

2023年07月29日

宏裕包材(837174.BJ): 彩印复合包材“小巨人”, 募投拓展新能源电池铝塑膜  
——北交所新股申购报告

北交所研究团队

诸海滨 (分析师)

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号: S0790522080007

### ● 彩印复合包材“小巨人”, 安琪酵母子公司 2022 年盈利能力反弹起势

宏裕包材专注于彩印复合包材产品、注塑产品及吹膜产品, 产品主要应用于食品、酵母、调味品等产品的包装以及医用防护服的生产。与安琪酵母、盼盼食品、旺旺集团、涪陵榨菜、蒙牛集团等企业建立了长期稳定的合作关系。2020-2022 年, 彩印复合包材产品销售收入分别为 4.62 亿元、5.48 亿元及 6.16 亿元, 占主营业务收入的比例分别为 89.06%、93.30%及 90.62%, 是销售收入的主要来源。2022 年实现营收 6.85(+16.10%)亿元, 归母净利润 4761 万元(+28.82%), 毛利率/净利率分别增长至 13.79%/6.96%。

### ● 塑料包材全球范围增需, 2025 年我国预计营收 698 亿美元

根据中国包装联合会的数据, 2022 年中国塑料薄膜、塑料包装箱及容器制造业规模以上企业主营业务收入分别为 3822.01 亿元、1811.05 亿元。随着现代商业和物流产业发展, 作为包装行业的重要组成部分, 塑料包装行业市场规模亦将持续保持增长态势。根据 Grand View Research 数据显示, 2022 年至 2030 年, 全球塑料包装行业预计以 4.2%年复合增长率持续增长。至 2025 年, 中国塑料包装行业市场规模预计达 698 亿美元。

### ● 坚持多元化产品品类布局, 拓展新能源电池、电子等行业铝塑膜产品品类

经过多年研发, 宏裕包材自主研发核心技术包括食药级高性能复合膜绿色生产技术、食品级高抗冲聚丙烯 (PP) 制品快速注塑成型技术及聚乙烯 (PE) 微孔透气膜吹塑成型生产技术。宏裕包材现已拥有多元化的产品品类布局, 能够满足多样化的客户需求, 此外, 亦对在纸浆行业、新能源电池及电容器封装、电子等行业的包装产品进行研发创新, 例如适用于新能源电池、电子等行业的铝塑膜研发项目已处于小试阶段。募投将继续新增 1.5 万吨健康产品包装材料生产能力, 与一期项目共同形成年产 3 万吨健康产品包装材料智能工厂; 并将形成 8000 吨功能性新材料生产能力, 包括 3000 吨功能 PP 薄膜和 5000 吨涂布型镀氧化铝薄膜, 所生产的功能性包装新材料为新增产品。以上募投项目完全达产后, 预计新增营收 5.58 亿元。

### ● 宏裕包材可比公司 2022 PE 均值为 28.8X

宏裕包材可比公司 2022PE 均值 28.8X。宏裕包材专注彩印复合包材产品、注塑产品及吹膜产品, 为国家级专精特新“小巨人”, 并于 2018 年入选“湖北省支柱产业细分领域隐形冠军示范企业”名单。自主研发聚合物材料加工与成型技术、材料共混改性技术、材料复合技术等核心专有技术。

**风险提示:** 市场竞争风险、原材料价格波动风险、新股破发风险

## 相关研究报告

《对位芳纶浆粕生产商, 受益上游供给端放量实现较快增长——新三板公司研究报告》-2023.7.28

《富恒新材(832469.BJ): 新能源车业务新增长, 技术实力造就多元改性塑料——北交所新股申购报告》-2023.7.26

《新型储能百花齐放正当时, 北交所电池及系统集成有优势——北交所绿电主题系列一》-2023.7.25

## 目 录

1、彩印复合包材“小巨人”，2022 年盈利能力反弹起势 .....	4
1.1、深耕彩印复合包材领域，客户为安琪酵母、盼盼食品等消费品厂商 .....	4
1.2、2022 年实现营收 6.85 亿元(+16.10%)，盈利能力有所上升 .....	7
2、塑料包材全球范围增需，2025 年我国预计营收 698 亿美元 .....	9
2.1、我国包装行业年收入规模破万亿，塑料包装占比 46% .....	9
2.2、塑料包装下游覆盖领域众多，且近年来需求均有不同程度增长 .....	11
2.3、塑料包装将向个性化及功能化、绿色化及环保化方向发展 .....	15
3、坚持多元化产品品类布局，拓展新能源电池等铝塑膜研发 .....	16
3.1、“自研+合作研发”双驱动，打造核心技术壁垒 .....	16
3.2、“多元化产品品类+高质”奠基产品市场优势 .....	16
3.3、规模化、智能化生产降本增效，积极响应客户规模化、定制化需求 .....	17
3.4、拓展电池、电子等铝塑膜产品，完全达产后新增营收 5.58 亿元 .....	18
4、宏裕包材可比公司 2022 PE 均值为 28.8X .....	19
5、风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1：2022 年公司实现营收 6.85 亿元(+16.10%) .....	8
图 2：2022 年公司实现归母净利润 4761 万元(+28.82%) .....	8
图 3：公司以境内销售为主，2022 年内销 6.44 亿元 .....	8
图 4：2022 年公司毛利率、净利率均有小幅反弹 .....	8
图 5：2022 年公司期间费用率为 6.89%，整体呈下降趋势 .....	9
图 6：我国包装行业呈现出规模较大但集中度较低的特点 .....	9
图 7：2022 年塑料包装实现营收占比最大，为 45.82% .....	10
图 8：2022 年中国塑料薄膜规模以上企业主营业务收入为 3822.01 亿元 .....	11
图 9：行业上游为塑料、包装器械设备等供应商，下游应用领域广泛 .....	12
图 10：2022 年安琪酵母酵母类产品营收破 90 亿元 .....	12
图 11：2022 年中国休闲食品行业市场规模预计突破 1.50 万亿元 .....	13
图 12：2022 年我国吸收性卫生用品市场规模预计达 1949.55 亿元 .....	14
图 13：2019 年中国医用防护服产量为 428 万件 .....	14
图 14：依托高端的生产设备及规模化生产线，具备规模化定制及快速交货的能力 .....	18
表 1：宏裕包材主要产品包括彩印复合包材产品、注塑产品以及吹膜产品 .....	4
表 2：彩印复合包材为公司收入主要来源，营收占比 90%左右 .....	5
表 3：彩印复合包材产品单价变动相对较小 .....	6
表 4：彩印复合包材产能利用率尚未饱和，产销率总体稳定 .....	6
表 5：安琪集团为公司最大客户，2022 年新增伊利股份、今麦郎为前五大客户 .....	7
表 6：包装行业可分为塑料包装、纸包装、金属包装、玻璃包装等子行业 .....	10
表 7：塑料具有耐用性、安全性、洁净卫生、重量轻及可自由设计等特性 .....	10
表 8：宏裕包拥有食药级高性能复合膜绿色生产技术等三项核心技术 .....	16
表 9：宏裕包材与三峡大学、华中科技大学开展合作研发 .....	16
表 10：宏裕包材各类产品技术工艺相比传统方法具有一定先进性 .....	17

---

表 11: 本次拟募集资金 2.7 亿元于智能工厂二期以及功能性新材料项目 .....	18
表 12: 宏裕包材选取永新股份、上海艾录及嘉亨家化作为同行业可比公司 .....	19
表 13: 宏裕包材可比公司 2022PE 均值 28.8X .....	19

