

2023年02月01日
斯迪克(300806.SZ)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

膜材料

功能性涂层复合材料领先企业，OCA 光学胶有望加速放量

功能性涂层复合材料领先企业，布局高端材料领域：斯迪克成立于2006年，是一家集光学膜、多功能涂层复合薄膜、胶粘带制品等材料的研发、生产和销售为一体的高新技术企业，是国内具有领先优势的功能性涂层复合材料供应商。公司主要产品包括功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料、薄膜包装材料、高分子聚合材料五大类，主要应用于消费电子制造领域，依托于公司本身的研发积淀，产品应用逐步拓展到新能源锂电池等行业，在2022年经济下行期中，公司2022年前三季度实现营业收入16.17亿元，同比增长11.83%，实现归属于母公司的净利润1.68亿元，同比增长26.33%。公司逐步布局高端材料，2020年至今，公司快速发展建设OCA光学胶膜等新型项目，2021年公司面向特定对象募集资金50,000万元，用于投资扩大生产高端离型膜。

切入OCA光学胶百亿级市场，有望逐步实现行业国产替代：光学透明胶(Optical Clear Adhesive)是指将经特殊设计，具有特定折射率、透光系数以及雾度的丙烯酸酯类压敏胶做成无基材的双面胶带，然后在上下层面上各贴合一层离型薄膜的无基材光学透明的特种粘胶剂。OCA光学胶具有无色透明、光透过率在90%以上、胶结强度良好、可在室温下使用、固化收缩小等特点。随汽车电子、消费电子、3D曲面屏等新型应用的普及，OCA行业出现新的增长点。公告披露，2021全球OCA光学胶的总市场规模达到28.74亿美元，相比2020年增长13.7%，目前市场主要被3M等国外企业占领，公司在OCA光学胶领域加快布局，有望逐步放量，带动公司业绩发展。

公司深耕行业多年，“客户优势+产品优势”显著：公司深度扎根行业，积累大批知名客户，所处材料行业认证程度较高且认证过程繁琐冗长，行业客户粘性高，可替代性低，公司前10大客户整体稳定。公告披露公司下游客户以直销客户为主，如领益科技、富士康、纬创资通集团等，下游终端主要有手机和平板电脑，多为规模较大的知名企业和上市公司，终端客户包括苹果、三星、华为、中兴等知名企业。公司于2019年11月首次公开发行股票募集资金投资OCA光学胶膜生产扩建项目，2022年半年报披露，公司已于2022年上半年陆续完成3条OCA生产线的安装调试

投资评级

买入-A
首次评级

6个月目标价

37.04元

股价(2023-02-01)

27.49元

交易数据

总市值(百万元) 8,907.13

流通市值(百万元) 4,712.54

总股本(百万股) 324.01

流通股本(百万股) 171.43

12个月价格区间 21.6/53.82元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.9	3.3	-37.6
绝对收益	17.2	18.8	-45.7

马良 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

相关报告

并陆续投入使用，公司积累的客户和产品优势有望加快新产品放量进度。

投资建议：我们预计公司 2022 年~2024 年收入分别为 21.8 亿元、28.86 亿元、38.41 亿元，归母净利润分别为 2.51 亿元、3.53 亿元、5.76 亿元，首次给予“买入-A”投资评级。

风险提示：消费电子行业景气度不及预期；产品研发进展不及预期；市场开拓进展不及预期。

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	1,539.5	1,984.2	2,180.2	2,885.7	3,841.1
净利润	181.6	209.9	250.5	353.3	576.2
每股收益(元)	0.56	0.65	0.77	1.09	1.78
每股净资产(元)	3.89	4.60	5.79	6.74	8.31

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	49.0	42.4	35.6	25.2	15.5
市净率(倍)	7.1	6.0	4.8	4.1	3.3
净利润率	11.8%	10.6%	11.5%	12.2%	15.0%
净资产收益率	14.4%	14.1%	13.4%	16.2%	21.4%
股息收益率	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.8%
ROIC	18.4%	12.6%	10.9%	14.3%	21.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

目 录

1. 功能性涂层复合材料领先企业，深入布局高端材料领域	5
1.1. 深耕消费电子上游材料领域，技术积累深厚	5
1.2. 客户资源优势明显，有望加快产品导入进度	8
1.3. 股权结构清晰，核心团队经验丰富	9
1.4. 营收稳健增长，盈利能力逐年增强。	10
2. 功能性涂层复合材料产品壁垒高，高端产品以外企为主	12
2.1. 功能性涂层复合材料在各行业应用广泛	12
2.2. 功能性涂层复合材料行业海外龙头垄断、行业壁垒高	13
2.3. 公司功能性涂层复合材料各细分产品业绩优秀，营收稳步增长	14
2.4. 消费电子有望触底复苏，上游材料直接受益	15
3. OCA 光学胶市场前景广阔，市场主要被国外企业所占据	16
4. 公司深耕行业多年，“客户优势+产品优势”显著	20
4.1. 积累大批知名客户，有望促进新产品导入	20
4.2. 终端为下游知名消费电子企业，与苹果、华为等企业具有良好合作关系	21
4.3. 不断进行产品升级，加速布局高端市场	22
5. 盈利预测与投资建议	22
5.1. 盈利预测	22
5.2. 估值分析	22
6. 风险提示	23

目 录

图 1. 斯迪克人员构成（2019 年 6 月）	10
图 2. 2017-2021 年斯迪克研发费用投入（万元）	10
图 3. 2017-2021 斯迪克营业收入、归母净利润	11
图 4. 2017-2021 斯迪克毛利率和净利率	11
图 5. 公司功能性涂层复合材料产品	12
图 6. 功能性涂层复合材料行业产业链	13
图 7. 2011—2021 年全球平板电脑总出货量（百万台）	16
图 8. 2007—2021 年全球智能手机总出货量（千台）	16
图 9. 电子级胶粘材料生产流程	17
图 10. 2021 年中国市场光学胶主要应用领域占比	17
图 11. 2018-2025 全球 OLED 产值规模统计情况及预测	18
图 12. 2011-2018 年中国 OLED 产值规模统计情况	18
图 13. 全球 VR 光学市场规模（含预测）	18
图 14. 2010-2021 年中国汽车销量（万辆）	19
图 15. 全球 OCA 光学胶的市场梯队以及主要代表企业	19
图 16. 公司历年 PE (TTM)	23
表 1: 斯迪克历史沿革	5
表 2: 斯迪克核心技术情况	5
表 3: 公司主要产品	7
表 4: 斯迪克 2021 年主要销售客户情况	9

表 5: 公司与实际控制人的股权关系	9
表 6: 斯迪克董事情况	10
表 7: 分模块毛利率情况	11
表 8: 行业内主要跨国公司	13
表 9: 行业内主要国内公司	14
表 10: 2021 与 2020 年公司各细分产品营收情况	15
表 11: 功能性涂层复合材料的主要应用领域	15
表 12: 报告期内合并口径前十名客户销售情况	20
表 13: 发行人通过认证的部分产品及其对应的下游终端客户和认证时间	21
表 14: 斯迪克公司向特定对象发行股票并在创业板上市方案	22

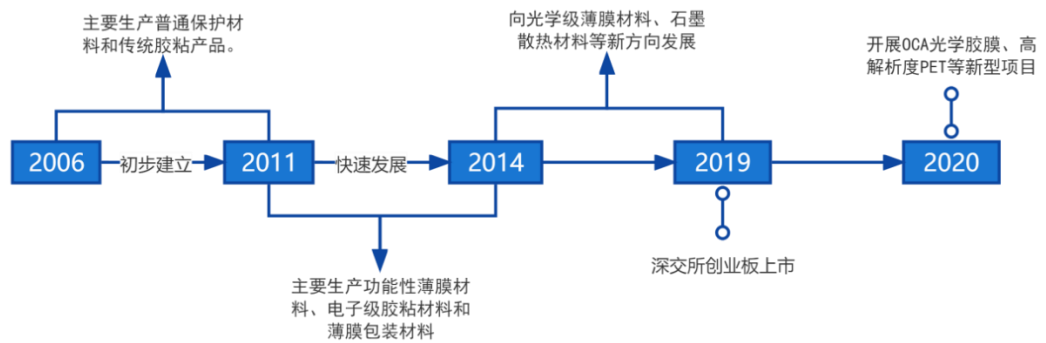
1. 功能性涂层复合材料领先企业，深入布局高端材料领域

1.1. 深耕消费电子上游材料领域，技术积累深厚

江苏斯迪克新材料科技股份有限公司创立于 2006 年 6 月 21 日，位于江苏泗洪经济开发区，是一家集光学膜、多功能涂层复合薄膜、胶粘带制品等材料的研发、生产和销售为一体的高新技术企业。公司主要产品包括功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料、薄膜包装材料、高分子聚合材料五大类，应用于智能手机、笔记本电脑、汽车电子等消费电子制造领域，现阶段依托于公司本身的技术优势，产品应用正逐步拓展到新能源锂电池等细分领域。

斯迪克公司专注于功能性涂层复合材料领域，针对终端大客户进行“嵌入式”的产品研发和营销，于精密涂布、材料配方、结构设计、产品制造等方面有着领先的技术和成熟的经验体系。斯迪克公司被国家发展和改革委员会认定为“涂层薄膜新材料开发与应用国家地方联合工程研究中心”，专注研发功能性涂层复合材料以实现进口替代。2022 半年报披露，公司获得 596 项关于产品研发、生产工艺等的专利成果，包含光学硅胶 OCA 胶膜等多方面，其中发明专利 221 项，并主导参与起草了 5 项胶粘剂国家标准。

