

永冠新材 (603681.SH)

小胶带大市场，公司市占率提升空间可期

核心观点：

- **永冠新材是具备丰富产品种类的综合胶企业。**公司主要产品为布基胶带、纸基胶带和膜基胶带（包括 PVC 胶带和 OPP 胶带）等胶带终端产品，以及胶带母卷。
- **公司业绩稳健增长。**20Q3 公司实现营业收入 6.60 亿元，同比增长 18.6%，实现归母净利润 6997 万元，同比增长 94.5%；2015-2019 年，膜基胶带业务收入的 CAGR 达到 72.2%。
- **胶带行业市场空间广阔，公司市占率提升空间较大。**根据公司 2019 年报引用的 CATIA 的数据，2008-2018 年我国胶带的年产量和销售额的 CAGR 分别为 8.2%、6.5%，2018 年我国胶带市场规模为 431 亿元；MarketWatch 预计 2024 年全球胶带市场规模将增长至 735 亿美元，亚太地区增长最快；建筑装饰行业和物流行业拉动美纹纸胶带和 OPP 胶带需求，汽车线束胶带和医用胶带前景广阔。
- **公司正逐步缩小与国际龙头企业的差距。**国内多数胶带企业规模小，国际龙头企业在胶粘带中高端市场优势明显；公司处于国内胶带行业领先地位；核心技术优势、产品优势、产业链整合优势和客户优势将推动公司市场份额的提升。
- **几大基地同时扩产，品类进一步丰富。**山东基地项目、江西基地项目、越南基地项目以及线束、医用胶带项目等稳步推进，成长空间可期。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 20-22 年公司每股收益分别为 1.20 元、1.70 元、2.28 元，当前股价对应市盈率为 16 倍、11 倍、8 倍。参考可比公司估值水平，考虑公司业务结构与业绩增速，给予公司 2021 年业绩 18 倍 PE 估值，对应公司合理价值为 30.51 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**胶带产品价格大幅下跌；下游需求低迷；国际贸易摩擦加剧，汇率波动风险；在建项目进度低于预期；重大安全、环保事故。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,701	2,144	2,422	3,653	4,706
增长率(%)	20.6	26.1	12.9	50.8	28.8
EBITDA(百万元)	220	230	265	413	568
归母净利润(百万元)	131	148	200	282	380
增长率(%)	61.1	12.9	35.0	41.1	34.4
EPS (元/股)	1.05	0.89	1.20	1.70	2.28
市盈率 (P/E)	-	28.59	16.02	11.36	8.45
市净率 (P/B)	-	10.9	12.8	15.3	17.0
EV/EBITDA	-	17.12	11.44	8.33	6.08

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

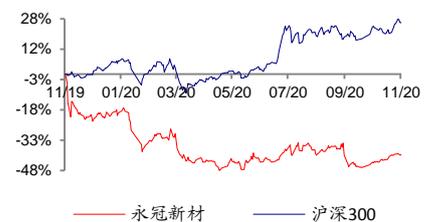
公司评级

公司评级	买入
当前价格	19.25 元
合理价值	30.51 元
报告日期	2020-11-13

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	166.59/61.66
总市值/流通市值(百万元)	3192/1181
一年内最高/最低(元)	32.21/16.72
30 日日均成交量/成交额(百万)	1.66/30.89
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	0.58/6.06

相对市场表现



分析师：

吴鑫然



SAC 执证号：S0260519070004



SFC CE No. BPW070



0755-88286915



wuxr@gf.com.cn

分析师：

何雄



SAC 执证号：S0260520050004



021-38003591



hexiong@gf.com.cn

请注意，何雄并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

联系人：郭齐坤 021-38003580
guoqikun@gf.com.cn

目录索引

一、 永冠新材：产品品类丰富的综合性胶带企业	5
二、 胶带行业市场空间大	9
(一) 胶带属于日用消费品，市场需求巨大	9
(二) 美纹纸胶带在建筑装饰行业应用广泛	11
(三) 物流行业发展拉动 OPP 胶带需求	12
(四) 汽车线束胶带市场迎来机遇	12
(五) 包括医用胶带在内的医用耗材产品消耗量较大	14
三、 公司逐步缩小与国际龙头企业的差距	15
(一) 行业竞争优势逐步向龙头企业聚集	15
(二) 公司处于国内胶带行业领先地位	16
(三) 多项竞争优势推动公司市场份额提升	19
四、 外销业务毛利率高，需求韧性强	20
(一) 公司的销售模式与收入结构	20
(二) 公司积极应对贸易摩擦的不利影响	25
五、 几大基地同时扩产，品类进一步丰富	25
(一) 山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目	25
(二) 江西永冠智能制造产业升级一期技改项目	26
(三) 线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设项目	27
(四) 其他重点项目稳步推进	27
六、 盈利预测与投资建议	28
七、 风险提示	30
(一) 原材料及产品价格波动风险	30
(二) 下游需求低迷	30
(三) 国际贸易环境恶化风险	30
(四) 公司经营风险	30

图表索引

图 1: 永冠新材主要产品种类	5
图 2: 2012-2019 年及 2020 年 Q1-Q3 公司营业收入及其增速	6
图 3: 2012-2019 年及 2020 年 Q1-Q3 公司归母净利润及其增速	6
图 4: 2019Q1-2020Q3 公司营业收入和归母净利润 (单位: 百万元)	6
图 5: 2020Q1-Q3 公司各类产品占主营业务收入的比例	7
图 6: 2014-2019 年及 2020 年 Q1-Q3 公司主要产品销售收入	7
图 7: 2015-2020H1 公司产品平均售价与平均成本	7
图 8: 2014-2020H1 公司主要产品的毛利率	7
图 9: 2012-2019 年及 2020 年 Q1-Q3 公司销售净利率与毛利率 (单位: %) ..	8
图 10: 2015-2020H1 公司布基胶带产销情况	8
图 11: 2015-2020H1 公司纸基胶带产销情况	8
图 12: 2015-2020H1 公司膜基胶带产销情况 (单位: 百万平方米, %)	9
图 13: 2008-2018 年中国胶带销售量及其增速	10
图 14: 2008-2018 年中国胶带销售额及其增速	10
图 15: 2018 年中国各类胶粘带产量占比 (单位: %)	10
图 16: 2018 年中国各类胶粘带销售额 (单位: 亿元)	10
图 17: 2018 年全球各地区的胶带的销售量	11
图 18: 2019-2024E 全球胶带行业市场规模	11
图 19: 2008-2019 年及 2020Q1-Q3 我国建筑装饰装修行业产值	12
图 20: 2008-2019 年美国建筑行业增加值	12
图 21: 2014-2019 年及 2020Q1-Q3 年中国规模以上快递业务量及其增速	12
图 22: 2014-2019 年及 2020Q1-Q3 年中国规模以上快递业务收入及其增速 ..	12
图 23: 汽车线束胶带行业上下游产业链	13
图 24: 2018 年和 2021 年中国汽车线束胶带业务市场规模 (单位: 亿元)	13
图 25: 2015-2019 年我国低值医用耗材市场规模及其增速	14
图 26: 2014-2025E 美国医用耗材行业的市场规模及其增速	14
图 27: 2012-2019 年德莎集团 (TESA SE) 全球销售额及其增速	16
图 28: 2012-2020H1 汉高 (Henkel) 公司胶粘业务收入及其同比增长	16
图 29: 2015-2018 年公司在国内胶粘带行业的市场份额估算 (单位: %)	17
图 30: 2018 年永冠新材主要产品在国内的市场份额估计 (单位: %)	18
图 31: 2017-2020H1 按销售市场划分的公司主营业务收入构成	22
图 32: 2017-2020H1 公司外销主营业务收入地区分布情况	22
图 33: 2017-2020H1 公司外销与内销主营业务产品毛利率	23
图 34: 2017-2020H1 公司外销与内销业务主营产品平均销售单价	23
图 35: 2017-2020H 公司对美国出口金额占公司收入的比例 (单位: %)	25

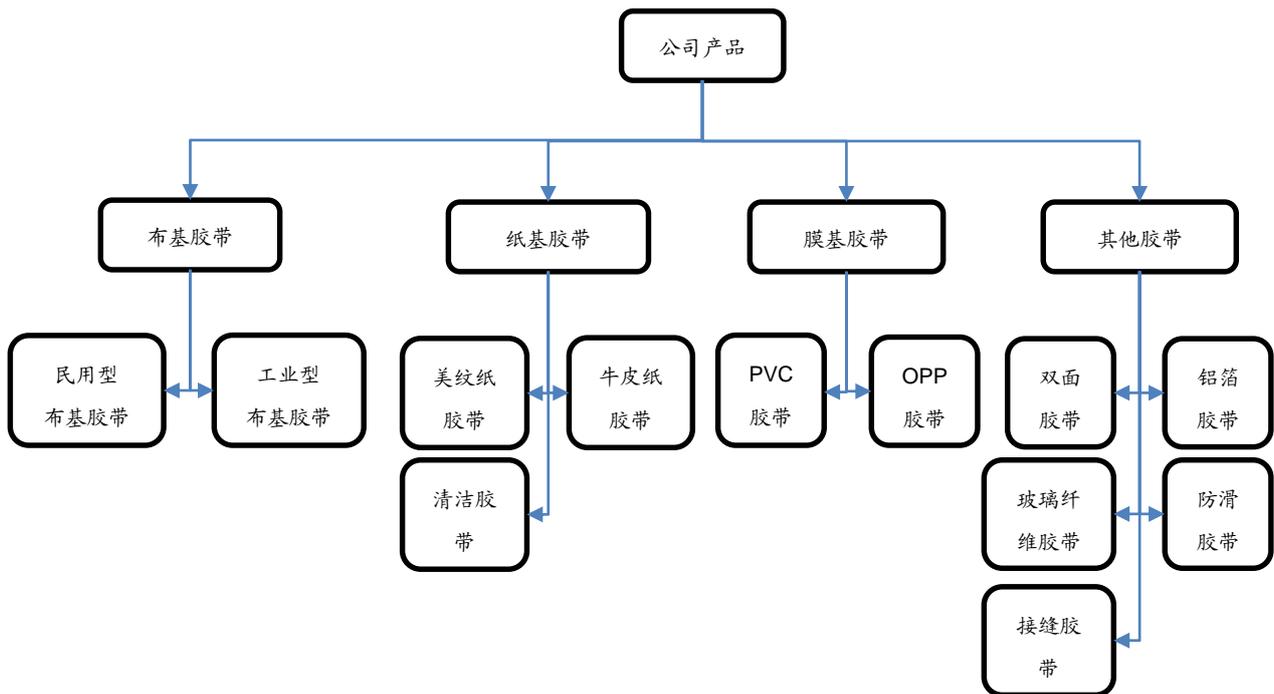
表 1: 公司在国内的主要竞争对手	15
表 2: 公司在国外的主要竞争对手	15
表 3: 国内胶粘带市场竞争格局	17
表 4: 公司主要专业技术及其应用详情	19
表 5: 出口国的胶带市场情况	21
表 6: 公司海外销售模式	21
表 7: 公司国内销售模式	22
表 8: 2017-2020H1 公司外销主营业务收入地区分布情况 (单位: 万元)	23
表 9: 2017-2020H1 公司内销与外销主要产品的收入占比和毛利率	24
表 10: 2017-2020H1 公司内销与外销主要产品的销售单价和销售占比	24
表 11: 山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目收入测算	26
表 12: 江西永冠智能制造产业升级一期技改项目收入测算	26
表 13: 线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设项目收入测算	27
表 14: 永冠新材业务分拆及关键盈利假设 (单位: 百万元)	29
表 15: 可比公司估值表 (2020 年 11 月 12 日)	29

一、永冠新材：产品品类丰富的综合性胶带企业

上海永冠胶粘制品有限公司成立于2002年，公司总部位于上海市青浦区朱家角工业园区，拥有江西、山东、越南三大生产基地，分别位于江西抚州市东乡区渊山岗工业园区、山东省临沂市临沭经济开发区，越南海防市DEEP C工业园区合计占地面积一千余亩，是集生产、研发、销售于一体的专业生产各类胶粘制品的大型高新技术企业。公司于2019年3月26日在上海主板上市。

公司是具备丰富产品种类、全产业链供应能力的综合性胶带企业。永冠新材主营业务为各类民用胶粘材料、工业用胶粘材料、化工材料的研发、生产和销售，主要产品包括布基胶带、美纹纸胶带、PVC胶带、OPP胶带、清洁胶带、牛皮纸胶带、铝箔胶带等，广泛应用于民用、工业用、医用等领域，适用于日用DIY、建筑装饰、包装、文具、汽车制造及美容、电子电器、航空、船舶、高铁等场景。公司凭借客户和技术优势，经多年积累，发展成为国内为数不多的具备丰富产品种类、全产业链供应能力的综合性胶带企业。

图 1：永冠新材主要产品种类



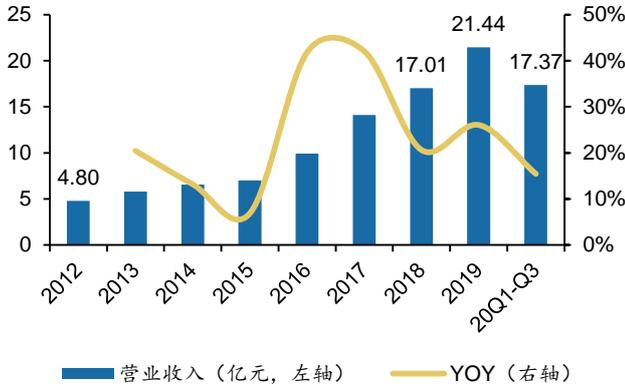
数据来源：永冠新材招股说明书，广发证券发展研究中心

近年来公司业绩增长稳健。2017年至2019年，公司分别实现营业收入14.10亿元、17.01亿元、21.44亿元，同比增长42.1%、20.6%、26.1%；实现归属于母公司的净利润8154万元、1.31亿元、1.48亿元，同比增长-14.9%、61.1%、12.9%。

受疫情冲击后公司主要业务快速恢复。公司在2020年第一季度受到新冠疫情的不利影响后，快速恢复生产。2020年第三季度，公司实现营业收入6.60亿元，实现归母净利润6979万元，同比增长18.6%和94.5%；2020年前三季度，公司的营业收入和

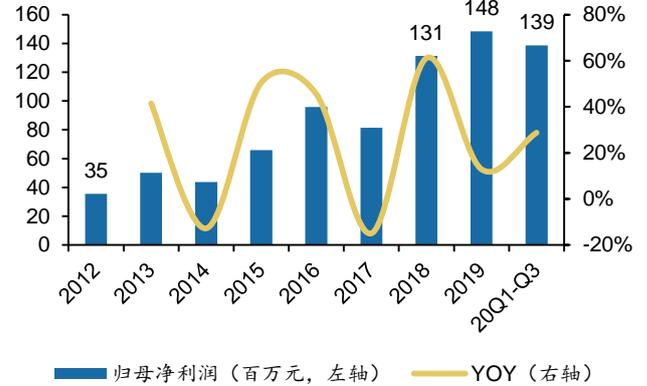
归母净利润分别为17.37亿元和1.39亿元，同比增长15.4%和28.8%。

图 2: 2012-2019年及2020年Q1-Q3 公司营业收入及其增速



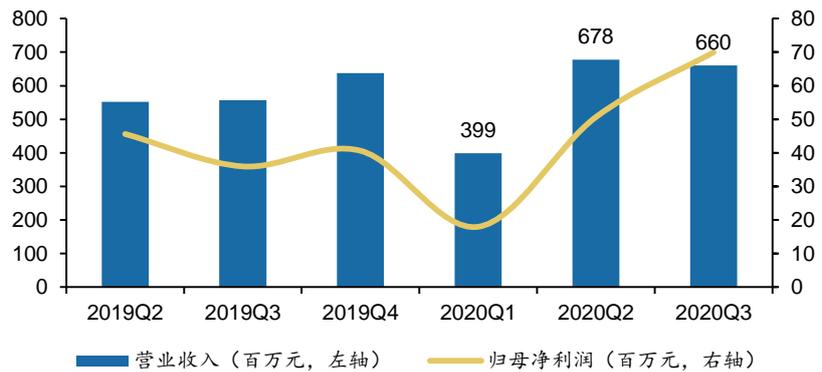
数据来源: 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

图 3: 2012-2019年及2020年Q1-Q3 公司归母净利润及其增速



数据来源: 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

图 4: 2019Q1-2020Q3 公司营业收入和归母净利润 (单位: 百万元)

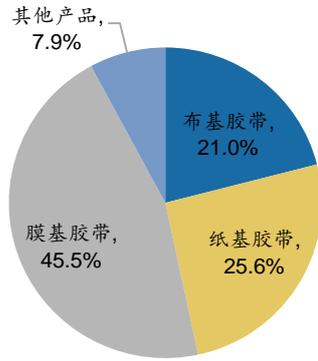


数据来源: 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

膜基胶带业务快速崛起，公司对布基胶带的业务依赖程度逐年下降。2014年时，公司营业收入主要来自布基胶带，其3.42亿元的销售收入占主营业务收入的比例达到52.2%。近年来随着膜基胶带业务快速崛起，布基胶带业务收入占总营收的比例逐年下降。2020年前三季度，布基胶带、纸基胶带和膜基胶带业务在主营业务收入中的比例分别为21.0%、25.6%、45.5%。

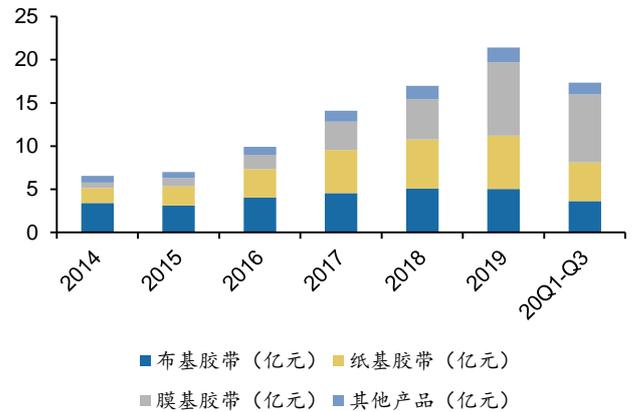
各类胶带销售收入快速增长。从2015年至2019年，布基胶带、纸基胶带和膜基胶带的年均复合增长率分别达到12.8%、29.1%和72.2%。2020年前三季度，在受到新冠疫情冲击的情况下，膜基胶带的销售收入达到7.90亿元，实现了42.3%的增长；布基胶带和纸基胶带的收入分别为3.65亿元和4.45亿元，同比增长0.8%和-1.6%。

图 5: 2020Q1-Q3 公司各类产品占主营业务收入的 比例



数据来源: 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

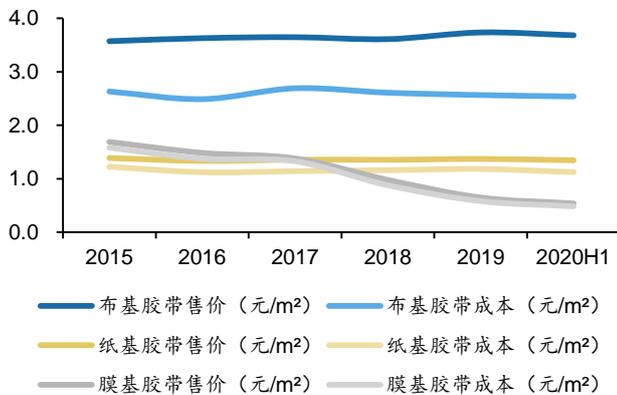
图 6: 2014-2019年及2020年Q1-Q3 公司主要产品销 售收入



数据来源: 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

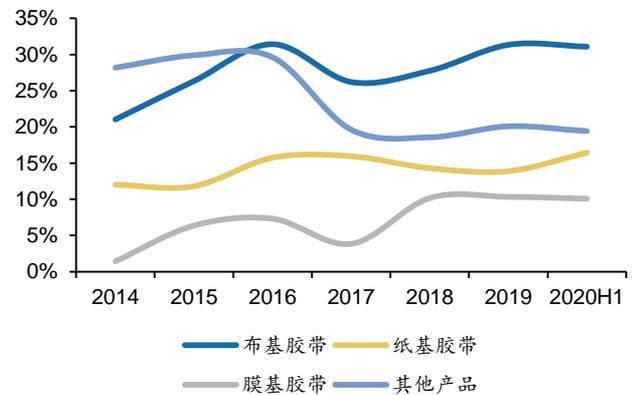
主要产品的毛利率稳步提升。布基胶带技术、质量要求较高, 对应单价、毛利率较高, 膜基胶带单价、毛利率较低。2014年至2020年上半年, 公司布基胶带、纸基胶带和膜基胶带业务的毛利率分别从21.03%、12.02%、1.42%升至31.09%、16.43%、10.09%。提升幅度为10.06pct、4.41pct、8.67pct。产品效益和市场竞争能力显著增强。此外, 2018年以来公司膜基胶带的平均单价和成本均明显下降。

图 7: 2015-2020H1 公司产品平均售价与平均成本



数据来源: 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

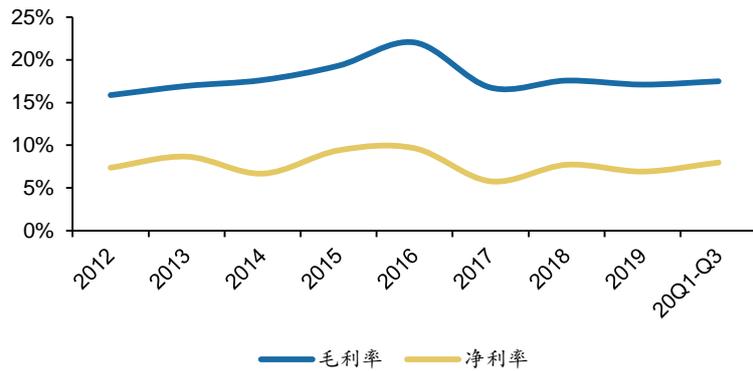
图 8: 2014-2020H1 公司主要产品的毛利率



数据来源: 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

2020年前三季度公司净利率有所提升。在布基胶带、纸基胶带和膜基胶带业务毛利率均不断上升的情况下, 近年来公司整体利润率提升缓慢, 主要是由于利润率相对较低的膜基胶带业务增长速度快于利润率较高的布基胶带。2020年前三季度, 公司的毛利率和净利率分别为17.49%和7.98%, 较2019全年提升0.39pct、1.06pct。

图 9: 2012-2019年及2020年Q1-Q3 公司销售净利率与毛利率 (单位: %)



数据来源: 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

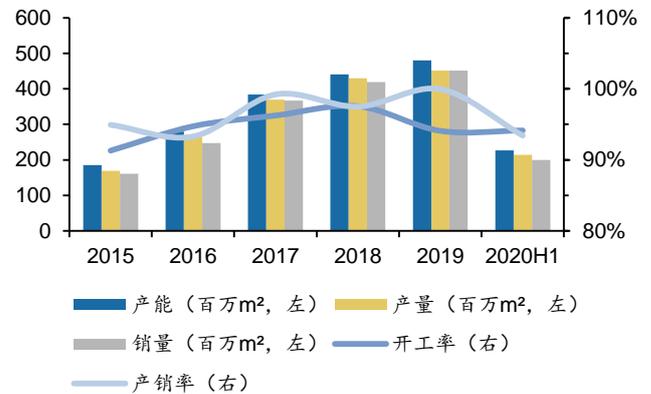
膜基胶带、纸基胶带的产销量持续攀升, 公司整体产能利用率较为饱满。2019年, 公司布基胶带、纸基胶带和膜基胶带的产量分别为1.39亿平方米、4.52亿平方米、13.40亿平方米, 同比增长-1.1%、5.0%、159.2%, 产能利用率分别为96.8%、94.1%、94.9%, 产销率分别为96.7%、100.0%、97.9%。从2015年至2019年间, 膜基胶带的产能和产量提升幅度最大, 年均复合增长率分别达到85.2%和81.7%, 纸基胶带次之, 布基胶带的提升相对较小。2020年上半年, 三类胶带的产量分别为6356万平方米、2.14亿平方米、9.14亿平方米, 同比增幅-5.4%、2.4%、90.8%; 布基胶带和膜基胶带的产能利用率下降至88.3%和85.8%。

