



买入（首次）

所属行业：基础化工/塑料
当前价格(元)：12.01

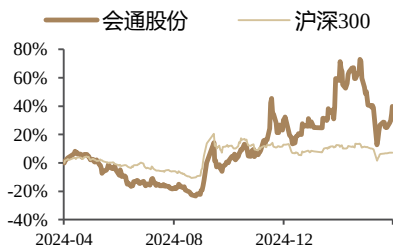
证券分析师

王华炳
资格编号：S0120524100001
邮箱：wanghb3@tebon.com.cn

研究助理

王友舜
邮箱：wangys5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.88	-11.56	8.39
相对涨幅(%)	-5.05	-6.89	9.66

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

会通股份（688219.SH）：会聚万象，通达未来

投资要点

- 会通股份：改性材料行业领导者。**公司是首家在科创板上市的新材料企业，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，在全球建立了上海、合肥、安庆、佛山、重庆、芜湖、潍坊及泰国春武里府八大研产基地。据公司 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年公司实现营业总收入 60.88 亿元，同比+13.81%，实现归母净利润 1.94 亿元，同比+32.04%；2025Q1，公司实现营业总收入 14.68 亿元，同比+15.07%，实现归母净利润 0.50 亿元，同比+14.67%，业绩增速表现亮眼。未来战略布局层面，在新能源领域，公司投资建设锂电池湿法隔离膜项目；机器人材料领域，公司开发和储备了对应的材料解决方案，并已在服务机器人外壳材料得到推广应用，PEEK 材料、碳纤增强特种工程材料在内的多种机器人轻量化“以塑代金属”材料解决方案，也在对应的结构部件中进行市场推广。
- 家电领域景气持续向好，汽车以塑代钢趋势不改。**改性塑料下游广泛，涵盖家电、汽车、电子电器、办公设备、电动工具等，其中家电和汽车占比分别达到 37%和 15%。**家电方面**，家用电器所使用的塑料几乎全部需要改性，已广泛应用于全品类。2024 年我国四大家电产量为 6.95 亿台，同比+7.4%，持续推动改性塑料需求增长。今年针对消费品以旧换新超长期特别国债资金达到 3000 亿元，较去年 1500 亿元翻倍，或意味着家电消费支持力度再加码，家电行业景气有望持续呈旺。**汽车方面**，受益于以旧换新刺激，叠加新能源汽车下乡政策不断落地，汽车终端表现持续活跃。2025 年 1-3 月我国汽车销量 747 万辆，同比+11.2%，同期出口量 142 万辆，同比+7.2%，亦保持较快增长。伴随我国新能源汽车渗透率不断提升，电池组保护、轻量化等需求或更加迫切，有望持续推动汽车以塑代钢的发展，单车改性塑料用量有望逐步攀升。
- 油价预期步入下行通道，改性塑料迎来成本修复。**从改性塑料的成本结构来看，原材料成本占比一般在其总成本的 90%左右。改性塑料作为石化产业链中间产品，其上游原料 PE、PP、PS 等与油价具有较高的正向关联度，在油价下跌的过程中，改性塑料原料价格会同步走弱。2025 年 4 月，欧佩克+八大产油国达成协议，将从 5 月起“加速增产”，加之美国加征“对等关税”引发全球经济衰退担忧，从而减少能源需求，双重打压下，国际原油价格大幅下滑。我们判断未来油价或整体仍处于下行通道，改性塑料成本端或持续改善。复盘公司历史业绩，其表现整体与油价呈一定负相关关系，在 2020Q1-2020Q4 低油价时期，公司盈利能力较强，反之当 2022Q2 油价阶段峰值时，公司盈利能力走低。而在本轮油价下跌的过程中，公司有望兑现成本改善的逻辑，盈利或已步入修复通道，2025 年或继续向上。
- 机器人材料+湿法隔膜，有望打造全新成长曲线。****锂电池隔膜方面**，公司在上游供应、下游应用市场较高重合度的情况下切入锂电池隔膜市场，截至 2025 年 1 月，公司已加快锂电池湿法隔离膜项目建设进度，生产设备已处于安装调试状态，整体按计划建设中，有望成为集多种功能膜生产于一体的新能源材料供应商，打造差异化竞争力。**机器人材料方面**，近期人形机器人行业新品不断发布，商业化落地进程提速，相关改性材料需求有望持续受益，公司已在机器人外壳、感知系统材料等领域进行研发与推广，并在机器人相关部件具有 PEEK 材料的产品解决方案。考虑到家电龙头美的集团长期为公司第一大客户，主业已实现深度合作，我们认为，美的集团在工业机器人领域已具备一定规模优势，同时新增人形机器人业务有望进一步拉动高端改性塑料材料的需求，公司有望依靠供应链管理能力和深厚合作关系优先承接相关改性塑料订单，同时在美国集团的龙头示范作用下，公司

亦有可能受益于新入局机器人领域的车企或家电企业带来的相关材料需求增量。

- **盈利预测：**伴随公司家电领域基本盘不断巩固，并紧抓新能源汽车发展机遇，以及锂电池隔膜和机器人领域的潜在受益机会，公司利润有望实现快步增长。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.48、3.43、4.18 亿元，同比+27.7%、+38.6%、+21.6%，对应 EPS 分别为 0.52、0.72、0.87 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动、行业竞争加剧、下游需求不及预期、项目建设投产进度不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	477.75		2023	2024	2025E	2026E	2027E
流通 A 股(百万股):	477.75	营业收入(百万元)	5,349	6,088	6,929	8,184	8,730
52 周内股价区间(元):	6.59-14.86	(+/-)YOY(%)	3.3%	13.8%	13.8%	18.1%	6.7%
总市值(百万元):	5,737.78	净利润(百万元)	147	194	248	343	418
总资产(百万元):	7,037.41	(+/-)YOY(%)	148.4%	32.0%	27.7%	38.6%	21.6%
每股净资产(元):	4.82	全面摊薄 EPS(元)	0.33	0.43	0.52	0.72	0.87
资料来源：公司公告		毛利率(%)	13.9%	13.5%	13.8%	14.4%	15.1%
		净资产收益率(%)	7.7%	9.0%	10.4%	12.8%	13.8%
		资料来源：公司年报（2023-2024），德邦研究所					
		备注：净利润为归属母公司所有者的净利润					

内容目录

1. 会通股份：改性材料行业领导者，推动前沿材料研究	6
1.1. 长期深耕改性塑料领域，战略布局隔膜与机器人	6
1.2. 财务分析：收入长期稳定发展，盈利能力蓄势回升	7
2. 改性塑料需求广泛，景气有望迎来改善	9
2.1. 改性塑料：重要的石化链中游产品	9
2.2. 需求：家电汽车韧性足，新消费蓄能向上	10
2.2.1. 家电：以旧换新内销提速，家电景气持续向好	11
2.2.2. 汽车：以旧换新促消费，以塑代钢长趋势	12
2.2.3. 消费电子：持续向高附加值方向延伸，电子电器等领域空间广阔	14
2.3. 成本修复：改性塑料有望充分受益于油价下跌	14
3. 锂电池隔膜产能加速建设，机器人材料业务稳步推进	17
4. 盈利预测与估值	20
5. 风险提示	22

图表目录

图 1: 会通股份历史沿革	6
图 2: 会通股份股权结构 (截至 2025Q1)	7
图 3: 2019-2025Q1 公司营业收入及同比	8
图 4: 2019-2025Q1 公司归母净利润及同比	8
图 5: 2019-2024 年会通股份分产品营业收入结构	8
图 6: 2019-2024 年会通股份分产品毛利润结构	8
图 7: 2019-2025Q1 公司各项费用率总体保持稳定	9
图 8: 2021 年后公司利润率持续修复	9
图 9: 改性塑料产业链及分类情况	9
图 10: 我国改性塑料产量稳步提高	10
图 11: 我国改性塑料市场规模有望持续增长	10
图 12: 家电和汽车是改性塑料最主要的两大消费领域	11
图 13: 2004-2024 年我国家电市场规模 CAGR 为 5.2%	11
图 14: 2024 年我国四大家电产量同比均有所上升 (万台)	11
图 15: 1-2 月我国空调销量同比+20.6% (万台)	12
图 16: 1-2 月我国冰箱销量同比+9.1% (万台)	12
图 17: 1-2 月我国洗衣机销量同比+8.6% (万台)	12
图 18: 1-2 月我国彩电销量同比+5.4% (万台)	12
图 19: 1-3 月我国汽车销量同比+11.2% (万辆)	13
图 20: 1-3 月我国汽车出口量同比+7.2% (万辆)	13
图 21: 我国新能源汽车产销量快速增长	13
图 22: 到 2027 年我国单车改性塑料用量有望达 213kg	13
图 23: 普利特改性塑料成本结构	15
图 24: 会通股份改性塑料成本结构	15
图 25: PE/PP/PS 等材料价格与油价走势基本一致	15
图 26: PE 价格随油价同步下跌	15
图 27: PP 价格随油价同步下跌	16
图 28: PS 价格随油价同步下跌	16
图 29: 我国锂离子电池产量迅速攀升	17
图 30: 近三年锂电池隔膜产量增长较快	17
图 31: 人形机器人需要使用多种改性材料	18