## 1、彩印复合包材“小巨人”，2022年盈利能力反弹起势

### 1.1、深耕彩印复合包材领域，客户为安琪酵母、盼盼食品等消费品厂商

宏裕包材成立于1998年，是一家专业从事彩印复合包材产品、注塑产品及吹膜产品的研发、生产和销售的国家高新技术企业，并且入选工业和信息化部第四批国家级专精特新“小巨人”企业名单。主要产品为彩印复合膜产品、食品级注塑容器等塑料包装产品以及透气膜，产品主要应用于食品、酵母、调味品等产品的包装以及医用防护服的生产。

宏裕包材与安琪酵母、盼盼食品、旺旺集团、涪陵榨菜、蒙牛集团、伊利股份、卫龙食品、十三香集团、稳健医疗等建立了长期稳定的合作关系。赢得市场认可的同时获得业内多项殊荣：2018年，入选“湖北省支柱产业细分领域隐形冠军示范企业”名单；2019年和2021年连续被中国包装联合会评为“中国包装百强企业”，2020年被评为“中国塑料包装前25名企业”；2021年和2022年，均被选入《印刷经理人》杂志“中国印刷包装企业100强”名单。

#### ➤ 彩印复合包材产品

为食品行业不同细分领域客户提供定制化彩印复合包材，产品应用领域广泛，根据终端产品类型可分为酵母包装、功能包装、休闲食品包装和其他包装。酵母包装具有良好的阻隔特性和生物相容性，以及优秀的理化性能指标，使活性干酵母保质期由12个月提升至24个月。功能包装种类较多，其中，冷饮包装主要应用于冰淇淋和雪糕产品，具有良好的耐低温属性和易撕性；调味品包装主要应用于香料、咸菜等调味品，具有良好的阻隔性能、耐腐蚀、耐渗透性能。休闲食品包装主要用于糖果、熟食、果冻、膨化食品等产品的包装，具有耐高温蒸煮、耐穿刺性、遮光性、保鲜和耐压等特点。


#### ➤ 注塑产品

注塑产品为食品级塑料容器，由食品级塑料粒子注塑而成，材质稳定，不会与食物发生反应。主要用于盛放酵母抽提物、火锅底料和食品添加剂等，具有耐油、耐强腐蚀性等产品特点。

#### ➤ 吹膜产品

吹膜产品为PE透气膜，主要应用于医用防护服的生产，具有克重低、透气量高、薄膜机械强度较高等特点。

**表1：宏裕包材主要产品包括彩印复合包材产品、注塑产品以及吹膜产品**

产品类别	应用分类	主要客户	产品图示
彩印复合包材产品	酵母包装	安琪酵母	

产品类别	应用分类	主要客户	产品图示
功能包装	功能包装	蒙牛集团伊利股份涪陵	
		榨菜中顺洁柔十三香集团	
休闲食品包装	休闲食品包装	盼盼食品今麦郎旺旺集	
		团爱尚食品卫龙食品	
注塑产品	食品级塑料容器	安琪酵母成都圣恩	
吹膜产品	透气膜	稳健医疗山东恒鹏	

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

2020-2022 年，宏裕包材主营业务收入整体呈增长趋势，彩印复合包材产品销售收入分别为 4.62 亿元、5.48 亿元及 6.16 亿元，占主营业务收入的比例分别为 89.06%、93.30% 及 90.62%，是销售收入的主要来源。

表2：彩印复合包材为公司收入主要来源，营收占比 90%左右

项目	2020 年度		2021 年度		2022 年度	
	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比
彩印复合包材产品	46228.72	89.06%	54799.78	93.30%	61645.49	90.62%
其中：						
酵母包装	16320.25	31.44%	15743.21	26.80%	17441.86	25.64%
功能包装	12511.59	24.10%	14828.51	25.25%	22179.92	32.61%
休闲食品包装	16058.95	30.94%	22882.90	38.96%	21079.98	30.99%
其他包装	1337.92	2.58%	1345.16	2.29%	943.74	1.39%
注塑产品	2471.15	4.76%	2553.36	4.35%	2945.36	4.33%
吹膜产品	3209.59	6.18%	1380.35	2.35%	3434.79	5.05%
合计	51909.46	100.00%	58733.49	100.00%	68025.64	100.00%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明



酵母包装、功能包装和休闲食品包装的单价变动相对较小，波动在-1%至4%之间。注塑产品的单价在2021年度有较大的下降，但在2022年度有所回升。吹膜产品的单价变动较为显著，从2020年度到2022年度下降了37%。

**表3：彩印复合包材产品单价变动相对较小**

项目	2020年度		2021年度		2022年度	
	单价(元/吨)		单价(元/吨)	变动	单价(元/吨)	变动
<b>彩印复合包材产品</b>						
其中：						
酵母包装	24641.11		24417.39	-0.91%	25505.68	4.46%
功能包装	21140.17		20977.95	-0.77%	21406.10	2.04%
休闲食品包装	18827.04		18785.26	-0.22%	18719.96	-0.35%
<b>注塑产品</b>	14811.92		14244.61	-3.83%	14842.40	4.20%
<b>吹膜产品</b>	21575.19		16182.68	-24.99%	13594.98	-15.99%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

2020-2022年，彩印复合包材的产能利用率分别为98.54%、80.80%和83.34%；注塑产品的产能利用率分别为108.41%、88.32%和96.61%；吹膜产品的产能利用率分别为103.34%、89.66%和107.15%。

生产采取“以销定产”模式，考虑客户采购订单量、产品盈利能力、双方合作关系等因素安排生产计划。2020-2022年，彩印复合包材产品的产销率分别为100.44%、99.50%和98.97%，产销率总体稳定；注塑产品的产销率分别为96.19%、101.48%和95.53%；吹膜产品包括透气膜和PE膜，其中PE膜加工为半成品后用于生产彩印复合包材产品，仅透气膜直接对外销售，产销率分别为23.22%、12.04%和29.85%。

**表4：彩印复合包材产能利用率尚未饱和，产销率总体稳定**

产品类别	产能(吨)	产量(吨)	产能利用率(%)	销量(吨)	产销率(%)
彩印复合包材产品	35000.00	29168.75	83.34	28867.25	98.97
注塑产品	2150.00	2077.20	96.61	1984.42	95.53
吹膜产品	7900.00	8464.80	107.15	2526.52	29.85
<b>合计</b>	<b>45050.00</b>	<b>39710.75</b>	<b>88.15</b>	<b>33378.19</b>	<b>84.05</b>
<b>2021年度</b>					
彩印复合包材产品	32800.00	26502.87	80.80	26370.70	99.50
注塑产品	2000.00	1766.35	88.32	1792.51	101.48
吹膜产品	7900.00	7083.22	89.66	852.98	12.04
<b>合计</b>	<b>42700.00</b>	<b>35352.44</b>	<b>82.79</b>	<b>29016.19</b>	<b>82.08</b>
<b>2020年度</b>					
彩印复合包材产品	22000.00	21678.20	98.54	21774.56	100.44
注塑产品	1600.00	1734.50	108.41	1668.35	96.19
吹膜产品	6200.00	6406.84	103.34	1487.63	23.22
<b>合计</b>	<b>29800.00</b>	<b>29819.54</b>	<b>100.07</b>	<b>24930.54</b>	<b>83.60</b>

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

安琪集团为公司最大客户，2022 年新增伊利股份、今麦郎为前五大客户。2020-2022 年，向前五名客户合计的销售总额占当期销售总额的比例分别为 72.77%、68.03% 和 63.11%，客户集中度较高。其中，第一大客户安琪酵母为公司控股股东。

