

## 改性塑料领军企业，布局隔膜再添新动力

### ——会通股份(688219)公司首次覆盖报告

#### 报告要点：

#### 国内改性塑料领军企业，盈利能力大幅度改善

会通股份主要从事改性塑料的研发、生产和销售，拥有聚烯烃类、聚苯乙烯类、工程塑料及其他类多种产品平台，产品种类丰富，是国内规模最大、客户覆盖最广的改性塑料企业之一。公司抓住时代机遇，加大对新能源汽车、消费电子等新市场的持续投入，优化市场结构，促进公司高质量发展；2023 年公司营业收入为 53.49 亿元，同比增长 3.27%；归母净利润为 1.47 亿元，同比增长 148.43%；2024 年 H1 归母净利润 0.95 亿元，同比增长 46.51%，盈利能力大幅改善。

#### 坚持多轮驱动，公司改性塑料业务稳步向上

改性塑料广泛应用于家电、汽车、通讯、医疗、电子电气、轨道交通、精密仪器等领域。会通股份以家电行业塑料供应起家，客户涵盖了美的、海尔、海信、长虹、LG 及 SN 等国内外知名家电企业，在家电领域处于行业领先地位；公司抓住新能源汽车以及改性塑料国产替代的时代机遇，努力实现头部客户份额提升和高价值场景客户的突破，汽车领域营收快速提升；2024 年 H1 公司实现汽车领域收入同比增长 26%，其中新能源汽车领域收入同比增长 61%；公司坚持家电与汽车板块双轮驱动，改性塑料业务稳中有升。

#### 布局湿法隔膜业务，开辟第二增长曲线

受益于新能源汽车及储能产业的快速发展，我国锂电池隔膜出货量快速增长；根据伊维智库，2023 年我国锂电池隔膜出货量已达 176.9 亿平方米，同比增长 32.8%，近五年 CAGR 为 56.1%。目前，国内隔膜设备普遍依赖进口，成本高昂，公司抓住隔膜设备国产化机遇，进军湿法隔膜领域；2023 年 6 月，公司与芜湖创韬共同设立会通新能源，规划建设年产 17 亿平方米的锂电池湿法隔离膜项目，完善其在新能源、新材料领域的布局；公司通过自研产线与原材料国产化的方式来降低隔膜成本，下游客户与传统业务高度重合，利于增加客户粘性，成为公司发展新的驱动力。

#### 投资建议与盈利预测

受益于改性塑料业务的稳定增长，产品结构优化，公司有望继续保持增长；预计公司 2024-2026 年营收分别为 61.26 /70.77 /81.49 亿元，同比增长 14.53%/15.53%/15.14%，归母净利润分别为 2.30/2.92/4.06 亿元，同比增长 56.40%/27.01%/39.05%，对应 PE17.44/13.73/9.88，给予“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济经济波动的风险，原材料价格波动的风险，隔膜项目进度不及预期。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5179.31	5348.84	6126.16	7077.45	8148.85
收入同比(%)	5.68	3.27	14.53	15.53	15.14
归母净利润(百万元)	59.16	146.97	229.86	291.96	405.96
归母净利润同比(%)	9.45	148.43	56.40	27.01	39.05
ROE(%)	3.31	7.67	10.96	12.46	15.10
每股收益(元)	0.13	0.32	0.50	0.64	0.88
(P/E)	67.78	27.28	17.44	13.73	9.88

资料来源：Wind,国元证券研究所

## 买入|首次评级

#### 基本数据

52 周最高/最低价 (元): 11.68 / 6.59

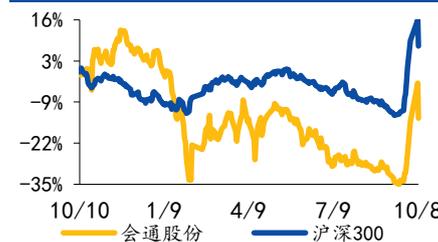
A 股流通股 (百万股): 459.28

A 股总股本 (百万股): 459.28

流通市值 (百万元): 4000.37

总市值 (百万元): 4000.37

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 龚斯闻

执业证书编号 S0020522110002

电话 021-51097188

邮箱 gongsuwen@gzq.com.cn

分析师 张帅峰

执业证书编号 S0020524010003

电话 021-51097188

邮箱 zhangshuaifeng@gzq.com.cn

## 目 录

1. 改性塑料领军企业，盈利能力大幅度改善.....	4
1.1 公司介绍：深耕改性塑料多年，实施股权激励彰显未来信心 .....	4
1.2 公司财务：营收稳健增长，盈利能力大幅改善 .....	5
2. 改性塑料领军企业，家电汽车领域多轮驱动 .....	7
2.1 改性材料性能优异，应用领域广泛 .....	7
2.2 改性塑料需求稳中有升，国产替代空间大 .....	9
2.3 公司产品种类丰富，聚焦大客户多领域覆盖.....	11
3 公司布局湿法隔膜行业，开辟第二增长曲线 .....	15
3.1 隔膜出货量持续增长，市场集中度有所下降.....	15
3.2 降本压力推进国产化进程，抓住时代机遇布局湿法隔膜.....	16
4.盈利预测与投资建议 .....	17
4.1 盈利预测 .....	17
4.2 估值评级 .....	18
5.风险提示.....	19

## 图表目录

图 1：会通股份发展历程.....	4
图 2：公司股权结构图 .....	5
图 3：2020-2024H1 年公司营收及增长情况 .....	6
图 4：2020-2024H1 年公司归母净利润及增长情况 .....	6
图 5：2020-2023 年主营业务营收占比.....	6
图 6：2023 年公司分产品营收占比 .....	6
图 7：2020-2024H1 年毛利率与净利率（%） .....	7
图 8：2019-2024H1 年三费水平（%） .....	7
图 9：研发费用率对比图（vs 金发科技，普利特） .....	7
图 10：2019-2024H1 年公司研发费用（亿元） .....	7
图 11：改性塑料外观图.....	8
图 12：塑料改性的方法及其效果.....	8
图 13：改性塑料生产工艺流程 .....	8
图 14：改性塑料家电领域应用场景（以洗衣机为例） .....	9
图 15：改性塑料汽车领域应用场景 .....	9
图 16：2016-2023 年我国四大家电产量（万台） .....	10
图 17：四大家电领域改性塑料使用量（万吨） .....	10
图 18：2019-2023 国内汽车和新能源汽车销量（万辆） .....	10
图 19：改性塑料单车使用量（kg/辆） .....	10
图 20：2018-2023 中国改性塑料产量（万吨） .....	11
图 21：2021-2024 中国改性塑料市场规模趋势图（亿元） .....	11
图 22：23 年 H1 公司应用市场收入结构占比.....	12

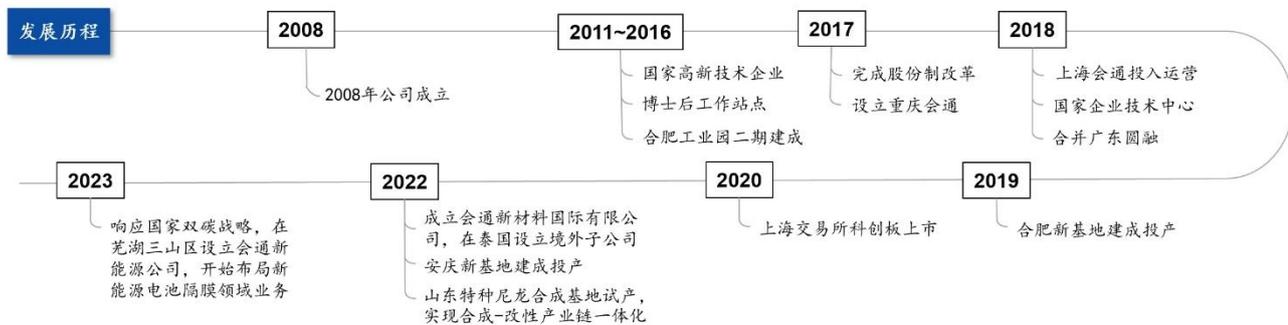
图 23: 家电领域的主要客户 .....	13
图 24: 汽车领域的主要客户 .....	13
图 25: 长链尼龙种类 .....	14
图 26: 采用长链尼龙的汽车管接头 .....	14
图 27: 2019-2023 年国内湿法隔膜出货量占比 .....	15
图 28: 2019-2023 年国内隔膜产品出货量 (亿平米, %) .....	15
图 29: 2021 年国内湿法隔膜行业竞争格局 .....	15
图 30: 2023 年国内湿法隔膜行业竞争格局 .....	15
图 31: 四大锂电材料毛利率对比 .....	16
图 32: 锂电隔膜成本构成 .....	16
表 1: 公司员工持股计划年度业绩考核目标 .....	5
表 2: 改性塑料细分种类 .....	9
表 3: 产品种类细分 .....	11
表 4: 公司在不同的市场领域推陈出新 .....	13
表 5: 国内隔膜企业设备采购来源 .....	16
表 6: 盈利预测 .....	17
表 7: 可比公司估值对比 .....	18

