

## 胶带行业龙头，成长空间广阔

### 永冠新材（603681.SH）深度报告

证券研究报告

2022年03月18日

#### ● 核心结论

全球胶带市场空间广阔，国内企业迎高端胶带进口替代节点，公司或成为最大黑马。2025年全球胶带市场预计达744亿美元，年均增速将达5.2%。当前全球胶带格局划分较为明确：海外企业占据高端工业胶带市场，国内企业主攻中低端民用胶带市场。而随着终端汽车、面板等行业向国内转移，国内胶带行业将迎来进口替代机遇。作为国内胶带龙头，与国内其他公司相比，公司具有研发实力强、成长速度快等优势，我们认为公司有望借此次进口替代的机会最先成长为全球胶带龙头。

**短期扩产民用胶带，量增与降本逻辑共振：**公司以高周转维持15%的ROE，持续扩产存量民用市场提升市占率。预计2022-2023年公司产能将分别达47.8/53.4亿平。此外，公司布局上游BOPP膜上游降本、原料价格下行缓解成本压力也是短期利润修复的重要推动，我们测算BOPP膜自产后成本可以节省700-1200元/吨。

**中期产品结构升级，利润体量将迎快速增长：**高端工业胶带进口替代的机会来临，公司或凭借高研发投入在未来3-5年时间内完成进化。目前公司正向汽车线束胶带、医用胶带、可降解胶带等转型。

**长期建立自有品牌、强化销售渠道：**公司目前正在搭建全渠道营销推广平台，我们认为公司建立自己的品牌，以品牌强化渠道，构筑品牌+渠道壁垒将是长期发展的最优解。

**投资建议：**公司是民用胶带龙头，有望借国产替代机会成长为工业胶带龙头，预计公司2021-23年实现归母净利润2.09/3.89/5.23亿元。给予公司2022年18xP/E，目标价36.67元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**新建产能投放不及预期、海运运价持续高企等

#### ● 核心数据

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,144	2,414	3,380	4,577	5,442
增长率	26.1%	12.6%	40.0%	35.4%	18.9%
归母净利润（百万元）	160	187	209	389	523
增长率	21.9%	16.9%	11.8%	85.9%	34.3%
每股收益（EPS）	0.84	0.98	1.10	2.04	2.74
市盈率（P/E）	31.1	26.6	23.8	12.8	9.5
市净率（P/B）	3.2	2.8	2.8	2.3	1.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

买入

股票代码

603681

前次评级

评级变动

首次

当前价格

26.03

近一年股价走势



分析师



杨晖 S0800520010003



13717871708



yanghui@research.xbmail.com.cn

联系人



王鲜俐



13023162796



wangxianli@research.xbmail.com.cn

相关研究

## 索引

## 内容目录

投资要点 .....	5
关键假设 .....	5
区别于市场的观点 .....	5
股价上涨催化剂 .....	5
估值与目标价 .....	5
永冠新材核心指标概览 .....	6
一、民用胶带龙头，工业胶带进口替代最大受益者 .....	7
1.1 起家布基胶带，向中高端胶带市场进化 .....	7
1.2 具备丰富产品矩阵，为客户提供一站式采购服务 .....	8
1.3 高周转模式下持续扩产，公司业绩维持高增速 .....	10
二、全球胶带市场到 2025 年将达 744 亿美元，空间广阔 .....	13
2.1 民用胶带市场：市场空间体量大、市场竞争相对白热化 .....	13
2.2 工业胶带市场：产品附加值高、存在较大进口替代空间 .....	15
2.2.1 汽车胶带：契合汽车轻量化趋势、对功能性与寿命要求高 .....	15
2.2.2 半导体用胶带：助力晶片薄型化 .....	17
2.2.3 医用胶带：产品附加值高、需求增速快 .....	17
三、国内头部胶带企业进入高端产品转型期，业绩将迎拐点向上 .....	18
四、公司成长路径清晰，将率先进化为全球胶带龙头 .....	21
4.1 短期业绩增量：量增与降本逻辑共振 .....	21
4.1.1 持续扩产能叠加高 ROE，业绩迎来快速释放期 .....	21
4.1.2 向上布局 BOPP 膜与 PVC 膜降低生产成本 .....	22
4.1.3 原料价格下行修复利润 .....	23
4.2 中期业绩增量：产品结构升级，向高附加值产品进化 .....	23
4.2.1 汽车线束胶带：乘新能源车东风、迎进口替代机会 .....	27
4.2.2 医用胶带：存在 GMP 认证壁垒 .....	28
4.2.3 可降解胶带：禁塑令政策硬约束下可降解胶带 .....	28
4.3 长期成长路径：建立自有品牌、强化销售渠道 .....	28
五、盈利预测与估值 .....	30
5.1 盈利预测 .....	30
5.2 绝对估值 .....	31
5.3 相对估值 .....	32
5.4 投资建议 .....	32
六、风险提示 .....	32

## 图表目录

图 1: 永冠新材核心指标概览图.....	6
图 2: 公司发展历程.....	7
图 3: 公司股权结构 (截至 2021 年三季报) .....	8
图 4: 公司主要产品及应用场景.....	9
图 5: 公司主要产品的具体结构.....	9
图 6: 主要产品的生产工艺.....	10
图 7: 公司产品营收 (单位: 亿元) .....	11
图 8: 公司归母净利润 (单位: 亿元) .....	11
图 9: 布基胶带毛利率最高, 膜基胶带毛利率最低.....	11
图 10: 公司外销占比较大 (单位: 亿元) .....	12
图 11: 海外毛利率高于国内毛利率 .....	12
图 12: 公司 ROE 近 5 年在 15%左右.....	12
图 13: 公司资产负债率目前在 50%左右.....	12
图 14: 公司净利率处于行业中等水平.....	12
图 15: 公司资产周转率处于行业较高水平.....	12
图 16: 公司期间费用率总体下行.....	13
图 17: 公司净利率总体维持在 8%左右.....	13
图 18: 全球市场胶带类型占比 (按销量) .....	13
图 19: 2010-2018 年我国建筑装饰行业总产值年均复合增速达 9.12%.....	14
图 20: 2015-2019 年国内文教办公用品主营业务收入年均复合增速达 11.9%.....	15
图 21: 胶带在汽车中的使用场景.....	15
图 22: 我国机动车与汽车保有量均呈上升趋势.....	16
图 23: 我国千人机动车保有量仍有较大增长空间 (单位: 辆/千人) .....	16
图 24: 锂电池 Pack 内部使用胶粘剂将提高体积利用率 15%-20%.....	17
图 25: 半导体晶圆背面研磨工序需使用胶带.....	17
图 26: 2014-2018 年国内医用辅料市场规模 CAGR 达 13.1%.....	18
图 27: 2009-2019 年中国胶粘带销售量 CAGR 达 8%.....	18
图 28: 中国胶粘带销售额.....	18
图 29: 国内进口胶粘带单价是出口单价的 5 倍以上.....	19
图 30: 2019 年国内胶粘带出货以 BOPP 膜等低附加值产品为主.....	19
图 31: 公司市占率持续提升 .....	21
图 32: 公司产能扩张较快 (单位: 亿平) .....	22
图 33: 公司各类产品销售单价 (单位: 元/平) .....	22
图 34: 公司各类产品毛利率 .....	22
图 35: 美国 3M2020 年营收结构 .....	24
图 36: 美国艾利 2020 年营收结构 .....	24
图 37: 日东电工 2020 年营收结构 .....	24

图 38: 德国汉高 2020 年营收结构 .....	24
图 39: 日东电工现有产品及发展历程 .....	25
图 40: 日东电工近 30 年营收增长 1.9 倍 (单位: 十亿日元) .....	25
图 41: 日东电工近 30 年营业利润增长 6.7 倍 (单位: 十亿日元) .....	25
图 42: 公司研发费用率在 2019 年开始显著提升 .....	26
图 43: 公司近 3 年研发费用远高于竞争对手 (单位: 亿元) .....	26
图 44: 公司申请专利数量在 2018-2019 年大幅增长 .....	26
图 45: 全球汽车线束竞争格局 (2017 年) .....	28
图 46: 公司销售模式以 ODM 代工和母卷直销为主 .....	29
图 47: 坚朗五金通过云采平台进行直销 .....	29
表 1: 公司 2021 年股权激励计划考核目标 .....	8
表 2: 公司主要胶带产品 .....	8
表 3: 公司产能持续扩充 (单位: 亿平) .....	9
表 4: 快递用胶带的市场空间测算 .....	14
表 5: 海外胶带龙头企业相关业务及营收规模 .....	19
表 6: 国内胶带行业主要企业简介 .....	20
表 7: BOPP 膜自产后成本可以节省 700-1200 元/吨 (单位: 元/吨) .....	23
表 8: BOPP 膜项目及建设进度 .....	23
表 9: 公司原材料采购单价 (单位: 元/kg) .....	23
表 10: 公司目前拥有 21 项专利 .....	26
表 11: 线束胶带对多项指标要求较高 .....	27
表 12: 产品盈利预测拆分 .....	30
表 13: FCFE 估值相关假设 .....	31
表 14: FCFE 估值敏感性分析 .....	31
表 15: 可比公司相对估值 .....	32

## 投资要点

### 关键假设

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做出如下假设：

膜基胶带板块：预计 2021-2023 年销量分别为 23.69/39.11/43.88 亿平，其中 OPP 胶带销量分别为 22.27/37.15/41.69 亿平，PVC 胶带销量分别为 1.42/1.96/2.19 亿平；销售单价分别为 0.64/0.62/0.60 元/平，单平成本分别为 0.58/0.53/0.52 元/平。

布基胶带板块：预计 2021-2023 年销量分别为 1.47/1.47/1.47 亿平，销售单价分别为 4.77/4.06/4.17 元/平，单平成本分别为 3.37/2.80/2.86 元/平。

纸基胶带板块：预计 2021-2023 年销量分别 5.85/6.68/6.96 亿平，销售单价分别为 1.55/1.42/1.44 元/平，单平成本分别为 1.37/1.21/1.22 元/平。

### 区别于市场的观点

市场认为国内胶带壁垒较低，行业格局过于分散，公司自身优势不明显且未来成长性较弱。但我们认为，与国内其他公司相比，公司具有研发实力强、成长速度快、生产环保措施规范等优势，从公司当前公告的发展规划来看，公司有清晰成长的路径：短期立足原有业务进一步扩产及向上延申布局原材料，以实现量利双升；中期开拓汽车电子、医药用胶带等高附加值产品，进军高端胶带行业；长期打造自有品牌，建立品牌与渠道壁垒。我们认为长期看，公司有望成为“中国的 3M”。

### 股价上涨催化剂

新建项目投产、下游客户签单、海运运价回归理性

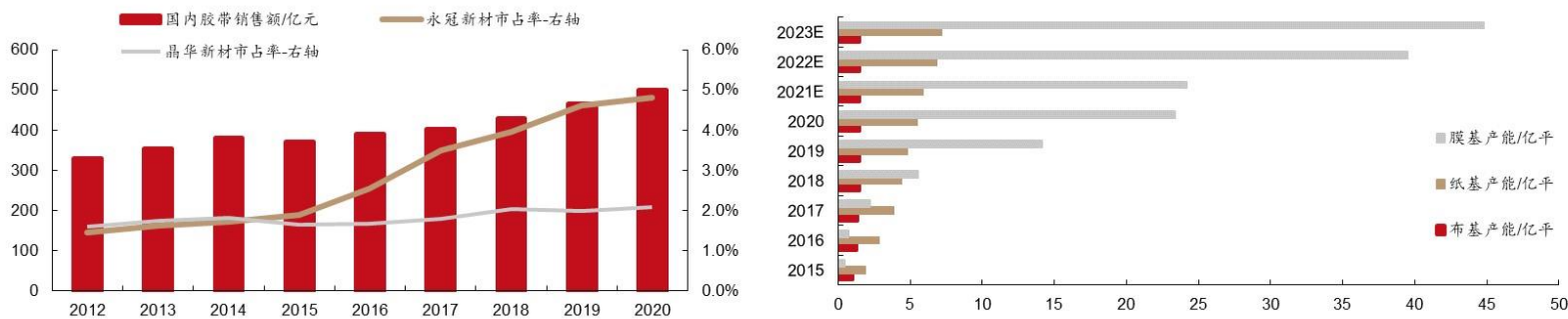
### 估值与目标价

公司是国内胶带行业龙头，与国内其他公司相比，公司具有研发实力强、成长速度快等优势，我们认为从长期维度看，国内企业有成长为 3M、德莎、汉高等全球知名企业的巨大潜力。我们预计公司有望借此次进口替代的机会最先成长为全球胶带龙头。从公司当前公告的发展规划来看，公司有清晰的向 3M 进化的路径：1) 短期扩产民用胶带，量增与降本逻辑共振；2) 中期产品结构升级，利润体量将迎快速增长；3) 长期建立自有品牌、强化销售渠道。

预计公司 2021-2023 年将实现营收 33.80/45.77/54.42 亿元，同比增速为 40%/35.4%/18.9%，实现归母净利润 2.09/3.89/5.23 亿元，同比增速为 11.8%/85.9%/34.3%，对应 EPS 为 1.10/2.04/2.74 元。我们给予公司 2022 年 18x P/E，目标价 36.67 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

## 永冠新材核心指标概览

图 1：永冠新材核心指标概览图



资料来源：公司官网，西部证券研发中心



## 一、民用胶带龙头，工业胶带进口替代最大受益者

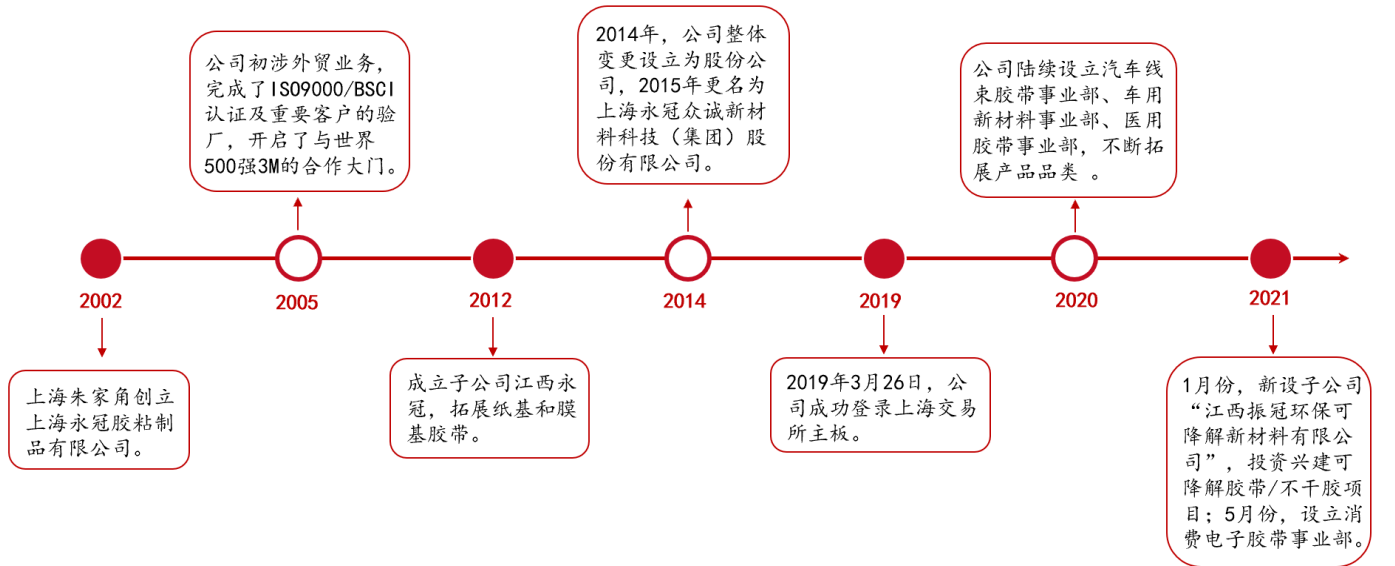
中国是全球最大的胶带生产国，依靠成本优势在中低端胶带市场占据较大的市场份额，但是在高附加值的高端胶带领域市占率较低。全球高端胶带市场基本被美国 3M、德国汉高、德莎、日东电工、日本琳得科等基本垄断了电子、汽车等中高端市场。国内企业多从中低端民用胶带产品起步，永冠新材作为国内胶带第一梯队企业，目前正向中高端胶带市场进军。公司具备规范的管理以及扎实的研发，有望成为率先实现进口替代的第一梯队。

