



Research and
Development Center

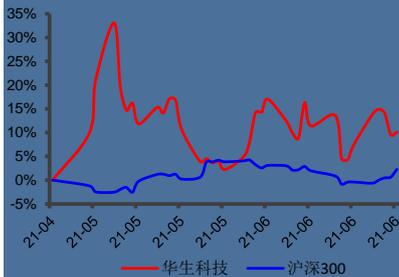
卡位户外优质赛道，蓄势高端气密材料

—华生科技（605180.SH）深度报告

2021年6月30日

汲肖飞 行业分析师
S1500520080003
jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 分析师助理
liyanyuan@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
深度报告
华生科技 (605180.SH)
投资评级 买入


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	36.36
52 周内股价	32.23-42.90
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	10.35%
总股本 (亿股)	1.00
流通 A 股比例 (%)	25.00
总市值 (亿元)	

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

卡位户外优质赛道，蓄势高端气密材料

2021 年 6 月 30 日

本期内容提要：

- ◆ **拉丝气垫行业领先制造商，销量驱动整体业绩增长。** 公司是一家从事塑胶复合材料研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品包括拉丝气垫材料、充气游艇材料、蓬盖材料、灯箱广告材料，下游应用产品包括划水板、瑜伽垫、充气艇、帐篷、广告灯箱等。公司是拉丝气垫行业领导者，研发实力强，2020 年实现收入 3.68 亿元、同增 16.11%，归母净利 1.08 亿元、同增 24.20%。近年来公司下游产品需求景气度较高，拉丝气垫材料销量持续增长，驱动整体收入、业绩保持增长趋势。
- ◆ **下游需求景气度高，行业进入壁垒明显。** 1) 欧美发达国家户外运动参与率高，近年来水上运动市场规模稳步增长，划水板销量持续增长，Technavio 报告显示 2015-2020 年全球划水板市场规模年均增速为 15%。2) 全球物流运输、露营市场保持稳步增长，Future Market Insights 预计 2018-2029 年全球篷布市场规模增速预计为 4.4%。3) 拉丝气垫材料行业进入门槛高，目前国内仅有公司、明士达、龙天集团等 3 家公司能够稳定批量生产，公司在行业内具有研发、工艺、性能等优势，产品定位高于主要竞争对手。
- ◆ **技术密集型企业，研发、生产业内领先。** 气密拉丝材料技术难度大、工艺复杂，下游客户对材料性能要求较高，2013 年公司率先在国内实现突破，掌握核心生产技术，并拥有多项专利、标准制定、国际认证。公司不同于传统纺织企业，技术属性更强，人均创收处于较高水平。此外公司在各生产环节具有多年积累优势，生产效率、产品性能业内领先。
- ◆ **短期疫情催化终端户外需求，长期成长空间较大。** 2020 年疫情短期影响催化欧美发达国家户外需求，社交隔离限制导致消费者转向非集体性的户外或室内运动，划水板、瑜伽垫等销售额显著增长。长期来看，欧美国家居民户外运动市场规模有望持续增长，划水板等充气式产品渗透率预计提升，体育产业长期成长性得到验证；且国内水上运动处于起步阶段，随着居民消费升级有望快速成长。此外拉丝气垫材料仍处于发展早期，应用领域有望拓展至医疗、家居、国防军工等领域，推动公司收入长期增长。
- ◆ **盈利预测与投资评级。** 我们看好公司受益于下游体育户外行业发展，上市后产能持续扩张，推动业绩增长，预计 2021-2023 年收入为 5.61/7.02/8.74 亿元，同增 52.08%/25.18%/24.48%，归母净利为 1.76/2.21/2.75 亿元，同增 63.68%/25.47%/24.60%，目前估值处于较低水平。综合相对及绝对估值法，我们给予公司目标价 50.00 元，公司竞争壁垒明显，短期业绩快速增长、长期发展空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：** 终端需求增速大幅下滑、行业竞争加剧、产能释放不达预期等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	318	369	561	702	874
增长率 YoY%	-0.2%	16.1%	52.1%	25.2%	24.5%
归属母公司净利润(百万元)	87	108	176	221	275
增长率 YoY%	28.0%	24.2%	63.7%	25.5%	24.6%
毛利率%	41.6%	42.8%	45.0%	44.9%	44.6%
净资产收益率ROE%	21.7%	22.3%	26.1%	24.3%	23.1%
EPS(摊薄)(元)	0.87	1.08	1.76	2.21	2.75
市盈率 P/E(倍)	-	-	20.66	16.47	13.22
市净率 P/B(倍)	-	-	5.39	4.01	3.05

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 6 月 28 日收盘价

投资逻辑

公司是国内领先的塑胶复合材料供应商，主要产品包括拉丝气垫材料、充气游艇材料、蓬盖材料、灯箱广告材料，下游应用产品包括划水板、瑜伽垫、充气艇、帐篷、广告灯箱等，其中划水板、瑜伽垫等主要出口欧美市场。我们认为下游体育户外行业发展空间广阔，公司产品生产壁垒高，性能业内领先，上市之后不断扩张产能，未来成长确定性强。

短期来看，2020年疫情导致欧美国家要求社交隔离、控制疫情扩散，消费者转向非集体性的户外、室内运动，划水板、自行车、瑜伽等产品需求显著增长。受下游需求推动，2020年公司气密拉丝材料销量同比增长80%以上，竞争对手明士达气密拉丝材料销量同样大幅增长。2021年欧美市场户外行业景气度仍较高，下游产品销量快速增长，2021Q1公司收入同增229.40%、净利同增279.48%，预计全年公司业绩增长弹性较大。

长期来看，体育户外为长周期、高景气度行业，在品牌、供应链端都有龙头企业实现长期成长。欧美市场划水板普及时间较短，由于划水板相对冲浪板等产品使用门槛低、便于携带，未来随着水上运动发展需求有望持续扩张。室内运动中充气瑜伽垫、充气SPA池等用品渗透率也有望提升。此外国内消费逐步升级，水上俱乐部数量不断增长，水上运动也有望进入快速发展阶段。公司下游以体育户外需求为主，有望享受行业高景气度，未来成长空间巨大。

与市场不同的观点：

市场对公司认知度不高，认为公司体量小、发展空间有限，但我们分析后认为：

- 1) 公司不同于传统纺织行业，具有研发属性强、技术壁垒高等特征，产品毛利率、净利率处于较高水平，不依赖低成本劳动力。公司在国内率先实现气密拉丝材料研发、生产、销售，上市后加大产品投入，扩大领先优势。
- 2) 目前公司下游产品主要应用于划水板等户外用品，需求较为小众，但一方面，欧美市场户外需求仍有较大成长空间，划水板渗透率有望不断提升，另一方面，国内水上运动需求有望释放，推动下游市场扩建扩张。此外公司下游应用领域也将持续向医疗卫生、国防军工、家居安全等领域延伸，推动收入增长。
- 3) 近年来体育行业高景气度持续，国内外一线品牌、供应链公司业绩成长性不断验证，估值水平也持续提升。我们认为作为上游面料企业，公司技术壁垒高，同样将受益于体育产业大发展，估值水平有望持续提升。

目录

公司分析：深耕纺织材料研发生产，拉丝气垫行业国内领先.....	6
基本概况：深耕纺织材料研发生产，拉丝气垫行业国内领先	6
财务分析：销量驱动收入增长，拉丝气垫材料收入占比提升	8
公司治理：实控人持股比例高，管理层行业经验丰富	9
行业分析：拉丝气垫材料下游景气度高，行业壁垒明显.....	9
户外运动行业景气度高，居家健身市场快速增长	10
交通工具用和篷帆类纺织品市场预计稳步增长	11
气密材料行业进入门槛高，龙头成长潜力较大	12
未来成长：下游需求成长空间大，募投项目显著扩张	13
行业技术含量高，公司具备研发工艺优势	13
短期疫情催生海外运动需求爆发，长期市场空间仍有发展潜力	13
募投项目扩张产能，推动未来收入增长	17
盈利预测、估值与投资评级	17
盈利预测及假设	17
估值与投资评级	18
风险提示	17

