

公司深度报告

2022年12月27日

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

固本拓新、扬帆起航

——祥源新材（300980.SZ）首次覆盖报告

核心观点

专注聚烯烃发泡材料，业绩稳步增长。公司深耕环保交联聚烯烃泡棉十余年，是国内聚烯烃发泡材料生产企业领跑者。公司上游主要为大型石化企业或石化产品贸易商，下游为多家国内外知名品牌企业，例如OPPO、VIVO、福特、长城、美的、格力等。公司主营产品IXPE、IXPP具有性能优异、绿色环保的特性，2021年IXPE和IXPP产品设计产能为12887万平方米。同时，公司可生产0.06mm超薄的IXPE，打破了低于0.2mm厚度IXPE由国外企业垄断的格局；可批量化生产IXPP，打破了IXPP全部由国外企业供应的格局，进口替代空间广阔。公司业绩稳步增长，2017-2021年归母净利润年均复合增长率为36.8%。

聚烯烃发泡材料下游需求旺盛，市场空间广阔。我国泡沫塑料制造行业基数较大，2021年我国泡沫塑料产量为231.50万吨。聚烯烃发泡材料下游主要应用于建筑装饰材料、消费电子产品、汽车内饰材料、家用电器和医疗器械等领域。**建筑装饰方面**，塑料地板需求持续向好，2010-2021年，我国塑料地板出口额年均复合增长率达20.24%；其中PVC地板的出口额年均复合增长率达20.86%。**消费电子方面**，2021年我国5G手机出货量同比增长63.2%；2015-2021年，全球可穿戴设备出货量年均复合增长率为37.58%；全球可穿戴设备市场规模年均复合增长率为12.73%。**汽车内饰方面**，2021年全球乘用车产量同比增长2.05%；中国乘用车产量同比增长7.07%。此外，2021年我国新能源汽车销量同比增长157.48%；2022年1-8月同比增长114.54%。塑料地板、5G手机、可穿戴设备、新能源的汽车发展有望带动聚烯烃发泡材料需求持续增长。

稳步推进在建项目，切入动力电池领域。截至2022年6月30日，公司年产1.1亿平方米聚烯烃发泡材料产业化建设项目的进展为26.31%。为有效提升募集资金使用效果与募投项目实施质量，公司新增越南祥源和泰国祥源为该项目的实施主体，同时新增越南北宁省、泰国春武里府是拉差县为项目的实施地点。此外，公司拟投资37424.42万元建设新能源车用材料生产基地，建设产品包括聚氨酯发泡材料和有机硅橡胶。聚氨酯发泡材料、有机硅发泡材料主要应用于新能源电池领域。公司深耕电子消费领域多年，为其切入新能源电池领域奠定基础。随着公司在建项目的稳步推进，业绩有望迎来第二增长极。

投资建议

公司在建项目稳步推进，结合公司切入新能源车电池领域，未来有望受益于新能源汽车行业高景气，我们预期2022/2023/2024年公司的营业收入分别为4.27/6.52/11.27亿元，归母净利润分别为0.67/1.29/2.56亿元。归母净利润对应EPS分别为0.62/1.19/2.37元。以2022年12月26日收盘价17.99元为基准，对应PE分别为28.95/15.11/7.61倍。结合公司业务布局，看好公司未来发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

新产品开发失败风险、原材料价格异常波动、安全生产风险。

盈利预测

项目(单位：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	457.45	426.78	651.74	1127.46
增长率 (%)	44.44	-6.70	52.71	72.99
归母净利润	87.74	67.32	128.96	256.21
增长率 (%)	17.09	-23.27	91.58	98.67
EPS (元/股)	1.33	0.62	1.19	2.37
市盈率 (P/E)	31.78	28.95	15.11	7.61
市净率 (P/B)	3.31	1.96	1.73	1.41

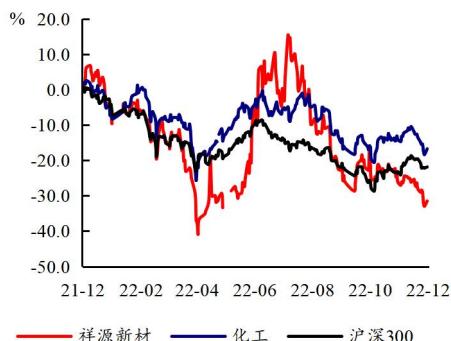
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测，股价为2022年12月26日收盘价17.99元

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

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

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	108.33
流通 A股/B股(百万股)	108.33/0.00
资产负债率(%)	15.41
每股净资产(元)	8.71
市净率(倍)	2.07
净资产收益率(加权)	5.54
12个月内最高/最低价	42.50/17.60

相关研究

正文目录

1. 公司：领跑发泡材料，业绩稳步增长	4
1.1. 专注聚烯烃发泡材料，具备规模化生产能力	4
1.2. 位于产业链中游、客户资源优质	5
1.3. 股权结构清晰，激励彰显信心	7
1.4. 公司业绩稳步提升，IXPE 贡献主要利润	7
2. 行业：性能优势显著，市场空间广阔	10
2.1. 聚烯烃发泡材料：应用广泛、性能优异	10
2.2. 供给：行业基数较大，产量逐年下降	12
2.3. 需求：下游多点开花、维持强劲发展	13
2.3.1. 建筑装饰材料：行业规模庞大、需求持续向好	13
2.3.2. 消费电子：5G+新兴并驱、需求大幅提振	16
2.3.3. 汽车内饰：新能源车高景气、未来成长空间广阔	17
3. 优势：稳步推进在建项目，切入新能源电池	19
3.1. 积极推进募投项目，打开公司增长空间	19
3.2. 具备高技术壁垒，研发能力业内领先	19
3.3. 研发项目储备丰富，切入动力电池领域	21
4. 盈利预测	23
5. 风险提示	24

图表目录

图表 1. 公司发展历程	4
图表 2. 公司主营产品情况	4
图表 3. 聚烯烃发泡材料按产品特性分类	5
图表 4. 公司位于产业链中游	6
图表 5. 公司主营产品广泛应用于内外知名品牌企业	6
图表 6. 截至 2022 年 11 月 24 日公司股权结构	7
图表 7. 2017-2022Q1-3 公司营业收入及增速	8
图表 8. 2017-2022Q1-3 公司归母净利润及增速	8
图表 9. 2017-2022H1 年分产品营收结构	8
图表 10. 2017-2021 年分产品毛利润结构	8
图表 11. 2017-2022H1 年公司 IXPP 营业收入	9
图表 12. 2017-2021 年公司 IXPP 毛利润	9
图表 13. 2017-2021 年公司 IXPE、IXPP 产品毛利率	9
图表 14. 2017-2022Q1-3 年公司三费总费用率持续下降	10
图表 15. 2017-2022Q1-3 年公司三费率细分情况	10
图表 16. 2017-2022Q1-3 年公司研发投入情况	10
图表 17. 泡沫塑料行业产品分类	11
图表 18. 聚乙烯发泡材料分类	11
图表 19. IXPE 与其他泡沫塑料的性能对比	12
图表 20. 2009-2021 年我国泡沫塑料产量	12
图表 21. 2020 年中国泡沫塑料产量 TOP10 地区	13
图表 22. 聚烯烃发泡材料应用领域	14
图表 23. 2021 年建筑业装饰装修产值同比增长 12.77%	15
图表 24. 2009-2021 年我国塑料地板出口情况	15
图表 25. 2006-2021 年我国建筑业房屋竣工面积	16
图表 26. IXPE 与其他泡沫塑料的性能对比	16



图表 27. 2016-2021 年全球、中国智能手机出货量	17
图表 28. 2021 年中国 5G 手机出货量同比增长 63.2%	17
图表 29. 2015-2021 年全球智能可穿戴设备出货量	17
图表 30. 2015-2021 年全球可穿戴设备市场规模	17
图表 31. 2010-2021 年全球、我国乘用车产量	18
图表 32. 2016-2022.1-10 我国新能源汽车销量	18
图表 33. 我国新能源汽车渗透率预测	18
图表 34. 截至 2022 年上半年公司在建项目进展情况	19
图表 35. 公司研发产品流程	20
图表 36. 公司主营产品生产工艺流程	20
图表 37. 公司主营产品生产技术情况	21
图表 38. 公司目前主要研发项目	22
图表 39. 公司新能源车用材料生产积极建设项目情况	23
图表 40. 公司拟建新能源车用材料具体情况	23
图表 41. 公司软质聚烯烃泡沫塑料业务收入预测（亿元）	23



1. 公司：领跑发泡材料，业绩稳步增长

1.1. 专注聚烯烃发泡材料，具备规模化生产能力

公司为国内知名聚烯烃发泡材料供应商。湖北祥源新材料科技股份有限公司主要从事环保交联聚烯烃泡棉的研发、生产和销售。公司于2003年正式成立；2008年更名为湖北祥源新材料有限公司，逐步扩大产能建设；2016年交联聚烯烃泡棉年产量突破2700吨；2017年安徽工厂成立，交联聚烯烃泡棉年产量突破7000吨；2021年公司成功上市深圳证券交易所创业板。公司拥有先进的生产设备和生产技术工艺，是国内少数可生产超薄IXPE材料及批量化生产IXPP材料的企业之一，经过十余年的发展，现已成为国内知名的聚烯烃发泡材料供应商。