### 1.1 起家布基胶带，向中高端胶带市场进化

**胶带行业龙头，进击全球市场。**永冠新材是国内民用胶带龙头，成立 20 年以来，深耕胶带领域，目前产品涵盖布基、膜基、纸基，拥有丰富的胶带产品矩阵。公司目前有江西、上海、山东、越南 4 个生产基地，客户包括 3M、日东电工等国际知名企业。

**业务起步于进入 3M 供应链，未来向高附加值胶带产品进化。**公司成立于 2002 年，成立之初以布基胶带起家，2005 年进入 3M 布基胶带供应链。公司在与 3M 的代工中逐渐进化，2012 年公司将生产重心转移至江西基地，并逐步进入膜基与纸基胶带领域。2019 年上市后凭借融资优势快速扩产，立足民用胶带市场的同时，延续多品类发展战略，进军附加价值更高的可降解板块和工业、医用胶带板块。2020-2021 年公司陆续成立汽车线束胶带、车用新材料、医用胶带、消费电子胶带事业部。

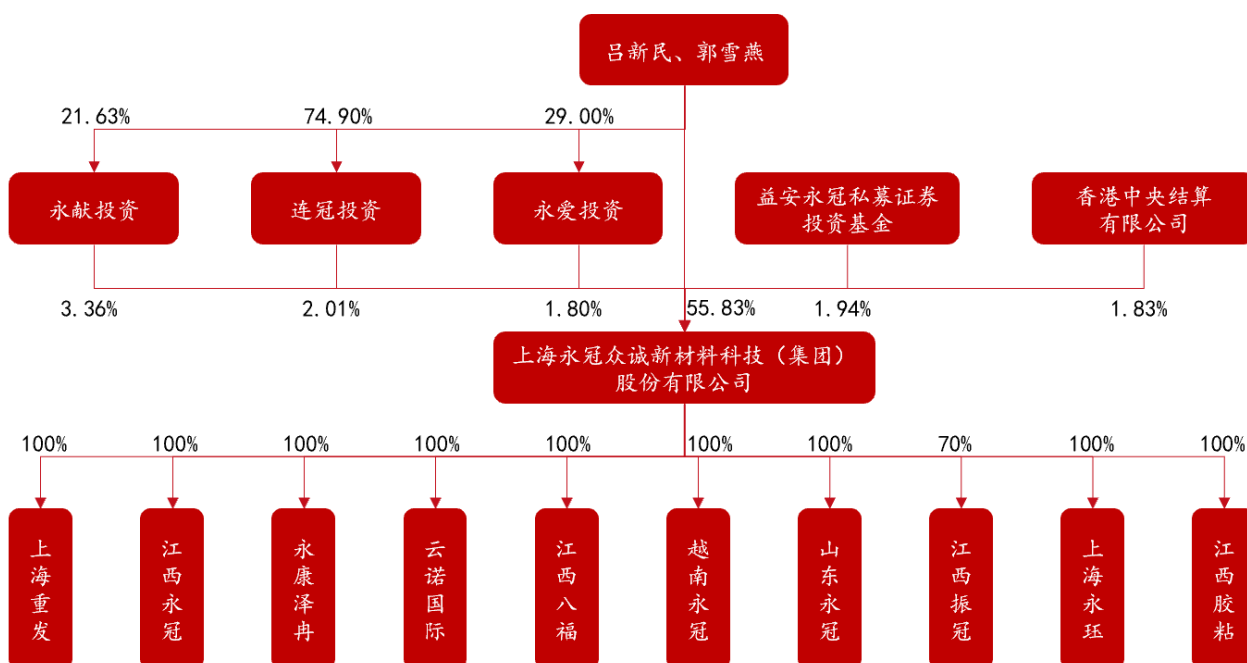
图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，西部证券研发中心

**员工持股平台持股比例高，并于近期实施股权激励计划，深度绑定核心员工与公司利益。**实控人吕新民、郭雪燕夫妇直接持有公司股份达 55.83%。永献投资、连冠投资、永爱投资为公司创始人团队持股平台，通过股权深度绑定员工利益。此外，公司于 2021 年 9 月宣布股权激励计划，计划以 28.51 元/股的行权价格向 51 名董事、高级管理人员、核心骨干员工及新事业部关键人员授予 205 万份股票期权。

图 3：公司股权结构（截至 2021 年三季度）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 1：公司 2021 年股权激励计划考核目标

行权期	行权比例	业绩考核目标
第一个行权期	30%	公司需满足下列两个条件之一：1、以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 35%；2、2021 年营业收入不低于 30 亿元。
第二个行权期	30%	公司需满足下列两个条件之一：1、以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 65%；2、2022 年营业收入不低于 40 亿元。
第三个行权期	40%	公司需满足下列两个条件之一：1、以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 100%；2、2023 年营业收入不低于 50 亿元。

资料来源：Wind、西部证券研发中心

## 1.2 具备丰富产品矩阵，为客户提供一站式采购服务

公司具备行业里最完善的产品品类，为客户提供一站式采购服务。目前在售产品涵盖布基、纸基、膜基三大类胶粘产品，共 61 个细分品类，超过 49000 款，可为客户提供一站式采购服务。目前公司仍在开发可降解胶带、医用敷料胶带等新品。

表 2：公司主要胶带产品

产品类别	类型	制备	特性及用途
布基胶带	民用型布基胶带	以聚乙烯与纱布纤维的热复合为基材，涂高粘度合成在相对较平的表面或者可以搭接的情况下粘着力强，可用于家装胶水，是一种粘合力比较大的高粘胶带。	修理、捆扎、包裹等。
	工业型布基胶带	以聚乙烯与纱布纤维的热复合为基材，涂高粘度合成初粘力、抗拉力较大，剥离力均衡，防水防漏，耐化学性优良，胶水，是一种粘合力比较大的高粘胶带。	使用方便。适用于工业封箱、管道保护、造船及汽车等工业生产。
纸基胶带	美纹纸胶带	以美纹纸为基材，覆涂以水性或油性胶粘剂制作而成高粘着力，容易剥离（不留残胶），使用方便，主要用于室内装修、汽车修理过程中的油漆喷漆等。	



清洁胶带	一种粘性较强的纸基胶带。	使用方便，高粘着力，主要用于清洁衣服、沙发、地毯等。
牛皮纸胶带	以牛皮纸为基材，根据用途的不同覆涂以橡胶、热熔初粘力强、剥离力强、易撕；适用于包装、保护、封箱、相框保护、粘毛、粘合等用途。	
膜基胶带	PVC 胶带	以软质聚氯乙烯薄膜单面涂布橡胶系胶水制成。绝缘、耐燃、抗电压，主要用于电线粘合、工地、警示等用途。
	OPP 胶带	以 OPP 定向拉伸聚丙烯薄膜或 BOPP 双向拉伸聚丙烯厚度薄、强度高、抗刺穿、防撕裂，适用于纸箱封口、物品包扎薄膜为基材，涂以水性或溶剂型胶粘剂而成的胶带。等。

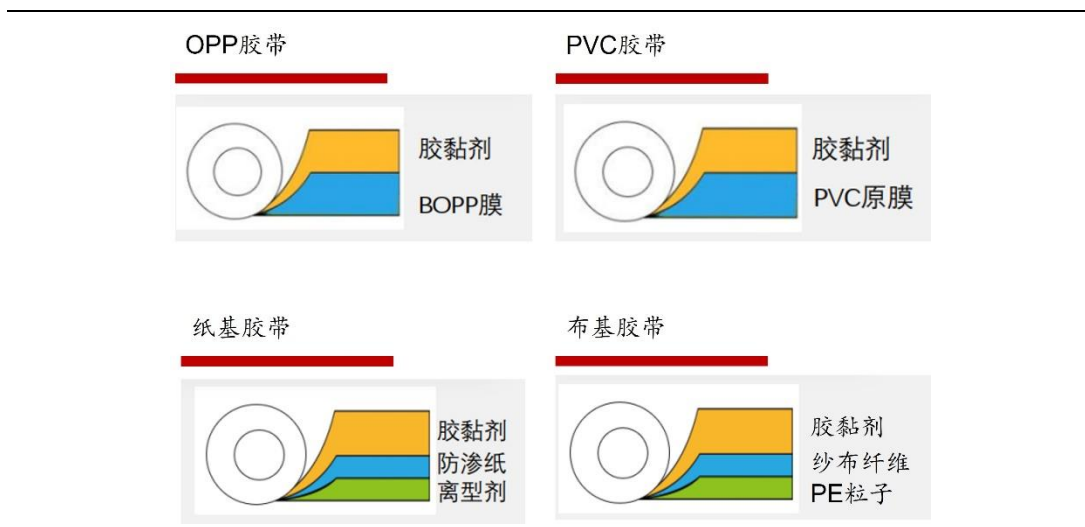
资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

图 4：公司主要产品及应用场景



资料来源：公司官网、西部证券研发中心

图 5：公司主要产品的具体结构



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

**持续扩充产能，并实现多基地布局。**公司目前一共有江西、上海、山东、越南四大基地，其中生产基地以江西和山东为主。公司在上交所上市后，又相继发行可转债持续建设新项目，2020 年公司布基、纸基、膜基产能分别为 1.47 亿平、5.46 亿平、23.40 亿平。

表 3：公司产能持续扩充（单位：亿平）

产能	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
----	------	------	------	------	------	------	-------	-------	-------

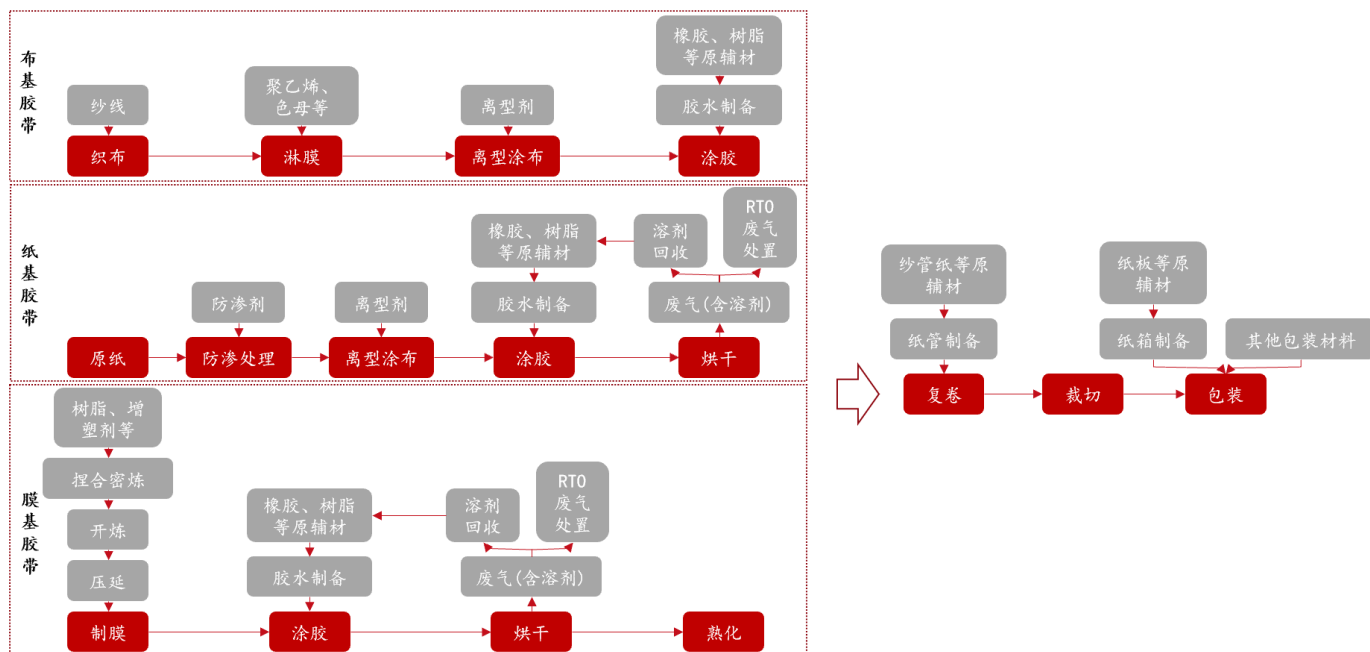
## 公司深度研究 | 永冠新材

布基	1.002	1.25	1.32	1.44	1.44	1.47	1.47	1.47	1.47
纸基	1.855	2.8	3.84	4.41	4.8	5.46	5.91	6.81	7.17
膜基	0.49	0.7	2.25	5.52	14.12	23.4	24.17	39.5	44.78
合计	3.35	4.75	7.41	11.37	20.36	30.33	31.55	47.78	53.42
YOY		41.9%	56.0%	53.4%	79.1%	49.0%	4.0%	51.4%	11.8%

资料来源：公司公告、西部证券研发中心

向上延申自产原料，逐步实现一体化布局。公司在布基胶带已经实现织布与离型剂的原材料布局，2021年已经实现新型高速特种纸造纸项目以及BOPP膜一线项目投产，纸基和膜基胶带的上游材料自给率将逐步提升。

图6：主要产品的生产工艺

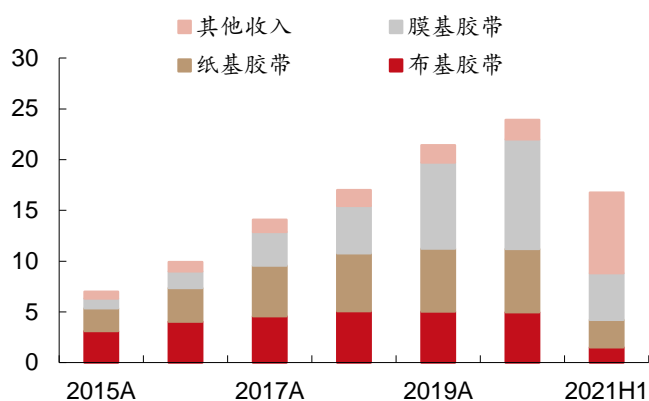


资料来源：公司招股说明书、西部证券研发中心

### 1.3 高周转模式下持续扩产，公司业绩维持高增速

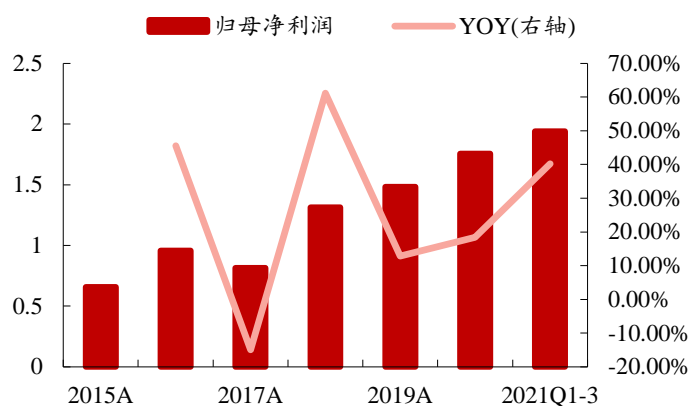
公司营业收入、归母净利润持续高增长。2015-2020年营收年均复合增速为27.87%，其中膜基胶带为主要增长点，近5年复合增速达61.87%。2015-2020年归母净利润年均复合增速为21.67%，2017年归母净利润同比下降14.09%，系原材料涨价及人民币升值所致。