**表5: 安琪集团为公司最大客户，2022 年新增伊利股份、今麦郎为前五大客户**

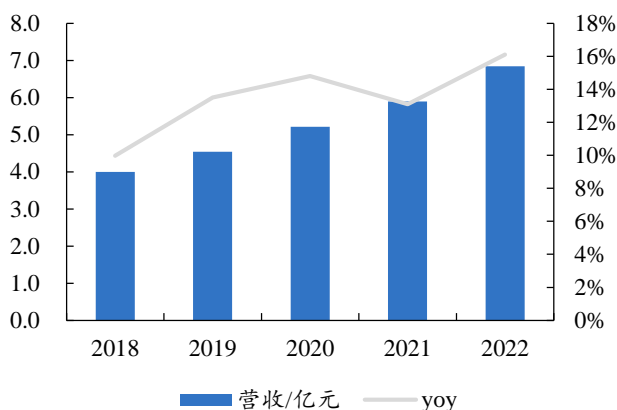
序号	客户名称	收入金额(万元)	占收入比例(%)	是否为关联方
<b>2022 年度</b>				
1	安琪集团	20234.79	29.56	是
2	蒙牛集团	7974.32	11.65	否
3	盼盼食品	6470.42	9.45	否
4	伊利股份	4573.32	6.68	否
5	今麦郎	3947.63	5.77	否
<b>合计</b>		<b>43200.48</b>	<b>63.11</b>	
<b>2021 年度</b>				
1	安琪集团	17730.19	30.07	是
2	盼盼食品	8905.90	15.10	否
3	旺旺集团	5357.84	9.09	否
4	蒙牛集团	5135.10	8.71	否
5	卫龙食品	2985.13	5.06	否
<b>合计</b>		<b>40114.15</b>	<b>68.03</b>	
<b>2020 年度</b>				
1	安琪集团	18615.29	35.71	是
2	盼盼食品	6001.12	11.51	否
3	旺旺集团	5595.77	10.73	否
4	蒙牛集团	4025.83	7.72	否
5	涪陵榨菜	3699.15	7.10	否
<b>合计</b>		<b>37937.16</b>	<b>72.77</b>	

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

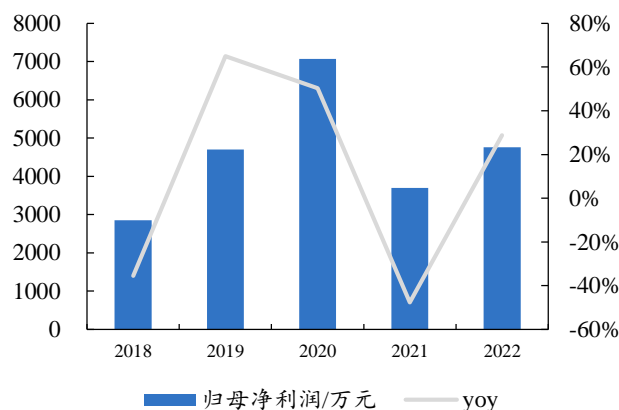
## 1.2、2022 年实现营收 6.85 亿元(+16.10%)，盈利能力有所上升

2018-2022 年总营业收入呈增长态势，2022 年实现总营收 6.85 亿元，同比增长 16.10%。营收增长原因为宏裕包材积极维护市场、加大产品及工艺研发投入，使得公司销量进一步提升，最终导致销售额增长。

2022 年归母净利润为 4761 万元，同比增长 28.82%，盈利能力有所上升。2018-2022 年，实现归母净利润分别为 2849 万元、4701 万元、7067 万元和 3696 万元及 4761 万元，2021 年归母净利润较大幅度下跌后，2022 年开始呈反弹增长趋势。

**图1：2022 年公司实现营收 6.85 亿元(+16.10%)**


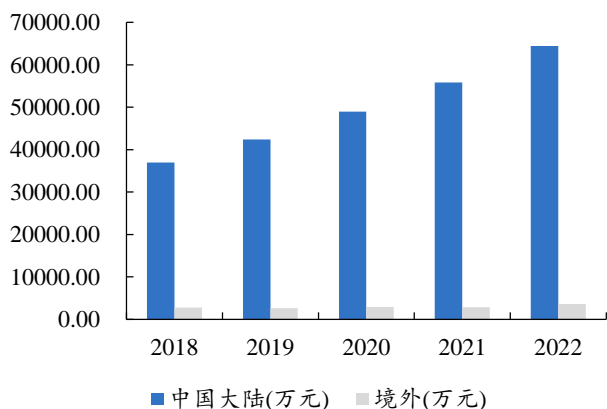
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图2：2022 年公司实现归母净利润 4761 万元(+28.82%)**


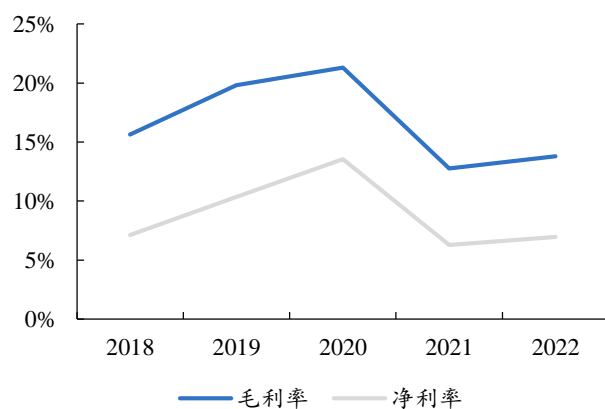
数据来源：Wind、开源证券研究所

**主营业务收入以内销收入为主。**2020-2022 年，内销收入分别为 4.90 亿元、5.59 亿元和 6.44 亿元，占比分别为 94.30%、95.09%和 94.68%。外销收入分别为 2958 万元、2882 万元和 3620 万元，占比分别为 5.70%、4.91%和 5.32%。其中内销收入主要集中在华中和华东区域，外销收入主要集中于欧洲、非洲。

**2022 年毛利率、净利率开始呈回升趋势。**2020-2022 年，综合毛利率分别为 21.32%、12.76%和 13.79%，净利率分别为 13.56%、6.26%及 6.96%。其中 2021 年毛利率较 2020 年有较大下滑，主要原因为：1、原材料采购价格上涨，导致材料成本增加；2、新产线投产导致固定资产折旧增加。

**图3：公司以境内销售为主，2022 年内销 6.44 亿元**


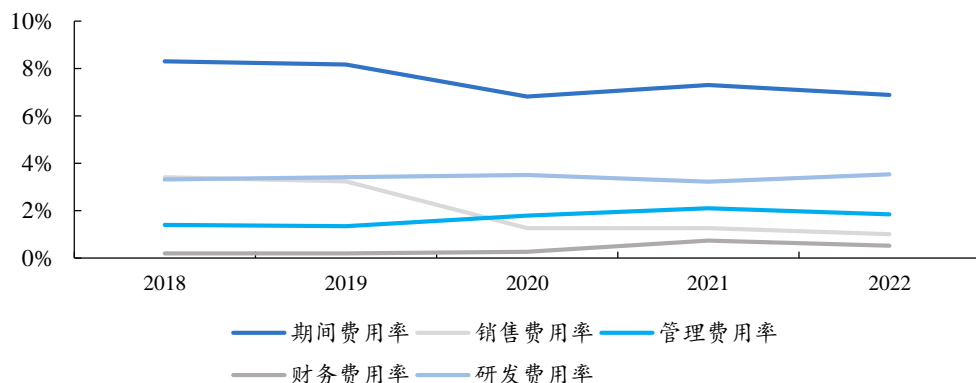
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：2022 年公司毛利率、净利率均有小幅反弹**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**2022 年公司期间费用率为 6.89%，整体呈下降趋势。**2020-2022 年，期间费用总额分别为 3552.20 万元、4306.63 万元和 4715.48 万元，占营业收入比重分别为 6.81%、7.30%和 6.89%。期间费用率呈现逐年下降的趋势，主要原因为经营规模增长引起的规模效应，在期间费用保持相对稳定的情形下，随着营业收入的稳步增长，期间费用率逐年下降。



