斯迪克（300806.SZ）

2021 年 02 月 03 日

国内 OCA 光学胶领跑者，打造“胶×膜”产品矩阵

——公司首次覆盖报告

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

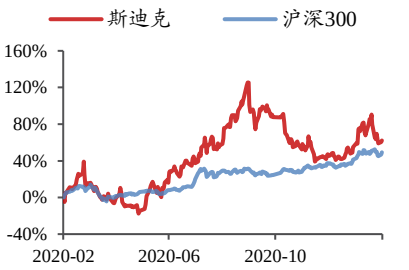
吉金（联系人）
jijin@kysec.cn
证书编号：S0790120030003

龚道琳（联系人）
gongdaolin@kysec.cn
证书编号：S0790120010015

投资评级：买入（首次）

日期	2021/2/2
当前股价(元)	54.50
一年最高最低(元)	77.58/27.45
总市值(亿元)	64.72
流通市值(亿元)	35.27
总股本(亿股)	1.19
流通股本(亿股)	0.65
近 3 个月换手率(%)	170.08

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 公司打造了极为丰富的“胶×膜”产品矩阵，首次覆盖给予“买入”评级

公司是国内领先的功能性涂层复合材料供应商，凭借先进的技术水平和领先的产品品质，与苹果、Tesla、Facebook、华为、三星等国内外知名企业建立了稳定的合作关系。公司通过持续的研发投入，引进高端人才，建立起科学的技术创新体系和极为丰富的产品矩阵，能够根据下游客户的需求，较快地匹配相关材料的定制化解决方案。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 1.78、2.65、3.56 亿元，EPS 分别为 1.50、2.23、3.00 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 36.4、24.4、18.2 倍。我们看好公司通过持续的研发投入和数据积累，实现“胶×膜”产品矩阵在新产品、新客户、新市场的不断延伸。首次覆盖给予“买入”评级。

● 瞄准 OCA 光学胶膜百亿市场，公司跨出重要一步

随着消费者对电子设备显示性能要求的不断提高，OCA 全贴合已成为智能手机与平板电脑的主流贴合方式，并逐步向笔电、车载、智能穿戴、交互大屏等领域渗透，我们预计 2025 年 OCA 在终端市场的规模将超过 100 亿元。目前 OCA 光学胶膜的全球主要供应商为 3M 和三菱，分别占据新机、白牌返修市场。公司专利布局领先国内同行，募投扩建 2600 万平方米产能的 OCA 生产线，为 Facebook 的 VR 眼镜配合开发。我们认为公司有望凭借技术、成本、服务的综合优势打开 OCA 光学胶白牌及返修市场，并逐渐向 ODM 市场和终端品牌市场渗透。

● 功能性胶膜应用广泛，公司新老产品实现跨领域应用

功能性涂层材料广泛应用于制造业的诸多细分领域，在全球消费电子、显示面板、新能源汽车、光伏等产业重心向中国转移的背景下，国内胶膜企业进口替代、跻身全球前列潜力可期。公司利用长期发展过程中对各种复杂涂覆产品的研发流程、生产工艺、原材料特性的理解，实现了胶膜材料的跨领域应用。公司已成为 Tesla 电芯胶带的一级供应商，并布局大宽幅离保膜、精密离型膜在偏光片、MLCC 制程中的应用，多款主材产品的导入将拓宽公司利润来源、提升盈利质量。

● 风险提示：消费电子、新能源汽车终端需求不及预期，客户认证不顺利的风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,346	1,433	1,555	2,153	2,553
YOY(%)	4.4	6.5	8.5	38.5	18.6
归母净利润(百万元)	77	111	178	265	356
YOY(%)	21.2	45.3	59.9	49.0	34.4
毛利率(%)	22.9	25.9	25.7	25.7	28.1
净利率(%)	5.7	7.8	11.4	12.3	13.9
ROE(%)	11.1	10.3	14.3	17.7	19.3
EPS(摊薄/元)	0.64	0.94	1.50	2.23	3.00
P/E(倍)	84.5	58.2	36.4	24.4	18.2
P/B(倍)	9.5	6.0	5.2	4.3	3.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 功能性涂层材料解决方案供应商，应用领域不断拓展 4
1.1、 公司是横跨电子、新能源车等领域的功能性涂层材料供应商 4
1.2、 公司以持续的研发投入，打造极为丰富的“胶×膜”产品矩阵 8
2、 瞄准 OCA 光学胶膜百亿市场，公司跨出重要一步 10
2.1、 OCA 应用由手机向车载等多领域渗透，终端市场规模将达百亿 10
2.2、 3M、三菱分别占据新机、返修市场，国产 OCA 厂商待突围 14
2.3、 公司布局领先国内同行，与 Facebook 合作开发 VR 用 OCA 16
3、 功能性胶膜应用广泛，高端制造崛起亟需国产配套 17
3.1、 全球制造业重心向中国转移，国内胶膜企业成长空间广阔 17
3.2、 功能性胶膜材料应用广泛，公司新老产品实现跨领域应用 19
3.2.1、 新能源车：胶膜材料用以保障电池组安全，公司与特斯拉开展合作 19
3.2.2、 偏光片：宽幅偏光片离保膜需求高增，公司将填补国内市场的空白 20
3.2.3、 MLCC：离型膜需求旺盛，公司投建精密离型膜把握国产化机遇 21
4、 盈利预测与投资建议 22
5、 风险提示 23
附：财务预测摘要 24

图表目录

图 1： 公司从提供单一功能产品转变为功能性涂层复合材料综合解决方案 4
图 2： 功能性薄膜材料和电子级胶粘材料是目前公司的核心产品类别 5
图 3： 公司作为功能性涂层复合材料的生产企业，处于产业链上游 6
图 4： 2016 年公司终端认证产品的收入占比显著提升 6
图 5： 2015-2019 年公司扣非归母净利润持续增长 7
图 6： 公司毛利率、净利率整体呈现上升趋势 7
图 7： 公司股权结构清晰稳定（截至 2020 年 9 月 30 日） 7
图 8： 功能性涂层材料对涂层配方、结构涉及、精密涂布等技术有较高要求 8
图 9： 2017-2019 公司研发费用总额高于同行上市公司 9
图 10： 2017-2019 公司研发材料费用高于同行上市公司 9
图 11： 2017-2019 公司研发人员平均薪酬位于行业前列 9
图 12： 2017-2019 公司人均材料费用高于同行上市公司 9
图 13： 公司“胶×膜”产品矩阵可覆盖消费电子、新能源车锂电池、光伏等领域 10
图 14： OCA 光学胶上下底层各贴合一层离型膜 10
图 15： 全贴合屏幕透光效果优于传统框贴 11
图 16： iPad Air 2 采用全贴合屏幕 11
图 17： 外挂式与内嵌式触控构架所需 OCA 胶层数不同 12
图 18： 预计内嵌式结构将成为智能手机触控的主流 12
图 19： 预计平板电脑的触控构架仍以外挂式为主 12
图 20： 预计 2025 年 OCA 终端市场规模超 100 亿元（不含白牌及返修市场） 14
图 21： 全球 OCA 光学胶供应厂商大体分为三个梯队 15
图 22： 3M 创新 OCA 产品可应用于折叠屏 15
图 23： 三菱 OCA 光学胶在返修市场较为流行 15

图 24: Facebook 于 2020 年 9 月发布 Oculus Quest 2 17
图 25: 预计 2021 年 Oculus Quest 2 出货量达 700 万台 17
图 26: 2019 年中国智能手机产量占全球比重为 68% 18
图 27: 2019 年中国大陆大尺寸 LCD 面板产能占比 41% 18
图 28: 2019 年中国新能源车产量占全球销量的 56% 18
图 29: 2019 年中国企业在光伏各环节的占比均为高位 18
图 30: A 股主要胶膜企业营收总和约为 3M 的 1/10，约为日东电工的 1/2 19
图 31: 胶带用于圆柱电芯终止部位的绝缘保护和固定 19
图 32: 硅胶泡棉垫片应用于动力锂电池外框密封 19
图 33: 偏光片外侧各有一层离型膜和保护膜 21
图 34: MLCC 是由印好电极的陶瓷膜片错位堆叠而成 22
图 35: MLCC 制程中离型膜起到承载陶土层的作用 22

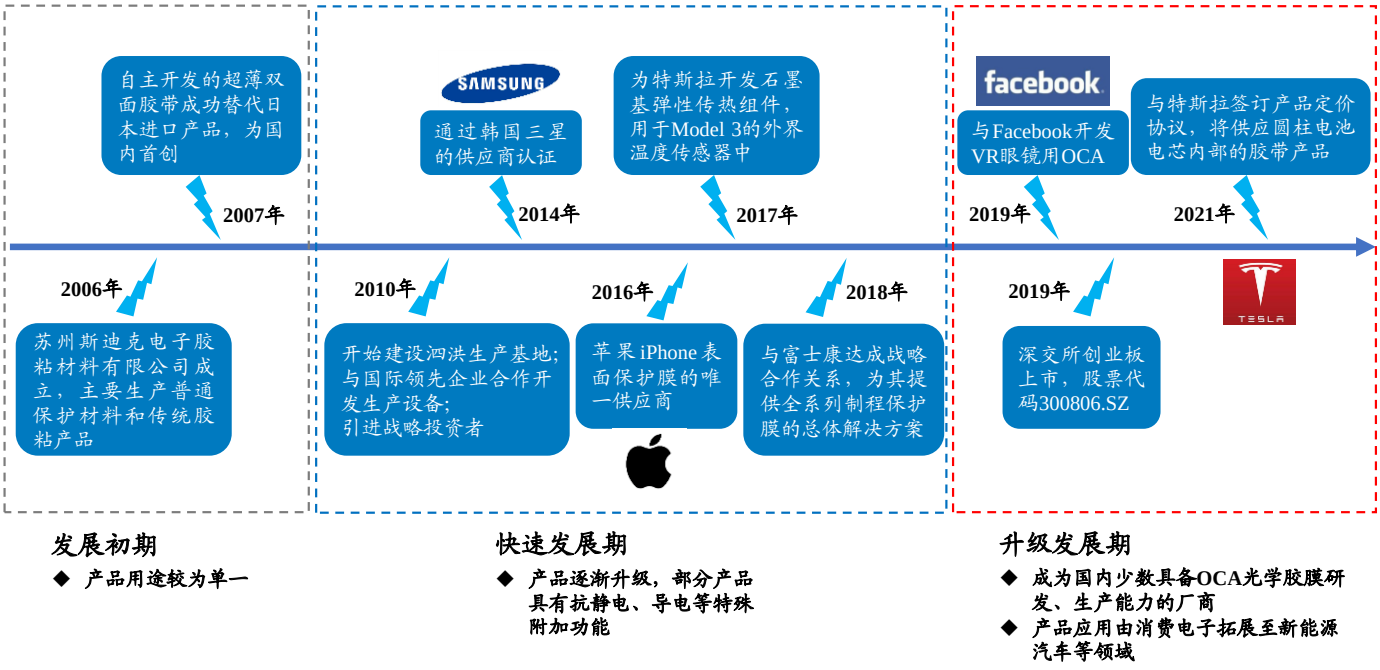
表 1: 使用 OCA 光学胶的屏幕拥有更高的对比度 11
表 2: OCA 成熟市场：智能手机、平板电脑的需求量稳定，市场规模约 50 亿元 13
表 3: OCA 新兴市场：预计 2022 年笔电、车载、交互大屏领域市场规模达 26 亿元 13
表 4: 公司 OCA 专利布局领先国内同行 16
表 5: 公司为新能源电池行业提供绝缘、阻燃、保护、结构固定的解决方案 20
表 6: 公司业务拆分 23
表 7: 可比公司盈利预测与估值 23

1、 功能性涂层材料解决方案供应商，应用领域不断拓展

1.1、 公司是横跨电子、新能源车等领域的功能性涂层材料供应商

公司是国内领先的功能性涂层复合材料供应商。公司创立于 2006 年，具备多年持续高投入形成的创新研发、精密制造和快速市场响应能力，从提供单一功能产品向功能性涂层复合材料综合解决方案转变。公司产品主要应用于消费电子制造领域，以实现智能手机、平板电脑、笔记本电脑、可穿戴设备、汽车电子等产品各功能模块或部件之间粘接、保护、防干扰、导热、散热、防尘、绝缘、导电、标识等功能。随着公司对产品开发的不断投入，公司产品可规模化应用于新能源汽车锂电池组件，以实现绝缘、阻燃、结构固定等功能。凭借先进的技术水平和领先的产品品质，公司已与苹果、特斯拉、Facebook、华为、三星、松下、中兴、OPPO、LG、戴尔等国内外知名企业建立了稳定的合作关系。