## 1. 改性塑料领军企业，盈利能力大幅度改善

### 1.1 公司介绍：深耕改性塑料多年，实施股权激励彰显未来信心

会通股份主要从事改性塑料的研发、生产和销售。2008 年公司以家电领域起步，聚焦高分子改性材料领域，构建独特的核心技术体系，是国内规模最大、客户覆盖最广的改性塑料企业之一。2020 年公司成功在上海交易所科创板上市；截止 23 年，公司产品已成功进入国内外多家新能源车企供应链体系并实现批量供货。2023 年公司把握时代机遇，战略布局了新能源板块业务,进军锂电湿法隔膜行业。

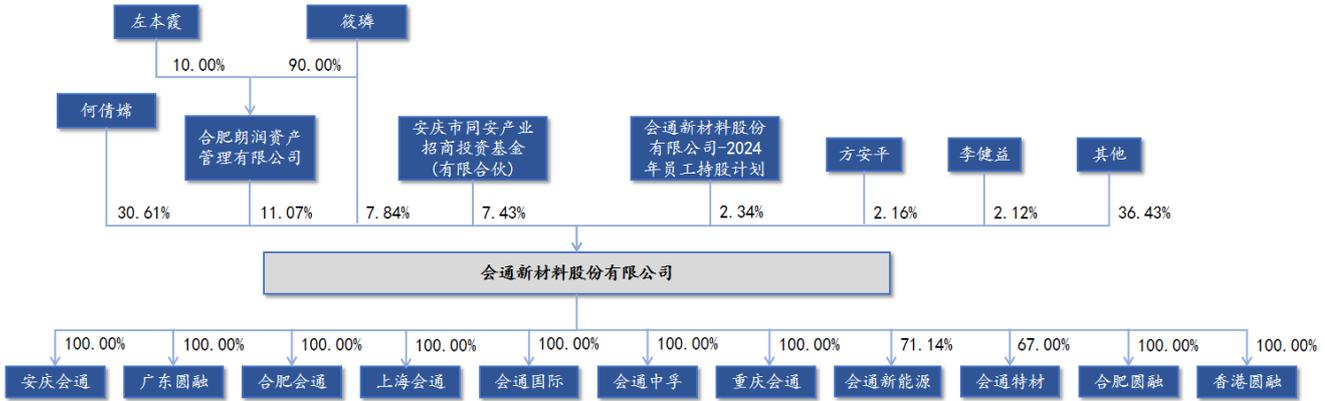
图 1：会通股份发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

何倩嫦女士为公司控股股东，股权结构稳定。截至 2024 年 8 月，美的集团实控人何享健的长女何倩嫦女士是公司的第一大股东，占股 30.61%，为公司的实际控制人，股权结构稳定。公司实行职业经理人制度，实际管理者是李健益女士，占股 2.12%。李健益女士管理经验丰富，于 2010 年至今担任公司总经理、董事长等职务，带领公司从零做起直至行业前列，为会通股份的快速发展和行业地位的提升做出了卓越的贡献。

图 2：公司股权结构图



资料来源：公司公告，iFinD，国元证券研究所（注：股权比例截至 2024 年 8 月）

**实施员工持股计划，提升团队凝聚力。**2024 年 3 月，公司发布员工持股计划，占公司当前总股本的 2.34%，旨在建立和完善员工、股东的利益共享机制，提高团队凝聚力，促进公司长期、持续、健康发展。该计划对公司的未来年度的业绩提出了明确的考核指标，以 23 年净利润为基数，未来三年业绩增长幅度分别为 25%、58%和 103%，彰显了对公司未来发展前景坚定的信心。

表 1：公司员工持股计划年度业绩考核目标

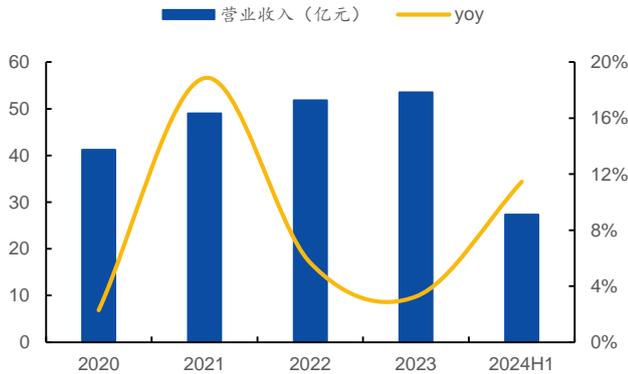
解锁期	考核年度	考核指标	目标值	触发值
第一个解锁期	2024	净利润增长率（以	25%	18%
第二个解锁期	2025	2023 年净利润为基	58%	40%
第三个解锁期	2026	数）	103%	72%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 1.2 公司财务：营收稳健增长，盈利能力大幅改善

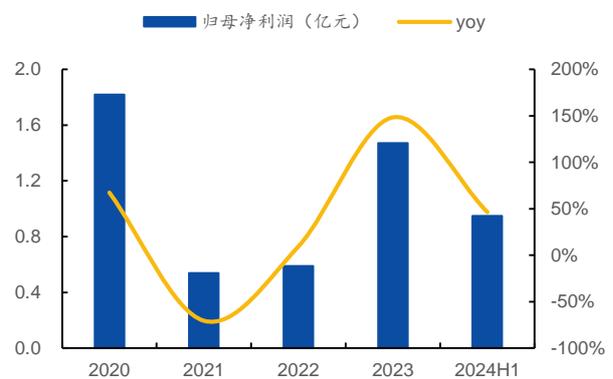
**公司营收稳步增长，归母净利润明显改善。**过去几年，公司把握住改性塑料国产替代以及新能源汽车快速崛起的时代机遇，营业收入稳健增长；2020 至 2023 年公司营业收入从 41.24 亿元增长到 53.49 亿元，GAGR 为 9.06%；利润端，2021-2022 年受疫情、原材料价格上涨等多方面因素的影响，公司归母净利润出现萎靡；2023 年公司抓住宏观市场结构性调整机遇，持续加大新能源汽车、消费电子等新市场的投入，公司归母净利润大幅度改善，2023 年实现归母净利润 1.47 亿元，同比增长 148.43%；今年上半年继续保持高增长态势，实现归母净利润 0.95 亿元，同比增长 46.51%。

图 3：2020-2024H1 年公司营收及增长情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

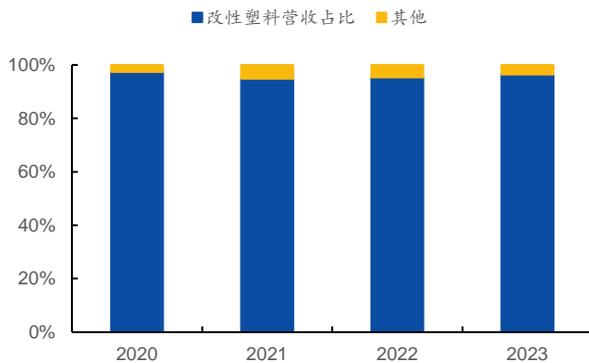
图 4：2020-2024H1 年公司归母净利润及增长情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

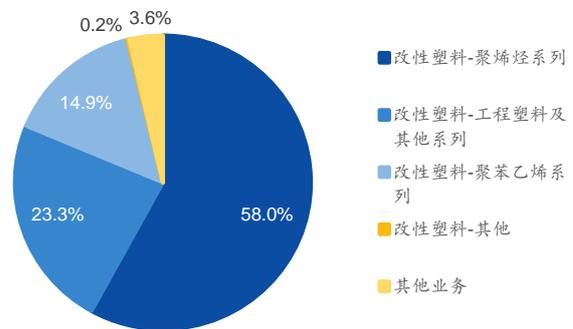
**聚焦改性塑料，产品种类丰富。**公司主要从事高分子改性塑料的研发、生产和销售，改性塑料是公司的主要收入来源，2023 年改性塑料实现销售收入 51.54 亿元，占比 96.36%。公司产品线类型丰富，有聚烯烃、工程塑料以及聚苯乙烯等多种类型的改性塑料，其中聚烯烃系列占公司总营收的 58.0%，聚苯乙烯系列占比 14.9%，工程塑料及其他系列占比 23.3%。

