

## 公司深度报告

2022年11月14日

東亞前海證券有限公司  
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

## 冰箱门封主业稳步向上，汽车3C第二赛道启航

——万朗磁塑（603150.SH）首次覆盖报告

## 核心观点

公司是冰箱塑料配件领域龙头，业绩稳定增长。公司以冰箱门封为核心产品，并覆盖从上游原材料生产到下游产品销售的冰箱门封全产业链，同时发展吸塑、注塑和组件部装等配件受托加工业务。公司近年来业绩稳定增长，2022年前三季度公司营业收入为12.09亿元，同比增长15.14%；2022年第三季度，公司实现归母净利润0.41亿元，同比增长43.97%，环比增长7.45%。

冰箱市场稳中有增，万朗磁塑是冰箱门封行业国内唯一上市公司。出口方面，中国是全球最大的冰箱生产国和出口国，冰箱产量占全球冰箱总产量的50%以上，冰箱出口量连续11年保持增长，2021年我国冰箱出口量为7116万台，同比增长2.33%。国内冰箱市场方面，主要受两个因素驱动，一是家电政策，2022年以来我国相关部门鼓励有条件的地区开展绿色智能“家电下乡”和“以旧换新”行动，促进家电产品消费；二是居民购买力提高，2021年我国城镇、农村居民人均可支配收入分别为4.74万元、1.89万元，分别同比增长8.16%、10.50%，且大容积冰箱销量不断增加，居民消费升级将拉动冰箱需求量稳步增长。公司主要客户涵盖国内外主流冰箱主机厂，冰箱门封产品国内市占率约达33%。

产业链纵向延伸降低成本，切入汽车及3C赛道打造第二成长曲线。原料端，公司2022年将新设两条生产线，预计新增PVC粒料产能约0.5万吨，此外拟设立合资公司从事新材料、改性材料、色母料等上游原材料产品的研产销，以进一步降低成本。且随着节能环保政策趋严，公司研发的TPE环保材料已规模使用，TPU、硅胶等新型环保材料正逐步推广，具备先发优势。业务布局方面，公司拟以自有资金7794万元对汽车及3C领域进行投资，有助于降低单一业务风险，助力于公司拓宽营收及盈利范围，打造第二成长曲线。

## 投资建议

冰箱市场需求稳步增长，汽车与3C领域将打开公司第二增长曲线，预计公司未来业绩持续增长。我们预期2022/2023/2024年公司归母净利润分别为1.58/2.02/2.40亿元，对应的EPS分别为1.85/2.36/2.81元/股。以2022年11月14日收盘价28.15元为基准，对应PE分别为15.24/11.91/10.02倍。结合行业景气度，看好公司发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 风险提示

原材料价格上涨风险、产品下游需求不及预期、原材料扩产以及合资公司的开办进展不及预期。

## 盈利预测

项目(单位：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1477.45	1751.80	2086.15	2437.04
增长率(%)	21.56	18.57	19.09	16.82
归母净利润	139.83	157.87	202.02	240.20
增长率(%)	5.27	12.90	27.96	18.90
EPS(元/股)	2.25	1.85	2.36	2.81
市盈率(P/E)	-	15.24	11.91	10.02
市净率(P/B)	-	1.81	1.57	1.36

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测，股价基准为2022年11月14日收盘价28.15元

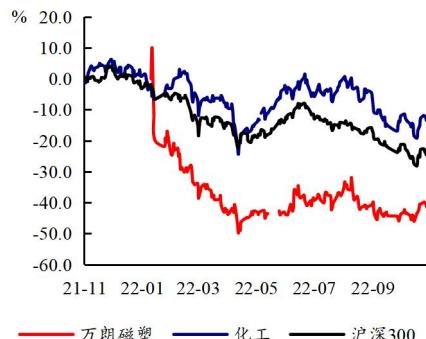
请仔细阅读报告尾页的免责声明

## 评级 推荐（首次覆盖）

## 报告作者

作者姓名 李子卓  
资格证书 S1710521020003  
电子邮箱 lizz@easec.com.cn  
联系人 丁俊波  
电子邮箱 dingjb@easec.com.cn

## 股价走势



## 基础数据

总股本(百万股)	85.49
流通A股/B股(百万股)	85.49/0.00
资产负债率(%)	41.79
每股净资产(元)	15.07
市净率(倍)	1.87
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	54.15/24.72

## 相关研究

## 正文目录

1. 冰箱门封制造业龙头，业绩持续增长 .....	4
1.1. 深耕冰箱磁塑领域二十余载，为业内领先企业 .....	4
1.2. 冰箱门封为核心产品，销量持续增长 .....	5
1.3. 业绩稳步增长，毛利率较高 .....	6
2. 冰箱行业稳步发展，长期需求向上 .....	8
2.1. 概述：冰箱塑料部件为塑料制品行业的细分领域 .....	8
2.2. 供给：行业集中度高，塑料制品供给平稳 .....	10
2.3. 需求：海外出口向好，国内升级换代 .....	12
3. 巩固冰箱门封龙头地位，打造汽车 3C 第二赛道 .....	15
3.1. 全产业链布局降成本，全球布局拓市场 .....	15
3.2. 入局汽车及 3C 领域，打造第二成长曲线 .....	18
3.3. 持续加码研发，提供长期增长动力 .....	19
4. 盈利预测 .....	21
5. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1. 万朗磁塑公司实景图 .....	4
图表 2. 公司发展历程 .....	4
图表 3. 公司股权结构图 .....	5
图表 4. 公司主要产品介绍 .....	6
图表 5. 2018-2021 年公司冰箱门封产量逐年增长 .....	6
图表 6. 2018-2021 年公司冰箱门封销量逐年增长 .....	6
图表 7. 2018-2021 年公司营业收入逐年增长 .....	7
图表 8. 2021 年公司营收主要来源于冰箱门封 .....	7
图表 9. 2018-2021 年公司毛利润持续增长 .....	7
图表 10. 2018-2022 年前三季度毛利率在 25% 以上 .....	7
图表 11. 2018-2022 前三季度费用总额总体较为稳定 .....	8
图表 12. 公司费用率持续下降 .....	8
图表 13. 公司归母净利润稳步提升 .....	8
图表 14. 2018-2022Q1-Q3 公司净利率情况 .....	8
图表 15. 吸塑产品图示 .....	9
图表 16. 注塑产品图示 .....	9
图表 17. 双门电冰箱结构图 .....	9
图表 18. 冰箱内部塑料部件实物图示 .....	9
图表 19. 冰箱门封构成图 .....	10
图表 20. 组件部装产品图示 .....	10
图表 21. 全球主要冰箱门封生产企业 .....	11
图表 22. 我国塑料制品产量较为稳定 .....	11
图表 23. 我国冰箱出口量连续十一年保持增长 .....	12
图表 24. 我国冰箱出口金额连年增长 .....	12
图表 25. 2019-2022 年我国家电行业主要支持政策 .....	13
图表 26. 我国冰箱产销量整体呈现上升趋势 .....	14
图表 27. 2021 年我国冰箱产销率为 100.39% .....	14
图表 28. 我国城镇居民冰箱（柜）拥有量逐年增加 .....	14
图表 29. 我国农村居民冰箱（柜）拥有量快速增长 .....	14
图表 30. 2016-2022 年前三季度我国居民人均可支配收入逐年提升 .....	15

图表 31. 2016-2021 年我国城镇与农村居民人均可支配收入提升.....	15
图表 32. 2015-2020 年我国冰箱线上销售平均容积明显提升.....	15
图表 33. 2015-2020 年我国冰箱线下销售平均容积明显提升.....	15
图表 34. 公司主要产品种类不断增加 .....	16
图表 35. 公司冰箱门封毛利率在 30%以上 .....	16
图表 36. 公司综合毛利率略高于同行业上市公司 .....	16
图表 37. 万朗磁塑国内围绕冰箱主机厂进行布局 .....	17
图表 38. 万朗磁塑在墨西哥、波兰、越南、泰国等海外多国进行布局 .....	17
图表 39. 公司主要客户 .....	18
图表 40. 2020 年公司前五大客户销售额占比 .....	18
图表 41. 公司向汽车、3C 领域进行布局 .....	19
图表 42. 2018-2022 年前三季度公司研发费用持续增加 .....	19
图表 43. 2018-2022 年前三季度公司研发费用率情况 .....	19
图表 44. 公司的核心技术 .....	20
图表 45. 公司冰箱门封产品工艺流程 .....	20
图表 46. 公司主营业务收入预测 (百万元) .....	21

## 1. 冰箱门封制造业龙头，业绩持续增长

### 1. 1. 深耕冰箱磁塑领域二十余载，为业内领先企业

公司主要从事各类冰箱塑料部件产品的研发、生产、加工与销售。其中，主导产品为冰箱门封，此外还包括吸塑、注塑和组件部装等产品。公司总部位于安徽合肥，业务覆盖“磁性材料及高分子改性材料开发-模具开发及关键设备制造-冰箱门封产品设计-产品生产与销售”全产业链，具有明显的经营优势。

