

公司研究

包装行业专注分红的价值缔造者

——永新股份（002014.SZ）投资价值分析报告

要点

国内软塑包装龙头企业，业绩长期稳步增长：公司主要生产经营真空镀膜、多功能薄膜、彩印复合软包装材料、纸基复合包装材料、新型医药包装材料、塑料制品、精细化工产品等高新技术产品。经过近 30 年的不断发展探索，构建了以黄山为中心，向广东、河北、陕西等全国地区发展的产业布局。2018-2024 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 7.1%、12.9%，2023-2024 年在全球通胀高位运行、国内有效需求不足、居民消费需求不旺盛的市场环境下，公司依然实现营收利润双双逆势增长。

千亿级市场规模，行业集中度有望提升：塑料包装长周期需求稳定，其中塑料软包由于具备成本低廉、实用性强、储存便捷、生产能耗低等优势，正在替代其他包装形式，广泛应用于食品、日化品、医药等行业。2023 年国内塑料软包装市场规模已达到 172.2 亿美元（折合人民币约 1205 亿元），成为新晋“千亿级”市场。目前塑料软包装市场厂商众多、竞争激烈，但我们认为伴随行业向可循环可再生方向转型的要求愈加迫切，市场份额将进一步向在安全性、环保性、创新性等方面占优的头部企业倾斜。

四大亮点凸显长期投资价值：1) 塑料软包装下游应用广泛，公司客户覆盖食品饮料、医药、日化等多个行业，下游需求与居民必需消费挂钩，需求偏刚性，且与成本端的波动形成对冲，具备抗周期属性；2) “纵向整合”+“业务出海”+“产品创新”模式下，公司毛利率呈阶梯式上升，打开成长天花板；3) 公司 ROE 和净现比位于行业上游，盈利质量稳健，利润含金量充足；4) 公司分红政策稳健，自 2004 年上市以来，已现金分红 21 次，平均分红率超过 70%，在国内利率处于下行通道的背景下，比价优势凸显。

包装行业专注分红的价值缔造者，给予“买入”评级：我们预计 2025-2027 年，公司归母净利润分别为 5.11/5.69/6.38 亿元，折合 EPS 分别为 0.83/0.93/1.04 元，当前股价对应 PE 为 13/12/10 倍。公司是中国塑料软包装的龙头企业，长期业绩稳定增长，是一家优质的高股息红利标的。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：国内宏观需求不及预期；原材料价格波动超预期；客户拓展不及预期；业务出海不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,379	3,525	3,781	4,134	4,541
营业收入增长率	2.26%	4.34%	7.25%	9.34%	9.83%
归母净利润（百万元）	408	468	511	569	638
归母净利润增长率	12.46%	14.63%	9.27%	11.31%	12.22%
EPS（元）	0.67	0.76	0.83	0.93	1.04
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.60%	18.07%	18.79%	19.77%	20.88%
P/E	16	14	13	12	10
P/B	2.7	2.6	2.5	2.3	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-05-13

买入（首次）

当前价：10.93 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

联系人：吴子倩

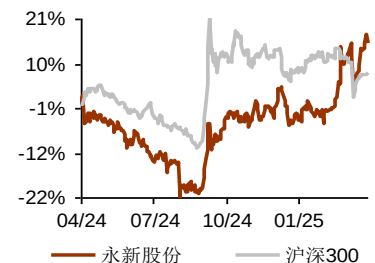
021-52523872

wuziqian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.12
总市值(亿元):	66.95
一年最低/最高(元):	7.64/11.67
近 3 月换手率:	57.35%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.55	12.52	5.01
绝对	0.10	11.44	11.55

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

1) 营业收入：

目前彩印复合包装材料业务为公司第一大业务，薄膜业务为公司第二大业务，考虑到无论从产能投放还是产品创新方面，公司在薄膜业务端蓄力更足，我们认为公司薄膜业务具备较大的增长潜力。我们预测 2025-2027 年公司彩印复合包装材料业务营收分别为 24.74/25.36/26.12 亿元，分别同比-0.1%/+2.5%/+3.0%；预测塑料软包装薄膜业务营收分别为 9.55/12.17/15.20 亿元，分别同比+31.8%/+27.5%/+24.8%；预测总营收分别为 37.81/41.34/45.41 亿元，分别同比+7.25%/+9.34%/+9.83%。

2) 毛利率：

考虑到全球经济低速增长抑制石油需求增量，原油市场供应过剩形势严峻，预计 2025 年油价下行压力仍然较大，成本端压力持续缓解；同时，考虑到短期包装市场竞争压力较大，中长期看公司高端产品需求占比有望提升，以及公司持续发力高毛利海外业务，因而毛利率持续上升。我们假设 2025-2027 年公司彩印复合包装材料业务毛利率分别为 25.8%/26.6%/27.3%，塑料软包装薄膜业务毛利率分别为 13.8%/15.4%/16.7%；综合毛利率分别为 23.6%/24.0%/24.4%。

我们的创新之处

从宏观（GDP 增速）和微观（公司战略）视角分析公司毛利率的波动原因，得出结论：公司盈利端具备抗周期属性，且在“纵向整合”+“业务出海”+“产品创新”的战略模式下公司具备不断打破成长天花板的能力。