图 7：公司产品营收（单位：亿元）



资料来源：Wind、西部证券研发中心

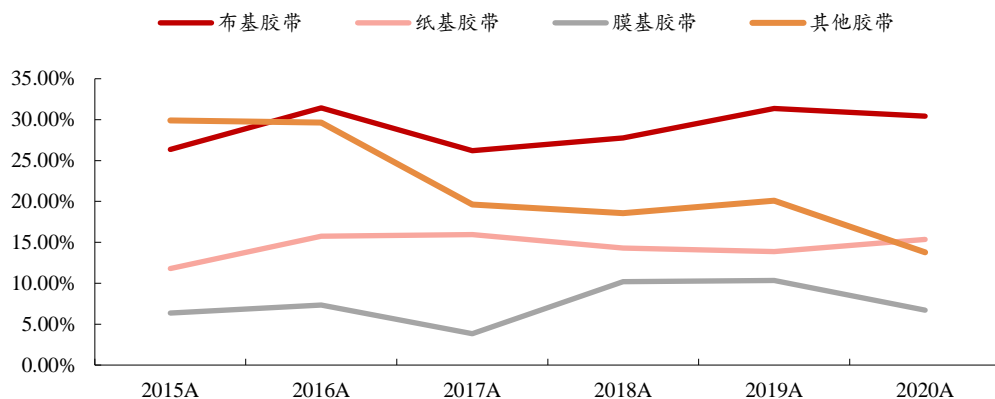
图 8：公司归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind、西部证券研发中心

**膜基、布基、纸基胶带毛利率有差异，其中布基胶带毛利率最高。**公司布基胶带技术积累最深且主要市场在美国和欧洲，毛利率最高。膜基胶带主要销往发展中国家且以母卷半成品直销为主，毛利最低。2020 年综合毛利率下降系：1) 膜基胶带营收占比增大；2) 新收入准则将膜基胶带出口代理费、运输费等归至成本使其毛利率进一步下降。

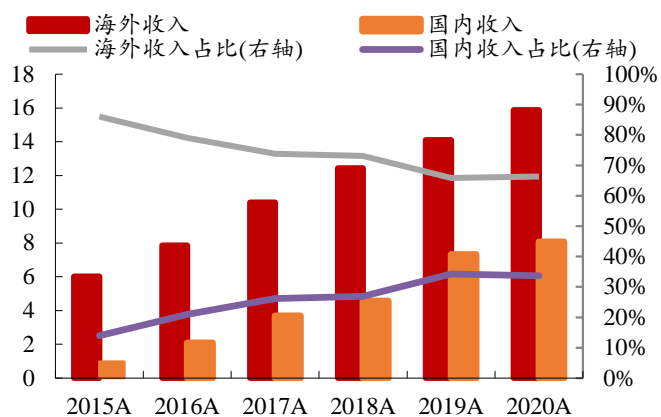
图 9：布基胶带毛利率最高，膜基胶带毛利率最低



资料来源：Wind、西部证券研发中心

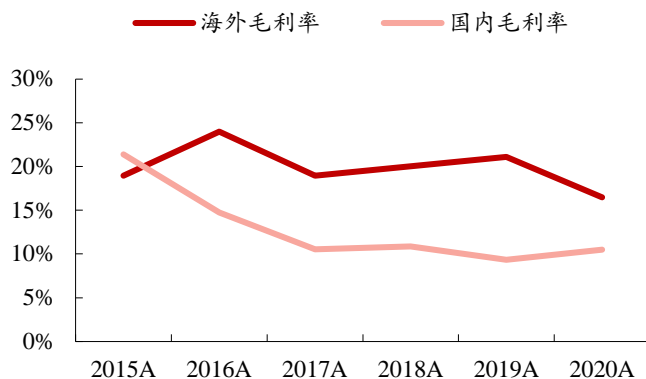
**出口毛利率高于国内市场。**公司在成立早期便切入 3M 供应链，目前客户遍及欧洲、日本、中东、东南亚、美国等地。从招股书来看，公司前 5 大客户全部为海外企业，因此海外营收占比较高。海外客户多采购利润率更高的布基、纸基胶带，且国内中低端胶带市场竞争激烈，因此海外综合毛利率高于国内。

图 10：公司外销占比较大（单位：亿元）



资料来源：Wind、西部证券研发中心

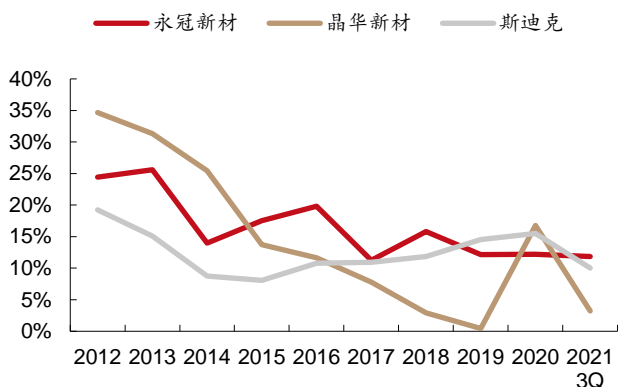
图 11：海外毛利率高于国内毛利率



资料来源：Wind、西部证券研发中心

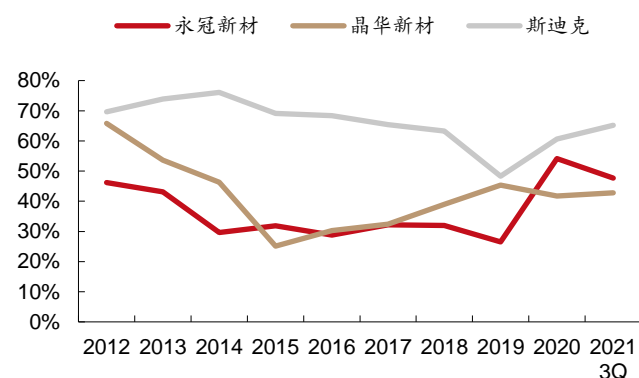
公司资产周转率高，ROE 处于较高水平。公司近 5 年的 ROE 在 15% 左右，在胶带可比上市公司中，公司的 ROE 处于较高水平。从可比公司的资产负债率、净利率及资产周转率指标对比来看，公司以高周转维持高 ROE 水平。

图 12：公司 ROE 近 5 年在 15% 左右



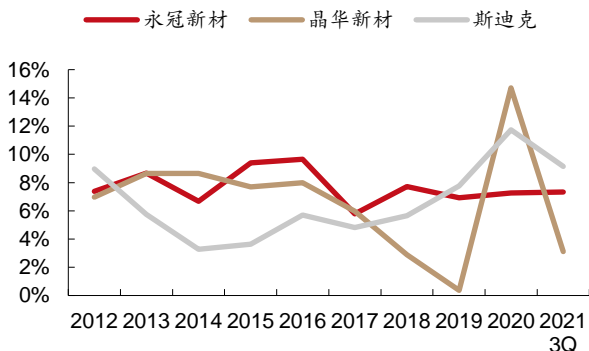
资料来源：Wind、西部证券研发中心

图 13：公司资产负债率目前在 50% 左右



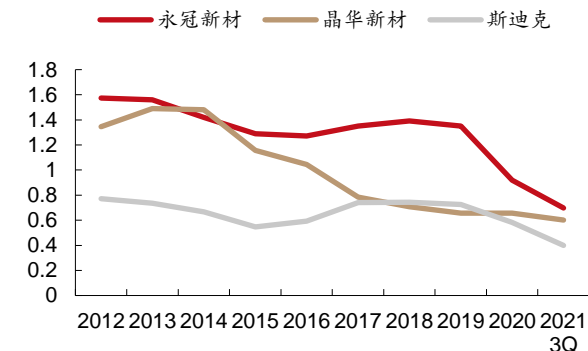
资料来源：Wind、西部证券研发中心

图 14：公司净利率处于行业中等水平



资料来源：Wind、西部证券研发中心

图 15：公司资产周转率处于行业较高水平

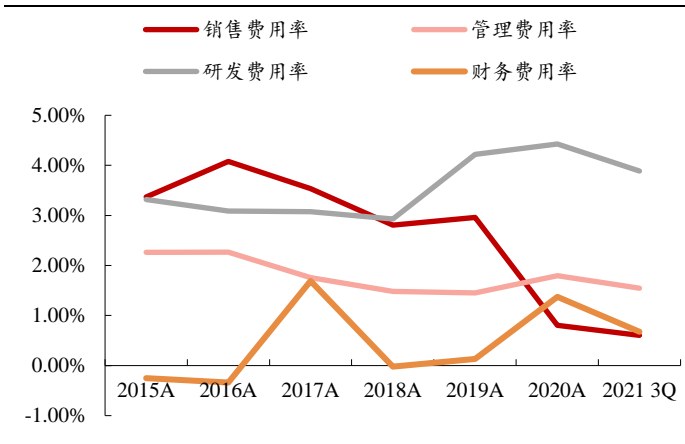


资料来源：Wind、西部证券研发中心

公司毛利率受原材料价格波动较大、期间费用率总体下行。公司原料均为大宗品，因此毛利率受原料价格波动较大。公司通过持续优化管理，期间费用率总体呈现下行趋势，净利率总体稳定。2020Q4 公司毛利率大幅下滑主要系美元汇率波动及原料价格上行导致，

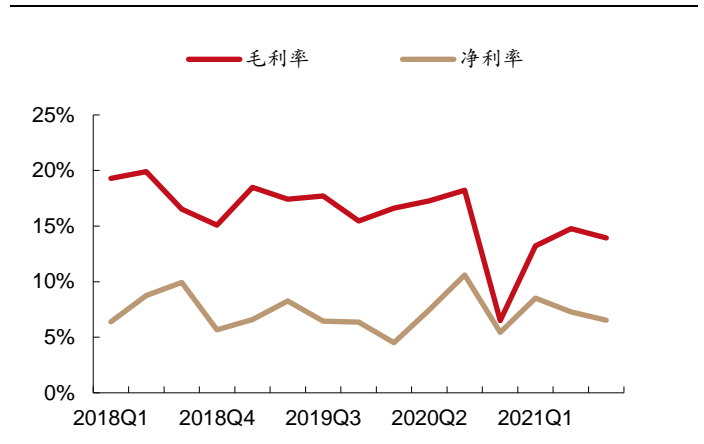
随着公司及时调整定价策略，2021年毛利率有所修复。此外，随着公司转型高端胶带领域，公司研发费用率逐年提升。

图 16：公司期间费用率总体下行



资料来源：Wind、西部证券研发中心

图 17：公司净利率总体维持在 8% 左右



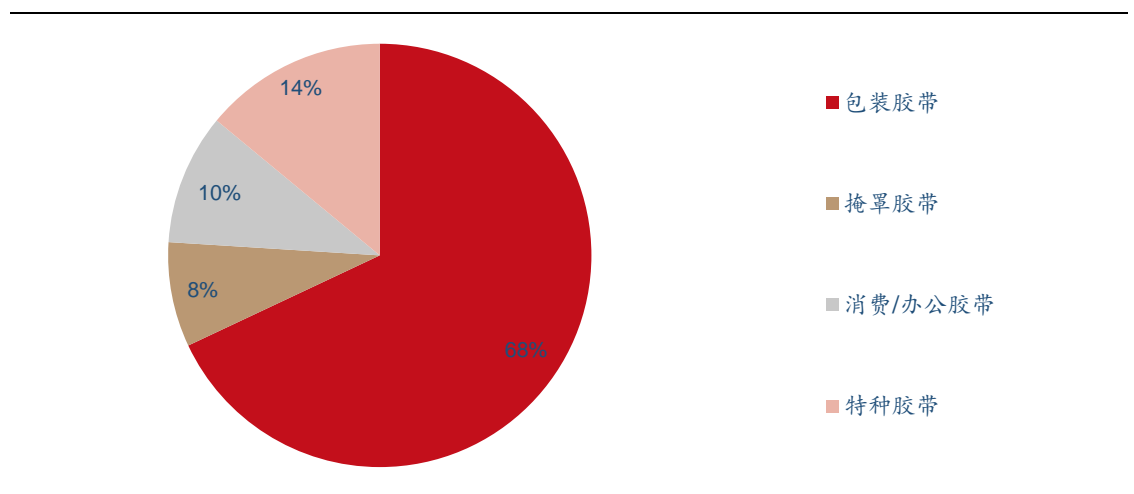
资料来源：Wind、西部证券研发中心

## 二、全球胶带市场到2025年将达744亿美元，空间广阔

2025 年全球胶带市场规模将达 744 亿美元，未来 5 年 CAGR 将达 5.2%。胶带应用范围广泛，且属于耗材，因此市场空间大。根据 Verified Market Research 预测，2020-2025 年全球胶粘带市场规模将按照 5.2% 的年复合增长率增长，到 2025 年可达到 744.3 亿美元。

民用胶带市场容量相对工业胶带更大。胶带下游大致分为民用、工业两大领域，其中民用胶带市场包括建筑装饰、家居日用、办公文教等，工业胶带市场包括汽车、电子元器件制造、医用耗材等多种领域。根据欧洲胶带协会的数据，在全球胶带市场中，包装胶带、掩罩胶带、消费/办公胶带、特种胶带的消费比例分别为 68%、8%、10%、14%。因此目前胶带市场中民用胶带占据大头。

图 18：全球市场胶带类型占比（按销量）



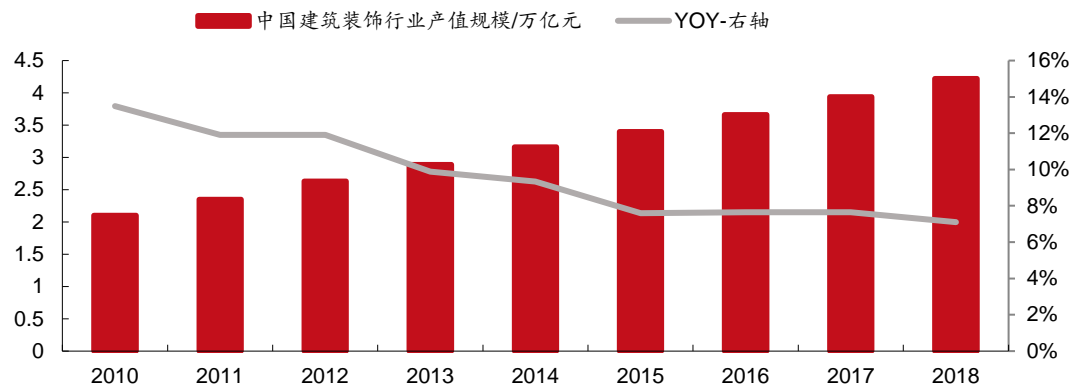
资料来源：欧洲胶带协会、西部证券研发中心

### 2.1 民用胶带市场：市场空间体量大、市场竞争相对白热化

民用胶带市场包括建筑用胶带、家居日用胶带、文具用胶带等。其中建筑用胶带主要是美纹纸胶带，因为美纹纸胶带具有易撕性、柔软服帖和再撕不残留胶等特性。家居日用市场常使用布基胶带、OPP 胶带和双面胶带进行固定、捆扎、封箱等工作，其中 OPP 胶带具有强度高、抗刺穿、防撕裂等，是产销量最大的一类胶带。文具用胶带则种类相对广泛，包括膜基、布基、纸基胶带等。总体来看，民用胶带对功能性及耐久性要求不高，因此制造壁垒相对较低，市场竞争相对激烈，制造成本是关键竞争要素。