表目录

表 1：公司业绩与盈利预测（百万元）	18
表 2：可比公司 EPS 及估值对比	18

图目录

图 1：公司主要发展历程.....	6
图 2：公司产业链所处位置及产品下游应用领域	6
图 3：公司拉丝基布产品的自产比例变化情况.....	7
图 4：公司前十大客户收入占比情况	7
图 5：2020 年公司主要产品收入构成	7
图 6：2020 年公司分区域收入构成	7
图 7：2016-2020 年公司营业收入变化（万元）	8
图 8：公司主要产品收入构成变化	8
图 9：2018-2020 年公司主要产品产量和产销量	8
图 10：2018-2020 年公司主要产品单价变化情况（元）	8
图 11：2018-2020 年公司整体毛利率变化情况	9
图 12：2018-2020 年公司主要产品毛利率情况	9
图 13：2016-2020 年公司净利润及增速（亿元）	9
图 14：2016-2020 年公司 ROE 变化	9
图 15：公司股权结构图（截止到 2021 年 4 月 30 日）	10
图 16：2019-2021 年全球体育产业预计平均增长率	10
图 17：美国户外运动参与情况（百万人）	10
图 18：全球划水板市场规模（亿美元）	11
图 19：2015-2019 年中国居家健身行业市场规模（亿元）	11
图 20：2016-2022 年全球卡车市场规模（亿美元）	12
图 21：2016 年-2021 年全球野营帐篷市场规模(亿美元)	12
图 22：拉丝气垫材料技术的发展阶段	12
图 23：2013-2020 年公司拉丝气垫材料收入占比变化	12
图 24：近年来公司与同行气密材料收入对比（万元）	13
图 25：近年华生和明士达气密材料产销对比（万/m ² ）	13
图 26：公司人均创收处于较高水平	13
图 27：公司生产人员占比与同行业对比	13
图 28：公司拉丝气垫材料相关发明专利	14
图 29：公司在设备、工艺、配方等方面的技术优势	14
图 30：L.L. Bean2020 年户外运动品类销售额同比增速	15
图 31：2020 年 3 月美国运动器材线上交易额同比增速	15
图 32：2018-2028 年全球站立式桨板市场增长率	15

图 33: L.L. Bean 划水板和皮划艇中充气式产品收入占比	15
图 34: 2018 年全球健身渗透率和产业规模 (亿美元)	16
图 35: 2014-2023 年中国瑜伽行业市场规模 (亿元)	16
图 36: 拉丝气垫材料目前和潜在应用领域.....	17
图 37: 2018-2020 年公司基布产能变化情况 (万平米)	17
图 38: 公司 IPO 募投项目概况.....	17

公司分析：研发领先的气密材料制造商

基本概况：深耕纺织材料研发生产，拉丝气垫行业国内领先

华生科技是一家从事塑胶复合材料的研发、生产和销售的高新技术企业。公司前身是 1996 年成立的海宁市马桥华生经编针织厂，2005 年更名为浙江华生经编新材料有限公司。2007 年公司在国内率先成功研发 PET 灯箱广告材料，并推出篷盖材料，2012 年成功开发拉丝气垫材料，填补国内市场空白。2021 年 4 月 30 日公司在上交所上市，计划通过实施“年产 450 万平方米拉丝基布建设项目”、“高性能产业用复合新材料技改项目”和“研发中心建设项目”三个募投项目，巩固作为塑胶复合材料供应商的领先优势。

图 1：公司主要发展历程

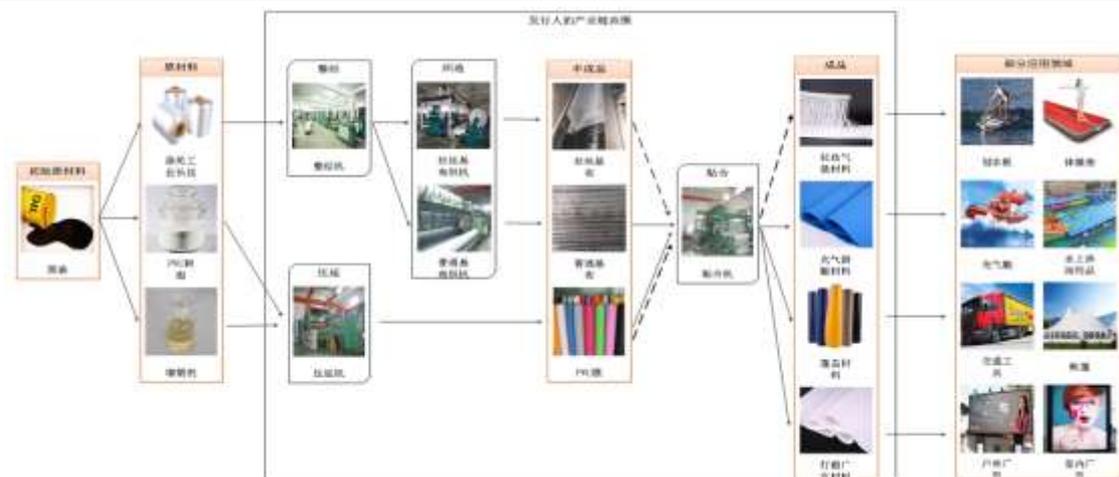


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司属于产业用纺织品行业，主要产品根据气密性标准不同分为气密材料和柔性材料两大类。公司生产的气密材料主要为拉丝气垫材料和充气游艇材料，应用在划水板、体操垫、充气游艇等运动、休闲领域；柔性材料主要为篷盖材料和灯箱广告材料，主要应用在交通物流、平面广告领域。

从产业链来看，公司向上游采购涤纶工业长丝、PVC 树脂粉、增塑剂等原材料，生产加工为半成品基布、PVC 膜，并通过上浆、烘干、贴合等工艺，生产出拉丝气垫材料、充气游艇材料、篷盖材料、灯箱广告材料四大类产品。下游客户采购公司的产品进行再次加工制成各类成品，应用于户外休闲运动、水上用品、安全防护、交通运输、广告灯箱等广泛领域，并销售给终端品牌商或渠道商。

图 2：公司产业链所处位置及产品下游应用领域



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

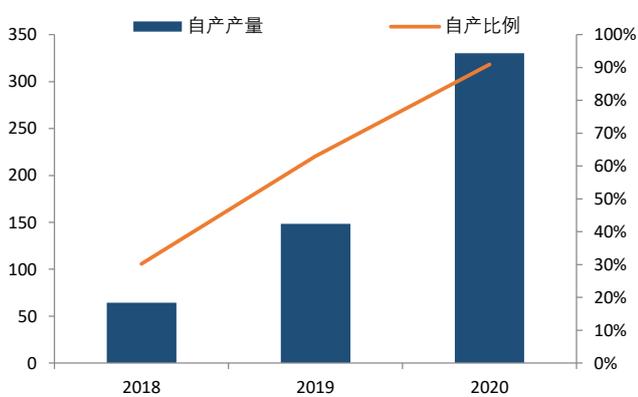
公司采取循环采购的采购模式、以销定产的生产模式和直接销售的销售模式，以展销会为主要销售渠道。

1) 采购模式上，公司采取“循环采购”的方式，根据销售部和生产部下发的需求和计划采购，同时为了降低采购成本根据市场供求情况集中采购部分原材料。对于涤纶工业长丝和化工原料这两种主要原材料，公司一般保证一定时间用量的安全库存。

2) 生产模式上，公司以“以销定产”的自主生产模式为主、外协生产为辅。外协生产涉及产品主要是拉丝基布，委托沃克纺织进行外协加工，由公司控制产品质量。

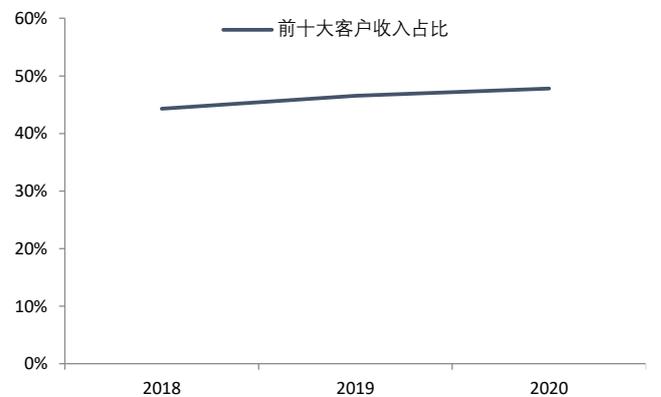
3) 销售模式上，公司直接向下游的国内国外客户销售，主要销售渠道是参加国内外行业展销会，比如中国进出口商品交易会、中国国际产业用纺织品及非织造布展览会和美国丹佛户外夏季运动用品展。此外公司销售渠道也包括业务人员直接上门、网络营销等方式。公司大客户收入占比较为稳定，2018-2020 年前十大客户收入占比为 44.28%、46.57%、47.78%。

图 3：公司拉丝基布产品的自产比例变化情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

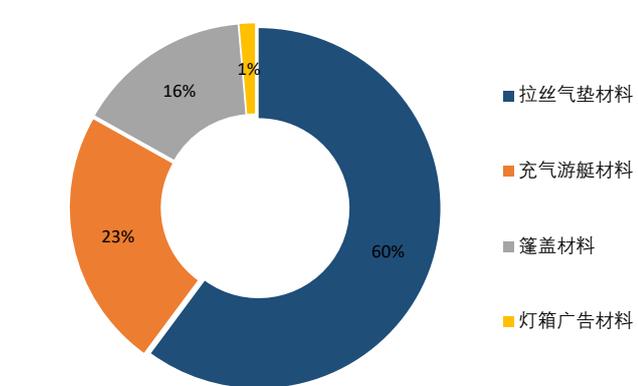
图 4：公司前十大客户收入占比情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

