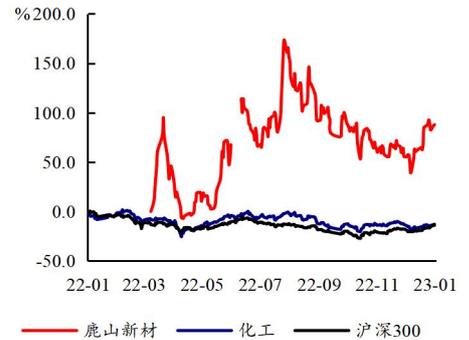


评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

 作者姓名 郑倩怡
 资格证书 S1710521010002
 电子邮箱 zhengqy@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	93.32
流通A股/B股(百万股)	93.32/0.00
资产负债率(%)	45.24
每股净资产(元)	14.50
市净率(倍)	4.78
净资产收益率(加权)	8.02
12个月内最高/最低价	101.00/34.52

相关研究

热熔胶领先企业、紧抓光伏新机遇

——鹿山新材（603051.SH）首次覆盖报告

核心观点

聚焦热熔粘接材料，业绩创历史新高。公司深耕热熔粘接材料二十余年，已发展成为国内领先的高性能热熔粘接材料企业。公司主营产品被广泛应用于复合建材、能源管道、高阻隔包装、光伏新能源、平板显示等多个领域。2022年前三季度公司功能性聚烯烃热熔胶粒、热熔胶膜产量分别为5.67万吨、9090.92万平方米，分别同比增长18.77%、132.24%。受下游需求及公司产能扩张推动，2021年以来公司业绩大幅提升，其中2022年前三季度公司营业收入为19.83亿元，同比增长69.27%。

光伏行业景气上行，带动公司太阳能电池封装胶膜销量大幅增长。2022年1-11月我国光伏新增装机容量达65.71GW，同比增长88.66%。光伏新增装机容量持续提升带动光伏组件产量稳步增长。2017-2021年我国光伏组件产量从75GW增长至182GW，年均复合增长率达24.81%。光伏封装胶膜为光伏组件的核心组成材料之一，2017-2021年我国光伏胶膜需求量从7.5亿平方米增长至2021年的18.20亿平方米。随着公司太阳能电池封装胶膜产能的扩张，2021年公司太阳能电池封装胶膜销量为5583.13万平方米，同比增长45.65%；2022年前三季度销量为8549.3万平方米，较2021年全年上涨53.13%。

公司积极扩产太阳能电池封装胶膜，紧抓行业机遇。一方面，公司加快推进新增光伏组件封装用胶膜生产线建设进度，预计2023年3月达产。项目达产后公司太阳能电池封装胶膜总产能可达约3亿平方米/年。另一方面，公司拟投资建设年产1.8亿平方米的太阳能电池封装胶膜扩产项目，包括9000万平方米/年POE胶膜和9000万平方米/年白色EVA胶膜。光伏电池片技术升级迭代对光伏封装胶膜提出了更高的要求。POE胶膜具备高阻水和高抗PID性能，更适配高效光伏组件。公司紧抓行业机遇，积极扩产POE胶膜项目，未来有望打开业绩增长空间。

公司积极推进功能性聚烯烃热熔胶扩产项目建设，打开业绩增长空间。2020-2021年公司功能性聚烯烃热熔胶产能利用率均位于90%及以上，对产能增长有着较高的需求。公司拟投资建设年产4万吨的功能性聚烯烃热熔胶扩产项目，预计2023年12月建设完工。同时公司实施年产3万吨功能性聚烯烃热熔胶技改项目，实现相关产品生产的技术改造和升级，并实施进口替代，有望进一步打开公司业绩增长空间。

投资建议

基于公司在热熔胶膜和功能性聚烯烃热熔胶粒领域的布局，未来公司有望打开业绩增长空间。我们预期2022/2023/2024年公司营业收入分别为23.79/29.88/38.59亿元，归母净利润分别为1.57/2.56/3.50亿元，对应EPS分别为1.69/2.74/3.75元/股，以2023年1月17日收盘价69.34元为基准，对应的PE分别为41.09/25.30/18.50倍。结合光伏封装胶膜行业高景气，看好公司未来发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

原材料价格异常波动、下游需求不及预期、产品研发及技术升级迭代风险等。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1693.21	2378.96	2987.87	3859.13
增长率(%)	67.39	40.50	25.60	29.16
归母净利润	112.96	157.46	255.75	349.75
增长率(%)	-2.40	39.39	62.42	36.76
EPS(元/股)	1.64	1.69	2.74	3.75
市盈率(P/E)	-	41.09	25.30	18.50
市净率(P/B)	-	4.58	3.88	3.20

资料来源：同花顺iFinD，东亚前海证券研究所预测，股价为2023年1月17日收盘价69.34元

请仔细阅读报告尾页的免责声明

正文目录

1. 公司：聚焦热熔粘接、业绩屡创新高	4
1.1. 积淀二十余载、成就领先地位	4
1.2. 产品应用广泛、销量大幅提升	5
1.3. 业绩稳步增长、盈利有望增强	7
2. 行业：高性能粘接材料、下游向好促需求	9
2.1. 光伏胶膜：需求强劲、景气上行	9
2.1.1. 性能优异、结构转换	9
2.1.2. 头部主导、终端高增	12
2.2. 热熔胶粒：性能优良、需求向好	13
2.2.1. 复合建材：格局优化、需求稳增	13
2.2.2. 油气管道：内资为主、需求上行	15
3. 优势：扩产贡献增量、研发构筑壁垒	16
3.1. 推进在建项目、打开成长空间	16
3.1.1. 胶粒：扩产+技术改造、实施进口替代	16
3.1.2. 胶膜：扩产+技术创新，抢占行业机遇	17
3.2. 研发实力强劲、创新成果显著	19
4. 盈利预测	21
5. 风险提示	22

图表目录

图表 1. 鹿山新材历史沿革	4
图表 2. 截至 2023 年 1 月 9 日公司股权结构情况	5
图表 3. 公司主要产品种类及产能情况	6
图表 4. 2018-2022Q1-Q3 公司功能性聚烯烃热熔胶粒产销量情况	6
图表 5. 2018-2022Q1-Q3 公司热熔胶膜产销量情况	7
图表 6. 2019-2022Q1-Q3 公司太阳能电池封装胶膜产销量情况	7
图表 7. 2018-2022Q1-Q3 公司营业收入及增速	8
图表 8. 2018-2022Q1-Q3 公司归母净利润及增速	8
图表 9. 2018-2021 年公司产品营业收入拆分	8
图表 10. 2018-2021 年公司产品毛利润拆分	8
图表 11. 2018-2022Q1-Q3 公司毛利率及净利率	9
图表 12. 2018-2021 年公司细分产品毛利率情况	9
图表 13. 2018-2022Q1-Q3 公司三费总费用率呈下降趋势	9
图表 14. 2018-2022Q1-Q3 公司三费率细分情况	9
图表 15. 封装胶膜为光伏组件核心材料之一	10
图表 16. 目前主流光伏组件封装胶膜性能对比	11
图表 17. 2019-2021 年我国双面组件市占率	11
图表 18. 2018-2020 年我国光伏胶膜细分品种市场占有率	11
图表 19. 2021 年我国光伏胶膜行业各企业市占率	12
图表 20. EVA 胶膜、POE 胶膜生产工艺流程情况	12
图表 21. 2017-2021 年我国光伏组件产量	13
图表 22. 2017-2021 年我国光伏胶膜需求量测算	13
图表 23. 复合建材热熔胶应用于复合板材结构图	14
图表 24. 复合建材热熔胶应用于复合管材结构图	14
图表 25. 2016-2021 年我国塑料管道产量	14
图表 26. 油气管道防腐热熔胶下游应用场景	15

图表 27. 油气管道防腐热熔胶具体产品结构图	15
图表 28. 2010-2021 年我国管道输油（气）里程	15
图表 29. 我国油气长输管道规划	16
图表 30. 公司功能性聚烯烃热熔胶项目情况一览	17
图表 31. 公司油气管道防腐热熔胶下游客户情况	17
图表 32. 公司热熔胶膜项目情况一览	18
图表 33. 公司光伏封装胶膜下游客户情况	19
图表 34. 公司科研平台	20
图表 35. 2018-2022Q1-Q3 公司研发投入情况	20
图表 36. 公司研发中心项目建设完成后拟实施研发项目情况一览	21
图表 37. 公司主营业务收入预测（亿元）	22

1. 公司：聚焦热熔粘接、业绩屡创新高

1.1. 积淀二十余载、成就领先地位

国内领先的高性能热熔粘接材料企业。公司专注于绿色环保高性能的高分子热熔粘接材料的研发、生产和销售，致力于成为高分子功能材料领域的国际知名企业。公司主营产品包括功能性胶膜、功能性聚烯烃热熔胶粒，上述产品被广泛应用于复合建材、能源管道、高阻隔包装、光伏新能源、平板显示等多个领域。公司已发展成为国内领先的高性能热熔粘接材料企业。同时公司紧跟新能源、人工智能、5G 通讯、大健康等新领域材料的发展趋势，开发出差异化的高品质产品。