图 5：2020-2023 年主营业务营收占比



资料来源：iFinD，国元证券研究所

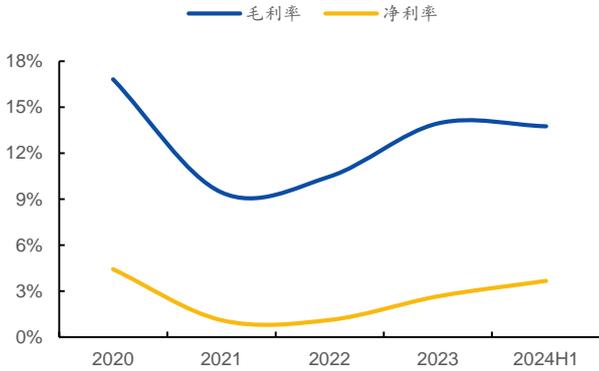
图 6：2023 年公司分产品营收占比



资料来源：iFinD，国元证券研究所

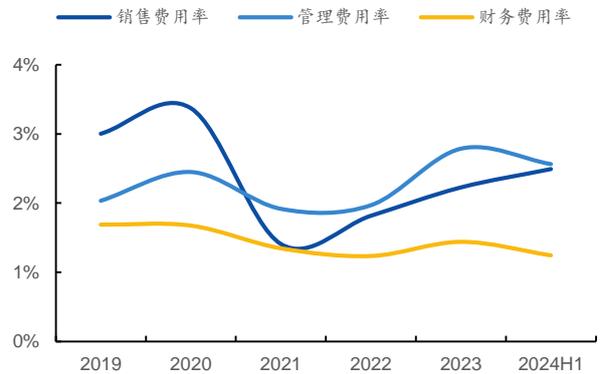
**盈利能力不断提升，三费水平相对稳定。**2021-2022 年受上游原材料价格上涨，单位材料成本增加影响导致公司的毛利率和净利率下滑；23 年以来，公司积极把握宏观市场结构性调整机遇，优化产品结构，持续加强成本管控，公司毛利率和净利率大幅度改善。2024 年 H1 公司毛利率为 13.75%，净利率为 3.66%；三费方面，公司费用率保持稳定，2024 年 H1 公司期间费用率为 10.62%，其中销售/管理/财务费用率分别为 2.49%/2.56%/1.25%。

图 7：2020-2024H1 年毛利率与净利率 (%)



资料来源：iFinD，国元证券研究所

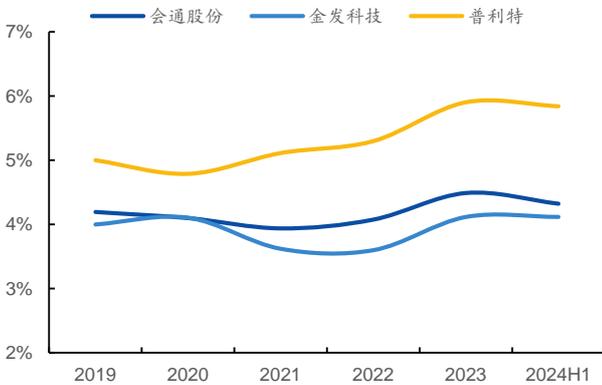
图 8：2019-2024H1 年三费率水平 (%)



资料来源：iFinD，国元证券研究所

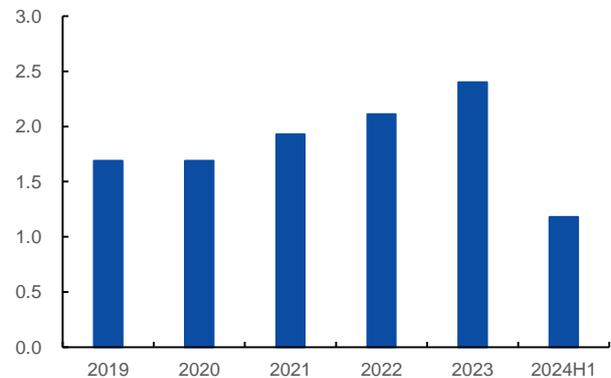
**高度重视研发，硕果累累。**公司始终专注于高分子改性材料的自主研发与技术创新，持续加大研发投入，2024H1 年公司研发费用为 1.18 亿元，同比上涨 17.27%，研发费用率达 4.33%。公司依靠深厚的科技创新实力，掌握了多项自主研发的核心技术，积累了丰富的行业经验和专业技术，在改性材料领域具有较强的技术能力和行业影响力。截止 2024 年 6 月，公司参与起草并发布了 23 项国家标准，2 项行业标准；累计获得专利 260 项，其中发明专利 206 项，实用新型专利 54 项，拥有软件著作权 32 项，并形成了九大核心特色产品以及 21 项核心技术。

图 9：研发费用率对比图 (vs 金发科技，普利特)



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 10：2019-2024H1 年公司研发费用 (亿元)



资料来源：iFinD，国元证券研究所

## 2. 改性塑料领军企业，家电汽车领域多轮驱动

### 2.1 改性材料性能优异，应用领域广泛

**塑料改性能优异，满足不同应用需求。**高分子改性材料是指在塑料基材中添加特定的化学成分或进行物理处理，以改善其性能、增强其功能或提高其加工性能的塑料产品。塑料改性可以分为化学改性和物理改性，化学改性在合成树脂聚合的过程中发生，

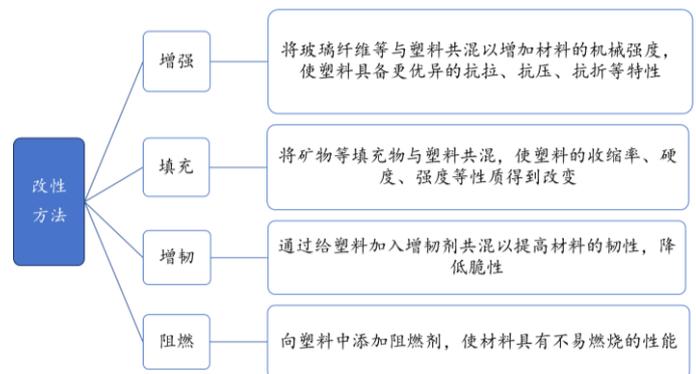
如共聚、接枝、交联等；物理改性在合成树脂加工过程中进行，如填充、共混、增强等。不同的改性方法能够满足多样化的产品需求。塑料改性不仅能够增强塑料耐磨性、耐高温性等原有性能，还可以赋予塑料特殊的功能，如防静电、阻燃、耐光老化、抗紫外线等，同时改性塑料的加工性也能得到显著优化，有利于塑料制品的加工成型。

图 11：改性塑料外观图



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 12：塑料改性的方法及其效果



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

**配方设计和工艺能力是合成改性塑料的关键。**改性塑料生产工艺流程主要包括配料投料、计量、熔融挤出、水冷定型、切粒、烘干均化、包装入库等多个步骤，改性塑料产品的核心竞争力在于产品配方设计和工艺设计能力；配方的设计决定着塑料改性的性能，工艺技术能力主要是指生产过程中不断对设备进行改性、调整并与具体产品相匹配，以达到性能、成本和效率的最佳组合。

图 13：改性塑料生产工艺流程



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

**改性塑料种类多样，下游应用领域众多。**改性塑料按照性能分为阻燃树脂类、增强增韧树脂类、玻纤增强热塑性塑料、塑料合金类以及功能色母类产品，可以满足多样的市场需求。上游原材料主要为石油化工行业，主要包括聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）、聚苯乙烯（PS）聚氯乙烯（PVC）、丙丁苯共聚物（ABS）等合成树脂以及各类添加剂和改性填充材料；下游广泛应用于电动工具、汽车零部件、家用电器、电子电气、家具类制品、精密仪器等各类工业制品，其中家电和汽车占比较高，占比超过 50% 以上。

