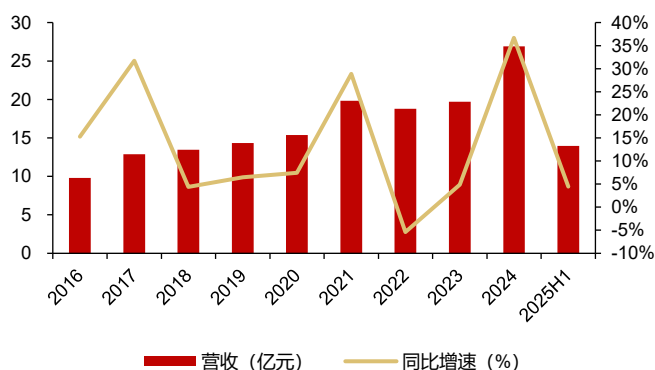
表3： 公司 2024 年在建项目

项目名称	投资方式	投资项目涉及行业	截至 24 年末累计实际投入金额（百万元）	资金来源	项目进度	未达到计划进度和预计收益的原因	披露日期（如有）
BOPP 胶带涂布线技术改造项目	自建	功能性涂层复合材料	47.97	自筹资金	80.00%	项目尚在建设中	2020 年 06 月 30 日
供胶系统技术改造项目	自建	功能性涂层复合材料	282.46	自筹资金	100.00%	主要替代外购原材	2020 年 06 月 30 日
功能性胶带项目	自建	功能性涂层复合材料	181.81	自筹资金	65.00%	项目尚在建设中	2020 年 06 月 30 日
精密离型膜项目	自建	功能性涂层复合材料	640.56	募集资金 + 自筹资金	100.00%	项目尚处于产能爬坡期，部分高端离型膜尚在验证过程中。	2020 年 06 月 30 日
偏光片保护膜项目	自建	功能性涂层复合材料	442.31	自筹资金	95.00%	项目尚在建设中	2020 年 06 月 30 日
功能性 PET 光学膜项目 2	自建	功能性涂层复合材料	221.28	自筹资金	100.00%	主要替代外购原材	2021 年 03 月 13 日
PVD 磁控溅射膜类产品项目	自建	功能性涂层复合材料	78.88	自筹资金	100.00%	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。	2021 年 03 月 13 日
功能性 PET 光学膜项目 3	自建	功能性涂层复合材料	448.69	自筹资金	100.00%	主要替代外购原材	2021 年 05 月 08 日
斯迪克泗洪 16-17 号厂房	自建	功能性涂层复合材料	348.21	自筹资金	100.00%	项目已竣工转固	

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

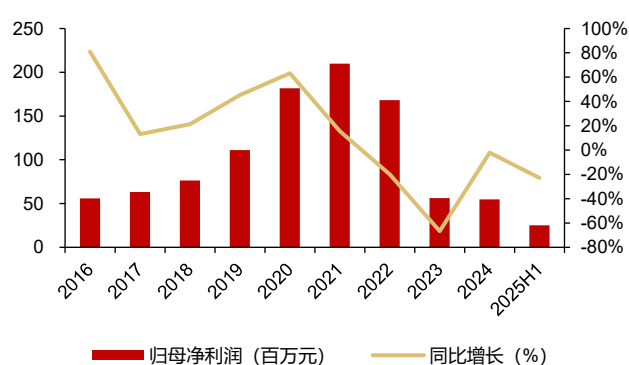
营收大幅增长，利润短期承压。营收方面因新项目投产转固，新客户、新业务导入，斯迪克 2024 年实现营业收入重归增长。2024 年营业收入为 26.91 亿元，同比增长 36.68%。其中，主营业务收入 25.95 亿元，占总营收的 96.45%，同比增长 38.69%；其他业务收入 0.96 亿元，占总营收的 3.55%，同比减少 1.94%。利润端因营业成本和各项费用的上升，24 年整体增收不增利。24 年/25 年 H1 扣非归母净利润分别为 2140.27 万元/1,150.54 万元，同比下降 46.44%/48.55%。

图5：公司营业收入及同比增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

图6：公司归母净利润及同比增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

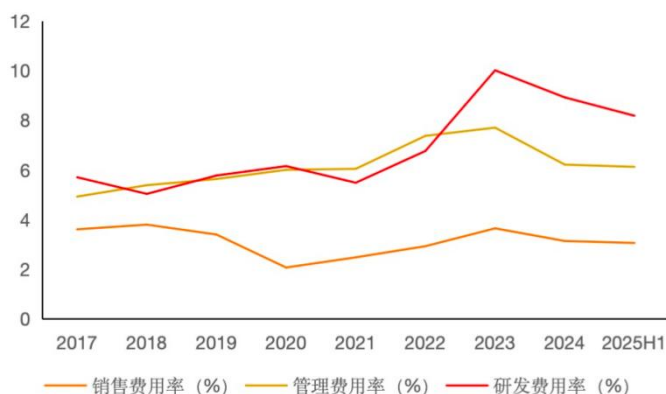
投产转固后，摊销费用大幅上升对利润造成压力，但这是成长必然要经历的阵痛期。24年营业成本26.52亿元，同比上升36.40%，主因23年起大部分项目贷款对应的资产陆续完工转固，项目由建设期转为运营期，部分借款费用从资本化转为费用化。其中：（1）24年/25年H1财务费用分别增长46.60%/27.37%；（2）新项目投产转固开始计提折旧，24年折旧费用同比增加49%；（3）公司在研发、技术平台、信息化改造、销售等方面投入较大，叠加新项目、新车间投产，人工成本和研发费用分别上升22%和41%。但后续随着销售规模的继续成长，固定成本对利润的影响将被摊薄，规模效益有望逐步显现。

图7：2017-2025H1 公司销售利润率 (%)



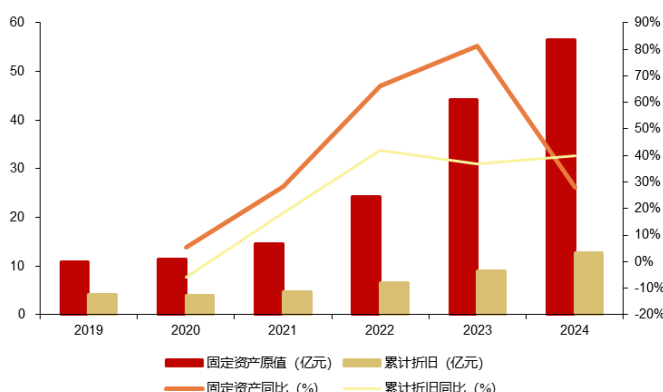
资料来源：wind，浙商证券研究所

图8：公司期间费用率 (%)



资料来源：wind，浙商证券研究所

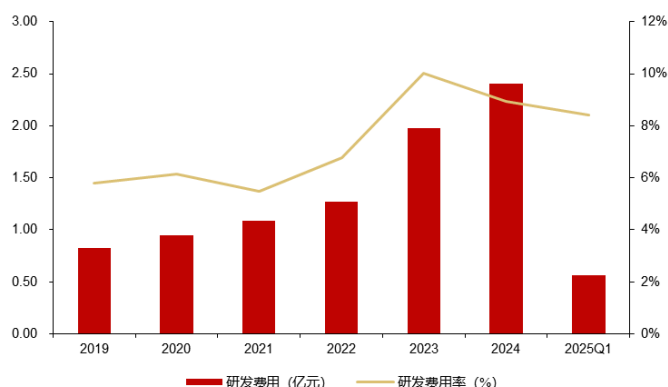
图9：2019-2024 年固定资产/累计折旧及其增长率



资料来源：wind，浙商证券研究所

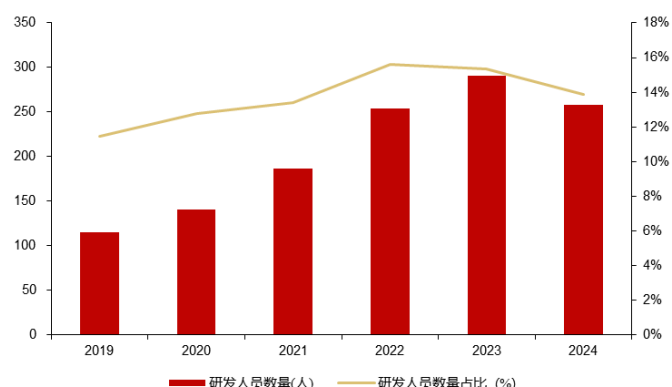
持续增加研发投入，立足胶&膜协同创新。公司2024年研发费用2.40亿元（研发费用率8.93%），同比增加21.77%。注重提升研发质量，在相同的研发底层逻辑下不断拓展产业链的延展能力，提升原材料的自制比率，如在光学显示领域，公司实现了柔性显示用材料的技术迭代并实现产业化应用。2024年，公司获评江苏省人民政府颁发的“江苏省科学技术三等奖”等荣誉。此外，公司非常注重与高校院所的科研交流合作，同南京大学、东南大学、东华大学、江苏大学、南京工程学院等高校建立了良好的科研交流机制。自2010年起，公司多次获批成立江苏省企业研究生工作站、博士后创新实践基地。公司立足胶&膜自制化和基础研究，推动功能膜材料领域的科技创新，通过整合资源，发挥研发平台的优势，打造全球先进研发平台，为公司新产品开发、老产品迭代、产业化应用保驾护航。

图10：公司研发投入及研发费用率



资料来源：wind，浙商证券研究所

图11：公司研发人员数量及占比



资料来源：wind，浙商证券研究所

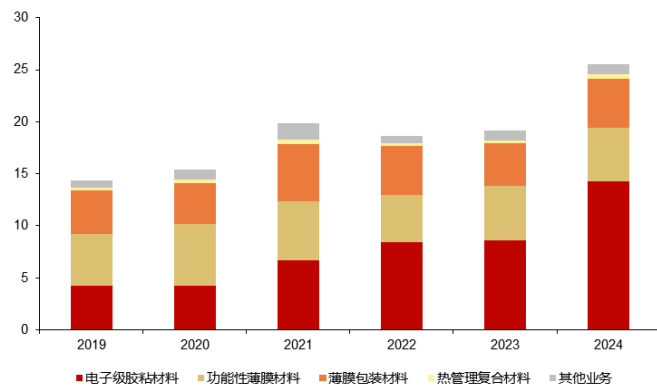
高附加值产品量价提升，产品结构不断优化。2024年光学显示、新能源和PET薄膜三个业务板块发力，拉动胶&膜业务增长：（1）2024年，电子级胶粘材料业务收入14.24亿元，同比增长65.93%，收入占比提升至55.00%。主要得益于新能源汽车电子用材料的持续放量，以及OCA光学胶产品在部分终端品牌客户的技术突破和国产化替代。（2）公司积极布局PET光学膜和复合铜箔等新兴业务，2024年高分子薄膜材料实现营业收入1.41亿元，同比增长157.96%。

表4：公司募投项目及新增产能情况

募投项目	预计总投资投入	预计税后内部收益率	预计达产后年均收入	项目目的	投资方向	增量产能	2024 年度实现效益
OCA 光学胶膜生产扩建项目	2.8 亿元	40.10%	22.1 亿元	打破国外技术垄断，实现进口替代，提升公司在精密离型膜领域的生产能力，满足市场需求，推动公司业务的持续发展。	建设进口 3 条 OCA 光学胶膜生产线	年产 2600 万平方厘米	529.91 万元
精密离型膜建设项目	4.9686 亿元	26.91%	6.93 亿元		建设 8 条进口涂布线	年产离型膜 1.5396 亿平方米	-3608.70 万元

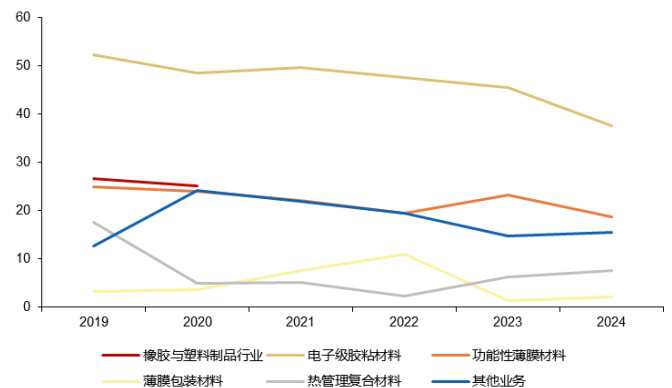
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图12：公司分业务营收（亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图13：公司分产品毛利率（%）



资料来源：wind，浙商证券研究所

2 “市场+技术”驱动产业升级，“嵌入式”体系增强客户粘性

2.1 市场：逆势扩张奠定增长引擎，行业复苏抓住市场机遇

市场需求行业侧：2017-2020年电子产品终端的出货量持续下行。根据 IDC 数据，2016 年全球智能手机出货量达到高峰，为 14.706 亿部，同比增长 2.3%。随后几年，出货量均下降。2019 年降至 13.71 亿部，2020 年受疫情影响，出货量进一步下降至 12.92 亿部，同比下降 5.9%。公司自身生产侧：公司在智能手机出货量刚开始下滑的 2019 年上市。2020-2024 年的上市募投项目，包括后来公司的定增项目的增量产能落地后，正值市场需求下行，增量产能落地后难以很好适配行业需求，导致 2022-2024 年公司整体稼动率较低，摊销与折旧侵蚀利润。

下游市场需求向好，折叠屏、新能源汽车、AR/VR 眼镜带来增量市场需求空间。（1）根据 IDC 数据，2024 年起手机市场逐渐复苏，全球手机出货量 2024 年达到 12.2 亿部，同比增长 7%。2025 年全球智能手机出货量预计将达到 12.4 亿部，同比增长 1.0%。（2）国内市场触底反弹。一方面得益于过去几年挤压的换机需求逐渐释放，另一方面受益于全国性政府消费补贴政策，2024 年全年中国智能手机市场出货量约 2.86 亿台，同比增长 5.6%，时隔两年触底反弹。（3）折叠屏、新能源汽车、折叠屏等带来新增长点。市场调研机构最新报告显示，2024 年中国折叠屏手机出货量达 917 万台，同比激增 30.8%。

前期产能持续释放,带动订单量快速增长。另一方面，公司近五年募投项目与增量产能逐渐投产，产能持续释放，在市场恢复成长的过程里通过自身结构改变、增量客户导入实现增量产能向销售额的良好转变。2023 年 9 月 PET 项目第二条产线顺利转固投产,2024 年

7月第三条产线成功投入运营，形成产能爬坡效应,带动高分子薄膜材料产销量同步快速提升。

2024年,公司功能性薄膜材料及电子级胶粘材料销售量/生产量同比分别上升25.93%/20.17%；热管理复合材料销售量/生产量同比分别提升132.28%/130.39%；高分子薄膜材料销售量和生产量同比分别显著增长154.44%和90.54%。

表5：2023-2024年公司主要产品产销量及库存情况

行业分类	项目	单位	2024年	2023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	4,932.24	3,916.61	25.93%
功能性薄膜材料及电子级胶粘材料	生产量	万平方米	6,008.99	5,000.22	20.17%
功能性薄膜材料及电子级胶粘材料	库存量	万平方米	380.28	528.62	-28.06%
热管理复合材料	销售量	万平方米	14.78	6.36	132.28%
热管理复合材料	生产量	万平方米	14.59	6.33	130.39%
热管理复合材料	库存量	万平方米	0.29	0.48	-39.88%
薄膜包装材料	销售量	万公斤	484.25	437.95	10.57%
薄膜包装材料	生产量	万公斤	482.22	439.98	9.60%
薄膜包装材料	库存量	万公斤	8.40	10.42	-19.45%
高分子薄膜材料	库存量	万公斤	48.94	85.16	-42.52%