图 10: 2015-2020H1 公司布基胶带产销情况



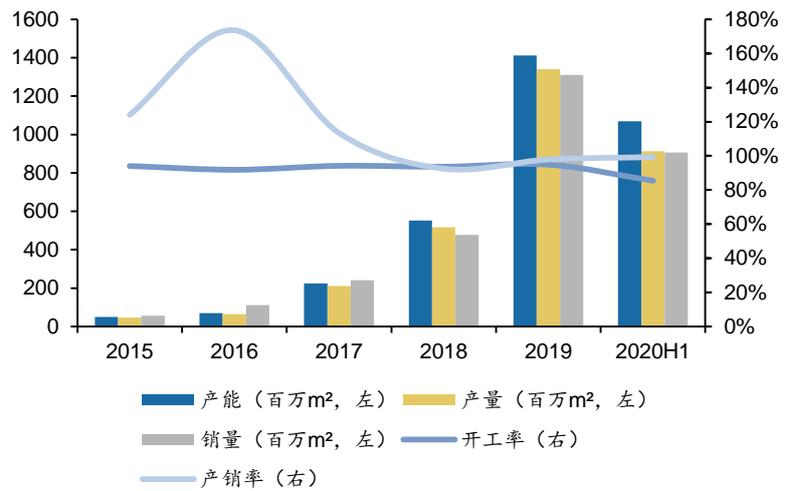
数据来源: 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

图 11: 2015-2020H1 公司纸基胶带产销情况



数据来源: 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

图 12: 2015-2020H1 公司膜基胶带产销情况 (单位: 百万平方米, %)



数据来源: 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

二、胶带行业市场空间大

(一) 胶带属于日用消费品, 市场需求巨大

1. 我国粘胶带行业市场规模不断扩大

胶带属于常规消费品, 应用范围广泛。民用胶带可用于装修、包装、办公等; 医用胶带可用于包扎、固定、辅助治疗等; 工业用胶带可用于封装、捆扎、保护、绝缘、遮蔽等。目前, 国内除东部沿海地区使用量持续增大外, 西北部、西南部、中部正处于开发阶段, 随着时间的推移和当地工商业的发展, 胶带的销售市场孕育着巨大的商机必将进一步凸现。

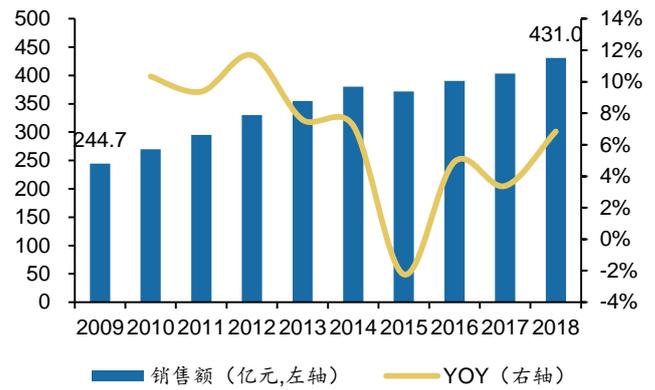
我国粘胶带行业规模不断扩大。国内市场方面, 据公司2019年报引用的中国胶粘剂和胶粘带工业协会 (CATIA) 的数据, 2008年时我国胶粘带的年产量仅115.0亿平方米, 2018年时已增加至253.5亿平方米, 期间的年均复合增长率达到8.2%, 我国已成为世界最大的胶带生产国; 近年来我国胶带的销售额也总体保持上升的趋势, 数额从2008年的244.4亿元增长至2018年的431.0亿元, 年均复合增长率达到6.5%, 预计未来胶粘剂和胶粘带行业规模将不断扩大。

图 13: 2008-2018年中国胶带销售量及其增速



数据来源: CATIA, 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

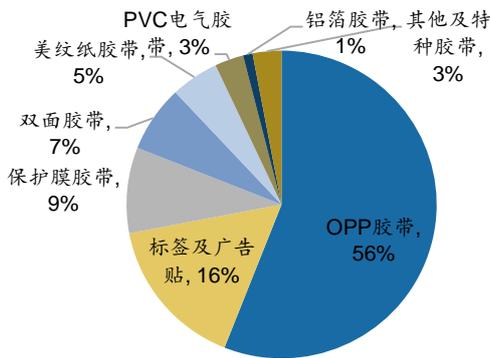
图 14: 2008-2018年中国胶带销售额及其增速



数据来源: CATIA, 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

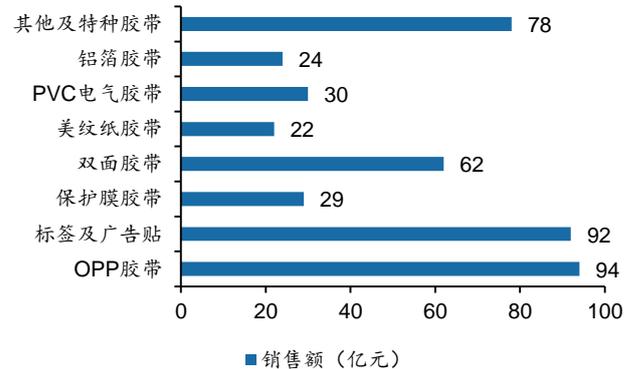
OPP包装胶带市场占比最高。细分来看, OPP (BOPP) 包装胶带占比最大, 其次是标签及广告贴、保护膜胶带、双面胶带、美纹纸胶带等。2018年OPP胶带、标签及广告贴的销售额达到94亿、92亿, 产量占比56%、16%。

图 15: 2018年中国各类胶粘带产量占比 (单位: %)



数据来源: CATIA, 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

图 16: 2018年中国各类胶粘带销售额 (单位: 亿元)



数据来源: CATIA, 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

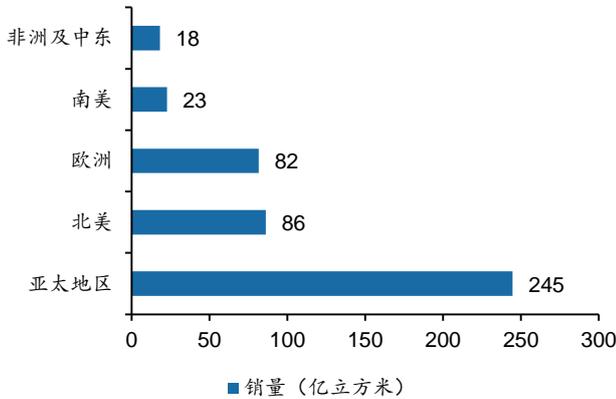
2. 全球胶带市场规模将持续扩大

全球胶带的市场规模将持续扩大。国际市场方面, 根据公司2019年报引用的全球知名胶粘带咨询公司AWA (Alexander Watson Associates) 的数据, 2018年全球胶带的销量达到453亿平方米; 其中亚太地区的胶带销量最高, 达到245亿平方米, 占全球总销量的54%; 其次是北美、欧洲、南美和非洲及中东地区, 销量分别为86亿平方米、82亿平方米、23亿平方米、18亿平方米。预计未来几年全球胶带行业的市场规模将不断扩大。根据MarketWatch发布的报告, 2019年全球胶带市场规模约为549亿美元, 预计到2024年将增长至735亿美元, 年均复合增长率为6.0%。

亚太地区将成为胶带市场规模增长最快的地区。制造基础设施、医疗保健、电气与电子和汽车行业的快速发展, 以及该地区的生产原料获取的便利性, 将有力推动该

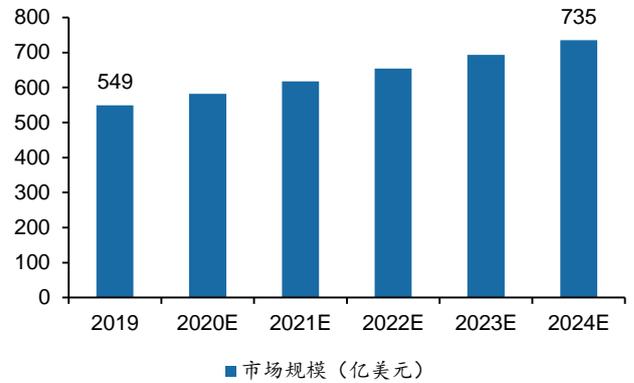
地区胶带行业的发展；由于商业和基础设施活动的大量增加以及当前的市场饱和度较低，印度、中东与非洲未来也将成为胶带的重要市场。发达国家和地区，包括日本、美国、欧盟等，胶带类产品需求很大，但增长则相对缓慢。

图 17：2018年全球各地区的胶带的销售量



数据来源：AWA，永冠新材财报，广发证券发展研究中心

图 18：2019-2024E 全球胶带行业市场规模



数据来源：MarketWatch，广发证券发展研究中心

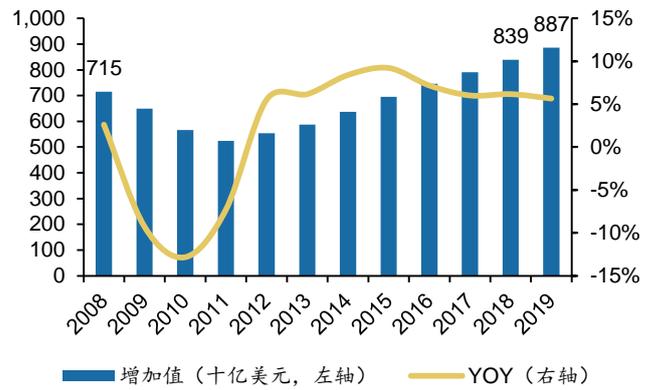
（二）美纹纸胶带在建筑装饰行业应用广泛

建筑装饰中所使用的美纹纸胶带性能优越，应用前景广阔。美纹纸胶带因其粘着力强、容易剥离、易于手撕、耐高温、防水等特性适用于室内装修喷漆遮蔽，轻便物包扎等。同时，彩色美纹纸胶带也可用于家居装饰。建筑装饰业随着经济的快速增长和人们对改善居住环境的需求而兴起，一方面经济的发展带来了更多的公共建筑、商业建筑（购物场馆、酒店等）的装饰需求；另一方面，房地产业蓬勃发展，从而带动了住宅装修业的快速发展。

近十多年来我国建筑装饰装修行业发展迅速，海外市场也有望成为重要的增长点。根据国家统计局的数据，近十几年来我国建筑装饰装修行业发展良好，产值从2008年的7102亿元增长至2019年的2.76万亿元，年均复合增长率达到13.1%。尽管2019年和2020年前三季度我国建筑装饰装修产值同比有所下滑，但长期来看，建筑装饰行业将因建筑物二次装修需求的存在而保持持续增长，存量建筑面积和新增建筑面积将成为建筑装饰行业增长的基础，进而带动装饰用胶带销量的增长。海外方面，美国经济分析局（BEA）的数据显示，美国建筑行业在历经2009至2011年的行业低谷之后，近年来保持稳健增长，2019年的行业增加值达到8866亿美元。因此，海外建筑装饰的需求也有望成为公司美纹纸胶带的重要增长来源。

图 19: 2008-2019年及2020Q1-Q3 我国建筑装饰装修行业产值

图 20: 2008-2019年美国建筑行业增加值



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

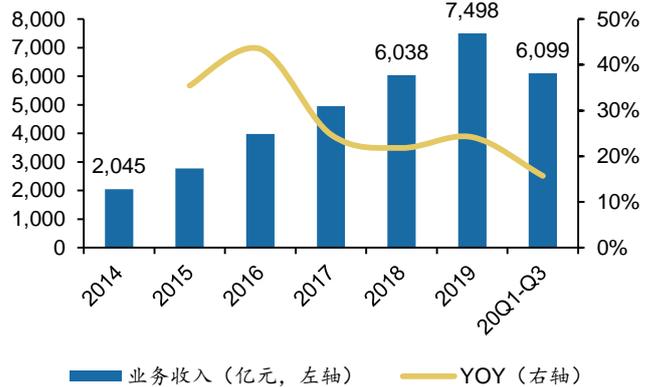
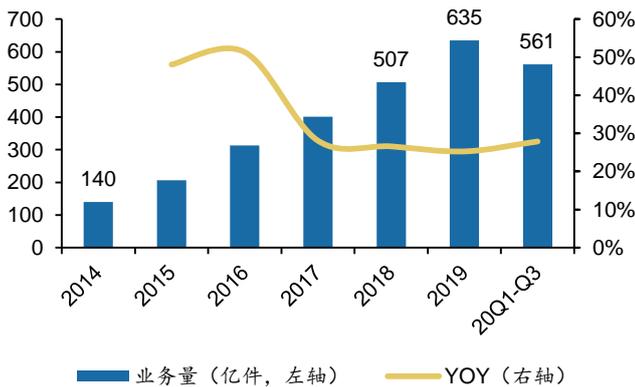
数据来源: BEA, 广发证券发展研究中心