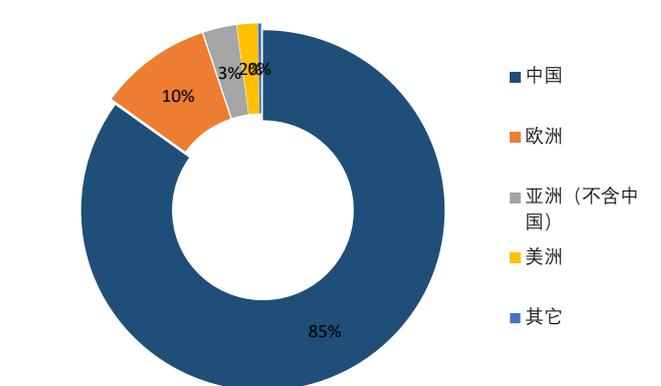
从收入结构来看，公司贡献收入的主要产品是拉丝气垫材料，主要收入来源地区是中国。1) 从分产品收入结构来看，公司营业收入主要来自于拉丝气垫材料，篷盖、灯箱广告材料收入占比逐步下降。2020 年公司拉丝气垫材料收入 2.16 亿元，收入占比 60%。2) 从区域结构来看，公司营业收入主要来自于内销，下游加工客户主要分布在国内，2020 年内销实现营收 3.11 亿元，占比为 85%。从终端零售来看，划水板、瑜伽垫等产品销售主要在欧美市场。

图 5：2020 年公司主要产品收入构成



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 6：2020 年公司分区域收入构成



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

财务分析：销量驱动收入增长，拉丝气垫材料收入占比提升

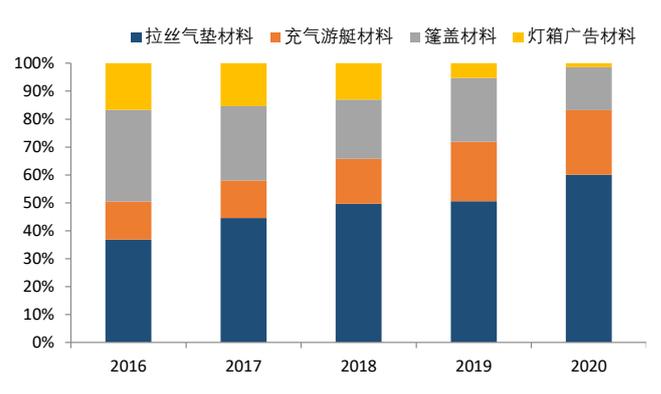
近年来公司收入呈快速增长趋势，拉丝气垫材料、充气游艇材料成为营收增长的主要驱动力。2016-2020年公司收入年均复合增速为16%，其中拉丝气垫材料年复合增速高达38%，占整营收的比例由2016年的37%提升至2020年的60%。充气游艇材料占营收的比例由2016年的14%提升至2020年的23%。相比之下公司篷盖材料、灯箱广告材料收入均有缩减，尤其灯箱广告业务收入下降显著，主要由于篷盖材料、灯箱广告材料技术门槛较低、毛利率相对较低，公司将业务重心转向气密材料的研发、销售。

图 7：2016-2020 年公司营业收入变化（万元）



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

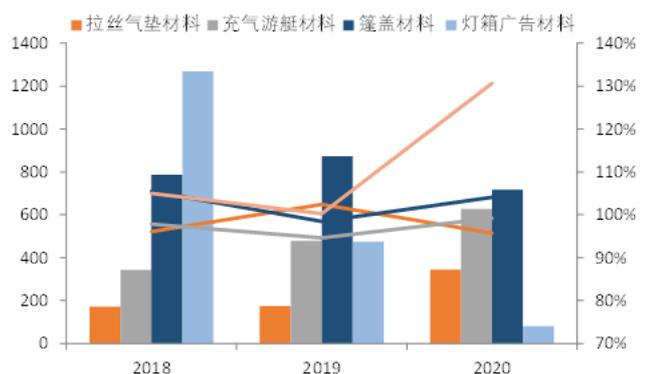
图 8：公司主要产品收入构成变化



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

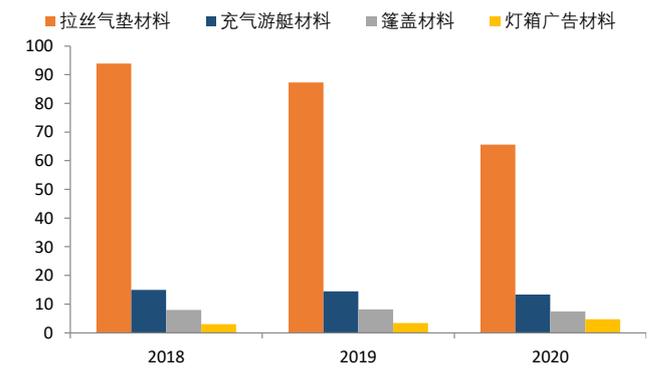
分拆来看，近年来公司气密材料销量驱动收入增长，价格持续下降，柔性材料销量同比下降。2018-2020年公司主要产品的产销率均在95%以上，拉丝气垫材料下游需求旺盛，公司持续扩张产能，产量、销量保持增长，受疫情、原材料采购价格下降、公司拓展市场份额等影响，拉丝气垫材料价格呈有所下降。近年来充气游艇材料价格略有下降，水上运动发展驱动销量持续增加。篷盖材料、灯箱广告材料价格基本稳定，销量持续下降，主要由于公司战略调整、新冠肺炎疫情等影响。

图 9：2018-2020 年公司主要产品产量和产销率



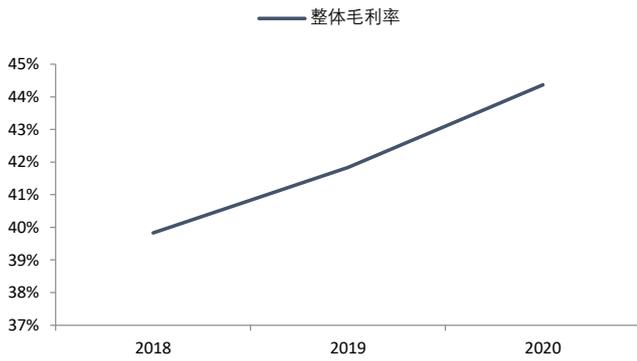
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 10：2018-2020 年公司主要产品单价变化情况（元）

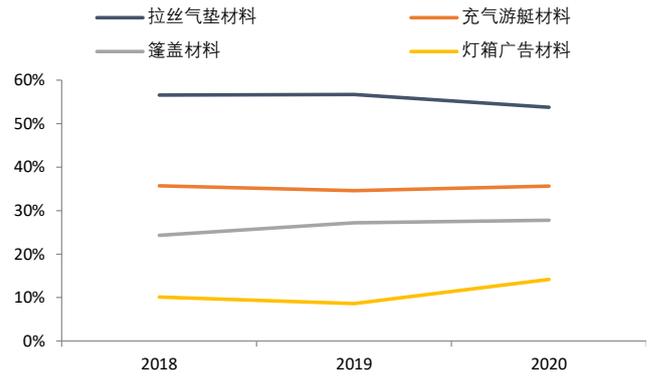


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

2018-2020年公司毛利率略有提升，主要得益于高毛利率气密材料收入占比提升，2013年公司成功研制拉丝气垫材料并开始销售，具有一定的技术壁垒，所以毛利率相对较高。分拆来看各产品毛利率基本稳定，产品发展较为成熟，拉丝气垫产品毛利率略有下滑，主要由于平均价格同比下降，公司调整销售策略。

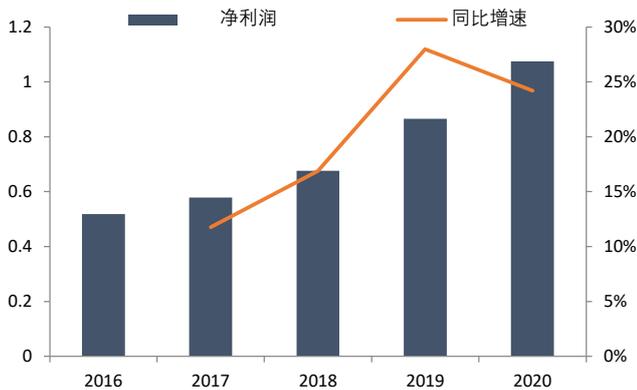
图 11：2018-2020 年公司整体毛利率变化情况


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

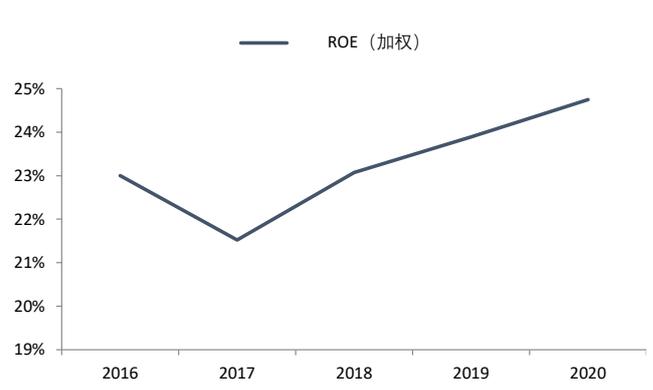
图 12：2018-2020 年公司主要产品毛利率情况


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

近年来公司净利润持续快速增长，ROE 稳定在较高水平。公司 2020 年实现净利润 1.1 亿元，同比增长 24%，2016-2020 年年均复合增速为 20%，主要由于公司收入持续增长、规模效应下期间费用率下降，公司净利率持续提升。2020 年公司加权 ROE 为 24.8%，2016-2020 年总体呈上升趋势，稳定在 20% 以上。