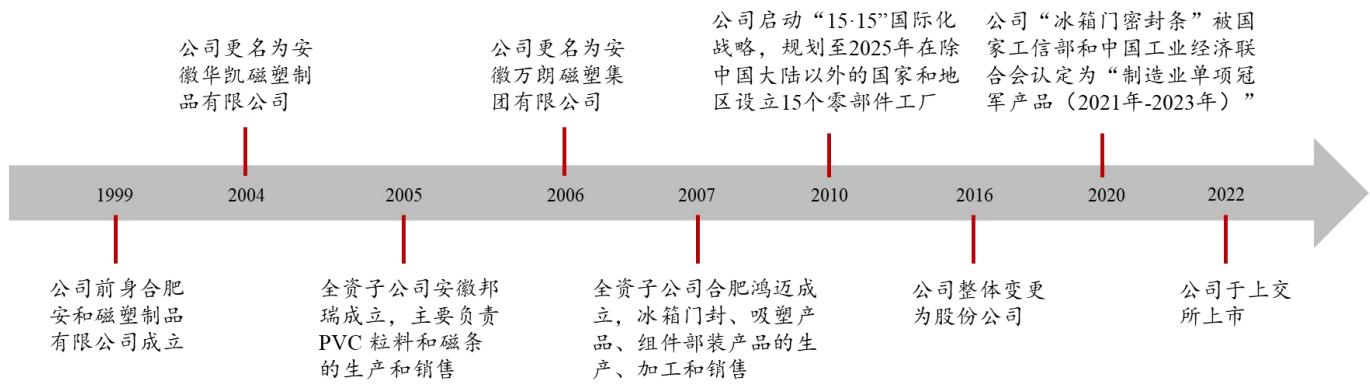
图表 1. 万朗磁塑公司实景图



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

**深耕磁塑领域二十余载，以冰箱门封为核心产品不断向好发展。**1999年公司前身合肥安和磁塑制品有限公司成立，此后多次更名，于2006年正式更名为安徽万朗磁塑集团有限公司，并于2016年整体变更为股份公司。2010年公司启动“15·15”国际化战略，规划到2025年在除中国大陆以外的国家和地区设立15个零部件工厂，为全球范围内的冰箱领先品牌提供定制化服务。2020年，公司“冰箱门密封条”被认定为“制造业单项冠军产品（2021年-2023年）”。2022年，公司在上交所上市，不断扩大规模以提升竞争力。

图表 2. 公司发展历程

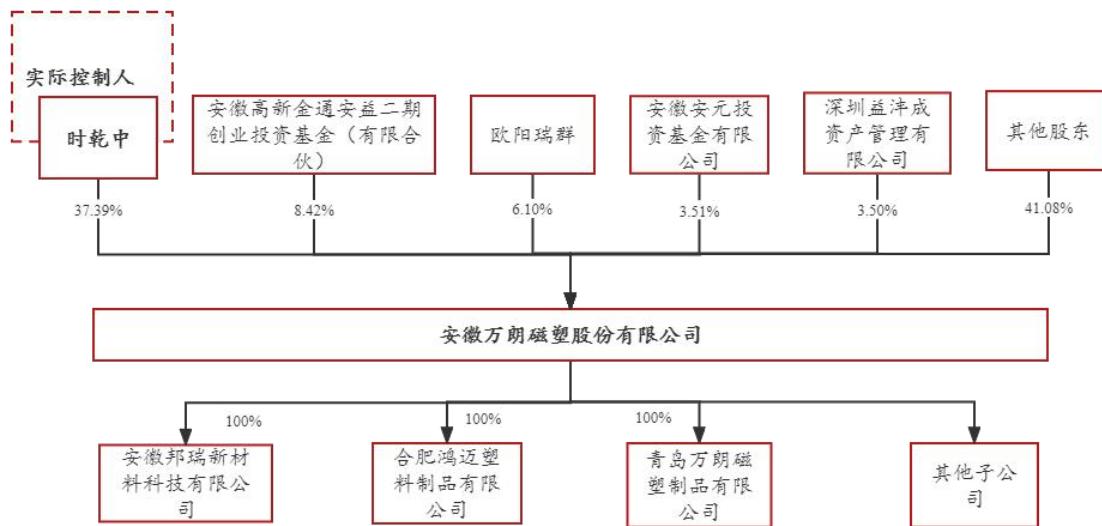


资料来源：公司公告，公司官网，Wind，东亚前海证券研究所

董事长时乾中为实际控制人。截至2022年9月30日，公司第一大股

东为时乾中，其持股比例为 37.39%，为公司实际控制人。此外，安徽高薪金通安益基金和欧阳瑞群分别持有公司股权比例 8.42%、6.10%，为公司第二、三大股东。为扩大规模和开展业务，公司设立了众多子公司，包括安徽邦瑞、合肥鸿迈、青岛万朗等全资子公司及其他合资公司。

图表 3. 公司股权结构图



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所，截至 2022 年 9 月 30 日

## 1. 2. 冰箱门封为核心产品，销量持续增长

冰箱门封为公司核心产品，同时发展吸塑、注塑和组件部装的受托加工业务。公司的主要产品冰箱门封是用在冰箱门体和箱体之间的一种部件，具有密封、抗震、隔热和防水防尘等作用，与冰箱的制冷和节能效果直接相关。除此之外，公司还有另外三类业务，一是公司使用吸塑工艺为冰箱厂商加工生产吸塑板材、冰箱门胆和箱胆等产品，二是使用注塑工艺为家电厂商生产的冰箱、洗衣机、空调等产品加工生产功能部件或辅助性零配件，三是对已生产完毕的需要连接的不同部件进行预先装配。此外，公司其他配套产品还包括蒸发器、硬挤出产品等。

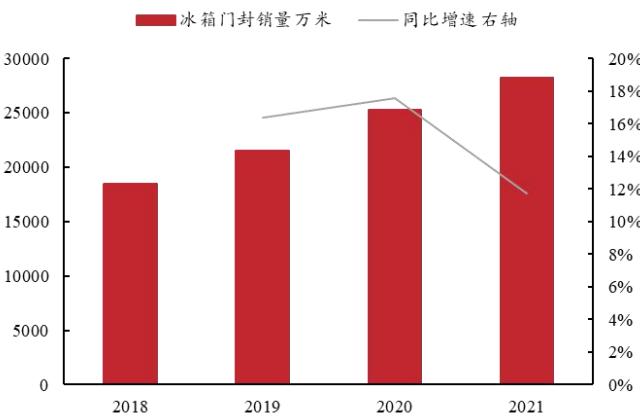
图表 4. 公司主要产品介绍

产品名称	具体用途
冰箱门封	用在冰箱门体和箱体之间用来密封的一种冰箱部件，起着密封、抗震、隔热和防水防尘等作用，是影响冰箱整机性能的关键部件，直接关系着冰箱的制冷和节能效果。
吸塑产品	通过吸塑工艺为冰箱生产企业加工生产吸塑板材、冰箱门胆和箱胆等产品，该产品主要用于储存物品的空间和固定其他配件，并与外箱壳和门壳构成保温腔体。
注塑产品	通过注塑工艺为家电企业生产的冰箱、空调、洗衣机等产品加工生产的功能部件或辅助性零配件，是家电产品的重要组成部分。
组件部装产品	将已经生产完毕的需要相连接的不同部件预先装配在一起，形成一个大的完整的组装部件，有利于冰箱主机厂节约生产空间，提高总装效率。

资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

**冰箱门封产品产、销量逐年增长。**产量方面，2018-2021年公司冰箱门封产量持续增加，其中2021年产量为28,255.53万米，同比增长11.72%。销量方面，2018-2021年公司冰箱门封销量持续提升，其中2021年销量为28,428.96万米，同比增长13.91%。

图表 5. 2018-2021年公司冰箱门封产量逐年增长



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 6. 2018-2021年公司冰箱门封销量逐年增长

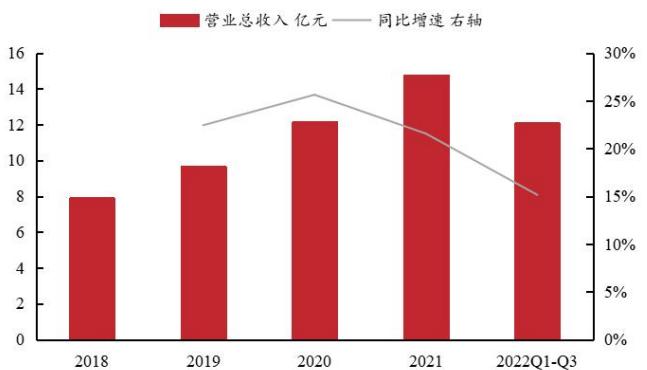


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

### 1.3. 业绩稳步增长，毛利率较高

公司营业收入逐年增长，主要收入来源于冰箱门封。营收方面，2018-2021年公司营业收入逐年增长，且增速较高，2021年公司实现营业收入14.77亿元，同比增长21.56%，主要系冰箱门封、组件部装、注塑业务规模增长所致。2022年前三季度公司营业收入为12.09亿元，同比增长15.14%，营收继续保持增长态势。营收结构方面，2021年公司收入主要来源于产品销售和受托加工两大业务，分别占比71.44%、25.68%，其中冰箱门封产品为主要收入来源，占总营收的比例达56.26%。