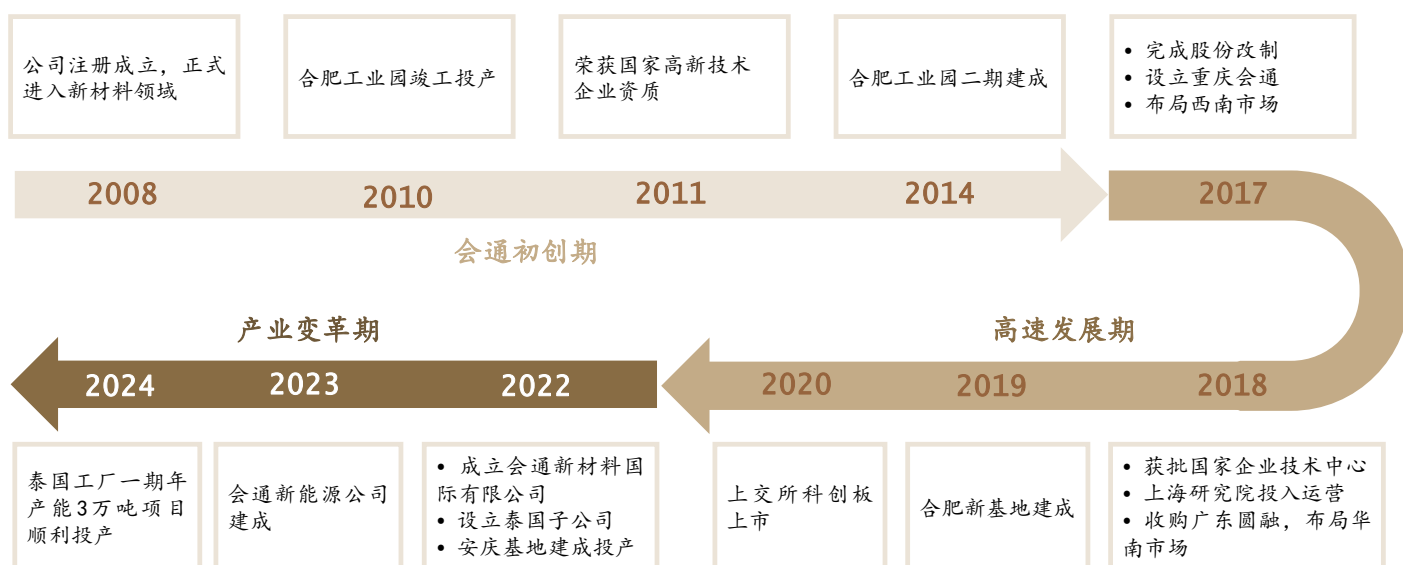
表 1：公司员工持股计划业绩考核目标及对应解锁比例	7
表 2：改性塑料分类及应用情况	10
表 3：改性塑料在消费电子领域应用广泛	14
表 4：公司盈利能力与油价总体呈现负相关性	16
表 5：部分知名人形机器人材料选择及特性效果	18
表 6：公司主营业务分拆及盈利预测	20
表 7：可比公司估值（收盘价截至 2025 年 4 月 24 日）	21

1. 会通股份：改性材料行业领导者，推动前沿材料研究

1.1. 长期深耕改性塑料领域，战略布局隔膜与机器人

长期深耕改性塑料领域，战略布局隔膜与机器人。会通股份成立于 2008 年，是首家在科创板上市的新材料企业，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。公司主要服务家电、汽车、消费电子、新能源、轨道交通、AI 大数据、人形机器人等国家战略产业领域，在全球建立了中国上海、合肥（产能 22 万吨，截至 2024 年，下同）、安庆（产能 24 万吨）、佛山（产能 20 万吨）、重庆（产能 10 万吨）、芜湖（4 亿平方米）、潍坊（3000 吨）及泰国（1 万吨）八大生产基地。此外在新能源领域，公司进行战略布局，投资建设锂电池湿法隔离膜项目；机器人材料领域，公司开发和储备了对应的材料解决方案，并已在服务机器人外壳材料得到推广应用，PEEK 材料、碳纤增强特种工程材料在内的多种机器人轻量化“以塑代金属”材料解决方案，也在对应的结构部件中进行市场推广。

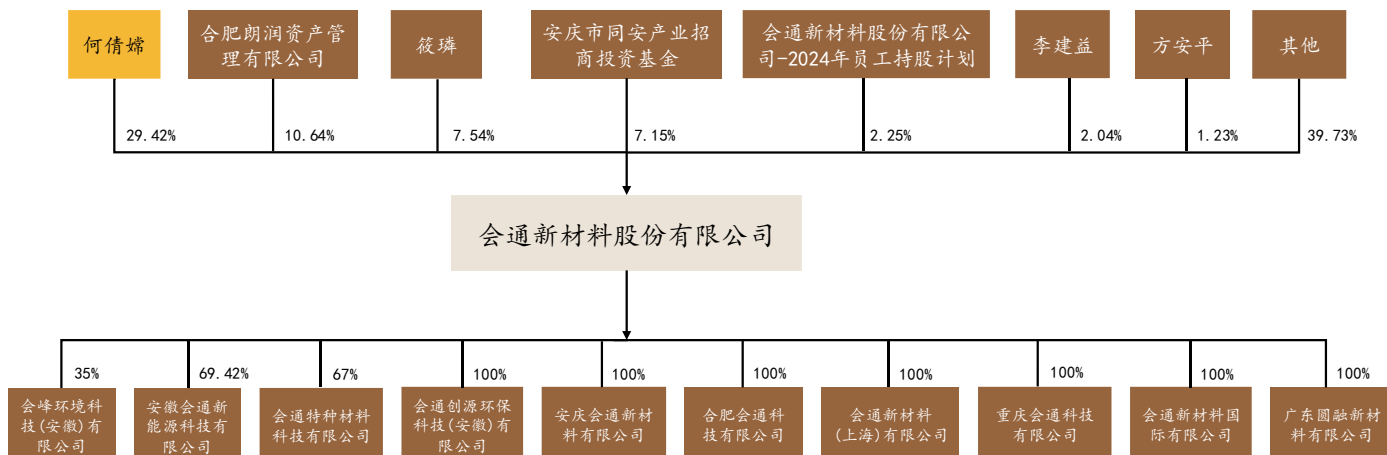
图 1：会通股份历史沿革



资料来源：公司 2023 年 ESG 报告、公司 2024 年半年报，德邦研究所

股权与管理结构稳定，何倩嫦为公司实控人。截至 2025Q1，何倩嫦女士直接持有公司 29.42% 股份，为公司第一大股东与实控人。公司推行职业经理人制度，董事长、总经理李健益女士自 2010 年起接任会通股份总经理，带领公司由仅成立两年的初创企业快速发展成为行业领军者。总体来看，公司股权结构较为稳定，实际管理者经验丰富，为长期发展奠定坚实基础。

图 2：会通股份股权结构（截至 2025Q1）



资料来源：公司 2025 年一季报、Wind，德邦研究所

推行员工持股计划，业绩考核指引较高。2024 年 3 月 26 日，公司公布 2024 年员工持股计划，对公司业绩层面提出较高要求，以 2023 年净利润为基数，三期解锁期对应 2024-2026 年净利润增长率目标值分别为 25%、58%、103%，对应业绩 1.84、2.32、2.98 亿元。但考核目标并非硬性，执行层面包含解锁比例。基础增速目标触发值设为 18%、40%、72%，高于触发值可解锁 70%，合理的考核机制有望在整个考核期内持续保障员工的积极性。

表 1：公司员工持股计划业绩考核目标及对应解锁比例

解锁期	解锁股份比例	对应考核年度	考核指标	目标值（Am）	触发值（An）
第一个解锁期	40%	2024	以 2023 年净利润为基数的净利润增长率（A）	25%	18%
第二个解锁期	30%	2025		58%	40%
第三个解锁期	30%	2026		103%	72%
				业绩完成度	公司层面可解锁比例（X）
				A≥Am	X=100%
				An<A<Am	X=70%
				A<An	X=0

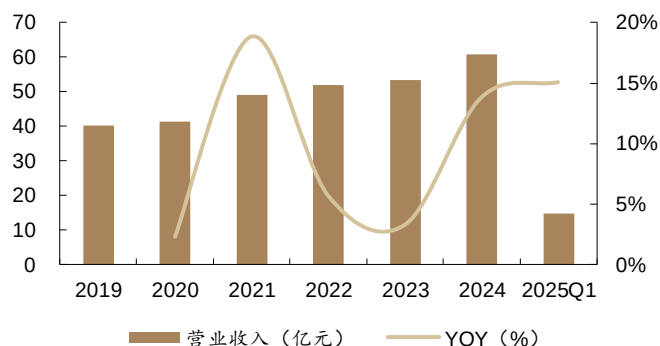
资料来源：公司 2024 年员工持股计划（草案），德邦研究所

1.2. 财务分析：收入长期稳定发展，盈利能力蓄势回升

营业收入稳步增长，净利润低位强势上扬。2019-2024 年，公司营业收入从 40.31 亿元稳健增长至 60.88 亿元，CAGR 为 8.59%。2025Q1，公司营业收入 14.68 亿元，同比+15.07%。2019-2024 年，公司归母净利润从 1.09 亿元增长至 1.94 亿元，CAGR 为 12.26%。2025Q1，公司归母净利润 0.50 亿元，同比+14.67%。2021 年起公司净利润下滑较多主要系公司上游原材料价格增长，公司单位材料成本增加所致。2023 年起公司净利润显著修复主要系公司抓住宏观市场结构性调整