**图5：2022年公司期间费用率为6.89%，整体呈下降趋势**


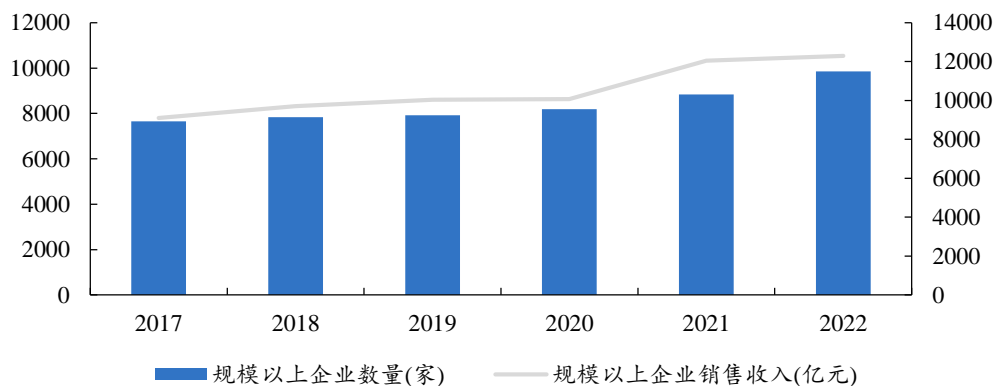
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、塑料包材全球范围增需，2025年我国预计营收698亿美元

### 2.1、我国包装行业年收入规模破万亿，塑料包装占比46%

**包装**指为在流通过程中保护产品、方便贮运、促进销售，按一定技术方法而采用的容器、材料及辅助物等的总体名称；也指为了达到上述目的而采用容器、材料和辅助物的过程中施加一定技术方法等的操作活动。

**包装行业年收入规模破万亿，是促进我国国民经济发展的重要产业。**整体来看，我国包装行业呈现出**规模较大但集中度较低**的特点。规模以上企业数量呈稳步上升趋势，入局者不断增多。根据中国包装联合会数据统计，2022年我国规模以上包装企业（年主营业务收入2000万元及以上全部工业法人企业）有9860家，较2021年增加1029家；2022年上述企业累计完成营业收入12293.34亿元，实现利润总额631.07亿元。

**图6：我国包装行业呈现出规模较大但集中度较低的特点**


数据来源：公司招股书、中国包装联合会、开源证券研究所

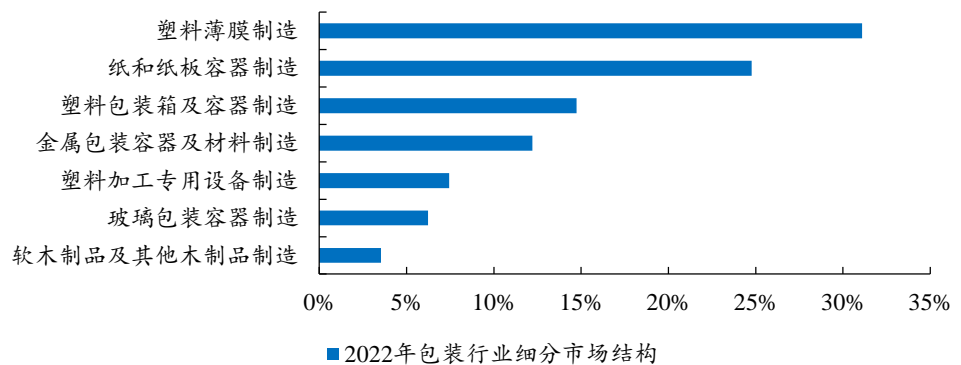
包装行业按照**包装材质或类型**具体可分为塑料包装、纸包装、金属包装、玻璃包装等子行业。

**表6：包装行业可分为塑料包装、纸包装、金属包装、玻璃包装等子行业**

包装类型	主要上游产业	主要下游产业	主要产品类型
塑料包装	化工原料、机械设备	食品、药品、服装、日化用品	软管产品、注塑产品、彩印复合包材产品
纸质包装	造纸、油墨、机械设备	电子电器、食品、烟草、食品饮料、医药	彩盒(含精品盒)、纸箱、说明书、无菌复合纸包装、纸袋
金属包装	金属制品、涂料、油墨、机械设备	食品、饮料、化工、药品、化妆品、军火	易拉罐(包括二片罐、三片罐)、气雾罐、食品罐和各类瓶盖
玻璃包装	矿物、化工原料、燃料、机械设备等	食品、饮料、酒、化妆品、医药等	各种瓶类

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

从细分行业来看，纸质包装及塑料薄膜包装占比最大。根据中国包装联合会统计数据，2022年塑料薄膜行业规模以上企业主营业务收入总和为3822.01亿元，占比31.09%；纸和纸板容器行业规模以上企业主营业务收入总和为3045.47亿元，占比24.77%。

**图7：2022年塑料包装实现营收占比最大，为45.82%**


数据来源：公司招股书、中国包装联合会、开源证券研究所

塑料具有耐用性、安全性、洁净卫生、重量轻及可自由设计等特性，被广泛应用于包装物的生产与制造。塑料以其优异的性能广泛用于包装工业中，现代塑料生产的四分之一以上都用于制作包装材料。从产品形态来看，塑料包装产品主要包括软包装（膜、袋）、塑料编织制品、包装容器（瓶、箱、桶等）、泡沫塑料及包装片材五大门类产品。其中宏裕包材主要生产软包装（膜、袋）、包装容器（桶）两大类产品，产品主要用于休闲食品、酵母、冷饮等产品的包装。

**表7：塑料具有耐用性、安全性、洁净卫生、重量轻及可自由设计等特性**

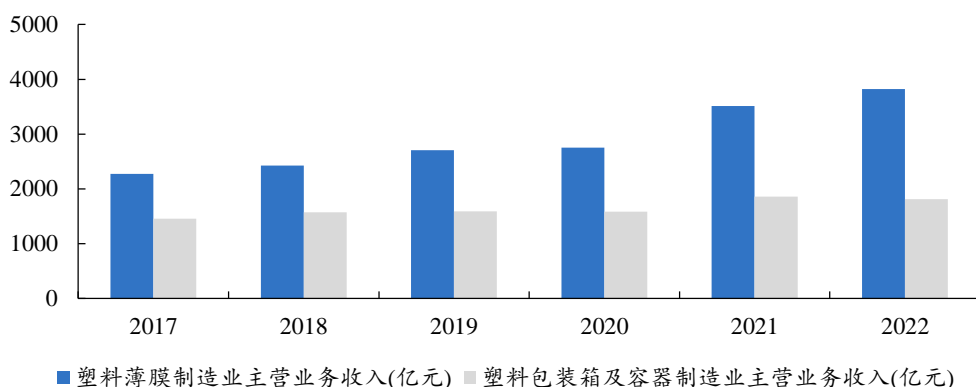
特点	具体描述
耐用性	聚合物的分子结构特性保证了塑料包装在使用过程不容易断裂,具备很好的耐用性
安全性	塑料包装在碎裂的情况下不会像玻璃形成危险碎片,拥有很好的安全性
洁净卫生	塑料包装是食品、医用产品及药品的理想包装材料,能够在没有人工直接干预的情况下对产品进行包装和密封,保证产品的洁净卫生
重量轻	塑料包装在保证强度的基础上更加轻便,因此便于供应链管理和消费者使用
可自由设计	塑料包装拥有注塑、吹塑等多种加工技术,易于着色和印刷,便于包装的自由设计