图表 7. 2018-2021 年公司营业收入逐年增长



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

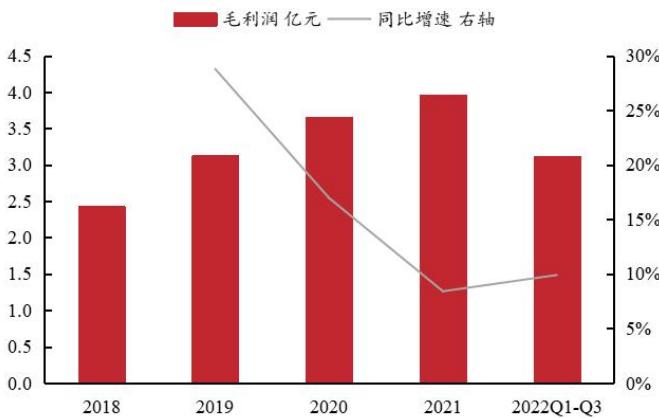
图表 8. 2021 年公司营收主要来源于冰箱门封



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

公司毛利润持续增长，毛利率水平保持在 25% 以上。毛利润方面，2018-2021 年公司毛利润持续增长，其中 2021 年公司毛利润为 3.96 亿元，同比增长 8.41%，2022 年前三季度毛利润为 3.11 亿元，同比增长 9.89%，呈现出稳步增长态势。毛利率方面，2018-2021 年公司毛利率均在 25% 以上，其中 2021 年毛利率为 26.81%，较 2020 年的 30.06% 下降了 3.25 个百分点，主要系冰箱门封主要原料市价上涨，公司采购价格上升所致，2022 年前三季度公司毛利率为 25.72%。

图表 9. 2018-2021 年公司毛利润持续增长



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

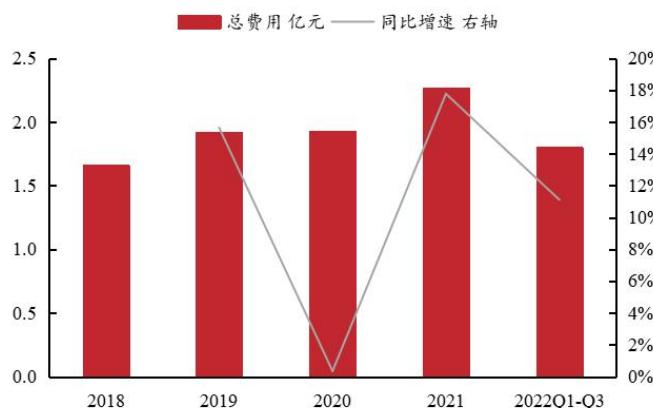
图表 10. 2018-2022 年前三季度毛利率在 25% 以上



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

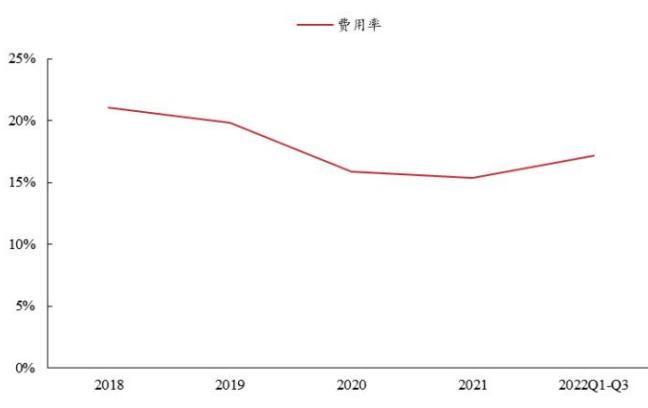
公司费用总额总体较为稳定，费用率持续下降。从期间费用总额来看，2018-2021 年公司期间费用小幅增长，总体维持稳定，2021 年公司总费用为 2.27 亿元，同比增长 17.77%，主要系公司业务扩张形成销售人员薪酬等销售费用支出增加所致。2022 年前三季度，公司期间费用总额为 1.80 亿元，同比下降 11.11%，主要原因系公司汇兑损失减少，财务费用大幅降低。费用率方面，2018-2021 年公司费用率持续下降，其中 2021 年公司费用率为 15.36%，较 2020 年的 15.85% 下降了 0.49 个百分点。

图表 11. 2018-2022 前三季度费用总额总体较为稳定



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

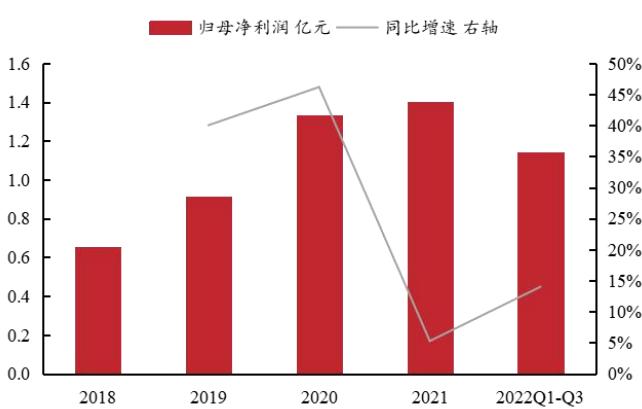
图表 12. 公司费用率持续下降



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

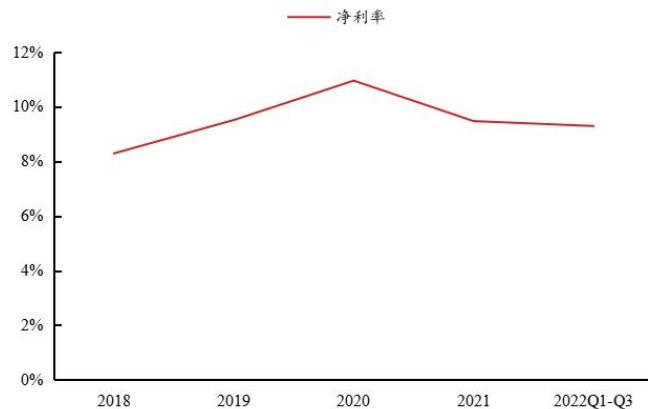
公司归母净利润逐年增加，净利率整体上行。归母净利润方面，2018-2021 年公司归母净利润持续增长，其中 2021 年公司实现归母净利润 1.40 亿元，同比增长 5.26%，主要系门封产品销售、注塑及组装加工业务的销售规模均有所增加所致。2022 年前三季度实现归母净利润 1.14 亿元，同比增长 14.00%。净利率方面，2018-2020 年公司净利率持续上行，2021 年公司净利率为 9.46%，较 2020 年的 10.94% 下降了 1.48 个百分点，主要系冰箱门封主要原材料采购价格上涨导致成本上升所致。待后期原料价格回落，公司净利率有望重回涨势。

图表 13. 公司归母净利润稳步提升



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

图表 14. 2018-2022Q1-Q3 公司净利率情况



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

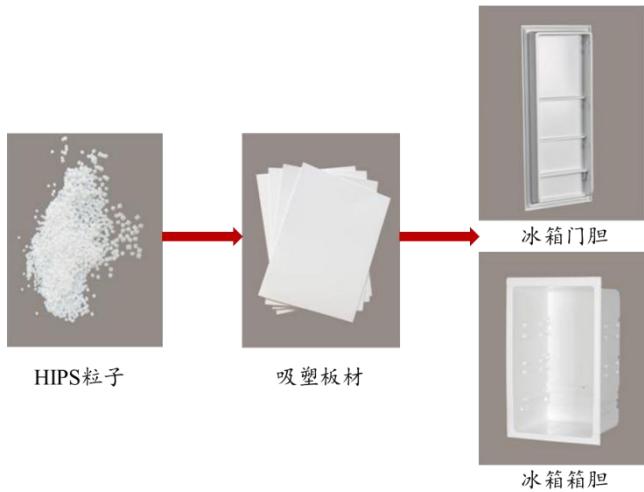
## 2. 冰箱行业稳步发展，长期需求向上

### 2.1. 概述：冰箱塑料部件为塑料制品行业的细分领域

塑料制品分类多样，应用广泛。塑料制品是指以塑料为主要原料加工而成的工业、生活领域用品。根据成型工艺的不同，塑料制品可分为吸塑、注塑、挤塑、吹塑、压塑、发泡等产品，被广泛应用于工业、农业、建筑、交通、国防军工、航空航天等领域。

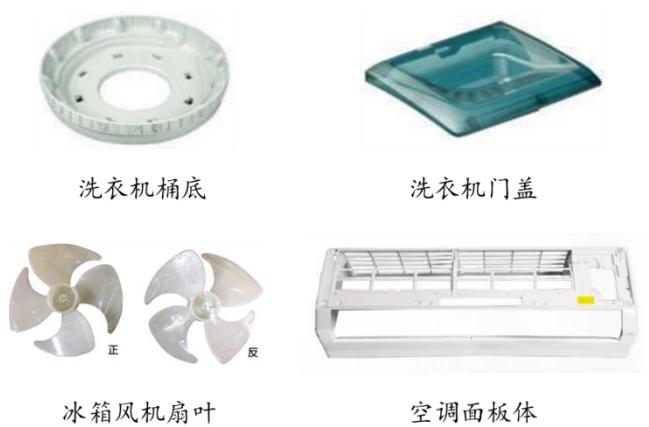
塑料部件是塑料制品的细分领域，具有密度小、绝缘性好等众多优点。塑料部件是塑料制品业的重要细分行业，指以塑料为主要材质的零部件。由于塑料耐热性、荷载等方面存在不足，因而需对塑料进行改性后使用。塑料零件密度小，可逐步以“轻量化”优势代替金属零件在家电、汽车等领域的应用，此外，塑料零件具有良好的绝缘性、耐磨性、减震降噪性和自润滑性，并且耐酸、碱和有机溶剂腐蚀，可用于一些金属材料和非金属材料无法应用的场景。