图表1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究

公司聚焦聚烯烃发泡材料的研发、生产及制造。公司专业生产环保交联聚烯烃泡棉（XPE/IXPE/IXPP）及聚氨酯泡棉（PU）、有机硅发泡材料等产品，产品被广泛应用于国内外知名品牌产品中，是目前国内聚烯烃发泡材料生产企业领跑者。2021年公司IXPE和IXPP设计产能为12887万平方米，产能利用率达89.90%，在建产能为11000万平方米。

图表2. 公司主营产品情况

产品	设计产能 (万平方米)	产能利用 率 (%)	在建产能 (万平方米)	性能	生产难度
IXPE	12887	89.90	11000	柔软性高、表面平滑度高	高，国内产品质量稳定的企业较少，能够生产超薄型材料的厂家极少
IXPP				耐热性高、强度高、高温成型性好、隔音性能好	非常高，国内能够进行批量化生产的厂家极少

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

按照产品特性，公司聚烯烃发泡材料可划分为普通应用型、性能增强型和功能增加型。其中性能增强型产品是在普通应用型产品的原料中加入性能更高的原材料；功能增加型产品是在普通应用型产品的原料中加入特殊功能材料。上述三种类型产品具有不同的性能，分别应用于不同的领域。普通应用型产品下游主要应用于隔音地板底材、心电监护仪电极片、电器面板固定胶带等领域；性能增强型产品下游主要应用于智能手机的屏下超薄缓冲垫片、手机曲面屏边框垫片、汽车门板仪表板表皮内衬、汽车空调风管等领域；功能增加型产品下游主要应用于抗菌地垫、防静电地垫、防滑地垫、防静电耗材等领域。

图表 3. 聚烯烃发泡材料按产品特性分类

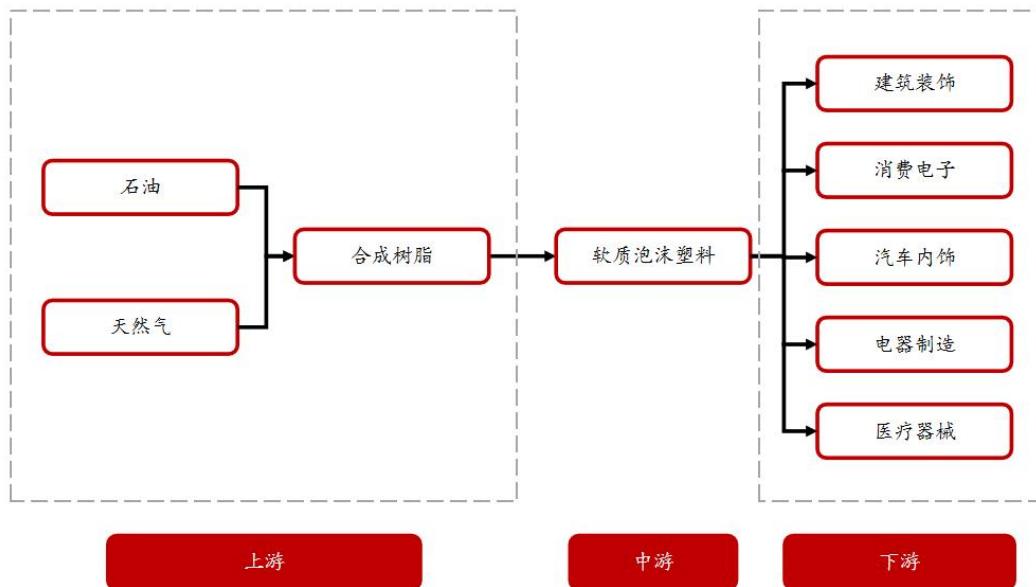
系列	特性与性能	主要应用领域
普通应用型	表面光滑、柔软，外表美观，安全环保弹性丰富，缓冲性能出色，独立气泡的结构具备优异的防水性、隔热性，并且隔热性能不会随时间而发生劣化；具备不变质、不变色的优异耐候性。	建筑装饰材料：如隔音地板底材 医疗器械材料：如心电监护仪电极片 家用电器材料：如电器面板固定胶带
性能增强型	在普通应用型产品的基础之上，在原料中加入性能更高的原材料，使产品在保有普通应用型产品材料特性的同时具备更强的物理或化学性能，如更薄的厚度更高的强度和伸长率；更强的高温成型性；更好的柔软度和服帖性。	消费电子产品：如智能手机的屏下超薄缓冲垫片、手机曲面屏边框垫片 汽车内饰材料如汽车门板仪表板表皮内衬、汽车空调风管、汽车顶棚
功能增加型	在普通应用型产品的基础之上，在原料中加入特殊功能材料，使产品在普通应用型产品的基础上具备抗菌、防静电、防滑、阻燃等额外功能特性。	建筑装饰材料：抗菌地垫、防静电地垫、防滑地垫 消费电子产品：防静电耗材；汽车内饰材料如车门阻燃防水膜

资料来源：祥源新材招股说明书，东亚前海证券研究

1.2. 位于产业链中游、客户资源优质

公司上游为石油、天然气等基础化工原料，下游应用广泛。公司上游主要为生产化工原材料的大型石化企业或石化产品贸易商，主要原材料包括合成树脂、发泡剂、色母等。公司处于泡沫塑料制造行业中的软质泡沫塑料制造领域，即产业链中游位置。下游广泛应用于建筑装饰材料、消费电子产品、汽车内饰材料、家用电器产品及医疗器械产品等领域。

图表 4. 公司位于产业链中游



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究

公司主营产品被多家国内外知名品牌企业应用。在建筑建材领域，公司产品进入了财富 500 强企业 Home Depot、Lowe's 的供应体系；在电子产品领域，公司产品被 OPPO、VIVO 等知名品牌产品应用；在汽车内饰材料领域，公司产品被福特、长城、长安等品牌产品应用；在家用电器领域，公司产品被美的、格力、海尔等品牌产品应用。

图表 5. 公司主营产品广泛应用于内外知名品牌企业

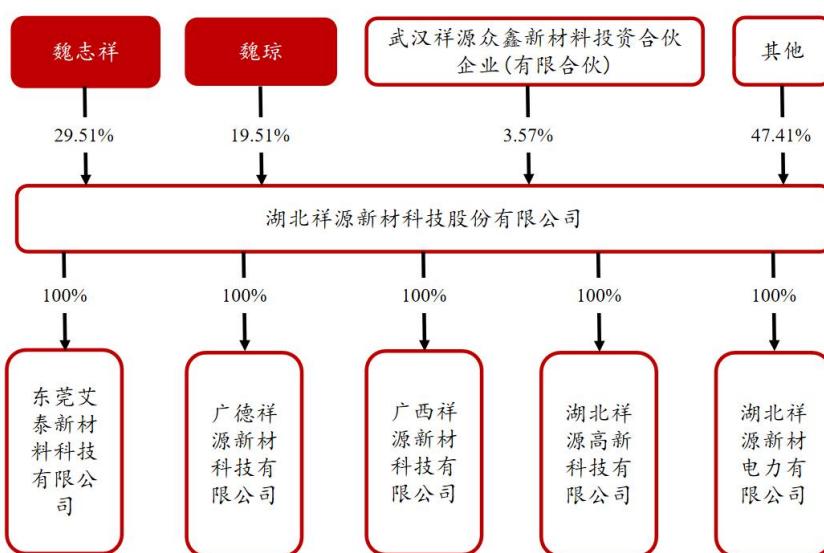


资料来源：公司公告，各公司官网，东亚前海证券研究

1.3. 股权结构清晰，激励彰显信心

公司实际控制人为魏志祥和魏琼兄妹，下设多家子公司。魏志祥和魏琼兄妹为公司实际控制人，拥有丰富的行业和管理经验，两者持股比例合计为 49.02%。其余股东持股比例均不超过 5%。此外，公司下设多家全资子公司，包括东莞艾泰新材料科技有限公司、广德祥源新材料科技有限公司、广西祥源新材料科技有限公司、湖北祥源高新科技有限公司和湖北祥源新材料电力有限公司。

图表 6. 截至 2022 年 11 月 24 日公司股权结构



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

积极实施股权激励，巩固经营稳定性。2022 年 7 月 7 日，公司公告 2022 年限制性股票激励计划，拟授予激励对象的限制性股票数量约为 218 万股，约占激励计划草案公布日公司股本总额的 2.02%，其中，第一、二类限制性股票分别约为 49 万股、169 万股，占激励计划草案公布日公司股本的 0.45%、1.57%。公司在 2022 年-2024 年会计年度中，分年度对公司的业绩指标进行考核，以达到业绩考核目标作为激励对象当年度的解除限售条件之一，充分彰显公司长期发展信心。