预计全球建筑用胶带市场空间未来 5 年 CAGR 为 4.5%。根据 Morod Intelligence 预测，全球建筑装饰行业 2021-2026 年需求增速在 4.5%。国内建筑装饰行业过去增速相对较高，根据中国建筑装饰协会的数据，我国建筑装饰行业总产值由 2010 年的 2.10 万亿元增加到 2018 年的 4.22 万亿元，年复合增长率达 9.12%。往后看，虽然国内房地产竣工面积增速相比于 2010-2018 年有所放缓，但是现有建筑物在其整个使用寿命内需要多次装饰装修，其中住宅每 8-12 年需要重新装修，公共住宅的装修周期为 6-8 年，而娱乐场所和商务用房的装修周期更短。当前存量建筑面积也将带动建筑装饰需求进入高速增长阶段，因此可假定建筑用胶带市场按照 4.5% 的年复合增长率增长。

图 19：2010-2018 年我国建筑装饰行业总产值年均复合增速达 9.12%



资料来源：中国建筑装饰协会、西部证券研发中心

全球快递用胶带未来 5 年若以 25% 的 CAGR 增长，则到 2025 年快递用胶带市场空间将达 1990 亿元。根据必能宝和国家邮政局的数据，2020 年全球快递业务量超过 1280 亿件，过去 5 年均增速为 20.25%，国内快递业务量达 833 亿件，过去 5 年年均增速为 32.17%。我们假设到 2025 年全球和国内快递业务量的年均增速分别为 25%、30%，则到 2025 年全球/国内快递用胶带需求量为 3209/2074 亿平，以单平 0.62 元测算，全球/国内快递用胶带市场空间为 1990/1055 亿元。

表 4：快递用胶带的市场空间测算

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2025E
全球快递业务量（亿件）	360.0	430.0	510.0	630.0	740.0	875.0	1030.0	1282.5	3913.8
中国快递业务量（亿件）	92.0	139.6	206.7	312.8	400.6	507.1	635.2	833.6	2074.3
对应全球快递用胶带需求量/亿平	295.2	352.6	418.2	516.6	606.8	717.5	844.6	1051.6	3209.3
对应国内快递用胶带需求量/亿平	75.4	114.5	169.5	256.5	328.5	415.8	520.9	680.6	1700.9
对应全球快递用胶带市场空间/亿元	236.2	282.1	292.7	361.6	424.8	480.7	565.9	704.6	1989.8
对应国内快递用胶带市场空间/亿元	60.4	91.6	118.6	179.5	229.9	278.6	349.0	456.0	1054.6

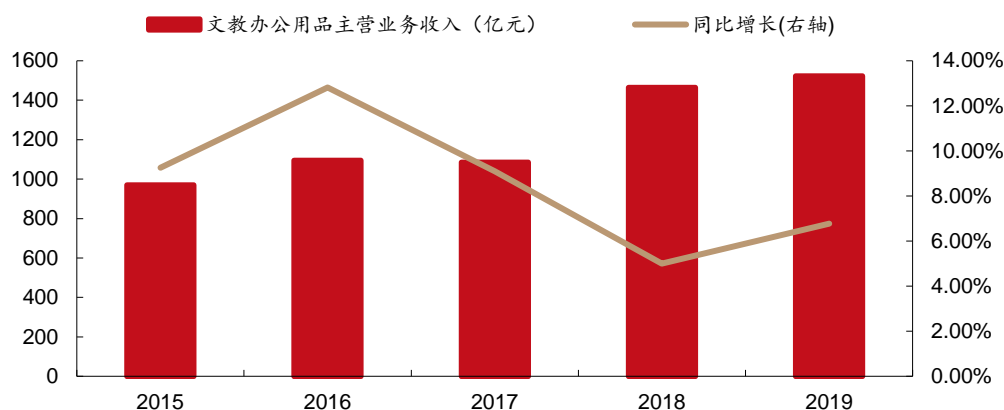
资料来源：必能宝、国家邮政局、西部证券研发中心

预计全球文具领域用胶带未来 5 年年均增速将为 5.1%。文具领域对胶带的使用非常广泛



且种类较多。根据 Grand View Research 的数据，2019-2025 年全球文具用品市场预计以 5.1% 的年均增速增长。国内增速相对较高，根据国家统计局数据，2015-2019 年全国文教办公用品主营业务收入年均复合增速达 11.9%，对应文具用胶带市场将快速放量。

图 20：2015-2019 年国内文教办公用品主营业务收入年均复合增速达 11.9%



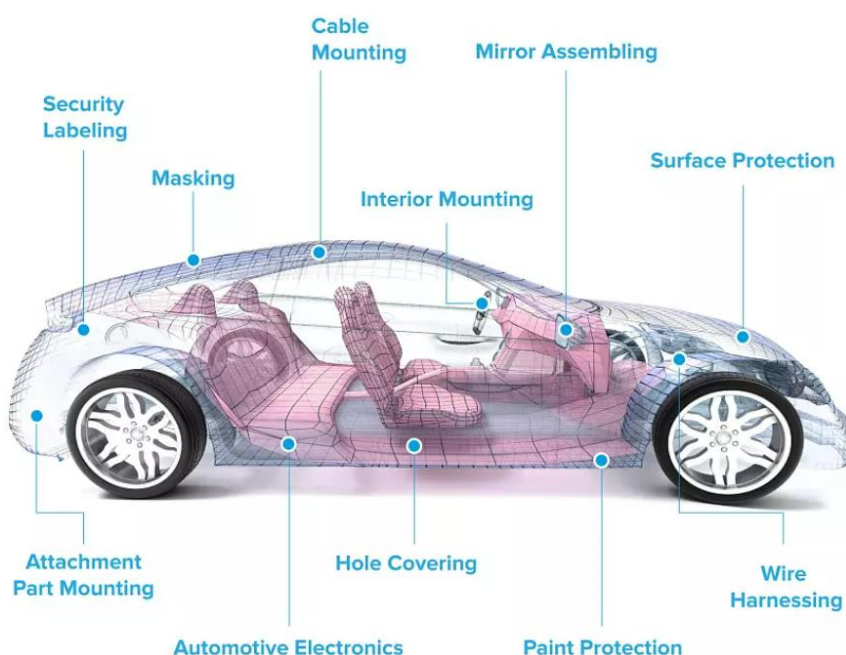
资料来源：国家统计局、西部证券研发中心

## 2.2 工业胶带市场：产品附加值高、存在较大进口替代空间

### 2.2.1 汽车胶带：契合汽车轻量化趋势、对功能性与寿命要求高

预计全球汽车胶带未来 8 年以 7.3% 的年均增速增长。在汽车轻量化趋势下，胶带作为质量轻、价格低廉的材料，可以部分取代需要依靠螺丝连接或者焊接的场景。根据德莎的资料，胶带可以用于汽车外饰件固定、车身堵孔、内饰固定、线束固定、漆面保护、车镜装配等多种场景。根据 TESA 的数据，一辆车可以使用 100 多种不同类型的胶带。根据 Grandview Research 的预测，全球汽车胶带市场将由 2020 年的 26.9 亿美元增长到 2028 年的 47.3 亿美元，年均增速达 7.3%。

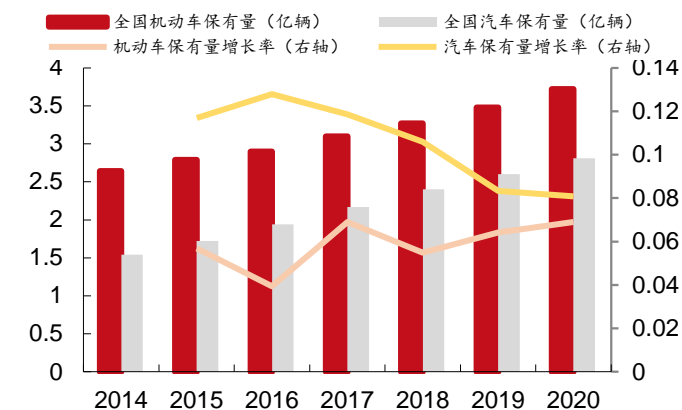
图 21：胶带在汽车中的使用场景



资料来源：TESA 官网、西部证券研发中心

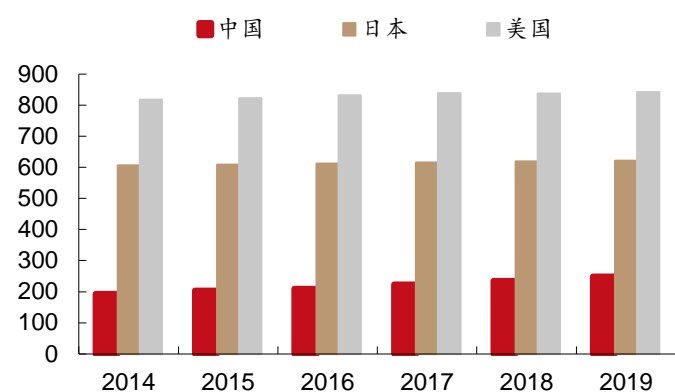
汽车胶带对功能性要求较高，其制造壁垒也相对高。一辆乘用车的使用寿命通常在8年以上，且汽车行驶工况相对复杂，因此用于车身外壳的胶带要求有高的耐热性、耐寒性、耐湿性和防紫外线等特性，车内胶带要求有降噪功能、低VOCs等，与民用胶带相比其功能性和寿命要求较高，因此具有一定的制造壁垒。

图 22：我国机动车与汽车保有量均呈上升趋势



资料来源：公安部、西部证券研发中心

图 23：我国千人机动车保有量仍有较大增长空间（单位：辆/千人）

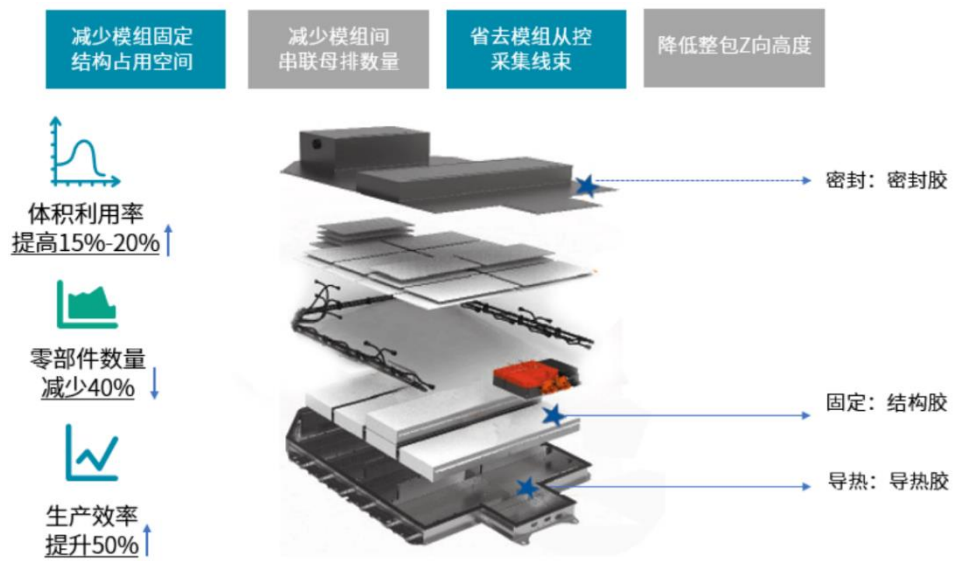


资料来源：国家统计局、Statista、公安部、西部证券研发中心

汽车线束胶带单车价值量在 30-50 元。汽车线束胶带主要用来捆扎导线、保护导线、做绝缘保护层、吸音降噪、固定等。根据高工产业研究院数据，2018 年中国传统车汽车线束胶带的市场空间达到 95 亿元，而近年来新能源车销量的高速增长带动了高压汽车线束胶带的增量需求，虽然新能源车的电路集成化比传统汽油车高，导致单车线束胶带用量下降，但新能源车所用的高压线束胶带对绝缘、阻燃、耐高温及电磁波屏蔽等性能要求，因此其售价比传统胶带高 20%-30%，线束胶带的单车价值量在 30-50 元之间，市场空间总体上行。

锂电用胶粘材料的单车价值量达 500-1000 元。胶粘材料在锂电池中也将发挥重要作用。当前锂电池行业处于不断降成本、提升能量密度的阶段，在 Pack 中使用胶粘材料来替代导热垫、端板、侧板、支架、密封垫、螺栓等结构件，将大大提升成组效率、降低成本并且实现轻量化。目前锂电池企业纷纷推广“大模组、无模组”技术，胶粘材料的替代比例有望提升。根据中国胶粘剂与胶粘带工业协会数据，动力电池用胶粘剂的单车价值量可达 500-1000 元。

图 24：锂电池 Pack 内部使用胶粘剂将提高体积利用率 15%-20%

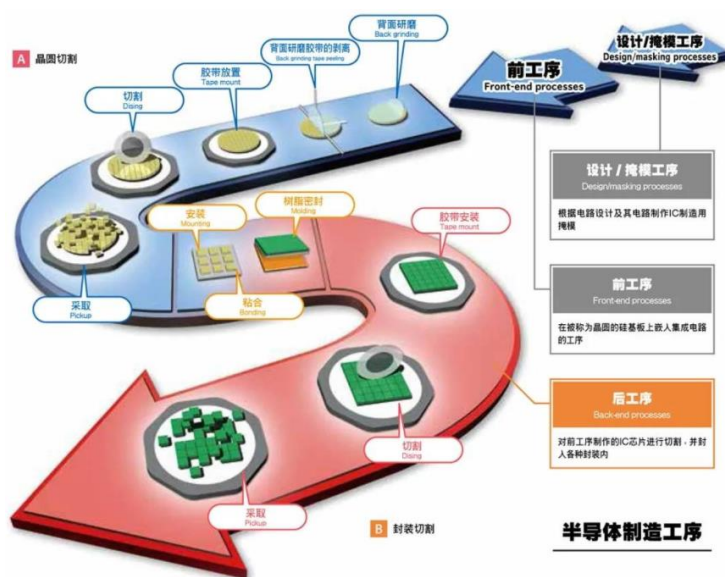


资料来源：澳中电子、西部证券研发中心

### 2.2.2 半导体用胶带：助力晶片薄型化

当前半导体产品趋向于小型化和薄型化，而缩减尺寸的方法有：1) 采用极薄半导体晶片；2) 用背面研磨减薄半导体晶片厚度。因此通常在晶圆上集成电路制作工序之后和晶圆切割工序之前，还包含晶圆背面研磨工序，进行多个晶片一次薄化处理。该过程需要使用背面研磨胶带、切割胶带、硬质基板的热分离胶带等。常用的胶带包括美纹纸胶带、PET 胶带、泡棉胶带等。根据 APFE 的数据，当前全球半导体晶圆胶带市场规模达 26 亿元，预计到 2025 年将达到 33 亿元，年均复合增速为 4.9%。