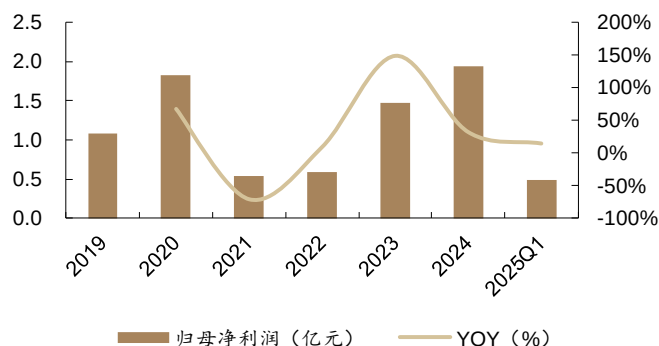
机遇，持续加大新能源汽车、消费电子等新市场的投入，实现相关领域收入稳步增长，推动公司高质量发展，带动公司整体利润加速上扬。

图 3：2019-2025Q1 公司营业收入及同比



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

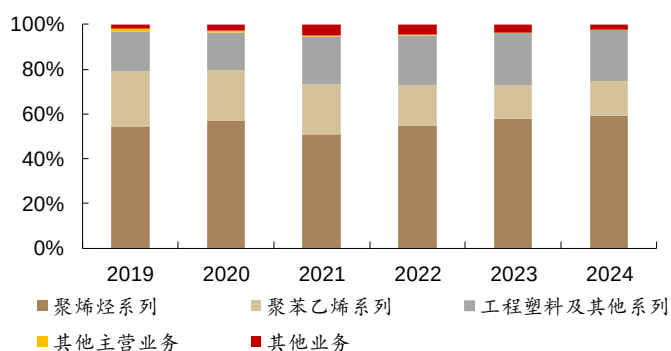
图 4：2019-2025Q1 公司归母净利润及同比



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

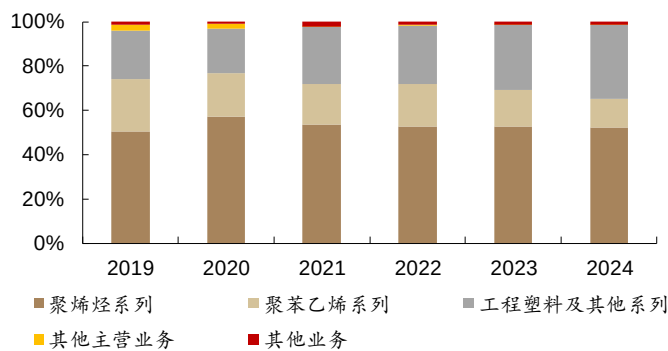
改性塑料业务为公司绝对核心。公司主要从事改性材料的研发、生产和销售，拥有聚烯烃系列、聚苯乙烯系列、工程塑料系列等多种产品平台。2024 年，公司主营业务改性塑料产品共计实现营业收入 59.46 亿元，占比 97.67%，其中聚烯烃系列收入 36.21 亿元，占比 60.90%；聚苯乙烯系列收入 9.16 亿元，占比 15.41%；工程塑料及其他系列收入 13.99 亿元，占比 23.53%。

图 5：2019-2024 年会通股份分产品营业收入结构



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

图 6：2019-2024 年会通股份分产品毛利润结构

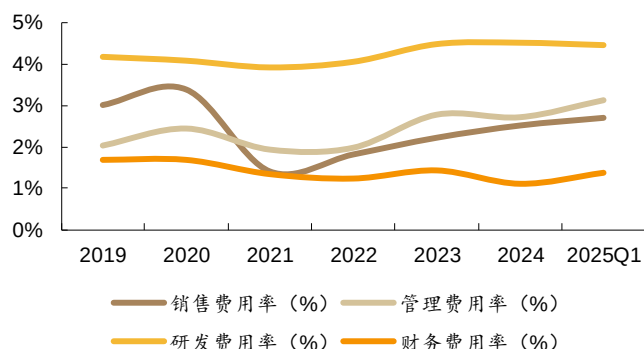


资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

费用水平较为稳定，盈利水平持续修复。过去几年公司期间费用率总体保持稳定，2019-2025Q1 公司期间费用由 10.90% 微增至 11.67%；具体各项费用率来看，截至 2025Q1，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 2.70%、3.13%、4.46%、1.38%。盈利水平角度，公司 2021 年因原材料成本上升导致利润率下滑，后续积极进行变革，围绕绿色节能、AI 智能等发展趋势，聚焦特种工程材料等高附加值产品的研发，同时不断改进生产工艺，提效降本，毛利率从 2021 年的 9.44% 提升至 2025Q1 的 13.50%，同期净利率亦从 1.10% 提

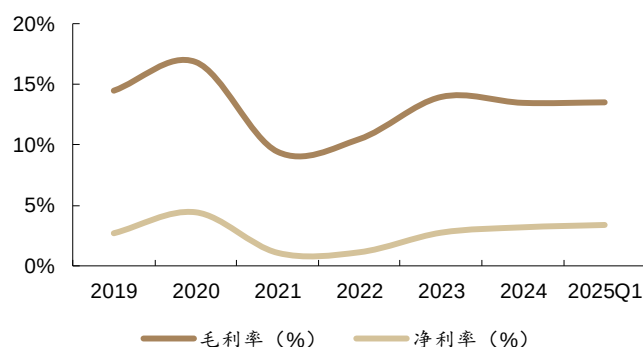
升至 3.38%，盈利水平持续修复。

图 7：2019-2025Q1 公司各项费用率总体保持稳定



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

图 8：2021 年后公司利润率持续修复



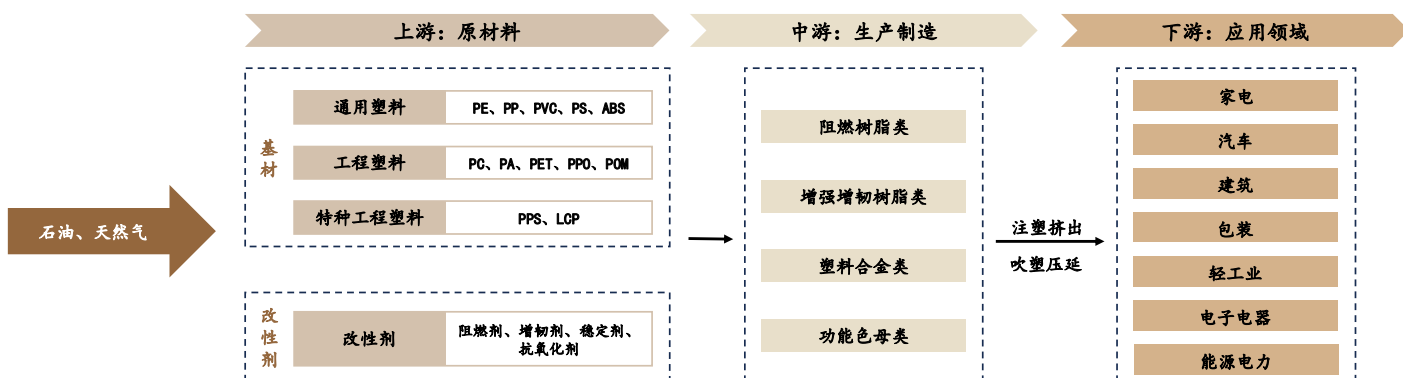
资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

2. 改性塑料需求广泛，景气有望迎来改善

2.1. 改性塑料：重要的石化链中游产品

改性塑料列属石化产业链中游，下游应用广泛。改性塑料是指一种以通用塑料（如 PE、PP、PVC、PS、ABS 等）和工程塑料（如 PA、PC、POM、PBT、PPO 等）为基材，通过改性助剂进行物理或化学改性后，使得材料获得或者增强某种性能的塑料制品。从产业链上下游来看，改性塑料属于石油化工产业链的中间产品，其上游原材料主要是各种未经改性和加工的通用塑料、工程塑料和特种工程塑料等合成树脂，属于石油天然气行业，市场供给较为充分，但易受到成本端原油价格等波动的影响；中游主要是改性塑料的生产和制造环节；下游方面，改性塑料因其能满足不同需求的特性，已被广泛应用于家电、汽车、建筑、包装、轻工业、电子电器、能源电力等诸多领域。

