

华密新材（836247）

材料与制品双业务并驾齐驱，高端特种橡塑品类加速成长

买入（首次）

2024年07月17日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书：S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书：S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 余慧勇

执业证书：S0600122080038

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书：S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	335.51	400.45	504.48	643.94	855.45
同比	(7.57)	19.35	25.98	27.64	32.85
归母净利润（百万元）	42.63	51.88	65.07	87.70	122.36
同比	(3.55)	21.69	25.42	34.78	39.53
EPS-最新摊薄（元/股）	0.35	0.43	0.54	0.72	1.01
P/E（现价&最新摊薄）	38.83	31.91	25.44	18.88	13.53

投资要点

■ **二十余年专注深耕橡塑行业，打造特种橡塑专精特新“小巨人”。**华密新材成立于1998年，是一家专业从事橡塑材料及其制品研发、生产与销售的高新技术企业。公司主营橡塑材料和橡塑制品，经过20余年研发创新积累，已开发出2,400余种橡塑材料配方与多品类相应橡塑制品，广泛应用于汽车、高铁、工程机械、石油机械、航空航天等领域。公司拥有多项专有技术，可与主机厂同步开发新产品，并与长城汽车、中国一汽、三一重工、中石化、中国中车等企业建立合作关系。凭借过硬的产品和技术，公司曾获一汽集团科技创新重大贡献奖与中国中车优秀供应商。此外，公司已具备开展军工业务所必需的经营资质和资格认证，成功进入军工应用领域。

■ **橡塑行业市场规模稳步增长，高端品类市场增速显著。**橡塑材料是以橡胶生胶、配合剂为主要原材料经混炼工艺制成的工业中间产品，为橡塑制品的重要原材料，广泛应用于汽车、高铁、工程机械、石油机械、军工、航空航天等领域。其中，1) 特种橡胶混炼胶和特种工程塑料的高端应用持续拓展，市场规模有望持续增长，预计全球特种橡胶混炼胶市场规模在2029年将达到118亿元，全球PEEK材料市场规模在2027年将达到84亿元。2) 橡塑制品作市场增长空间受到汽车、高速列车、航空航天、工程机械等多个下游行业发展驱动，市场规模亦有望持续扩大。

■ **材料与制品双业务并驾齐驱，产品链协同把握优质客户。**1) 技术：经过多年的核心技术创新与行业经验积累，公司掌握了橡胶混炼胶配方设计、制品骨架结构优化、生产工艺设计等技术，开发出了耐高低温、耐臭氧、耐磨损、耐怪类油气等具备优异性能的产品，并参与起草、修订多项国家标准和行业标准。2) 产品：公司形成了以特种橡塑材料及制品为主的多元化产品格局，在橡塑材料端具备较强配方实力，在橡塑制品端具备丰富的研发设计经验，技术指标已达到或超过知名汽车厂商的要求。3) 客户：凭借优良的产品性能和稳定的产品质量，公司与众多知名客户建立了稳定的合作关系，部分特种橡胶配方已成功应用在高铁、航空航天、石油石化等高端领域，并服务于中国中车、三一重工、长城汽车等国内知名企业，在行业内形成了较强品牌知名度和市场影响力。

■ **盈利预测与投资评级：**材料与制品双业务并驾齐驱，公司业绩有望稳步增长，预计公司2024~2026年归母净利润为0.65/0.88/1.22亿元，对应最新PE为25.44/18.88/13.53倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 宏观经济运行及下游行业波动；2) 原材料价格波动的风险；3) 应收账款发生坏账的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.66
一年最低/最高价	6.07/32.00
市净率(倍)	2.87
流通A股市值(百万元)	550.07
总市值(百万元)	1,655.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.75
资产负债率(% ,LF)	26.59
总股本(百万股)	121.19
流通A股(百万股)	40.27

相关研究

内容目录

1. 华密新材：特种橡塑专精特新“小巨人”	4
1.1. 深耕橡塑行业廿余年，打造特种橡塑专精特新“小巨人”	4
1.2. 布局橡塑材料与橡塑制品，下游应用领域广泛	5
1.3. 高毛利橡塑制品体量持续提升，加大研发投入夯实技术壁垒	5
2. 橡塑行业：市场规模稳步增长，高端品类市场增速显著	7
2.1. 橡塑材料及制品应用领域广泛，为国民经济支柱的重要产业	7
2.2. 多下游领域需求齐驱，高端品类市场增速显著	9
2.2.1. 橡塑材料：混炼胶高端应用持续拓展，特种工程塑料国产替代空间广阔	9
2.2.2. 橡塑制品：多下游领域需求齐驱，市场空间有望持续增长	11
3. 材料与制品双业务并驾齐驱，产品链协同把握优质客户	14
3.1. 布局橡塑材料与制品双业务，材料配方与制品研发实力突出	14
3.2. 高质量产业配套能力，服务众多知名客户	17
4. 盈利预测与投资建议	18
5. 风险提示	19

图表目录

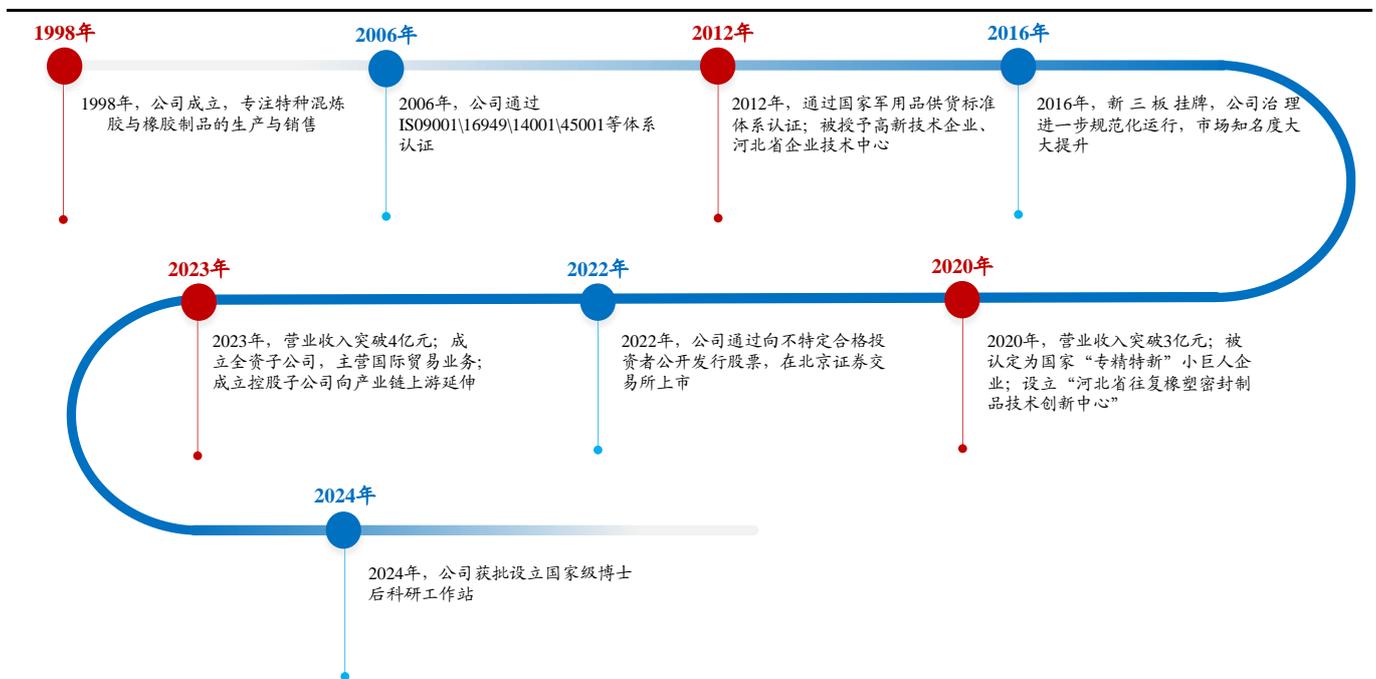
图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构 (更新至 2024 年 7 月 5 日)	5
图 3: 公司产品布局图 (更新至 2024 年 7 月 5 日)	5
图 4: 2019-2024Q1 公司营业收入	6
图 5: 2019-2024Q1 公司归母净利润	6
图 6: 2019-2023 年公司分业务营收结构	6
图 7: 2019-2023 年公司分业务毛利率水平	6
图 8: 2019-2024Q1 公司费用结构情况	7
图 9: 2019-2023 年公司费用率情况	7
图 10: 相较可比公司, 公司期间费用率控制能力优秀	7
图 11: 相较可比公司, 公司研发费用率持续提升	7
图 12: 橡塑行业上下游产业链.....	8
图 13: 橡胶加工工艺与生产流程.....	9
图 14: 塑料分类.....	9
图 15: 2019-2023 年中国合成橡胶产量统计及增长率	9
图 16: 2015-2023 年中国天然橡胶供需情况	9
图 17: 2021-2029 年中国特种橡胶混炼胶市场规模	10
图 18: 2021-2029 年全球特种橡胶混炼胶市场规模	10
图 19: 全球 PEEK 市场规模及预测.....	10
图 20: 中国 PEEK 市场规模及预测.....	10
图 21: 2022 年全球 PEEK 竞争格局	11
图 22: 2013-2023 中国民用汽车拥有量变化情况	12
图 23: 2013-2022 年全球新能源汽车销量及渗透率	12
图 24: 2011-2022 年全球汽车产销量.....	12
图 25: 2015-2022 中国铁路及高铁运营里程情况	13
图 26: 2014-2024 中国国防支出预算规模	13
图 27: 2015-2023 年中国工程机械行业销量	14
图 28: 分业务盈利预测.....	18
图 29: 可比公司估值 (截至 2024 年 7 月 16 日)	19
表 1: 公司橡塑材料产品简介.....	15
表 2: 公司橡塑制品产品简介.....	15
表 3: 公司产品满足客户产品技术标准情况.....	16
表 4: 华密新材部分客户简介.....	17