图表 15. 吸塑产品图示



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

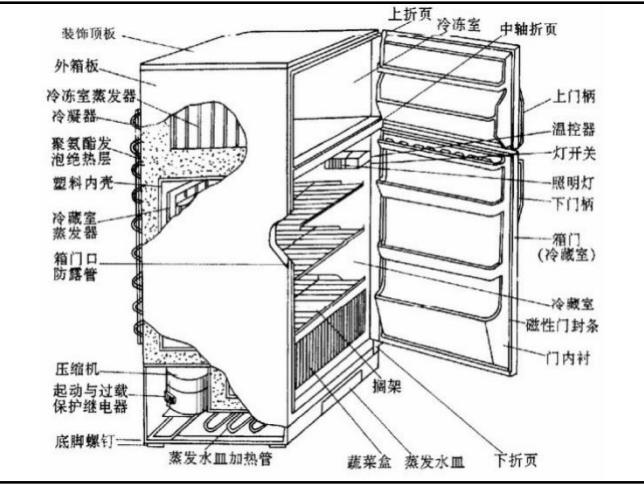
图表 16. 注塑产品图示



资料来源：公司招股说明书，海尔官网，东亚前海证券研究所

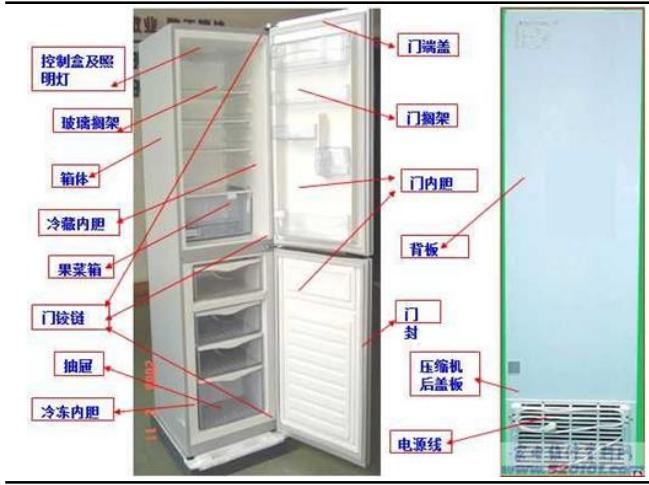
冰箱塑料部件属于塑料部件的一个细分领域，是冰箱箱体和应用附件的主要构成部分。其中，箱体构成相对密闭的储物空间，起隔热和减少箱内冷空气外散的作用，应用附件起分隔箱内空间并提高冰箱实用性和便利性的作用。冰箱塑料部件主要包括冰箱门封、注塑产品（风机扇叶、盖板等）、吸塑产品（门胆、箱胆等）、组件部装产品以及其他塑料产品（镍条、横梁、调节杆、连接件等）。

图表 17. 双门电冰箱结构图



资料来源：《家用电器维修技术》，东亚前海证券研究所

图表 18. 冰箱内部塑料部件实物图示

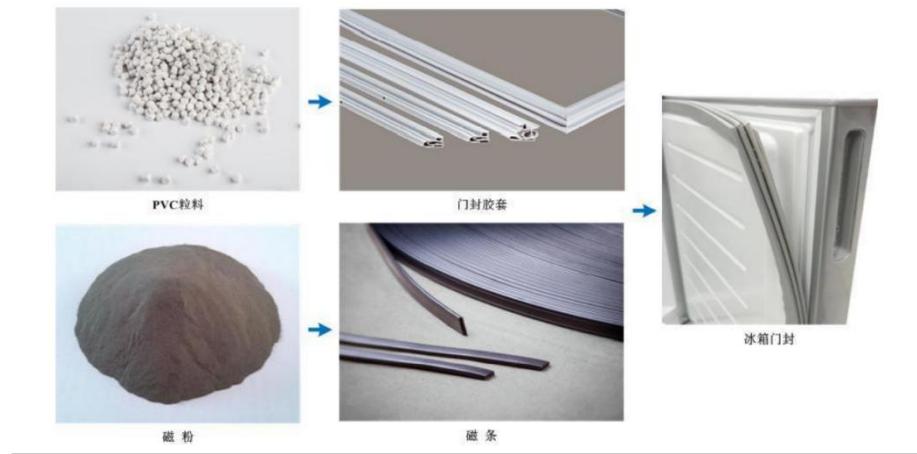


资料来源：家电维修资料网，东亚前海证券研究所

冰箱门封作为冰箱的零部件，上游为 PVC 和磁粉等原料，下游应用为

**冰箱主机。**冰箱门封由胶套和磁条两部分组成，其中胶套包括PVC、TPE、TPU和硅胶等材质，可由PVC粒料等制成，冰箱门封胶套由数个气囊构成，气囊内部的空气自由对流热换，其结构可增加门封的传热热阻；磁条由磁粉制成，整体平置穿装在门封胶套内部的磁条腔体内，作用是将门封胶套整体密封吸合在冰箱箱体上。

图表 19. 冰箱门封构成图



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

**组件部装**属于冰箱零配件产业链的组装加工环节。组件部装是指将不同部件预先连接、装配，可节约生产空间，提高总装效率。组件部装产品是各种部件经过装配制成的产品，不同的冰箱主机厂会依据自身的冰箱类型、装配工艺和效率等进行不同类型的部件装配，以满足冰箱总装的需要。因此，冰箱主机厂决定装配所需的部件数量和装配产品类型，配套厂商则根据冰箱主机厂的订单进行装配，最终形成不同类型的产品。

图表 20. 组件部装产品图示



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

## 2.2. 供给：行业集中度高，塑料制品供给平稳

**我国冰箱门封行业集中度高。**冰箱门封是影响冰箱整机性能的关键部件之一，其生产需掌握新材料改性、门封设计、加工工艺与装备等多方面的核心技术，且对企业的生产经验和创新能力均提出较高考验，目前行业

内冰箱门封供应厂商较少，行业集中度较高。国内冰箱门封主要生产企业为万朗磁塑、青岛琴科工程塑料有限公司等，其中万朗磁塑为冰箱门封行业唯一的上市公司，国外冰箱门封的主要生产企业则包括意大利 Ilpea 公司、德国瑞好公司等。

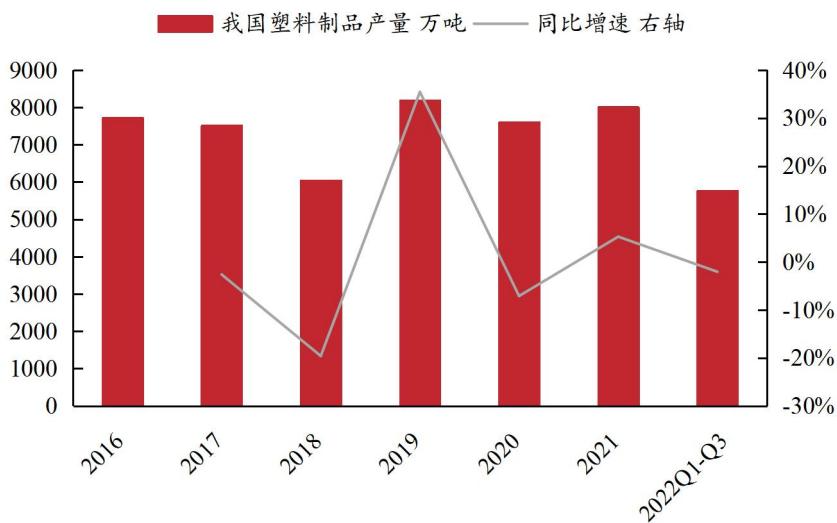
图表 21. 全球主要冰箱门封生产企业

公司名称	所在国家	成立时间	主要产品及介绍	冰箱门封产品的主要客户
万朗磁塑	中国	1999 年	产品包括冰箱门封，冰箱吸塑、注塑和组件部装产品等，是冰箱门封行业国内唯一上市公司	主要销售给美的、海尔、海信等国内主流冰箱主机厂，以及松下、LG、西门子、斐雪派克等国外冰箱主机厂
青岛琴科工程塑料有限公司	中国	2000 年	专业从事工程塑料研究、开发和生产销售的高校校办企业	主要供应给海尔、海信等冰箱主机厂
ILPEA 公司	意大利	1960 年	在欧洲、美洲、亚洲、非洲的多个国家设有工厂，主要产品为塑料材料、磁性产品和橡胶制品	主要销售给欧美的伊莱克斯、惠而浦、三星、LG 等冰箱主机厂
REHAU(瑞好公司)	德国	1948 年	现已拥有 45 家工厂和 180 多个办事处，分布全世界 50 多个国家，专注于高端室内设计、生活电器和可持续建筑领域，并提供相关的产品和服务	主要供应给惠而浦、GEA、MABE、BEKO 等主机厂

资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

我国塑料制品供给相对平稳。2021 年我国塑料制品产量为 8,004.00 万吨，同比增长 5.27%，2022 年前三季度我国塑料制品产量为 5760.70 万吨，同比降低 2.05%，供给整体较为稳定。