图 13：2016-2020 年公司净利润及增速 (亿元)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

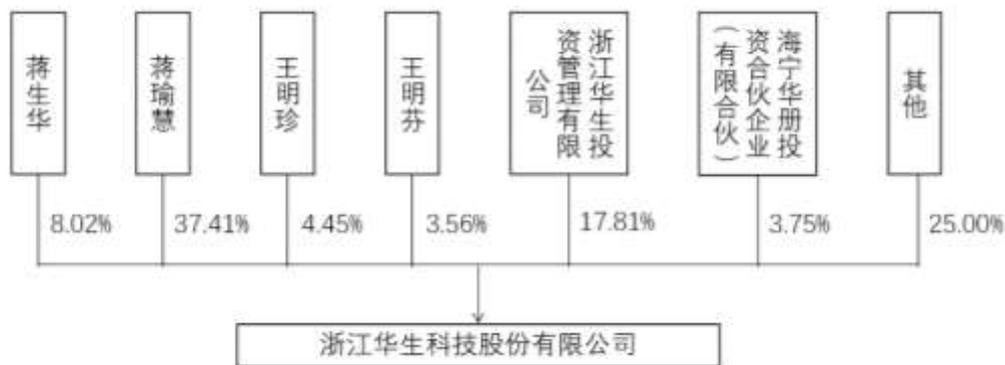
图 14：2016-2020 年公司 ROE 变化


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司治理：实控人持股比例高，管理层行业经验丰富

公司股权结构集中，实控人掌控能力强。截止到 2021 年 4 月 30 日公司实际控制人为蒋瑜慧、蒋生华、王明珍三人，直接持股比例分别为 37.41%、8.02%、4.45%，并通过浙江华生投资管理有限公司间接持股 17.81%，蒋瑜慧为蒋生华和王明珍之女。此外王明芬为王明珍胞妹，持股比例为 3.56%。海宁华册为公司核心员工成立的合伙企业，持股比例为 3.75%。综上所述实际控制人合计控制 67.69% 的股份，对公司决策控制能力较强。

公司管理层专注塑胶复合材料行业二十余年，行业经验丰富，具有长期研发、生产积累。董事长蒋生华为纺织工程工程师，历任海宁市马桥华生经编针织厂厂长、浙江华生经编新材料有限公司总经理，曾领导、参与开发抗静电加筋风管布、保健充气床垫材料、仿生多用途防滑垫等产品。董事王建平为化工工程师、核心技术人员，曾领导、参与开发保健充气床垫材料、仿生多用途防滑垫等产品。

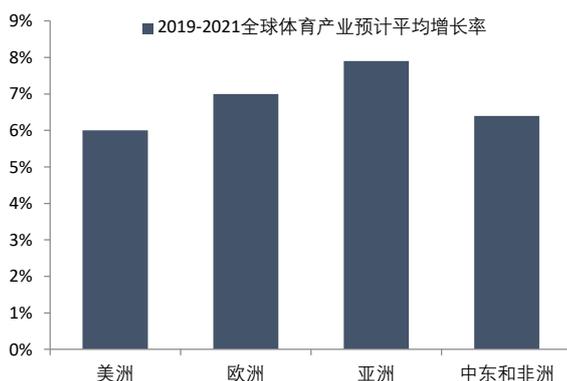
图 15：公司股权结构图（截止到 2021 年 4 月 30 日）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

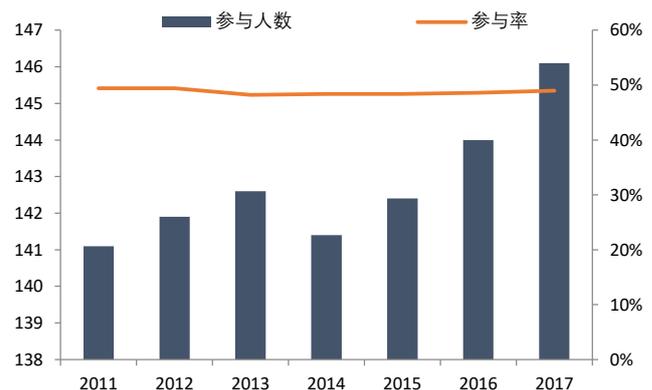
行业分析：拉丝气垫材料下游景气度高，行业壁垒明显

户外运动行业景气度高，居家健身市场快速增长

欧美发达国家户外运动参与率高，户外用品市场广阔、发展较为成熟。文体与休闲用纺织品属于体育产业，相关产品种类较多，范围较广，包括人们在进行文化、体育、户外休闲等活动时所使用的物品，包括划水板、室内文体用品等。根据艾媒咨询统计，2019-2021 年美洲和欧洲体育产业预计年均增长率分别为 6%、7%，亚洲地区、中非地区分别为 7.9%、6.4%。细分户外市场来看，美国户外行业协会统计显示 2017 年美国消费者户外活动支出约为 8,870 亿美元，其中户外运动鞋服、装备支出为 1,845 亿美元，2017 年美国户外运动人口参与率约为 50%。户外用品是户外活动支出的重要部分，叠加较高且稳定的参与率，驱使欧美发达国家形成广阔、成熟的户外用品市场。

图 16：2019-2021 全球体育产业预计平均增长率


资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

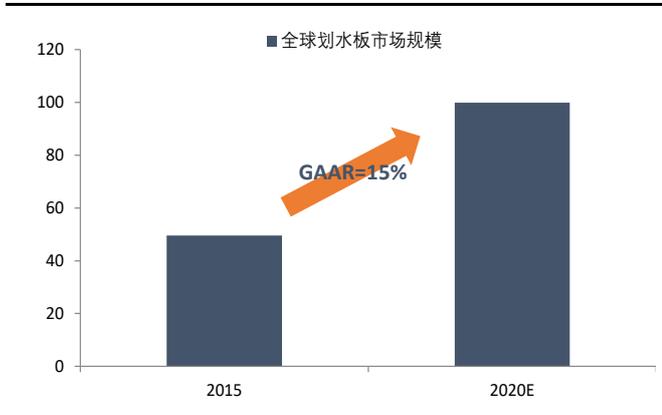
图 17：美国户外运动参与情况（百万人）


来源：美国户外行业协会，信达证券研发中心

水上运动用品是主要户外休闲用品之一，近年来市场规模稳步增长。水上运动包括冲浪、划船、皮划艇等运动。根据 Technavio 发布报告，2015 年全球划水板市场规模约为 49.56 亿美元，预测到 2020 年将达到 99.9 亿美元，年均复合增长率为 15%。受益于各国政府推动水上运动和水上旅游发展的举措、大众消费需求的增加、科技创新和线上零售平台的发展，预计全球水上运动参与人数呈上升趋势，水上运动市场有望维持稳定增长。

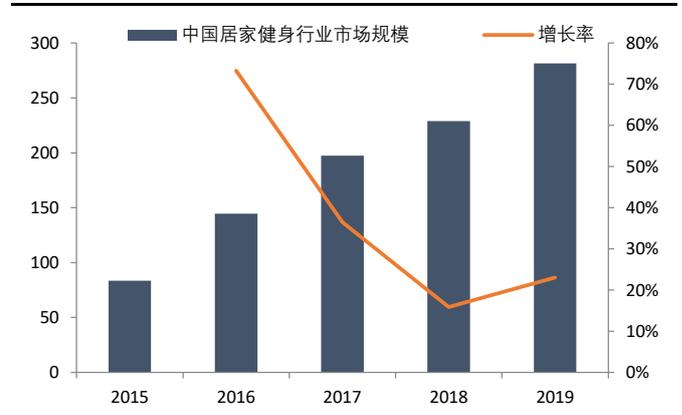
居家健身市场增长强劲，疫情助推下有望维持高速增长。随着人均可支配收入的提高、生活节奏的加快、健康观念的普及，全球居家健身市场增长强劲。以中国为例，2015-2019年中国居家健身行业市场规模由83.5亿元增至280.5亿元，年均复合增速高达35.5%。此外疫情期间形成的居家健身习惯在疫情消除后仍有一定持续性，未来全球居家健身市场有望保持快速增长。