表1：斯迪克历史沿革



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

产品结构升级，逐步实现高端材料国产化进口替代。2010 年公司建立初期，产品结构和产品用途单一化，以普通保护材料和传统胶粘产品为主，作为辅助材料、为消费电子产品提供保护和固定的功能。2011 年至 2014 年，公司依托技术进步和研发创新，产品逐步以生产功能性薄膜材料、电子级胶粘材料和薄膜包装材料为主，产品结构升级趋势愈发明显。2014 年起，公司实现了以功能性薄膜材料、电子级胶粘材料和热管理复合材料为主导业务，并集工业用高端功能性涂层复合材料的研发、生产、销售、服务为一体，逐步向光学级薄膜材料、新能源电池材料等新方向发展。2019 年实现了在深交所的创业板上市。2020 年至今，斯迪克快速发展建设 OCA 光学胶膜等新型项目，对标海外领导型材料企业，逐步实现高端材料国产化的进口替代。

表2：斯迪克核心技术情况

技术名称	技术来源	成熟程度	优势及特点	应用
干燥与固化技术	集成创新	大规模应用	公司目前的主要产线均采用进口组合式烘箱设计，在提高热效率的基础上保障了涂层中溶剂被充分移除，涂层均匀度、质量一致性、生产速度有着显著优势，优化了产品的干燥条件；高功率紫外固化设备的部分配置有利于光学级涂层的生产	功能性薄膜材料 电子级胶粘材料
自主涂布设备设计	集成创新	大规模应用	公司自主设计了涂布设备的关键涂布工位，并创造性的把多种涂布技术整合到同一台涂布设备上，大大提升了涂布设备生产不同配方及不同设计结构产品的工艺实现能力	功能性薄膜材料 电子级胶粘材料
涂布配方设计	集成创新	大规模应用	涂液配方可自主研发，公司研发人员可以根据原料供应商提供的基础树脂材料调配出不同性能的配方	功能性薄膜材料 电子级胶粘材料
精密涂布工艺	集成创新	大规模应用	公司开发出了无需蓄料架的不停机换卷接膜工艺，节约了生产所用原材料、涂布设备的占有空间以及设备的采购成本，同时，公司产品生产过程中，对张力控制更加平稳，因而产品抗翘曲性能更好	功能性薄膜材料 电子级胶粘材料
光学涂层结构设计	集成创新	大规模应用	通过不同涂层高分子材料光学参数设计，例如透过率、雾度、折射率、波长吸收等功能开发，研发制造功能性光学涂层结构，同时基于“一种防蓝光 OCA 光学胶膜”和“一种防蓝光防紫外保护膜”等专利技术开发出具有高透光，耐候性优异，具有防蓝光、防紫	功能性薄膜材料 电子级胶粘材料







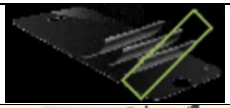


			外等功能光学胶膜	
聚合物分子结构设计	集成创新	大规模应用	采用不同的单体选择及配比，结合反应条件控制，使聚合物从微观角度实现了分子链的单元排布及构型的可设计性。同时调控交联剂分子碳链长度，匹配最佳固化涂布温度，使得压敏胶性能在很大的范围内调控。同时，在生产工艺上有效解决了反应耗时过长、溶剂残留、粘着力异常、调整周期过长、粘度与涂布工艺匹配等技术难题，大幅提高了生产效率，降低了生产成本	功能性薄膜材料 电子级胶粘材料
分子量控制	集成创新	大规模应用	通过反应条件及工艺设计，调节高聚物的分子量及分子量分布，进而实现不同的性能要求。并建立了稳定、可重复的大规模批量生产能力，保证了产品的性能与品质可靠性	功能性薄膜材料 电子级胶粘材料
环保性能优化	集成创新	大规模应用	通过高附加值的功能性涂层材料产品性能优化开发绿色环保功能涂层材料，大大降低了回收困难程度和成本。实现了材料的逐次降等利用，减少低品位焚烧处理的目的	功能性薄膜材料 电子级胶粘材料
纳米颗粒分散	集成创新	大规模应用	通过颗粒表面改性，溶液体系设计、粘度优化，采用特殊的分散工艺、技术，规模化实现红外、紫外等特种功能纳米改性剂在胶粘剂或涂层中的均匀稳定分散，得到的特种纳米光学涂层具备高效的抗辐射、屏蔽红外、紫外线等多种功能，性能稳定可靠	功能性薄膜材料 电子级胶粘材料
石墨烯/聚酰亚胺复合导热膜	自主创新	技术储备	透明，高导热，可折弯的散热材料	高导热石墨材料
消费电子行业用高性能全方位导电材料	自主创新	大规模应用	通过配方与合成工艺的设计，获得低腐蚀、高粘结性能的压敏胶涂液，添加高性能的导电金属颗粒，获得优越的导电性能，超薄的厚度，超高的粘接性能	电子级胶粘材料
乳液型耐低温保护膜胶黏剂	自主创新	技术成熟大规模应用	自制功能性单体和乳化剂，采用特殊的合成工艺，有效控制成品中乳化剂的析出。产品性能稳定，可适用于超低温使用环境。在耐水性上达到溶剂型胶黏剂同等水平。	功能性薄膜材料
OCA 光学胶制造技术	自主创新	大规模应用	清洁度极高；良好光学性能，高粘结性能，耐老化性能佳，良好的段差填补性	电子级胶粘材料
防酸碱保护膜制造技术	自主创新	大规模应用	清洁度极高；良好光学性能，优异的耐酸碱性能，可以防止基材层变色和腐蚀	功能性薄膜材料 (功能保护材料)
超薄单面胶制造技术	自主创新	大规模应用	清洁度极高；胶的性能稳定，粘结性优异，与石墨有了良好的匹配性	电子级胶粘材料
光学膜、功能膜制造技术	自主创新	大规模应用	清洁度极高；良好的导电性、透明性和柔性；良好光学性能，高透过低雾度；抗刮伤、高耐磨、防指纹、防油污、低彩虹、表面可印刷防静电、防辐射等功能性涂层光学膜材料	功能性薄膜材料
丙烯酸保护膜制造技术	自主创新	技术成熟大规模应用	分微粘、低粘、中粘、高粘和特高粘五大系列，清洁度极高；高粘性保护膜，贴附后粘着力经时变化小，再剥离无污染、无残胶，胶的性能稳定	功能性薄膜材料 (功能保护材料)
有机硅保护膜制造技术	自主创新	大规模应用	清洁度极高；高粘性保护膜，贴附后粘着力经时变化小，再剥离无污染、无残胶，胶的性能稳定，耐高温；透明度好，自行吸附效果佳，自动排气泡	功能性薄膜材料 (功能保护材料)
防静电保护膜制造技术	自主创新	技术成熟大规模应用	表面或胶面抗静电，有效防止静电对元器件的损伤以及防止灰尘	功能性薄膜材料 (功能保护材料)
阻燃绝缘胶带制造技术	自主创新	技术成熟大规模应用	阻燃等级可达到 ULVTM-0，耐电压、耐极性溶剂、耐温 130 度	电子级胶粘材料 (绝缘材料)
PET 基材、棉纸及无纺布基材、泡棉基材、热熔胶、无基材制造技术	自主创新	技术成熟大规模应用	高粘接力、耐高温、模切不溢胶，针对不同粘结基材定制化设计产品结构性能，满足实际应用需求	电子级胶粘材料
无基材、铝箔导电胶、铝麦导电胶制造技术	自主创新	大规模应用	电阻小，屏蔽性能好，轻薄柔软、持久耐用、可以贴于多种表面上，抗腐蚀、抗溶剂	电子级胶粘材料 (屏蔽材料)
硅油/非硅离子型材料制造技术	自主创新、集成创新、引进消化吸收	技术成熟已经大规模生产应用	产品种类多，可以满足客户的不同需求	功能性薄膜材料 (功能保护材料)


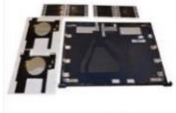

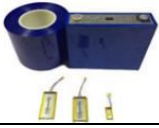



资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

核心技术积累深厚，产品优势明显。公司专注于功能性涂层复合材料的研发创新，多次被评为高新技术企业，并拥有省级高性能胶粘材料研发中心。2022 年半年报披露，斯迪克已获授权专利 596 个（剔除授权后过期的专利），其中发明专利 221 项。公司主导并参与起草了 5 项胶粘剂国家标准：公司作为第一起草单位，制定了“胶粘带耐高温高湿老化的试验方法”（GB/T32368—2015）、“胶粘带静电性能的试验方法”（编号：GB/T33375—2016）；公司作为第二起草单位制定了“胶粘带初粘性试验方法—环形法”（GB/T31125—2014）、“软性电路板覆盖膜用非硅离子型材料”（编号：GB/T33377—2016）、“石墨散热压敏胶粘片（HGT5609—2019）”。

重视科研交流，推动公司高质量发展。2017年12月，中国科学技术协会认定斯迪克为年度示范院士专家工作站；2017年12月，国家发展和改革委员会评选斯迪克江苏为复合涂层薄膜新材料开发与应用国家地方联合工程研究中心，成为国家级创新平台企业；2019年，江苏省产业技术研究院与斯迪克共同创立“JITRI-斯迪克联合创新中心”，创新中心将致力于科学到技术转化的关键环节，着力打通科技成果向现实生产力转化的通道，为泗洪产业转型升级和经济高质量发展提供持续的科学技术支撑；2019年，国家知识产权局授予斯迪克“2019年度国家知识产权优势企业”；2020年，斯迪克作为牵头单位参与并主导“江苏省复合涂层功能薄膜材料与技术重点实验室”项目的研发与建设，在科研活动中迸发新的生命力，为新的经济增长点奠定基础。