我们的核心观点

- 1) 塑料软包装材料凭借其成本低廉、实用性强、储存便捷、生产能耗低等优势，正在逐步取代其他包装。虽然目前塑料软包装市场厂商众多、竞争激烈，但我们认为伴随行业向可循环可再生方向转型的要求愈加迫切，市场份额将进一步向在安全性、环保性、创新性等方面占优的头部企业倾斜。
- 2) 公司作为国内塑料包装行业龙头企业，“抗周期”+“强链出海”+“利润含金量充足”+“高分红”四大优势形成价值闭环，在国内利率下行期，公司的投资价值凸显。

股价上涨的催化因素

短期催化剂：国内利率下行期，高股息标的具备投资性价比；

长期催化剂：软塑包装对其他形式包装的替代、可循环可再生的发展趋势下市场份额向龙头企业倾斜。

估值与评级

我们预计 2025-2027 年，公司归母净利润分别为 5.11/5.69/6.38 亿元，折合 EPS 分别为 0.83/0.93/1.04 元，当前股价对应 PE 为 13/12/10 倍。综合考虑相对估值和绝对估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

目 录

1、公司概况	6
1.1 永新股份——国内软塑包装龙头企业	6
1.2 实控人为国资背景，新管理团队为公司注入活力	8
1.3 营收利润稳健增长，盈利能力呈提升趋势	10
1.4 位于石油产业链下游，油价与公司毛利率负相关	11
2、千亿级市场规模，行业集中度有望提升	13
2.1 塑料软包优势突出，催生千亿级市场需求	13
2.2 食品为下游第一大应用，单一材料或成行业“风口”	14
2.3 竞争格局高度分散，行业集中度有望提升	18
3、四大亮点凸显公司投资价值	20
3.1 抗周期：需求偏刚性，与成本端形成对冲	20
3.2 强链+出海+重研发，毛利率阶梯式上升	21
3.3 ROE 和净现比居行业上游，盈利质量稳而优	23
3.4 分红政策稳健，利率下行期高股息标的具备吸引力	25
4、盈利预测与估值	26
4.1 关键假设与盈利预测	26
4.2 相对估值	28
4.3 绝对估值	29
4.4 估值结论与投资评级	30
4.5 股价驱动因素	30
5、风险分析	31

图目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司分产品营收情况 (单位: 百万元)	8
图 3: 公司分产品营收占比	8
图 4: 公司分地区营收情况 (单位: 百万元)	8
图 5: 公司分地区营收占比	8
图 6: 公司股权结构图 (截至 2024 年年报)	9
图 7: 2018 年-1Q2025 公司营收与同比增速	10
图 8: 2018 年-1Q2025 公司归母净利润与同比增速	10
图 9: 2018 年-1Q2025 公司毛利率与净利率情况	10
图 10: 2018 年-1Q2025 公司期间费用率情况	10
图 11: 公司销售费用率与行业均值对比	11
图 12: 公司管理费用率与行业均值对比	11
图 13: 2024 年公司橡胶和塑料制品业务成本结构	11
图 14: 2024 年公司涂料、油墨、颜料业务成本结构	11
图 15: 公司主要原材料为石油炼化产品	11
图 16: 公司单季度毛利率与原油价格呈反向波动	12
图 17: 2018-2023 年包装行业规模以上企业营业收入	13
图 18: 2023 年包装行业各细分市场收入占比	13
图 19: 2022 年-2027E 塑料软包装市场规模	13
图 20: 我国塑料软包装行业发展历程	14
图 21: 塑料包装行业产业链示意图	15
图 22: 2023 年国内塑料软包装行业下游需求结构	16
图 23: 2023-2026E 软塑包装主要下游市场规模增速	16
图 24: 人均包装消费量与人均 GDP 的关系曲线	16
图 25: 全球单一材质塑料包装薄膜市场规模	17
图 26: 2020 年全球单一材质塑料包装薄膜市场规模各地区占比	17
图 27: 2015-2023 年包装行业规模以上企业数量及同比增速	18
图 28: 国内市场塑料包装竞争梯队	19
图 29: 2020 年中国塑料包装行业市场份额	19
图 30: 国内塑料包装行业 CR3	19
图 31: 公司部分合作伙伴	20
图 32: 经济增速放缓时公司毛利率反而提升	21
图 33: 公司毛利率呈阶梯式上升趋势	22
图 34: 公司分业务毛利率 (单位: %)	22
图 35: 公司分地区毛利率对比	22
图 36: 公司研发支出及同比增速	23
图 37: 公司研发费用率与行业均值对比	23
图 38: 公司 ROE 走势	24
图 39: 公司 ROE 与同业对比	24

图 40：公司销售净利率与同业对比	24
图 41：公司总资产周转率与同业对比.....	24
图 42：公司经营净现金流（单位：百万元）	24
图 43： 公司净现比走势.....	24
图 44： 公司净现比与同业对比.....	25
图 45：公司被上下游无偿占用款项总额的营收占比.....	25
图 46：公司上市以来分红总览	25
图 47：2004-2024 年公司现金分红额及股利支付率情况.....	25
图 48：公司上市以来市值表现	28

表目录

表 1：公司产品矩阵及应用领域.....	7
表 2：公司高管及持股情况.....	9
表 3：原材料价格波动对毛利率的影响测算	12
表 4：不同塑料薄膜的特性与用途	15
表 5：2019 年以来包装行业环保相关政策	16
表 6：国外企业陆续推出单一材料创新包装解决方案.....	17
表 7：公司 2023-2024 年新增产能情况	23
表 8：永新股份盈利预测表.....	27
表 9：可比公司估值表	29
表 10：绝对估值核心假设表	29
表 11：现金流折现及估值表	29
表 12：敏感性分析表（元）	30
表 13：绝对估值法结果（元）	30