图 18：全球划水板市场规模（亿美元）



资料来源：Technavio，信达证券研发中心

图 19：2015-2019年中国居家健身行业市场规模（亿元）



资料来源：头豹研究院，信达证券研发中心

交通工具用和篷帆类纺织品市场预计稳步增长

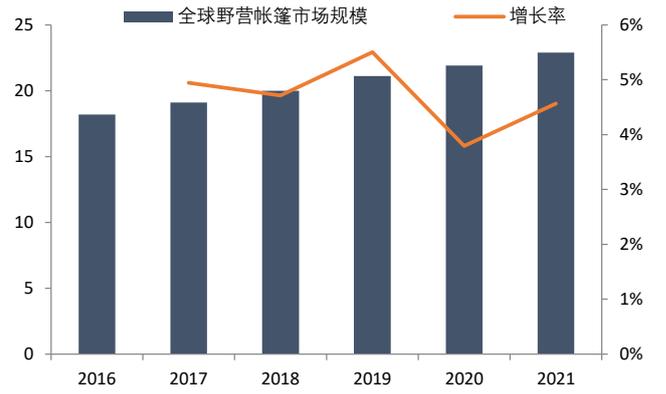
随着物流运输市场发展和仓储等终端使用场景增加，全球物流运输领域篷布市场有望低速稳定发展。据 Future Market Insights 数据，2017 年全球篷布市场价值为 70.12 亿美元，预计 2018-2028 年全球篷布市场以 4.4% 的复合年增长率保持增长，2022 年全球篷布市场价值将达到 86.97 亿美元。

全球卡车市场规模受益于全球基建数量增加、物流需求增长预计将快速增长，拉动篷盖布市场发展。全球基建数量增加催生物流需求增长，在道路设施不断改进的助力下，发达地区和发展中地区对卡车的需求预计稳步增长。据 techsci research 统计，2017 年全球卡车市场价值 2,361 亿美元，预计到 2022 年将以超过 8% 的复合年增长率达到 3,520 亿美元。

全球露营市场稳步增长带动帐篷布的市场需求增长。由于人均可支配收入的稳步增长以及现代高压、快节奏的生活方式，消费者的户外休闲活动需求将增加，带动全球露营市场快速增长。据 Technavio 数据显示，2016 年全球野营帐篷市场规模达到 18.2 亿美元。随着露营市场的快速发展，全球野营帐篷市场呈现稳定的发展趋势，预计到 2021 年全球野营帐篷市场规模达到 22.9 亿美元，复合年增长率约为 5%。野营帐篷较大的市场潜力将会带动帐篷布的市场需求增长，推动篷帆类纺织品市场规模增长。

图 20：2016-2022 年全球卡车市场规模（亿美元）


资料来源：techsciresearch, 信达证券研发中心

图 21：2016 年-2021 年全球野营帐篷市场规模(亿美元)


资料来源：Technavio, 信达证券研发中心

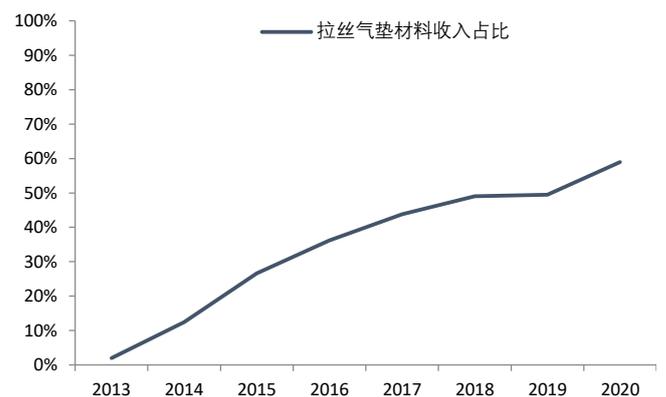
气密材料行业进入门槛高，龙头成长潜力较大

气密材料行业技术门槛高，竞争者较少。下游应用市场对终端成品气密性、安全性、便携性要求较高，并且气密材料加工工艺复杂，较早进入者掌握更多技术细节从而能较好控制产品质量和生产成本，所以气密材料行业存在较高的技术门槛，行业内竞争者相对较少。因此目前国内市场中仅有华生科技、中国龙天集团、浙江明士达等少数企业能实现拉丝气垫材料持续稳定量产并销售，充气游艇材料同样只有少数企业能实现持续稳定量产并销售。国际市场上拉丝气垫材料的供应商主要有德国海德思、韩国源丰等。

公司率先突破国际品牌技术垄断，推出拉丝气垫材料，依托拉丝气垫材料较高技术门槛实现收入快速增长。早期只有德国和韩国等少数国外企业掌握拉丝气垫材料的生产工艺，这个阶段拉丝气垫材料售价较高。公司率先于 2013 年研发出拉丝气垫材料并推向市场，突破了国外的技术垄断。拉丝气垫材料属于仍处于快速发展阶段的新型材料，存在较高技术门槛，所以短期被替代的可能性较小。公司在技术突破后得以依托拉丝气垫材料实现收入快速增长。2013-2020 年公司的拉丝气垫材料占整体营收的比例从 2% 增至 60%。

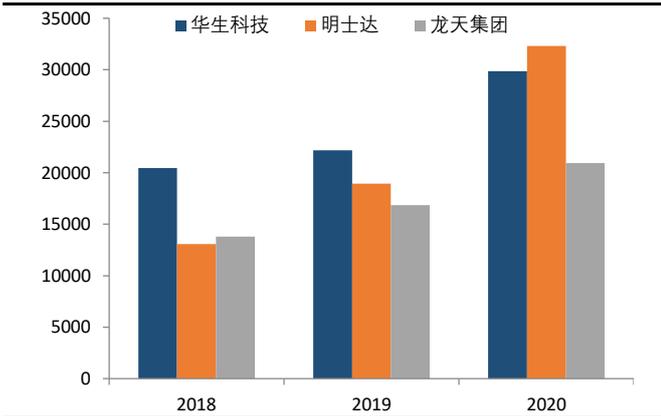
图 22： 拉丝气垫材料技术的发展阶段


资料来源：招股说明书, 信达证券研发中心

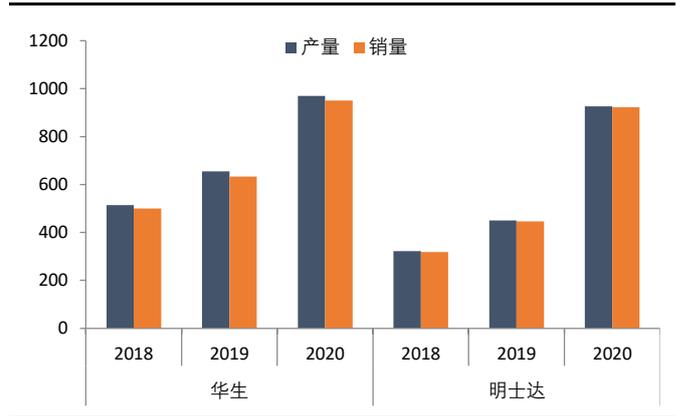
图 23： 2013-2020 年公司拉丝气垫材料收入占比变化


资料来源：公司公告, 信达证券研发中心

从行业格局来看，华生科技产品定位更高，明士达气密材料收入更高。2020 年明士达气密材料产品实现营收 3.2 亿元，其次是华生科技 3.0 亿元。2018-2020 年明士达和华生科技气密材料收入年复合增速分别为 57%、21%，明士达产销量快速扩张。2020 年华生科技、明士达气密材料销量分别为 951 万 m²、923 万 m²，华生科技具有一定领先优势。从产品来看，华生科技产品性能、研发业内领先，定位具有一定优势。

图 24：近年来公司与同行气密材料收入对比（万元）


资料来源：公司招股说明书，Wind，信达证券研发中心

图 25：近年华生和明士达气密材料产销对比（万/m²）


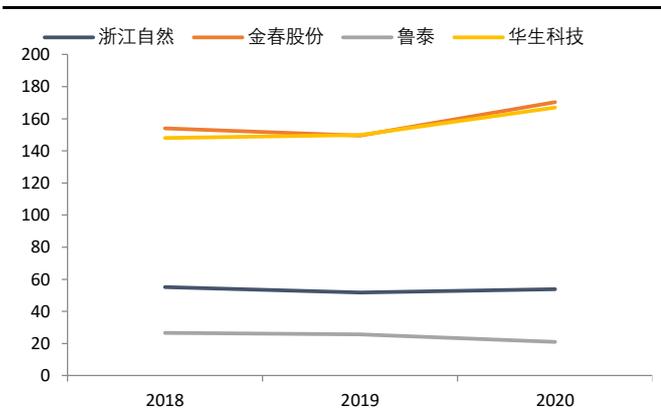
资料来源：公司招股说明书，Wind，信达证券研发中心

未来成长：下游需求成长空间大，募投项目显著扩张产能

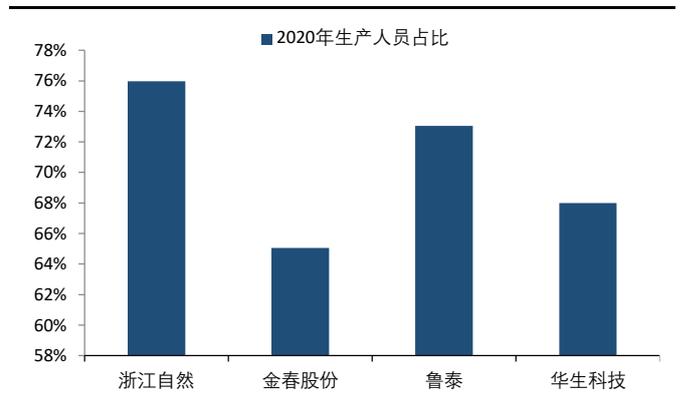
行业技术含量高，公司具备研发工艺优势

气密拉丝行业技术门槛高，国内竞争对手少。气密拉丝材料技术难度大、工艺复杂，并且下游对质量要求高，所以存在较高技术门槛。划水板、体操垫等气密拉丝下游产品的质量关系到使用者的人身安全，所以下游制造商要求拉丝气垫材料满足抗拉伸、抗撕裂、粘合强度高、耐磨等性能。对拉丝气垫材料的高要求和其较高的生产难度限制了新进入者参与，因此 2013 年华生科技成功研发出拉丝气垫材料后，到目前接近 10 年时间国内能实现拉丝气垫材料持续稳定量产并对外销售的企业仅有中国龙天集团、明士达、华生科技等三家，国外拉丝气垫材料竞争者主要为德国海德思、韩国源丰等。

不同于传统纺织行业，公司属于研发驱动的技术型企业，对人力成本优势依赖程度较弱。公司成立之初注重研发积累，生产工艺、产品性能在业内领先，并构建进入壁垒，毛利率、净利率显著高于传统纺织行业水平。人力成本方面，2020 年公司人均创收为 166.90 万元，领先于其他户外、传统纺织品制造公司，生产人员占比相对较低，技术人员占比高，具有较强技术属性。

图 26：公司人均创收处于较高水平（万元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 27：公司生产人员占比与同行业对比


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司生产经验丰富、掌握核心技术，产品性能领先竞争对手。公司深耕塑胶复合材料多年，不断改进设备、工艺和开发新产品，在设备、工艺和配方上积累了丰富的经验、掌握了核心技术专利。截至 2020 年 12 月 31 日公司拥有专利 21 项，其中 11 项发明专利已获授权、

8 项实用新型专利、2 项外观设计专利，并成功参与制定国家、行业、联盟等标准 10 余项。另外，公司产品获得美国 NFPA701 认证，得以在美国阻燃相关产品市场销售，部分产品通过了欧盟玩具类产品的 EN71-3 环保标准检测。

从生产工艺来看，公司具有多年创新积累，具有核心技术壁垒，竞争对手难以模仿。1) 上浆贴合环节，公司使用轮涂工艺，相较涂刮法、含浸法，具有使用浆料少、环保性更优、生产效率高等优势，公司摸索出合适的温度和速度配比，保证较高的贴合速度、成品的性能合格率和稳定性；2) 基布织造环节，公司不断改进基布织机设备，掌握独特的穿纱技术，提高了拉丝强度及成品率，并且注重纱线选择、基布织造等环节工艺控制，提升产品性能。公司生产的拉丝气垫材料具有较好的机械强度、缓冲功能以及冲击吸收作用等优越性能，在国内具备较强的竞争优势。

图 28：公司拉丝气垫材料相关发明专利

专利名称	申请日
一种气垫的生产工艺	2012
一种用于复合布的糊状树脂及复合布	2014
一种基布上浆装置	2014
加强型拉丝气垫材料及其生产工艺	2015
一种机织拉丝气垫及其生产方法	2016
一种环保弹性压延膜及其生产方法	2016

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 29：公司在设备、工艺、配方等方面的技术优势

	主要内容
主营产品生产工艺、核心技术	1) 上浆贴合环节 ①轮涂工艺，非传统涂刮法、含浸法，耗费更少浆料、一次贴合完成 ②合适的温度和速度配比，贴合速度快、成本合格率和稳定性更高 ③上浆贴合环节的细节控制，使得纬斜度保持在 1 厘米以内 ④控制贴合环节烘箱的温度和风量，保证成品不变形 ⑤增加了自动化中心对边装置，降低偏斜现象和清轮压力。
	2) 基布织造环节 ①通过改进设备，使得拉丝基布产品间隔覆盖从 3 厘米至 42.5 厘米多种规格 ②独特的穿纱技术，恰当控制生产环境温度湿度，减少了断纱情况 ③在纱线、涤纶工业丝、涤纶丝油剂选择上注重细节，减小产品纬斜，防止基布纱线部分渗气
专利情况	11 项发明专利已获授权；8 项实用新型专利；2 项外观设计专利
认证情况	①美国 NFPA701 认证 ②欧盟玩具类产品的 EN71-3 环保标准
行业标准制定参与情况	参与制定 10 余项国家、行业、联盟等标准
技术研发荣誉	“省科技型中小企业”、“高新技术企业”等

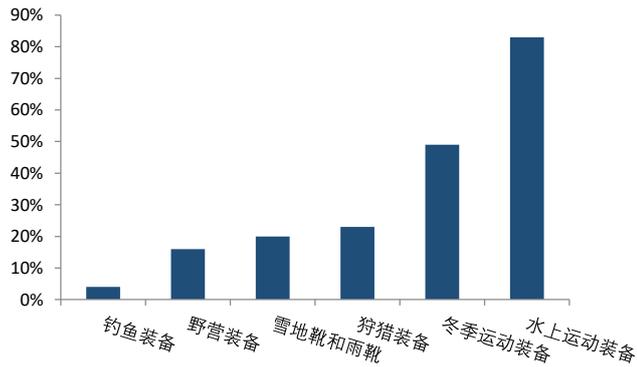
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

短期疫情催生海外运动需求爆发，长期市场空间仍有发展潜力

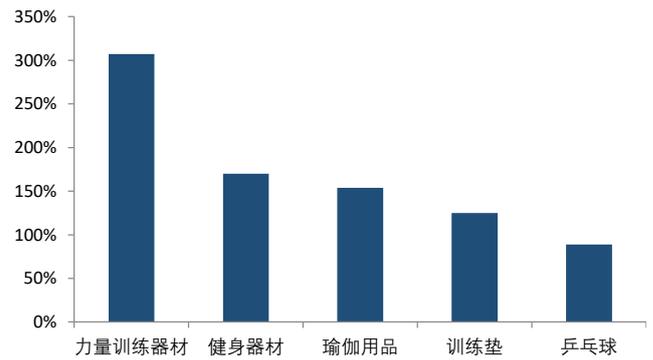
公司气密材料的销售前景和国际户外休闲和运动用品市场发展密切相关，拉丝气垫材料的下游应用主要是划水板、瑜伽垫、体操垫等户外、运动器材，下游客户的产品主要销往国外。短期来看，2020 年疫情催化欧美发达国家户外运动需求，户外运动用品销量显著增长，长期来看，气密拉丝材料下游应用多数处于发展早期，需求仍有较大成长空间。

1) 户外运动用品方面，美国、欧洲等发达国家人群较热爱户外活动，根据美国户外行业协会的统计，2011-2017 年美国户外运动参与率持续高达 48%-50%。2020 年新冠肺炎疫情期间，社交隔离的限制使得美国居民转向非集体性的户外运动，比如冲浪、远足等，NPD 数据显示 2020 年 6 月美国自行车销售额同比增长 63%，增速显著提升。美国知名老牌户外运动品牌 L.L. Bean 年报显示，2020 年其净销售额同比增长 5%，是 9 年以来最大涨幅，其中户外运动用品中涨幅最大的是水上运动用品，销售额同比大增 83%。

2) 居家运动用品方面，全球疫情的持续催生了居家健身的兴起。根据美国调研机构 Stackline 数据，2020 年 3 月美国力量训练器材、瑜伽用品等室内运动用品线上交易额同比大增，瑜伽垫、便携移动式 SPA 水池等产品需求增长。