表3：公司主要产品

种类	产品名称	产品图示	产品用途	应用场景
功能保护材料	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。	
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。	
	PET 保护膜			
功能性薄膜材料	光学级加硬薄膜		增亮膜	
	增亮膜		主要应用于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。	
精密离型膜	OCA 离型膜		OCA 胶模制程的保护、制程过程中作为承载膜和转移膜使用。	
	MLCC 离型膜		主要应用于 MLCC (片式陶瓷电容) 的生产。	
	偏光片离型膜		主要应用于偏光片的生产。	
电子级胶粘材料	OCA 产品		用于屏幕显示玻璃之间的粘帖固定、断差弥补、提升显示亮度。	
	光学级压胶制品		通过平衡色调，调和数码产品屏幕显示光谱，避免近紫外蓝光对眼睛的伤害。	
	OCA 防爆膜		玻璃材料的防爆保护膜，与玻璃表面贴合后，提高强度防止破碎飞溅。	
高性能压敏胶制品	超薄双面胶带产品、压纹 PET 双面胶、PET 双面胶带		主要用于手机、电脑等电子产品内部零部件的胶和固定。	

	热活化双面胶带		主要用于手机、电脑等电子产品内部零部件的胶粘和固定。	
	可重工框胶		显示器边框的固定及重工。	
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类产品内部电子器件的静电释放和电路导通。	
屏蔽材料	铝箔复合胶带		应用于精密电子产品，电脑通信，电线电缆，电子电池行业的电磁屏蔽。	
绝缘材料	Nomex 纸绝缘胶带、聚酰亚胺耐高温绝缘胶带、PET 胶带		手机配件绝缘和锂电池绝缘包扎等高强度绝缘保护；线圈、变压器、马达等电器组件的包扎	
热管理复合 材料	人工石墨导热膜		手机、电脑电池散热。	
	功能性复合导热材料		用于汽车玻璃除雾传感器与玻璃之间的导热。	
薄膜包装材 料	BOPP 压敏胶带		包装、捆绑、固定	
高分子聚合 材料	<p>高分子薄膜材料是以有机高分子聚合物为材料制成的薄膜。随着石油工业和科技的发展，高分子膜的应用领域不断扩大，由最初的包装膜发展到了智能高分子膜、高分子功能膜等。</p> <p>高分子薄膜材料是公司电子级胶粘材料、功能性薄膜材料以及热管理复合材料的主要原材料，于 2021 年四季度投产。</p>			

资料来源：2021 年报，安信证券研究中心

1.2. 客户资源优势明显，有望加快产品导入进度

客户资源优质、稳定，已与苹果、华为等龙头企业建立合作关系。斯迪克客户群体较为稳定优质，占比最大的是模切厂。公司与客户高度协同的“嵌入式”研发体系有效提高了客户粘性，特别是行业内的龙头客户。2021 年报披露，公司前十名客户主要包括领益科技、富士康集团、成都正硕、深圳臻金（莱尔德科技 (Laird)、宏明双新等配套模切厂商）、昆山合晶永、江苏合晶永、正美集团（台湾知名模切厂商，大中华地区规模最大的印刷标签制造商）、太仓泰邦、合肥泰邦、苏州上动力、东莞上动力、合肥海恒包装材料、恒铭达、东旭巨腾（句容）、合立成（重庆）等，同时凭借多年持续投入所形成的创新研发能力和可靠的产品品质，公司已与苹果、华为、三星、松下、中兴、OPPO、LG 等国内外知名企业建立了长期稳定的合作关系，为日后市场的进一步开发奠定质量基础和平台基础。

表4：斯迪克 2021 年主要销售客户情况

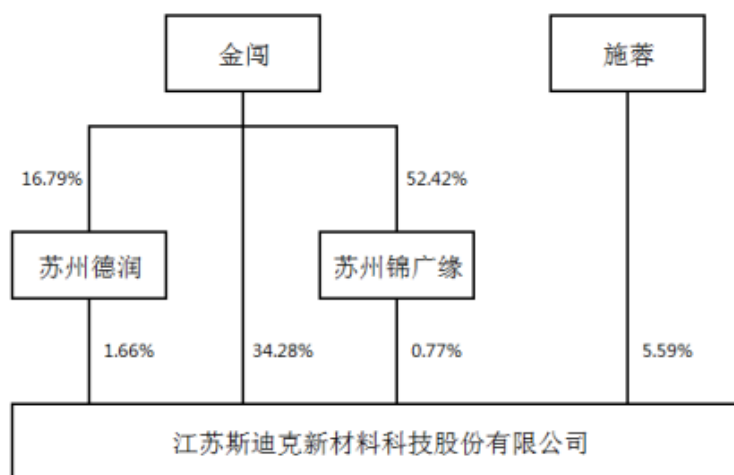
序号	客户名称	销售额（元）	占年度销售总额比例
1	客户一	140,739,573.34	7.09%
2	客户二	133,336,524.17	6.72%
3	客户三	108,920,807.65	5.49%
4	客户四	94,517,858.49	4.76%
5	客户五	93,797,914.82	4.73%
合计	-	571,312,678.47	28.79%

资料来源：公司 2021 年报，安信证券研究中心

1.3. 股权结构清晰，核心团队经验丰富

斯迪克股权结构清晰，实际控制人明确。2021 年报披露，金闯、施蓉夫妇为公司控股股东及实际控制人，金闯担任公司董事长和总经理，直接持有斯迪克 34.28% 的股份；施蓉担任公司董事，直接持有斯迪克 5.59% 的股份。苏州德润和苏州锦广缘为斯迪克员工持股平台，金闯通过持有 16.79% 苏州德润和 52.42% 苏州锦广缘的股份，间接持有斯迪克 1.66%、0.77% 的股份，同时，公司高管和核心人员均持有上市公司股份，整体股权结构清晰明确。

表5：公司与实际控制人的股权关系



资料来源：公司招股书，公司 2021 年报安信证券研究中心

公司高级管理人员工作经验丰富。斯迪克副总经理蒋晓明先生，1974 年 6 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，化学博士学历。2011 年 9 月至 2017 年 4 月，任 3M 中国有限公司（上海）技术专家，2019 年 6 月至今，任江苏斯迪克新材料科技股份有限公司研发总监。曾获 2021 年江苏省“双创”人才，2022 年宿迁优秀人才贡献奖，2022 年宿迁市卓越工程师。

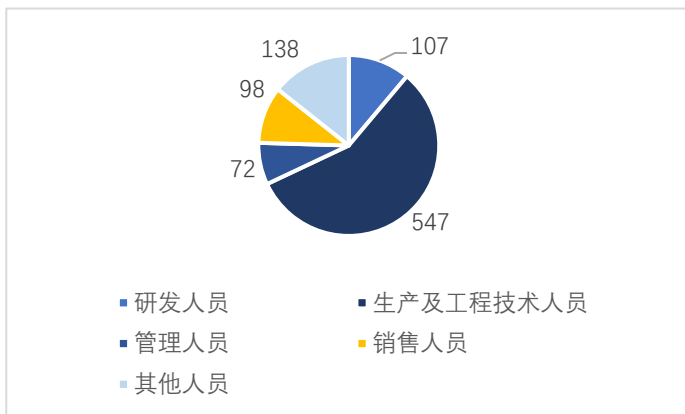
表6: 斯迪克董事情况

序号	姓名	职位	学历与专业	持股数
1	金闯	董事长	高级经济师	65,115,138
2	施蓉	董事	大专学历	10,613,920
3	郑志平	董事	本科学历, 高级经济师	1,560,600
4	吴江	董事	硕士研究生学历, 会计学	96,000
5	高红兵	董事	硕士研究生学历	
6	张恒	董事	硕士研究生学历	
7	龚菊明	独立董事	硕士研究生学历, 金融学	
8	赵增耀	独立董事	博士研究生学历, 经济学	
9	赵蓓	独立董事	博士研究生学历, 有机化学	

资料来源: 公司 2021 年报, 安信证券研究中心

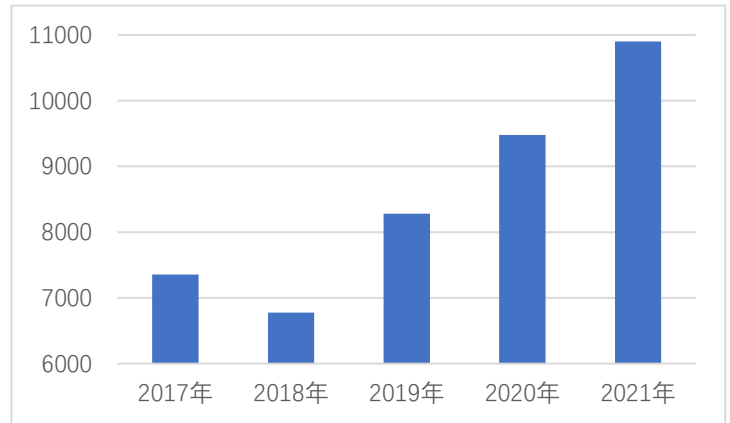
持续增加研发投入, 提高公司产品竞争力。斯迪克持续以市场需求为研发导向, 与客户高度协同, 通过新产品的导入流程, 推行与客户高度协同的“嵌入式”研发体系。销售部门深入了解终端客户需求, 根据其应用需求为导向进行研发。公告披露, 公司 2019-2021 年研发费用为 0.83 亿/0.95 亿/1.09 亿, 持续加强对 MLCC 离型膜开发、可折叠柔性显示用 OCA 开发、AR 耐折弯屏幕保护材料开发等项目的投入, 从原料、产品等多个角度提高产品附加值, 有助于拓展公司业务范围、打入高端市场, 打破国外技术专利垄断, 实现国产产品的进口替代。