1、公司概况

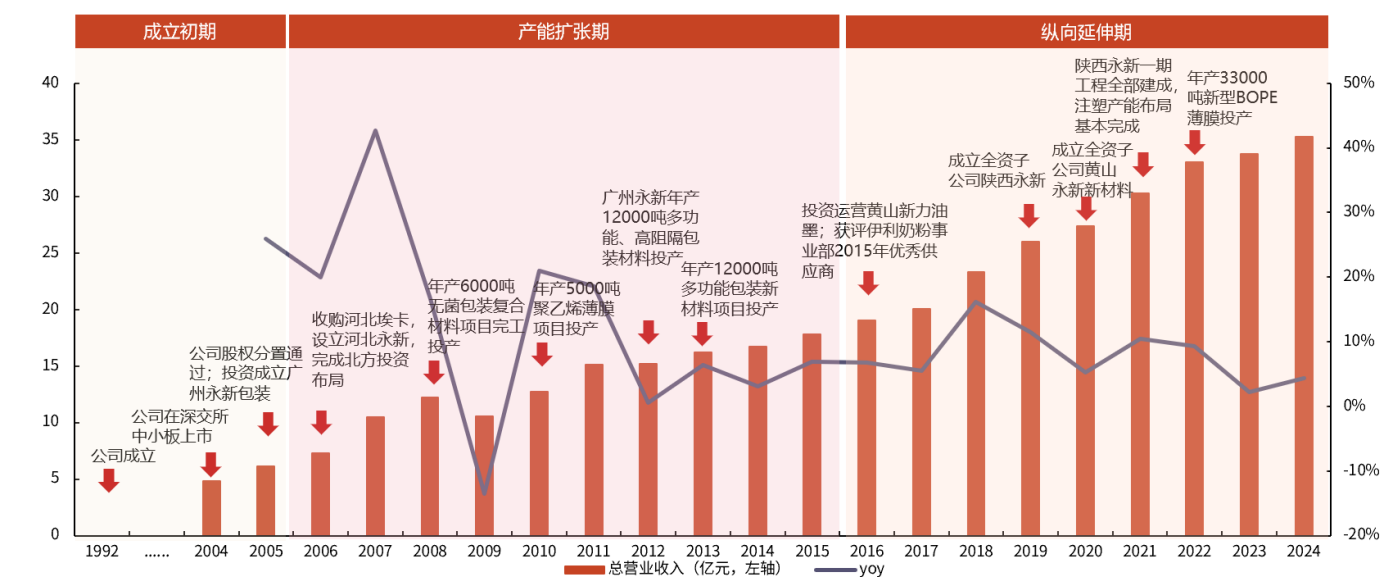
公司主要生产经营真空镀膜、塑胶彩印复合软包装材料等，产品广泛应用于食品、医药、日化等领域，目前已构建了以黄山为中心，向广东、河北、陕西等全国地区发展的产业布局。2018-2024 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 7.1%、12.9%，业绩长期稳健增长。

1.1 永新股份——国内软塑包装龙头企业

公司是国内软塑包装行业的龙头企业，主要生产经营真空镀膜、多功能薄膜、彩印复合软包装材料、纸基复合包装材料、新型医药包装材料、塑料制品、精细化工产品等高新技术产品。公司成立于 1992 年，经过 30 余年的不断发展探索，构建了以黄山为中心，向广东、河北、陕西等全国地区发展的产业布局。其发展历程大致可以分为三个阶段：

- ◇ **成立初期（1992 年-2005 年）**：公司前身为中外合资企业，2001 年改制为股份有限公司，2004 年在深交所中小企业板成功上市，次年公司通过股权分置改革，成为安徽省首家 G 股公司。
- ◇ **产能扩张期（2006 年-2015 年）**：这一阶段公司主业产能快速扩张，2006 年全资设立河北永新，实现北方的投资布局；2008 年 9 月底年产 6000 吨无菌包装复合材料项目完工投产；随后，年产 5000 吨聚乙烯薄膜项目、子公司广州永新年产 12000 吨多功能高阻隔包装材料项目、年产 12000 吨多功能包装新材料项目等陆续投产，公司规模持续扩大，2015 年总营收已接近 2005 年的三倍。
- ◇ **纵向延伸期（2016 年-至今）**：这一阶段公司积极向产业链上游延伸，整合资源。2016 年公司向控股股东黄山永佳购买了黄山新力油墨 100% 的股权，实现了对油墨的源头管控，并通过技术研发，提高了对承接彩印复合软包装材料的生产效率，提升了产品市场竞争力，同时也减少了关联交易；2020 年为顺应产业发展趋势，公司成立子公司黄山永新新材料，并于 2022 年底通过永新新材料顺利投产了年产 33000 吨新型 BOPE 薄膜项目。

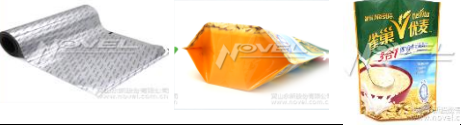
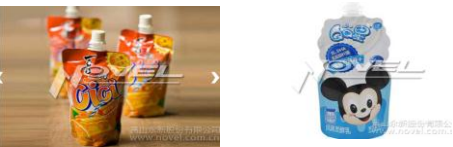
图 1：公司发展历程