图 25：半导体晶圆背面研磨工序需使用胶带

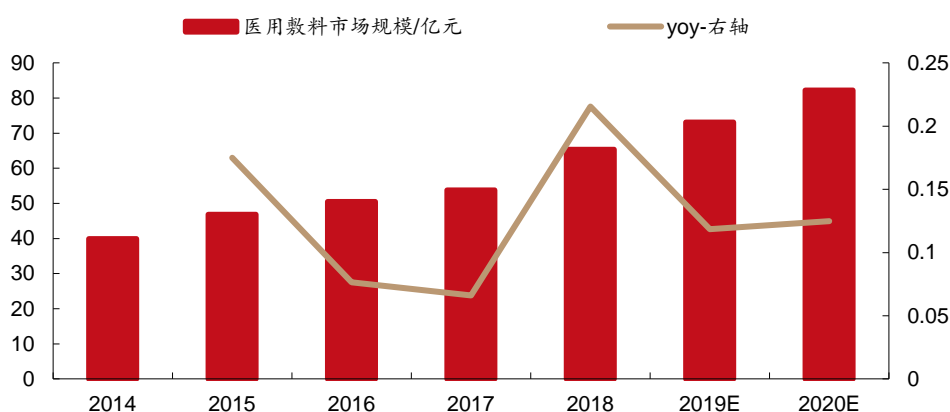


资料来源：CNKI、西部证券研发中心

### 2.2.3 医用胶带：产品附加值高、需求增速快

预计国内医用胶带市场将以 10% 以上的增速增长。医用胶带主要用于输液针管的固定、各类敷料的固定以及各类医疗包扎，由聚乙烯薄膜或无纺布加胶粘剂构成。根据 BMI Research 统计，2014-2018 年全球医用敷料市场规模由 111 亿美元增长至 121.58 亿美元，年均复合增速为 2.3%；2014-2018 年国内医用敷料市场规模由 39.89 亿元增长至 65.38 亿元，年均复合增速为 13.1%。医用胶带多用于固定伤口、固定药物及掩饰伤口，其增速与敷料较为一致。

图 26：2014-2018 年国内医用辅料市场规模 CAGR 达 13.1%

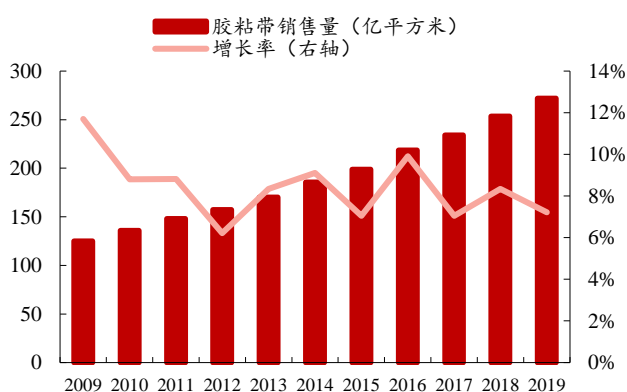


资料来源：BMI Research、西部证券研发中心

### 三、国内头部胶带企业进入高端产品转型期，业绩将迎拐点向上

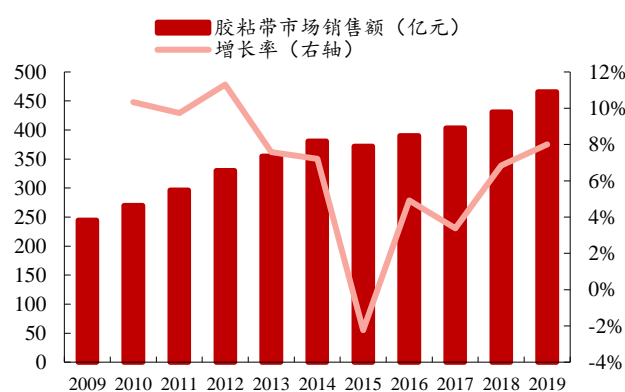
国内胶粘带市场较海外起步晚约 1.5 个世纪，但在近 10 年内迅速成长为全球最大胶粘带生产国。1845 年，美国研制出医用膏贴制剂，标志胶粘带行业诞生。1925 年，美国 3M 公司进一步研发出应用于封箱包装和交通运输领域的遮蔽胶粘带。而中国胶粘带起步相对较晚，1983 年广东地区首先出现胶粘带产线。经过 30 多年的发展，中国成为全球最大胶粘带生产国，2019 年中国胶粘带销量 271.8 亿平方米，占全球总销量的 58.1%。2009-2019 年中国胶粘带销量从 125 亿平方米增长至 271.8 亿平方米，CAGR 8.08%。

图 27：2009-2019 年中国胶粘带销售量 CAGR 达 8%



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，西部证券研发中心

图 28：中国胶粘带销售额

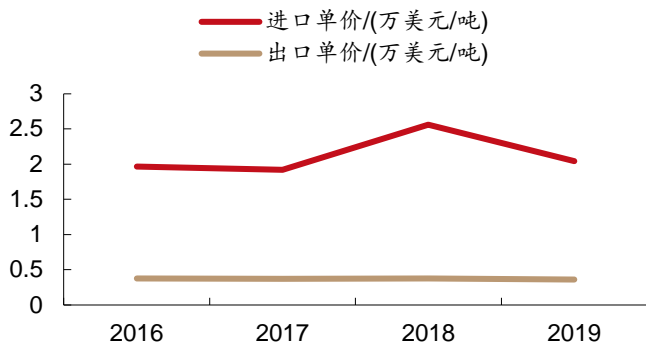


资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，西部证券研发中心

海外早已向高端产品进化，国内仍以中低端附加值产品供应全球。尽管 2019 年中国胶粘带销量占全球 58.1% 的份额，但是销售额仅为全球的 12.3%。且近 5 年来出口单价仅

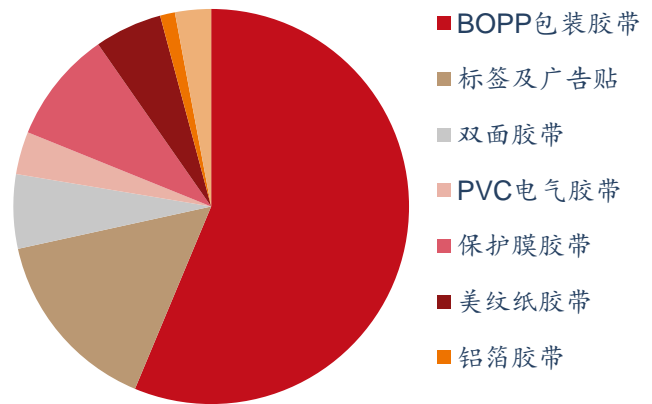
为进口单价的 1/5 左右。根据 2019 年国内胶粘带行业出货结构来看，BOPP 包装胶带、标签及广告贴、双面胶带占比 78%。

图 29：国内进口胶粘带单价是出口单价的 5 倍以上



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会、西部证券研发中心

图 30：2019 年国内胶粘带出货以 BOPP 膜等低附加值产品为主



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会、西部证券研发中心

**当前全球胶粘带行业具有差异分明的三级市场格局：**最高级为生产以压敏胶带、线束胶带等为代表的高附加值特种胶带的欧美日大型企业；中级为中小自主品牌生产企业和龙头代工厂商；底层为众多高同质化小型胶带生产企业和下游裁切商。当前最高级供应主要被国际龙头垄断，其中 3M、日东电工、德莎和琳得科控制着全球压敏胶带近 20% 的市场。中底层则被中国企业凭借成本优势占据，存在着企业数量众多、规模小、竞争激烈、产业集中度低的问题。

**最高级企业：创建历史悠久，大多起步于民用胶带，目前已完成向高端胶带及其他领域进化。**这类企业主攻高端胶带，而将低附加值的民用胶带交由国内企业代工。

- 美国 3M 成立于 1902 年，1925 年研制出 Scotch 遮蔽胶带，开启胶带市场之路，至今 3M 公司胶带产品品类齐全，2019 年胶粘剂/胶粘带业务营收达到 90 亿美元。
- 德国汉高成立于 1876 年，以洗涤剂/清洁剂起家，1923 年开始生产粘合剂，2019 年粘合剂业务营收达 114.24 亿美元。
- 德国德莎成立于 1906 年，先后推出自粘胶带 tesafilm、油漆专用胶带 tesakrepp 等经典产品，公司目前全力专注于胶带行业，2019 年公司实现营收 166.61 亿美元。
- 日东电工成立于 1918 年，以电气绝缘材料起家，1946 年开始推出黑胶带、防腐胶带等产品。2019 年公司胶带业务实现营收 27.86 亿美元。
- 美国艾丽成立于 2009 年，是全球领先的压敏胶标签材料、标贴、零售服装标签及办公用品制造商，2017 年收购国内企业永乐。2019 年公司营收达到 70.70 亿美元。

表 5：海外胶带龙头企业相关业务及营收规模

企业	公司简介	胶粘带相关业务	下游领域	2019 年胶粘剂营收
3M	1902 年成立，总部位于美国，著名多元化跨国企业。公司拥有 6 万余种产品，广泛应用于运输、建筑、商业、教育、电子、通信等领域	双面胶带、标签、VHB 强力胶带、胶粘剂、遮蔽胶带、保护膜和其它特种单面胶带	民用领域：建筑装饰、家具日用、包装、体育用 3M 双面胶、遮蔽胶带、玻璃纸胶带 工业领域：3M 导电胶带、导热胶带、防静电胶带、乙烯基电子绝缘胶带 医用领域：3M 医用胶带、纤维胶带	89.98 亿美元



## 公司深度研究 | 永冠新材

汉高	1876年成立，总部位于德国，业务遍及75个国家，生产经营1万余种产品；主要业务分布在粘合剂技术、化妆品/美容用品、洗涤剂及家用护理三大板块	粘合剂、密封胶和功能性涂料；提供锁固、密封、粘接解决方案	民用领域：粘合剂、化妆品/美容用品和洗涤剂、家庭护理 工业领域：汽车、造船、航空航天、工业粘合剂、家电和HVAC、电子设备、半导体组装、电子设备组装 医疗领域：医用胶带、医疗器械和电子产品、无纺布卫生设备，药物	114.24亿美元
德莎	1906年成立，世界级的胶带制造商；业务遍及100多个国家。产品在汽车、电子、电器、智能卡、造纸与印刷、食品包装行业被广泛应用	无纺布、PVC、PET基材双面胶，电气绝缘胶带	工业领域：电子、造纸、汽车、电器、印刷行业专用胶带、胶粘剂 医用领域：HANSAPLAST(医用胶带)	166.61亿美元
日东电工	1918年成立，总部位于日本的大型跨国公司。在全球拥有多家生产基地和研发机构，以高分子合成技术为基础，开发新性能、新材料产品	双面胶带、遮蔽胶带、设备胶带、PTFE基材半导体胶带、泡沫材料胶带	工业领域：通信设备、电子设备、电气绝缘材料、住宅、汽车用胶带 医疗领域：医用胶带 消费电子：电子设备防尘垫圈、LCD/OLED等缓冲超薄胶带	27.86亿美元
艾利	2009年成立，总部位于美国，业务遍布全球50多个国家。压敏胶标签材料、标贴、零售服装标贴及办公用品制造全球领先	不干胶标签、压敏胶、工业特种胶带	民用领域：精致标签产品，道路反光和广告标识物材料，办公及消费类产品。特殊印刷业务，包括邮票、聚合胶带及各种特殊胶带 工业领域：工业特种胶带	70.70亿美元

资料来源：各公司官网、西部证券研发中心

**中级企业：**虽然中低附加值胶带品类已经齐全，但是缺乏高附加值产品，且大多不具备自己的品牌，以贴牌走量为主。目前国内头部胶带企业有永冠众诚、福建友谊、晶华新材、中山皇冠、河北永乐、台湾亚华6家企业，其中永冠和晶华分别于2019、2017年上市。国内的这6家头部企业中，永冠以布基胶带起家，一直以来处于全行业产能第一的位置；福建友谊以OPP膜基胶带起家，永冠目前的OPP膜的出货量仅次于友谊；国内最早做PVC胶带的企业是河北永乐，但其于2017年被美国艾利收购；晶华新材是最早做美纹纸胶带的公司，但其产能规模在2018年被永冠超越。

表6：国内胶带行业主要企业简介

企业	成立日期	行业地位	业务范围
永冠	2002	布基、美纹纸胶带全球第一，PVC胶带国内第二、OPP胶带全球第二	公司产业链覆盖胶带、特种造纸、PVC压延、BOPP拉膜、织布、印刷、制胶、自动包装
友谊	1986	OPP胶带全球第一，双面胶国内第二，美纹纸胶带国内第三	以OPP、美纹纸、双面胶、和纸胶带为主业，不断扩展到造纸、化工、BOPP薄膜等行业
晶华	1994	美纹纸胶带国内第二	主要产品包括美纹纸胶粘带、电子胶粘带
皇冠	1990	双面胶、特种保护膜国内第一	生产高性能双面胶粘带和高端保护膜两大系列产品
永乐	1985	2004年收购美国普利茂斯，拥有多项汽车行业认证，2017年被美国艾利收购；PVC胶带全球领先	拥有各项汽车及行业认证产品，配套大众、福特等汽车制造厂。可一站式生产薄膜-压敏胶-胶粘带及胶粘带整厂设备
亚华	1960	台湾老牌上市公司；全球第二大PVC生产商和第三大OPP包装胶带厂	以涂布科技为核心竞争力，专业生产经营感压胶带产品。压克力油性系列黏胶的制造涂布技术居于世界主导地位。

资料来源：各公司公告、西部证券研发中心

**底层企业：**简单裁切代工的替代性强，且在环保、智能化设备投入领域不具备资金优势。国内民用胶带领域大多被底层企业占据，原因在于低端民用胶带市场进入门槛低。根据



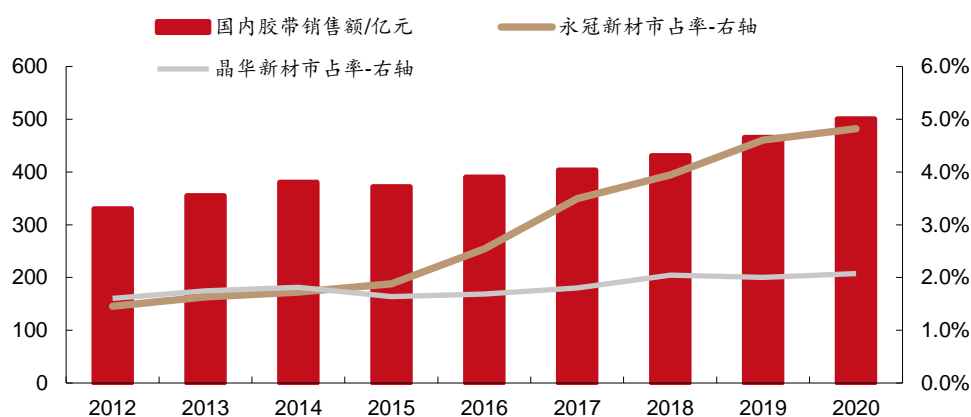
《赚钱频道》杂志的报道，一个 20-30 平米的胶带厂投入一台 6 万元左右的 OPP 胶带分切机，仅需 3 个月时间就可以收回前期投资，因此行业资金门槛很低。但是根据永冠新材公告，德国布鲁克纳的拉膜线设备单价为 1.1 亿元、OPP 胶带涂布机设备单价为 230 万元、制胶设备单价为 220 万元，环保设备投资在 600 万元。拉膜、制胶、环保设备投资额远高于分切设备，资金进入壁垒高，因此国内上万家的民营胶带中小企业多只停留在分切环节。