1. 华密新材：特种橡塑专精特新“小巨人”

1.1. 深耕橡塑行业廿余年，打造特种橡塑专精特新“小巨人”

二十余年专注深耕橡塑行业，打造特种橡塑专精特新“小巨人”。华密新材（证券代码：836247.BJ）成立于1998年，是一家专业从事橡塑材料及其制品研发、生产与销售的高新技术企业，于2020年荣获国家级专精特新“小巨人”企业称号，2022年正式登陆北交所。公司主营橡塑材料和橡塑制品，广泛应用于汽车、高铁、工程机械、石油机械、航空航天等领域。公司拥有多项专有技术，可与主机厂同步开发新产品，并与长城汽车、中国一汽、三一重工、中石化、中国中车等企业建立合作关系。凭借过硬的产品和技术，公司曾获一汽集团科技创新重大贡献奖与中国中车优秀供应商。此外，公司已具备开展军工业务所必需的经营资质和资格认证，成功进入军工应用领域。

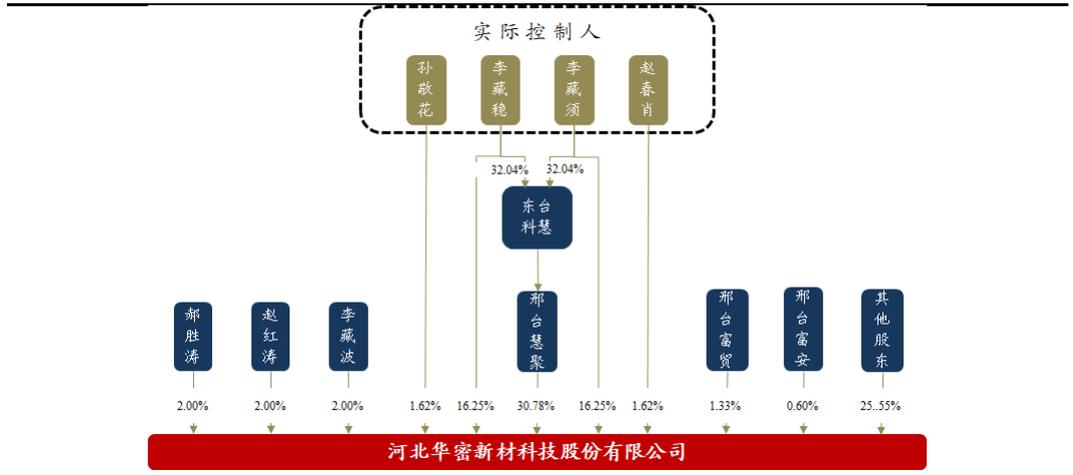
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构集中，董事长李藏稳及其一致行动人实际控制公司 66.51% 的股权。截至 2024 年 7 月 5 日，邢台慧聚企业管理有限公司持有华密新材 30.78% 的股份，为公司控股股东。公司董事长李藏稳、总经理李藏须各直接持有公司 16.25% 的股份，同时二人通过邢台慧聚各间接持有公司 9.86% 的股份；孙敬花与赵春肖各直接持有公司 1.62% 的股份。其中，李藏稳、李藏须二人为兄弟关系，李藏稳与孙敬花、李藏须与赵春肖为夫妻关系，李藏稳、孙敬花、李藏须、赵春肖四人签署了一致行动协议，合计控制公司 66.51% 的股份，为公司实际控制人。

图2: 公司股权结构 (更新至 2024 年 7 月 5 日)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 布局橡塑材料与橡塑制品, 下游应用领域广泛

布局橡塑材料与橡塑制品, 下游应用领域广泛。公司持续深耕特种橡胶、特种塑料及其制品领域, 经过 20 余年研发创新积累, 已开发出 2,400 余种橡塑材料配方与多品类相应橡塑制品, 广泛应用于汽车、高铁、工程机械、石油机械、航空航天等重要工业领域。其中, 在橡塑材料方面, 公司产品以橡胶混炼胶为主, 主要包括丁腈橡胶系列、氟橡胶系列、氢化丁腈系列等特种橡胶混炼胶, 及三元乙丙橡胶系列、天然橡胶系列等通用橡胶混炼胶; 在橡塑制品方面, 公司产品主要分为减震类和密封类零部件。

图3: 公司产品布局图 (更新至 2024 年 7 月 5 日)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 高毛利橡塑制品体量持续提升, 加大研发投入夯实技术壁垒

归母净利润五年翻番, 2023 年营收与利润创历史新高。2019-2023 年公司分别实现

营业收入 2.5/3.0/3.6/3.4/4.0 亿元，年均复合增长率为 11.5%；实现归母净利润分别为 0.25/0.48/0.44/0.43/0.52 亿元，年均复合增长率为 20.03%。2022 年公司营业收入同比小幅下滑主要系疫情影响下客户生产受阻。2023 年公司加大业务拓展，客户订单增加，实现营业收入 4 亿元（同比+19.4%）、归母净利润 0.5 亿元（同比+21.7%），营收利润双增长，并创历史新高。

图4：2019-2024Q1 公司营业收入



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

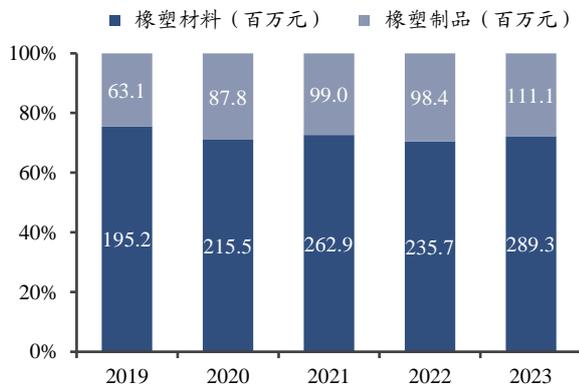
图5：2019-2024Q1 公司归母净利润



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

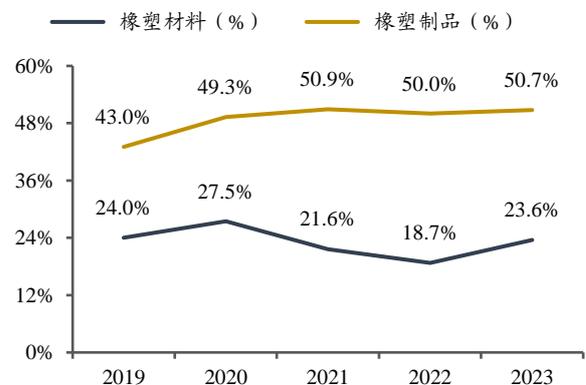
2023 年橡塑材料营收占比超 7 成，高毛利橡塑制品体量持续提升。公司产品分为橡塑材料和橡塑制品两类，为公司主要营收来源。其中，在橡塑材料方面，受橡胶材料下游客户需求旺盛，特种工程塑料进入小批量生产阶段，客户采购订单增加等因素驱动，2023 年公司橡塑材料实现营业收入 2.9 亿元（同比+22.1%），占公司总营收的比重为 72.3%，毛利率较上年同期提升 4.8 个百分点至 23.6%。在橡塑制品方面，2023 年以航空航天和高铁汽车为代表的中高端下游领域发展佳，带动公司高毛利橡塑制品整体规模提升，橡塑制品实现营业收入 1.1 亿元（同比+ 12.9%），毛利率较上年同期增长 0.7 个百分点至 50.7%。