资料来源：wind，公司官网，公司公告，光大证券研究所整理

公司主要从事包装材料（彩印包装材料、镀铝膜包装材料及塑料软包装薄膜）和包装印刷材料（油墨）的生产、销售，其生产的彩印复合软包装材料具备轻便、可塑性强、高阻隔、耐蒸煮、耐冷冻、保鲜性等特性，且成本较金属、玻璃等包装物相对低廉，产品 SKU 丰富，广泛应用在食品、医药、日化、建材、电子等领域。

表 1：公司产品矩阵及应用领域

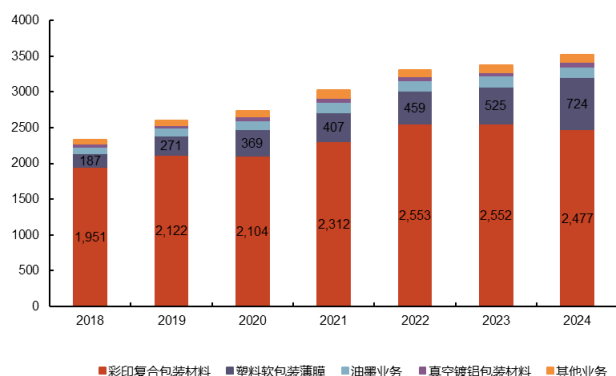
应用领域	产品品类	类别特点	图示
食品包装	休闲食品、糖果、封口盖膜、充气式包装食品、冷饮（冻）食品、耐蒸煮食品、耐水煮食品、调味品等包装	具有高阻隔性能，可提高食品贮存期和保鲜期；能适应各种包装机械且抗污染，可用于液体包装、粉末包装、颗粒包装；高强度，可用于重包装；耐低温，可用于果冻膜包装和冷冻食品包装。	
医药包装	医药粉末、片剂、颗粒、胶囊等包装	通过认证的 GMP 生产环境，10 万级洁净车间，生产出药品包装膜图案清晰、套色精准、防伪效果好、设备适应性强。	
奶粉包装	奶粉、乳制品、w 酸奶盖膜等包装	具有高阻隔性能，可提高食品贮存期和保鲜期；能适应各种包装机械且抗污染，可用于液体包装、粉末包装、颗粒包装；高强度，可用于重包装；耐低温，可用于酸奶膜包装。	
日化包装	液体洗涤剂、妇婴卫生用品、洗衣粉、皂类、洗发剂、化妆品、牙膏等包装	抗穿刺、抗冲击、抗污染。	
建材包装	建材、工业品等包装	形状多样、强度高、密封性能好、不渗透、不泄露、阻湿阻氧性能好。	
电子包装	电子等包装	形状多样、强度高、密封性能好、不渗透、不泄露、阻湿阻氧性能好。	
多功能薄膜	高透明 PE 薄膜、乳白 PE 薄膜、耐水煮 PE 薄膜、印刷级 PE 薄膜、镀铝级 PE 薄膜；复合级 CPP 薄膜、镀铝级 CPP 薄膜、印刷级 CPP 薄膜、蒸煮级 CPP 薄膜；镀铝 PET 薄膜、镀铝 CPP 薄膜、镀铝 BOPP 薄膜、镀铝 PE 薄膜、镀铝 PA 薄膜	PE 薄膜各层厚度及总厚度控制均匀、平整性好，CPP 薄膜表面电晕处理效果好、平整性好、复合印刷适应性好，镀铝膜附着牢度好、针孔少、铝层厚度均匀。	
注塑产品	奶粉勺、吸嘴、手提扣等注塑产品	用于果汁、保健饮料、乳制品、果冻类食品级液洗产品等，具有安全、卫生、轻质、便携、可重复开启、易于储存等特点。	
油墨产品	凹版油墨、柔版油墨、PVC 油墨	适用于 BOPP、PET、NY 薄膜等凹版印刷，BOPP 薄膜、PET 薄膜等柔版印刷，木纹膜、墙纸壁纸等 PVC 印刷。	

资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

彩印复合包装材料业务贡献主要营收，薄膜业务有望成为第二成长曲线。2021-2024 年公司彩印复合包装材料业务营收分别为 23.12/25.53/25.52/24.77 亿元，同比+9.9%/+10.4%/持平/-2.9%，营收占比均在 70%以上；2021-2024 年公司塑料软包装薄膜业务营收分别为 4.07/4.59/5.25/7.24 亿元，同比+10.1%/+12.8%/+14.5%/+37.9%，营收占比分别为 13%/14%/16%/21%，占比持续提升。

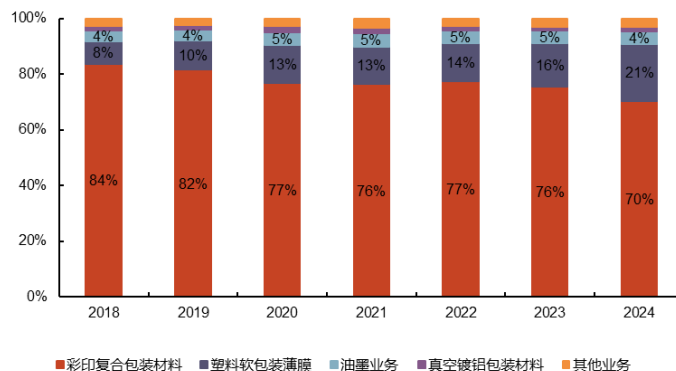
升，2023-2024 年公司薄膜业务加速放量主要系公司年产 8000 吨新型功能膜材料项目、年产 33000 吨新型 BOPE 薄膜项目产能持续释放。

