

世华科技（688093）深度研究报告

消费电子材料新星，剑指高端功能材料市场

- ❖ 苏州世华新材料科技股份有限公司成立于2010年4月，产品包括电子复合材料、光电显示模组材料及精密制程应用材料，广泛应用于消费电子、智能穿戴设备、新能源汽车、医疗电子等领域。2020年公司实现营业收入3.29亿元，同比增长36.50%，归母净利润1.29亿元，同比增长58.02%，步入高速增长期。
- ❖ **新材料行业高速增长，重视研发品类持续拓展。**目前，在新一轮科技革命和产业变革大势下，新材料创新步伐持续加快。我国起步较晚，但高度重视新材料产业发展。前瞻产业研究院数据显示，中国新材料市场规模从2015年的2.1万亿元快速增长至2019年的4.5万亿元，年复合增速高达25%左右，预计至2021年我国新材料产业总产值将超过7万亿元。公司自2013年切入北美大客户供应链，凭借强大研发实力逐步增加产品种类，并从手机向笔电、平板电脑等产品横向拓展，凭借高性价比、高响应速度等优势，未来份额有望持续增加。
- ❖ **OLED渗透率持续提升，打开公司远期天花板。**相比于LCD，OLED具有显示效果佳、耗电低、柔性高和超轻薄等优点，出货量逐年增加。根据IHS数据显示，2020年全球OLED面板出货面积达1535万平方米，并有望于2022年持续增长至2153万平方米。光电显示模组功能性材料设计、制备难度大。公司于2019年成功开发出主要应用于OLED模组中的光电显示模组材料，通过三星公司的材料验证并应用于其核心产品OLED模组中。未来随着OLED行业的快速发展，公司有望持续受益。
- ❖ **公司积极布局扩产，业绩高增长可期。**随着公司在客户的种类叠加份额提升，现有产能已无法满足公司现有业务。2020年，公司通过公开发行股票方式募集资金净额7.01亿元，其中5亿元用于功能材料扩产及升级项目，规划高精度涂布线12条。随着产线的逐步投产，有望增加公司营收超6亿元。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**世华科技长期专注于功能性材料设计、开发和制造，背靠苹果、三星等全球知名客户。随着公司不断加大研发投入，产品品类与份额持续获得突破，叠加公司扩产积极，业绩有望迎来高增长。我们预计公司2021/2022/2023年将实现主营收入5.07/7.29/10.07亿元，归母净利润2.18/3.06/4.18亿元，对应EPS1.27/1.78/2.43元。一方面，消费电子新材料赛道具有高技术壁垒，有望享受估值溢价（参考彤程新材21年50倍PE）；另一方面，公司拥有优质客户，IPO项目落地，产能逐步释放，未来三年业绩有望实现45%以上年复合增长率。我们给予公司21年40倍PE，对应目标价50.8元，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**消费电子需求不及预期，竞争环境趋于激烈，扩产进度不及预期，大客户风险。

主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万)	329	507	729	1,007
同比增速(%)	36.5%	54.0%	44.0%	38.0%
归母净利润(百万)	129	218	306	418
同比增速(%)	58.0%	69.0%	40.6%	36.4%
每股盈利(元)	0.75	1.27	1.78	2.43
市盈率(倍)	47	28	20	15
市净率(倍)	6	5	4	3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2021年6月4日收盘价

强推（首次）

目标价：50.8元

当前价：36.73元

华创证券研究所

证券分析师：耿琛

电话：0755-82755859

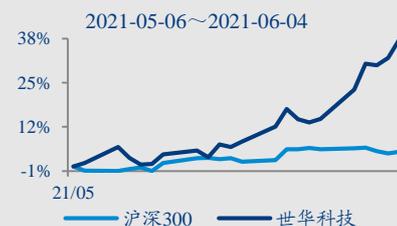
邮箱：gengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360517100004

公司基本数据

总股本(万股)	17,200
已上市流通股(万股)	4,085
总市值(亿元)	63.18
流通市值(亿元)	15.0
资产负债率(%)	3.8
每股净资产(元)	5.8
12个月内最高/最低价	37.62/22.7

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

- ❖ **自上而下由公司主营业务赛道下沉到公司业务分析公司竞争优势。**本报告分为两个部分：第一章对公司进行基本介绍，回顾公司发展历程，介绍公司主营业务、管理层、股权结构及股权激励情况等，分析公司财务状况。第二章及第三章分板块详细阐述了精密制程应用材料、电子复合功能材料、光电显示模组材料的市场空间、竞争格局、产业链情况及公司在行业内的竞争优势。

投资逻辑

- ❖ **行业空间广阔，品类扩张叠加扩产积极步入高速增长期。1、新材料行业国内空间超万亿，独特优势造就小而美。**前瞻产业研究院预计 2021 年我国新材料产业总产值将超过 7 万亿元。公司自 2013 年切入北美大客户供应链，凭借优质产品、高性价比、高响应速度等优势，未来份额有望持续增加。**2、OLED 渗透率持续提升，公司积极卡位奠定优势。**IHS 数据显示 2022 年 OLED 出货量有望增长至 2153 万平方米，其中光电显示模组功能性材料具有较高技术壁垒。公司于 2019 年成功开发出主要应用于 OLED 模组中的光电显示模组材料，通过三星公司的材料验证并应用于其核心产品 OLED 模组中。未来随着 OLED 行业的快速发展，公司有望持续受益。

目 录

一、专注高端功能性材料，背靠优质客户打造核心竞争力	5
(一) 专注功能材料，产品种类不断丰富	5
(二) 股权集中利于管理，实控人经验丰富	6
(三) 盈利能力优秀，营收有望持续增长	7
二、新材料行业国产替代空间广阔，公司有望充分受益	8
(一) 新材料行业高速增长，国内需求持续高涨	8
(二) 3M 等公司寡头垄断，国产替代迫切	9
(三) 聚焦消费电子领域，多维度要求难度高	9
(四) 专注定制化功能性材料，构筑矩阵化材料体系	10
1、电子复合功能材料复合要求高，公司产品性价比突出	11
2、以精密制程应用材料起家，顺应自动化发展潮流	11
三、OLED 渗透率持续提升，背靠龙头前景可期	12
(一) OLED 显示效果出众，应用范围广泛	12
(二) 韩企先发优势显著，大陆企业快速追赶	13
(三) 上游材料国产化加速切入，公司有望充分受益	14
四、投资建议与风险提示	15
(一) 盈利预测	15
(二) 投资建议	15
(三) 风险提示	16
1、消费电子需求不及预期	16
2、竞争环境趋于激烈	16
3、扩产进度不及预期	16
4、大客户风险	16

