

Q4 疫情冲击已过，静待替代放量重回高增

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年报及23Q1季报，22年报告期内实现营收18.8亿元，同比-5.4%，归母净利润1.7亿元，同比-19.9%，扣非归母净利润1.4亿元，同比-18.0%；其中22Q4单季营收2.6亿元，同比-51.7%，环比-55.7%，扣非归母净利润-754.7万元，同比-110.5%，环比-110.7%。23Q1实现营收4.8亿元，同比+0.9%；归属净利润2020.2万元，同比+13.8%；扣非归母净利润1506.6万元，同比+13.4%。
- **22Q4至暗时刻已过，23Q1重回增长通道。** 公司22Q4经营受多重因素影响，收入业绩同环比下滑较大，我们判断年底疫情感染致产线停工和物流中断为主要原因。公司生产基地集中在江苏泗洪，而且多为无尘车间，一人感染即会导致产线停工，故判断疫情感染对其生产经营影响更为重大而持久。22Q1公司经营重回增长通道，但由于消费电子复苏仍不明显，我们预计Q2复苏有望提速。
- **分项看，22年电子胶粘收入韧性较强，功能性薄膜和薄膜包材下滑较为严重。** 22年公司电子胶粘材料收入8.4亿元，同比+26.4%，判断为OCA胶水国产替代收入贡献较大，部分对冲了消费电子需求下行和Q4疫情停产的影响。功能性薄膜和薄膜包材，分别实现收入4.7/4.5亿元，同比-14.4%/-20.5%，对比两项收入中报增速-29.1%/3.9%，我们判断功能性薄膜（亦包含消费电子用传统材料）下滑或与消费电子需求不振有关；薄膜包材下滑主要在H2，因其毛利率相对较低，推测或因年底感染期间优先保障高毛利电子胶粘产线运行，从而导致包材产线停产较多所致。
- **经营性现金流较紧张，未来有望随增长重回轨道而改善。** 截至23Q1，公司经营性现金流净额-0.8亿元，收现比70.8%，同环比分别-9.1pp/-10.8pp，判断或与22Q4收入大幅下滑，费用率上升有关，未来随着收入重回增长轨道以及回款管控提升，公司现金流状况有望改善。
- **盈利能力上，电子胶粘材料保持高毛利率，功能性薄膜材料有所下行。** 22年全年公司整体毛利率29.7%，同比保持稳定；其中电子级胶粘材料毛利率47.5%，维持高毛利率水平，判断与高端替代OCA胶贡献有关，功能性薄膜材料毛利率19.5%，同比-2.6pp，判断为新能源相关材料竞争较为激烈，拉低整体毛利率有关。23Q1公司销售毛利率24.9%，同比-1.4pp，考虑到公司去年有6条OCA离型膜产线转固，我们判断Q1折旧增加或是毛利率下行主要原因。
- **盈利预测与投资建议。** 公司为消费电子胶膜材料龙头公司，OCA胶国产替代，锂电池材料放量逻辑依旧，我们看好公司度过疫情意外冲击后，收入业绩重回高增长通道。基于此，我们下调公司2023-2025年营收预测为25.5/35.1/47.0亿元，归母净利润预测为3.5/5.1/7.3亿元，对应EPS分别为1.07/1.57/2.25元，未来三年归母净利润将保持63.0%的复合增长率，对应PE为21x/14x/10x，给予公司2023年一定的估值溢价为30倍PE，对应市值为104.0亿元，目标价为32.1元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨、在建项目不及预期、下游需求不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1877.19	2545.42	3509.42	4695.51
增长率	-5.39%	35.60%	37.87%	33.80%
归属母公司净利润(百万元)	168.02	346.28	509.36	727.90
增长率	-19.97%	106.10%	47.09%	42.90%
每股收益EPS(元)	0.52	1.07	1.57	2.25
净资产收益率ROE	7.74%	13.94%	17.42%	20.51%
PE	44	21	14	10
PB	3.42	2.99	2.54	2.09

数据来源: Wind, 西南证券。股价为2023年5月5日收盘价

西南证券研究发展中心

分析师: 陈中亮
执业证号: S1250522070001
电话: 021-58351909
邮箱: czlyf@swsc.com.cn

分析师: 黄寅斌
执业证号: S1250523030001
电话: 13316443450
邮箱: hyb@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.24
流通A股(亿股)	1.71
52周内股价区间(元)	21.6-39.2
总市值(亿元)	73.81
总资产(亿元)	49.08
每股净资产(元)	7.96

相关研究

1. 斯迪克(300806): 三季度业绩符合预期, 多项目建设持续推进 (2022-11-01)
2. 斯迪克(300806): 二季度业绩超预期, 产品结构优化趋势明显 (2022-09-01)