图6：2019-2023 年公司分业务营收结构



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图7：2019-2023 年公司分业务毛利率水平

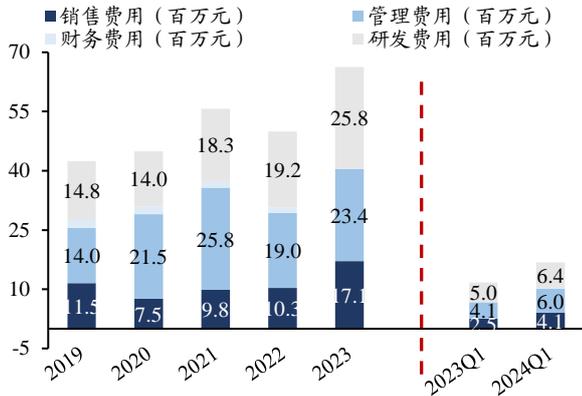


数据来源：iFinD，东吴证券研究所

费控能力优秀，加大研发投入夯实技术壁垒。公司期间费用率控制能力优秀，2019-2023 年期间费用率严格控制在 10% 左右，波动幅度较小。2023 年公司销售费用率

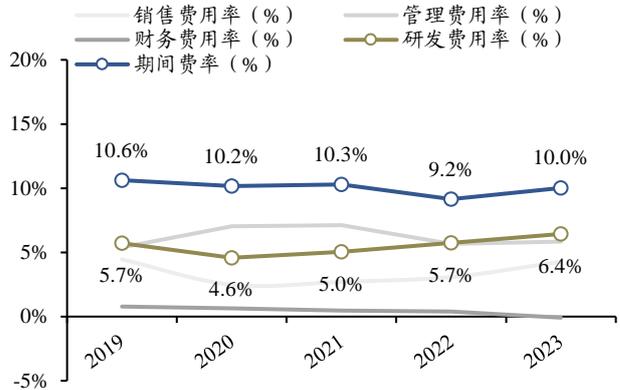
/管理费用率 /研发费用率分别为 4.3%/5.9%/6.4%，其中，销售费用率增长 1.2 个百分点，低于公司毛利率 3.09 个百分点的增幅。相较于可比公司，公司期间费用率低于可比公司平均 3-8 个百分点，处于较低水平。此外，公司持续加大研发投入夯实竞争壁垒，2023 年公司研发费用率为 6.4%，研发费用率维持在较高水平，已连续三年处于可比公司研发费用率榜首。

图8：2019-2024Q1 公司费用结构情况



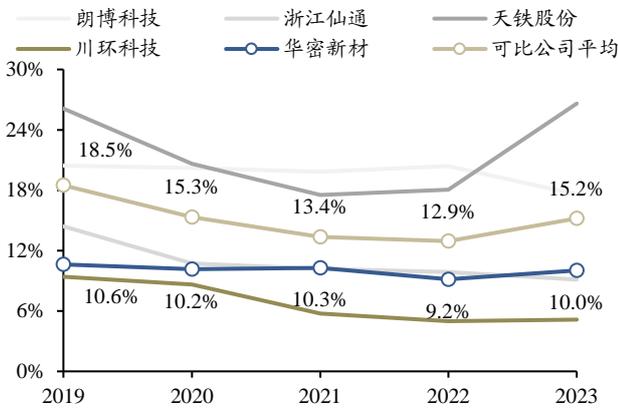
数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图9：2019-2023 年公司费用率情况



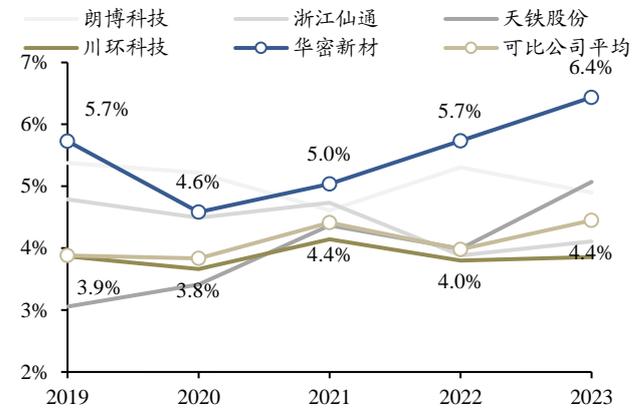
数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图10：相较可比公司，公司期间费用率控制能力优秀



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图11：相较可比公司，公司研发费用率持续提升



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

2. 橡塑行业：市场规模稳步增长，高端品类市场增速显著

2.1. 橡塑材料及制品应用领域广泛，为国民经济支柱的重要产业

橡塑材料是以橡胶生胶、配合剂为主要原材料经混炼工艺制成的工业中间产品，为橡塑制品的重要原材料。橡塑材料及制品行业上游是石油、天然气、煤衍生品，其供应情况受原产地天然产量及石油天然气化工行业原料供应影响，与大宗商品价格趋势有较高相关性；行业下游客户多为主机厂，协同主机厂客户同步开发、配套供应，

提供定制属性强的非标准化产品，主要应用于汽车、高铁、工程机械、石油机械、军工、航空航天等领域。其中：

1) 橡胶：一种高弹性、低模量、可逆形变的高分子化合物，拥有良好的耐疲劳性能、不透气性能、绝缘性能、不透水性能及良好的高弹性能等特殊性能，具备减震、密封、曲挠、耐磨、防腐、绝缘以及粘接等功能。橡胶产品种类丰富多样，上下游产业众多，可用于制造轮胎、胶管胶带、胶鞋、乳胶制品及其他橡胶零部件，应用领域涵盖交通运输、航空航天、军事国防、建筑建材、电气通讯、采掘业、机械制造、医药器械、生活用品、文教体育等。

2) 塑料：以单体为原料，通过加聚或缩聚反应聚合而成的高分子化合物，由合成树脂及填料、增塑剂、稳定剂、润滑剂、色料等添加剂组成，与合成橡胶、合成纤维构成不可缺少的三大合成材料。根据各种塑料不同的使用特性，通常将塑料分为通用塑料、工程塑料和特种工程塑料三种类型，广泛应用于汽车、电子、电气、通信、交通、航空航天、机械等领域。