图 2：公司分产品营收情况（单位：百万元）



资料来源：wind，光大证券研究所整理

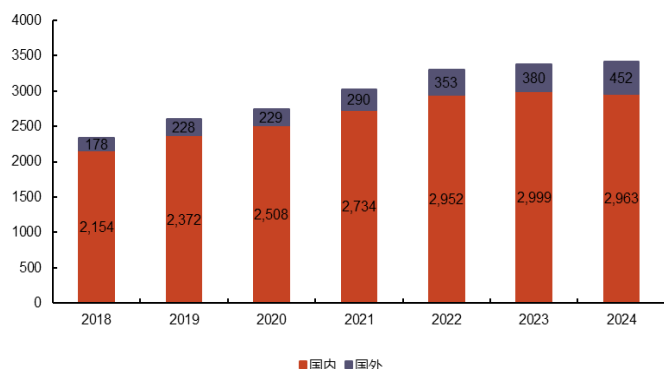
图 3：公司分产品营收占比



资料来源：wind，光大证券研究所整理

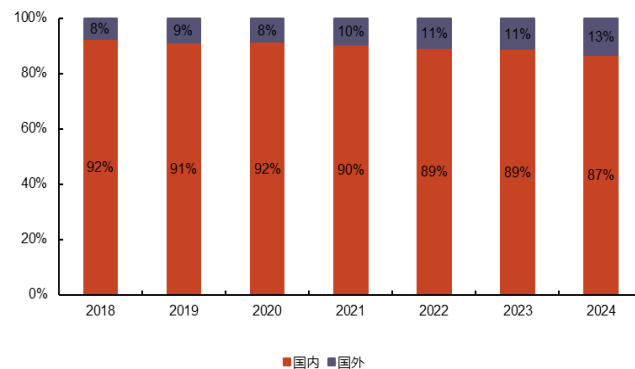
内销为主，海外业务积极布局进行时。分地区看，公司产品销售以国内市场为主，2018-2024 年内销占比均在 90%左右；同时，公司积极布局海外仓以切入跨国公司海外市场供应链，2018-2024 年公司国外业务营收从 1.78 亿元增长到 4.52 亿元，CAGR 达到 16.8%，国际市场的开拓打开了公司业绩增长天花板。

图 4：公司分地区营收情况（单位：百万元）



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 5：公司分地区营收占比

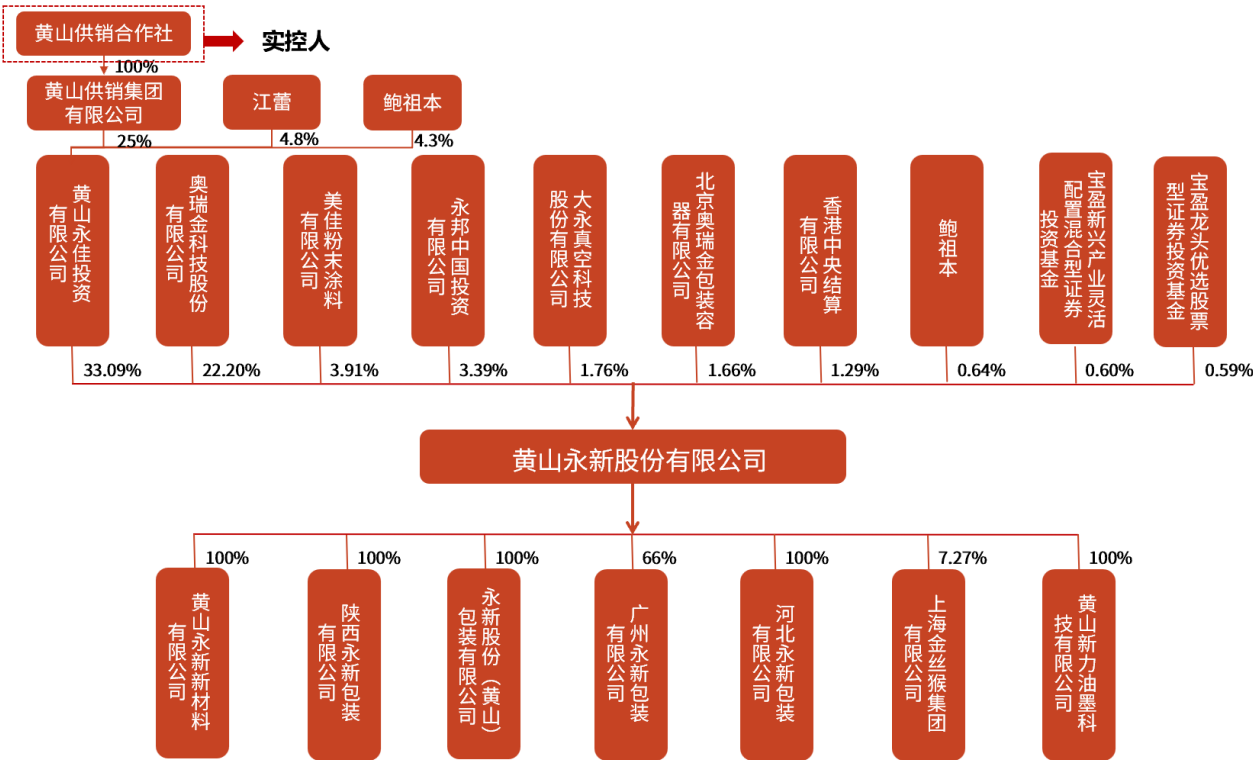


资料来源：wind，光大证券研究所整理

1.2 实控人为国资背景，新管理团队为公司注入活力

黄山供销合作社为公司实控人，奥瑞金为第二大股东。公司控股股东为黄山永佳投资有限公司，实控人为国资背景的黄山供销合作社，截至 2024 年年报，黄山永佳持股占比达到 33.09%；此外，公司第二大股东奥瑞金科技股份有限公司系国内金属包装行业龙头，截至 2024 年年报，奥瑞金科技股份有限公司及其一致行动人北京奥瑞金包装容器有限公司合计持股占比 23.86%。