图1. 斯迪克人员构成 (2019年6月)



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图2. 2017-2021年斯迪克研发费用投入 (万元)



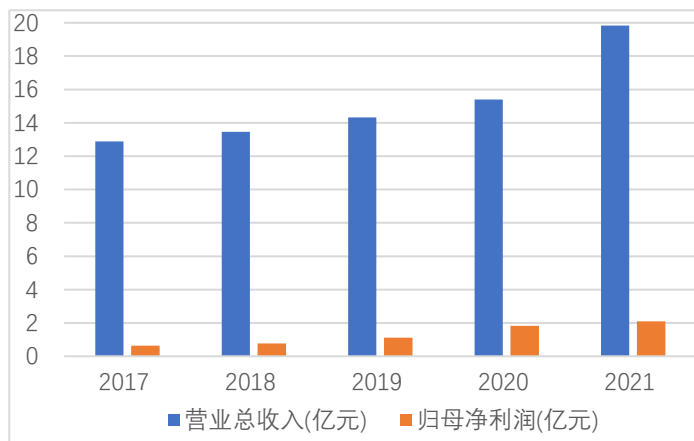
资料来源: wind, 安信证券研究中心

1.4. 营收稳健增长, 盈利能力逐年增强。

公司不断丰富产品类型, 带动毛利率实现逐年增长。随着智能手机、平板电脑、可穿戴设备等新产品过去几年的快速发展, 国内上中下游产业链逐步完善化, 华为、OPPO 为代表的国产品牌崛起, 消费电子产品智能化、大尺寸化、个性化、高续航趋势明显, 整个产业对上游高端材料如 OCA 光学胶、石墨散热以及各种导电、绝缘、屏蔽等功能性涂层复合材料需求提升。2017 年至 2021 年, 斯迪克营业收入从 12.89 亿元增长到 19.84 亿元, 2021 年实现同比增长 28.83%。归母净利润由 0.63 亿元提升至 2.1 亿元。国内大部分企业由于技术、资金实力的不足, 只能针对各种导电、绝缘、屏蔽、导热、散热等需求提供一部分材料, 但是斯迪克经过多年研发投入, 基本产品包括电子级胶粘材料、功能性薄膜材料、薄膜包装材料等, 已经基本覆盖消费电子产品所需的大部分功能性涂层复合材料, 产品类型的不断丰富极大地刺激了

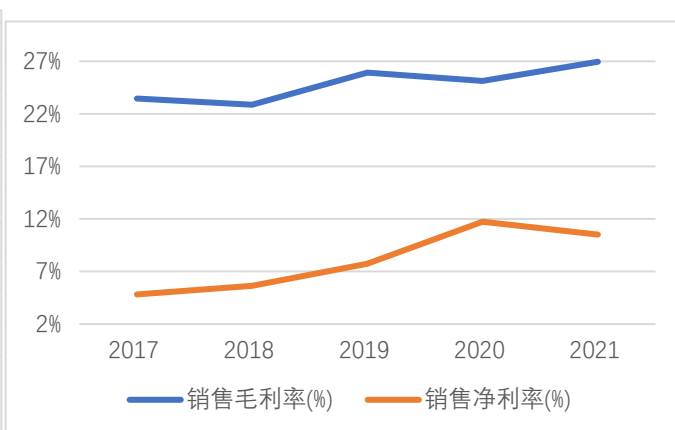
毛利率的提高，五年内的销售毛利率分别为 23.46%、22.87%、25.92%、25.13%、26.96%，持逐年稳定增长态势，公司整体经营情况和盈利能力上升趋势明显。

图3. 2017-2021 斯迪克营业收入、归母净利润



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图4. 2017-2021 斯迪克毛利率和净利率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

不断推出高附加值产品，提升营业收入和毛利率。公司的功能性薄膜材料和电子级胶粘材料主要为应用于消费电子行业的功能性涂层复合材料，市场准入门槛较高，随着公司的持续研发及新设备的投入使用，高附加值产品不断推陈出新，公司部分产品实现了进口替代，带动报告期内电子级胶粘材料毛利率的提高。电子级胶粘材料、功能性薄膜材料、薄膜包装材料为公司的三大收入来源，2021 年电子级胶粘材料实现了营业收入 66,788.38 万元，功能性薄膜材料实现了营业收入 56,607.77 万元，热管理复合材料实现营业收入了 4,481.46 万元，薄膜包装材料实现了营业收入 54,857.88 万元，占 2021 年营业收入的 33.66%、28.53%、2.26%、27.65%。

表7: 分模块毛利率情况

	营业收入(万元)	营业成本	毛利率
电子级胶粘材料	66,788.38	33,605.27	49.68%
功能性薄膜材料	56,607.77	44,087.92	22.12%
热管理复合材料	4,481.46	4,254.67	7.50%
薄膜包装材料	54,857.88	50,742.84	5.06%

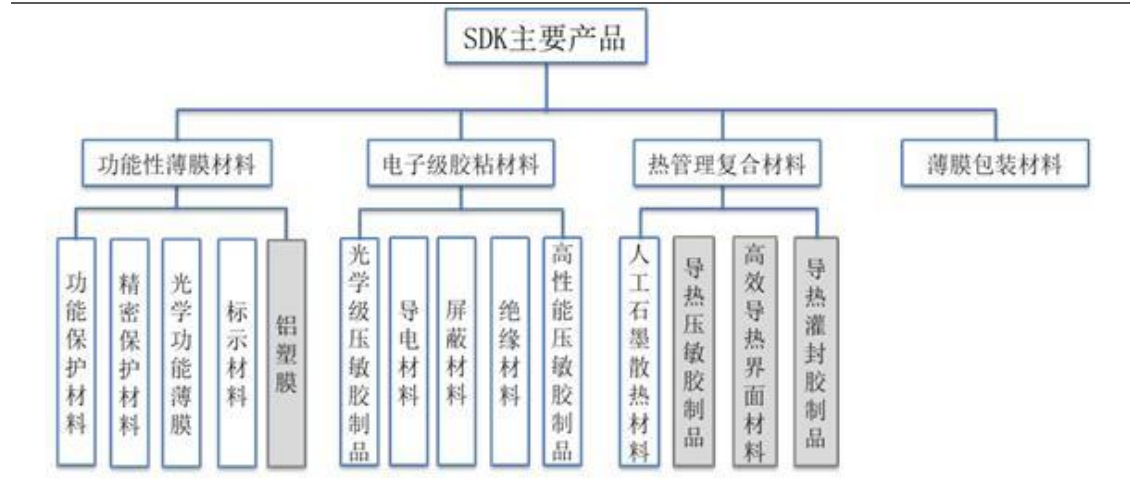
资料来源: 2021 年报, 安信证券研究中心

2. 功能性涂层复合材料产品壁垒高，高端产品以外企为主

2.1. 功能性涂层复合材料在各行业应用广泛

功能性涂层复合材料是指将一种或多种材料（如压敏胶、导电涂层、加硬涂层、减反增透涂层、高阻隔性涂层以及离型涂层材料等）通过精密涂布、印刷、真空溅射、烧结等方式与不同种类的基材（如 PET 膜、PI 膜、PVC 膜等）进行转化、复合而成的一种材料，从而实现单一材料无法实现的特定功能。公司业务所涉及的功能性涂层复合材料主要分为功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料、薄膜包装材料四类

图5. 公司功能性涂层复合材料产品



资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

功能性薄膜材料是具有抗刮伤、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。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。公司目前生产的功能性薄膜材料产品主要应用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑、家用电器等产品的功能器件、显示屏触控模组以及此类产品制造过程和出货的保护。根据具体应用功能的不同，功能性薄膜材料又分为功能保护材料、精密保护材料、光学功能薄膜及标示材料。

电子级胶粘材料主要应用于消费电子、新型显示、智能家电等领域。根据具体使用场景和功能的不同，公司的电子级胶粘材料又分为光学级压敏胶制品、高性能压敏胶制品、导电材料、屏蔽材料和绝缘材料。

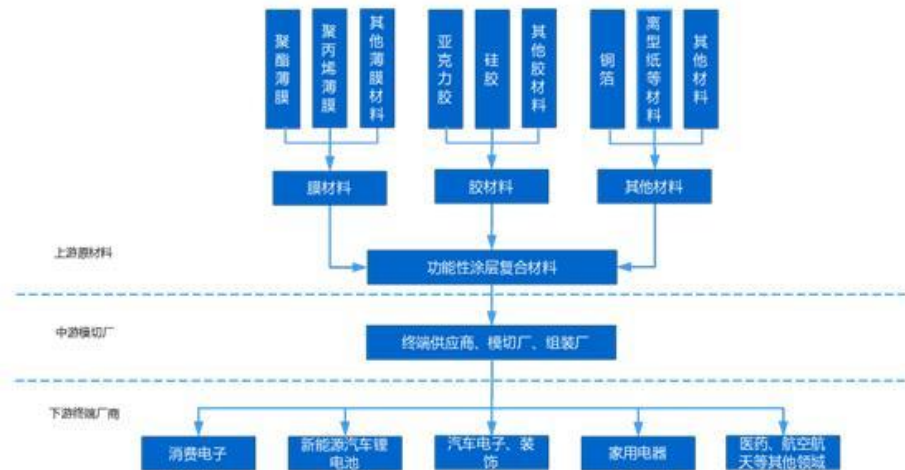
热管理复合材料产品，主要包括人工石墨及石墨与其他材料经过特定工艺复合制成的产品，应用于消费电子、新能源汽车、医疗设备等行业。公司目前投入生产的热管理复合材料主要包括人工石墨散热材料和导热压敏胶制品两种。

