

蓝宇股份（301585.SZ）

纺织品数码喷印墨水龙头，受益于纺织行业产业升级

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 化学制品

◆ 投资评级：中性（首次）

证券分析师：杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120002
证券分析师：余双雨	021-60375485	yushuangyu@guosen.com.cn	执证编码：S0980523120001

事项：

公司公告：为促进公司业务发展，蓝宇股份拟与义乌经济技术开发区管理委员会签署《高端数码装备生产基地项目投资协议》，公司计划通过控股子公司浙江蓝标数印科技有限公司在义乌市区域范围内投资建设高端数码装备生产基地项目，开展数码标签机及数码标签墨水的研发及制造。本项目计划总投资2.2亿元，自签订《国有建设用地使用权出让合同》起6个月内开工，24个月内投产，48个月内达产。本次对外投资是公司基于业务发展的需要，依托项目所在地的优势资源，扩大公司的主营业务规模，实现公司业务持续增长。

国信化工观点：1) 公司是国内领先的数码喷印墨水厂商，2019-2023年公司营收和归母净利润复合增速分别为31.5%和71.1%，得益于数码喷墨印花行业渗透率逐步提高，以及公司自身产能扩张；2) 2015至2023年我国纺织品数码喷墨印花产量复合增速达32%，数码印花产量占比由2%逐步提高到18%；3) 据估算，2023年公司纺织领域数码喷印墨水全球占有率约为10.66%，处于国内领先水平；4) **投资建议：**公司作为纺织领域数码喷印墨水龙头，产能将持续提升。我们预测公司2024-2026年归母净利润1.01/1.09/1.13亿元，每股收益分别为1.26/1.37/1.42元，对应当前股价PE为48.7/45.0/43.4X，首次覆盖，给予“中性”评级；5) **风险提示：**盈利预测的风险，技术风险，经营风险，内控风险，财务风险，政策风险等。

评论：

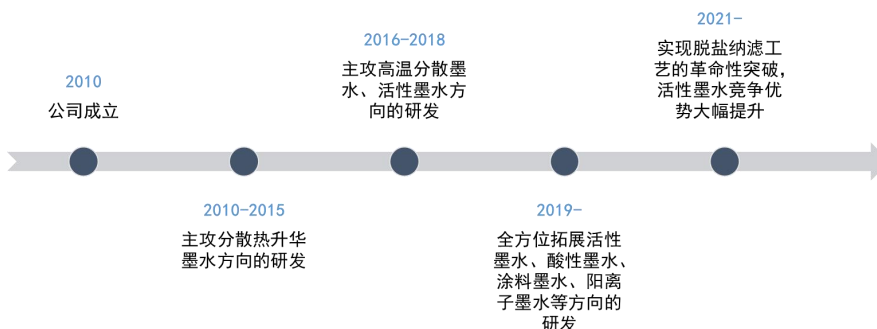
◆ 计划投资2.2亿元开展数码标签机及数码标签墨水的研发及制造

根据公司公告，公司计划通过控股子公司浙江蓝标数印科技有限公司在义乌市区域范围内投资建设高端数码装备生产基地项目，开展数码标签机及数码标签墨水的研发及制造。本项目计划总投资2.2亿元，自签订《国有建设用地使用权出让合同》起6个月内开工，24个月内投产，48个月内达产。本次对外投资是公司基于业务发展的需要，依托项目所在地的优势资源，扩大公司的主营业务规模，实现公司业务持续增长。项目投产后有利于扩大公司生产能力，丰富公司产品结构，提升公司产品竞争力，巩固公司的市场地位，提高公司盈利能力。

◆ 公司为国内领先的数码喷印墨水厂商

公司主要从事数码喷印墨水的研发、生产和销售，符合国家节能环保战略方向，为国家专精特新“小巨人”企业和国家高新技术企业。公司所处行业为新材料行业，生产的数码喷印墨水作为数码喷印技术中的关键耗材，与数码喷头、系统板卡等核心部件以及其他配件产品配套于数码喷印设备，主要应用于纺织领域。

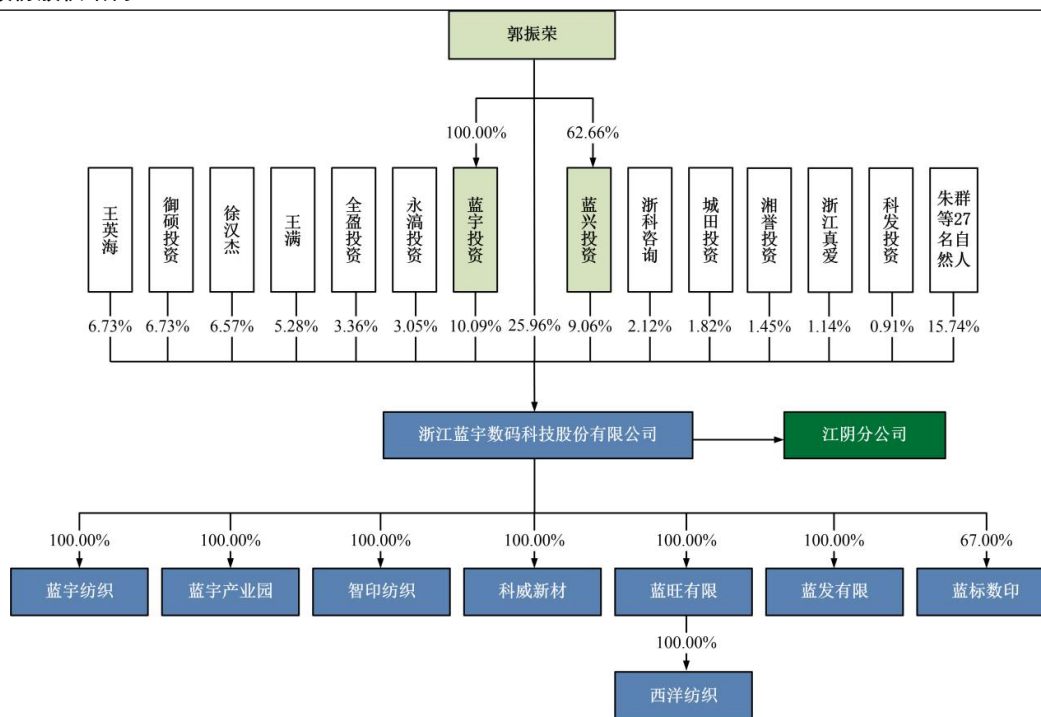
图1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

股权集中度较高，核心骨干激励充分。公司的实际控制人郭振荣直接及间接共持有公司 45.11%股份，其中，直接持有公司 25.96%股份，通过蓝宇投资控制公司 10.09%股份，通过蓝兴投资控制公司 9.06%股份。公司于 2015、2016、2022 年通过了三次股权激励计划，均已履行完毕，不存在尚未实施完毕的股权激励计划。

图2：蓝宇股份股权结构



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司专注于纺织领域数码喷墨墨水的研发和应用。2010 年后，数码喷墨技术开始应用于纺织行业。2011 至 2015 年，数码喷墨印花市场起步，公司开始研发适配多种喷头的墨水，此阶段主要研发产品为分散热升华墨水。2016 至 2018 年，市场进入发展期，数码喷印设备喷头频率及主流喷头孔数均有提升，公司研发出适配墨水，且降低了墨水染料粒径、钙镁等杂质，此阶段主要研发产品为高温分散墨水、活性墨水。2019 年至今，得益于政策推动，数码喷墨印花行业快速发展，数码喷印设备不断升级，公司研发出适配墨水产品并进一步提升品质，主要研发的墨水产品包括活性墨水、酸性墨水、涂料墨水及阳离子墨水等。