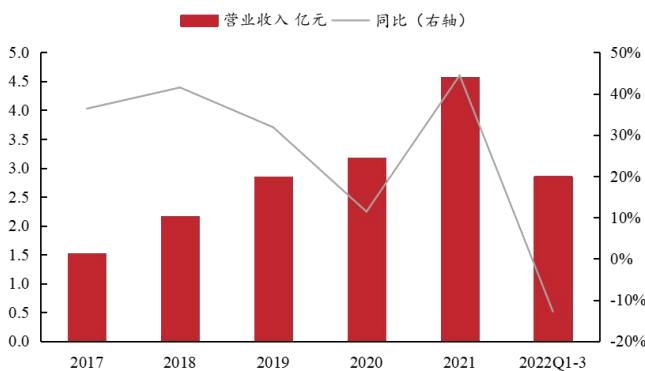
1.4. 公司业绩稳步提升，IXPE 贡献主要利润

原材料价格上涨致使 2022 年前三季度归母净利润回落。营业收入方面，2017-2021 年，公司营业收入从 1.52 亿元增长到 4.57 亿元，年均复合增长率为 31.68%;2022 年前三季度公司营业收入为 2.85 亿元，同比下降 12.79%。



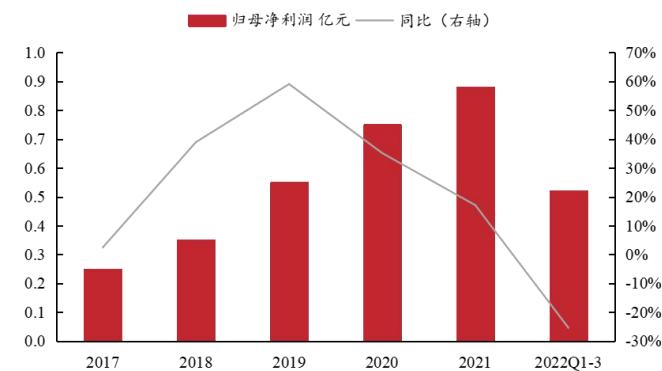
归母净利润方面，2017-2021年，公司归母净利润从0.25亿元增长到0.88亿元，年均复合增长率为36.97%；2022年前三季度公司归母净利润有所回落，为0.52亿元，同比下降25.42%，主要系原材料成本增长所致。未来随着原材料价格回落，公司盈利能力有望回升。

图表7. 2017-2022Q1-3公司营业收入及增速



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

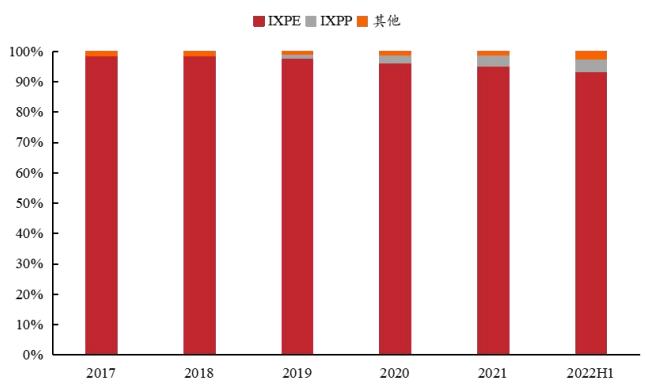
图表8. 2017-2022Q1-3公司归母净利润及增速



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

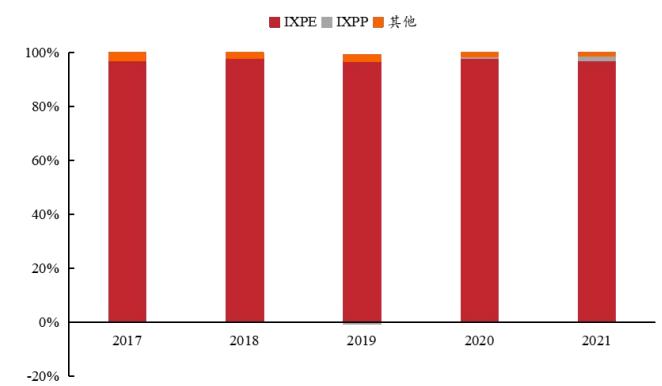
IXPE 产品贡献公司主要业绩。营业收入方面，2017-2022H1，公司 IXPE 营业收入占公司总营业收入的比例始终维持在93%以上，为公司主要营业收入来源，其中2022H1公司IXPE产品营业收入为1.98亿元，占总营业收入的比例为93.4%，IXPP营业收入占比为4.25%。**毛利润方面**，2017-2021年，公司IXPE毛利润占公司总毛利润的比例始终维持在97%以上，贡献公司主要毛利润，其中2021年公司IXPE产品毛利润为1.66亿元，占总毛利润的比例为97.08%，IXPP毛利润占比为1.75%。

图表9. 2017-2022H1年分产品营收结构



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

图表10. 2017-2021年分产品毛利润结构



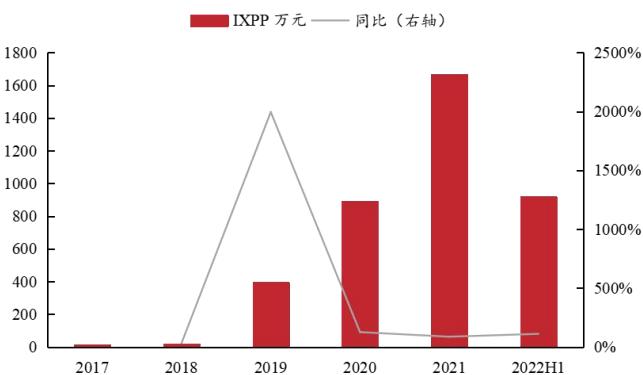
资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

公司IXPP产品业绩逐年提升。IXPP产品相较于IXPE产品技术难度更大。公司于2015年切入IXPP市场，进行IXPP产品的研发生产，拓展新的应用领域。2017年公司首次实现IXPP产品营业收入，之后呈现出逐年递增的趋势，从2017年的14.16万元上升至2021年的1664.6万元，年均



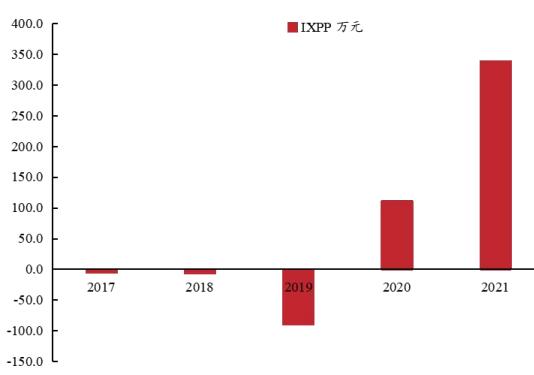
复合增长率达 229.28%，2022H1 实现营业收入 918.64 万元，同比增长 111.07%。此外，2020 年公司 IXPP 产品实现首次盈利，毛利润为 111.66 万元。2021 年公司 IXPP 产品盈利能力再次提升，达 339.36 万元，同比增长 203.92%。

图表 11. 2017-2022H1 年公司 IXPP 营业收入



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

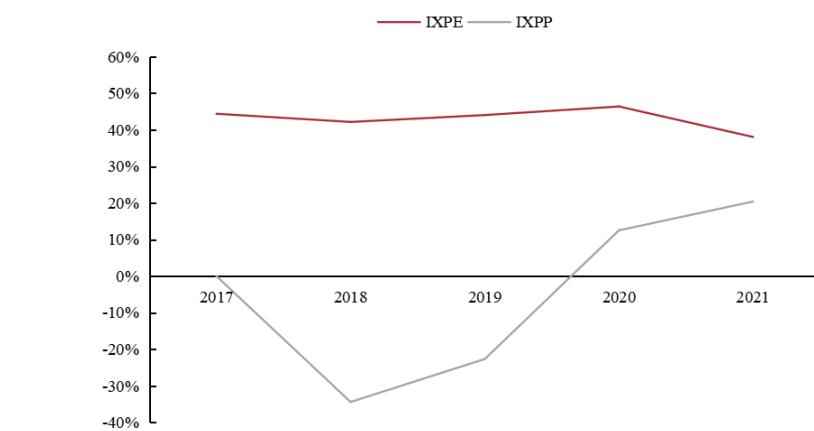
图表 12. 2017-2021 年公司 IXPP 毛利润



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

IXPE 毛利率维稳，IXPP 毛利润率尚有上涨空间。2017-2021 年，IXPE 毛利率稳定在 40% 左右，而 IXPP 毛利率在 2017-2019 年为负，主要系上游原材料成本较高，生产技术难度大，且规模有限，随着公司技术及规模不断发展，IXPP 毛利率随之增长。2021 年 IXPP 毛利率达 20.4%，同比提高 7.9pct，且仍有上涨空间。

图表 13. 2017-2021 年公司 IXPE、IXPP 产品毛利率



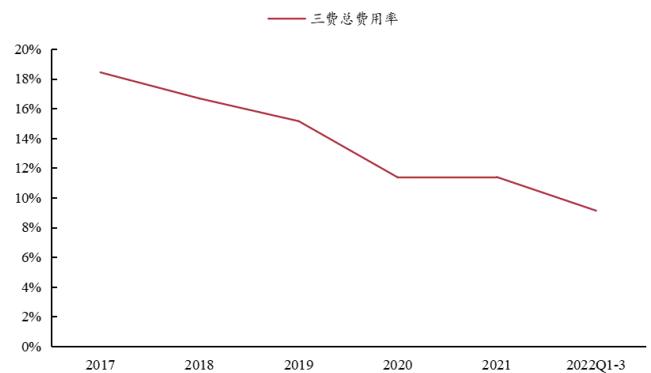
资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