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。该材料具有较好的拉伸强度、耐候性、耐磨性以及重量轻、成本低等优点，适合印刷商标图案、文字、符号等，主要用于企业产品的识别，行业特殊标示、警示、广告等包装物的封贴、捆扎等方面。公司目前生产的 BOPP 压敏胶带主要用于包装、捆绑以及固定，并可为产品提供简单的表面保护功能，从而减少因外界粉尘、油渍、水汽等恶劣环境对产品的造成损伤。BOPP 压敏胶带具有拉伸强度大、不易撕裂、使用范围广、质量轻、粘性强、耐候性能好、能在恶劣环境下保持粘性、配合自动包装封箱机、提高包装效率等等特点。

2.2. 功能性涂层复合材料行业海外龙头垄断、行业壁垒高

功能性涂层复合材料位于消费电子产业链上中游，上游是各种膜材料、胶材料等，将上述材料进行整合和加工成为复合材料，随后经过终端供应商到达下游的终端公司，覆盖消费电子、锂电池、汽车电子、家用电器、医药航空等等领域。

图6. 功能性涂层复合材料行业产业链



资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

功能性涂层复合材料行业内的企业主要分为三个梯队：第一梯队是以艾利丹尼森、琳得科、3M 为代表的大跨国公司，占据了高端市场的大量份额；第二梯队是以斯迪克、明讯新材、晶华新材等等中国民营上市公司，具备一定的客户基础和技术开发实力，在某些细分领域具有优势；第三梯队是国内的其它中小企业，产品面向低端市场，同质化程度高，竞争激烈。

表8：行业内主要跨国公司

企业名称	简介
德莎	拥有超过 125 年的涂胶技术和新产品开发的经验，在全球拥有超过 54 个子公司和 8 个生产基地。德莎胶带拥有 6500 多种自粘系统解决方案，业务覆盖电气工程和电子、汽车、印刷、造纸、制药、太阳能和风电、安全和安保应用及防伪保护解决方案等众多领域。德莎消费业务提供多种办公产品、家用产品和园艺产品，用于粘贴、安装、包装、翻新、维修、绝缘、防虫、防尘和防风等方面。德莎胶带 1995 年进入中国大陆，1999 年在上海设立了独资公司，目前已在全国范围内设立了 12 个办事处，业务快速增长。
日本日东	日本日东电工株式会社（日东电工）成立于 1918 年，在全球遍布着 110 家公司，其中在中国设立了 27 家公司，拥有约 11,000 名员工。日东电工以集团的基础技术粘接技术和涂布技术为核心，不断开发新性能、新材料，在电子行业、汽车、住宅、基础设施、环境以及医疗等多方领域提供了众多的产品，于全球范围内广泛开展事业，是全球制造偏光片光学薄膜的最大厂家之一。
艾利丹尼森	艾利丹尼森是标签与包装材料行业的全球领导者，公司的产品和技术应用于所有主流市场和行业中。艾利丹尼森创始于 1935 年，在 50 多个国家/地区生产和经销标签与包装材料，有超过 30,000 名员工，致力于生产和经销各种展示标识、标签和包装材料、零售图案装饰和 RFID 标牌，秉承“打造魅力品牌，构建智慧世界”这一理念，通过不断创新服务于客户。
罗曼（Lohmann）	罗曼（Lohmann）是一家跨国企业，在很多行业都能看到它的身影，总部位于德国，创建于 1851 年，目前全世界拥有超过 1600 名员工、29 个分厂和遍布 50 多个国家的独家经销商，业务范围已经不仅仅局限于胶带的生产，而更多是提供高科技的、符合个性化需求的粘合解决方案。产品应用市场包括交通运输，造纸印刷，薄膜加工，环保能源和医疗等。
思卡帕集团（Scapa Group PLC）	思卡帕集团（Scapa Group PLC）是一家在英国上市的全球性专业胶带集团公司，总部设于英国的曼彻斯特。思卡帕集团作为一家专注于各种工业胶带的全球性企业，也是世界上主要的工业胶带生产商之一，成立于 1912 年，有一百多年的胶带生产历史。它在全球 12 个国家拥有 24 处分支机构，16 处生产基地，分布欧、亚、美三大洲，技术力量雄厚，在高性能胶带、胶膜的生产和研发中处于世界领先地位。思卡帕的优势产品有：泡棉胶、泥巴胶、遮蔽胶带、防水绝缘胶带等。思卡帕胶带的七个主要市场是：工业，汽车，医疗，印刷与平面艺术，建筑业，电缆，和体育与娱乐业。

资料来源：招股书，安信证券研究中心

表9：行业内主要国内公司

简介
<p>上海晶华新材，2017年于上海证券交易所上市。自成立以来，公司一直从事各类胶粘材料的研发、生产及销售，产品涵盖美纹纸胶粘带、布基胶粘带、电子胶粘带等各类产品，广泛应用于建筑装饰、汽车制造及汽车美容、电子电气产品制造、家具制造、文具、包装、鞋材、航空、船舶、高铁等领域的喷漆遮蔽、粘接、固定、保护、导电和绝缘等方面，产品远销美洲、欧洲、中东、东南亚及非洲等五十多个国家及地区。公司客户包括3M、青岛海尔、麦德龙、宇通客车、松下能源、格力电器、TCL和富士康等国内外知名企业。</p>
<p>苏州泰仑电子材料有限公司，成立于2008年4月3日，在越南、台湾等地均设有分公司，公司专业从事应用于光电行业的PET保护膜，产品广泛应用于电子产品及LCD液晶显示器保护、泡棉保护、模切保护、塑胶材质保护、金属材质保护等领域，此外公司产品已经应用于半导体、锂电池及航空航天领域。公司在保护膜领域拥有多年的产品研发经验和专业技术，采用国际先进的数字化涂布专业设备，拥有10套业界一流的涂布全自动后预涂生产线及实验线，32000平方米的厂房。</p>
<p>碳元科技股份有限公司（证券代码：603133），成立于2010年8月13日，2017年于上海证券交易所上市。公司专注于人工高导热石墨导热材料及石墨烯复合功能材料的开发与制造，针对智能手机、平板电脑、液晶电视、LED灯等电子产品的导热问题提供整体热解决方案。公司依托中科院下属的科研机构及高等院校的技术支持，自主开发出了具有完全知识产权的专利产品高导热石墨膜系列产品和陶瓷-石墨复合导热片。碳元科技的高导热石墨膜最薄可达0.012mm，导热系数最高可达1900w/m.k，产品具有良好的再加工性，公司客户包括小米、三星等知名企业。</p>
<p>深圳市美信电子有限公司，成立于2004年9月6日，是一家专业生产特殊胶带公司。深圳美信具有从研发、制胶、涂布到分切，分条等一条龙生产能力。形成了“自主研发，自己生产，全球销售”的格局。目前公司分别在：上海、香港、山东烟台、北京、台湾、马来西亚、美国纽约等地成立了分公司，公司主要成品有聚酰亚胺胶带、铜箔胶带、铝箔胶带、锂电池专用胶带、导电泡棉等广泛应用于电子电气、3C产业。产品销售覆盖了国内18个省、市、自治区，并出口东南亚、远销欧美市场，获得了客户一致好评。</p>
<p>资料来源：招股书，安信证券研究中心</p>

功能性涂层复合材料行业兼具技术密集、资金密集的特性，具有较高的技术壁垒和资金壁垒。技术壁垒方面，功能性涂层复合材料是一种对技术工艺水平要求较高的高端材料，对材料的生产环境、技术工艺、机器设备等方面均有比较高的要求，行业内的企业需要花很长的时间进行设备调试以及工艺摸索。新进入企业如果没有长期的经验、技术积累和强大的研发团队，很难满足下游消费电子行业的需求。

资金壁垒方面，功能性涂层复合材料行业属于资本密集型产业，相关企业在进入行业前需要大量资金置备新式厂房、先进高精密的生产设备和高等级的无尘生产环境和产品检测设备，同时，受大型消费电子企业货款回收期较长的影响，下游模切厂的货款账期主要在90-120天左右，对行业内企业提出了较高的资金要求。

2.3. 公司功能性涂层复合材料各细分产品业绩优秀，营收稳步增长

2021年，公司于功能性复合材料的各个细分产品领域实现了突破，其中电子级胶粘材料实现营收66,788.38万元，比上年增长56.63%；功能性薄膜材料实现营收56,607.77万元，比上年减少4.47%；热管理复合材料实现营收4,481.46万元，比上年增长5.90%；薄膜包装材料实现营收54,857.88万元，比上年增长41.92%。总体营收金额达到198,415.80万元，比上年增长28.89%。

表10：2021 与 2020 年公司各细分产品营收情况

	2021 年		2020 年		金额同比增减
	金额（元）	占营业收入比重	金额（元）	占营业收入比重	
营业收入合计	1,984,158,009.35	100%	1,539,459,204.66	100%	28.89%
电子级胶粘材料	667,883,812.78	33.66%	426,401,836.68	27.70%	56.63%
功能性薄膜材料	566,077,747.69	28.53%	592,568,911.09	38.49%	-4.47%
热管理复合材料	44,814,645.94	2.26%	42,317,901.70	2.75%	5.90%
薄膜包装材料	548,578,820.37	27.65%	386,551,056.28	25.11%	41.92%
其他	156,802,982.57	7.90%	91,619,498.91	5.95%	71.15%

资料来源：2021 年报，安信证券研究中心

2.4. 消费电子有望触底复苏，上游材料直接受益

功能性涂层复合材料下游市场以消费电子等高端消费品行业为主，近年来由于电子制造业发展迅猛、技术创新水平不断提升，产业规模持续扩大。除消费电子领域外，功能性涂层复合材料的下游市场同样包括了汽车电子行业、家用电器行业、新能源汽车锂电池组件、航空航天、医药行业等众多领域，下游各行各业的发展为功能性涂层复合材料带来巨大的发展机遇。