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

随着现代商业和物流产业发展，塑料包装行业在全球持续发展壮大。因其具备保护商品、便于运输、为其他产品提供附加值等多重功能，自二十世纪中期以来塑料包装在全球开始流行，目前塑料包装产品已经成为商品流通中的重要组成部分。根据 Grand View Research 研究报告显示，2017 年至 2021 年，全球塑料包装市场规模由 2952 亿美元增长至 3550 亿美元，增长 20.26%。

我国是塑料包装产品的生产和消费大国。根据中国包装联合会的数据，2022 年中国塑料薄膜规模以上企业主营业务收入为 3822.01 亿元；2022 年中国塑料包装箱及容器制造业规模以上企业主营业务收入为 1811.05 亿元。

**图8：2022 年中国塑料薄膜规模以上企业主营业务收入为 3822.01 亿元**

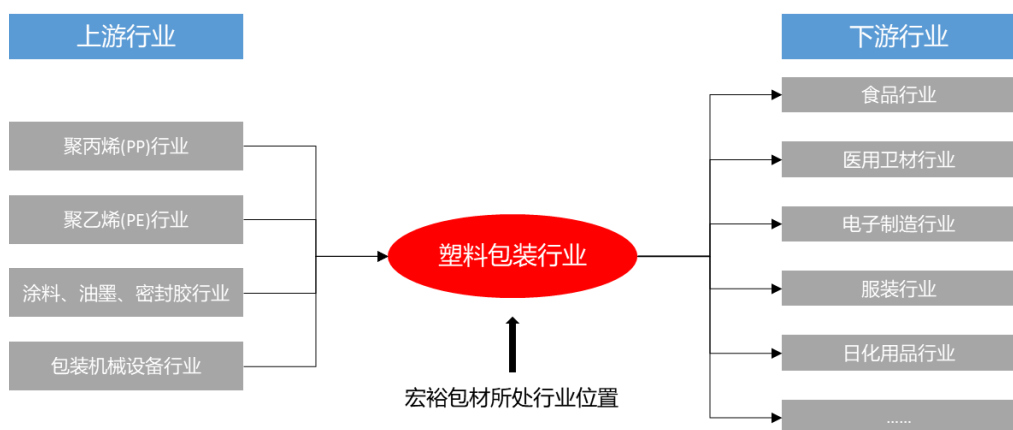


数据来源：公司招股书、中国包装联合会、开源证券研究所

**包装行业市场前景广阔,2025 年中国塑料包装行业市场规模预计达 698 亿美元。**随着消费升级趋势愈发明显，消费者对产品包装的独特性、个性化和颜值化提出了更高的要求，使定制化包装市场横向扩展。此外，随着市场需求的变化和生产技术的革新，塑料包装在食品、饮料、制药和个人家庭护理等领域的应用亦不断丰富。根据前瞻产业研究院数据，2026 年全球包装材料销售市场规模预计超过 1.2 万亿元。作为包装行业的重要组成部分，塑料包装行业市场规模亦将持续保持增长态势。根据 Grand View Research 数据显示，2022 年至 2030 年，全球塑料包装行业预计以 4.2% 年复合增长率持续增长。至 2025 年，中国塑料包装行业市场规模预计达 698 亿美元。

## 2.2、塑料包装下游覆盖领域众多，且近年来需求均有不同程度增长

宏裕包材所处行业上游主要包括以塑料为核心的原材料供应商、包装机械设备供应商，行业的下游主要为食品、服装、电子制造、日化用品、医用卫材制造商。

**图9：行业上游为塑料、包装机械设备等供应商，下游应用领域广泛**


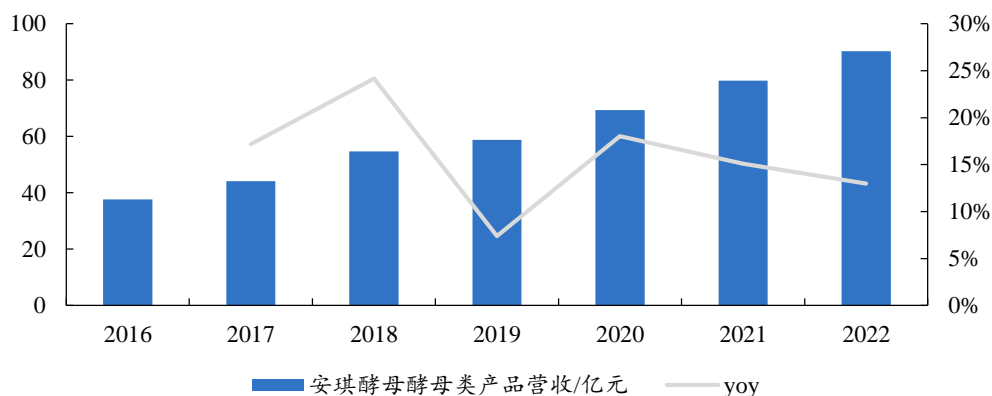
资料来源：公司招股书、开源证券研究所

### ➤ 食品行业

食品行业作为关系国民经济发展的重要支柱产业，是体现一个国家经济发展水平和人民生活质量的重要标志。近年来，我国食品工业不断发展，产业链不断延伸拓展，产品结构向多元化、优质化、功能化方向发展，产品细分程度加深，精深加工产品比例上升，行业发展从对过去“量”的追求变成注重“质”的提升。食品行业是塑料包装的一个重要应用领域，主要作用为产品分装、运输保鲜和提升品牌效应等。宏裕包材主要涉及的食品行业企业的细分领域包括酵母行业、休闲食品行业、调味品行业、米面粮油行业以及冷饮行业。

### ● 酵母行业

酵母应用的传统和主导领域为面食发酵、烘焙、酿造与生物能源，行业发展相对成熟。相对于传统的化学膨松剂发酵和老面发酵，酵母发酵具有发酵速度快、食品安全风险较低、口味更好等优势。安琪酵母为国内酵母行业龙头企业，为亚洲第一、全球第二大酵母公司，也是中国酵母行业唯一的上市公司。根据公司2022年报，截至2022年末，安琪酵母的酵母发酵总产能达到35万吨，国内市场占有率接近55%，在全球占比超过15%。