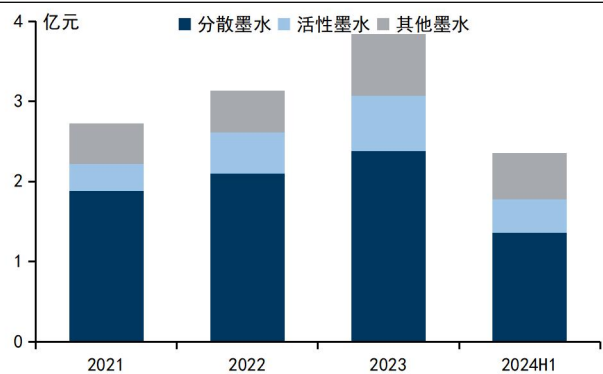
图3：公司主要产品及技术演变



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

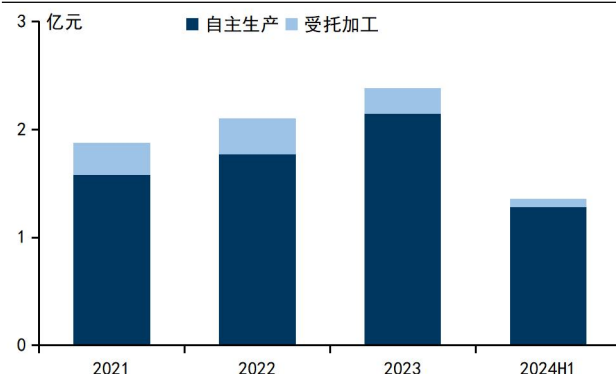
公司主营业务收入主要来源于分散墨水及活性墨水，占主营业务收入的比重约 75%-85%，其中，分散墨水占比最高。公司主营业务收入聚焦于纺织数码喷印墨水领域，产品主要包括分散墨水、活性墨水、其他墨水和墨水的受托加工业务。2019-2023 年，由于活性墨水的增长较快，营收占比由 12%提升至 18%，同时分散墨水营收占比由 69%降至 62%。2024 年上半年，其他墨水营收增速有所提升，分散墨水/活性墨水/其他墨水营收占比为 58%/18%/25%。

图4：公司主营业务收入构成（亿元）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

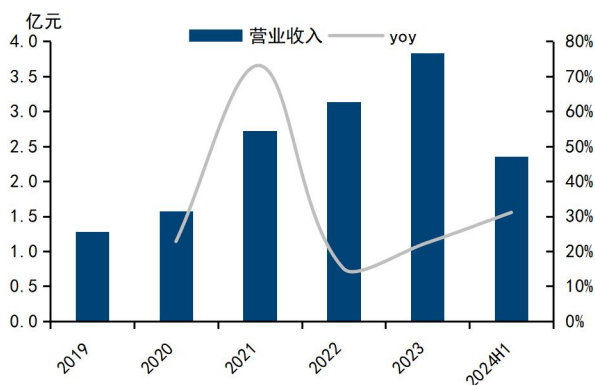
图5：公司分散墨水收入构成（亿元）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

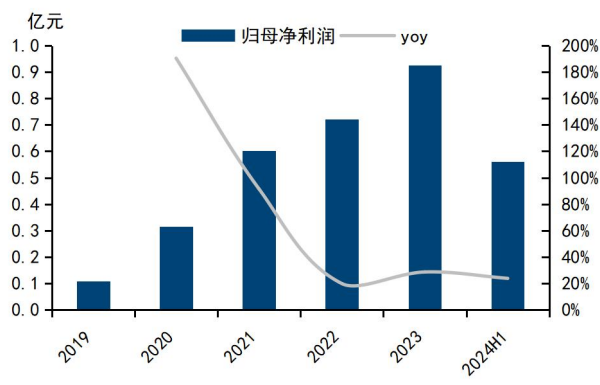
2019-2023 年公司营收和归母净利润复合增速分别为 31.5%和 71.1%。2019-2023 年公司营收及归母净利润保持逐年增长，营收由 2019 年的 1.28 亿元增长至 2023 年的 3.84 亿元，复合增长率达 31.5%；归母净利润由 2019 年的 0.11 亿元增长至 2023 年的 0.93 亿元，复合增长率达 71.1%，主要得益于数码喷墨印花行业的渗透率逐步提高，以及公司自身产能扩张和产品的丰富完善。

图6: 蓝宇股份营业收入（亿元）及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

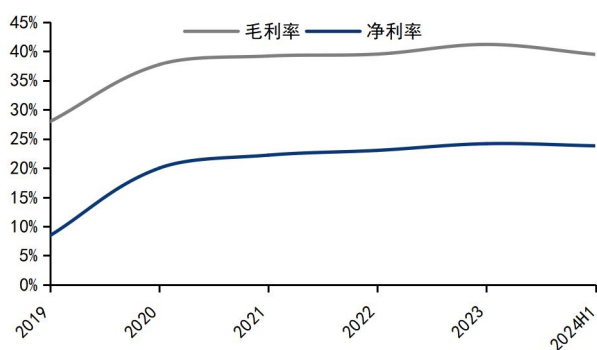
图7: 蓝宇股份归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

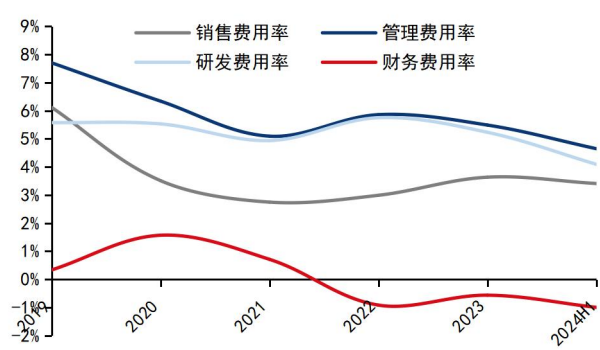
2020年至今，公司毛利率及净利率较为稳定，期间费用率整体呈下降趋势。2020年至今，公司主营业务毛利率维持在42%-45%的水平，净利率维持在20%-25%的水平。2022年销售费用率上升，主要系向海外居间商支付销售佣金及当年实施股权激励计提的股份支付费用；2023年销售费用率上升，主要系随着宏观经济因素的改善，公司的广告宣传推广费、员工差旅费及业务招待费有明显增长。管理费用主要来自职工薪酬、折旧及其他摊销、中介咨询费、办公费和股份支付费用等，存在小幅波动。最近三年，公司加大研发力度，研发费用金额持续增长。2022年度研发费用占营业收入比例上升，主要系当年对核心技术人员实施股权激励发生了股份支付费用172.66万元，如剔除该因素影响，研发费用率为5.20%，与2021年差异较小。财务费用主要为短期借款的利息费用和汇兑损益，公司出口业务主要以美元结算，报告期内公司持有-一定规模的外币银行存款及应收账款，故产生较多的汇兑损失和汇兑收益。

图8: 蓝宇股份毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

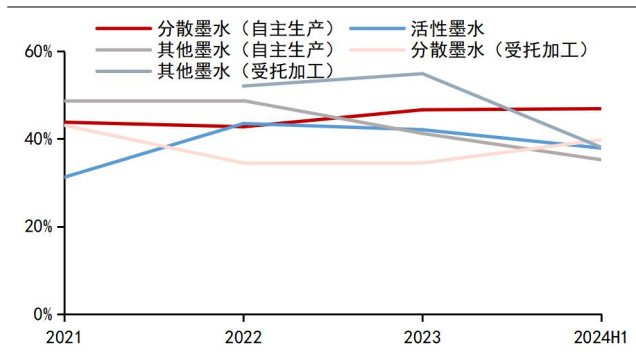
图9: 蓝宇股份期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

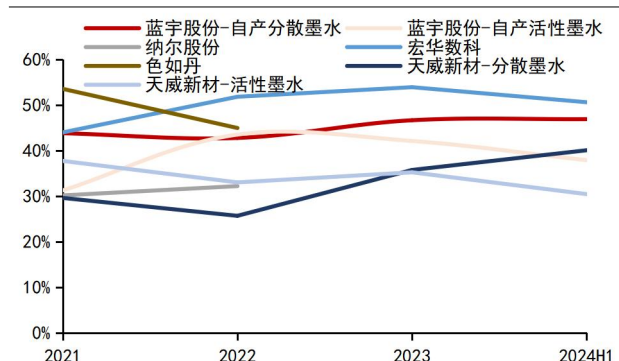
公司主营业务毛利率维持较高水平。分业务看，自产分散墨水毛利率在报告期内维持较高水平，较为稳定。受托加工分散墨水2022年毛利率降低，主要系公司与宏华数科协调一致，自2021年8月起，将单位委托加工费由含税19元/公斤陆续下调至含税16元/公斤所致；2024年1-6月毛利率上升，主要系公司墨水生产加工成本有所下降。活性墨水2021年毛利率较低，主要系公司为打开市场，下调产品单价；2022年起毛利率上升，主要系脱盐车间自2021年9月投产后，公司通过采购普通品质的活性色浆通过脱盐纳滤工艺生产活性墨水，活性墨水已进入大规模量产阶段，使得单位直接材料较上年有所下降，从而导致产品单位成本下降；2024年1-6月毛利率有所下降，主要系公司为打开外销市场，下调产品单价。