公司三费总费用率控制良好。2017-2021 年公司三费总费用率持续下降，从 18.42% 下降至 11.38%，下降 7.04pct；2022 年前三季度公司三费总费用率为 9.12%，同比下降 2.37pct，表明公司运营能力持续增强。从细分费用来看，2022 年前三季度公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.86%、9.47%、-4.21%，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别



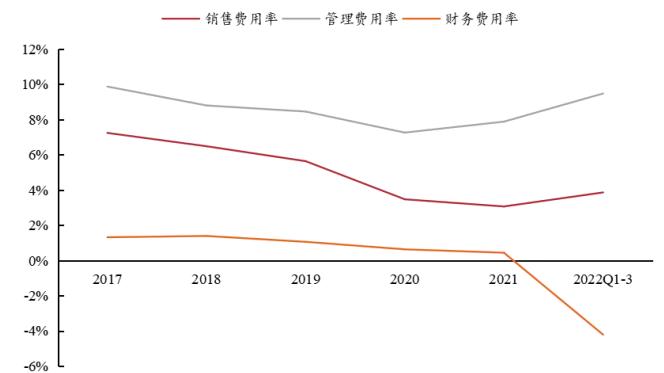
同比下降 1.35pct、2.37pct、4.68pct，公司規模效應不斷提高，成本控制能力良好。

图表 14. 2017-2022Q1-3 年公司三费总费用率持续下降



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

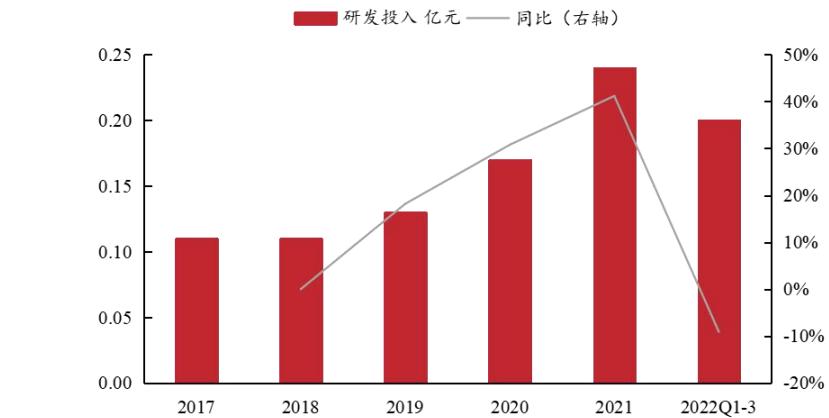
图表 15. 2017-2022Q1-3 年公司三费费率细分情况



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

公司重视技术创新发展，加大研发投入。2017-2021 年，公司研发投入从 0.11 亿元上升至 0.24 亿元，年均复合增长率为 21.54%；2022 年前三季度公司研发投入有所回落，为 0.20 亿元，同比下降 9.09%。经过多年的研发投入，公司创新成果显著。

图表 16. 2017-2022Q1-3 年公司研发投入情况



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

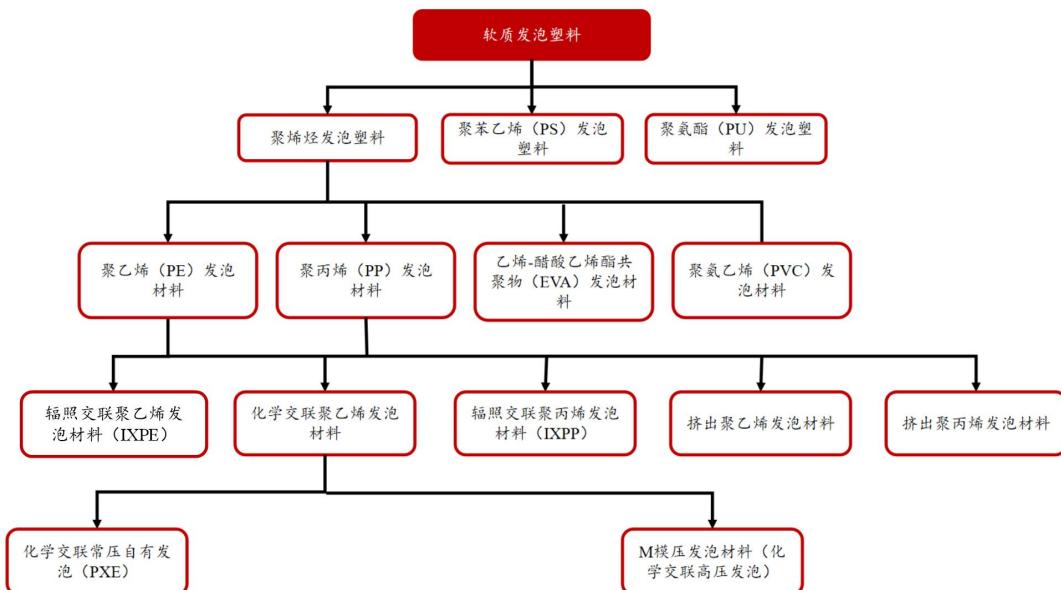
2. 行业：性能优势显著，市场空间广阔

2.1. 聚烯烃发泡材料：应用广泛、性能优异

泡沫塑料按硬度可划分为三类，软质聚氨酯泡沫塑料用量最大。泡沫塑料由大量气体微孔分散于固体塑料中制成，是塑料制品中的重要类别，具有质轻、隔热、吸音、减震等特性，其介电性能优于基体树脂。按照硬

度划分，泡沫塑料可划分为软质泡沫塑料、硬质泡沫塑料和半硬质泡沫塑料三类，其中软质泡沫塑料弹性模量小于70MPa；硬质泡沫塑料弹性模量大于700MPa；半硬质泡沫塑料弹性模量介于70-700MPa。在上述三类泡沫塑料中，软质聚氨酯泡沫塑料是用量最大的一种聚氨酯产品。典型的软质泡沫塑料包括聚烯烃发泡材料、聚氨酯（PU）、聚苯乙烯（PS）等。

图表 17. 泡沫塑料行业产品分类



资料来源：祥源新材招股说明书，东亚前海证券研究

聚乙烯发泡材料是应用范围较广的发泡材料之一。聚乙烯发泡材料具有抗冲击、隔热、强韧、耐水、耐化学腐蚀、耐低温、易于加工和生产成本低的特点，被广泛应用于食品、玻璃、精密仪器和电子产品等领域的缓冲材料。聚乙烯发泡材料可分为非交联聚乙烯发泡产品、交联聚乙烯发泡产品、聚乙烯珠粒发泡产品，由于其性能不同而应用于不同的领域。

图表 18. 聚乙烯发泡材料分类

产品类型	非交联聚乙烯发泡产品	交联聚乙烯发泡产品	聚乙烯珠粒发泡产品
产品特点	缓冲减震能力强、环保可重复利用、隔热隔音、耐水耐腐蚀、易加工、韧性强且性价比高	轻质、吸能缓冲性优良、保温绝热、耐低温、尺寸稳定性好、易于着色；耐水、耐化学品及耐候性更佳	缓冲、隔热、可生产各种异形产品，环保可重复利用
应用领域	主要为珍珠棉，广泛应用于建筑、汽车、电子电器和仪器等高档易碎产品包装、玩具等领域	精密仪器的缓冲包装；热成型包装；建筑外墙保温；体育用品；农业保温隔热材料；交通运输保温隔热材料	低温保温隔热领域、航天航空器精密仪器保温等

资料来源：《发泡用聚烯烃材料发展现状》（王素玉等），东亚前海证券研究

聚乙烯发泡材料中的 IXPE 在综合性能上具有显著优势。相较于软质 PVC、

聚苯乙烯(PS)、聚氨酯(PU)等泡沫塑料，IXPE产品在综合性能上具有一定的优势。IXPE采用电子交联技术，无化学残留且不产生有害气体，具有无毒环保、绿色健康的特性。此外，其独立闭孔结构以及聚烯烃分子结构本身的密实性提供了阻水、隔水的效果，并且受压后可自恢复，具备减震、抗冲击的效果。同时IXPE能有效降低能量交换，具备保温、隔热效果，还能阻隔声音、冲击造成的声波传递，从而达到静音、隔音的效果。由于聚烯烃本身的特性，IXPE还具备了较好的耐腐蚀性。

