

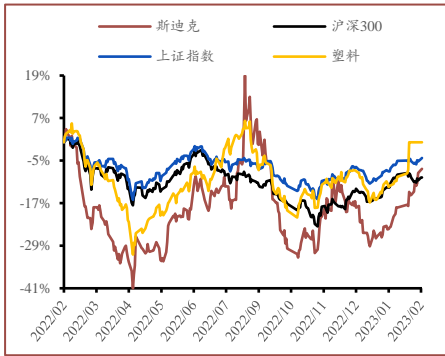
胶&膜自制协同发展，多个领域顺利导入

■ 证券研究报告

投资评级:增持(首次)
基本数据
2023-02-14

收盘价(元)	29.59
流通股本(亿股)	1.71
每股净资产(元)	5.47
总股本(亿股)	3.24

最近 12 月市场表现


分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

相关报告
核心观点

- ❖ **国内 OCA 领军企业，传统领域需求回升、替代空间广阔：**OCA 光学胶主要用于触摸屏材料粘合，其中成熟领域主要包括智能手机、平板电脑等，受疫情和通货膨胀等因素影响，2022 年整体需求下滑，预计 2023 年需求将企稳回升；新兴领域主要包括可穿戴&车载设备等，受益于技术和消费升级，相关领域需求持续增长，预计到 2025 年全球 OCA 光学胶市场规模有望超 100 亿。但 OCA 供给端集中度高，3M 和三菱 MPI 分别占据大部分终端市场和白牌返修市场。公司是国内 OCA 领军企业，凭借较高的质量切入部分终端市场和白牌返修市场，国产替代空间广阔。公司现有产能 2600 万平方米，在建 2600 万平方米，新建产能放量在即，业绩有望高速增长。
- ❖ **胶&膜导入 VR 和新能源等新兴领域，新需求打造新增量：**公司在扩建 OCA 光学胶产能的同时还加强了与下游客户合作开发定制产品的能力，可根据下游不同需求开发出适用于不同应用场景的产品。VR 设备的技术升级，促进了对 OCA 要求的提高，公司强化与下游客户合作，成功开发出可用于 Face Book 等头部企业的产品。在 VR 设备需求量增长的趋势下，未来用于 VR 的光学胶单位面积价值量将有所提高。另外，公司还将多款电芯胶带类产品导入新能源产业，现已经成为特斯拉电芯胶带的一级供应商，且凭借着优秀的产品质量，公司未来有望将更多的胶膜产品导入锂电产业链中，搭乘新能源快车加速发展。
- ❖ **功能性薄膜深度布局，高端化&一体化双线并行：**公司在原有业务基础上升级功能膜生产技术，规划建设精密离型膜项目，目前部分产能已经建成投产，产品由中低端应用逐步向高端领域渗透，其中 OCA 离型膜可用作自产 OCA 光学胶的原料；MLCC 离型膜以及偏光片离型膜可用于外售，由于高端离型膜进口依赖度较高，因此公司可率先实现国产替代，切入高端领域后产品单位价值量提升，业务增量显著。另外，公司还规划了合计 7.5 万吨/年 PET 光学膜（其中建成产能 2.5 万吨/年、在建产能 5 万吨/年），以为自产离型膜提供生产原料为主；同时布局了年产 23 万平方米的 PVD 磁控溅射项目，储备技术，未来有望快速切入 PET 铜箔供应体系。
- ❖ **投资建议：**公司是国内 OCA 光学胶领军企业，主要原料中胶&膜自制能力强，毛利率行业领先；功能膜材料布局丰富，且高端化&一体化布局已见成效；胶&膜多个产品导入 VR 和新能源行业，成长空间较大。综合考虑，我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 22.18/28.23/34.58 亿元，归母净利润 2.30/3.78/5.52 亿元。对应 PE 分别为 41.75/25.37/17.38 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**市场竞争加剧风险；下游需求不及预期风险；OCA 业务投产不及预期风险

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1539	1984	2218	2823	3458
收入增长率 (%)	7.45	28.89	11.78	27.26	22.50
归母净利润(百万元)	182	210	230	378	552
净利润增长率 (%)	63.34	15.59	9.38	64.55	45.97
EPS (元/股)	0.97	1.11	0.71	1.17	1.70
PE	53.61	53.15	41.75	25.37	17.38
ROE (%)	14.42	14.08	13.60	18.29	21.07
PB	4.90	7.52	5.68	4.64	3.66

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1	膜&胶自制协同发展，一体化加速国产替代	6
1.1	国内领先的功能膜材料和粘胶材料供应商	6
1.2	公司业绩持续上涨，新一轮产品扩张拉开序幕	7
1.3	股权结构稳定，股权激励彰显信心	9
2	OCA 国内先行者，多领域推动高需求	10
2.1	行业：手机平板需求复苏，可穿戴&车载设备快速发展	10
2.2	公司：产品质量国内领先，膜&胶自制巩固优势	15
2.3	VR 设备&新能源打造新增量	17
3	功能性薄膜深度布局，高端化&一体化双线并行	19
3.1	突破精密离型膜，推进产品高端化	19
3.2	自产基膜提高一体化，PET 铜箔打造新增量	23
4	盈利预测	25
5	风险提示	26

图表目录

图 1.	公司发展历程	6
图 2.	公司主要产品分类	7
图 3.	公司历史营业收入中各业务占比情况	8
图 4.	公司历史毛利中各业务占比情况	8
图 5.	公司营业总收入变化情况（单位：百万元）	8
图 6.	公司归母净利润变化情况（单位：百万元）	8
图 7.	公司费用率相对稳定	9
图 8.	公司研发支出水平较高	9
图 9.	董事长夫妇为公司的实际控制人	9
图 10.	OCA 光学胶结构	10
图 11.	OCA 光学胶分类	10
图 12.	智能手机和平板电脑是 OCA 的主要消费领域	11
图 13.	智能手机和平板电脑出货基数大（单位：百万台）	11
图 14.	全球 OCA 光学胶市场规模及增速（单位：亿美元）	11

图 15. 中国 OCA 光学胶市场规模及增速 (单位: 亿元)	11
图 16. OCA 光学胶产业链构成.....	12
图 17. 全球智能手机出货量及预测值 (单位: 亿部)	12
图 18. 折叠屏手机出货量逐年上涨 (单位: 万部)	12
图 19. 全球平板电脑出货量及预测 (单位: 亿部)	13
图 20. 全球笔记本电脑出货量及预测 (单位: 亿台)	13
图 21. 全球 VR 头戴设备出货量 (万台)	13
图 22. 全球智能手表出货量 (亿部)	13
图 23. 车载显示面板出货量 (亿片)	14
图 24. OCA 光学胶需求预测 (单位: 万平方米)	14
图 25. 全球范围内 OCA 竞争格局.....	15
图 26. 公司 OCA 光学胶一体化布局.....	17
图 27. 公司 OCA 毛利率水平较高.....	17
图 28. 经典 Pancake 光学系统中的偏振状态	17
图 29. 锂电池终止胶带.....	18
图 30. 全球锂离子电池高速发展 (单位: GWh)	18
图 31. MLCC 结构示意图	20
图 32. MLCC 器件下游应用领域结构	20
图 33. 智能手机的 MLCC 平均用量 (个/部)	20
图 34. 我国 5G 手机出货占比快速增长 (单位: 亿部)	20
图 35. 不同动力汽车 MLCC 平均用量 (个/辆车)	21
图 36. 新能源汽车渗透率加速提升 (单位: 万辆)	21
图 37. 4G 和 5G 基站平均 MLCC 用量 (单位: 个/台)	21
图 38. 中国 5G 基站建设占比逐年提升 (单位: 万个)	21
图 39. 全球 MLCC 市场规模及预测 (亿元)	22
图 40. 我国 MLCC 呈现高端进口、低端出口的格局.....	22
图 41. 偏光片结构示意图.....	23
图 42. 面板出货量整体呈现上涨趋势 (单位: 百万片)	23
图 43. 公司布局胶&膜原料, 一体化程度高	23
图 44. PET 膜占功能性薄膜材料原料成本高 (单位: 万元)	23
图 45. 我国复合铜箔行业市场规模预测 (亿元)	24
图 46. 复合铜箔生产工艺流程图.....	25

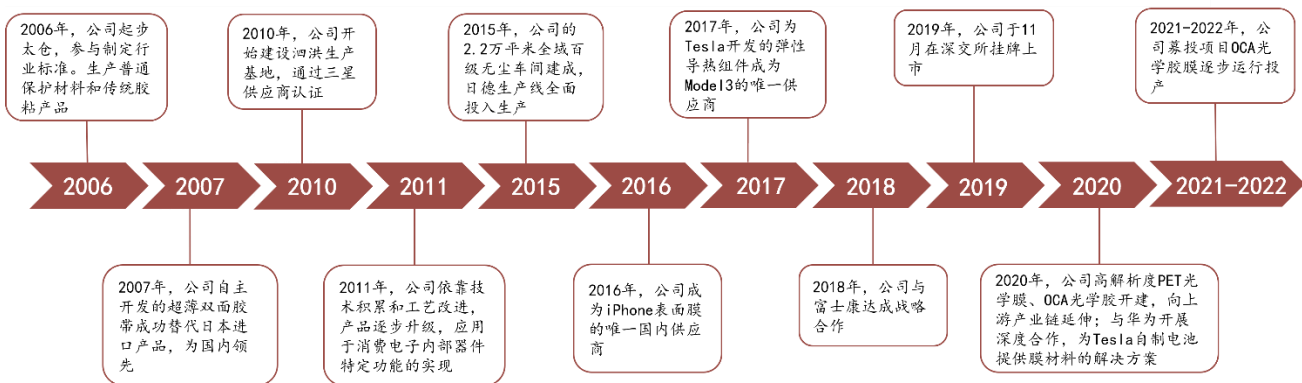
表 1. 公司重要在建项目汇总.....	9
表 2. 公司股权激励计划.....	10
表 3. 公司部分通过认证的产品.....	15
表 4. 公司 OCA 产品质量国内领先.....	16
表 5. OCA 光学胶的分类及性能对比.....	16
表 6. 公司主要的功能薄膜材料种类及产品用途.....	19
表 7. 公司功能性薄膜材料中精密离型膜产品名称及用途.....	19
表 8. 传统铜箔和复合铜箔对比.....	24
表 9. 公司主营业务及预测（单位：百万元）.....	26
表 10. 可比公司估值.....	26

1 膜&胶自制协同发展，一体化加速国产替代

1.1 国内领先的功能膜材料和胶粘材料供应商

公司成立于2006年，全称为“江苏斯迪克新材料科技股份有限公司”，是国内领先的功能性涂层复合材料供应商。公司以普通保护材料和胶粘产品起家，并在后续的发展中逐步提升技术，拥有了生产先进功能膜材料的能力，产品先后通过了三星、苹果、特斯拉等多家龙头公司的验证、并成为其供应商。同时公司长期积累光学胶生产技术，2019年规划建设三条OCA光学胶膜产线、公司于同年11月登陆深交所。2021-2022年，公司募投的OCA项目逐步运行，进一步提高了公司胶粘材料的供应水平。凭借着高水平的胶水自制能力、产业链垂直整合能力、高投入的“嵌入式”研发体系以及对复杂涂布工艺技术的经验积累，公司已与多家国内外知名企业建立了稳定的合作关系，是国内少数在高分子材料聚合、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具有领先优势的高新技术企业。