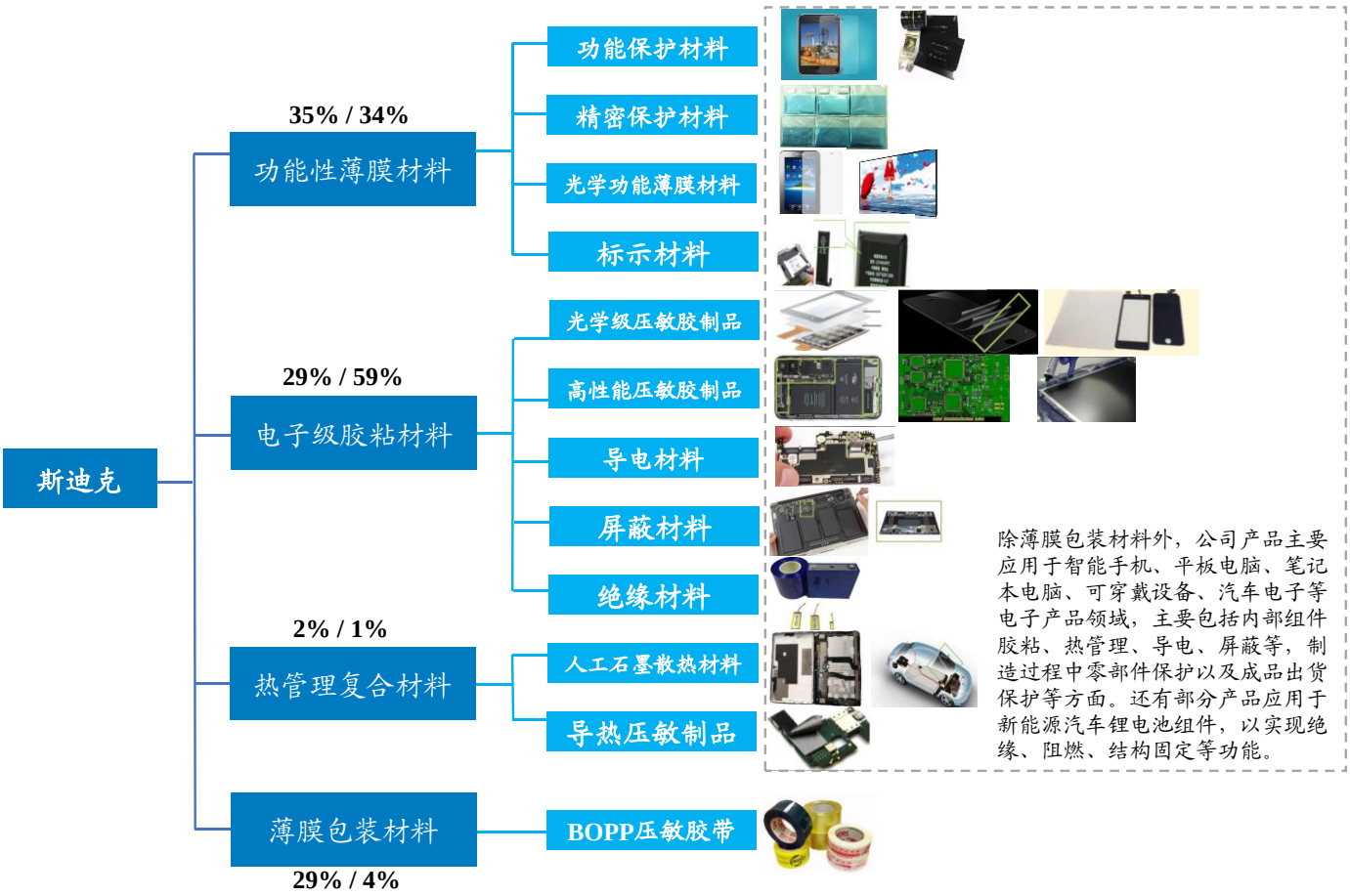
图1：公司从提供单一功能产品转变为功能性涂层复合材料综合解决方案



资料来源：公司招股说明书、公司官网、开源证券研究所

功能性薄膜材料和电子级胶粘材料是目前公司的核心产品。公司产品包括功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料和薄膜包装材料四大类。其中，功能性薄膜材料是具有抗刮、反射、扩散、抗眩光、抗静电等一种或多种特定功能的涂层复合材料；电子级胶粘材料是一类具有某种特定功能的胶带产品，主要应用于消费电子、新型显示等领域；热管理复合材料产品，主要通过石墨与其他材料经过特定工艺复合制成，起内部散热、导热等热管理功能；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。公司功能性薄膜材料、电子级胶粘材料多款产品通过了苹果、三星、华为等国际知名客户认证，2019 年公司功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料、薄膜包装材料的营收占比分别为 35%、29%、1.6%、29%，毛利占比分别为 34%、59%、1%、4%。

图2：功能性薄膜材料和电子级胶粘材料是目前公司的核心产品类别

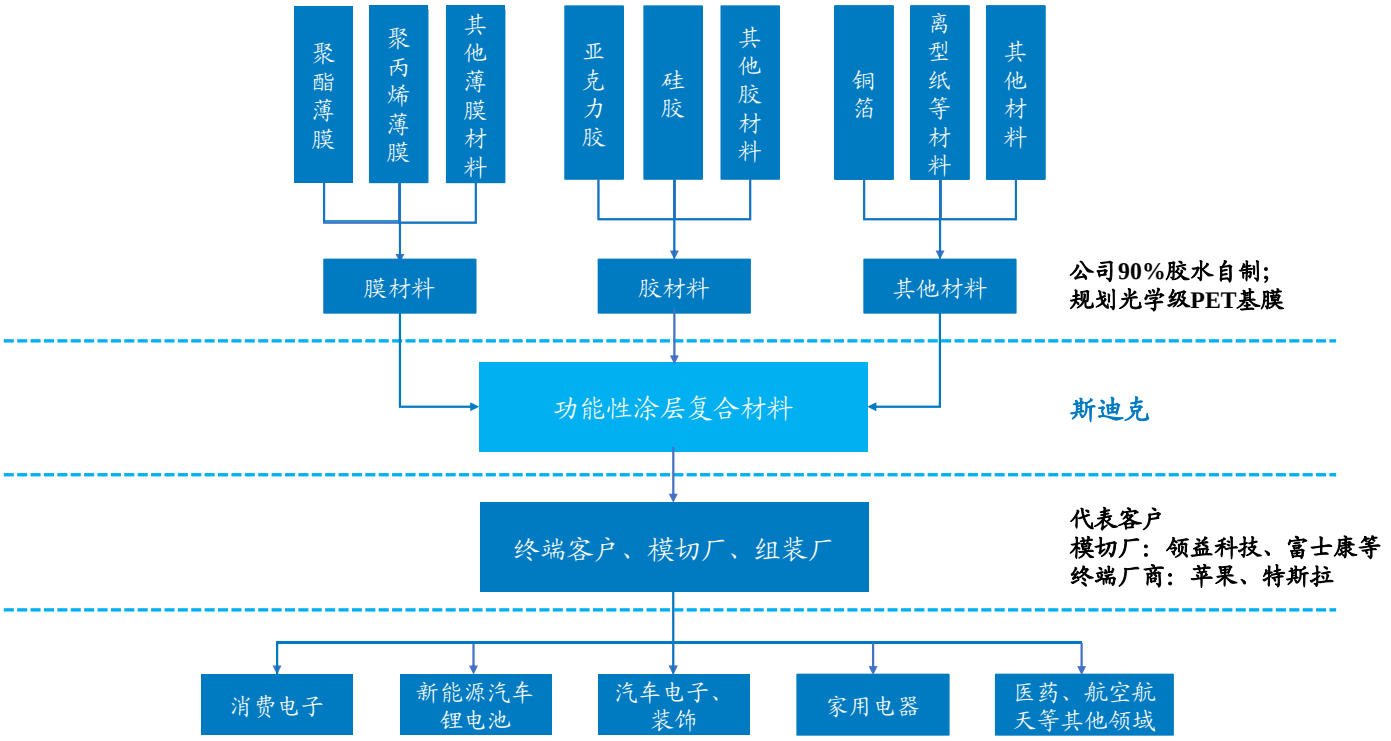


资料来源：Wind、公司招股说明书、开源证券研究所

注：xx% / xx%为公司产品 2019 年收入占比/毛利占比

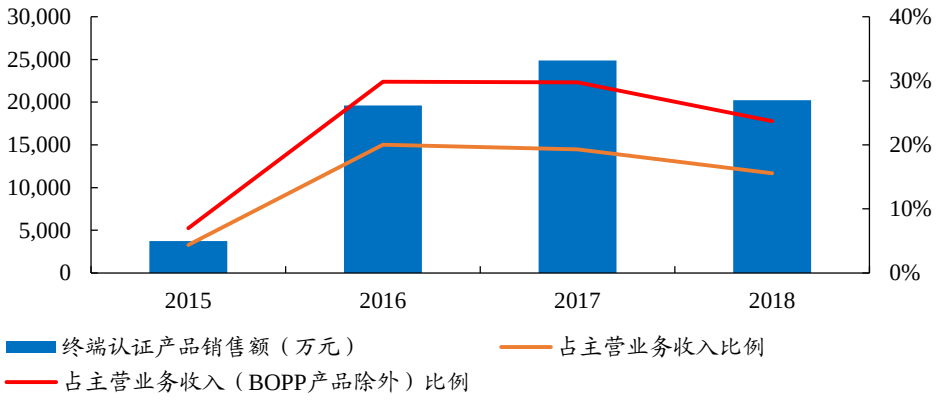
公司通过“嵌入式研发”不断加深与终端客户的合作。公司作为功能性涂层复合材料的生产企业，处于产业链上游位置，直接下游主要为模切厂商及组装厂商。公司产品销售分为指定采购和非指定采购两种模式，指定采购模式下公司需获取终端厂商的认证，以定制化主材居多；非指定采购模式多为通用类辅材。根据公司招股说明书，2016-2019H1 公司终端认证产品销售额占主营业务收入（BOPP 产品除外）的比例均在 20%以上。2016-2019H1，公司对苹果、三星、华为销售的认证产品料号数量分别为 19、4、6 个。随着公司产品研发实力的不断增强，公司积极与国内外知名终端客户开展新产品的“嵌入式研发”，与终端客户的合作不断加深，粘性不断增强，我们预计公司终端认证产品的销售占比将逐步提升。

图3：公司作为功能性涂层复合材料的生产企业，处于产业链上游



资料来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

图4：2016 年公司终端认证产品的收入占比显著提升

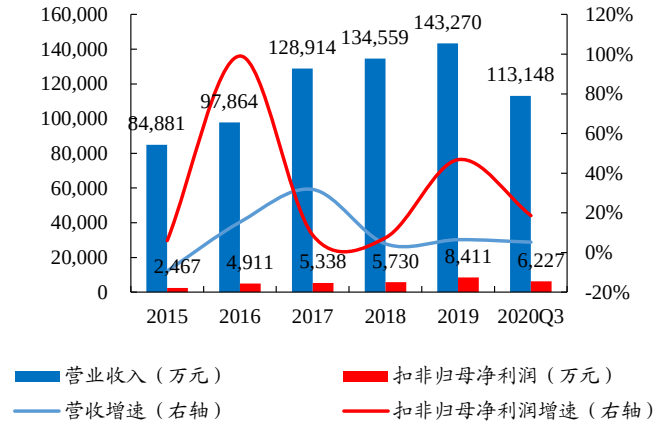


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司近五年业绩持续增长，盈利能力呈上升趋势。公司营业收入由 2015 年的 8.49 亿元增长至 2019 年的 14.33 亿元，年均复合增长率 14%；公司扣非归母净利润由 2015 年的 2,467 万元增长至 2019 年的 8,411 万元，年均复合增长率 36%。1 月 28 日，公司发布 2020 年业绩预告，预计实现归母净利润 1.72-1.89 亿元，同比增长 1.72-1.89 亿元，同比增长 55%-70%；预计扣非净利润 0.97-1.05 亿元，同比增长 15%-25%，2020 年股权激励费用预计对净利润影响约 780 万元，剔除股份支付费用后的扣非净利润同比增速约为 24%-34%，2020 年公司业绩增长主要系产品和客户结构优化，实现“新-老”产品在不同应用场景和终端客户的导入。另外，由于公司产品在消费电子行业应用量较大，公司的销售收入呈现季节性波动，下半年收入、净