图表 19. IXPE与其他泡沫塑料的性能对比

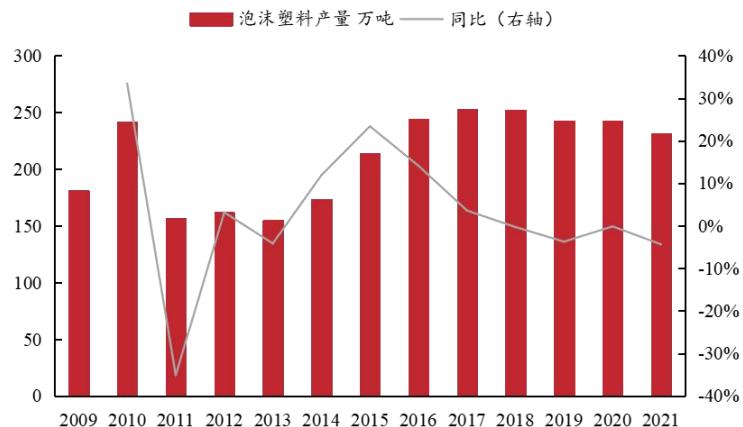
项目	IXPE	软质PVC泡沫塑料	聚苯乙烯(PS)泡沫塑料	聚氨酯(PU)泡沫塑料
导热系数(W/(m·k))	0.038	0.030	0.048	0.041
吸水率	0.3	1.9~2.7	2.0~2.5	2.25~3.0
密度(g/cm ²)	0.030	0.400	0.035	0.030
适用温度(°C)	-120~80	-35~80	-70~75	-90~135
耐候性	无变化	严重变形	收缩、风化侵蚀	收缩、风化侵蚀
隔音性能	较好	较好	一般	一般
耐腐蚀性	较好	较差	较差	不耐浓酸

资料来源：润阳科技招股说明书，东亚前海证券研究

2.2. 供给：行业基数较大，产量逐年下降

我国泡沫塑料制造行业基数较大，近年来产量有所回落。2009-2021年，我国泡沫塑料产量超百万吨，行业基数较大。受落后产能出清影响，2011年我国泡沫塑料产量大幅下降，同比下降35.09%。2014-2017年，得益于环保型泡沫塑料的出现，泡沫塑料的产量迅速回升，从173.28万吨上升至252.68万吨，年均复合增长率为13.4%。2018年以来，随着环境保护上升到国家战略层面，国家治理大气污染环保督查力度不断加大，使得泡沫塑料产量再次回落，从2018年的251.9万吨下降至2021年的231.5万吨，下降20.4万吨。

图表 20. 2009-2021年我国泡沫塑料产量

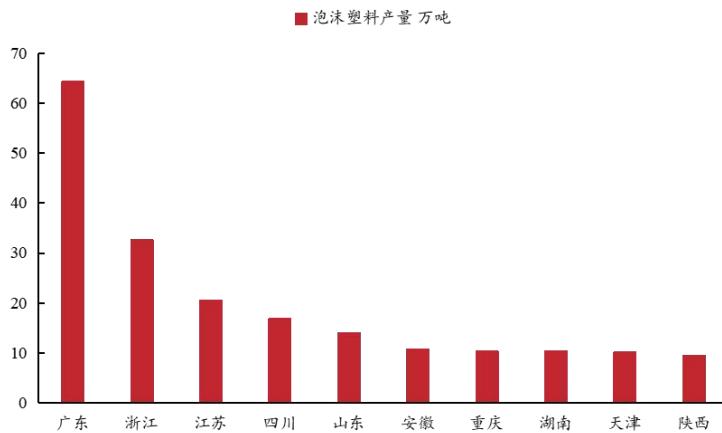


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

我国泡沫塑料产业主要分布在广东、浙江、江苏、四川和山东地区。

2020年广东省泡沫塑料产量为64.3万吨，占比25.1%；其次为浙江省，产量为32.6万吨，占比12.7%；江苏省排名第三，产量为20.5万吨，占比8.0%；四川、山东依次位列第四、第五，产量分别为16.8万吨、14.0万吨，分别占比6.6%、5.4%。上述五省泡沫塑料产量占比合计达57.8%。

图表 21. 2020 年中国泡沫塑料产量 TOP10 地区



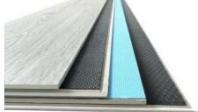
资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

2.3. 需求：下游多点开花、维持强劲发展

2.3.1. 建筑装饰材料：行业规模庞大、需求持续向好

聚烯烃发泡材料应用领域覆盖广泛。聚烯烃发泡材料可广泛应用于建筑装饰、消费电子、汽车内饰材料、家用电器、医疗器材、体育用品等领域。聚烯烃发泡材料不含氟、氯等卤素，安全环保性更高。随着现代社会对环保材料的要求不断提高，聚烯烃发泡材料将逐渐取代传统发泡塑料，成为下游制造业不可或缺的材料。

图表 22. 聚烯烃发泡材料应用领域

下游行业	图示	主要应用领域
建筑装饰材料		在建筑装饰材料中用途极为广泛，可作为隔音地板底材、专用地暖地垫材料、墙壁隔热保温材料等，起到缓冲、防水防潮、隔音降噪、保温节能、耐低温、尺寸稳定性好、易于着色；耐水、耐化学品及耐候性更佳
消费电子产品		在智能手机、可穿戴产品等消费电子产品中用途广泛，可作为智能手机屏幕缓冲垫、智能手表防尘片、智能手机相机及扬声器垫片等。具有密封防水、缓冲减震、防屏幕水波纹等功能。
汽车内饰材料		在汽车硬质及软质内装件中用途广泛，可作为汽车皮革装饰衬垫及汽车面板防水膜、汽车风管、顶棚内衬、车载扬声器垫片、汽车泡棉基材等。具有耐热、阻燃、轻量化、成型性能好、安全环保等特性
家用电器		可用于面板固定、电器组件粘贴、家用电器防水密封等。具有耐腐蚀性、绝缘性、服帖度高、无残留污染等特性
医疗器械		可作为心电监护仪电极片、医用易撕胶、急救夹板缓冲材料等。具有表面光滑柔软、无毒无害等特性

资料来源：祥源新材招股说明书，东亚前海证券研究

地面装饰材料是聚烯烃发泡材料下游主要应用领域之一。地面装饰材料属于建筑领域，包括隔音地板底材、专用地暖地垫材料等。聚烯烃发泡材料可应用于地板底材和屋顶材料等，起到减震、隔绝噪音及防腐蚀等作用。

地面装饰材料行业规模庞大，我国建筑业装修装饰总产值有所回升。根据 Statista 数据，2020 年全球地面装饰材料行业规模为 3882.4 亿美元，市场规模庞大。2010-2021 年，中国建筑业装饰装修产值从 8450.7 亿元增长到 27962.80 亿元，年均复合增长率为 9.11%。其中 2021 年随着国内疫情缓解，中国建筑业装修装饰总产值有所回升，同比增长 12.77%。长期来看，随着世界经济逐步复苏以及新兴市场的快速崛起，未来地面装饰材料行业发展前景广阔。聚烯烃发泡材料在建筑领域主要应用于塑料地板，包括 PVC 地板和非 PVC 塑料地板。

图表 23. 2021 年建筑业装饰装修产值同比增长 12.77%



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

出口拉动塑料地板需求快速增长，带动聚烯烃发泡材料需求上行。近年来，欧美地区对塑料地板进口需求的持续增长，带动我国塑料地板出口持续上行。2010-2021年，我国塑料地板出口额从11.39亿美元增长到86.5亿美元，年均复合增长率达20.24%；其中塑料地板中以PVC地板为主，其出口额从8.5亿美元增长到68.31亿美元，年均复合增长率达20.86%。塑料地板出口需求持续提升有望拉动聚烯烃发泡材料需求增长。

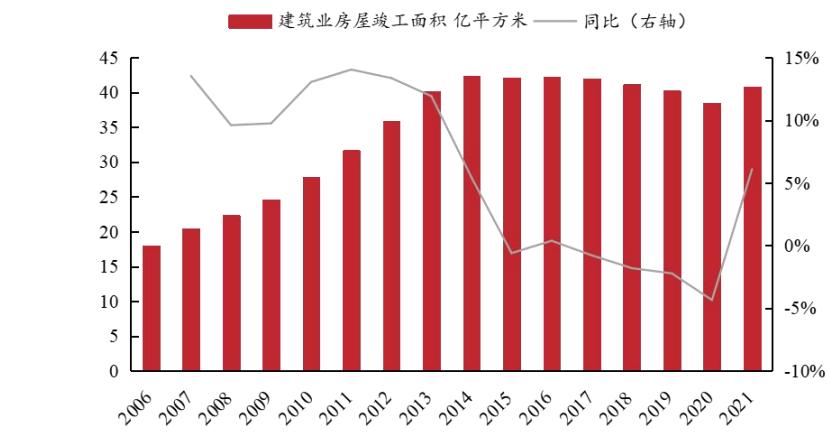
图表 24. 2009-2021 年我国塑料地板出口情况



资料来源：联合国货物贸易数据库, 东亚前海证券研究所

新建房产将有望带动我国 PVC 地板行业快速发展，进而推动聚烯烃发泡材料需求持续增长。随着我国城镇化率不断提升，每年新建房产规模量较大。近年来，我国建筑业房屋竣工面积均在40亿平方米左右。2021年中国建筑业房屋竣工面积为40.83亿平方米，同比增长6.09%，未来仍然有望保持较大的建设规模。作为新型环保地板材料，PVC 地板有望逐步替代传统地面装饰材料应用于新建房产中，带动聚烯烃发泡材料需求持续增长。

图表 25. 2006-2021 年我国建筑业房屋竣工面积



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

2.3.2. 消费电子：5G+新兴并驱、需求大幅提振

IXPE 被广泛应用于消费电子的屏幕边框、扬声器等对密封程度要求较高的部位。应用于消费电子中的发泡材料主要包括 IXPE 材料、PU（聚氨酯）发泡材料、丙烯酸（亚克力）发泡材料，其中 IXPE 材料兼具防水性能与缓冲性能，因此被更多的应用于消费电子产品的屏幕边框、扬声器等对密封程度要求较高的部位；PU 材料缓冲性能极佳、防水性能较低，因此被应用于防水需求较低的电子产品各个缓冲部位；丙烯酸发泡材料具有较强的缓冲性能和抗冲击性能，主要应用于中高端电子产品的柔性 OLED 屏幕缓冲材料。