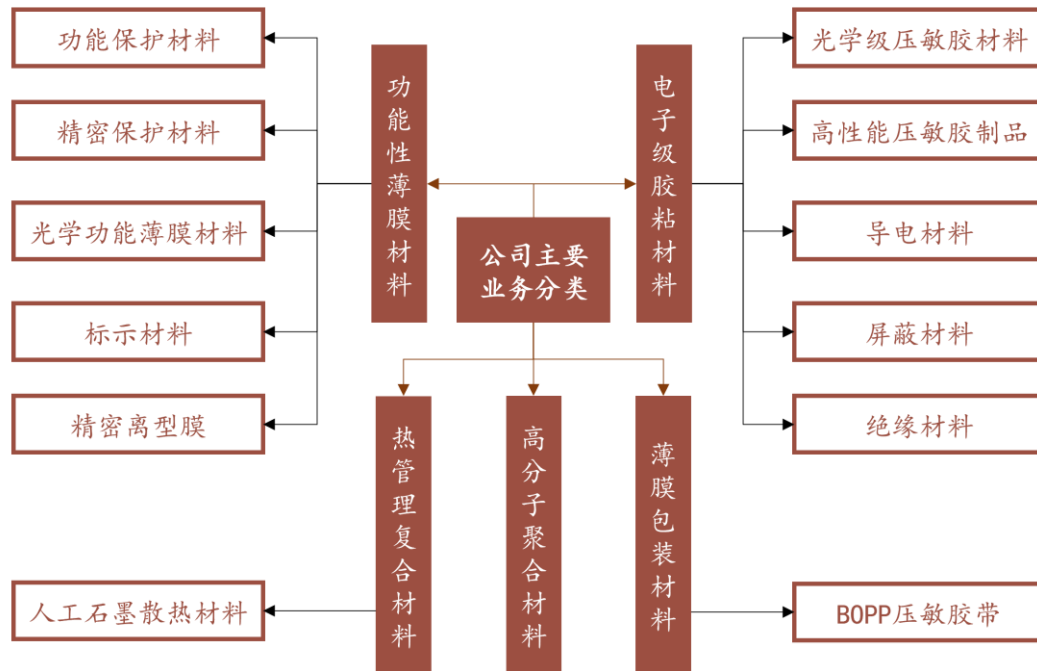
图1.公司发展历程



数据来源：公司官网，财通证券研究所

功能性薄膜材料和电子级胶粘材料成为公司主要业务板块，成长空间较大。经过多年的发展和积累，公司形成了以功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料、薄膜包装材料和高分子聚合材料五大类为主的产品格局，主要应用于消费电子、新型显示、新能源汽车、家用电器、陶瓷电容等重点领域，布局面向全球，销售网络国际化。其中，公司的多款功能膜材料以及电子级胶粘材料已经实现国产替代，有效的弥补了国产材料的供给缺口，两项业务已经成为了公司最主要的盈利板块。公司凭借优秀的研发、生产及快速的市场响应能力，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，与富士康、特斯拉、Facebook、领益、伯恩、华为、苹果等多家国内外知名企业建立了长期稳定的合作关系，未来拥有较大的成长空间。

图2.公司主要产品分类



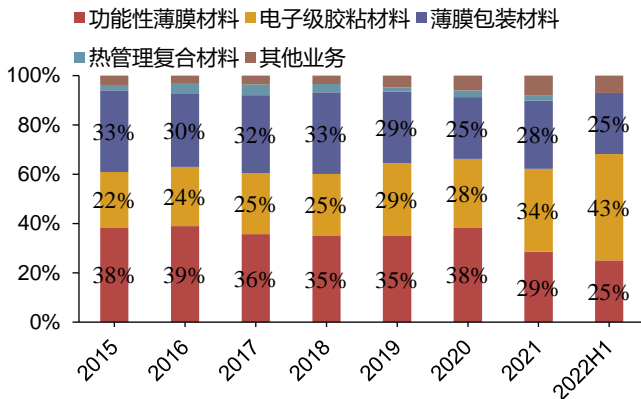
数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2 公司业绩持续上涨，新一轮产品扩张拉开序幕

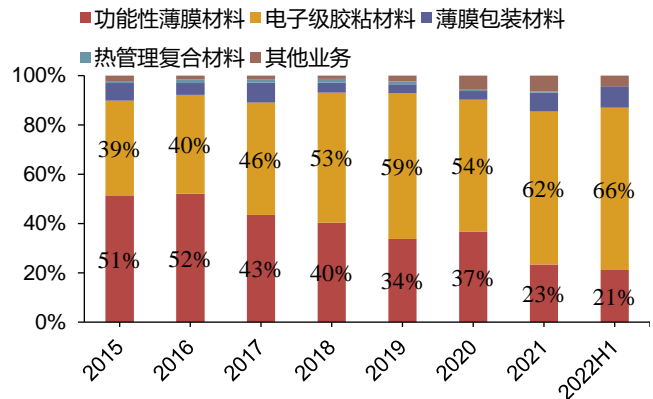
电子级胶粘材料逐步成为公司第一大盈利业务。公司经营可分为三个主要阶段：**2016年之前**，公司以生产普通保护材料和传统胶粘产品为主，因此薄膜包装材料和功能性薄膜材料一直是最主要的营收板块，合计占比约70%，同时公司发展胶粘材料，营收占比约23%。但是由于包装材料的应用领域偏向中低端，盈利能力有限，因此毛利以功能膜和胶粘材料为主，分别占比约50%和40%。

2017-2020年之间，公司丰富功能薄膜材料种类、提升产品品质，由中低端逐步切入高端领域；同时公司自建的胶水产能提高胶水自供比例，因此虽然该阶段各业务营收占比变化较小，但胶粘材料的利润占比有所增加，提升至约55%，成为公司第一大利润来源板块。

2021年至今，公司于2019年募投的三条OCA光学胶膜项目逐步落地投产，同时于2020年又募资规划了三条产线，合计名义产能约5200万平方米；另外公司还规划了合计11万吨/年的聚丙烯酸酯压敏胶，在逐步向上游产业链布局的过程中进一步提高自己的胶水自供能力。因此在这一阶段，胶粘材料营收占比超过功能薄膜，成为公司第一大营收板块；同时利润占比提升至约66%，未来随着新项目的逐步投产，胶粘材料占比有望进一步提升。在此期间，公司持续更新薄膜包装材料生产工艺，其毛利率水平显著提升。

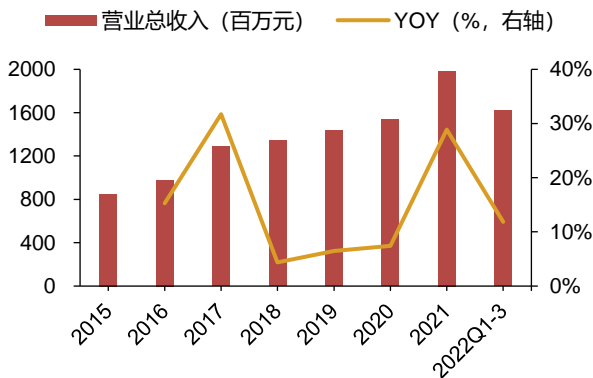
图3.公司历史营业收入中各业务占比情况


数据来源: wind, 公司公告, 财通证券研究所

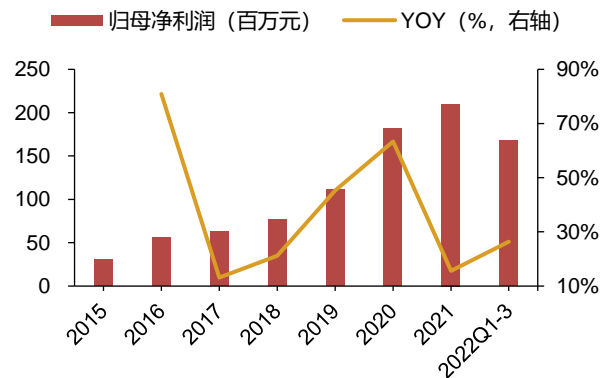
图4.公司历史毛利中各业务占比情况


数据来源: wind, 公司公告, 财通证券研究所

公司的营业收入和净利润逐年增长, OCA 成为重要增长点。公司大力研发新技术、持续建设新项目, 丰富产品格局, 提高产品品质, 营业收入持续走高, 其中有两个重要时间节点。2017年, 受益于功能性薄膜、胶粘材料、包装材料等产能落地及利用率提升, 公司当期营收出现较大幅度增长; 2021年, 公司的募投项目、三条OCA光学胶膜产能逐步落地, 带动公司当期营收和利润上涨, 且2021-2022年的利润水平明显提升, 2022年归母净利润有望再创新高。(公司2020年利润涨幅较大主要系当期公司收到合计约1.26亿元的政府补贴, 其中约1.08亿元直接计入当期损益)。

图5.公司营业总收入变化情况 (单位: 百万元)


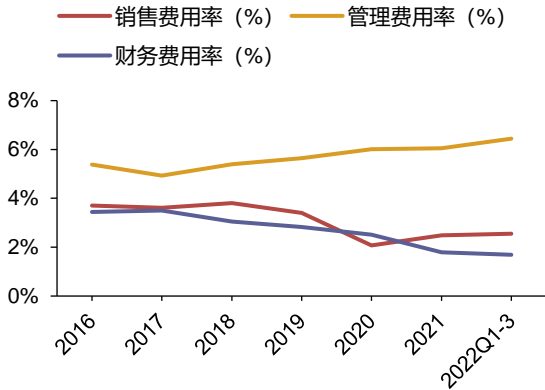
数据来源: wind, 公司公告, 财通证券研究所

图6.公司归母净利润变化情况 (单位: 百万元)


数据来源: wind, 公司公告, 财通证券研究所

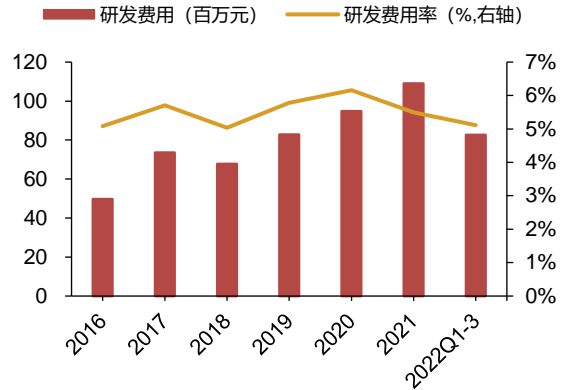
公司由研发驱动发展, 高新技术推动新项目建设。公司产品以直销为主、经销为辅, 经营模式成熟, 因此近几年来公司整体的费用率比较稳定, 保持在11%左右。由于公司产品下游主要集中在消费电子、汽车等领域, 技术迭代快、更新要求高, 因此公司研发支出水平较高, 依托技术创新带动公司发展, 2021年研发费用超过1亿元, 研发费用率约6%。2020-2021年是公司新一轮集中资本开支建设新项目时期, 包括OCA光学胶膜、离型膜、偏光片保护膜、PET光学膜等, 进一步向上游产业链延伸, 强化自身一体化布局优势。

图7.公司费用率相对稳定



数据来源: wind, 公司公告, 财通证券研究所

图8.公司研发支出水平较高



数据来源: wind, 公司公告, 财通证券研究所

表1.公司重要在建项目汇总

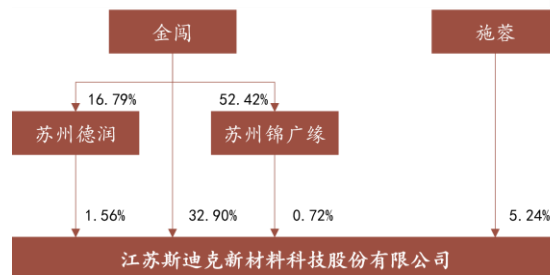
项目名称	项目内容	投资额 (亿元)	建设进度
1 OCA 涂布线技术改造项目	年产 2600 万平方米 OCA 光学胶	2.8	92%
2 精密离型膜涂布项目	年产精密离型膜 15396 万平方米	5.0	70%
3 功能性胶带项目	年产功能性胶带 18600 万平方米	3.4	7%
4 供胶系统技术改造项目	年产乳液型聚丙烯酸酯压敏胶 8 万吨 年产溶剂型聚丙烯酸酯压敏胶 3 万吨	1.8	88%
5 偏光片保护膜项目	年产偏光片保护膜 1.7 亿平方米	4.1	46%
6 PET 项目 2 号线	年产 2.5 万吨功能性 PET 光学膜	2.8	27%
7 PET 项目 3 号线	年产 2.5 万吨功能性 PET 光学膜	3.8	28%
8 BOPP 胶带涂布线技术改造项目	年产 60000 吨 BOPP 胶带	0.7	30%