表11：功能性涂层复合材料的主要应用领域

应用领域	主要产品应用
智能手机、平板电脑、可穿戴设备等消费电子	保护膜、防眩膜、防窥膜、防静电膜等；绝缘材料、屏蔽材料、导电材料、散热材料、柔性高抗刮表层覆盖材料；涂布型偏光片；高抗折光学透明胶；高阻隔性封装膜等
新能源汽车锂电池	电池内部耐电解液固定胶带；电池外壳绝缘胶带；电极材料及电池隔膜；高性能导热界面材料；铝塑复合膜包装材料等
汽车电子、装饰	OCA 光学胶膜材料、节能环保材料、超轻车身材料、汽车防爆、防尘、防油污等贴膜
家用电器	纹理装饰材料；抗菌、抗霉菌、防雾功能性覆膜；面板开关用精密压敏胶；导热双面胶，运输固定用胶带
医药	快速检验试纸用高化学稳定性胶带，亲水性薄膜，医用级压敏胶带制品，创口护理材料
建筑节能	建筑玻璃用防爆、隔热、保密等贴膜
航空航天	飞机内用防爆、隔热、保温等功能复合材料
其他	物联网领域，柔性线路板，射频天线

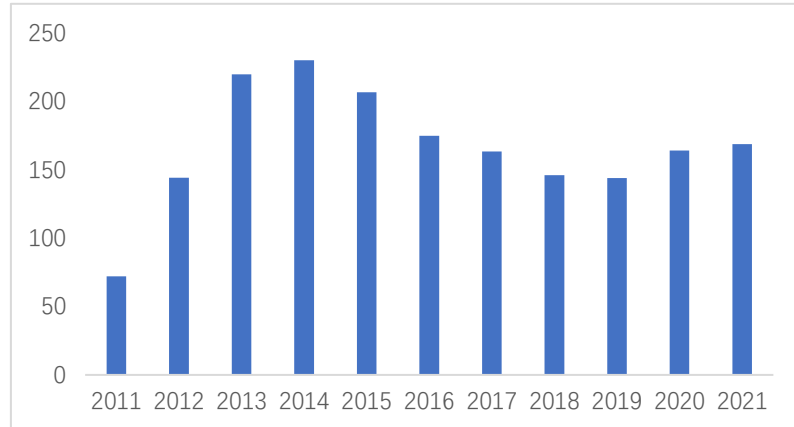
资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

从消费电子产品的应用发展来看，智能化、大尺寸全屏幕、双镜头、高分辨率、防水、个性化场景体验以及高续航能力等特点成为消费电子产品最显著的发展方向，由此衍生出的对上游内外部 OCA 光学胶膜材料、石墨散热材料、高硬度薄膜材料、涂布型偏光片、防水透声材料、高温阻尼材料、防水保护膜等功能性涂层复合材料的需求也显著增加。

受全球经济持续下行、2020 年起的新冠疫情席卷全球、2022 年俄乌冲突、美元加息等等因素影响，消费电子行业需求不振，消费电子行业在 2022 年持续处于去库存阶段，有望从 2023

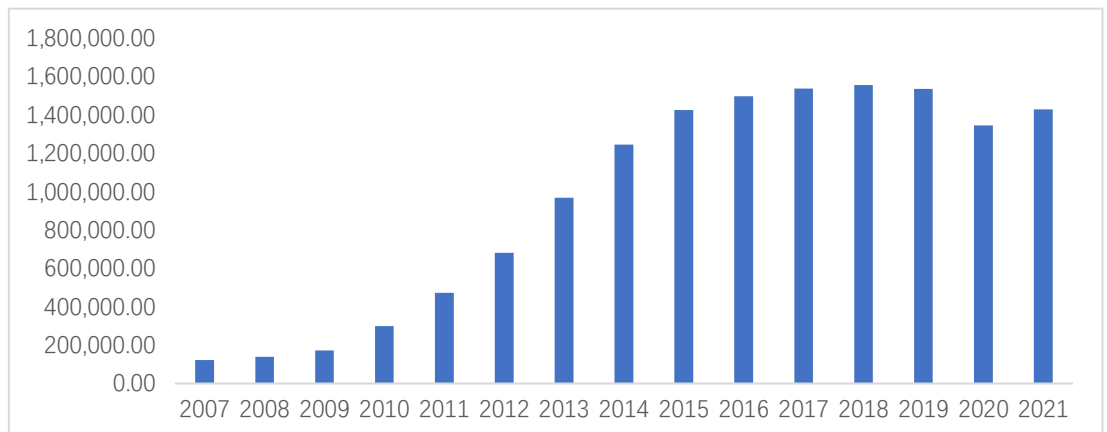
年二季度开始，行业随库存回归正常水平而逐步回暖，上游功能性涂层复合材料有望直接受益。

图7. 2011—2021 年全球平板电脑总出货量（百万台）



资料来源: wind、安信证券研究中心

图8. 2007—2021 年全球智能手机总出货量（千台）

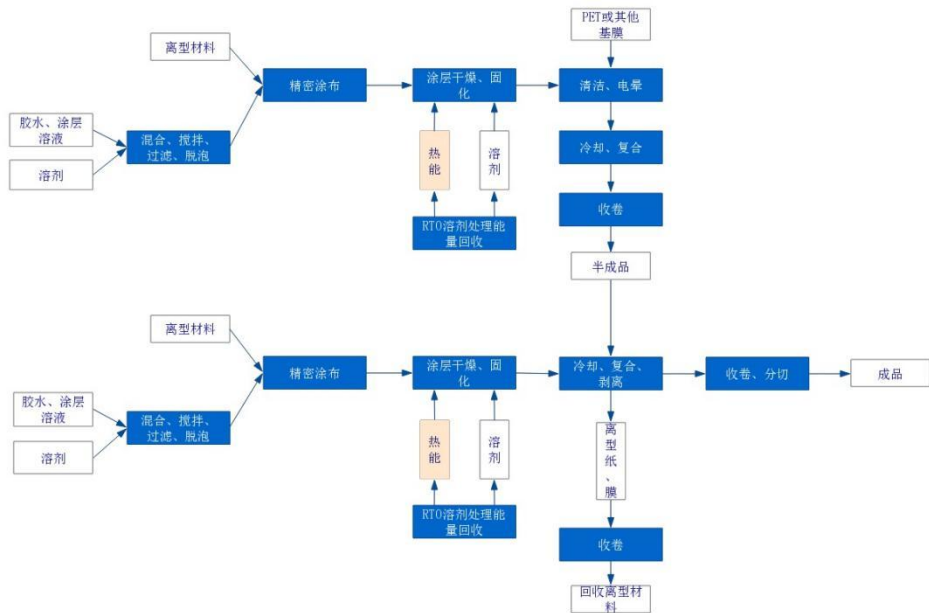


资料来源: wind、安信证券研究中心

3. OCA 光学胶市场前景广阔，市场主要被国外企业所占据

光学透明胶 (Optical Clear Adhesive) 是指将经特殊设计，具有特定折射率、透光系数以及雾度的丙烯酸酯类压敏胶做成无基材的双面胶带，然后在上下层面上各贴合一层离型薄膜的无基材光学透明的特种粘胶剂。OCA 光学胶具有无色透明、光透过率在 90% 以上、胶结强度良好，可在室温下使用，固化收缩小等特点。

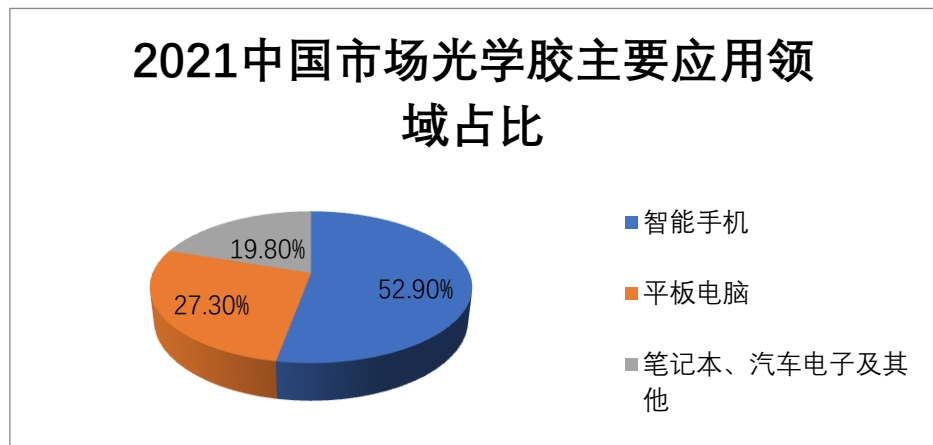
图9. 电子级胶粘材料生产流程



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

OCA 光学胶产业的下游应用包括面板、电子纸、光学镜头等，在手机领域的相关应用尤其广泛。伴随着OCA光学胶产品的高性能化、精细化发展，其在可穿戴设备、智能家居等产业的应用十分可观，用于汽车显示部件的高耐热、抗紫外的OCA光学胶产品将成为未来一段时间内的行业发展热点。国内的光学胶产品应用主要布局在智能手机行业，同时在平板电脑领域也有着可观的应用规模。