(三) 物流行业发展拉动 OPP 胶带需求

物流行业的快速发展为OPP胶带带来广阔的市场需求。受到电商行业蓬勃发展的影响, 近年来我国物流行业快速发展。根据国家邮政局的数据, 2014年至2019年, 我国规模以上快递业务量从140亿件增至635亿件, CAGR达35.4%, 规模以上快递业务收入从2,045亿元增至7,498亿元, CAGR达29.7%。2020年前三季度, 快递业务量和业务收入分别561亿件和6099亿元, 同比增长27.9和15.7%。OPP胶带可用于纸箱封口、物品包扎等, 国内快递行业的高速发展, 将有效带动OPP胶带未来需求的增长。

图 21: 2014-2019年及2020Q1-Q3 年中国规模以上快递业务量及其增速

图 22: 2014-2019年及2020Q1-Q3 年中国规模以上快递业务收入及其增速



数据来源: 国家邮政局, 广发证券发展研究中心

数据来源: 国家邮政局, 广发证券发展研究中心

(四) 汽车线束胶带市场迎来机遇

汽车线束胶粘带用于汽车工业线束缠绕, 具有不可替代性。在汽车的生产过程中, 胶带主要用于汽车工业线束缠绕, 因此也称为线束胶带。汽车线束是汽车电路的网络主体, 承担着传输电力以及电信号的重任, 被誉为“汽车神经”。行业中的汽车

线束胶粘带的基材和胶粘剂品质优良，抗老化能力强，具有较强的表面抗污能力和耐高温稳定性，下游厂商对产品的性能要求也较为严格。汽车线束胶带包括纤维布胶带、化纤布胶带、绒布基胶带、棉布基胶带等品种。

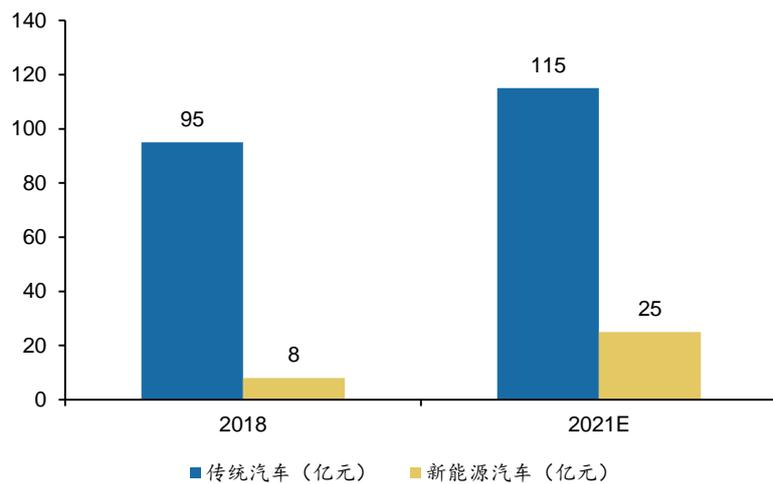
图 23: 汽车线束胶带行业上下游产业链



数据来源: GGII, 广发证券发展研究中心

汽车线束胶带市场规模逐年攀升，新能源汽车将成为重要增长来源。2018年，中国传统汽车线束胶带业务市场规模达95亿元。新能源汽车的快速发展带动了高压线束产品和胶带需求的稳步增长，同时对于高压线束胶带在性能上提出了新的要求。高压线束胶带相比传统胶带更加注重绝缘、阻燃、耐磨、耐高温及电磁波屏蔽等方面的考虑，其售价相比传统胶带高出20%-30%。据高工产研膜材料研究所（GGII）测算，中国新能源汽车线束胶带的市场规模预计将由2018年的9亿增长至2021年的25亿，汽车线束胶带行业总规模则有望达到135亿。

图 24: 2018年和2021年中国汽车线束胶带业务市场规模（单位：亿元）



数据来源: GGII, 广发证券发展研究中心

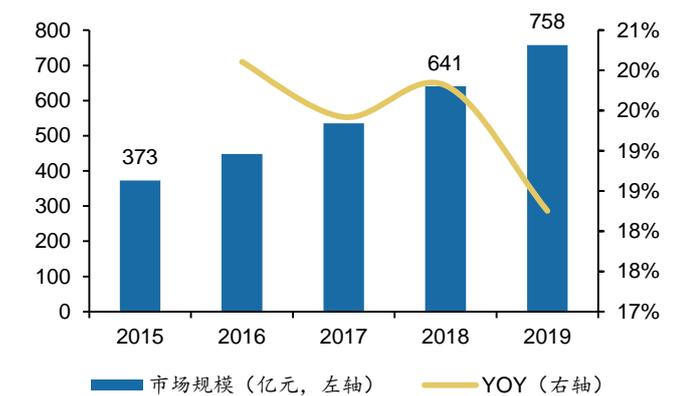
国外企业主导市场的局面有望改变，行业新进入者有望将迎来机遇。从市场格局来看，由于汽车线束胶带仍然存在着较高的技术瓶颈，国内汽车线束胶带高度垄断，主要的四家生产商占有了超过85%的市场，前四家企业主要是国外企业，分别是TESA、3M、日东电工和DIC。但随着胶带行业和汽车产业的升级与变革，下游对线

束胶带的需求会进一步打开，行业新进入者将迎来重要的历史机遇，这具体机会体现在（1）国产胶带产品崛起，加速进口替代进程；（2）新能源汽车对高压线束胶带提出了新的需求，诞生新的蓝海市场；（3）48V等高压系统预计在2021年后开始大批量应用，带动需求升级换代。

（五）包括医用胶带在内的医用耗材产品消耗量较大

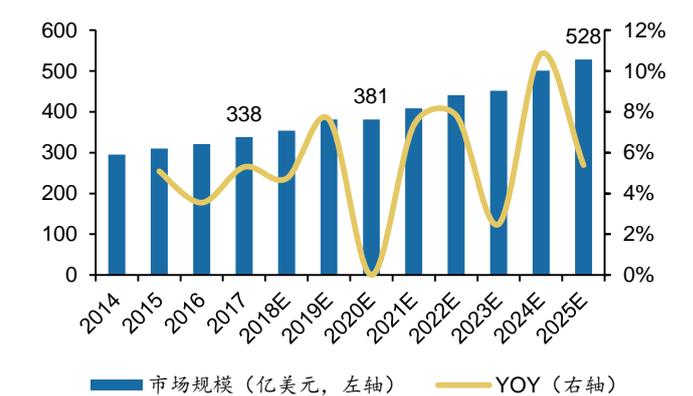
低值医用耗材是医疗器械行业的重要组成部分。人口增长、人口老龄化、国民经济的快速发展以及居民医疗健康需求的不断提高，都推动着医药行业的发展。医疗器械行业可细分为高值医用耗材、低值医用耗材、医疗设备、体外诊断（IVD）四个领域，其中低值医用耗材根据用途不同，可分为医用卫生材料及敷料类、注射穿刺类、医用高分子材料类、医用消毒类、麻醉耗材类、手术室耗材类、医技耗材类等。随着医疗卫生事业的发展，医用耗材在医疗服务中的重要程度也逐步提高，作为临床多学科普遍应用的医用耗材，低值医用耗材有助于提高检查治疗安全性，防止医患及患者间因共用医疗器械导致疾病的传播，近年来发展迅速。

图 25: 2015-2019年我国低值医用耗材市场规模及其增速



数据来源：艾媒数据中心，广发证券发展研究中心

图 26: 2014-2025E 美国医用耗材行业的市场规模及其增速



数据来源：Statista estimates, Grand View Research, 广发证券发展研究中心

医疗器械行业作为医药行业的重要组成部分，市场规模一直保持稳定增长。根据艾媒咨询的数据，2019年我国低值医用耗材市场规模约为758亿元，同比增长18.3%，2015年至2019年间的年均复合增长率达到19.4%。根据Statista estimates和Grand View Research的数据，2017年美国医用耗材行业的市场规模约为338亿美元，预计到2025年可增长至528亿美元。医用胶带作为低值医用耗材的重要品类，主要用于各种输液针管固定、各类敷料的固定以及各类医疗包扎，主要应用于医疗领域和护理。随着国内人口总数逐年上升，未来病人人数与医疗设施将随之保持增长，在临床使用中需要消耗大量的医用胶带，市场规模十分广阔。

三、公司逐步缩小与国际龙头企业的差距

(一) 行业竞争优势逐步向龙头企业聚集

国内多数胶带企业规模小，技术含量较低。当前国内胶粘剂和胶粘带行业具有规模化生产能力的企业不多，大部分系从规模生产厂家购买母卷，经过简单的裁切和包装对外出售的裁切商。在激烈的市场竞争中，多数国内企业产品单一、技术含量不高，主要凭借成本优势占领了大部分中低端市场。

表 1: 公司在国内的主要竞争对手

企业名称	企业基本情况	主要竞品
上海晶华胶粘新材料股份有限公司	成立于 2006 年，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，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、船舶、高铁、医药等领域的喷漆遮蔽、粘接、固定、保护、导电和绝缘等方面。	美纹纸胶带、电子胶带、布基胶带
江阴邦特科技有限公司	成立于 2005 年，专业致力于中央空调、工业绝热、冰箱和家用空调专用铝箔胶带、特种胶粘带和各种贴面材料的研发和生产，当前正大力拓展布基胶带业务，且已经占有了一定的市场份额	铝箔胶带、布基胶带
上海晶华新材料科技股份有限公司	成立于 2006 年，从事各类胶粘材料、胶黏剂材料以及石墨膜的研发、生产及销售	布基胶带、美纹纸胶带、电子胶带
中山杰联胶粘制品有限公司	位于广东省中山市，专业生产胶粘制品，产品包括常温、中高温用途的汽车喷漆美纹纸胶带，电子行业和金属等各行业喷涂遮盖美纹纸胶带，中端的产品占比较大，海外市场拓展有力	美纹纸胶带
永乐胶带有限公司	公司于 1985 年成立，1991 年开始生产 PVC 胶带，在市场上经营多年，已成为世界上 PVC 胶带产量最大的企业之一，约 50% 的产品外销	PVC 胶带
炎洲股份有限公司	以各类胶带、薄膜类产品为主业的台湾上市公司。公司设立于 1978 年，并在 2009 年收购万洲化学股份有限公司（原名：亚洲化学股份有限公司），后者为全球知名的 PVC 生产企业及 OPP 包装胶带企业，生产基地遍布中国大陆、台湾地区、美国、南非、东南亚等，以“万得胶带（wonder tape）”行销全球	PVC 胶带、OPP 胶带

数据来源：永冠新材招股说明书，广发证券发展研究中心

国际龙头企业竞争优势明显，在胶粘带中高端市场优势明显。胶粘带制品全球行业龙头包括美国 3M、德莎（Tesa SE）、日东电工（NittoDenko）、德国汉高（Henkel）、日本琳得科（Lintec）等。这些国际胶带制造企业历史悠久，技术实力雄厚，品牌优势明显，基本垄断了以电子、汽车等行业使用的中高端市场，引领整个行业的发展方向。总体而言，胶粘带行业呈现出中高端市场产品主要被国际领先企业占领，中低端市场竞争激烈的竞争格局。少数国内领先企业虽然在某些中高端产品领域已经能够与国外品牌进行竞争，但是国内企业由于品牌效应和技术上的差距，整体竞争力仍然相对较弱。

表 2: 公司在国外的主要竞争对手

企业名称	企业基本情况	公司主要竞品
Intertape Polymer Group Inc.	于 1981 年在美国成立，是开发、制造和销售工业和零售用的各类纸质和薄膜基压敏胶带和水活性胶带、聚乙烯和特制的聚烯烃薄膜、无纺布涂层面料和补充包装系统的供应商。	布基胶带、纸基胶带

<p>意大利 PPM</p>	<p>成立于 1993 年，是一家总部位于意大利贝加莫的全球领先的胶带制造商。意大利 PPM 主要产品包括美纹纸胶带、布基胶带和双面胶等，广泛应用于建筑、油漆整修、汽车售后和包装等领域。</p>	<p>纸基胶带</p>
<p>德莎 (TESA SE)</p>	<p>全球领先的技术胶带和自粘系统解决方案制造商之一(超过 7000 种产品)，为工业和专业客户以及普通消费者提供服务，其产品广泛应用于汽车、电子(如智能手机、平板电脑)、印刷以及建筑等行业</p>	<p>布基胶带、纸基胶带</p>
<p>积水化学工业株式会社</p>	<p>成立于 1947 年，从 1949 年开始研制生产塑料胶带。积水化学集团生产的胶带、薄膜等材料面向于电子、车辆运输、基础设施、生命科学等各领域。</p>	<p>布基胶带、纸基胶带、膜基胶带</p>

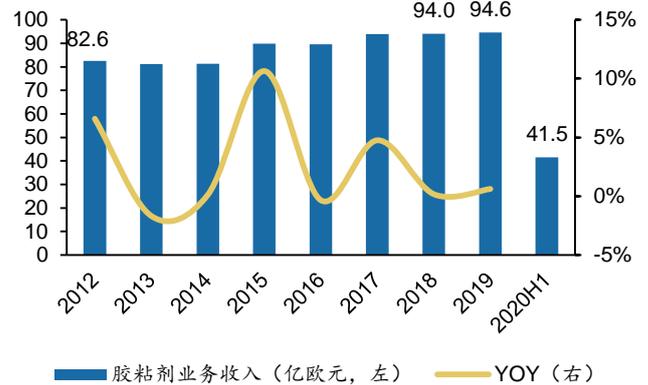
数据来源：永冠新材招股说明书，广发证券发展研究中心

图 27：2012-2019 年德莎集团 (TESA SE) 全球销售额及其增速



数据来源：Tesa，广发证券发展研究中心

图 28：2012-2020H1 汉高 (Henkel) 公司胶粘业务收入及其同比增长



数据来源：Henkel，广发证券发展研究中心

胶粘带行业竞争优势正在逐步向龙头企业聚集，中小企业将逐渐被淘汰。胶粘剂和胶粘带行业经过改革开放以来持续、快速、稳定的发展，已形成较大的生产规模。目前行业的基本特点是行业内企业多、规模小、产业集中度低、经营两极分化趋势明显。随着国家环保监管力度的持续加大，胶带制造行业面临的环保压力日益增加，环保投入不足、生产工艺落后、生产效率低下等各类不规范的小型胶粘带企业将被淘汰出局。当前中小型胶粘带企业的竞争力逐步减弱，胶粘带行业竞争优势正在逐步向龙头企业聚集。

（二）公司处于国内胶带行业领先地位

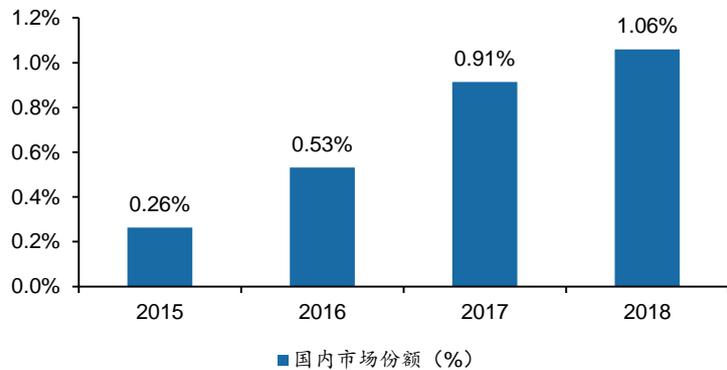
1. 公司产品被市场广泛认可

公司基于布基胶带建立行业声誉和客户群，逐步扩展产品线。布基胶带是公司的早期主打产品，其主要消费市场在美国和欧洲，是公司最早为 3M 进行 ODM 生产的产品。经过多年的研发和创新，公司逐渐掌握了多项核心技术，将业务范围扩展至产业链的上游，涉及布基制备、胶粘剂制备、涂布等多个关键工艺步骤。通过由布基胶带建立起的客户群和行业内声誉，公司胶带的销售逐渐向其他胶带类产品拓展。目前公司除了主打产品布基胶带以外，包括美纹纸胶带、PVC 胶带、OPP 胶带、清洁胶带在内的多种产品均已打开市场，销量逐年上升。

公司在国内胶粘带市场的份额逐年上升。胶带类产品的多样化一方面满足了客户对不同品种胶带产品的需求，另一方面提高了公司的综合竞争力和抗风险能力。公司

在保持海外市场持续增长的同时努力开发国内市场，树立自有品牌，在国内市场的影响力不断提高。根据公司的内销收入和中国胶粘剂和胶粘带工业协会（CATIA）的所公布的中国胶带销售数据，公司在国内胶粘带行业的市场份额从2015年的0.26%提升至2018年1.06%，增加了0.8pct。

图 29: 2015-2018年公司在国内胶粘带行业的市场份额估算（单位：%）



数据来源：CATIA，广发证券发展研究中心

公司已处于国内胶粘带行业三个层次中的第二层级。经过多年的发展，公司已经成为国内为数不多的具备丰富产品种类、全产业链供应能力的综合性胶带企业，各产品产销量处于行业领先水平。目前公司处于国内胶粘带三个层次中的第二个层次，即生产的胶带产品质量稳定，被市场广泛认可，也有一些企业取得国际知名企业的认可，成为其产品的代工或贴牌厂商。

表 3: 国内胶粘带市场竞争格局

竞争层次	竞争格局详情
第一层次	首先是用于特殊用途，符合特定质量和环保要求，具有特定物理和化学特性的高附加值胶带产品市场，如汽车、电子电器制造中使用的胶带、医疗用胶带等。该类市场主要被欧美大型知名胶带企业占据，包括 3M、Tesa、日东电工等。国内部分企业在个别胶带产品上已经可以和国外企业进行竞争，但总体而言还存在较大差距。
第二层次	市场主要竞争者为有一定生产能力，达到一定技术水平，拥有自主品牌的胶带生产企业。这类企业生产的胶带产品质量稳定，被市场广泛认可，也有一些企业取得国际知名企业的认可，成为其产品的代工或贴牌厂商。 本公司目前正处于该层次市场。
第三层次	市场为低端产品竞争市场，主要企业是小型生产企业和下游裁切商，生产的胶带产品同质化程度高，技术含量较低。

数据来源：永冠新材招股说明书，广发证券发展研究中心

2. 公司多项产品取得行业领先地位

(1) 公司布基胶带得到客户的广泛认可，国内市场占有率高。公司是国内最早开始研发生产布基胶带的生产厂家之一，已逐渐掌握了多项核心技术，整个胶带生产环节均由公司控制，公司在降低成本的同时可以保证产品质量稳定、交货及时，更可以根据客户不同的使用要求，通过对胶粘剂配方的调整，提供具有不同耐候性、贴合力、内聚力、再剥离性等性能的产品，以实现定制化生产。根据CATIA的数据，

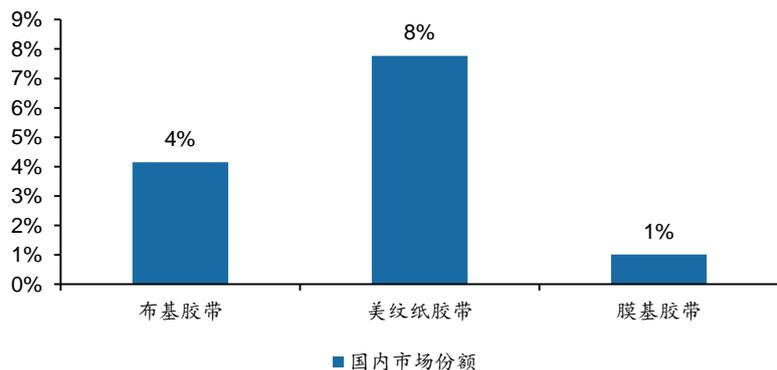
2018年国内“其他及特种胶带”的销量为7.6亿平方米，同年公司布基胶带的国内销量约为3159万平方米。考虑到该类别中还有众多其他产品，因此公司布基类产品占据国内较高的市场占有率。

(2) 公司美纹纸胶带销量居于行业领先水平。通过由布基胶带建立起的客户群和行业内声誉，公司胶带的销售逐渐向其他胶带类产品拓展，其中即包括美纹纸胶带。经过不断的研发投入及技术改进，公司产品品质优越且稳定，市场占有率逐步攀升。同时，公司不断完善拓展产业链，现具备从前道特种纸制造、防渗、胶粘剂制备、涂布至后道分切包装的完整产业链，从而使产品的性价比方面、交货期方面、品质管控方面均具备较大优势。2018年我国美纹纸胶带的销量为12.7亿平方米，同年公司的纸基胶带国内销量达到9845万平方米，居于行业领先水平。

(3) OPP胶带成为公司新的利润增长点。2019年，公司新增OPP胶带产线10余条，2020年2月、5月及7月，公司先后引入3条全球领先的德国布鲁克纳（Bruckner）双向拉伸聚丙烯薄膜（BOPP）生产线设备，预计可以实现良好的规模化生产效益，显著提升公司现有的OPP胶带产能。生产线投入使用后，公司的BOPP胶带首道生产工艺将拓展至BOPP薄膜制造，有利于为公司培育新的利润增长点，进一步提升BOPP胶带的市场竞争力。此外，该生产线及配套设备投资额较大，有利于公司在BOPP胶带产品领域建立资金壁垒优势。

(4) PVC胶带已获得多国认证，有望进入发达国家市场。随着PVC胶带产能、产量快速提升，规模效益逐渐体现，人员和机器配合度提高，产品性能及成本进一步优化。同时，经过多年的投入与技术研发，公司PVC胶带先后获得美国UL认证、加拿大CSA认证、日本JIS认证，为成功打入发达国家市场，提升产品附加值提供有力保证。

图 30：2018年永冠新材主要产品在国内的市场份额估计（单位：%）



数据来源：CATIA，广发证券发展研究中心

注：布基胶带的市场份额指其在国内“其他及特种胶带”类别中的占比，考虑到该类别中还有众多其他产品，因此公司产品在国内布基胶带类产品的市场份额还将更高。

除以上四类主要产品之外，公司的其他类产品如清洁胶带、牛皮纸胶带、铝箔胶带、双面胶带、玻纤胶带等销量逐年上升。胶带类产品的多样化一方面满足了客户对不

同品种胶带产品的需求，另一方面提高了公司的综合竞争力和抗风险能力。目前，公司在保持海外市场持续增长的同时努力开发国内市场，树立自有品牌，力争进一步提升公司在国内市场的影响力。

（三）多项竞争优势推动公司市场份额提升

1. 核心技术优势

公司掌握多项核心技术，产品附加值更高。目前公司已掌握了基材制备、胶粘剂制备、涂布等多个关键工艺步骤，并已研发了拥有自主知识产权的关键生产设备。目前公司共拥有11项发明专利技术、11项实用新型专利、7项外观设计专利、6项高新技术成果转化，先后通过ISO9001/14001/18000、IATF16949体系管理认证、REACH认证、美国UL认证、加拿大CSA认证、欧盟ROHS环保认证、全球BSCI社会责任体系认证等。公司系上海市高新技术企业、上海市科技小巨人企业、上海市企业技术中心企业，在产学研方面与东华大学等国内高等院校保持稳定的合作。随着国内外低端市场的逐渐饱和及产品的同质化，基于核心技术的高附加值产品将成为公司提升市场份额的重要驱动力。

表 4：公司主要专业技术及其应用详情

技术名称	应用详情
专用淋膜涂复技术	应用于布基制备，相较传统技术，提高了布基质量，增强了布基的复合牢固度和贴合力，同时也提高了生产效率
再剥离力胶水配制技术	应用于制胶步骤，相较于传统的胶粘剂配置方案，所配置的胶粘剂再剥离性可提高 10 倍，该技术使得公司所生产的布基胶带、美纹纸胶带在民用装饰装潢领域的市场占有率提高
热熔压敏胶高速涂布技术	解决了两个涂布头在涂布过程出现的同步性、涂布胶水不平整问题，将生产的线速度从 50 米/分钟提高到 120 米/分钟，大幅提高了涂布过程的生产效率
双螺杆机制胶技术	采用双螺杆制胶代替原来的搅拌反应釜，利用螺杆间转子的微小间隙来剪切制胶材料，使得出胶的时间由原来的 90 分钟缩短为 1 分钟，提高了胶水的粘性和使用寿命

数据来源：永冠新材财报，广发证券发展研究中心

2. 产品优势

行业内大型胶带企业逐渐向定制化解决方案提供者转变。一直以来国内大部分胶带企业均在扮演市场跟随者的角色，通过模仿和学习掌握胶带的一般制作方法和工艺，购置一些基本设备生产低附加值的胶带产品。部分质量过关且愿意投入研发的企业逐渐进入中高端胶带市场领域，有些企业获得了海外知名企业的认可并成为其在国内的代工或贴牌厂商。但随着胶带终端应用范围的扩大和客户需求的变化，产品升级加速，被动的跟随已经逐渐无法适应市场。

公司产品种类齐全，具备根据客户需求个性化定制产品的能力。公司拥有丰富的产品线，产品种类齐全，方便客户进行“一站式”采购。丰富的产品线增强了公司的综合抗风险能力，也使得公司有能力满足客户多方位的需求。另一方面，公司配备专业的产品技术人员，具备根据客户需求个性化定制产品的能力，能够为客户提供完善的整体解决方案。丰富的产品线和个性化定制能力，可促进公司产品系列化的提高，

推动公司产品市场占有率的提升。

3. 产业链整合优势

横向、纵向整合加速，市场偏好产品质量稳定、具备综合供应能力的企业。 胶带企业的主要客户希望供应商具有综合供货能力，能够构建稳定的供应链平台。具有综合供货能力的胶带企业优势在于可向客户提供多种胶带产品，以此降低谈判、运输及售后成本，保证产品质量的稳定性。同时，客户出于自身营销需求，对于产品质量稳定的要求愈发提高。胶带生产企业的纵向整合能够从根本上实现原材料的源头把控，为产品质量的稳定性提供保障；此外，纵向整合有利于企业成本控制，对抗材料供应和价格的不稳定风险。

公司已完成产业链纵向整合，市场竞争力突出。 为确保客户稳定的产品品质、可靠的交货周期、提供高性价比的产品，公司不断进行产业链延伸。生产方面，公司向上游推进，通过自主研发和借鉴上游企业经验，目前已掌握了布基、纸基、PVC等胶带基材的制造工艺，掌握了胶粘剂的制备方法；销售方面，公司与各国重要客户一起收集市场信息，共同进行产品实时开发。目前公司已完成产业链的纵向整合，降低了生产成本，实现了全流程质量控制，提高了对客户产品需求的响应速度。产业链纵向整合将成为公司发展壮大、提升市场份额的重要途径。

4. 客户优势

公司主要客户包含世界500强企业及境外上市公司（3M、日东电工、圣戈班、AEON、Dollar General Corporation、Kohnan Shoji Co., Ltd.等）、全球及当地有影响力的连锁超市，公司与其建立了长期稳定的合作关系。公司客户群体有如下特征：

（1）客户群分散、客户集中度低。 经过多年的市场开拓和培育，公司产品远销欧洲、美国、日韩、印度、中东等几十个国家和地区，2019年公司外销占比达到65.79%。公司在立足外销的基础上大力拓展内销业务，持续缩小内外销差距，2019年公司内销占比达到34.21%。此外，公司2019年前五大客户的销售占比为18.27%，客户集中度低。分散的市场分布及多客户的收入组成使得公司具备较强的抗风险能力。

（2）客户群优质且准入门槛高。 公司主要客户均为国际知名跨国企业，存在较高的准入门槛，必须通过客户严格的供应商考评程序及第三方多方位评测，才能被纳入为其全球采购体系成员，并建立长期供销合作关系。新供应商进入其采购体系需要花费漫长的时间成本和较大的财务成本，因此，客户资源优势已经成为公司经营过程中的重要竞争优势。

四、外销业务毛利率高，需求韧性强

（一）公司的销售模式与收入结构

1. 根据市场特点采取不同销售模式

不同出口国的成熟度和行业政策有所差异。美国的胶带市场属于成熟市场，主要集中了3M、IPG、汉高等几家大型胶带厂商，对中低端产品依赖中国和东南亚的进口；

欧洲和日本进口商可以享受产地证FORMA政策(即受惠国的原产品出口到给惠国时享受普惠制减免关税待遇)，且产品采购和生产正逐渐向中国和东南亚国家转移；中东和俄罗斯市场可享受产地证CO政策(一般产地证，是原产地证的一种，在双方国家签有享受最惠国待遇的前提下，可享受按最惠国税率征税)；印度市场胶带半成品主要依赖进口，成品的需求主要集中在中低端产品。

表 5: 出口国的胶带市场情况

出口国	出口国的胶带市场情况
美国	美国的胶带市场属于成熟市场，主要集中了几家大的胶带厂商，包括 3M、IPG、汉高等，由于其本土生产成本较高，对中低端产品还是依赖进口为主，进口国集中在中国、东南亚一带。
欧洲	欧洲胶带市场进口商可以享受产地证 FORMA 政策，因此公司产品出口欧洲有一定优势。欧洲地区主要大型胶带厂商包括德国 Tesa、意大利 PPM 等。虽然欧洲设备自动化程度高，但由于人力成本高、配套产业链不便等因素，也逐渐转向中国与东南亚国家采购成品或在当地自行建厂生产。
日本	日本胶带市场进口商也可以享受产地证 FORMA 政策，该市场主要厂家有日东电工、积水、冈本等，同欧洲一样，日本胶带的采购和生产也在逐渐向中国和东南亚国家转移。
中东	中东胶带市场可享受产地证 CO 政策。中东市场的胶带半成品完全依赖进口，雇佣周边印度、巴基斯坦等廉价劳动力进行加工，最终产品除在所在国销售外，还出口至中东其他国家。
印度	印度市场胶带半成品主要依赖进口，成品的需求主要集中在中低端产品，市场需求庞大，当地的主要城市(如孟买、新德里)设有半成品加工厂，依靠当地廉价劳动力进行加工。
俄罗斯	俄罗斯市场可享受产地证 CO 政策，其国内半成品生产厂家较少，原来主要直接从中国或东南亚其他国家进口成品，如今由于成本较高原因改为进口半成品为主。

数据来源：永冠新材招股说明书，广发证券发展研究中心

由于人工成本的差异，公司对不同地区的市场采取不同的销售模式。发达国家人工成本高，一般采购胶带产成品，对应公司 ODM/OEM 产成品销售；发展中国家人工成本低，一般采购符合其技术特性要求的胶带母卷半成品后，自行安排裁切包装等工序，对应公司母卷半成品直接销售。从产品的角度，布基胶带技术、质量要求较高，对应单价、毛利率较高，膜基胶带(尤其是 OPP 胶带，即日常使用的透明胶带)单价、毛利率较低。发达国家消费水平较高，美国欧洲等国家布基胶带较常见；发展中国家膜基胶带(尤其是 OPP 胶带)更普遍。因此，公司对发达国家的布基胶带销售占比较高、以 ODM/OEM 产成品为主、毛利率较高；对发展中国家的膜基胶带销售占比较高、以母卷半成品直接销售为主、毛利率较低。

表 6: 公司海外销售模式

销售模式	销售方式	主要产品	主要客户	情况说明
ODM	直接销售	客户品牌的胶带产成品	3M、Dollar Tree、ADEO、日东电工等国际胶带品牌商或当地市场份额较大的超市	公司在实际生产中使用自身的生产技术
OEM	直接销售	客户品牌的胶带产成品	仅日本 Ebuno Co., Ltd. 一家客户	公司在实际生产中使用了 Ebuno Co., Ltd. 的专利技术
胶带母卷直销	直接销售	"胶带母卷(无品牌)"	主要销往印度、中东、东南亚等人工成本较低地区的胶带品牌商、贸易商；少量销往欧美、澳大利亚等地区胶带品牌商	客户采购公司胶带母卷后自行销售，包括：安排加工成胶带产成品后销售或直接转销。公司不参与后续运营、销售、品牌维护

数据来源：永冠新材财报，广发证券发展研究中心

表 7: 公司国内销售模式

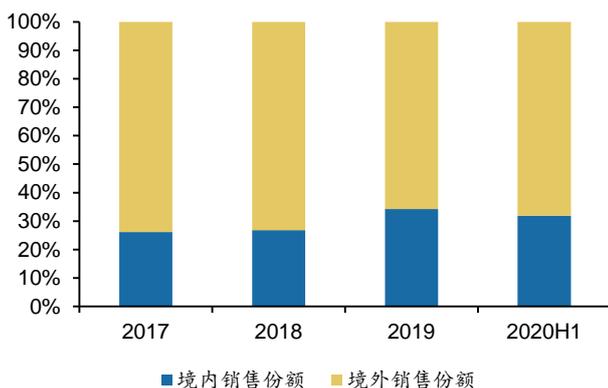
销售模式	销售方式	主要产品	主要客户	情况说明
国内直销	国内直接销售	主要为胶带母卷(无品牌)	国内胶带品牌商、贸易商	客户采购公司胶带母卷后自行销售,包括安排加工成胶带产成品后销售或直接转销。公司不参与后续的销售、运营、品牌维护
	网销	公司自有品牌的胶带产成品	个人消费者或个体工商户	公司无直营网点
经销	经销	公司自有品牌的胶带产成品	国内胶带经销商	系买断式经销。部分经销商除经销公司自有品牌胶带产成品外,可能同时购买公司胶带母卷,自行安排后续加工销售。根据业务特点,公司将该部分胶带母卷收入作为国内直销收入"

数据来源: 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

2. 收入结构以外销为主, 东南亚市场销量大增

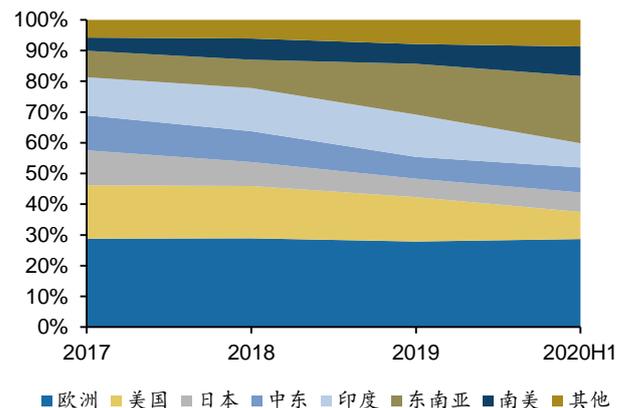
公司收入结构以外销为主, 内销占比近年有所提高。公司成立以来以布基胶带为主打产品, 而布基胶带主要消费市场在美国和欧洲。之后通过由布基胶带建立起的客户群和行业内声誉, 公司胶带销售逐渐向纸基胶带、膜基胶带等其他胶带产品拓展。公司已经与海外主要客户建立了长期稳定的合作关系, 外销业务收入逐年增长。2019年公司实现外销收入14.09亿元, 同比增长13.4%。因此, 公司外销收入占比较高符合公司实际发展情况。另一方面, 近年来公司加强国内销售渠道的开拓力度, 内销收入从2017年的3.69亿增长至2019年的7.32亿, 占主营业务收入的比例从2017年的26.2%提升至2019年的34.2%。

图 31: 2017-2020H1 按销售市场划分的公司主营业务收入构成



数据来源: 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

图 32: 2017-2020H1 公司外销主营业务收入地区分布情况



数据来源: 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

近年来公司在东南亚的营收大幅增长, 而对美国市场的依赖度显著降低。目前公司外销业务已拓展至包括欧洲、美国、日本、中东、印度、东南亚等多个国际市场。2017年至2019年, 公司在欧洲、美国、印度、东南亚和南美市场的销售收入均取得了明显增长, 其中增幅最大的东南亚地区的销售收入从2017年的8971万元增长至2.32亿元, 年均复合增长率高达61.1%。根据最新的2020年上半年经营数据, 公司在东

南亚地区的收入占主营业务收入的比例已增长至21.9%，较2017年8.6%的收入占比提高了13.2个百分点，东南亚成为仅次于欧洲(收入占比28.7%)的第二大海外市场。而另一方面，公司对美国胶带市场的依赖度逐年降低。2020年上半年公司在美国市场的收入占比为8.8%，较2017年17.4%的比例已经大幅下降。

表 8: 2017-2020H1 公司外销主营业务收入地区分布情况 (单位: 万元)

	2017	2018	2019	2020H1	2017-2019 年 均复合增长率
欧洲	29950	35922	39254	20971	14.5%
美国	18076	21148	20358	6449	6.1%
日本	11842	9715	8463	4651	-15.5%
中东	11858	12471	10004	5949	-8.1%
印度	12894	17463	19393	5764	22.6%
东南亚	8971	11444	23294	15995	61.1%
南美	4468	8590	9072	7041	42.5%
其他	6007	7548	11094	6346	35.9%
合计	104067	124302.6	140932	73166	16.4%

数据来源: 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

3. 公司外销业务毛利率高于内销业务

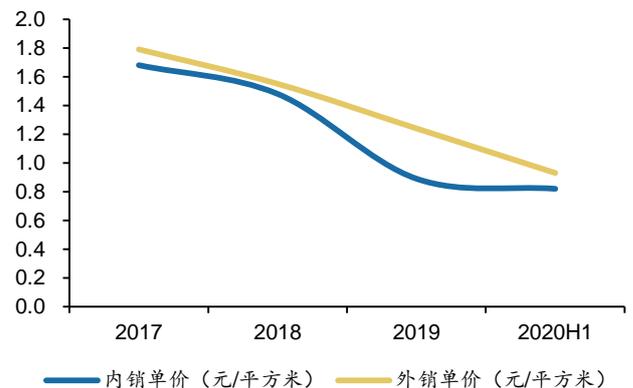
近年来公司外销业务的毛利率高于内销业务。2017-2019年三年及2020年上半年，公司内销主营业务毛利率分别为10.53%、10.90%、9.32%和9.32%，公司外销主营业务毛利率分别为18.95%、20.04%、21.11%和20.58%，内销业务毛利率水平低于外销业务毛利率水平。

图 33: 2017-2020H1 公司外销与内销主营业务产品毛利率



数据来源: 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

图 34: 2017-2020H1 公司外销与内销业务主营产品平均销售单价



数据来源: 永冠新材财报, 广发证券发展研究中心

公司外销业务毛利率高于内销业务的主要原因有下列3点:

(1) 公司内销毛利率低于外销毛利率主要系销售产品结构差异导致。公司外销产品主要以布基胶带、纸基胶带等高毛利的胶带产品为主，而内销产品中膜基胶带占比较高，膜基胶带毛利率水平相对较低。2017-2019年三年及2020年上半年间，公司内销业务中膜基胶带销售收入占比分别为30.92%、36.43%、54.26%和53.44%，占比逐年上升，由于膜基胶带毛利率较低，进而拉低内销业务整体毛利率。同期公司外销业务中布基胶带销售收入占比分别为35.26%、32.49%、27.86%和26.61%，销售收入占比较高，由于布基胶带毛利率较高，进而拉高外销业务整体毛利率。

表 9: 2017-2020H1 公司内销与外销主要产品的收入占比和毛利率

销售区域	胶带类型	2017年		2018年		2019年		2020年1-6月	
		占地区收入比 (%)	毛利率 (%)						
内销	布基胶带	24.42	20.85	22.90	22.10	15.17	22.47	12.57	25.65
	纸基胶带	35.70	13.08	28.89	8.44	22.44	9.57	26.18	11.54
	膜基胶带	30.92	-1.18	36.43	4.45	54.26	5.49	53.44	4.19
	其他胶带	8.96	12.68	11.78	15.14	8.12	9.62	7.81	10.69
	合计	100.00	10.53	100.00	10.90	100.00	9.32	100.00	9.32
外销	布基胶带	35.26	27.52	32.49	29.22	27.86	33.87	26.61	33.63
	纸基胶带	35.17	16.98	35.08	16.07	32.27	15.44	24.46	18.72
	膜基胶带	20.90	6.47	24.19	13.35	32.05	14.61	41.71	12.84
	其他胶带	8.68	22.17	8.24	20.37	7.82	25.74	7.22	23.49
	合计	100.00	18.95	100.00	20.04	100.00	21.11	100.00	20.58

数据来源：永冠新材财报，广发证券发展研究中心

(2) 相同种类胶带，外销毛利率一般高于内销毛利率。外销客户对胶带基材、环保、剥离力、粘合力、抗拉力等方面规格要求较高，出口前需要通过各项专业标准认证，公司外销主打产品布基胶带、纸基胶带等销售单价均高于内销的布基胶带、纸基胶带。公司外销各胶带大类的销售单价基本高于内销各胶带大类的销售单价。（其中2017年、2018年外销膜基胶带的销售单价低于内销膜基胶带的销售单价，主要系2017年、2018年外销膜基胶带中销售单价较低的OPP胶带销售占比较高导致。）

表 10: 2017-2020H1 公司内销与外销主要产品的销售单价和销售占比

销售区域	项目名称	2017年		2018年		2019年		2020年1-6月	
		销售单价(元/平方米)	销售占比 (%)						
内销	布基胶带	3.28	24.42	3.31	22.90	3.36	15.17	3.36	12.57
	纸基胶带	1.35	35.70	1.34	28.89	1.36	22.44	1.32	26.18
	膜基胶带	1.58	30.92	1.10	36.43	0.61	54.26	0.56	53.44
	其他胶带	1.47	8.96	2.08	11.78	2.47	8.12	2.34	7.81
	合计	1.68	100.00	1.48	100.00	0.89	100.00	0.82	100.00
外销	布基胶带	3.75	35.26	3.70	32.49	3.86	27.86	3.76	26.61
	纸基胶带	1.36	35.17	1.36	35.08	1.37	32.27	1.35	24.46
	膜基胶带	1.29	20.90	0.92	24.19	0.68	32.05	0.53	41.71

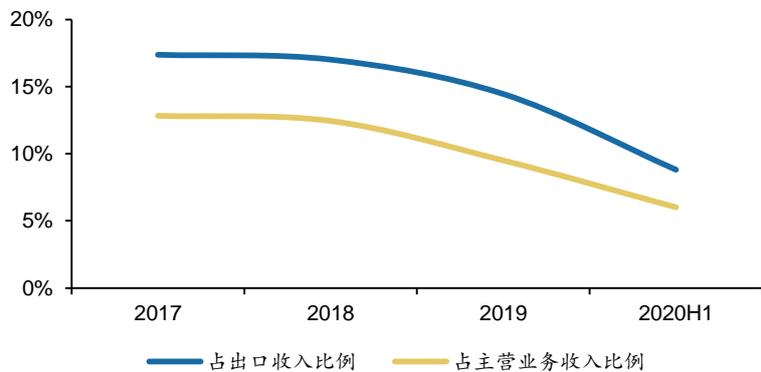
其他胶带	2.58	8.68	2.20	8.24	2.60	7.82	2.46	7.22
合计	1.79	100.00	1.55	100.00	1.24	100.00	0.93	100.00

数据来源：永冠新材财报，广发证券发展研究中心

（二）公司积极应对贸易摩擦的不利影响

（1）公司对美国市场的依赖度逐年降低。2017-2019年三年及2020年上半年间，公司对美国出口金额占出口收入的比例分别为17.37%、17.01%、14.45%和8.81%，占主营业务收入比例分别为12.83%、12.44%、9.50%和6.01%，总体呈现不断下降趋势，美国市场的业务在公司主营业务中的重要程度逐年降低。

图 35：2017-2020H 公司对美国出口金额占公司收入的比例（单位：%）



数据来源：永冠新材财报，广发证券发展研究中心

（2）公司设立越南子公司以承接美国胶带业务的生产。公司于2018年10月开始筹划设立越南子公司以承接美国胶带业务的生产，并于2019年6月决定拟投资不超过700万美元在越南投资设立全资子公司越南Adhes包装技术有限公司（简称越南永冠），相关胶带产品从越南直接出口美国，可规避美国对中国出口加税政策。同时由于越南具有较低的人工成本、优惠的关税政策，将有利于提高公司出口美国业务竞争力和盈利能力。2020年上半年，对越南子公司自建新厂区进行重新设计及规划。越南子公司自建新厂区建设完成并投入使用后，将服务于欧美、东南亚、印度、中东等区域客户，进一步增强公司全球供货及服务能力，缓冲中美、中印等贸易摩擦带来的负面影响，提升公司的盈利能力。

五、几大基地同时扩产，品类进一步丰富

（一）山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目

山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目进展顺利。山东永冠本次募投项目工程建设期24个月，计划于2022年试生产，项目计算期（含建设期）第三年产量达纲领的60%，第四年达纲领的80%，第五年全部达产。建成后将形成年产11万吨OPP胶带、6,000吨美纹纸胶带、500吨双面棉纸胶带、500吨双面泡棉胶带的产能。山东生产基地其能够缩短华北等地区的供货周期，增加供货弹性，帮助公司更

好的服务现有客户，开拓更多国内北方客户。2020年上半年，山东生产基地完成项目签约并逐步落实土地选址及规划、设备采购等工作。

山东临沂具有显著的区位优势。项目实施地山东临沂是长三角经济圈与环渤海经济圈结合点，铁路、公路交通便利，距离日照港、连云港均在120公里左右，每年的中国国际商贸物流博览会均在此举办，因此临沂被中国交通运输协会授予“中国物流之都”称号。本次山东永冠募投项目建成后能够充分利用铁路、水运等方式进行货物运输，有效降低运输成本，优化产品价格，增强公司盈利能力与市场竞争力；同时缩短华北等地区的供货周期，增加供货弹性，帮助公司更好的服务现有客户，助力开拓华北客户市场，完善国内市场的战略布局。

表 11：山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目收入测算

具体产品	项目	T1/T2	T3	T4	T5 及以后
OPP 胶带及薄膜半成品	产量 (吨)	-	66000	88000	110000
	平均单价 (元/吨)	-	9292	9292	9292
	收入合计 (万元)	-	61327	81770	102212
美纹纸胶带	产量 (吨)	-	3600	4800	6000
	平均单价 (元/吨)	-	24779	24779	24779
	收入合计 (万元)	-	8920	11894	14867
双面泡棉胶带	产量 (吨)	-	300	400	500
	平均单价 (元/吨)	-	26549	26549	26549
	收入合计 (万元)	-	796	1062	1327
双面棉纸胶带	产量 (吨)	-	300	400	500
	平均单价 (元/吨)	-	14159	14159	14159
	收入合计 (万元)	-	425	566	708
销售收入合计 (万元)		-	71469	95292	119115

数据来源：永冠新材财报，广发证券发展研究中心

(二) 江西永冠智能制造产业升级一期技改项目

江西永冠智能制造产业升级一期技改项目开始启动。本次江西永冠募投项目拟对厂区美纹纸胶带、OPP胶带、PVC胶带生产进行智能化技术改造并配套建设智能化仓库。技改项目通过生产线改造新增产能的同时，还可降低生产成本、提升生产效率、提高产品生产的可靠性和质量稳定性，进而提升规模化定制产品及快速批量交货的能力。2020年上半年，江西永冠智能立体仓库改造项目已经启动，改造后的智能化立体仓库将采用无人输送AGV、V型输送、托盘运输等设备及系统，实现半成品及成品的自动打包、自动入库、自动出库及自动流转。

表 12：江西永冠智能制造产业升级一期技改项目收入测算

类别	项目	T1	T2	T3	T4	T5-T10
OPP 胶带	产量 (万平方米)	-	2356	6479	10013	11780
	平均单价 (元/平方米)	-	0.5	0.5	0.5	0.5
	收入合计 (万元)	-	1178	3240	5007	5890

	产量 (万平方米)	-	240	660	1020	1200
PVC 胶带	平均单价 (元/平方米)	-	2.68	2.68	2.68	2.68
	收入合计 (万元)	-	643	1769	2734	3216
	<hr/>					
	产量 (万平方米)	-	1008	2772	4284	5040
美纹纸胶带	平均单价 (元/平方米)	-	1.38	1.38	1.38	1.38
	收入合计 (万元)	-	1391	3825	5912	6955
	<hr/>					
销售收入合计 (万元)		-	3212	8834	13652	16061