图表 26. IXPE 与其他泡沫塑料的性能对比

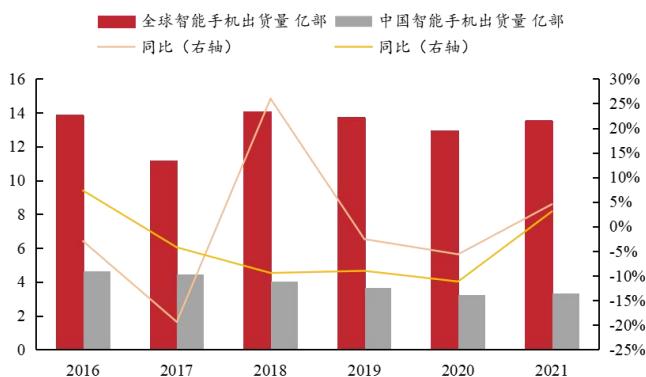
产品	主要原材料	性能侧重点	在电子产品中主要应用领域	环保性
IXPE	乙烯基聚合物	防水性能优异，兼具缓冲性能	电子设备屏幕边框、扬声器的防水及缓冲	生产过程中基本无环保废弃物排放；废旧物料可回收再利用
PU 发泡材料	异氰酸酯、聚醚多元醇	缓冲性能极佳	在防水性能要求较低的电子产品中应用较广	生产过程中基本无环保废弃物排放；废旧物料可回收再利用
丙烯酸发泡材料	丙烯酸（酯）内单体	缓冲性能极佳，抗冲击性	中高端电子设备 OLED 屏幕下方缓冲	生产过程中基本无环保废弃物排放；废旧物料无法回收再利用

资料来源：祥源新材招股说明书，东亚前海证券研究

2021 年智能手机出货量有所回升，5G 手机出货量快速增长。2021 年全球智能手机出货量为 13.52 亿部，同比增长 4.53%；中国智能手机出货量为 3.36 亿部，同比增长 3.07%。随着 5G 网络在国内各大城市商用化，2021 年我国 5G 手机出货量为 2.66 亿部，同比增长 63.2%。未来随着 5G 手机渗

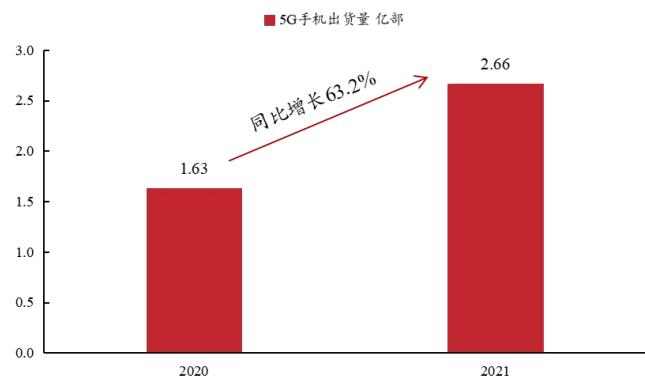
透率的进一步提升，有望推动全球智能手机市场的复苏，进而带动 IXPE 材料需求提升。

图表 27. 2016-2021 年全球、中国智能手机出货量



资料来源：IDC，东亚前海证券研究所

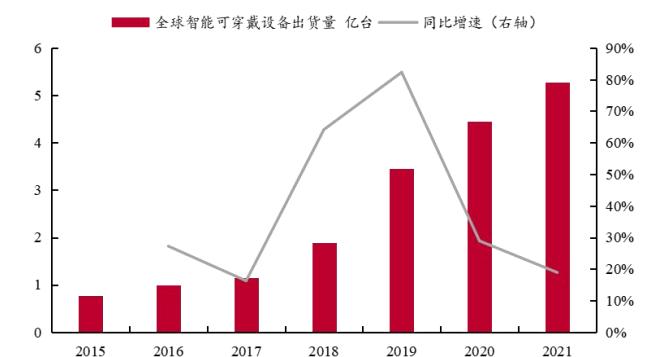
图表 28. 2021 年中国 5G 手机出货量同比增长 63.2%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

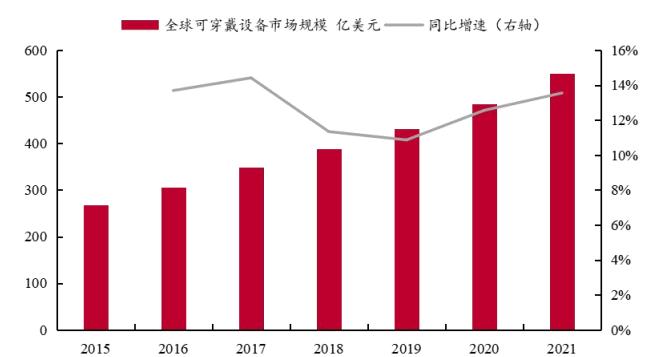
可穿戴设备快速发展为 IXPE 材料提供需求增量。近年来，全球可穿戴设备市场快速发展。其中全球可穿戴设备出货量从 2015 年的 0.78 亿台增长至 2021 年的 5.28 亿台，年均复合增长率为 37.58%；全球可穿戴设备市场规模从 2015 年的 268.35 亿美元增长至 2021 年的 550.61 亿美元，年均复合增长率为 12.73%。随着智能可穿戴设备对运动健康辅助功能的愈加重视，防水性、避震性将成为新设备设计生产的特点。IXPE 产品有着不易留痕、便于加工、减震性能优良、防水性强等特性，可在新型可穿戴设备中得到广泛使用，有望为其提供较大的发展空间。

图表 29. 2015-2021 年全球智能可穿戴设备出货量



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 30. 2015-2021 年全球可穿戴设备市场规模



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

2.3.3. 汽车内饰：新能源车高景气、未来成长空间广阔

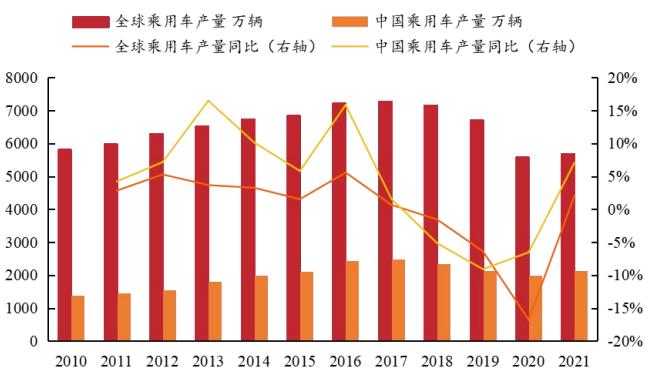
汽车内饰填充材料是聚烯烃发泡材料主要应用领域之一。在汽车内饰材料领域，聚烯烃发泡材料凭借其耐热、阻燃、轻量化、成型性能好、安全环保等特性，被应用于汽车中控及仪表盘门板内衬材料、车门内装防水膜、引擎盖隔热材料等，起到缓冲、隔热、密封等作用。

汽车市场规模庞大，叠加新能源汽车快速发展，为汽车内饰填充材料



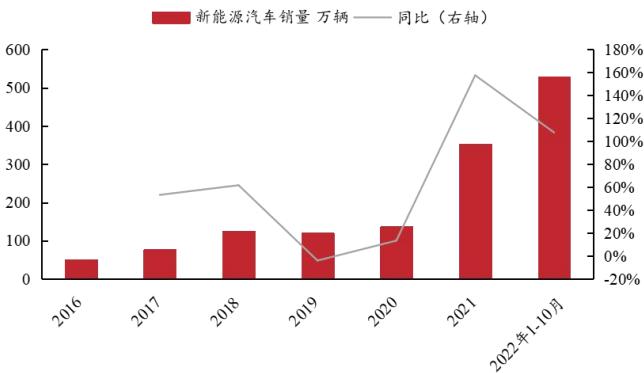
提供广阔的市场空间。2021年全球乘用车产量为5705.43万辆，同比增长2.05%；中国乘用车产量为2140.8万辆，同比增长7.07%。目前国内新能源汽车处于高速增长阶段，2021年我国新能源汽车销量为352.05万辆，同比增长157.48%；2022年1-10月我国新能源汽车销量为528万辆，同比增长107.67%。庞大的汽车市场规模以及新能源汽车的快速发展为汽车内饰填充材料提供较大的市场空间。