图 12：橡塑行业上下游产业链

上游	原材料产业	橡胶：丁腈橡胶、三元乙丙橡胶、氟橡胶、氢化丁腈橡胶等合成橡胶以及炭黑等配合剂，均系石油衍生品；塑料：合成树脂及少量填料、增塑剂、稳定剂、润滑剂、色料等，主要为石油、煤、天然气衍生品					
中游	橡塑材料制造	橡胶材料	丁腈橡胶系列, 氟橡胶系列, 氢化丁腈橡胶系列, 三元乙丙橡胶系列, 天然橡胶系列				
		塑料材料	特种工程塑料: PPS, PEEK , PI; 工程塑料: PPO, PC; 通用塑料: PA, HIPS				
中游	橡塑制品制造	橡塑制品	<ul style="list-style-type: none"> 悬置 防尘罩 0型圈、油封等密封件 	<ul style="list-style-type: none"> 保护橡胶 密封垫 减震件 	<ul style="list-style-type: none"> 支承/垫板类 橡胶减震器 	<ul style="list-style-type: none"> 闸板阀座 油田用产品 	<ul style="list-style-type: none"> 飞机及发动机组件
			下游	汽车领域	PA; PC; PPS; 三元乙丙橡胶系列; 氢化丁腈橡胶系列; 丁腈橡胶系列; 悬置; 防尘罩; 0型圈油封等密封件		
下游	高铁领域	氢化丁腈橡胶系列; 天然橡胶系列; 保护橡胶; 密封垫; 减震件					
	工程机械领域	PC; PPO; 氟橡胶系列; 支承/垫板类; 橡胶减震器					
	石油机械领域	PC; PPO; 氢化丁腈橡胶系列; 氟橡胶系列; 丁腈橡胶系列; 闸板阀座; 油田用产品					
	航空航天领域	PEEK; PI; 氢化丁腈橡胶系列; 氟橡胶系列; 飞机及发动机组件					

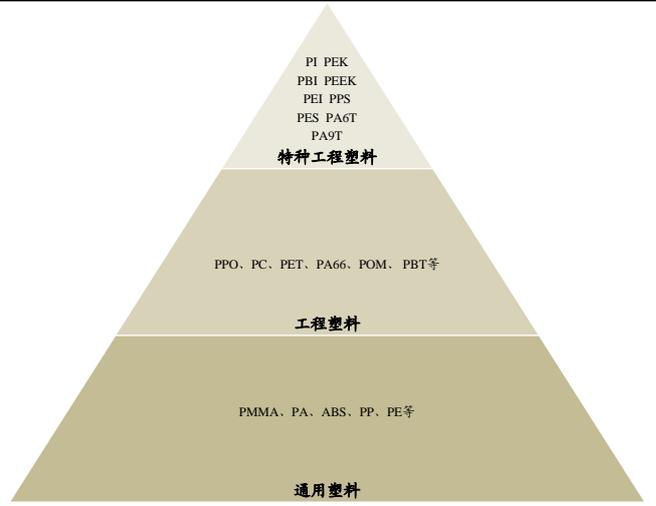
数据来源：公司招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

图13: 橡胶加工工艺与生产流程



数据来源: 橡胶技术网, 东吴证券研究所

图14: 塑料分类



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

2.2. 多下游领域需求齐驱, 高端品类市场增速显著

2.2.1. 橡塑材料: 混炼胶高端应用持续拓展, 特种工程塑料国产替代空间广阔

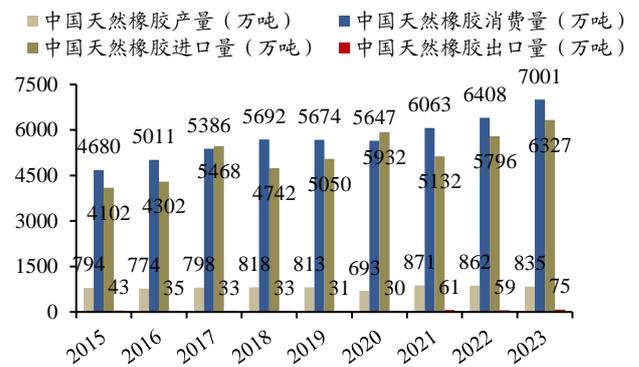
橡胶材料市场规模随国内外橡胶制品的需求量稳定增长。橡胶按原料不同分为天然橡胶与合成橡胶, 其中合成橡胶是产量最大的细分种类。近年来, 随着汽车、电力、轨道交通、国防军工、航空航天、石油化工、医疗等领域需求的不断推动, 我国合成橡胶产量持续增长, 根据国家统计局数据, 2023年我国合成橡胶产量达909.7万吨, 同比增长8.2%, 为橡胶制品行业的发展提供了充足的原材料保障。

图15: 2019-2023年中国合成橡胶产量统计及增长率



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图16: 2015-2023年中国天然橡胶供需情况



数据来源: ANRPC, 东吴证券研究所

特种橡胶混炼胶高端应用持续拓展, 市场规模有望持续增长。橡胶混炼是生产橡胶制品的核心原材料之一, 由炭黑、促进剂、填充剂等配合剂通过机械力作用均匀分散于橡胶生胶中混炼而成, 可大幅提升弹性、强度等结构性能及耐热耐寒、耐介质、绝缘性等功能特性。目前, 我国混炼胶产能仍然以中低端的通用混炼胶为主, 主要用于生产轮胎、密封条等常规产品, 而应用在汽车工业、航空航天等高端市场的特种橡胶混炼胶产能相对较小, 整体产量较低。未来随着特种橡胶混炼胶性能水平的不断提

升，应用场景的不断拓展，全球市场将继续保持增长态势。根据前瞻产业研究院数据，2029 年全球特种橡胶混炼胶市场规模或将达到 118 亿元，中国特种橡胶混炼胶市场规模或将达到 40 亿元。

图17: 2021-2029 年中国特种橡胶混炼胶市场规模

图18: 2021-2029 年全球特种橡胶混炼胶市场规模



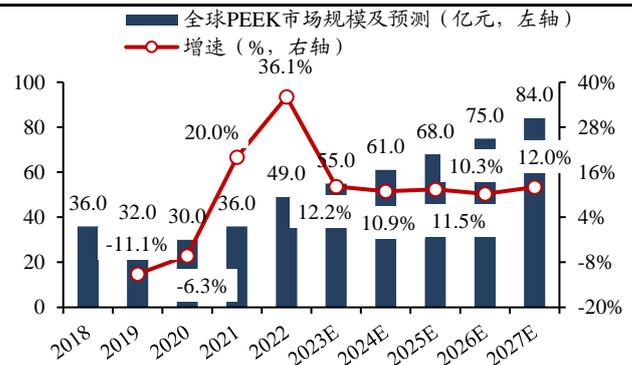
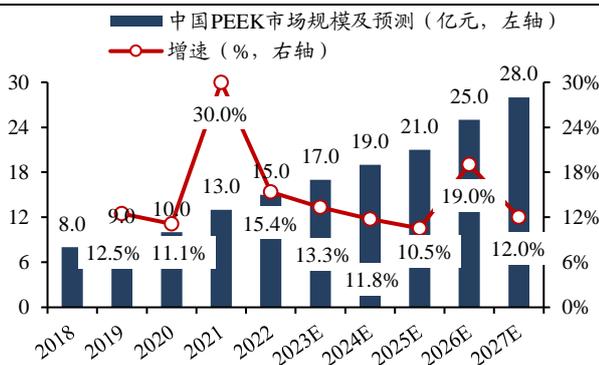
数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

受高端制造需求驱动，特种工程塑料市场规模增速显著。特种工程塑料为高性能塑料，具有优良的机械性能、良好的尺寸稳定性、耐热性、耐化学性、耐磨性等，是高端制造的关键保证，广泛应用于航空航天、汽车工业、医疗器械、电子电气和电力传输等多个领域。据沙利文报告显示，2022 年全球 PEEK 市场规模 49 亿元，预计 2027 年将达到 84 亿元，2022~2027 年的复合年增长率预计为 11.38%。其中，2022 年中国 PEEK 市场规模约为 15 亿元，预计 2027 年将达到 28 亿元，2022~2027 年的复合年增长率预计为 13.30%。