表 2：改性塑料细分种类

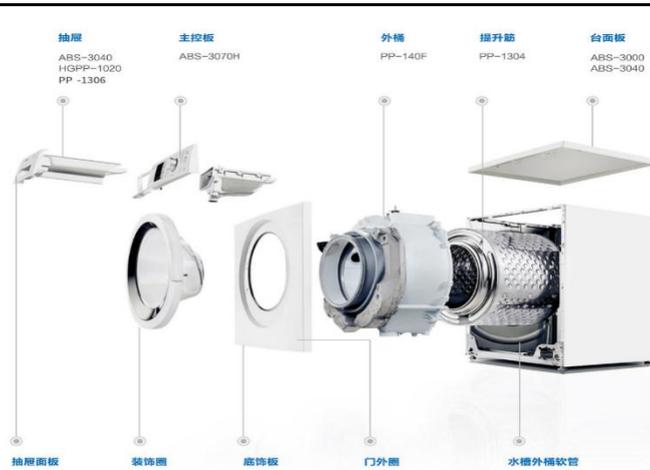
大类	细分类型	具体应用
阻燃树脂类	阻燃高抗冲聚苯乙烯 (PS) 树脂、阻燃聚丙烯 (PP) 树脂、阻燃丙烯腈-丁二烯-苯乙烯 (ABS) 树脂等	制造电器外壳、内部零件、周边器材、新能源汽车充电插头、高低压连接器等
增强增韧树脂类	耐候增韧聚丙烯 PP 专用料、玻纤增强材料、增韧聚酰胺 (PA) 材料等	生产汽车及家电产品内部零件、电动工具外壳、办公桌椅结构件
玻纤增强热塑性塑料	短纤维增强热塑性塑料、长纤维增强热塑性塑料、热塑性拉挤复合玻纤增强塑料	制造电脑配件、机械零部件、电动工具及灯具零部件
塑料合金类	聚碳酸酯 (PC) 合金、聚氯乙烯 (PVC) 合金	生产汽车仪表面板、计算机和办公室自动化设备等
功能色母类	色母粒、阻燃母粒、抗老化母粒、抗静电母粒	包装薄膜、涤纶纤维、制造电子、电器产品的外壳等

资料来源：中商情报网，国元证券研究所

## 2.2 改性塑料需求稳中有升，国产替代空间大

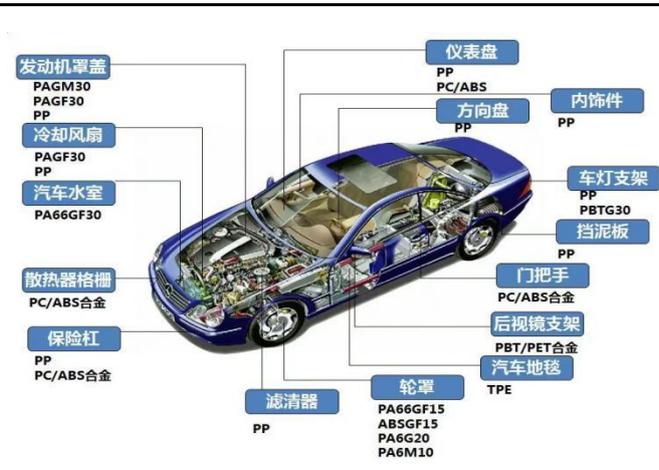
改性塑料在家电、汽车领域广泛应用。在家电领域，改性塑料可应用于家用电器的叶片、外饰、壳体等诸多配件中，满足家用电器的安全性需求。在汽车领域，改性塑料广泛应用于座椅、内饰、发动机悬置、结构嵌件、前端模块、行人防撞保护杆、油底壳等汽车零部件，成为汽车轻量化的解决方案之一。

图 14：改性塑料家电领域应用场景（以洗衣机为例）



资料来源：会通股份官网，国元证券研究所

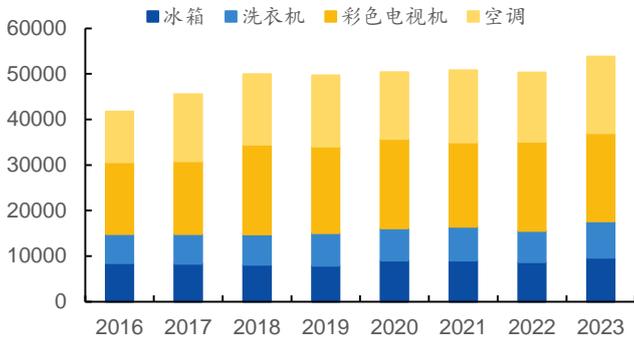
图 15：改性塑料汽车领域应用场景



资料来源：改性工程塑料之家，国元证券研究所

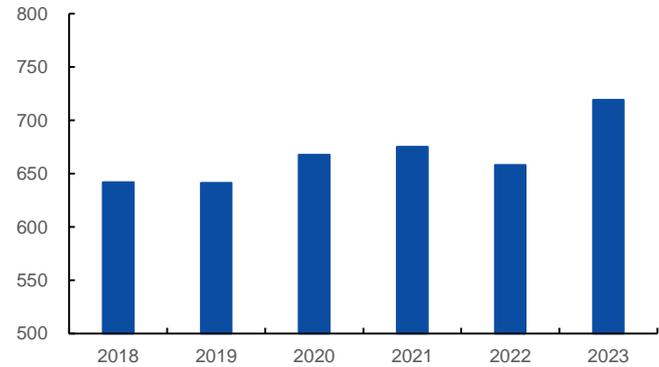
家电行业改性塑料需求稳中有升。随着生活水平的提高，电冰箱、洗衣机、电视机和空调等家用电器已经走进千家万户，其中电视机、冰箱、洗衣机的普及率已经接近 100%，空调普及率已经超过 60%。四大家电改性塑料含量较高，空调改性塑料占比 11%，电视机为 25%左右，洗衣机和冰箱占比高达 30%以上；以智能家居为核心的家电消费升级和产品结构升级带来家电业持续性的增长，2023 年我国四大家电总销量为 53836.9 万台，家电产销量的增加带动改性塑料需求的稳步增长。

图 16: 2016-2023 年我国四大家电产量 (万台)



资料来源: iFinD, 国元证券研究所

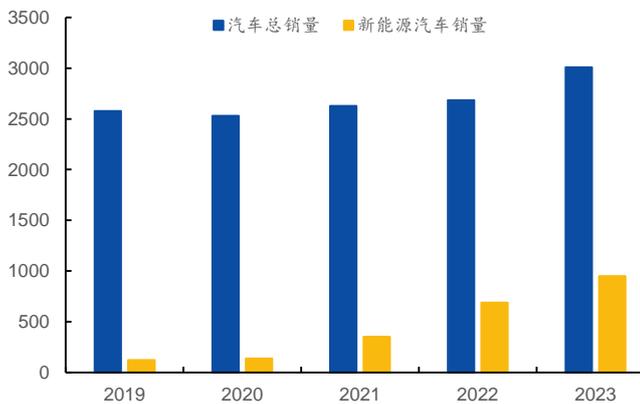
图 17: 四大家电领域改性塑料使用量 (万吨)



资料来源: 艾邦高分子, 国元证券研究所

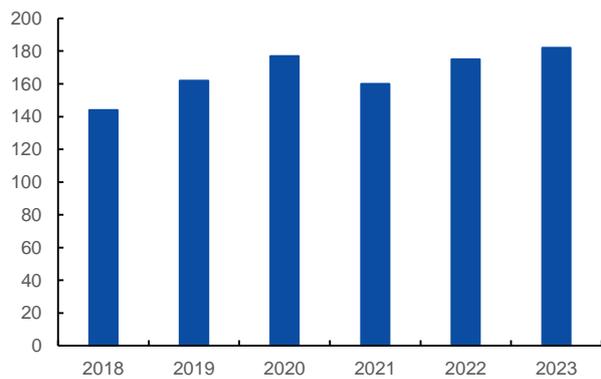
**国内新能源汽车快速崛起, 改性塑料单车用量提升。**近年来, 我国汽车产业取得了突破性进展, 2023 年我国汽车产销量首次突破 3000 万辆大关, 年产销量双双创历史新高, 实现两位数较高增长; 其中新能源汽车销量 949.5 万辆, 同比增长 37.9%, 新能源汽车占比快速提升。随着新能源汽车强势增长及汽车工业向轻质、节能、环保等发展, 改性塑料凭借优良的性能, 持续受益于汽车轻量化浪潮, 单车用量有望进一步提升, 23 年平均每辆汽车改性塑料增长至 182 公斤。汽车总销量的增长、新能源车渗透率的提升, 单车改性塑料用量的增加成为改性塑料在汽车领域增长的重要引擎。根据思瀚产业研究院统计, 预计 2026 年汽车用改性塑料需求总量约为 598 万吨, 发展空间广阔。