数据来源: 公司公告, 财通证券研究所 (项目建设进度以 2022 年中报为准)

1.3 股权结构稳定, 股权激励彰显信心

董事长夫妇是公司的实际控制人。公司股权结构稳定, 自上市以来金闯先生任职公司董事长和总经理、施蓉女士任职公司董事, 另外苏州德润和苏州锦广缘二家公司为员工持股平台, 分别持有斯迪克部分股权。董事长夫妇直接和间接合计持股斯迪克约 38.78%, 是公司的实际控制人, 持股情况清晰。

图9.董事长夫妇为公司的实际控制人



数据来源: 公司公告, 企查查, 财通证券研究所 (截止到 2023 年 2 月 14 日)

股权激励考核目标较高，彰显公司对业绩增长的信心。2021年7月，公司发布股权激励计划，拟授予限制性股票数量216.75万股，占激励计划公告时总股本的1.14%。此次激励计划以2020年净利润为基数，未来五年增长率分别不低于80%/150%/250%/400%/600%，彰显公司对于长期业绩增长的信心。其中公司2021年扣非净利润(剔除本次及其他股权激励计划股份支付费用影响)约为2.00亿元，同比增长81.44%，顺利完成考核目标。

表2.公司股权激励计划

归属期（首次授予的限制性股票）	业绩考核目标	归属比例
第一个归属期	以2020年净利润为基数，公司2021年净利润增长率不低于80%	20%
第二个归属期	以2020年净利润为基数，公司2022年净利润增长率不低于150%	20%
第三个归属期	以2020年净利润为基数，公司2023年净利润增长率不低于250%	20%
第四个归属期	以2020年净利润为基数，公司2024年净利润增长率不低于400%	20%
第五个归属期	以2020年净利润为基数，公司2025年净利润增长率不低于600%	20%

数据来源：wind，公司公告，财通证券研究所（注：“净利润”、“净利润增长率”指标均以归属于上市公司股东的扣除非经常损益后的净利润，并剔除本次及其他股权激励计划股份支付费用影响的数值作为计算依据。）

2 OCA 国内先行者，多领域推动高需求

2.1 行业：手机平板需求复苏，可穿戴&车载设备快速发展

OCA 光学胶主要用于触摸屏上的材料粘合。OCA 光学胶是一种用于胶结透明光学元件的特种粘胶剂，属于压敏胶的一类，通常是指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膜的双面贴合产品。OCA 光学胶作为触摸屏的重要原材料之一，主要用于触摸屏上的材料粘合，如智能手机、平板电脑等拥有触屏功能的电子产品，因此要求其具有无色透明、较高的光透过率、胶结强度良好、可在室温或中温下固化、且固化收缩小等优点。

OCA 光学胶可分为电阻式和电容式两大类，电阻式的光学胶按厚度不同可分为25 μ m和50 μ m，电容式的光学胶可分为100 μ m，175 μ m，200 μ m，250 μ m，按照厚度不同可分别用于不同领域，如电子纸、透明器件粘结、投影屏组装等。

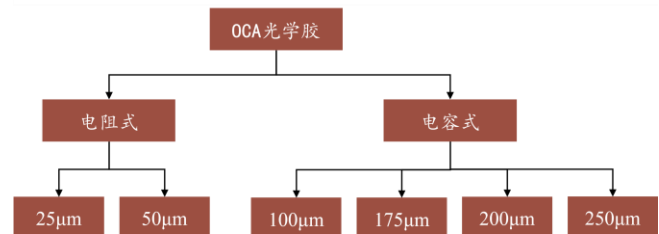
图10.OCA 光学胶结构

结构/Structure



数据来源：新纶新材官网，财通证券研究所

图11.OCA 光学胶分类

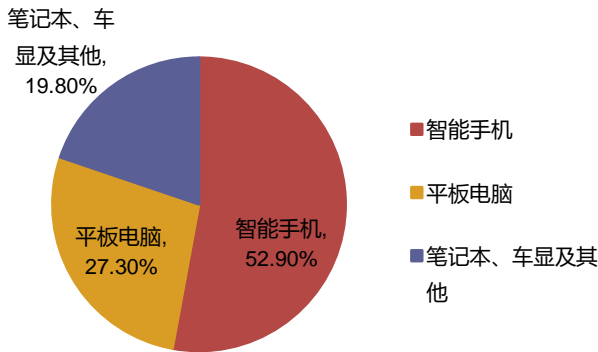


数据来源：盖德化工网，财通证券研究所

OCA 胶应用以智能手机和平板电脑为主，出货量基数较大。2021年我国OCA光学胶主要消费领域为智能手机、平板电脑、笔记本及车显等，其中前两者占据约

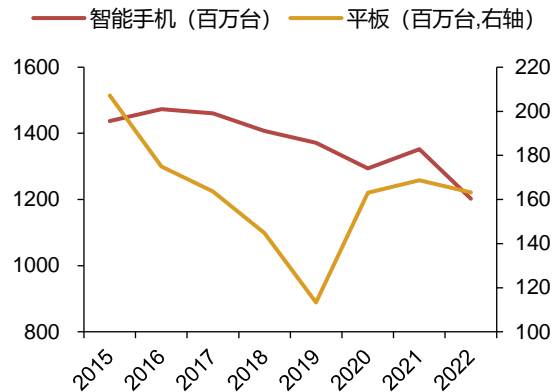
80%的需求。2015年开始,全球市场消费电子产品发展更加成熟,需求接近饱和,手机和平板的出货量整体呈现下降趋势。随着5G的推出,2019-2021年全球迎来新一轮换机潮,二者出货量均有一定程度的回升;2022年受疫情及通胀等多重因素影响,出货量有所下滑。

图12.智能手机和平板电脑是OCA的主要消费领域



数据来源:华经产业研究院,财通证券研究所

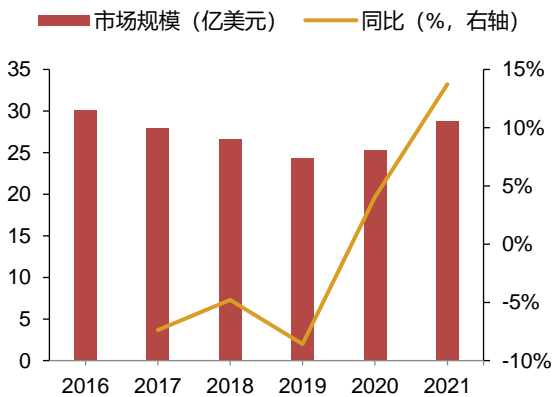
图13.智能手机和平板电脑出货基数大(单位:百万台)



数据来源:wind,财通证券研究所(2022年数据为1-12月)

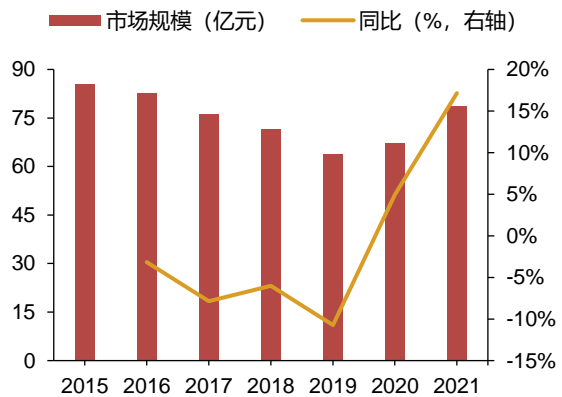
OCA 光学胶受益于电子产品出货回升及柔性显示等新兴需求的出现。近年来全球OCA光学胶市场规模呈现出先下降后上升的趋势,与智能手机和平板电脑出货量增减趋势基本同步;另外,随着触摸屏设备需求的扩大,尤其是柔性显示产业的发展成为新的增长点,推动OCA光学胶市场需求增长,其中2021年全球OCA光学胶市场规模达29亿美元,同比增长13.73%;2021年我国市场规模约为78.63亿元,同比增长17.15%。

图14.全球OCA光学胶市场规模及增速(单位:亿美元)



数据来源:华经产业研究院,财通证券研究所

图15.中国OCA光学胶市场规模及增速(单位:亿元)

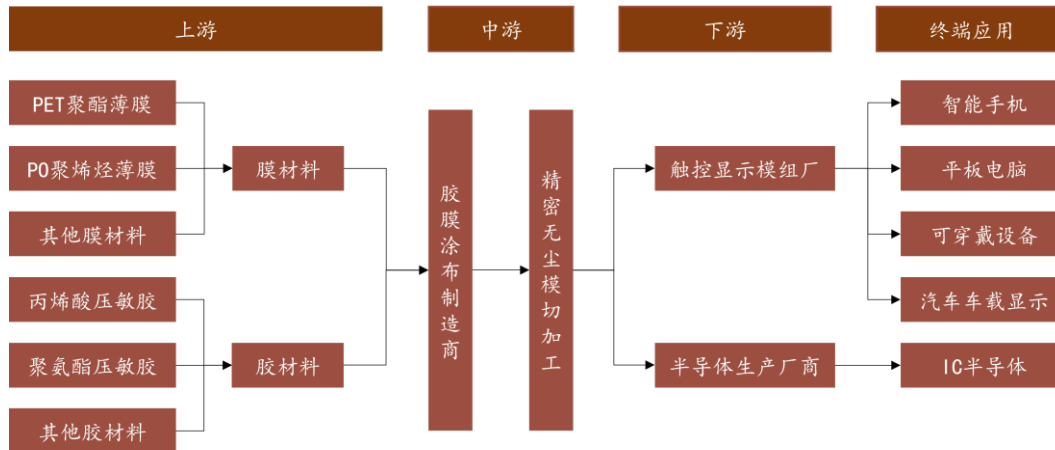


数据来源:华经产业研究院,财通证券研究所

OCA 光学胶产业链构成: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;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,主要

为触控显示模组厂商，包括智能手机、平板电脑、可穿戴设备、车载显示等部分零件，如面板、偏光板、触摸屏、电子纸及光学镜头等，各类产品发展趋势有所不同；同时也可用于生产部分半导体产品，但占比相对较小。

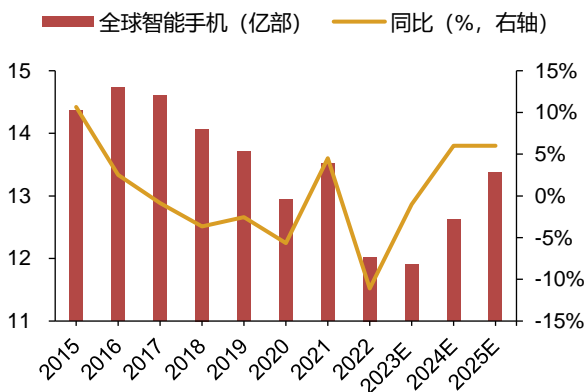
图16.OCA 光学胶产业链构成



数据来源：观研报告，财通证券研究所

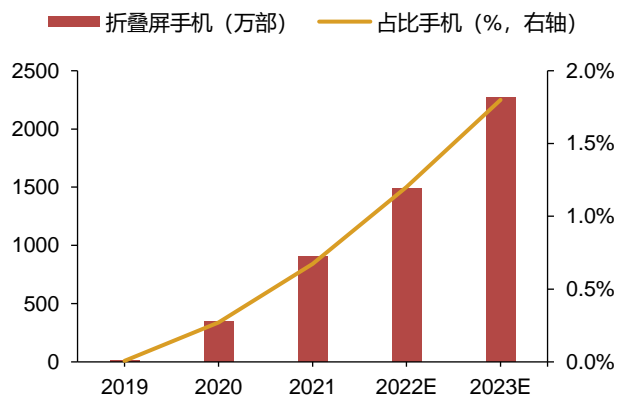
智能手机：OCA 应用主力军，折叠屏手机提升产品价值。智能手机作为一种相对刚性的电子消费品，是目前 OCA 最大的消费领域。但受疫情等多方面因素的影响，2022 年全球智能手机出货量同比下滑约 11%、且 Strategy Analytics 预计出货量下行轨迹将持续到 2023 年，同时 Strategy Analytics 还预测智能手机市场从 2024 年开始出现反弹，到 2025 年全球智能手机市场有望恢复到疫情前水平。受益于此，OCA 需求也将迎来拐点。另外，**折叠屏手机**因为显示面积变大，所需的 OCA 面积相比一般手机有大幅提升；且折叠屏折弯次数需达到几十万次以上，因此对 OCA 的耐弯及可靠性要求提高、在开合过程中 OCA 还需要保持流动性且不能脱落，因此单台折叠手机所需的 OCA 价值量高于普通手机。