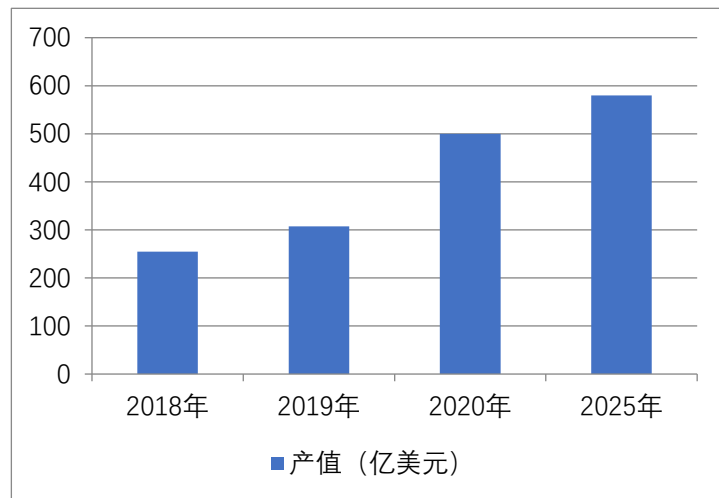
图10. 2021年中国市场光学胶主要应用领域占比



资料来源：wind，安信证券研究中心

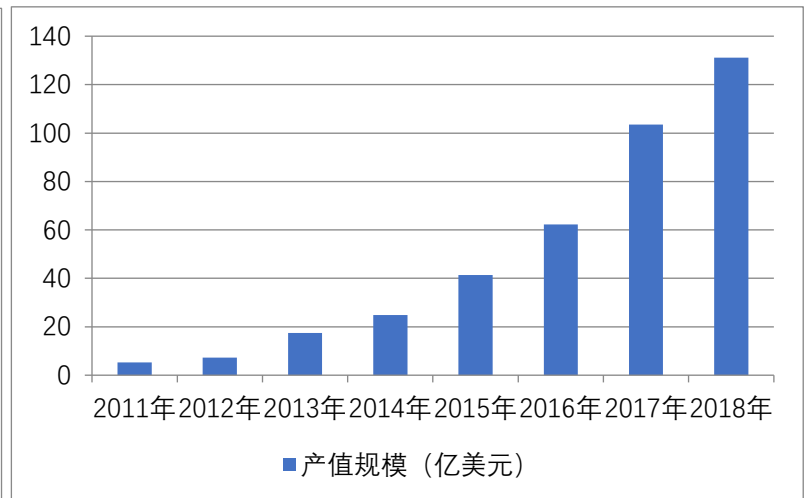
OLED 显示屏是OCA光学胶新的市场增量。OCA光学胶是生产OLED显示屏的最重要原料之一，近年来，伴随着OLED产业的市场繁荣，相应地对于作为生产原料的OCA光学胶也产生了明显的需求增量。前瞻产业研究所测算2018年我国的OLED产值规模达到131.1亿美元，OLED市场前景有望提升OCA光学胶的市场容量。

图11. 2018-2025 全球 OLED 产值规模统计情况及预测



资料来源：前瞻产业研究所，安信证券研究中心

图12. 2011-2018 年中国 OLED 产值规模统计情况

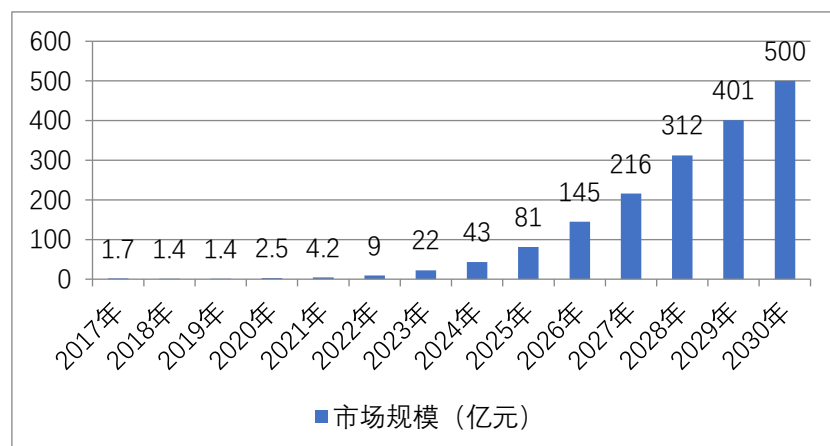


资料来源：前瞻产业研究所，安信证券研究中心

优质的 OCA 光学胶可为 VR 镜头 Pancake 方案带来更大的 FOV 和更优质的成像质量。VR 光学方案主要经历非球面透镜、菲涅尔透镜、Pancake 方案三个阶段，现阶段 VR 设备仍然以菲涅尔透镜为主，但 Pancake 方案已经开始逐步渗透和替代传统的菲涅尔透镜。Pancake 方案以偏振光原理为基础，能够进一步压缩模组厚度，有效提升 VR 使用者的舒适度和沉浸感。Pancake 模组功能优势在于光路折叠，因此其生产对于光路的组装和对齐调整要求非常高，光学膜材料的贴合成为技术核心。OCA 光学胶的性能以及应用在曲面贴膜模式的生产工艺中发挥着至关重要的作用，优质的 OCA 光学胶可以带来更大的 FOV 和更优质的成像质量。

根据 Well senn XR 预测，2023 年全球 VR 光学市场规模可以达到 22 亿元，2030 年有望达到 500 亿元。Pancake 方案对于光学膜的材料和技术要求非常高，公告披露，目前斯迪克公司通过触控面板用热固化型 OCA 项目着重研发 VR 眼镜显示的固定，率先布局市场，并且已经实现了 VR 光学胶的量产供应能力，有望加速实现进口替代。

图13. 全球 VR 光学市场规模 (含预测)

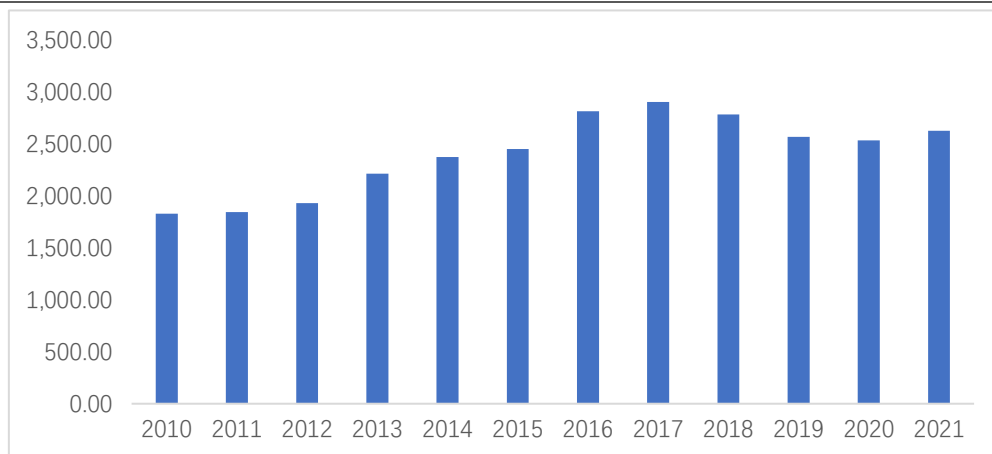


资料来源：Well senn，安信证券研究中心

光学胶在汽车行业中主要应用于车载显示屏。汽车行业的智能化、车载显示大屏化趋势、新能源汽车占比上升等等因素都会深刻影响功能性涂层复合材料在汽车行业的重要性和参与

度，新能源汽车带来的未来上升空间都将成为功能性涂层复合材料新的增长点。从数据上看，2021年我国汽车销量达到2625.7万辆，相比2020年的2532.5万辆增长3.68%，未来光学胶膜材料、节能环保材料、功能贴膜材料等功能性涂层复合材料将随着汽车行业的发展，在汽车行业发挥更加重要的作用。

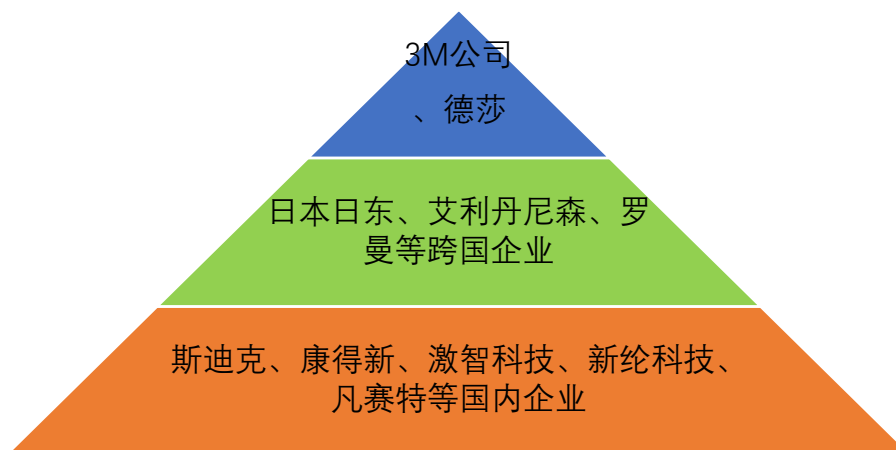
图14. 2010-2021年中国汽车销量（万辆）



资料来源: wind, 安信证券研究中心

3M 等跨国企业主导 OCA 光学胶市场。由于客观存在的技术水平、研发能力与生产规模的差距,目前OCA光学胶膜产品的主要世界市场为以3M公司为龙头的大型国际跨国企业所垄断,3M公司的光学胶相关产品被广泛应用于电子、汽车等多个领域,据模切之家数据,2021年国外企业在全中国OCA光学胶市场占有率达到80%以上。2021年报披露,斯迪克公司利用生产要素的相对价格差异形成的成本优势,在部分终端品牌实现了一定程度的突破。