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

2.2 技术：全产业链一体化布局是公司的竞争力核心保障

全产业链一体化布局是公司的竞争力核心保障——拉膜、自制胶水、涂布、烘烤等全流程自主化，为公司补齐了国内同业者往往难以逾越的制程短板，同时也促进了成本下行和竞争力提升。自上市以来，公司持续布局垂直产业链，不断提升光学基膜、胶粘剂的自制比率，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，更好地管控原材料质量、扩大成本优势，帮助精确把握客户的需求，精准开发，缩短开发周期。成品可以在CNAS检测中心完成一站式检测，保障交付，大大提升了反应速度。与此同时，在此过程中不断加深对产品研发过程、生产工艺等方面的理解，进而提升产品开发的科学性以及可复制性。

图14：斯迪克获国家认可实验室 CNAS 资质证书



资料来源：泗洪县融媒体中心，浙商证券研究所

图15：斯迪克新材料检测中心具备完备分析检测能力



资料来源：泗洪县融媒体中心，浙商证券研究所

2.3 客户：关键客户导入带动份额增长，全球贸易争端背景下国产替代空间广阔

公司实行以销定产和需求预测相结合的生产模式，推行与客户高度协同的“嵌入式”研发体系。为客户提供高质量、高性能的精密涂层材料产品和全方位的技术解决方案，与华为、荣耀、VIVO、京东方、特斯拉、宁德时代等国际知名企业建立长期稳定的合作伙伴关系。

图16：公司合作伙伴



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司在贸易战发生前，就已经是很多全球知名终端品牌的上游材料供应商，包括北美关键的 A 客户、T 客户、F 客户等等。随着贸易争端在全球的展开，以及部分国内重要品牌供应链策略的改变，斯迪克也开始改变自身的产品策略以及下游客户的结构。最近几年，公司在保障关键客户稳定份额的前提下，逐渐增加了几个国产本土化替代关键赛道的投入，并且已经取得了相应的进展。

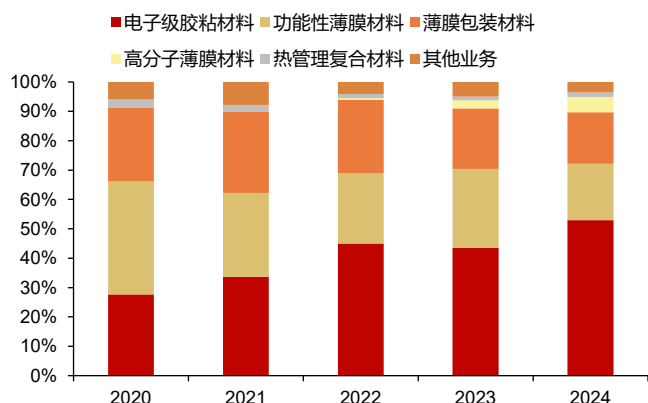
国际贸易冲突压力推动电子设备终端厂商寻求国产化替代。自 2018 年中兴、华为等中国企业经历国际贸易冲突后，国产自主可控已成为中国人心目中的头等大事。海外疫情的发展和蔓延，更加凸显出中国市场和产业链的稳定性。国产替代势在必行。华为、荣耀、小米、OPPO、VIVO 等品牌客户多重考虑供应链的稳定性，以及自身成本的诉求，开始在胶膜领域做本土化替代。

尽管费钱、费时，但如果中国企业能在国产替代的方向先做出来，通过成本优势活下来，通过市场优势强起来，获取持续造血能力和稳定的现金流，就有可能获得可持续的弯道超车机会。

3 创新驱动与垂直整合构筑功能性材料核心竞争力

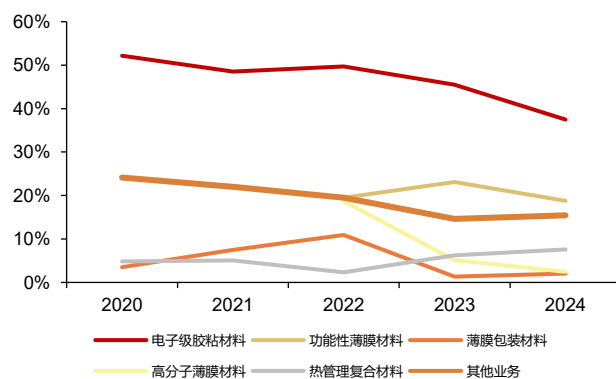
公司核心竞争力高度聚焦于电子级胶粘材料与功能性薄膜材料两大业务板块。2024 年这两类产品合计贡献公司总营收的 72.18%（电子级胶粘材料 52.95%+功能性薄膜材料 19.23%），且毛利率显著高于其他业务，成为驱动业绩增长的核心引擎。

图17：2020 年-2024 公司分产品营收占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图18：2020 年-2024 公司分产品毛利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1 电子级胶粘材料：胶粘行业的皇冠

电子级胶粘材料在智能手机、笔记本电脑、平板电脑、电视和显示器、显示屏、可穿戴设备、OLED 柔性屏、配件等终端产品的结构装配中起到关键作用，能为各类消费电子产品提供可靠、优异的粘接性能，并能满足诸如导电，屏蔽，遮光等特定功能，如导电材料能够屏蔽与接地、OCA 材料能光学透明粘贴等。电子级胶粘材料可进一步细分为光学级压敏胶制品（OCA）、导电材料、屏蔽材料、绝缘材料、高性能压敏胶制品等。

光学级压敏胶制品（OCA）是一类与光学零件的光学性能相近，并具有良好粘接性能及持久的耐老化性能的高分子胶粘材料。广泛应用于智能手机、平板电脑、可穿戴设备、汽车电子等电子设备的显示模组器件粘接，可以起到减少显示色差和雾度，提高显示对比度的效果，是实现高精度显示的重要材料。

压敏胶是一种同时具备液体粘性性质和固体弹性性质的高分子，通过指触压力就能达到粘接物体的目的。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合作业方法，节省了电子产品的内部空间。

导电材料是一种在固化或干燥后具有一定导电性能的涂层材料。它通常以基体树脂和导电粒子为主要组成部分，通过基体树脂的粘接作用把导电粒子结合在一起，形成导电通路，实现被粘材料之间的导电连接。导电材料通常用于电子装配，在固定部件的同时，在不同部件之间形成通路，起到接地、消除电位差等作用。

屏蔽材料主要由基材和导电涂层组成，主要应用在电子通讯设备内部，起到屏蔽电磁干扰和射频干扰的功能，以控制电场、磁场和电磁波由一个区域对另一个区域的感应和辐射，避免影响电子元件的正常运作。

绝缘材料产品主要用于限制电流，把电子设备中带不同电位的部分相互隔开，以确保电流在电子设备中只沿规定的导体路径传送，可以防止电路发生漏电、短路等问题。

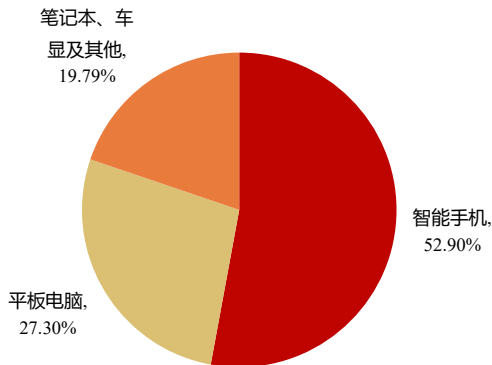
表6：电子胶粘材料细分品类对比

材料类别	定义与特性	主要应用	功能优势
光学级压敏胶（OCA）	与光学零件光学性能相近，具有良好粘接性能及持久耐老化性能的高分子胶粘材料	智能手机、平板电脑、可穿戴设备、汽车电子等电子设备的显示模组器件粘接	减少显示色差和雾度，提高显示对比度，实现高精度显示
压敏胶	同时具备液体粘性性质和固体弹性性质的高分子，通过指触压力就能达到粘接目的	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	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，简化组装作业，节省内部空间
导电材料	固化或干燥后具有一定导电性能的涂层材料，以基体树脂和导电粒子为主要组成部分	电子装配	形成导电通路，实现被粘材料间导电连接，起到接地、消除电位差等作用
屏蔽材料	主要由基材和导电涂层组成	电子通讯设备内部	屏蔽电磁干扰和射频干扰，控制电场、磁场和电磁波的感应和辐射
绝缘材料	用于限制电流，将电子设备中带不同电位的部分相互隔开	电子设备	确保电流沿规定导体路径传送，防止漏电、短路等问题

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

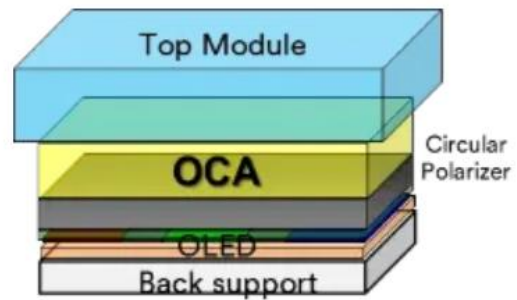
在电子级胶粘材料的技术体系中，OCA 以其对光学性能与粘接功能的极致融合，当之无愧成为行业公认的“皇冠上的明珠”。这一材料突破传统胶粘材料的单一功能局限，将光学透明特性与精密粘接技术深度耦合，在智能手机、可穿戴设备等高端电子终端的显示模组中，扮演着提升视觉精度、优化显示品质的核心角色。据华经产业研究院数据显示，2021 年中国 OCA 光学胶应用领域中，智能手机占比 52.90%，平板电脑占 27.30%，笔记本、车显及其他领域合计占 19.79%。智能手机是中国 OCA 光学胶最主要的应用领域，占据了超过一半的市场份额。其技术价值不仅体现在对显示色差、雾度的精准控制，更在于通过材料创新推动电子设备向轻薄化、高可靠性方向演进，成为现代显示技术突破物理极限的关键支点。相较于导电、屏蔽、绝缘等功能性材料，OCA 的特殊性在于其对光学级纯净度、分子结构稳定性的苛刻要求，需同时满足透光率、粘接强度、耐候性等多维度性能平衡，代表了电子胶粘材料领域的技术巅峰，也因此成为衡量高端电子制造水平的重要标志。

图19：2021 年中国 OCA 光学胶应用领域分布



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

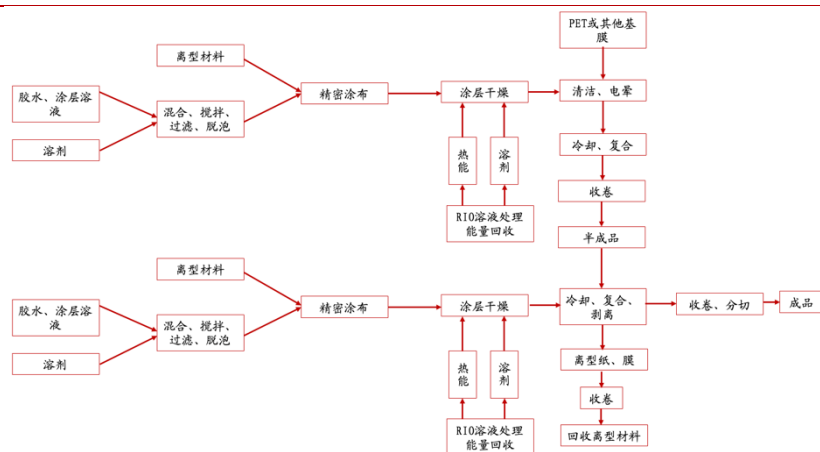
图20：OCA 应用结构示意图



资料来源：势银膜链，浙商证券研究所

OCA 胶的制造应用门槛较高，是技术、资金、产业链协同的综合体现。首先，原材料由国际大厂把控，波动幅度大。OCA 光学胶的上游原材料主要包括：PET 聚酯薄膜、PO 聚烯烃薄膜等基材、丙烯酸压敏胶、环氧树脂等。长久以来，OCA 光学胶膜上游原材料生产主要集中在 3M、日东电工、三菱化学、Samsung SDI 等国际大厂。国外企业长期掌握着 OCA 光学胶水分子聚合、胶水无尘涂布原材料的核心技术。OCA 光学胶用离型膜作为原材料之一，与海外发达国家相比，我国光学离型膜行业起步较晚，国内厂商大部分采用日韩企业的产品。其次，生产设备依赖进口，资金壁垒较高。在 OCA 光学胶的生产过程中，中游厂商首先将胶材料涂布于膜材料上，然后进行模切等加工程序，成品提供给下游厂商。涂布和模切对于提升 OCA 光学胶产品良率和材料利用率十分关键。但是主要的精密设备仍然掌握在美日韩等外国企业手中，售价高昂且供不应求。目前国内厂商通过引进先进涂布设备的方式，打造生产 OCA 光学胶的高标准环境。最后，由于技术受限，产品品质难以企及国际先进水平。一方面，国外企业长期掌握着 OCA 光学胶水分子聚合、胶水无尘涂布原材料的核心技术。对配方设计与树脂合成核心技术的掌握是国内外差距的主要原因之一，不仅在源头上对产品品质产生重大影响，而且在新项目的配套开发有重大优势。另一方面，国外企业在 OCA 光学胶的设计与制造上有着极高的门槛。如 3M 生产的 OCA 光学胶具有高穿透度（ $T > 92\%$ ）、低雾度（ $< 1\%$ ）&低色度变化（ $b^* < 0.5$ ）的高品质，以实现稳定的贴合特性、适应各式的基材以及稳定的尺寸等要求，这是目前大部分国内厂商难以依靠自主生产达到的性能标准。

图21：电子级胶粘材料工艺流程



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

斯迪克近年来在 OCA 光学胶领域的发展历程展现了国产材料企业的技术突破与战略布局。2006 年成立初期，公司主要生产传统胶带和膜材，用于包装和固定。整体产品用途较为单一，为消费电子等产品提供基本的保护和固定功能。随着市场需求升级，公司与之匹配的功能性薄膜材料、电子级胶粘材料快速成长，为很多消费电子终端客户实现了功能性材料的国产化替代，实现了客户的信任度与产品供应的累积。之后，凭借着技术领先优势，公司逐步向 OCA 光学胶、MLCC 离型膜、新能源电池相关材料等新方向发展，国内外市场认可度不断攀升。公司 2016 年开始开发 OCA 光学胶，2019、2021、2024 年分别实现了手机、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。其产品性能指标达到行业领先水平，包括透光率 $>92\%$ 、雾度 $<0.5\%$ ，常温下耐折性超过 20 万次，并能在极端环境（ -40°C 至 60°C ）下保持稳定性能。

图22：公司在售 OCA 材料性能对比

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 $\pm$ 3	> 800	≥ 91	≤ 0.5
SDK0025A	丙烯酸	25 $\pm$ 3	800	≥ 91	≤ 0.6
SDK0025M	丙烯酸	25 $\pm$ 5	> 400	≥ 91	≤ 0.5
SDK0050K	丙烯酸	50 $\pm$ 2	> 1000	≥ 91	≤ 0.5
SDK0050K-2	丙烯酸	50 $\pm$ 2	> 1000	≥ 91	≤ 0.5
SDK0100A	丙烯酸	100 $\pm$ 5	≥ 1500	≥ 91	≤ 0.6
SDKCT003	丙烯酸	75 $\pm$ 5	> 650	≥ 91	≤ 0.5