图 18: 2019-2023 国内汽车和新能源汽车销量 (万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会, 国元证券研究所

图 19: 改性塑料单车使用量 (kg/辆)

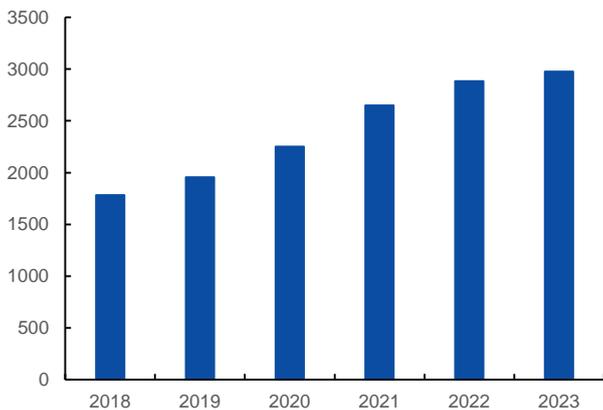


资料来源: 前瞻产业研究院, 国元证券研究所

**改性塑料整体需求稳健增长。**高分子改性材料领域作为新材料领域中的一个重要分支, 是国家重点鼓励和发展的行业。2022 年六部门联合印发《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》, 建立完善化工新材料特别是改性专用料、精细化学品尤其是专用化学品等标准体系, 至 2025 年, 我国化工新材料的保障水平要达到 75%。改性塑料应用领域不断延伸, 汽车、电子、

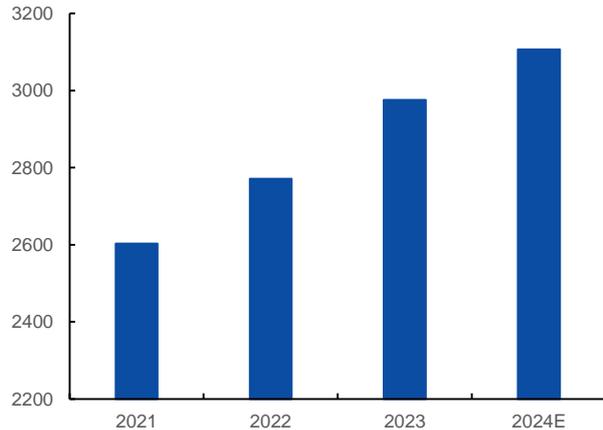
包装、建筑等领域的使用量逐年增加，市场规模保持持续增长态势。2018年至2022年，我国改性塑料产量由1783万吨提升至2884万吨，年复合增长率达10.1%；根据我国规模以上工业企业初级形态塑料总产量以及改性化率进行测算，2023年产量已接近3000万吨。

图 20：2018-2023 中国改性塑料产量（万吨）



资料来源：中商情报网，前瞻网，国元证券研究所

图 21：2021-2024 中国改性塑料市场规模趋势图（亿元）



资料来源：中商情报网，塑料产业，国元证券研究所

**外资企业占据大半市场，国产替代空间巨大。**国内改性塑料行业竞争格局分三个层次，即大型外资企业，规模内资企业，小型内资企业；美国、德国、日本和韩国等发达国家改性塑料应用较早，技术发展较为成熟；大型外资企业在改性塑料高端市场仍占据主要位置，而国内企业产能超过万吨的规模内资企业较少，国内高端改性塑料市场以进口为主，进口替代需求较大；随着近年来国家相关政策支持力度的不断增加，且部分内资企业加大研发投入力度，在技术方面差距逐渐缩小。此外，内资改性材料生产企业在生产成本控制、客户需求响应、市场反应效率等方面相比外资企业天然具备优势，国内市场内资占有率有望快速提升。

### 2.3 公司产品种类丰富，聚焦大客户多领域覆盖

**公司产品矩阵丰富，下游覆盖全面。**会通股份深耕改性材料多年，凭借着兼容性高的生产设备，巧妙的配方设计和精确的参数控制，形成了低散发材料、增强复合材料、高稳定阻燃材料、免喷涂材料、健康防护材料等特色系列产品，广泛应用于汽车、家电、通讯基站、消费电子、动力电池、光伏、储能、安防、电动工具、连接器等下游领域，为客户提供多产品、多层次的行业解决方案。

表 3：公司产品种类众多

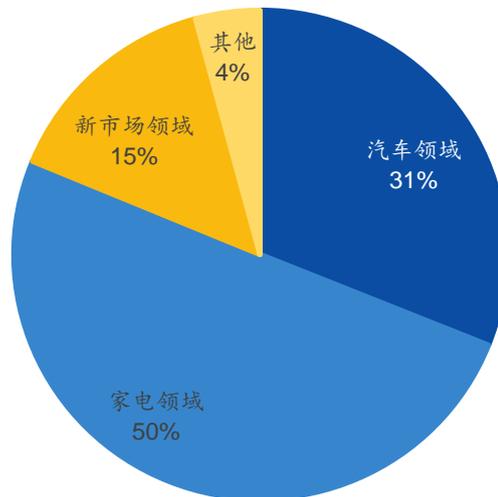
产品种类	产品特点	主要工艺	主要用途
低散发材料	高洁净、低气味、低散发	结合整合型抗氧化剂和高效汽提剂的使用，对熔体进行深度清洗，对生产工艺中的螺杆组合、长径比以及烘料系统进行了优化	主要用于汽车内饰、家用电器外壳部件、电子产品、儿童玩具、电线电缆外皮包裹材料等

增强复合材料	高强度、轻质、耐用	将低损伤熔融浸渍纤维增强工艺和纤维增强外观技术进行有机结合，形成纳米填料和纤维杂化的新型增强材料技术体系	汽车车身、汽车部件、基础设施建设。
高稳定阻燃材料	阻燃持久、安全可靠、低烟无毒	通过自主研发的高稳定性阻燃技术，减少材料高温加工过程中阻燃剂析出以及材料受热降解的风险，提高材料热稳定性	电子电器设备外壳、通讯设备基础设施建设、交通工具内饰件、新能源汽车电池包组件类对耐高温、阻燃有要求的设备
免喷涂材料	耐候、耐刮、硬度强、易着色	采用中低温注塑工艺，注重干燥控制，中速分段注射，以确保材料性能与外观效果，无需后处理喷涂	家电产品的外壳、内部部件、装饰条；汽车内外饰件等
健康防护材料	材料纯净、气味低、熔喷效果优良	长效抗菌技术，有效减少抗菌剂在使用中的流失损耗；研发的高填充食品级材料技术用于制备各类食品级材料	一次性医疗产品、医疗器械外壳、个人防护装备如口罩、防护服、护目镜等

资料来源：公司公告，国元证券研究所

**行业地位领先，扩张产能满足市场需求。**公司是国内改性材料领域的龙头企业之一，积累了丰富的行业经验和技術，在改性材料领域具有较强的技术能力和行业影响力。公司目前已经拥有合肥、重庆、广东、安庆和山东改性塑料生产基地，通过精益改造、结构化调整以及扩建等多种方式，持续放大产能；截止 23 年底，公司现有产能 57.7 万吨，在建产能 14 万吨，预计到 25 年年底全部建设完工投入使用。除此之外，公司泰国工厂一期年产能 3 万吨项目已顺利投产，并依托泰国基地，积极开展其他东南亚国家的业务布局，增强公司在东南亚市场的品牌影响力。

图 22：23 年 H1 公司应用市场收入结构占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

**公司产品应用以家电、汽车为主，积极布局新兴市场。**公司依靠美的起家，营收结构中家电领域占比较高，2023 年 H1 家电收入占比约 50%；公司紧抓家电行业海外出口及产业创新机遇，围绕智能家居、健康环保、绿色低碳等行业趋势需求，为客户提

供优质的材料解决方案，巩固公司在家电领域的材料领先地位；随着国内新能源汽车的快速崛起，公司汽车板块业务快速发展，2024年H1实现汽车领域收入同比增长26%，其中新能源汽车领域收入同比增长61%。同时，公司积极布局新兴市场，在消费电子、连接器、光伏、动力电池及储能等多领域提供定制化材料解决方案，与客户建立了紧密的合作伙伴关系。

**聚焦大客户战略，客户结构覆盖全面。**公司是国内规模最大、客户覆盖最广的高分子改性材料企业之一；在家电领域，公司聚焦核心大客户，覆盖了美的、海尔、海信、创维、博西华、TCL、A.O.史密斯、奥克斯、飞利浦、松下、冠捷、BOE、长虹、LG及SN等国内外知名家电企业，为客户提供优质稳定的产品服务；在新能源汽车领域公司强化与比亚迪、赛力斯、奇瑞、吉利、蔚来等新能源汽车厂商合作深度，材料广泛应用于高速连接器、传感器、热管理系统等智能网联汽车部件，满足汽车客户对于材料轻量化、电磁屏蔽等性能要求。在燃油汽车领域，客户覆盖上汽大众、一汽大众、广汽丰田、一汽丰田、长城、长安等知名汽车厂商。

图 23：家电领域的主要客户

图 24：汽车领域的主要客户



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

产品技术不断迭代创新，满足客户多样化的需求。公司持续加大研发力度，针对不同应用场景，识别客户需求和痛点，推出多款材料解决方案，满足客户多样化的性能要求。在汽车系统中，公司针对汽车连接系统、电池系统、充电系统等应用场景，推出新能源电气安全用尼龙材料、电池护盖尼龙材料、充电桩 PC/ASA 材料等多款材料解决方案。在家电方面，加大家电领域核心部件材料功能化需求研发，针对空调与冰箱的压缩机，开发出长期耐冷媒 PBT 材料，解决了聚酯材料长期接触冷媒有机物析出，堵塞压缩机毛细管路等痛点问题，赋予终端产品更好的长期可靠性。在新兴市场连接器领域，公司成功量产可用于连接器部件的 PBT 材料，解决了薄壁成型瓦斯气问题。

表 4：公司在不同的市场领域推陈出新

细分市场	应用场景	产品研发	
汽车领域	汽车电子电气系统	汽车连接系统	新能源电气安全用尼龙材料
		电池系统	电池护盖尼龙材料
		充电系统	充电桩 PC/ASA 材料
	汽车外饰	热管理系统	进气格栅尼龙材料
		保险杠	保险杠上下本体 PP+EPDM 材料

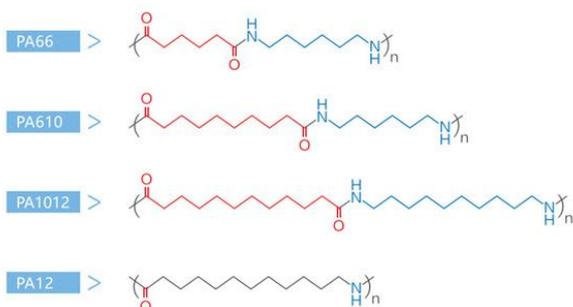
		车身顶棚	天窗支架 PP 材料
		车灯系统	PC 车灯专用材料
	汽车内饰	门板	门板本体
		立柱	立柱护板
		座椅	座椅背板 PP+EPDM
		仪表板	高流动薄壁注塑成型 P-TPE 透光表皮材料
	汽车智能座舱和自动驾驶	智能座舱控制器接口	薄壁阻燃 PBT 材料
		传感器	高 CTI 高温尼龙材料
无人驾驶	汽车前端模块	轻质连续纤维增强聚丙烯材料	
家电领域	舒适方面	噪音控制与良触感	从“材料-模具-结构”三位一体角度提供全流程材料解决方案
	美学方面	终端产品	免喷涂材料
	功能化方面	空调与冰箱的压缩机	长期耐冷媒 PBT 材料
新市场领域	消费电子领域	中高端覆皮机型	高流动阻燃 PC 材料
	连接器领域	薄壁成型瓦斯气	连接器部件的 PBT 材料
	电动车领域	铝材电动车后扶手	以塑代铝玻纤增强 PA6 材料
	动力电池、储能、通信和医疗	\	无卤阻燃 PC 及 PC/ABS 合金

资料来源：公司公告，国元证券研究所

**布局新材料，打造新的增长点。**公司密切关注行业动态和前沿技术，通过特种工程材料“聚合-改性”一体化平台，推进长碳链尼龙材料的深化应用并取得丰硕成果。长碳链尼龙是指分子结构中在 2 个酰胺基团之间的亚甲基长度超过 8 个以上的尼龙，该材料具有耐腐蚀、耐磨损、柔软性好、润滑性好以及易加工等优点，应用领域广泛；公司在汽车、家电和新市场均推出了相应的长碳链尼龙材料解决方案，如汽车里的管接头、空调冷却管等等；除此之外，公司针对无人机的轻量化需求推出了轻量化 PC 材料、超高模量碳纤增强复合材料，面对机器人感知系统应用场景推出了低介电材料、电磁屏蔽材料、微波吸收材料以及导热材料；公司积极布局特色新材料，产品矩阵进一步丰富完善，助力公司可持续、高质量的发展。

图 25：长链尼龙种类

图 26：采用长链尼龙的汽车管接头



资料来源：公司官网，国元证券研究所

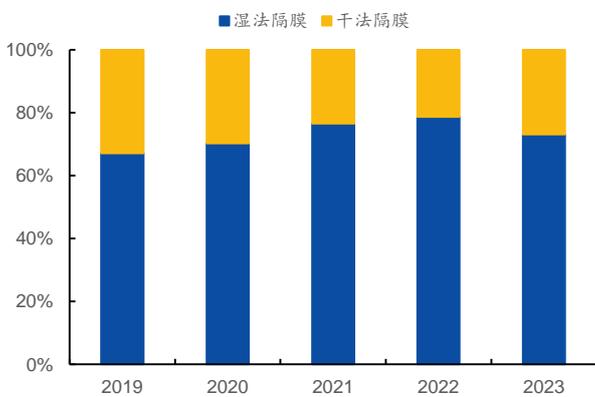
资料来源：公司官网，国元证券研究所

### 3 公司布局湿法隔膜行业，开辟第二增长曲线

#### 3.1 隔膜出货量持续增长，市场集中度有所下降

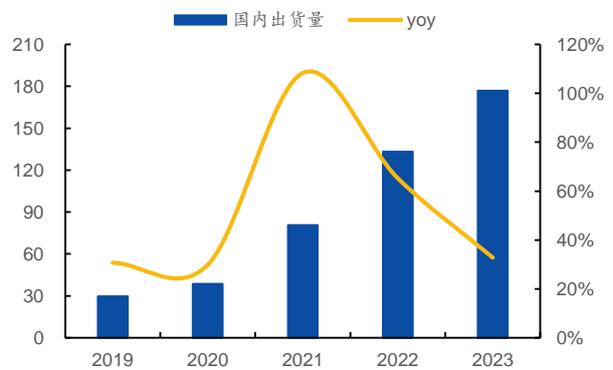
锂电池隔膜出货量快速增长，湿法隔膜占据主流。隔膜是一种薄膜状的高分子材料，其作用主要是将电池正负极分开，避免短路，提高电池的安全性。根据生产工艺的不同，可以分为干法膜和湿法膜；湿法隔膜厚度较薄，可以提高锂电池的能量密度和空间利用率，占据市场主流，2023 年我国湿法隔膜出货量占比高达 73.1%。受益于我国新能源汽车产业及储能产业的快速发展，我国隔膜出货量持续高增，2023 年达到 176.9 亿平米，同比增长 32.8%。

图 27：2019-2023 年国内湿法隔膜出货量占比



资料来源：EVTank，伊维智库，国元证券研究所

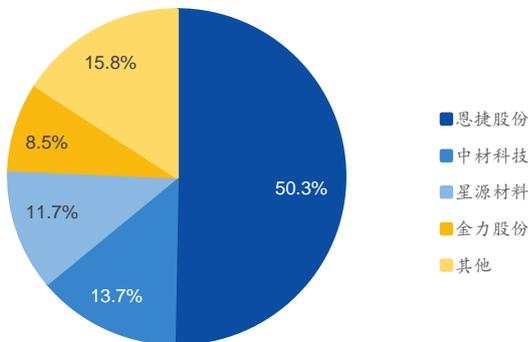
图 28：2019-2023 年国内隔膜产品出货量（亿平米，%）



资料来源：高工锂电，国元证券研究所

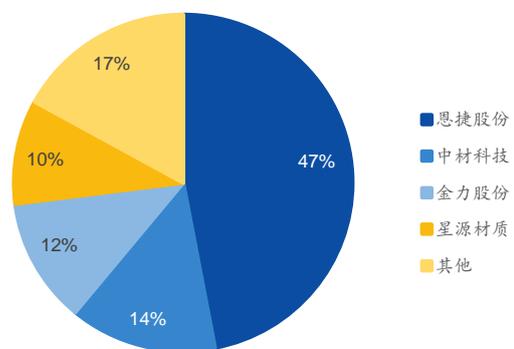
隔膜行业“一超多强”，集中度有所下降。目前，我国湿法隔膜行业排名靠前的领军企业分别为恩捷股份、中材科技、金力股份与星源材质；2023 年，恩捷股份占据国内湿法隔膜市场份额的 47%，处于行业龙头地位，湿法隔膜行业仍处于“一超多强”的竞争格局。与 2021 年相比，湿法隔膜行业的企业集中度有所降低，CR4 下滑 1.2 个百分点。

图 29：2021 年国内湿法隔膜行业竞争格局



资料来源：华经产业研究院，国元证券研究所

图 30：2023 年国内湿法隔膜行业竞争格局

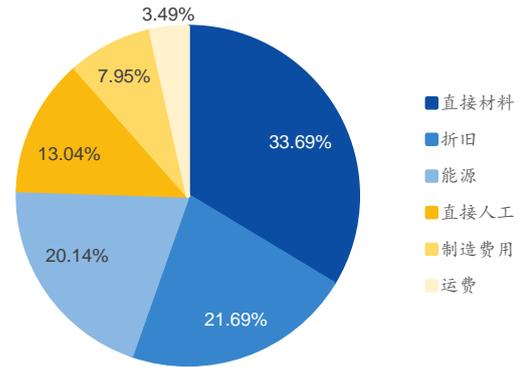
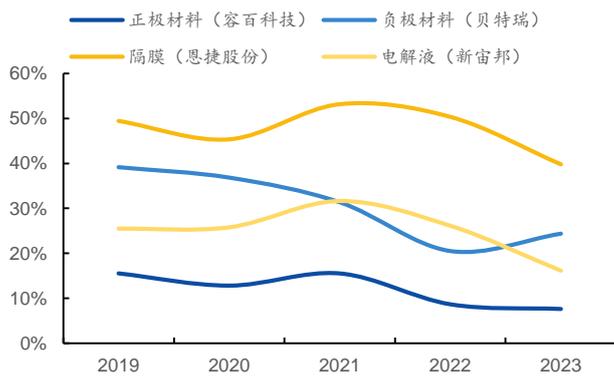


资料来源：鑫锂锂电，国元证券研究所

锂电池隔膜盈利能力较强。锂离子电池主要由四大关键材料构成：正极材料，负极材料，电解液和隔膜。隔膜行业的盈利能力较强，以恩捷股份为例，其隔膜的毛利率为40%-50%，而其他主材的毛利率普遍在30%以下。尽管近年来受行业下行趋势影响，隔膜行业毛利率有所下滑，但仍十分可观，2023年恩捷股份膜类产品营收为100亿元，毛利率为39.83%。

图 31：四大锂电材料毛利率对比

图 32：锂电隔膜成本构成



资料来源：iFinD，国元证券研究所

资料来源：沧州明珠 2023 年年报，国元证券研究所

### 3.2 降本压力推进国产化进程，抓住时代机遇布局湿法隔膜

设备成本占比较高，隔膜设备国产化势在必行。隔膜制造对设备精密度、自动化水平要求很高，近几年受限于工艺、技术、产能等多方面因素，国内隔膜企业扩产设备主要依赖进口。恩捷股份的设备供应商主要是日本制钢所，星源材质采用的是德国布鲁克纳，中材科技的合作方是日本东芝。隔膜生产成本一般由原材料成本、设备折旧、人工、能源消耗等部分组成。其中，设备折旧成本占比较高，根据沧州明珠报告，2023年其设备折旧成本占比为21.69%。在行业竞争降本增效的背景下，成本管控的重要性日益凸显，国内厂商对于推进隔膜设备国产化势在必行。

表 5：国内隔膜企业设备采购来源

隔膜厂商	合作方	合作内容
恩捷股份	日本制钢所	恩捷股份与日本制钢所签订协议，锁定其大部分产能来保证公司的新增产线设备的需求。2022 年能够交付 25 条产线；2023 年交付 30 条产线；2024 年交付 40 条产线。
星源材质	德国布鲁克纳	2023 年 10 月，星源材质子公司佛山星源向布鲁克纳购买 4 条双向拉伸微孔电池隔膜生产线设备的设计、制造、安装指导等服务。星源材质与布鲁克纳共同研发，于 2023 年发布全球首个第五代超级湿法线单线。2021 年 3 月，深圳星源向布鲁克纳购买 8 条双向拉伸微孔电池隔膜生产线设备的设计、制造、安装指导等服务。
中材科技	日本东芝	中材科技内蒙基地产线设备与南京基地大部分产线设备的供应商为日本东芝。2023 年，公司的南京基地、内蒙基地、宜宾基地、萍乡基地共有 20 条左右的产线投产，其中 16 条是东芝的新线，部分东芝新线单线规模可达到年产能 1.25 亿平方米。

资料来源：各公司公告，国元证券研究所

隔膜设备国产化进程加速。受国内市场推广应用加快带动，国产设备技术水平在快速

提升。中科华联在设备国产化方面走在了行业前列，是国内少有能提供锂电池隔膜整线装备的厂家，并交付多条设备；欧克科技已正式向九江冠力交付首条产线速度为100m/min的湿法锂电隔膜设备生产线并通过验收；四川嘉拓智能研发并装配出宽幅达7.5米、理论速度达到120米/分钟的隔膜拉伸生产线；隔膜设备国产化不仅可以更快地响应下游隔膜客户的需求，而且开发宽幅设备提高单线产能来降低成本，成为行业发展的必然趋势；根据GGII数据显示，我国湿法隔膜设备国产化率接近30%；

**会通股份抓住隔膜国产化机遇，开辟第二增长曲线。**公司立足公司主营新材料产品的行业定位，在上游供应、下游应用市场较高重合度的情况下把握时代机遇，进军锂电池隔膜领域；通过联合开发的方式完成国产化锂电池隔膜产线的建设，并采购国产原材料进行生产，有望大幅度降低成本。2023年6月，公司拟与芜湖创韬共同设立安徽会通新能源科技有限公司，投资20亿元建设8条湿法隔离膜生产线，年产17亿平方米锂电池湿法隔离膜项目。通过产业领域的延伸和拓展，有利于加强产业链之间的紧密结合，完善公司在新能源、新材料领域的产业布局，打造公司新的增长极。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

**改性塑料业务：**公司作为改性塑料领军企业，下游应用主要以家电和汽车领域为主，聚焦行业战略客户，客户涵盖范围广泛；公司以家电业务为基本盘，抓住新能源汽车快速发展以及改性塑料国产替代的时代机遇，改性塑料稳中有升，未来几年公司仍将保持稳健增长的态势。因此，我们预计公司改性塑料业务2024-2026年营收分别为58.76/66.10/74.03亿元，随着汽车业务占比的提升，产品结构的持续优化，公司毛利率有望继续边际改善，2024-2026年公司改性塑料毛利率分别为14.50%/15.00%/15.50%。

**隔膜业务：**公司抓住时代机遇进军湿法隔膜行业，成为新的增长点；随着产能的顺利投放，有望逐步贡献收入，我们预计公司隔膜业务2024-2026年营收分别为0.4/2.4/5.0亿元；随着产能规模的提升，叠加公司国产设备与原材料的低成本优势，公司毛利率有望稳步提升，预计2024-2026年公司毛利率分别为30.00%/35.00%/40.00%。

综上所述，我们预计公司2024-2026年整体营收增速分别为14.53%/15.53%/15.14%，毛利率分别为14.24%/15.32%/16.66%。

表 6：盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5179.31	5348.84	6126.16	7077.45	8148.85
yoy	5.68%	3.27%	14.53%	15.53%	15.14%
毛利率	10.47%	13.94%	14.24%	15.32%	16.66%
<b>改性塑料</b>					
营业收入（百万元）	4933.82	5154.30	5875.56	6610.01	7403.21
yoy	6.16%	4.47%	14.00%	12.50%	12.00%
毛利率	10.80	14.21%	14.50%	15.00%	15.50%
<b>隔膜</b>					
营业收入（百万元）			40.00	240.00	500.00

yoy				500.00%	108.33%
毛利率			30.00%	35.00%	40.00%
其他业务					
营业收入 (百万元)	245.49	194.55	210.60	227.45	245.64
yoy		-20.14%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率	3.27%	5.13%	4.00%	4.00%	4.00%

资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

## 4.2 估值评级

随着公司产品结构的持续优化以及隔膜项目的顺利投产，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 61.26 /70.77 /81.49 亿元，同比增长 14.53%/15.53%/15.14%，归母净利润分别为 2.30/2.92/4.06 亿元，同比增长 56.40%/27.01%/39.05%，对应 EPS 分别为 0.50/0.64/0.88 元，PE17.44/13.73/9.88 倍；在国内上市公司中，普利特、金发科技、道恩股份的业务与公司类似，公司估值明显低于同行可比公司的平均估值。因此，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002324.SH	普利特	8.57	95.47	0.42	0.41	0.52	0.69	20.40	21.12	16.60	12.33
600143.SH	金发科技	8.08	213	0.12	0.37	0.60	0.81	67.21	21.63	13.37	9.98
002838.SZ	道恩股份	10.53	47.18	0.31	0.57	0.69	0.80	33.70	18.43	15.27	13.18
	平均值							40.44	20.39	15.08	11.83
688219.SH	会通股份	8.73	40.1	0.32	0.50	0.64	0.88	27.28	17.44	13.73	9.88

资料来源：Wind、国元证券研究所

注：总市值及盈利预测为 2024 年 10 月 10 日数据，盈利预测为 Wind 一致预期

## 5.风险提示

**(1) 宏观需求不及预期：**公司产品需求受宏观经济及行业周期影响较大。若宏观经济出现滞涨或者下游行业景气程度降低，可能导致产品需求下降，公司的营业收入和盈利能力可能会受到不利影响。

**(2) 原材料价格波动风险：**公司主要原材料占生产成本比重较大，原材料价格波动对主营业务成本影响显著。若原材料价格出现剧烈波动，会大幅影响公司的毛利率和净利润，其盈利能力可能会受到负面影响。

**(3) 隔膜项目进度不及预期：**隔膜项目是公司的新增长点，如果隔膜项目进度或新产品导入不及预期，可能导致公司营收不及预期。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	4171.71	4164.86	4659.58	4897.40	5494.00
现金	1466.86	1045.38	1384.90	1137.80	1222.33
应收账款	1296.71	1644.72	1547.65	1853.41	2156.47
其他应收款	2.14	2.61	6.86	5.99	5.99
预付账款	69.17	94.25	86.71	105.07	123.46
存货	717.25	630.33	786.40	869.62	983.18
其他流动资产	619.59	747.57	847.05	925.51	1002.58
<b>非流动资产</b>	2270.92	2383.08	2512.69	2671.92	2811.12
长期投资	125.41	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1347.92	1498.50	1593.74	1708.90	1769.00
无形资产	330.38	437.64	428.04	417.97	408.37
其他非流动资产	467.21	446.94	490.92	545.05	633.75
<b>资产总计</b>	6442.63	6547.94	7172.28	7569.31	8305.11
<b>流动负债</b>	3268.66	3546.20	3956.16	4203.29	4454.89
短期借款	1092.24	859.63	1121.71	1115.12	1141.03
应付账款	423.44	423.82	618.76	673.24	726.62
其他流动负债	1752.99	2262.75	2215.69	2414.93	2587.24
<b>非流动负债</b>	1390.28	1090.58	1126.00	1032.11	1174.30
长期借款	567.81	226.14	285.24	184.24	325.24
其他非流动负债	822.46	864.45	840.76	847.87	849.07
<b>负债合计</b>	4658.94	4636.78	5082.16	5235.40	5629.19
少数股东权益	-1.72	-5.31	-7.61	-8.72	-12.51
股本	459.28	459.28	459.28	459.28	459.28
资本公积	931.20	931.21	931.21	931.21	931.21
留存收益	359.41	497.41	681.35	924.58	1271.59
归属母公司股东权益	1785.42	1916.46	2097.73	2342.62	2688.43
<b>负债和股东权益</b>	6442.63	6547.94	7172.28	7569.31	8305.11

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	128.87	146.75	378.62	268.23	377.01
净利润	57.44	141.99	227.56	290.85	402.17
折旧摊销	104.77	117.26	126.02	140.80	155.49
财务费用	64.16	76.61	71.15	78.58	84.75
投资损失	14.54	-9.82	2.16	1.15	0.86
营运资金变动	-112.82	-224.93	-58.65	-258.78	-284.92
其他经营现金流	0.78	45.66	10.37	15.64	18.66
<b>投资活动现金流</b>	-281.39	-237.65	-239.63	-296.44	-296.48
资本支出	280.07	310.97	280.00	290.00	290.00
长期投资	0.00	-82.21	0.14	0.00	0.00
其他投资现金流	-1.32	-8.89	40.51	-6.44	-6.48
<b>筹资活动现金流</b>	928.90	-385.54	200.53	-218.89	3.99
短期借款	-542.87	-232.61	262.08	-6.58	25.90
长期借款	520.10	-341.67	59.10	-101.00	141.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	951.68	188.74	-120.65	-111.31	-162.91
<b>现金净增加额</b>	778.35	-476.36	339.52	-247.10	84.53

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	5179.31	5348.84	6126.16	7077.45	8148.85
营业成本	4637.08	4603.06	5253.78	5992.85	6791.53
营业税金及附加	27.98	29.51	33.69	38.93	44.82
营业费用	94.08	118.72	134.78	176.94	220.02
管理费用	102.19	148.71	165.41	212.32	244.47
研发费用	210.68	239.96	246.88	293.01	350.40
财务费用	64.16	76.61	71.15	78.58	84.75
资产减值损失	-11.28	-9.63	-5.91	-5.63	-10.10
公允价值变动收益	0.00	0.04	-0.04	0.00	0.01
投资净收益	-14.54	9.82	-2.16	-1.15	-0.86
<b>营业利润</b>	40.18	146.75	243.23	303.67	426.43
营业外收入	3.57	1.45	3.37	2.76	2.75
营业外支出	0.60	2.08	2.53	2.58	1.88
<b>利润总额</b>	43.15	146.13	244.06	303.85	427.29
所得税	-14.29	4.14	16.50	13.00	25.12
<b>净利润</b>	57.44	141.99	227.56	290.85	402.17
少数股东损益	-1.72	-4.98	-2.30	-1.11	-3.79
<b>归属母公司净利润</b>	59.16	146.97	229.86	291.96	405.96
EBITDA	209.11	340.62	440.40	523.04	666.67
EPS (元)	0.13	0.32	0.50	0.64	0.88

主要财务比率					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	5.68	3.27	14.53	15.53	15.14
营业利润(%)	33.89	265.24	65.74	24.85	40.43
归属母公司净利润(%)	9.45	148.43	56.40	27.01	39.05
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	10.47	13.94	14.24	15.32	16.66
净利率(%)	1.14	2.75	3.75	4.13	4.98
ROE(%)	3.31	7.67	10.96	12.46	15.10
ROIC(%)	5.00	7.43	9.31	10.34	12.21
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	72.31	70.81	70.86	69.17	67.78
净负债比率(%)	42.83	36.42	37.79	35.20	35.53
流动比率	1.28	1.17	1.18	1.17	1.23
速动比率	1.06	1.00	0.98	0.96	1.01
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.89	0.82	0.89	0.96	1.03
应收账款周转率	3.87	3.43	3.62	3.93	3.83
应付账款周转率	9.64	10.87	10.08	9.28	9.70
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.32	0.50	0.64	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.32	0.82	0.58	0.82
每股净资产(最新摊薄)	3.89	4.17	4.57	5.10	5.85
<b>估值比率</b>					
P/E	67.78	27.28	17.44	13.73	9.88
P/B	2.25	2.09	1.91	1.71	1.49
EV/EBITDA	25.01	15.36	11.88	10.00	7.85

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 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 指数或纳斯达克指数，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。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

### 合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券  
 邮编：230000

### 上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券  
 邮编：200135

### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
 邮编：100027