图15. 全球OCA光学胶的市场梯队以及主要代表企业



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

4. 公司深耕行业多年，“客户优势+产品优势”显著

4.1. 积累大批知名客户，有望促进新产品导入

招股书披露，公司合并口径前十名客户包括领益科技、富士康集团、成都正硕、江苏（昆山）合金永、合肥（太仓）泰邦、苏州上动力、合肥海恒包装材料、恒铭达、东旭巨腾等知名客户，并且与台湾知名模切厂商、大中华地区规模最大的印刷标签厂商正美集团以及国际知名厂商宝德公司（BOYD）等保持良好合作。总的来看，斯迪克公司业务的前10大客户整体上比较稳定，主要以直销客户为主，与其主要营销模式相符。

表12：报告期内合并口径前十名客户销售情况

序号	客户名称	客户类型	2019年1-6月		2018年度		2017年度		2016年度	
			金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
1	领益科技 [002600.SZ]	模切厂	7,816.84	11.70	14,063.71	10.45	11,502.08	8.93	5,143.97	5.26
2	富士康集团	模切厂	5,458.37	8.17	4,826.69	3.59	1,286.86	1	655.74	0.67
3	正硕科技、臻金精密（莱尔德科技（Laird）、宏明双新等配套模切厂商）	模切厂	3,969.94	5.94	8,394.03	6.24	0.14	0	-	-
4	昆山合晶永、江苏合晶永、东莞斯恒	经销商	3,070.10	4.60	4,755.85	3.53	3,906.45	3.03	1,899.94	1.94
5	正美集团（台湾知名模切厂商，大中华地区规模最大的印刷标签制造商）	模切厂	2,682.54	4.02	5,796.31	4.31	13,637.61	10.58	9,187.94	9.39
6	太仓泰邦、合肥泰邦	经销商	2,556.46	3.83	5,909.09	4.39	5,175.44	4.02	3,650.40	3.73
7	苏州上动力、东莞上动力	经销商	2,308.67	3.46	3,936.63	2.93	3,344.81	2.6	2,635.89	2.69
8	合肥海恒包装材料	BOPP客户	1,848.36	2.77	4,391.93	3.26	2,040.70	1.58	956.29	0.98
9	恒铭达 [002947.SZ]	模切厂	1,274.56	1.91	608.91	0.45	570.38	0.44	784.44	0.80
10	东旭巨腾（句容）、合立成（重庆）（巨腾国际 [3336.HK]，香港上市公司）	模切厂	1,191.91	1.78	2,068.52	1.54	1,893.78	1.47	2,548.99	2.6
11	安浩科技 [002635.SZ]	模切厂	822.47	1.23	2,762.08	2.05	3,631.84	2.82	1,523.52	1.56
12	佳值电子（台湾知名模切厂）	模切厂	776.94	1.16	1,715.88	1.28	1,918.11	1.49	2,419.87	2.47
13	宝德公司 BOYD（成立于1928年的材料制造商，全球布局、总部位于美国）	模切厂	325.91	0.49	2,215.72	1.65	417.36	0.32	36.89	0.04
14	博硕科技、阿特斯精密（富士康模切厂）	模切厂	229.15	0.34	636.2	0.47	2,433.47	1.89	1,873.31	1.91
15	重庆凯成科技、东莞市凯成环保（富士康模切）	模切厂	70.47	0.11	551.29	0.41	3,206.17	2.49	4,687.72	4.79

厂)										
16	天津松下电子部 品(松下电器 [6752.T],日本上 市公司)	模切厂	24.58	0.04	846.11	0.63	3,179.55	2.47	2,632.96	2.69
17	昆山佳运电 子、Jia Yun Xing Technology Co., ltd	模切厂	-	-	812.19	0.6	3,764.85	2.92	1,942.76	1.99

资料来源:招股说明书,安信证券研究中心

4.2. 终端为下游知名消费电子企业,与苹果、华为等企业具有良好合作关系

从斯迪克公司的下游客户状况来看,其下游模切客户、组装厂以及主要终端多为规模较大的知名企业和上市公司,例如领益科技、富士康、纬创资通集团等,主要终端以手机和平板电脑为主,此外,斯迪克公司的产品在行业内认可度较高,都由斯迪克公司将产品送至终端客户处取得认证,终端客户包括苹果、三星、华为、中兴等知名企业。

表13: 发行人通过认证的部分产品及其对应的下游终端客户和认证时间

终端客户	认证时间	认证产品料号	产品分类
苹果	2019年1-6月	SDK**A**B	电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品
	2018年	SDK***80	电子级胶粘材料-导电材料
	2018年	SDK***75	电子级胶粘材料-导电材料
	2018年	SDKP***9-1	电子级胶粘材料-绝缘材料
	2018年	SDK***32	电子级胶粘材料-导电材料
	2018年	SDK***40	电子级胶粘材料-导电材料
	2018年	SDK****02	功能性薄膜材料-精密保护材料
	2018年	SDK****3B	电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品
	2018年	SDK****03	电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品
	2018年	SDK****01	功能性薄膜材料-精密保护材料
	2016年	SDK****X2	电子级胶粘材料-光学级压敏胶制品
	2016年	SDK**T-HC-4S	功能性薄膜材料-光学功能薄膜
	2016年	SDK****P-R8	电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品
	2017年	SDK**K**J	功能性薄膜材料-精密保护材料
	2017年	SDK2K**B-J2	功能性薄膜材料-精密保护材料
	2017年	SDK****HC-4	功能性薄膜材料-功能保护材料
	2017年	SDK**K**T	功能性薄膜材料-精密保护材料
2015年	SDK*5**C-*	功能性薄膜材料-精密保护材料	
2015年	SDK*7**C-*	功能性薄膜材料-精密保护材料	
三星	2015年	SDK****HC-EB (E9)	功能性薄膜材料-功能保护材料
	2015年	SDK****W	功能性薄膜材料-功能保护材料
	2015年	SDK****A	功能性薄膜材料-精密保护材料
	2016年	SDK****W-L	功能性薄膜材料-功能保护材料
华为	2019年1-6月	SDK-**	电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品
	2019年1-6月	SDK-**T	电子级胶粘材料-高性能压敏胶制品
	2018年	SDK****Y-Y	功能性薄膜材料-精密保护材料

2017 年

SDK****TP-HC

功能性薄膜材料-功能保护材料

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

4.3. 不断进行产品升级，加速布局高端市场

2019 年 11 月公司首次公开发行股票，募集资金投资 OCA 光学胶膜生产扩建项目，在公司现有 OCA 光学胶膜产品的基础上，利用公司在涂布工艺、高分子聚合、功能结构设计等方面的优势，进一步扩大公司高端产品规模。该募投项目的实施可以缩小与国外知名企业在高端产品方面的差距，提升公司综合竞争实力，实现对日韩高端产品的进口替代。2022 年半年报披露，公司已于 2022 年上半年陆续完成 3 条 OCA 生产线的安装调试，并陆续投入使用。

2021 年斯迪克公司面向特定对象增发股票 3,562.6313 万股，募集资金 50,000 万元，用于投资扩大生产高端离型膜。高端离型膜应用场景包括智能手机及平板电脑的屏幕、液晶电视偏光板以及 5G 手机、汽车电子等，随着下游应用行业的不断拓宽，精密离型膜的应用广度和深度也在不断拓展。斯迪克公司通过股票融资，加快建设离型膜涂布线，进一步提升公司的市场占有率和品牌影响力。

表14：斯迪克公司向特定对象发行股票并在创业板上市方案

序号	项目名称	总投资额（万元）	拟用本次募集资金投入（万元）
1	精密离型膜建设项目	49,686.23	40,000.00
2	偿还银行贷款	10,000.00	10,000.00
合计		59,686.23	50,000.00

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

我们认为，公司是国内功能性复合材料龙头，深耕行业多年，积累大批知名客户，专注技术自研，具备明显的产品优势，有望从消费电子复苏和 OCA 光学胶国产化进程中持续受益，为公司未来发展打开更大空间。我们核心假设 2023 年需求逐步复苏，OCA 光学胶业务逐步放量，公司 2022 年~2024 年营收增速为 9.88%/32.36%/33.11%，并随公司新产品收入占比提高，假设毛利率为 27.41%/29.45%/32.09%，我们预计公司 2022 年~2024 年收入分别为 21.8 亿元、28.86 亿元、38.41 亿元，归母净利润分别为 2.41 亿元、3.53 亿元、5.76 亿元，首次给予“买入-A”投资评级。

5.2. 估值分析

公司历年 PE(TTM) 中值约 34，假设 2023 年经济复苏叠加公司新产品放量，估算公司 2023 年归母净利润 3.53 亿，采用相对估值法，取 34 倍 pe，公司合理估值约 120.02 亿，公司总股本 3.24 亿，对应目标价 37.04 元。

图16. 公司历年 PE (TTM)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

6. 风险提示

消费电子行业景气度不及预期风险。消费电子行业的市场需求受宏观经济和国民收入水平的影响较大，宏观经济波动会影响到消费电子行业的景气度，进而影响公司产品的市场需求。公司生产的功能性涂层复合材料较多应用于智能手机等消费电子产品的生产制造，公司的经营状况受消费电子行业周期性影响。

产品研发进展不及预期风险。公司正在逐步拓展业务范围至高端材料领域，为追赶海外行业龙头公司，打破技术壁垒，公司需要投入大量资源用作技术研发和产品研发，若公司在高端材料领域研发能力不足，产品研发不及预期，将会导致公司业绩增长不及预期。

市场开拓进展不及预期风险。市场开拓过程不确定性强，各种不利因素的变动都可能给市场开拓进展带来风险和不确定性。若公司在市场开拓方面面临强烈的市场竞争，可能给公司的预期效益带来较大影响，影响公司的经营业绩。

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034