图19: 全球 PEEK 市场规模及预测

图20: 中国 PEEK 市场规模及预测



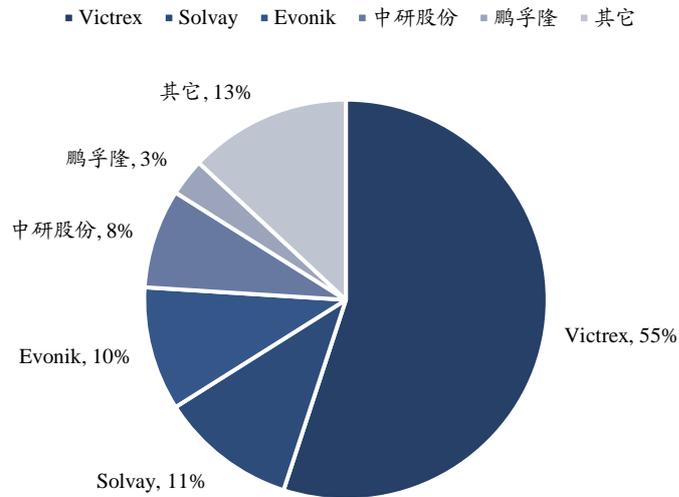
数据来源: 沙利文, 东吴证券研究所

数据来源: 沙利文, 东吴证券研究所

中国特种工程塑料自给率较低，国产替代空间广阔。我国特种工程塑料行业起步于 20 世纪 90 年代中后期，至今未能形成较大规模。根据 CNCIC 中国化工信息中心，中国特种工程塑料 2021 年整体自给率仅为 36%，进口依赖度高。以 PEEK 为例，全球 PEEK 的产能主要集中在欧洲，代表性企业包括英国威格斯 (Victrex)、比利时索尔维 (Solvay) 和德国赢创 (Evonik)，这三家企业集中了全球 80% 以上的 PEEK 材料产能。由于特种工程塑料广泛应用于高端制造业，战略发展地位不断提升，产业链国产替代

需求强，未来国产特种工程塑料厂商迎来发展机遇。

图21：2022年全球PEEK竞争格局



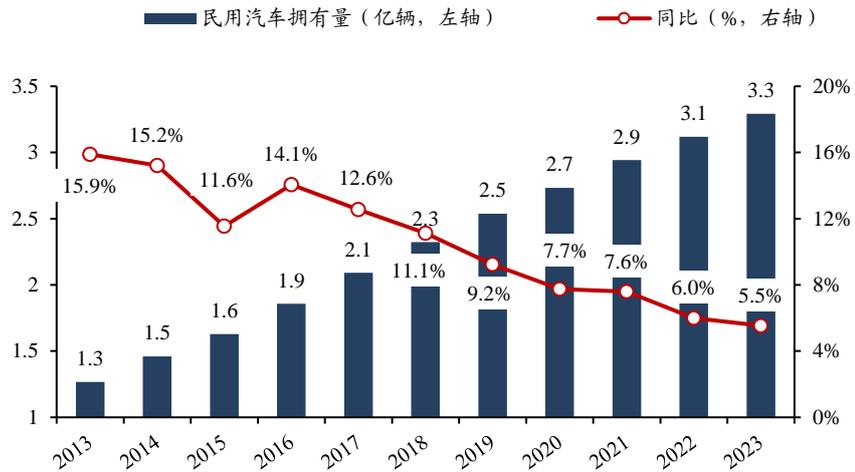
注：市场份额预估值以 PEEK 产能口径统计
数据来源：沙利文，东吴证券研究所

2.2.2. 橡塑制品：多下游领域需求齐驱，市场空间有望持续增长

橡塑制品作为下游终端设备的零部件产品，其市场增长空间离不开下游行业良好的发展前景，橡塑制品下游应用主要集中在汽车、高铁、航空航天、工程机械、石油机械等领域。

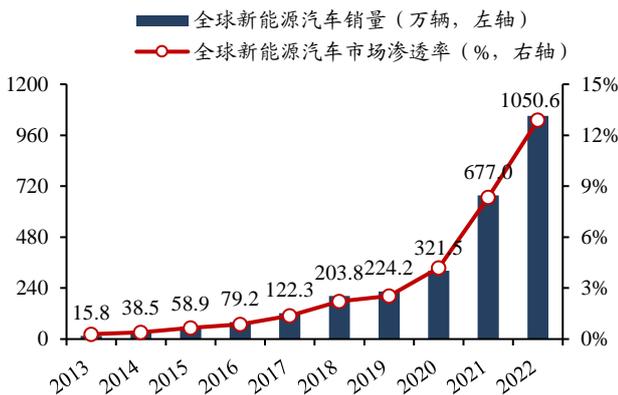
(1) 汽车行业：据国家统计局数据，2015-2021 年我国民用汽车拥有量呈快速增长趋势，截至 2021 年数量达到 2.9 亿辆。此外，增速虽有所下滑，但截至 2021 仍保持 7.6% 的增长率，未来民用汽车市场仍存有较大的增量空间。同时，新能源汽车市场发展势头强劲，带动全球汽车产销量实现增长。根据 EV-volumes 统计数据，2022 年全球新能源汽车销售量为 1,052.2 万辆，较 2021 年增加 55.47%。在新能源汽车产销量大幅增长的带动下，2022 年全球汽车产量约为 8,501.67 万辆，同比增加 6.07%。

图22: 2013-2023 中国民用汽车拥有量变化情况



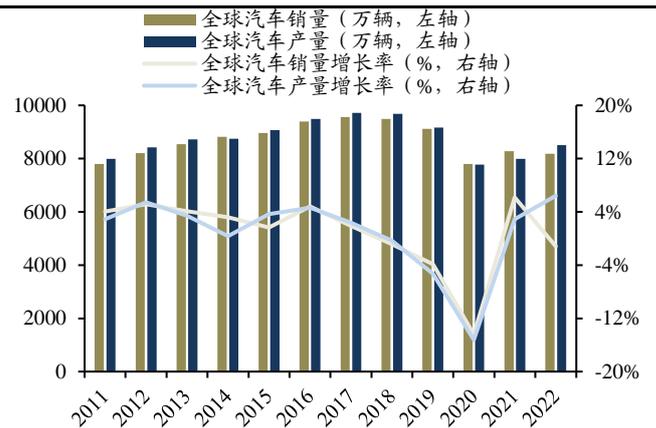
数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图23: 2013-2022 年全球新能源汽车销量及渗透率



数据来源: EV-volumes, 东吴证券研究所

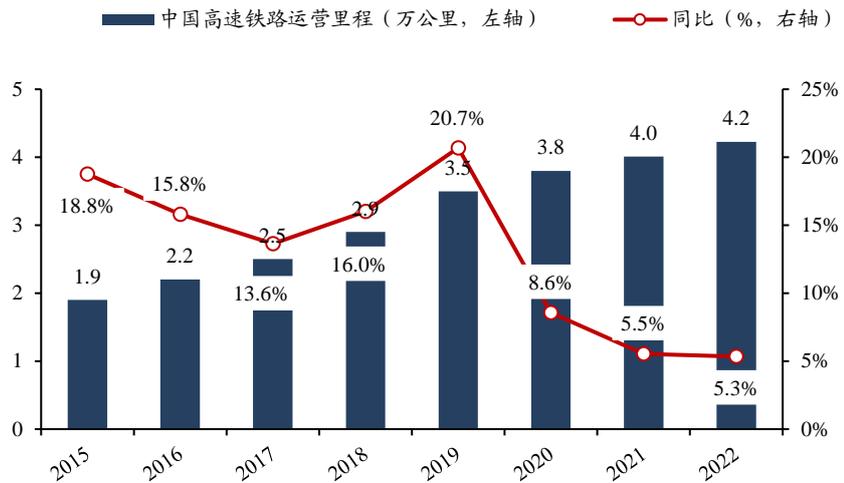
图24: 2011-2022 年全球汽车产销量



数据来源: 中国汽车工业协会, Wind, OICA, 东吴证券研究所

(2) 高速列车行业: 伴随着我国高速列车技术的成熟应用和运行速度的提高, 列车的振动和噪声问题越发突出, 直接影响乘客舒适度和司机安全驾驶, 已成为综合评定车辆品质的指标之一。随着轨道交通行业的快速发展, 对相关配套的橡胶制品需求必将逐年增加, 轨道工程橡胶制品的市场规模和应用领域将会进一步扩大。截至 2022 年底, 全国铁路营业里程突破 15.5 万公里, 其中高铁超过 4.2 万公里。根据“十四五”时期综合交通运输发展主要指标, 2025 年中国铁路运营里程预计达到 16.5 万公里, 其中 2025 年高铁运营里程预计达到 5 万公里, 预计较 2020 年增长 31.6%, 占铁路运营里程比重不断提高。