图 9：改性塑料产业链及分类情况



资料来源：智研咨询、华经产业研究院等，德邦研究所

改性塑料可分为阻燃树脂类、增强增韧树脂类、塑料合金类和功能色母类四大类。根据改性塑料具有的阻燃、抗冲、高韧性、易加工等不同特性，可以将其划分为阻燃树脂类、增强增韧树脂类、塑料合金类和功能色母类等品类，各个品类又可以根据其材质的不同再进行细分。各细分材料由于其性能不同，应用领域也存在差异。

表 2：改性塑料分类及应用情况

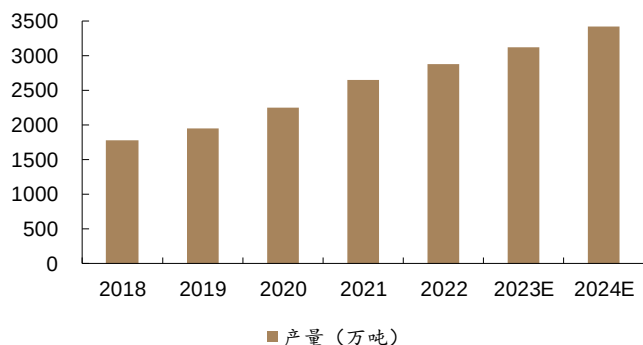
大类	细分	具体应用
阻燃树脂类	阻燃高抗冲聚苯乙烯树脂、阻燃聚丙烯树脂、阻燃 ABS 树脂等	制造各种产品的外壳、内部零件、周边器材（接插件、配电盘、插头）等
增强增韧树脂类	耐候增韧 PP 专用料	生产家电及汽车产品内部零件
	玻纤增强热塑性塑料	制造电脑配件、机械零部件、电动工具及灯具零部件
塑料合金类	PC 合金产品	生产汽车仪表面板、计算机和办公自动化设备、电动工具外壳、蜂窝电话等
	PVC 合金产品	家电外壳、电器开关、电表外壳、灯饰材料、通讯网络、建材等
	聚酯合金产品	汽车零部件、家电零件、电动工具零件等
功能色母类	高抗冲聚苯乙烯增韧阻燃色母料	制造电子、电器产品的外壳等

资料来源：智研咨询，德邦研究所

2.2. 需求：家电汽车韧性足，新消费蓄能向上

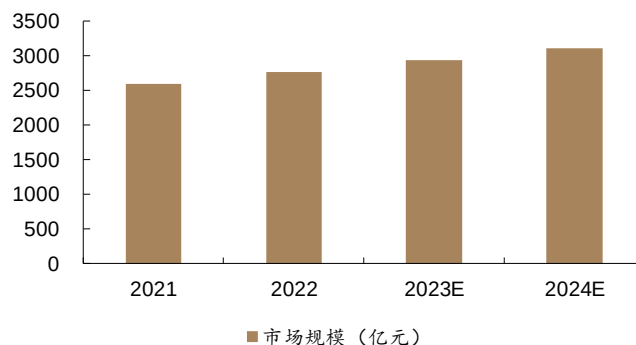
改性塑料市场规模持续增长，需求集中于家电和汽车领域。根据智研咨询，随着改性塑料应用范围的不断拓宽，全球改性塑料市场规模由 2015 年的 2955 亿美元增长至 2022 年的 4097 亿美元，CAGR 为 4.78%，保持稳步增长。国内方面，改性塑料起步时间虽较晚，但随着近年来生产技术的不断进步、环保政策的持续完善和“以塑代钢”、“以塑代木”的推进，市场规模呈现快速上升趋势。根据中商产业研究院数据，2022 年我国改性塑料产量 2884 万吨，预计到 2024 年增至 3421 万吨，2022-2024 年 CAGR 为 8.9%；2022 年我国改性塑料市场规模约 2771 亿元，预计到 2024 年增至 3107 亿元，2022-2024 年 CAGR 为 5.9%。下游应用角度，根据中商产业研究院统计，家电和汽车是改性塑料最主要的两大应用领域，占比分别为 37%和 15%。

图 10：我国改性塑料产量稳步提高



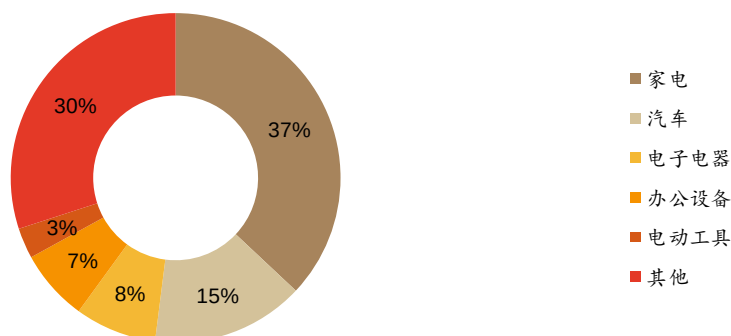
资料来源：中商产业研究院，德邦研究所

图 11：我国改性塑料市场规模有望持续增长



资料来源：中商产业研究院，德邦研究所

图 12：家电和汽车是改性塑料最主要的两大消费领域

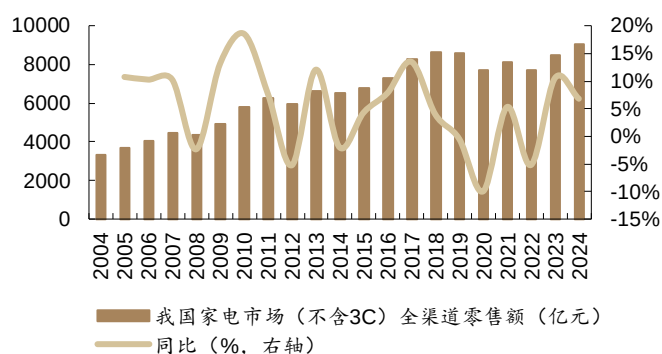


资料来源：中商产业研究院，德邦研究所

2.2.1. 家电：以旧换新内销提速，家电景气持续向好

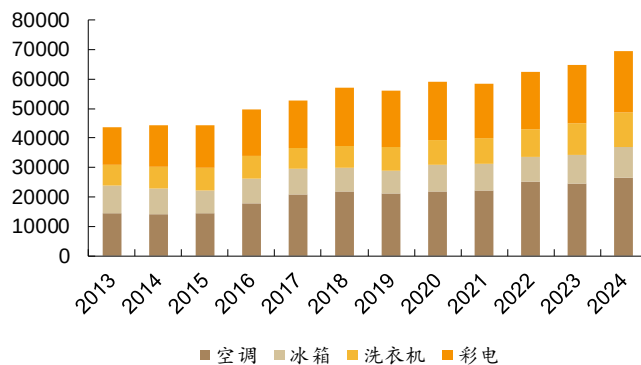
家电行业改性塑料需求持续增长。根据奥维云网，我国家电市场规模由 2004 年的 3312 亿元增长至 2024 年的 9071 亿元，CAGR 为 5.2%，作为改性塑料最大的下游消费场景，家用电器所使用的塑料几乎全部需要改性，已广泛应用于全品类，家电规模的扩增为我国改性塑料的消费提供了有力支撑。具体到产品上看，据国威塑料，洗衣机和冰箱塑料含量占比约 30%-40%，电视机塑料含量约 23%-25%，空调约为 11%。根据国家统计局，2024 年我国四大家电产量为 6.95 亿台，同比+7.4%，持续推动改性塑料需求增长。

图 13：2004-2024 年我国家电市场规模 CAGR 为 5.2%



资料来源：奥维云网，德邦研究所

图 14：2024 年我国四大家电产量同比均有所上升（万台）

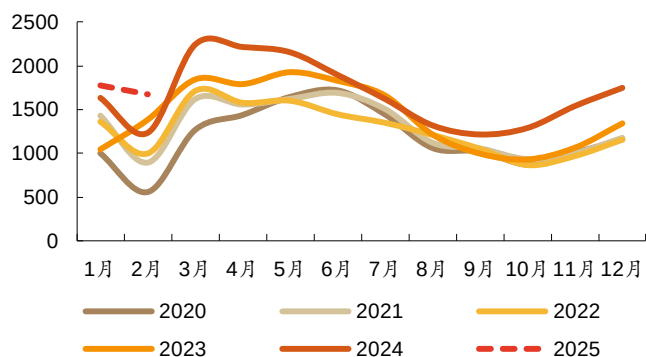


资料来源：Wind，德邦研究所

以旧换新内销提速，家电景气持续向好。财政部数据显示，截至 2024 年底，按已审核通过金额计算，中央财政安排的 1500 亿元消费品以旧换新资金已基本使用完毕。而今年针对消费品以旧换新超长期特别国债资金达到 3000 亿元，或意味着家电消费支持力度再加码。进入 2025 年，根据产业在线，1-2 月我国空调、冰箱、洗衣机、彩电销量同比分别+20.6%、+9.1%、+8.6%、+5.4%，其中 2 月