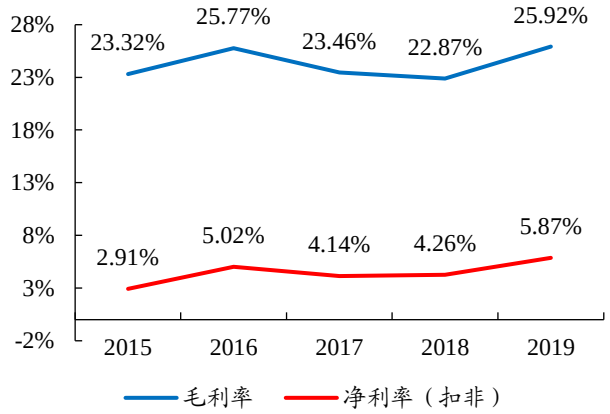
利润明显高于上半年，随着应用领域向新能源汽车等拓展，经营的季节性波动有望改善。受益于产品结构的升级，公司盈利能力整体呈现上升趋势，公司毛利率由 2015 年的 23.32%提升至 2019 年的 25.92%，扣非净利率由 2.91%提升至 5.87%，我们认为随着终端认证客户的突破，主材的占比提升将有助于提升整体盈利能力。

图5：2015-2019 年公司扣非归母净利润持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

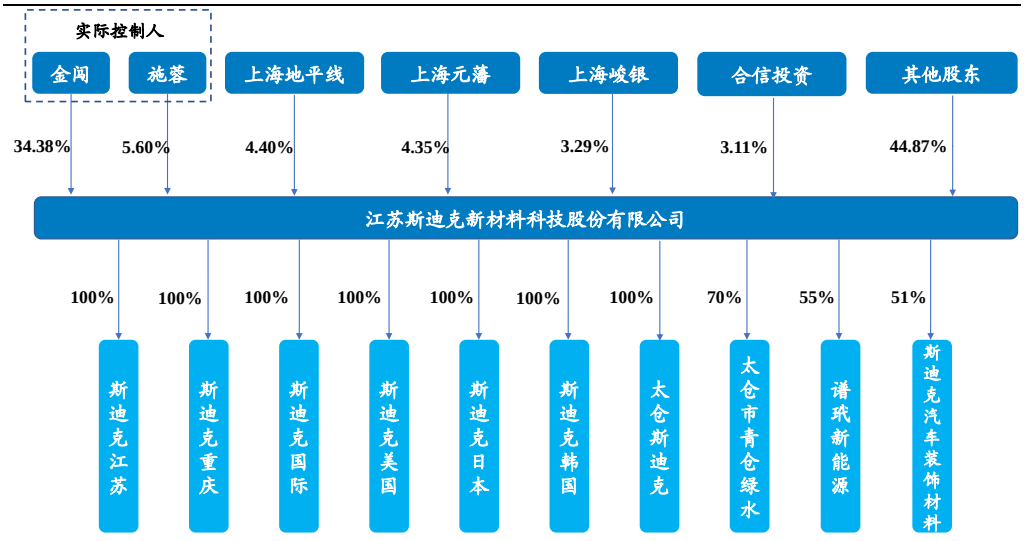
图6：公司毛利率、净利率整体呈现上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司股权结构稳定，金闯、施蓉夫妇为控股股东及实控人。截至 2020 年 9 月 30 日，金闯直接持有公司 34.38%的股份，施蓉直接持有公司 5.6%的股份，二人直接合计持有公司 39.98%的股份，公司控制权归属稳定。公司 2020 年 5 月 14 日实施限制性股票激励计划的首次授予，向杨比、吴江等 148 名激励对象授予 153.25 万股，授予价格 17.92 元/股；9 月 23 日，公司实施限制性股票激励计划的预留授予，向基险峰等 9 人授予 38.3 万股，授予价格 33.48 元/股。公司目前拥有 2 家分公司、10 家一级控股子公司（包括韩国、日本及美国境外公司），此外，为加快国际化发展战略布局，公司 2020 年 7 月 16 日公告，拟设立台湾全资子公司。

图7：公司股权结构清晰稳定（截至 2020 年 9 月 30 日）

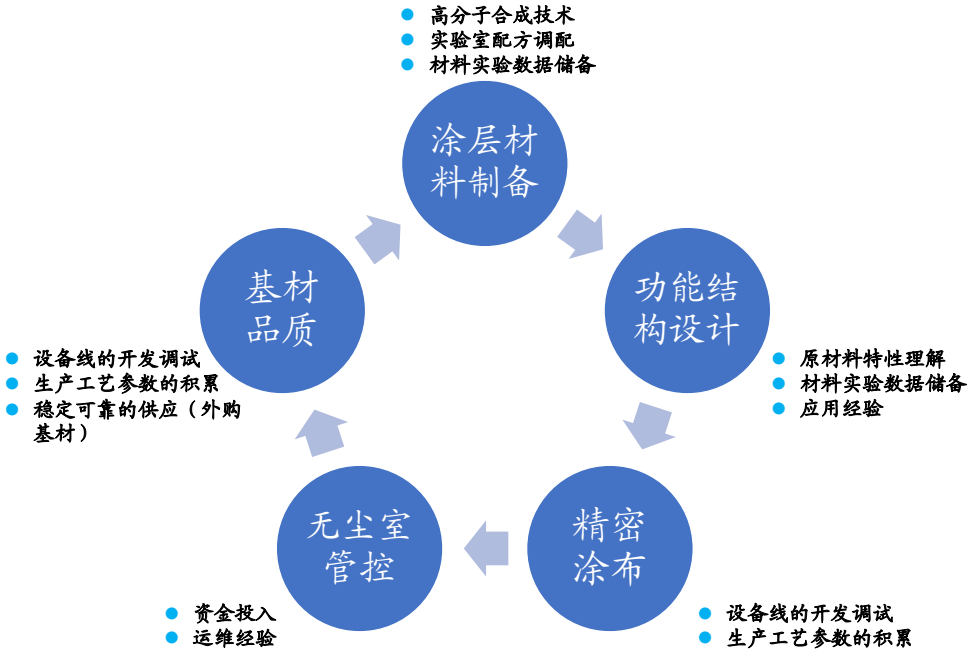


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、 公司以持续的研发投入，打造极为丰富的“胶×膜”产品矩阵

功能性涂层复合材料行业以研发为导向，企业的技术储备与数据积累极为重要。功能性涂层复合材料的制备过程主要包括涂层材料制备、涂布、干燥或固化、贴合、卷取、分切、包装等，产品的功能性、稳定性主要取决于涂层材料和基材的品质，以及产品结构设计及涂布、固化等工艺的控制水平。以涂层材料制备为例，常用的涂层材料包括丙烯酸酯、有机硅树脂、聚氨酯树脂，根据需要达到的功能，可在基础高分子材料的基础上用增粘树脂或其他添加剂进行改性，或在涂层中引入各种功能性颗粒等，这对高分子合成技术、实验室配方调配、材料实验数据储备等方面有较高的要求。涂布、固化、基膜的拉伸等胶膜材料制造工序，也涉及设备线的开发调试、生产工艺参数的积累。因此，3M 公司等国际龙头材料厂商在长期的研发、试验过程中积累的数据储备，是其不断满足客户需求的核心能力。

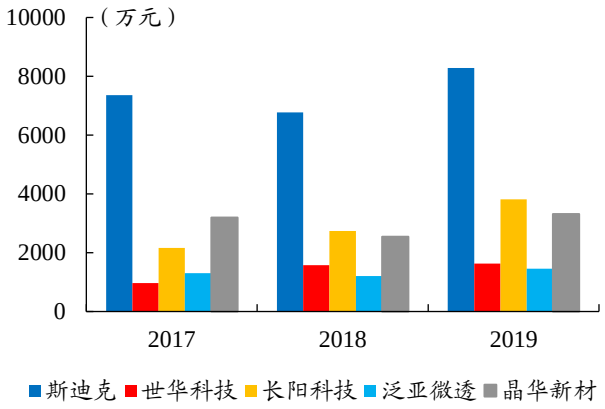
图8：功能性涂层材料对涂层配方、结构涉及、精密涂布等技术有较高要求



资料来源：开源证券研究所

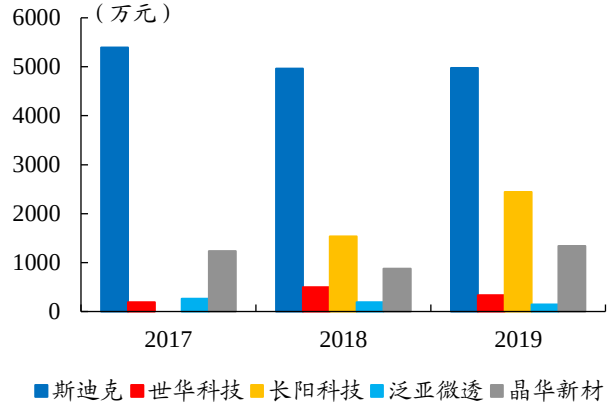
公司的研发投入和数据积累领先于同行上市公司。我们选取研发费用总额、研发材料费用两个总量指标，以及研发人员薪酬、人均材料费用两个人均指标，横向比较公司与世华科技、晶华新材、长阳科技、泛亚微透四家胶膜功能性材料上市公司的研发投入。公司研发费用总额 8,281 万元，高于同行上市企业，体现在研发材料费用和研发人员薪酬两个方面：研发材料费用主要来自开发试验、样品打样，公司 2019 年研发材料费用达 4,973 万元，人均材料费用高达 43 万元（2017 年为 74 万元），一定程度反映了公司的开发测试强度和实验数据积累；公司持续强化人才培养机制，并不断引进高端人才，2019 年公司研发人员数量 115 人，人均薪酬 19 万元，处于行业前列，我们认为高端人才的引进有助于公司建立起科学的技术创新体系，提升研发成果的转化效率。

图9：2017-2019 公司研发费用总额高于同行上市公司



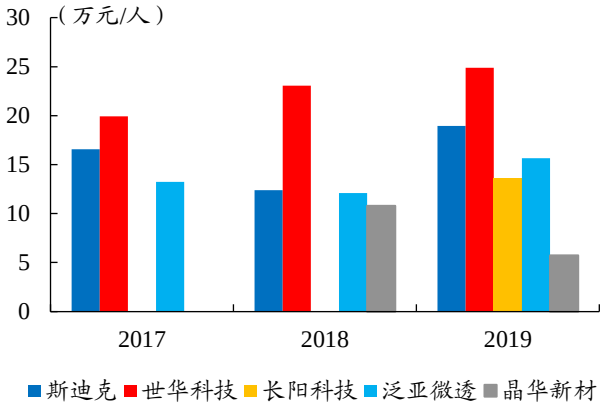
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2017-2019 公司研发材料费用高于同行上市公司



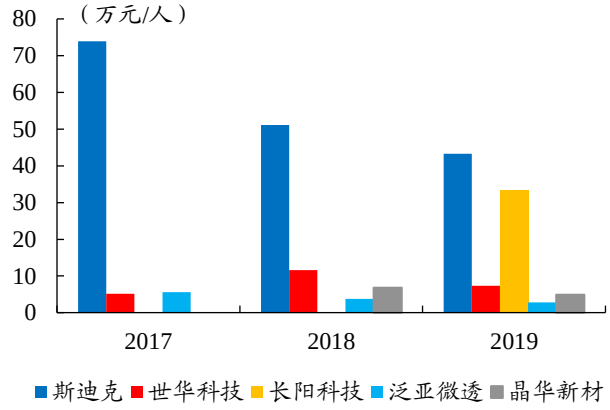
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2017-2019 公司研发人员平均薪酬位于行业前列