图17.全球智能手机出货量及预测值（单位：亿部）



数据来源：wind, IDC, CINNO Research, Strategy Analytics, 财通证券研究所

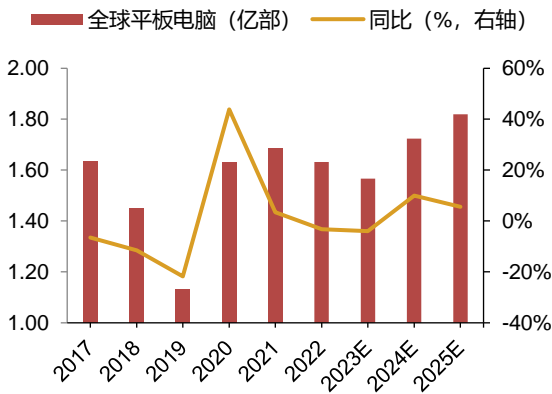
图18.折叠屏手机出货量逐年上涨（单位：万部）



数据来源：Counterpoint, Strategy analytics, 财通证券研究所

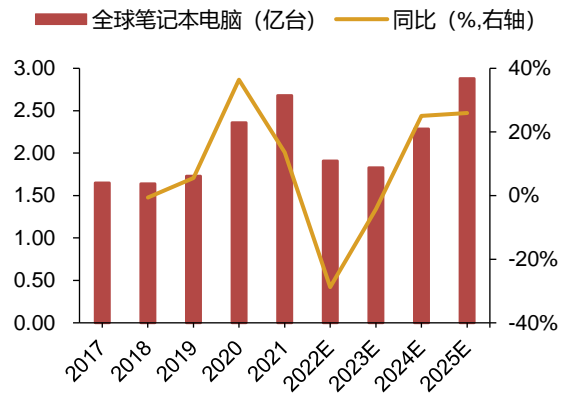
平板电脑：OCA 需求第二大应用领域，需求有望开始恢复增长。平板电脑是智能手机以外的第二大 OCA 光学胶膜应用领域，2021 年消费占比约 27%。但是受消费电子整体需求疲软影响，2022 年全年出货量同比下滑至 1.63 亿部，且下行轨迹或将延续到 2023 年。根据 Canalys 的预测，到 2025 年平板电脑出货量有望达到 1.82 亿台，增速较快。另外，目前部分笔记本电脑也拥有触屏功能，使用方法类似于平板电脑。随着笔记本电脑的总量增长以及触控笔记本电脑的占比提升，未来该领域对光学胶的需求或将持续增长。

图19.全球平板电脑出货量及预测（单位：亿部）



数据来源：wind, Canalys, Strategy Analytics, 财通证券研究所

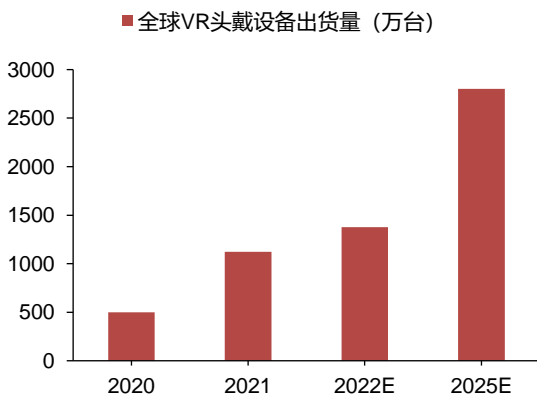
图20.全球笔记本电脑出货量及预测（单位：亿台）



数据来源：Canalys, DIGITIMES Research, 财通证券研究所

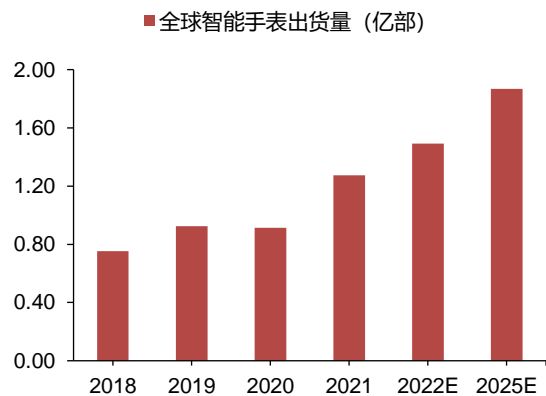
穿戴设备：新领域带来新需求，高成长打造高空间。目前在手机、平板电脑等传统消费电子出货量下滑的情况下，可穿戴设备的销量保持快速增长，其中 VR 设备、智能手表发展较快，或将成为带动 OCA 需求增长的重要产品。**VR 头戴设备**属于近几年新兴消费品，根据 IDC 预测，全球出货量到 2025 年有望增长至 2800 万台，复合增速约 27%，增长较快。另外随着**智能手表**的续航、功能逐步完善，其出货量逐年走高。根据 Strategy Analytics 预测，2022 年全年将以 17% 的速度增长，未来有望保持 10% 的年复合增速增长。

图21.全球 VR 头戴设备出货量（万台）



数据来源：IDC, Wellaenn XR, 财通证券研究所

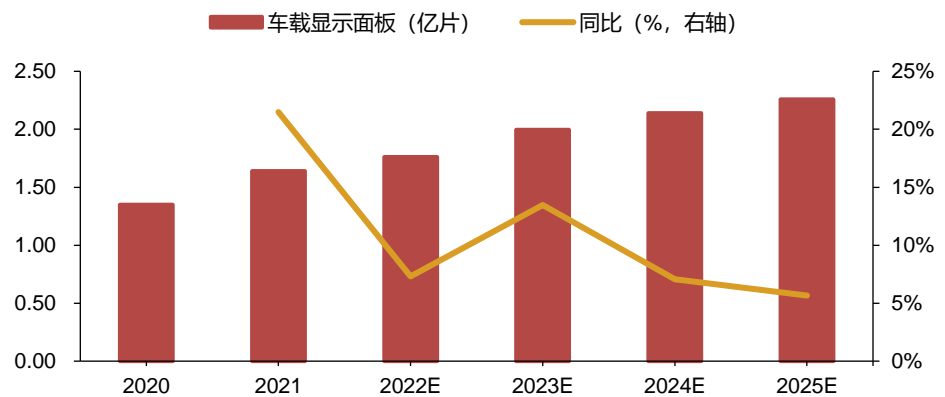
图22.全球智能手表出货量（亿部）



数据来源：Strategy Analytics, 康菲特, 财通证券研究所

汽车显示：大屏化、多屏化、联屏化趋势推动车显增长。车载显示作为智能座舱终端系统，帮助实现人车交互智能体验，随着汽车整体智能化和电动化的推进，HUD、液晶仪表盘和液晶中控等扩大应用，全球车载显示面板快速扩张。根据 Sigmaintell 数据，2021 年全球出货量超 1.6 亿片、全球汽车销量在 8000 万辆以上，单车搭载率约 2 片；预计 2022 年全球出货量 1.76 亿片，同比增长约 7%，单车搭载率约 2.2 片。随着面板多屏化趋势发展，三屏和四屏渗透率持续增长，预计 2025 年车载显示面板出货量有望达 2.26 亿片。

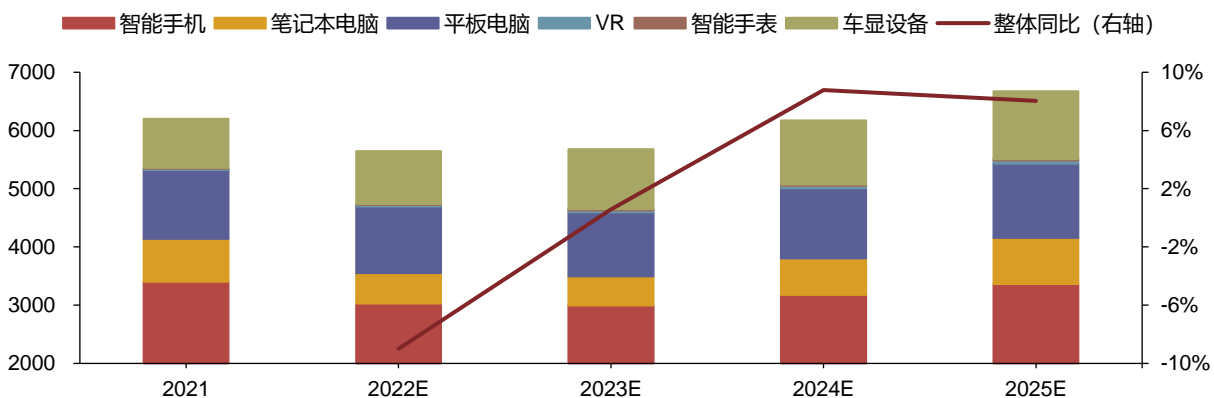
图23.车载显示面板出货量（亿片）



数据来源：Sigmaintell，财通证券研究所

OCA 光学胶整体需求有望恢复增长。根据消费电子中的不同种类出货量趋势、以及单部设备面积和 OCA 需求层数，我们对 OCA 总需求量进行了预测。受疫情和通货膨胀等因素影响，越来越多的品牌下调成熟电子产品（如智能手机、笔记本电脑等）出货目标，清库存成为销售渠道的共同主题；同时可穿戴设备、车显设备等新兴领域的需求持续增长。因此综合考虑，预计 OCA 光学胶 2022 年出货量将有所下降、2023 年基本持平、并将于 2024 年开始回升，2025 年需求约 7000 万平方米、市场规模超 100 亿元。

图24.OCA 光学胶需求预测（单位：万平方米）

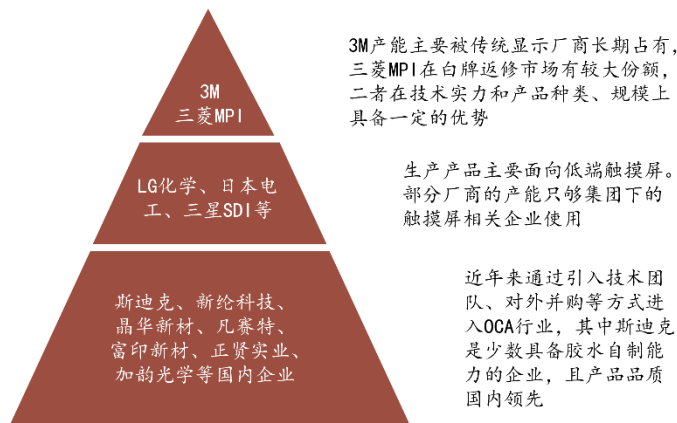


数据来源：wind, IDC, CINNO Research, Strategy Analytics, Counterpoint, Canals, DIGITIMES Research, WellaennXR, Sigmaintell, JW Insights, 财通证券研究所