数据来源：永冠新材财报，广发证券发展研究中心

(三) 线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设项目

线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设项目稳步推进。该项目的主要产品汽车线束胶带和医用胶带。公司已于2019年成立专门的线束胶带事业部，全面负责线束胶带的设计、研发、品质管理与市场开拓；2020年6月，公司成立医用胶带事业部全面负责医用胶带的研发与产业化。本募投项目达产后年均销售收入1.52亿元，年净利润为1,664万元，综合毛利率为22.89%。汽车线束胶带和医用胶带产品附加值相对更高，但核心生产工艺原理与公司现有产品并无显著区别，研发及生产销售汽车线束胶带和医用胶带是公司拓宽胶带细分产品种类，丰富产品线布局的重要举措，有利于优化公司现有产品结构，提高公司整体竞争力。

表 13: 线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设项目收入测算

具体产品	项目	T1/T2	T3	T4	T5-T10
线束胶带	产量 (万平方米)	-	433	780	866
	平均单价 (元/平方米)	-	9	9	9
	收入合计 (万元)	-	3897	7020	7792
医用胶带	产量 (万平方米)	-	186	335	371
	平均单价 (元/平方米)	-	20	20	20
	收入合计 (万元)	-	3720	6700	7425
销售收入合计 (万元)		-	7617	13720	15217

数据来源：永冠新材财报，广发证券发展研究中心

公司在线束胶带领域取得积极进展。公司已经通过奇瑞汽车等客户的供应商审核并准备陆续供货，并与江淮汽车等客户进行了接洽，后续陆续计划接触长城汽车、比亚迪等知名客户。截至2020年上半年，以沪光股份为代表的国内汽车线束生产厂商主要从国外进口汽车线束胶带产品，公司已与国内汽车线束厂商进行接洽，后续通过主机厂的合格体系供应认证后，公司产品可以批量生产和供应，实现进口替代。除此之外，汽车线束胶带还可运用于摩托车、白色家电等领域，公司线束胶带事业部正在开拓相关产品市场，为汽车线束胶带的新增产能消化提供有力保障。

(四) 其他重点项目稳步推进

江西永冠IPO募投项目即将先后投入生产。江西永冠年产7,380万平方米水性PVC胶

带胶粘制品生产线建设项目、年产4,200万平方米无溶剂天然橡胶布基胶带胶粘制品生产线建设项目、年产7,000万平方米水性美纹纸胶带胶粘制品生产线建设项目均稳步推进,预计分别于2020年12月、2021年4月和2021年6月达到可使用状态。

江西永冠布基胶带产业链搬迁整合项目顺利完成。江西永冠对新购土地进行科学、合理规划并完成快速施工,布基胶带生产线顺利完成搬迁整合。此后,公司产品生产实现全产业链流水化作业,产区现场设备、物料的摆放及周转更加规范,有效避免了物料流转过程中的坏料、低效等问题的发生,物料流转效率明显提升,为智能化仓库及生产提供了有力基础保障。

江西永冠BOPP、余热发电锅炉、高速特种纸造纸设备等重点项目稳步推进。截至2020年上半年,江西永冠完成双向拉伸聚丙烯薄膜(BOPP)生产线基建工作,下半年将着力完成设备进口、安装调试、试生产工作,预计于2021年年初投入使用。同时,余热发电锅炉完成二期改造升级工作,升级改造完成后,将有效提升锅炉热能转换率,以稳定提供更具性价比优势的能源动力助推公司产品竞争力的进一步提升。当前公司纸基胶带产能接近饱和,为解决公司原材料纸张的产能瓶颈问题,公司采购高速特种纸造纸设备并启动项目的开工建设,该项目完工后,将解决公司纸基胶带基材制造工序的瓶颈问题,大幅提升公司纸基胶带的产能,增强公司纸基胶带产品的供货能力,抢占更大市场份额。

公司新材料和热熔胶领域取得重要进展。2019年年底至2020年上半年,除了线束胶带事业部和医用胶带事业部以外,公司还新设新材料事业部和热熔胶事业部,分别负责电子胶粘带和民用工业用胶粘剂等产品的研发、生产及销售。新材料方面,江西永冠于2020年6月新增建设用地430亩,计划开展结合公司产品产业链的各类民用新材料领域相关产品研发、生产及销售,重点发展预涂膜、格拉辛纸、热敏纸、环保不干胶、MOPP单向拉伸聚丙烯薄膜、离型纸、离型膜等各类新材料产品。热熔胶方面,热熔胶事业部上半年完成医疗用品行业、建筑防水行业、家具地板行业、标签行业的数十项产品的研发及推广工作,其中数款产品已趋近成熟并逐步打入市场。

六、盈利预测与投资建议

我们预计:

(1) 公司胶带产品价格保持稳定,毛利率平稳。

(2) 在建项目有序投产,释放业绩:预计公司BOPP制膜线在2021-2022年逐步投产:江西基地双向拉伸聚丙烯薄膜(BOPP)生产线预计于2021年年初投入使用,山东基地BOPP生产线预计在2021Q3逐步投产,江西基地另外2条BOPP生产线预计在2022年逐步投产。公司BOPP胶带生产原材料自给率提升,进而毛利率有所提升。江西基地7380万平方米水性PVC胶带胶粘制品生产线建设项目、4200万平方米无溶剂天然橡胶布基胶带胶粘制品生产线建设项目、7000万平方米水性美纹纸胶带胶粘制品生产线建设项目均稳步推进,预计分别于2020年12月、2021年4月和2021年6月

达到可使用状态。

(3) 新产品汽车线束胶带等2021年开始贡献业绩。

表 14: 永冠新材业务分拆及关键盈利假设 (单位: 百万元)

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
膜基胶带								
营业收入	97	166	331	467	849	1,108	2,099	2,921
营业成本	90	153	319	419	762	986	1,823	2,484
毛利率	6%	7%	4%	10%	10%	11%	13%	15%
纸基胶带								
营业收入	223	330	498	568	619	623	739	894
营业成本	197	278	418	487	533	517	614	742
毛利率	12%	16%	16%	14%	14%	17%	17%	17%
布基胶带								
营业收入	311	405	457	508	504	498	513	540
营业成本	229	278	337	367	346	339	349	367
毛利率	26%	31%	26%	28%	31%	32%	32%	32%
其他								
营业收入	69	92	123	156	170	192	301	352
营业成本	48	65	99	127	136	153	232	270
毛利率	30%	30%	20%	19%	20%	20%	23%	23%
公司整体								
营业收入	700	993	1,409	1,700	2,142	2,422	3,653	4,706
营业成本	565	774	1,173	1,401	1,776	1,996	3,017	3,862
毛利率	19%	22%	17%	18%	17%	18%	17%	18%

数据来源: 永冠新材财报、广发证券发展研究中心

基于公司产能有序投放、市占率逐步提升, 主导产品价格平稳、盈利能力稳定等假设, 我们预计20-22年公司每股收益分别为1.20元、1.70元、2.28元, 当前股价对应市盈率为16倍、11倍、8倍。参考可比公司估值水平, 考虑公司业务结构与业绩增速, 给予公司2021年业绩18倍PE估值, 对应公司合理价值为30.51元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 15: 可比公司估值表 (2020年11月13日)

公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)		PE		PE (TTM)
			2020E	2021E	2020E	2021E	
回天新材	16.27	69	0.55	0.70	29.6	23.2	33.9
高盟新材	17.70	45	0.94	1.18	18.9	15.0	19.1
可比公司均值					24	19	26

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 对比公司的盈利预测均取自WIND一致预期。

七、风险提示

（一）原材料及产品价格波动风险

公司原材料及能源采购金额占当期营业成本的比重较高，公司生产涉及的主要原材料为塑料粒子、树脂、纸浆、SIS 橡胶、其他橡胶、纱等，若主要原材料价格剧烈波动，可能导致产品盈利能力下降。若市场竞争加剧，胶带产品价格下跌，则公司毛利率水平有下滑风险。

（二）下游需求低迷

公司的主要产品广泛应用于建筑装饰、包装、家居日用、医疗、汽车、电子元器件制造、造船、航空航天等领域的喷漆遮蔽、粘接、固定、保护、导电和绝缘等方面。胶带产品下游市场需求受宏观经济影响。若疫情控制不及预期，胶带主要下游需求有下滑风险。

（三）国际贸易环境恶化风险

公司目前外销占比较大，若国际贸易摩擦加剧，汇率波动幅度加剧，可能对公司经营稳定性产生不利影响。

（四）公司经营风险

公司江西、山东基地在建项目进度低于预期；重大安全、环保事故。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	797	1,230	1,562	1,855	2,213	经营活动现金流	172	201	163	172	343
货币资金	198	461	726	658	706	净利润	131	148	200	282	380
应收及预付	311	357	383	581	747	折旧摊销	50	56	59	82	113
存货	249	262	306	456	581	营运资金变动	-45	-28	-85	-214	-186
其他流动资产	38	150	148	161	178	其它	36	25	-11	22	36
非流动资产	520	628	858	1,329	1,537	投资活动现金流	-113	-285	-257	-537	-317
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-85	-177	-299	-549	-319
固定资产	472	470	511	729	1,016	投资变动	-2	-94	0	0	0
在建工程	9	54	254	504	424	其他	-26	-14	42	12	2
无形资产	23	23	23	23	23	筹资活动现金流	-29	336	359	296	23
其他长期资产	16	82	71	74	74	银行借款	-1	35	398	332	69
资产总计	1,317	1,858	2,421	3,184	3,750	股权融资	0	382	0	0	0
流动负债	344	446	831	1,311	1,498	其他	-28	-80	-39	-36	-46
短期借款	115	150	548	880	949	现金净增加额	30	252	266	-69	48
应付及预收	197	267	243	376	482	期初现金余额	166	198	461	726	658
其他流动负债	32	29	39	55	67	期末现金余额	198	450	726	658	706
非流动负债	76	46	25	25	25						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	76	46	25	25	25						
负债合计	421	493	855	1,336	1,522						
股本	125	167	167	167	167						
资本公积	346	665	665	665	665						
留存收益	426	534	734	1,016	1,396						
归属母公司股东权益	897	1,365	1,565	1,848	2,227						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	1,317	1,858	2,421	3,184	3,750						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	20.6%	26.1%	12.9%	50.8%	28.8%
营业利润增长	65.1%	10.3%	36.1%	41.3%	34.5%
归母净利润增长	61.1%	12.9%	35.0%	41.1%	34.4%
获利能力					
毛利率	17.6%	17.1%	17.6%	17.4%	17.9%
净利率	7.7%	6.9%	8.3%	7.7%	8.1%
ROE	14.6%	10.9%	12.8%	15.3%	17.0%
ROIC	18.1%	16.3%	14.2%	14.8%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	31.9%	26.5%	35.3%	42.0%	40.6%
净负债比率	8.7%	8.4%	22.9%	27.8%	25.5%
流动比率	2.31	2.75	1.88	1.41	1.48
速动比率	1.55	2.10	1.48	1.03	1.05
营运能力					
总资产周转率	1.39	1.35	1.13	1.30	1.36
应收账款周转率	6.62	6.89	6.86	6.83	6.85
存货周转率	6.26	6.96	6.53	6.62	6.64
每股指标 (元)					
每股收益	1.05	0.89	1.20	1.70	2.28
每股经营现金流	1.38	1.20	0.98	1.03	2.06
每股净资产	7.18	8.19	9.40	11.09	13.37
估值比率					
P/E	-	28.59	16.02	11.36	8.45
P/B	-	3.11	2.05	1.74	1.44
EV/EBITDA	-	17.12	11.44	8.33	6.08

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,701	2,144	2,422	3,653	4,706
营业成本	1,402	1,778	1,996	3,017	3,862
营业税金及附加	6	7	8	13	16
销售费用	48	64	77	106	132
管理费用	25	31	36	55	71
研发费用	50	90	97	131	169
财务费用	0	3	22	39	49
资产减值损失	-5	-3	-4	-2	-2
公允价值变动收益	0	-6	30	15	10
投资净收益	-25	-5	0	0	0
营业利润	151	166	226	320	430
营业外收支	0	0	1	1	1
利润总额	151	166	227	321	431
所得税	20	18	27	39	52
净利润	131	148	200	282	380
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	131	148	200	282	380
EBITDA	220	230	265	413	568
EPS (元)	1.05	0.89	1.20	1.70	2.28

广发基础化工行业研究小组

何 雄：资深分析师，剑桥大学材料化学博士，2018年进入广发证券发展研究中心。
吴鑫然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
郭齐坤：山东大学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。