数据来源：Wind、开源证券研究所

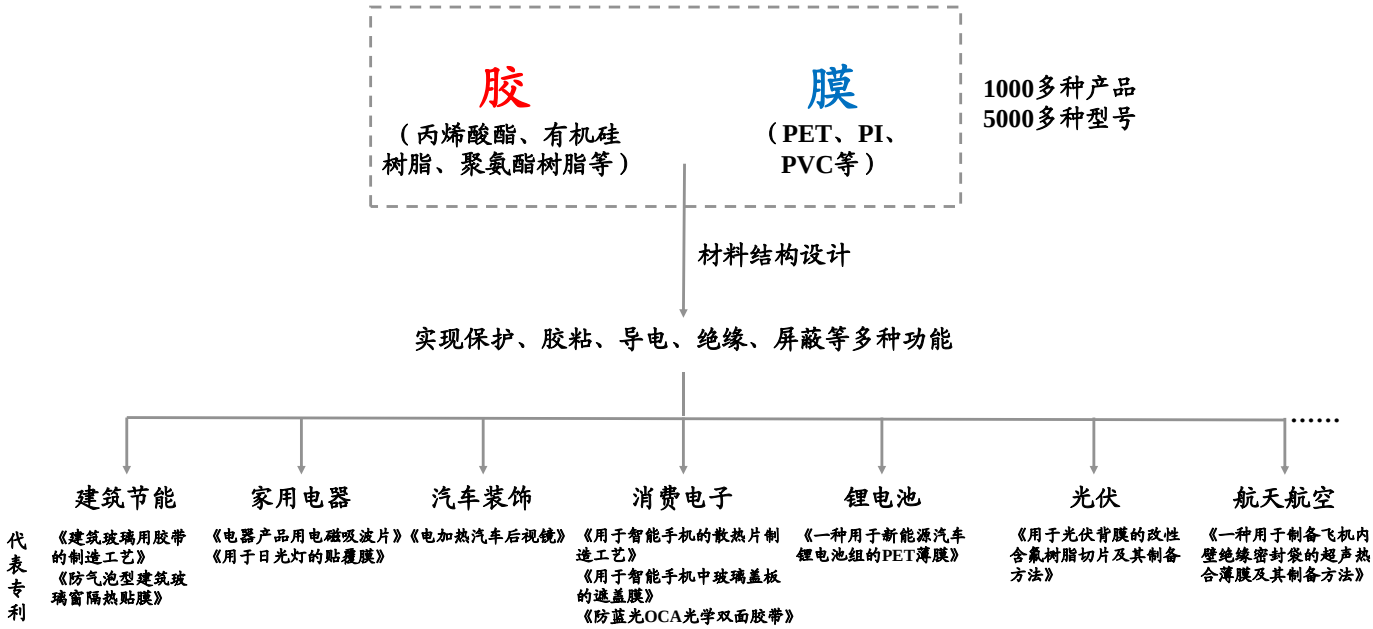
图12：2017-2019 公司人均材料费用高于同行上市公司



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司打造了极为丰富的“胶×膜”产品矩阵，可覆盖消费电子、新能源车锂电池、光伏等领域。公司经过多年的发展，已经发展成为在胶粘材料配制、涂层聚合、精密涂布工艺和技术产业化应用方案等方面具有领先优势的功能性涂层复合材料综合解决方案供应商，打造了极为丰富的“胶×膜”产品矩阵，即通过研发出不同的涂层材料与不同的基材进行组合，实现保护、胶粘、导电、绝缘、屏蔽等多种功能。根据公司招股说明书，公司能够生产 1000 多种产品，5000 多种型号；截至 2020 年半年报，公司拥有专利 680 项，其中发明专利 200 项，产品专利覆盖了消费电子、新能源车锂电池、光伏、建筑节能、汽车装饰、航天航空等多个应用领域。基于公司的“胶×膜”产品矩阵，在下游客户提出定制化需求时，公司可以凭借研发积累，快速调配、优化、迭代、设计出满足客户要求的功能性材料。同时，公司积极向产业上游扩展，约 90%的胶水自制，并投建光学级 PET 基材，我们认为一方面可实现成本下降，更重要的是有助于公司加深对原材料特性的理解，更快地将客户对参数指标的需求转换为材料与产品。

图13：公司“胶×膜”产品矩阵可覆盖消费电子、新能源车锂电池、光伏等领域



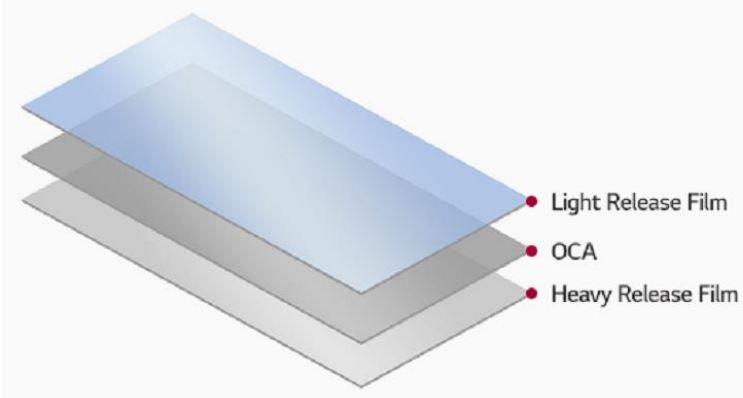
资料来源：公司招股说明书、国家专利网、开源证券研究所

2、 瞄准 OCA 光学胶膜百亿市场，公司跨出重要一步

2.1、 OCA 应用由手机向车载等多领域渗透，终端市场规模将达百亿

OCA 光学胶是一种具备多项优异性能的光学元件粘接材料。OCA 光学胶（Optically Clear Adhesive）是一种用于胶结透明光学元件（如显示器盖板，触控面板等）的特种粘胶剂，属于压敏胶的一类。一般情况下，OCA 特指将光学亚克力压敏胶做成无基材胶膜，然后在上下底层，再各贴合一层离型薄膜的双面贴合产品。作为触摸屏的重要原材料之一，OCA 光学胶主要应用于触摸屏的材料粘合，起到电容触碰感应的效果，具备清澈度高、透光性强（光穿透率＞90%）、高粘着力、耐水耐高温、抗紫外线、胶结强度良好，可在室温或中温下使用，且有固化收缩小等特点。OCA 光学胶用作触摸屏模组粘接以及触摸屏和显示屏粘接，可以让屏幕更清晰、更轻薄、更平整、更耐用。

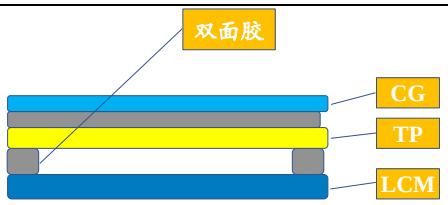
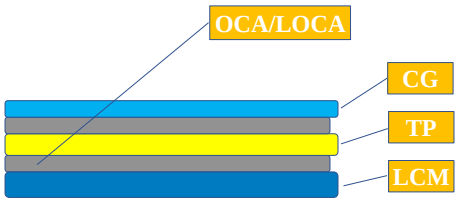
图14：OCA 光学胶上下底层各贴合一层离型膜



资料来源：LG 化学官网

以智能手机为代表的消费电子产业快速发展，带来 OCA 光学胶大规模商业化应用。OCA 光学胶能够成为电子材料行业的重要部分，很大程度上归功于苹果公司。2007 年，iPhone 手机的推出，成为触控行业发展的里程碑，苹果将电容式触控技术推向了主流。苹果以触摸体验为最直接的手段打开智能手机的市场，并使得触摸功能成为智能手机的必备功能。与传统的框贴方式相比，使用 OCA 光学胶膜的全贴合技术填充了面板和触摸屏之间的空气层，能够减少外界光线在两者界面的光学反射率，且消除了灰尘和水汽的影响，可以提供更好的荧幕反射的影像显示效果。随着全球范围内苹果 iPhone、iPad 等智能电子产品的热销，消费者对电子设备的性能，尤其是显示性能的要求也不断提高，OCA 全贴合技术已成为目前智能手机与平板电脑的主流贴合方式。未来 OCA 光学胶将不断朝着高性能化、精细化、多功能化方向发展，以解决 3D 曲面屏及折叠屏等新形态对粘接力、边缘翘曲变形、耐反复弯折等难点的粘接特性设计。

表1：使用 OCA 光学胶的屏幕拥有更高的对比度

	传统边框粘接屏幕			OCA 光学胶全贴合屏幕		
光照条件	黑色亮度（cd/m²）	白色亮度(cd/m²)	对比度	黑色亮度（cd/m²）	白色亮度（cd/m²）	对比度
黑暗	0.57	254.40	445.50	0.55	254.40	491.00
室内光线	6.27	265.60	42.40	0.98	265.60	285.20
室内+灯箱光线	11.70	276.20	23.60	2.18	276.20	140.10
图示						

数据来源：CNKI、51Touch、开源证券研究所

图15：全贴合屏幕透光效果优于传统框贴



资料来源：中关村在线

图16：iPad Air 2 采用全贴合屏幕

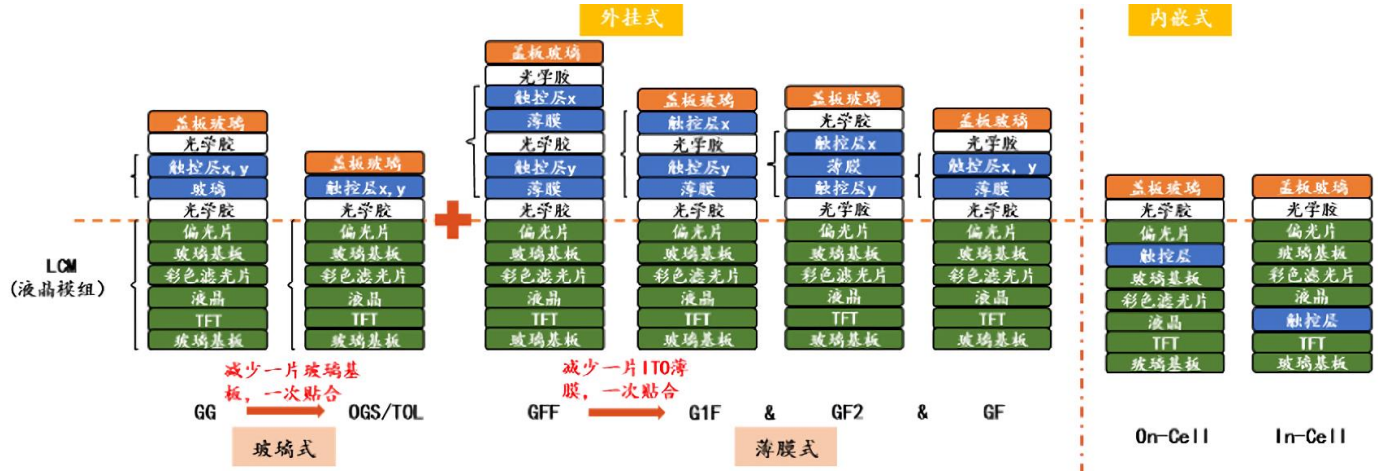


资料来源：中关村在线

OCA 成熟市场：尽管智能手机、平板电脑的内嵌式触控占比提升，但大屏化趋势下 OCA 需求量保持稳定，终端市场规模约 50 亿元。目前电容式触摸屏的触控构架，根据 ITO 层数以及传感器位置的不同，可以分为 Out-cell、In-cell 和 On-cell 三

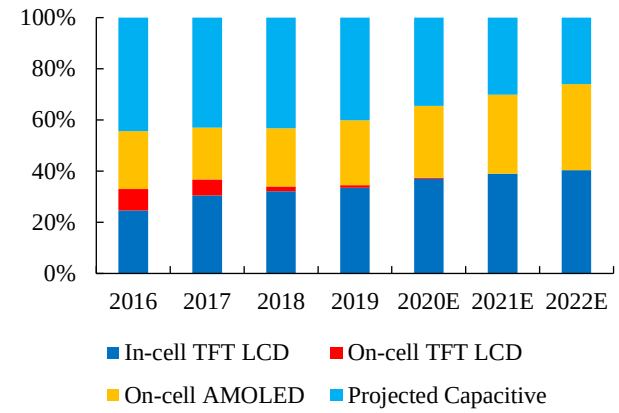
种类型，其中 Out-cell 又可分为 GG（Glass+Glass）、GF（Glass+Film）和 OGS（One Glass Solution）等技术。搭载 GG 或 GF 触控模组的手机有三层构架：盖板玻璃、触控感应器、显示模组，一般需要 2-3 层 OCA 光学胶；与之不同的是 OGS、In-cell、On-cell 三种技术构架，这三种技术将触控感应器嵌入在盖板玻璃或显示模组内，因此只有“两层构架”：盖板玻璃和显示模组，仅需要 1 片 OCA 光学胶。In-cell 和 On-cell 这两种内嵌式结构凭借更为轻薄的特性，逐渐成为高端旗舰机型的主流方案；Out-cell 方案由于综合成本较低，广泛应用于各类中低端机型，IHS Markit 预计 2022 年 In-cell 和 On-cell 触控构架占比将达到 74%。尽管智能手机、平板电脑的内嵌式触控占比不断提升，但在大尺寸化趋势下，对 OCA 光学胶仍然维持了大量的需求，我们根据终端产品出货量，预测 2021 年智能手机、平板电脑对 OCA 的需求量在 3,775 万平方米，对应终端市场规模 49 亿元。

图17：外挂式与内嵌式触控构架所需 OCA 胶层数不同



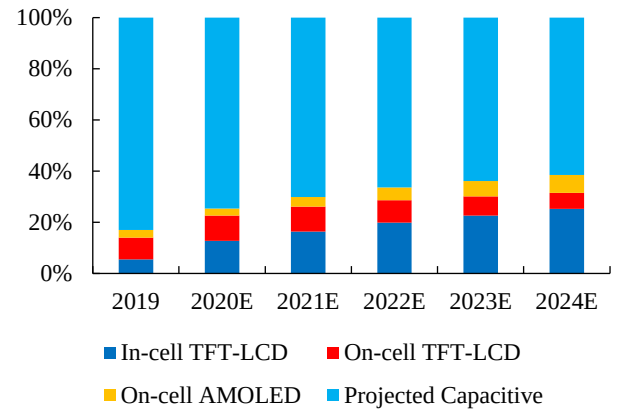
资料来源：艾瑞高分子网

图18：预计内嵌式结构将成为智能手机触控的主流



数据来源：IHS Markit、开源证券研究所

图19：预计平板电脑的触控构架仍以外挂式为主



数据来源：Omdia、开源证券研究所

表2：OCA 成熟市场：智能手机、平板电脑的需求量稳定，市场规模约 50 亿元

	2019	2020E	2021E	2022E
智能手机				
智能手机出货量（亿部）	15.35	13.43	15.07	15.82
平均 OCA 用量（片/部）	1.6	1.5	1.5	1.4
单位面积（平方厘米/片）	117	125	134	139
OCA 胶需求量（万平方米）	2881	2557	2933	3046
平板电脑				
平板电脑出货量（亿台）	1.45	1.59	1.40	1.35
平均 OCA 用量（片/台）	2.0	1.9	1.8	1.7
单位面积（平方厘米/片）	318	325	332	339
OCA 胶需求量（万平方米）	942	977	842	796
合计				
OCA 胶总需求（万平方米）	3823	3534	3775	3843
市场规模（亿元）	50	46	49	50

数据来源：Gartner、IHS Markit、中国信通院、Statista、Omdia、WitsView、开源证券研究所

注：平均 OCA 用量根据不同触控构架占比，内嵌式按 1 片/部，外挂式按 2.5 片/部；单位面积计入 15%的模切损耗，并考虑 90%的贴合良率；按主流市场价 130 元/平方米计算市场规模。

OCA 新兴市场：目前笔电、车载显示、交互大屏领域的 OCA 终端市场规模约 14 亿元，随着 OCA 全贴合渗透率提升，我们预计未来两年新兴市场的复合增速将达 35%。随着触控显示行业的迅速发展，OCA 光学胶凭借其优异的光学性能、填充性、ITO 兼容性等诸多优势，从成熟的智能手机、平板电脑触控显示屏的贴合应用，已经逐步向笔记本电脑、车载显示、智能穿戴、大尺寸教育会议平板等领域渗透。触控功能作为特色功能，已在高端笔记本电脑普及；随着汽车电子化、智能化，自 2016 年开始触控显示已成为汽车的标配，车载中控屏幕尺寸从传统的 7 寸/8 寸提升到现在的 8 寸/10 寸，特斯拉 Model 3 是 15 寸，单车屏幕也有增长趋势；新冠疫情以来，远程教育直播、远程办公会议、远程调度指挥等需求呈现喷发式增长，也给大尺寸电容触控交互平板带来可观的增长。

表3：OCA 新兴市场：预计 2022 年笔电、车载、交互大屏领域市场规模达 26 亿元

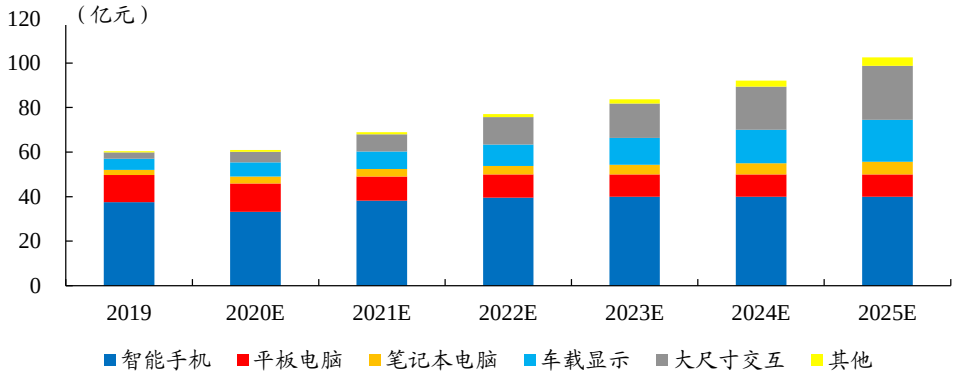
	2019	2020E	2021E	2022E
笔记本电脑				
笔记本电脑出货量（亿台）	1.71	1.88	1.7	1.7
OCA 渗透率	12%	15%	18%	20%
平均 OCA 用量（片/台）	1	1	1	1
单位面积（平方厘米/片）	850	850	850	850
OCA 胶需求量（万平方米）	174	240	260	289
车载显示				
车载触控出货量（万台）	6414	6501	6659	7135
OCA 渗透率	79%	96%	98%	99%
平均 OCA 用量（片/台）	2	2	2	2
单位面积（平方厘米/片）	379	392	458	523
OCA 胶需求量（万平方米）	385	487	600	742

	2019	2020E	2021E	2022E
大尺寸交互				
教育会议平板出货量（万台）	212	266	342	458
OCA 渗透率	30%	40%	50%	60%
平均 OCA 用量（片/台）	2	2	2	2
单位面积（平方厘米/片）	17307	17307	17307	17307
OCA 胶需求量（万平方米）	220	368	592	951
合计				
OCA 胶总需求（万平方米）	780	1095	1451	1982
市场规模（亿元）	10	14	19	26

数据来源：IHS Markit、Omdia、DISCIEN、开源证券研究所

注：单位面积计入 15%的模切损耗，并考虑 90%的贴合良率；按主流市场价 130 元/平方米计算市场规模。

图20：预计 2025 年 OCA 终端市场规模超 100 亿元（不含白牌及返修市场）

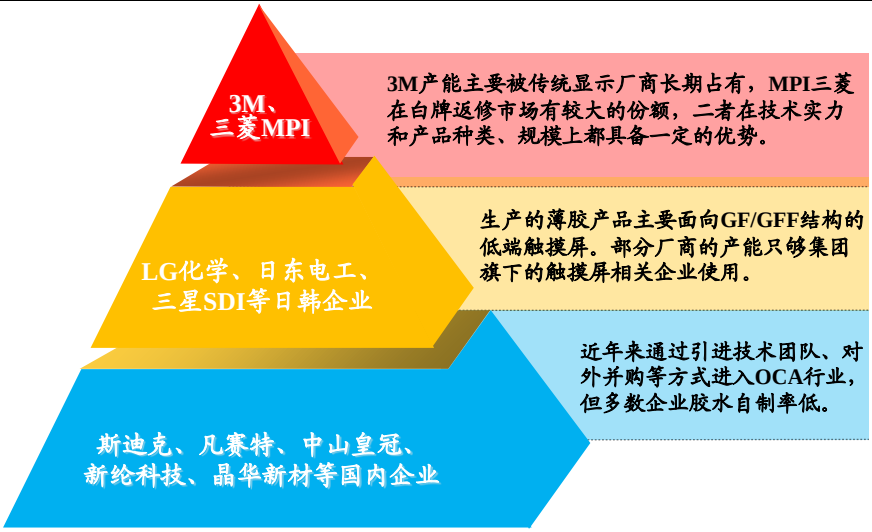


数据来源：Gartner、IHS Markit、中国信通院、Statista、Omdia、WitsView、DISCIEN、开源证券研究所

2.2、 3M、三菱分别占据新机、返修市场，国产 OCA 厂商待突围

OCA 光学胶供应厂商大体分为三个梯队，3M 是全球龙头。OCA 光学胶企业的第一梯队是美国 3M 公司和日本的 MPI 三菱，3M 的 OCA 产能主要被传统显示厂商长期占有，也基本上占据了主流全贴合用胶（厚度 125um-200um）的市场；目前三菱 MPI 的 OCA 产品在白牌返修市场有较大的份额。第二梯队以日韩厂商为主，其中 LG 化学、日东电工的薄胶产品（厚度 25um-125um）主要用于 GF/GFF 结构的低端触摸屏，三星 SDI 成功开发了世界上首款为可折叠手机设计的 OCA 胶。第三梯队主要是国内的厂商，包括斯迪克、凡赛特、中山皇冠等，近年来通过引进技术团队、对外并购等方式进入 OCA 行业，但多数国产厂商胶水自制率低，尚需进口核心胶水原材料。整体而言，OCA 光学胶产品大部分市场还是被 3M 公司、三菱 MPI 占据，这些跨国企业在技术实力和产品种类、规模上都具备一定的优势，国内企业形成规划化突围尚需时间。

图21：全球 OCA 光学胶供应厂商大体分为三个梯队

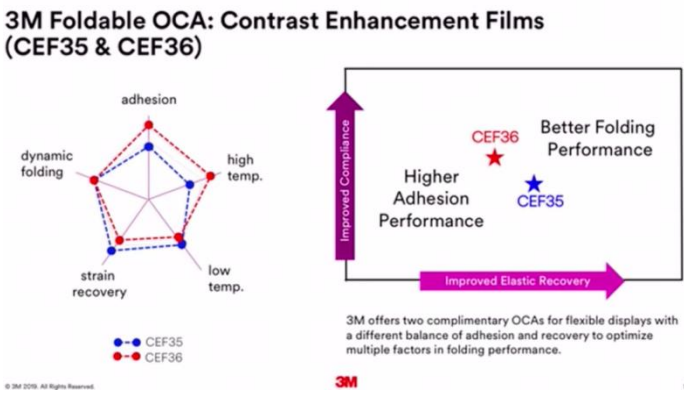


资料来源：开源证券研究所

3M: 3M 公司创建于 1902 年，制品包括磨具、胶粘剂和胶带、先进材料、薄膜、过滤产品等。100 多年以来，3M 开发了 6 万多种产品，从家庭用品到医疗产品，从运输、建筑到商业、教育和电子、通信等各个领域。3M 公司作为全球知名材料企业，其 OCA 产品在全贴合显示、柔性 AMOLED 显示及中大尺寸显示屏上都得到了很好的应用。当前 3M 的创新 OCA 产品主要设计有防紫外线、可折叠、兼容 AgNW、Thin flowable、边缘弯曲和高介电常数等。其中，3M™对比度增强膜 CEF35XX 和 CEF36XX 在高温下具有低模量，且该产品具有弹性，可以在折叠后快速恢复。

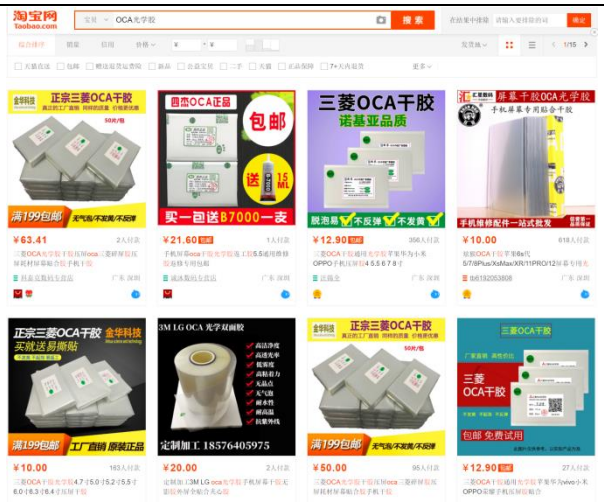
三菱 MPI: 三菱化学是日本最大的综合性化学集团，其产品可划分为功能性商品、健康保健产品和素材三大类。三菱化学(旧)、三菱树脂（MPI）、三菱丽阳已于 2017 年 4 月进行了整合，新的三菱化学由此诞生。其主要 OCA 产品有 CLEARFIT™ 光学透明胶粘片等，CLEARFIT™ 使用柔软的粘合剂，易适应被粘物表面，不易产生气泡或光学畸变，填充到显示器内的空隙可以防止重影，提高对比度。目前三菱 OCA 产品在华南的返修市场较为流行。

图22：3M 创新 OCA 产品可应用于折叠屏



资料来源：3M 官网

图23：三菱 OCA 光学胶在返修市场较为流行



资料来源：淘宝网

凡赛特：苏州凡赛特成立于 2016 年 8 月，专注于光学胶产品的研发、生产及销售。2016 年，中航国际收购日本日立化成株式会社的 OCA 光学胶事业部，以 FINESET 品牌，通过日立化成的技术平台、专利与设备，在张家港保税区设立全贴合 OCA 光学胶工厂，2017 年 3 月具备初步的量产能力，张家港二期建成后将具备 760 万平方米的 OCA 光学胶产能。2020 年，凡赛特先后与鼎锋创投、三行资本等国内知名产业资本达成合作，完成了近亿元的 A 轮融资。2020 年 8 月，为实现 OCA 胶水原材料的自主生产，凡赛特上游树脂原材料项目正式落户徐州。目前，凡赛特与天马微电子、欧菲光、GIS 业成集团等客户建立了合作。

皇冠：皇冠胶粘制品有限公司始建于 1990 年，是一家集研发、生产、销售于一体的国内胶粘制品龙头企业，拥有三大生产基地（中山皇冠、太仓皇冠、广东皇冠），专业生产 OCA 光学胶、丙烯酸泡棉胶（亚克力泡棉）、高性能双面胶和高净化保护膜等系列产品。

晶华新材：主要生产经营胶粘材料，包括特种纸、美纹纸胶粘带、电子胶粘带、布基胶粘带等各种胶粘带产品，拥有 6 亿平方米的胶粘材料、5 万吨胶粘剂产能，以及 8,400 万平方米功能性胶带、3,600 万平方米功能性膜材料、60 万平方米高导热石墨膜产能。晶华新材 2020 年半年报指出，其 OCA 光学膜已经实现量产。

2.3、 公司布局领先国内同行，与 Facebook 合作开发 VR 用 OCA

公司 OCA 布局领先国内同行，募投扩建 2600 万平米 OCA 生产线。公司自 2006 年成立以来，专注于基于涂布工艺生产功能性涂层复合材料产品。公司利用长期发展过程中对各种复杂涂覆产品的研发、制程、工艺的理解，向上下游更加高端、更加精密的 OCA 光学胶膜领域发展。公司最早关于 OCA 的授权专利是申请于 2014 年 11 月 24 日的“一种防蓝光 OCA 光学胶（ZL201410681357.0）”，布局时间领先国内同行。公司 IPO 募投项目由子公司斯迪克江苏实施，项目总投资 31,118.51 万元，建设期 2 年，拟购置 3 条 OCA 光学胶膜产品生产线，项目达产后将实现年产 2,600 万平方米 OCA 光学胶膜产品。本次募投项目是在公司现有 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，为把公司打造成为国际上具有较强竞争力的 OCA 光学胶膜先进企业的远景目标打下坚实基础。

表4：公司 OCA 专利布局领先国内同行

公司	专利名称	专利号	申请日期	公开日期
斯迪克	一种防蓝光 OCA 光学胶	ZL201410681357.0	2014/11/24	2016/6/22
斯迪克	一种防蓝光 OCA 光学胶带	ZL201420712324.3	2014/11/24	2015/4/15
斯迪克	防蓝光 OCA 光学双面胶带	ZL201410855268.3	2014/12/31	2016/12/7
凡赛特	光学胶结构及车载显示器	ZL201721123775.3	2017/9/4	2018/10/23
东莞富印	一种高返工性 OCA 光学胶	ZL201721854977.5	2017/12/25	2019/1/22
新纶科技	一种低粘度光学胶组合物及其制备方法及其用于灌注触摸屏以实现全贴合的用途	ZL201810215624.3	2018/3/15	2021/1/1
衡水佳诚	一种滤蓝光及 UV 光的内防爆 OCA 护眼膜	ZL201620283279.3	2016/4/7	2016/8/17
广州慧谷	一种光学透明胶带用无溶剂 UV 固化胶水及其制备和应用	ZL201310712279.1	2013/12/20	2015/12/30

公司	专利名称	专利号	申请日期	公开日期
南京汇鑫	防蓝光的紫外光固化丙烯酸酯光学胶膜及其制备方法和应用	ZL201410826337.8	2014/12/26	2014/12/26
南京汇鑫	一种 UV 固化光学胶	ZL201610964109.6	2016/10/28	2017/3/15
南京汇鑫	一种丙烯酸酯 OCA 光学胶膜及其制备方法和应用	ZL201611043291.8	2016/11/24	2018/11/2
南京汇鑫	一种用于剥离 OCA 光学胶上离型薄膜的剥离粘贴自动化设备	ZL201720818042.5	2017/7/7	2017/7/7

资料来源：国家专利网、开源证券研究所

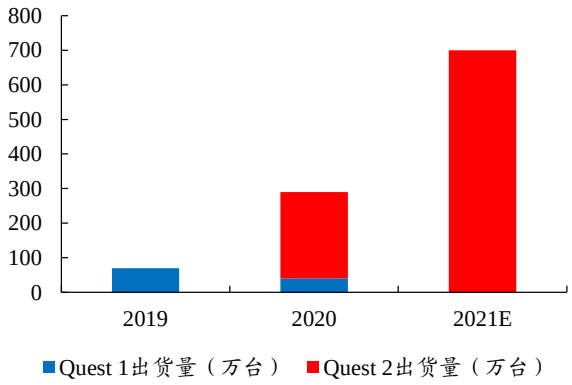
公司与 Facebook 合作开发 VR 眼镜的 OCA 产品。公司重点研发项目中，“触控面板用热固化型 OCA”应用于脸书（Facebook）VR 眼镜显示的固定，截至公司招股书，该项目正处于配合客户部件试制阶段。Facebook 在 2020 年 9 月发布新款 VR 一体机 Oculus Quest 2，Facebook 的 AR/VR 副总裁 Boz 在 Twitter 表示，Quest 2 的预定量是第一代的 5 倍。根据映维网 Nweon 的预测，Quest 2 在 2021 年的出货量约为 700 万台，乐观情形下可能达到 900 万台。我们预测，若公司成功导入 Facebook 的 VR 眼镜供应体系，2021 年 Quest 2 将带来 23-30 万平方米的 OCA 光学胶膜需求。**公司是少数实现 OCA 产品取得终端客户认证的中国厂商，我们认为公司有望凭借技术、成本、服务的综合优势打开 OCA 光学胶白牌及返修市场，并逐渐向 ODM 市场和终端品牌市场渗透。**

图24：Facebook 于 2020 年 9 月发布 Oculus Quest 2



资料来源：Facebook 官网

图25：预计 2021 年 Oculus Quest 2 出货量达 700 万台



数据来源：Nweon、开源证券研究所

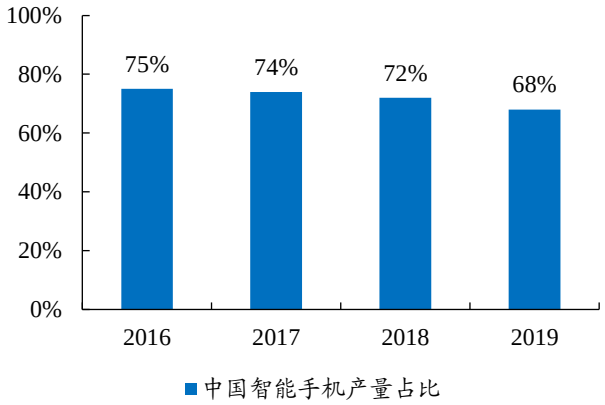
3、 功能性胶膜应用广泛，高端制造崛起亟需国产配套

3.1、 全球制造业重心向中国转移，国内胶膜企业成长空间广阔

全球高端制造业的重心向中国大陆转移。二十一世纪以来，中国大陆以广阔的消费市场和劳动力人口优势，承接了全球范围制造业的转移，并呈现由传统制造向高端制造发展的趋势。顺应智能手机崛起浪潮，苹果等手机产业链向中国大陆迁移，同时华为、小米等国产品牌快速成长，中国整机组装及上游零组件产业快速发展，根据 Counterpoint 数据，2016-2019 年中国智能手机产量占全球比重在 70%左右，是全球最主要的智能手机产地。在资金、政策的支持下，我国大尺寸 LCD 面板产能占比在 2018 年达到全球第一，根据 TrendForce 数据，2019 年占全球比例已达到 41.1%，

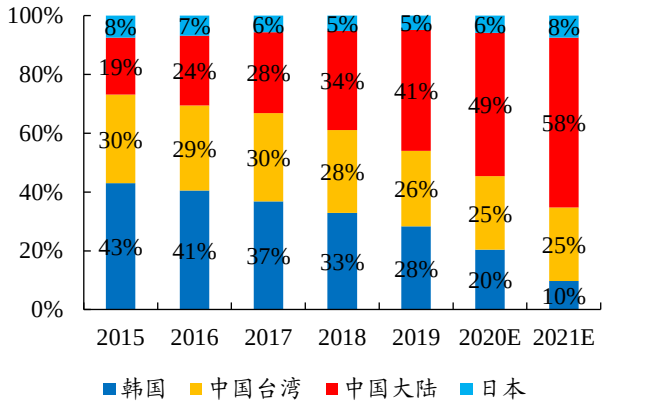
随着日韩厂商的陆续退出，全球 LCD 面板产能和主导权转向我国是大势所趋。在新能源汽车、光伏等新兴行业，中国并非跟随者，而是占据了全球制造中心的地位，综合中国汽车工业协会、Marklines 数据，2019 年中国新能源车的全球份额达到 56%；根据 CPIA 数据，2019 年中国多晶硅、硅片、电池片、组件的产量在全球占比分别高达 67%、97%、79%、71%。

图26：2019 年中国智能手机产量占全球比重为 68%



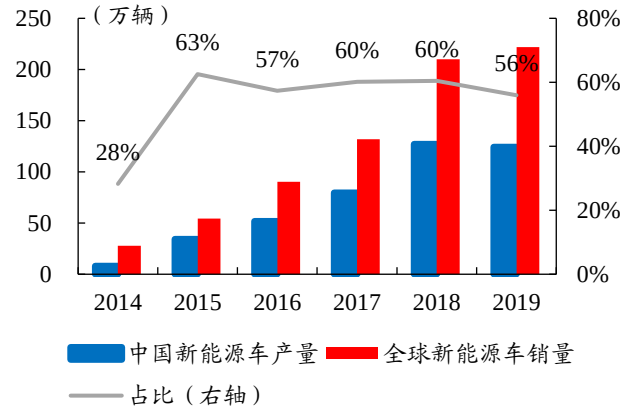
数据来源：Counterpoint、开源证券研究所

图27：2019 年中国大陆大尺寸 LCD 面板产能占比 41%



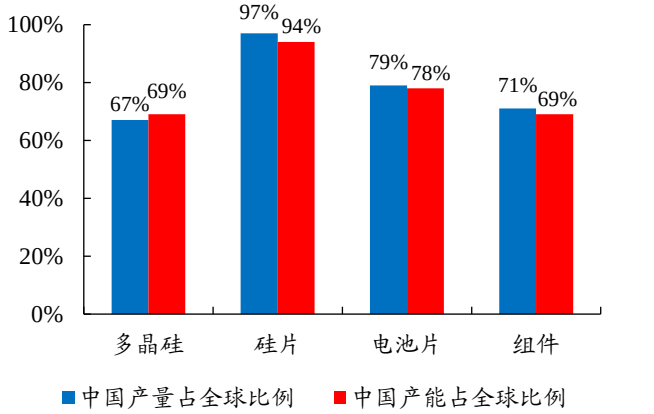
数据来源：TrendForce、开源证券研究所

图28：2019 年中国新能源车产量占全球销量的 56%



数据来源：中国汽车工业协会、Marklines、开源证券研究所

图29：2019 年中国企业在光伏各环节的占比均为高位

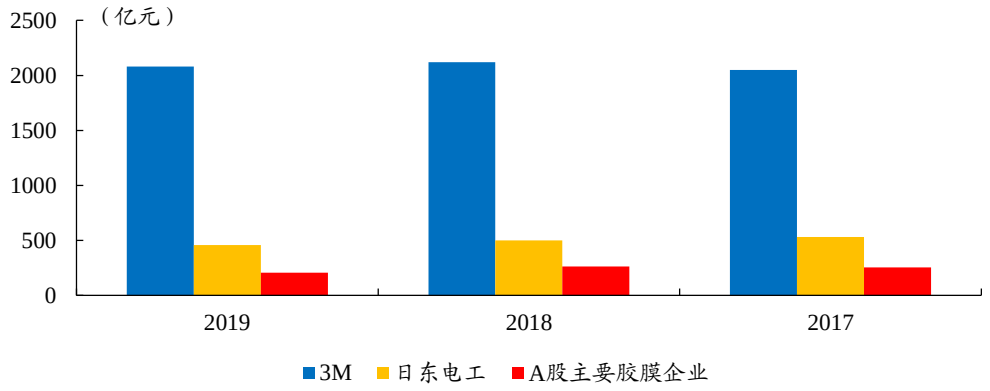


数据来源：CPIA、开源证券研究所

对标海外巨头，国内胶膜企业成长空间广阔。历史上每一次全球范围制造业的转移都催生了功能性涂层复合材料的巨头，如美国的 3M 公司、德国的德莎、日本的日东电工。3M 公司的业务方向包括通信、交通、工业、汽车、航天、航空、电子、电气、医疗、建筑、文教办公及日用消费等诸多领域，开发的产品多达 6 万多种，2019 年营收 321 亿美元；德莎全球领先的胶带制造商之一，为工业、专业工匠以及终端消费者提供超过 7,000 种产品和系统解决方案，2019 年营收为 13.78 亿欧元；日东电工的产品覆盖交通、住宅、家电、显示、电子设备、医疗、包装、消费品领域，2019 年营收为 7410 亿日元。在全球消费电子、显示面板、新能源汽车等产业重心向中国转移的背景下，中国功能性涂层复合材料生产企业迎来了重大的发展机遇。我们统计了 A 股 12 家主要胶膜企业 2019 年营收总和，不足 3M、日东电工同年营收的 1/10、1/2。我们认为，随着国内胶膜企业研发实力的不断提高，技术工艺经验

的不断积累，国产胶膜企业有望凭借性价比高、供货速度快、本地化配套等优势不断扩大市场份额，取代国外企业、跻身全球前列潜力可期。

图30：A 股主要胶膜企业营收总和约为 3M 的 1/10，约为日东电工的 1/2



数据来源：Wind、开源证券研究所

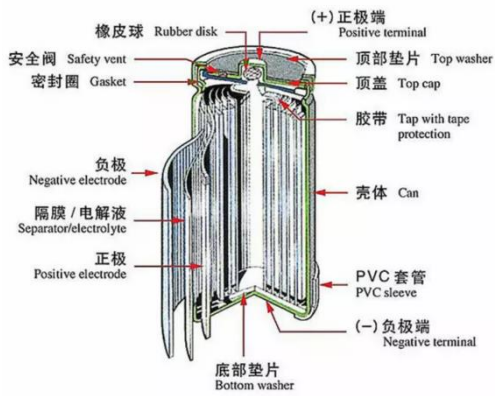
注：3M、日东电工的营收额按 2021.1.28 日汇率计算；A 股主要胶膜企业包括斯迪克、长阳科技、激智科技、赛伍技术、世华科技、晶华新材、永冠新材、东材科技、裕兴股份、双星新材、新纶科技、*ST 康得。

3.2、 功能性胶膜材料应用广泛，公司新老产品实现跨领域应用

3.2.1、 新能源车：胶膜材料用以保障电池组安全，公司与特斯拉开展合作

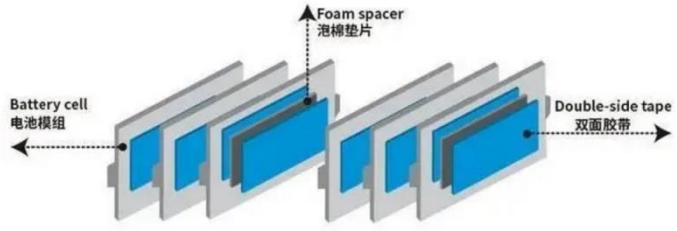
功能性涂层复合材料用以保障新能源汽车电池组安全，主要供应商为日东、寺冈等海外企业。作为新能源汽车的关键部件，锂电池组正随着新能源汽车的普及而被广泛应用，其供电性能、稳定性和安全性是决定新能源汽车的进一步发展和市场推广的重要因素。比如新能源汽车在行驶时具有高速移动、剧烈震动、高温工作和快速充放电的特点，致使动力电池在使用时存在撞击、刺伤、短连接、跌落、浸水、火烧等潜在危险，因此需采用绝缘材料对电芯/电池组加以包裹保护。应用于新能源电池的功能性涂层复合材料还包括电池内耐电解液固定胶带、泡棉垫片、高性能导热界面材料等。目前新能源汽车相关胶膜材料细分市场的主要参与者为日东电工、3M、日本寺冈、德莎等海外企业，其中日东电工、寺冈是锂电池胶带的主要供应商。

图31：胶带用于圆柱电芯终止部位的绝缘保护和固定



资料来源：搜狐网

图32：硅胶泡棉垫片应用于动力锂电池外框密封



资料来源：有机硅公众号

公司与特斯拉开展业务合作，实现老产品线在新能源电池领域的应用。公司近年来着手开发新能源汽车电池制造领域的产品和市场，目标市场主要为除正极、负极、电解液、隔膜、金属壳体之外的各种功能性涂层复合材料，主要利用现有产能，为客户定制开发相关产品。据公司官网介绍，公司为新能源电池行业提供完整的解决方案系列，包括电极终止胶带、耐高温胶带、电芯粘接材料、铝壳绝缘材料等高性能压敏胶和功能性薄膜材料。2019 年、2020 年公司新能源汽车相关产品的销售额分别为 242 万元、778 万元，交付产品主要为导热、绝缘和保护类的功能性涂层材料。据公司 1 月 15 日发布的《关于公司与特斯拉开展业务合作的公告》以及 1 月 21 日的公告，子公司斯迪克美国、太仓斯迪克与特斯拉分别签订产品服务通用条款合同、产品定价协议，特斯拉将向公司采购圆柱电池电芯内部的胶带，应用于特斯拉自产电芯，公司是特斯拉该产品的一级供应商，对该产品 2021 年-2024 年以及 2025 年以后的供货能力进行了承诺。该款胶带产品大类归属于公司的功能性薄膜业务类别，属于现有产品线在新能源汽车电池制造领域的新应用。

表5：公司为新能源电池行业提供绝缘、阻燃、保护、结构固定的解决方案

产品	用途
电极终止材料	用于聚合物锂电池、圆柱锂电池、方形锂电池、软包锂电池等电芯的终止端固定保护，电芯外壳捆扎密封，防电解液渗漏
电芯粘接材料	适合于软包锂电池电芯的固定，提高电池的安全性能，采用特种胶黏剂及树脂层，使得胶带具有很好的耐电解液效果
PI 高温胶带	用于锂电池极耳绝缘保护，电芯外部的正负极引线及保护电路的绝缘保护及封装固定，锂电池部件或电池组粘贴、包装、封边及捆扎固定
防火绝缘材料	Nomex 纸基材，具有很好的耐高低温性，用于手机配件绝缘和锂锰电池绝缘包扎等高强度绝缘保护
电池印刷包装材料	用于数码锂电池包边，黑色涂层有良好的耐酒精、耐摩擦、绝缘等特性
铝壳绝缘材料	采用无硅 PET 基材，用于铝壳锂电池外壳绝缘保护
制程保护膜	适用于电池干燥/注液/成型/检测等过程保护领域，成型后软包装无褶皱，高温高压后无残胶，油墨码无转印、无断码
电池易拉重工胶带	采用特殊胶层，用于不可拆卸的手机和平板电池的临时固定和永久固定，需要返工的部件固定，长时间粘接后，仍可简单移除，不留残胶

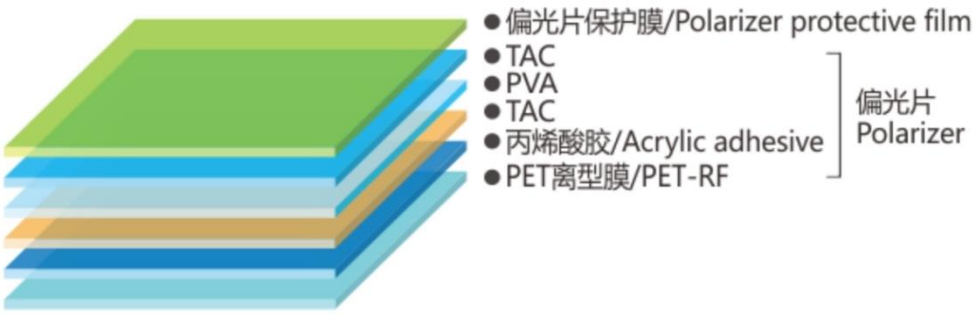
资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.2.2、 偏光片：宽幅偏光片离保膜需求高增，公司将填补国内市场的空白

保护膜和离型膜是偏光片的重要组成，宽幅偏光片离保膜需求快速增长。偏光片全称偏振光片，是液晶面板的关键零件，主要用于控制光束的偏振方向。偏光片由多层膜复合而成，基本结构包括：最中间的 PVA（聚乙烯醇），两层 TAC（三醋酸纤维素）、PSA（压敏胶），离型膜和保护膜。其中，保护膜具有高强度、透明性好、耐酸碱、防静电等特点，其一面涂布有感压胶粘剂，贴合在偏光片上可以保护偏光片本体不受外力损伤，保护膜的厚度一般为 58 微米。偏光片离型膜为单侧涂布硅涂层的 PET 膜，一般厚度为 38 微米，主要起保护压敏胶层的作用，避免贴合过程产生气泡，同时其剥离力的大小对 LCD 贴片时的作业性有一定影响。据中国产业信息网，国内规划在建、即将投产和已经投产 LCD 面板产线合计偏光片需求量为 43,766 万平方米，按一张偏光片需要保护膜、离型膜各一张，我们测算国内偏光片离保膜需求

约 8.75 亿平方米。需求结构上，随着 G10.5/G11 液晶面板线量产，大尺寸需求终爆发，超宽幅偏光片将成为市场需求中增长最快的部分，三利谱、盛波光电等国内偏光片企业纷纷建设多条宽幅偏光片生产线，相应带动宽幅偏光片离保膜的需求。

图33：偏光片外侧各有一层离型膜和保护膜



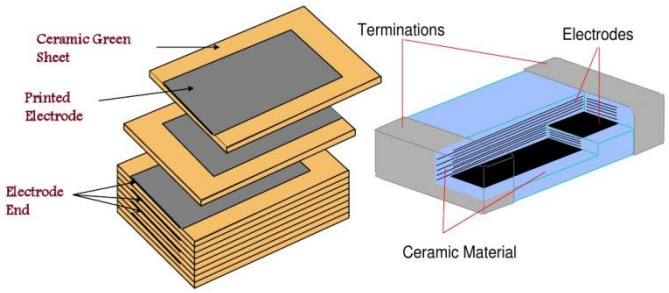
资料来源：新纶科技官网

公司拟投建大宽幅离型膜、保护涂布线各 2 条，填补国内市场的空白。2020 年 7 月 1 日，公司公告拟投资 4.06 亿元，建设 2 条大宽幅离型膜涂布线和 2 条大宽幅保护膜涂布线。本项目计划由斯迪克全资子公司斯迪克江苏实施，建设期 2 年，设计产能为年偏光片保护膜 17,107.20 万平方米。项目计划分 3 年达产，全面达产后预计年销售收入为 11.98 亿元，年净利润为 1.38 亿元。公司利用在宽幅偏光片保护膜生产及研发的先发优势，有望填补国内 2500mm 以上宽幅偏光片保护膜市场的空白，同时本项目也将为公司带来新的利润增长点。

3.2.3、 MLCC：离型膜需求旺盛，公司投建精密离型膜把握国产化机遇

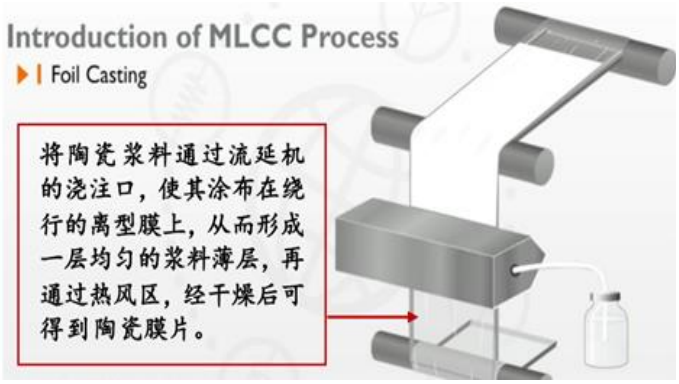
离型膜是 MLCC 流延成型的关键材料，目前需求旺盛，主要由日本厂商供应。片式多层陶瓷电容器（MLCC）由内电极、陶瓷层和端电极三部分组成，其陶瓷介质膜片与内电极错位堆叠，经过一次性高温烧结烧制成形后，再在芯片的两端封装外电极金属层，得到了一个类似于独石的结构体。MLCC 流延成型过程中，将陶瓷浆均匀流延涂布于离型膜表面，经高温干燥、定型后剥离下来，形成陶瓷膜片。对精密离型膜的特殊技术要求：其一，离型膜的材料需要与电子元器件陶瓷浆料匹配，不能与陶瓷浆料成分之间产生化学反应；其二，离型膜与陶瓷浆料两者之间的表面张力要匹配，确保陶瓷涂层厚度均匀；其三，离型膜的平整度要求很高，凸点往往要控制在 0.2 微米以内。5G、新能源汽车带来 MLCC 用量大幅提升，根据 Paumanok，2019 年全球 MLCC 市场出货量由 2011 年的 2.3 万亿颗增长至 4.5 万亿颗；同时国产 MLCC 进口替代空间较大，目前国产化率不足 10%。我们按一颗 MLCC 由 600 层陶瓷膜片堆叠而成，单层 MLCC 面积 5mm^2，生产单层 MLCC 所消耗离型膜的面积与 MLCC 的面积大致相当，测算得 2019 年国内 MLCC 离型膜需求约为 13.5 亿平方米。从供给格局来看，日本企业三井化学、东丽、东洋纺、帝人、三菱化学占据全球 MLCC 离型膜主流市场，然而和本土化生产相比，进口离型膜的生产成本相对较高，且交货期和售后配套服务能力也存在一定的短板效应。

图34：MLCC 是由印好电极的陶瓷膜片错位堆叠而成



资料来源：华泰电子股份有限公司

图35：MLCC 制程中离型膜起到承载陶土层的作用



资料来源：国巨官网

公司拟投建 1.5 亿平方米精密离型膜产能，把握 MLCC 离型膜国产化机遇。2020 年 7 月 1 日，公司公告拟投资 4.97 亿元，建设 8 条进口精密离型膜涂布线，形成年生产精密离型膜 15,396.48 万平方米的产能，建设期 2 年。项目计划分 4 年达产，全面达产后预计年销售收入为 6.93 亿元，年净利润为 1.56 亿元。通过本项目的建设实施，公司将将引进一系列国内外先进的设备用于生产高精尖端行业所需的精密离型膜产品，以抓住 MLCC 离型膜国产自主化的发展机遇，抢先占有市场份额，拓宽公司的盈利来源。

4、 盈利预测与投资建议

我们对公司盈利预测作出如下假设：

（1）功能性薄膜材料：公司功能性薄膜材料由消费电子领域向新能源汽车电池制造、偏光片、光伏、MLCC 等领域拓展，我们预计公司 2020-2022 年功能性薄膜材料收入为 5.79 亿元、7.52 亿元、9.77 亿元；新能源等相关主材产品性能要求较高，毛利率高于业务大类的平均水平，我们预计 2020-2022 年功能性薄膜材料的毛利率为 25%、29%、33%。

（2）电子级胶粘材料：公司与 Facebook 合作开发 VR 眼镜的 OCA 光学胶膜，并有望打开 OCA 光学胶白牌及返修市场，逐渐向 ODM 市场和终端品牌市场渗透。我们预计公司 2020-2022 年电子级胶粘材料收入为 4.46 亿元、6.40 亿元、8.14 亿元，毛利率为 50%、46%、44%。

（3）热管理复合材料：我们假设公司 2020-2022 年热管理复合材料收入为 0.50 亿元、0.52 亿元、0.52 亿元，毛利率为 18%、19%、19%。

（4）薄膜包装材料：公司拟投建 BOPP 胶带涂布线技术改造项目，我们预计公司 2020-2022 年薄膜包装材料收入为 4.2 亿元、6.5 亿元、6.5 亿元，毛利率维持在 4%。

（5）其他主营业务：根据公司历年情况，我们假设 2020-2022 年其他主营业务收入均为 6,000 万元，毛利率维持在 13%。

表6：公司业务拆分

产品	指标（单位）	2019A	2020E	2021E	2022E
功能性薄膜材料	营业收入（百万元）	504	579	752	977
	收入增速	6%	15%	30%	30%
	毛利率	25%	25%	29%	33%
电子级胶粘材料	营业收入（百万元）	421	446	640	814
	收入增速	25%	6%	44%	27%
	毛利率	52%	50%	46%	44%
热管理复合材料	营业收入（百万元）	23	50	52	52
	收入增速	-48%	119%	4%	1%
	毛利率	17%	18%	19%	19%
薄膜包装材料	营业收入（百万元）	416	420	650	650
	收入增速	-7%	1%	55%	0%
	毛利率	3%	4%	4%	4%
其他主营业务	营业收入（百万元）	70	60	60	60
	收入增速	50%	-14%	0%	0%
	毛利率	13%	13%	13%	13%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 1.78、2.65、3.56 亿元，EPS 分别为 1.50、2.23、3.00 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 36.4、24.4、18.2 倍。

相对估值方面，我们选取激智科技、长阳科技、赛伍技术作为可比公司。公司目前股价对应 2021 年 PE 为 24.43 倍，低于三家可比公司 27.05 倍的平均 PE；公司目前股价对应 2021 年 PEG 为 0.50，略高于三家可比公司的平均 PEG 值 0.39。

我们看好公司通过持续的研发投入和数据积累，实现“胶×膜”产品矩阵在新产品、新客户、新市场的不断延伸。首次覆盖给予“买入”评级。

表7：可比公司盈利预测与估值

公司简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）				PEG			
	2021/02/02	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
激智科技	37.84	51.67	104.16	76.37	44.07	90.83	44.49	25.22	17.51	1.76	0.43	0.33	0.40
长阳科技	23.91	60.99	25.87	47.17	35.98	47.22	37.51	25.49	18.75	0.77	1.45	0.54	0.52
赛伍技术	30.10	1.68	3.96	100.00	53.67	63.28	60.87	30.44	19.81	37.76	15.39	0.30	0.37
平均		38.11	44.66	74.51	44.58	67.11	47.62	27.05	18.69	13.43	5.75	0.39	0.43
斯迪克	54.50	45.26	58.75	47.54	33.56	58.21	36.39	24.43	18.18	1.29	0.61	0.50	0.53

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除斯迪克外，其他公司的盈利预测与估值均来自 Wind 的一致预期

5、 风险提示

消费电子、新能源汽车终端需求不及预期，客户认证不顺利的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	981	1093	1288	1554	1690
现金	323	316	356	431	511
应收票据及应收账款	455	532	664	772	824
其他应收款	25	18	21	40	33
预付账款	18	23	33	39	46
存货	158	125	183	243	246
其他流动资产	2	80	30	30	30
非流动资产	884	997	1564	1914	2150
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	719	668	842	1251	1507
无形资产	56	60	136	170	185
其他非流动资产	108	269	586	493	458
资产总计	1865	2090	2852	3469	3840
流动负债	907	835	1240	1669	1762
短期借款	588	541	900	1240	1299
应付票据及应付账款	233	187	266	337	355
其他流动负债	86	108	73	91	108
非流动负债	273	174	364	299	232
长期借款	70	0	144	180	158
其他非流动负债	203	174	220	119	74
负债合计	1180	1010	1604	1967	1995
少数股东权益	1	1	0	0	-0
股本	88	117	119	119	119
资本公积	272	527	527	527	527
留存收益	324	436	595	831	1150
归属母公司股东权益	684	1080	1248	1501	1845
负债和股东权益	1865	2090	2852	3469	3840

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	148	97	210	313	538
净利润	76	111	178	265	356
折旧摊销	90	93	81	119	165
财务费用	41	40	32	50	46
投资损失	-2	-0	0	0	0
营运资金变动	-28	-149	-80	-121	-29
其他经营现金流	-30	2	0	0	0
投资活动现金流	-66	-221	-626	-470	-400
资本支出	70	201	411	450	275
长期投资	0	-22	0	0	0
其他投资现金流	4	-42	-215	-19	-125
筹资活动现金流	52	103	456	-10	-117
短期借款	-41	-47	359	100	0
长期借款	70	-70	144	36	-22
普通股增加	0	29	2	0	0
资本公积增加	0	255	0	0	0
其他筹资现金流	23	-64	-49	-146	-95
现金净增加额	133	-19	41	-166	21

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1346	1433	1555	2153	2553
营业成本	1038	1061	1155	1599	1835
营业税金及附加	8	13	10	14	17
营业费用	51	49	53	73	87
管理费用	73	81	90	121	143
研发费用	68	83	93	121	140
财务费用	41	40	32	50	46
资产减值损失	-16	-5	-5	-8	-9
其他收益	22	23	100	110	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	75	110	227	293	394
营业外收入	2	13	5	2	2
营业外支出	1	1	35	1	1
利润总额	76	122	197	294	395
所得税	0	11	20	29	40
净利润	76	111	178	265	356
少数股东损益	-1	-0	-0	-0	-0
归母净利润	77	111	178	265	356
EBITDA	186	229	302	453	606
EPS(元)	0.64	0.94	1.50	2.23	3.00

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	4.4	6.5	8.5	38.5	18.6
营业利润(%)	0.7	46.6	107.1	28.9	34.5
归属于母公司净利润(%)	21.2	45.3	59.9	49.0	34.4
获利能力					
毛利率(%)	22.9	25.9	25.7	25.7	28.1
净利率(%)	5.7	7.8	11.4	12.3	13.9
ROE(%)	11.1	10.3	14.3	17.7	19.3
ROIC(%)	6.0	6.6	7.8	9.7	11.6
偿债能力					
资产负债率(%)	63.3	48.3	56.2	56.7	52.0
净负债比率(%)	86.9	45.0	75.7	77.5	58.8
流动比率	1.1	1.3	1.0	0.9	1.0
速动比率	0.9	1.1	0.8	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	3.2	2.9	2.6	3.0	3.2
应付账款周转率	4.3	5.1	5.1	5.3	5.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.94	1.50	2.23	3.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	0.82	1.77	2.64	4.53
每股净资产(最新摊薄)	5.76	9.09	10.49	12.62	15.52
估值比率					
P/E	84.5	58.2	36.4	24.4	18.2
P/B	9.5	6.0	5.2	4.3	3.5
EV/EBITDA	38.0	30.2	24.6	16.9	12.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn