

世华科技（688093）

功能性材料领域小巨人，定增加码形成全面功能性材料矩阵体系

买入（首次）

2023 年 11 月 20 日

证券分析师 马天翼

执业证书：S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 鲍娴颖

执业证书：S0600521080008

baoxy@dwzq.com.cn

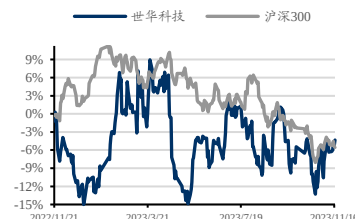
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	462	513	641	749
同比	9%	11%	25%	17%
归属母公司净利润（百万元）	185	195	249	299
同比	1%	5%	28%	20%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.71	0.74	0.95	1.14
P/E（现价&最新股本摊薄）	27.29	25.96	20.29	16.91

关键词：#产能扩张

投资要点

- **功能性材料领域小巨人，技术优势显著，布局广泛。**公司可根据客户的差异化材料需求，以粘接特性、物理特性、化学特性、耐候性等功能维度为基础，形成矩阵化功能材料体系，设计、合成出在多个功能维度同时满足客户需求的复合功能性材料。公司盈利能力强劲，2019-2021 年间，公司营收和净利润均实现高速增长。2023 上半年，随着下游需求复苏，去库存阶段进入尾声，上半年公司营收和净利润都出现显著回升，营收同比增长 19.49%，净利润同比增长 18.29%。下半年随行业进一步回暖，营收和净利润增速有望回升。
- **下游应用领域蓬勃发展，功能性材料市场空间广阔。**从需求端来看，下游终端市场市场回暖，推动功能性材料需求提升。消费电子市场整体回暖，产品新需求出现、国产化替代加速，全球 PC 出货量同比降幅收窄，环比显著改善。新能源汽车市场规模持续扩大，市场对功能性材料需求爆发增长，2022-2026 年，中国汽车电子市场规模将以 4.7%的复合增速持续增长，预计至 2026 年全球市场规模可达 1486 亿美元。光电显示模组材料应用广泛，AMOLED 出货量持续增长。从供给侧来看，公司在国际巨头占据主导地位的功能性材料市场中，占据了一定的份额。
- **定增加码，建设 4.12 万吨高效密封胶生产平台以及创新中心。**公司在 2022 年通过定增募资不超过 4 亿元新建高效密封胶项目和创新中心项目，建设以动力电池密封胶等各类高效密封胶为主的 4.12 万吨高效密封胶生产平台，拓展公司产品结构，并且有助于向产业链上游扩展，降低成本的同时提高产业链稳定性。
- **盈利预测与投资评级：**公司在电子复合功能材料的技术竞争力突出，市场拓展稳步推进，同时公司积极拓展新领域，向产业链上游靠近，有望充分受益下游汽车电子对电子产品制造需求的提升。我们预计公司 2023/2024/2025 年营收分别为 5.13/6.41/7.49 亿元，同比增长 11.00%/24.92%/16.82%，归母净利润分别为 1.95/2.49/2.99 亿元，同比增长 5.10%/27.96%/20.02%。公司 2023/2024/2025 年的 PE 分别为 25.96/20.29/16.91 倍，低于可比公司估值均值。我们看好公司在电子复合功能材料、精密制程应用材料和光电显示模组材料领域的布局，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**消费电子行业市场环境变化的风险；主要原材料价格波动风险；技术更新迭代风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.26
一年最低/最高价	17.20/23.15
市净率(倍)	2.73
流通 A 股市值(百万元)	4,643.06
总市值(百万元)	5,058.28

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.07
资产负债率(%LF)	7.85
总股本(百万股)	262.63
流通 A 股(百万股)	241.07

相关研究

内容目录

1. 世华科技：功能性材料领域小巨人，技术优势显著，布局广泛	4
1.1. 抓紧功能性材料，业务范围覆盖广泛	4
1.2. 公司盈利能力表现突出，毛利率保持高位，负债率保持低位	5
1.3. 定增加码，完善新能源及电子领域功能性材料产业布局	6
2. 下游应用领域蓬勃发展，功能性材料市场空间广阔	8
2.1. 需求端：下游终端市场回暖，推动功能性材料需求提升	8
2.1.1. 消费电子市场整体回暖，产品新需求出现、国产化替代加速	8
2.1.2. 新能源汽车市场规模持续扩大，市场对功能性材料需求爆发增长	10
2.1.3. 光电显示模组材料应用广泛，AMOLED 出货量持续增长	12
2.2. 供给端：高端市场海外巨头优势明显，中低端竞争激烈	14
3. 世华科技：全面功能性材料矩阵体系，满足定制开发、高质测析	16
3.1. 技术优势：专注研发应用于各种复合、复杂应用环境的高效功能性材料	16
3.2. 大客户优势：需求性研发拓宽客户范围，深度合作巩固客户关系	17
3.3. 定增加码：长远布局，为新材料研发和综合项目开发提供科研沃土	18
4. 盈利预测与估值建议	20
4.1. 核心假设	20
4.2. 估值与投资建议	21
5. 风险提示	22

图表目录

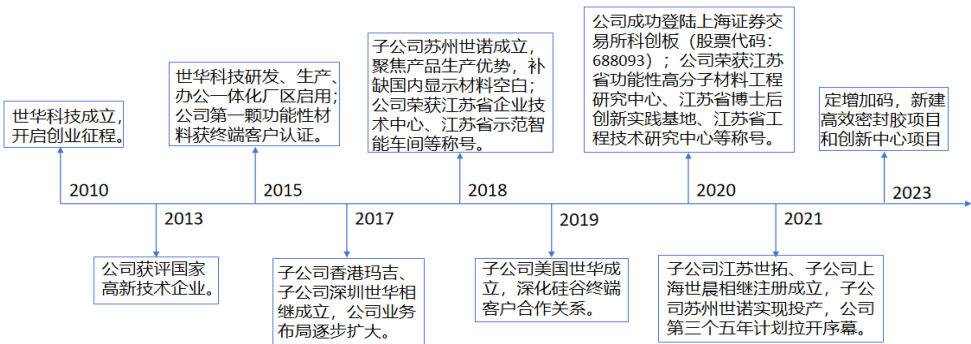
图 1:	公司发展历程	4
图 2:	公司产品图示	4
图 3:	公司产品分类及简介	4
图 4:	公司主要客户	5
图 5:	2018-2023H1 公司营收情况 (单位: 亿元)	5
图 6:	2018-2023H1 公司归母净利润 (单位: 亿元)	5
图 7:	2018-2023H1 年公司各项业务收入 (百万元)	6
图 8:	2018-2023H1 公司毛利率、净利率、资产负债率	6
图 9:	2018-2023H1 期间费用率	6
图 10:	消费电子领域的符合功能性材料行业产业链	9
图 11:	2020Q2-2023Q2 全球智能手机出货量及增速	9
图 12:	2020Q2-2023Q2 全球 PC 出货量及增速	9
图 13:	电子复合功能材料在智能手机中的应用	10
图 14:	中国新能源汽车销量	11
图 15:	中国汽车电子市场规模变化	11
图 16:	汽车三电系统	11
图 17:	汉高密封胶	11
图 18:	光电显示模组材料在 OLED 中的应用	13
图 19:	2020-2028 年 AMOLED 出货面积及预测	13
图 20:	刚性与柔性 AMOLED 出货量	13
图 21:	公司手机解决方案	17
图 22:	公司笔电解决方案	17
图 23:	2018-2022 年公司前五名客户销售额及占比	18
图 24:	2022 年公司前五名客户销售额占比	18
表 1:	2022 年公司定增新建高效密封胶项目	7
表 2:	功能性材料应用领域广泛	8
表 3:	国内外功能性材料行业主要参与者	14
表 4:	2022 年公司知识产权列表	16
表 5:	公司研发模式	17
表 6:	2023 年公司定增资金投向 (单位: 万元)	18
表 7:	公司收入预测 (百万元)	20
表 8:	可比公司估值	21

1. 世华科技：功能性材料领域小巨人，技术优势显著，布局广泛

1.1. 抓紧功能性材料，业务范围覆盖广泛

世华科技成立于 2010 年，是一家从事功能性材料研发、生产及销售的国家级专精特新“小巨人”企业、国家高新技术企业，具备功能性材料的研发、设计、合成能力，并以粘接特性、物理特性、化学特性、耐候性、光学性能等功能维度为基础，建立了矩阵化功能材料体系，为客户提供功能性材料，属于功能性材料行业。公司产品在消费电子、智能穿戴设备、新能源汽车、医疗电子等领域应用广泛，为客户提供全方位的应用解决方案服务。

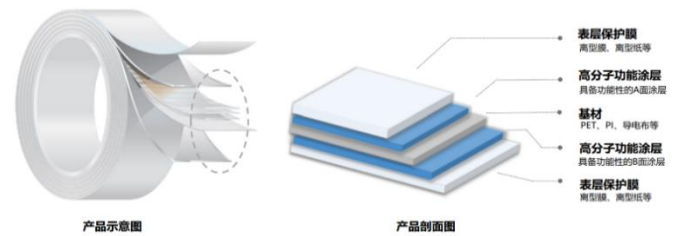
图1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

功能性材料是指将具有特定功能（如粘接、导电、散热、电磁屏蔽、绝缘、耐候等）的高分子功能涂层通过精密涂布等工艺与不同特性的基材载体（如 PET 膜、PI 膜、铜箔、导电布等）结合，形成的一种复合功能性材料。根据产品功能、应用场景的不同，公司现有复合功能性材料可分为电子复合功能材料、精密制程应用材料和光电显示模组材料，部分产品已成功实现进口替代，产品国际竞争力不断增强。

图2：公司产品图示



注：公司功能性材料以高分子功能涂层为分类标准，分为单层、双层或多层复合结构，图示中结构为双层复合结构，由 A、B 双面高分子功能涂层、基材及表层离型膜组成。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图3：公司产品分类及简介

产品类别	产品简介
电子复合功能材料	一类具备多种复合功能的电子级粘接产品，主要应用场景为消费电子产品内部，在狭小空间内实现客户对粘接强度、导热、导电、电磁屏蔽、耐候性等功能的特定要求
精密制程应用材料	一类对材料粘接特性、涂布克重、稳定性、洁净度有高精度要求的功能膜类产品，可实现低中高剥离速度下剥离强度的窄幅控制，主要应用于电子产品制造过程，配合智能制造设备实现高度自动化生产
光电显示模组材料	一类主要应用于 OLED、LCD 等光电显示模组的功能性材料，除对材料电磁屏蔽功能、导热功能、抗翘曲性能、剥离强度、耐候性等特性有较高性能要求外，还对光学性能、透射率、耐黄变等性能有特定要求，以满足屏幕模组复杂功能需求

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司可根据客户的差异化材料需求，以粘接特性、物理特性、化学特性、耐候性等

功能维度为基础，形成矩阵化功能材料体系，设计、合成出在多个功能维度同时满足客户需求的复合功能性材料。目前公司产品已广泛应用于苹果、三星等知名消费电子品牌产品，并与其产业链企业建立了长期稳定的合作关系。

图4：公司主要客户



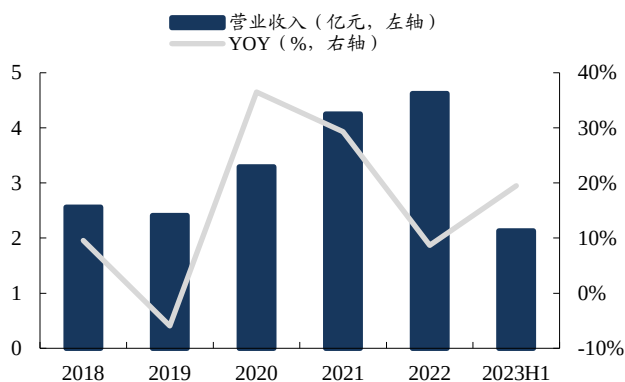
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 公司盈利能力表现突出，毛利率保持高位，负债率保持低位

公司盈利能力强劲，2019-2021 年间，公司营收和净利润均实现高速增长。2021 年实现营收 4.25 亿，同比增长 29.3%，2019-2021 年间 CAGR 达到 32.8%；实现归母净利润 1.84 亿，同比增长 42.9%，2019-2021 年间 CAGR 高达 49.8%。受全球宏观经济不景气、电子行业需求疲软的外部环境影响，2022 年公司营收和净利润增速放缓，营收同比增加 8.67%，净利润同比增加 0.59%，在行业整体不利的情况下，依旧实现增长。

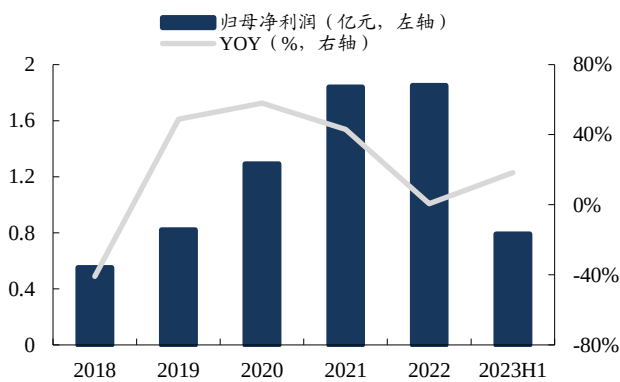
2023 上半年，随着下游需求复苏，去库存阶段进入尾声，上半年公司营收和净利润都出现显著回升，营收同比增长 19.49%，净利润同比增长 18.29%。下半年随行业进一步回暖，营收和净利润增长速度有望回升。

图5：2018-2023H1 公司营收情况（单位：亿元）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图6：2018-2023H1 公司归母净利润（单位：亿元）

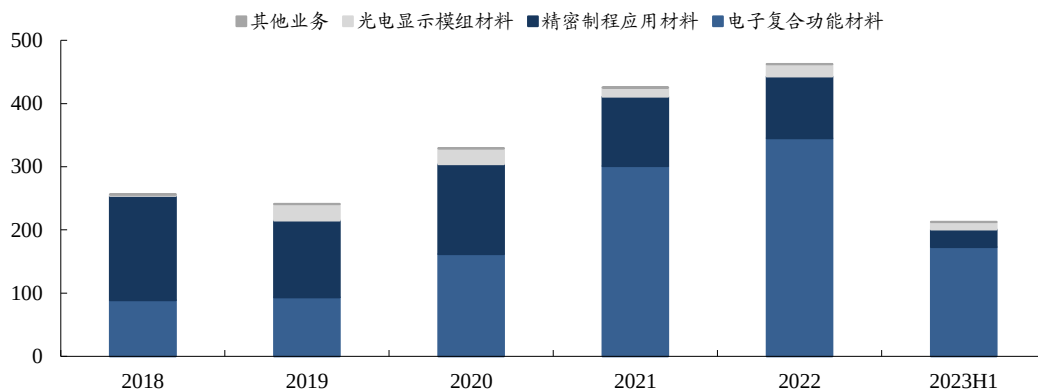


数据来源：Wind, 东吴证券研究所

分业务来看，电子复合材料和精密制程应用材料是公司主要的产品方向，两者营收

占比始终在 85%以上。2018 年,精密制程应用材料占总营收的 64.5%,电子复合材料占 34.5%,近年来,公司不断优化产品结构,更加注重新材料的的研制,精密制程应用材料占比不断下降而电子复合材料占比不断提升。2023 上半年,电子复合材料的营收占比提升到 82%,精密制程应用材料的营收占比下降到 13%。

图7: 2018-2023H1 年公司各项业务收入 (百万元)