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司 IPO 募投项目的募集资金主要投向 OCA 光学胶膜，共投资 3.11 亿元（其中 2.34 亿元为募集资金）新建厂房并购置 3 条 OCA 光学胶膜产品生产线，达产后释放 2600 万平米/年的 OCA 光学胶膜产能。随着新增产能的落地，OCA 光学膜及相关产品将成为公司重要的成长弹性来源。截至 2021 年 11 月 30 日，公司共投资建设 6 条 OCA 产线，其中第 1 和第 2 条产线于 2022 年初可以达到试生产条件，其余 4 条产线会陆续在 2022 年第一和第二季度建设完毕。泗洪为公司的主要生产基地，公司较大的生产线均部署在泗洪，泗洪生产基地目前共有 1000 余亩土地，扩产空间充裕。

表7：2019 年 IPO 募投项目

募投项目名称	计划投资额(万元)	已投入募集资金(万元)
OCA 光学胶膜生产扩建项目	31,118.51	23,039.80
偿还银行贷款	10,000.00	5,000.00

资料来源：斯迪克招股书，浙商证券研究所

图23：泗洪生产基地



资料来源：泗洪融媒，浙商证券研究所

图24：泗洪投产产线



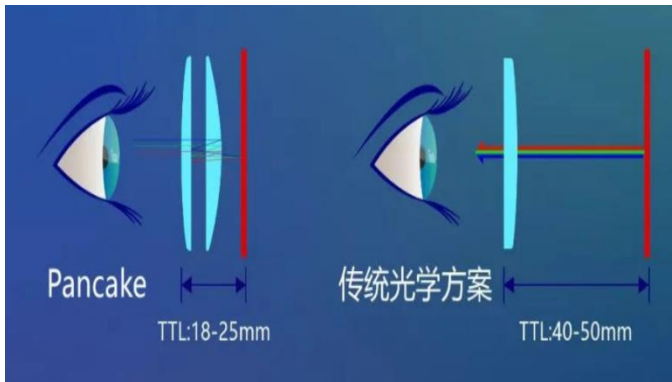
资料来源：泗洪新闻，浙商证券研究所

斯迪克在 2023-2024 年期间实现了客户结构的战略性升级，通过与北美 VR 头部客户及国内折叠屏手机厂商的深度合作，逐步构建起“双轮驱动”的市场拓展模式。在 VR/AR 领域，公司凭借自主研发的多层 OCA 贴合技术，成为 Meta Pancake 光学方案的核心材料供应商。AR/VR/MR 头戴显示设备作为元宇宙与现实世界交互的关键接口，持续朝着轻薄化的设计方向发展。

从早期非球面透镜、菲涅尔透镜到折叠光路 Pancake 技术的出现，轻量化和高清显示要求，驱动着光学材料的不断深化创新。菲涅尔透镜相较非球透镜，减少了透镜厚度，因其工艺相对成熟，造价较为低廉，被广泛应用在主流 VR 产品上。但无论是非球透镜还是菲涅尔透镜都是垂直光路设计，无法改善 VR 光学总长（TTL）限制带来的笨重既视感。而 Pancake 方案采用折叠光路设计可以将 TTL 从 40-50mm 缩短至 18-25mm，使原本厚重的 VR 眼镜变得更轻巧便携。此外可圈可点的是在折叠光路的设计中，可以通过透镜组合提高成像清晰度以及实现屈光度调节。

Pancake 方案的出现无疑是 VR 显示应用中不可小觑的技术革新，并正在逐渐代替菲涅尔透镜成为各头部企业的光路设计首选方案。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。其中直接影响成像质量的关键环节是透镜贴膜，考验着制造商对光学胶膜的选配能力，还考验着贴合技术的精密程度。在该领域率先取得突破的斯迪克，凭借自主研发 OCA，由单层交付转变为多层贴合交付，为客户提供综合解决方案。与北美头部客户共同开发的光路控制核心材料，已在多种机型中量产，并持续优化迭代，推动技术持续创新，截至 2023 年 2 月，累计光学膜贴合超过 10 万 m²。

图25： Pancake 与传统光学方案对比



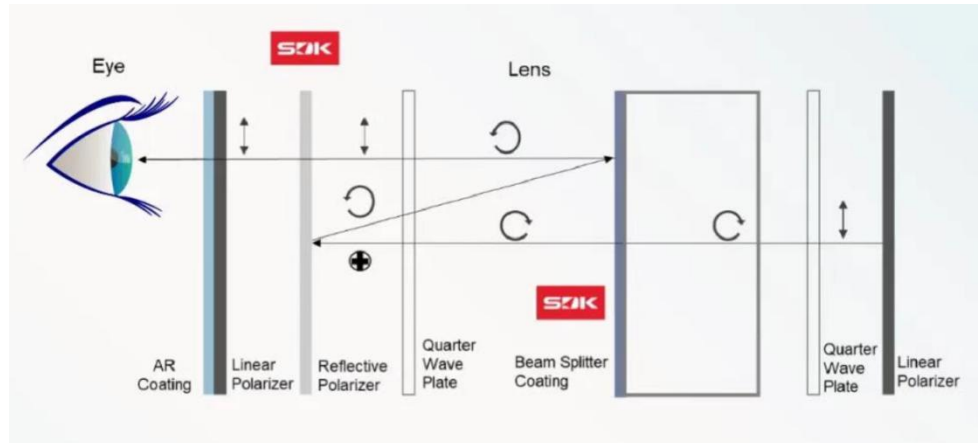
资料来源：斯迪克公众号，浙商证券研究所

图26： Pancake 方案生产工艺流程



资料来源：斯迪克公众号，浙商证券研究所

图27： SDK 叠层结构交付方案示意图

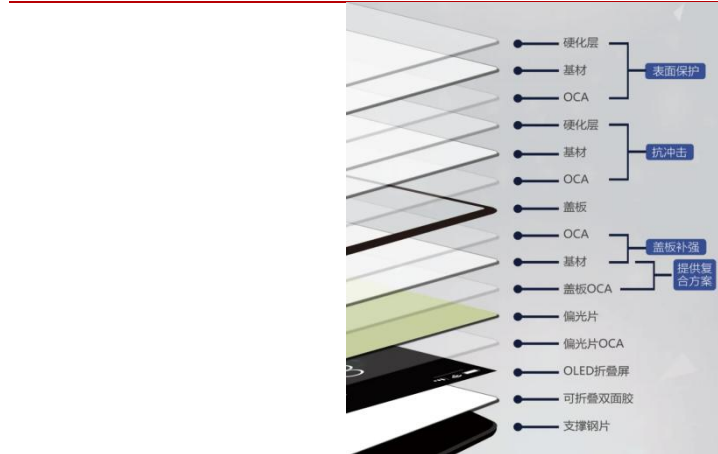


资料来源：斯迪克公众号，浙商证券研究所

在折叠屏手机领域，斯迪克攻克了 20 万次动态弯折的技术瓶颈，针对折叠屏核心痛点——动态弯折可靠性及光学性能平衡难题，通过底层材料创新构建技术壁垒。斯迪克的新型折叠屏用材料采用了抗冲击性能、优异光学性能、高强度和高回弹性的材料，使得屏幕在使用过程中更为耐用，不易损坏。此外，出色的光学性能保证了用户在不同角度下都能享受到清晰、鲜艳的显示效果。结合这些技术，斯迪克在用户体验上实现了大幅度提升。对于广大消费者来说，折叠屏的真实体验至关重要。

根据此前用户对其他品牌折叠屏的反馈，许多用户对屏幕受到挤压、出现折痕、水波纹等问题较为在意。而斯迪克的品控与设计对这些常规问题的遏制效果较好，用户在日常使用中将更加安心。近年来，随着手机向轻量化发展的趋势显现，公司已成为较早采用光学卷对卷贴合技术的厂商之一。同时，公司在折叠屏的 AR 减反层方面，已实现自主研发并在主流机型上量产，成为国内首家具备该技术的材料厂商。这一切都为公司在折叠屏市场上赢得了竞争优势，能够为客户提供量身定制的叠层结构设计，满足不同机种的需求。得益于折叠手机领域头部客户的支持与信任，公司成功实现了多层柔性光学材料的复合应用，打破了国际垄断，光学抗冲材料在内的多款材料，已成为全球独家量产方案。

图28： 斯迪克客制化折叠屏盖板增强方案



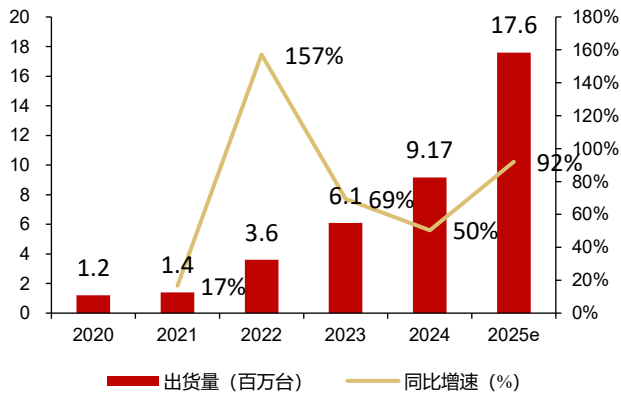
资料来源：斯迪克公众号，浙商证券研究所

客户绑定战略具有显著的协同效应。一方面，VR 业务为公司带来稳定的高端订单；另一方面，折叠屏业务形成规模效应，使 OCA 单位成本持续下降。通过"北美技术标杆+国内规模量产"的双轨模式，斯迪克成功实现了从材料供应商到解决方案提供者的转型。

OCA 光学胶的外部需求环境正经历结构性升级，客户结构亦呈现多元化进阶态势，从需求端来看，其核心驱动力来自三大应用领域的突破性发展：1) 智能手机领域 2) VR/AR 设备市场 3) 车载显示领域。

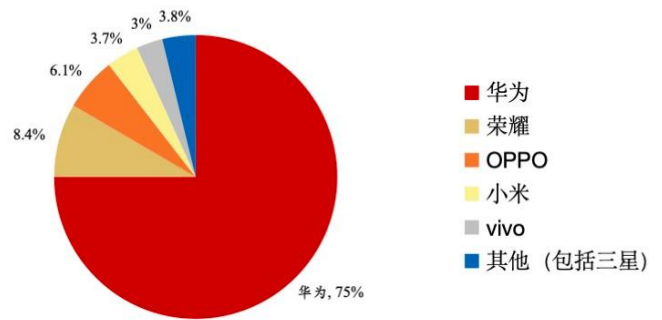
在智能手机领域，折叠屏技术的商业化普及成为核心增长引擎。市调机构 Counterpoint Research 在报告中指出，2024 年全球可折叠智能手机出货量同比增长 2.9%，增幅不大。从厂商排名来看，2024 年全球可折叠智能手机出货量 TOP6 分别是三星、华为、摩托罗拉、荣耀、小米和 OPPO。但国内的增速则是另一幅光景，根据艾媒咨询的数据，中国折叠屏手机市场在 2020-2025 年间呈现惊人的爆发式增长。从 2020 年仅 50 万台的出货量起步规模，到 2024 年的出货量 859 万台，2025 年预计突破 1490.3 万台。2024-2025 年市场预计将继续维持高速增长，这意味着中国折叠屏手机市场正在从技术尝鲜阶段快速迈向快速渗透阶段。这种增长态势，不仅远超同期全球智能手机市场的平均增速，更凸显出中国消费者对体验创新的强劲需求，以及本土产业链的快速成熟。**随着折叠屏手机出货量持续攀升，OCA 胶膜市场正迎来"量价齐升"的黄金发展期。**价值量方面，折叠屏手机用 OCA 胶膜单价达 647.69 元/平方米，是普通手机（140.31 元/平方米）的 4.6 倍。用量方面，每部可折叠柔性手机 OCA 的使用大于等于两片，单片 OCA 使用面积也是在增大。目前 LCD 和 OLED 手机的使用尺寸都是在 6 寸左右，而折叠手机是在 8 寸左右，这推动单机价值量显著提升。这一趋势正加速重构光学胶膜产业格局，为供应链企业创造新一轮增长机遇。

图29：2020-2025 年中国折叠屏手机出货量及增速



资料来源：IDC，艾瑞咨询，浙商证券研究所

图30：2025H1 中国折叠屏手机市场份额



资料来源：IDC，浙商证券研究所

VR/AR 设备市场的快速增长为 OCA 胶开辟了第二增长曲线。根据 IDC 数据，2024 年全球 AR/VR 头显出货量同比增长 10%，预计在 2025 年至 2029 年期间，复合年增长率将达到 38.6%。随着苹果 Vision Pro、Meta Quest3 等设备推动 4K/8K 显示屏、Pancake 光学方案普及，单台设备 OCA 胶用量从传统方案的 5-8 片跃升至 12-15 片。XR 设备应用场景也在逐步拓展。AR/VR 市场的爆发正在重塑 OCA 光学胶行业格局。随着硬件轻薄化、显示高清化、应用场景多元化，OCA 将从“辅助材料”升级为“核心器件”。抓住技术突破与生态重构的双重机遇，在市场中抢占竞争先手，将是近年来行业内企业的第一要务。

表8：OCA 光学胶技术价值的三大应用场景

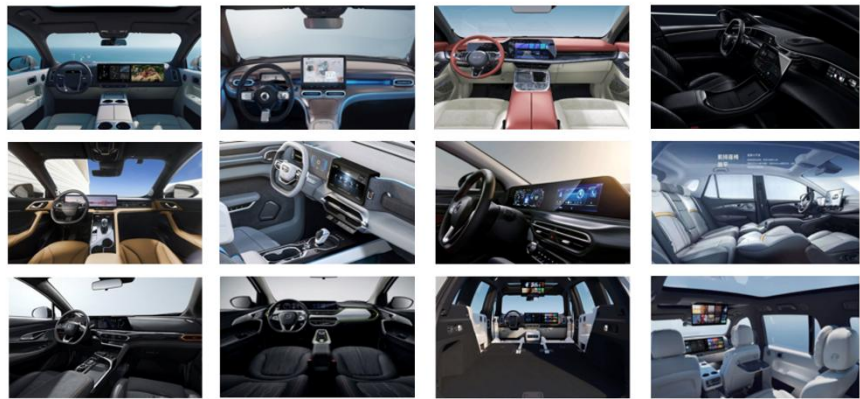
技术场景	技术特点	代表案例/厂商
显示屏全贴合	采用 OCA 替代传统 OCR 胶，消除空气层反射，使 Pancake 透镜的 MTF（调制传递函数）提升 40% 以上；优化光路传输效率，降低屏幕厚度。	和硕采用 3M 折叠光学方案的 VR 头显，厚度缩减 40%，OCA 用量增加 3 倍。
曲面屏与折叠屏	多层 OCA 贴合技术，通过低蠕变、高拉伸力特性，承受 20 万次动态弯折；抗褶皱设计减少折痕，提升屏幕平整度。	斯迪克为北美客户开发的 OCA 适配华为、三星折叠屏机型。
光机模组集成	超弹性 OCA 通过界面应力分散技术，降低剪切应力；提升 AR 眼镜光机模组的良品率至 92%。	鹿山新材推出的 OCA 方案解决层间分离问题，优化生产良率。