图表 22. 我国塑料制品产量较为稳定



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

## 2.3. 需求：海外出口向好，国内升级换代

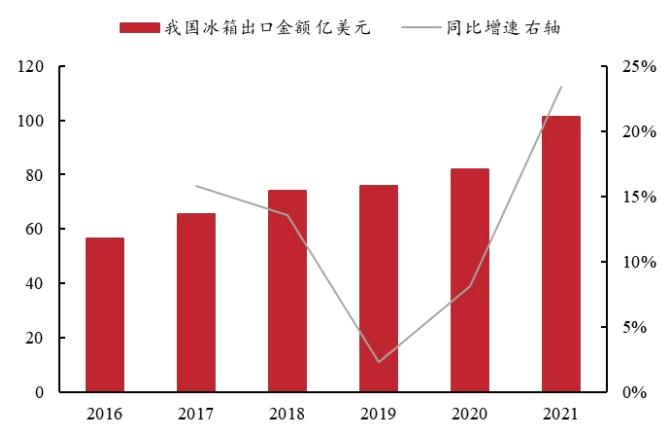
中国是全球最大的冰箱生产国和出口国，国际冰箱市场需求旺盛。我国冰箱产量占全球冰箱总产量的50%以上，我国所产冰箱向220多个国家和地区进行出口，我国冰箱出口量约占全球（除中国以外）冰箱销售规模的1/3，其中欧洲、亚洲和美洲是中国冰箱出口量最大的三个区域。我国冰箱出口量连续11年保持增长，2021年我国冰箱出口量为7,116万台，同比增长2.33%，出口金额达101.25亿美元，同比增长23.41%。我国冰箱出口业务呈现出稳定的增长态势，将持续有力地拉动国内冰箱及配套行业的发展。

图表 23. 我国冰箱出口量连续十一年保持增长



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

图表 24. 我国冰箱出口金额连年增长



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

我国通过以旧换新、家电下乡等活动支持家电行业稳步发展。2020年5月，国家发改委等部门发布《关于完善废旧家电回收处理体系推动家电更新消费的实施方案》，支持居民以旧换新购买新家电。2021年5月，中国家用电器协会发布《家用电器工业“十四五”发展指导意见》，规划到2025年，我国成为全球家电科技创新的引领者。2022年4月和6月，国务院办公厅与工信部等部门先后发布相关政策通知，鼓励有条件的地区开展绿色智能“家电下乡”和“以旧换新”行动，促进家电产品消费升级。

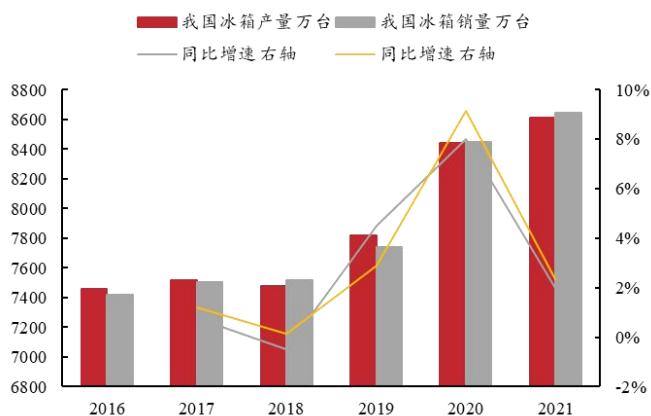
图表 25. 2019-2022 年我国家电行业主要支持政策

发布日期	颁布单位	文件名称	主要内容
2019 年 6 月	国家发改 委、生态 环境部、 商务部	《推动重点消费品更 新升级畅通资源循环 利用实施方案 (2019-2020 年)》	持续推动家电和消费电子产品更新换代。鼓励消费者更新淘汰能耗高、安全性差的电冰箱、洗衣机、空调、电视机等家电产品，有条件的地方对消费者购置节能、智能型家电产品给予适当支持。
2019 年 11 月	国家发改 委等	《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》	推动消费品工业和服务业深度融合。注重差异化、品质化、绿色化消费需求，推动消费品工业服务化升级。...以智能手机、家电、新型终端等为重点，发展“产品+内容+生态”全链式智能生态服务。以家电、消费电子等为重点，落实生产者责任延伸制度，健全废旧产品回收拆解体系，促进更新消费。
2020 年 5 月	国家发改 委等	《关于完善废旧家电回收处理体系推动家电更新消费的实施方案》	用 3 年左右的时间，进一步完善行业标准规范、政策体系，基本建成规范有序、运行顺畅、协同高效的废旧家电回收处理体系。推广一批生产责任延伸、“互联网+回收”、处理技术创新等典型案例和优秀经验做法，废旧家电规范回收数量大幅提升，废旧家电销售渠道更加便利顺畅，家电更新消费支撑能力明显增强。
2021 年 3 月	国家发改 委等	《关于加快推动制造服务业高质量发展的意见》	(十四) 制造业绿色化改造行动。……积极打造家电销售和废旧家电回收处理产业链，探索实施家电企业生产者责任延伸目标制度，研究开展废弃电器电子产品拆解企业资源环境绩效评价，促进家电更新消费。
2021 年 5 月	中国家用 电器协会	《家用电器工业“十四五”发展指导意见》	“十四五”中国家电工业的总体发展目标是，持续提升行业的全球竞争力、创新力和影响力，到 2025 年，成为全球家电科技的引领者。
2022 年 4 月	国务院办 公厅	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	以汽车、家电为重点，引导企业面向农村开展促销，鼓励有条件的地区开展新能源汽车和绿色智能家电下乡。
2022 年 6 月	工信部等 五部门	《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》	在引导绿色产品消费方面提出，鼓励有条件的地方开展绿色智能“家电下乡”和“以旧换新”行动。

资料来源：公司招股说明书，中国政府网，中国家用电器协会，东亚前海证券研究所

**我国冰箱产销量持续增长，2021 年产销率约为 100.4%。**产销量方面，据产业在线数据，2021 年我国冰箱产量为 8,609.60 万台，同比增长 1.97%，销量为 8,643.29 万台，同比增长 2.33%，我国冰箱产销量均连年增长。产销率方面，2021 年我国冰箱产品产销率为 100.39%，较 2020 年的 100.04%提升了 0.35 个百分点，显示冰箱市场需求向好。

图表 26. 我国冰箱产销量整体呈现上升趋势



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

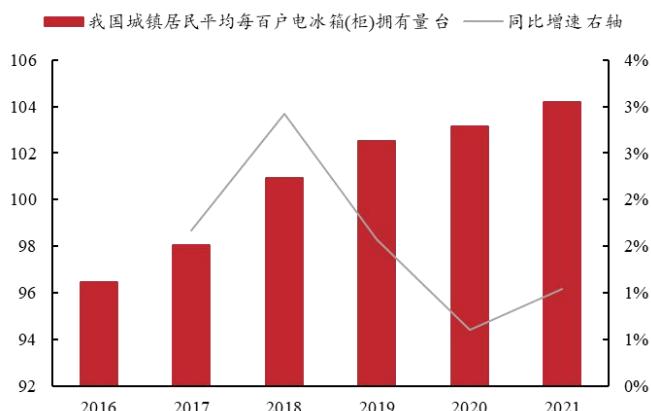
图表 27. 2021 年我国冰箱产销率为 100.39%



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

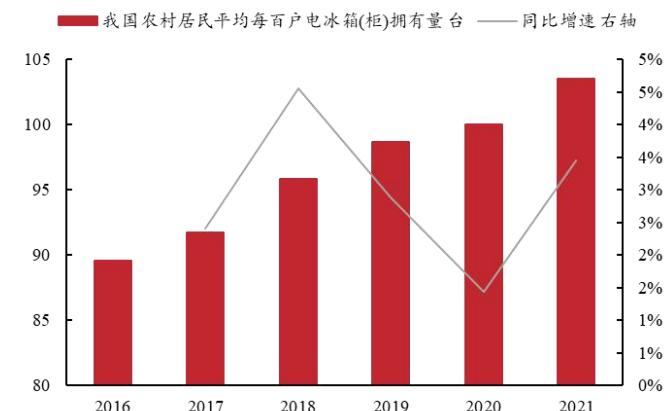
**我国城乡居民冰箱（柜）百户拥有量呈现逐年增加态势。**2016-2021年我国城镇和农村居民平均每百户电冰箱（柜）拥有量均逐年增加，其中2021年我国城镇居民平均每百户电冰箱（柜）拥有量为104.2台，同比增长1.04%，农村居民平均每百户电冰箱（柜）拥有量为103.5台，同比增长3.45%，意味着我国冰箱市场已进入存量时代，但换新过程中的产品和价格结构升级趋势依然存在，我国冰箱市场规模将继续保持稳健发展态势。

图表 28. 我国城镇居民冰箱（柜）拥有量逐年增加



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

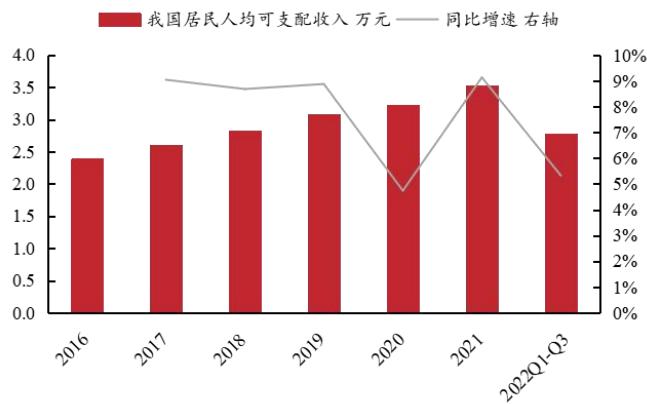
图表 29. 我国农村居民冰箱（柜）拥有量快速增长



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

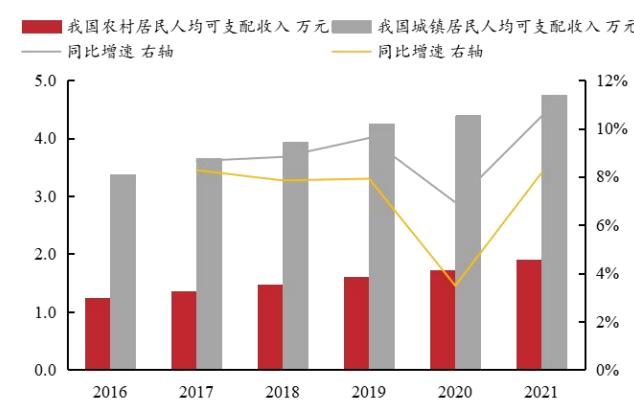
**居民购买力持续提升，将促进冰箱及其配套产品的需求提高。**随着经济的快速发展，我国居民收入不断提高。2021年我国居民人均可支配收入为3.51万元，同比增长9.13%，较2016年的2.38万元提高了1.13万元。其中，2021年我国城镇居民人均可支配收入为4.74万元，同比增长8.16%，农村居民人均可支配收入为1.89万元，同比增长10.50%，城镇与农村居民人均收入均逐年上涨。收入的提升将使得居民生活水平和购买力相应提升，从而直接促进家电等耐用消费品需求增加，冰箱及其配套产品的需求也有望增加。

图表 30. 2016-2022 年前三季度我国居民人均可支配收入逐年提升



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

图表 31. 2016-2021 年我国城镇与农村居民人均可支配收入提升



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

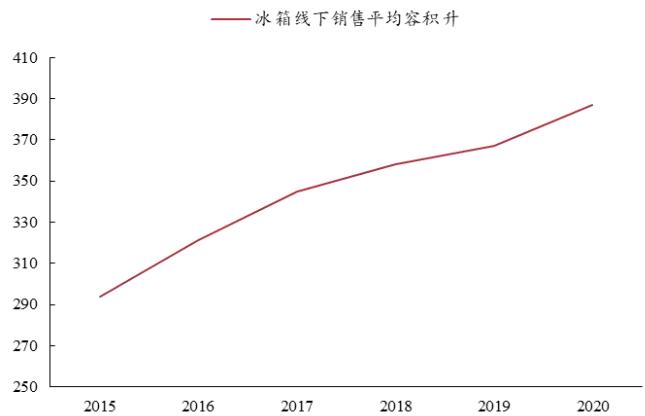
大容量冰箱销量显著增长，消费升级助力冰箱需求提升。居民收入水平提升会促使其消费升级，从满足刚需到对产品性能要求的提高转变。据奥维云网数据，我国冰箱线上销售平均容积从 2015 年的 220L 上升到了 2020 年的 290L，线下销售平均容积从 2015 年的 294L 上升到了 2020 年的 387L，居民对大容积冰箱的需求不断增加。居民消费模式的升级可进一步促进冰箱的更新换代，从而为冰箱配套行业带来更广阔的需求。

图表 32. 2015-2020 年我国冰箱线上销售平均容积明显提升



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

图表 33. 2015-2020 年我国冰箱线下销售平均容积明显提升



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

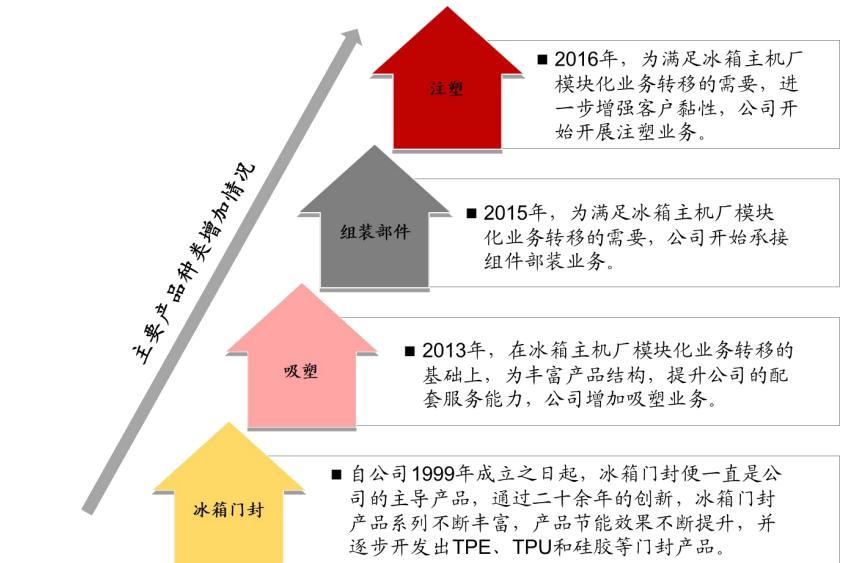
### 3. 巩固冰箱门封龙头地位，打造汽车 3C 第二赛道

#### 3.1. 全产业链布局降成本，全球布局拓市场

公司具备冰箱门封全产业链经营优势，并不断丰富产品种类。公司是行业内少数具有全产业链配套能力的专业冰箱门封生产企业，已建立了“磁性材料及高分子改性材料开发-模具及关键设备研发制造-冰箱门封产品设

“设计-产品生产与销售”的全产业链经营优势。公司以冰箱门封为基础产品，为增强客户黏性陆续承接下游客户的模块化业务，于2013年、2015年和2016年分别增加吸塑、组件部装和注塑业务，不断拓展、加深与冰箱主机厂合作的宽度和深度，产品种类日渐丰富。

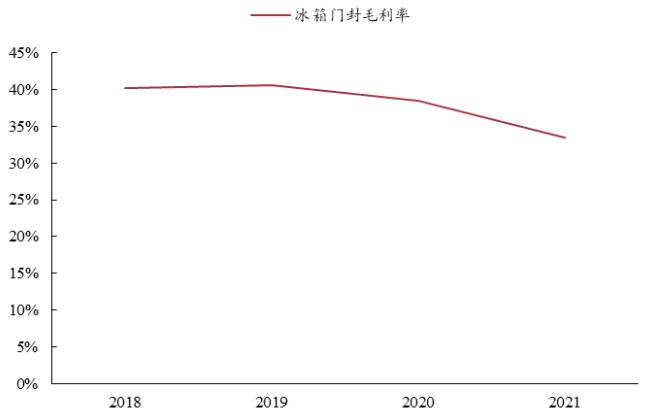
图表 34. 公司主要产品种类不断增加



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

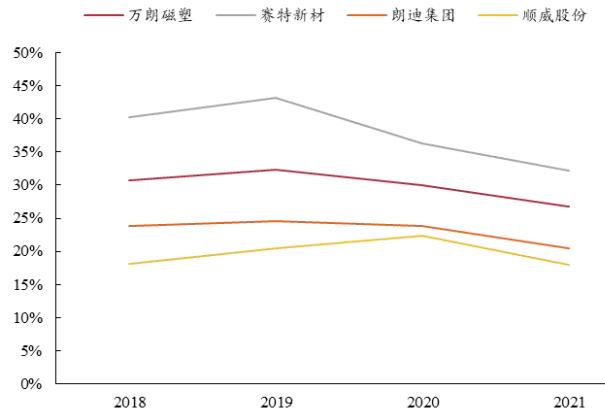
公司在冰箱门封产业链中具有较高毛利率和定价主导权优势。公司的冰箱门封产品毛利率常年保持在40%左右，2021年冰箱门封毛利率下降至33.45%，主要系原材料价格上涨使成本上升。从同行业来看，赛特新材生产的真空绝热板在全球冰箱领域居领先地位，故而毛利率与公司冰箱门封的毛利率基本相当，公司的综合毛利率高于空调风叶制造商朗迪集团、顺威股份。此外，下游客户规模大，公司冰箱门封是全国制造业单项冠军产品，处于产业链中的优势地位，具备较强的定价主导权，因而毛利率可维持在较高水平。

图表 35. 公司冰箱门封毛利率在30%以上



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 36. 公司综合毛利率略高于同行业上市公司

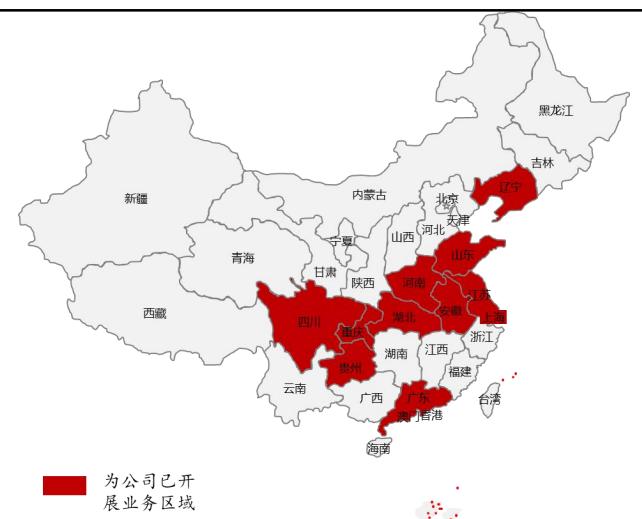


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

国内围绕冰箱主机厂进行布局，积极开拓海外业务。国内方面，我国

冰箱主机厂集中于长三角、珠三角与胶东半岛，而公司总部位于合肥，并在佛山、青岛等地均设立了子公司，生产布局与冰箱主机厂基本一致，有利于及时供货和节约运输成本，并提高配套服务效率。海外业务方面，公司于2010年启动国际化战略，计划到2025年设立15个海外零部件工厂，目前已在泰国、越南、墨西哥和波兰设立了6家子公司，共11家工厂，为海外客户提供家电配套产品，其中公司冰箱门封条占泰国的市场份额已达50%以上。