图 30: L.L. Bean 2020 年户外运动品类销售额同比增速


资料来源: L.L. Bean 年报, 信达证券研发中心

图 31: 2020 年 3 月美国运动器材线上交易额同比增速


资料来源: Stackline, 信达证券研发中心

长期来看, 公司下游主力产品划水板、瑜伽垫、体操垫等产品仍有较大成长空间, 未来欧美市场户外运动市场规模将稳步增长, 中国户外运动、水上运动的普及率有望进一步提升, 此外拉丝气垫材料应用领域将不断拓展, 推动公司产品销量保持增长。

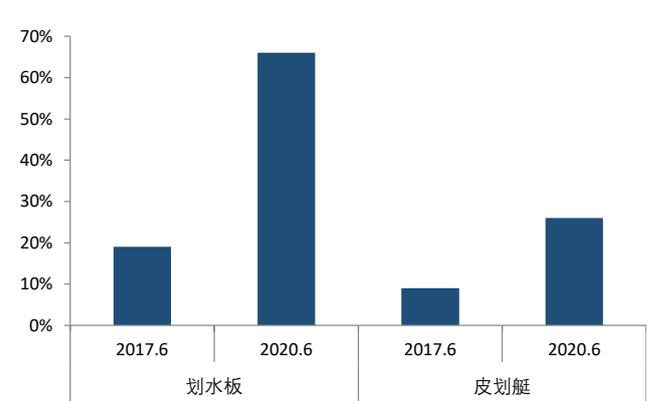
动力一: 运动赛道成长确定性强、户外运动用品市场规模预计将稳步增长, 叠加充气式产品替代传统运动休闲用品的趋势, 气密材料销量有望保持长期增长。

1) 公司拉丝气垫材料的主要应用领域是划水板等户外运动休闲产品。欧美等发达国家户外活动参与率高, 户外运动休闲用品市场广阔且成熟。随着人们经济水平的提高和健康意识的增强, 划水板等户外活动用品预计将保持低速平稳增长的长期趋势。Fact.MR 预测 2018 年至 2028 年全球站立式桨板市场的复合年增长率将达到 11.9%。

2) 充气式产品和其他形式户外运动休闲用品相比, 具有体积小、单价低、易储存、耐用等优势, 将逐渐替代传统运动休闲产品。对比美国知名老牌户外运动品牌 L.L. Bean 在冲浪运动旺季的收入数据可以发现, 和 2017 年 6 月相比, 2020 年 6 月划水板中充气式产品的占比由 19% 提升至 66%, 皮划艇中充气式占比由 9% 提升至 26%, 充气式产品大幅取代传统材质的划水板和皮划艇。弗洛斯特沙利文的报告显示, 2017-2021 年全球充气式休闲产品复合年增长率将达到 11.4%。

图 32: 2018-2028 年全球站立式桨板市场增长率


资料来源: Fact.MR, 信达证券研发中心

图 33: L.L. Bean 划水板和皮划艇中充气式产品收入占比


资料来源: L.L. Bean 年报, 信达证券研发中心

动力二: 水上、瑜伽等运动有望借助我国自然资源优势、人口优势、健身行业较大的渗透率提升空间而迎来增长, 中国气密材料应用空间广阔。

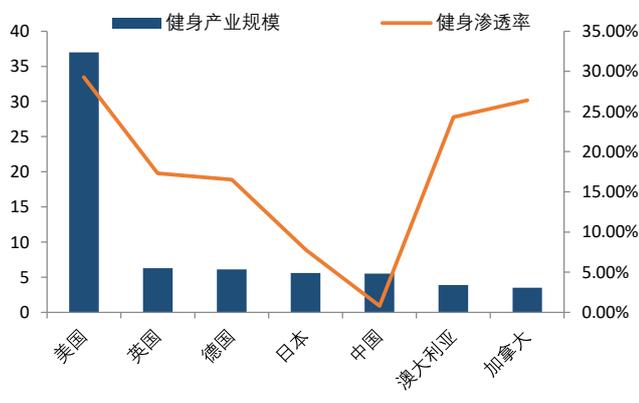
1) 中国水上运动处于起步阶段, 依托旅游业的发展和我国较长的海岸线、淡水湖等自然资

源优势，未来有巨大成长空间。根据体育总局水上中心的统计数据，截止 2021 年 2 月底中国有 136 家冲浪（桨板）俱乐部注册，主要分布在海南、广东、浙江等沿海省份，水上健身休闲、体验旅游、竞赛表演等项目逐步扩充，发展潜力有望释放，2016 年国家体育总局发布《水上运动产业发展规划》，提出发展目标为 2020 年水上运动产业规模达到 3000 亿元。

2) 瑜伽运动作为一种常见的运动形式有望享受中国健身行业渗透率迅速增加的红利，同时依托其对场地要求低、装备价格低廉等自身优势，中国瑜伽市场空间巨大并有望快速增长。根据 GWI 统计，2018 年中国健身渗透率为 0.8%，发达国家健身渗透率高达 20% 以上。但是根据《2020 中国健身行业数据报告》，2020 年中国的健身人口渗透率提升为 5.02%，美国健身人口渗透率 15.2%，中美健身渗透率不断缩小。

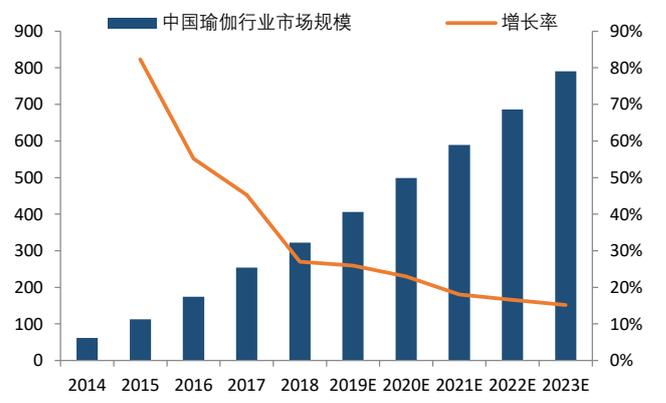
综上，随着水上、瑜伽等活动在中国的普及，划水板、瑜伽垫等气密材料下游产品市场有望持续上升。根据中国产业用纺织品行业协会《大隔距经编间隔织物的应用与发展前景》报告，2014-2018 年我国大隔距经编间隔织物（包含拉丝气垫材料）年复合增长率高达 30%，未来增速仍将保持每年 15% 以上。

图 34：2018 年全球健身渗透率和产业规模（亿美元）



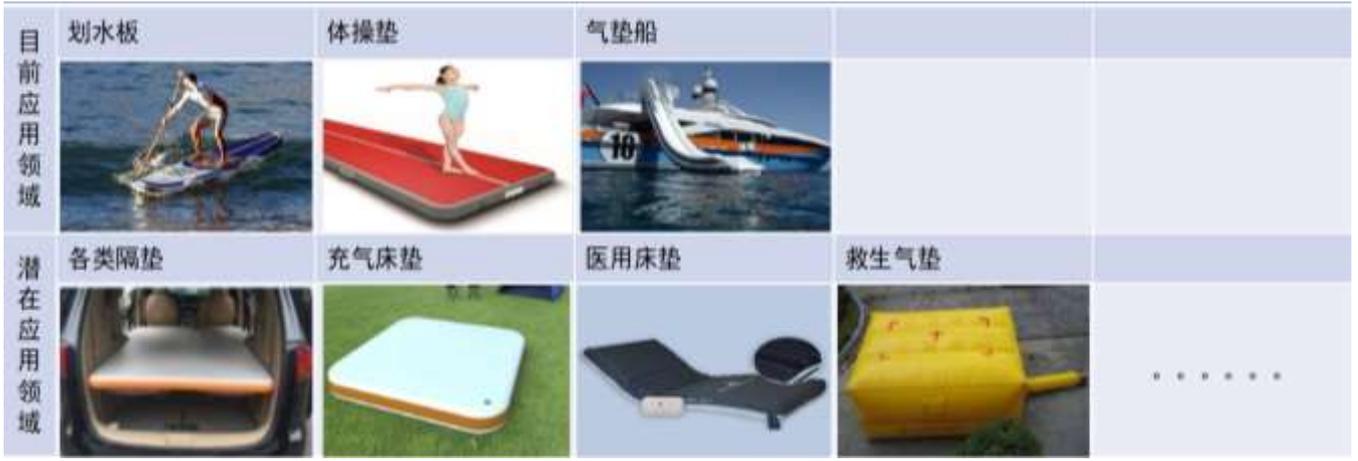
资料来源：GWI，信达证券研发中心

图 35：2014-2023 年中国瑜伽行业市场规模（亿元）



资料来源：头豹研究院，信达证券研发中心

动力三：拉丝气垫材料市场仍处于行业发展初期，下游运用领域仍有待拓宽。公司目前拉丝气垫材料的主要应用领域是划水板和体操垫等运动、休闲器材。依托拉丝气垫材料耐候性强、密封性好、弹性佳等优良物理特性，应用范围有望从休闲运动器材扩展至医疗卫生、安防、家具、国防军事等领域，包括各类隔垫、充气床垫、救生气垫、医用床垫等产品，未来市场发展空间广阔。