图表目录

图表 1	公司发展历史	5
图表 2	各板块营业收入（百万元）	6
图表 3	各板块毛利（百万元）	6
图表 4	公司股权结构	6
图表 5	业绩考核要求	7
图表 6	公司营收及增速	7
图表 7	公司净利润及增速	7
图表 8	公司毛、净利率	8
图表 9	各板块毛利率	8
图表 10	公司三费占比情况	8
图表 11	研发支出占比情况	8
图表 12	全球新材料市场规模（万亿美元）	9
图表 13	中国新材料市场规模（万亿元）	9
图表 14	国内外功能性材料公司	9
图表 15	消费电子领域复合功能性材料行业产业链	10
图表 16	功能性材料产品示意图	11
图表 17	电子复合功能材料在手机中的应用	11
图表 18	精密制程材料特性	12
图表 19	OLED、LCD、LED 对比	12
图表 20	全球 OLED 面板出货情况	13
图表 21	中国 OLED 面板出货情况	13
图表 22	各国 OLED 产能占比	14
图表 23	各产商柔性 OLED 良率情况	14
图表 24	OLED 产业链	14
图表 25	光电显示模组结构	15

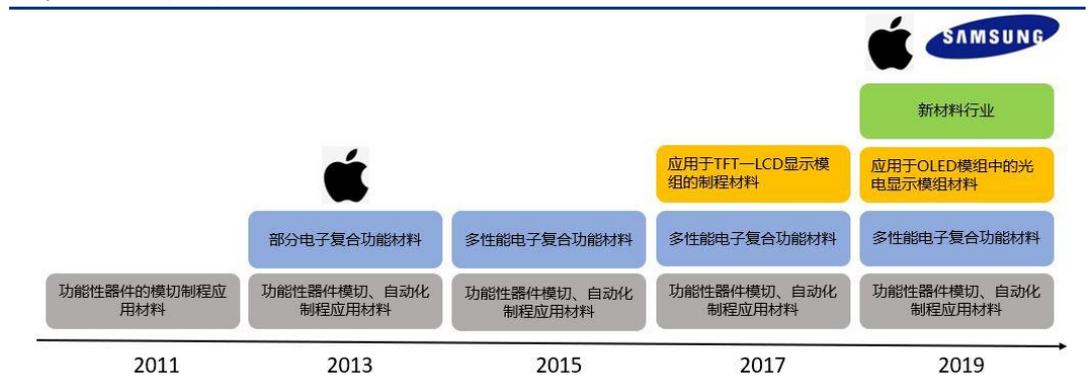
一、专注高端功能性材料，背靠优质客户打造核心竞争力

苏州世华新材料科技股份有限公司成立于 2010 年 4 月，2020 年 9 月在上海证券交易所科创板成功上市，是一家致力于功能性材料研发、制造和销售的国家级高新技术企业。公司产品可广泛应用于消费电子、智能穿戴设备、新能源汽车、医疗电子等领域。

（一）专注功能材料，产品种类不断丰富

公司自成立以来始终以功能性材料合成为主线，围绕功能涂层配方及材料结构设计技术、高分子聚合物聚合与改性技术、精密涂布技术等核心技术能力，持续进行产品升级，实现业务快速发展。2010 年公司成立之初主要生产应用于功能性器件模切的制程应用材料；2013 年公司凭借开发的自动化制程应用材料成功进入知名消费电子品牌供应链，同时部分电子复合功能材料研发成功并实现销售；2015 年公司顺应消费电子发展趋势开发出多种性能的电子复合功能材料产品；2017 年公司研发出应用于 TFT-LCD 显示模组的制程材料并实现销售；2019 年公司研究开发出主要应用于 OLED 模组中的光电显示模组材料，多款产品成功进入三星公司物料资源池。

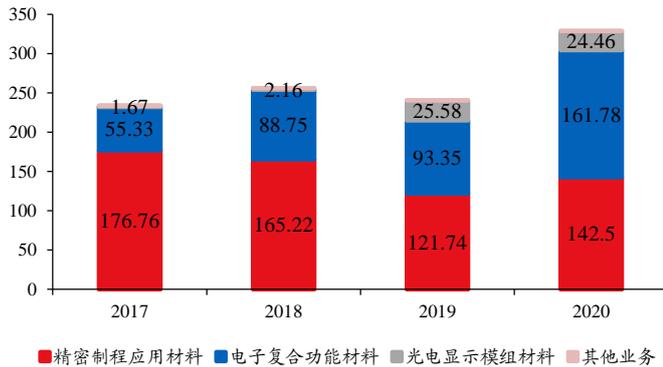
图表 1 公司发展历史



资料来源：公司公告，华创证券

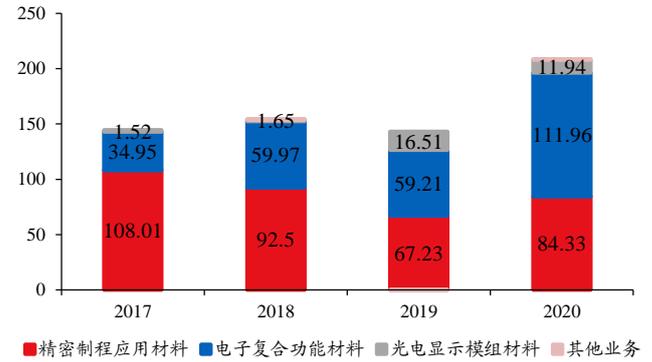
截止 2020 年，公司精密制程应用材料产品营收约为 1.43 亿元，占公司总收入的 43.32%，毛利约为 0.84 亿元，约占总毛利的 40.49%；电子复合功能性材料的营收约为 1.62 亿元，占比逐步由 2017 年的 23.67% 增至 2020 年的 49.18%，毛利约 1.12 亿元，占比由 2017 年的 24.19% 迅速提升至 53.76%；光电显示模组材料的营收和毛利的占比情况也均有提升。按照公司的布局规划，未来电子复合功能材料和光电显示模组材料将为公司主要发展的业务板块。

图表 2 各板块营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 各板块毛利（百万元）

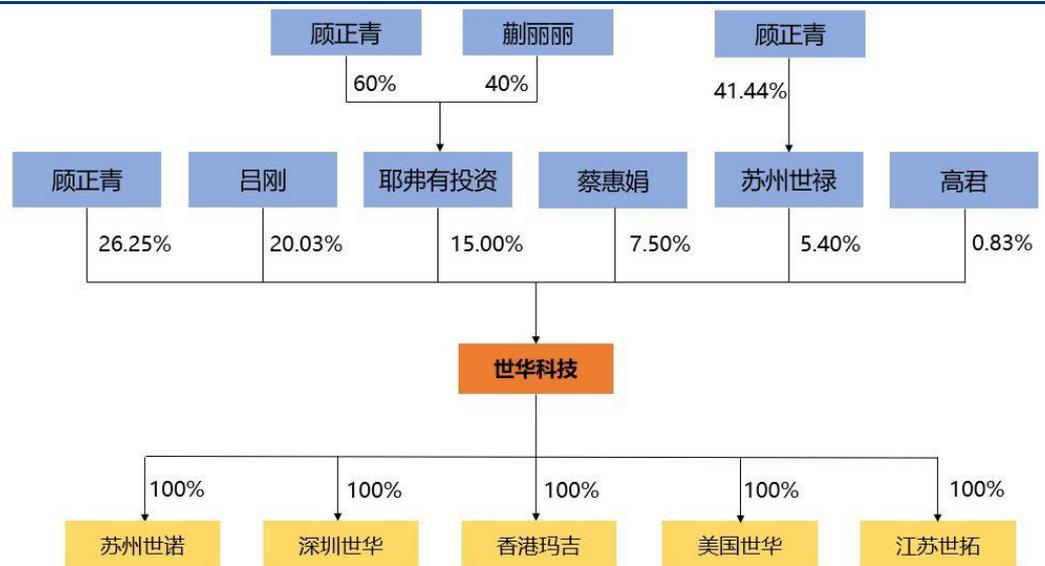


资料来源：公司公告，华创证券

(二) 股权集中利于管理，实控人经验丰富

公司股权较为集中，前十大股东持股比例为 76.91%。实际控制人为顾正青及其配偶蒯丽丽、吕刚、蔡惠娟及其配偶计建荣 5 人，其中顾正青及其配偶蒯丽丽通过直接持有耶弗有投资和苏州世禄间接持有公司 46.65% 的表决权。自公司成立至今，五人基于一致的企业经营理念和共同的利益基础，共同合作，持续推动公司快速发展。

图表 4 公司股权结构



资料来源：公司公告，华创证券

公司于 2021 年 4 月 10 日发布限制性股权激励计划（草案），拟授予的限制性股票数量为 135 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 1.72 亿股的 0.78%，授予价格为 8.80 元。拟授予限制性股票的激励对象主要包括董事、高级管理人员及技术业务骨干人员共计 30 人，约占 2020 年底员工总数 292 人的 10.27%。本次激励计划的实施，将有助于充分调动公司管理层及员工的积极性，进一步降低核心人才流失风险，利于公司长期发展。

图表 5 业绩考核要求

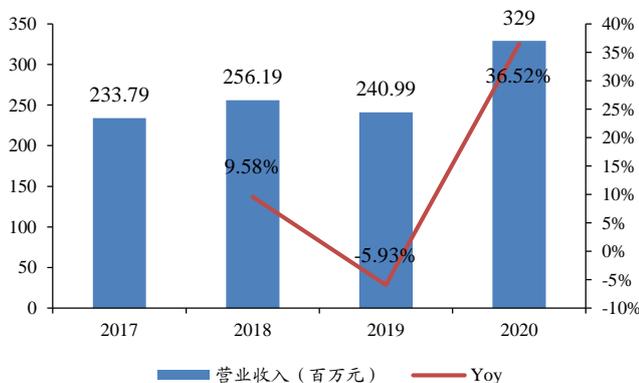
考核年度	业绩考核目标
2021	公司需满足两条件之一：1、以 2020 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 40%；2、以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 40%。
2022	公司需满足两条件之一：1、以 2020 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 90%；2、以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 90%。
2023	公司需满足两条件之一：1、以 2020 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 150%；2、以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 150%。

资料来源：公司公告，华创证券

(三) 盈利能力优秀，营收有望持续增长

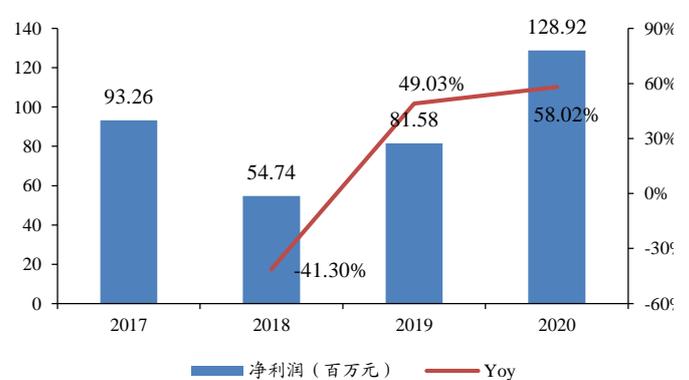
营收稳中有增，净利波动提升。公司结合客户订单、自身研发能力及总体产能情况持续响应客户需求、丰富和拓展产品种类以应对市场中的风险。2017-2019 年，公司营收基本保持稳定，2020 年虽受疫情影响，但仍实现了营收的高速增长，从 2017 年的 2.34 亿元增长至 2020 年的 3.29 亿元，CAGR 为 12.06%。2020 年公司积极发展电子复合功能材料业务，为当年收入增长的主要来源。净利润方面，2017 年公司净利润为 0.93 亿元，2018 年受股份支付的影响，公司净利润有所下滑，而后逐步回升，在 2020 年实现净利润 1.29 亿元，同比增长 58.02%。