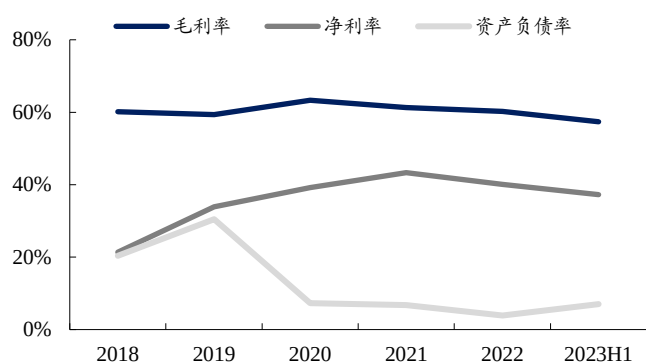


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司盈利能力稳定, 毛利率、净利率表现较好, 期间费用率平稳, 费控管理有效。从毛利率来看, 2018-2023 年上半年, 公司的毛利率始终保持在 55%以上, 毛利率水平较高。净利率整体增长, 保持在 40%上下。费用管控平稳有效。除去 2018 年企业扩张规模, 管理人员薪酬及咨询服务开支增加, 管理费用率达到 30%以上, 2019 年之后管理费用率迅速下降至 16%。其他三项费用支出五年间均保持稳定, 在 10%上下微弱波动。

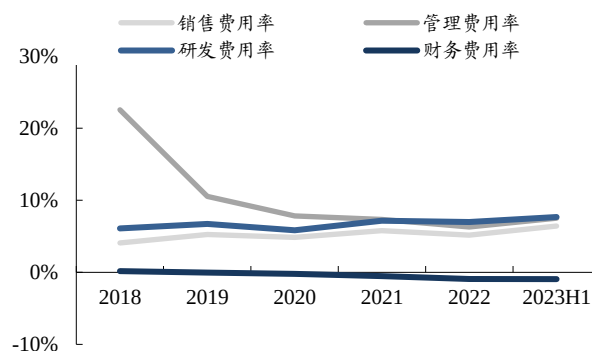
公司财务状况良好, 经营状况稳定, 低负债率是公司财务的另一大特点。2020-2023 年上半年, 公司资产负债率始终保持在 10%以下。

图8: 2018-2023H1 公司毛利率、净利率、资产负债率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2018-2023H1 期间费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 定增加码, 完善新能源及电子领域功能性材料产业布局

公司在 2022 年通过定增募资不超过 4 亿元为新建高效密封胶项目和创新中心项目筹集资金。该项目主要面向新能源汽车、汽车电子及消费电子领域，目标是建设以动力电池密封胶等各类高效密封胶为主的 41200 吨高效密封胶生产平台。该项目建成后，高效密封胶类产品的新增，将实现公司产品结构的拓展。同时，该项目促进公司向产业链上游的延伸，增强公司深层次功能性材料开发能力以满足下游客户愈加复杂的功能性需求，加强供应链的稳定性并降低成本。

创新中心项目是搭建以材料科学家为主导、国际先进的一体化研发创新中心，包含复合材料研发平台、胶粘剂和密封胶研发平台、生物基材料研发平台、分析测试应用平台。该项目的实施将加强公司科技创新能力和技术成果转化能力，为公司现有产品的升级以及未来新技术、新产品的研发提供技术支持。

表1：2022 年公司定增新建高效密封胶项目

产品名称	产品用途	功能特性	下游行业
动力电池密封胶	动力电池中电芯、模组的导热灌封保护，控制器、变频器、传感器灌封保护，解决动力电池轻量化、电芯散热、壳体缓冲等	高流动性、密封、高导热、阻燃、低密度、室温固化、耐湿热老化、极低小分子迁移、低 VOC 挥发、低界面热阻、极佳的成型能力，优良的延展性	动力电池
电动汽车结构密封胶	新能源汽车电机与电控系统中的结构固定以及导热结构粘接；锂电池电芯与模组的导热结构粘接；汽车内外饰结构的组装以及密封	高强度结构粘接、防震、缓冲、导热、阻燃，优异的电器性能、适中的介电常数、高体积电阻率以及高击穿电，保障电机和控制系统在各类应用环境下维持正常工作	电动汽车三电系统
汽车电子密封胶	汽车电子系统组件的结构密封，以及电子模组的密封粘接，芯片的封装以及电子器件的固定和保护	可实现不同的固化方式，包括：加热，湿气，UV，室温以及双重固化方式组合；具有良好的重工性能，较低的模量	汽车电子
电子产品用丙烯酸密封胶	满足下游品牌及产业链对功能性材料在环保、低溶剂、耐腐蚀等严格标准下的不断提升的性能需求	满足高固体含量甚至无溶剂等材料性质下，实现结构固定、导电、散热、屏蔽、缓冲、阻燃、外观遮盖等复合功能粘接；以及在 UV、加热、拉伸等条件下的减粘功能	自用 + 对外销售，终端应用于消费电子、汽车电子领域
光学丙烯酸密封胶	以偏光片、OCA、柔性显示耐应力密封胶为主，主要用于新型显示模组内光学元器件的粘接固定	高光学洁净度、高透明、高填充性、耐黄变、耐应力	自用 + 对外销售，终端应用于光学、消费电子领域

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 下游应用领域蓬勃发展，功能性材料市场空间广阔

功能性材料是指将具有特定功能（如粘接、导电、散热、电磁屏蔽、绝缘、耐候等）的高分子功能涂层通过精密涂布等工艺与不同特性的基材载体（如 PET 膜、PI 膜、铜箔、导电布等）结合，形成的一种复合功能性材料。功能性材料行业由传统胶粘制品行业发展而来，传统胶粘制品主要提供包装、密封、拼接等传统单一用途；随着科技发展与产业升级，消费电子、航空航天、能源科技、物联网、生物医疗等新兴产业爆发式增长，传统的胶粘制品已无法满足产品的性能品质要求；功能性材料凭借各方面优异的性能，逐渐成为自动化制造、消费电子、屏幕显示、生物医疗等领域必不可少的上游原材料。

功能性材料应用领域广泛，具有较强的延展性。在消费电子领域，3C 行业覆盖范围较广，既包括传统的 PC、数码相机等产品，也包括新兴的智能手机、平板电脑、可穿戴设备、VR/AR、投影仪等智能电子产品。除消费电子领域以外，复合功能性材料在家用电器、屏幕显示、汽车电子、能源电池等领域也得到广泛使用，因此复合功能性材料具有较强的延展性。国际领先的功能性材料企业如 3M、Nitto、Tesa 等均具备多应用领域的多种功能性材料的研发、生产能力，能够为客户在电子材料、汽车产业、安全防护、医疗健康、印刷、日用消费品等领域提供综合解决方案。

表2：功能性材料应用领域广泛

应用领域	主要产品
消费电子	导电材料、导热材料、绝缘材料、屏蔽材料、阻燃材料、耐腐蚀材料；排气粘性材料、热敏粘性材料、光敏粘性材料、超薄粘性材料；外观保护膜、防静电膜等。
屏幕显示	光学薄膜、防眩膜、OCA 光学膜材料、光电显示模组材料等。
自动化制造	功能器件制程材料、自动化组装制程材料、保护性制程材料等。
生物医疗	快速检验试纸用高化学稳定性胶带，亲水性薄膜，医用级压敏胶带制品，创口护理材料；抗菌、抗霉菌、防雾功能性覆膜等。
汽车电子	汽车电子导电材料、汽车阻燃材料等。
能源电池	电池内部耐电解液固定胶带；电池外壳绝缘胶带；电极材料及电池隔膜；高性能导热界面材料；铝塑复合膜包装材料等。
其他	柔性线路板、面板开关用压敏胶、导热双面胶，运输固定胶带等。