图10: 蓝宇股份分业务毛利率



资料来源: 公司招股说明书, Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 同行业公司墨水板块毛利率

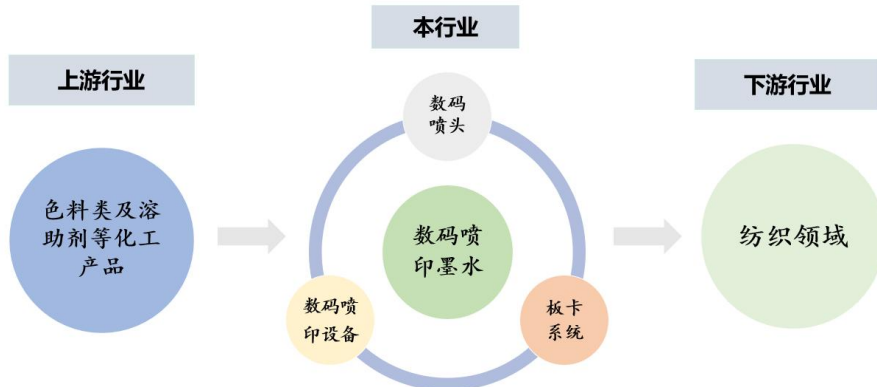


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 1) 色如丹“纺织数码喷印墨水”以活性墨水为主, 纳尔股份“数码喷印墨水”未区分明细分产品; 2) 蓝宇股份、色如丹、天威新材、纳尔股份报告期内适用新收入准则, 与合同履约直接相关的运输费用计入营业成本; 3) 色如丹未披露2022年数据, 2022年纺织数码喷印墨水毛利率取自其2022年1-9月毛利率

◆ 数码喷墨印花替代传统印花, 快速发展

数码喷印墨水处于数码喷印行业产业链的中游。公司生产的数码喷印墨水产品作为数码喷印技术中的关键耗材, 与数码喷头、系统板卡等核心部件以及其他配件产品配套于数码喷印设备, 主要应用于纺织领域。上游行业主要是色料、溶剂等化工企业, 下游行业为纺织领域企业。

图12: 数码喷印行业产业链



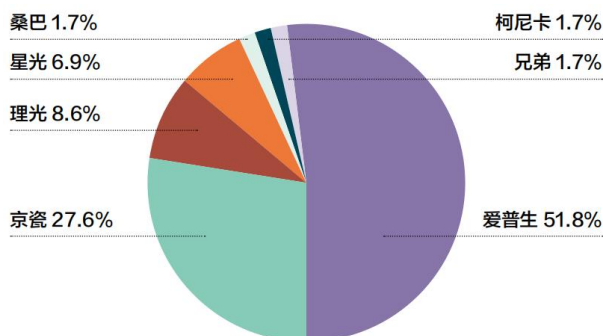
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

喷头与墨水的适配性是影响打印质量和生产效率的关键因素之一。如果喷头与墨水不匹配, 可能会导致喷头堵塞、墨滴喷射不均匀、色彩偏差等问题, 甚至缩短喷头的使用寿命。不同品牌和型号的喷头对墨水的要求各不相同, 墨水制造商需要根据喷头的特性开发专用墨水, 以确保最佳的喷射效果和印花质量。近年来, 数码喷头作为数码喷墨印花的核心部件, 其性能实现了显著优化和提升。喷头技术升级, 喷头的墨水内循环功能不断完善, 能够有效避免喷嘴干燥和墨水沉淀, 延长喷头寿命; 材料与耐腐蚀性提升, 喷头材质和表面涂层技术升级, 提高了对墨水的兼容性和耐腐蚀性; 打印质量优化, 喷头支持高落差打印, 适用于厚重织物和绒类织物, 同时喷墨落点精度更高, 打印质量更优。进口喷头仍占据主导地位, 主要供应商包括京瓷、爱普生、富士、理光、柯尼卡美能达等; 国产喷头研发取得进展, 但尚未实现产业化应用。

爱普生喷头市占率或有较大提升。2022年中国国际纺织机械展览会暨ITMA亚洲展览会上, 58台数码喷墨印花机的喷头均为日本制造。相比上届, 爱普生喷头占比上升至第一位, 应用设备30台, 占参展设备的

51.8%；京瓷喷头应用设备 16 台，占比从上届的 51%下降到 27.6%。

图13: 2022 年参展设备中各喷头品牌所占比例



资料来源：2022 中国国际纺织机械展览会暨 ITMA 亚洲展览会展品评估报告，国信证券经济研究所整理

数码喷墨印花灵活环保，优势显著。目前，纺织印花工艺主要包括传统丝网印花及数码喷墨印花。数码喷墨印花与传统丝网印花相比，具有显著的环保优势和灵活性等优势，它通过计算机系统直接将图案喷印到纺织品上，减少了制版成本，提高了打印精度和印花鲜艳度，同时大幅降低了废水废墨排放，符合环保节能趋势。数码喷墨印花在多品种小批量订单中生产周期更短，自动化程度高，用工成本较低，且图案设计不受限制，精度和效果更优。然而，传统印花在单一品种大批量订单中仍具有速度和成本优势。

表1: 数码喷墨印花与传统丝网印花区别

项目	传统丝网印花	数码喷墨印花
印花速度	在单一品种、大批量的订单上处于优势地位	在多品种订单上无需传统印刷制版等复杂工序，大大缩短了生产周期
印花成本	成本较低	成本较高
节能环保减排	用水较多、耗电多、废浆多	不用调制色浆，使用助剂量少、用水少、耗电少、无废浆
劳动用工成本	较高	设备自动化程度高，用工少
交货周期及加工灵活性	交货周期较慢，灵活性有限，难以快速反应	交货周期较快，柔性生产，快速反应
图案设计	图案设计需考虑花回大小和套色数	任意图案，无需考虑图案类型和套色数
制版	需经过制版、制网、调浆后才能上机印制图案	无需制版，直接印制图案
精度及效果	印花精度和印花效果一般，印制颜色受设备限制，优势在于特殊印花浆料	印花精度高、印花效果不受图案、颜色的制约，印制颜色几乎可以再现自然界任何颜色
柔顺度	涂层感较强	花轻薄、柔软、回粘性较好

资料来源：公司招股说明书，《中国纺织品数码喷墨印花发展报告》，《纺织数码喷墨印花发展趋势》，国信证券经济研究所整理

数码喷墨印花成本呈下降趋势，目前部分数码转移印花成本低于传统印花。尽管数码喷墨印花设备和墨水成本较高，但随着技术进步和成本逐渐下降，其市场比重将不断提高，与传统印花工艺长期并存、优势互补。据中国印染行业协会数据，目前从加工费来看，数码转移印花在 2 元/米左右，部分企业仅 1.5-1.6 元/米，低于传统印花，因此数码转移印花对传统印花的替代率较高，原来从事传统转移印花的企业，陆续向数码转移印花转型。

表2: 数码喷墨印花及传统印花加工成本对比（元/米）

加工方式	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
1) 数码直喷印花加工成本	8-10	7-9	6-8	5-7
其中：墨水平均成本	2.8	2.4	2	1.5
2) 数码热转移印花加工成本	5	4	2.5-3	2
其中：墨水平均成本	1	0.8	0.6	0.5
3) 传统印花加工成本	1.2-1.5	1.2-1.5	1.2-1.6	1.2-1.6

表2: 数码喷墨印花及传统印花加工成本对比 (元/米)