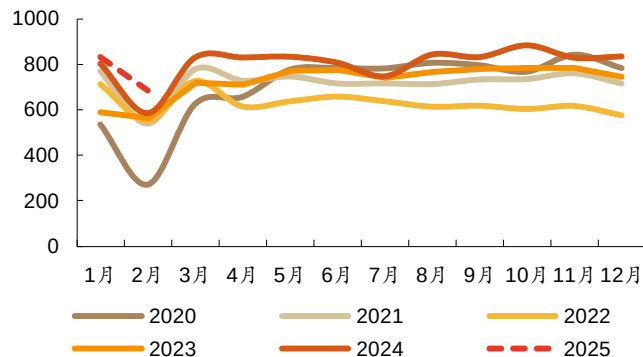
单月同比分别+36.3%、+16.5%、+14.2%、-1.9%，四大家电产品销量整体仍呈现正增长态势，家电行业景气有望持续呈旺。

图 15: 1-2 月我国空调销量同比+20.6% (万台)



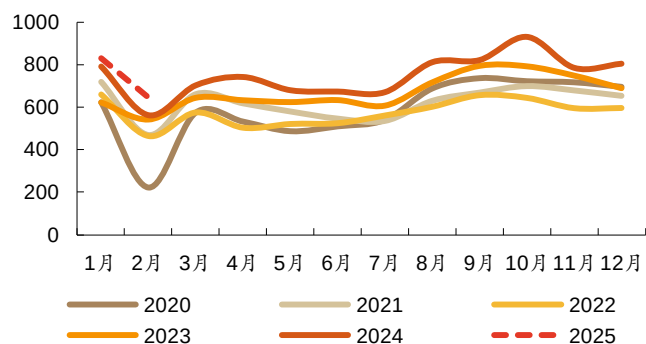
资料来源: iFind、产业在线, 德邦研究所

图 16: 1-2 月我国冰箱销量同比+9.1% (万台)



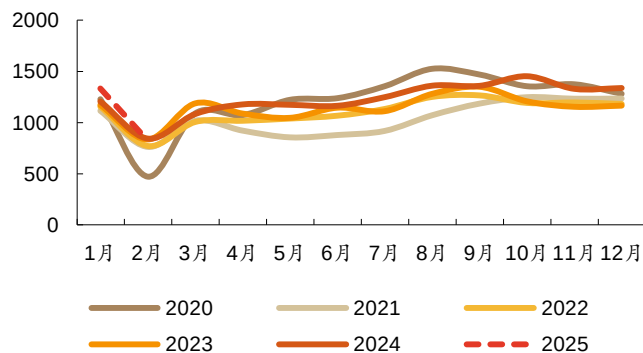
资料来源: iFind、产业在线, 德邦研究所

图 17: 1-2 月我国洗衣机销量同比+8.6% (万台)



资料来源: iFind、产业在线, 德邦研究所

图 18: 1-2 月我国彩电销量同比+5.4% (万台)

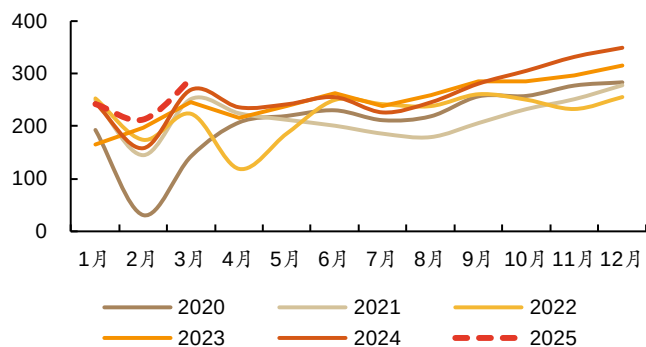


资料来源: iFind、产业在线, 德邦研究所

2.2.2. 汽车：以旧换新促消费，以塑代钢长趋势

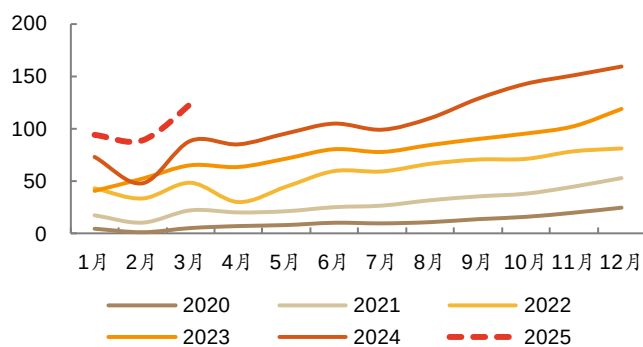
政策效果持续兑现，汽车消费增速亮眼。自 2024 年 8 月以来各地方陆续出台汽车以旧换新补贴细则以来，受益于以旧换新刺激，叠加新能源汽车下乡政策不断落地，汽车终端表现持续活跃。根据中国汽车工业协会，2025 年 1-3 月我国汽车销量 747 万辆，同比+11.2%，创同期历史新高。出口方面，随着东南亚和中东市场的崛起，1-3 月我国汽车出口量 142 万辆，同比+7.2%，保持较快增长。

图 19: 1-3 月我国汽车销量同比+11.2% (万辆)



资料来源: Wind、中国汽车工业协会, 德邦研究所

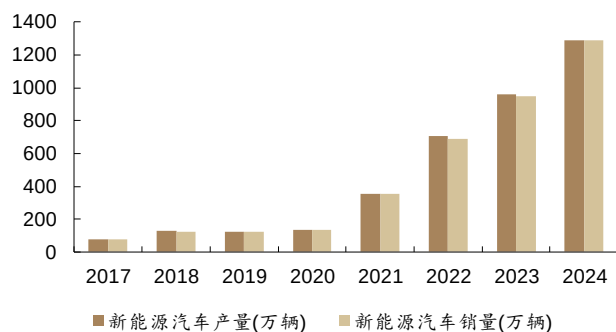
图 20: 1-3 月我国汽车出口量同比+7.2% (万辆)



资料来源: Wind、中国汽车工业协会, 德邦研究所

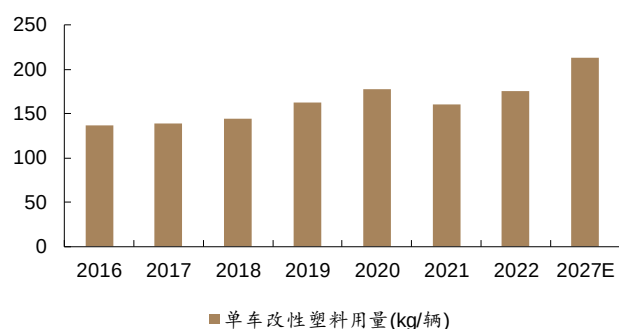
新能源车推升车用改性塑料需求, 我国改性塑料使用率有待提升。与传统燃油车相比, 新能源汽车新增电池组模块, 同时外设壳体对其进行承载和保护, 壳体材料需满足强度、刚度、安全性等要求, 目前主要使用改性 PP、PPS、PPO 等。此外, 新能源汽车充电需要配套有充电桩和充电枪等, 常用材料为 PBT、PA 和 PC 等。根据马殿普、李俊等的《汽车零部件用阻燃高分子材料的应用进展研究》, 单车新能源汽车电池模块改性塑料使用量约 30kg, 充电桩使用量约 6kg。以 2024 年我国新能源汽车产量 1288.8 万辆测算, 较传统汽车约带来改性塑料需求增量 46.4 万吨。据观研天下, 从单车的使用量情况来看, 德国单车改性塑料使用量全球最高, 乘用车单车用量约 340-410kg, 使用率达 25% 以上, 欧美国家的平均单车改性塑料使用率为 19%。我国改性塑料起步相对较晚, 2016 年国内乘用车单车改性塑料用量仅 137kg, 2022 年增长至 175kg, 与发达国家水平相比存在较大提升空间。伴随我国新能源汽车市场崛起和汽车工业技术持续升级, 车用改性塑料使用量有望持续增长, 据观研天下预测, 2027 年我国汽车单车改性塑料使用量将达 213kg。

图 21: 我国新能源汽车产销量快速增长



资料来源: Wind、中国汽车工业协会, 德邦研究所

图 22: 到 2027 年我国单车改性塑料用量有望达 213kg



资料来源: 观研天下, 德邦研究所

汽车轻量化长期趋势，以塑代钢打开发展空间。轻量化是实现降低汽车能耗、提高能量效率的重要手段。据中国化工信息周刊，对于传统燃油车，当整车重量每降低 10% 时，燃油效率将提高 6-8%，对应重量每降低 100kg 时，汽车百公里二氧化碳排放将减少 5g；对于新能源汽车，纯电车整车重量每降低 10kg 时，续航里程将增加 2.5km。同时从性能优化的角度来看，新能源汽车对于轻量化的需求更加迫切，减重或将成为提升新能源汽车续航的重要途径，进而持续推动汽车以塑代钢、以塑代铝的发展。根据智论产业研究院预测，到 2030 年我国汽车改性塑料需求量预计达 1088.44 万吨，2023-2030 年 CAGR 为 10.3%。

2.2.3. 消费电子：持续向高附加值方向延伸，电子电器等领域空间广阔

改性塑料在消费电子领域具有广泛应用。改性塑料特别是改性工程塑料在消费电子领域的应用已相当普遍，如改性 PC、PC/ABS 等产品应用于壳体、外饰等配件，可以提高产品的性能、美观度和耐用性，亦可以满足轻量化需求。改性 PC、PPA、PBT、PI 等产品应用于连接器、电子元件、电池组件的封装，凭借更好的绝缘性和化学稳定性，可以保护元器件免受外界环境干扰，提高产品可靠性和稳定性。此外，改性 PC 介电产品和 PPO 介电产品等在 5G 快速发展的背景下，对于低介电损耗、可调介电性能的增益显著。

表 3：改性塑料在消费电子领域应用广泛

改性塑料产品	应用	性能
改性 PC、PC/ABS	壳体、外饰等配件	提高产品性能、美观性、耐用性；满足轻量化要求
改性 PC、PPA、PBT、PI	连接器、电子元件、电池组件的封装	更好的绝缘性和化学稳定性，提高产品的可靠性和稳定性
改性 PC 介电产品、PPO 介电产品	5G	低介电损耗、可调介电性能

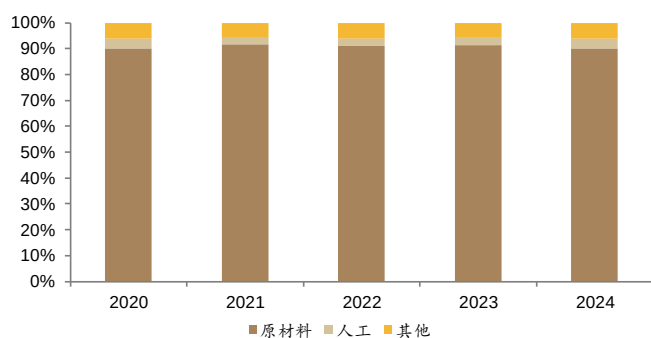
资料来源：普华有策，德邦研究所

我国消费电子市场规模保持稳定增长。赛迪智库数据显示，2023 年全球消费电子市场整体规模达到 1.08 万亿美元，同比+3.4%。据 Statista 统计，2028 年全球消费电子市场规模可能增长至 1.18 万亿美元。随着 5G、物联网、人工智能等前沿技术的不断融合和应用，消费电子产品市场有望持续扩容。与此同时，在消费活力释放、智能手机产品创新、高端家电市场逐步复苏的带动下，2023 年中国消费电子市场继续保持增长，整体市场规模达到 1.87 万亿元，同比增长 4.3%。市场稳定扩容，有望持续带动改性塑料需求。

2.3. 成本修复：改性塑料有望充分受益于油价下跌

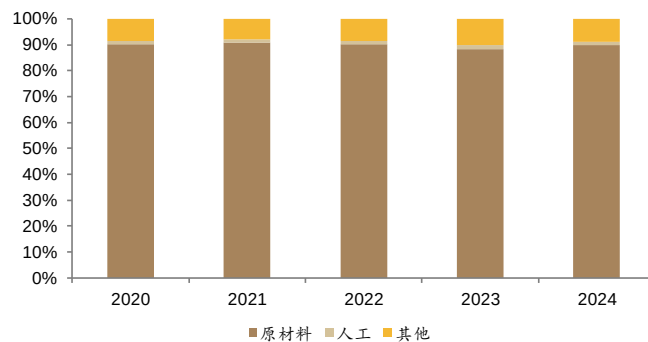
改性塑料原料成本占比近九成。从改性塑料的成本结构来看，原材料成本占比一般在其总成本的 90% 左右，以普利特和会通股份为例，2023 年原材料成本约分别占其改性塑料总成本的 91% 和 88%。

图 23：普利特改性塑料成本结构



资料来源：Wind、普利特各年度报告，德邦研究所

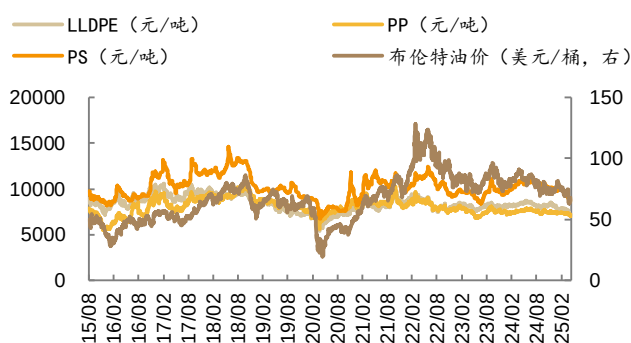
图 24：会通股份改性塑料成本结构



资料来源：Wind、会通股份各年度报告，德邦研究所

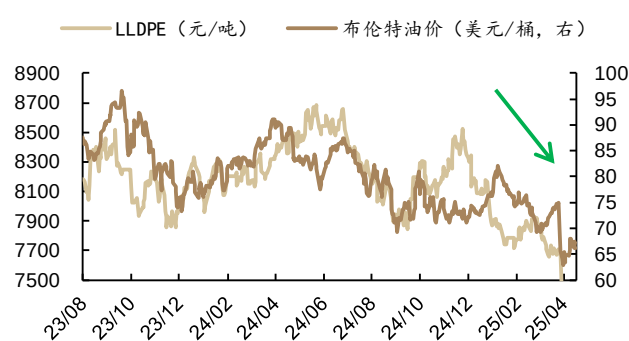
在本轮油价下跌的过程中，改性塑料原料价格同步走弱。根据 Wind，截至 4 月 24 日，布伦特油价为 66.55 美元/桶，较 2024 年 7 月初阶段性高点下滑 23.9%，2024Q3 起基于对宏观衰退逻辑的交易已使得油价跌破年初以来的两轮涨幅，10 月初受中东地缘冲突影响油价有所反弹，但后续又重拾跌势。2025 年 4 月，欧佩克+八大产油国达成协议，将从 5 月起“加速增产”，加之美国加征“对等关税”引发全球经济衰退担忧，从而减少能源需求，双重打压下，国际原油价格大幅下滑，我们判断未来油价或整体仍处于下行通道。改性塑料作为石化产业链中间产品，其上游原料 PE、PP、PS 等与油价具有较高的正向关联度，在油价下跌的过程中，改性塑料原料价格同步走弱，同期跌幅分别为-16.8%、-9.1%、-19.4%，改性塑料成本端有望迎来改善。

图 25：PE/PP/PS 等材料价格与油价走势基本一致



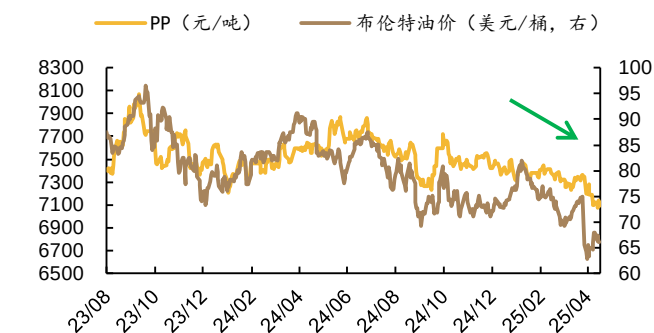
资料来源：Wind，德邦研究所

图 26：PE 价格随油价同步下跌



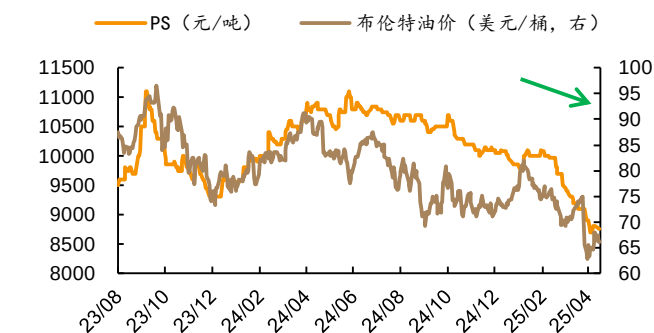
资料来源：Wind，德邦研究所

图 27: PP 价格随油价同步下跌



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 28: PS 价格随油价同步下跌



资料来源: Wind, 德邦研究所

公司盈利与油价总体呈负相关，2025 年有望兑现成本改善。2020 年上市以来，复盘公司历史业绩，其表现整体与油价呈一定负相关关系。在 2020Q1-2020Q4 低油价时期，公司盈利能力较强。以 2020Q2 为例，彼时受公共卫生事件影响全球燃料需求大幅下降，布伦特油价季度均值仅 33.49 美元/桶，处于 2004Q2 以来的最低点。在此时期，公司毛利率和净利率水平表现突出，毛利率、净利率分别为 21.46%、7.72%。反之当油价上升时，公司盈利能力走低，2022Q2 油价阶段峰值时，公司毛利率、净利率分别为 8.24%、0.03%。而在本轮油价下跌的过程中，公司有望兑现成本改善的逻辑，盈利或已步入修复通道，2025 年或继续向上。

表 4: 公司盈利能力与油价总体呈现负相关性

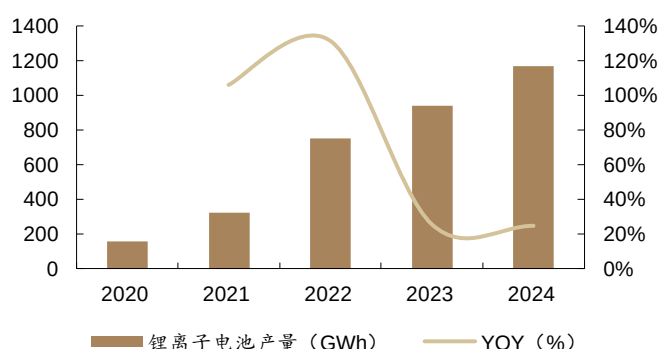
	证券代码 公司名称	688219. SH 会通股份	
	布伦特油价 (美元/桶)	毛利率 (%)	净利率 (%)
19Q4	62.60	16.02	2.67
20Q1	51.17	14.19	-0.37
20Q2	33.49	21.46	7.72
20Q3	43.31	17.23	4.64
20Q4	45.20	13.10	3.40
21Q1	61.12	13.07	2.70
21Q2	68.92	11.14	1.00
21Q3	73.27	9.52	0.25
21Q4	79.49	5.52	0.76
22Q1	97.66	11.50	2.45
22Q2	112.04	8.24	0.03
22Q3	98.07	10.21	0.89
22Q4	88.66	11.65	1.01
23Q1	82.23	11.72	1.50
23Q2	77.93	14.53	3.45
23Q3	85.83	14.61	3.33
23Q4	82.86	14.45	2.14
24Q1	81.87	14.04	3.64
24Q2	85.04	13.50	3.69
24Q3	78.60	13.86	3.65
24Q4	74.07	12.67	2.40
25Q1	75.00	13.50	3.45

资料来源: Wind, 德邦研究所

3. 锂电池隔膜产能加速建设，机器人材料业务稳步推进

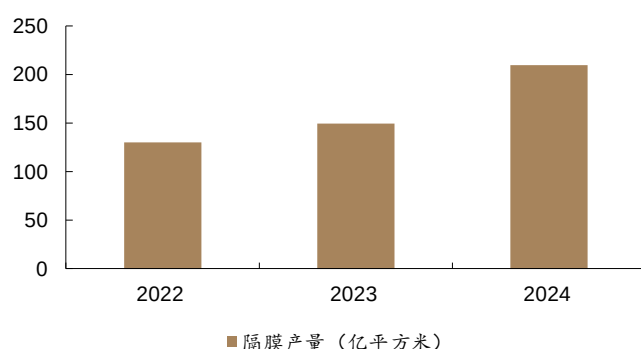
新能源材料行业稳步发展，锂电池隔膜市场空间广阔。2024 年我国锂离子电池产业延续增长态势，根据锂电池行业规范公告企业信息和行业协会测算，全国锂电池总产量 1170GWh，同比增长 24%。行业总产值超过 1.2 万亿元。2024 年消费型、储能型和动力型锂电池产量分别为 84GWh、260GWh、826GWh。一阶材料环节，正极材料、负极材料、隔膜、电解液产量分别约为 310 万吨、200 万吨、210 亿平方米、130 万吨，同比增长均超过 20%。根据 GGII 预测，2025 年锂电池隔膜需求预计将达到 330-360 亿平方米，市场空间巨大。

图 29：我国锂离子电池产量迅速攀升



资料来源：中国电池工业协会、工业和信息化部、新能源技术与装备、工信微报等，德邦研究所

图 30：近三年锂电池隔膜产量增长较快



资料来源：中国电池工业协会、工业和信息化部、新能源技术与装备、工信微报等，德邦研究所

加快湿法隔膜项目生产，打造全新增长曲线。锂电池隔膜行业产业链上游为聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）及添加剂等石油化工行业，公司在经营现有改性塑料业务过程中与上述行业的供应商建立了稳固合作关系，下游主要应用于新能源汽车、储能等领域，亦与改性塑料行业客户高度相关。公司锂电池湿法隔离膜项目立足主营新材料产品的行业定位，公司在上游供应、下游应用市场较高重合度的情况下切入锂电池隔膜市场，拟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。据公司公告和投资者关系平台，截至 2025 年 1 月，公司已加快锂电池湿法隔离膜项目建设进度，生产设备已处于安装调试状态，整体按计划建设中。公司持续推动项目落地，聚力锂电池市场突破，致力成为集多种功能膜生产于一体的新能源材料供应商，有望打造差异化竞争力。

改性塑料深度赋能机器人，增长动能有望持续释放。近期人形机器人行业新品不断发布，商业化落地进程提速，同步激发相关材料需求。人形机器人的外壳和结构件需要兼具轻量化和高强度，以支撑其复杂的运动功能，目前聚碳酸酯（PC）和 ABS 树脂是主流选择。关节是人形机器人实现复杂动作的核心部位，对材料的要求极为严苛，通常使用聚酰胺（PA，尼龙）和聚醚醚酮（PEEK）等高分子材料。传感器和电子元件是机器人的“神经系统”，需要高精度和耐环境性。液晶聚合物（LCP）和聚酰亚胺（PI）等材料因其优异的绝缘性和耐高温性，被广泛应用。上述材料在机器人领域的广泛应用背景下，相关改性需求有望持续受益。在机器人领域，公司开发和储备了对应的材料解决方案，已在服务机器人外壳材料得到推

广应用；公司并已研发出可以满足机器人感知系统应用场景使用要求的低介电材料、电磁屏蔽材料、微波吸收材料以及导热材料，目前在机器人毫米波雷达等领域进行推广中。

图 31：人形机器人需要使用多种改性材料



资料来源：聚风塑料、粘接资讯、上海市先导产业促进中心公众号等，德邦研究所

PEEK 材料已形成销售，有望打开更高想象空间。机器人整体发展方向也包括轻量化，PEEK 凭借质轻、耐磨、机械性能优异等特点，在机器人轻量化解决方案中脱颖而出。根据 Frost&Sullivan，当前 PEEK 主要应用于汽车、航空航天、电子信息、医疗健康等领域，即使不考虑新增应用领域，PEEK 市场需求量亦将从 2022 年的 2334 吨提升至 2027 年的 5079 吨，对应 CAGR 约 16.8%，若叠加机器人等下游场景，需求增速有望更趋陡峭。公司研发的 PEEK 材料、碳纤增强特种工程材料在内的多种机器人轻量化“以塑代金属”材料解决方案，也正在对应的结构部件中进行市场推广，截至 2025 年 3 月已形成销售，有望助力公司打开更高成长空间。

表 5：部分知名人形机器人材料选择及特性效果

型号	塑料方案	应用部件	特性与效果
宇树科技 H1	碳纤维/PEEK 复合材料	腿部支撑、仿生脊柱	用于减重，提升抗冲击性能
特斯拉 Optimus Gen2	PEEK	轻量化骨架、关节	强度高、减重、耐高温
波士顿动力 Atlas	碳纤维、PEEK	腿部关节、轻量化骨架等	扭矩密度能够提升 30%，液压系统负载最高降低 20%
天工机器人	LCP、PPS	膝关节减速器、足部传感器外壳	LCP 保障 12km/h 奔跑时的精度，PPS 耐化学腐蚀等
小米 CyberOne	改性 PC、TPE	外壳、手掌触觉层	TPE 模拟皮肤触感
软银 Pepper	ABS、PC	外壳、头部显示屏罩等	PC 的透光性能优化表情交互

资料来源：聚塑云公众号，德邦研究所

美的集团深耕机器人领域，公司有望优先承接相关订单。家电龙头美的集团长期为公司第一大客户，截至 2024 年，公司对美的集团销售占比达 25.54%，主业实现深度绑定。据上海证券报，2015 年，美的集团开始布局机器人业务。2017 年，美的集团收购库卡，跻身全球工业机器人行业 TOP4，据美的集团董事长兼总裁方洪波 2025 年 2 月 5 日在广东省高质量发展大会上表示，位于佛山顺德的美的库卡智能制造科技园，累计生产交付工业机器人已超过 8 万台。2024 年，美的集团对外宣布公司布局人形机器人业务。我们认为，美的集团在工业机器人领域已具备一定规模优势，同时新增人形机器人业务有望进一步拉动高端改性塑料材料的需求，公司有望依靠供应链管理能力和深厚合作关系优先承接相关改性塑料订单，未来如果机器人领域有更多的车企或者家电企业介入，在美的集团作为龙头的示范作用下，公司亦有可能受益。

4. 盈利预测与估值

对于公司主要业务，我们做如下假设：

改性塑料：公司下游主要领域为家电、汽车、新市场等。家电层面，公司与家电龙头美的集团有着深厚合作关系，同时伴随以旧换新内销提速，家电景气持续向好，有望带动相关改性塑料需求。汽车层面，公司强化与众多头部新能源汽车厂商的合作深度，有望受益于以旧换新刺激、新能源汽车下乡政策、以及改性塑料在汽车领域渗透率的持续提升。新市场层面，随着 5G、物联网、人工智能等前沿技术的不断融合和应用，相关消费电子改性塑料市场有望持续扩容，同时机器人相关改性塑料需求亦有望形成新增长极。总体来看，我们预计 2025-2027 年公司改性塑料业务分别实现营业收入 65.06、76.03、79.75 亿元，毛利率分别为 14.08%、14.77%、15.46%。

锂电池隔膜：公司聚力锂电池市场突破，致力成为集多种功能膜生产于一体的新能源材料供应商，伴随其在建产能逐步释放，有望贡献收入增量。我们预计 2025-2027 年公司锂电池隔膜分别实现营业收入 2.88、4.54、6.34 亿元，毛利率分别为 10.00%、11.00%、12.00%。

表 6：公司主营业务分拆及盈利预测

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
改性塑料								
收入（万元）	4017.10	4647.63	4933.82	5154.30	5945.95	6505.86	7602.68	7975.27
YOY（%）		15.70%	6.16%	4.47%	15.36%	9.42%	16.86%	4.90%
毛利率（%）	17.10%	9.75%	10.82%	14.28%	13.60%	14.08%	14.77%	15.46%
其中：								
聚烯烃系列								
收入（万元）	2352.41	2490.84	2833.14	3103.57	3620.99	4163.33	5065.13	5528.23
YOY（%）		5.88%	13.74%	9.55%	16.67%	14.98%	21.66%	9.14%
毛利率（%）	16.79%	9.99%	10.11%	12.61%	11.85%	13.50%	14.32%	15.15%
聚苯乙烯系列								
收入（万元）	920.53	1101.19	938.84	795.78	916.37	895.83	965.39	924.58
YOY（%）		19.63%	-14.74%	-15.24%	15.15%	-2.24%	7.76%	-4.23%
毛利率（%）	15.00%	7.66%	10.92%	15.58%	11.46%	5.69%	5.81%	5.78%
工程塑料及其他系列								
收入（万元）	696.49	1042.42	1154.56	1245.36	1398.94	1436.08	1560.49	1509.62
YOY（%）		49.67%	10.76%	7.87%	12.33%	2.66%	8.66%	-3.26%
毛利率（%）	19.91%	11.36%	12.51%	17.60%	19.56%	21.06%	21.82%	22.57%
锂电池隔膜								
收入（万元）						288.00	453.60	633.60
YOY（%）							57.50%	39.68%
毛利率（%）						10.00%	11.00%	12.00%
合计								
收入（万元）	4123.75	4900.93	5179.31	5348.84	6087.73	6928.55	8184.23	8730.43
YOY（%）		18.85%	5.68%	3.27%	13.81%	13.81%	18.12%	6.67%
毛利率（%）	16.82%	9.44%	10.47%	13.94%	13.46%	13.71%	14.34%	14.95%

资料来源：公司公告、投关记录、Wind 等，德邦研究所测算

注：主营中占比较小业务未予以列示

伴随公司家电领域基本盘不断巩固，并紧抓新能源汽车发展机遇，以及锂电池隔膜和机器人领域的潜在受益机会，公司利润有望实现快速增长。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.48、3.43、4.18 亿元，同比+27.7%、+38.6%、+21.6%，对应 EPS 分别为 0.52、0.72、0.87 元。我们选取金发科技、道恩股份、普利特作为可比公司，以 2025 年 4 月 24 日收盘价计算，2025-2027 年可比公司 PE 均值分别为 25.59、19.79、16.42 倍，公司 PE 分别为 23.16、16.71、13.74 倍，总体低于可比公司均值水平，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值（收盘价截至 2025 年 4 月 24 日）

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600143.SH	金发科技	10.68	282	0.31	0.55	0.73	0.89	27.69	19.36	14.54	11.99
002838.SZ	道恩股份	15.84	74	0.32	0.43	0.57	0.76	36.91	36.73	27.98	20.85
002324.SZ	普利特	10.25	114	0.13	0.50	0.61	-	74.22	20.69	16.85	-
	平均								25.59	19.79	16.42
688219.SH	会通股份	12.01	57	0.43	0.52	0.72	0.87	23.86	23.16	16.71	13.74

资料来源：Wind、各公司公告，德邦研究所

注：金发科技、道恩股份、普利特均取自 Wind 一致预期；普利特无 2027 年 Wind 一致预期，计算均值时略过

5. 风险提示

1) 原材料价格大幅波动：公司主要原材料占生产成本比重较大，如若主要原材料价格因宏观经济波动、上下游行业供需情况等因素影响而出现大幅波动，将会对公司的经营业绩产生不利影响。

2) 行业竞争加剧：公司所处的改性材料行业属于市场化程度较高、竞争较为激烈的行业。行业中，来自国内外市场的竞争者众多，随着产业整合的推进，行业将可能呈现规模、技术、资金实力全方位竞争的态势。市场竞争的加剧可能导致产品价格的大幅波动，进而影响公司的盈利水平。

3) 下游需求不及预期：公司主要产品的应用领域包括家电、汽车以及其他新兴市场领域。该等行业客户对公司产品的需求受宏观经济及自身行业周期的影响会产生波动。若下游需求不及预期，可能影响公司经营业绩。

4) 项目建设投产进度不及预期：若公司锂电池隔膜、泰国基地等在建项目产能投放节奏慢于预期，可能影响当期业绩落实情况。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	0.43	0.52	0.72	0.87
每股净资产	4.52	4.99	5.60	6.34
每股经营现金流	1.15	0.98	1.03	1.49
每股股利	0.13	0.08	0.11	0.13
价值评估(倍)				
P/E	23.86	23.16	16.71	13.74
P/B	2.27	2.41	2.15	1.89
P/S	0.94	0.83	0.70	0.66
EV/EBITDA	14.59	12.64	10.21	8.59
股息率%	1.3%	0.6%	0.9%	1.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	13.5%	13.8%	14.4%	15.1%
净利润率	3.2%	3.6%	4.2%	4.8%
净资产收益率	9.0%	10.4%	12.8%	13.8%
资产回报率	2.8%	3.1%	3.8%	4.4%
投资回报率	6.2%	5.5%	6.7%	7.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.8%	13.8%	18.1%	6.7%
EBIT 增长率	27.1%	5.5%	35.7%	19.5%
净利润增长率	32.0%	27.7%	38.6%	21.6%
偿债能力指标				
资产负债率	69.1%	70.2%	70.1%	68.2%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.1
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	104.4	104.4	104.4	104.4
存货周转天数	39.2	39.2	39.2	39.2
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
固定资产周转率	3.3	3.6	4.1	4.4

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	194	248	343	418
少数股东损益	6	0	0	0
非现金支出	161	293	323	353
非经营收益	66	55	67	71
营运资金变动	125	-130	-241	-129
经营活动现金流	551	466	492	712
资产	-486	-368	-368	-368
投资	-4	-4	-4	-4
其他	28	0	0	0
投资活动现金流	-461	-371	-372	-372
债权募资	-165	526	254	53
股权募资	1	14	0	0
其他	-60	-92	-118	-134
融资活动现金流	-224	449	136	-81
现金净流量	-131	544	257	260

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 24 日
资料来源：公司年报（2023-2024），德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,088	6,929	8,184	8,730
营业成本	5,268	5,973	7,002	7,412
毛利率%	13.5%	13.8%	14.4%	15.1%
营业税金及附加	36	42	49	52
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	153	173	209	227
营业费用率%	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%
管理费用	166	187	225	244
管理费用率%	2.7%	2.7%	2.8%	2.8%
研发费用	275	312	368	393
研发费用率%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
EBIT	271	286	388	464
财务费用	68	36	42	43
财务费用率%	1.1%	0.5%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-9	-10	-10	-10
投资收益	-6	0	0	0
营业利润	197	249	346	420
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	198	250	346	421
EBITDA	414	554	686	792
所得税	-3	2	3	3
有效所得税率%	-1.3%	0.8%	0.8%	0.8%
少数股东损益	6	0	0	0
归属母公司所有者净利润	194	248	343	418

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	960	1,503	1,760	2,020
应收账款及应收票据	2,176	2,461	2,910	3,106
存货	566	631	742	786
其它流动资产	495	503	568	596
流动资产合计	4,196	5,099	5,981	6,508
长期股权投资	4	8	12	15
固定资产	1,848	1,929	1,980	2,002
在建工程	277	297	317	337
无形资产	431	424	418	411
非流动资产合计	2,800	2,903	2,977	3,020
资产总计	6,997	8,002	8,957	9,528
短期借款	744	1,271	1,525	1,578
应付票据及应付账款	1,993	2,260	2,649	2,804
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	747	734	754	762
流动负债合计	3,484	4,265	4,928	5,144
长期借款	503	503	503	503
其它长期负债	850	849	849	849
非流动负债合计	1,353	1,352	1,352	1,352
负债总计	4,837	5,618	6,280	6,496
实收资本	463	478	478	478
普通股股东权益	2,158	2,383	2,675	3,030
少数股东权益	2	2	2	2
负债和所有者权益合计	6,997	8,002	8,957	9,528

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。