资料来源：模切涂布圈，浙商证券研究所

车载显示领域的技术迭代正在重塑行业门槛，作为 OCA 光学胶的新兴应用领域，其技术门槛和性能要求远超消费电子市场。在汽车智能化浪潮的推动下，座舱交互系统正经历着前所未有的变革。传统机械按键正快速让位于触控交互方案，这一转变直接带动了车载显示技术的全面升级。

当前市场呈现出五大显著特征：显示面积持续扩大、分辨率不断提升、交互方式更加多元、屏幕数量显著增加以及显示形态日益丰富。值得注意的是，触控功能正逐步成为车载显示系统的标准配置。无论是新兴的电容式触控方案，还是集成了丰富娱乐功能的车载显示屏，其性能表现都高度依赖于先进的贴合工艺支持。

图31： 车载显示 OCA 应用



资料来源：亚洲新能源汽车网，浙商证券研究所

根据博研咨询的数据，2022 年全球车载显示市场规模已达 450 亿美元，其中中控屏占据 OCA 光学胶 60% 的需求量，而随着自动驾驶技术发展，仪表盘 OCA 需求增速预计达到 9%。车载环境对 OCA 的严苛要求体现在：需在 -40℃ 至 +85℃ 极端温度下保持粘接强度（剥离力 $\geq 1.5\text{N/cm}$ ），透光率 $> 99\%$ ，雾度 $< 0.1\%$ ，同时需通过 1000 小时 QSUN 紫外老化测试（黄变值 $\Delta b < 1.5$ ）以及双 85（85℃/85% 湿度）可靠性验证。

车载 OCA 赛道不仅是性能指标的比拼，更是材料研发、工艺适配和成本控制的综合较量。公司率先布局，投入大量研发资金，针对智能座舱多屏显示、AR-HUD 等新兴技术，成功研发出一系列适配的 OCA 光学胶产品。其中，其抗眩光 OCA 光学胶有效降低了屏幕表面反射率，使车载屏幕在强光下的可视角度提升了 30%，显著改善了用户在复杂环境下的使用体验。斯迪克与国际知名汽车品牌宝马合作，为其新款智能汽车的中控显示屏和抬头显示系统提供 OCA 光学胶，完美适配了宝马对显示效果和稳定性的严苛要求，进一步提升了斯迪克在车载显示 OCA 领域的品牌影响力。

图32： 斯迪克车载显示解决方案示意



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

图33： 斯迪克车载 AR-HUD 防尘膜



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

这种需求结构的进阶倒逼供应链体系深度变革，终端厂商从单纯采购转向联合研发，应用场景延伸催生差异化产品矩阵。随着三折屏、卷轴屏等新形态演进，OCA 胶产业正从辅助材料向核心器件升级，其技术壁垒与附加值将持续提升。

从供给端来看，OCA 光学胶市场长期呈现“海外主导、国产追赶”的竞争格局。目前以美国 3M、德国德莎、日本三菱/日东电工、韩国 LG/SKC/SDI 为代表的国际巨头仍垄断全球 80% 以上的市场份额，尤其在高端应用领域占据绝对优势。在技术、资金、专利、客

户等许多方面，都建立起较高的壁垒。但近年来这一格局正被打破——斯迪克自 2019 年上市后加速全产业链布局，其 OCA 光学胶膜产能扩建项目于 2023 年达产，同步完成精密离型膜产线建设，构建起从核心原料到终端产品的垂直整合能力。凭借全流程自主可控的配方体系和通过头部客户验证的制程能力。与此同时，鹿山新材依托高分子材料研发优势，创新开发热塑型光学透明胶膜（TOCF），在超大屏贴合领域替代传统 OCA 方案。晶华新材则通过 2600 万 m² 年产能项目建设，配合自研离型膜产品形成组合优势。

从产业链整合、材料革新、精密制造三个维度突破，国内企业已逐步攻克薄型 OCA、全贴合 OCA、车载 OCA 等关键技术。近年来 OCA 光学胶国产化趋势越发明显，全国返修市场已逐渐接受国产替代，部分头部企业产品性能已比肩国际水平。尽管在原材料配方、精密涂布工艺等核心环节仍存差距，在高端市场仍面临国际巨头的较大压力。日渐严峻的中美关系使得 3M 等海外企业对 OCA 光学胶、导电胶带等高毛利电子级胶粘材料市场的垄断地位出现松动的可能性，这对国内的追赶者而言，是不容错过的攫取市场份额的良机。凭借本土化服务优势和持续的技术迭代，国产替代正从消费电子向车载、折叠屏等高端领域加速渗透，未来五年有望改写全球市场格局。

图34：全球 OCA 光学胶竞争梯队



资料来源：斯迪克招股书，华经产业研究院，浙商证券研究所

传统电子级胶黏材料市场正经历从单一光学级产品向多元化高性能领域的结构性转型。在 5G 通信、新能源汽车、智能制造的浪潮推动下，非光学级产品凭借技术差异化和场景渗透力，逐渐成为企业突破增长瓶颈的战略支点。从市场构成来看，除了广为人知的光学级压敏胶（如 OCA 光学胶），非光学级的高性能压敏胶同样占据重要地位，包括导电胶带、屏蔽胶带、绝缘胶带等细分品类。这些产品凭借独特的功能性，在消费电子、汽车电子、通信设备、半导体封装等领域扮演着不可替代的角色。例如，导电胶带通过金属镀层或导电粒子实现电路连接，广泛应用于手机、电脑的柔性电路板；屏蔽胶带通过金属箔或导电涂层屏蔽电磁干扰，是 5G 基站、智能汽车电子系统的关键材料；绝缘胶带则以高介电性能保障电子元件的安全运行，在动力电池、光伏组件中不可或缺。

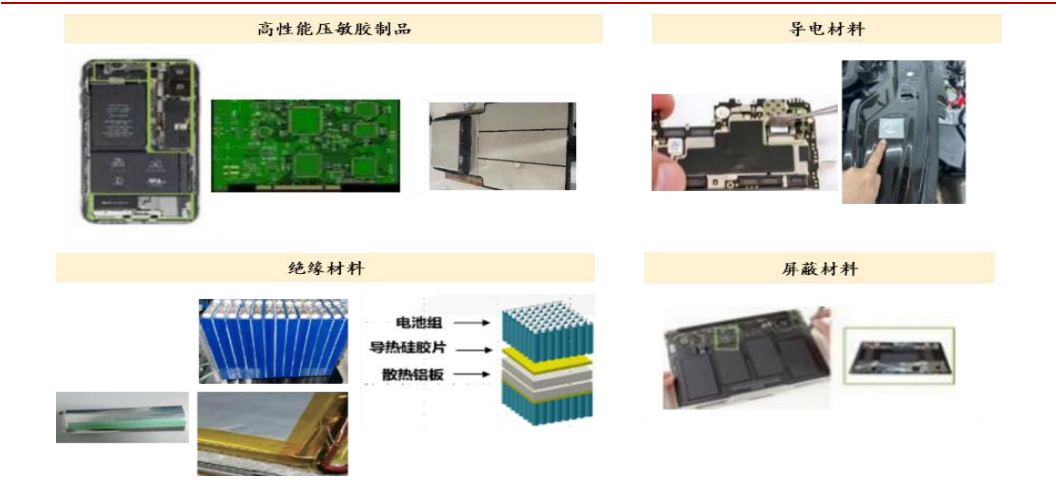
表9： 斯迪克传统电子级胶黏材料产品

大类	产品名称	产品用途
高性能压敏胶制品	丙烯酸酯压敏胶、有机硅压敏胶、 氯化橡胶压敏胶、聚氨酯压敏胶	主要用于手机、电脑等电子产品内部零件的组装和固定。
	聚酰亚胺胶带、PET 双面胶带、PI 双面胶带	主要用于手机 FPC 板防水入铜、电路板的组装固定。
	UV 固化胶、PUR 热熔胶、环氧灌封 胶、底部填充胶	零部件及加热件的固定及重工。
	云母粘结胶带	供暖及电加热包的那边的系统绝缘，汽车电池和电机的端盖、零部件及加热件的固定。
导电材料	导电胶带	主要应用于手机、笔记本电脑、平板电脑等消费电子产品内部零件的静电释放和电磁屏蔽。
	铝箔堵孔胶带	车身堵孔。
屏蔽材料	铝箔/铜箔麦拉	应用于消费电子产品、电源通信、电脑电视、电子医疗等。
	Nomex 纸绝缘胶带、PET 绝缘胶带、 阻燃绝缘胶带、PI 胶带	用于高频变压器和锂电池绝缘、电路板绝缘、通信设备、变压器、马达等电器部件的包扎。
电池材料	电芯绝缘青稞纸	用于锂电池电芯外层的绝缘固化。
	PI 极耳非高温胶带	锂离子电芯极耳绝缘保护。
	电芯终止胶带	锂离子电芯终止部位的绝缘固化。
	导热硅胶	主要用于电池加热/散热片的导热粘贴使用。

资料来源：斯迪克 2024 年年报，浙商证券研究所

随着全球电子产业向智能化、轻量化、高密度化演进，传统电子级胶黏材料的市场空间持续扩容。在消费电子领域，5G 手机、折叠屏设备、VR/AR 终端的普及推动导电胶带、屏蔽胶带需求激增，例如每部 5G 手机的屏蔽胶带用量较 4G 机型大幅提升。新能源汽车的“三电系统”（电池、电机、电控）对胶黏材料的耐候性、导电性、绝缘性提出严苛要求。动力电池模组封装需使用高导热绝缘胶带，预计将促使单车用胶量继续提升，对应市场规模随新能源汽车渗透率提升而快速增长。斯迪克凭借技术领先、产品多元、客户优质的三重优势，在传统电子级胶黏材料的国产替代浪潮中占据先机，其非光学级产品的规模化放量将推动公司进入新一轮增长周期。未来，随着新能源汽车、半导体等领域的需求持续攀升，斯迪克有望进一步巩固其在电子胶黏材料领域的龙头地位。

图35： 传统电子级胶黏材料应用示例



资料来源：斯迪克 2024 年年报，浙商证券研究所

3.2 功能性薄膜材料：市场广阔，伴随下游共同成长

功能性薄膜材料是指具有光学、电学、分离、阻隔等一种或多种功能的膜材料，是新材料产业的重要分支。功能性薄膜材料属于复合材料，通过在 PET 等基材表面精密涂布合适涂层的方式制备而成，涂层可以改变基材表面的物理、化学、电磁、机械、耐磨损和耐腐蚀等特性，从而实现抗刮伤、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。功能性薄膜材料的应用下游极为广泛，包括智能硬件、新能源汽车、节能环保、航空航天、医药、建筑等诸多领域，而且即使在同一下游应用中，其应用场景也极其丰富，种类繁多。

图36：功能性薄膜的应用场景示意



资料来源：浙商证券研究所

当前 3C 消费电子市场呈现显著回暖态势。AI 人工智能的应用落地、外观设计的创新突破、工艺的进化升级，触发新一轮的产品代际跃迁，从 2024 年开始这一迹象日渐明显，3C 电子市场逐渐回暖复苏。这一复苏直接带动功能性薄膜材料需求的结构性增长，而作为关键辅材，其在终端产品制造、运输保护等环节的隐形价值正被重新定义。在 3C 产业链中，功能性薄膜材料虽不直接参与核心功能模块构建，却是决定产品工艺精度和制程良率的关键支撑。例如，离型膜作为屏幕贴合制程的“隐形守护者”，需通过超低剥离力确保精密组件无损伤；精密保护膜凭借纳米复合涂层技术（如 9H 硬度防刮层、氟碳树脂抗指纹层）保障手机屏幕在加工、运输中的表面完整性。这些辅材的性能直接关系到终端产品的光学表现、耐用性及用户体验，甚至影响高端设备（如折叠屏手机、AIPC）的上市周期和成本控制。

伴随着消费电子过去数十年的成长，全球功能性薄膜材料行业已演进成充分市场化、竞争化的行业，3M、德莎和日东等国际一线企业，凭借多年的研发、生产和销售积累，已成为行业的绝对领导者，这类企业产品品类齐全、销售网络成熟、品牌认可度高、客户群体优质且稳定，基本垄断消费电子设备功能性薄膜材料行业的中高端产品市场。**面对行业迭代，本土化替代趋势风云渐起。我们认为，本土化替代需求的崛起根植于两大核心驱动力：其一是产业链自主可控的战略觉醒，其二是技术迭代与市场需求的动态适配。**在关键材料领域长期受制于日美企业的背景下，国内企业通过技术突破重构了产业格局。国产化替代不仅体现在产品参数的追赶，更在于构建起适应复杂国际形势的产业护城河。举例而言：AI 设备对散热、轻薄化要求升级，促使国产厂商为消费电子超薄化趋势提供底层材料支撑。国产厂商的定制化研发能力使其深度嵌入终端厂商的创新链条，形成技术共生的产业生态。

未来，随着 3C 制造向“精密化+环保化”纵深发展，兼具功能复合性（如导电-导热-阻燃三合一）与场景定制化的国产辅材，将成为打破外企垄断、重塑产业链价值分配的核心变量。

公司的功能性薄膜材料涵盖功能保护材料、功能保护材料、光学功能薄膜材料、标示材料、精密离型膜等核心辅材，贯穿 3C 产品制造、光伏工艺及精密电子元件生产全流程，支撑终端产品工艺升级与产业链本土化替代需求。从核心产品用途来看，公司的功能性薄膜材料主要用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑、家用电器等电子设备的出厂保护，以及各类功能器件、显示屏触控模组等生产制备过程中运输保护，以及各类其他功能性细分应用场景（离型、隔离、反射、透光等等）。

表10：斯迪克功能性薄膜材料产品

种类	产品名称	产品用途
功能保护材料	抗油渍、防指纹保护膜、防眩光保护膜材料	手机、电脑、数控面板等各种光学显示装置的表面保护
	高透抗刮保护膜、抗静电保护膜	手机、电脑、家电的出货保护膜、制造过程中零部件的保护
	光伏打孔胶带	太阳能电池双玻组件层压时，溢出的胶膜在组件四周形成环状 C 型环过程中使用
	偏光片保护膜	偏光片制程和出厂保护作用
	光伏高温定位胶带	用于粘接光伏背板使用
	气凝胶封装膜	用于气凝胶膜的封装与防护
	感光干膜	应用在 UV 和 LDI 曝光机上 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。
精密保护材料	制造过程中用硅胶保护膜	手机、电脑、家电制造过程中保护，保护平面显示器的面板
	PET 保护膜	表面、触控式荧幕、手机、数码相机 PDA 面板，在使用中避免刮伤，达到保护荧幕面板的效果；制造过程中零部件的保护；电池干燥、注液、成型、检测等过程保护领域
	改性 PE 基材保护膜、CPP 保护膜	
光学功能薄膜材料	热缩管	圆柱电池的绝缘保护
	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	液晶显示屏背光模组中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
精密离型膜	OCA 离型膜	OCA 胶模切制程的保护，作为承载膜和转移镜使用
	MLCC 离型膜	片式陶瓷电容 (MLCC) 的生产
	偏光片离型膜	偏光片的生产