图表 6 公司营收及增速



资料来源：公司公告，华创证券

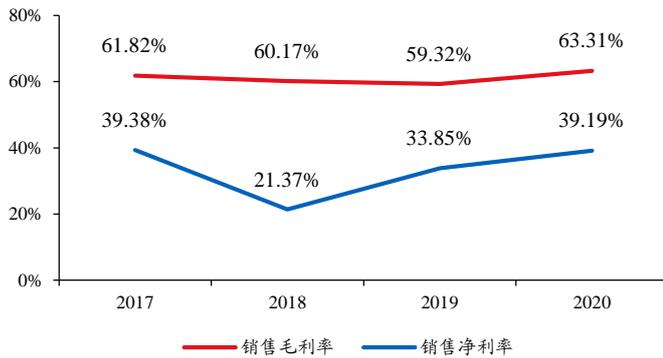
图表 7 公司净利润及增速



资料来源：公司公告，华创证券

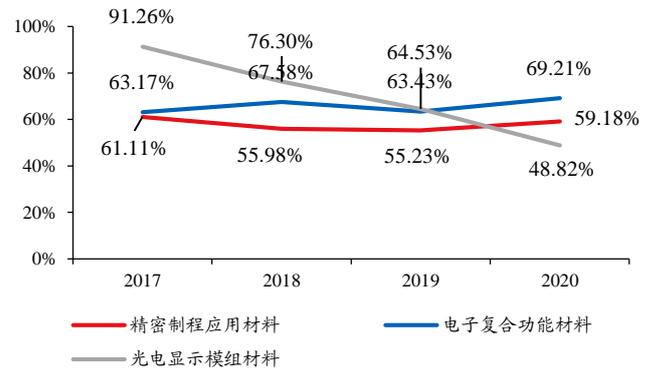
定制化服务支持毛、净利率长期稳定在高水平。近年来虽受行业竞争加剧、疫情等因素的影响，公司毛利率仍长期保持在 60% 左右，始终高于同行平均值，净利率除 2018 年受股份支付影响导致大幅降低外，其余各年份均保持在 33%-40%。分产品来看，公司三大主营板块的毛利率水平都很高，且电子复合功能材料和精密制程应用材料的毛利率较为稳定，其中电子复合功能材料由于公司能够提供定制化服务，所以该板块的毛利率可长期维持在 64% 左右，精密制程应用材料的毛利率也可保持在 55% 以上，而光电显示模组材料市场受原材料成本上升和公司产品结构的影响导致毛利率逐年下降，由 2017 年的 91.26% 降至为 2020 年的 45.99%，由于公司该板块的营收比重较小，所以未对公司整体的毛利率造成较大影响。

图表 8 公司毛、净利率



资料来源: Wind, 华创证券

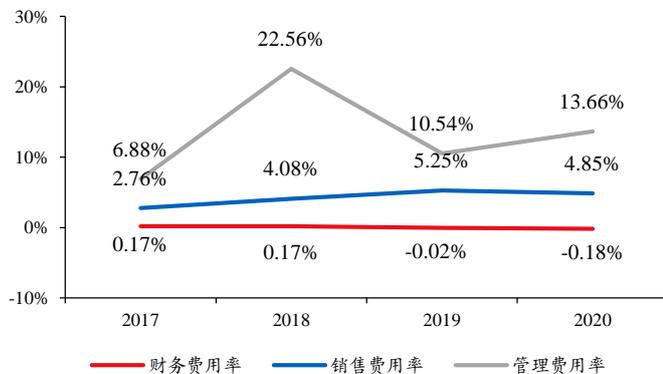
图表 9 各板块毛利率



资料来源: Wind, 华创证券

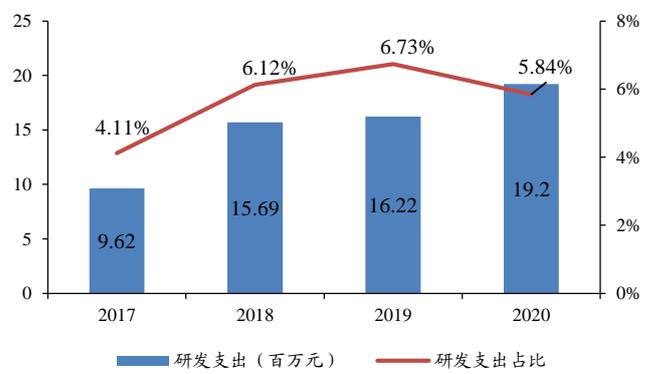
三费控制波动向好, 研发投入稳步增加。2017-2020 年公司的三费控制情况波动较大, 其中 2018 年管理费率大幅度提高, 主要由于公司将用于股份支付的 0.31 亿元计入了管理费用, 若不考虑此项业务, 则 2017-2020 年公司的管理费用率分别为 6.88%、10.61%、10.54%、13.66%。销售费用率和财务费用率较为稳定, 销售费用率保持在 5% 以下, 财务费用率在 1% 以下, 公司的财务压力较小。同时公司的研发投入逐步增加, 2020 年研发支出为 0.19 亿元, 占营收比例近 6%, 处于行业平均水平, 为公司后续的发展打下了坚实的基础。

图表 10 公司三费占比情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 研发支出占比情况



资料来源: Wind, 华创证券

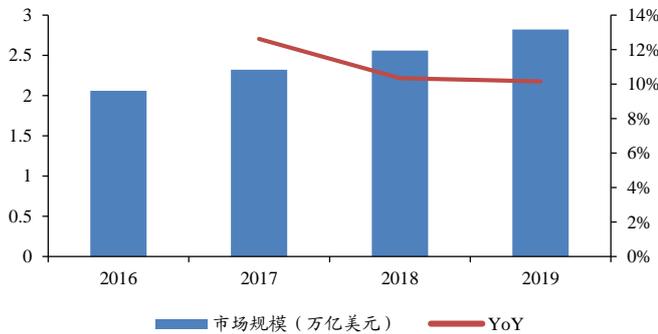
二、新材料行业国产替代空间广阔, 公司有望充分受益

(一) 新材料行业高速增长, 国内需求持续高涨

目前, 在新一轮科技革命和产业变革大势下, 全球新材料产业格局发生重大调整。新材料与消费电子、信息技术、能源、医疗器械、生物等高新技术领域加速融合, 互联网、生物基因、新能源、航空航天等新技术、新模式蓬勃兴起, 新材料创新步伐持续加快。前瞻产业研究院数据显示, 全球新材料产业近年来保持快速增长, 由 2016 年的 2.06 万亿美元增长至 2019 年的 2.82 万亿美元, 复合增长率达到 11.04%。我国相较于欧美等国家起步较晚, 但高度重视新材料产业发展, 迎来行业强劲发展。前瞻产业研究院数据

显示，中国新材料市场规模从 2015 年的 2.1 万亿元快速增长至 2019 年的 4.5 万亿元，年复合增速达 25% 左右，预计至 2021 年我国新材料产业总产值将超过 7 万亿元。

图表 12 全球新材料市场规模（万亿美元）



图表 13 中国新材料市场规模（万亿元）



资料来源：前瞻产业研究院《2019 年中国新材料行业市场现状及发展前景分析》，华创证券

资料来源：前瞻产业研究院《2019 年中国新材料行业市场现状及发展前景分析》，华创证券

(二) 3M 等公司寡头垄断，国产替代迫切

功能性材料行业以研究为导向，对高分子合成技术、实验室配方调配、材料实验数据储备等方面有较高的要求，需要行业内企业具备核心研发能力。3M、Nitto、Tesa 等公司在材料领域具有悠久的历史及先进的技术能力，占据材料行业的中高端市场，并引领行业的发展方向。本世纪以来，国内新材料行业受消费电子、航空航天、节能环保等新兴行业带动，行业内复合功能性材料企业快速崛起，以世华科技为代表的部分国内企业获得了赶超国际一流企业的发展机会，加快研发创新，不断提升产品性能，在部分细分领域具备了与国际一流企业竞争的科技实力。