图25：2015-2022 中国铁路及高铁运营里程情况



数据来源：交通运输部，东吴证券研究所

(3) 航空航天行业：伴随国际不稳定因素不断增加，国家从数量上与性能上都对军用航空飞行器有着紧迫的需求，作为现代战场先锋兵及考虑目前装备薄弱环节，军用飞机列位装备配置第一梯队，有望承接军费装备大量预算倾斜，航空军工未来市场空间发展潜力较大。根据2024年3月财政部发布的《关于2023年中央和地方预算执行情况与2024年中央和地方预算草案的报告》，2024年我国国防支出预算约1.7万亿元，预计增长7.2%。国防投入持续增加将带动军用飞机市场需求持续增长。

图26：2014-2024 中国国防支出预算规模

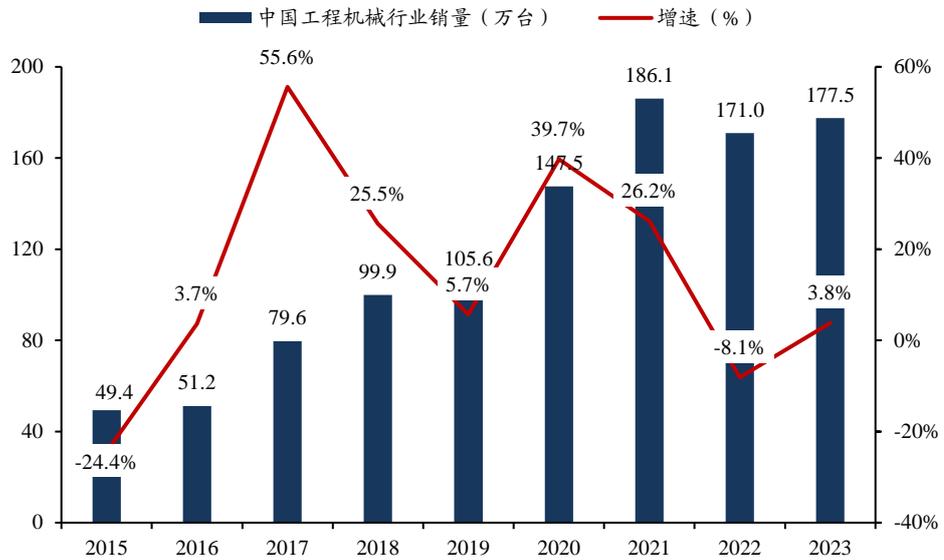


数据来源：财政部，东吴证券研究所

(4) 工程机械行业：工程机械是我国基础建设过程中重要的技术设备，直接关系到工程施工建设和国民经济发展的速度和质量。而工程机械与固定资产投资关系密切，基础建设的投资规模将直接影响到其市场需求。根据Wind数据，2015年中国工程机械

行业销量为 49.4 万台，2023 年达 177.5 万台，2015-2023 年实现年均复合增长 17.34%。

图27：2015-2023 年中国工程机械行业销量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 材料与制品双业务并驾齐驱，产品链协同把握优质客户

3.1. 布局橡塑材料与制品双业务，材料配方与制品研发实力突出

布局橡塑材料与制品双业务路线，研发技术优势较强。公司产品技术水平在行业内具有较强优势，参与起草、修订多项国家标准和行业标准。经过多年的核心技术创新与行业经验积累，公司掌握了橡胶混炼胶配方设计、制品骨架结构优化、生产工艺设计等技术，开发出了耐高低温、耐臭氧、耐磨损、耐怪类油气等具备优异性能的特殊橡胶混炼胶及其制品，形成了以特种橡塑材料及制品为主的多元化产品格局。

1) 在橡塑材料端，公司具备较强配方实力，已开发出 2,400 余种橡塑材料配方。公司通过二十余年技术投入，在橡胶生胶与辅料的选型搭配、投料次序、密炼加工时间、加工温度、压力、成品检测等方面积累了大量的生产实践数据与开发经验，已形成 2,400 余种材料配方，配方种类丰富齐全。其中，橡胶材料类主要包括丁腈橡胶、氟橡胶、氢化丁腈橡胶等特种混炼胶，及三元乙丙橡胶、天然橡胶等通用混炼胶；塑料材料类主要包括 PA、PS、PPS、PPO、PC、PEEK、PI 等特种工程塑料的改性材料。公司橡塑材料产品已广泛应用于汽车、高铁、工程机械、石油机械、航空航天等领域。

表1: 公司橡塑材料产品简介

产品类别	材料特性	应用领域	
丁腈橡胶系列	耐油、耐寒、耐磨、耐老化及气密性	耐油管、胶带、橡胶隔膜、大型油囊、O形圈、油封、皮碗、膜片、活门等	
氟橡胶系列	化学稳定、耐热、抗氧化、耐油、耐腐蚀、耐大气老化	航空、导弹、火箭、舰艇、原子能、汽车、造船、化学、石油等	
橡胶材料	氢化丁腈橡胶系列	耐油、耐热、耐腐蚀、耐臭氧、抗压缩永久变形、高强度、耐磨	汽车、石油、航空航天等
	三元乙丙橡胶系列	耐老化、耐臭氧、耐天候、耐热、耐水、耐水蒸气、耐紫外线、耐辐射	汽车密封件、耐热胶管、胶垫、护套、建筑防水、电线电缆外皮保护等
	天然橡胶系列	常温高弹性、稍带塑性、良好的机械强度、耐屈挠、电绝缘	日常生活用品、医疗、交通、工业、农业、气象、国防军工设备等
塑料材料	聚苯硫醚 (PPS) -特种工程塑料	耐高温、耐腐蚀、阻燃和机械性能	开关、连接器、交流发电机等汽车部件以及底座和外壳等办公设备部件
	聚醚醚酮 (PEEK) -特种工程塑料	耐高温、耐热水及蒸汽、抗冲击、耐腐蚀、绝缘、阻燃及低发烟性	晶圆承载器、发动机零部件、变速传动零部件和转向零部件等
	聚酰亚胺 (PI) -特种工程塑料	耐高低温、耐辐射、耐有机溶剂、阻燃、耐磨	航空航天、兵器、微电子、纳米、液晶、分离膜、激光
	聚苯醚 (PPO) -工程塑料	优良的机械强度、耐应力松弛、抗蠕变性、尺寸稳定性	电子电气、汽车、机械工业、化工领域
	聚碳酸酯 (PC) -工程塑料	抗冲击、耐蠕变、尺寸稳定、耐热，吸水率低，介电性	玻璃装配业、汽车、电器工业、工业机械零件、光盘、包装、计算机等
	聚酰胺 (PA) -通用塑料	耐磨、自润滑性、强度、冲击韧性、耐疲劳，耐油、耐化学药品及气体阻隔性	汽车、机械、电子电气、通信设备、家用电器及建筑
	高冲击聚乙烯 (HIPS) -通用塑料	尺寸稳定、抗冲击、刚性、非极性聚合物、电绝缘	齿轮、螺丝钉、家庭电器、电话、清洁工具、汽车、电脑、包装等

数据来源: 公司招股说明书, 公司官网, 东吴证券研究所

2) 在橡塑制品端, 公司具备丰富的研发设计经验, 技术指标已达到或超过知名汽车厂商的要求。依据功能划分, 公司橡塑制品主要分为减震类和密封类零部件。在制造业领域, 橡胶类减震、密封零部件作为一类重要的工业元件, 已被广泛运用于各类机械、汽车、铁路机车、水上运输工具、飞机及其他航空器、建筑工程等。与客户技术标准相比, 公司的橡塑制品在拉伸强度、拉断伸长率、压缩永久变形等技术指标已达到或超过知名汽车厂商的要求, 技术指标对比如下表 3 所示。

表2: 公司橡塑制品产品简介

应用领域	产品类别	产品图示	主要特点
汽车领域	悬置		发挥支撑及减震作用, 降低动力总成振动向车身的传递, 衰减由于路面激励引起的动力总成振动
	防尘罩		对内部连接结构或装置发挥防尘保护作用, 具备易安装、抗老化、抗曲挠性好、使用寿命长等特点
	O 型圈、油封等密封件		用于机械缝隙, 防止内部油类渗出及外部异物的渗入, 保证机械正常运转

高铁领域	保护橡胶		用于车厢与车厢之间，起缓冲减震作用，具备环保、阻燃、耐候、低 VOC 及耐磨等特点
	密封垫		作为电气柜开关连接处的重量零部件起到承载电压、电流，并与金属壳体保持密封、绝缘的作用
	减震件		吸收和消耗路面冲击能量，起到减震降噪、缓和冲击、支撑等作用，实现高阻尼、大剪切、高刚度
工程机械领域	支承/垫板类		选用具有高耐磨、低压变、拉伸强度、伸长率大等优异性能聚氨酯材料，实现高承压、高耐磨的功能
	橡胶减震器		使振动源减少并控制振动源传递，广泛应用于工程机械领域如：压路机、振动机、液压夯等
石油机械领域	闸板阀座		密封作用，制作简单，更换方便，节约成本等
	油田用产品		用于油田连续油管作业中，阻止井内油气水外溢的作用，避免造成环境污染
航空航天领域	飞机及发动机零部件		在高压、高温、低温、高速、高频等特殊环境、特殊工况条件下起到密封、减震、降噪、阻燃、防护等作用。

数据来源：公司招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

表3: 公司产品满足客户产品技术标准情况

市场领域	产品名称	客户技术标准	公司产品性能参数
	散热器悬置上垫块总成	1、拉伸强度: $\geq 21\text{MPa}$; 2、拉断伸长率: $\geq 400\%$; 3、压缩永久变形 ($70^\circ\text{C} \times 24\text{h}$): $\leq 25\%$	1、拉伸强度: $\geq 21\text{MPa}$ 2、拉断伸长率: $\geq 400\%$ 3、压缩永久变形 ($70^\circ\text{C} \times 24\text{h}$) $\leq 25\%$
	后簧软垫	1、橡胶硬度: $80 \pm 5\text{ShoreA}$ 2、拉伸强度: $\geq 17\text{MPa}$ 3、拉断伸长率: $\geq 200\%$ 4、压缩永久变形 (A 型, $70^\circ\text{C} \times 22\text{h}$) $\leq 35\%$	1、橡胶硬度: $80 \pm 5\text{ShoreA}$ 2、拉伸强度: $\geq 17\text{MPa}$ 3、拉断伸长率: $\geq 200\%$ 4、压缩永久变形 (A 型, $70^\circ\text{C} \times 22\text{h}$) $\leq 35\%$
汽车领域	发动机舱密封条左/右连接件总成	1、橡胶硬度: $60 \pm 5\text{ShoreA}$ 2、拉伸强度: $\geq 5\text{MPa}$ 3、拉断伸长率: $\geq 250\%$ 4、压缩永久变形 ($70^\circ\text{C} \times 22\text{h}$): $\leq 35\%$ 5、燃烧特性: $\leq 100\text{mm/min}$	1、橡胶硬度: $60 \pm 5\text{ShoreA}$ 2、拉伸强度: $\geq 8\text{MPa}$ 3、拉断伸长率: $\geq 500\%$ 4、压缩永久变形 ($70^\circ\text{C} \times 22\text{h}$): $\leq 35\%$ 5、燃烧特性: $\leq 100\text{mm/min}$
	后背门限位块总成	1、拉伸强度 $\geq 40\text{MPa}$; 2、悬臂梁缺口冲击强度 (23°C) $\geq 8\text{kJ/m}^2$; 3、热空气老化 ($90^\circ\text{C} \times 1000\text{h}$) 后拉伸强度变化率 $\leq 25\%$; 4、弯曲强度 $\geq 50\text{MPa}$; 5、热变形温度 (1.8MPa) $\geq 75^\circ\text{C}$	1、拉伸强度 $\geq 40\text{MPa}$; 2、悬臂梁缺口冲击强度 (23°C) $\geq 8\text{kJ/m}^2$; 3、热空气老化 ($90^\circ\text{C} \times 1000\text{h}$) 后拉伸强度变化率 $\leq 25\%$; 4、弯曲强度 $\geq 50\text{MPa}$; 5、热变形温度 (1.8MPa) $\geq 75^\circ\text{C}$
高铁领域	橡胶板、橡胶隔板、操纵台防滑垫等系列产品	1、石棉: 禁用; 2、多溴联苯 (PPBs): $\leq 0.1\%$; 3、多溴二苯醚 (PBDEs): $\leq 0.1\%$ 1、氧指数 $\geq 30\%$; 2、 45° 燃烧, 难燃级; 3、烟密度 ≤ 200 ; 4、毒性指数 ≤ 1.2	1、石棉: 禁用; 2、多溴联苯 (PPBs): $\leq 0.1\%$; 3、多溴二苯醚 (PBDEs): $\leq 0.1\%$ 1、氧指数 $\geq 30\%$; 2、 45° 燃烧, 难燃级; 3、烟密度 ≤ 200 ; 4、毒性指数 ≤ 1.2

	格莱圈	1、拉伸强度 $\geq 15\text{MPa}$; 2、拉断伸长率 $\geq 150\%$	1、拉伸强度 $\geq 20\text{MPa}$; 2、拉断伸长率 $\geq 200\%$
工程机械		1、硬度: $70 \pm 5\text{ShoreA}$ 2、拉伸强度: $\geq 11\text{MPa}$; 3、压缩永久变形 ($100^\circ\text{C} \times 70\text{h}$) $\leq 50\%$;	1、硬度: $70 \pm 5\text{ShoreA}$ 2、拉伸强度: $\geq 15\text{MPa}$; 3、压缩永久变形 ($100^\circ\text{C} \times 70\text{h}$) $\leq 35\%$;
	密封圈	4、耐 IRM901 油 ($100^\circ\text{C} \times 70\text{h}$) 体积变化: $(-10 \sim +5)\%$ 5、耐 IRM903 油 ($100^\circ\text{C} \times 70\text{h}$) 体积变化: $(0 \sim +25)\%$	4、耐 IRM901 油 ($100^\circ\text{C} \times 70\text{h}$) 体积变化: $(-10 \sim +5)\%$ 5、耐 IRM903 油 ($100^\circ\text{C} \times 70\text{h}$) 体积变化: $(0 \sim +25)\%$

数据来源: 公司招股说明书, 公司官网, 东吴证券研究所

3.2. 高质量产业配套能力, 服务众多知名客户

凭借优良的产品性能和稳定的产品质量, 公司与众多知名客户建立了稳定的合作关系。橡塑材料与制品双业务并驾齐驱, 有利于公司发挥产品链条的协同作用进入下游高端市场, 并于市场竞争中占据重要地位。1) 在橡塑材料方面: 公司客户群体庞大, 涉及市场领域广, 包括汽车、铁路、航空、建筑、农用机械、通用金属设备配件等, 部分特种橡胶配方已成功应用在高铁、航空航天、石油石化等领域, 增强了公司在高端领域的竞争优势。2) 在橡塑制品方面: 公司与中国中车、三一重工、长城汽车等国内知名企业建立了良好、稳定的合作关系, 通过与上述公司合作, 成为汽车、轨道交通、航空航天、工程机械产业链的重要一员, 在技术和工艺水平持续提升的前提下业务规模将不断增长。与国内同行业竞争对手相比较, 公司在特种橡胶材料细分领域内的技术和工艺水平已具备较强的竞争优势, 在行业内形成了较强品牌知名度和市场影响力。

表4: 华密新材部分客户简介

公司名称	标志	简介
长城汽车 (汽车领域)		长城汽车是中国领先的 SUV 和皮卡制造商之一, 拥有多个子品牌, 包括哈弗、WEY 和欧拉, 覆盖从经济型到高端市场的广泛需求。公司在新能源汽车领域也推出了多款电动车型。
中国一汽 (汽车领域)		中国第一汽车集团公司是中国最早的汽车制造商之一, 拥有强大的研发能力和广泛的产品线, 包括乘用车、商用车和特种车辆。一汽与多家国际品牌有合作关系, 如大众、奥迪和丰田。
中国中车 (高铁领域)		中国中车是全球最大的轨道交通设备制造商, 拥有世界上最先进的高速列车和地铁车辆技术。公司的产品出口到全球多个国家和地区, 代表了中国高铁技术的国际竞争力。
三一重工 (工程机械领域)		三一重工是中国乃至全球领先的工程机械制造商, 以其高质量的挖掘机、起重机、混凝土机械等产品而闻名, 是行业内的领导者。
中石化 (石油机械领域)		中国最大的成品油和石化产品供应商、第二大油气生产商, 是世界第一大炼油公司、第二大化工公司
中国航发 (航空航天领域)		中国航空发动机集团公司 (AECC) 是中国唯一的航空发动机制造商, 负责研发和生产军用和民用飞机发动机, 是中国航空航天领域的重要支柱。

数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入拆分为橡塑材料和橡塑制品业务。

1) 橡塑材料: 公司具备较强配方实力, 已开发出 2,400 余种橡塑材料配方, 广泛应用于汽车、高铁、工程机械、石油机械、航空航天等领域, 预计 2024~2026 年公司橡塑材料业务实现营收 3.66/4.72/6.31 亿元, 毛利率分别为 23.58%/24.16%/24.50%。

2) 橡塑制品: 公司橡塑制品主要分为减震类和密封类零部件, 具备丰富的研发设计经验, 技术指标已达到或超过知名汽车厂商的要求, 竞争优势较强, 预计 2024~2026 年公司橡塑制品业务实现营收 1.36/1.69/2.22 亿元, 毛利率分别为 50.87%/51.44%/52.57%。

图 28: 分业务盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	362.98	335.51	400.45	504.48	643.94	855.45
营收增速/%	19.11%	-7.57%	19.35%	25.98%	27.64%	32.85%
毛利率/%	29.68%	28.02%	31.11%	31.36%	31.54%	32.65%
其中: 橡塑材料						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	262.87	235.66	289.33	366.44	472.50	630.94
营收增速/%	22.00%	-10.35%	22.77%	26.65%	28.94%	33.53%
毛利率/%	21.65%	18.75%	23.57%	23.58%	24.16%	24.50%
其中: 橡塑制品						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	99.02	98.44	111.12	136.43	169.06	221.56
营收增速/%	12.76%	-0.58%	12.87%	22.78%	23.92%	31.05%
毛利率/%	50.92%	50.02%	50.73%	50.87%	51.44%	52.57%
其中: 其他业务						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	1.08	1.41	--	1.61	2.38	2.95
营收增速/%	-25.82%	30.15%	--	--	47.54%	23.89%
毛利率/%	36.39%	41.65%	--	39.02%	40.34%	39.68%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

基于以上收入拆分, 我们预计公司 2024~2026 分别实现营业收入 5.04/6.44/8.55 亿元, 同比增速为 25.98%/27.64%/32.85%; 实现归母净利润 0.65/0.88/1.22 亿元, 同比增速为 25.42%/34.78%/39.53%; 毛利率水平分别为 31.36%/31.54%/32.65%。

可比公司: 我们选取浙江仙通、天铁股份和川环科技为可比公司。其中, 浙江仙通的产品较为集中, 主要为汽车橡胶和塑料密封条产品; 天铁股份产品主要包括轨道结构减振产品、嵌丝橡胶道口板等, 应用于轨道交通领域; 川环科技专注于为各大汽车整车制造厂商提供配套汽车橡胶软管, 主要产品为燃油系统胶管和冷却系统胶管, 与公司业务具有一定的可比性。

盈利预测与投资建议: 材料与制品双业务并驾齐驱, 公司业绩有望稳步增长。我们预计公司 2024~2026 归母净利润为 0.65/0.88/1.22 亿元, 对应最新 PE 为

25.44/18.88/13.53倍。与可比公司2024年平均PE(31倍)相比，公司估值水平相对较低，考虑公司作为特种橡塑专精特新“小巨人”，在特种橡胶材料细分领域内的技术和工艺水平已具备较强的竞争优势，在行业内形成了较强品牌知名度和市场影响力，以及募投项目逐步投产，业绩有望稳步增长。参考可比公司估值及增速，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图29：可比公司估值（截至2024年7月16日）

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			市盈率(P/E)		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603239.SH	浙江仙通	14.21	2.71	38.47	2.30	2.96	3.53	16.71	12.99	10.90
300547.SZ	川环科技	15.91	2.17	34.51	2.35	2.96	3.56	14.68	11.65	9.69
300587.SZ	天铁股份	3.97	11.71	46.48	0.75	2.06	3.07	61.97	22.56	15.14
平均值								31.12	15.74	11.91
836247.BJ	华密新材	13.66	1.21	16.55	0.65	0.88	1.22	25.44	18.88	13.53

数据来源：可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，华密新材盈利预测来自东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) 宏观经济运行及下游行业波动。**公司产品下游市场主要分布于汽车和高铁行业，若汽车产业波动下行，公司产品的市场需求可能有减少的风险。同时，高铁行业的发展放缓可能会对公司业绩产生不利影响。
- 2) 原材料价格波动的风险。**公司主要原材料包括合成橡胶、天然橡胶、炭黑、二辛酯、金属骨架等，其中合成橡胶、炭黑、二辛酯作为石油下游衍生产品，采购价格受石油等基础原料价格和市场供需关系影响较为明显。若原材料价格因素不能及时传导至下游客户，公司未来的业绩将受到不利影响。
- 3) 应收账款发生坏账的风险。**公司各期末应收账款账面价值是重要的资产组成部分。虽然公司主要客户多数为汽车、高铁、航空航天领域的央企、上市公司或知名企业，但若未来出现宏观经济形势恶化、企业经营不善等情形，可能导致应收账款不能按期或无法收回而发生坏账，从而将对公司的生产经营和业绩产生不利影响。

华密新材三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	394	428	508	633	营业总收入	400	504	644	855
货币资金及交易性金融资产	143	147	93	82	营业成本(含金融类)	276	346	441	576
经营性应收款项	145	163	259	347	税金及附加	3	4	6	7
存货	92	104	139	182	销售费用	17	22	29	40
合同资产	0	0	0	0	管理费用	23	30	37	49
其他流动资产	14	14	18	22	研发费用	26	33	43	56
非流动资产	126	160	182	197	财务费用	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	6	5	12	12
固定资产及使用权资产	58	59	57	55	投资净收益	2	1	1	2
在建工程	36	60	75	85	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	28	34	42	49	减值损失	(4)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	59	76	102	142
其他非流动资产	4	7	7	7	营业外净收支	0	0	(1)	0
资产总计	519	588	690	830	利润总额	58	75	101	141
流动负债	76	78	90	104	减:所得税	7	9	11	16
短期借款及一年内到期的非流动负债	30	30	30	30	净利润	52	67	90	125
经营性应付款项	11	14	17	22	减:少数股东损益	0	2	2	3
合同负债	5	2	4	7	归属母公司净利润	52	65	88	122
其他流动负债	29	32	38	45	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.43	0.54	0.72	1.01
非流动负债	10	10	10	10	EBIT	57	75	101	141
长期借款	9	9	9	9	EBITDA	67	86	113	154
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.11	31.36	31.54	32.65
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	12.96	12.90	13.62	14.30
其他非流动负债	1	1	1	1	收入增长率(%)	19.35	25.98	27.64	32.85
负债合计	86	88	100	114	归母净利润增长率(%)	21.69	25.42	34.78	39.53
归属母公司股东权益	432	497	585	708					
少数股东权益	1	3	5	8					
所有者权益合计	433	500	590	715					
负债和股东权益	519	588	690	830					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(12)	49	(22)	14	每股净资产(元)	4.64	4.10	4.83	5.84
投资活动现金流	(155)	(45)	(32)	(25)	最新发行在外股份(百万股)	121	121	121	121
筹资活动现金流	(2)	0	0	0	ROIC(%)	11.21	13.17	15.37	18.11
现金净增加额	(170)	4	(54)	(11)	ROE-摊薄(%)	12.00	13.08	14.99	17.29
折旧和摊销	11	11	11	12	资产负债率(%)	16.58	15.03	14.46	13.78
资本开支	(60)	(42)	(33)	(28)	P/E(现价&最新股本摊薄)	31.91	25.44	18.88	13.53
营运资本变动	(77)	(28)	(122)	(121)	P/B(现价)	2.95	3.33	2.83	2.34

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>