#### 四、公司成长路径清晰，将率先进化为全球胶带龙头

国内胶带企业尚处于全球胶带行业中层，并且国内格局较为分散，目前看各企业并无较大差距。但从长期维度看，国内企业有成长为 3M、德莎、汉高等全球知名企业的巨大潜力。我们预计公司有望借此次进口替代的机会最先成长为全球胶带龙头。

从过往数据看，公司是一家持续进取、市占率持续提升的企业。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会数据，2012-2020 年国内胶带销售额年均复合增速为 5.4%，而永冠新材销售额在 2012-2020 年的年均复合增速高达 22.4%，同时期晶华新材的销售额的年均复合增速为 8.8%，由此可见公司的成长速度远远超越行业及竞争对手。公司在国内的市占率由 2012 年的 1.5% 提升至 2020 年的 4.8%，所以我们认为从过去 8 年的数据来看，公司是一家具有进取心、渴望成长的企业。

图 31：公司市占率持续提升



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会、Wind、西部证券研发中心

从公司未来发展规划来看，公司具有清晰的成长路径。短期公司扩产业务民用胶带，量增与降本逻辑增厚业绩；中期公司向高端工业胶带及膜材料领域进军，提升利润中枢；长期公司建立自有品牌、强化销售渠道。

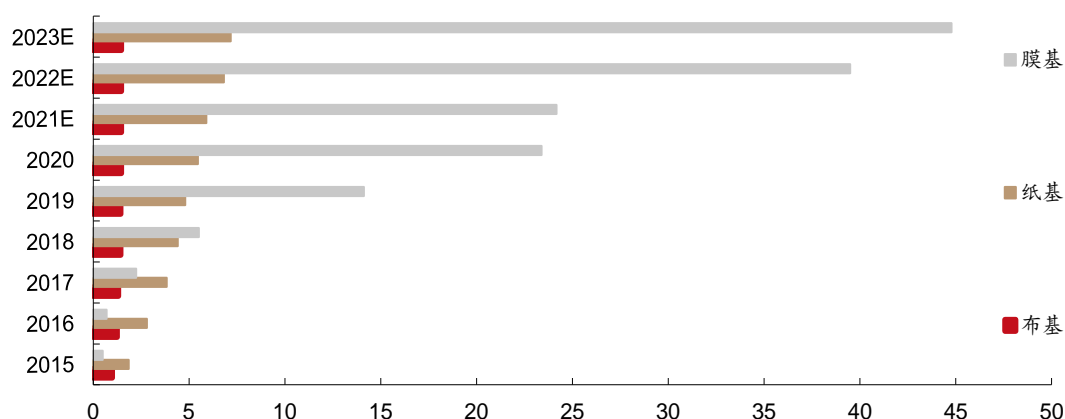
#### 4.1 短期业绩增量：量增与降本逻辑共振

##### 4.1.1 持续扩产能叠加高ROE，业绩迎来快速释放期

持续扩产布基、纸基与膜基产能，以增量逻辑增厚业绩。公司 ROE 目前处于行业较高水平，持续扩产可以快速提升业绩。公司 2015 年胶带产能仅为 3.35 亿平，2020 年增至 30.33 亿平，产能增长约 9 倍，而同时期的晶华新材的产能从 2.99 亿平增加至 5.46 亿平，产能仅增长约 1 倍。且到 2023 年，公司胶带产能有望进一步实现翻倍增长，增加至 53.42 亿平。从细分产品种类看，纸基和膜基胶带是公司未来 3 年布局的重点产品。根据公司现有产能规划，预计到 2023 年，公司布基、纸基、膜基产能分别从 2020 年的 1.47、

5.46、23.40 亿平增加到 1.47、7.18、44.78 亿平。

图 32：公司产能扩张较快（单位：亿平）

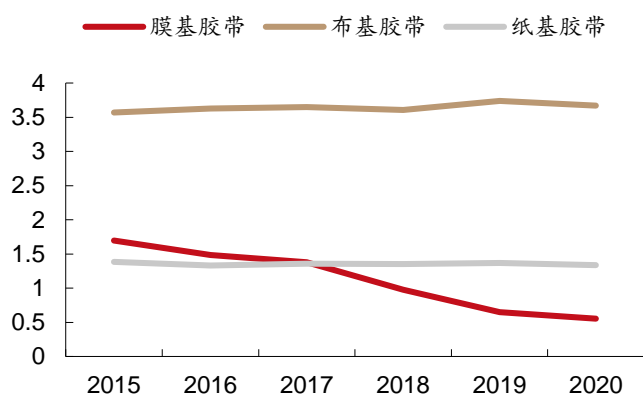


资料来源：公司公告、西部证券研发中心

#### 4.1.2 向上布局BOPP膜与PVC膜降低生产成本

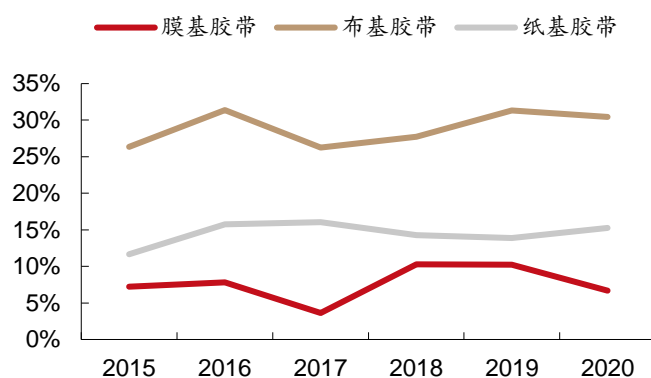
主要产品膜基胶带价格持续下行，公司向上延伸自产 BOPP 膜和 PVC 膜实现降本。根据公司年报口径，2015-2020 年公司的布基胶带和纸基胶带价格基本稳定，但膜基销售均价从 2015 年的 1.7 元/平下降至 0.55 元/平。公司通过向上延伸自产 BOPP 膜和 PVC 膜的方式维持稳定毛利率：分别于 2017、2020 年开始自产 PVC 膜、BOPP 膜。

图 33：公司各类产品销售单价（单位：元/平）



资料来源：Wind、西部证券研发中心

图 34：公司各类产品毛利率



资料来源：Wind、西部证券研发中心

公司于 2019 年采购德国布鲁克纳的双向拉伸聚丙烯薄膜生产线设备，规划在 2021-2022 年内建设 4 条拉膜线。德国布鲁克纳是全球先进的膜设备制造商，其生产设备在车速、宽幅方面领先全球，将有效提升公司生产效率。根据我们的测算，BOPP 膜自产后成本可以节省 700-1200 元/吨。此外公司 4 条 BOPP 拉膜线预计将分别于 2021 年-2022 年逐步投产，根据公司目前 BOPP 膜及 OPP 胶带的产能建设进度，预计 2021-2023 年 BOPP 膜的自给率分别为 75%、100%、100%。

表 7: BOPP 膜自产后成本可以节省 700-1200 元/吨 (单位: 元/吨)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
聚丙烯单价	8,295	7,773	8,628	9,641	8,871	7,981
BOPP 膜加工费	367	367	367	367	367	367
BOPP 膜成本	7,487	7,041	7,772	8,709	8,248	7,460
BOPP 膜价格	8,640	8,200	8,910	9,430	9,020	8,580
自产节省成本	1,153	1,159	1,138	721	772	1,120

资料来源: 公司环评、西部证券研发中心

表 8: BOPP 膜项目及建设进度

产线	产能/亿平	投产进度
BOPP 拉膜一线建设项目	16.58	已于 2021 年 1 月投产
BOPP 拉膜二线建设项目	14.95	设备安装中, 预计 2021 年年底投产
BOPP 拉膜三线建设项目	16.3	预计 2022 年上半年投产
BOPP 拉膜四线建设项目	16.3	预计 2022 年下半年投产

资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

### 4.1.3 原料价格下行修复利润

2021 年多数原材料涨价导致业绩承压, 2022 年公司利润有望修复。受油价上涨及能耗双控政策的影响, 大多数化工品价格强势上涨。根据公司披露的原材料采购价格来看, 树脂、OPP 膜、丁酯、橡胶、纸浆、PVC 粉的价格均在 2021 年达到历史高位。胶带行业向下传导价格上涨的能力较弱, 公司利润率受原料价格影响大, 因此 2022 年或迎来利润修复。

表 9: 公司原材料采购单价 (单位: 元/kg)

原材料	2017	2018	2019	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
树脂	10.96	11.25	11.35	11.51	12.17	11.89	11.5	11.73	12.19	12.31	10.94
OPP 膜	8.91	9.43	9.02	8.99	8.4	7.79	8.53	9.65	9.84	10.05	10.1
粒子	9.42	8.47	7.59	7.39	6.84	6.88	7.52	9.28	8.41	10.19	9.38
丁酯	8.11	8.64	7.56	7.11	6.88	6.54	6.67	8.43	12.26	14.7	15.89
其他橡胶	14.73	12.14	12.91	12.91	14.02	13.92	13.15	12.6	14.78	15.12	14.5
纸浆	4.41	5.8	4.77	4.17	4.08	4.32	4.08	4.03	4.47	5.36	5.47
SIS 橡胶	12.05	12.41	12.86	12.85	12.75	11.69	10.51	11.6	13.49	14.53	12.54
PVC 粉	5.67	5.86	6.06	6.07	6.27	5.45	5.88	6.57	7.06	7.86	8.27
PP 拉丝料										7.84	7.62

资料来源: Wind、西部证券研发中心

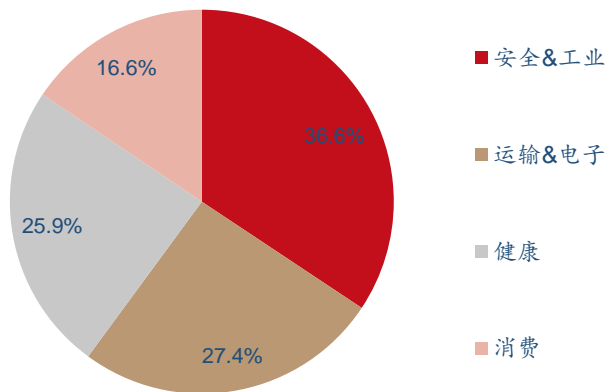
### 4.2 中期业绩增量: 产品结构升级, 向高附加值产品进化

对标海外百年胶带企业, 向高附加值胶粘带产品转型。当前国内企业多以中低附加值的民用胶带产品为主, 且竞争格局分散。公司作为国内胶粘带行业的领军企业, 一方面通过持续产能扩张提升市占率, 另一方面, 公司对标海外百年胶带企业的进化历史, 向高附加值的工业胶带、医药胶带、功能性胶带等产品升级, 将成为公司提升营收与利润中枢的关键。

复盘海外胶带企业的发展历史, 大多数企业从胶带起家, 而后逐渐延伸, 成长为综合性

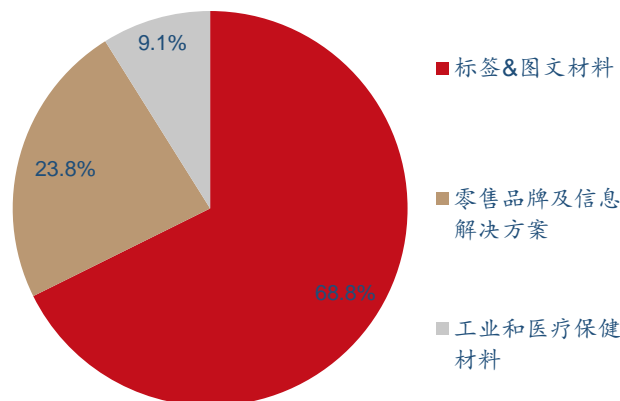
化精细化工企业。根据各公司官网数据，上市公司美国 3M、美国艾利、日东电工、德国汉高 2020 年胶粘材料业务营收占比分别为。其中日东电工目前仍以胶带及膜产品为主，结合永冠新材当前发展规划，我们选取日东电工为永冠新材的参照物进行分析。

图 35：美国 3M2020 年营收结构



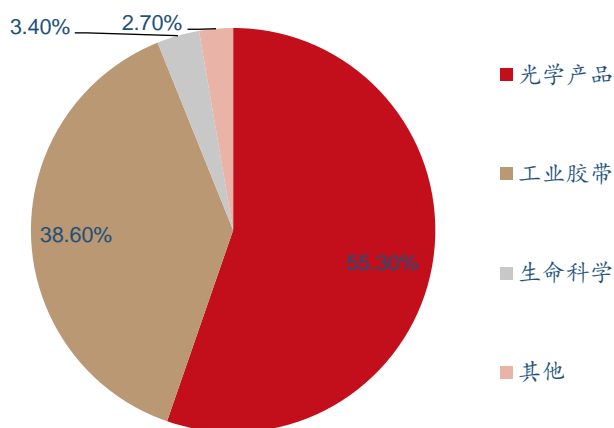
资料来源：3M、西部证券研发中心

图 36：美国艾利 2020 年营收结构



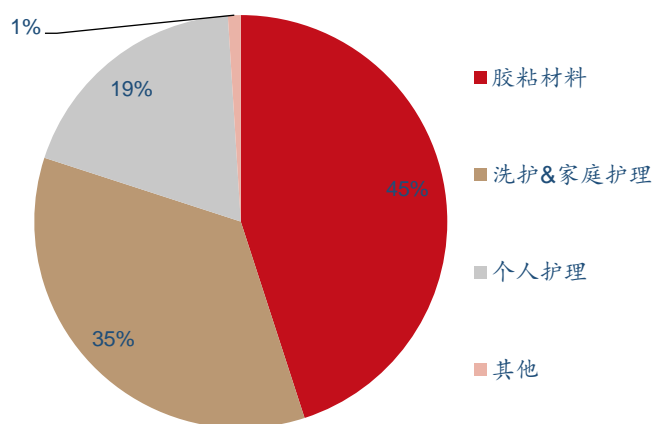
资料来源：Avery、西部证券研发中心

图 37：日东电工 2020 年营收结构



资料来源：Nitto、西部证券研发中心

图 38：德国汉高 2020 年营收结构



资料来源：Henkel、西部证券研发中心

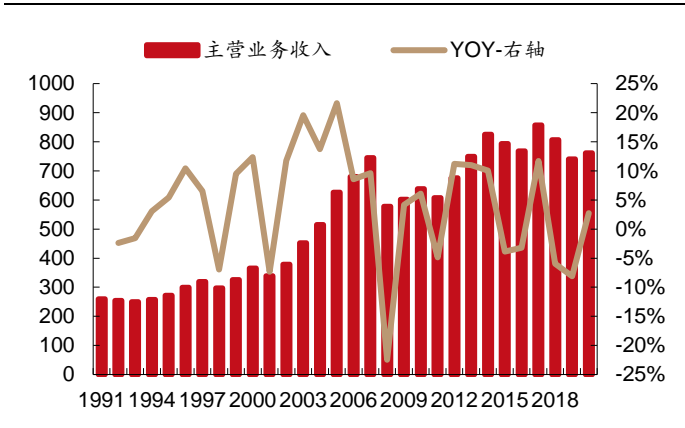
回顾日东电工百年发展史，其用 40 年时间深耕民用胶带领域，随后转型工业胶带及光学膜类产品。日东电工成立于 1918 年，成立之初从事电气绝缘材料的生产。1962 年公司上市，上市之后开始进军高端工业胶带，在此后的第一个十年中逐步延伸至半导体封装胶带、医疗粘合片材等，并首次在中国台湾设立工厂。而后又相继进军偏光膜、分离膜、车漆面保护膜、偏振转化膜等膜类产品，且继续在中国、泰国扩张。进入 21 世纪后，公司开始以收购的方式在全球扩张。根据公司年报，1990-2020 年，日东电工主营业务收入增长 1.9 倍，营业利润增长 6.7 倍，2020 年实现营收 7613 亿日元，营业利润 1022 亿日元。