图表 37. 万朗磁塑国内围绕冰箱主机厂进行布局



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

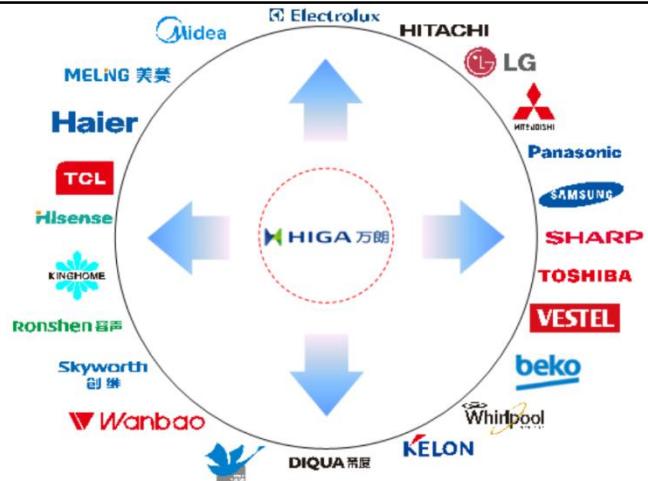
图表 38. 万朗磁塑在墨西哥、波兰、越南、泰国等海外多国进行布局



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

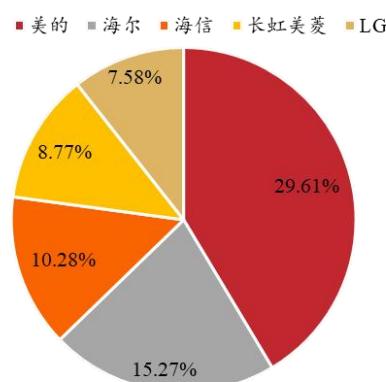
**客户资源丰富且合作关系紧密，绑定龙头客户享受长期收益。**公司产品质量居行业前列，主要客户包括美的、海尔、海信、长虹美菱、TCL这国内冰箱行业前五大主机厂，其市场占有率达到2020年已达76%，其中海尔冰箱销量连续11年位居全球第一，此外公司主要客户还包括三星、松下、LG、西门子等国外厂商。公司与主要客户合作关系稳定，黏性强，2020年美的、海尔和海信为公司前三大客户，其销售额占公司销售总额比例分别为29.61%、15.27%和10.28%，2021年公司前五大客户销售额占公司销售总额比例达70.2%，公司与龙头客户合作紧密，将享受长期收益。

图表 39. 公司主要客户



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 40. 2020 年公司前五大客户销售额占比



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

**扩张原材料产能，产业链纵向延伸提高竞争力。**截至 2021 年底，公司 PVC 粒料年产能约 2.3 万吨，2022 年将新设两条生产线，预计新增 PVC 粒料产能约 0.5 万吨。此外，2022 年 5 月公司宣布拟与重庆伟最新材料公司合资设立子公司，其中公司持股 51%，合资公司从事新材料、改性材料、色母料及功能母料相关的研发、生产与销售，届时有利于降低成本，提升公司的盈利能力和市场份额，增强公司产业链上下游的协同效应。

### 3.2. 入局汽车及 3C 领域，打造第二成长曲线

**入局汽车及 3C 领域，打造第二成长曲线。**2022 年 10 月 28 日，公司发布公告称，拟以自有资金 7794 万元对外投资，将投资安徽鼎封橡胶减震技术有限公司、合肥晟泰克汽车电子股份有限公司和合肥达悦电子科技有限公司，本次投资后，公司将分别持有以上三家公司股权的 51%、3.01% 和 74.00%。公司在持续夯实冰箱门封主业的基础上，进行多业务领域布局，入局汽车及 3C 领域，有助于降低单一业务风险，助力于公司拓宽营收及盈利范围，打造第二成长曲线。

图表 41. 公司向汽车、3C 领域进行布局

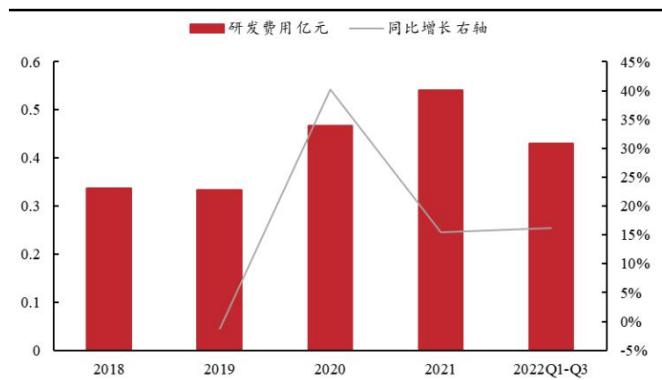
投资标的	安徽鼎封橡胶减震技术有限公司	合肥晟泰克汽车电子股份有限公司	合肥达悦电子科技有限公司
持股比例	51.00%	3.01%	74.00%
鼎封橡胶专注于汽车橡胶减震技术，为国家级高新技术企业，主要产品为顶端连接板、底盘衬套、防尘罩、弹簧盘、减震器、橡胶垫等。			晟泰克是一家专门从事汽车智能化关键传感器及系统集成的供应商，主要产品为汽车智能驾驶感知及控制系统，包括车载摄像头、超声波雷达、毫米波雷达、车身域控制器和自动驾驶域控制器等产品，为奇瑞、比亚迪、上汽、北汽、江淮、东风、吉利、长城等国内 20 多家主机厂配套。
是基于公司在高分子材料研发、生产、应用领域所积累的经营优势，向汽车零部件领域所做的产业扩展延伸，以逐步发展第二赛道。			有利于进一步优化公司产业布局，提升综合竞争能力，实现可持续发展。
对公司的影 响			是基于双方现有业务、原材料、市场渠道等资源平台的融合和优势互补，本次收购完成后，达悦电子与公司原材料研发、生产、销售业务将产生协同效应，有利于公司拓宽产业布局，实现可持续发展。

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

### 3.3. 持续加码研发，提供长期增长动力

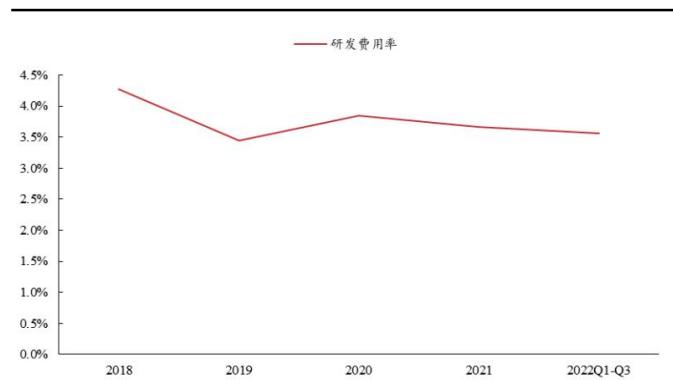
公司研发投入不断加大，具有多项专利成果。研发投入方面，2021 年公司研发费用为 0.54 亿元，同比增长 15.53%，2022 年前三季度研发费用为 0.43 亿元，较 2021 年一季度同比增长 16.22%，研发投入不断加大。专利方面，截至 2021 年底，公司累计拥有 213 项有效专利，其中发明专利 37 项，2021 年新增发明专利 10 项，实用新型专利 12 项。此外，公司多次参与《中国冰箱产业技术路线图》的编制和修订，主持修订和制定了三项冰箱门封相关行业标准，并且公司“冰箱门密封条”被工信部及中国工业经济联合会认定为“制造业单项冠军产品（2021 年-2023 年）”。

图表 42. 2018-2022 年前三季度公司研发费用持续增  
加



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 43. 2018-2022 年前三季度公司研发费用率情况



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

公司掌握多种核心技术，不断研发以持续提高技术水平。公司产品的核心技术主要分为新材料改性技术、工艺与装备技术、门封设计技术、模具设计与加工技术这四大类，其中包括PVC改性材料技术、TPE热塑性弹性体材料技术、高性能磁性材料开发技术、门封传热节能计算等多种核心技术，技术创新性与先进性居行业前列。此外，公司在研多个项目，包括高性能永磁钐铁氮磁粉的研发与产业化、全自动冰箱门封生产线升级改造项目等，研发完成后将进一步提升公司的技术水平。

