

基础化工/原材料

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 48.74

当前价格: 39.20

2020.06.01

斯迪克(300806)

乘进口替代之风, 电子胶粘材料龙头有望崛起

—— 斯迪克首次覆盖报告

孙羲昱(分析师)

021-38677369

sunxiyu@gtjas.com

证书编号 S0880517090003

本报告导读:

公司高端电子胶粘材料切入外资垄断领域, 研发优势+客户认证+高端产品助力加速实现进口替代, 业绩有望高质量稳健增长。首次覆盖, 给予“增持”评级。

投资要点:

- 首次覆盖, 给予“增持”评级。公司产品结构调整, 毛利率稳中有升, 预测 2020-2022 年的 EPS 为 1.22、1.55、2.16 元, 增速为 28%、28%、39%; 综合 PE 和 PB 估值法, 给予目标价 48.74 元。
- 电子级胶粘材料市场空间超 200 亿, 进口替代加速国产品牌成长。公司电子级胶粘材料产品储备丰富, OCA 光学膜、导电材料、高性能压敏胶材料等产品各拥有数十亿以上市场空间。行业高端产品由 3M 等国外企业垄断, 近两年受国产品牌崛起和中美贸易摩擦加剧的影响, 下游对功能性材料的进口替代有迫切需求, 加速了国产品牌成长, 具备研发实力和产品储备的优秀企业将在进口替代进程中充分受益。
- 研发优势+项目储备+客户认证构成公司护城河。公司常年研发投入率超 5%, 共取得专利 655 件, 技术储备和产品储备高于可比公司。公司采用“嵌入式”研发模式, 深度绑定终端用户并参与其新品开发, 既加强与客户合作关系, 又利于缩短产品认证周期。
- 布局上游推进产业链一体化, 继续丰富产品储备实现高端产品的不断放量。公司是国内唯一具备自制胶水的膜材料企业, 正向上游光学 PET 基材等发展以推进产业链一体化形成产业闭环。公司产品储备丰富, 其中 OCA 光学胶、导电材料、散热材料等未来或不断提供增量。其中 OCA 募资项目 2021 年底建成, 满产后预计可增加营收近 15 亿元、毛利约 7.80 亿元。
- 风险提示: 新产品研发失败的风险, 新增产能无法消化的风险。

交易数据

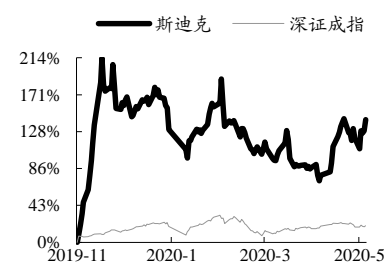
52 周内股价区间 (元)	16.23-50.94
总市值 (百万元)	4,580
总股本/流通 A 股 (百万股)	117/29
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	2368707.02
日均成交值 (百万元)	84074782.51

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,062
每股净资产	9.09
市净率	4.3
净负债率	32.61%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	-0.13	-0.15
Q2	0.31	0.34
Q3	0.42	0.49
Q4	0.35	0.54
全年	0.95	1.22

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	41%	3%	
相对指数	39%	5%	-19%

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,346	1,433	1,696	1,852	2,259
(+/-)%	4%	6%	18%	9%	22%
经营利润 (EBIT)	108	146	189	236	348
(+/-)%	-2%	36%	29%	25%	47%
净利润 (归母)	77	111	142	181	252
(+/-)%	21%	45%	28%	28%	39%
每股净收益 (元)	0.66	0.95	1.22	1.55	2.16
每股股利 (元)	0.00	0.10	0.10	0.11	0.14

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	8.0%	10.2%	11.1%	12.8%	15.4%
净资产收益率 (%)	11.2%	10.3%	11.7%	13.1%	15.6%
投入资本回报率 (%)	10.0%	9.7%	10.8%	10.1%	9.2%
EV/EBITDA	1.98	20.91	16.76	14.10	11.17
市盈率	59.83	41.19	32.26	25.28	18.17
股息率 (%)	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2020.06.01

股票研究

原材料
基础化工

斯迪克(300806)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 48.74

当前价格: 39.20

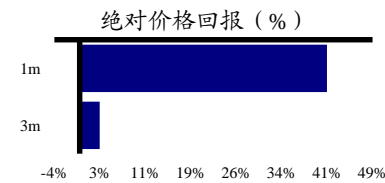
2020.06.01

公司网址

www.sidike.com

公司简介

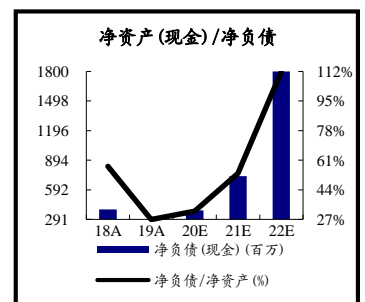
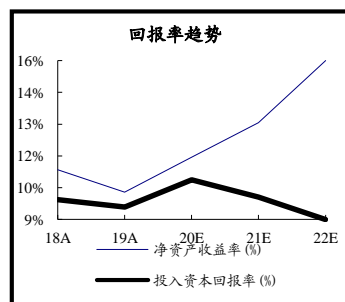
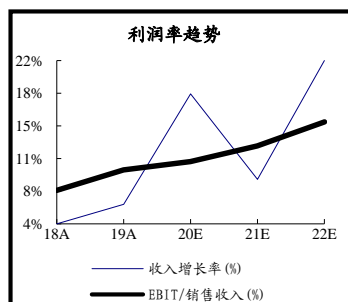
公司成立于2006年6月21日,公司是国内领先的功能性涂层复合材料供应商。凭借多年持续高投入形成的创新研发、精密制造和快速市场响应能力,公司能够根据市场和客户的不同需求,利用自身的技术优势为客户提供高质量、高性能的功能性涂层复合材料产品和技术工艺支持。



52周内价格范围 16.23-50.94
市值(百万) 4,580

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	1,346	1,433	1,696	1,852	2,259
营业成本	1,038	1,061	1,202	1,297	1,526
税金及附加	8	13	19	19	24
销售费用	51	49	73	74	90
管理费用	73	81	112	115	136
EBIT	108	146	189	236	348
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	0
财务费用	41	40	60	66	97
营业利润	75	110	146	192	270
所得税	0	11	14	20	28
少数股东损益	-1	0	0	0	-1
净利润	77	111	142	181	252
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	323	338	522	454	85
其他流动资产	658	706	800	872	1,052
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	719	668	761	1,021	1,798
无形及其他资产	165	329	435	638	1,041
资产合计	1,865	2,040	2,518	2,985	3,976
流动负债	907	835	883	883	1,238
非流动负债	273	174	474	774	1,174
股东权益	685	1,080	1,210	1,378	1,613
投入资本(IC)	1,077	1,371	1,592	2,111	3,416
现金流量表					
NOPLAT	108	133	172	213	313
折旧与摊销	90	93	109	142	225
流动资金增量	55	96	22	56	125
资本支出	-70	-201	-299	-596	-1,396
自由现金流	183	121	4	-185	-733
经营现金流	148	97	258	297	402
投资现金流	-66	-221	-299	-596	-1,396
融资现金流	52	103	225	231	625
现金流净增加额	134	-21	184	-68	-369
财务指标					
成长性					
收入增长率	4.4%	6.5%	18.4%	9.2%	22.0%
EBIT 增长率	-2.3%	35.6%	29.1%	25.2%	47.3%
净利润增长率	21.2%	45.3%	27.7%	27.6%	39.2%
利润率					
毛利率	22.9%	25.9%	29.1%	30.0%	32.5%
EBIT 率	8.0%	10.2%	11.1%	12.8%	15.4%
净利润率	5.7%	7.8%	8.4%	9.8%	11.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	11.2%	10.3%	11.7%	13.1%	15.6%
总资产收益率(ROA)	4.1%	5.5%	5.6%	6.1%	6.3%
投入资本回报率(ROIC)	10.0%	9.7%	10.8%	10.1%	9.2%
运营能力					
存货周转天数	64	49	54	52	53
应收账款周转天数	113	126	122	123	123
总资产周转天数	491	497	490	542	562
净利润现金含量	192.7%	87.5%	181.7%	164.1%	159.6%
资本支出/收入	5.2%	14.0%	17.6%	32.2%	61.8%
偿债能力					
资产负债率	63.3%	49.5%	53.9%	55.5%	60.7%
净负债率	57.3%	26.9%	31.6%	53.2%	111.6%
估值比率					
PE	59.83	41.19	32.26	25.28	18.17
PB	0.00	4.34	3.78	3.32	2.84
EV/EBITDA	1.98	20.91	16.76	14.10	11.17
P/S	2.55	3.20	2.70	2.47	2.03
股息率	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%



目录

1. 公司简介：国内领先的功能性涂层复合材料企业.....	4
1.1. 国内领先的功能性涂层复合材料企业.....	4
1.2. 四大类功能性复合材料，以消费电子应用为主.....	5
1.3. 财务表现良好，领先可比公司.....	7
1.4. 公司优势突出，战略方向清晰.....	9
2. 加码布局电子级胶粘材料.....	9
2.1. 涂层材料下游应用广泛，电子用材料发展迅猛.....	9
2.2. 电子级胶粘材料：高壁垒，进口替代，市场空间达 200 亿以上	10
2.2.1. 亮点一：产品认证+技术研发+产品结构=较高壁垒.....	11
2.2.2. 亮点二：行业集中度高，竞争格局良好.....	12
2.2.3. 亮点三：进口替代加速，下游需求旺盛.....	13
2.3. 公司加快对电子级胶粘材料布局，为业绩增长主要驱动力....	15
2.3.1. OCA 募投项目是公司未来几年重要看点.....	15
2.3.2. 导电材料成为公司拳头产品.....	17
3. 功能性薄膜竞争加剧，环保可回收为发展新方向.....	18
3.1. 壁垒较低，竞争充分.....	18
3.2. 需求广泛，增长迅速.....	19
3.3. 公司降成本+新产品研发，盈利能力强于行业.....	20
4. 研发+客户+产业链一体化，构筑公司护城河.....	21
4.1. 注重研发投入，技术优势成型.....	21
4.2. “嵌入式”研发深度绑定终端客户.....	24
4.3. 产业链一体化降成本降风险.....	26
5. 盈利预测.....	27
6. 风险提示.....	28
6.1. 新产品研发失败的风险.....	28
6.2. 新增产能无法消化的风险.....	29

1. 公司简介：国内领先的功能性涂层复合材料企业

1.1. 国内领先的功能性涂层复合材料企业

江苏斯迪克新材料科技股份有限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，已发展成国内少数在高分子材料聚合、涂层配方优化、功能结构设计、产品精密涂布以及新技术产业化应用等方面具有领先优势的高新技术企业。目前公司已取得655项自有专利成果，其中发明专利189项。

公司的发展历程可以主要分为三个阶段：

(1) 2006-2010年

处于起步阶段。公司主要生产普通保护材料和传统胶粘产品，为消费电子等产品提供基本的保护和固定功能，用途较为单一。在这一阶段，公司率先实现国内有机硅保护膜的规模化生产；自行制定的附着力测试方法成为行业内的通行标准；成为行业内最早建设洁净厂房的国内企业；2007年自主开发的超薄双面胶带成功替代日本进口产品，为国内首创。

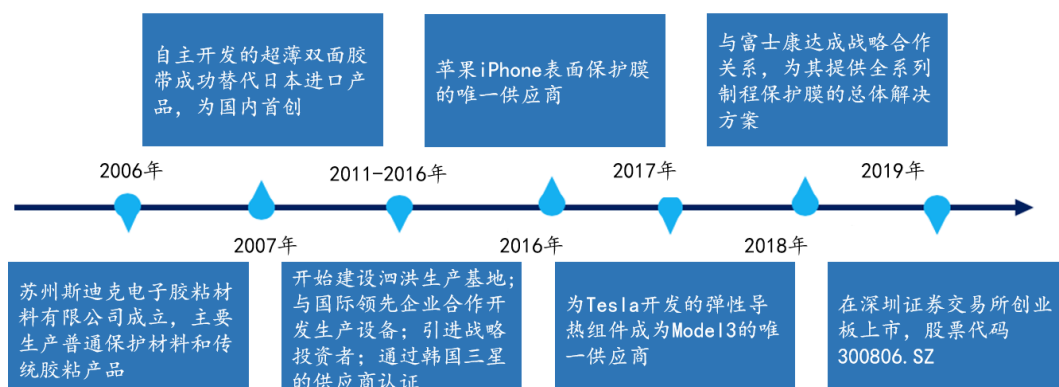
(2) 2011-2016年

进入快速发展期。公司依靠技术积累和工艺改进，产品逐渐升级，部分产品具有抗静电、导电等特殊附加功能，应用于消费电子产品内部器件特定功能的实现。在这一阶段，公司于2010年开始建设泗洪生产基地；与日本平野、日本住友、德国克鲁纳特等国际领先企业合作开发光学级专用涂布线、淋膜机、无溶剂高速涂硅机，用于加硬涂层、OCA等产品的规模化生产；引进战略投资者，优化股权结构与公司治理结构；并通过韩国三星的供应商认证，成为其合格供应商，是国内同行中最早通过类似认证的企业。

(3) 2016年至今

进入升级发展期。公司泗洪生产基地逐步投产，具备一定的技术与市场优势，国内市场认可度居同行业前列，与华为等终端开展嵌入式研发。在这一阶段，公司合作开发、引进的高等级生产设备产能逐步释放；2017年为Tesla开发的弹性导热组件成为Model 3的唯一供应商；2018年，与富士康达成战略合作关系，为其提供全系列制程保护膜的总体解决方案；2019年在深圳证券交易所创业板上市。

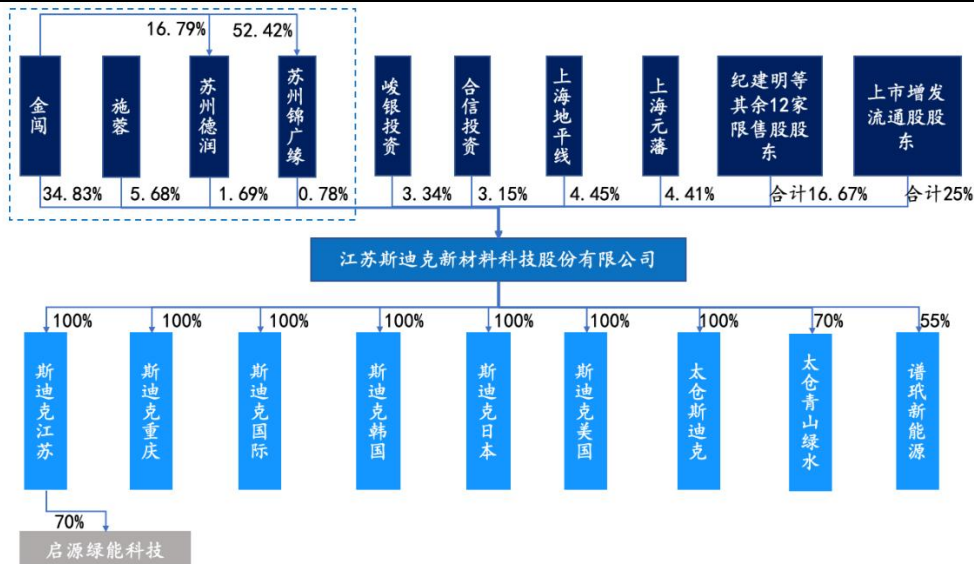
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网、公司招股书、国泰君安证券研究

公司股权结构分布合理，实控人为金闯、施蓉夫妇。上市前，金闯、施蓉夫妇通过直接和间接持股共计持有 57.3% 的股份，为公司实际控制人，控制稳定。2019 年 11 月，公司在创业板上市，增发的流通股占上市后股本总数的 25%。目前，金闯、施蓉夫妇直接及间接合计控制公司 42.98% 的股份，为公司的控股股东及实际控制人。公司目前有 2 家分公司、9 家一级控股子公司和 1 家二级控股子公司。

图 2: 公司实控人为金闯、施蓉夫妇 (截至 2020 年 4 月 26 日)



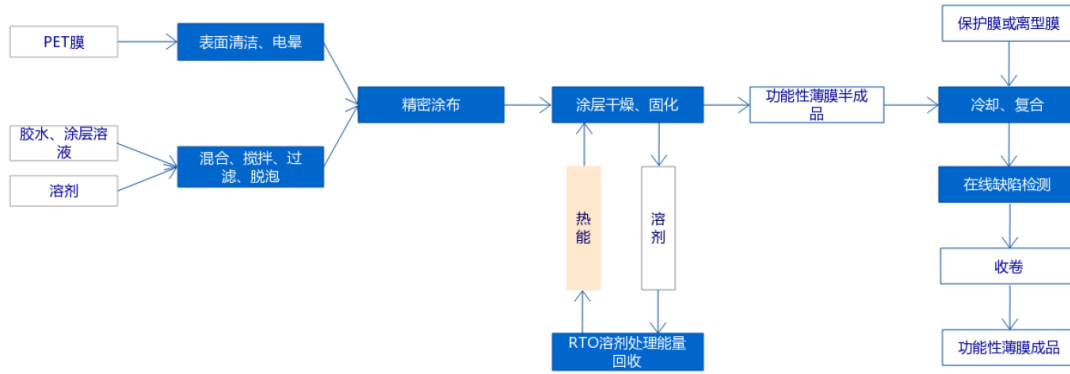
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

1.2. 四大类功能性复合材料，以消费电子应用为主

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，如导电性、导热性、高透光性。

精密涂布技术及设备环境是生产的核心要点。从功能性涂层复合材料产品来看，其产品性能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，其中涂布是整个制造过程的关键工序。涂布技术的水平直接决定了功能性涂层复合材料的性能和质量，因此涂布设备对最终产品的精密度有重要影响。目前，公司已掌握的核心技术包括有高分子聚合、功能结构设计、涂层配方优化、产品精密涂布，共拥有 10 条日本、德国定制生产线和 2.2 万平方米百级无尘室，领先于国内其他供应商。

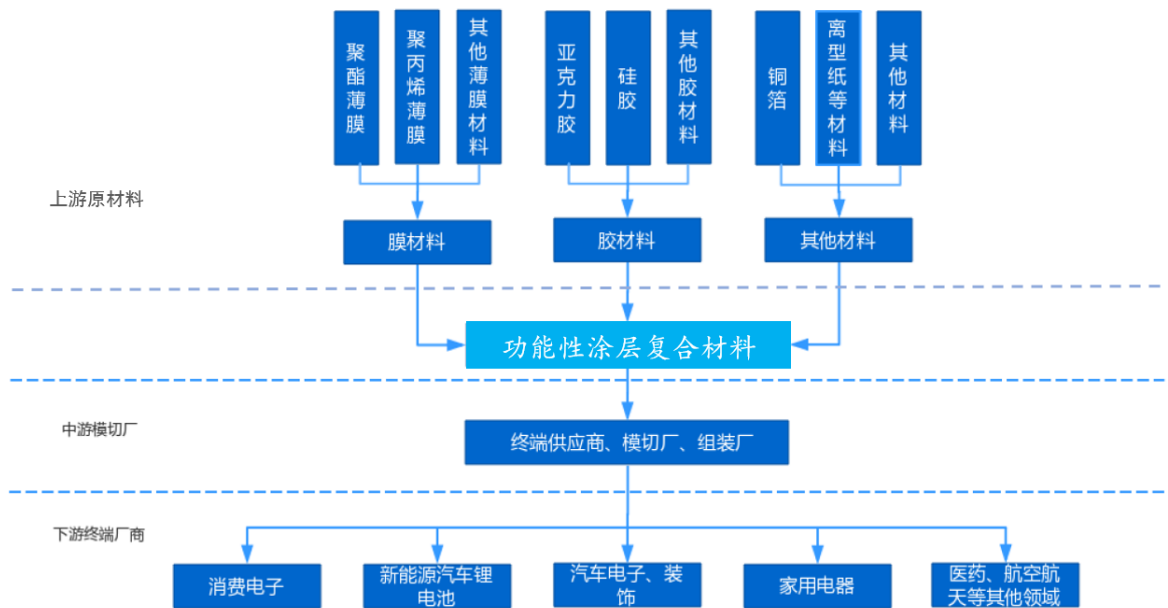
图 3: 公司功能性薄膜材料的工艺流程中精密涂布为关键步骤



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

产业链清晰，下游客户位于消费电子领域。公司的原材料供应商主要为石化下游产品的制造商，主要原材料包括: PET 膜、BOPP 膜、PI 膜等膜类材料，丙烯酸单体、硅胶、亚克力胶等涂层材料，铜箔、铝箔、原纸、PE 粒子等其他材料。公司的直接客户主要为模切厂，模切厂将公司销售的母卷或分切品模切后交给电子元件组装厂，组装厂完成组装后交给整机组装厂，最终用于终端的电子消费品，包括手机、平板电脑、笔记本电脑、汽车电子显示屏等。

图 4: 公司位于功能性涂层复合材料行业



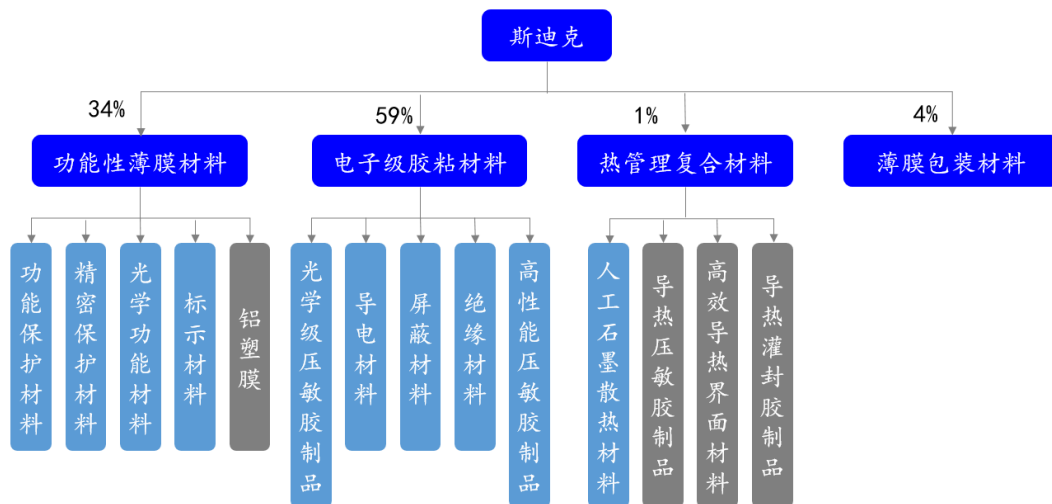
数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

公司已形成四大类功能性涂层复合材料，包括功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料产品和薄膜包装材料，以消费电子应用为主。前三类产品主要应用于消费电子产品内外部电子器件相关功能的实现，如智能手机、平板电脑、笔记本电脑等使用的保护、固定、电磁屏蔽、电气绝缘、热量管理等功能性材料。第四类是非消费电子应用领域的薄膜包装材料产品，主要应用于商业包装领域，以满足食品、轻纺等行业的商业包装需求。

具体来看，功能性薄膜材料是用于制造过程与产品结构中的特殊保护膜，主要功能为抗刮伤、抗静电、防油污、防蓝光等。在工业生产中，手机玻璃面板、现代显示、触控模组的制造过程中存在多道工艺需要特殊性能的保护遮蔽膜产品，使用面积大约为板尺寸 7-10 倍，材料价值可高达 2 美金。另外，手机金属外壳制造也会大量使用功能性薄膜材料，公司的相关产品在富士康等用户中被广泛选用。

电子级胶粘材料是具有特殊光、电、力学等性能，满足最终产品功能需求的单、双面胶带，主要功能为连接、固定、导电、屏蔽、绝缘。在手机制造过程中，已大量使用功能性的电子级胶粘材料取代传统金属紧固件等，公司生产的电子级胶粘材料已经实现了对 3M、日东、德莎等传统国际品牌的正面竞争，在多个知名厂商的产品设计中被指定使用。电子级胶粘材料被笔记本电脑广泛应用，公司的发展也与笔记本电脑行业密切相关，在长期的合作中公司与国内主要 OEM 厂商建立了良好的合作关系。

图 5: 公司主要产品分为四类



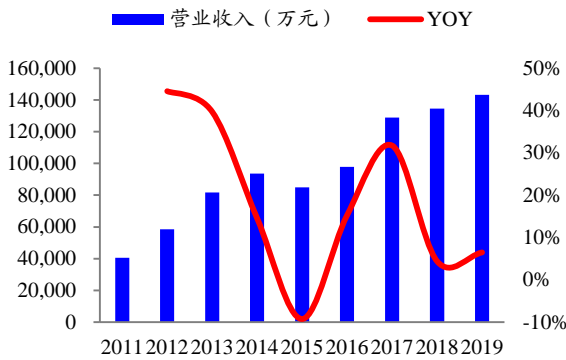
注: XX%为产品2019年毛利占比;
 灰色产品尚未形成销售,基本处于打样、测试阶段

数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

1.3. 财务表现良好, 领先可比公司

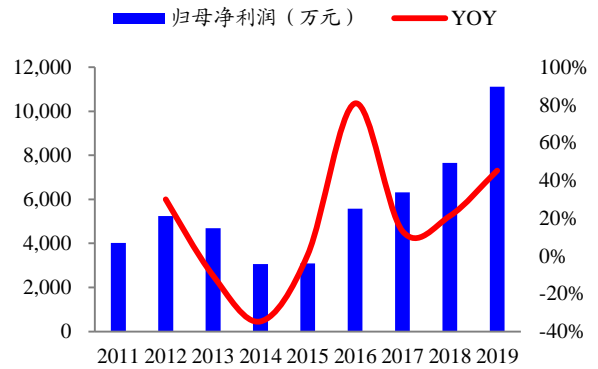
营业收入和归母净利润持续增长, 归母净利润年均复合增速为 38%。公司营业收入自 2015 年的 8.49 亿增长至 2019 年的 14.33 亿, 近四年复合增长率 14%。公司归母净利润自 2015 年的 0.31 亿增长至 2019 年的 1.11 亿, 近四年复合增长率 38%。2019 年, 公司的营收和归母净利润同比上年分别增长了 6.5% 和 45.3%, 归母净利润增速快于营收增速, 主要是公司产品结构升级, 高毛利率的电子级胶粘材料占比不断提升, 盈利能力增长快速。

图 6: 近四年公司营业收入持续增长



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 7: 近四年公司归母净利润快速增长

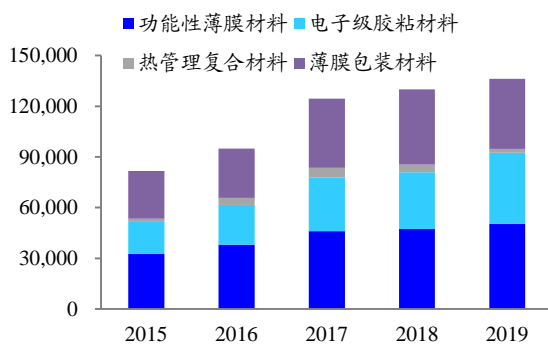


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

功能性薄膜材料是营收重要来源，电子级胶粘是业绩增长动力。分产品来看，功能性薄膜材料近五年来在公司营收中占比均超过 1/3，是公司营收的重要来源；薄膜包装相对稳定，近年来保持在营收中占比约 1/3 的水平；电子级胶粘产品快速增长，收入占比从 2015 年的 23% 提高到 2019 年的 31%，并贡献了近 60% 的公司毛利，是公司业绩增长的主要动力。

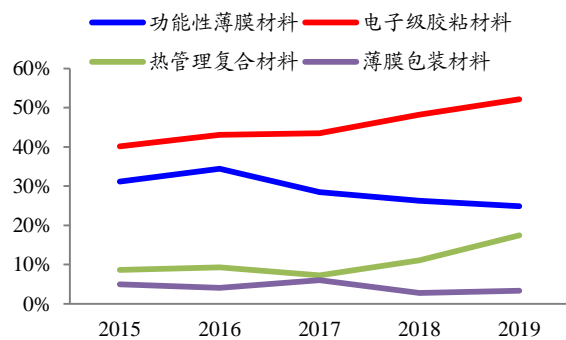
毛利率与净利率呈波动上升趋势，ROE 表现强于可比企业。公司毛利率自 2015 的 23.3% 增长至 2019 年的 25.9%，净利润率自 3.6% 提升至 7.8%，盈利能力显著提升。拆分来看，热管理复合材料和薄膜包装材料的毛利率相对较低，功能性薄膜材料和电子级胶粘材料的毛利率较高，且电子级胶粘的毛利率持续增长，从 2015 年的 40% 提高到 2019 年的 52%。对比行业内可比公司，公司 ROE 表现突出，在近几年行业竞争加剧盈利能力下行的情况下基本保持了 ROE 的相对稳定并优于行业平均水平。

图 8: 公司分产品营业收入构成 (万元)



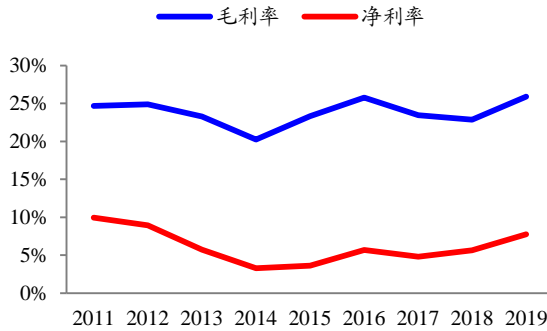
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 9: 公司分产品毛利率水平



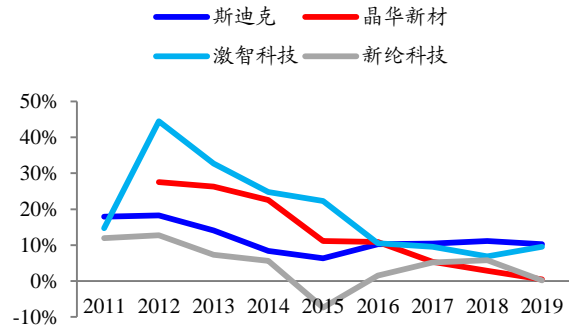
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 10: 毛利率和净利率近年来总体呈上升趋势



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 11: 公司 ROE 表现强于可比公司



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

1.4. 公司优势突出，战略方向清晰

良好的财务表现得益于公司突出的竞争优势，其中研发优势、客户优势、产业链一体化优势是公司的主要竞争力来源。研发方面，公司年投入超过收入的 5%，拥有 4 个研发中心（苏北、华东、华南、美国）和 669 项专利，并有多个产品打破海外垄断实现进口替代；客户方面，公司已与苹果、华为、三星、松下、中兴、OPPO、LG、富士康等国内外知名企业建立了长期稳定的合作关系，通过“嵌入式”研发深度绑定客户；产业链方面，公司已形成自制胶水能力，其自制胶水使用比例已达到 90%，是国内极少数具备胶水自制能力的涂布企业，有效降低了生产成本。

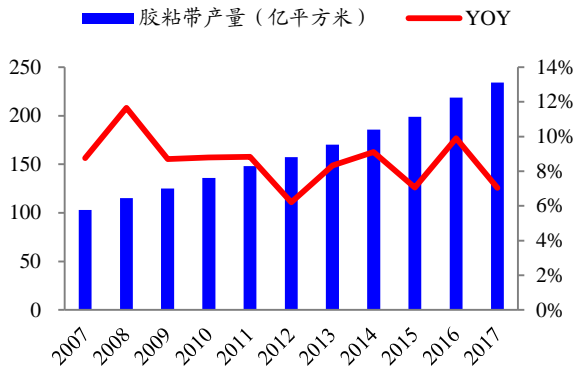
公司未来战略方向清晰，向上向下双头并进。一方面，公司积极向上游发展，形成产业链一体化布局。胶材料与膜材料是公司的主要原材料，尽管公司已形成自制胶水能力，但与陶氏化学等国际企业的胶水产品仍存在一定差距，未来公司将通过研发不断缩小差距。公司亦计划向上游光学级 PET 基材发展，以丰富产业链布局、打破外资垄断格局。另一方面，公司继续加深与下游客户的合作，以实现材料的不断突破。目前公司已经拥有较多的优质客户资源，通过“嵌入式”研发体系，将为客户不断提供定制化的产品和服务。

2. 加码布局电子级胶粘材料

2.1. 涂层材料下游应用广泛，电子用材料发展迅猛

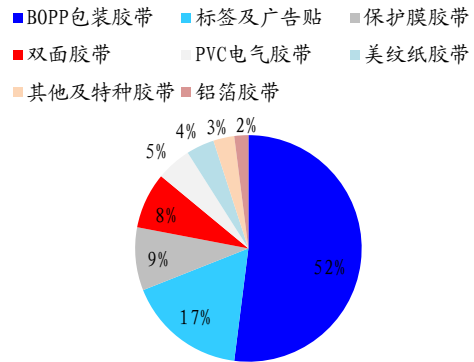
胶粘带近十年增长稳定，行业规模数百亿。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会的统计数据，我国胶粘带产量增长稳定，自 2007 年的 94.7 亿平方米增长至 2017 年的 234 亿平方米，年均复合增速 8.55%，2017 年销售额已达 403.4 亿元。假设行业保持年均 8.55% 的增长率及销售价格不变，2021 年行业规模将达到 500-600 亿元。细分材料看，保护膜胶带、双面胶带、其他及特种胶带等应用于下游电子制造业的材料受下游行业快速发展带动，实现了高于胶粘带行业的增长。

图 12:我国胶粘带产量增长稳定



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会、国泰君安证券研究

图 13: 我国胶粘带类别丰富



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会、国泰君安证券研究

功能性涂层复合材料应用领域广泛，服务消费电子成行业热点。公司所处的功能性涂层复合材料行业是在传统压敏胶带制品制造业（即传统胶粘制品）基础上发展而来，属于胶粘剂和胶粘带工业。近年来，功能性涂层复合材料行业迎来了快速的发展。通过对新型材料设计研发和生产工艺的摸索改进，目前功能性涂层复合材料已成功应用于多个下游新兴产业，其中消费电子用胶粘材料已成行业热点，其投资规模及研发投入都居于胶粘剂行业各子领域前列。

表 1: 功能性涂层复合材料应用领域广泛，以消费电子为主

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
其他	建筑节能，航空航天，物联网，柔性线路板，射频天线

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

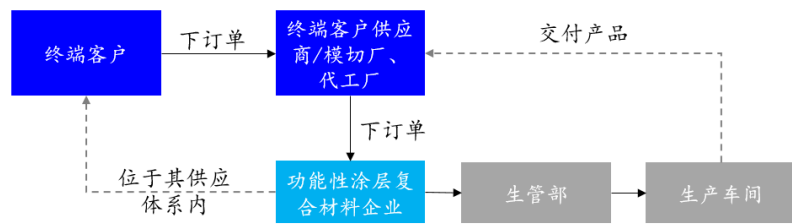
2.2. 电子级胶粘材料：高壁垒，进口替代，市场空间达 200 亿元以上

电子级胶粘材料是公司未来发展重点。分产品结构来看，公司的功能性薄膜属于传统产品（毛利率 23%），其销量和毛利水平非常稳定；薄膜包材毛利率 3%，属于增收不增利的产品；热管理复合材料体量尚小，可能难以大幅贡献业绩。因此，以下主要分析电子级胶黏材料，电子级胶黏材料主要包括：光学级压敏胶制品（OCA）、高性能压敏胶制品、导电材料、屏蔽材料等，这些产品是未来公司发展的重点。

2.2.1. 亮点一：产品认证+技术研发+产品结构=较高壁垒

产品认证的必要性及高标准，构成了新进入者所需面对的销售壁垒。根据消费电子下游模切及原材料行业惯例，销售至终端客户的产品需先经过品牌终端认证。尤其在指定采购模式下，材料供应商方必须通过认证方可进入大型消费电子制造商的供应体系。并且终端客户对供应商的选择有着严格的标准，除对相关产品的质量、价格、交货期有较高要求外，还会对生产商的生产设备、生产环境、设计水平、研发能力、响应速度、及时交货率、企业管理水平、内控体系甚至社会责任等多方面进行评价。

图 14：产品认证存在其必要性



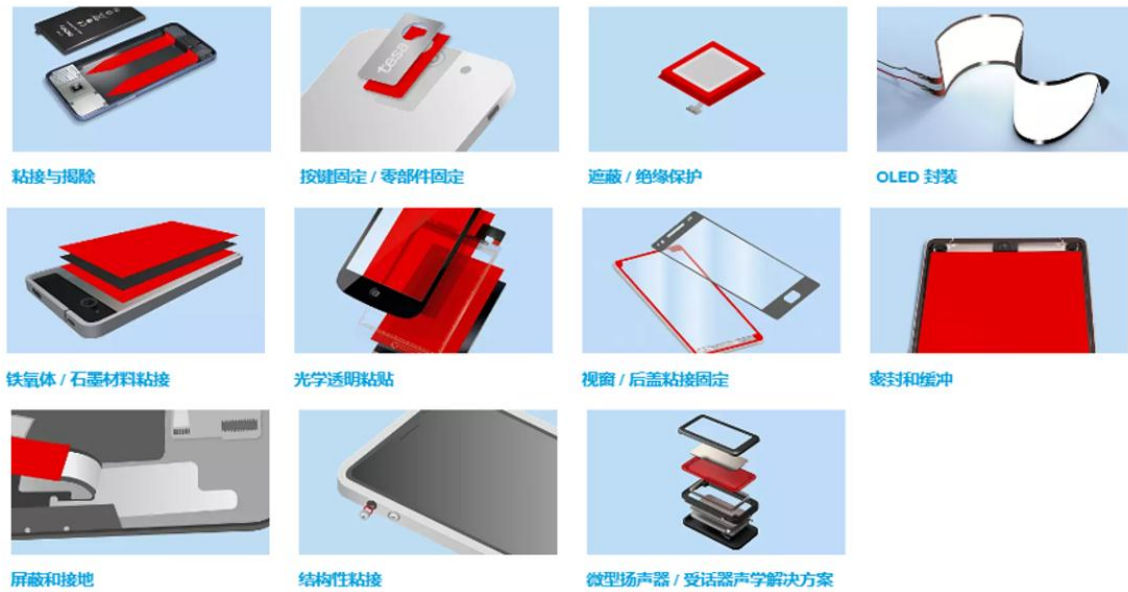
数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

较长的认证周期强化了现有企业的先发优势。整个认证过程通常包括文件审核、现场评审、现场调查、样品小试、样品中试以及合作关系确立后的年度审查等众多阶段。因此产品认证周期较长，一般为 6-12 个月，部分核心功能材料认证周期会超过 1 年。尤其想要进入大消费电子制造商的供应商名录非常困难，认证国产繁琐且耗时较长，形成了行业进入的大客户采购认证门槛。

一方面需要满足产品认证的严格质量要求，一方面需要紧跟行业需求变化快速发布新产品，这些都要求企业有强大的技术、研发实力。从功能性涂层复合材料产品来看，为达到产品要求的性能并实现规模化生产、缩短生产周期、提高良品率，行业内的企业需要花很长的时间（一般 1-2 年）进行设备调试、工艺摸索，技术和工艺数据的积累是非常重要的竞争力。并且，由于行业下游消费电子客户产品技术更新换代快，行业热点转移迅速，要求行业内企业要有灵活的研发机制和强大的技术支持，做到对现有产品进行持续的创新性改进和对新产品进行研究开发。

同时，客户个性化和多样化的需求导致对企业产品结构有要求。通过参考行业领先企业发展历程，可以看到其产品丰富度高、产品结构完善，可以为下游客户提供多方位且高质量的解决方案。外资企业在高端市场近乎垄断的地位在很大程度上是得益于在行业耕耘多年后积累的大量工艺数据及丰富的产品矩阵，可以满足下游客户多样化的需求。以德国德莎为例，它可以提供超过 7000 种产品和系统解决方案，大大增强了服务客户的能力同时简化了客户的采购复杂度。

图 15:领先企业通过完善的产品结构为消费电子提供全面、优质的功能性胶带产品



数据来源：德莎官网、国泰君安证券研究

综上，电子级胶粘材料的生产、销售存在较高门槛，主要体现在通过大客户采购认证有难度周期长、需求多变需要强大的技术研发支持、丰富多元的产品成为行业基本要求。而较高的门槛往往可以保障产品长期内的盈利能力，以斯迪克四大品类的毛利率为例，2019 年电子级胶粘材料毛利率为 52.17%，较功能性薄膜材料高出 27.28pct。

2.2.2. 亮点二：行业集中度高，竞争格局良好

可以将电子级胶粘材料的供应商划分为四个梯队。第一梯队为国际知名品牌，仅几家企业就占据了绝大部分的市场，例如 3M、德莎、日东；第二梯队为国内领先企业，凭借多年的研发及运营成为行业的后起之秀，例如斯迪克；第三梯队为国内优秀企业，这类企业已有一定生产销售规模，但在电子级胶粘材料方面自主研发实力相对较弱，以跟随策略为主；第四梯队为其他小规模生产商。

图 16:第一梯队以少量品牌占绝大部分市场份额



数据来源：国泰君安证券研究

电子级胶粘材料门槛相对较高，第一梯队的国际知名企业具有先发优势，

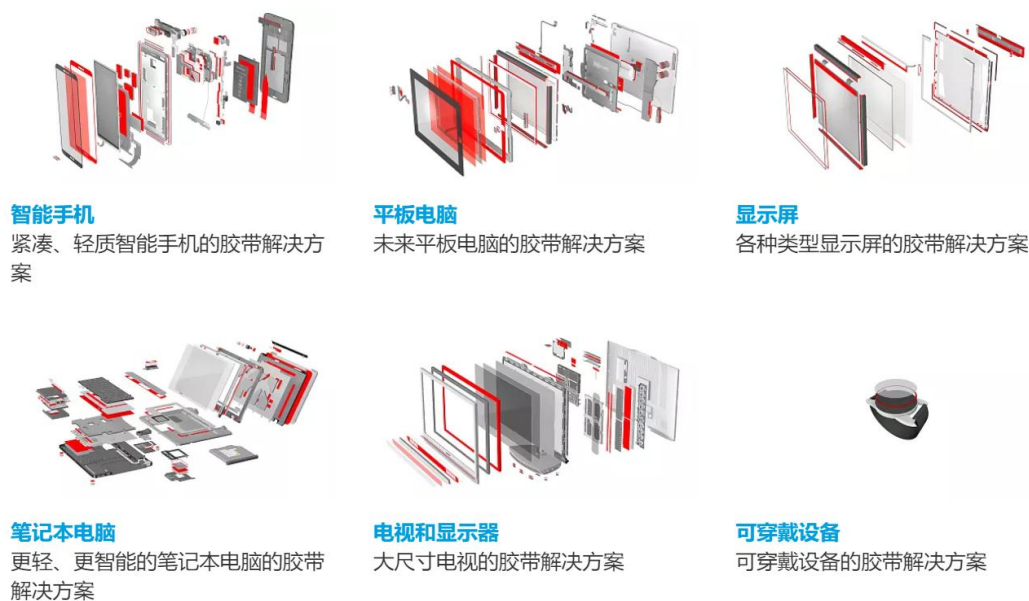
客户众多、技术先进、产品品类丰富，具有垄断地位。3M、德莎、日东（Nitto Denko）等国际知名企业为行业内的先行者，这些企业大多有着上百年的历史，生产技术和产品研发积淀深厚，行业经验丰富，产品种类齐全，销售网络成熟，品牌认可度高，拥有稳定的客户群体。上述企业基本垄断了全球消费电子、汽车等功能性涂层复合材料行业使用的中高端市场，并引领行业的发展方向。

第二梯队为国内领先企业，凭借一些技术突破开始实现部分进口替代。国内从事功能性涂层复合材料制造的厂商大多规模小、产品种类单一，属于行业第四梯队。但有少数起步较早且已经实现大规模生产的厂商可以归类为第二、第三梯队。其中领先企业斯迪克凭借多年的技术经验积累和自主研发已经掌握部分高端材料的生产技术，并将产品应用于消费电子、汽车等领域，开始实现一定量的进口替代，属于第二梯队。

2.2.3. 亮点三：进口替代加速，下游需求旺盛

电子级胶粘材料是各类消费电子产品的胶带解决方案。实现功能包括双面胶产品提供的结构性固定粘接、导电材料的屏蔽与接地、OCA 材料的光学透明粘贴等。具体终端应用产品包括有智能手机、平板电脑、显示屏、笔记本电脑、电视和显示器、可穿戴设备等。近几年智能终端及消费电子产品的持续热销，根据 IDC 数据，2018 年全球智能手机和平板电脑出货量分别为 14.05 亿部、1.44 亿台；根据 Trendforce 数据，2018 年全球笔记本电脑出货量为 1.64 亿台；根据 WitsView 数据，2018 年全球平板电视出货量为 2.19 亿台。受此影响，电子级胶粘材料需求旺盛。

图 17:消费电子的胶带解决方案包含多项电子级胶粘材料（红色为电子级胶粘材料）



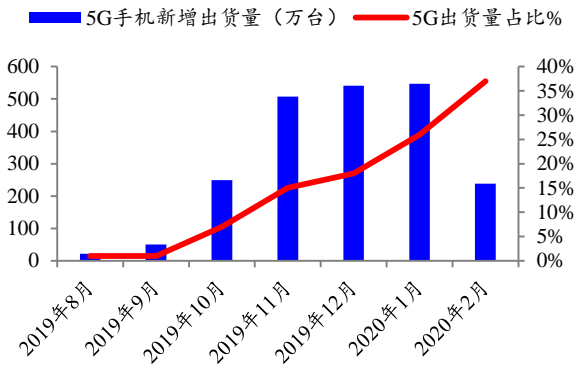
数据来源：德莎官网、国泰君安证券研究

未来电子级粘胶材料需求仍将快速增长。

- **智能手机：5G 到来叠加换机周期，预计 2020-2021 智能手机出货量有明显增长。**根据中国信通院数据，截止 2020 年 2 月我国 5G 手机

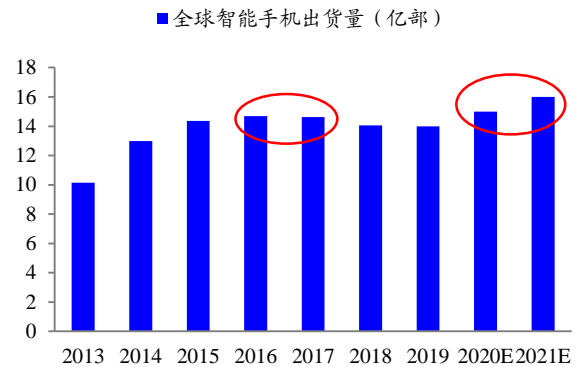
累计出货量2161万台,2月当月5G手机发货量占总发货量的37%,创下新高。5G手机换机潮已是确定性趋势。另一方面,全球智能手机换机期到来也将推动智能手机出货量的增长。根据IDC数据测算,全球智能手机换机周期接近3.5年,前次智能手机出货高点为2016年和2017年的14.68亿台和14.62亿台,预计新一轮出货高点为2020-2021年,届时将进一步提升对电子级胶粘材料的需求。

图 18: 5G 手机出货量占比高走



数据来源: 中国信通院、国泰君安证券研究

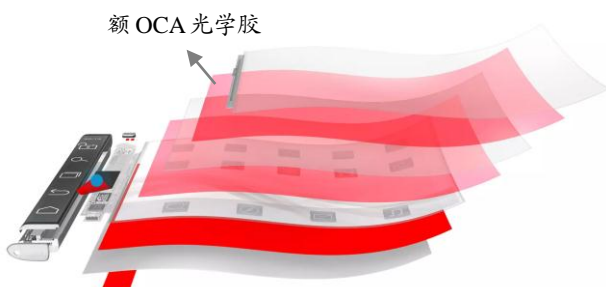
图 19: 全球智能手机将迎来换机潮



数据来源: IDC、国泰君安证券研究

- **电视: OLED 电视渗透率的提升将有效提升对 OCA 材料的需求。**相比 LCD 屏, OLED 屏有着更快的反应时间、更强的对比度、更薄的外形,但其关键问题之一是易受环境影响,因此最高精度的封装敏感材料对于 OLED 而言是必不可少的。以每块 OLED 屏幕需要 2 层 OCA 保护膜计算,谨慎情况下,预计 2020-2023 年 OLED 电视将新增 OCA 需求 812-2900 万平方米;乐观情况下,预计 2020-2023 年 OLED 电视将新增 OCA 需求 2900-6960 万平方米。
- **显示屏: 汽车显示屏正往触屏化、大型化的方向发展,利好显示屏需求,进而传导至电子级胶粘材料。**车载显示规模庞大且增长快速,根据 HIS 数据,2018 年全球车载显示面板出货量为 1.6 亿片,较 2017 年增长 9.4%。并且屏幕大型化和多屏化将进一步增加单车所需材料量,屏幕触控化则利于 OCA 材料需求。根据中国产业信息网数据,车载触摸屏出货量自 2014 年的不足 4000 万台增长至 2017 年的 5000 万台左右,年均复合增速约 7.7%。

图 20: OLED 发展进一步推动对 OCA 产品的需求



数据来源: 德莎官网、国泰君安证券研究

图 21: 车载显示成为新需求增长点



数据来源: 特斯拉、国泰君安证券研究

需求测算：综合各消费电子产品出货及用量情况，2021 年全球电子级胶粘材料合计需求超 1.75 亿平方米，其中 OCA 保护膜合计需求 1.56 亿平方米（单价 60-120 元/平米，市场空间范围 93-187 亿），导电材料合计需求 828 万平方米（单价 250-300 元/平米，市场空间范围 78-94 亿元），合计电子级胶粘材料市场规模超 200 亿元。

表 6：消费电子应用的内部型功能性涂层复合材料需求测算

	智能手机	平板电脑	笔记本电脑	电视	车载显示器	合计
2021 预计出货量 (百万台)	1,600	140	160	220	170	
所需层数 (层)	2	2	2	2	2	
OCA 光学胶膜 合计需求面积 (万平方米)	11,200	3,441	55	510	408	15,614
使用面积 (平方厘米)	83	290	344	290	120	
导电材料 合计需求面积 (万平方米)	1,322	406	550	638	204	3,120

数据来源：国泰君安证券研究

胶粘材料国产替代进口势在必行。一方面，国外企业不断通过建厂、收购等方式将生产、研发、人才等产业资源转入中国；另一方面国内企业通过多年的沉淀已取得了长足的发展，部分企业已经能生产出性能、规格达到国际先进水平的产品，具备了较强的综合实力，并且国家相关政策鼓励进口替代。在此背景下，我国企业产品预计凭借高性价比和本地化优势，加速取代外资产品，实现进口替代。

国产品牌渗透率上升，加速上游原材料进口替代。近几年，以华为、OPPO、小米为代表的国产智能手机及平板电脑企业强势崛起，成为我国消费电子制造业的重要增长点。根据 IDC 发布的统计报告，2019 年上半年，尽管全球智能手机出货量持续下降，但中国主要手机厂商的市场占有率仍保持较高的增长趋势。考虑到国内原材料的本地优势及性价比优势，国产消费电子品牌的渗透率上市预计提升行业内国产电子内部用胶粘材料的渗透率，加速实现进口替代。

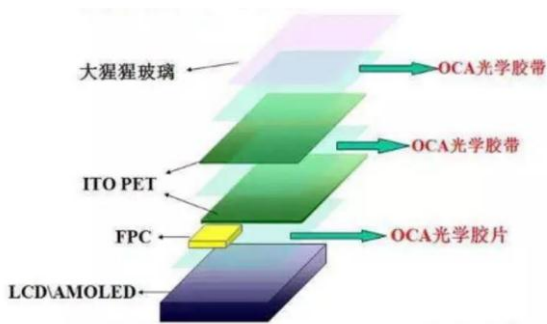
未来，兼具技术和资金实力，拥有多样化的产品矩阵，在持续创新能力、市场反应能力、资源整合能力和企业管理能力等方面都具备一定实力的企业，能更好地抓住行业发展带来的机遇，参与国际竞争。在产业结构调整升级的背景下，电子内部用胶粘材料的资源整合和技术升级也将加快。随着下游产品和技术的发展，功能性涂层复合材料的使用环境日趋复杂，仅单一或少数种类的产品难以满足客户多元化的需求。功能性涂层复合材料企业正在向提高产品精密度，丰富产品种类，结合多种产品为客户打造综合解决方案的方向发展。

2.3. 公司加快对电子级胶粘材料布局，为业绩增长主要驱动力

2.3.1. OCA 募投项目是公司未来几年重要看点

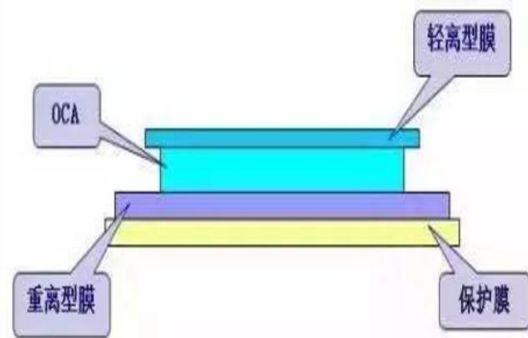
OCA 光学膜门槛较高。公司本次上市募集资金的主要用途是扩建 OCA 光学胶膜产品，即光学级压敏胶制品。OCA 光学胶膜是用于胶结透明光学元件（如显示器盖板，触控面板等）的特种粘胶剂，也是消费电子内部用粘胶材料中最具生产难度的产品之一。为保障显示图像透过该层材料不受影响，其生产及贴合对洁净度要求非常高，需要在百级无尘车间以先进设备进行生产。而 OCA 产品想通过产品认证进入相关品牌供应链，除了需要保证产品多达数十项的指标达标，还需保证多批次产品生产的一致性，这对国内厂商是较大挑战。因此，产品门槛较高。

图 22: 触控屏中使用 OCA 光学胶带产品



数据来源：艾邦高分子网、国泰君安证券研究

图 23: OCA 光学胶带工艺

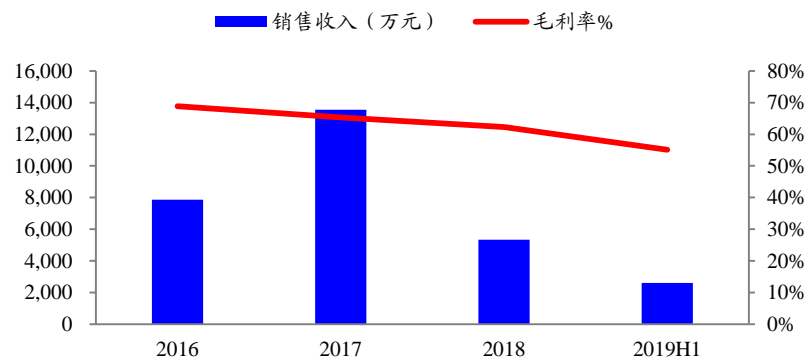


数据来源：模切网、国泰君安证券研究

产品毛利率高，需求空间大，公司大有可为。公司生产 OCA 光学胶膜多年，装备投入是国内顶尖水平，已得到市场的认可并与一些客户建立了稳固的合作关系。截止 2019 年 6 月，公司光学级压敏胶制品销售量达 136 万平方米，实现销售收入 2605 万元，产品毛利率高达 55.12%。

公司拥有华为等众多下游终端客户。我国其他知名终端商、屏幕原厂基本未正式导入国产厂商的 OCA 产品。相信凭借高投入深研究，公司产品大有可为。另一方面，前文提到的 OLED 屏和汽车电子的快速发展也对 OCA 光学胶产生了较大的需求，预计到 2021 年 OCA 光学胶市场规模可达 120-200 亿元。

图 24: 公司光学级压敏胶制品（OCA）2019H1 毛利率为 55.12%



数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

项目拟扩产 2600 万平方米 OCA，预计满产后可新增收入近 15 亿元，

新增毛利 9.36 亿元。本次公司上市募资项目包括拟购置 3 条 OCA 光学胶膜产品生产线生产高质量的 OCA 光学胶膜，项目建设期 2 年，达产后将实现年产 2,600 万平方米 OCA 光学胶膜产品，届时公司将成为国内 OCA 产能规模最靠前的领先企业。根据 OCA 光学胶单位售价 60 元/平方米测算，满产情况下公司 2022 年有望新增营业收入 15.6 亿元；基于毛利率 50% 进行测算，预计新增毛利 7.8 亿元。

敏感性测试：调整项目开工率及毛利率水平，项目毛利大概率落在 3.12-8.74 亿元，仍将大幅提升公司业绩水平。考虑到项目于 2021 年末左右建成后可能存在的产能释放节奏的影响，将项目开工率在 40%-80% 进行调整，将毛利率控制在 50%-70% 之间，项目毛利范围为 3.12-8.74 亿元，项目收入范围为 6.24-12.48 亿元（对应开工率 40-80%）。

表 2：公司 OCA 募投项目毛利敏感性测试：毛利范围为 3.12-8.74 亿元

毛利 (万元)		开工率%				
		20%	40%	60%	80%	100%
毛利率%	40%	12,480	24,960	37,440	49,920	62,400
	50%	15,600	31,200	46,800	62,400	78,000
	60%	18,720	37,440	56,160	74,880	93,600
	70%	21,840	43,680	65,520	87,360	109,200
	80%	24,960	49,920	74,880	99,840	124,800

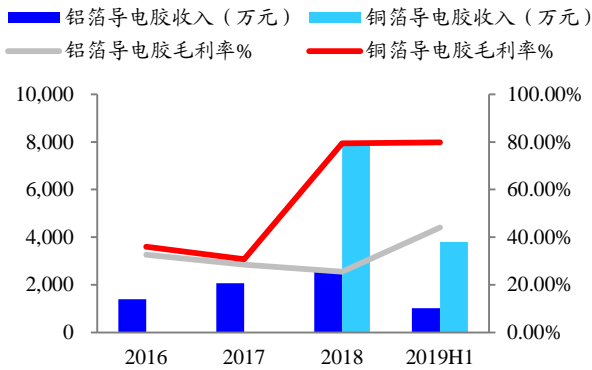
数据来源：国泰君安证券研究

2.3.2. 导电材料成为公司拳头产品

导电材料是消费电子重要的内部用胶粘剂，它可以在固定部件的同时，在不同部件之间形成通路，起到接地、消除电位差等作用。长期以来，导电材料的高端产能基本都在国际知名外企旗下，在消费电子领域基本形成垄断。而斯迪克在多年研发投入及技术积累后，成功开发出两款高端导电材料，并且基于产品技术和性能表现上的优势，公司产品取代 3M 公司和德莎公司向供应商莱尔德科技和宏明双新的配套模切厂商深圳臻金和正硕科技供货，打破了国际知名品牌原有的垄断地位。

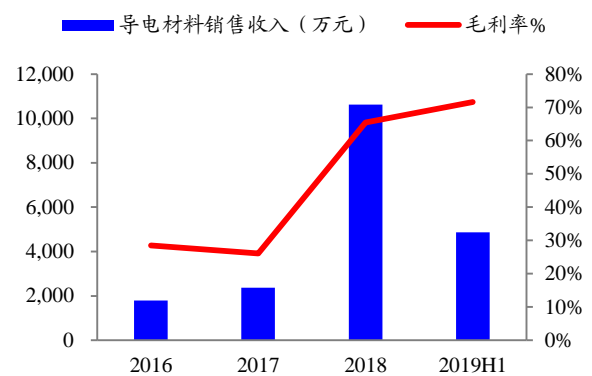
进入品牌供应链后，公司导电材料业绩大幅增厚。2018 年前，公司主要导电材料为铝箔导电胶，年收入约 2069 万元，单位售价 11 元左右，毛利率 28.5%。得到品牌认证进入供应链后，铜箔导电胶销量快速增长，2018 年实现销售收入 7883 万元，单位售价 264 元，产品毛利率高达 79.4%。同期导电材料共计实现销售收入 1.06 亿元，毛利率为 65.5%，同比提升 39.4pct。

图 25:铜箔导电胶毛利率高达 79%



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

图 26: 导电材料销售收入增长明显



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

产品质量高, 未来有望进入其他品牌供应链体系。从公司通过认证的两款产品来看, 公司研发实力突出, 产品质量高。这两款产品应用于芯片主板上的屏蔽罩配套组件, 公司解决了导电颗粒混合、涂液稳定、对纹理表面的覆盖与高导电性等功能之间的矛盾, 使产品在电阻性能、散热效果、粘接强度、贴服性以及耐高温、高湿、老化性能等方面都具有很好的表现。优异的性能是高端产品的主要竞争力, 叠加公司优秀的研发实力, 产品有望进入更多知名品牌供应体系。

3. 功能性薄膜竞争加剧, 环保可回收为发展新方向

3.1. 壁垒较低, 竞争充分

功能性薄膜材料大部分属于中低端产品, 技术壁垒相对较低, 产品偏标准化。该材料为电子产品外部用胶粘材料, 主要用于智能手机、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, 部分材料还可以提供防静电、防眩光、防紫外线、隔热节能等一系列特殊功能。整体而言, 该材料生产难度不高、对无尘车间要求低, 产品差异性不大, 技术壁垒相对电子内部用胶粘材料较低。

国内厂商占比逐渐走高, 竞争加剧, 毛利率呈下滑趋势。随着国内生产保护膜企业的数量增多及生产规模持续扩大, 行业竞争加剧明显, 产品单位售价连年下滑。另一方面受到下游消费电子更新迭代快、“降价促销”竞争激烈的影响, 中低端胶黏带议价能力较低, 行业整体毛利率水平有所下滑。以斯迪克数据为例, 2016 年公司功能性薄膜材料单位售价 5.30 元/平方米, 2019 年上半年已降至 3.41 元/平方米, 降幅高达 35.75%。

表 3: 行业平均毛利率水平有所下滑

公司名称	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
新纶科技	19.26%	26.71%	26.54%	18.61%
激智科技	29.32%	27.63%	25.09%	26.13%
晶华新材	26.44%	23.96%	17.53%	14.93%
行业平均值	25.01%	26.10%	23.05%	19.89%

斯迪克	34.45%	28.49%	26.25%	24.89%
-----	--------	--------	--------	--------

数据来源：招股说明书、Wind、国泰君安证券研究。注：上表中激智科技、晶华新材及斯迪克的毛利率均为其所有业务的综合毛利率，新纶科技的毛利率为其功能材料业务的毛利率，斯迪克为其功能性薄膜材料业务的毛利率。

3.2. 需求广泛，增长迅速

下游应用量大范围广，需求量仍处于高速增长中，是行业维持吸引力的主要因素。除了电子设备出厂保护需要外，各类消费电子和显示屏在生产制造过程中，繁多复杂的数十道工序使得生产企业存在转运、储存时保护高精密的显示器面板、触控式荧幕、PDA 面板等部件的需求。经测算，仅统计重点电子领域需求，预计 2021 年功能性薄膜材料需求量为 19.71 亿平方米，市场规模近百亿元。

值得注意的是，当前电子产品的趋势为全面屏、折叠屏、大屏化、多屏化，屏幕面积的增大将直接刺激保护膜的需求量。以智能手机为例，根据中国信通院数据，我国智能手机屏幕平均尺寸自 2014 年的 4.8 英寸增长至 5.9 英寸；根据中国液晶网数据，全球平均电视屏幕尺寸自 2016 年的 41 英寸增长至 2018 年的 45 英寸，增幅明显。考虑该因素后 2021 年功能性薄膜材料需求量可扩大 4%-22%。

表 4：消费电子应用的外部型功能性涂层复合材料需求测算

	智能手机	平板电脑	笔记本电脑	电视	车载显示器	合计
2021 预计出货量 (百万台)	1,600	140	160	220	170	
单机使用面积 (平方厘米)	90.86	319	756.426	6380	660	
功能性薄膜材料	制造所需层数	10	10	10	10	
	出货所需层数	2	2	2	2	
	合计需求面积 (万平方米)	17,445	5,359	12,103	168,432	13,464
考虑屏幕大型化	乐观情况	+8%	+6%	+2	+12%	+14%
	正常情况	+4%	+4%	+1	+8%	+10%
	悲观情况	+2%	+2%	0	+4%	+6%
考虑屏幕增大后薄膜需求	乐观情况 (万平方米)	18,841	5,681	36,308	188,644	15,349
	正常情况 (万平方米)	18,143	5,574	24,206	181,907	14,810
	悲观情况 (万平方米)	17,794	5,466	12,103	175,169	14,272
						216,803
						264,823
						244,639
						224,804

数据来源：国泰君安证券研究

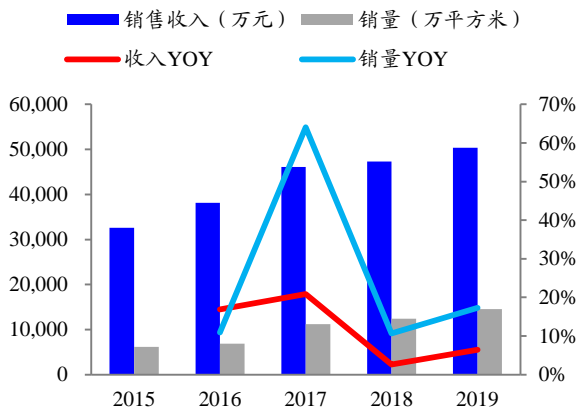
行业当前需求方向为环保型和可回收保护膜，此类产品技术要求高预计改善行业盈利情况。近几年，无论是政策方面亦或是大众意识方面，我国对于环保和健康正在投以越来越多的关注，这也推动着对绿色环保型材料的需求增长。传统的功能性涂层复合材料使用甲苯、乙酸乙酯等有

机物质作为溶剂，在产品使用过程中会出现少量有机物质挥发的情况，这要求企业在未来研发出更环保的保护膜材料。另一个行业发展方向是生产可回收保护膜，提高产品利用率。这两个方向的产品都具备一定研发难度和生产难度，有利于竞争格局改善，在需求景气情况下预计将改善行业盈利情况。

3.3. 公司降成本+新产品研发，盈利能力强于行业

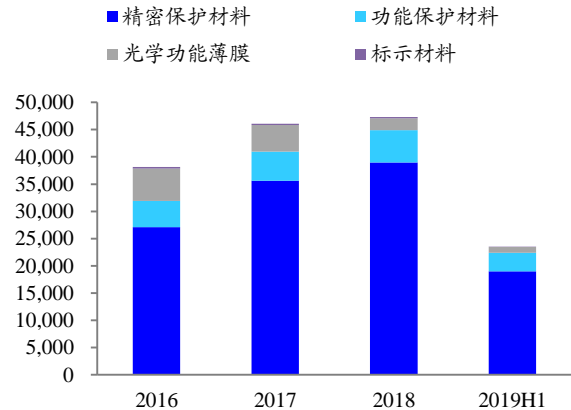
得益于消费电子行业的高景气以及屏幕尺寸的不断增大，公司功能性薄膜材料的销售量增长快速。公司产品销量自 2015 年的 6,159 万平方米增长至 2019 年的 14,543 万平方米（基于 2019 年功能性+电子级销售量同比增长 17.33% 测算），年均复合增速为 23.96%；相同期间内销售收入自 3.26 亿元增长至 5.04 亿元，年均复合增速 11.46%。细分来看，公司功能性薄膜材料分为功能保护材料、精密保护材料、光学功能薄膜及标示材料，以精密保护材料为主（PET 亚克力保护膜、PET 硅胶保护膜）。

图 27:公司功能性薄膜材料销量增长快速



数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

图 28: 精密保护材料销售额较高 (万元)



数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

当前公司一方面积极降低产品单位成本，另一方面加快产品研发，提升产品竞争力。成本方面，公司不断进行工艺改善推动成本下行。2017 年精密保护材料中 PET 亚克力单层直收保护膜的生产工艺进行简化，成功降低单位生产成本 28%；2019 年上半年功能保护材料通过工艺改善，成功降低成本消耗，产品单位成本较 2018 年下降 12%，叠加单位售价上涨 4.9%，产品毛利率提升 10pct 增至 49.48%。正是公司长期的工艺积累及持续改进才使得公司可以保持获得超出行业的盈利水平，平均产品毛利率高于行业。

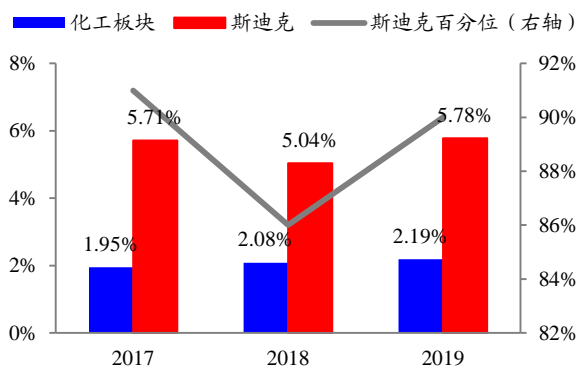
公司研发已取得一定成果，可回收制程保护膜已完成中试并达成销售。该保护膜顺应了行业需求新趋势，是通过高附加值的功能性涂层材料产品性能进行优化开发的绿色环保材料。公司通过优选的乳液型压敏胶，提高降解温度，结合 BOPP 与流变助剂，使产品可以直接挤出再造粒而无需额外的工序，大大降低了回收困难程度和成本，实现了材料的逐次降等利用，减少低品位焚烧处理。

4. 研发+客户+产业链一体化，构筑公司护城河

4.1. 注重研发投入，技术优势成型

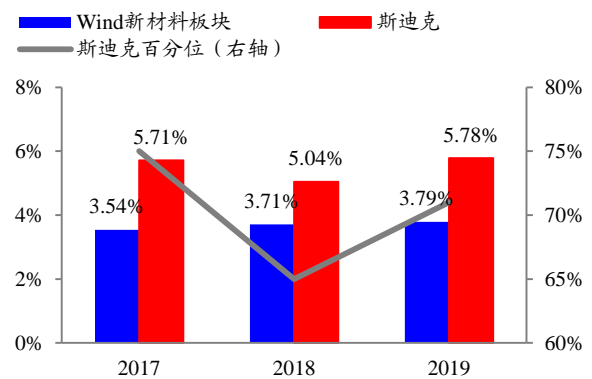
公司研发投入较高，研发费用率位列行业第一梯队。近几年消费电子产品性能不断优化、品牌间竞争加剧，推动模切厂商对上游原材料的需求发生快速变化，对创新和研发能力提出了更高要求。为了满足下游个性化需求同时提升产品竞争力，公司在研发上敢于投入，已做到了新材料行业乃至化工行业领先水平。2018年数据显示，化工板块357家企业加权平均研发费用率为2.01%，Wind新材料板块49家企业加权平均研发费用为3.70%，而公司研发费用率为5.04%，远超大部分企业。和可比企业相比，除低于激智科技外，公司投入水平依旧突出，高于其他可比公司1-2pct，2019年研发投入达8281万元。

图 29:公司研发投入率在化工板块前 10%



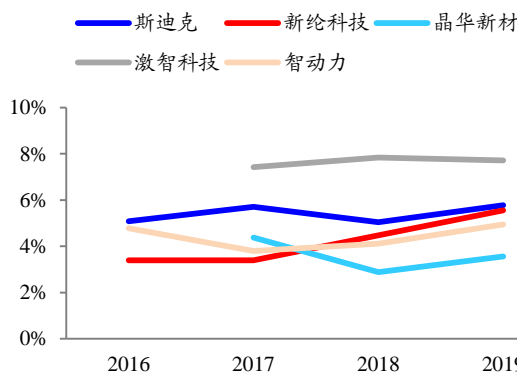
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 30: 公司研发投入率在新材料板块前 30%



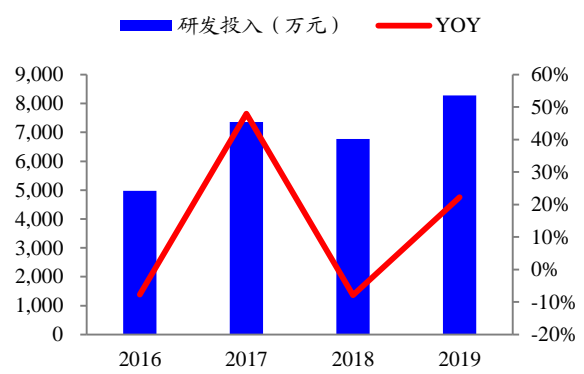
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 31:公司研发投入占营业收入比例高



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 32: 公司研发投入呈增长态势



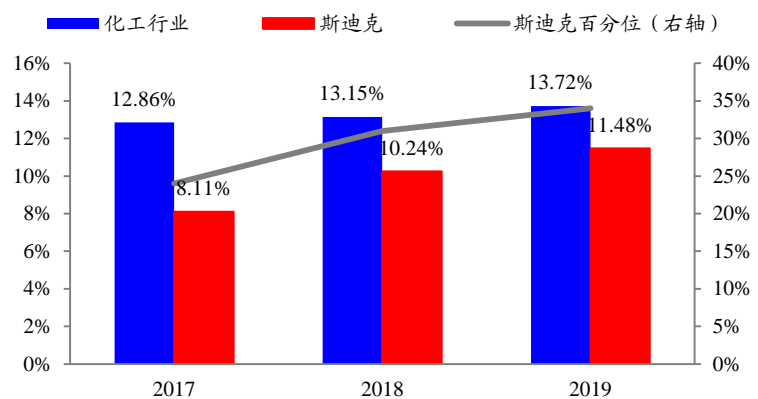
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

研发系统完善+高素质研发团队+充分激励手段，保障高质量研发水平。

(1) 在研发系统方面，分为公司内部研发与产学研合作研发，以充分调动公司内外研发能力。公司先后被政府相关部门认定为江苏省企业技术中心、博士后科研工作站、江苏省博士后创新实践基地等，为公司开展可研合作提供了平台和资源基础。公司与东南大学、苏州大学等高校的课题组已开展长时间的合作，是公司重要的外部研发资源。

- (2) 在研发团队方面，公司 6 名核心技术人员皆为功能性薄膜材料、胶黏带领领域的专业人士，其研发项目多次获省级及以上奖项。截止 2019 年底，公司共计研发人员 115 人，占员工总数的 11.48%，研发人员比例位居胶粘行业前列，这也是公司持续创新、提升产品竞争力的坚实力量。
- (3) 在激励手段方面，公司采用员工持股平台及限制性股权对优秀员工进行激励，充分调动公司骨干积极性。一方面，公司设立苏州德润和苏州锦广缘作为员工持股平台。另一方面，公司于 2020 年 4 月 10 日披露计划授予 203 人限制性股票，其中 131 人为公司核心技术（业务）骨干，首次授予的价格为每股 18.02 元，首次共拟授出 161.7 万股，占公司总股本的 1.38%。

图 33:公司研发人员占比不断提升



数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

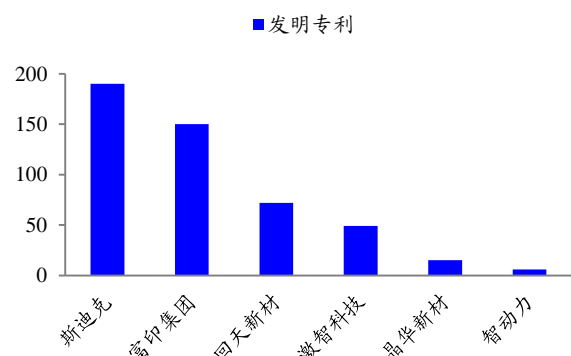
强研发转优成果，公司专利数量行业领先，带动多个产品获得突破。公司 2010 年起就被认定为高新技术企业，享受减按 15% 税率优惠征收企业所得税的政策，同时公司也成为国内少数在高分子材料聚合、涂层配方优化、功能结构设计、产品精密涂布等方面具有领先优势的高新技术企业，主导并参与起草了 4 项胶粘剂国家标准。持续的研发投入顺利转化为专利成果，截止 2019 年底，公司共取得专利 669 件，其中发明专利 190 件，远超可比公司专利情况。

图 34:公司自 2010 年起为高新技术企业



数据来源：公告官网

图 35: 公司发明专利数量远超可比公司 (件)

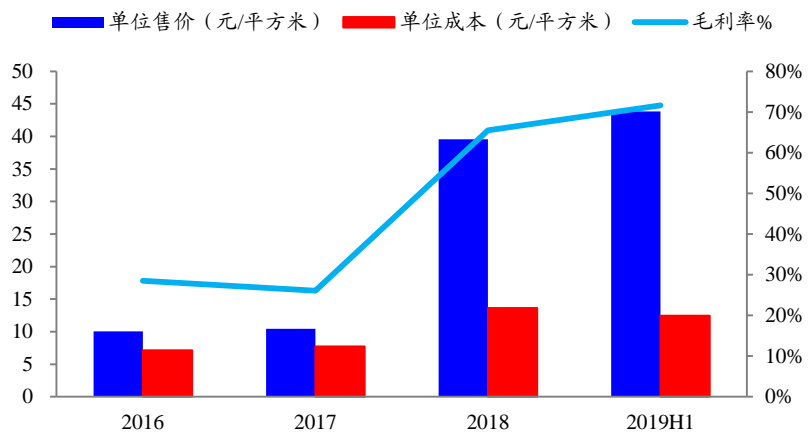


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

聚焦产品创新及技术突破，新产品大幅提升公司盈利能力。2018年，公司成功实现铜箔导电胶产品技术突破，打破海外厂商在高端胶黏剂的垄断局势。基于公司两款产品技术和性能表现上的优势，成功通过品牌方认证，取代原供应商3M公司和德国德莎的产品，向产业链供应商莱尔德科技(Larid)和宏明双新的配套模切厂商深圳臻金和正硕科技进行供货。

与此同时，铜箔导电胶产品高达80%的毛利率带动导电材料毛利率自2017年的26.07%增长至2019年上半年的71.63%，大幅提升公司产品盈利情况；导电材料销售额自2016年的1790万元增长至2018年的10616万元，年均复合增速高达143.5%，显著增长。

图 36: 导电材料毛利率随技术突破大幅提升



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

公司技术储备丰富，更多高端产品可期。除了数量众多的已有专利外，公司还有较多的技术储备，主要分为“嵌入式研发”和新领域研发。“嵌入式研发”指的是根据现有客户的需求进行技术研究攻关，如触控面板用热固化型OCA项目正处于配合客户部件试制阶段。新领域研发包括新能源领域，公司目前已经积累了多项核心技术，在锂电池用多功能涂层复合薄膜技术上取得突破，样品已经试制成功，进入样品检测阶段。

表 5: 公司技术储备丰富，应用场景多元

项目名称	目前进度	项目方向	应用场景
无溶剂在线聚合制造丙烯酸压敏胶	实验设备搭建	功能化，大厚度，高性能压敏胶带产品	高强度连接，大厚度OCA等
无溶剂热熔有机硅压敏胶涂布	实验室规模	高耐候、高性能压敏胶，OCA	车载显示用OCA
可加工ITO绝缘阻隔涂层	中试	用于被动显示的透明电极	大面积电子黑板
石墨烯/聚酰亚胺复合导热膜	客户评估	透明，高导热，可弯折的散热材料	OLED显示模组
偏光片用光学保护膜	试产工艺调整	要求高洁净度、高精密度，用于偏光片保护作用	偏光片产品
热熔双面胶带	等待客户试用反馈优化	产品有着优异的粘接性和耐候性，并且能够耐酸碱及抗震作用	Tesla在Busbar的设计与粘接

遮光框胶	客户 EVT	产品具有优异的遮光性能，能够完好的弥补框架边缘的段差，且材料具有优异的粘结性能，可永久固定框架	Apple Display 显示屏的粘结
触控屏幕用紫外线固化型 UV-OCA	研发阶段	高透过率、高粘着力、可重工，耐湿热老化，段差填补优异，后端需 UV 固化贴合	触控屏幕全贴合应用粘结固定
光学级防蓝光保护膜材料的研究与开发	市场推广	在超透光学级 PET 基材表面进行防蓝光、防紫外等特殊涂层处理，使保护膜具有防辐射防近视的功能	显示屏防蓝光护眼保护
触控面板用热固化型 OCA	配合客户部件试制	高透过率、高粘着力、可重工，耐湿热老化，段差填补优异，后端不需 UV 固化贴合	脸书 (Facebook) VR 眼镜显示的固定
热熔双面胶带	根据客户试用反馈优化	产品有着优异的粘结性和耐候性，并且能够耐酸碱及抗震作用	微软电子产品内部 PBT 板材的永久粘结

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

4.2. “嵌入式”研发深度绑定终端客户

行业存在大客户采购认证壁垒，产品认证是必要、高标准和耗时的。根据消费电子下游模切及原材料行业惯例，销售至终端客户的产品需先经过品牌终端认证。终端客户对供应商的选择有着严格的标准，对产品会进行多方面的综合评价。其产品认证周期较长一般为 6-12 个月，部分核心功能材料认证周期超过 1 年，多因素构成了大客户采购认证壁垒，愈发凸显公司已具有的客户销售网络优势。

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，公司销售网络完善。在消费电子领域，公司已通过苹果、华为、三星、松下、LG、OPPO、戴尔等国内外知名品牌终端的认证，并与富士康、领益智造等行业知名组装厂建立了长期稳固的合作关系，通过认证的产品较多，涉及公司全部品类。认证产品往往毛利率较高，还能提高订单量和公司产能利用率，推动公司高毛利产品不断放量。在新能源锂电池领域，公司自 2017 年起与特斯拉展开合作，其中石墨基弹性传热组件已应用于 Model 3 的外界温度传感器。

图 37: 公司完成产品认证的终端客户



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

表 6: 公司通过知名品牌终端认证的产品较多

终端客户	认证时间	认证产品数量	产品分类
------	------	--------	------

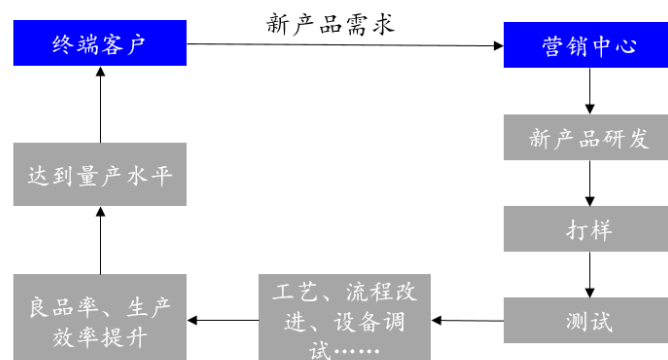
华为	2019 年上半年	2 个: SDK-**, SDK-**T	电子级胶粘材料: 高性能压敏胶制品。
	2018 年	1 个: SDK****Y-Y	功能性薄膜材料: 精密保护材料。
	2017 年	3 个: SDK****TP-HC 等	功能性薄膜材料: 功能保护材料, 精密保护材料。
三星	2016 年	1 个: SDK****W-L	功能性薄膜材料: 功能保护材料。
	2015 年	3 个: SDK****HC-EB (E9) 等	功能性薄膜材料: 功能保护材料, 精密保护材料。
OPPO	-	7 个	热管理复合材料: 人工石墨散热材料。
LG	-	1 个	热管理复合材料: 人工石墨散热材料。
松下	-	13 个	热管理复合材料: 人工石墨散热材料; 电子级胶粘材料: 高性能压敏胶制品; 功能性薄膜材料: 精密保护材料。
	2019 年上半年	1 个: SDK**A**B	电子级胶粘材料: 高性能压敏胶制品。
其他	2018 年	9 个: SDK***80、SDK****3B 等	电子级胶粘材料: 导电材料, 绝缘材料, 高性能压敏胶制品; 功能性薄膜材料-精密保护材料。
	2017 年	4 个: SDK**K**J、SDK****HC-4 等	功能性薄膜材料: 精密保护材料, 功能保护材料。
	2016 年	3 个: SDK**T-HC-4S 等	电子级胶粘材料: 光学级压敏胶制品, 高性能压敏胶制品; 功能性薄膜材料: 光学功能薄膜。
	2015 年	2 个: SDK*5**C-*、SDK*7**C-*	功能性薄膜材料: 精密保护材料。

数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

“嵌入式”研发帮助公司长期保持并加固与核心客户合作，同时是保持公司竞争力的关键所在，不易复制。该研发模式指的是公司围绕终端客户新产品对材料的性能要求进行产品开发，使得公司较早介入终端客户的新产品开发阶段，并根据客户个性化需求进行产品结构和工艺、配方的设计，配合客户新产品进行打样、试生产。

这一模式促进公司与客户的沟通，也帮助公司了解市场最新需求和发展方向，使公司产品始终贴合客户的需求并领先市场，保障了公司产品的长期竞争力。并且该模式不易复制，主要在于“嵌入式”研发除了对企业的研发实力提出较高要求，也需要企业与客户有高度信任的合作关系。正是基于斯迪克在行业内长达十数年的用心耕耘，公司才建立起了这一模式并充分发挥其优势。

图 38: 公司与终端客户进行“嵌入式”研发



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

通过“嵌入式”的研发模式和专业、领先的技术水平，公司产品在国际市场的竞争力不断提升。公司部分核心产品关键指标已达到国际水平，取得美国 UL 实验室安全认证，出口产品销往东南亚、东亚、欧洲、美洲等超过 20 多个国家和地区。为更好维系海外销售网络，公司还设立多个海外子公司，包括斯迪克国际、斯迪克美国、斯迪克日本和斯迪克韩国。

除上述直销网络外，完善的经销商制度助力公司实现高效生产、销售、管理。公司借鉴行业中成功企业如美国 3M、德国德莎的区域经销商制度，在更专注于服务大客户的同时把部分已有的中小客户和指定区域的中小客户市场集中授权给经销商统一服务，一方面能提高小客户满意度，另一方面将小而散的订单集中，便于公司制定生产计划、提高生产效率。经销商制度并非是短期内可以建立成型的，因此加强了公司的销售优势。

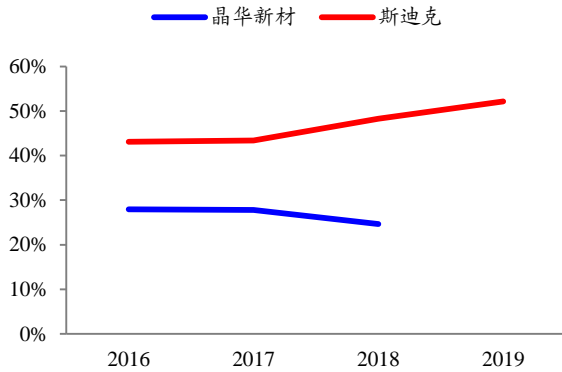
4.3. 产业链一体化降成本降风险

公司产业链布局初有成效。公司一直在积极向产业上游扩展，已能够自制胶水及离型膜等原材料产品，以满足自身对部分高端原材料的需求。其中，公司开发的高固含丙烯酸酯胶水被评为太仓市 2012 年度十佳优秀合理化建议“金点子”荣誉称号。目前为止，公司所使用的胶水中有 90%是自制的，生产能力约 5 万吨，主要为丙烯酸酯胶水。

胶水占产品成本约 20-45%，自制胶水可有效降低生产成本。由于公司自制胶水可以直接应用在电子胶粘产品上，通过降低成本，一定程度上增厚了产品的毛利率，其毛利率较晶华新材有明显优势。随着研发的进一步深入和产品质量升级，未来公司有望将胶水以单独销售和与胶带组合出售的形式发展。

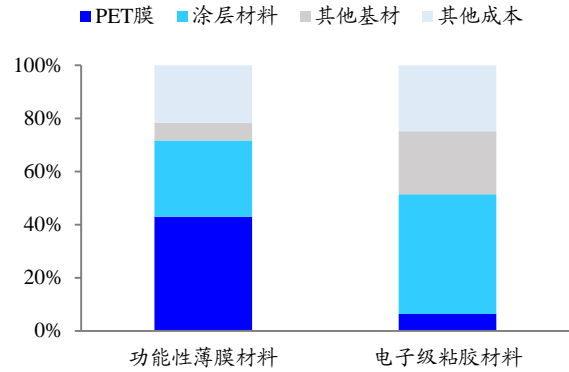
公司下一步拟拓展上游光学级 PET 膜材料。PET 光学膜的制备是将 PET 粒子融化成液态，再通过设备拉伸成 PET 膜。这一工艺与公司已掌握的核心技术有相似性。目前市场上 PET 粒子市场价格为 4000-5000 元/吨，而 PET 膜材料采购价为 11000-12000 元/吨。考虑到膜材料占公司产品成本比重为 20-40%，若实现自制膜材料可以进一步压缩成本提高毛利水平。更重要的是，公司当前光学级 PET 基材基本购自国际公司，考虑到未来国外存在对中国在此类材料上的出口限制的情况，自主研发膜材料可以降低供应链风险。

图 39: 公司电子胶粘带毛利率呈增长态势 (%)



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

图 40: PET 膜与涂层材料占成本比重较高



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

5. 盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年收入为 16.96/18.52/22.59 亿元, 分别同比增长了 18%/9%/22%, 实现归属母公司的净利润分别为 1.42/1.81/2.52 亿元, 分别同比增长了 28%/28%/39%, 对应 EPS 分别为 1.22/1.55/2.16 元。

表 7: 公司分业务业绩拆分

		(单位: 百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
合计	营业收入		1,433	1,696	1,852	2,259
	增速		6%	18%	9%	22%
	营业成本		1,061	1,202	1,297	1,526
	毛利率		25.92%	13%	8%	18%
功能性薄膜材料	收入		504	501.8	534.6	558.2
	增速		6.5%	-0.3%	6.5%	4.4%
	成本		378	378.0	393.8	410.9
	毛利润		125	124	141	147
	毛利率		24.89%	24.67%	26.34%	26.39%
电子级粘胶材料	收入		421	704.1	823.2	1,186.5
	增速		25%	67%	17%	44%
	成本		201	357.5	431.4	623.9
	毛利润		219	347	392	563
	毛利率		52.17%	49.23%	47.60%	47.42%
热管理复合材料	收入		23	29	26	26
	增速		-48%	27%	-10%	0%
	成本		19	24	22	22
	毛利润		4	5	4	4
	毛利率		17%	17%	15%	15%
薄膜包装材料	收入		416	391	398	418
	增速		-7%	-6%	2%	5%
	成本		402	380	387	406
	增速		14	12	12	13
	毛利润		3%	3%	3%	3%

资料来源: Wind、国泰君安证券研究

考虑到公司主营业务包括电子级胶粘材料和传统胶粘材料, 两类材料所处行业的竞争格局、成长驱动力以及材料的盈利能力、技术门槛有较大差异, 我们分别选取三利谱、中石科技、方邦股份和长阳科技作为公司电子材料的可比公司, 选取回天新材、高盟新材、阿科力和康达新材作为公司传统材料的可比公司, 运用 PE 法和 PB 法进行估值。

表 18: 可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (20/06/01)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB (MRQ)
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
三利谱	002876.SZ	47.82	49.73	0.49	1.49	2.49	97.59	32.09	19.20	5.28
中石科技	300684.SZ	28.68	72.29	0.49	0.81	1.11	58.53	35.41	25.84	9.01
方邦股份	688020.SH	98.91	79.13	1.61	2.07	3.56	61.43	47.78	27.78	5.08
长阳科技	688299.SH	22.34	63.13	0.51	0.65	0.94	43.80	34.37	23.77	3.83
电子材料 行业均值							65.34	37.41	24.15	5.80
回天新材	300041.SZ	14.30	60.88	0.37	0.53	0.68	38.65	26.98	21.03	3.52
高盟新材	300200.SZ	13.67	36.45	0.7	0.75	0.84	19.53	18.23	16.27	2.14
阿科力	603722.SH	28.85	25.30	0.45	1.06	1.38	64.11	27.22	20.91	4.56
康达新材	002669.SZ	14.13	35.68	0.55	0.63	0.84	25.69	22.43	16.82	1.66
传统材料 行业均值							36.99	23.71	18.76	2.97
斯迪克	300806.SZ	35.72	41.73	0.95	1.22	1.55	41.19	32.26	25.28	3.97

资料来源: Wind、国泰君安证券研究 (除公司外, 其余 EPS 均采用 wind 一致预期)

PE 估值来看, 公司 2021 年 EPS 为 1.55 元, 综合电子材料可比公司和传统材料可比公司 2021 年平均 PE 估值, 考虑到公司突出的研发优势及打破外资垄断格局的优质高端产品, 给予斯迪克 2021 年平均 31 倍的 PE 估值, 对应合理估值为 48 元。

PB 估值来看, 选取的电子材料可比公司 PB 平均值为 5.80, 传统材料可比公司 PB 平均公司 PB 为 2.97。给予公司 5.5 倍 PB, 对应合理估值 49.49 元。

综合两种估值方式, 取两者平均, 对应目标价为 48.74 元。首次覆盖, 给予“增持”评级。

6. 风险提示

6.1. 新产品研发失败的风险

持续的新产品开发和较强的产业化能力是公司近年来快速发展的基础。开发一种新产品, 需要经过产品设计、工艺设计、产品试制、产品测试、产品认证等多个环节, 需要投入大量的人力、财力、物力和较长的时间周期。入力度。随着行业发展, 如果公司未能准确把握行业发展趋势及客户的真实需求, 产品没有满足市场需求, 可能会使公司面临市场份额

缩小、盈利能力下降的情况。

6.2. 新增产能无法消化的风险

当前已对募集资金投资项目的市场、技术、财务等因素进行了充分论证和预测分析，并制定了完善的市场开拓措施。但是若未来产业政策、公司产品下游市场需求等因素发生不利变动，亦或公司自身市场开拓措施没有得到较好的执行，都可能使募投项目未来的市场容量消化存在一定的不确定性。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

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

本报告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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		