专注于热熔粘接材料业务，不断拓宽产品种类。公司于 1998 年成立，并在 2004 年之前相继投入运营第一条生产线、中标西气东输工程以及投产广州云埔生产基地。2007-2013 年期间，公司太阳能电池封装胶膜项目投产，并成立江苏鹿山新材料有限公司。2014-2017 年期间，公司相继成立了广州鹿山功能材料有限公司和广州鹿山光电材料有限公司。2018-2022 年期间，公司成功在上交所上市，并拓宽产品种类，包括医用材料及全生物降解材料，开拓了新的应用领域。

图表 1. 鹿山新材历史沿革

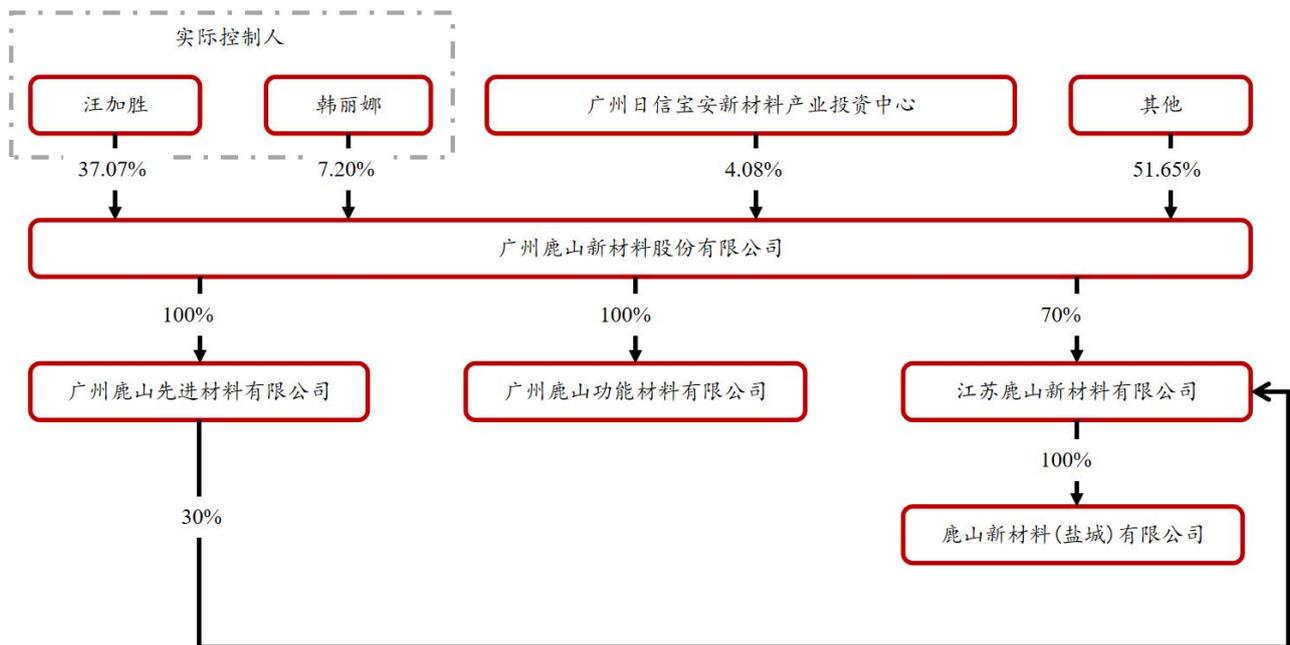


资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

注：广州鹿山光电材料有限公司于 2022 年 7 月 20 日更名为广州鹿山先进材料有限公司

公司实际控制人为汪加胜和韩丽娜夫妇。汪加胜、韩丽娜分别持有公司 37.07%和 7.20%的股份，合计达 44.27%，两人为夫妻关系，既是公司实际控制人，又是公司控股股东，其余股东持股比例均不超过 5%。此外，公司相继在广州和江苏设立子公司和孙公司，其中子公司包括广州鹿山先进材料有限公司、广州鹿山功能材料有限公司、江苏鹿山新材料有限公司，孙公司包括鹿山新材料(盐城)有限公司。

图表 2. 截至 2023 年 1 月 9 日公司股权结构情况



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

公司子公司和孙公司业务布局清晰明确。广州鹿山先进材料有限公司主要从事光学胶膜业务；广州鹿山功能材料有限公司主要从事原材料贸易业务；江苏鹿山新材料有限公司主要从事太阳能电池封装胶膜及功能性聚烯烃热熔胶粒的研发、生产和销售业务；鹿山新材料(盐城)有限公司未来拟主要从事太阳能电池封装胶膜的研发、生产和销售业务。

1.2. 产品应用广泛、销量大幅提升

公司产品应用领域广泛。公司功能性聚烯烃热熔胶粒产品包括复合建材热熔胶、油气管道防腐热熔胶、高阻隔包装热熔胶三大类，主要应用于复合建材、能源管道和高阻隔包装三大领域。公司热熔胶膜产品包括太阳能电池封装胶膜、热塑型光学透明胶膜（TOCF），分别应用于太阳能电池组件和平板显示领域。2021 年公司功能性聚烯烃热熔胶粒、热熔胶膜设计产能分别为 70450 吨/年、7260 万平方米/年。

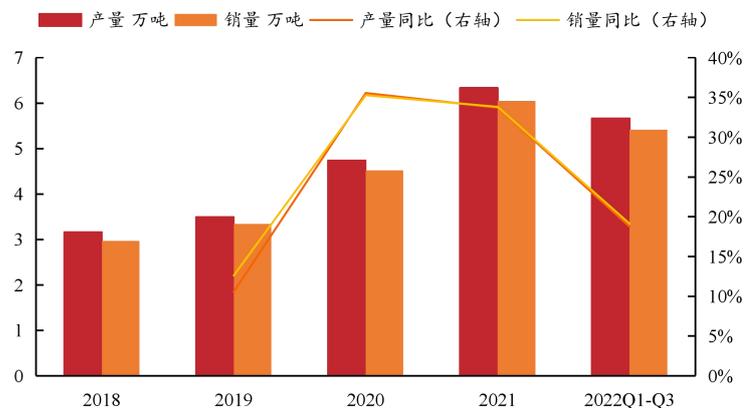
图表 3. 公司主要产品种类及产能情况

产品大类	主要产品	主要应用领域	2021 年设计产能	产品图例
功能性聚烯烃 热熔胶粒	复合建材热熔胶	给排水管道、铝塑板、铝 蜂窝板、装饰板材等	70450 吨/年	
	油气管道防腐热熔胶	石油、天然气、成品油等 能源输送管道		
	高阻隔包装热熔胶	食品、药品及日化品包装、 物流快递包装等复合包装		
热熔胶膜	太阳能电池封装胶膜	太阳能电池组件	7260 万平方米/年	
	热塑型光学透明胶膜 (TOCF)	触摸屏、3D 电视面板、液 晶显示屏等		

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

近年来公司功能性聚烯烃热熔胶粒产销量稳步增长。随着公司功能性聚烯烃热熔胶粒产能的扩建，公司功能性聚烯烃热熔胶粒产销量稳步提升。**产量方面**，2018-2021 年公司功能性聚烯烃热熔胶粒产量从 3.16 万吨增长至 6.34 万吨，年均复合增长率为 26.09%；2022 年前三季度公司功能性聚烯烃热熔胶粒产量为 5.67 万吨，同比增长 18.77%。**销量方面**，2018-2021 年公司功能性聚烯烃热熔胶粒销量从 2.97 万吨增长至 6.05 万吨，年均复合增长率为 26.81%；2022 年前三季度公司功能性聚烯烃热熔胶粒销量为 5.41 万吨，同比增长 19.13%。

图表 4. 2018-2022Q1-Q3 公司功能性聚烯烃热熔胶粒产销量情况

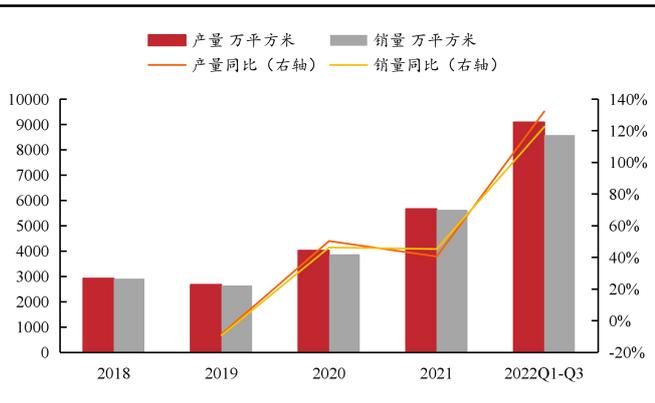


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2021 年以来，公司热熔胶膜产销量大幅提升，增量主要来源于太阳能电池封装胶膜。2021 年公司热熔胶膜产量、销量分别为 5660.98 万平方米、

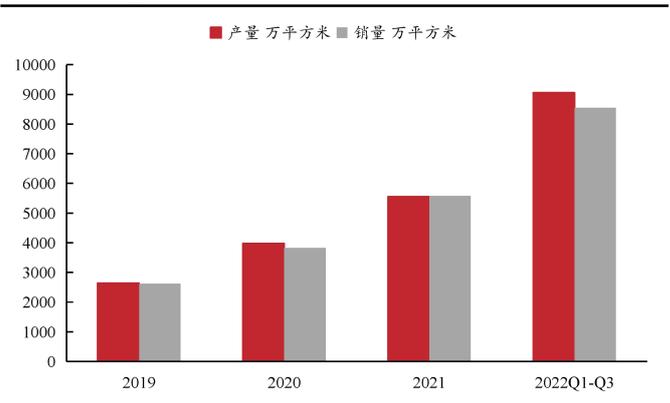
5633.59 万平方米，分别同比增长 40.63%、45.36%；2022 年前三季度产量、销量分别为 9090.92 万平方米、8578.00 万平方米，分别同比增长 132.24%、122.56%。公司热熔胶膜产销量大幅提升主要系太阳能电池封装胶膜产能逐步释放，叠加下游需求向好，带动太阳能电池封装胶膜产销量大幅提升。2021 年公司太阳能电池封装胶膜产量、销量分别为 5556.47 万平方米、5583.13 万平方米，分别同比增长 39.62%、45.65%；2022 年前三季度产量、销量分别为 9057.39 万平方米、8549.3 万平方米，较 2021 年全年分别上涨 63.01%、53.13%。

图表 5. 2018-2022Q1-Q3 公司热熔胶膜产销量情况



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 6. 2019-2022Q1-Q3 公司太阳能电池封装胶膜产销量情况

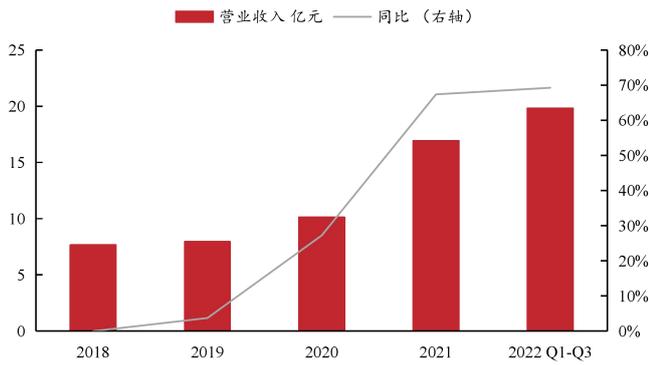


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.3. 业绩稳步增长、盈利有望增强

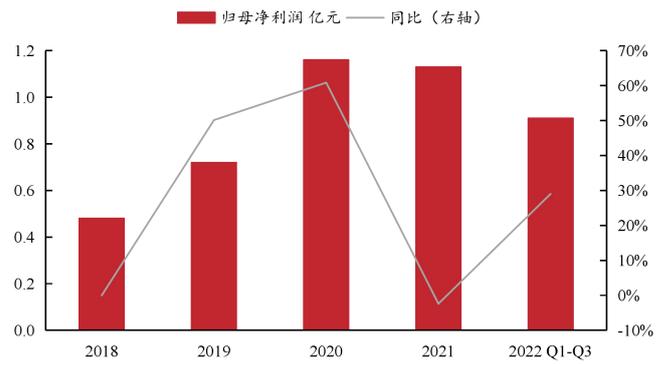
公司营业收入快速提升，归母净利润有所回升。下游需求向好叠加扩产促进公司销量增长，进而带动公司营业收入大幅提升。2021 年公司实现营业收入 16.93 亿元，同比增长 67.39%；2022 年前三季度实现营业收入 19.83 亿元，同比增长 69.27%。由于 2021 年公司主要原材料价格较 2020 年同期明显上涨，导致 2021 年公司归母净利润小幅下滑，2021 年公司实现归母净利润 1.13 亿元，同比下降 2.4%。2022 年前三季度公司归母净利润有所回升，为 0.91 亿元，同比增长 29.04%。

图7. 2018-2022Q1-Q3 公司营业收入及增速



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

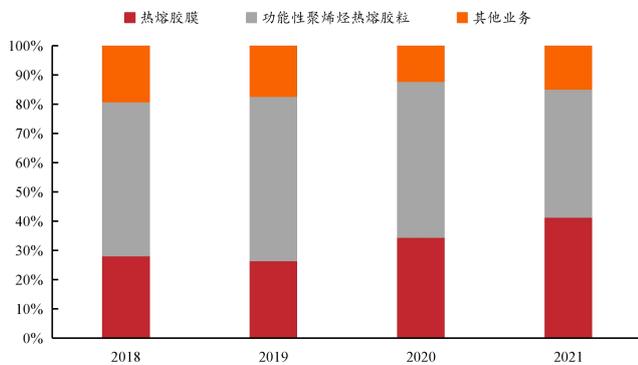
图8. 2018-2022Q1-Q3 公司归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

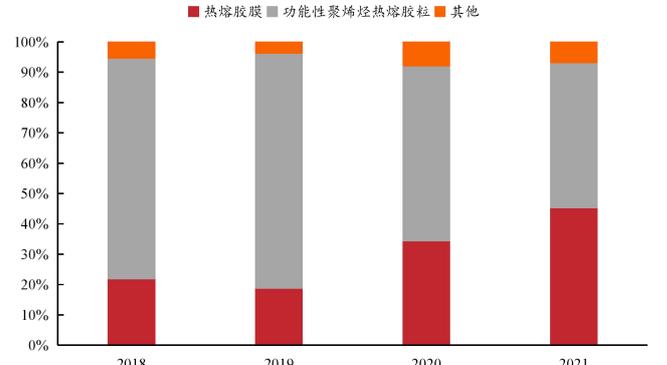
功能性聚烯烃热熔胶粒与热熔胶膜为公司主要业绩来源。营业收入方面，2021年公司功能性聚烯烃热熔胶粒和热熔胶膜营业收入占比分别为43.83%、41.41%，合计达85.23%。其中公司热熔胶膜营业收入占比逐年提升，从2019年的26.54%提升至2021年的41.41%，提升14.86pct。毛利润方面，2021年公司功能性聚烯烃热熔胶粒和热熔胶膜毛利润占比分别为47.81%、45.42%，合计达93.23%。其中2018-2021年公司热熔胶膜毛利润占比从21.97%提升至45.42%。2021年公司热熔胶膜产品毛利润为1.14亿元，同比增长44.3%，贡献了公司主要毛利润增量。2021年受原材料成本大幅上涨影响，公司功能性聚烯烃热熔胶粒毛利润小幅下滑。

图9. 2018-2021 年公司产品营业收入拆分



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

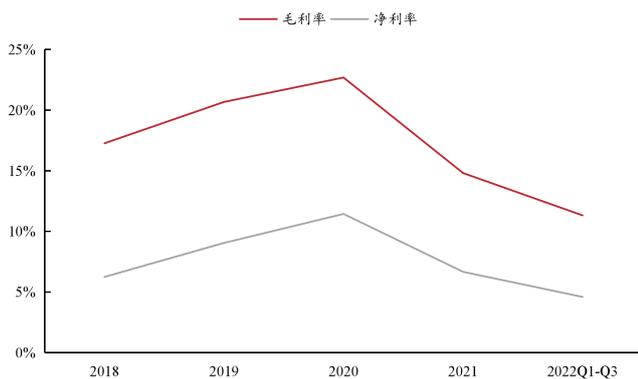
图10. 2018-2021 年公司产品毛利润拆分



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

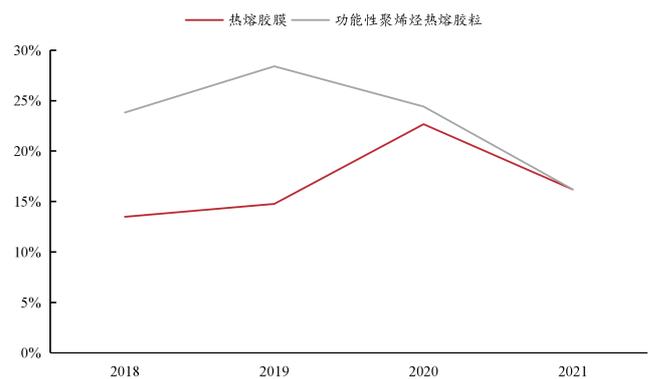
原材料价格上涨导致公司毛利率及净利率有所回落。毛利率方面，2021年受主要原材料价格上涨影响，公司毛利率、净利率分别为14.81%、6.67%，分别同比下降7.87pct、4.77pct；其中热熔胶膜、功能性聚烯烃热熔胶粒毛利率分别同比下降6.48pct、8.22pct。2022年前三季度，公司毛利率、净利率分别为11.32%、4.6%，较2021年水平进一步下降，主要系2022年上半年国际原油价格快速上涨，叠加光伏级EVA供不应求，导致原料EVA价格大幅上涨，同时公司复合建材热熔胶单位成本随着原材料PE价格上升而上行，致使公司毛利率、净利率承压下行。未来随着原材料价格回落，公司盈利能力有望回升。