图 6：公司股权结构图（截至 2024 年年报）



资料来源：wind，公司公告，光大证券研究所整理

新管理团队上任，经验丰富，接力成长。公司新任董事长江蕾女士拥有广阔的战略视野，曾先后任职于包括上海乐高玩具、迪士尼乐园等在内的多家国际知名企业，长期专注于品牌管理、公司战略规划等核心工作领域；公司总经理潘健先生原为公司副总经理，曾任公司质量管理部经理、技术部经理、生产中心总监、技术中心总监、总经理助理等职务，在永新任职时间超过十年，对公司业务高度熟悉。此外，公司高管大部分通过此前授予的员工股票激励持股，与公司利益深度绑定，有助于推动公司长期稳定发展。

表 2：公司高管及持股情况

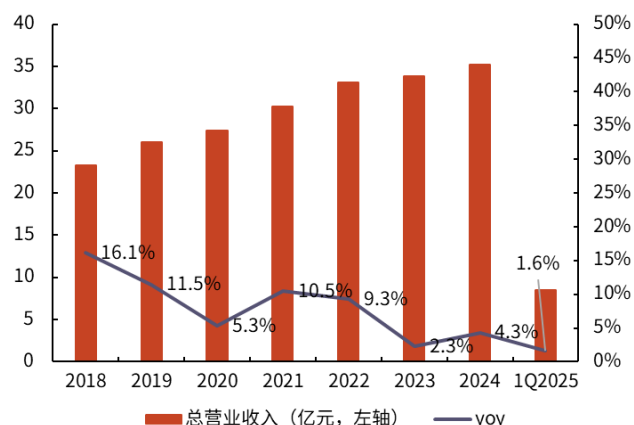
姓名	职务	学历背景&工作经历	直接持股数（万股）	持股占比
江蕾	董事长	硕士学位，曾任职于上海乐高玩具有限公司，上海国际主题（迪士尼）乐园有限公司，上海美泰芭比贸易有限公司，通用磨坊（中国）投资有限公司	通过黄山永佳投资有限公司间接持股	1.6%
周原	副董事长	硕士学位	0.36	0.0%
鲍祖本	副董事长	高级工程师，研究生学历，享受国务院特殊津贴，中国包装联合会副会长，安徽省劳动模范	393.10	0.6%
潘健	董事,总经理	正高级工程师，研究生学历，享受安徽省政府特殊津贴，曾任公司质量管理部经理、技术部经理、生产中心总监、技术中心总监、总经理助理	120.00	0.2%
吴旭峰	副总经理	中级会计师、高级国际财务管理师，大学学历，曾任公司营销中心副经理、采购中心总监、财务中心总监，公司财务负责人	96.00	0.2%
王长春	副总经理	大学学历，曾任公司销售部经理、营销中心总监、河北永新包装有限公司总经理	42.64	0.1%
唐永亮	董事会秘书	大学学历，曾任公司证券事务代表	98.89	0.2%
吴旭	财务负责人	中级会计师，大学学历，曾任河北永新财务经理、财务中心经理	/	/

资料来源：wind，公司公告，光大证券研究所整理 注：持股数统计至 2024 年末

1.3 营收利润稳健增长，盈利能力呈提升趋势

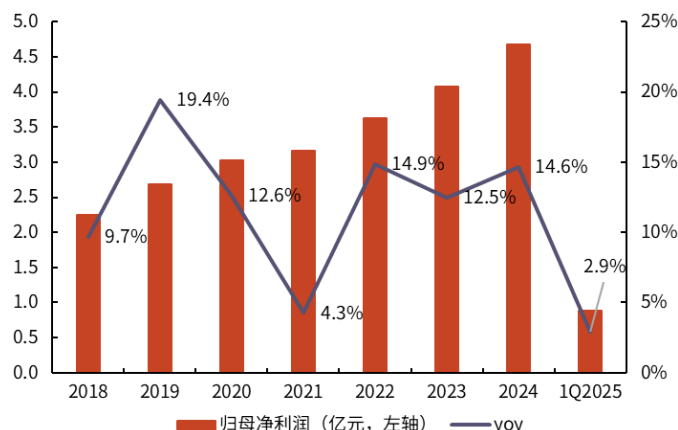
营收规模长期稳健增长，利润增速超过收入增速。2018-2024 年公司营收分别为 23.3/26.0/27.4/30.2/33.0/33.8/35.3 亿元，分别同比+16.1%/+11.5%/+5.3%/+10.5%/+9.3%/+2.3%/+4.3%，年均复合增速为 7.1%；归母净利润分别为 2.25/2.69/3.03/3.16/3.63/4.08/4.68 亿元，分别同比+9.7%/+19.4%/+12.6%/+4.3%/+14.9%/+12.5%/+14.6%，年均复合增速为 12.9%。2023-2024 年在全球经济形势复杂多变、居民消费需求疲软的市场环境下，公司营收利润持续增长。1Q2025 公司营收和归母净利润分别为 8.48/0.89 亿元，分别同比+1.6%/2.9%，在 24 年同期基数较高、油价降低致产品价格下跌的背景下，公司营收和利润实现平稳增长。

图 7：2018 年-1Q2025 公司营收与同比增速



资料来源：wind，光大证券研究所整理

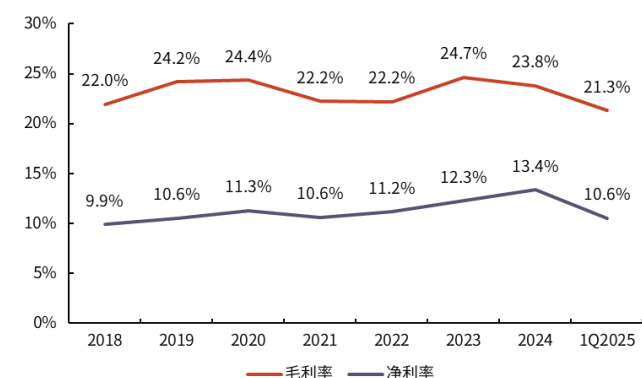
图 8：2018 年-1Q2025 公司归母净利润与同比增速



资料来源：wind，光大证券研究所整理

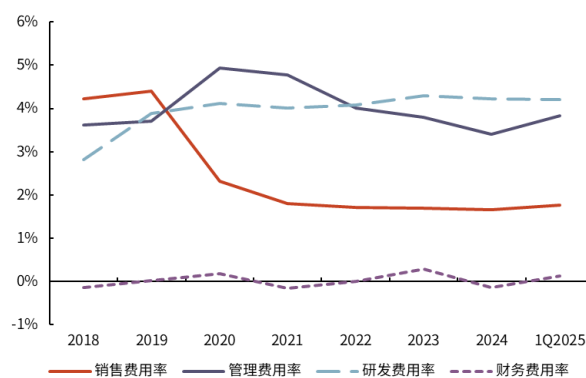
盈利能力呈提升趋势，费用管控卓有成效。2018-2024 年公司毛利率分别为 22.0%/24.2%/24.4%/22.2%/22.2%/24.7%/23.8%，归母净利率分别为 9.9%/10.6%/11.3%/10.6%/11.2%/12.3%/13.4%，受益于规模效应及产品结构升级，公司盈利能力呈提升趋势。同时，公司持续推进精益化管理，销售费用率和管理费用率长期显著低于行业均值。1Q2025 公司毛利率和净利率分别为 21.3%/10.6%，同比-0.8/+0.1pcts。

图 9：2018 年-1Q2025 公司毛利率与净利率情况



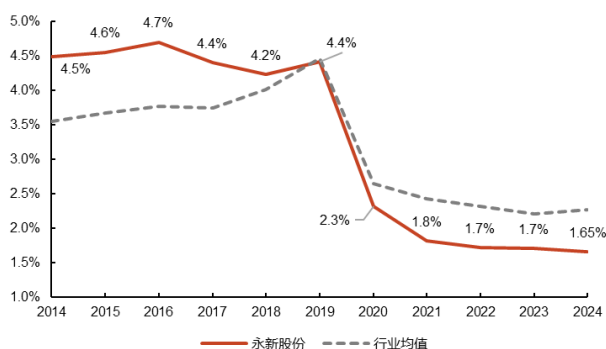
资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 10：2018 年-1Q2025 公司期间费用率情况



资料来源：wind，光大证券研究所整理

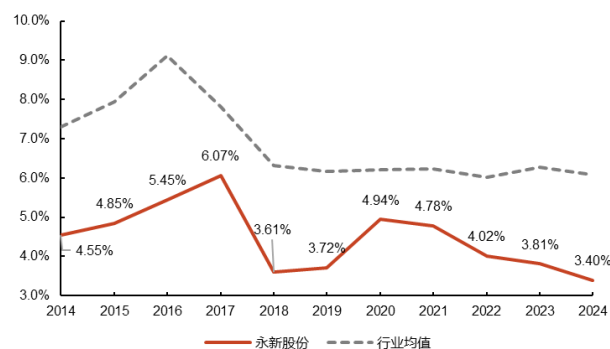
图 11：公司销售费用率与行业均值对比



资料来源：wind，光大证券研究所整理

注：行业均值为申万三级行业中塑料包装企业的销售费用率均值，具体公司包括紫江企业、永新股份、王子新材、珠海中富、金富科技、喜悦智行，下同

图 12：公司管理费用率与行业均值对比



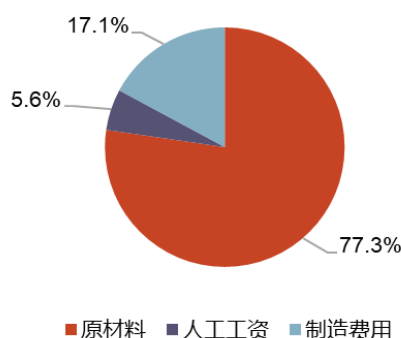
资料来源：wind，光大证券研究所整理

注：行业均值为申万三级行业中塑料包装企业的管理费用率均值

1.4 位于石油产业链下游，油价与公司毛利率负相关

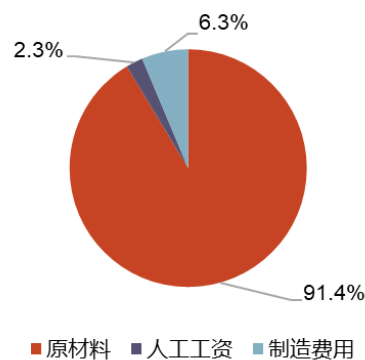
公司原材料支出占营业成本的 7 成以上。分业务看，2024 年公司橡胶和塑料制品业务营业成本中原材料占比达到 77.3%，涂料、油墨、颜料业务营业成本中原材料占比达到 91.4%。而公司主要原材料为石油炼化产品，国内供应商以中国石油、中国石化为主，同时，公司也从埃克森美孚、陶氏等进口一部分原材料，原材料价格一定程度上会受到国际原油价格的影响。