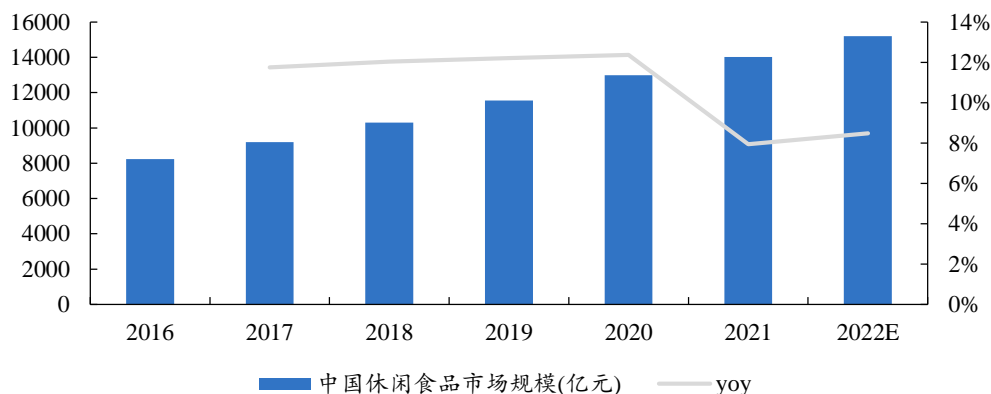
**图10：2022年安琪酵母酵母类产品营收破90亿元**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## ➤ 休闲食品行业

随着居民可支配收入的增长及消费观念的转变，健康安全、方便快捷的休闲食品日益受到青睐，中国休闲食品行业规模稳步提升。Mob 研究院数据显示，2016 年至 2021 年，中国休闲食品产业市场规模由 0.82 万亿元增长至 1.40 万亿元，年均复合增长率达 11%。2022 年中国休闲食品行业市场规模预计突破 1.50 万亿元。

**图11：2022 年中国休闲食品行业市场规模预计突破 1.50 万亿元**



数据来源：公司招股书、Mob 研究院、开源证券研究所

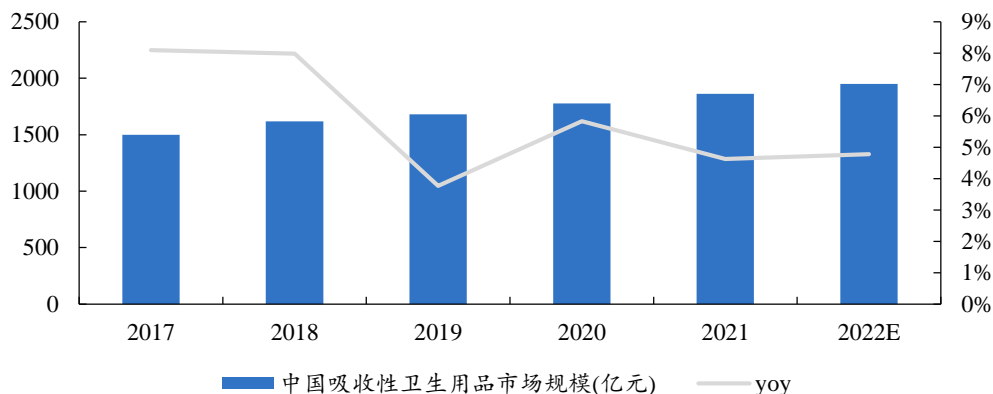
## ● 调味品行业

调味品作为饮食的辅助性食品品类繁多，可分为酱品类、汁水类、味粉类、固体类等。传统调味品包括醋、酱油、蚝油、料酒等，需求量较大，细分品类处在增长阶段，向高端升级转型趋势明显。调味品作为生活必需品，消费者购买量刚性较强，2021 年我国调味品行业市场规模为 4594 亿元，2014 至 2021 年复合增长率为 8.50%。2025 年市场规模预计可达 5300 亿元。

## ➤ 卫材行业

### ● 吸收性卫生用品行业

吸收性卫生用品主要包括女性卫生用品、婴儿护理用品和成人失禁用品等。近年来，随着我国经济与社会发展，城镇化进程的不断加快，我国吸收性卫生用品普及程度持续提高，产业发展态势良好，市场规模不断扩大，产品种类不断丰富，功能不断完善。根据 Euromonitor 数据，2021 年我国吸收性卫生用品市场规模 1860.55 亿元，同比增加 4.63%，2017 至 2021 年复合增长率达到 5.54%，预计 2022 年全年市场规模将达到 1949.55 亿元。我国吸收性卫生用品行业的不断发展，将进一步促进包装产业发展，为相关包装成品、塑料薄膜提供稳定的市场。

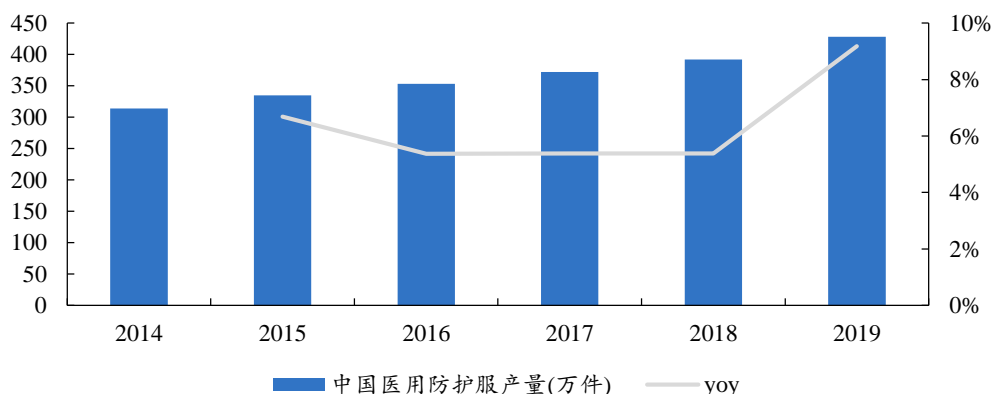
**图12：2022年我国吸收性卫生用品市场规模预计达1949.55亿元**


数据来源：公司招股书、Euromonitor、开源证券研究所

### ● 医用防护服行业

医用防护服作为一种可以抵御物理、化学和生物等外界因素伤害人体的工作服，在诸多特定医药卫生区域有着广泛的应用。根据CCID统计数据显示，2014年至2019年期间，我国医用防护服产量呈现持续增长态势，2019年产量为428万件，同比增长9.18%，相较于2014年的314万件，5年期间年复合增长率达到6.39%。

2020年初，疫情的发生使得口罩、医用防护服等医疗防疫用品的需求迅速上升。我国在疫情初期，医用防护服供不应求，此后，受国家政策的引导和市场需求的刺激，我国医用防护服产能扩张快速，供给较大幅增长，根据工信部统计数据，截至2020年4月5日国内医用防护服日产能达到150万件。随着国内疫情趋稳，国内医用防护服需求量日趋稳定并呈逐步下降趋势，但考虑到产业政策支持及消费者对医疗健康的日益重视，预计海内外市场对于医用防护服仍存在一定需求。

**图13：2019年中国医用防护服产量为428万件**


数据来源：CCID、开源证券研究所

### ➤ 日化行业

日化行业产品品类较为丰富，主要包含日常所使用的科技化学制品，覆盖个人清洁护理、衣物清洁护理及家居清洁护理等细分领域，市场空间较大。根据



Euromonitor 数据显示,2021 年中国日化市场规模达 906.75 亿美元,预计至 2026 年,日化行业市场规模将达到 8443.39 亿元。日化产品需求的持续增长带动日化包装行业不断发展。Grand View Research 报告预计, 日化包装行业在 2022 年至 2030 年将以 4.40% 的年复合增长率稳步增长。