2.2 公司：产品质量国内领先，膜&胶自制巩固优势

OCA 光学胶国际公司领先，进口依赖度高。OCA 胶供应厂商大体分为三个梯队，其中 3M 和三菱 MPI 属于第一梯队，二者分别占据了传统显示厂商和白牌返修市场较大份额，优势显著。第二梯队中：LG 化学和日本电工等占据了中低端触摸屏，多是给自家集团下的企业供货，目前我国使用的多数 OCA 是来自于国外进口，国产化率较低。第三梯队中：我国相关企业通过对外并购、引入相关人才等方式进入 OCA 赛道，其中斯迪克发展较快，凭借自身产品的优秀品质，实现了对国内外部分终端品牌的突破；同时逐步向上游产业链延伸，借助成本优势率先切入有降本需求的返修市场和白牌市场。

图25.全球范围内 OCA 竞争格局



数据来源：公司招股书，财通证券研究所

公司 OCA 产能翻倍，相关产品导入下游已见成效。通过多年的技术积累，凭借自身相对优秀的产品质量以及一体化布局打造成本优势，公司的压敏胶等产品已经通过了华为、苹果、中兴等多家大型客户的验证周期，并为其稳定供货。目前公司已建成 2600 万平方米 OCA 光学胶项目、新一期 2600 万平方米 OCA 光学胶项目预计于 2023 年逐步放量，产能实现翻倍增长。

表3.公司部分通过认证的产品

终端客户	认证时间	认证产品料号	产品分类
苹果	2019	SDK**A**B	电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品
	2018	SDK***3B	电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品
	2018	SDK***03	电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品
中兴	2016	SDK*****B-1	电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品
	2016	SDK****P	电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品
松下	2015	SDK*A**1P	电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品
	2015	SDK*A**2P	电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品
华为	2019	SDK_**	电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品
	2019	SDK_**T	电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品

数据来源：公司招股书，财通证券研究所

品质优势：公司生产的 OCA 质量国内领先。经过多年的技术积累，公司于 2019 年上市募投了三条 OCA 光学胶膜产线、并于 2021 年开始逐步投产，使得公司拥有了稳定供应 OCA 光学胶的能力。与国际领先的 3M 公司类似产品相比，公司产品在透光率等方面仍有一定差距，因此国内主要的终端客户和白牌返修市场仍以进口为主；但相较于国内同行业产品，公司在包括透光率和雾度等重点指标上优势较为明显，有望率先在国内终端品牌市场中实现国产替代。

表4.公司 OCA 产品质量国内领先

公司	产品牌号	胶带厚度 (μm)	透光率 (%)	雾度 (%)
3M 公司	3M 8146	50	≥99	0.8~1.0
斯迪克	SDK0050K	50±2	≥91	≤0.5
富印新材	D702-2	50	≥90	≤1.0
凡赛特	TE-X1B	50	≥90	≤1.0
正贤实业	OCA 9050	50	≥90	≤1.0
晶华新材	JAC125	125±5	≥90	≤1.0
加韵光学	KN-6000	25~175	≥92	≤1.0

数据来源：各公司官网，财通证券研究所

布局丙烯酸酯型胶水，胶材料性能更佳。从胶水类型角度看，OCA 光学胶上游可分为环氧树脂型、丙烯酸酯型、有机硅型等，通过对比粘度、固化条件、与其他组件间的粘合力等数据发现，**丙烯酸酯型是效果较好的胶材料类型，有助于提升产品性能。**公司目前已拥有较高的胶水自制能力，同时又规划建设了合计 11 万吨/年的丙烯酸酯压敏胶为新建项目做上游配套（包括 8 万吨/年的乳胶型聚丙烯酸酯压敏胶和 3 万吨/年的溶剂型聚丙烯酸酯压敏胶），预计该项目将于 2023 年开始逐步落地，投产后将进一步强化公司自制胶水的能力、降低生产成本。

表5.OCA 光学胶的分类及性能对比

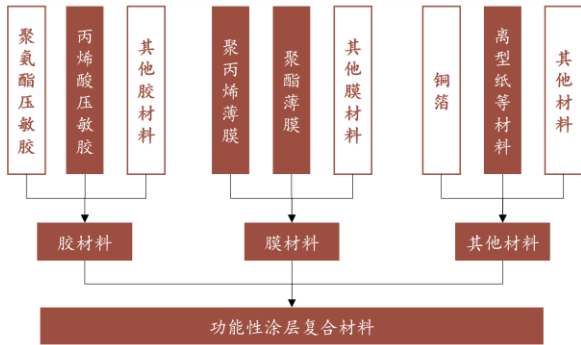
	环氧树脂型	丙烯酸酯型	有机硅型
粘度 (cps)	70	130	16
固化方法	紫外线	紫外线/可见光	紫外线/可见光
固化能量 (Mj/cm ²)	1000	<1000	1000
体积收缩	2.30%	3.50%	3.50%
透射率	99%	99%	99%
粘合力 (相对)	TAC	好	一般
	COP	好	一般
	PET	好	优异

数据来源：新材料在线，财通证券研究所

成本优势：公司胶&膜自制完善一体化布局，成本优势打造高毛利率。OCA 光学胶主要由胶水、薄膜及少量其他辅材生产，公司逐步向上游产业链布局。**胶水方面**，公司布局了丙烯酸压敏胶材料，拥有较强的胶水自制能力；**薄膜方面**，公司建设了多条精密离型膜产线，产品已经由中低端领域逐步拓展为用作 OCA 离型膜、MLCC 离型膜等高端领域。同时公司还规划建设了三条合计 7.5 万吨/年的 PET 光学膜产线，主要为自产离型膜提供原料，目前 1 号 PET 产线已建成落地，可有

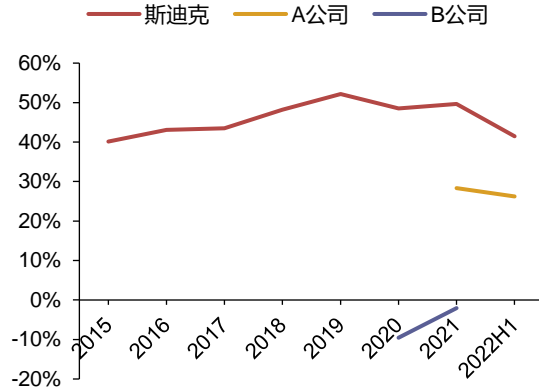
效提高 OCA 整体毛利率。根据公司年报数据，电子级胶粘材料毛利率保持在 40-50%之间，整体水平较高，随着上游原料自制率提升，未来毛利率可进一步提升。

图26.公司 OCA 光学胶一体化布局



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图27.公司 OCA 毛利率水平较高

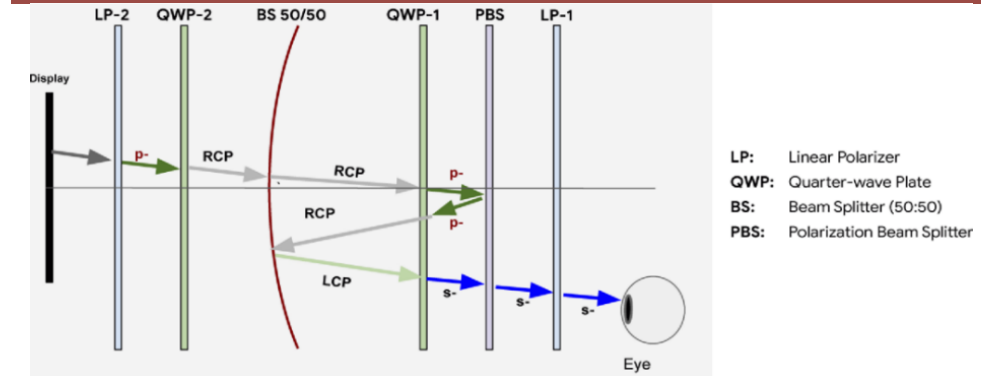


数据来源：公司公告，财通证券研究所（对比行业内 A、B 两家公司，毛利率数据为各家披露的 OCA 所在业务板块的整体数据）

2.3 VR 设备&新能源打造新增量

VR 设备：技术升级，对 OCA 胶膜要求提升。VR 光学方案经历了非球面透镜、菲涅尔透镜、Pancake 方案三个主要阶段，目前仍以菲涅尔透镜为主。但是不同于菲涅尔透镜单一的光学放大原理，Pancake 折叠光路设计更加复杂，使其内部构造更具可塑性，主要表现在镜片方案、贴膜和材质的选择之上。由于 Pancake 方案涉及的膜材料更多、更复杂，包括平面和曲面，因此对 OCA 光学胶以及贴合效果提出了更加严格的要求。在 VR 设备需求量增长的趋势下，未来用于 VR 设备的光学胶单位面积价值量将有所提高。目前公司已经成为 Face Book 等国际领先品牌稳定的供应商。

图28.经典 Pancake 光学系统中的偏振状态



数据来源：VR 陀螺，财通证券研究所

锂电池胶带是锂电中常用的材料，是指在锂电池电芯中用于电极绕卷、极片保护和卷芯终止等作用的压敏胶粘带，主要起到绝缘和固定的作用，其主要由基材、胶粘剂和用途等因素决定。**基材是指锂电池胶带中的载体，**常见的有 BOPP、PET、

PI 等。基材的耐温性能决定了锂电池胶带的使用温度环境上限，耐温性能顺序为 PI 基材>PET 基材>BOPP 基材；而基材成本则与耐温性能相反。**胶粘剂决定了锂电池胶带的特性与用途**，常用的有丙烯酸酯胶粘剂、橡胶胶粘剂等。其中丙烯酸酯型具有良好的抗老化性、耐温性、耐候性、热稳定性，且对极性表面粘接性较好、对非极性表面粘接力较小、起始剥离强度较低，目前该类型应用较广泛。而橡胶型在高温下具有更强的抗剪切力、与各种材料的表面均可粘贴、良好的初粘力，但其抗老化性、抗溶剂性较差。

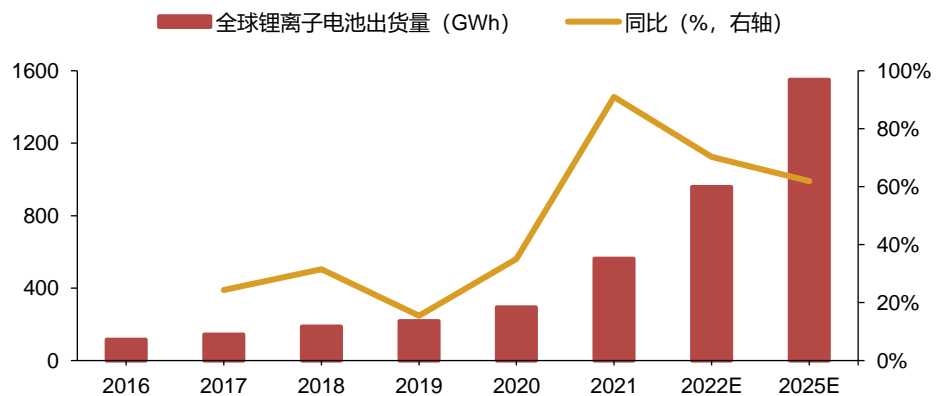
图29.锂电池终止胶带



数据来源：澳中新材料官网，财通证券研究所

新能源：导入锂离子电池供应体系，搭乘新能源产业发展快车。锂电池胶带通常需要具有一定的初粘性、持粘性、耐温性和耐化学腐蚀性，且在无污染情况下可反复使用、剥离后对被粘物表面无污染等特性，因此技术难度较大。公司具备胶&膜自制能力，拥有生产相关产品的技术和能力。公司于2016年申请了《用于包裹锂电池组的绝缘胶带》专利、并成功导入新能源行业。公司现已经成为特斯拉电芯胶带的一级供应商，凭借着优秀的质量，公司未来有望将更多的胶膜产品导入锂电供应体系中，搭乘新能源快车加速发展。