资料来源：斯迪克 2024 年年报，浙商证券研究所

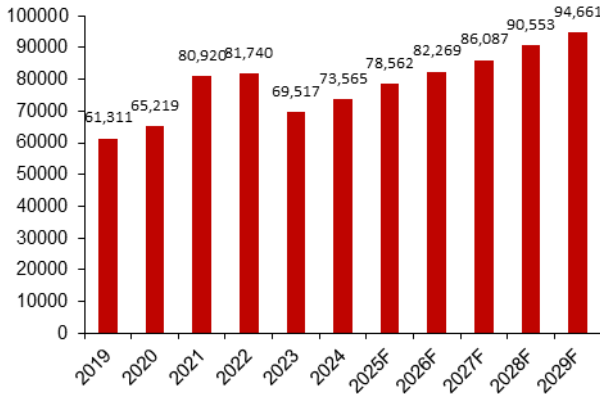
3.2.1 感光干膜

公司感光干膜材料卡位 PCB 产业链核心环节，迎新能源汽车材料升级风口。作为 PCB 制造的关键耗材，感光干膜凭借微米级解析力与全覆盖孔技术，成为高密度电路板蚀刻制程的“工艺基石”，其曝光效率与附着力直接决定 HDI 板、IC 载板等高端产品的良率。

2021 年和 2022 年供需失衡造成了全球终端产品的消费泡沫，疫情结束后，去库存和加息抑制通胀的压力，导致 2023 年全球 PCB 行业大幅下滑。历经 2021-2022 年行业去库存周期后，2023 年全球 PCB 产值触底，2024 年随着全球经济逐步企稳，AI 技术革新带来了新的产业升级机会，叠加新能源汽车的快速增长，以及消费电子行业市场需求的回暖，PCB 行业迎来了复苏，开启了新一轮增长周期。根据 Prismark 数据，2025 年至 2029 年之间，全球 PCB 行业产值将以 4.8% 的年复合增长率成长，到 2029 年预计超过 940 亿美元。从地域来看，由于 18 层以上多层板、BT 封装基板和 HDI 板的强劲增长，中国 PCB 市场在 2024 年增长最快，并占据着接近全球一半的 PCB 产值。在可预见的未来，中国仍将继续保持 PCB 行业的主导制造中心地位，其产业链中的相关辅材有望持续受益。

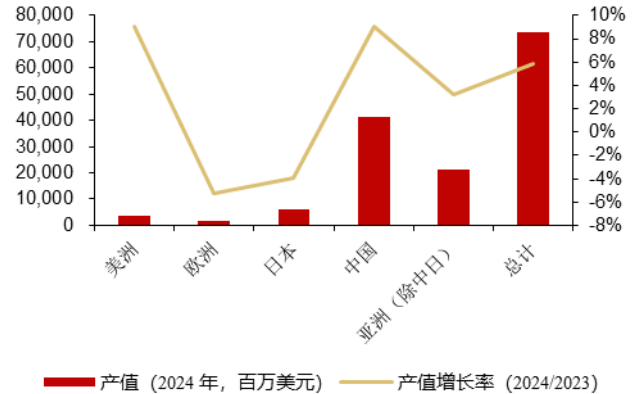
据华经情报网数据，尽管感光干膜在 PCB 的整体产业链中价值占比较低，仅为 2%，但是 2024 年全球感光干膜出货量已从 2016 年的 9.48 亿平方米增长至 13.4 亿平方米，2028 年全球感光干膜出货量将超 15 亿平方米。2024 年我国感光干膜市场规模已由 2014 年的 30.84 亿元增长至 67.1 亿元，2025 年行业规模有望达到 70 亿元以上。基于过往的技术积累，斯迪克有望在 PCB 产业的复苏与进阶中，分享更多的成长红利。

图37：2019-2029 年全球印刷电路板市场规模（单位：百万美元）



资料来源：Prismark，浙商证券研究所

图38：2024 年分区域 PCB 产值及增速



资料来源：Prismark，浙商证券研究所

图39：感光干膜产品图示及应用场景



资料来源：斯迪克 2024 年年报，浙商证券研究所

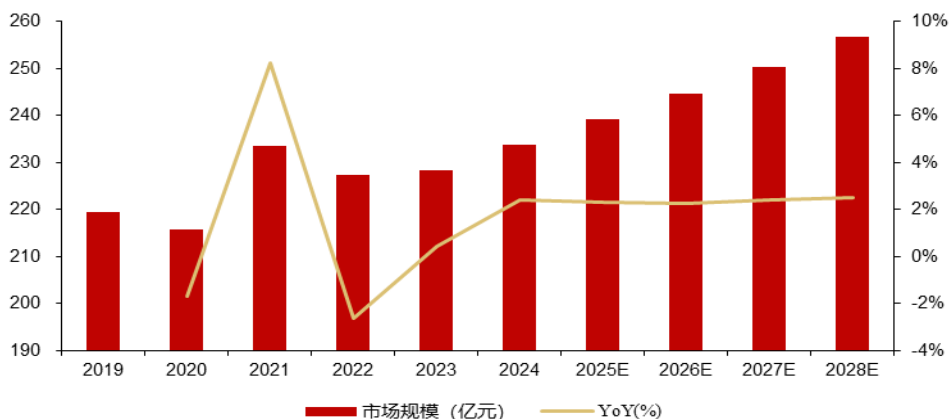
3.2.2 精密型离型膜

公司在精密离型膜的布局上展现出深厚的技术积累与市场前瞻性。分领域来看，其战略聚焦 MLCC 和偏光片两大核心应用场景。精密离型膜是一种功能性涂层复合材料，由胶、硅油和基膜等原材料制成，通过对塑料薄膜进行等离子处理、涂氟处理或涂硅离型剂等工艺，使其表面具有分离性。这种材料在智能消费电子、电力电气、能源交通、航空航天等高新技术产业中发挥着不可替代的作用。离型膜广泛应用于电子胶粘材料基材、精密模切耗材、OCA 光学胶/偏光片制程、汽车功能膜以及 MLCC 元器件涂布流延等核心领域。

近年来，随着下游应用领域技术迭代升级，离型膜市场需求持续增长。据弗若斯特沙利文的数据，2019 年中国离型膜市场规模为 219.35 亿元，到 2023 年已稳步增长至 228.25 亿元，展现出良好的发展态势。展望未来，受益于功能性离型膜在多个应用领域的

渗透率提升，以及下游客户对高性能材料需求的持续增长，预计到 2028 年，中国功能性离型膜市场规模将进一步扩大至 256.69 亿元。这一增长趋势充分体现了离型膜作为工业基础材料的重要地位和市场潜力。

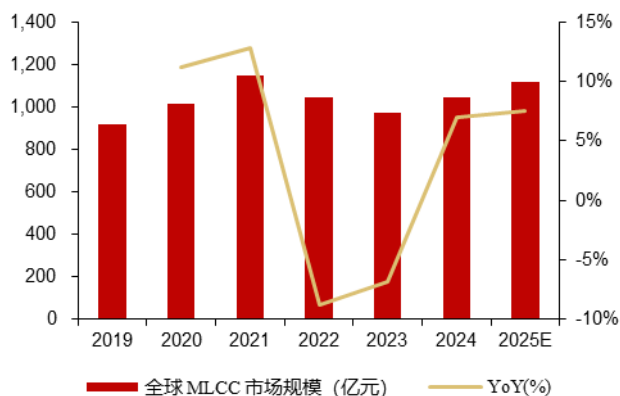
图40： 2019-2028 年中国功能性离型膜市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

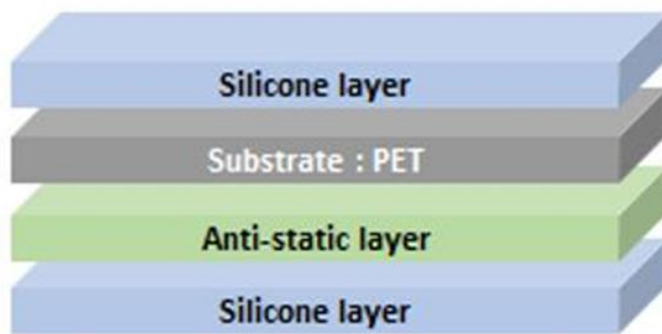
MLCC（片式多层陶瓷电容器）是用量极大且发展迅猛的片式电子元件品类之一。离型膜作为 MLCC 流延涂布工艺成型环节的关键耗材，成本占比达 10%-20%。它是将有机硅离型剂涂布于 PET 聚酯薄膜表层制成，在流延工序中用于承载陶土层。具体过程为，陶瓷浆料经流延机浇注口，均匀涂布在绕行的 PET 离型膜上形成薄层，随后在热风区挥发大部分溶剂，再经高温干燥、定型，最后剥离离型膜，得到陶瓷膜片。MLCC 的需求与消费电子市场行情紧密相关，根据中商产业研究院预测，2025 年全球 MLCC 市场规模将达到 1120 亿元。

图41： 2019-2025E 全球 MLCC 市场规模及增速



资料来源：中国电子元件行业协会、中商产业研究院，浙商证券研究所

图42： MLCC 离型膜结构图解



资料来源：模切涂布圈，浙商证券研究所

斯迪克 MLCC 离型膜实现了以高平整度与洁净度承载陶瓷浆料的流延。从高精度成膜到电极印刷搬运，它确保膜片无褶皱、零破损。面对行业对 MLCC 离型膜近乎苛刻的要求，斯迪克突破海外技术壁垒，以自主研发的 PET 基材、高性能的定制化离型剂配方，配合百级无尘生产环境，以及大宽幅精密涂布，覆盖全系列产品。

斯迪克 MLCC 离型膜通过了严格的技术验证。MLCC 离型膜表面粗糙度与厚度均匀性均达到行业顶尖标准。在剥离力控制上，斯迪克 MLCC 离型膜实现精准平衡，可以确保剥离过程平稳流畅。剥离全程力值波动较小，具备高度稳定性与可靠性。配合全幅瑕疵检

测与厚度实时监控系統，斯迪克可以確保每一卷產品高質量交付。憑借國內主流客戶全部量產記錄，斯迪克躋身行業標杆。

圖43：斯迪克 MLCC 離型膜測試數據

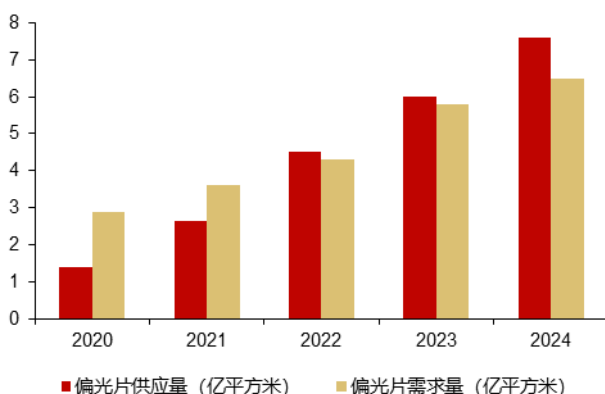


資料來源：公司公眾號，浙商證券研究所

3.2.3 偏光片

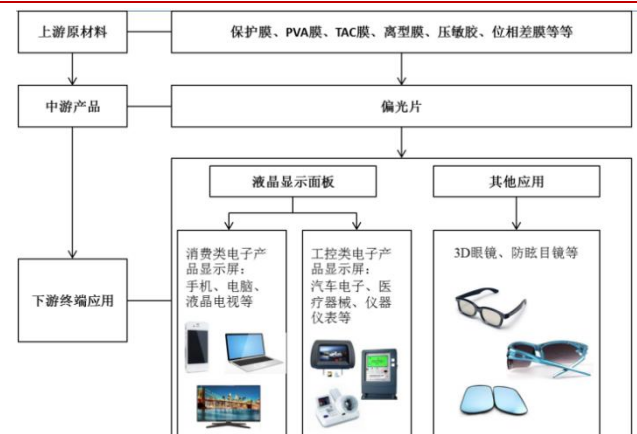
偏光片的保護膜與隔離膜等核心材料本土替代驅動新增長。偏光片全稱為偏振光片，允許特定偏振光波通過，同時阻擋其他偏振光波，是由多層膜構成的複合薄膜結構。偏光片是顯示面板的核心光學膜材料，可控制特定光束的偏振方向，用於將自然光轉變為線偏光或圓偏光，使屏幕顯示出圖像，提高畫面清晰度。光片主要由PVA膜、TAC膜、保護膜、離型膜和壓敏膠等複合製成，其中起偏振作用的核心膜材是PVA膜。偏光片的下游應用主要為面板產業包括手機、電腦、平板、液晶電視等，涉及多個領域，應用範圍廣。根據QYResearch最新調研報告顯示，2024年全球偏光片市場銷售額達到了98.5億美元，預計2031年將達到127.1億美元，2025-2031年複合增長率為3.8%。這表明偏光片市場在未來幾年內將保持穩定增長態勢。地區層面來看，中國市場在過去幾年變化較快，我國作為偏光片產銷大國，市場需求量巨大，有著不容忽視的廣闊前景。

圖44：2020-2024年我國偏光片供應量和需求量



資料來源：中商產業研究院，浙商證券研究所

圖45：偏光片產業鏈

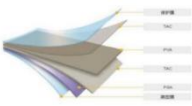
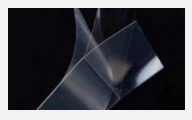


資料來源：緯達光電招股書，浙商證券研究所

斯迪克在偏光片領域專注於偏光片生產上游，聚焦於功能保護材料和精密離型膜兩大產品線。核心產品偏光片保護膜用於制程和出廠保護，確保生產和運輸環節的完整性；偏光片離型膜則主要應用於生產環節，發揮關鍵離型作用。公司產品在技術上持續迭代。公

司于 2024 年 3 月申请的"具有相位延迟的偏光片保护膜及其制备方法"专利显示，产品双折射率 Δn 达 0.15，Re 值较传统工艺提升 3 倍以上。

表11：公司偏光片领域产品

种类	产品名称	产品图示	产品用途	应用场景
功能保护材料	偏光片保护膜		偏光片制程和出厂保护作用	
精密离型膜	偏光片离型膜		主要应用于偏光片的生产	

资料来源：公司 2024 年报，浙商证券研究所

3.2.4 极耳胶带、气凝胶封装膜、电芯绝缘蓝膜等

极耳胶带、气凝胶封装膜、电芯绝缘蓝膜产品共同支撑锂电池在新能源领域的高效、安全应用。极耳胶带是锂电池中用于固定和绝缘正负极连接片的关键材料，通常由多层复合结构（如改性 PP 胶片与金属带）组成，通过热熔密封技术防止短路和漏液，广泛应用于软包电池封装中。气凝胶封装膜则以优异的隔热和防护性能见长，通过阻隔水分、灰尘及化学侵蚀，延长气凝胶材料的使用寿命，同时提升动力电池系统的热安全性和结构稳定性。电芯绝缘蓝膜作为方壳电池的外部防护层，具备高绝缘性、耐高温及抗穿刺特性，通过阻隔电芯间短路风险并优化热管理，保障新能源汽车高压电池系统的安全运行，尤其在 800V 高压平台中发挥关键作用。

图46：极耳胶带、气凝胶封装膜、电芯绝缘蓝膜产品示意



极耳胶带



气凝胶封装膜



电芯绝缘蓝膜

资料来源：公司 2024 年报，浙商证券研究所

斯迪克自主研发的极耳胶带通过耐电解液腐蚀特性保障电芯极耳安全，气凝胶封装膜以超低导热系数抑制电池热失控，电芯绝缘蓝膜则以耐击穿电压筑牢安全防线，这些材料已通过终端客户的验证，并成功应用于动力电池中，辅助遏制热失控、阻燃、防火，起到提高动力电池安全性的作用。