图表 11. 2018-2022Q1-Q3 公司毛利率及净利率



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 12. 2018-2021 年公司细分产品毛利率情况



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

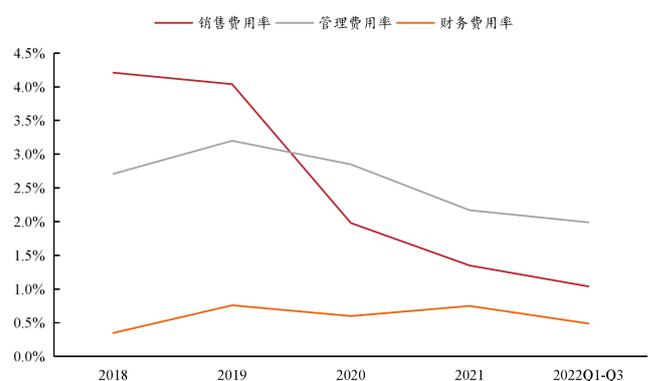
公司三费总费用率控制良好。2019-2021 年公司三费总费用率持续下降，从 8.00% 下降至 4.27%，下降 3.73pct；2022 年前三季度公司三费总费用率为 3.52%，较 2021 年全年水平进一步下降，表明公司运营能力持续增强。从细分费用来看，2022 年前三季度公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.04%、1.99%、0.49%，分别较 2021 年全年下降 0.3pct、0.2pct、0.3pct，表明公司规模效应不断提高，成本控制能力良好。

图表 13. 2018-2022Q1-Q3 公司三费总费用率呈下降趋势



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 14. 2018-2022Q1-Q3 公司三费费率细分情况



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

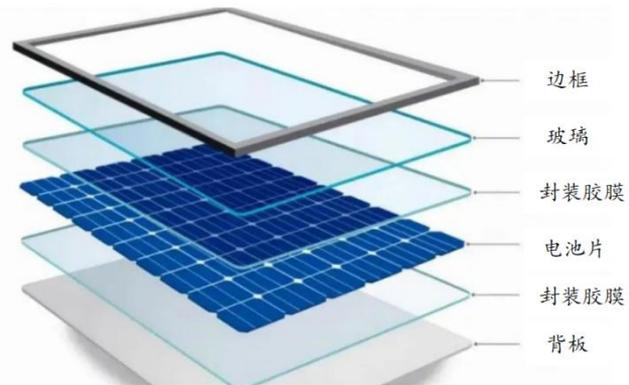
2. 行业：高性能粘接材料、下游向好促需求

2.1. 光伏胶膜：需求强劲、景气上行

2.1.1. 性能优异、结构转换

封装胶膜具有延长组件使用寿命和提升组件发电效率的作用，是光伏组件的核心组成材料之一。光伏组件的组成材料包括电池片、封装胶膜、玻璃、背板和边框。其中封装胶膜可保护太阳能电池片，进而延长光伏组件的使用寿命。根据海优新材招股说明书，封装胶膜需要保证光伏组件使用寿命达 25 年。同时封装胶膜需要使得阳光能最大限度的到达电池片，进而提升光伏组件的发电效率。

图表 15. 封装胶膜为光伏组件核心材料之一



资料来源：艾邦光伏网，东亚前海证券研究所

光伏封装胶膜主要包含四大类，其中 POE 胶膜具备高阻水和高抗 PID 性能。目前市场上主流的封装胶膜包括透明 EVA 胶膜、白色 EVA 胶膜、POE 胶膜和 EPE 胶膜：

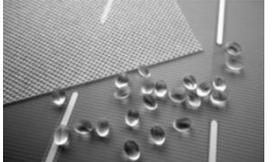
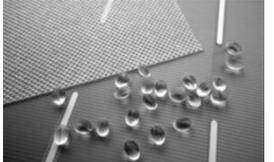
目前透明 EVA 胶膜使用较广。透明 EVA 胶膜发展最早，技术工艺已成熟，是目前市场上使用较广泛的材料，主要用于光伏组件双面封装或者正面封装。透明 EVA 胶膜与玻璃和背板的粘结性好，具有高透光率、高抗紫外湿热黄变性、抗蜗牛纹等特性。

白色 EVA 胶膜可提高组件发电效率。白色 EVA 胶膜通过在透明 EVA 胶膜的基础上添加白色调料进行预处理制备而成，能够有效地提升太阳光线的反射率，减少光线折损率，使得太阳能电池可利用被反射的光线进行发电，进而提升了光伏组件的发电效率。根据海优新材招股说明书数据，在普通的 60 片电池单玻组件中，使用白色增效 EVA 胶膜可增益功率 1-3W；在双玻组件的下层封装中，采用白色增效 EVA 胶膜替换透明 EVA 胶膜，可使每块光伏组件的功率增益 7-10W。目前白色 EVA 胶膜主要用于光伏组件背面封装。

POE 胶膜兼具高水汽阻隔和高抗 PID 性能。相较于 EVA 胶膜，POE 胶膜在耐老化性、低水汽透过率以及抗 PID 方面地表现更优异，根据孙泽洋等在《EVA 与 POE 在双玻组件的使用探讨》一文中分析，POE 胶膜的水汽透过率仅为 EVA 胶膜的 1/8 左右，且 POE 胶膜具有稳定的分子结构，在老化的过程中不会分解以及产生酸性物质，因此其具备优异的抗老化性能，适用于双玻组件或 N 型组件封装。但目前 POE 胶膜具有抗滑性、组件生产效率较低等缺点。

EPE 胶膜兼顾了 POE 胶膜和 EVA 胶膜的优良性能。EPE 胶膜又称共挤型 POE 胶膜，是采用共挤工艺将 POE 树脂和 EVA 树脂挤出制备而成。EPE 胶膜既具有 POE 胶膜的高水汽阻隔性能和高抗 PID 性能，又具有 EVA 材料良好的工艺匹配性，主要用于双玻组件或 N 型组件封装。

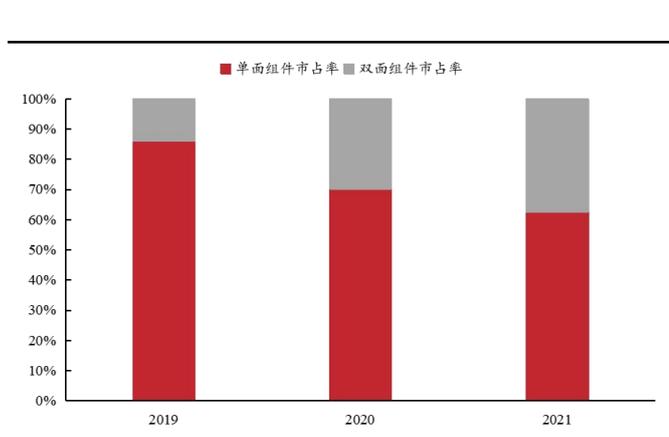
图表 16. 目前主流光伏组件封装胶膜性能对比

类别	主要原料	应用	特点	图示
透明 EVA 胶膜	EVA 树脂	用于光伏组件双面封装或正面封装	高透光率，高抗紫外湿热黄变性，抗蜗牛纹；与玻璃和背板的粘结性好，因此工艺匹配性较好	
白色 EVA 胶膜	EVA 树脂白色填料	用于光伏组件背面封装	具有高反射率，提高太阳能组件的发电效率	
POE 胶膜	POE 树脂		更好的耐老化性，更低的水蒸汽透过率，抗 PID 能力强；组件生产效率较低、抗滑性较低	
EPE 胶膜	POE 树脂+EVA 树脂	用于双玻组件或 N 型组件封装	具备 POE 材料的高阻水性和高抗 PID 性能，同时也具备 EVA 材料的双玻组件高成品率的层压工艺特性	

资料来源：海优新材招股说明书，福斯特可转债上市公告书，东亚前海证券研究所

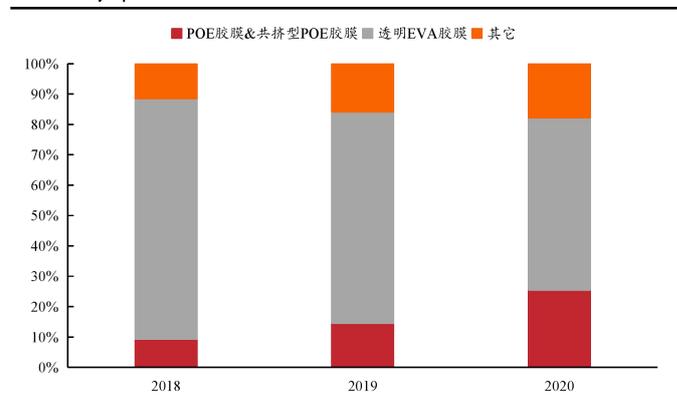
光伏组件升级迭代带动胶膜需求结构转换。光伏平价上网带动光伏组件降本增效的趋势日益显著，市场对高效产品的需求越来越旺盛，推动光伏电池片更新迭代。相较于单面组件，双玻组件具备生命周期更长、发电效率高、火灾隐患较低等优势。近年来，我国双面组件的市占率从 2019 年的 14% 提升至 2021 年的 37.4%，提升 23.4pct。CPIA 预计到 2030 年我国单面组件与双面组件市占率基本相当。电池片技术升级迭代对光伏封装胶膜提出了更高的要求，推动光伏胶膜需求结构转换。2018-2020 年我国 POE 胶膜和共挤型 POE 胶膜合计市占率从 9.3% 上升至 25.5%，提升 16.2pct。未来随着双玻组件市场占比的提升，POE 胶膜和共挤型 POE 胶膜合计市占率有望进一步上行。

图表 17. 2019-2021 年我国双面组件市占率



资料来源：CPIA，东亚前海证券研究所

图表 18. 2018-2020 年我国光伏胶膜细分品种市场占有率

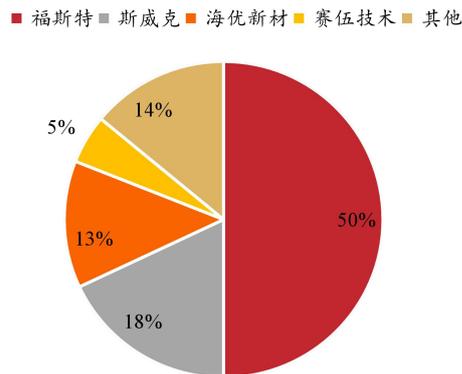


资料来源：CPIA，东亚前海证券研究所

2.1.2. 头部主导、终端高增

我国光伏胶膜行业集中度较高。2021年我国光伏胶膜行业市占率排名前四的企业分别为福斯特、斯威克、海优新材和赛伍技术，市占率合计达86%。其中福斯特市占率最高，达50%，其次为斯威克和海优新材，市占率分别为18%和13%。

图表 19. 2021 年我国光伏胶膜行业各企业市占率



资料来源：中商产业研究院，东亚前海证券研究所

EVA 胶膜和 POE 胶膜生产工艺流程相似，主要在于配方的不同。EVA 胶膜和 POE 胶膜生产工艺流程均包括造粒、搅拌混和、挤出、切边收卷等。光伏胶膜的制造属于配方型工艺，既通过调整配方以及部分生产流程可以推动胶膜产品升级，因此光伏胶膜行业属于轻资产行业，EVA 胶膜企业在拥有 POE 胶膜配方后能够较为快速的切入 POE 胶膜行业。

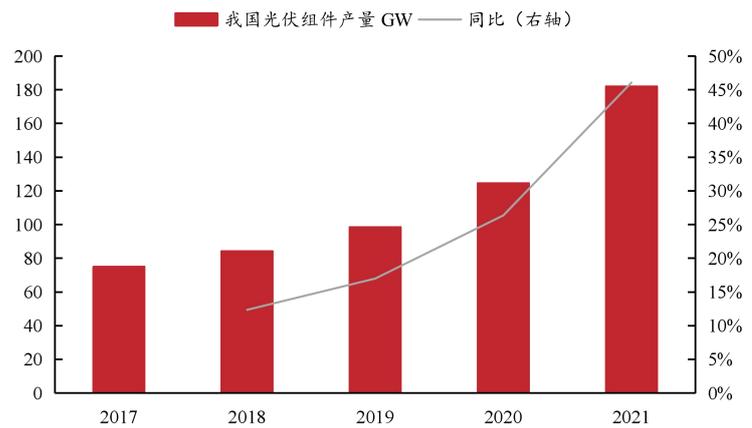
图表 20. EVA 胶膜、POE 胶膜生产工艺流程情况



资料来源：海优新材招股说明书，东亚前海证券研究所

“双碳”背景下，我国光伏组件产量持续提升。根据 iFinD 数据，在“双碳”背景下，我国光伏新增装机容量快速增长，从 2019 年的 26.52GW 增长至 2021 年的 54.93GW，年均复合增长率达 43.92%；2022 年 1-11 月我国光伏新增装机容量创历史新高，达 65.71GW，同比增长 88.66%。光伏新增装机容量持续提升带动光伏组件产量稳步增长。我国光伏组件产量从 2017 年的 75GW 增长至 2021 年的 182GW，年均复合增长率达 24.81%。

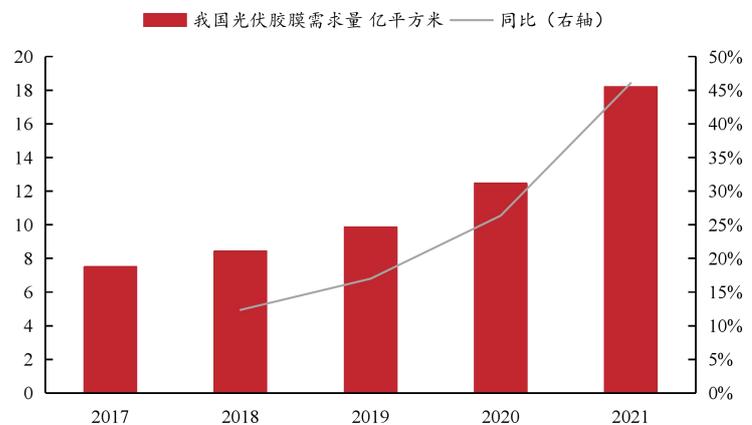
图表 21. 2017-2021 年我国光伏组件产量



资料来源：CPIA，东亚前海证券研究所

光伏组件产量持续增长带动光伏胶膜需求上行。根据斯福特公司公告数据，1GW 光伏组件约对应 1000 万平方米的光伏胶膜。根据上述 CPIA 公布的光伏组件数据进行测算，得出 2017-2021 年我国光伏胶膜需求量。2017-2021 年我国光伏胶膜需求量从 7.5 亿平方米增长至 2021 年的 18.20 亿平方米。未来随着光伏组件产量持续提升，光伏封装胶膜需求有望进一步上行。

图表 22. 2017-2021 年我国光伏胶膜需求量测算



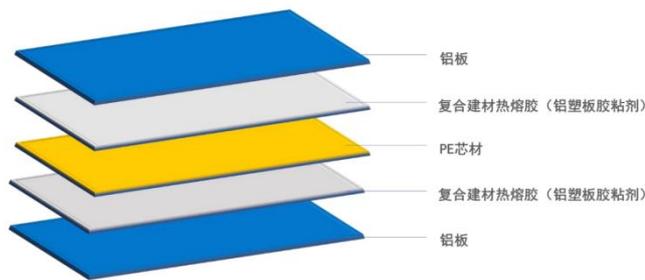
资料来源：CPIA、斯福特公司公告，东亚前海证券研究所

2.2. 热熔胶粒：性能优良、需求向好

2.2.1. 复合建材：格局优化、需求稳增

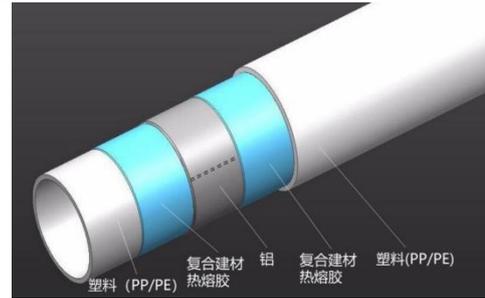
复合建材热熔胶主要用于复合建筑材料的粘合。复合建材热熔胶可将金属、塑料等不同性质的材料粘合在一起，进而形成复合材料，使得材料在性能上产生协同作用。在复合建筑材料生产过程中，通常采用复合建材热熔胶粘合不同性质的材料，使得复合建筑材料的综合性能优于单一材料。此外，复合建材热熔胶对复合建筑材料的性能及稳定性起核心作用。

图表 23. 复合建材热熔胶应用于复合板材结构图



资料来源：鹿山新材招股说明书，东亚前海证券研究所

图表 24. 复合建材热熔胶应用于复合管材结构图



资料来源：鹿山新材招股说明书，东亚前海证券研究所

中小产能淘汰，行业集中度有望上行。根据公司招股说明书，我国复合建材热熔胶市场主要由国内企业主导。随着下游对复合建筑材料质量标准的提高以及对差异化生产要求的提升，复合建材热熔胶中小规模的生产商将逐渐被市场淘汰，具有研发、市场及品控优势的企业将逐渐占据主导，行业集中度有望向头部靠拢。