盈利预测

关键假设：

电子级胶粘材料与功能性薄膜材料：由于公司年报中将该类产品的销量合计披露，故我们将其放在一起做预测。电子级胶粘材料下游以消费电子厂商为主，22年由于公司OCA胶国产替代放量，其收入仍然取得较高速增长，毛利率亦维持在47.5%高位。功能性薄膜材料的下游主要包括消费电子和锂电池两大领域。由于该部分消费电子材料以传统材料为主，22年受行业需求下滑及疫情影响，收入同比-18.0%。销量上看，两项业务22年共销售3.1亿平米，同比+17.1%；但由于销售均价同比-9.2%，两项收入合计仅实现6.3%增长。23-25年，我们预计随着疫情影响的消散、OCA国产替代持续放量、锂电池材料持续放量以及消费电子行业需求的复苏，两项业务合计销量增长20.0%/40.0%/40.0%；销售均价上，由于OCA胶单价较高，占比提升将带动均价提升，预计23-25年整体均价增长15.6%/6.8%/1.1%。毛利率方面，电子级胶站材料毛利率有望随高毛利率OCA占比提升而，预计23-25年分别为49.7%/50.7%/51.5%；传统功能性薄膜材料毛利率较低，但锂电池材料出货亦有望提升整体毛利率，23-25年毛利率分别为22.9%/23.5%/23.5%。

薄膜包装材料：公司薄膜包装材料业务投资较小，毛利率不高但现金流好，主要应用于食品包装等领域。22年由于宏观经济下行影响，该业务销量同比-2.5%，均价亦同比-12.4%。23年预计随着经济复苏，出货量有望回升。预计23-25年薄膜包装材料销售量同比分别5.0%/2.0%/2.0%，销售均价同比分别0.0%/2.9%/2.9%。由于该业务属于低门槛低毛利率业务，我们预计未来毛利率将保持稳定。

高分子复合膜材料：该业务为公司22年新业务，主要是PET膜产品，如MLCC离型膜等，我们预计随着22-23新产线的大规模投产，该业务有望在23年放量，预计23-25年该业务销售量同比增速分别为1400.0%/30.0%/20.0%。销售均价方面，由于公司PET膜主要中低端国内市场，预计销售均价与毛利率均保持稳定。

原材料成本：公司原材料主要为PET、亚克力等大宗化学原料，随着公司高附加值OCA等产品占比提升，其成本下游传导率预计会同步提升，故我们认为公司整体毛利率有望持续提升，预计公司23-25年总体毛利率分别为31.2%/33.3%/35.5%。

基于以上假设，我们预测公司2023-2025年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入与毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电子级胶粘材料	收入	844.4	1077.8	1579.6	2336.8
	增速	26.35%	27.6%	46.6%	47.9%
	毛利率	47.5%	49.7%	50.7%	51.5%
薄膜包装材料	收入	469.5	492.9	517.6	543.5
	增速	-14.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	10.9%	10.0%	10.0%	10.0%
功能性薄膜材料	收入	449.9	718.3	1105.5	1464.8
	增速	-18.03%	59.6%	53.9%	32.5%
	毛利率	19.5%	22.9%	23.5%	23.5%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
热管理复合材料	收入	26.3	27.1	28.5	29.0
	增速	-42.2%	3.0%	5.0%	2.0%
	毛利率	2.3%	6.0%	7.0%	7.0%
高分子薄膜材料	收入	10.0	150.0	195.0	234.0
	增速	—	1400.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%
其他	收入	77.0	79.3	83.3	87.4
	增速	-51.0%	3.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%
合计	收入	1877.2	2545.4	3509.4	4695.5
	增速	-5.4%	35.6%	37.9%	33.8%
	毛利率	29.7%	31.2%	33.3%	35.5%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

综合考虑业务范围，选取东材科技、洁美科技、长阳科技三家可比公司进行估值比较。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
601208.SH	东材科技	113	12.35	0.45	0.59	0.83	1.01	25	21	15	12
002859.SZ	洁美科技	111	25.54	0.40	0.68	1.10	1.51	70	38	23	17
688299.SH	长阳科技	43	15.10	0.40	0.65	0.92	1.19	41	23	16	13
平均值								45	27	18	14
300806.SZ	斯迪克	74	22.78	0.52	1.07	1.57	2.25	44	21	14	10