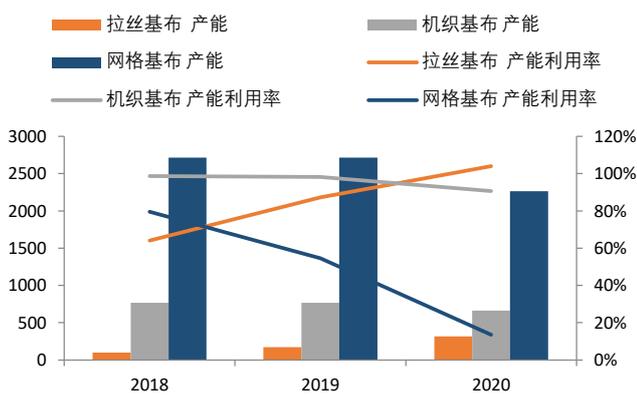
图 36： 拉丝气垫材料目前和潜在应用领域


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

募投项目扩张产能，推动未来收入增长

下游需求持续增长带动公司销量提升，主要产品产能不足问题制约公司快速发展，公司通过募投项目解决拉丝基布产能不足问题。拉丝基布是拉丝气垫材料的主要原材料，受拉丝气垫材料订单增长、拉丝基布自产比例上升影响，公司拉丝基布已经处于产能不足状态，2018-2020 年拉丝基布产能利用率不断提高，2020 年产能利用率高达 104%。

公司实施针对性募投项目突破产能瓶颈、完成公司气密材料销售目标，实现产品结构优化和未来盈利增长。根据公司的发展规划，未来 3-5 年气密材料预计可实现 30-50% 左右的年复合增长。因此公司通过 IPO 募集 4.28 亿元用于“年产 450 万平方米拉丝基布建设项目”，预计在 2-3 年内完成投产，大幅扩张拉丝气垫材料产能，推动收入增长。

图 37： 2018-2020 年公司基布产能变化情况（万平米）


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 38： 公司 IPO 募投项目概况

项目名称	项目概况	总投资金额（万元）
年产 450 万平方米拉丝基布建设项目	扩产内容为建设气密材料生产线，项目达产后将新增拉丝基布产能450 万平方米，生产拉丝气垫材料相关产品。	42,840.63
高性能产业用复合新材料技改项目	拟在现有厂区内进行产业用纺织品生产线的技术改造，公司计划引进热贴合机等国内外成熟、先进的生产设备对公司现有老旧设备进行更新换代，进一步完善公司生产硬件设施基础。	3,188.26
研发中心建设项目	本项目的建设目标是将研发中心建设成为集技术研发、外观设计、试验检测等功能为一体的塑胶复合材料研发试验平台	2,133.89
合计	—	48,162.78

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

我们预计：

1) 收入方面，2021 年受益于疫情后欧美市场运动需求爆发，公司气密材料产能释放，销量

有望同比显著增长，公司提升产品价格竞争力，预计价格同比略有下降。2022-2023 年公司持续扩张产能，下游需求有望持续较快增长，预计销量同比保持增长，推动整体收入提升。2021-2023 年蓬盖材料、灯箱布材料销量、收入预计同比下降。

2) 毛利率方面，2021-2023 年公司气密拉丝产品价格下调，预计毛利率将同比减少，其他产品毛利率基本保持稳定，受益于高毛利率气密拉丝收入占比提升，我们预计 2021-2023 年公司整体毛利率同比持续提升。

3) 费用率方面，公司收入持续扩张，规模效应显现，我们预计 2021-2023 年期间费用率持续下降，整体盈利能力提升。

综上，我们预计 2021-2023 年公司收入为 5.61/7.02/8.74 亿元，同增 52.08%/25.18%/24.48%，归母净利润为 1.76/2.21/2.75 亿元，同增 63.68%/25.47%/24.60%，看好未来业绩成长性。

表 1：公司业绩与盈利预测（百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入	318	369	561	702	874
增速	-0.2%	16.1%	52.1%	25.2%	24.5%
归母净利	87	108	176	221	275
增速	28.0%	24.2%	63.7%	25.5%	24.6%
毛利率	41.6%	42.8%	45.0%	44.9%	44.6%
EPS	0.87	1.08	1.76	2.21	2.75

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

估值与投资评级

相对估值：公司生产拉丝气垫、充气游艇材料等产业用纺织品，下游主要应用于户外、室内运动等场景，可比上市公司包括浙江自然、金春股份等，我们预计公司 2021 年 EPS 为 1.76 元，目前股价对应 20.66 倍 PE，可比公司平均估值为 2021 年 24.36 倍 PE，考虑到公司业绩弹性更大、行业壁垒更高，我们认为可以给予一定估值溢价，合理估值为 2021 年 30 倍，对应目标价为 52.80 元。

表 2：可比公司 EPS 及估值对比

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
605080.SH	浙江自然	59.50	60.17	28.33	27.29	19.97	15.30	2.1	2.18	2.98	3.89
300877.SZ	金春股份	36.77	44.12	15.99	20.89	16.87	15.07	2.30	1.76	2.18	2.44
	行业平均			22.16	24.09	18.42	15.18				
605180.SH	华生科技	36.36	36.36	33.67	20.66	16.47	13.22	1.08	1.76	2.21	2.75

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：股价为 2021 年 6 月 28 日收盘价；浙江自然、金春股份为 wind 一致预期

绝对估值：

我们假设无风险收益率为 3%、风险溢价率为 7.5%、永续增长率为 2%，通过 DCF 估值模型计算公司合理市值为 49.40 亿元，对应目标价为 49.40 元。

估值结论及投资评级

综上，我们给予公司目标价 50.00 元，看好公司短期业绩快速增长、长期空间较大，目前估

值处于较低水平，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素

终端需求增速大幅下滑：公司收入增长驱动力主要来源于全球户外运动等需求持续增长，如果未来海外需求增速显著低于预期，将影响公司产品销量，导致业绩增长低于预期。

行业竞争加剧：拉丝气垫材料行业进入门槛较高，行业参与者较少，如果未来更多公司加大研发投入进入行业，将导致行业竞争加剧，影响公司产品销售及业绩增长。

产能释放进度不达预期：公司收入增长依赖于募投项目推动产能扩张，如果未来募投项目扩产进度不达预期，将影响公司收入增长。

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	289	324	372	581	859
货币资金	138	116	100	229	409
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	84	133	164	215	279
预付账款	5	14	11	17	23
存货	60	60	97	119	146
其他	1	0	1	1	1
非流动资产	133	196	348	385	409
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	76	93	219	272	310
无形资产	37	36	41	46	51
其他	20	68	88	68	48
资产总计	422	520	720	966	1,268
流动负债	23	38	46	58	77
短期借款	1	1	1	1	1
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	5	15	14	18	27
其他	17	22	31	39	49
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	23	38	46	58	77
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	399	482	674	908	1,191
负债和股东权益	422	520	720	966	1,268

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	318	369	561	702	874
同比(%)	-0.2%	16.1%	52.1%	25.2%	24.5%
归属母公司净利润	87	108	176	221	275
同比(%)	28.0%	24.2%	63.7%	25.5%	24.6%
毛利率(%)	41.6%	42.8%	45.0%	44.9%	44.6%
ROE%	21.7%	22.3%	26.1%	24.3%	23.1%
EPS(摊薄)(元)	0.87	1.08	1.76	2.21	2.75
P/E	-	-	20.66	16.47	13.22
P/B	-	-	5.39	4.01	3.05
EV/EBITDA	-1.26	-0.84	10.99	8.89	6.75

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	318	369	561	702	874
营业成本	185	211	309	387	484
营业税金及附加	3	2	4	5	6
销售费用	7	3	11	12	13
管理费用	13	12	17	21	26
研发费用	11	12	17	21	26
财务费用	-1	0	-3	-3	-2
减值损失合计	1	1	0	0	0
投资净收益	-2	0	-1	-2	-1
其他	3	-4	1	1	2
营业利润	101	125	207	258	321
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	101	125	207	258	321
所得税	14	17	31	37	46
净利润	87	108	176	221	275
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	87	108	176	221	275
EBITDA	108	138	239	281	343
EPS(当年)(元)	0.87	1.08	1.76	2.21	2.75

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	93	81	156	184	223
净利润	87	108	176	221	275
折旧摊销	10	10	35	25	25
财务费用	0	2	0	0	0
投资损失	2	0	1	2	1
营运资金变动	-9	-43	-57	-66	-80
其它	4	4	1	2	2
投资活动现金流	-29	-71	-173	-54	-43
资本支出	-40	-72	-171	-52	-42
长期投资	10	0	0	0	0
其他	1	1	-1	-2	-1
筹资活动现金流	-27	-29	0	0	0
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-25	-25	0	0	0
现金流净增加额	37	-21	-16	129	180

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufe@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。