加工方式	2017年	2018年	2019年	2020年
------	-------	-------	-------	-------

资料来源: 中国印染行业协会, 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

我国传统印花规模下降, 数码喷印占比提升

印花生产方式变化, 传统印花设备需求下降。根据中国纺织机械协会数据, 2021-2023年, 圆网印花机、平网印花机销售数量年均分别下降22%和32%。在行业数字化转型背景下, 印花生产方式不断调整变化, 中国市场传统印花设备市场需求呈逐年下降态势, 而以数码喷墨印花为代表的数字化技术在行业应用面不断扩大。

2015至2021年我国数码喷墨印花设备保有量和装机量复合增速达25%和14%。据中国印染行业协会发布的《2022中国纺织品数码喷墨印花发展报告》, 从2015年到2021年, 中国数码喷墨印花设备的保有量增长较快, 从1.12万台增加至4.19万台, 年复合增长率为24.6%; 同期, 中国的数码喷墨印花设备的装机量从0.53万台增长至1.18万台, 年复合增速达14.3%, 反映出中国在数码喷墨印花领域的快速发展和持续增长的趋势。

2022和2023年我国数码喷墨印花设备装机量有所下降。据《2024中国纺织品数码喷墨印花发展报告》, 2022和2023年我国数码喷墨印花设备新机装机量分别为5720和7150台, 均低于2021年的11800台。2022年数码喷墨印花新增装机增速放缓主要受到公共卫生事件影响。2023年装机量有所恢复, 但增量不及2021年, 其原因一方面由于设备向大型化、高速化发展, 3个或4个喷头的经济型设备需求量不断减少, 市场占有率已不足10%, 且淘汰率不断加快; 另一方面, 由于直喷印花方式能够有效避免面料沾污和墨水升华问题, 推动了高温分散直喷印花设备装机量增加。但与直喷印花相比, 数码转移印花具有工艺简单、流程短、场地要求不高、投资较少等优势, 目前仍是涤纶数码喷墨印花的主要设备。

图14: 我国数码喷墨印花设备新机装机和市场保有量 (台)



资料来源: 中国印染行业协会, 国信证券经济研究所整理

图15: 我国数码喷墨印花设备新机装机量 (台)

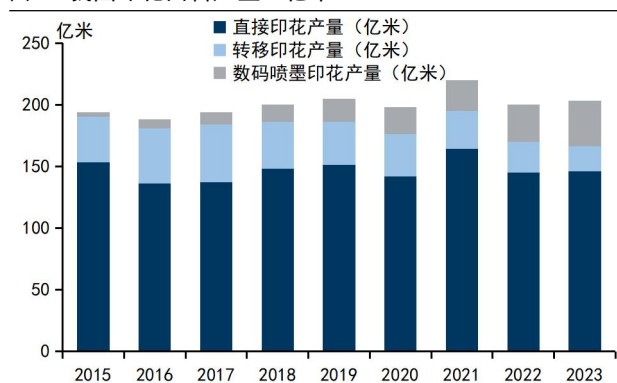


资料来源: 中国印染行业协会, 国信证券经济研究所整理

传统的常规印花规模有所下滑, 数码喷墨印花规模不断扩大。纺织品印花按生产加工方式主要分为三种, 即直接印花、转移印花和数码喷墨印花。传统直接印花是使用丝网/滚筒将染料直接印制到织物 (白色或浅色底布), 经固色、水洗后成成品, 目前最主要的印花方式, 2023年占印花总量的71.9%; 传统转移印花是通过辊筒预先将分散染料印于转印纸, 高温高压下升华转移至织物, 无需后处理, 2023年占印花总量的9.9%; 数码喷墨印花是无版非接触式喷印, 图案由计算机直接控制喷头喷射墨水到织物或转印纸, 包括数码直喷印花和数码转移印花, 2023年占印花总量的18.2%。从近年印花行业的发展趋势来看, 数码喷墨印花呈现持续增长态势, 市场规模不断扩大, 而直接印花、转移印花等常规印花规模呈现出一定程度的下降。

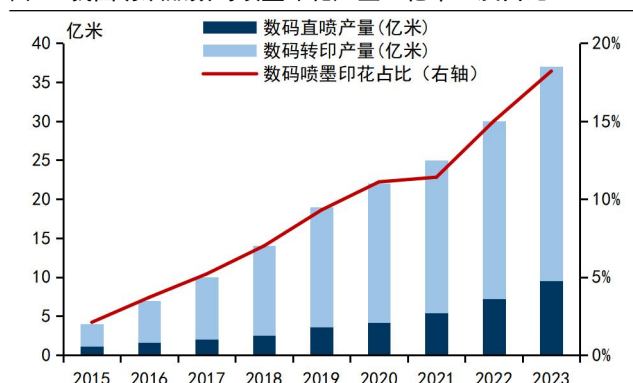
2015至2023年我国纺织品数码喷墨印花产量复合增速达32%。中国数码喷墨印花设备的快速增长也推动了中国纺织品数码印花产量的显著提升。从2015年到2023年，中国纺织品数码喷墨印花产量从4亿米增至37亿米，年复合增速达到32.1%，远超过印花面料总产量复合增速的0.6%，数码印花的渗透率也由2.1%逐步提高到18.2%。其中，又以数码转移印花为主，2023年，数码转移印花产量占比74.3%，数码直喷印花产量占比25.7%。根据中国印染行业协会的统计数据 and 预测，到2025年，中国数码喷墨印花纺织品的产量将超过50亿米，占中国印花总量的25%。随着数码印花渗透率的不断提升，预计纺织领域数码喷墨墨水产品的市场需求将持续增长。

图16: 我国印花面料产量（亿米）



资料来源：中国印染行业协会，国信证券经济研究所整理

图17: 我国纺织品数码喷墨印花产量（亿米）及占比



资料来源：中国印染行业协会，国信证券经济研究所整理

2014-2023年我国纺织领域数码喷印墨水消耗量复合增速为27%。根据中国印染行业协会统计，2014至2019年，全球纺织领域数码喷印墨水消耗量逐年增加，由2.72万吨增至5.75万吨，复合增速为16.2%。据中国印染行业协会预测到2025年全球纺织领域数码喷印墨水消耗量将达到16万吨，六年复合增速为18.6%。2014至2023年，中国纺织领域数码喷印墨水消耗量由0.51万吨增长至4.44万吨，复合增长率为27.1%。据中国印染行业协会预测，到2025年我国纺织领域数码喷印墨水消耗量可达到6万吨；预计“十五五”时期，我国纺织品数码喷墨印花行业将保持10%的年均复合增长率，到2030年产量有望突破70亿米，占印花总量的35%，占全球数码喷墨印花总量的30%以上。

墨水作为数码喷印过程中的关键耗材，大约占到生产总成本的40%。随着墨水生产规模的扩大，成本也随之降低，这成为了推动传统印花加工企业向数码印花企业转型的重要因素之一。

图18: 全球纺织领域数码喷印墨水消耗量（万吨）

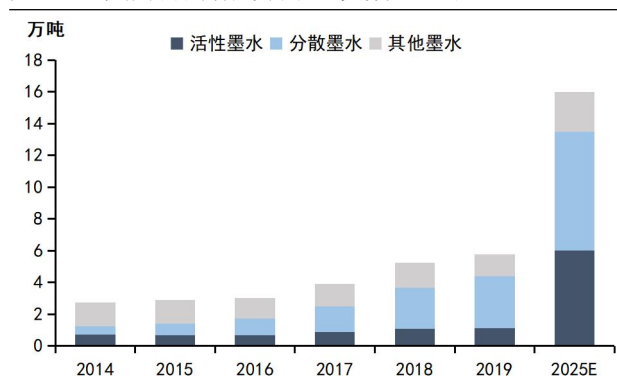
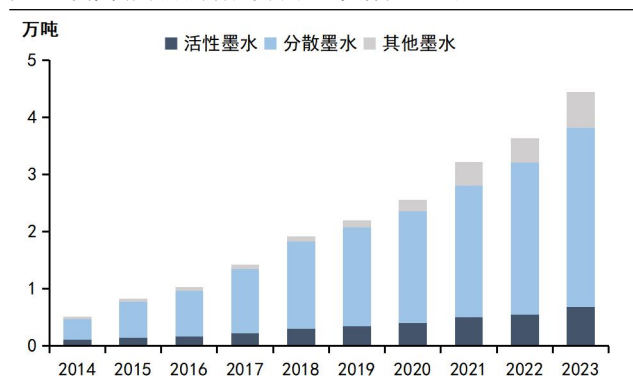