数据来源：Wind，西南证券整理。注：股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

从估值角度看，行业平均值为 27 倍。由于公司为消费电子胶膜材料龙头公司，OCA 胶国产替代，锂电池材料放量逻辑依旧，基于此，我们看好公司度过疫情意外冲击后，收入业绩重回高增长通道，给予公司 2023 年一定的估值溢价为 30 倍 PE，对应市值为 104.0 亿元，目标价为 32.1 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1877.19	2545.42	3509.42	4695.51	净利润	166.98	344.02	506.09	723.19
营业成本	1319.94	1750.91	2342.40	3030.75	折旧与摊销	160.50	161.05	209.53	235.60
营业税金及附加	17.19	20.09	28.28	38.44	财务费用	45.09	15.27	21.06	37.56
销售费用	55.07	152.73	210.57	328.69	资产减值损失	-14.65	22.90	18.10	17.90
管理费用	138.62	193.45	318.27	435.27	经营营运资本变动	-246.02	-268.52	-427.23	-532.47
财务费用	45.09	15.27	21.06	37.56	其他	-116.22	-2.34	13.95	22.47
资产减值损失	-14.65	22.90	18.10	17.90	经营活动现金流净额	-4.32	272.38	341.49	504.26
投资收益	-6.04	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1657.79	-265.40	-305.60	-214.40
公允价值变动损益	-0.41	-0.21	-0.24	-0.26	其他	219.48	-34.21	-41.24	-48.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1438.30	-299.61	-346.84	-262.66
营业利润	183.41	389.87	570.51	806.64	短期借款	-14.63	-24.42	-231.00	-98.00
其他非经营损益	-1.97	-2.22	-3.18	-3.05	长期借款	1128.64	712.00	472.00	382.00
利润总额	181.43	387.65	567.33	803.59	股权融资	506.64	0.00	0.00	0.00
所得税	14.45	43.63	61.23	80.39	支付股利	-22.76	-33.60	-69.26	-101.87
净利润	166.98	344.02	506.09	723.19	其他	172.92	-143.84	142.94	145.44
少数股东损益	-1.03	-2.27	-3.27	-4.71	筹资活动现金流净额	1770.80	510.14	314.69	327.56
归属母公司股东净利润	168.02	346.28	509.36	727.90	现金流量净额	333.43	482.92	309.34	569.16
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	768.38	1251.30	1560.64	2129.80	成长能力				
应收和预付款项	873.47	1077.01	1504.25	2026.97	销售收入增长率	-5.39%	35.60%	37.87%	33.80%
存货	459.48	607.31	813.41	1053.31	营业利润增长率	-24.04%	112.57%	46.33%	41.39%
其他流动资产	83.16	88.27	121.70	162.84	净利润增长率	-19.87%	106.02%	47.11%	42.90%
长期股权投资	51.35	51.35	51.35	51.35	EBITDA 增长率	5.33%	45.56%	41.49%	34.79%
投资性房地产	29.33	29.33	29.33	29.33	获利能力				
固定资产和在建工程	3876.91	3988.44	4092.49	4077.46	毛利率	29.69%	31.21%	33.25%	35.45%
无形资产和开发支出	182.27	175.20	167.34	161.28	三费率	12.72%	14.20%	15.67%	17.07%
其他非流动资产	348.32	382.21	423.10	470.99	净利率	8.90%	13.52%	14.42%	15.40%
资产总计	6672.69	7650.43	8763.62	10163.33	ROE	7.74%	13.94%	17.42%	20.51%
短期借款	976.42	952.00	721.00	623.00	ROA	2.50%	4.50%	5.77%	7.12%
应付和预收款项	569.62	695.55	951.34	1248.19	ROIC	5.90%	7.84%	10.67%	14.17%
长期借款	2059.37	2771.37	3243.37	3625.37	EBITDA/销售收入	20.72%	22.24%	22.83%	23.00%
其他负债	909.72	762.93	942.50	1140.04	营运能力				
负债合计	4515.13	5181.86	5858.21	6636.59	总资产周转率	0.33	0.36	0.43	0.50
股本	324.01	324.01	324.01	324.01	固定资产周转率	1.35	1.06	1.06	1.27
资本公积	910.87	910.87	910.87	910.87	应收账款周转率	2.36	2.65	2.76	2.70
留存收益	936.96	1249.64	1689.74	2315.77	存货周转率	3.27	3.28	3.29	3.24
归属母公司股东权益	2155.63	2468.92	2909.02	3535.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	81.59%	—	—	—
少数股东权益	1.93	-0.34	-3.61	-8.32	资本结构				
股东权益合计	2157.56	2468.57	2905.41	3526.73	资产负债率	67.67%	67.73%	66.85%	65.30%
负债和股东权益合计	6672.69	7650.43	8763.62	10163.33	带息债务/总负债	67.24%	71.85%	67.67%	64.01%
					流动比率	1.18	1.80	2.33	2.78
					速动比率	0.93	1.44	1.85	2.24
					股利支付率	13.55%	9.70%	13.60%	14.00%
					每股指标				
					每股收益	0.52	1.07	1.57	2.25
					每股净资产	6.65	7.62	8.98	10.91
					每股经营现金	-0.01	0.84	1.05	1.56
					每股股利	0.07	0.10	0.21	0.31
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	388.99	566.19	801.09	1079.80					
PE	43.93	21.31	14.49	10.14					
PB	3.42	2.99	2.54	2.09					
PS	3.93	2.90	2.10	1.57					
EV/EBITDA	24.34	16.57	11.58	8.28					
股息率	0.31%	0.46%	0.94%	1.38%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn