

斯迪克 (300806)

功能性复合材料领军者，VR 与新能源动力足

买入（首次）

2022 年 11 月 28 日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	1,984	2,273	2,947	3,960
同比	29%	15%	30%	34%
归属母公司净利润（百万元）	210	245	386	621
同比	16%	17%	58%	61%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.69	0.81	1.27	2.05
P/E（现价&最新股本摊薄）	37.60	32.25	20.47	12.72

投资要点

- **斯迪克是国内领先的功能性涂层复合材料供应商。**公司能提供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等四大类功能性涂层复合材料，广泛应用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑、可穿戴设备、汽车电子等领域。公司产品已经通过国内外知名品牌终端的认证，并与行业知名组装厂建立了长期稳固的合作关系。同时公司研发力度大，不断进行产业链横向纵向延伸，拓宽产品线并降低成本。
- **电子级胶粘材料盈利能力突出，OCA 持续突破。**电子级胶粘材料是公司毛利率最高的产品，2022 上半年该部分营收超 43%，毛利率高达 42%，已经供货国内外知名客户。同时公司不断增强技术研发及生产能力，逐步拓展高端电子级胶粘材料市场，不断提高高端产品占比。OCA 光学胶整体市场规模在百亿级，主要被美日韩三国厂商占据。公司 OCA 光学胶膜产品在 VR 及手机终端品牌实现突破，同时借助成本优势切入白牌和返修市场，起量后有望切入更多国产手机厂商，有望引领 OCA 光学胶国产替代；同时 VR 光学 pancake 创新也为公司带来更多切入机遇。
- **功能性薄膜材料结构升级，国产替代趋势明确。**消费电子产品对功能性薄膜材料需求大，一部智能手机产品至少消耗 10 层功能性薄膜材料，根据我们的测算，2022 年该产品市场规模超百亿元。未来，公司功能性薄膜材料产品有望伴随全球市场空间增长起量，并通过进一步改善工艺、研发高毛利新产品获得更优毛利率，实现价量齐升。同时，公司离型膜项目进展顺利，将有助于持续升级产品结构，提升盈利能力。
- **新能源车带来功能性复合材料广阔需求空间。**当前功能性材料主要应用领域以汽车电子及新能源汽车电池两部分应用为主，主要涉及到汽车电子导电材料、阻燃材料以及能源电池的固定胶带、高性能导热界面材料等。公司主要竞争对手为海外供应商日东、寺冈等，目前公司所占的市场份额尚较低。公司已成为国际大客户的一级供应商，签署了“圆柱电池电芯内部的胶带”的定价协议，与新能源车国际大客户的合作标志着公司开始加速进入电池领域，考虑到国际大客户电池处于快速自产阶段，未来合作有望持续深化并贡献显著业绩增量。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.81、1.27、2.05 元，当前市值对应 PE 分别为 32/20/13 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧、OCA 业务不及预期、原材料价格波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.01
一年最低/最高价	21.25/64.88
市净率(倍)	4.76
流通 A 股市值(百万元)	4,380.95

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.47
资产负债率(% ,LF)	71.22
总股本(百万股)	303.51
流通股(百万股)	168.43

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢马天翼、唐权喜和金晶的指导。

1. 研发投入赋能核心竞争优势

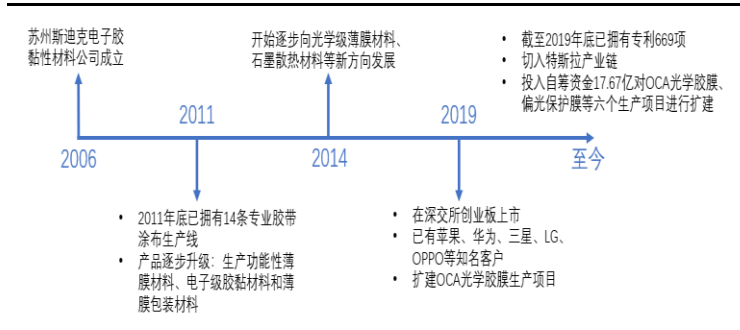
斯迪克是国内领先的功能性涂层复合材料供应商。

图1：公司主要产品类型、应用领域及终端客户



数据来源：公司公告、招股说明书、东吴证券（香港）

图2：公司历史沿革



数据来源：公司公告、招股说明书、东吴证券（香港）

公司研发投入高，重视材料投入力度。公司 2016 年以来研发投入整体呈上升趋势，2021 年研发费用达 1.09 亿元，5 年 CAGR 为 17%。公司具备快速的市场响应能力，针对终端大客户开展新产品“嵌入式研发”，增加客户粘性。已突破大客户采购认证壁垒，形成稳固销售网络。

募投项目助力公司向上游延伸，提升自制率打通产业链。目前公司已能够自制胶水及离型膜等原材料，其中胶水已实现 90%以上自制，未来随着公司产能建设可进一步实现一定比例的 PET 膜自供，有效降低产品单位生产成本。同时，公司下一步拟拓展上游光学级 PET 膜材料，进一步实现高端原材料自主可控。

2. OCA 持续突破，消费电子创新带来增量机遇

多年技术积累，公司 OCA 光学胶膜产品已在部分终端品牌实现突破，产品质量得到认证。公司 OCA 光学胶膜成本优势助力公司切入白牌和返修市场，同时切入国产领先手机厂商。VR 光学 pancake 替代菲涅尔镜片是确定性趋势，未来一年中预计各大主流品牌的 VR 新品均会搭载 Pancake 方案（Meta、Pico、苹果等），pancake 模组中的 n 层膜的贴合存在国产替代机遇。

3. 功能性薄膜材料结构升级，国产替代趋势明确

根据预测 2022 年全球消费电子相关的功能性薄膜材料的市场规模需求面积将达到 31.1 亿平方米，市场规模接超百亿元。未来，公司功能性薄膜材料产品有望伴随全球市场空间增长起量，同时将通过进一步改善工艺、研发高毛利新产品获得更优毛利率，实现价量齐升。同时，针对功能性涂层复合材料终端客户需求多元化、质量要求高的特点，公司具备快速市场响应能力、突破大客户采购认证壁垒、积极延伸横纵产业链，牢牢把握核心竞争力，有望在国产替代趋势中充分受益。

4. 新能源车空间广阔，公司有望新增成长点

2021 年 1 月公司公告了与新能源汽车国际大客户的合作，公司成为其一级供应商，签署了“圆柱电池电芯内部的胶带”的定价协议，考虑到国际大客户电池处于快速自产阶段，未来合作有望持续深化并贡献显著业绩增量。

5. 盈利预测与投资评级

表1: 公司分业务预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
电子级胶粘材料					
销售收入（百万元）	426	668	868	1259	1888
增长率	1%	57%	30%	45%	50%
毛利率	49%	50%	50%	50%	50%
功能性薄膜材料					
销售收入（百万元）	593	566	623	872	1220
增长率	32%	-4%	10%	40%	40%
毛利率	24%	22%	25%	25%	25%
薄膜包装材料					
销售收入（百万元）	387	549	576	605	635
增长率	-7%	42%	5%	5%	5%
毛利率	4%	8%	8%	8%	8%
热管理复合材料					
销售收入（百万元）	42	45	49	54	60
增长率	85%	6%	10%	10%	10%
毛利率	5%	5%	6%	6%	6%
其他业务					
销售收入（百万元）	92	157	157	157	157
增长率	31%	71%	0%	0%	0%
毛利率	24%	22%	21%	21%	21%
合计	1539	1984	2273	2947	3960
增长率	7%	29%	15%	30%	34%
综合毛利率	25%	27%	29%	32%	34%

数据来源：wind，东吴证券（香港）

我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.81、1.27、2.05 元，当前市值对应 PE 分别为 32/20/13 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

市场竞争加剧；OCA 业务不及预期；原材料价格波动。

斯迪克三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,711	2,134	2,379	3,063	营业总收入	1,984	2,273	2,947	3,960
货币资金及交易性金融资产	525	623	716	899	营业成本(含金融类)	1,449	1,604	2,018	2,624
经营性应收款项	766	1,125	1,143	1,566	税金及附加	13	18	24	32
存货	343	316	449	522	销售费用	49	59	77	103
合同资产	0	0	0	0	管理费用	120	145	189	253
其他流动资产	77	71	71	76	研发费用	109	123	159	214
非流动资产	2,880	3,925	4,382	4,562	财务费用	36	58	68	69
长期股权投资	14	54	54	54	加:其他收益	45	45	59	79
固定资产及使用权资产	1,095	2,161	2,873	3,277	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	1,239	1,019	760	530	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	187	192	197	202	减值损失	-13	-30	-30	-34
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	241	281	442	711
其他非流动资产	345	499	499	499	营业外净收支	-1	-1	-1	-1
资产总计	4,591	6,059	6,761	7,625	利润总额	240	280	441	710
流动负债	1,675	1,763	2,081	2,327	减:所得税	32	36	57	92
短期借款及一年内到期的非流动负	1,044	1,164	1,284	1,404	净利润	208	244	384	618
债					减:少数股东损益	-2	-1	-2	-3
经营性应付款项	517	508	702	799	归属母公司净利润	210	245	386	621
合同负债	8	32	20	26					
其他流动负债	106	58	74	98	每股收益-最新股本摊薄	0.69	0.81	1.27	2.05
非流动负债	1,422	2,582	2,582	2,582	(元)				
长期借款	931	1,541	1,541	1,541	EBIT	277	389	560	838
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	401	648	863	1,168
租赁负债	4	24	24	24					
其他非流动负债	487	1,017	1,017	1,017	毛利率(%)	26.96	29.43	31.53	33.75
负债合计	3,097	4,344	4,663	4,909	归母净利率(%)	10.58	10.77	13.09	15.67
归属母公司股东权益	1,491	1,713	2,099	2,719					
少数股东权益	3	2	0	-3	收入增长率(%)	28.89	14.56	29.63	34.41
所有者权益合计	1,494	1,715	2,098	2,716	归母净利润增长率(%)	15.59	16.58	57.58	60.95
负债和股东权益	4,591	6,059	6,761	7,625					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	371	224	827	672	每股净资产(元)	7.85	5.64	6.91	8.96
投资活动现金流	-896	-1,305	-761	-511	最新发行在外股份(百万股)	304	304	304	304
筹资活动现金流	351	1,178	27	22	ROIC(%)	7.97	8.55	10.38	13.71
现金净增加额	-174	98	93	183	ROE-摊薄(%)	14.08	14.29	18.38	22.83
折旧和摊销	124	259	303	331	资产负债率(%)	67.46	71.70	68.96	64.38
资本开支	-887	-1,111	-761	-511	P/E(现价&最新股本摊薄)	37.60	32.25	20.47	12.72
营运资本变动	35	-388	16	-409	P/B(现价)	3.31	4.61	3.76	2.90

数据来源:Wind,东吴证券(香港),全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券(香港)预测。

免责及评级说明部分

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

免责及评级说明部分

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