图表 14 国内外功能性材料公司

国际品牌



国内品牌



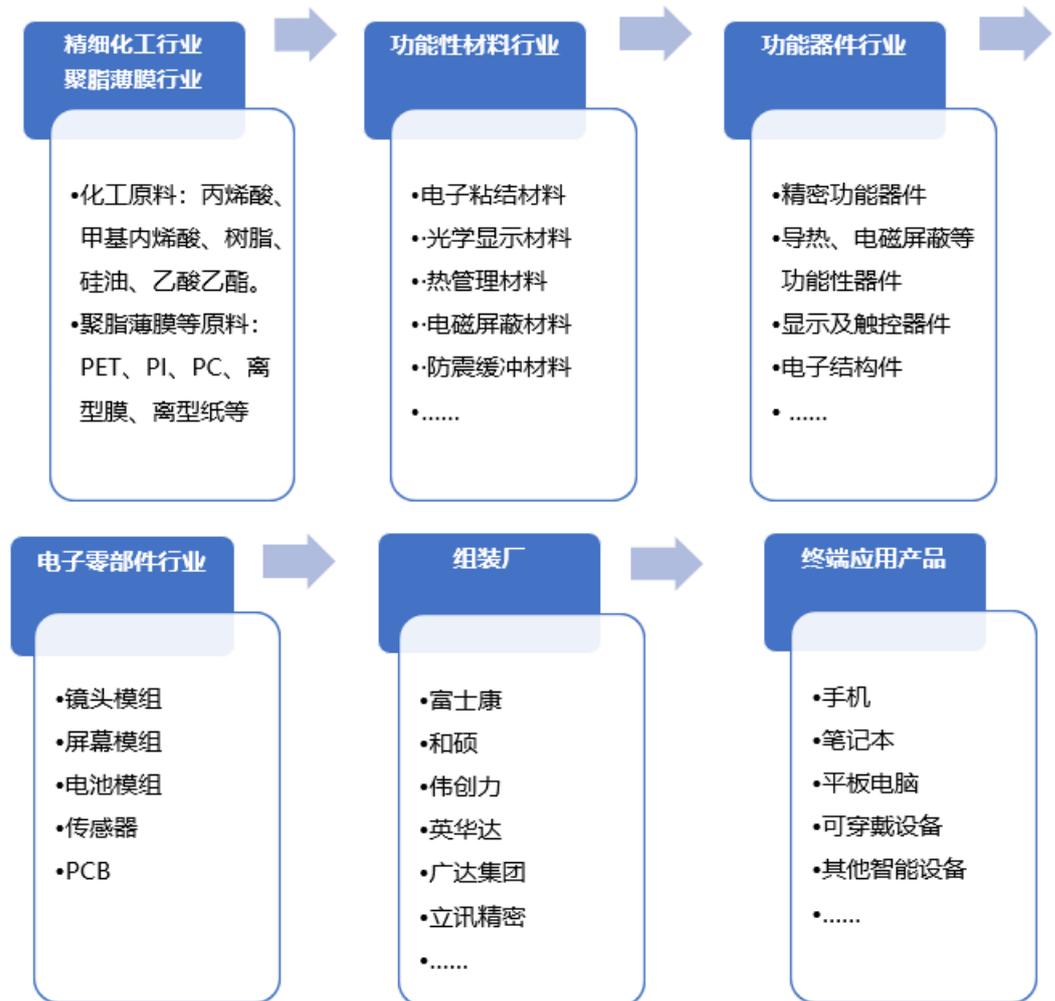
资料来源：各公司官网，华创证券

(三) 聚焦消费电子领域，多维度要求难度高

消费电子领域的功能性材料产业链可分为本行业上游的精细化工行业、高分子薄膜材料

行业、功能性材料行业，中游为功能器件厂商、电子元器件厂商，产业链下游为消费电子产品组装厂及产业链终端的消费电子产品品牌厂商。其中精细化工行业主要生产丙烯酸、聚氨酯、甲苯、乙酸乙酯、硅油等多种精细化工材料，高分子薄膜材料行业生产合成纤维及聚合物薄膜材料（如 PET、PI 等），是复合功能性材料的基础原材料。功能性材料行业主要依据终端客户的需求进行功能性材料的研发设计，直接介入终端客户的产品设计中，研发、设计出在多个功能维度同时满足客户要求复合功能性材料，满足终端消费电子产品粘接特性、物理特性、化学特性、耐候性等全方位材料需求。

图表 15 消费电子领域复合功能性材料行业产业链

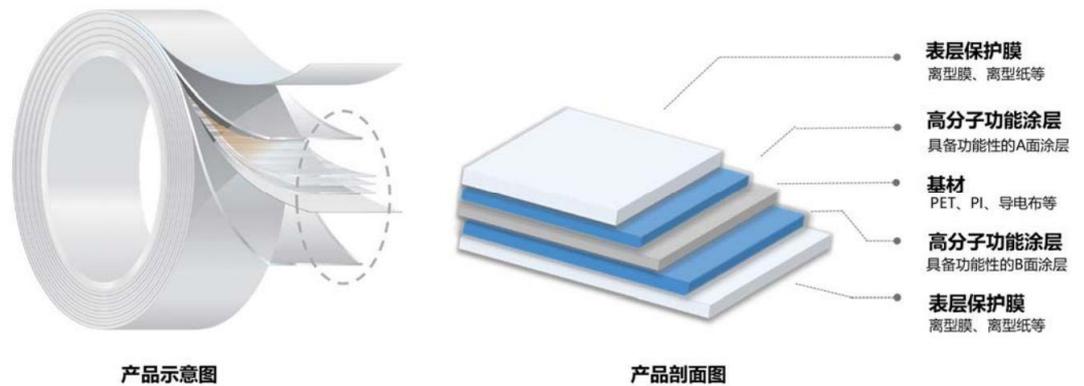


资料来源：招股说明书，华创证券

(四) 专注定制化功能性材料，构筑矩阵化材料体系

公司的功能性材料是指将具有特定功能的高分子功能涂层通过精密涂布等工艺与不同特性的基材载体结合所形成的一种复合功能性材料。其中高分子功能涂层是复合功能性材料的核心组成部分，复合功能性材料的功能主要由高分子功能涂层体现。功能基材同样对复合功能性材料有重要影响。公司结合各类基材的性质，将高分子功能涂层与基材进行合理搭配，形成多种功能复合的一体化结构设计。表层保护膜对复合功能性材料起到保护作用。

图表 16 功能性材料产品示意图

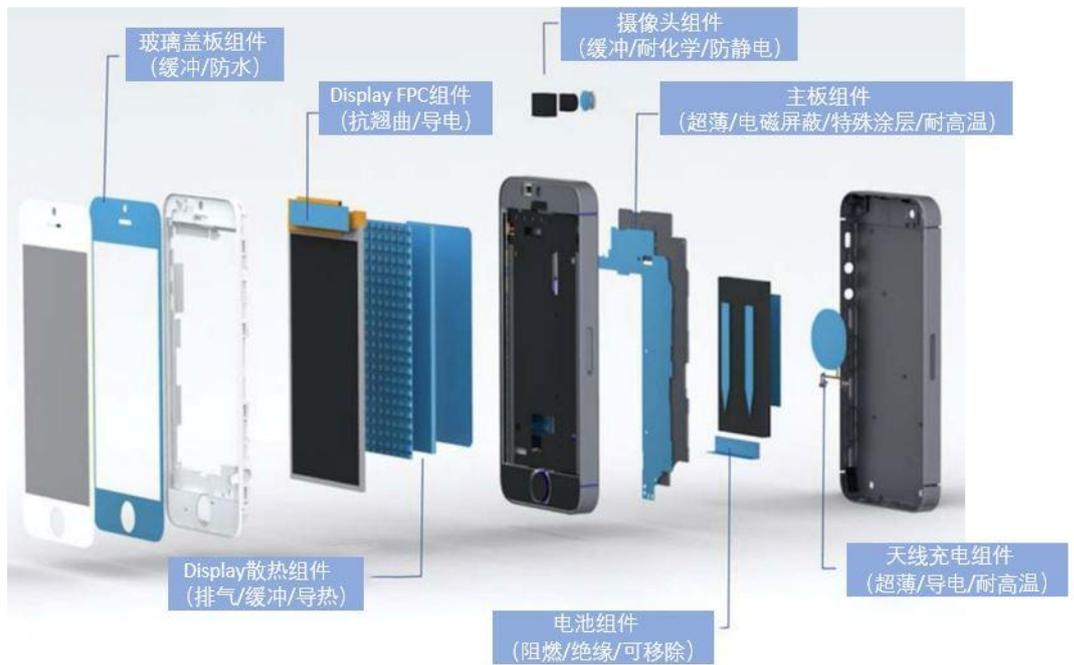


资料来源：招股说明书

1、电子复合功能材料复合要求高，公司产品性价比突出

电子复合功能材料是一类具备多种复合功能的电子级粘接产品，主要应用场景为消费电子产品内部，在狭小空间内实现客户对粘接强度、导热、导电、电磁屏蔽、耐候性等功能的特定要求，技术难度较高。因此，高端电子级粘接材料市场长期被 3M、Nitto、Tesa 等国际企业垄断。目前，世华科技自主研发的部分电子复合功能材料在消费电子领域直接与国际企业竞争，材料性能具备较强市场竞争力。此外，公司通过提升产品性价比、快速响应客户等举措有望逐步提升市场份额。

图表 17 电子复合功能材料在手机中的应用



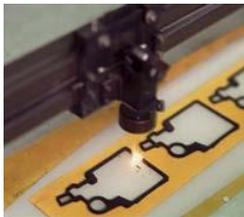
资料来源：招股说明书

2、以精密制程应用材料起家，顺应自动化发展潮流

精密制程应用材料是一类对材料粘接特性、涂布克重、稳定性、洁净度有高精度要求的

功能膜类产品，可实现低中高剥离速度下剥离强度的窄幅控制，主要应用于电子产品制造过程，配合智能制造设备实现高度自动化生产。根据具体应用场景不同，精密制程应用材料可分为功能偏重于自动化组装过程中的制程材料以及功能偏重于消费电子各功能器件保护的精密制程保护材料两个方向，是自动化生产过程中必不可少的支持性材料。

图表 18 精密制程材料特性

应用场景	应用图片	用途	产品特征
自动化组装制程		用于高精度自动化组装过程中	是一类对材料粘性、涂布量、内聚力、稳定性有高精度要求的功能膜类产品，具有剥离强度波动区间窄、高抗静电能力、专业量小等特点。
电子产品制程中元器件保护		主要用于智能手机、PC 产品屏幕、摄像头、电池模组等元器件的保护	产品在剥离强度、稳定性、不残留等高精度粘接特性的同时，也根据应用的电子元器件需求，具备贴合性紧密、挺直性好、透光率高、防指纹、抗油渍、防划等、抗静电等功能特征。

资料来源：招股说明书，华创证券

精密制程应用材料的主要技术难点体现在产品粘接特性的精细控制与功能性的多维度复合。公司精密制程应用材料根据客户需求，最低可将低粘性类产品剥离强度控制在 1.5-2.4gf/25mm 的区间范围内，同时保障产品的稳定性，以满足客户自动化生产工艺需求。

三、OLED 渗透率持续提升，背靠龙头前景可期

(一) OLED 显示效果出众，应用范围广泛

OLED 即有机发光二极管，指采用极薄的有机材料涂层和玻璃基板所构成且当电流通过时会发光的有机半导体。相比于 LCD，其显示性能更优异，具有显示效果佳、耗电低、柔性高和超轻薄等优点，被广泛运用于汽车电子、智能穿戴设备、VR 设备和消费电子等产品的屏幕上。

图表 19 OLED、LCD、LED 对比

	OLED	LCD	LED
开口率	✓		
对比度	✓		
分辨率		✓	
色域广度	✓		
屏幕厚度	✓		
节能省电	✓		
使用寿命			✓

	OLED	LCD	LED
价格成本			✓

资料来源：华创证券

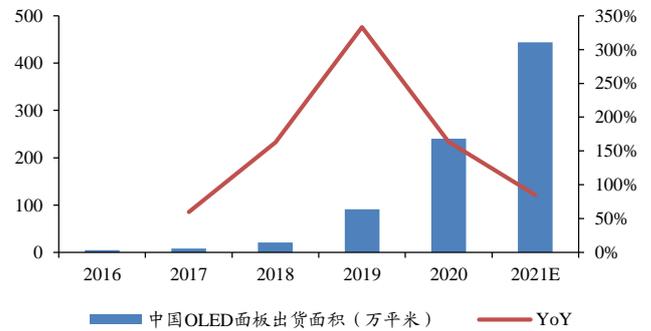
由于 OLED 面板具有显示效果好、重量轻与柔性可折叠的特点，在手机和可穿戴设备领域具有很强的竞争力。据前瞻产业研究院数据显示，目前 OLED 下游应用市场中，手机占据了 69%，可穿戴设备占了 10%。未来随着 OLED 加速向车载显示、笔记本、可穿戴设备等领域渗透，其出货量有望持续提升。根据 IHS 数据显示，2020 年全球 OLED 面板出货面积达 1535 万平方米，并有望于 2022 年持续增长至 2153 万平方米。国内由于 OLED 产业起步较晚，正处于高速增长期，2020 年出货面积为 240 万平方米，较 2019 年增长 163.74%，2021 年有望进一步增长至 444 万平方米。

图表 20 全球 OLED 面板出货情况



资料来源：IHS、转引自招股说明书，华创证券

图表 21 中国 OLED 面板出货情况

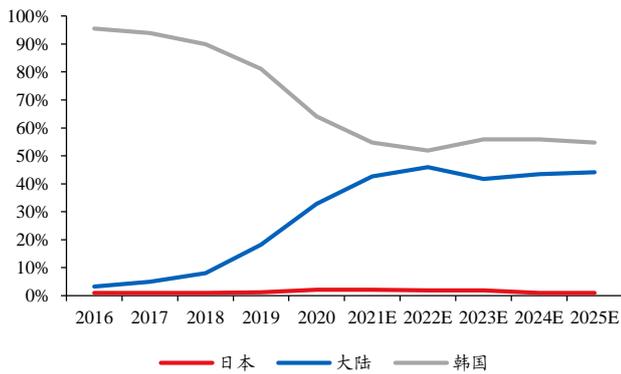


资料来源：IHS、转引自招股说明书，华创证券

(二) 韩企先发优势显著，大陆企业快速追赶

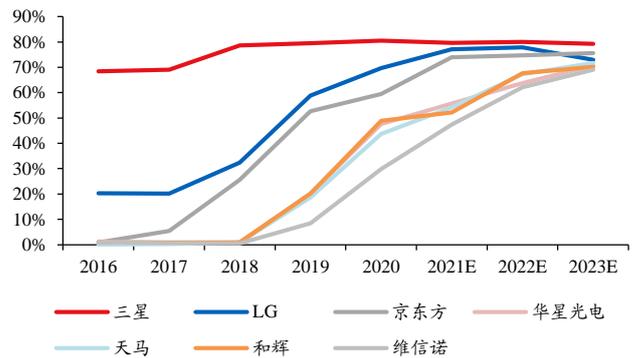
在 2007 年，韩厂就凭借先进的技术积累和材料成本优势进入 OLED 市场，三星显示和 LGD 两大巨头始终保持产能及增长率先，并具有技术引领效应。当前市场主流 OLED 生产路线便是采用三星的“LTPS TFT 基板+RGB OLED”技术路线和 LGD 的“Oxide 基板+白光”技术路线。随着 2017 年京东方成都 OLED 产线投产，大陆企业的产能进入快速增长通道。DSCC 预计至 2021 年，大陆产能将占据全球 40% 以上的份额。此外，良率直接体现公司 OLED 的制造能力。据 DSCC 数据显示，2019 年京东方良率在 52% 左右，低于三星 75% 的良率，但随着公司在 OLED 技术的积累加深，有望于 2021 年达到 70% 以上，其他国内厂商由于技术差距可能到 2023 年才能达到 70% 以上。

图表 22 各国 OLED 产能占比



资料来源：DSCC，华创证券

图表 23 各产商柔性 OLED 良率情况

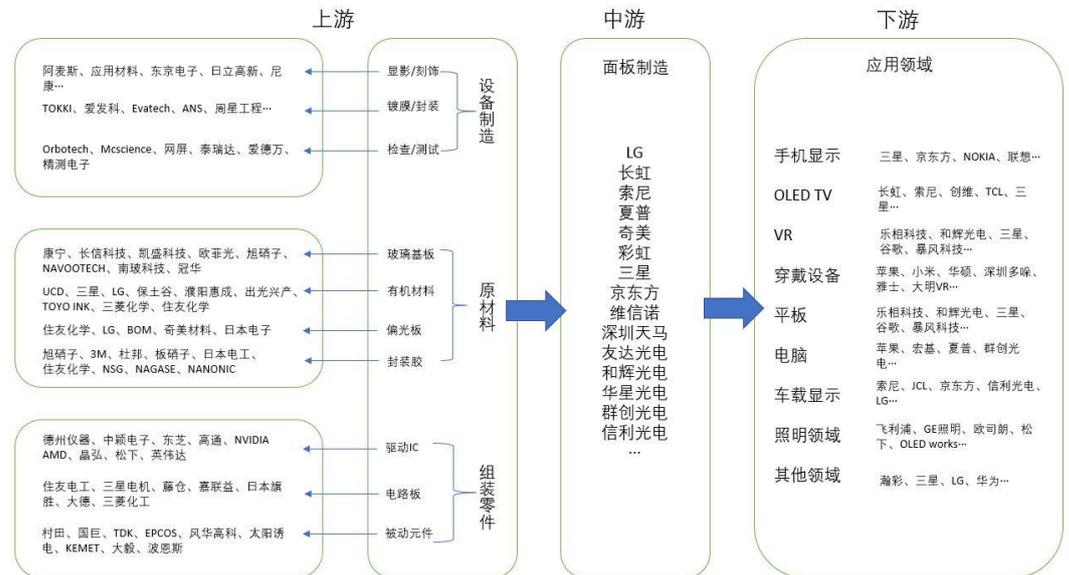


资料来源：DSCC，华创证券

(三) 上游材料国产化加速切入，公司有望充分受益

OLED 产业链涉及的上游供应材料、设备，以及下游的应用领域较多，因此产业链的参与者较多。具体而言，OLED 产业链上游包括原材料生产、设备制造以及组装零部件的生产三大板块，各个板块又包括了较多细分的产品，如原材料有玻璃基板、有机发光材料、偏光板、封装胶等。随着全球 OLED 产业的快速增长，将持续带动国内上游如电磁屏蔽材料等功能性材料需求的持续增长。

图表 24 OLED 产业链



资料来源：前瞻产业研究院《2021 年中国 OLED 产业市场现状、竞争格局及发展趋势分析技术+材料国产化大势所趋》，华创证券

通常而言，手机光电显示模块由上层盖板触控模块、中层 OLED Panel 模块、下层缓冲及导热屏蔽模块构成，公司的光电显示模组材料目前主要应用于下层缓冲及导热屏蔽模块，实现粘接、导热、电磁屏蔽、缓冲吸能等功能。相较一般功能性材料，光电显示模组材料在设定厚度、剥离强度下，对于导热散热、电磁屏蔽、抗翘曲能力、高温下粘性保持力具有极高要求。因此，设计、制备满足光电显示模组功能性要求的材料具备较高的技

术难度。

图表 25 光电显示模组结构



资料来源：招股说明书

公司于 2017 年研发出应用于 TFT-LCD 显示模组的制程材料并实现销售，并于 2019 年成功开发出主要应用于 OLED 模组中的光电显示模组材料，已通过三星公司的材料验证并应用于三星核心产品 OLED 模组中。与此同时，公司的多款光电显示模组材料目前已经进入测试、打样阶段，未来随着 OLED 领域的快速发展，叠加公司募投项目的逐步开展，公司营收有望持续增长。

四、投资建议与风险提示

(一) 盈利预测

世华科技长期专注于功能性材料设计、开发和制造，背靠苹果、三星等全球知名客户。随着公司不断加大研发投入，产品品类与份额持续获得突破，叠加公司扩产积极，业绩有望迎来高增长。我们预计公司 2021/2022/2023 年将实现主营收入 5.07/7.29/10.07 亿元，归母净利润 2.18/3.06/4.18 亿元，对应 EPS1.27/1.78/2.43 亿元。

(二) 投资建议

行业空间广阔，品类扩张叠加扩产积极步入高速增长长期。1、新材料行业国内空间超万亿，独特优势造就小而美。前瞻产业研究院预计 2021 年我国新材料产业总产值将超过 7 万亿元。公司自 2013 年切入北美大客户供应链，凭借优质产品、高性价比、高响应速度等优势，未来份额有望持续增加。2、OLED 渗透率持续提升，公司积极卡位奠定优势。IHS 数据显示 2022 年 OLED 出货量有望增长至 2153 万平方米，其中光电显示模组功能性材料具有较高技术壁垒。公司于 2019 年成功开发出主要应用于 OLED 模组中的光电显示模组材料，通过三星公司的材料验证并应用于其核心产品 OLED 模组中。未来随着 OLED 行业的快速发展，公司有望持续受益。基于此，我们给予公司 21 年 40 倍 PE，对应目标价 50.8 元，首次覆盖，给予“强推”评级。

（三）风险提示

1、消费电子需求不及预期

1) 印度疫情加剧或影响全球手机出货量；2) 物料短缺或致消费电子产品出货量不及预期。

2、竞争环境趋于激烈

其他材料公司的加入或致行业竞争趋于激烈。

3、扩产进度不及预期

公司扩充产线较多，若下游需求发生重大变化，可能致扩产进度不及预期。

4、大客户风险

2017 至 2019 年，公司产品应用于北美大客户终端的销售收入占公司营业收入的比例分别为 92.91%、93.27%、87.65%，存在大客户依赖风险。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	492	230	263	410
应收票据	0	0	0	0
应收账款	146	223	322	444
预付账款	1	1	2	2
存货	33	48	61	88
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	15	29	46	51
流动资产合计	687	531	694	995
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	40	102	177	230
在建工程	167	220	214	191
无形资产	14	13	12	10
其他非流动资产	270	542	629	719
非流动资产合计	491	877	1,032	1,150
资产合计	1,178	1,408	1,726	2,145
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	62	95	124	171
预收款项	0	0	0	0
合同负债	0	0	0	1
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	24	37	54	73
流动负债合计	86	132	178	245
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	86	132	178	245
归属母公司所有者权益	1,092	1,276	1,548	1,900
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,092	1,276	1,548	1,900
负债和股东权益	1,178	1,408	1,726	2,145

现金流量表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	74	160	237	351
现金收益	136	225	325	450
存货影响	-11	-14	-14	-27
经营性应收影响	-62	-78	-99	-123
经营性应付影响	-6	33	29	47
其他影响	16	-5	-5	3
投资活动现金流	-317	-418	-191	-164
资本支出	-47	-122	-88	-62
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-270	-296	-103	-102
融资活动现金流	646	-4	-13	-40
借款增加	-36	0	0	0
股利及利息支付	-15	-34	-65	-77
股东融资	719	0	0	0
其他影响	-22	30	52	37

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	329	507	729	1,007
营业成本	121	172	248	342
税金及附加	3	5	7	10
销售费用	16	23	33	45
管理费用	26	35	51	70
研发费用	19	30	44	62
财务费用	-1	-1	-1	-1
信用减值损失	-1	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	4	7	5	5
其他收益	4	6	5	5
营业利润	151	255	357	487
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	150	254	356	486
所得税	21	36	50	68
净利润	129	218	306	418
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	129	218	306	418
NOPLAT	128	217	305	417
EPS(摊薄)(元)	0.75	1.27	1.78	2.43

主要财务比率

	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	36.5%	54.0%	44.0%	38.0%
EBIT 增长率	58.2%	69.1%	40.7%	36.5%
归母净利润增长率	58.0%	69.0%	40.6%	36.4%
获利能力				
毛利率	63.3%	66.0%	66.0%	66.0%
净利率	39.2%	43.0%	42.0%	41.5%
ROE	11.8%	17.1%	19.8%	22.0%
ROIC	17.9%	33.8%	38.1%	40.4%
偿债能力				
资产负债率	7.3%	9.4%	10.3%	11.4%
债务权益比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	8.0	4.0	3.9	4.1
速动比率	7.6	3.7	3.6	3.7
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转天数	126	131	135	137
应付账款周转天数	194	164	159	155
存货周转天数	83	85	79	79
每股指标(元)				
每股收益	0.75	1.27	1.78	2.43
每股经营现金流	0.43	0.93	1.38	2.04
每股净资产	6.35	7.42	9.00	11.05
估值比率				
P/E	47	28	20	15
P/B	6	5	4	3
EV/EBITDA	128	77	54	39

电子组团队介绍

TMT 大组组长、首席电子分析师：耿琛

美国新墨西哥大学计算机硕士。曾任新加坡国立大计算机学院研究员，中投证券、中泰证券研究所电子分析师。2019 年带领团队获得新财富电子行业第五名，2016 年新财富电子行业第五名团队核心成员，2017 年加入华创证券研究所。

研究员：葛星甫

上海财经大学经济学硕士。2 年 TMT 研究经验。2019 年加入华创证券研究所。

研究员：岳阳

上海交通大学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

分析师：熊翊宇

复旦大学金融学硕士，3 年买方研究经验，曾任西南证券电子行业研究员，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：郭一江

北京大学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：游凡

美国威斯康星大学麦迪逊分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522