### 2.3、塑料包装将向个性化及功能化、绿色化及环保化方向发展

#### ➤ 个性化及功能化

由于塑料具有的各种特性,被广泛应用于众多领域中,随着下游行业的不断发展,对塑料包装产品提出了更高的功能性要求,如食品包装强调安全性和保鲜能力,化工产品包装强调优良的化学稳定性和抗拉伸、耐冲击强度,电子产品包装强调防静电功能。随着行业技术的发展,塑料包装产品功能不再局限于包装本身,而是根据内容物特点越来越呈现精细化、个性化、高端化趋势。

#### ➤ 绿色化及环保化

绿色包装具有降低环境污染、维护生态平衡、促进低碳、节约资源的作用。塑料包装行业的环保性主要表现在可再生利用的程度上,其技术主要包括塑料回收利用加工技术、易降解技术等。塑料制品的高循环利用能有效地减少塑料包装造成的白色污染,缓解环境压力,提高资源的利用率。此外,行业内亦通过薄膜化、轻量化等方式实现包装材料的减量化,减少包装材料的使用,进而减缓塑料包装对环境的不利影响。随着新型材料的不断研发,新材料将在充分发挥包装材料功用的同时,进一步减少和消除塑料包装材料对生态环境的污染,提高塑料包装的安全环保性能。

### 3、坚持多元化产品品类布局，拓展新能源电池等铝塑膜研发

#### 3.1、“自研+合作研发”双驱动，打造核心技术壁垒

宏裕包材是国家高新技术企业，以技术为先导，形成了一定的技术优势。截至2023.4.26，拥有授权专利共64项，其中发明专利8项，实用新型专利56项，核心技术包括食药级高性能复合膜绿色生产技术、食品级高抗冲聚丙烯（PP）制品快速注塑成型技术及聚乙烯（PE）微孔透气膜吹塑成型生产技术。

**表8：宏裕包拥有食药级高性能复合膜绿色生产技术等三项核心技术**

核心技术名称	在包装产品应用情况
食药级高性能复合膜绿色生产关键技术	形成项目产品外检检测报告52项，新增备案企标1项；项目产品在盼盼食品、安琪酵母、涪陵榨菜、上海顶誉食品、湖北良品铺子、人福医药等企业广泛中应用；典型材质结构：BOPP/VMPET/PE、BOPET/Al/PET/PE，BOPP/VMPET/PP
食品级高抗冲聚丙烯（PP）制品快速注塑成型关键技术	形成项目产品外检检测报告7项，新增备案企标1项；项目产品在成都圣恩、安琪酵母、济宁耐特、山东天博、增城华栋等大型食品、生物制剂公司得到了广泛应用和认可；典型材质结构：食品级聚丙烯PP防伪密封包装容器及制品
聚乙烯（PE）微孔透气膜吹塑成型生产关键技术	25-30gsm 医疗用防护服应用聚乙烯PE透气膜；项目产品在稳健医疗、山东恒鹏、百浩工贸、豫北、高贝斯等卫生材料用品公司得到了广泛应用和认可

资料来源：问询回复、开源证券研究所

宏裕包材在建立高效自主研发体系的同时，开展与三峡大学、华中科技大学的合作研发事宜，以加强持续创新能力。

**表9：宏裕包材与三峡大学、华中科技大学开展合作研发**

序号	合作方	签署时间	合作内容	知识产权归属	合作成果	技术保密措施
1	三峡大学	2020.3	新型环保全聚烯烃功能性积层包装膜材料的研发与应用	双方共有	研发中	约定了保密条款，双方共同保守合作项目及企业的技术和商业秘密
2	华中科技大学	2022.7	锂离子电池聚烯烃基高性能隔膜设计及优化研究	双方共有	研发中	约定了保密条款，双方共同保守合作项目及企业的技术和商业秘密

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

#### 3.2、“多元化产品品类+高质”奠基产品市场优势

##### ➤ 多元化的产品品类布局

宏裕包材拥有多元化的产品品类布局，能够满足多样化的客户需求。产品覆盖食品、医用卫生材料等行业，其中：食品行业产品包括酵母包装、冷饮包装、休闲食品包装和食品级塑料桶等；日化行业产品包括洗涤用品包装、纸浆用品包装等；医用卫生材料行业产品包括防护服透气膜。此外，亦对在纸浆行业、新能源电池及电容器封装、电子等行业的包装产品进行研发创新，例如适用于新能源电池、电子等行业的铝塑膜研发项目已处于小试阶段。多领域的产品矩阵，一方面帮助公司充分抓住行业增长机遇，另一方面减少因为对单个产品门类依赖所带来的波动风险。

宏裕包材酵母包装产品在阻隔特性、生物相容性和理化性能指标方面，功能包装产品在耐高温、耐化学介质、防水防潮等功能性，休闲食品包装在充气气密性、耐压性、耐酸碱性能等方面达到的技术水平均优于传统工艺产品，上述产品在技术工艺上具有一定先进性。

**表10：宏裕包材各类产品技术工艺相比传统方法具有一定先进性**

产品类别	传统工艺产品特性指标	宏裕包材相关产品特性指标
酵母包装产品	材质结构：BOPP18/VMPET12/PE45 印刷特性：传统凹版印刷工艺无防伪功能 复合特性：传统溶剂干式复合法 阻隔特性：水蒸气透过量(WVTR)≤5.0g/(m <sup>2</sup> ·24h)，氧气透过量(OTR)≤5.0cm <sup>3</sup> /(m <sup>2</sup> ·24h·0.1MPa) 生产过程采用的核心溶剂：主要为乙酸乙酯，乙酸正丙酯 溶剂残留量：3-5mg/m <sup>2</sup> (国标为≤5mg/m <sup>2</sup> )	材质结构：BOPP18/VMPET12/PE45 印刷特性：新型柔版印刷工艺且具有紫外显隐防伪设计功能 复合特性：环保无溶剂复合法 阻隔特性：水蒸气透过量(WVTR)≤0.5g/(m <sup>2</sup> ·24h)，氧气透过量(OTR)≤1.0cm <sup>3</sup> /(m <sup>2</sup> ·24h·0.1MPa) 生产过程采用的核心溶剂：乙醇 溶剂残留量(越低越好)：1-3mg/m <sup>2</sup> (国标为≤5mg/m <sup>2</sup> )
功能包装产品	材质结构：BOPP18/VMCPP25 印刷特性：传统凹版印刷工艺无防伪功能 复合特性：传统溶剂干式复合法 冷冻包装低温起封特性：125°C	材质结构：定位哑光涂布 PET12/VMPET12/ CPP20 印刷特性：凹版印刷工艺+表层定位涂布(色彩装饰) 复合特性：环保无溶剂复合法 冷冻包装低温起封特性：105°C
休闲食品包装	材质结构：BOPP18/ CPP35 透明性：雾度≤5% 高耐压性：动态≥30KPa 阻氧性能优异：氧气透过量(OTR)≤800cm <sup>3</sup> /(m <sup>2</sup> ·24h·0.1MPa) 包装方式：适合于枕式 HFFS 自动充气包装，在线漏气率 ≤1%	材质结构：KOPP18/高摩擦充气 CPP35 透明性好(越低越好)：雾度≤3% 高耐压性(越高越好)：动态≥50KPa 阻氧性能优异(越低越好)：氧气透过量(OTR)≤10cm <sup>3</sup> /(m <sup>2</sup> ·24h·0.1MPa) 包装方式：适合于高速枕式 HFFS 自动充气包装，在线漏气率 ≤5%

数据来源：问询回复、开源证券研究所

### ➤ 质量优势

宏裕包材严格按照相关的质量体系标准，建立了系统化、规范化的品质控制体系。积极参与制定《塑料制品薄膜和薄片气体透过性试验方法压差法》(20193296-T-607)、《塑料制品薄膜和薄片气体传输率的测定等压法》(20193298-T-607)等多项国家等行业标准并在生产经营中付诸实践。并先后取得了ISO9001:2015、ISO45001:2018、环境以及食品安全管理体系认证。

此外，着力建设省级研发中心和重点实验室，检测中心具备从原料到成品的全过程专业检测能力，可同时满足国家标准、ASTM 国际标准的产品性能检测，以满足客户对产品质量及食品安全等方面的要求。

### 3.3、规模化、智能化生产降本增效，积极响应客户规模化、定制化需求

宏裕包材拥有行业内较为先进的生产设备，包括 BOBST 公司凹版印刷机 2 台、干式复合机 5 台、真空镀铝机 1 台，德国 W&H 公司吹膜机 2 台、流延机 2 台、柔版印刷机 1 台、凹版印刷机 2 台，日本住友的挤出复合机 1 台，亦配备了印品缺陷在线检测系统、粘度自动控制仪、VOCs 溶剂回收系统等专业辅助设备百余台套。此外，建有 10 万级洁净厂房，拥有塑料彩印生产线 10 条、多功能复合生产线 16 条、多层共挤塑料薄膜生产线 8 条、快速成型注塑生产线 11 条、各种专业制袋机 30 台套。

依托较为高端的生产设备及规模化生产线，具备为下游客户提供规模化定制产品及快速批量交货的能力，可承接高端产品的生产制造项目，具备复杂工艺的产能领先优势。同时通过对生产管理系统的智能化、信息化改造赋能原有生产线，提升生产效率，降低生产成本，提高公司的安全生产水平。

图14：依托高端的生产设备及规模化生产线，具备规模化定制及快速交货的能力



资料来源：公司招股书

### 3.4、拓展电池、电子等铝塑膜产品，完全达产后新增营收 5.58 亿元

本次拟募资 3.43 亿元，募集资金扣除发行费用后，拟全部用于“湖北宏裕新型包材股份有限公司年产 3 万吨健康产品包装材料智能工厂二期项目”、“湖北宏裕新型包材股份有限公司年产 8000 吨功能性新材料项目”、“湖北宏裕新型包材股份有限公司研发中心建设项目”及补充流动资金。

表11：本次拟募集资金 2.7 亿元于智能工厂二期以及功能性新材料项目

序号	项目名称	计划投资总额(万元)	拟投入募集资金(万元)
1	湖北宏裕新型包材股份有限公司年产 3 万吨健康产品包装材料智能工厂二期项目	14272.40	14272.40
2	湖北宏裕新型包材股份有限公司年产 8000 吨功能性新材料项目	12849.25	12849.25
3	湖北宏裕新型包材股份有限公司研发中心建设项目	5172.54	5172.54
4	补充流动资金	2000.00	2000.00
	<b>合计</b>	<b>34294.19</b>	<b>34294.19</b>

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

#### ➤ 年产 3 万吨健康产品包装材料智能工厂二期项目

本项目属于“年产 3 万吨健康产品包装材料智能工厂项目”的二期工程，一期工程彩印复合包材 15000 吨生产线于 2020 年底逐步开始正式运行投产。本项目建设是在一期项目建成的基础上继续引入国内外先进印刷机、复合机及相关配套设备，优化生产工艺，提高生产效率，进一步扩大健康产品包装材料产能。二期项目将继续新增 1.5 万吨健康产品包装材料生产能力，与一期项目共同形成年产 3 万吨健康产品包装材料智能工厂。项目预计建设周期为 1.5 年，第 2 年开始部分投产，第 4 年实现达产，项目完成达产当年项目营业收入 31774.35 万元。



## &gt; 年产 8000 吨功能性新材料项目

宏裕包材计划投资实施湖北宏裕新型包材股份有限公司年产 8000 吨功能性新材料项目。项目建成达产后，将形成 8000 吨功能性新材料生产能力，包括 3000 吨功能 PP 薄膜和 5000 吨涂布型镀氧化铝薄膜，所生产的功能性包装新材料为新增产品。项目预计建设周期为 2 年，第 3 年开始部分投产，第 5 年实现达产，预计项目完成达产当年项目营业收入 24000.00 万元。

#### 4、宏裕包材可比公司 2022 PE 均值为 28.8X

目前 A 股上市公司中没有与宏裕包材在经营规模、业务结构、产品细分领域等完全相同的企业。因此，从国内外主要竞争对手中，选取与自身产品相似且应用领域较为接近的 A 股上市公司永新股份、上海艾录及嘉亨家化作为同行业可比公司。

表12：宏裕包材选取永新股份、上海艾录及嘉亨家化作为同行业可比公司

公司名称/代码	主营业务介绍	主要客户
永新股份 (002014.SZ)	主要生产经营真空镀膜、塑胶彩印复合软包装材料，生产和销售自产的新型药品包装材料、精细化工产品等高新技术产品，主要用于食品、日化、医药等领域	未披露
上海艾录 (301062.SZ)	主要从事工业用纸包装、塑料包装及智能包装系统的研发、设计、生产、销售以及服务,主要产品包括工业用纸包装、注塑包装和智能包装系统	埃克森、陶氏、巴斯夫、沈阳化工等
嘉亨家化 (300955.SZ)	主要从事日化产品 OEM/ODM 及塑料包装容器的研发设计、生产，具备化妆品和家庭护理产品的研发、配制、灌装及塑料包装容器设计、制造的一体化综合服务能力	强生、壳牌、贝泰妮、郁美净等
宏裕包材 (837174.BJ)	主要从事彩印复合包材产品、注塑产品及吹膜产品的研发、生产和销售，主要产品为彩印复合膜产品、食品级注塑容器等塑料包装产品以及透气膜，产品主要应用于食品、酵母、调味品等产品的包装以及医用防护用品的生产	安琪酵母、盼盼食品、旺旺集团、涪陵榨菜、蒙牛集团、伊利股份、卫龙食品、十三香集团、稳健医疗

资料来源：公司招股书、Wind、开源证券研究所

**宏裕包材可比公司 2022PE 均值 28.8X。**宏裕包材专注彩印复合包材产品、注塑产品及吹膜产品，为国家级专精特新“小巨人”，并于 2018 年入选“湖北省支柱产业细分领域隐形冠军示范企业”名单。自主研发并形成聚合物材料加工与成型技术、材料共混改性技术、材料复合技术等多项核心专有技术。

表13：宏裕包材可比公司 2022PE 均值 28.8X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE2022	PETTM	2022 年营收/亿元	2022 年归母净利润/万元	2022 年毛利率	2022 年研发费用率
永新股份	002014	54.57	15.04	14.53	33.04	36282.90	22.20%	4.09%
上海艾录	301062	42.44	39.93	52.06	11.22	10628.34	23.47%	3.54%
嘉亨家化	300955	21.97	31.54	37.64	10.52	6966.60	23.96%	2.05%
<b>均值</b>		<b>39.66</b>	<b>28.84</b>	<b>34.74</b>	<b>18.26</b>	<b>17959.28</b>	<b>23.21%</b>	<b>3.22%</b>

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE2022	PETTM	2022 年营收/ 亿元	2022 年归母 净利润/万元	2022 年毛利率	2022 年研发 费用率
宏裕包材	837174	6.51	13.67	13.67	6.85	4761.40	13.79%	3.53%

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至 2023.7.27

## 5、风险提示

市场竞争风险、原材料价格波动风险、新股破发风险



## 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，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），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。

## 分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn