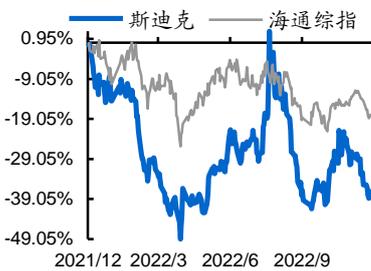


**投资评级 优于大市** 首次覆盖

# 布局高端膜材料及 PET 原材料，强化行业领先优势

**股票数据**

12月28日收盘价(元)	23.77
52周股价波动(元)	21.25-60.70
总股本/流通A股(百万股)	324/171
总市值/流通市值(百万元)	7702/4070

**相关研究**
**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.9	8.1	4.0
相对涨幅(%)	-14.6	-1.3	2.9

资料来源: 海通证券研究所

**投资要点:**

- 公司是国内领先功能性涂层复合材料公司。**公司主要从事功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料及薄膜包装材料的研发、生产和销售；上游材料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，以及亚克力胶、硅胶等胶材料。下游客户主要包括消费电子、家用电器、汽车电子等产品配套的模切厂商。
- 公司扣非后归母净利润实现快速增长。**2020-2022Q1-3 公司实现营业收入 15.39、19.84、16.17 亿元，同比增长 7.45%、28.89%、11.83%，归母净利润 1.82、2.1、1.68 亿元，同比增长 63.34%、15.59%、26.33%；扣非后归母净利润 1.02、1.74、1.5 亿元，同比增长 21.57%、70.08%、47.32%。2021 年公司 OCA 光学胶膜产品在部分终端品牌实现突破，借助成本优势，公司主动切入返修市场和白牌市场。
- 开发高端膜材料，同时布局上游材料发挥产业链优势。**2022 年 12 月公司募集资金总额 5 亿元用于精密离型膜建设项目，公司将引进进口离型膜涂布线，形成年产 15396.48 万平方米的精密离型膜产能，建设周期 24 个月。2021 年第四季度投产第一条功能性 PET 光学膜。2021 年 3 月，公司拟投资 2.8 亿元用于功能性 PET 光学膜项目，项目建设工期 17 个月，达产后形成新型显示用 PET 功能膜 2.5 万吨的生产能力。2021 年 5 月，公司拟投资 3.8 亿元用于功能性 PET 光学膜项目，达产后形成新型显示用 PET 功能膜 2.5 万吨的生产能力，主要应用方向为 MLCC 用 PET 膜、精密电路板用干膜和触摸屏导电膜基膜。
- 盈利预测与投资评级。**我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 2.49 亿元、3.51 亿元、4.58 亿元，EPS 为 0.77 元、1.08 元、1.41 元。参考同行业公司，我们认为合理估值为 2023 年 PE 25-30 倍，合理价值区间为 27-32.4 元，首次覆盖给予优于大市评级。
- 风险提示。**下游需求不及预期风险；扩产项目进度不及预期风险。

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

分析师:张翠翠

Tel:(021)23214397

Email:zcc11726@haitong.com

证书:S0850517110003

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1539	1984	2171	2488	2870
(+/-)YoY(%)	7.5%	28.9%	9.4%	14.6%	15.3%
净利润(百万元)	182	210	249	351	458
(+/-)YoY(%)	63.3%	15.6%	18.4%	41.4%	30.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.56	0.65	0.77	1.08	1.41
毛利率(%)	25.1%	27.0%	28.6%	31.2%	32.5%
净资产收益率(%)	14.4%	14.1%	10.6%	13.0%	14.5%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**盈利假设:**

- 1) 电子级胶粘材料及功能性薄膜材料方面: 我们认为随着公司高端膜材料逐步放量, 预计 2022-2024 年电子级胶粘材料及功能性薄膜材料销量同比增长 10%、15%、15%; 由于公司原材料逐渐实现自供, 因此预计公司 2022-2024 年毛利率有所上升, 分别为 39%、42%、43%。
- 2) 热管理复合材料方面: 预计 2022-2024 年产品销量增速均为 30%。
- 3) 薄膜包装材料方面: 参考 2021 年销量增速, 预计 2022-2024 年销量略下降。

**表 1 斯迪克分业务盈利预测**

项目		2021	2022E	2023E	2024E
电子级胶粘材料及功能性薄膜材料	销售收入 (百万元)	1233.96	1366.39	1604.78	1883.95
	销售成本 (百万元)	776.93	833.50	930.77	1073.85
	毛利率 (%)	37.04	39.00	42.00	43.00
热管理复合材料	销售收入 (百万元)	44.81	59.44	77.27	100.45
	销售成本 (百万元)	42.55	56.44	73.37	95.38
	毛利率 (%)	5.04	5.04	5.04	5.04
薄膜包装材料	销售收入 (百万元)	548.58	541.00	541.00	541.00
	销售成本 (百万元)	507.43	500.42	500.42	500.42
	毛利率 (%)	7.50	7.50	7.50	7.50
其他业务	销售收入 (百万元)	156.80	203.84	264.99	344.49
	销售成本 (百万元)	122.33	159.03	206.74	268.76
	毛利率 (%)	21.98	21.98	21.98	21.98
合计	销售收入 (百万元)	1984.15	2170.67	2488.04	2869.89
	销售成本 (百万元)	1449.24	1549.39	1711.30	1938.41
	毛利率 (%)	26.96	28.62	31.22	32.46

资料来源: 公司 21 年年报, 海通证券研究所

**表 2 可比公司估值分析表**

公司名称	股票代码	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
601208	东材科技	11.15	0.38	0.48	0.65	29	23	17
300806	瑞华泰	23.93	0.31	0.28	0.58	77	86	41
	<b>平均值</b>					53	55	29

资料来源: wind, 海通证券研究所, 股价为 2022 年 12 月 28 收盘价, EPS 为 wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1984</b>	<b>2171</b>	<b>2488</b>	<b>2870</b>
每股收益	0.65	0.77	1.08	1.41	营业成本	1449	1549	1711	1938
每股净资产	4.60	7.27	8.35	9.77	毛利率%	27.0%	28.6%	31.2%	32.5%
每股经营现金流	1.15	0.77	1.39	1.44	营业税金及附加	13	15	16	19
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	49	49	59	67
P/E	36.69	30.99	21.92	16.82	营业费用率%	2.5%	2.3%	2.4%	2.3%
P/B	5.17	3.27	2.85	2.43	管理费用	120	131	150	173
P/S	2.28	3.55	3.10	2.68	管理费用率%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
EV/EBITDA	34.40	22.48	16.88	13.38	EBIT	244	300	410	508
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	36	44	46	32
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.8%	2.0%	1.9%	1.1%
毛利率	27.0%	28.6%	31.2%	32.5%	资产减值损失	-4	-10	-5	-5
净利润率	10.6%	11.4%	14.1%	16.0%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	14.1%	10.6%	13.0%	14.5%	<b>营业利润</b>	<b>241</b>	<b>286</b>	<b>406</b>	<b>529</b>
资产回报率	4.6%	4.9%	6.7%	8.2%	营业外收支	-1	-2	-2	-2
投资回报率	6.1%	6.6%	8.8%	10.2%	<b>利润总额</b>	<b>240</b>	<b>284</b>	<b>404</b>	<b>527</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	368	396	516	634
营业收入增长率	28.9%	9.4%	14.6%	15.3%	所得税	32	37	53	68
EBIT 增长率	55.8%	22.8%	36.8%	23.7%	有效所得税率%	13.2%	12.9%	13.0%	13.0%
净利润增长率	15.6%	18.4%	41.4%	30.4%	少数股东损益	-2	-1	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>210</b>	<b>249</b>	<b>351</b>	<b>458</b>
资产负债率	67.5%	53.4%	48.3%	43.1%					
流动比率	1.02	1.33	1.60	2.05	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	0.79	1.01	1.18	1.52	货币资金	524	419	335	369
现金比率	0.31	0.33	0.30	0.38	应收账款及应收票据	694	772	877	1016
<b>经营效率指标</b>					存货	343	366	405	458
应收帐款周转天数	124.34	126.52	125.43	125.98	其它流动资产	151	152	159	167
存货周转天数	86.29	86.29	86.29	86.29	流动资产合计	1711	1709	1776	2010
总资产周转率	0.43	0.43	0.47	0.52	长期股权投资	14	14	14	14
固定资产周转率	1.98	1.35	1.30	1.31	固定资产	1000	1610	1910	2190
					在建工程	1239	1089	889	689
					无形资产	187	201	216	230
					非流动资产合计	2880	3353	3466	3559
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>4591</b>	<b>5062</b>	<b>5242</b>	<b>5569</b>
净利润	210	249	351	458	短期借款	991	642	359	160
少数股东损益	-2	-1	0	0	应付票据及应付账款	517	462	560	606
非现金支出	137	106	111	131	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-9	51	32	17	其它流动负债	167	179	193	214
营运资金变动	35	-156	-44	-139	流动负债合计	1675	1283	1112	980
<b>经营活动现金流</b>	<b>371</b>	<b>248</b>	<b>451</b>	<b>468</b>	长期借款	931	931	931	931
资产	-887	-571	-221	-221	其它长期负债	491	491	491	491
投资	-15	0	0	0	非流动负债合计	1422	1422	1422	1422
其他	6	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>3097</b>	<b>2705</b>	<b>2534</b>	<b>2402</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-896</b>	<b>-571</b>	<b>-221</b>	<b>-221</b>	实收资本	190	324	324	324
债权募资	2038	-349	-284	-198	归属于母公司所有者权益	1491	2355	2707	3165
股权募资	4	134	0	0	少数股东权益	3	1	2	2
其他	-1691	433	-30	-16	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>4591</b>	<b>5062</b>	<b>5242</b>	<b>5569</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>351</b>	<b>218</b>	<b>-314</b>	<b>-214</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-174</b>	<b>-105</b>	<b>-84</b>	<b>34</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 基础化工行业  
张翠翠 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,镇洋发展,万润股份,东华能源,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,赛轮轮胎,黑猫股份,桐昆股份,兴化股份,永利股份,和邦生物

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。