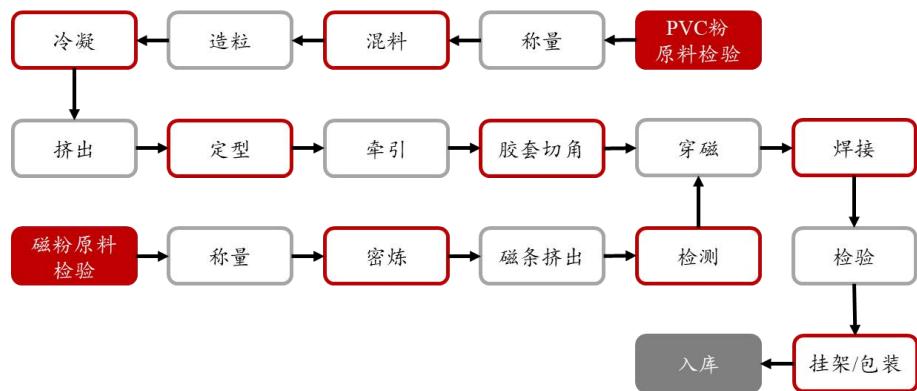
图表 44. 公司的核心技术

类别	核心技术
新材料改性技术	PVC 改性材料技术(耐迁移 PVC 改性材料, 抗菌防霉 PVC 改性材料技术, 耐寒性 PVC 改性材料技术)；TPE 热塑性弹性体材料技术(外门封专用 TPE 粒料, 内门封专用 TPE 粒料, 软硬共挤挡风条专用料)；软质 TPU/PVC 合金材料技术(高弹性合金材料技术, 耐紫外 TPU 合金材料技术)；TPV 改性材料密封技术；磁性材料产品技术(高性能磁性材料开发技术, 充磁系统设计技术)；磁性材料加工技术(磁条双螺杆造粒生产技术)
工艺与装备技术	自动化生产设备(全自动挤出生产线, 全自动穿磁生产线, 四角同步焊接系统, 人机交互控制系统, 在线凸轮切割系统)；工艺保证(挤出稳压控制系统, 气体流量控制系统, 堵料切割报警系统, 多级内冷却定型工艺, 焊接工艺, 磁力在线检测工艺)
门封设计技术	门封传热节能计算, 节能设计, 双色门封设计, 整体门封设计, 对吸门封设计, 门封吸合仿真设备, 门封传热检测平台
模具设计与加工技术	挤出模具技术, 定型模具技术, 焊接模具技术(防粘连模具, 快速入模技术)

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

节能环保政策趋严背景下，公司研发的TPE等环保材料门封具备优势。冰箱是开机时间最长的家电之一，因而是节能增效的重点产品。随着国家节能环保政策趋严以及居民消费模式的转变，冰箱门封的材质逐渐向性能更优的TPE、TPU及硅胶等发展。国内仅少数企业具有门封所需塑料产品改性配方的独立研究和生产能力，而公司研发的TPE环保材料已规模使用，TPU、硅胶等新型环保材料也正逐步推广，具备技术和先发优势。

图表 45. 公司冰箱门封产品工艺流程



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

## 4. 盈利预测

当前国内外冰箱行业稳步发展，公司主业有望稳步增长，切入汽车与3C领域或将打开公司第二成长曲线。我们假设：（1）更新换代下，预计下游冰箱市场需求将稳步增长，公司冰箱门封业务有望稳步增长；（2）原料端，2022年公司新设两条PVC粒料生产线，预计将新增约0.5万吨的产能，一体化产业链下，公司冰箱门封的直接材料成本有望维稳或下降；（3）公司产销率高，且在行业内具有较高的定价话语权，预计公司产品价格将稳步增长；（4）公司切入汽车及3C领域，打开未来成长空间。

图表 46. 公司主营业务收入预测（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
<strong>冰箱门封业务</strong>				
收入	831.27	903.68	1,067.10	1,208.30
YoY		8.71%	18.08%	13.23%
收入占比	56.26%	51.59%	51.15%	49.58%
<strong>受托加工业务</strong>				
收入	379.40	436.31	501.76	577.02
YoY		15.00%	15.00%	15.00%
收入占比		24.91%	24.05%	23.68%
<strong>汽车及3C业务</strong>				
收入		39.29	45.18	51.96
YoY			15.00%	15.00%
收入占比		2.24%	2.17%	2.13%
<strong>总收入</strong>	<strong>1,477.45</strong>	<strong>1,751.80</strong>	<strong>2,086.15</strong>	<strong>2,437.04</strong>
YoY		18.57%	19.09%	16.82%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所测算

冰箱市场需求稳步增长，汽车与3C领域将打开公司第二增长曲线，预计公司未来业绩持续增长。我们预期2022/2023/2024年公司归母净利润分别为1.58/2.02/2.40亿元，对应的EPS分别为1.85/2.36/2.81元/股。以2022年11月14日收盘价28.15元为基准，对应PE分别15.24/11.91/10.02倍。结合行业景气度，看好公司发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 5. 风险提示

原材料价格上涨风险、产品下游需求不及预期、原材料扩产以及合资公司的开办进展不及预期。

**原材料价格上涨风险：**若PVC、磁粉等上游原材料产品价格上涨，或将压缩公司冰箱门封等产品的利润空间。

**产品下游需求不及预期：**受新冠疫情影响全球经济低迷，居民消费水平或将下降，从而降低对冰箱及其配套产品的需求。

**原材料扩产以及合资公司的开办进展不及预期：**PVC 粒料扩产项目、汽车及 3C 项目，或因资金及其他不可抗力因素导致进度不及预期，从而影响公司收益。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1477.45	1751.80	2086.15	2437.04
%同比增速	21.56%	18.57%	19.09%	16.82%
营业成本	1081.38	1335.63	1593.47	1875.01
毛利	396.08	416.17	492.68	562.03
%营业收入	26.81%	23.76%	23.62%	23.06%
税金及附加	11.37	15.33	17.82	20.06
%营业收入	0.77%	0.87%	0.85%	0.82%
销售费用	34.62	36.96	40.65	45.00
%营业收入	2.34%	2.11%	1.95%	1.85%
管理费用	118.15	125.15	146.26	157.90
%营业收入	8.00%	7.14%	7.01%	6.48%
研发费用	54.04	61.72	68.09	76.10
%营业收入	3.66%	3.52%	3.26%	3.12%
财务费用	20.14	9.63	10.26	10.49
%营业收入	1.36%	0.55%	0.49%	0.43%
资产减值损失	-6.75	-1.71	-0.13	-0.92
信用减值损失	-6.97	0.00	0.00	0.00
其他收益	13.94	13.38	17.81	19.71
投资收益	0.32	0.36	0.44	0.51
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.71	-1.28	-1.26	-1.62
营业利润	157.58	178.14	226.45	270.15
%营业收入	10.67%	10.17%	10.86%	11.09%
营业外收支	-1.86	0.00	0.00	0.00
利润总额	155.72	178.14	226.45	270.15
%营业收入	10.54%	10.17%	10.86%	11.09%
所得税费用	16.02	20.28	24.53	30.01
净利润	139.70	157.87	201.92	240.14
%营业收入	9.46%	9.01%	9.68%	9.85%
归属于母公司的净利润	139.83	157.87	202.02	240.20
%同比增速	5.27%	12.90%	27.96%	18.90%
少数股东损益	-0.13	0.00	-0.10	-0.06
EPS (元/股)	2.25	1.85	2.36	2.81

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	2.25	1.85	2.36	2.81
BVPS	10.33	15.57	17.93	20.74
PE	-	15.24	11.91	10.02
PEG	-	1.18	0.43	0.53
PB	-	1.81	1.57	1.36
EV/EBITDA	0.39	8.30	7.04	6.10
ROE	22%	12%	13%	14%
ROIC	18%	10%	12%	12%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	164.51	198.21	311.24	381.43
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款及应收票据	741.33	934.34	1061.52	1269.82
存货	120.31	142.83	174.07	197.07
预付账款	7.41	13.23	13.35	17.14
其他流动资产	58.42	64.21	76.54	84.29
流动资产合计	1091.98	1352.81	1636.73	1949.75
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	32.89	33.38	33.36	33.60
固定资产合计	359.68	823.21	866.69	830.87
无形资产	39.91	91.72	119.93	159.95
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	13.39	13.39	13.39	13.39
其他非流动资产	130.40	162.02	193.65	225.44
资产总计	1668.24	2476.53	2863.76	3212.99
短期借款	227.28	247.28	267.28	287.28
应付票据及应付账款	483.05	557.32	704.23	768.25
预收账款	0.01	0.47	0.28	0.49
应付职工薪酬	46.70	58.83	69.50	82.18
应交税费	16.05	18.10	22.11	25.50
其他流动负债	197.05	207.97	211.86	220.66
流动负债合计	970.13	1089.96	1275.26	1384.36
长期借款	0.03	0.03	0.03	0.03
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	11.13	11.13	11.13	11.13
其他非流动负债	39.18	39.18	39.18	39.18
负债合计	1020.47	1140.30	1325.60	1434.70
归属于母公司的所有者权益	642.74	1331.20	1533.22	1773.42
少数股东权益	5.04	5.03	4.94	4.87
股东权益	647.77	1336.23	1538.16	1778.29
负债及股东权益	1668.24	2476.53	2863.76	3212.99

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量净额	32.79	153.35	311.06	202.52
投资	0.00	-8.50	-8.50	-8.50
资本性支出	-123.16	-651.66	-198.72	-132.30
其他	1.25	0.36	0.44	0.51
投资活动现金流量净额	-121.91	-659.79	-206.78	-140.29
债权融资	-489.76	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	572.93	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	534.06	20.00	20.00	20.00
筹资成本	-45.47	-52.78	-11.25	-12.05
其他	115.61	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流量净额	114.43	540.15	8.75	7.95
现金净流量	15.44	33.70	113.03	70.19

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**李子卓**，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

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

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

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

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

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

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

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

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

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

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

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

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

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层 邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>