3.2.5 高端功能性薄膜产品

高端薄膜是指通过精密工艺和先进技术制备的功能性薄膜，其在性能、厚度、结构和功能性上显著优于传统薄膜。这类薄膜材料通常具有纳米级厚度，并兼具特定的物理、化学和光学特性，满足高端领域的多样化需求。

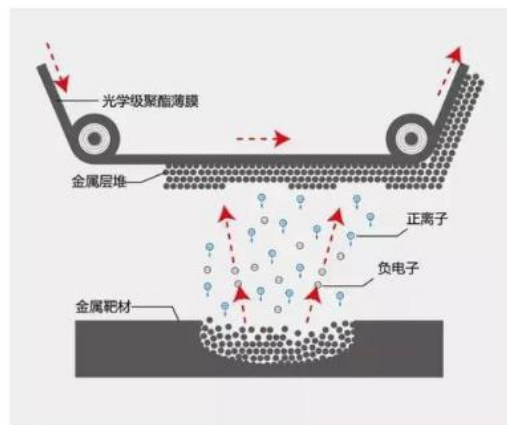
表12： 高端功能性薄膜的核心特点

特点	说明
极薄化与高精度	高端薄膜的厚度通常在纳米至微米级，制备过程中需要高度精确的工艺控制，以保证材料性能的均匀性和稳定性。
多功能性	集成多种功能，如导电、导热、阻隔、防紫外线、抗菌、防水、防雾等，在单一薄膜中实现多种功能需求。
环保性	强调可持续性，生产过程中注重降低能耗与废弃物排放，同时支持可回收或可降解设计。
高强度与高耐久性	具备卓越的机械性能和耐化学腐蚀能力，在苛刻条件下表现出色。
跨领域适配性	可广泛应用于电子、光学、能源、医疗、航空航天等高端行业。

资料来源：中膜集团微信公众号，浙商证券研究所

高端功能性薄膜产品的制备依赖于先进的材料科学和工艺技术，因此赛道具备一定的技术壁垒。目前主流制备方法包括：1) 物理气相沉积（PVD）与化学气相沉积（CVD）；2) 溅射与蒸镀技术；3) 拉伸取向工艺；4) 功能涂布与复合技术；5) 纳米技术与3D打印等。新型材料的开发及其与现有工艺的融合依旧存在堵点。因此，技术突破需要不断加大基础研究投入。

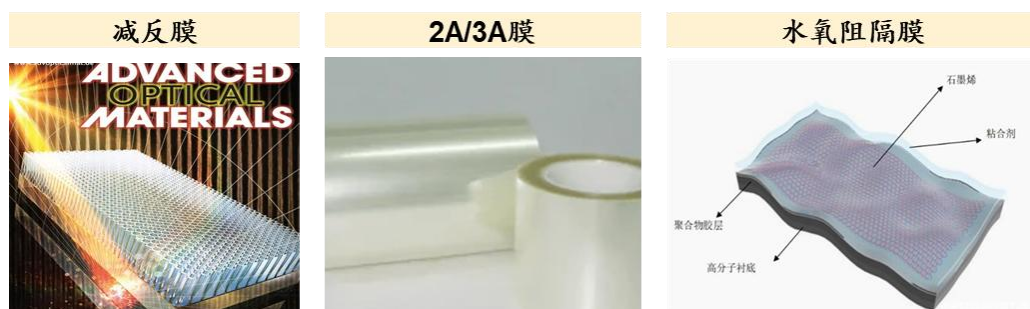
图47： PVD 磁控溅射膜示意图



资料来源：苍洪实业官网，浙商证券研究所

高端薄膜市场预计将在未来五年内以年均 10% 以上的速度增长，特别是在电子、能源和医疗领域的需求快速攀升。其中，减反膜、2A/3A 膜以及水氧阻隔膜作为高端功能性薄膜的核心品类，凭借其技术壁垒高、应用场景高增长、利润空间显著等特征，正成为新材料产业中的“黄金赛道”。同时，由于国内高端功能性薄膜产业起步较晚，3M、三井、住友等国际化龙头公司在高端功能性膜市场仍然处于领先地位，国产化替代空间较大。

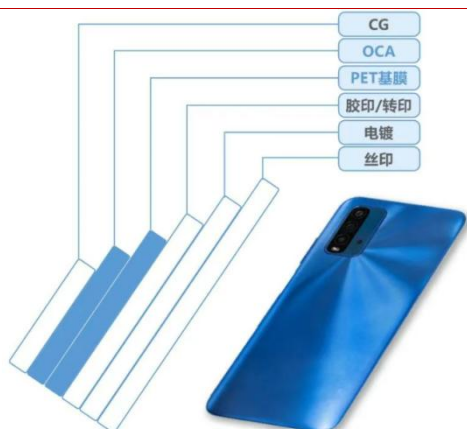
图48： 高端功能性薄膜产品示意



资料来源：先进光学材料，搜狐，中国膜工业协会，浙商证券研究所

斯迪克致力于布局高端功能性薄膜产品产能。2025 年 7 月 17 日，斯迪克发布公告宣布全资子公司拟投资约 5.09 亿元用于高端功能性膜材扩产项目，预计建设周期 2 年。投资资金将用于改造装修现有场地，购置性能先进的 PVD 生产、检测等设备，招募并培训相关生产、技术与管理人员，生产减反膜、2A3A 膜以及水氧阻隔膜等高端功能性薄膜产品，主要应用于电子行业、车载屏幕以及显示面板等下游领域。

图49： SDK 防爆膜



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

图50： 斯迪克 PVD 电镀工艺



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

斯迪克基于自身在功能性薄膜领域的战略布局和技术积累，已前瞻性地选择了 PVD 技术路线，并成功建设了首条 PVD 产线，初步掌握了相关工艺。通过新产能投资项目的实施，斯迪克可以深化干法涂布技术应用，进一步放大该技术的应用价值。公司有望通过规模化生产加深对工艺的理解与优化，不断增强技术的成熟度、稳定性和产业化落地能力，进而为公司抢占高端功能性膜材市场、实现国产替代提供强大的技术支撑和产业化保障。

3.3 热管理复合材料：AI 时代下重要性凸显

热管理复合材料主要包括人工石墨以及石墨与其他材料经过特定工艺复合制成的产品，凭借优良的散热性能，已成为智能手机等消费电子产品中最为主流的散热器件/材料，石墨片优良的性能包括以下几点：（1）密度低于金属，符合消费电子轻薄化趋势；（2）由于晶体结构特点，石墨片在水平方向上具备优异的导热性能，导热系数最高可达

1500~1800W/m·k，此特性使得石墨片具备较好的均热能力，防止电子产品局部过热现象；

(3) 石墨还具备较高的比热容，吸收一定量的热量之后上升的温度相对较低。电子元件在使用时往往会产生大量热量，若无法进行及时有效的散热，会对器件的工作稳定性和使用寿命造成极大的影响。

随着电子信息技术应用领域的不断扩展，导热散热行业迎来了快速发展期。近年来，在消费电子、汽车电子、安防监控、通信基站、服务器及数据中心等下游市场的强劲需求推动下，全球导热散热行业市场规模持续扩大。与此同时，电子产品正朝着高性能、小型化方向演进，内部集成度的提升导致散热空间日益受限，散热问题愈发凸显，这为导热散热材料行业创造了新的发展契机。

特别值得注意的是，生成式 AI 技术的突破为散热行业注入了新的活力。在 AI 技术浪潮的推动下，AI 终端设备呈现爆发式增长态势，AI 手机、AI PC 等产品的市场渗透率稳步提高。与传统的消费电子产品相比，这些 AI 终端设备具备更强的算力和更高的功耗，对散热性能提出了更严苛的要求。根据 Counterpoint 估算，2027 年生成式 AI 手机端侧整体 AI 算力将会达到 50000 EOPS 以上。AI 手机算力和功耗的急速提升，使得散热成为确保手机稳定运行的关键。高性能的 AI 芯片在运行过程中会产生大量热量，热量不仅会制约 AI 算力，而且会影响设备运行的可靠性，缩短使用寿命。据美国《电子设备可靠性预计》统计，电子元器件温度每升高 2°C，可靠性将下降 10%，温升 50°C 的寿命只有温升 25°C 的 1/6。AI 终端散热方案升级是大势所趋。

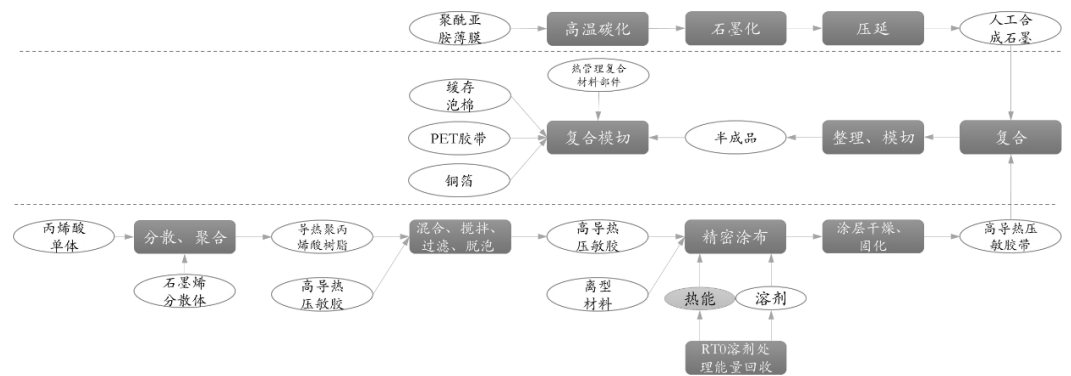
此外，AI 眼镜等创新型可穿戴设备以及人形机器人的涌现，进一步丰富了终端产品形态，为散热需求开辟了全新的增长空间，并加速了散热技术方案的迭代升级。随着 AI 终端设备需求的持续攀升，相关企业有望获得更多市场机会和业务订单。据 BCC Research 2023 年发布的研究报告，2023-2028 年，全球热管理市场规模复合增长率为 8.5%，市场规模将从 2023 年的 173 亿美元增加至 2028 年的 261 亿美元，市场空间广阔。得益于下游市场需求持续向好，带动订单量快速增长，2024 年，公司热管理复合材料销售量和生产量同比分别大幅提升 132.28% 和 130.39%。

图51：热复合材料产品图



资料来源：斯迪克公众号，浙商证券研究所

图52： 热管理符合材料生产流程



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

斯迪克在石墨散热材料领域专业研发生产人工石墨导热膜及功能性复合导热材料。作为行业技术领导者，斯迪克牵头制定了“石墨散热压敏胶粘片”的行业标准。相关产品关键性能指标优异。产品整体厚度覆盖 17-80 μm ，导热率多高于 800W/(m·K)，高端产品可达 1200W/(m·K)以上。耐温性多数能达 1000 $^{\circ}\text{C}$ 以上，部分型号高达 1300-1500 $^{\circ}\text{C}$ 。

表13： 公司石墨领域产品

种类	产品名称	产品图示	产品用途	应用场景
人工石墨散热材料	人工石墨导热膜		手机、电脑电池散热	
	功能性符合导热材料		用于汽车玻璃除雾传感器与玻璃之间的导热	

资料来源：公司 2024 年报，浙商证券研究所

3.4 薄膜包装材料：应用广、需求大的现金流业务

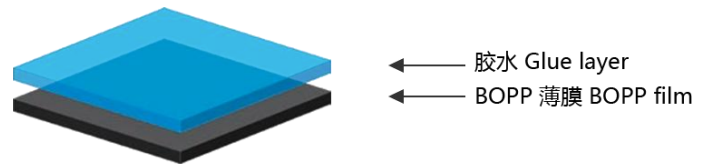
薄膜包装材料是以聚丙烯薄膜(BOPP)为基材，单面涂以丙烯酸酯压敏胶制造而成。适合印刷商标图案文字、符号等，广泛应用于文具、纸板箱的密封包装、物件的固定、捆扎、封帖、模切排废等。借助薄膜超强的缠绕力和回缩性，可以将物品紧凑地、固定捆扎成一个单元，使零散小物品成为一个整体，即使在不利的环境下物品也无任何松散与分离。同时保证尖锐的边缘不会对产品造成损伤，能够对被缠绕物品表面提供基本的轻质保护，从而达到防尘、防油、防潮、防水、防盗的目的。随着全球经济的复苏和增长，各行业对薄膜材料的需求不断增加。特别是在食品、医药、电子、建筑等领域，薄膜材料的应用越来越广泛。2024 年全球薄膜市场规模达到 1138 亿美元，预计 2031 年薄膜市场规模将达到 1332 亿美元，2025-2031 年复合增长率为 2.3%。

图53：薄膜包装材料产品用途



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图54：薄膜包装材料产品结构



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

虽然这块业务工艺相对成熟简单，其面对的中低端市场的竞争也相对激烈，盈利能力较弱，2024年毛利率仅为2.01%，远低于电子级胶粘材料等，但是，2006年公司在太仓起步时，普通保护材料和传统胶粘产品的最初级产品便是薄膜包装用的BOPP保护膜，这也是公司最早的几块业务之一。该业务产线当下早已完成折旧摊销，虽然不是未来的成长的重点，但在公司各项业务中，由于客户、需求较为稳定，可以说是一份稳定的现金流来源，未来也将有望保持。

4 “一体化产业链+嵌入式研发”构筑“胶&膜”行业标杆

由于上下游被海外厂商技术垄断或把持多年，我国本土企业制备功能性膜材与胶材的各种胶水配方、基膜采购与制程，包括加工设备都直面着长短不齐，缺口漏尾的尴尬。行业普遍存在“拉膜企业外购胶水”或“胶水厂商依赖第三方基膜”的割裂现状。近年来，随着行业需求的成长，客户定制化要求的加强，功能性涂层复合材料行业的竞争格局已经由简单的价格竞争向技术和品牌竞争转变，从提供单一功能产品向综合解决方案服务转变。

斯迪克具备行业稀缺的“一站式”综合方案解决能力。公司经过多年的发展，已经发展成为在胶水、黏结材料自主化配制配方、涂层聚合、精密涂布工艺和技术产业化应用方案等方面具有领先优势的综合解决方案供应商。产品下游应用领域覆盖消费电子、家用电器、交通运输、商业包装等领域，能够为客户提供全方位的涂层复合材料产品服务。

公司在功能性涂层复合材料领域构建了独特的产业链竞争优势，主要体现在薄膜制造、胶水自主化及涂布工艺三个核心环节的深度融合，通过“胶-膜-涂”三位一体模式，完成了胶膜材料体系的垂直整合，实现了真正意义上的材料自主一体化。凭借“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，精确把握客户的需求，精准开发，缩短开发周期。成品可以在CNAS检测中心完成一站式检测，保障交付，大大提升了响应速度。

图55：斯迪克的“N”领域应用



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

深耕新材料行业，加快实施“1+2+N”一体化战略，积极拓宽产业链的护城河。战略上，公司向上游布局，致力追求高品质精细化工原料这“1”远期战略，以此来稳固高端产业根基。充分运用基膜（PET、PI 等）和胶粘剂（丙烯酸、聚氨酯、有机硅等）这“2”大核心材料的自研双轮驱动，通过上游原材料一体化聚合、成膜，再发挥涂布、贴合、镀膜等“精智”制造优势，实现光学显示、新能源、微电子等“N”领域应用材料的性能突破，打破国外垄断，实现国产替代。