图表 31. 2010-2021 年全球、我国乘用车产量



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

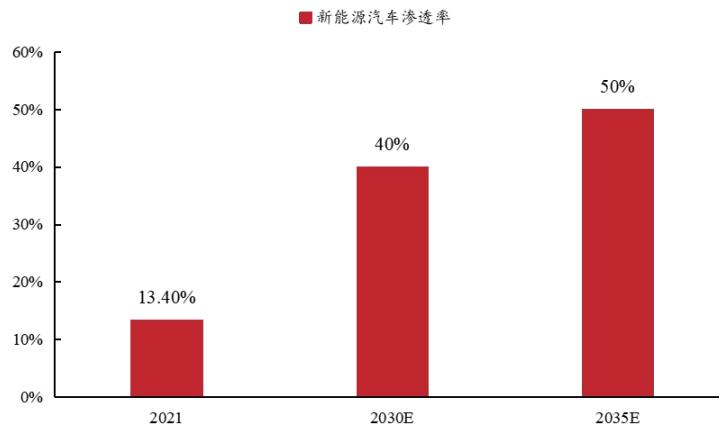
图表 32. 2016-2022.1-10 我国新能源汽车销量



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

未来随着新能源汽车市场渗透率的进一步提升，有望带动汽车内饰填充材料持续上行。新能源在节能减排方面具有显著优势。2020年10月工信部和中国汽车工程学会联合发布《节能与新能源汽车技术路线图2.0》，指出到2030年新能源汽车渗透率将达到40%，2035年渗透率将达到50%。此外，同年11月国务院印发《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》，指出力争到2035年实现纯电动汽车成为新销售车辆主流，同时实现公共领域用车的全面电动化。目前新能源汽车处于高速增长阶段，其市场渗透率的进一步提升有望带动汽车内饰填充材料需求上行。

图表 33. 我国新能源汽车渗透率预测



资料来源：Wind，《节能与新能源汽车技术路线图2.0》，东亚前海证券研究所

3. 优势：稳步推进在建项目，切入新能源电池

3.1. 积极推进募投项目，打开公司增长空间

公司积极推进募投项目，扩大生产规模。根据公司公告，为扩大IXPE、IXPP生产规模，公司拟投入募集资金34808.89万元用于年产1.1亿平方米聚烯烃发泡材料产业化建设项目。截至2022年6月30日，公司已投入募集资金9159.05万元，项目的进度为26.31%。为有效提升募集资金使用效果与募投项目实施质量，公司于2022年8月发布公告称拟新增全资孙公司越南祥源和泰国祥源为该项目的实施主体，同时新增越南北宁省、泰国春武里府是拉差县为项目的实施地点。未来随着公司募投项目的投产，有望为公司带来新的业绩增长点。

图表 34. 截至 2022 年上半年公司在建项目进展情况

项目	资金来源	项目进度	项目建成影响
年产1.1亿平方米聚烯烃发泡材料产业化建设项目	募集资金、自有资金	26.31%	提高公司聚烯烃发泡材料年产能
广德快尔特1-2号厂房及办公楼建设工程	自有资金	11.83%	-
泰国厂房及办公楼建设工程	自有资金	10.27%	-

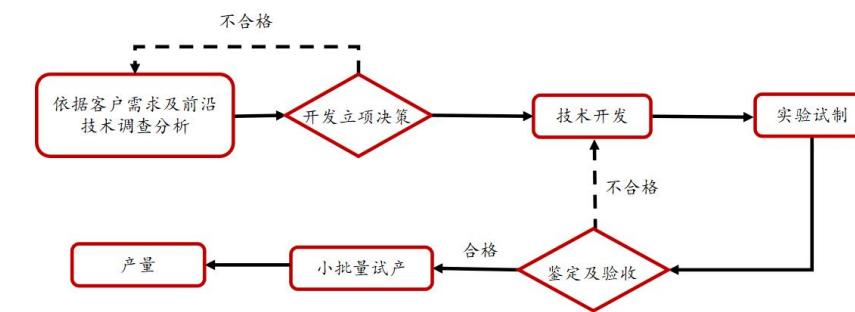
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究

此外，公司积极建设厂房等基础设施，增强供应能力。截至2022年上半年，公司拥有广德、汉川、广西三大生产基地。公司实施广德快尔特1-2号厂房及办公楼建设工程以及泰国厂房及办公楼建设工程，旨在做好基础设施建设以及准备相关生产设备，为后续扩产提供支撑，届时公司规模优势将进一步增强。此外，根据公司公告，公司正在东南亚建设新的生产基地，积极开拓海外市场。

3.2. 具备高技术壁垒，研发能力业内领先

聚烯烃发泡材料对技术工艺水平要求较高。不同客户对产品的厚度、物理性能和化学性能有不同的要求，因此生产企业需要采用不同的产品配方和生产工艺生产产品以满足下游客户对产品技术性需求。同时，生产企业为保持市场竞争力，需要保持较高的生产效率以及产品良品率。因此企业需要财力、物力、人力研究聚烯烃发泡材料的配方、生产工艺，研发活动往往非常耗时而且成功率不高。

图表 35. 公司研发产品流程



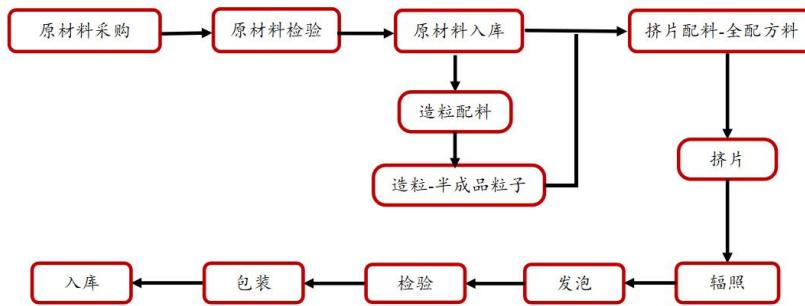
资料来源：祥源新材招股说明书，东亚前海证券研究所

公司研发水平处于行业前列。根据公司公告，截至 2022 年 6 月 30 日，公司累计拥有 115 项授权专利，包括 28 项发明专利。目前公司生产技术和工艺均处于行业前列。目前公司产品通过 IATF16949:2016、ISO9001:2015 质量管理认证体系认证以及 RoHS、REACH 等欧盟国家有毒物质检测验证。此外，公司已通过部分国内外知名终端品牌认证，同时与下游知名厂商建立稳固合作关系。

公司主营产品 IXPE、IXPP 技术优势突出：

生产工艺方面，公司主营产品 IXPE、IXPP 生产工序主要包括造粒、挤片、辐照、发泡四大工序，其中辐照工序技术壁垒较高，且辐照环节基础建设和设备投入较高。辐照是指采用电子辐射的方式，引发聚合物长链之间的交联反应，致使线型或支型聚合物分子间以共价键的方式连接，从而获得更高熔体强度的特性。辐照工序能够有效提升聚烯烃材料的耐热性、绝缘性、抗化学腐蚀性、机械强度等。目前公司已掌握辐照工序的核心技术。截至 2022 年上半年，公司拥有 6 条稳定运行的辐照生产线。

图表 36. 公司主营产品生产工艺流程



资料来源：祥源新材招股说明书，东亚前海证券研究所

产品方面，目前公司是国内少数可生产 0.06mm 超薄的 IXPE 企业之一，打破了低于 0.2mm 厚度 IXPE 由国外企业垄断的格局。此外，公司是国内少数批量化生产 IXPP 的企业之一，打破了 IXPP 全部由国外企业供应的格局。截至 2021 年末，公司累计获得 IXPE 发明专利 17 项，IXPP 发明专利



1项。未来有望在相关领域逐步实现进口替代。

图表 37. 公司主营产品生产技术情况

主要产品	生产技术所处的阶段	专利技术	产品研发优势
电子辐照交联聚乙 烯发泡材料 IXPE	已批量产业化应用，不 断开发新技术、新应用	发明专利 17 项， 实用新型专利 5 项	具有高回弹、耐腐蚀、易成型、隔 音、密度小，柔软性高（缓冲性能 好）、表面平滑度高
电子辐照交联聚丙 烯发泡材料 IXPP	已批量产业化应用，不 断开发新技术、新应用	发明专利 1 项	具有高回弹、易成型、密度小，耐 热性高、强度（耐刺穿性）高、高 温成型性好、隔音性能好的优势

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究

3.3. 研发项目储备丰富，切入动力电池领域

目前公司研发项目储备丰富。截至 2021 年末，公司主要研发项目累计 12 项，其中已量产的有 1 项，处于样品验证阶段的有 8 项，处于工艺验证阶段的有 3 项。公司通过研发投入提升产品性能，丰富产品种类，拓宽产品应用领域，包括新能源、轨道交通、医疗卫生等领域，助力公司业务实现高质量增长。