塑料管道产量稳步提升带动复合建材热熔胶需求上行。公司复合管材类热熔胶主要产品为钢丝钢带胶粘剂，下游主要应用于聚乙烯、聚氯乙烯塑料复合管道领域。相较于铸铁管和铸钢管，塑料管道具有耐腐蚀性好、重量轻、价格低、节能等优势。随着新型复合改性塑料管和配件管道的大力开发，“以塑代钢”逐渐成为发展趋势，我国塑料管道稳步发展。2016-2021年我国塑料管道产量从1435万吨增长至1677万吨，年均复合增长率为3.17%。塑料管道产量稳步上行带动复合建材热熔胶需求增长。近年来，我国加强市政给排水设施建设，有望带动塑料管道需求进一步上行，进而带动复合建材热熔胶需求增长。

图表 25. 2016-2021 年我国塑料管道产量



资料来源：产业信息网，东亚前海证券研究所

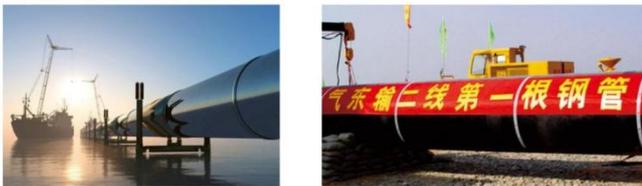
政策推动建材行业绿色化改造，有望带动复合建材热熔胶需求上行。复合板材被广泛应用于天花板、内外墙板、地板等装饰装修，主要产品类别包括铝塑板、铝蜂窝板、屋面板及装饰板等绿色建材。2021年3月发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景

目标纲要》指出推动建材等行业绿色化改造，推广绿色建材，有望带动高端绿色建材市场发展，进而带动复合建材热熔胶需求增长。

2.2.2. 油气管道：内资为主、需求上行

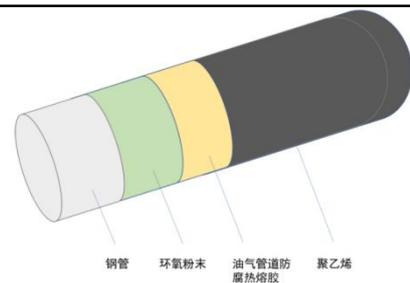
油气管道防腐热熔胶主要用于输送管道外层的粘接和防护。公司油气管道防腐热熔胶主要应用于天然气、石油、成品油等输送管道外层的粘接与防护，具有保温、防腐等效果。根据公司招股说明书，我国油气管道防腐热熔胶市场以内资品牌为主。市场份额较低的中小厂商将逐渐退出市场，行业集中度有望向头部企业靠拢。

图表 26. 油气管道防腐热熔胶下游应用场景



资料来源：鹿山新材招股说明书，东亚前海证券研究所

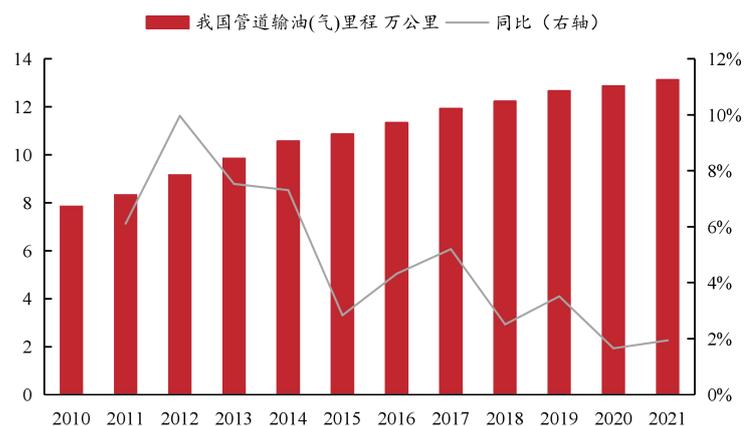
图表 27. 油气管道防腐热熔胶具体产品结构图



资料来源：鹿山新材招股说明书，东亚前海证券研究所

我国管道输油(气)里程持续增长带动油气管道防腐热熔胶需求上行。我国工业化进程加快带动油气等能源需求持续增长。2010-2021 年我国管道输油(气)里程持续上行，从 7.85 万公里增长至 13.12 万公里，年均复合增长率为 4.78%。管道输油(气)里程增长带动油气管道防腐热熔胶需求上行。

图表 28. 2010-2021 年我国管道输油（气）里程



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

2025 年我国油气长输管道规划里程将达 24 万公里。我国为能源消费大国，加速基础管网设施建设以及提升我国管道运输能力有利于保障油气能源安全、稳定的供应，是我国能源行业发展的重要举措之一。国家发改委与国家能源局印发的《中长期油气管网规划》指出到 2025 年我国油气长输

管道规划里程将达 24 万公里，较 2020 年提升 7.1 万公里，涨幅为 42.01%。油气长输管道的提升有望带动油气管道防腐热熔胶需求增长。

图表 29. 我国油气长输管道规划

管道类型	油气长输管道规划里程（万公里）			油气长输管道规划新增里程（万公里）	
	2015 年	2020 年	2025 年	“十三五”期间	“十四五”期间
天然气管道	6.4	10.4	16.3	4	5.9
成品油管道	2.1	3.3	4	1.2	0.7
原油管道	2.7	3.2	3.7	0.5	0.5
合计	11.2	16.9	24	5.7	7.1

资料来源：国家发改委，东亚前海证券研究所

3. 优势：扩产贡献增量、研发构筑壁垒

3.1. 推进在建项目、打开成长空间

3.1.1. 胶粒：扩产+技术改造、实施进口替代

待功能性聚烯烃热熔胶扩产和技改项目实施完成后，公司功能性聚烯烃热熔胶产能有望达约 11.05 万吨/年：

公司功能性聚烯烃热熔胶扩产项目预计于 2023 年 12 月投产。根据公司公告，2020-2021 年公司功能性聚烯烃热熔胶产能利用率均位于 90%及以上，对产能增长有着较高的需求。因此公司拟投资约 1.19 亿元建设年产 4 万吨的功能性聚烯烃热熔胶扩产项目。截至 2022 年上半年，该项目的工程进度为 12.95%。该项目预计于 2023 年 12 月建设完工，并计划分 3 年达产，届时公司功能性聚烯烃热熔胶产能将达 11.05 万吨/年。该项目主要产品包括三大类：复合建材热熔胶、油气管道防腐热熔胶和高阻隔包装热熔胶。

公司将引进国外先进设备替换现有设备，升级和改造产品生产技术。公司拟投资约 0.56 亿元建设年产 3 万吨的功能性聚烯烃热熔胶技改项目。截至 2022 年上半年，该项目的工程进度为 20.04%。该项目计划引进 12 套功能聚烯烃热熔胶生产线，并配套相关辅助设备设施。公司将通过引进国外先进生产设备替换现有设备，进而实现相关产品生产的技术改造和升级。

图表 30. 公司功能性聚烯烃热熔胶项目情况一览

项目	建设主体	主要产品	总投资额 (亿元)	设计产能 (万吨/年)	预计完工 时间
功能性聚烯烃热熔胶扩产项目	江苏鹿山新材料有限公司	复合建材热熔胶 油气管道防腐热熔胶 高阻隔包装热熔胶	1.19	4	2023年12月
功能性聚烯烃热熔胶技改项目	广州鹿山新材料股份有限公司	复合建材热熔胶 油气管道防腐热熔胶 高阻隔包装热熔胶等	0.56	3	-

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司多种产品已逐步实现进口替代，客户资源优质。根据公司公告，目前公司的复合建材热熔胶已应用于国内外多个大型工程以及中国高铁列车车厢制造，产品市场影响力不断扩大。公司油气管道防腐热熔胶已被中石油、中石化、中海油、宝钢股份、华菱集团、金洲管道等多家下游知名客户应用，同时可在国际市场上与国外知名厂商直接竞争。公司高阻隔包装热熔胶主要竞争对手包括三井化学、陶氏化学等国际巨头。近年来公司高阻隔包装热熔胶销售规模增速较快。未来公司将不断拓展高阻隔包装热熔胶、锂电池软包用热熔胶、复合板材热熔胶等技术水平较高的中高端产品，并不断和拓展和提升产品质量、性能，以实现全面的进口替代。

图表 31. 公司油气管道防腐热熔胶下游客户情况



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

注：华菱集团于 2022 年更名为湖南钢铁集团

3.1.2. 胶膜：扩产+技术创新，抢占行业机遇

公司热熔胶膜项目包括 TOCF 光学膜项目和太阳能电池封装胶膜：

公司拟建设年产 150 万平方米 TOCF 光学膜，提高生产能力。公司拟投资约 0.84 亿元建设 TOCF 光学膜扩产项目。该项目设计产能为 150 万平方米/年，建设周期为 4 年。根据公司公告，截至 2022 年上半年，该项目的工程进度为 39.72%。TOCF 光学膜是公司自主研发的创新产品。公司 TOCF 光学膜产品的性能、质量及生产工艺均已成熟，获取了较为丰富的客户订单，客户基础良好，目前已成功在平板显示市场取得了一定的份额。未来随着平板显示行业的持续增长以及公司产能的提升，业绩有望贡献新增量。

公司持续加大光伏封装胶膜产能建设，2023年总产能有望达3亿平方米/年。一方面，根据公司公告，2021年，公司加快推进江苏鹿山新材料有限公司新增光伏组件封装用胶膜生产线以及鹿山新材料（盐城）有限公司新增光伏组件封装用胶膜生产线等项目建设进度。目前上述太阳能封装胶膜生产线项目正稳步推进中，预计2023年3月份达产。上述项目达产后，公司预计光伏组件封装胶膜总产能可达约3亿平方米/年。另一方面，公司拟投资约4.58亿元建设年产1.8亿平方米的太阳能电池封装胶膜扩产项目。该项目建设期为2年，包括9000万平方米/年POE胶膜和9000万平方米/年白色EVA胶膜。截至2022年11月12日，该项目正处于前期准备阶段，尚未开工建设。

图表 32. 公司热熔胶膜项目情况一览

产品种类	项目	建设主体	设计产能	总投资额 (亿元)	建设期 (年)
TOCF 光学膜	TOCF 光学膜扩产项目	广州鹿山先进材料有限公司	150 万平方米/年 TOCF 光学膜	0.84	4
太阳能电池封装胶膜	太阳能电池封装胶膜扩产项目	江苏鹿山新材料有限公司	9000 万平方米/年 POE 胶膜 9000 万平方米/年白色 EVA 胶膜	4.58	2

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司持续推进光伏封装胶膜技术升级，拓宽产品种类。公司在光伏胶膜领域形成了多项核心技术，包括高致密交联固化技术、电子束辐照预交联技术、多层共挤复合技术、光谱转换型封装胶膜等，相继推出了抗PID型EVA封装胶膜、白色高反射型封装胶膜、聚烯烃封装胶膜和多层共挤复合封装胶膜等。同时公司在上述产品结构上进行升级迭代，优化产品性能，并陆续增加了产品种类，包括黑色组件用红外高反射黑色胶膜、N型TOPCon电池专用封装胶膜、N型异质结（HJT）电池专用封装胶膜，提高产品市场竞争力。

公司与光伏封装胶膜原料供应商形成了良好的合作关系，且客户资源优质。原料采购方面，LG集团、韩华集团、陶氏化学等海外原厂为公司原材料EVA及POE的主要供应商。公司可直接向原厂采购获得货源，曾获LG化学EVA、POE产品华南地区“核心合作伙伴”称号。下游客户方面，在光伏封装胶膜领域，2021年公司加强了与晶澳、晶科、比亚迪、天合、阿特斯等知名组件厂商的合作。其中公司已与晶澳科技下属的三家组件生产基地签署了采购框架协议；公司为海泰新能指定的EVA、POE胶膜主要战略供应商，海泰新能保证向公司采购份额占其总需求70%以上。同时公司正在积极推进与天合光能、通威股份等客户合作。2022年9月，公司3种产品成功通过天合光能的产品验证，正式开始批量供货。同时公司积极与通威股份开展业务洽谈，已进入产品验证阶段。

图表 33. 公司光伏封装胶膜下游客户情况

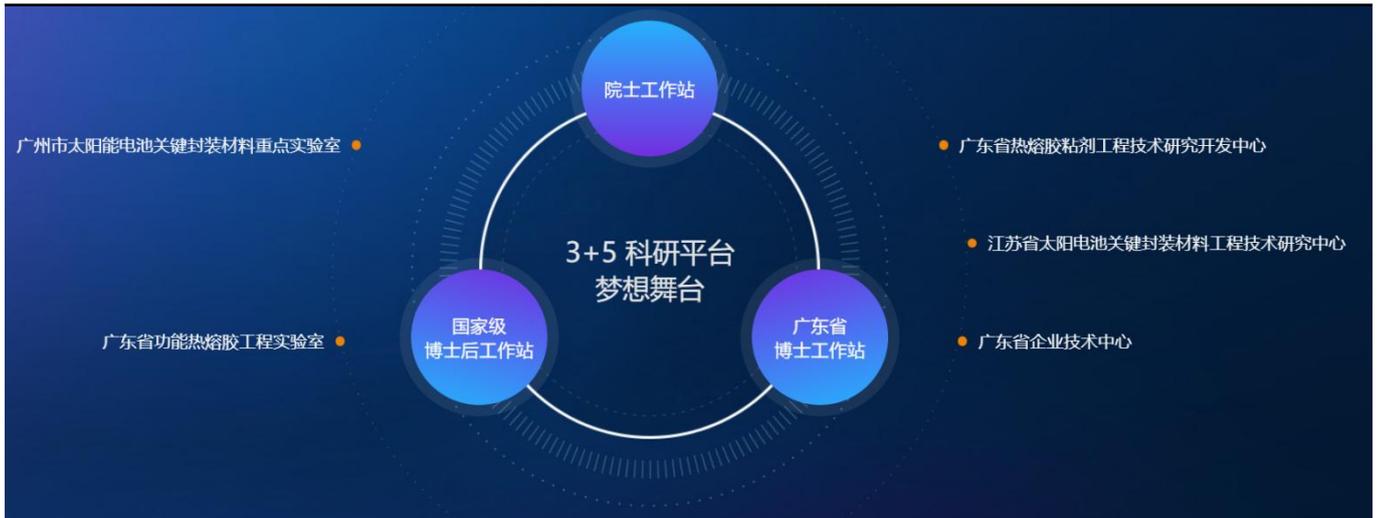
客户名称	客户情况	合作情况
晶澳科技	光伏产业链头部企业	公司于 2021 年下半年成功开拓了该客户，并与其下属的三家组件生产基地签署了采购框架协议；该客户向公司采购规模呈现快速增长态势，2021 年、2022 年 1-9 月分别为 1148.00 万元和 19552.14 万元
海泰新能	主要从事光伏组件生产和光伏电站运营业务，系全球新能源 500 强企业	根据公司与海泰新能签署的战略合作协议，海泰新能指定公司为其 EVA、POE 胶膜主要战略供应商，保证向公司采购份额占其总需求 70%以上
中节能太阳能科技（镇江）有限公司	央企中节能集团下属上市公司太阳能的子公司，根据其信息披露，太阳能力争于 2025 年将电池和组件产能合计提升至 26GW	根据公司与其签订的战略合作采购框架协议，将优先使用公司产品，在其产品升级时公司作为其战略合作方，在技术上支持产品升级
天合光能	全球光伏领域头部企业	2022 年 9 月，公司 3 种产品成功通过天合光能产品验证，正式开始批量供货
通威股份	光伏硅料龙头企业	公司正积极与通威股份开展业务洽谈，并已进入产品验证阶段

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.2. 研发实力强劲、创新成果显著

公司具有雄厚的研发实力。公司具有多个科研平台，包括工作站、试验室和研发中心等。公司工作站包括院士工作站、国家级博士后工作站、广东省博士工作站；实验室包括广州市太阳能电池关键封装材料重点实验室、广东省功能热熔胶工程实验室；研发中心包括广东省热熔胶粘剂工程技术研究开发中心、江苏省太阳能电池关键封装材料工程技术研究中心、广东省企业技术中心等。多个研发平台为公司实施技术、产品创新奠定了良好的基础，公司研发实力雄厚。

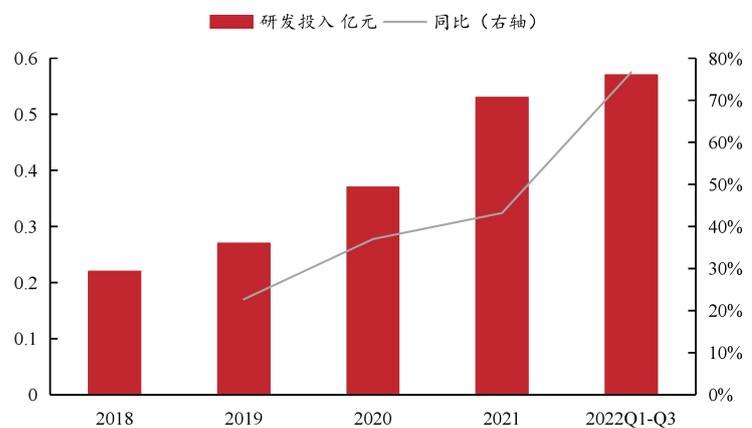
图表 34. 公司科研平台



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

公司持续加大研发投入，研发成果显著。2018-2021 年公司研发投入从 0.22 亿元增长到 0.53 亿元，年均复合增长率为 34.06%；2022 年前三季度公司研发投入为 0.57 亿元，已超 2021 年全年水平。公司研发成果显著，根据公司公告，截至 2022 年 6 月 30 日，公司累计获得境内授权专利 124 项，其中发明专利为 86 项。同时公司形成了“化学接枝+物理共混”两步法核心技术体系，并以此为基础，通过配方设计和工艺优化生产出可适用于多种复合材料及制品的高性能粘接材料，进而提高产品市场竞争力。