4.1 薄膜制造能力：产能释放与技术迭代双轮驱动，领跑高端薄膜国产化

薄膜制造能力方面，公司通过自建高解析度 PET 基膜产线实现关键原材料的国产化突破。其光学级 PET 基膜不仅用于OCA 光学胶、MLCC 离型膜等高端产品，更打破了日本东丽、三菱等国际厂商的长期垄断。2010 年至 2015 年间，公司在泗洪生产基地投入建设了面积达 2.2 万平方米的百级洁净涂布车间（每立方英尺中粒径为 0.5 微米的粒子不超过 100 颗），达到业内最高洁净等级，并拥有多条日本及德国专属定制设备的先进生产线，为客户提供高质量、高性能的精密涂层材料产品和技术解决方案。

在上市后的五年内，公司完成了泗洪生产基地的扩产、升级及产业链全向延伸。公司在 2025 年 5 月 13 日召开的业绩说明会上表示，现已建成并投产 3 条进口 PET 光学膜拉膜线及 10 条进口离型膜生产线，离型膜已实现几乎全部自制，具备较高光学性能要求的 PET 基膜，部分外购，部分自制，未来将进一步对标日韩厂商，提高高端 PET 基膜的自制率。目前，大规模扩产建设基本完成，生产进入爬坡期，扎实的技术基础，领先的一体化布局，为销售收入的持续增长提供了重要依托与保障。

表14：公司产能投资项目进度

项目名称	投资方式	截至 2024 年末累计实际投入金额	资金来源	项目进度	备注
精密离型膜项目	自建	640,555,151.96	募集资金+自筹资金	100.00%	项目尚处于产能爬坡期，部分高端离型膜尚在验证过程中。
功能性 PET 光学膜项目 2	自建	221,283,067.24	自筹资金	100.00%	主要替代外购原材
PVD 磁控溅射膜类产品项目	自建	78,878,891.58	自筹资金	100.00%	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	448,690,121.97	自筹资金	100.00%	主要替代外购原材
斯迪克泗洪 16-17 号厂房	自建	348,214,994.46	自筹资金	100.00%	项目已竣工转固
偏光片保护膜项目	自建	442,307,236.50	自筹资金	95.00%	项目尚在建设中
功能性胶带项目	自建	181,812,275.49	自筹资金	65.00%	项目尚在建设中

资料来源：斯迪克 2024 年年报，浙商证券研究所

图56：公司先进的生产设备和生产环境



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

斯迪克专注于技术研发积累，具备自主创新能力。公司一直注重自主创新和技术研发，自 2009 年起连续多年被认定为高新技术企业，与东南大学、苏州大学等国内多所知名高校建立了长期稳定的产学研合作，在产品开发、技术创新、人才引进、人力资源等基础项目领域合作开发。公司目前拥有省级高性能胶粘材料研发中心，中心配备一支能力强、素质高的技术研发队伍，专门从事光学膜、胶粘剂等新产品的研发。截至 2025 年 2 月，公司拥有有效专利 460 多项，其中发明专利 260 多项，牵头并参与制定国家标准 5 项、行业标准 3 项、团体标准 1 项，核心技术的累积量业内领先。

图57：2020 成立江苏省复合涂层功能膜材料与技术重点实验室



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图58：2019-2024 年公司发明专利数量

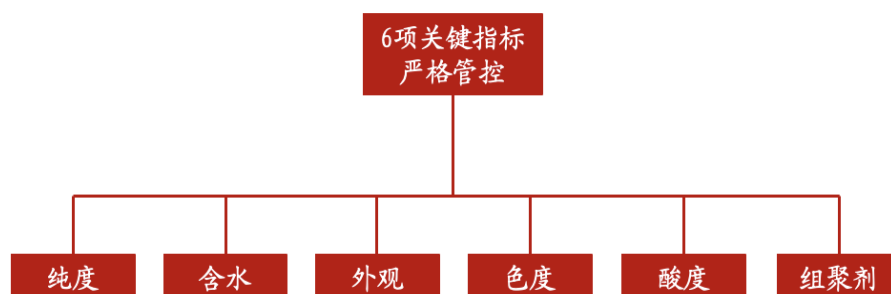


资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2 胶水自主化制造：从技术引进到高度自制

胶水自主化制造能力是公司区别于国内竞对的核心优势。2006 年成立之初的斯迪克只是一家普通的涂布厂，基膜、胶粘剂都需要从外采购。如今，斯迪克实现了基膜和胶粘剂两大核心材料的自研双轮驱动，成为高分子材料聚合、涂层配方等领域的行业领跑者。公司拥有 18.5 万吨胶水合成产能，实现 90% 胶水自供。从丙烯酸酯聚合物到环氧树脂体系均具备自主研发能力。公司目前拥有的胶黏剂发明专利遍及原材料配方、分子结构设计原理、产业化技术方案、工业化生产装备等等，科研成果丰硕。例如，公司开发的耐老化高强韧覆铜板胶粘剂，不使用传统的含双键橡胶材料，能够有效规避不耐老化等问题，提高了胶粘剂的使用寿命。采用独特工艺不仅提升了胶粘剂的韧性，也在不降低耐锡焊性能的前提下，提高了粘接力。通过对产品结构和生产工艺的持续改进，公司提高了产品实用性和生产效率。公司配备有国际视野的专家团队，有日本、美国毕业的博士带队创新研发，保障研究项目顺利开展。同时，公司的一体化产品落地能力使公司能针对终端需求快速调整胶水配方设计与整体方案，如为 AR 眼镜开发光路控制胶粘材料，实现多层贴合方案替代单层交付。

图59：公司专注胶水品控的 6 项指标

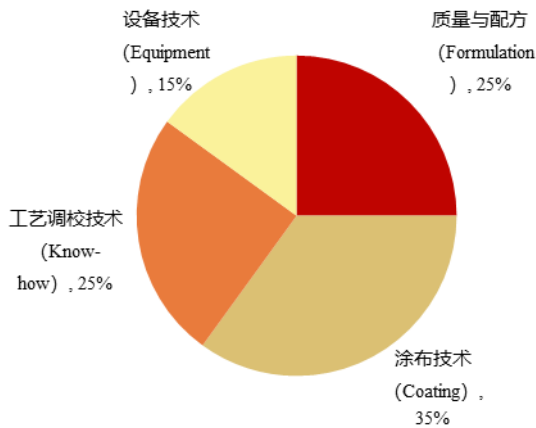


资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

4.3 涂布工艺制程能力：全链条精密制造体系与工艺迭代构筑坚实壁垒

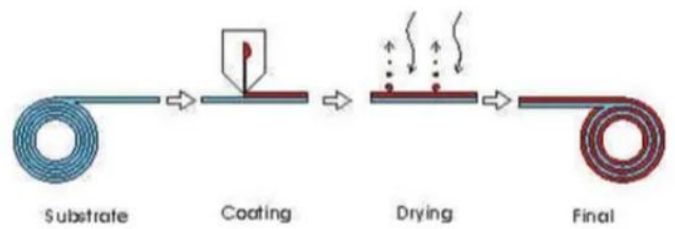
涂布技术的水平直接决定了功能性涂层复合材料的性能和质量。涂布是改变和形成产品表面特性的重要加工工艺，它使得涂层材料与薄膜基材结合形成复合材料，能够实现单一组分材料不能满足的功能要求，扩大了产品的使用效果与附加值。精密电子产品用基材透过涂布技术开发，其中涵盖了非常多的技术，如果以技术关键来看，涂布技术的重要性毋庸置疑。

图60：涂布技术关键的重要性占比



资料来源：曼恩斯特科技股份有限公司公众号，浙商证券研究所

图61：涂布工艺简要流程



资料来源：曼恩斯特科技股份有限公司公众号，浙商证券研究所

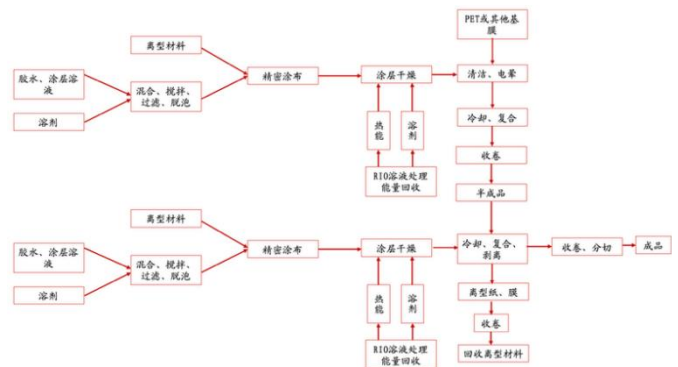
经过多年的技术探索和经验积累，公司掌握了先进的精密涂布技术，拥有多条日本及德国进口的先进生产线。公司董事长金总 1997 年开始进入胶膜行业，先从一般贸易开始，逐步开始自己做一些简单的分切工作，2006 年斯迪克成立后，便开始购买涂布设备，开始自主生产胶水、基膜等产品，并在此基础上不断改良工艺，持续迭代，研发进步。公司精密涂布生产线设备品类充裕，包括送卷设备、预处理设备、涂胶设备、干燥设备、贴合设备等等。多年来，公司利用自身积累的生产技术和经验对进口生产线进行消化、吸收和再创新，对引进的生产设备进行技术改造和工艺改进，生产的部分产品关键指标已达到国际领先水平。在涂布制程中，高洁净环境与在线缺陷监测设备非常重要：对于精密涂层生产，空气中的异物杂质会导致大量的不良产品产生。公司建设有多个全域 100 级无尘涂布车间，可保证 100 纳米厚度级别的光学级涂层的高质量涂布。此外，通过高速摄像机阵列，能在全速工作条件下实时监控微米级别的涂布或表面缺陷并自动标示、记录，不需要人工干预或离线检查，大大提高了高性能涂层的生产效率和产品良率。

图62：斯迪克精密涂布车间



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

图63：涂布流程图



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

4.4 下游客户开拓与匹配能力：“嵌入式研发+全链条质控”双引擎锁定全球头部客户

在电子级胶膜类材料领域，由于其在终端客户产品中所占的单品价值量比例较低，客户对于引入国产化替代方案或更换供应商普遍缺乏积极性。为消费电子提供功能性部件的企业必须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。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。在这样的市场竞争背景下，企业若想在竞争中崭露头角，获取关键客户的认可，除了有竞争力的产品价格外，还必须依托卓越的产品质量、先进的工艺制程以及雄厚的研发实力，同时可能还需要有一些特殊的替代环境背景，诸如全球贸易争端或竞争对手供应出现体系问题等等。

反之，若企业在前述最基础的质量、工艺、制程上有所欠缺，便难以跻身主流供应链体系，最终只能局限于服务相对低端客户群体，无法实现业务的高端化与可持续发展。这种市场特性决定了企业必须以技术创新和品质提升为核心，通过持续优化产品性能、精进生产工艺、强化研发投入，方能突破客户对供应商的固有认知，在价值占比低、替换意愿弱的市场中建立竞争优势。否则，将因无法满足关键客户的品质与技术要求，被迫陷入低端市场的红海竞争，难以实现产业升级与市场份额的拓展。

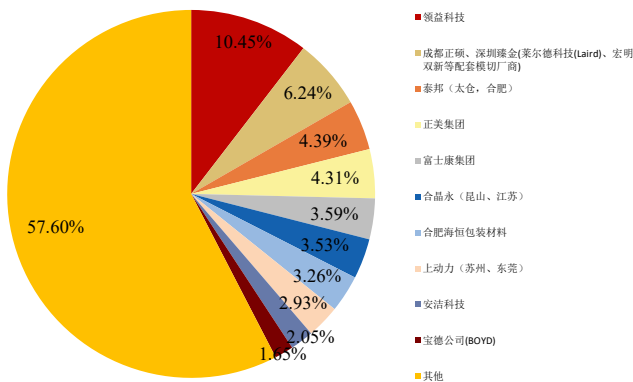
斯迪克凭借自主创新，以及独特的“嵌入式”研发模式建立了紧密的终端客户关系。公司借鉴、吸收传统研发模式的优点，结合产业特征以及下游市场需求变化快，技术更新迅速等特点，成立了以研发部门为主，销售、市场和生产部门协同配合的“嵌入式”研发体系。该体系的最大特点是贴近市场需求、反应迅速，通过研发部、市场部及销售部等多部门多纬度了解、掌握最新的行业动态及客户需求，确保公司走在行业需求的前端。公司多款产品已陆续通过华为、荣耀、VIVO、京东方、特斯拉、宁德时代等国内外知名终端客户的采购认证，同时还有多款产品处于共同研发中。通过“嵌入式研发”，公司与终端客户的合作不断加深，粘性不断增强。回顾过往，2016 至 2018 年，公司凭借在高分子材料聚合、涂层配方优化、功能结构设计、产品精密涂布以及新技术产业化应用等方面所累积的经验与优势，陆续与苹果、华为、三星、特斯拉等国际一线品牌商，以及富士康、领益智造等行业知名大厂建立了长期稳固的合作关系。2019 年上市后，公司在下游与华为和 Facebook 等公司积极开展深度合作，同时也为 Tesla 自制电池提供膜材料的整体解决方案。当下斯迪克已经具备为头部终端、显示器、锂电、MLCC 制造商开发产品和稳定交付的实力。

图64：公司的全球重要合作伙伴



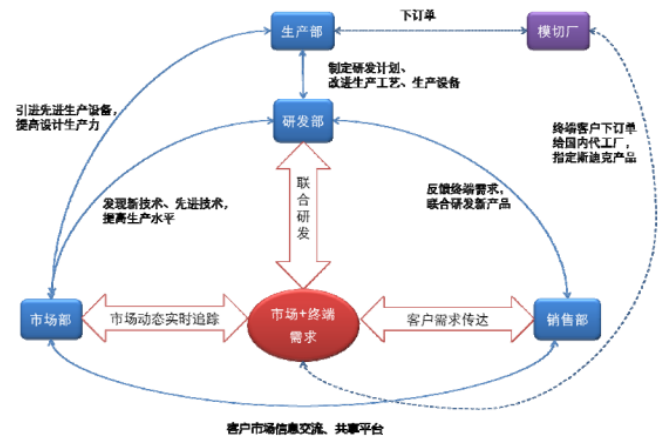
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图65：2018 年公司下游客户



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图66：“嵌入式”研发模式



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

先进的质量控制体系确保订单交付水准。公司建立了先进的质量控制管理制度，严把质量关，从生产设备管理、原材料采购、产品生产、出厂检验、售后质量跟踪等各个环节都制定了严格质量标准和检验规范，实现对产品品质的控制。公司先后通过了 ISO9001：2015 质量管理认证体系、ISO14001：2015 环境管理体系认证、IECQ/QC080000：2012 有毒物质管理体系的认证，产品生产严格按照国际有关规范进行。

图67：ISO14001 和 QC080000 认证



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

全球营销网络与服务构筑品牌优势。公司经过多年的营销网络建设，根据下游客户集中在消费电子制造产业的特点，围绕长三角地区、珠三角地区和环渤海地区等几个主要的制造及配套产业链厂商聚集地，在全国多个城市和海外主要终端所在地建立了销售服务网点，为下游客户就近提供产品和服务。营销网络不仅是客户提供服务的有力支撑，更是及时了解、收集、反馈市场信息，掌握市场发展动向以及推行“嵌入式”研发模式的有利保障。同时，公司已陆续在美国、日本、韩国、越南等地成立子公司，近些年海外市场取得不错突破，部分核心产品在海外终端客户的核心产品上实现量产。未来公司会继续加强海外公司的经营，积极拓展海外市场；力争在技术、规模等方面达到国际先进水平，跻身世界功能性涂层复合材料行业头部企业行列。