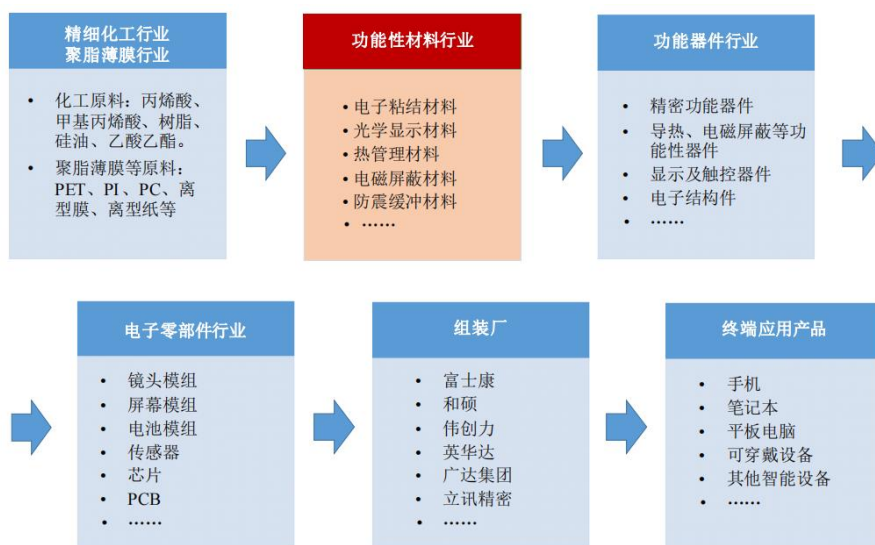
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2.1. 需求端：下游终端市场回暖，推动功能性材料需求提升

2.1.1. 消费电子市场整体回暖，产品新需求出现、国产化替代加速

功能性材料是消费电子产品重要组成部分，高效密封胶、复合功能性材料等功能性材料在消费电子领域具有重要应用，适用于各类电子元器件的粘接固定、表面防护、导热散热、电磁屏蔽、防水防尘等。

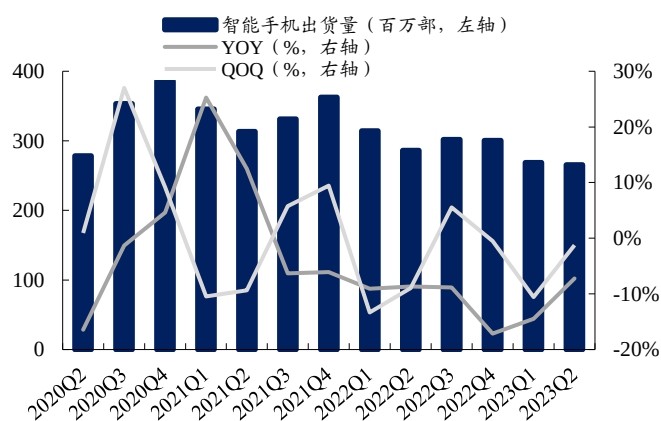
图10: 消费电子领域的符合功能性材料行业产业链



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

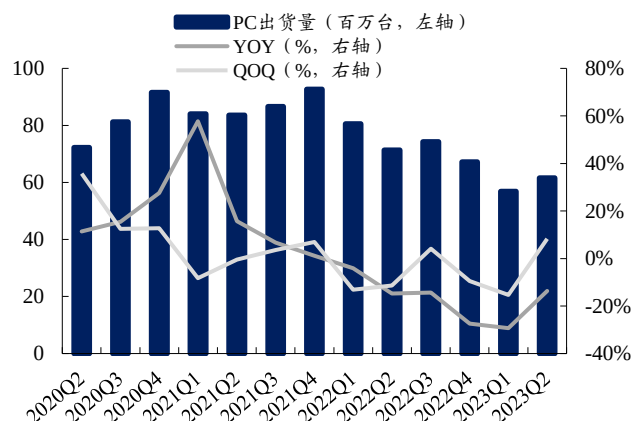
消费电子市场回暖推动功能性材料市场回暖。2023Q2 全球智能手机出货量同比降幅收窄, 据 IDC 数据, 2023Q2 全球智能手机出货量 2.65 亿台, 同比下降-7.8%, 同比降幅收窄。PC 市场而言, 2023Q2 全球 PC 出货量 6160 万台, 同比下降 13.4%, 环比上升 8.3%, 同比降幅收窄, 环比显著改善, 行业拐点初现。

图11: 2020Q2-2023Q2 全球智能手机出货量及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2020Q2-2023Q2 全球 PC 出货量及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

消费电子领域新需求推动功能性材料需求提升。一方面, 消费电子向多功能、轻薄化方向发展, 产品集成度不断提高, 内部精密元器件结构更加复杂, 电子符合功能材料的精密粘接功能防止消费电子产品内部各模组震动、撞击、发热导致的脱落、位移, 使功能器件能够在有效的空间内稳定、安全、高效工作。另一方面, 随着移动通信技术、可穿戴设备的发展, 精密元器件的运行条件更加严苛, 可能遇到震动、灰尘、高温、水汽、人体汗液等复杂环境。这就需要电子复合功能材料提供多种复合功能, 保障消费电子产品运行稳定性和安全性。

图13: 电子复合功能材料在智能手机中的应用



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司掌握核心技术，具备进口替代能力。经过多年积累，公司核心技术不断发展，掌握了包括高聚物聚合与改性技术、功能涂层配方设计技术、精密涂布技术在内的多项关键技术，成功开发出具有自主知识产权的功能性材料，达到或接近 3M Nitto、Tesa 等国际龙头材料厂商的产品性能。与此同时，基于公司小而精的优势，国内企业在研发响应速度、配套服务、定制化研发等方面甚至具备更优质的解决方案。

随消费电子市场整体回暖、消费电子产品新需求出现、国产化替代加速，功能性材料需求将进一步提升。目前，苹果、华为、OPPO、VIVO、小米等全球消费电子高端品牌的主要生产基地均位于中国大陆，中国成为消费电子终端最大生产国和消费国。然而，中国厂商主要集中在消费电子制造环节的功能性器件行业、电子零部件行业、组装行业，上游功能性材料领域鲜有切入，由以 3M 为代表的国际龙头品牌垄断，进口替代需求强烈。

2.1.2. 新能源汽车市场规模持续扩大，市场对功能性材料需求爆发增长

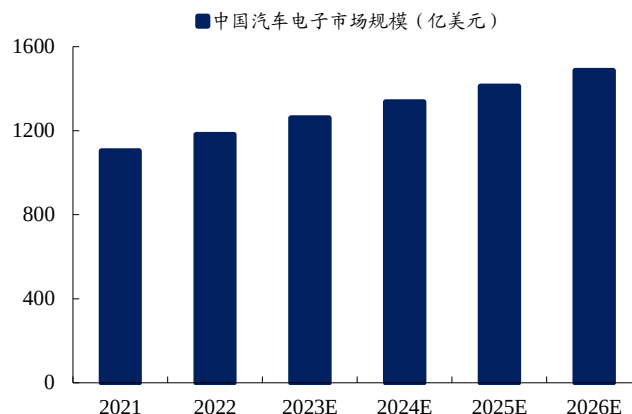
随着针对新能源乘用车的推广政策不断推出、整车性能技术方面连创突破、关键部件成本持续下降、充电设施体系逐步完善等一系列因素驱动新能源汽车行业规模持续增长，新能源汽车行业快速发展。中国汽车工业协会最新公布的数据显示，2022 年新能源汽车产销量分别完成 705.8 万辆和 688.7 万辆，同比分别增长 96.9%和 93.4%。全球新能源汽车市场呈现指数级增长，2022 年销量突破了 1000 万辆，渗透率达到 14%。IEA 预测，电动汽车销量将在 2023 年继续保持强劲增长，到 2023 年底销售量将达到 1400 万辆，同比增长 35%。2022-2026 年，中国汽车电子市场规模将以 4.7%的复合增速持续增长，预计至 2026 年全球市场规模可达 1486 亿美元。

图14：中国新能源汽车销量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：中国汽车电子市场规模变化

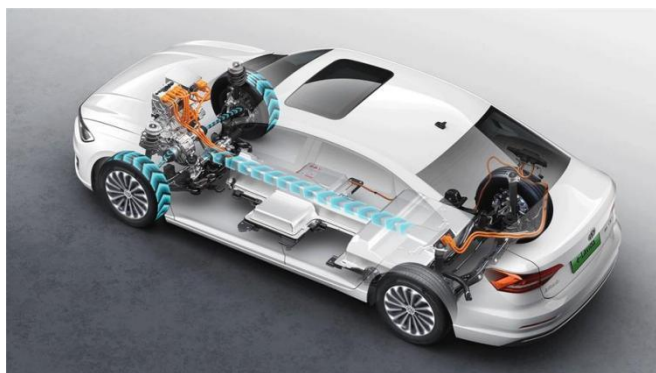


数据来源：工信部，东吴证券研究所

在新能源汽车行业快速发展的背景下，车辆续航能力不足带来的“里程焦虑”及电池安全性带来的“安全焦虑”是目前行业的核心痛点。为了提升新能源汽车续航里程，整车与电池厂商在轻量化与提升带电量方面不断进行创新，电池电芯集成方式不断变革，密封胶、结构胶逐步替代传统制件和连接方式，电动汽车密封胶的使用量及功能性需求均快速提升；另一方面，电池能量密度不断提升的背景下，新能源汽车安全问题愈发突出，对热管理能力提出更高要求，具备导热、阻燃等功能的动力电池密封胶、隔热泡棉、电气绝缘材料等功能性材料需求迎来爆发增长。

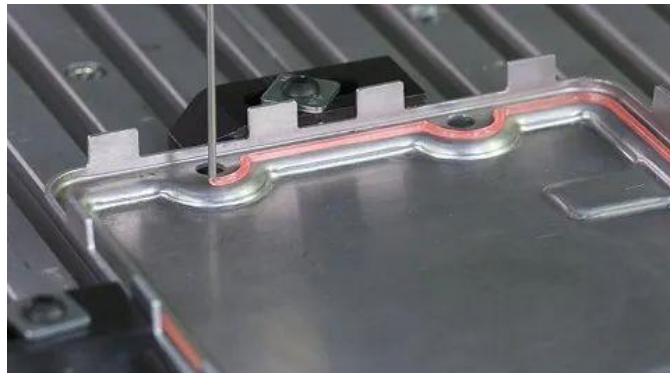
整体来看，以高效密封胶、复合功能性材料等为代表的功能性材料在新能源汽车的应用前景十分广泛，是车身结构、汽车三电系统（动力电池、电机、电控）的重要组成部分，在粘接性能、轻量化、热管理方面具有突出优势。电动汽车行业的蓬勃发展，将带动对功能性材料需求的爆发式提升。

图16：汽车三电系统



数据来源：上汽大众，东吴证券研究所

图17：汉高密封胶



数据来源：澎湃新闻，东吴证券研究所

当前，汽车用户的关注点逐步从汽车的机械属性转向汽车的智能化属性，越来越多的厂商开始重视用户体验，从车身设计、智能化服务、自动驾驶功能等多角度提升用户

驾乘感受。同时，车辆本身也已经从代步交通工具向智能移动空间转变，车辆数字化转型已成行业共识。

《智能网联汽车技术路线图 2.0》“预计到 2025 年，我国 L2、L3 级智能网联汽车销量占当年汽车总销量比例超过 50%，C-V2X 终端新车装配率达 50%。计划到 2035 年，中国方案智能网联汽车技术和产业体系全面建成，网联式高度自动驾驶智能网联汽车大规模应用。”《关于确定智慧城市基础设施与智能网联汽车协同发展第一批试点城市的通知》中明确，确定北京、上海、广州、武汉、长沙、无锡 6 个城市为智慧城市基础设施与智能网联汽车协同发展第一批试点城市。工信部发布《智能网联汽车道路测试与示范应用管理规范（试行）》，提出推动汽车智能化、网联化技术应用和产业发展，规范智能网联汽车自动驾驶功能测试与示范应用。“十四五”规划中提出推进自动驾驶、无人配送等应用，发展自动驾驶货运服务。产业政策的持续出台，推动智能驾驶行业发展。

以汽车电子密封胶、电子复合功能材料为代表的功能性材料在智能驾驶领域的应用十分广泛，是 ADAS 组件、车载摄像头、激光雷达等核心零部件的重要组成部分，在粘接性能、轻量化、环保、兼容性、连接性和安全性方面具有突出优势。智能驾驶行业的蓬勃发展，将带动汽车电子类功能性材料需求的提升。

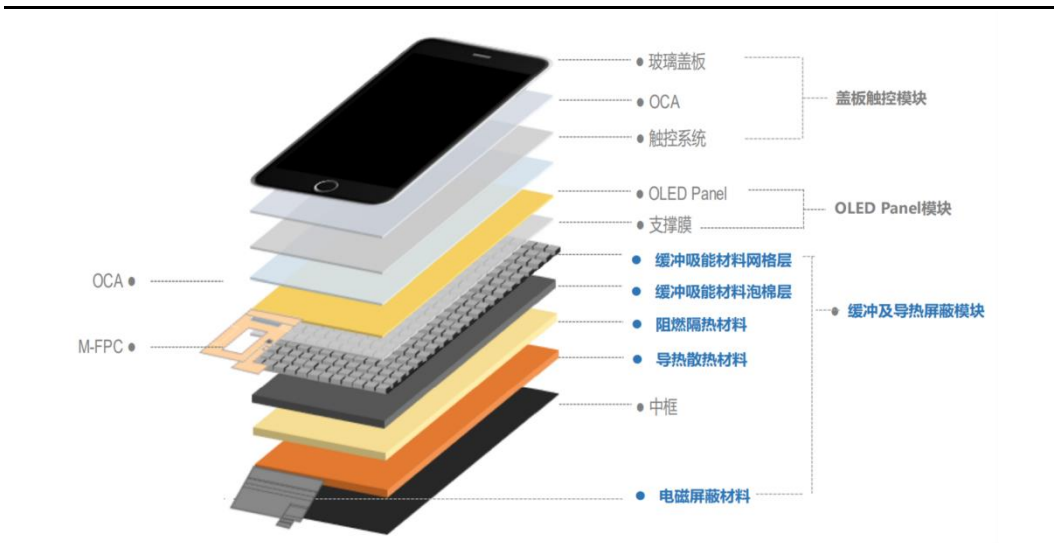
2.1.3. 光电显示模组材料应用广泛，AMOLED 出货量持续增长

功能性材料是平板显示器件生产制程中、屏幕模组中的必备材料，在显示模组产品中实现光学保护、防震、导热、导电等功能，并在 LCD 和 OLED 等平板显示器件自动化生产过程中实现精密粘接、元器件承载、外观保护等功能。

公司光电显示模组材料具备较强的复合性能。光电显示模组材料相较一般功能性材料，具备更强的导热散热、电磁屏蔽功能，能够避免屏幕显示受到温度分布不均、电磁干扰等问题影响。同时，光电显示模组材料对材料的抗翘曲能力、高温下粘性保持力有更高的性能要求，防止因屏幕温度过高、柔性屏幕弯曲等原因造成材料、模组的损伤。因此，设计、制备满足光电显示模组功能性要求的材料具备较高的技术难度。

公司的光电显示模组材料广泛应用于各个场景。以 OLED 为例，手机光电显示模组由上层盖板触控模块、中层 OLED Panel（或 TFT-LCD）模块、下层缓冲及导热屏蔽模块组成，公司的光电显示模组材料目前主要应用于下层缓冲及导热屏蔽模块，实现粘接、导热、电磁屏蔽、缓冲吸能等功能。

图18: 光电显示模组材料在 OLED 中的应用



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

功能性材料行业受下游显示面板行业需求驱动，具有较强的联动性。

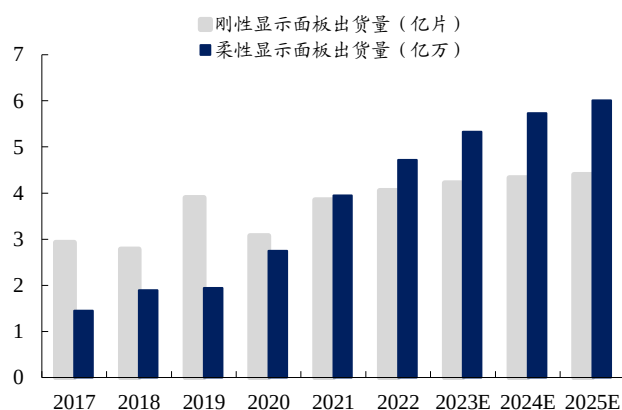
目前，平板显示行业发展稳定，市场空间大，为光电显示模组材料提供了广阔的市场空间。据 Omdia 预测，从 2021 到 2028 年，全球 AMOLED 显示面板需求增长按面积计算将以 11.6% 的 CAGR 增长，2022 年 AMOLED 显示面板的出货面积为 1411.54 万平方米，到 2029 年，全球 AMOLED 显示面板出货面积将增至 3470.76 万平方米。2022 年 OLED 终端材料市场的需求增至 117.54 吨，较 2021 年增长 0.13%，较 2020 年增长 32.86%。

图19: 2020-2028 年 AMOLED 出货面积及预测



数据来源：Omdia，东吴证券研究所

图20: 刚性与柔性 AMOLED 出货量



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

2.2. 供给端：高端市场海外巨头优势明显，中低端竞争激烈

功能性材料行业是市场化、充分竞争行业，高端市场与中低端市场之间分化较大。在高端市场，美国 3M 公司、日本日东电工（Nitto Denko）、德国德莎（Tesa）等是行业的领先者，凭借丰富的行业经验、一流的研发生产技术、齐全的产品种类，在高端市场拥有较高的品牌认可度，拥有稳定的客户群体，引领行业发展的方向。中低端市场的准入门槛相对较低且竞争较为激烈，国内从事功能性材料制造的厂商众多，但多数规模小、产品种类单一且中低端产品占比大；随着行业的快速发展，国内厂商也在逐步提升技术水平、提高核心竞争力，从提供单一功能产品向提供综合解决方案服务转变。

表3：国内外功能性材料行业主要参与者

公司名称	经营情况	市场地位	关键指标
3M	全球性的专注于材料服务及材料产品的多元化跨国企业	拥有丰富的产品开发经验，是功能性材料行业龙头公司	2022 财年营业收入 342.29 亿美元
日东电工	以基础粘接材料及精密涂布技术为核心的新材料领域大型跨国公司	于全球范围内广泛开展事业，在功能性材料特别是光学材料领域处于行业领先地位	2022 财年营业收入 9290 亿日元
德莎	原拜尔斯道夫公司组成部分，拥有超过 125 年的涂胶技术和新产品开发经验	世界自粘胶带产品和系统解决方案领先的制造商之一	2022 年营业收入达 17 亿欧元
斯迪克	从事功能性涂层复合材料研发、生产、销售	国内复合功能材料领域的重要参与者	2022 年营业收入达 18.77 亿元
方邦股份	主要从事电磁屏蔽材料的研发、生产、销售	国内电磁屏蔽类材料领域的重要参与者	2022 年营业收入达 3.13 亿元
世华科技	从事功能性材料的研发、生产及销售的高新技术企业	产品对标国际龙头企业，部分产品的技术性能及相关指标已经达到或超过同行业的可比产品	2022 年营业收入达 46.2 亿元

数据来源：Wind，招股说明书，东吴证券研究所

功能性材料行业具有技术密集、资金密集的特性，新进入的公司需要具备较强的资金实力、技术能力；此外，行业具有较高的进入壁垒，新进入的公司需要花费较长时间积累在行业内声誉、通过大客户采购的认证、建设全方位的产品条线等。

- **资金壁垒：**功能性材料行业是资金密集型行业，新进入的企业需要投入大量的资金，主要来自于：1)置备新式厂房、先进高精密的生产设备和高等级的无尘生产环境和产品检测设备；2)高端产品对加工环境的落尘浓度有严格要求，高标准的无尘车间需要 24 小时保持恒温恒湿，运作成本较高；3)受大型消费电子企业货款回收期较长的影响，功能性材料行业下游功能器件厂的货款账期在 90-120 天左右，行业内企业需要保证充沛的流动资金。
- **技术壁垒：**3M、日东电工、德莎等国际领先企业已经在功能性材料行业深耕多年，如 3M 公司、日东电工均创建于 20 世纪早期，德莎则拥有 125 年涂布和胶带技术的经验。这些国际领先企业在功能性材料行业进行了多年的资金投入与技术研发，形成了良好的市场认可度、先进的技术研发能力、集中的人才等优势。新进入者一方面需要生产出符合终端性能要求的产品，另一方面需要实现规模化生产、缩短生产周期、提高良品率，如果没有长期的经验、技术

积累和强大的研发团队，难以撼动行业领先者的市场地位。

- **大客户采购的认证壁垒：**功能性材料是实现消费电子产品各种功能的主要原材料，其性能和品质直接决定了终端产品的质量，因此消费电子终端客户对其供应链体系进行管控，在功能材料、功能器件、电子元器件及终端组装等环节均有严格的质量控制。进入消费电子领域大制造商的供应商名录较为困难，认证过程繁琐且耗时冗长，根据斯迪克招股说明书，供应商的认证周期一般为 6-12 个月，部分核心功能材料认证周期会超过 1 年。
- **全方位产品线的规模效益壁垒：**功能性材料的供应商需要具备提供产品综合解决方案的能力，以 3M、日东电工、德莎等国际领先企业为例，他们均具备多应用领域的多种功能性材料的研发、生产能力，能够为客户在电子材料、汽车产业、安全防护、医疗健康、印刷、日用消费品等领域提供综合解决方案。因此，新进入厂商需要具备供应链整合能力和创新资源整合能力，建设全方位产品线，形成规模效益，才能满足市场不断发展的需求。

3. 世华科技：全面功能性材料矩阵体系，满足定制开发、高质测析

3.1. 技术优势：专注研发应用于各种复合、复杂应用环境的高效功能性材料

公司自成立以来，始终坚持自主研发、积极进行技术创新，目前生物基粘接材料合成技术已进入大规模应用阶段，丙烯酸改性环氧树脂的合成技术、生物基聚氨酯预聚体的合成技术、胶粘剂及密封胶产品功能设计技术进入中试放大阶段。截止 2022 年 12 月 31 日，公司及其子公司共取得各类授权专利 88 项，其中发明专利 50 项、实用新型专利 38 项，以及 18 项核心技术。公司在 2022 年获得了国家级专精特新“小巨人”企业、制造业“单项冠军”的认定。

表4：2022 年公司知识产权列表

	本年新增		累计数量	
	申请数（个）	获得数（个）	申请数（个）	获得数（个）
发明专利	27	15	122	50
实用新型专利	5	6	42	38
其他	35	18	56	38
合计	67	39	220	126

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

随着新产品、新技术、新业态等不断涌现，公司开始相应新技术的研发。截至 2022 年末，公司共有 14 项在研项目，范围涵盖于消费电子领域、汽车电子领域、光电领域等，其中柔性慢回弹泡棉、单组份高内聚的 UV 减粘胶水、UV 后可低温快速固化的环氧丙烯酸结构胶、光学级硬化涂复合材料等 10 个开发项目已进入样品试生产阶段，均具备较强的行业竞争力。同时，公司也在加快生物基、可收、可循环等绿色低碳环保材料的研发与销售，目前公司已完成不同结构、不同特性共计 10+个大类、100+款环保型复合材料的系统性开发和技术储备。

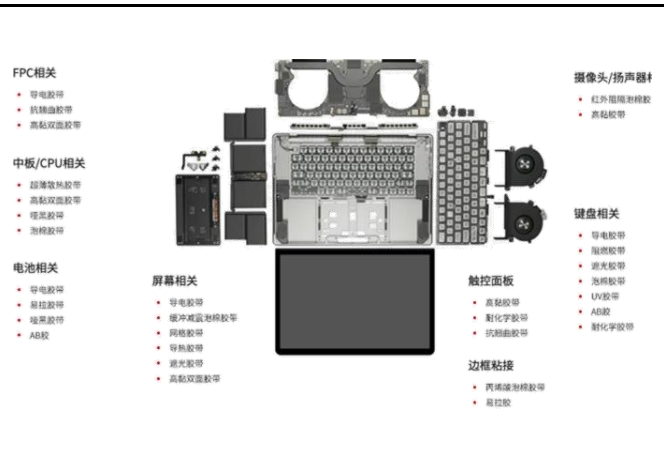
消费电子解决产品丰富，全面覆盖手机、笔电、屏幕。世华科技作为国内消费电子领域功能性材料重点厂商，凭借多年的技术经验积累和自主研发已经掌握部分高端材料的配方及生产技术，在部分细分领域达到消费电子龙头企业的技术要求并实现了技术突破。公司就消费电子各应用终端均配备了优质的解决方案，涵盖基本的电池、屏幕、FPC、摄像头等基础相关材料，以及手机上无线充电、电脑触控面板等相关零件的解决方案。公司目前仍在开发新的用于消费电子胶粘剂，已进入样品试生产阶段，应用于精密部件在组装工艺过程中有效地粘接及密封，以适应高效率、高产出制程的需求。

图21：公司手机解决方案



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图22：公司笔电解决方案



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

随着公司研发平台建设的加快、工艺技术的不断革新，公司持续推出具备自主知识产权、高附加值的新产品，部分产品已实现进口替代。在生物基材料等行业前沿发展方向，公司进行了前瞻性的技术储备及产业布局，在 2023 年 4 月进行定增投资于国际先进的功能性材料创新平台。

3.2. 大客户优势：需求性研发拓宽客户范围，深度合作巩固客户关系

研发模式深度融入客户需求，实现了客户稳定与技术进步的双重利好。公司采取客户需求+市场趋势的研发模式。公司大客户主要为全球知名品牌和行业龙头客户，公司依靠完整的产品体系、差异化的客户解决方案、快速灵活的研发创新能力赢得竞争优势。功能性材料具有产品开发验证周期长、产业应用知识专精、配套制造能力要求高等特征，龙头客户的技术路线往往会成为主流方案，从而带动材料方案由定制材料转变为通用材料。紧抓主流产业应用能够降低研发风险，提升公司业务持续成长的确定性。

表5：公司研发模式

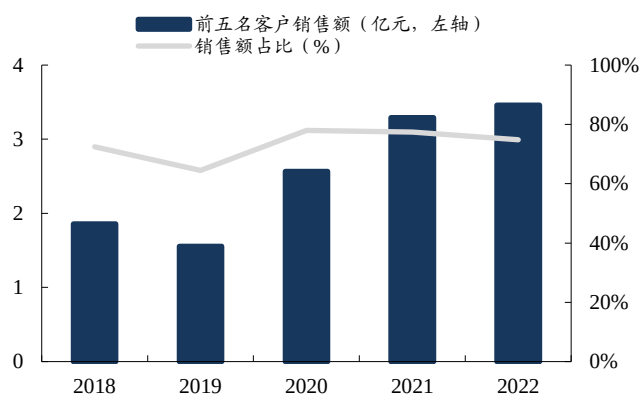
环节	具体解释
战略性开发	根据大客户终端战略需求提供功能性材料解决方案。通过深度融入客户产品开发过程，根据丰富的材料研发设计经验和应用经验满足客户需求。
需求性研发	客户在进行产品结构设计时，为了解决特定的问题而提出的需求，公司围绕客户需求提供多种解决方案。该种模式的研发强度大、时效要求高，公司通过研发平台建设和持续的技术储备来服务客户。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司与产业和行业龙头客户的深度合作，推动公司业绩稳定增长。公司在与大客户合作的基础上，保障公司产品和技术的领先性。随着储备技术和项目的落地和量产，推动公司经营业绩的持续稳定增长。2022 年公司前五名客户销售额近 3.46 亿元，占年度销售总额 74.80%。大客户认证验证过程复杂、周期长，需要经过研发设计、分析测试、工艺设计、供应链验证、终端认证等程序，不同终端客户的认证程序差异较大，新客户拓展成果需要较长的周期才能体现。公司与大客户的稳定合作也为后期开拓市场提供了

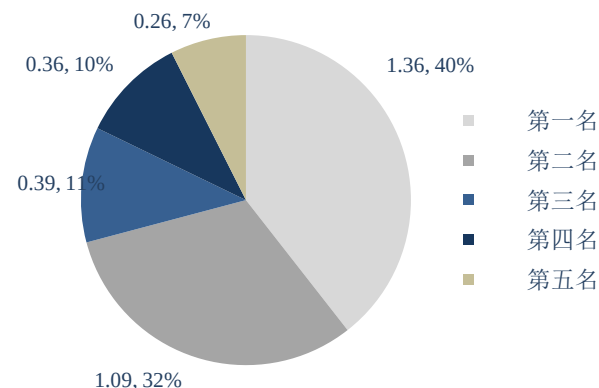
稳定的资金、技术和声誉支持。

图23：2018-2022 年公司前五名客户销售额及占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图24：2022 年公司前五名客户销售额占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司自 2018 年以来，主要大客户对象保持稳定，主要为迈锐集团、领益智造、Dong Sung 等企业，坚持以龙头客户需求为导向，依托苹果、三星、京东方等客户基础，打造立足国内、面向全球的全产业链营销和服务平台，持续深化在消费电子、光电显示、新能源汽车等应用场景的功能材料拓展，为客户提供更加创新的功能材料解决方案和灵活快速的服务响应。

3.3. 定增加码：长远布局，为新材料研发和综合项目开发提供科研沃土

市场需求和宏观利好促使公司加大研发投入力度。下游应用领域蓬勃发展，政策支持 and 国际竞争不断加码国内功能性材料的需求提升。以高效密封胶、复合功能性材料等为代表的功能性材料在新能源汽车和消费电子领域的应用前景十分广泛，在汽车电子粘接性能、轻量化、热管理方面具有突出优势，也将在消费电子行业向轻量化、集成化、高端化发展得以持续发展。在新材料全球市场上，3M、Nitto、Tesa、Henkel 等国际企业产品仍占据市场主流，具有技术垄断性优势。在现有研发体系和创新机制基础上，公司有必要通过投资先进研发设备、优化研发实验环境、引进国际化高素质人才等手段，搭建研发创新中心，聚焦于国际先进、国内亟需的前沿技术领域，为公司现有产品的升级以及未来新技术、新产品的研发提供技术支持。此外，公司高效密封胶等技术成果也急需落地，实现产品拓展和业务协同，顺应公司的战略发展和高质量成长需求。

表6：2023 年公司定增资金投向（单位：万元）

项目名称	投资总额	拟使用募集资金金额
新建高效密封胶项目	30,000	21,000
创新中心项目	32,000	8,000
补充流动资金	10,000	10,000
合计	72,000	39,000

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所整理

高效密封胶作为公司的核心产品系列之一，持续的自我更新、技术创新是实现企业持续发展、维持公司高毛利率的重要动力。在产业链布局上，公司现有产品为复合功能性材料，由高分子功能涂层及功能基材的结构设计并通过精密涂布工艺结合而成，上游原材料特别是高分子胶粘剂材料对公司功能性材料产品性能具有较重要影响。该项目的建成有助于公司实现产业链上游延申，增强公司深层次材料开发能力。

完善全球化布局，助力公司发展战略实施。公司在 2020 年提出“一体两翼、创新驱动”的发展战略，其中，“一体两翼”是总体战略布局。“一体”即打造全球一流的功能性材料研发创新平台——创新中心项目，由上海世晨作为载体来实现；“两翼”即复合功能材料制造基地和胶粘剂制造基地，由苏州世华、苏州世诺、江苏世拓作为载体来实现。此次定增主要围绕该发展战略展开，创新中心项目将作为公司全球化布局的核心支点，有助于完善公司产业布局、拓展主营业务、增强公司科技创新能力、迎合市场需求导向、加速行业国产化替代进程，是对公司主营业务的升级和进一步拓展。

4. 盈利预测与估值建议

4.1. 核心假设

电子复合功能材料：2023 年上半年，新能源汽车领域需求旺盛，世华科技营收环比增长。后续，随着消费电子景气度抬升，世华科技电子复合材料业务营收将持续上升。预计 2023-2025 年电子复合材料业务营业收入 3.7/4.6/5.2 亿元，2023-2025 年同比增长 6.4%/24.7%/13.9%。

精密制程应用材料：预计 2023-2025 年该业务实现营收 1.1/1.1/1.2 亿元，2023 -2025 年同比增长 7.6%/2.7%/11.1%。

光电显示模组材料：功能性材料行业受下游显示面板行业需求驱动，具有较强的联动性。我们看好平板显示行业为光电显示模组材料提供的广阔市场空间。预计 2023-2025 年光电显示模组材料营业收入 0.4/0.8 /1.1 亿元，2023-2025 年同比增长 110.17%/83.86%/42.55%。

表7：公司收入预测（百万元）

	2022	2023E	2024E	2025E
电子复合功能材料	345.0	367.1	457.8	521.6
YOY	14.64%	6.40%	24.71%	13.94%
毛利率	65.68%	66.28%	67.82%	69.23%
营收占比	74.63%	71.54%	71.42%	69.66%
精密制程应用材料	97.8	105.2	108.0	120.0
YOY	-11.11%	7.59%	2.66%	11.11%
毛利率	47.14%	47.53%	47.22%	47.67%
营收占比	21.15%	20.50%	16.85%	16.03%
光电显示模组材料	19.5	40.9	75.2	107.2
YOY	35.80%	110.17%	83.86%	42.55%
毛利率	28.64%	35.45%	31.25%	30.22%
营收占比	4.21%	7.97%	11.73%	14.32%
合计	462.3	513.2	641.0	748.8
YOY	8.67%	11.00%	24.92%	16.82%
毛利率	60.20%	59.98%	60.05%	60.18%
净利率	40.10%	38.05%	38.96%	40.03%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 估值与投资建议

我们采用 PE 估值法对公司进行估值，目前 A 股市场中与公司业务接近、具备可比性的公司有斯迪克、方邦股份。其中斯迪克是国内领先的功能性涂层复合材料供应商；方邦股份是一家高端电子材料及解决方案供应商，主要产品包括电磁屏蔽膜、导电胶膜、极薄挠性覆铜板及超薄铜箔等。

公司在电子复合功能材料的技术竞争力突出，市场拓展稳步推进，同时公司积极拓展新领域，向产业链上游靠近，有望充分受益下游汽车电子对电子产品制造需求的提升。我们预计公司 2023/2024/2025 年营收分别为 5.13/6.41/7.49 亿元，同比增长 11.00%/24.92%/16.82%，归母净利润分别为 1.95/2.49/2.99 亿元，同比增长 5.10%/27.96%/20.02%。公司 2023/2024/2025 年的 PE 分别为 25.96/20.29/16.91 倍，低于可比公司估值均值。我们看好公司在电子复合功能材料、精密制程应用材料和光电显示模组材料领域的布局，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：可比公司估值

公司代码	名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300806.SZ	斯迪克	72.71	1.68	1.91	3.54	5.29	43.28	38.10	20.54	13.73
688020.SH	方邦股份	47.29	-0.68	-0.59	0.60	1.55	—	—	79.35	30.51
	行业均值						—	—	49.94	22.12
688093.SH	世华科技	50.58	185.38	194.82	249.29	299.20	27.29	25.96	20.29	16.91

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：斯迪克、方邦股份数据来自 Wind 一致预期，总市值、PE 数据截至 2023 年 11 月 17 日

5. 风险提示

消费电子行业市场环境变化的风险：公司经营业绩很大程度上受到消费电子产品市场环境的影响，而该行业具有较强的行业周期性。若未来受到国际、国内经济环境、重大突发事件及各种因素的综合影响，造成消费电子行业低迷或发生重大变化，将影响到公司业务的稳定发展，可能对公司的经营业绩产生不利影响。

主要原材料价格波动风险：在国际贸易摩擦及全球地缘政治不稳定等多因素作用下，多类原材料价格波动。公司原材料受上游原料价格和市场供需关系影响，也呈现不同程度的波动。如果未来原材料价格上涨较大，公司会存在主营业务成本增加的风险。

技术更新迭代风险：功能性材料行业属于知识密集型、技术密集型行业，随着行业内企业研发投入的不断增加，未来可能会不断涌现出创新产品和技术。虽然公司建立了一支行业领先的研发团队，但是如果未来不能持续跟踪行业技术的发展趋势并对现有产品进行及时更新迭代，将会对公司业务产生不利影响。

世华科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	586	956	1,079	1,261	营业总收入	462	513	641	749
货币资金及交易性金融资产	218	310	375	506	营业成本(含金融类)	184	205	256	298
经营性应收款项	165	199	243	283	税金及附加	7	7	8	10
存货	49	54	67	78	销售费用	24	29	35	40
合同资产	0	0	0	0	管理费用	29	36	44	47
其他流动资产	154	393	393	394	研发费用	32	37	44	48
非流动资产	886	1,033	1,175	1,307	财务费用	(4)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	6	7	9	11
固定资产及使用权资产	306	384	463	528	投资净收益	20	20	27	31
在建工程	25	25	25	25	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	122	176	239	306	减值损失	(2)	(1)	(1)	(1)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	(1)	(1)
长期待摊费用	8	8	8	8	营业利润	214	226	289	346
其他非流动资产	425	441	441	441	营业外净收支	(1)	0	0	0
资产总计	1,472	1,990	2,253	2,568	利润总额	213	226	289	346
流动负债	57	93	107	123	减:所得税	28	31	39	47
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	0	0	0	净利润	185	195	249	299
经营性应付款项	33	60	68	77	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	185	195	249	299
其他流动负债	23	32	39	45	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.71	0.74	0.95	1.14
非流动负债	0	0	0	0	EBIT	191	226	289	346
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	209	265	336	402
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	60.20	59.98	60.05	60.18
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	40.10	37.97	38.89	39.96
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	8.67	11.00	24.92	16.82
负债合计	57	93	108	123	归母净利润增长率(%)	0.59	5.10	27.96	20.02
归属母公司股东权益	1,415	1,896	2,146	2,445					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,415	1,896	2,146	2,445					
负债和股东权益	1,472	1,990	2,253	2,568					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	174	209	227	289	每股净资产(元)	5.87	7.22	8.17	9.31
投资活动现金流	(124)	(404)	(162)	(158)	最新发行在外股份(百万股)	263	263	263	263
筹资活动现金流	(20)	286	0	0	ROIC(%)	12.43	11.76	12.33	13.03
现金净增加额	33	92	65	131	ROE-摊薄(%)	13.10	10.27	11.62	12.24
折旧和摊销	19	39	47	55	资产负债率(%)	3.88	4.70	4.79	4.80
资本开支	(174)	(171)	(189)	(189)	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.29	25.96	20.29	16.91
营运资本变动	(9)	(3)	(44)	(36)	P/B(现价)	3.28	2.67	2.36	2.07

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>