图19: 我国纺织领域数码喷印墨水消耗量（万吨）



资料来源：中国印染行业协会，国信证券经济研究所整理

资料来源：中国印染行业协会，国信证券经济研究所整理

我国的数码喷印墨水行业起步较晚，企业规模、研发能力以及产品稳定性等方面参差不齐，且主要以中小型企业为主，但随着最近几年国产数码喷印墨水的快速发展，国内数码喷印墨水渗透率以及数码喷印墨水消耗量的提升，我国也出现了少数综合实力相对较强的墨水专业生产商，如蓝宇股份、天威新材、墨库图文等。

公司数码喷印墨水市场占有率在国内同类产品名列前茅，已经成为国内主要的纺织领域数码喷印墨水生产企业之一。2021年至2023年公司纺织领域数码喷印墨水销量分别为7,780.02吨、9,868.11吨及12,128.10吨，复合增长率达到24.9%。根据中国印染行业协会统计及预测，2021年至2023年全球纺织领域数码喷印墨水消耗量分别为8.09万吨、9.60万吨及11.38万吨，公司纺织领域数码喷印墨水同期全球占有率分别为9.62%、10.28%及10.66%。

表3: 国内纺织领域主要数码喷印墨水生产商市场占有率

		2021年度	2022年度	2023年度
全球消耗量（估测）		80,900.00	96,000.00	113,800.00
蓝宇股份	销量（吨）	7,780.02	9,868.11	12,128.10
	全球市占率	9.62%	10.28%	10.66%
天威新材	销量（吨）	5,447.70	6,138.96	8,419.19
	全球市占率	6.73%	6.39%	7.40%
宏华数科	销量（吨）	5,242.38	6,827.65	8,265.22
	全球市占率	6.48%	7.11%	7.26%
墨库图文	销量（吨）	7,213.58	未披露	未披露
	全球市占率	8.92%	未披露	未披露
色如丹	销量（吨）	105.71	未披露	未披露
	全球市占率	0.13%	未披露	未披露
五家公司合计全球占有率		31.88%	未披露	未披露

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理 注：1）纺织领域数码喷印墨水全球消耗量系根据中国印染行业协会《全球纺织品数码喷印墨水发展现状及趋势深度解析》统计及2019年至2025年复合增长率测算得出；2）墨库图文于2019年被深交所上市公司纳尔股份（002825.SZ）收购，表中墨库图文2021年销量为《上海纳尔实业股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书》披露的预测纺织领域数码喷印墨水销量*墨库图文2021年收入完成率；3）天威新材纺织领域数码喷印墨水销量为《天威新材及东莞证券关于天威新材第一轮问询的回复20240719》中披露的分散墨水、活性墨水及涂料墨水（涉及纺织领域数码喷印墨水）合计销量；4）色如丹纺织领域数码喷印墨水销量为《色如丹首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书20221229》披露的纺织数码喷印墨水销量

据统计，若行业内目前拟建设项目全部达产，数码喷印墨水新增产能约为8.52万吨，而其中纺织领域数码喷印墨水占比不详。据中国印染行业协会数据，2023年我国纺织领域数码喷印墨水消耗量约为4.44万吨；据观研天下数据，2023年我国数码喷印墨水销量约为16.12万吨。因此，粗略估算我国纺织领域数码喷印墨水占数码喷印墨水总量比例约为27.5%，按此比例估算可能新的8.52万吨数码喷印墨水中有2.34万吨可用于纺织领域。

表4: 行业内拟建设数码喷印墨水项目

企业	数码喷印墨水建设计划	产能投放情况
蓝宇股份	“年产12,000吨水溶性数码印花墨水建设项目”	IPO募投项目，拟建设中
色如丹	“年产3,000吨电子级高纯度喷印墨水染料及5,000吨喷墨墨水项目”	2023年10月投入试运行，2024年4月公示二期竣工环境保护验收报告
锦鸡股份	“数码印花墨水及喷墨打印墨水色料项目”，预计年产纺织数码印花墨水2000吨、喷墨打印墨水高纯度色料1000吨	墨水相关项目处于建设和准备建设中
安诺其	“年产5,000吨数码墨水项目”，计划投资总额为4,135万元，募集资金拟投入金额为4,000万元	2023年7月开始试生产
宏华数科	1）“年产2,000套工业数码设备与耗材智能化工厂建设项目”，达产后每年增加2,000台设备和2023年7月达到预定可使用状态，目前已正式投产 2）“喷印产业一体化基地项目”，投资约6亿元，占地面积达9.3万平方米，建设年产4.7万吨数已在天津经开区南港工业区正式开工，计划	

码喷印墨水和 200 台工业数码喷印机的喷印产业一体化生产线等

将于 2025 年建成投产

汉弘集团收购珠海东昌 100% 股权，产能为 800 吨/年；募投项目包括新增数码喷墨墨水产能 9,200 吨/年

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2026 年之前我国纺织领域数码喷印墨水或将保持供需偏紧格局。根据中国印染行业协会数据计算，2021-2023 年每亿米数码喷墨印花产量对应的墨水消耗量分别为 1288/1212/1199 吨。2015-2023 年我国印花面料产量年复合增速为 0.6%，我们假设 2024-2026 年我国印花面料产量逐年增加 0.6%，其中数码喷墨印花占比逐年增加 3.5 pct，每亿米数码喷墨印花产量对应的墨水消耗量为 1200 吨，由此得出的 2024-2026 年我国纺织领域数码喷印墨水消耗量分别为 5.32/6.21/7.12 万吨，则 2026 年消耗量较 2023 年高出 2.68 万吨。综上，在不考虑出口量预期增加的情况下，2026 年之前我国纺织领域数码喷印墨水或将保持供需偏紧格局。

表5: 我国纺织领域数码喷印墨水消耗量预测

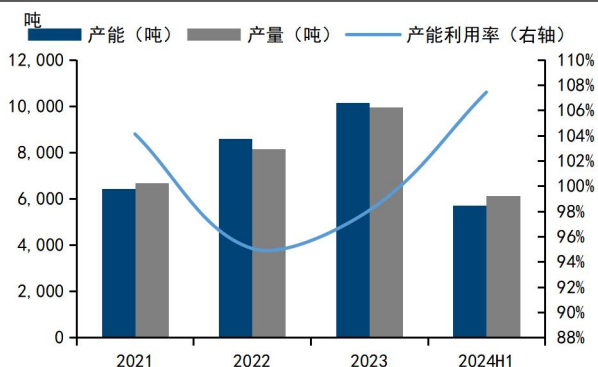
	印花面料产量 (亿米)	数码喷墨印花产量 (亿米)	数码喷墨印花占比	墨水消耗量 (万吨)
2021	220	25	11.4%	3.22
2022	200	30	15.0%	3.64
2023	203	37	18.2%	4.44
2024E	204	44	21.7%	5.32
2025E	205	52	25.2%	6.21
2026E	207	59	28.7%	7.12

资料来源：中国印染行业协会，国信证券经济研究所整理和预测

◆ 公司研发领先助力公司规模增长

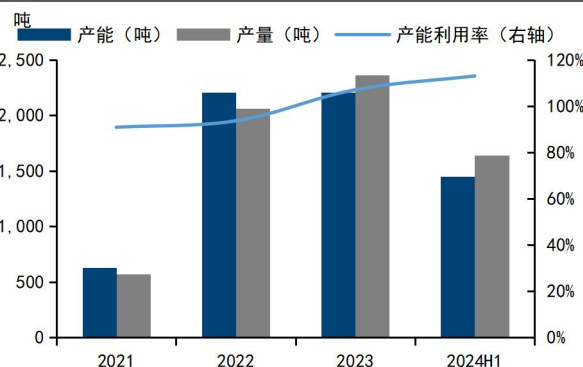
公司生产墨水的产能利用率较高。公司主要产品为采用研磨工艺生产的分散墨水，占公司主营业务收入比例约 80%，产能利用率在 2024 年上半年超过 100%。2021 年前活性墨水、酸性墨水等水溶性墨水市场较小，故公司主要采购高纯度活性色浆后进行配墨生产；2021 年公司活性墨水脱盐纳滤工艺大幅改进，同时公司开拓了海外活性墨水市场，新建的脱盐车间于 2021 年 9 月正式使用，2021 年 9-12 月公司采用脱盐纳滤工艺生产的墨水产能利用率为 90.85%，2022 年达到 93.64%，2023 年达到 107.05%。