图30.全球锂离子电池高速发展（单位：GWh）



数据来源：GGII, EVTank, 财通证券研究所

3 功能性薄膜深度布局，高端化&一体化双线并行

3.1 突破精密离型膜，推进产品高端化

公司传统功能膜产品以基础应用为主。功能性薄膜材料是指具有抗刮伤、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。功能性薄膜材料常用于制造各种装备中具有独特功能的核心部件，在电子、通讯、新能源、交通、精密机械、智能仪器仪表、航空航天等行业均有重要用途。公司上市之初生产的功能性薄膜材料产品主要包括精密保护材料、功能保护材料、光学功能薄膜材料、标示材料等，应用领域偏向消费电子、家用电器中的基础零部件。

表6.公司主要的功能薄膜材料种类及产品用途

种类	产品名称	产品用途
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；
	改性 PE 基材保护膜、CPP 保护膜	电池干燥、注液、成型、检测等过程保护领域
功能保护材料	抗油渍、防指纹保护膜、防眩光保护材料	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膜
光学功能薄膜材料	光学级加硬薄膜	电子产品触控屏幕精密表面出货保护
	增亮膜	液晶显示屏后的背光模组中，为增强显示效果的部件
标示材料	提示标签材料	手机、电脑、家电内部电池等的提示标签

数据来源：公司公告，财通证券研究所

技术升级拓宽应用领域，先后突破多项精密离型膜。在传统的功能性薄膜业务基础上，公司进一步提升生产技术，先后突破了多款精密离型膜，包括 OCA 离型膜、MLCC 离型膜、偏光片离型膜保护膜等产品。其中 OCA 离型膜能用于公司自产 OCA 光学胶膜，可显著降低 OCA 胶生产成本；MLCC 离型膜和偏光片离型膜则主要用于外售，目前以 MLCC 离型膜为主、稳定出货，率先实现了国产替代、且替代空间较大。

表7.公司功能性薄膜材料中精密离型膜产品名称及用途

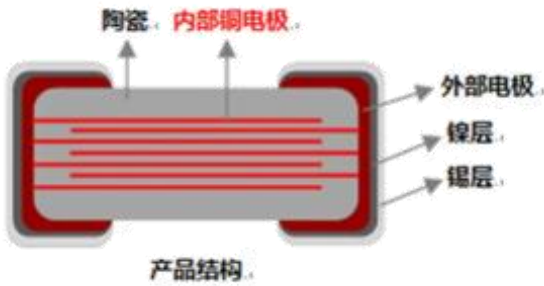
种类	产品名称	产品用途
精密离型膜	OCA 离型膜	主要用于 OCA 胶模切制程的保护、制程过程中作为承载膜和转移膜使用
	MLCC 离型膜	主要用于 MLCC（片式陶瓷电容）的生产
	偏光片离型膜	主要用于偏光片的生产

数据来源：公司公告，财通证券研究所

MLCC 离型膜：行业需求持续增长，公司率先实现国产替代。MLCC，即片式多层陶瓷电容器，是由内电极的陶瓷介质膜片以错位的方式叠合起来，经过一次性高温烧结形成陶瓷芯片，再在芯片的两端封上外电极，从而形成一个类似独石的

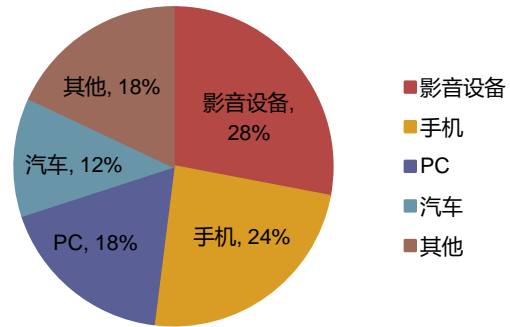
结构体，也叫独石电容器。MLCC 主要有三种作用：储能交换、阻直流通交流、抑制浪涌电压，主要用于手机电脑等消费电子产品和汽车中，合计占比约 80%。随着 5G 手机、汽车电子、物联网领域的渗透率的不断提高，MLCC 需求量也在持续增长。

图31.MLCC 结构示意图



数据来源：华瓷科技官网，财通证券研究所

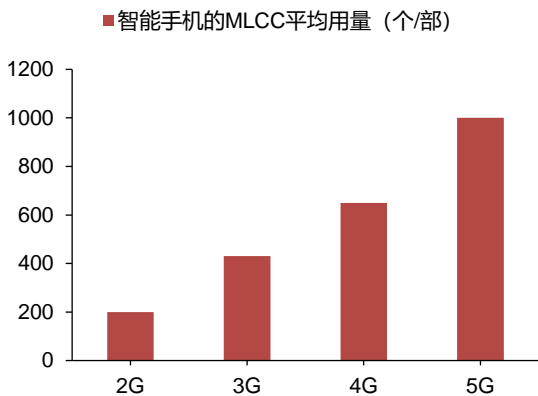
图32.MLCC 器件下游应用领域结构



数据来源：华经产业研究院，财通证券研究所

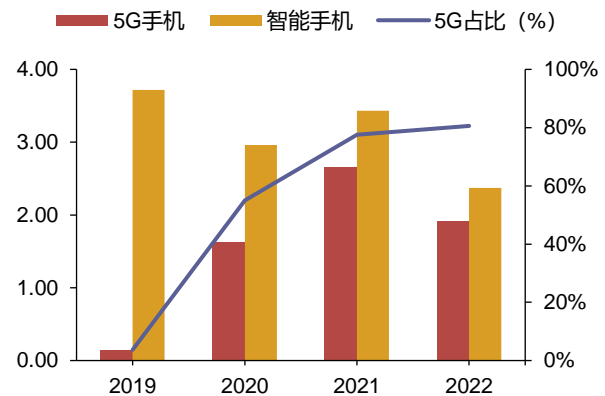
5G 手机渗透率大幅提升，MLCC 单位需求量翻倍增长。2019 年我国推出 5G 应用，智能手机正式开启 5G 时代。5G 手机出货量占比由 2019 年的不足 4%，快速提升至 2022 年的 80% 以上，渗透率显著提升。根据观研报告统计数据，5G 手机的 MLCC 平均用量约为 1000 个/部，相较于 4G 手机的 650 个/部，单位用量接近翻倍增长。

图33.智能手机的 MLCC 平均用量 (个/部)



数据来源：观研报告，财通证券研究所

图34.我国 5G 手机出货占比快速增长 (单位：亿部)

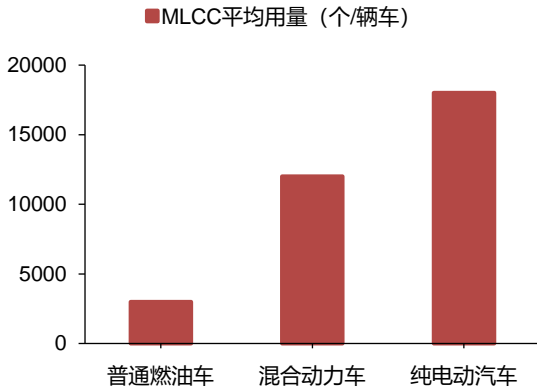


数据来源：wind，财通证券研究所（2022 年数据为 1-11 月份）

新能源汽车渗透率加速提升，电气化智能化推动 MLCC 需求增加。由于新能源汽车对整车的电气化、智能化水平要求更高，因此单车应用 MLCC 数量大幅增加，根据前瞻研究院数据，纯电动汽车单车用量约 18000 个，是普通燃油车单车用量的 6 倍。经过 2021-2022 年的大力发展，新能源汽车出货量持续上涨、渗透率加速提升。根据德勤预测，到 2025 年我国新能源汽车渗透率有望超 40%，相较于

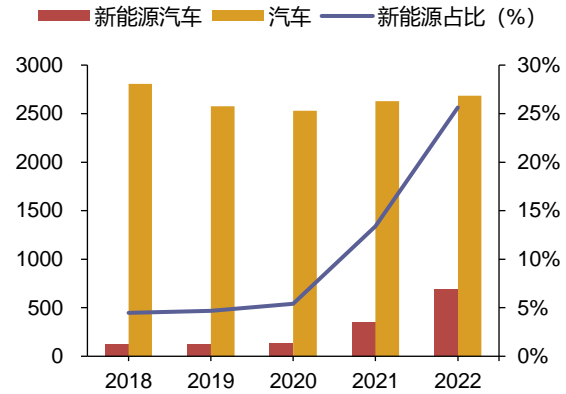
2022 年的 25%仍有较大上涨空间，因此未来新能源汽车将成为 MLCC 最重要的增长点之一。

图35.不同动力汽车 MLCC 平均用量 (个/辆车)



数据来源：前瞻产业研究院，财通证券研究所

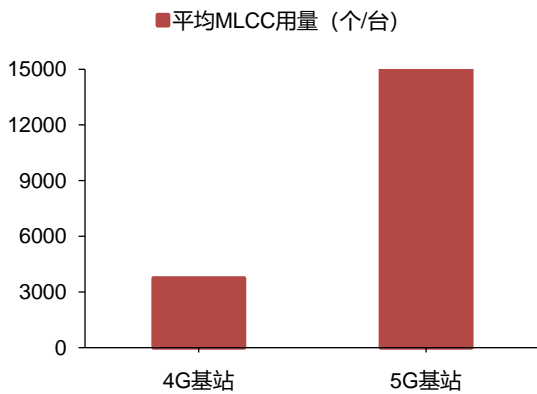
图36.新能源汽车渗透率加速提升 (单位：万辆)



数据来源：wind，中汽协，财通证券研究所

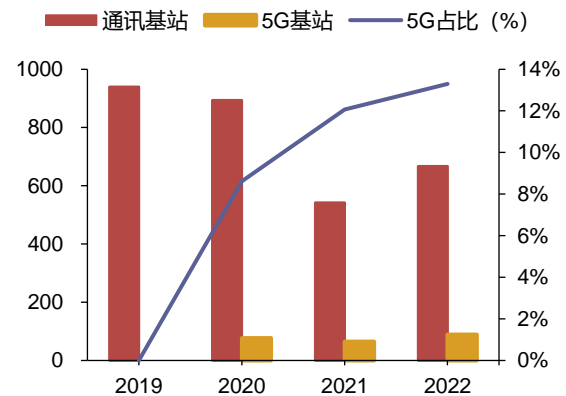
5G 基站 MLCC 单位用量大幅增加，渗透率仍有较大提升空间。物联网的渗透率提升离不开基础设施的建设，根据工信部统计数据，我国每年 5G 基站新增量占当期基站建设总量比例逐年提升，但截止到 2022 年年底，占比不足 14%，未来仍有较大提升空间。根据观研报告数据，5G 基站 MLCC 平均用量约是 4G 基站的 4 倍，单位用量显著提升。

图37.4G 和 5G 基站平均 MLCC 用量 (单位：个/台)



数据来源：观研报告，财通证券研究所

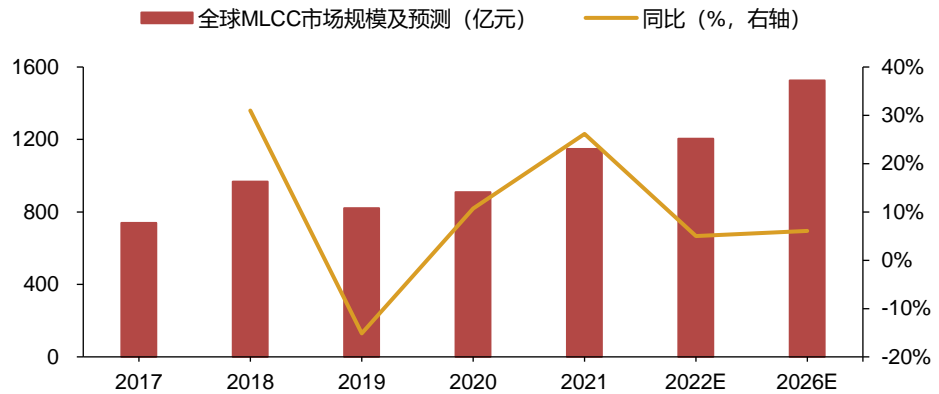
图38.中国 5G 基站建设占比逐年提升 (单位：万个)