图68： 斯迪克全球布局



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

5 盈利预测及估值

5.1 业务拆分与盈利预测

业绩预测：预计 2025-2027 年营收分别为 34.06、45.40、58.35 亿元，同比增长 26.57%、33.32%和 28.50%，对应净利润分别为 1.02 亿、2.87 亿、4.65 亿元。

关键假设：

(1) 电子级胶粘材料：增长主要得益于市场需求的结构性升级与高附加值 OCA 产品的技术突破。随着消费电子市场复苏、OLED 技术加速渗透、折叠屏手机进入爆发式增长阶段，以及 VR/AR 等新兴应用的持续拓展，高端电子级胶粘材料的需求迎来多轮驱动。同时，OCA 光学胶在消费电子领域的国产化替代加速，斯迪克已在部分终端品牌客户中实现技术认证和批量导入，打破了国际巨头的长期垄断。通过“胶水自制+精密涂布+嵌入式研发”的一体化布局，斯迪克不断提升产品性能与成本竞争力，叠加泗洪等生产基地的产能释放，有效匹配了下游高端客户的规模化采购需求，从而推动电子级胶粘材料业务量价齐升，成为公司业绩增长的核心引擎。预计 2025-2027 年公司电子级胶粘材料的营业收入分别为 20.06/29.89/40.65 亿元。

(2) 功能性薄膜材料：核心驱动力来自 PET 光学膜在 OLED 显示、车载屏幕等高端领域的规模化应用，以及精密离型膜在 MLCC、半导体封装等电子元器件制造中的国产替代加速。同时，公司在偏光片保护膜、感光干膜等高附加值产品的技术积累逐步释放，叠加 PCB 等市场的拓展，带动产品结构优化与产能利用率提升。预计 2025-2027 年公司功能性薄膜材料的营业收入分别为 5.57/5.73/6.64 亿元。

(3) 薄膜包装材料：薄膜包装材料主要为以 BOPP 为基材的压敏胶带，广泛应用于包装、捆扎和固定等场景。作为公司的传统成熟业务，该产品线工艺稳定、市场需求刚性，虽增长空间有限，但凭借产线折旧完成及规模化生产优势，仍能持续贡献稳定现金流，为公司整体业务发展提供坚实支撑。预计 2025-2027 年公司薄膜包装材料的营业收入分别为 4.76/5.17/5.43 亿元。

(4) 高分子薄膜材料：公司已实现关键原材料与核心技术的自主可控。其中，光学级 PET 基材作为产业链上游核心材料，可广泛应用于光学级压敏胶带、精密离型膜、感光干膜等高附加值产品。依托该垂直整合优势，公司不仅提升了产品良率与成本竞争力，更增强了

对下游客户需求的快速响应能力。我们认为，随着光学级压敏胶制品、精密离型膜及感光干膜等终端产品进入放量增长阶段，公司 PET 基膜及整体功能材料业务有望同步受益，实现产业链协同增长。预计 2025-2027 年公司高分子薄膜材料的营业收入分别为 2.15/2.94/3.70 亿元。

(5) 热管理复合材料：业绩增长主要由 AI 终端爆发和新能源汽车需求驱动。随着生成式 AI 在手机、PC 等终端加速渗透，AI 设备算力与功耗大幅提升，散热成为制约性能释放的关键瓶颈。公司核心产品人工石墨及复合导热材料凭借高导热系数、轻量化和优异均热性能，已成为高端消费电子主流散热方案，并已成功拓展至 AI 手机、AR/VR 等新型智能终端。同时，在新能源汽车领域，电控、电池和智能座舱系统对热管理提出更高要求，公司产品在车载显示、800V 高压平台等场景实现导入。受益于下游需求旺盛，预计 2025-2027 年公司热管理复合材料的营业收入分别为 0.44/0.54/0.70 亿元。

图69：公司主营业务收入拆分

	百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入		1968.52	2690.55	3405.54	4540.39	5834.51
YoY		4.87%	36.68%	26.57%	33.32%	28.50%
毛利率		27.25%	24.60%	27.61%	31.08%	32.56%
电子级胶粘材料		858.51	1424.55	2005.79	2988.63	4064.54
YoY		1.67%	65.93%	40.80%	49.00%	36.00%
毛利率		45.48%	37.48%	38.53%	38.72%	38.80%
占比		43.61%	52.95%	58.90%	65.82%	69.66%
功能性薄膜材料		527.05	517.50	557.16	573.47	664.21
YoY		17.14%	-1.81%	7.66%	2.93%	15.82%
毛利率		23.13%	18.78%	23.85%	37.45%	41.94%
占比		26.77%	19.23%	16.36%	12.63%	11.38%
薄膜包装材料		405.12	470.32	475.94	517.08	542.52
YoY		-13.71%	16.09%	1.19%	8.64%	4.92%
毛利率		1.34%	2.01%	2.01%	2.01%	2.01%
占比		20.58%	17.48%	13.98%	11.39%	9.30%
高分子薄膜材料		54.60	140.84	214.99	294.23	370.13
YoY		445.45%	157.95%	52.65%	36.85%	25.80%
毛利率		5.11%	2.44%	2.44%	2.44%	2.44%
占比		2.77%	5.23%	6.31%	6.48%	6.34%
热管理复合材料		25.78	41.76	44.36	54.15	70.45
YoY		-2.01%	61.99%	6.23%	22.07%	30.09%
毛利率		6.21%	7.59%	7.59%	7.59%	7.59%
占比		1.31%	1.55%	1.30%	1.19%	1.21%
其他业务		97.46	95.58	107.29	112.83	122.66
YoY		26.44%	-1.93%	12.26%	5.16%	8.71%
毛利率		14.72%	15.41%	15.41%	15.41%	15.41%
占比		4.95%	3.55%	3.15%	2.49%	2.10%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2 相对估值

我们选取晶华新材、长阳科技、激智科技作为可比公司，晶华新材、长阳科技、激智科技均是国内的膜材厂商，与公司业务较为相似。根据 Wind 一致预期，2026-2027 年可比公司

平均 PE 为 47 倍和 38 倍，公司平均 PE 为 41 和 25 倍，考虑到公司未来的增速高于行业平均，给予公司“买入”评级。

图70：可比公司估值

代码	简称	最新价 (元)	总市值(亿 元)	归母净利润(亿元)			归母净利润增速(%)			P/E(倍)		
				25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
603683.SH	晶华新材	32.78	94.93	0.84	1.12	1.40	48.7%	32.7%	25.2%	112.9	85.1	67.9
688299.SH	长阳科技	23.47	67.45	1.38	1.85	2.23	44.6%	33.7%	20.9%	48.9	36.6	30.2
300566.SZ	激智科技	19.54	51.54	2.40	2.90	3.40	66.2%	20.8%	17.2%	21.5	17.8	15.2
均值										61.1	46.5	37.8
300806.SZ	斯迪克	26.01	117.903	22.16	31.37	41.29	3852.2%	41.6%	31.6%	115.1	41.0	25.4

资料来源：Wind，浙商证券，可比公司数据来源 wind 一致预期，股价截至 2025 年 9 月 19 日

注：世华科技同为合适的可比公司，但由于 wind 中没有券商研究 2025 年以后的一致预期，故未将其列示于上表中

5.3 投资建议

斯迪克作为国内领先的功能性涂层复合材料供应商，自 2006 年成立以来，通过持续的技术积累和工艺改进，逐步实现了从普通保护材料到高端功能性薄膜材料的升级转型。公司于 2019 年在深交所上市后，进一步加速了向汽车、光伏、新能源等工业领域的渗透，并大规模布局 OCA 光学胶膜、PET 光学膜产线，实现了胶粘与薄膜业务的协同发展。尽管智能终端行业在 2017-2024 年间经历了衰退期，且疫情对设备进口、产品验证及客户推进带来了诸多挑战，但斯迪克依然保持了营收的持续增长。随着高附加值产品的占比提升，公司逐渐进入利润拐点成长期。

公司未来的成长驱动力在于：

- 1) 高端产品结构升级，打开价值增长空间。公司持续向高附加值产品转型，OCA 光学胶实现手机、折叠屏、VR/AR 等全场景覆盖，感光干膜、精密离型膜、热管理复合材料等新产品在消费电子、新能源汽车、半导体等领域快速放量，显著提升整体毛利率和盈利能力。
- 2) 全产业链垂直整合，构筑核心竞争壁垒。公司构建“PET 基膜—离型膜—胶水—功能涂层—检测”一体化产业链，实现关键材料自主可控。光学级 PET 基膜、离型膜、胶水自制率持续提升，有效降低成本、提升良率与交付响应速度，形成难以复制的技术护城河。
- 3) 嵌入式研发模式，深度绑定头部客户。公司推行“嵌入式”研发体系，前置参与终端客户产品设计与开发，与苹果、华为、特斯拉、三星等全球头部企业建立长期稳定合作关系。在国产替代趋势下，加速导入国内品牌供应链，客户粘性强，订单稳定性高。
- 4) 受益国产替代与供应链安全趋势。在全球贸易争端和产业链自主可控背景下，终端厂商积极寻求关键材料本土化替代。斯迪克凭借技术实力和稳定品质，成为电子胶膜、功能性薄膜等领域国产化核心供应商，市场份额持续提升。
- 5) 多领域需求共振，驱动业绩持续增长。受益于 AI 终端爆发、折叠屏手机高速增长、新能源汽车渗透率提升以及 PCB/MLCC 等电子产业复苏，公司产品在消费电子、智能汽车、半导体、光伏等多赛道实现协同放量，形成“多轮驱动”的可持续增长格局。

预计 2025-2027 年营收分别为 34.06、45.40、58.35 亿元，同比增长 26.57%、33.32%和 28.50%，对应净利润分别为 1.02 亿、2.87 亿、4.65 亿元，当下市值对应的 PE 分别为 115、41 和 25 倍，首次覆盖，给予买入评级。

6 风险提示

- 1、智能终端行业出货量再次进入下行周期：斯迪克的核心业务高度依赖消费电子产业链，尤其是智能手机、平板、笔记本电脑、可穿戴设备等智能终端对功能性胶膜和热管理材

料的需求。尽管 2024 年以来行业呈现复苏迹象，但终端市场受宏观经济、消费者换机周期延长、技术创新放缓等因素影响，仍存在周期性波动风险。若未来 AI 终端落地不及预期、全球经济疲软导致消费意愿下降，或技术迭代趋缓（如折叠屏渗透率提升乏力），智能终端出货量可能再度下滑。这将直接影响公司高附加值产品的放量节奏，导致产能利用率下降、营收增长承压，进而延缓公司从“收入增长”向“利润释放”的拐点进程。

- 2、关键客户导入与上量进度不及预期：终端客户对材料供应商的认证周期长、标准严苛，且通常采用“双源甚至多源”供应策略以保障供应链安全。若公司在新产品开发中关键技术指标未达客户要求，或量产过程中出现良率波动、交付延迟等问题，可能导致客户导入进度滞后或份额提升缓慢。此外，若竞品通过价格战或技术绑定抢占先机，公司可能错失关键窗口期，影响未来 3-5 年的增长曲线。尤其在 OCA 光学胶、感光干膜等高壁垒领域，客户切换成本高，一旦未能及时切入，后续替代难度将显著加大。
- 3、关键材料与技术受海外竞对恶性竞争或贸易政策限制：部分海外企业可能通过专利诉讼、技术封锁、低价倾销等方式进行市场压制，增加公司海外拓展与客户导入的不确定性。更值得关注的是，若中美科技摩擦升级，相关功能性材料被纳入出口管制或加征关税清单，可能影响公司进口高端设备、关键原材料（如特种树脂、功能性助剂）的供应链稳定性。同时，若公司产品出口至欧美市场遭遇反倾销调查或技术壁垒限制，将对公司国际化战略和盈利能力构成挑战。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,529	3,236	4,033	4,864
现金	195	445	337	326
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,383	1,607	2,166	2,724
其它应收款	15	19	26	33
预付账款	60	85	108	129
存货	748	964	1,269	1,528
其他	129	117	128	124
非流动资产	5,111	5,674	5,328	5,010
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	114	86	97	99
固定资产	4,389	4,996	4,703	4,403
无形资产	174	165	156	147
在建工程	168	134	107	86
其他	266	293	264	275
资产总计	7,640	8,910	9,361	9,874
流动负债	2,694	3,934	4,068	4,100
短期借款	1,304	2,295	2,077	1,903
应付款项	675	945	1,174	1,431
预收账款	0	0	0	0
其他	715	694	818	766
非流动负债	2,729	2,621	2,651	2,667
长期借款	1,923	1,923	1,923	1,923
其他	806	698	728	744
负债合计	5,422	6,555	6,719	6,767
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	2,217	2,355	2,642	3,107
负债和股东权益	7,640	8,910	9,361	9,874

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	90	301	278	475
净利润	53	102	287	465
折旧摊销	365	309	336	338
财务费用	106	232	251	242
投资损失	8	2	(2)	(4)
营运资金变动	(202)	(109)	(358)	(394)
其它	(240)	(235)	(235)	(171)
投资活动现金流	(301)	(838)	(18)	(7)
资本支出	(13)	(876)	(10)	(10)
长期投资	(34)	36	(13)	(4)
其他	(254)	1	5	7
筹资活动现金流	56	787	(369)	(480)
短期借款	406	991	(218)	(174)
长期借款	25	0	0	0
其他	(375)	(204)	(151)	(306)
现金净增加额	(155)	250	(108)	(11)

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,691	3,406	4,540	5,835
营业成本	2,029	2,465	3,129	3,935
营业税金及附加	25	32	43	55
营业费用	85	110	152	189
管理费用	167	208	277	356
研发费用	240	304	405	521
财务费用	106	232	251	242
资产减值损失	101	13	41	98
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(8)	(2)	2	4
其他经营收益	104	65	75	81
营业利润	34	106	320	525
营业外收支	3	3	3	3
利润总额	37	109	323	528
所得税	(16)	7	36	63
净利润	53	102	287	465
少数股东损益	(2)	0	0	0
归属母公司净利润	55	102	287	465
EBITDA	580	652	911	1,109
EPS (最新摊薄)	0.12	0.23	0.63	1.02

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	36.68%	26.57%	33.32%	28.50%
营业利润	-66.73%	211.15%	202.30%	64.18%
归属母公司净利润	-51.54%	86.67%	180.48%	61.69%
获利能力				
毛利率	24.60%	27.61%	31.08%	32.56%
净利率	1.97%	3.01%	6.33%	7.96%
ROE	2.50%	4.48%	11.50%	16.16%
ROIC	5.04%	4.50%	6.98%	8.96%
偿债能力				
资产负债率	70.98%	73.57%	71.77%	68.53%
净负债比率	69.85%	72.78%	69.24%	65.24%
流动比率	0.94	0.82	0.99	1.19
速动比率	0.66	0.58	0.68	0.81
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.41	0.50	0.61
应收账款周转率	2.63	2.53	2.63	2.57
应付账款周转率	3.80	3.68	3.72	3.68
每股指标(元)				
每股收益	0.12	0.23	0.63	1.02
每股经营现金	0.20	0.66	0.61	1.05
每股净资产	4.89	5.19	5.83	6.85
估值比率				
P/E	214.83	115.08	41.03	25.38
P/B	5.32	5.01	4.46	3.80
EV/EBITDA	16.45	24.78	17.73	14.36

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>