图20: 公司采用纳米研磨工艺生产的墨水（主要为分散墨水、涂料墨水）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理 注：产量数据包括了受托加工业务的产量

图21: 公司采用脱盐纳滤工艺生产的墨水（主要为活性墨水、酸性墨水）

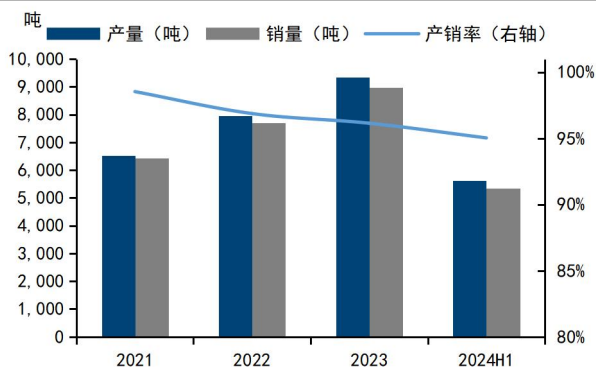


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理 注：1) 报告期内特别是 2021 年 9 月以前，公司通过外购高纯度活性色浆后进行配墨生产活性墨水，此类模式下工艺简单，不占用主要生产设备的产能，无法统计其产能；2021 年 9 月，公司新建的脱盐车间投产使用；2023 年，公司活性墨水订单充裕，故外购少量高纯度活性色浆

生产墨水；2) 产量指在脱盐车间，使用活性炭吸附、膜处理等脱盐纳滤工艺生产的墨水产量

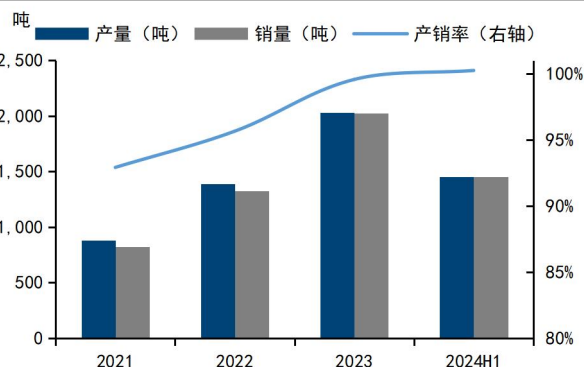
2021 年以来，公司墨水产销率保持在 90% 以上的较高水平，一方面公司订单快速增长，另一方面公司采取“以销定产”并进行合理备货的生产模式。分散墨水和活性墨水产销率变化略有不同，2021 年以来，分散墨水产销率由 98.53% 降至 95.03%，而活性墨水产销率由 92.91% 升至 100.24%，产销率超过 100% 的部分或来自于库存销售。目前，公司的产能利用率已达到极限，产品存在供不应求的现象，公司通过实施募集资金投资项目“年产 12,000 吨水溶性数码印花墨水建设项目”，继续扩大数码喷印墨水的产能，规模效应和成本优势将进一步显现，有利于提高行业市占率。

图22: 公司分散墨水产销量（吨）及产销率



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理 注：公司生产的部分墨水向客户进行送样检测未计入销量，故产销率小于 100%

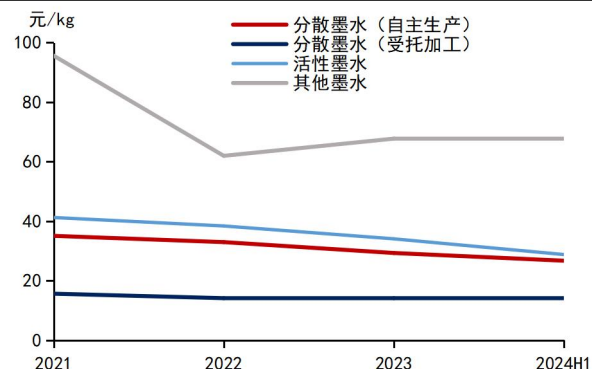
图23: 公司活性墨水产销量（吨）及产销率



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理 注：公司生产的部分墨水向客户进行送样检测未计入销量，故产销率小于 100%

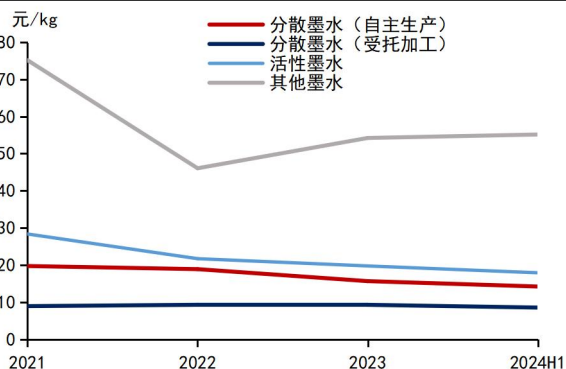
价格下调助力市场扩张，成本持续优化。公司分散墨水销售单价有所降低，主要是由于一方面，国内纺织印花领域数码印花替代传统印花趋势加速，价格的降低是数码喷印墨水生产厂商逐步提升下游客户渗透率，不断扩大市场占有率的必经之路。另一方面，公司依托自身技术实力，通过生产工艺的创新改良，有效降低了产品生产成本，同时色料等主要原材料价格呈下降趋势，公司产品具备了一定的降价空间。综上，公司分散墨水生产成本下降；公司为进一步扩大市场占有率，综合考虑市场竞争情况，在维持合理毛利率的前提下，销售价格有所下调。

图24: 公司主营产品均价（元/kg）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图25: 公司主营产品成本（元/kg）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

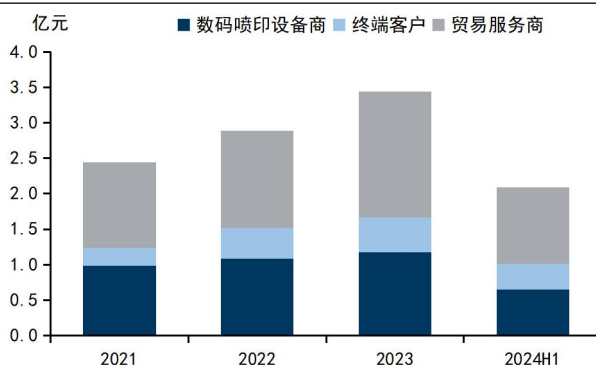
公司的销售模式包括直销和贸易服务商两种模式，均为买断式销售，两种模式齐头并进。2021-2023 年及 2024 年上半年，公司贸易服务商销售占比分别为 49.33%、47.53%、51.72%和 51.68%，占比较高主要系数码印花终端客户对数码喷印设备及墨水认知了解程度较低，数码喷印设备即使出现简单问题即需要服务人员及时跟进，由于贸易服务商在本地区域具有较强的信息获取能力、及时的售前及售后服务能力以及丰富的采购渠道和销售渠道，可利用自身的集散优势、资源优势及信息优势迅速匹配供需和提供本地化服务，故贸易服务商在数码喷墨印花产业链中占比较高。

表6: 公司销售模式

销售模式	定义
直销	数码喷印设备商 终端客户
贸易服务商	专门生产数码喷印设备（数码喷墨打印机等）的生产型企业，其采购公司墨水与其生产的机器配套销售 终端实际使用数码喷印墨水的印染印花企业 同时销售多种数码喷印设备（数码喷墨打印机及配件）和耗材（墨水），并提供一定的技术及售后服务的贸易型企业

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图26: 公司主营业务收入按销售模式划分的构成



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

基于公司未来的整体经营趋势，参考公司历史收入结构分布和量价情况，我们将各业务板块的收入做如下预测：

1) **分散墨水（自主生产）**：自主生产分散墨水是公司的核心业务，2024 年上半年营收占比 54%，毛利占比 67%。得益于行业成长及产能持续扩张，我们预计分散墨水产品仍有望保持较快成长。

销量方面：2024 年产销量根据 2024 年上半年产销量的 2 倍估算，产销率假设与 2024 年上半年一致。鉴于公司持续进行技改扩能，2021-2023 年公司自主生产分散墨水产量复合增速达 29.4%，2021-2024 年复合增速预估将达 30.2%。公司技改扩能叠加募投项目有望持续提升产能，我们假设 2025-2026 年公司自主生产分散墨水产量增速分别为 20%/20%，产销率延续 2024 年预测值。

价格及毛利率方面：假设 2024 年自主生产分散墨水均价及成本与 2024 年上半年一致，则 2021-2024 年均价和成本复合增速预估将达 -8.7%和 -10.4%。我们假设 2025-2026 年公司自主生产分散墨水均价逐年下滑 9%/9%，成本下滑 8%/6%。

因此，预计该板块 2024-2026 年营收分别为 2.56/2.79/3.05 亿元，毛利率分别为 46.9%/46.3%/44.5%。

2) **分散墨水（受托加工）**：2024 年上半年受托加工分散墨水营收仅占分散墨水的 6%，占比较小。

销量方面：2024 年产销量根据 2024 年上半年产销量的 2 倍估算，产销率假设与 2024 年上半年一致。由于受托加工业务与行业整体相关性不高，我们假设 2025-2026 年公司受托加工分散墨水产销量和产销率保持不变。

价格及毛利率方面：假设 2024 年受托加工分散墨水均价及成本与 2024 年上半年一致，由于受托加工业务与行业整体相关性不高，我们假设 2025-2026 年公司受托加工分散墨水均价及成本维持 2024 年的预测值不变。

因此，预计该板块 2024-2026 年营收分别为 0.16/0.16/0.16 亿元，毛利率保持在 39.8%。

3) **活性墨水：**2024 年上半年，公司活性墨水营收占比为 18%。2021-2023 年，公司活性墨水营收复合增速为 42.8%，同期自主生产分散墨水营收复合增速为 16.7%。

销量方面：2024 年产销量根据 2024 年上半年产销量的 2 倍估算，产销率假设与 2024 年上半年一致。鉴于公司持续进行技改扩能，以及活性墨水基数较低，增速较快，2021-2023 年公司活性墨水产量复合增速达 51.7%，2021-2024 年复合增速预估将达 48.7%。我们假设 2025-2026 年公司活性墨水产量增速分别为 30%/30%，产销率维持 2024 年上半年的 100%。

价格及毛利率方面：假设 2024 年公司活性墨水均价及成本与 2024 年上半年一致，则 2021-2024 年均价和成本复合增速预估将达-11.3%和-14.2%。公司目前定价模式为锚定毛利率定价，鉴于行业处于快速发展期，公司不断优化生产成本且原材料端成本呈下降趋势，假设 2025-2026 年公司活性墨水均价同比仍维持该复合增速，成本降幅收窄至 8%。

因此，预计该板块 2024-2026 年营收分别为 0.84/0.96/1.11 亿元，毛利率分别为 37.8%/35.6%/33.2%。

4) **其他墨水：**2024 年上半年，公司其他墨水营收占比为 25%。2021-2023 年，公司其他墨水营收复合增速为 23.0%。

销量方面：2024 年产销量根据 2024 年上半年产销量的 2 倍估算，产销率假设与 2024 年上半年一致。鉴于公司持续进行技改扩能，以及其他墨水基数较低，增速较快，2021-2023 年公司其他墨水产量复合增速达 71.2%，2021-2024 年复合增速预估将达 60.7%。我们假设 2025-2026 年公司其他墨水产量增速分别为 30%/30%，产销率维持 2024 年上半年水平。

价格及毛利率方面：假设 2024 年公司其他墨水均价及成本与 2024 年上半年一致，则 2021-2024 年均价和成本复合增速预估将达-10.8%和-9.8%，根据该复合增速预测 2025-2026 年公司其他墨水均价。由于其他墨水均价即成本均高于分散墨水和活性墨水，下降空间相对较大，假设 2025-2026 年其他墨水成本下降幅度依然维持 2021-2024 年的复合降幅。

因此，预计该板块 2024-2026 年营收分别为 1.16/1.35/1.57 亿元，毛利率分别为 18.7%/17.9%/17.0%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营收为 4.71/5.26/5.88 亿元，同比增长 22.9%/11.6%/11.8%，毛利率为 38.1%/36.8%/34.9%。

表7: 盈利预测假设基础

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
分散墨水						
收入 (亿元)	1.88	2.10	2.38	2.71	2.95	3.21
yoy		12%	13%	14%	9%	9%
产量 (吨)	6525	7946	9332	11226	13252	15683
销量 (吨)	6430	7697	8972	10668	12582	14879
毛利 (亿元)	0.82	0.87	1.08	1.26	1.36	1.42
yoy		6%	24%	17%	7%	5%

毛利率		43.7%	41.4%	45.4%	46.5%	45.9%	44.3%
毛利占比		79%	71%	71%	70%	70%	69%
自主生产							
收入 (亿元)		1.58	1.77	2.15	2.56	2.79	3.05
产量 (吨)		4589	5622	7682	10129	12155	14586
销量 (吨)		4493	5374	7322	9571	11485	13783
产销率		97.9%	95.6%	95.3%	94.5%	94.5%	94.5%
均价 (元/kg)		35.1	33.0	29.3	26.7	24.3	22.1
成本 (元/kg)		19.7	18.9	15.7	14.2	13.1	12.3
单吨毛利 (元)		15350	14090	13670	12530	11260	9855
毛利 (亿元)		0.69	0.76	1.00	1.20	1.29	1.36
	yoy		10%	32%	20%	8%	5%
毛利率		43.8%	42.7%	46.6%	46.9%	46.3%	44.5%
毛利占比		67%	62%	66%	67%	67%	66%
受托加工							
收入 (亿元)		0.30	0.33	0.23	0.16	0.16	0.16
产量 (吨)		1937	2324	1650	1097	1097	1097
销量 (吨)		1937	2324	1650	1097	1097	1097
产销率		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
均价 (元/kg)		15.7	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2
成本 (元/kg)		8.9	9.3	9.3	8.5	8.5	8.5
单吨毛利 (元)		6740	4880	4890	5630	5630	5630
毛利 (亿元)		0.13	0.11	0.08	0.06	0.06	0.06
	yoy		-13%	-29%	-24%	0%	0%
毛利率		43.0%	34.5%	34.5%	39.8%	39.8%	39.8%
毛利占比		13%	9%	5%	3%	3%	3%
活性墨水							
收入 (亿元)		0.34	0.51	0.69	0.84	0.96	1.11
	yoy		51%	35%	21%	15%	15%
产量 (吨)		883	1387	2033	2901	3771	4902
销量 (吨)		820	1327	2024	2908	3771	4902
产销率		92.9%	95.7%	99.6%	100.2%	100.0%	100.0%
均价 (元/kg)		41.2	38.4	34.1	28.8	25.6	22.7
成本 (元/kg)		28.4	21.7	19.7	17.9	16.5	15.2
单吨毛利 (元)		12880	16690	14330	10900	9086	7523
毛利 (亿元)		0.11	0.22	0.29	0.32	0.34	0.37
	yoy		110%	31%	9%	8%	8%
毛利率		31.2%	43.5%	42.1%	37.8%	35.6%	33.2%
毛利占比		10%	18%	19%	18%	18%	18%
其他墨水							
收入 (亿元)		0.51	0.52	0.77	1.16	1.35	1.57
	yoy		3%	47%	52%	16%	16%
产量 (吨)		428	890	1253	1773	2305	2996
销量 (吨)		530	844	1132	1714	2228	2897
产销率		124.0%	94.8%	90.3%	96.7%	96.7%	96.7%
均价 (元/kg)		95.5	61.9	67.7	67.9	60.6	54.0
成本 (元/kg)		75.2	46.1	54.2	55.1	49.7	44.9
单吨毛利 (元)		20370	15873	13472	12716	10813	9167
毛利 (亿元)		0.11	0.13	0.15	0.22	0.24	0.27
	yoy		24%	14%	43%	11%	10%
毛利率		21.3%	25.6%	19.9%	18.7%	17.9%	17.0%
毛利占比		10%	11%	10%	12%	12%	13%
总营收 (亿元)							
		2.72	3.13	3.84	4.71	5.26	5.88
	yoy		15%	22%	23%	12%	12%
成本 (亿元)		1.69	1.91	2.31	2.92	3.32	3.83
营业成本/营业收入		62%	61%	60%	62%	63%	65%
毛利 (亿元)		1.03	1.23	1.52	1.80	1.94	2.05
	yoy		19%	24%	18%	8%	6%
毛利率		38.0%	39.1%	39.7%	38.1%	36.8%	34.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