数据来源：wind，工信部，财通证券研究所

多领域需求推动 MLCC 市场规模持续增长。MLCC 主要用于消费电子及汽车产业等领域，全球需求量及市场规模持续增长，其市场规模由 2017 年的 739 亿元，增长到 2021 年的 1147 亿元，年复合增速约为 12%。随着包括 5G 手机、基站、新能源汽车在内的多个行业的需求推动，MLCC 用量将有显著提升，根据中国电子元件行业协会的数据预测，到 2022 年、2026 年全球 MLCC 市场规模有望分别达到 1204、1525 亿元。以 MLCC 的历史均价计算，预计 2026 年全球 MLCC 总需求量有望超过 7.6 万亿颗。

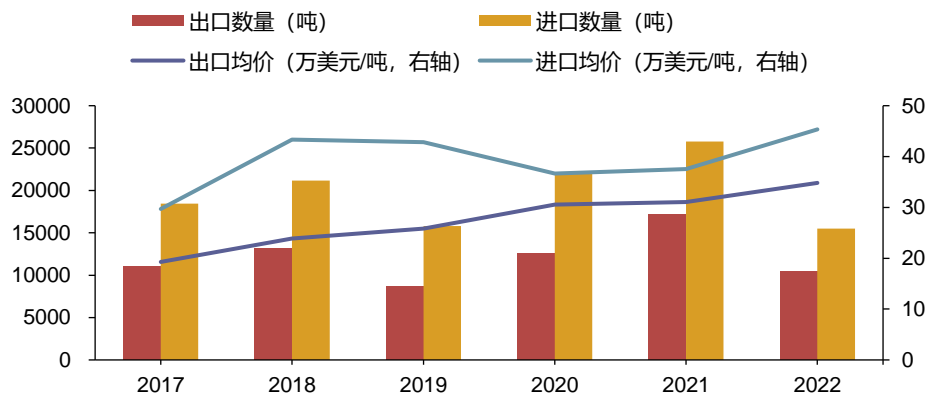
图39.全球 MLCC 市场规模及预测（亿元）



数据来源：Paumanok, CECA, 产业信息网, 财通证券研究所

我国高端 MLCC 仍需进口，国内配套的 MLCC 离型膜供给有限。根据中国海关统计数据,我国 MLCC 进口均价常年高于出口均价,平均差价约为 10 万美元/吨,整体呈现出高端进口、低端出口的格局。MLCC 属于多层结构,每层都需要一张离型膜,其在保持体积较小的情况下、层数越多技术难度越高。以单个 MLCC 约 400 层、单层 MLCC 约 5 平方毫米计算,预计到 2026 年全球 MLCC 离型膜需求约为 150 亿平方米,市场空间大。然而 MLCC 离型膜市场集中度较高,日韩企业占据全球市场主要份额,包括日本东丽、日本帝人、三菱化学、三井化学等;而我国目前仅有斯迪克等少数企业能够提供优质的 MLCC 离型膜厂商,但仍以中低端产品为主。公司合计建设八条进口精密离型膜涂布线,未来产线全部建成后导入 MLCC 离型膜领域,国产替代空间广阔。

图40.我国 MLCC 呈现高端进口、低端出口的格局

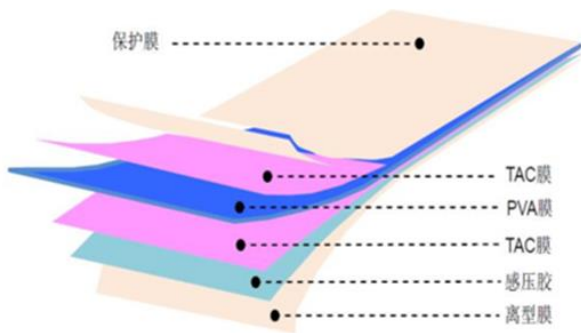


数据来源：wind, 中国海关, 财通证券研究所

偏光片离型膜：技术要求较高，率先国产替代。偏光片是显示面板的重要组件,自然光通过时偏光片可控制特定光束的偏振方向,其主要由 PVA 膜、TAC 膜、保护膜、离型膜和感压胶等制成。偏光片离型膜为单侧有涂层的 PET 膜,强度高、不易变形、透明性好、表面平整度高,在偏光片贴合到 LCD 之前,保护感压胶层

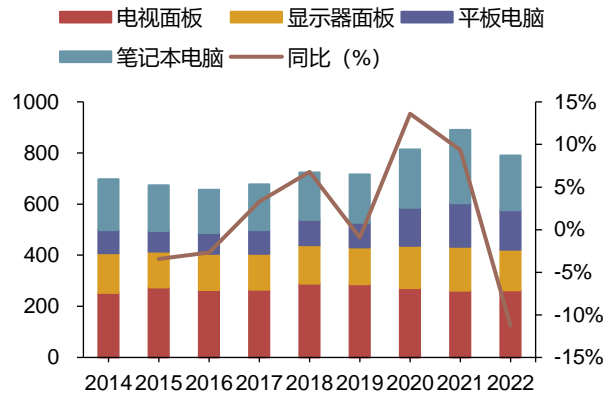
不受损伤，避免产生贴合气泡。偏光片主要用于电视、平板电脑、显示器面板、笔记本电脑等产品的显示面板，根据 wind 统计数据，上述产品出货量整体呈现上涨趋势，2022 年略有下滑。类似于 MLCC 离型膜，偏光片离型膜国内供给有限，且高端产品仍需进口。公司目前正在建设 2 条大宽幅离型膜涂布线 and 2 条大宽幅保护膜涂布线，预计在 2023-2024 年逐步放量，因此公司有望率先实现偏光片离保膜国产替代。

图41.偏光片结构示意图



数据来源：新材料在线，财通证券研究所

图42.面板出货量整体呈现上涨趋势（单位：百万片）

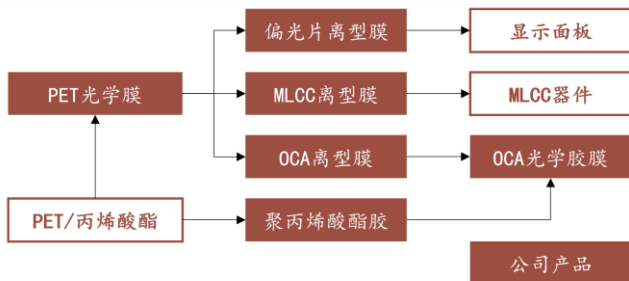


数据来源：wind，财通证券研究所（图中同比为整体出货量同比，右轴）

3.2 自产基膜提高一体化，PET 铜箔打造新增量

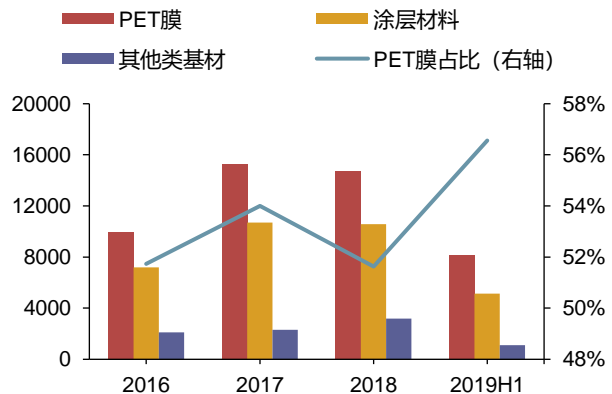
布局 PET 光学膜，提升功能膜毛利率。公司在将离型膜逐步推向高端化的同时，还布局了 PET 光学膜产能，完善一体化生产。目前已经建设完成 2.5 万吨/年产能（1 号线），在建 5.0 万吨/年产能（2、3 号线），预计将于 2023 年逐步投产。根据公司招股书数据，功能性薄膜材料的原料成本中，PET 膜占比最高，约 55%。未来公司 3 条 PET 产线全部投产自用后，功能膜毛利率将有一定提升。

图43.公司布局胶&膜原料，一体化程度高



数据来源：公司公告，财通证券研究所



图44.PET 膜占功能性薄膜材料原料成本高（单位：万元）



数据来源：公司招股书，财通证券研究所

公司扩建PET膜产能,未来有望切入PET复合铜箔赛道。复合铜箔是以PET(PP)等高分子材料为基材,上下两面沉淀金属铜,结构类似于“三明治”,主要由“铜-高分子-铜”复合而成。相对传统铜箔,复合铜箔优势在于安全性好、质量轻、能量密度提升、原材料成本低。但受限于当前的技术水平和产业化发展,整体成本相较传统铜箔未具备明显优势,随着工艺的进步和规模化降本,复合铜箔未来有望实现成本优势。

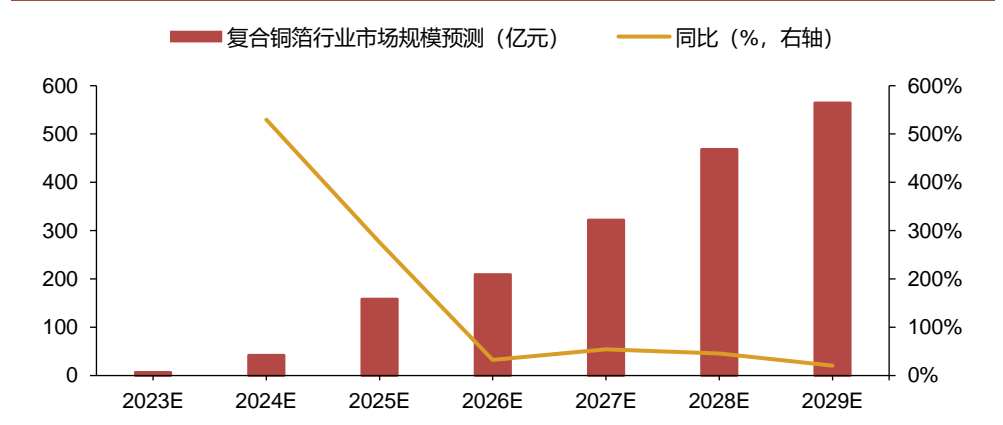
表8.传统铜箔和复合铜箔对比

	传统铜箔	复合铜箔
工艺原理	溶铜电解+电镀	真空镀膜+离子置换
产品图		
组成	99.5%纯铜组成	高真空下将铜分子堆积到超薄型基膜上,再经过离子置换产出品
特点	1、单位面积重量较重,金属材料使用量高,成本高; 2、导热性能高,用于电池材料安全性差。	1、中间层为基膜,单位面积重量轻,铜材使用量少,降低成本和金属用量。 2、中间层为绝缘层,用于电池材料安全性好。

数据来源:重庆金美环评报告,财通证券研究所

PET铜箔市场有望实现高成长。随着复合铜箔技术的不断成熟,2023年或将成为复合铜箔大规模应用元年;复合铜箔渗透率的提高将直接推动其出货量持续增长。根据观研报告预测,2023年开始我国复合铜箔市场规模初步形成,可达到6.69亿元,到2029年市场规模有望超500亿元。

图45.我国复合铜箔行业市场规模预测(亿元)