图 39：日东电工现有产品及发展历程



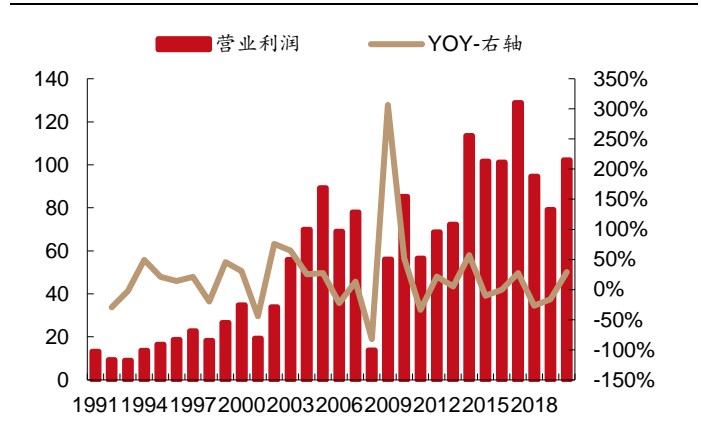
资料来源：Nitto、西部证券研发中心

图 40：日东电工近 30 年营收增长 1.9 倍（单位：十亿日元）



资料来源：彭博、西部证券研发中心

图 41：日东电工近 30 年营业利润增长 6.7 倍（单位：十亿日元）

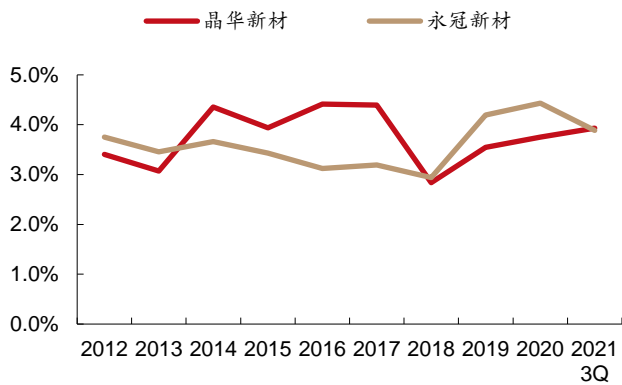


资料来源：彭博、西部证券研发中心

公司于近两年开始转型工业胶带，目前在投产品包括汽车线束胶带、医用胶带和可降解胶带。结合日东电工的发展历程，我们认为当前是公司向工业胶带市场转型的节点时期。

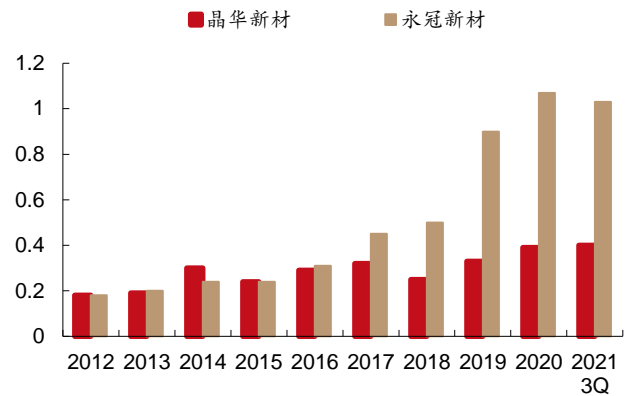
公司研发实力正逐步增强，高附加值产品或将快速落地。由于工业胶带具备一定的制造壁垒，公司近年加大研发投入。公司的研发支出及研发费用率在 2018 年之后开始大幅增长，并远高于同业竞争对手。同时公司的专利数量在 2018-2019 年有大幅提升。我们认为公司研发实力正逐步增强，高附加值产品或将快速落地。

图 42: 公司研发费用率在 2019 年开始显著提升



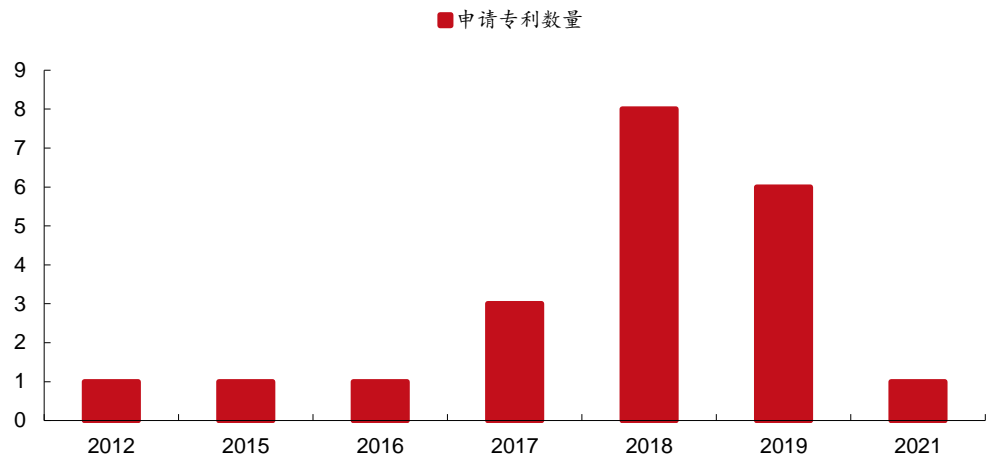
资料来源: Wind、西部证券研发中心

图 43: 公司近 3 年研发费用远高于竞争对手 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、西部证券研发中心

图 44: 公司申请专利数量在 2018-2019 年大幅增长



资料来源: 国家知识产权局、西部证券研发中心

表 10: 公司目前拥有 21 项专利

申请日	公开(公告)日	发明名称
2021.08.25	2021.11.26	一种胶带自动放料装置
2019.12.31	2020.04.03	一种可降解的印刷型环保纸胶带及其制备方法和应用
2019.12.31	2020.04.10	一种经编纱布及其制备方法和应用
2019.12.31	2020.04.21	一种低温制备热熔胶及其制备方法和一种胶带
2019.12.31	2020.04.21	一种多色印刷布基胶带及其制备方法
2019.12.31	2020.05.08	一种布基清洁胶带及其制备方法
2019.12.31	2021.10.15	一种低温制备热熔胶及其制备方法和一种胶带
2018.12.29	2019.04.19	一种美纹纸用水性环保粘剂
2018.12.29	2019.04.26	一种汽车防护用美纹压敏胶带
2018.12.29	2019.05.03	一种布基胶带的环保涂胶生产工艺
2018.12.29	2019.06.07	一种汽车防漆用耐高温压敏胶
2018.08.16	2021.10.15	一种胶带上胶高压除尘机及其胶带生产工艺
2018.06.26	2019.03.05	高速补强混合机
2018.06.26	2019.03.05	双刮刀涂硅装置



2018.06.26	2019.03.05	恒温转移涂胶装置
2017.12.26	2018.06.12	夹筋湿水牛皮纸胶带及其制备方法
2017.12.25	2018.06.15	一种空调扎带膜及其制备方法
2017.12.25	2018.06.19	多组共挤淋膜设备、其应用以及淋膜胶带的制备方法
2016.06.13	2016.09.14	环保型易撕清洁胶带及其制备方法
2015.10.09	2016.04.13	清洁滚筒
2012.09.07	2016.04.13	一种高环保离型涂布材料及其制备方法

资料来源：国家知识产权局、西部证券研发中心

#### 4.2.1 汽车线束胶带：乘新能源车东风、迎进口替代机会

线束胶带对多项指标要求较高，客户认证存在较强壁垒。汽车线束胶带对绝缘、阻燃、耐磨、耐高低温及电磁波屏蔽等要求较高，且一般胶带中的胶粘剂含有挥发性有机物，而车厂通常对车内气味和 VOCs 有较高要求，因此其行业门槛在于客户认证。

表 11：线束胶带对多项指标要求较高

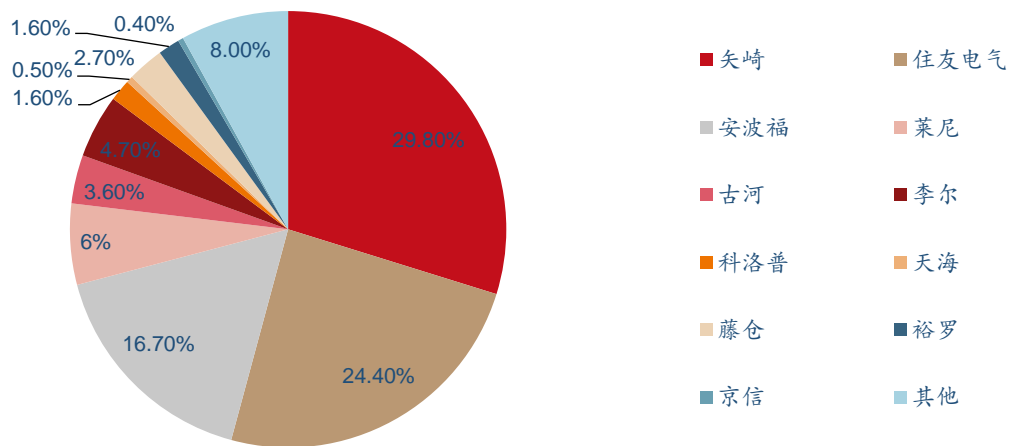
性能	指标
耐温性	整车线束的耐低温要求为-40℃、机舱中胶带耐高温 105~150℃，驾驶室内胶带耐高温 85~105℃
阻燃性	室内线束用胶带最好为阻燃的 PVC 胶带
耐磨损	线束在使用中由于粗糙表面和锋利边缘可能会划破胶带，导致线束失去绝缘保护、捆扎固定、密封等性能
降噪性	实际的行车中会产生线束和硬质材料发生碰撞，碰撞产生的噪音会降低乘客体验感
绝缘层的相容性	普通胶带对无卤素的导线绝缘层的相容性不好
低雾性	如果线束胶带的低雾性不达标要求，当环境温度升高时，胶带挥发出来的物质和气味会对室内人员产生嗅觉和视觉上的刺激，降低驾驶员和乘车员的舒适性，增强驾驶员的疲劳性。
耐油污、耐腐蚀性	发动机舱的工作环境非常复杂，需要胶带耐酸性、耐油污

资料来源：GGII、西部证券研发中心

**客户壁垒之一在于认证周期长。**胶带厂通常需要先从第三方机构拿到 3000 小时老化测试后才能与线束厂商务谈判，之后再行主机厂的实际认证，整个认证周期在半年-1 年左右。认证的关键项在于汽车线束胶带的 3000 小时老化测试认证，目前国内鲜有企业完成该项认证。

**客户壁垒之二在于线束厂格局相对集中且主要为海外企业。**汽车线束行业格局较为集中，全球汽车线束市场集中在日本矢崎、住友电气、安波福等手中，CR3 达到 70.9%。下游高度集中的格局构成线束胶带的客户壁垒。此外，目前全球线束市场仍集中在海外厂，国内线束企业市场占比相对较小，给国内汽车线束胶带企业带来一定认证难度。

图 45：全球汽车线束竞争格局（2017 年）



资料来源：前瞻产业研究院、西部证券研发中心

**国内新能源车弯道超车，线束胶带企业迎来国产替代机会。**由于汽车线束企业高度依赖汽车企业，因此当前线束厂集中在欧美与日韩企业，从而导致汽车线束胶带市场主要被海外企业垄断。根据 GGII 数据，目前全球线束胶带市场 CR4 超过 85%，基本被德莎、3M、日东电工和 DIC 瓜分。而未来国内车企有望凭借新能源车趋势实现弯道超车，将加速汽车零部件国产化进程，给线束胶带-线束厂带来进口替代的机会。

公司于 2020 年初开始组建线束胶带事业部，2021 年 9 月需宣布其汽车线束胶带的 3000 小时老化测试已经接近尾声，目前已与吉利豪达开展合作，并与安波福、丰田通商等知名汽车线束供应商开展洽谈。在建的 900 万平汽车线束胶带预计于 2023 年中建设完成。参考海外企业汽车线束胶带报价 9 元/平，预计项目全部建成后将贡献 0.81 亿元营收。

#### 4.2.2 医用胶带：存在GMP认证壁垒

**医用胶带制造壁垒相对不高，但 GMP 车间认证存在门槛。**常用的医用胶带有 PE 基、无纺布基等，与民用胶带相比，医用胶带强调透气性、无人体过敏性，其本身制造过程并不难，但作为医用工业产品，生产医用胶带通常需要 GMP 车间认证，GMP 车间认证包括企业人员、厂房设施、生产环境、物料管理、质量管理、销售管理等，国内大多数胶带厂并不具备相应的资金和产线，因此行业进入门槛高。公司目前正在进行 GMP 车间认证及无尘车间建设。公司规划建设 400 万平医用胶带，以单价 20 元/平测算，预计项目全部建成后将贡献 0.8 亿元营收。

#### 4.2.3 可降解胶带：禁塑令政策硬约束下可降解胶带

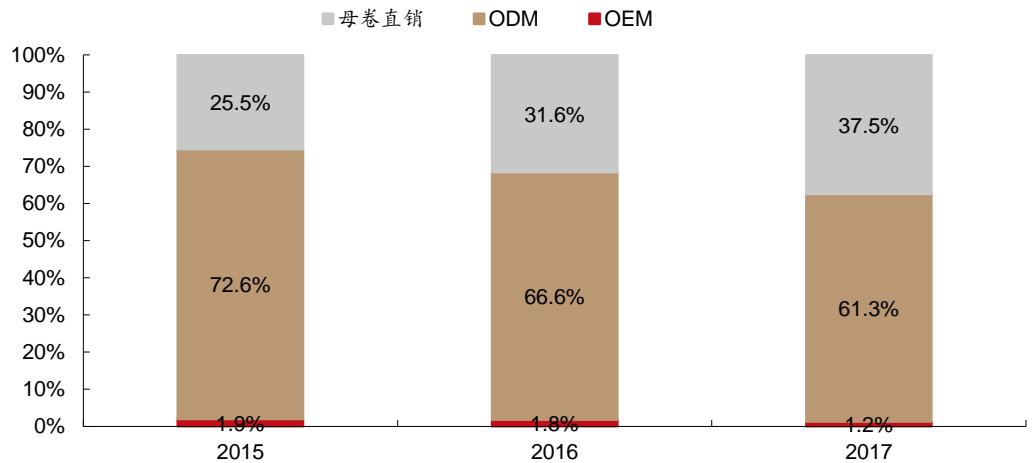
**前瞻布局可降解胶带，响应碳中和政策。**目前所用的膜基胶带中的基膜和胶粘剂不可降解，造成严重污染。2020 年国家发改委与生态环境部共同发布的《关于进一步加强塑料污染治理的意见》中提到，自 2021 年 1 月 1 日起，全国降低不可降解塑料胶带使用量，到 2025 年全国范围快递网点禁止使用不可降解的塑料胶带。

当前可降解胶带仍处于研发阶段，部分量产的纸基存在遇水性能迅速下降的问题，PLA 基存在强度低、彩印效果差、价格高昂的问题。公司于 2021 年 1 月与江西抚州东乡区合作，投资 8.855 亿元在东乡建设环保可降解新材料生产基地建设项目，并成立子公司江西振冠，目前正在玻璃纸基、PLA 基等可降解胶带的项目攻关。

### 4.3 长期成长路径：建立自有品牌、强化销售渠道

民用胶粘带本质属于消费品，通过建立自用品牌强化 To C 优势或将是公司长期成长的正确道路。目前公司民用胶带业务仍以 To B 销售方式为主，尤其擅长给 3M、日东电工等海外胶带企业做 ODM 代工，或直接销售胶带母卷给印度、中东等地区的胶带品牌商。但对于技术壁垒相对不高的制造业来说，To B 业务的竞争最终将是成本层面的竞争。公司虽然当前具备较强的降本能力，但降本能力将随时间边际减弱。我们认为公司建立自己的品牌，以品牌强化渠道，构筑品牌+渠道壁垒，或将成为长期发展的更优解。

图 46：公司销售模式以 ODM 代工和母卷直销为主



资料来源：Wind、西部证券研发中心

胶带行业的另一大特点是产品品类多且低货值、下游客户分散且区域性强，需要建立线上平台有效整合渠道资源。这一特性与五金行业有相似之处。建筑五金产品 SKU 有上万种，行业龙头坚朗五金通过建立自己的“坚朗平台”，用直销的模式供应零散品类，实现高效的下游渠道整合及品牌建立。公司目前正通过类似的方式搭建线上平台，整合渠道端。目前在线上的淘宝和京东平台均有建立旗舰店，且根据公司公告，公司目前正在搭建“永冠新材购”全渠道营销推广平台，通过该平台连通线上线下营销体系，推广公司产品，布局公司中长期发展。

图 47：坚朗五金通过云采平台进行直销



资料来源：坚朗五金云采网站、西部证券研发中心

## 五、盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做出如下假设：

膜基胶带板块：预计 2021-2023 年销量分别为 23.69/39.11/43.88 亿平，其中 OPP 胶带销量分别为 22.27/37.15/41.69 亿平，PVC 胶带销量分别为 1.42/1.96/2.19 亿平；销售单价分别为 0.64/0.62/0.60 元/平，单平成本分别为 0.58/0.53/0.52 元/平。

布基胶带板块：预计 2021-2023 年销量分别为 1.47/1.47/1.47 亿平，销售单价分别为 4.77/4.06/4.17 元/平，单平成本分别为 3.37/2.80/2.86 元/平。

纸基胶带板块：预计 2021-2023 年销量分别 5.85/6.68/6.96 亿平，销售单价分别为 1.55/1.42/1.44 元/平，单平成本分别为 1.37/1.21/1.22 元/平。

预计公司 2021-2023 年将实现营收 33.80/45.77/54.42 亿元，同比增速为 40%/35.4%/18.9%，实现归母净利润 2.09/3.89/5.23 亿元，同比增速为 11.8%/85.9%/34.3%，对应 EPS 为 1.10/2.04/2.74 元。

表 12：产品盈利预测拆分

产品	项目	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
膜基胶带	营收 (亿元)	4.67	8.49	10.78	15.18	24.31	26.46
	销量 (亿平)	4.78	13.11	19.51	23.69	39.11	43.88
	销售均价 (元/平)	0.98	0.65	0.55	0.64	0.62	0.60
	营业成本 (亿元)	4.19	7.62	10.06	13.69	20.88	22.74
	单位成本 (元/平)	0.88	0.58	0.52	0.58	0.53	0.52
	毛利率	10.3%	10.2%	6.7%	9.8%	14.1%	14.1%
布基胶带	营收 (亿元)	5.08	5.04	4.96	7.02	5.97	6.13
	销量 (亿平)	1.41	1.35	1.35	1.47	1.47	1.47
	销售均价 (元/平)	3.61	3.74	3.67	4.77	4.06	4.17
	营业成本 (亿元)	3.67	3.46	3.45	4.96	4.12	4.21
	单位成本 (元/平)	2.61	2.57	2.55	3.37	2.80	2.86
	毛利率	27.8%	31.3%	30.4%	29.3%	31.0%	31.3%
纸基胶带	营收 (亿元)	5.68	6.19	6.23	9.10	9.49	10.01
	销量 (亿平)	4.19	4.51	4.65	5.85	6.68	6.96
	销售均价 (元/平)	1.35	1.37	1.34	1.55	1.42	1.44
	营业成本 (亿元)	4.87	5.33	5.28	8.03	8.08	8.48
	单位成本 (元/平)	1.16	1.18	1.13	1.37	1.21	1.22
	毛利率	14.3%	13.9%	15.2%	11.7%	14.9%	15.3%
汽车线束胶带	营收 (亿元)					0.28	0.73
	产能/亿平					0.05	0.09
	销量 (亿平)					0.03	0.08
	销售均价 (元/平)					9.00	9.00
	营业成本 (亿元)					0.23	0.57
	毛利率					20.0%	22.0%
医用敷料	营收 (亿元)						0.45

	产能/亿平						0.03
	销量(亿平)						0.02
	销售均价(元/平)						20.00
	营业成本(亿元)						0.35
	毛利率						22.0%
BOPP	营收(亿元)				3.02		7.65
	销量(万吨)				17.50		23.60
	销售均价(万元/吨)				0.95		0.95
	营业成本(亿元)				16.63		22.42
	单位成本(万元/吨)				14.86		16.67
	毛利率				40.0%		40.0%
其他	营收(亿元)	1.57	1.72	2.17	2.50	2.64	6.93
	营业成本(亿元)	1.28	1.37	1.88	2.00	2.10	2.30
	毛利率	18.5%	20.3%	13.4%	20.0%	22.2%	23.3%
合计	营收(亿元)	17.00	21.44	24.14	33.80	45.77	54.42
	营业成本(亿元)	14.01	17.78	20.67	28.68	37.72	44.37
	毛利率	17.6%	17.1%	14.4%	15.1%	17.6%	18.5%

资料来源：西部证券研发中心

## 5.2 绝对估值

我们采用 FCFE 法进行公司绝对估值，在 WACC=5.55%，过渡期增长率为 10%，永续增长率  $g=2.70\%$  的假设下，公司长期目标股价为 39.28 元。

表 13: FCFE 估值相关假设

项目	数值	项目	数值
过渡期年数	8	债务资本成本 Kd	4.63%
过渡期增长率	10%	债务资本比重 Wd	31.59%
永续增长率 g	2.7%	股权资本成本 Ke	6.21%
贝塔值 ( $\beta$ )	1.01	WACC	5.55%
无风险利率 Rf (%)	5.5%	股权价值(亿元)	75.08
市场的预期收益率 Rm (%)	6.2%	总股本数(亿)	191.13
有效税率 Tx (%)	11.01%	每股股价(元)	39.28
应付债券利率	0.0%		

资料来源：Wind、西部证券研发中心

表 14: FCFE 估值敏感性分析

永续增长率 g	KE	2.03%	2.23%	2.45%	2.70%	2.97%	3.27%	3.59%
3.85%		80.82	90.21	103.70	124.55	160.87	239.40	532.71
4.24%		66.25	72.38	80.74	92.73	111.27	143.56	213.38
4.66%		55.15	59.30	64.74	72.15	82.79	99.24	127.89
5.13%		46.45	49.33	53.00	57.82	64.38	73.79	88.36
5.64%		39.48	41.52	44.06	47.30	51.55	57.34	65.66
6.21%		33.79	35.25	37.05	39.28	42.14	45.88	50.98
6.83%		29.08	30.14	31.43	33.00	34.97	37.47	40.76
7.51%		25.13	25.91	26.84	27.97	29.35	31.06	33.26
8.26%		21.79	22.37	23.05	23.86	24.84	26.04	27.54



9.09%	18.94	19.37	19.87	20.46	21.17	22.02	23.06
10.00%	16.49	16.81	17.18	17.61	18.12	18.73	19.47

资料来源: Wind、西部证券研发中心

### 5.3 相对估值

公司所处的胶粘带行业上市公司数量相对较少, 我们选取回天新材与斯迪克 2 家可比公司进行估值分析, 2021-2023 年可比公司 P/E 平均估值为 28.09/19.84/14.39x, 公司估值分别为 23.8/12.79/9.51x, 我们给予公司 2022 年 18x P/E, 目标价 36.67 元。

表 15: 可比公司相对估值

证券代码	证券简称	收盘价/元		总市值/亿元		P/E	
		2022-03-17	2022-03-17	TTM	2021E	2022E	2023E
300041.SZ	回天新材	14.24	61.36	25.64	21.54	15.98	12.46
300806.SZ	斯迪克	41.89	79.56	38.39	34.64	23.69	16.33
	平均			32.02	28.09	19.84	14.39
603681.SH	永冠新材	26.03	49.75	21.51	23.80	12.79	9.51

资料来源: Wind、西部证券研发中心

### 5.4 投资建议

公司是国内胶带行业龙头, 与国内其他公司相比, 公司具有研发实力强、成长速度快等优势, 我们认为从长期维度看, 国内企业有成长为 3M、德莎、汉高等全球知名企业的巨大潜力。我们预计公司有望借此次进口替代的机会最先成长为全球胶带龙头。从公司当前公告的发展规划来看, 公司有清晰的向 3M 进化的路径:

**短期扩产民用胶带, 量增与降本逻辑共振:** 预计 2022-2023 年公司产能将分别达 47.8/53.4 亿平。此外, 公司布局上游 BOPP 膜上游降本、原料价格下行缓解成本压力也是短期利润修复的重要推动。**中期产品结构升级, 利润体量将迎快速增长:** 高端工业胶带进口替代的机会来临, 公司或凭借高研发投入在未来 3-5 年时间内完成进化。目前公司正向汽车线束胶带、医用胶带、可降解胶带等转型。**长期建立自有品牌、强化销售渠道:** 公司目前正在搭建全渠道营销推广平台, 我们认为公司建立自己的品牌, 以品牌强化渠道, 构筑品牌+渠道壁垒将是长期发展的最优解。

我们预计公司 2021-2023 年将实现营收 33.80/45.77/54.42 亿元, 同比增速为 40%/35.4%/18.9%, 实现归母净利润 2.09/3.89/5.23 亿元, 同比增速为 11.8%/85.9%/34.3%, 对应 EPS 为 1.10/2.04/2.74 元。

我们给予公司 2022 年 18x P/E, 目标价 36.67 元。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

## 六、风险提示

- 1、海运运价持续高企: 公司海外营收高于国内营收, 主要产品需运往海外销售, 而 21 年海运运价高涨影响公司销量, 若后续海运运价持续高企, 对公司产销有较大负面影响。
- 2、原料价格上涨: 公司作为胶带厂, 下游相对分散, 向下传导价格能力相对较弱, 原料价格持续上涨对公司业绩有负面影响。
- 3、项目建设低于预期: 当前疫情或影响新建项目的建设, 导致项目投产慢于预期。



## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	461	1,230	629	773	878	营业收入	2,144	2,414	3,380	4,577	5,442
应收款项	383	367	774	813	1,136	营业成本	1,778	2,066	2,868	3,773	4,438
存货净额	262	390	491	638	783	营业税金及附加	7	9	12	16	19
其他流动资产	124	109	85	106	100	销售费用	64	19	74	91	76
<b>流动资产合计</b>	<b>1,230</b>	<b>2,097</b>	<b>1,980</b>	<b>2,330</b>	<b>2,897</b>	管理费用	122	150	205	280	337
固定资产及在建工程	523	993	1,210	1,517	1,752	财务费用	3	33	54	56	65
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	(7)	(71)	(69)	(73)	(76)
无形资产	23	52	60	72	89	<b>营业利润</b>	<b>178</b>	<b>208</b>	<b>236</b>	<b>435</b>	<b>584</b>
其他非流动资产	82	253	121	156	181	营业外净收支	0	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>非流动资产合计</b>	<b>628</b>	<b>1,298</b>	<b>1,391</b>	<b>1,745</b>	<b>2,022</b>	<b>利润总额</b>	<b>178</b>	<b>207</b>	<b>235</b>	<b>434</b>	<b>583</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,858</b>	<b>3,395</b>	<b>3,371</b>	<b>4,075</b>	<b>4,918</b>	所得税费用	18	20	26	45	60
短期借款	150	773	655	752	872	<b>净利润</b>	<b>160</b>	<b>187</b>	<b>209</b>	<b>389</b>	<b>523</b>
应付款项	289	416	570	744	876	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	8	8	5	7	7	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>160</b>	<b>187</b>	<b>209</b>	<b>389</b>	<b>523</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>446</b>	<b>1,196</b>	<b>1,231</b>	<b>1,503</b>	<b>1,754</b>	<b>财务指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款及应付债券	21	613	322	366	434	<b>盈利能力</b>					
其他长期负债	25	29	26	27	27	ROE	14.2%	12.8%	12.5%	19.6%	21.4%
<b>长期负债合计</b>	<b>46</b>	<b>642</b>	<b>349</b>	<b>393</b>	<b>461</b>	毛利率	17.1%	14.4%	15.1%	17.6%	18.5%
<b>负债合计</b>	<b>493</b>	<b>1,838</b>	<b>1,580</b>	<b>1,895</b>	<b>2,215</b>	营业利润率	8.3%	8.6%	7.0%	9.5%	10.7%
股本	167	167	191	191	191	销售净利率	7.5%	7.8%	6.2%	8.5%	9.6%
股东权益	1,365	1,557	1,791	2,180	2,703	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,858</b>	<b>3,395</b>	<b>3,371</b>	<b>4,075</b>	<b>4,918</b>	营业收入增长率	26.1%	12.6%	40.0%	35.4%	18.9%
						营业利润增长率	18.2%	16.6%	13.5%	84.2%	34.3%
						归母净利润增长率	21.9%	16.9%	11.8%	85.9%	34.3%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	26.5%	54.1%	46.9%	46.5%	45.0%
						流动比	2.75	1.61	1.61	1.55	1.65
						速动比	2.17	1.43	1.21	1.13	1.20
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.84	0.98	1.10	2.04	2.74
						BVPS	7.14	8.15	9.37	11.41	14.14
						<b>估值</b>					
						P/E	31.1	26.6	23.8	12.8	9.5
						P/B	3.2	2.8	2.8	2.3	1.8
						P/S	2.3	2.1	1.5	1.1	0.9

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

买入： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上  
增持： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间  
中性： 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%  
卖出： 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

## 联系我们

**联系地址：**上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层  
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

**联系电话：**021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。