图表 35. 2018-2022Q1-Q3 公司研发投入情况



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

公司拟建设研发中心项目进一步增强公司技术研发实力。根据公司公告，公司拟投资 4585 万元建设研发中心项目，建设期为 2.5 年。公司将通过引进国外先进研发和测试设备以及一批高端技术人才，进一步提升公司技术研发实力，开展新产品、新技术的研发。待该项目中心建成投产后，公司拟研发项目包括背接触光伏组件封装胶膜、钙钛矿电池封装材料、光转换贴合膜材、低附着力易撕膜、无卤阻燃聚乙烯材料、PVC/金属复合胶膜和发泡聚丙烯保温层的研究，进一步拓宽公司产品种类及应用领

域。

图表 36. 公司研发中心项目建设完成后拟实施研发项目情况一览

研发项目	研发目的	主要功能及特性
背接触光伏组件封装胶膜	用于背接触光伏组件的量产化封装	开发背接触组件封装胶膜，较常规工艺组件，有效降低背接触组件发电成本
钙钛矿电池封装材料	用于钙钛矿电池封装	开发钙钛矿电池封装材料，较常规工艺组件，有效降低钙钛矿电池组件发电成本
光转换贴合膜材	用于电子光学、环保节能材料及其产品	具有将紫外光转换为可见光或红外线转变为可见光的特点，可在电子光学、环保节能领域广泛应用
低附着力易撕膜	用于酸奶等食品易撕膜	防止被包装物粘附，可用于织物、油漆、胶水、食品等对包装物的附着力
无卤阻燃聚乙烯材料	拓展产品应用领域，开发适用于复合建材领域的阻燃材料	产品特点高效阻燃、加工性优良，产品耐冲击性能好，适用于铝塑板阻燃芯材领域，可大幅度提高复合建材相关产品销售额
PVC/金属复合胶膜	拓展产品应用领域，开发一种适用于PVC/金属粘合的产品	提供一种粘合性能优异的PVC/金属复合胶膜，适用于PVC贴面材料和PVC/金属复合材料，产品能够同时满足粘合性、耐温性、耐水煮性等性能要求
发泡聚丙烯保温层的研究	满足客户要求，拓宽公司产品应用领域	节能、效率高、可以有效地对管道进行保温防腐、可靠性高，可以大大提高公司产品在国内的市场占有率，提高公司在国际上的知名度

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测

随着公司在建项目的稳步推进，我们做以如下假设：未来公司的业绩增量主要来源于热熔胶膜、功能性聚烯烃热熔胶粒产品产能的投放，其中热熔胶膜中的太阳能电池封装胶膜预计2023年开始贡献业绩增量，功能性聚烯烃热熔胶粒预计2024年开始贡献业绩增量。

图表 37. 公司主营业务收入预测 (亿元)

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
热熔胶膜					
收入	3.50	7.01	13.62	19.62	26.89
YOY		100.16%	94.10%	44.13%	37.02%
收入占比	34.65%	41.43%	57.23%	65.68%	69.68%
功能性聚烯烃热熔胶粒					
收入	5.40	7.42	7.67	7.75	9.20
YOY		37.40%	3.46%	1.06%	18.66%
收入占比	53.37%	43.81%	32.26%	25.95%	23.84%
其他					
收入	1.21	2.50	2.50	2.50	2.50
YOY		106.26%	0.00%	0.00%	0.00%
收入占比	11.98%	14.77%	10.51%	8.37%	6.48%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测

基于公司在热熔胶膜和功能性聚烯烃热熔胶粒领域的布局，未来公司有望打开业绩增长空间。我们预期 2022/2023/2024 年公司营业收入分别为 23.79/29.88/38.59 亿元，归母净利润分别为 1.57/2.56/3.50 亿元，对应 EPS 分别为 1.69/2.74/3.75 元/股，以 2023 年 1 月 17 日收盘价 69.34 元为基准，对应的 PE 分别为 41.09/25.30/18.50 倍。结合光伏封装胶膜行业高景气，看好公司未来发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5. 风险提示

原材料价格异常波动、下游需求不及预期、产品研发及技术升级迭代风险等。

1) 原材料价格异常波动：公司所需的原材料包括 PE、PP、EVA、POE 等石化树脂产品。受石油等基础原料价格和市场供需等因素的影响，原材料价格或将产生波动，进而对公司的毛利率产生不确定性的影响。

2) 下游需求不及预期：受产业政策、行业周期等因素的影响，下游基础设施建设、建筑装修、油气管道建设、光伏装机等行业需求或将产生波动，进而将对公司产品的需求产生不确定性的影响。

3) 产品研发及技术升级迭代：产品配方和工艺技术是公司主营产品核心要素，若公司未能把握客户需求变化及行业发展的新趋势，保持产品、技术的持续研发、升级，或将对公司的盈利能力产生不确定性的影响。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1693.21	2378.96	2987.87	3859.13
%同比增速	67.39%	40.50%	25.60%	29.16%
营业成本	1442.45	2050.08	2532.16	3263.02
毛利	250.75	328.88	455.71	596.11
%营业收入	14.81%	13.82%	15.25%	15.45%
税金及附加	3.70	5.08	6.34	8.07
%营业收入	0.22%	0.21%	0.21%	0.21%
销售费用	22.83	28.23	33.27	39.70
%营业收入	1.35%	1.19%	1.11%	1.03%
管理费用	36.79	47.55	59.53	77.77
%营业收入	2.17%	2.00%	1.99%	2.02%
研发费用	53.04	72.98	88.05	109.91
%营业收入	3.13%	3.07%	2.95%	2.85%
财务费用	12.69	9.61	5.65	5.26
%营业收入	0.75%	0.40%	0.19%	0.14%
资产减值损失	-0.52	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-7.19	-15.39	0.00	0.00
其他收益	9.89	21.20	25.17	31.47
投资收益	0.99	2.59	3.05	3.75
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.25	1.44	1.84	2.06
营业利润	125.13	175.25	292.93	392.68
%营业收入	7.39%	7.37%	9.80%	10.18%
营业外收支	0.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	125.72	175.25	292.93	392.68
%营业收入	7.43%	7.37%	9.80%	10.18%
所得税费用	12.76	17.79	37.18	42.93
净利润	112.96	157.46	255.75	349.75
%营业收入	6.67%	6.62%	8.56%	9.06%
归属于母公司的净利润	112.96	157.46	255.75	349.75
%同比增速	-2.40%	39.39%	62.42%	36.76%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元/股)	1.64	1.69	2.74	3.75

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.64	1.69	2.74	3.75
BVPS	10.94	15.15	17.89	21.64
PE	-	41.09	25.30	18.50
PEG	-	1.04	0.41	0.50
PB	-	4.58	3.88	3.20
EV/EBITDA	0.28	24.99	18.09	13.32
ROE	15%	11%	15%	17%
ROIC	12%	10%	11%	13%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	208.17	866.70	1069.56	1370.98
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款及应收票据	520.82	716.32	826.95	888.22
存货	193.83	250.35	312.35	358.38
预付账款	20.98	29.82	36.84	47.47
其他流动资产	37.63	48.73	52.53	66.44
流动资产合计	981.44	1911.92	2298.23	2731.48
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	288.25	346.93	410.66	473.68
无形资产	24.91	24.30	23.70	23.11
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	5.46	5.46	5.46	5.46
其他非流动资产	65.85	132.15	132.15	132.15
资产总计	1365.90	2420.76	2870.20	3365.87
短期借款	187.20	493.20	581.66	670.11
应付票据及应付账款	90.90	106.25	137.25	176.53
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	8.88	12.62	15.59	20.09
应交税费	8.56	12.02	15.10	19.50
其他流动负债	245.66	313.46	381.65	390.93
流动负债合计	541.20	937.55	1131.25	1277.16
长期借款	55.15	55.15	55.15	55.15
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	14.27	14.27	14.27	14.27
负债合计	610.62	1006.97	1200.67	1346.58
归属于母公司的所有者权益	755.28	1413.78	1669.54	2019.29
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益	755.28	1413.78	1669.54	2019.29
负债及股东权益	1365.90	2420.76	2870.20	3365.87

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	11.84	35.04	232.20	337.20
投资	28.00	0.00	0.00	0.00
资本性支出	-102.36	-158.02	-102.19	-106.68
其他	5.34	2.59	3.05	3.75
投资活动现金流净额	-69.02	-155.43	-99.14	-102.94
债权融资	-118.11	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	522.46	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	294.47	306.00	88.45	88.45
筹资成本	-6.02	-49.54	-18.65	-21.30
其他	-1.86	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	168.47	778.92	69.80	67.15
现金净流量	111.05	658.53	202.86	301.41

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，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），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C3、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C3、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。

分析师声明

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、竞争性因素以及东亚前海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。

分析师介绍

郑倩怡，东亚前海证券研究所轻工组组长。华威大学金融数学硕士。2019年加入东亚前海证券。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海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。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>