图表 38. 公司目前主要研发项目

主要研发项目名称	项目进展	预计对公司未来发展的影响
IXPP 聚丙烯发泡材料	量产	打破 IXPP 材料的国外垄断地位，全方位替代进口材料的诉求，助力国产汽车内饰领域更好的发展。
DEF/DPF/DXF 新能源动力电池用途发泡材料	样品验证阶段	适应我国新能源汽车行业对国产替代材料的诉求，应对新能源行业国家补助减少对成本控制的诉求
阻燃聚氨酯发泡材料	样品验证阶段	开发高效经济的电池包、电池模组阻尼、密封、缓冲、阻燃的优异性能的产品。
聚氨酯电子用途发泡材料	样品验证阶段	应对电子产品超薄化的需求，特别是未来软屏屏底泡棉的快速发展，布局新兴电子产品的功能材料应用。
陶瓷化聚烯烃	样品验证阶段	为新能源行业提供有效高效的技术方案及防火耐火材料，应对相关的诉求，区别与传统意义上的阻燃方案与产品
膨胀阻燃材料	样品验证阶段	适应我国新能源汽车行业对国产替代材料的诉求，并进军轨道交通领域。
回收技术研发	样品验证阶段	适应环保节能减少碳排放的发展趋势和市场背景，提高原材料的利用率
生物基发泡研究	样品验证阶段	适应环保节能减少碳排放的发展趋势和市场背景，为绿色发展提供助力
超临界聚合物发泡产品研发	样品验证阶段	在电子、新能源、医疗、体育用品等领域开发具有环保超洁净、性能优异发泡材料
硅胶发泡材料	工艺验证阶段	适应我国新能源汽车行业对国产替代材料的诉求及成本需求
陶瓷化硅胶材料	工艺验证阶段	满足我国新能源汽车行业电池安全性、轨道交通，建筑化工领域对热失控控制的需求
超高耐冲击性发泡材料开发	工艺验证阶段	应对可移动/手持式电子设备、影音娱乐显示系统对缓存性能的要求

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究

公司建设新能源车用材料生产基地，抢占动力电池用新材料市场份额。
 公司拟投资 37424.42 万元建设新能源车用材料生产基地，建设产品包括聚氨酯发泡材料、有机硅橡胶、陶瓷化硅胶，其中聚氨酯发泡材料主要应用于新能源电池电芯与电芯之间隔热缓冲材料，有机硅发泡材料则主要应用于新能源电池包模组、电池包外部。公司拟在汉川基地建设年产 471.24 万平米的聚氨酯发泡材料、年产 129.69 万平米的有机硅发泡材料和年产 102.6 万平米的陶瓷化硅胶；拟在广德基地建设年产 228.89 万平米的聚氨酯发泡材料和年产 88.19 万平米的有机硅发泡材料。该项目建设周期为 36 个月。项目建成后有望拓宽公司产品应用领域，打开第二增长极。

图表 39. 公司新能源车用材料生产积极建设项目建设情况

名称	新能源车用材料生产基地建设项目
建设主体	湖北祥源新材料科技股份有限公司、广德快尔特
建设地点	湖北省汉川市、安徽省广德市
投资金额 (万元)	37,424.42
主要产品	聚氨酯发泡材料、有机硅橡胶产品
建设周期	36 个月

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 40. 公司拟建新能源车用材料具体情况

项目基地	拟建产品	设计产能(万平米)
汉川基地	聚氨酯发泡材料	471.24
	有机硅发泡材料	129.69
	陶瓷化硅胶	102.6
广德基地	聚氨酯发泡材料	228.89
	有机硅发泡材料	88.19

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司深耕电子消费领域多年，为其切入动力电池领域奠定基础。公司聚氨酯发泡材料、有机硅发泡材料的销售模式为直接销售至下游模切厂，然后由下游模切厂根据客户需求进行分切处理，之后销售给新能源电池厂商。目前公司供给新能源电池相关产品的模切厂部分是由消费电子转型而来，为公司切入动力电池领域提供了基础。

4. 盈利预测

近年来，公司业绩稳步提升，随着公司产能逐步释放，业绩有望持续增长。我们假设：（1）2024 年公司在建的聚烯烃发泡材料将会贡献业绩增量。（2）根据公司募集说明书，依据公司投产达产进度，公司新能源车用材料生产基地项目将会于 2023 年开始逐步贡献业绩。

图表 41. 公司软质聚烯烃泡沫塑料业务收入预测（亿元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
IXPE					
收入	3.05	4.35	4.07	5.24	7.58
YOY		42.93%	-6.63%	29.00%	44.44%
收入占比	96.20%	95.19%	95.27%	80.47%	67.19%
IXPP					
收入	0.09	0.17	0.15	0.20	0.28
YOY		86.55%	-10.82%	34.37%	41.56%
收入占比	2.82%	3.64%	3.48%	3.06%	2.50%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测

公司在建项目稳步推进，结合公司切入新能源车电池领域，未来有望受益于新能源汽车行业高景气，我们预期 2022/2023/2024 年公司的营业收入分别为 4.27/6.52/11.27 亿元，归母净利润分别为 0.67/1.29/2.56 亿元。归母净利润对应 EPS 分别为 0.62/1.19/2.37 元。以 2022 年 12 月 26 日收盘价



17.99 元为基准，对应 PE 分别为 28.95/15.11/7.61 倍。结合公司业务布局，看好公司未来发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5. 风险提示

新产品开发失败风险、原材料价格异常波动、安全生产风险。

1、新产品开发失败风险：公司新产品的立项是根据客户需求及行业发展趋势确定，如果公司未能准确识别客户需求，或者技术路线无法实现前沿产品的开发，或将面临新产品开发失败。

2、原材料价格异常波动：原材料成本占公司产品总成本比例较大，如国公司未能及时相应提高产品售价，公司产品毛利率及盈利水平或将受到影响。

3、安全生产风险：电子辐照是公司产品生产的主要工序之一，其主要设备电子加速器发射的高能电子束具有较强辐射性，如果操作不当或受到其他因素的影响可能会造成辐射泄漏，导致安全事故。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	457.45	426.78	651.74	1127.46
%同比增速	44.44%	-6.70%	52.71%	72.99%
营业成本	286.11	273.75	408.15	703.02
毛利	171.34	153.03	243.59	424.43
%营业收入	37.46%	35.86%	37.38%	37.65%
税金及附加	4.00	5.04	6.48	10.37
%营业收入	0.87%	1.18%	0.99%	0.92%
销售费用	14.16	14.15	18.16	25.15
%营业收入	3.09%	3.32%	2.79%	2.23%
管理费用	36.13	37.50	48.28	66.23
%营业收入	7.90%	8.79%	7.41%	5.87%
研发费用	24.43	25.92	36.40	56.86
%营业收入	5.34%	6.07%	5.59%	5.04%
财务费用	2.22	-2.03	-2.08	-2.80
%营业收入	0.49%	-0.48%	-0.32%	-0.25%
资产减值损失	-2.62	-1.70	-1.67	-1.71
信用减值损失	-2.28	-1.20	-0.79	-0.12
其他收益	17.58	9.92	16.75	30.45
投资收益	2.34	1.46	2.37	4.30
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	-1.93	-0.90	-1.59	-2.97
营业利润	103.48	80.03	151.41	298.57
%营业收入	22.62%	18.75%	23.23%	26.48%
营业外收支	-2.15	-2.06	-2.24	-2.17
利润总额	101.33	77.97	149.17	296.40
%营业收入	22.15%	18.27%	22.89%	26.29%
所得税费用	13.59	10.65	20.20	40.19
净利润	87.74	67.32	128.96	256.21
%营业收入	19.18%	15.77%	19.79%	22.72%
归属于母公司的净利润	87.74	67.32	128.96	256.21
%同比增速	17.09%	-23.27%	91.58%	98.67%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元/股)	1.33	0.62	1.19	2.37

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.33	0.62	1.19	2.37
BVPS	12.76	9.16	10.37	12.75
PE	31.78	28.95	15.11	7.61
PEG	1.86	—	0.17	0.08
PB	3.31	1.96	1.73	1.41
EV/EBITDA	22.46	16.20	9.34	4.88
ROE	9.57%	6.78%	11.48%	18.54%
ROIC	9.58%	6.85%	11.33%	18.08%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	204.84	207.63	256.11	351.54
交易性金融资产	149.00	149.00	149.00	149.00
应收账款及应收票据	110.43	79.25	101.79	148.76
存货	43.99	54.86	75.24	151.64
预付账款	5.40	8.62	12.70	20.52
其他流动资产	136.39	136.41	147.93	162.49
流动资产合计	650.06	635.77	742.76	983.94
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	230.39	323.94	402.87	472.10
无形资产	76.24	99.49	122.73	145.98
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	4.23	4.23	4.23	4.23
其他非流动资产	92.29	66.95	54.60	50.92
资产总计	1053.21	1130.38	1327.19	1657.17
短期借款	29.03	29.03	29.03	29.03
应付票据及应付账款	47.91	41.64	92.72	134.63
预收账款	0.00	0.15	0.11	0.23
应付职工薪酬	12.19	15.74	22.70	38.01
应交税费	9.03	13.01	19.77	32.27
其他流动负债	4.11	4.67	5.29	7.39
流动负债合计	102.28	104.24	169.63	241.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	10.06	10.06	10.06	10.06
其他非流动负债	23.77	23.77	23.77	23.77
负债合计	136.11	138.08	203.47	275.40
归属于母公司的所有者权益	917.10	992.30	1123.73	1381.77
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益	917.10	992.30	1123.73	1381.77
负债及股东权益	1053.21	1130.38	1327.19	1657.17

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	22	120	174	224
投资	-259	0	0	0
资本性支出	-124	-122	-127	-132
其他	2	1	2	4
投资活动现金流净额	-381	-121	-124	-128
债权融资	-73	0	0	0
股权融资	525	5	0	0
银行贷款增加(减少)	44	0	0	0
筹资成本	-2	-1	-1	-1
其他	-2	0	0	0
筹资活动现金流净额	492	4	-1	-1
现金净流量	133	3	48	95

特别声明

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

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

分析师声明

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

分析师介绍

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

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

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

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

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

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

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

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

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

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

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

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>