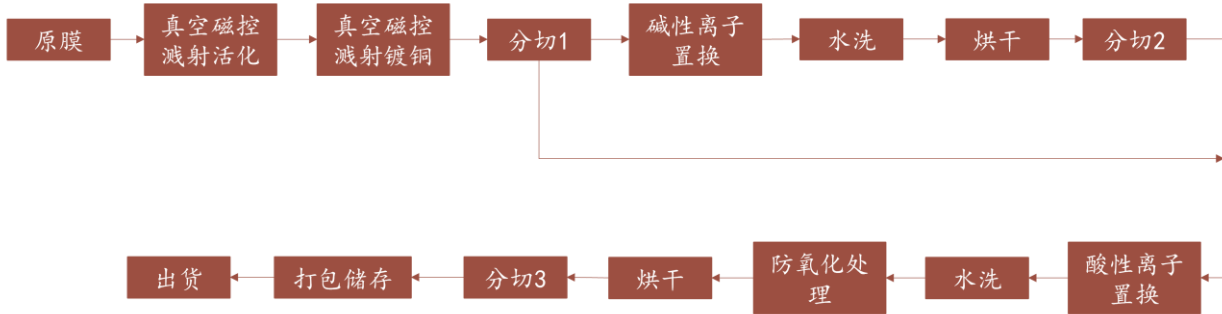


数据来源:观研报告,财通证券研究所

建设PVD磁控溅射产能,配合自建PET光学膜完善布局。传统铜箔制备采用电解+电镀工艺;复合铜箔采用真空镀膜+离子置换工艺,在PET薄膜表面采用磁控

溅射或真空蒸镀的方式，在两面沉淀金属层，其中磁控溅射是技术难点之一，目前的靶材利用率和镀膜均匀性仍相对较低。公司于2021年公告建设年产23万平方米PVD磁控溅射膜类产品项目，配合公司自建的PET光学膜项目，未来有望快速切入PET铜箔供应体系。

图46.复合铜箔生产工艺流程图



数据来源：重庆金美环评报告，财通证券研究所

4 盈利预测

- **电子级胶粘材料：**公司目前第一大业务板块、也是未来重点发展的业务之一，其中新建的3条OCA光学胶产线将于2023年逐步放量。另外，公司还深度布局OCA光学胶的主要原材料胶水和离型膜产能，建成后可有效提升OCA在新项目中的毛利率。同时，基于公司的产品优势，现已具备向VR设备、新能源汽车等下游领域稳定供货的能力，部分已完成验证周期。因此，我们预测该业务在2022-2024年可实现营收8.02/10.10/13.23亿元。
- **功能性薄膜材料：**公司目前的第二大业务板块，传统产品发展成熟，同时推进功能膜的一体化生产和高端化应用。公司规划建设合计7.5万吨/年的PET光学膜，为自产离型膜提供关键原料；改进技术，逐步导入OCA离型膜、MLCC离型膜、偏光片离型膜等高端领域，未来产品的单位售价和毛利率都将有所提升。因此，我们预测该业务在2022-2024年可实现营收7.04/9.89/12.34亿元。
- **热管理复合材料&薄膜包装材料：**公司传统业务板块，整体营收水平较为稳定，随着技术的更新，相关业务板块整体毛利率将有所提升。因此，我们预测两项业务在2022-2024年可分别实现营收0.26/0.32/0.33、5.37/5.79/5.84亿元。
- **其他：**公司先后规划建设3条PET光学膜产线，主要是为自身离型膜等业务提供原料，外售占比较小，因此将该项业务合并于其他板块当中，未设置单独板块。

表9.公司主营业务及预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1539.46	1984.16	2217.97	2822.70	3457.83
YOY	7.45%	28.89%	11.78%	27.26%	22.50%
毛利率（%）	25.13%	26.96%	28.01%	30.24%	32.51%
功能性薄膜材料					
营收（百万元）	592.57	566.08	703.82	989.28	1234.09
YOY	17.68%	-4.47%	24.33%	40.56%	24.75%
毛利率（%）	23.98%	22.12%	22.75%	24.15%	25.33%
电子级胶粘材料					
营收（百万元）	426.40	667.88	802.07	1010.28	1323.20
YOY	1.37%	56.63%	20.09%	25.96%	30.97%
毛利率（%）	48.55%	49.68%	47.80%	51.28%	52.80%
热管理复合材料					
营收（百万元）	42.32	44.81	25.67	32.09	32.73
YOY	85.13%	5.88%	-42.72%	25.00%	2.00%
毛利率（%）	4.86%	5.06%	5.00%	6.00%	6.00%
薄膜包装材料					
营收（百万元）	386.55	548.58	536.55	579.14	584.44
YOY	-7.04%	41.92%	-2.19%	126.86%	8.93%
毛利率（%）	3.52%	7.50%	9.60%	10.00%	10.00%
其他					
营收（百万元）	91.62	156.80	149.87	211.92	283.36
YOY	31.22%	71.14%	-4.42%	41.40%	33.71%
毛利率（%）	24.14%	21.98%	16.60%	17.39%	18.52%

数据来源：wind，公司公告，财通证券研究所

公司贡献最大的两项业务分别为功能性薄膜材料和电子级胶粘材料，我们选取了薄膜材料行业中的可比公司：广泛布局功能膜的东材科技、激智科技、洁美科技，反射膜龙头的长阳科技。预计2022-2024年公司归母净利润为2.30/3.78/5.52亿元，同比增长9.4%/64.6%/46.0%，EPS分别为0.71/1.17/1.70元。以2023/2/14收盘价计算，对应PE为41.75/25.37/17.38倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表10.可比公司估值

	代码	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
东材科技	601208.SH	126.91	0.48	0.66	0.93	28.86	20.70	14.80
激智科技	300566.SZ	61.32	0.21	0.86	1.27	110.37	27.22	18.50
长阳科技	688299.SH	54.73	0.71	0.97	1.25	26.78	19.63	15.19
洁美科技	002859.SZ	141.35	0.49	0.92	1.39	67.86	35.99	23.82
平均			0.47	0.85	1.21	58.47	25.89	18.08
斯迪克	300806.SZ	90.89	0.71	1.17	1.70	41.75	25.37	17.38

数据来源：wind，财通证券研究所（可比公司数据来源于wind一致预期，数据时间为2023年2月14日）

5 风险提示

- 1) **市场竞争加剧风险：**国际龙头公司产品优势显著、国内多家企业先后进入赛道，未来胶材料和膜材料的竞争加剧将给公司造成不利影响；
- 2) **需求不及预期风险：**受疫情影响，消费电子行业出货量增长受阻，未来需求不及预期将给公司造成不利影响；
- 3) **OCA 业务投产不及预期风险：**公司未来发展中 OCA 是最重要的产品之一，新建三条产线投产不及预期将给公司造成不利影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1539.46	1984.16	2217.97	2822.70	3457.83	成长性					
减:营业成本	1152.57	1449.24	1596.83	1968.97	2333.77	营业收入增长率	7.5%	28.9%	11.8%	27.3%	22.5%
营业税费	11.00	12.63	14.42	16.94	20.75	营业利润增长率	117.0%	1.3%	5.7%	64.1%	45.8%
销售费用	31.91	49.20	53.23	62.10	76.07	净利润增长率	63.3%	15.6%	9.4%	64.6%	46.0%
管理费用	92.53	119.97	133.08	163.72	200.55	EBITDA 增长率	52.7%	8.0%	30.9%	37.6%	29.7%
研发费用	94.80	109.00	110.90	135.49	165.98	EBIT 增长率	84.3%	0.0%	33.0%	47.6%	35.9%
财务费用	38.68	35.53	57.96	69.51	72.67	NOPLAT 增长率	76.7%	-0.6%	37.8%	47.6%	35.9%
资产减值损失	-3.26	-4.30	-5.00	-5.00	-5.00	投资资本增长率	49.8%	35.7%	23.4%	16.1%	15.3%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	16.6%	18.6%	13.1%	22.2%	26.5%
投资和汇兑收益	0.39	0.13	0.22	0.28	0.35	利润率					
营业利润	238.31	241.44	255.14	418.71	610.38	毛利率	25.1%	27.0%	28.0%	30.2%	32.5%
加:营业外净收支	-31.49	-1.46	-1.75	-1.75	-1.75	营业利润率	15.5%	12.2%	11.5%	14.8%	17.7%
利润总额	206.83	239.98	253.39	416.96	608.63	净利润率	11.7%	10.5%	10.3%	13.3%	15.8%
减:所得税	26.15	31.58	25.34	41.70	60.86	EBITDA/营业收入	24.1%	20.2%	23.6%	25.6%	27.1%
净利润	181.63	209.94	229.65	377.89	551.60	EBIT/营业收入	18.0%	13.9%	16.6%	19.2%	21.3%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	514.81	523.82	984.33	1580.07	2118.31	固定资产周转天数	178	184	258	256	241
交易性金融资产	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00	流动营业资本周转天数	86	92	97	63	57
应收帐款	542.88	675.89	654.53	816.58	862.33	流动资产周转天数	346	315	346	380	362
应收票据	61.76	17.61	7.03	11.79	7.42	应收帐款周转天数	125	111	110	97	90
预付帐款	31.40	48.17	55.89	59.07	58.34	存货周转天数	53	70	70	55	42
存货	217.76	342.62	268.37	313.27	211.28	总资产周转天数	619	707	798	734	687
其他流动资产	30.83	71.27	91.27	111.27	131.27	投资资本周转天数	607	639	705	643	606
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	14.4%	14.1%	13.6%	18.3%	21.1%
长期股权投资	0.00	13.89	58.89	63.89	68.89	ROA	5.7%	4.6%	4.4%	6.0%	8.0%
投资性房地产	17.30	16.32	31.32	46.32	61.32	ROIC	9.4%	6.9%	7.7%	9.8%	11.6%
固定资产	750.05	999.77	1570.09	1980.52	2279.37	费用率					
在建工程	687.64	1238.54	825.74	550.52	367.03	销售费用率	2.1%	2.5%	2.4%	2.2%	2.2%
无形资产	171.97	186.60	202.60	218.60	234.60	管理费用率	6.0%	6.0%	6.0%	5.8%	5.8%
其他非流动资产	76.78	240.22	240.22	240.22	240.22	财务费用率	2.5%	1.8%	2.6%	2.5%	2.1%
资产总额	3202.97	4590.63	5243.52	6268.03	6934.22	三费/营业收入	10.6%	10.3%	11.0%	10.5%	10.1%
短期债务	866.77	991.05	991.05	991.05	991.05	偿债能力					
应付帐款	185.62	229.06	258.86	342.77	370.33	资产负债率	60.7%	67.5%	67.9%	67.2%	62.5%
应付票据	93.48	287.73	155.84	412.98	300.12	负债权益比	154.2%	207.3%	210.6%	204.0%	165.9%
其他流动负债	0.37	0.26	1.86	3.46	5.06	流动比率	1.01	1.02	1.38	1.58	1.94
长期借款	225.18	930.73	1530.73	1830.73	2030.73	速动比率	0.81	0.75	1.11	1.32	1.71
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	7.44	7.07	5.82	6.84	8.34
负债总额	1943.10	3096.77	3558.52	4212.76	4336.19	分红指标					
少数股东权益	0.10	2.91	1.31	-1.31	-5.15	DPS(元)	0.20	0.12	0.00	0.00	0.00
股本	118.75	189.93	303.51	303.51	303.51	分红比率					
留存收益	605.51	791.70	998.56	1376.45	1928.05	股息收益率	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1259.88	1493.87	1690.00	2065.27	2613.03	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.97	1.11	0.71	1.17	1.70
净利润	181.63	209.94	229.65	377.89	551.60	BVPS(元)	10.61	7.85	5.21	6.38	8.08
加:折旧和摊销	94.18	123.89	156.49	178.78	198.65	PE(X)	53.6	53.2	41.7	25.4	17.4
资产减值准备	6.15	12.98	30.00	30.00	30.00	PB(X)	4.9	7.5	5.7	4.6	3.7
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	33.52	33.64	63.20	79.35	88.48	P/S	4.0	5.6	4.0	3.2	2.6
投资收益	-0.39	-0.13	-0.22	-0.28	-0.35	EV/EBITDA	18.8	31.6	21.4	15.1	11.3
少数股东损益	-0.95	-1.54	-1.60	-2.63	-3.83	CAGR(%)					
营运资金的变动	-134.10	34.95	-121.41	66.49	-83.37	PEG	0.8	3.4	4.4	0.4	0.4
经营活动产生现金流量	192.97	371.22	357.77	731.24	782.78	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-669.47	-895.73	-419.14	-371.15	-371.07	REP					
融资活动产生现金流量	652.13	350.92	521.89	235.65	126.52						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。