期间费用方面，我们假设 2024-2026 年公司期间费用率与 2024 年上半年一致，营业税及附加税率、所得税率均沿用 2023 年税率值。综上，我们预计公司 2024-2026 年销售、管理、研发费用率分别维持 3.4%、4.8%、4.1%，财务费用率分别为-0.1%/-0.4%/-0.6%，因此，预计公司 2024-2026 年期间费用率分别为 12.2%/11.9%/11.6%。

根据上述假设，我们预计公司 2024-2026 年营收为 4.71/5.26/5.88 亿元，同比增长 22.9%/11.6%/11.8%，归母净利润为 1.01/1.09/1.13 亿元，同比增长 9.0%/8.3%/3.6%。

表8: 公司未来 3 年盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	313	384	471	526	588
(+/-%)	15.0%	22.5%	22.9%	11.6%	11.8%
归母净利润(百万元)	72	93	101	109	113
(+/-%)	19.8%	28.6%	9.0%	8.3%	3.6%
每股收益(元)	1.20	1.54	1.26	1.37	1.42

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

◆ 投资建议

公司作为纺织领域数码喷印墨水龙头，产能将持续提升。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润 1.01/1.09/1.13 亿元，每股收益分别为 1.26/1.37/1.42 元，对应当前股价 PE 为 48.7/45.0/43.4 X，首次覆盖，给予“中性”评级。

◆ 风险提示

盈利预测的风险

我们假设公司 2024-2026 年收入增长率分别为 22.9%/11.6%/11.8%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观，进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 38.1%/36.8%/34.9%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

我们预计公司募投的 1.2 万吨数码喷印墨水产能将于 2026 年投产，若实际投产、达产不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

公司盈利受其主营产品价格、原材料价格影响较大，若由于形势变化，主营产品实际价格大大低于预期，或原材料价格高于预期，均可能存在高估未来 3 年业绩的风险。

技术风险

技术替代风险：公司生产的数码喷印墨水涉及多学科技术，技术更新换代快。若公司无法及时跟踪行业技术趋势并采取应对措施，可能导致技术被替代，影响盈利能力。

人才流失风险：关键技术人才对公司研发和创新至关重要。若公司无法在薪酬、待遇等方面提供竞争力，可能导致核心技术人员流失，影响生产经营。

核心技术泄密风险：公司拥有多项核心技术和专利，若核心技术泄露，可能削弱市场竞争力。

经营风险

产品质量风险：数码喷印墨水对安全、环保和色彩要求高，若产品质量出现问题，可能影响公司声誉和业绩。

环境保护风险：生产过程中存在废气废水排放，若环保措施不到位，可能面临环境处罚。

产能不足风险：公司产能利用率接近饱和，若产能无法及时扩充，可能限制市场份额扩大。

住房公积金补缴风险：公司存在未为部分员工缴纳住房公积金的情况，可能面临补缴或处罚风险。

内控风险

管理风险：公司规模扩大，管理难度增加。若管理模式和内控体系不能适应增长，可能影响经营效率。

实际控制人风险：实际控制人持股比例高，可能影响公司决策的科学性和合理性。

财务风险

毛利率下滑风险：若市场竞争加剧或原材料成本上升，公司可能面临毛利率下滑风险。

外销收入下滑风险：外销收入占比较高，若国际形势、贸易摩擦或汇率波动影响，可能影响外销业绩。

应收账款坏账风险：应收账款余额较高，若客户财务状况恶化，可能增加坏账风险。

外汇管理工具风险：公司使用外汇衍生品对冲汇率风险，若操作不当，可能产生损失。

政策风险

贸易政策风险：贸易战或关税问题可能影响原材料成本或者产品销售。

补贴和税收风险：政府政策在补贴或税收方面的变动可能影响公司的营收和利润。

其它风险

不可抗力风险：雷击、台风、洪水、海啸、地震等自然灾害可能破坏公司生产设施，造成人员伤亡，并可能进一步引发火灾、爆炸、环境污染事故等次生灾害；此外，社会动乱、战争、工人罢工等事件将可能对公司的生产经营活动造成严重影响，进而对经营业绩产生不利影响。

股份解禁风险：若解禁股短期内集中抛售，会对公司股价带来较大波动。

相关研究报告：

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	50	53	114	196	297	营业收入	313	384	471	526	588
应收款项	110	132	159	174	191	营业成本	190	226	292	332	383
存货净额	74	83	97	110	127	营业税金及附加	2	4	5	6	7
其他流动资产	36	14	35	39	36	销售费用	9	14	16	18	20
流动资产合计	300	359	481	596	727	管理费用	18	21	23	25	28
固定资产	87	115	156	164	171	研发费用	18	20	19	22	24
无形资产及其他	15	23	22	21	20	财务费用	(3)	(2)	(0)	(2)	(4)
投资性房地产	22	23	23	23	23	投资收益	(5)	1	(1)	(0)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	424	520	682	805	941	其他收入	(9)	(16)	(19)	(22)	(24)
短期借款及交易性金融负债	10	31	24	22	26	营业利润	82	106	115	125	129
应付款项	56	39	99	112	129	营业外净收支	(0)	0	0	0	0
其他流动负债	18	15	28	32	36	利润总额	82	106	115	125	129
流动负债合计	84	86	151	166	191	所得税费用	10	13	14	16	16
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	1	1	1	1	归属于母公司净利润	72	93	101	109	113
长期负债合计	0	1	1	1	1	现金流量表 (百万元)					
负债合计	84	87	151	166	192	净利润	72	93	101	109	113
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	0	(0)	0	0
股东权益	340	433	531	638	750	折旧摊销	11	13	10	12	14
负债和股东权益总计	424	520	682	805	941	公允价值变动损失	(0)	(0)	(0)	(0)	0
关键财务与估值指标						财务费用	(3)	(2)	(0)	(2)	(4)
每股收益	1.20	1.54	1.26	1.37	1.42	营运资本变动	(29)	(29)	11	(16)	(9)
每股红利	0.02	0.01	0.04	0.02	0.03	其它	0	(0)	0	0	0
每股净资产	5.67	7.22	6.64	7.98	9.37	经营活动现金流	53	77	122	106	119
ROIC	23%	25%	25%	26%	26%	资本开支	0	(41)	(50)	(20)	(20)
ROE	21%	21%	19%	17%	15%	其它投资现金流	(25)	(46)	0	0	0
毛利率	40%	41%	38%	37%	35%	投资活动现金流	(25)	(87)	(50)	(20)	(20)
EBIT Margin	24%	26%	25%	23%	21%	权益性融资	4	0	0	0	0
EBITDA Margin	28%	29%	27%	26%	24%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	15%	22%	23%	12%	12%	支付股利、利息	(1)	(1)	(3)	(2)	(2)
净利润增长率	20%	29%	9%	8%	4%	其它融资现金流	(31)	14	(7)	(2)	4
资产负债率	20%	17%	22%	21%	20%	融资活动现金流	(30)	13	(10)	(4)	2
股息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	现金净变动	(1)	3	61	82	101
P/E	51.2	39.8	48.7	45.0	43.4	货币资金的期初余额	51	50	53	114	196
P/B	10.8	8.5	9.3	7.7	6.6	货币资金的期末余额	50	53	114	196	297
EV/EBITDA	43.7	33.8	40.1	37.5	36.3	企业自由现金流	0	29	72	84	96
						权益自由现金流	0	44	65	84	103

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032