图 13：2024 年公司橡胶和塑料制品业务成本结构



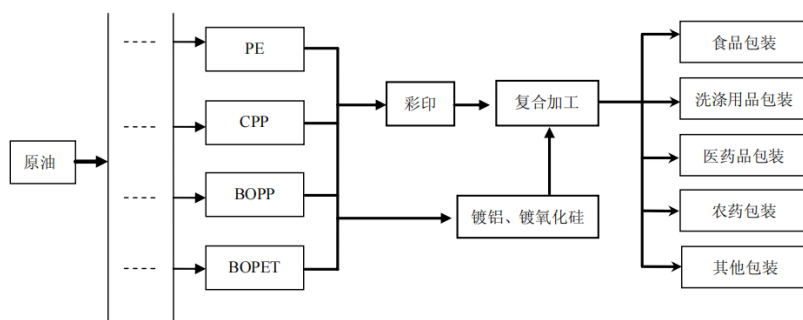
资料来源：wind，公司公告，光大证券研究所整理

图 14：2024 年公司涂料、油墨、颜料业务成本结构



资料来源：wind，公司公告，光大证券研究所整理

图 15：公司主要原材料为石油炼化产品



资料来源：2007 年公司增发招股意向书，光大证券研究所整理

公司毛利率与原油价格呈现明显的反向波动特征。从历史上油价出现持续下跌的时间窗口进行回溯验证，公司毛利率在油价下跌期间均有所提升。

第一个时间窗口：2008 年 7 月-2009 年 2 月，布伦特原油价格自 134 美元/桶见顶，下跌至 43 美元/桶见底；公司毛利率则于 2008Q2 见底，然后持续提升至 2009Q4。

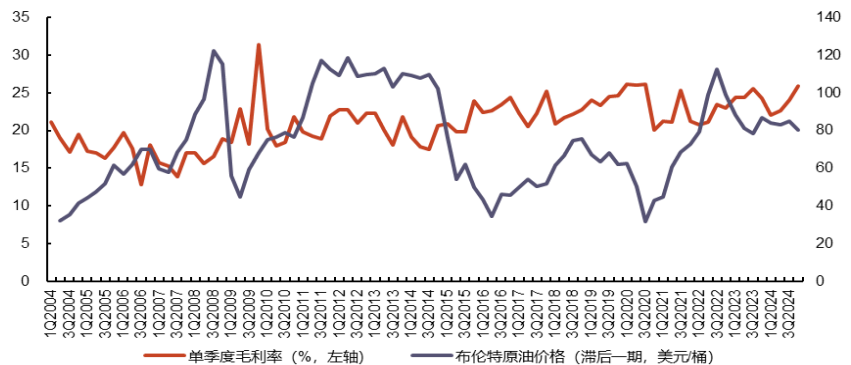
第二个时间窗口：2014 年 6 月-2016 年 1 月，布伦特原油价格从 112 美元/桶下跌至 31 美元/桶；公司毛利率于 2014Q3 见底，到 2015Q4 达到高点，并在 2015Q4-2016Q4 维持高位。

第三个时间窗口：2018 年 10 月-2020 年 4 月，布伦特原油价格从 80 美元/桶下跌至历史低点 23 美元/桶；公司毛利率则从 2019Q1 开始显著上行，并于 2020Q1 到达高点，且在 2020Q1-2020Q3 保持高位。

从历史经验来看，永新股份的盈利水平见底时间基本与石油价格见顶时间同步，而盈利水平见顶时间则较油价见底时间要稍有滞后，我们分析其中原因主要来自两点：1) 公司对原料端的备库能力很强，在原料价格快见顶的时期，公司会减少原料的备货，而在原料价格见底的时期，公司会提升原料备库量；2) 客户在产品定价方面对公司比较友好。

在全球经济增速放缓、石油需求增长不及市场预期的背景下，本轮油价从 2022 年 6 月开始回调，展望 2025 年，考虑到全球石油供应过剩、特朗普上任后开启贸易争端拖累经济、中东局势仍存不确定性等因素影响，油价下行压力依然显著，我们看好本轮油价下跌带来的公司业绩弹性的持续性。

图 16：公司单季度毛利率与原油价格呈反向波动



资料来源：wind，光大证券研究所整理；注：数据截至 2025Q1

我们以 2024 年营业收入和原材料支出在营业成本中的占比为基础，假设上述两个指标不变，估算原材料价格波动下公司的毛利率弹性。我们发现，原材料价格每下跌 10%，毛利率将提升 5.9pcts。

表 3：原材料价格波动对毛利率的影响测算

原材料价格涨跌幅	2024 年原材料在营业成本中的占比	2024 年营业收入	营业成本变动比例	毛利率变动 Δ
-10%	76.90%	35.25 亿元	-7.69%	5.9pcts
-5%			-3.85%	2.9pcts
0			0.00%	0.0pcts
5%			3.85%	-2.9pcts
10%			7.69%	-5.9pcts

资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

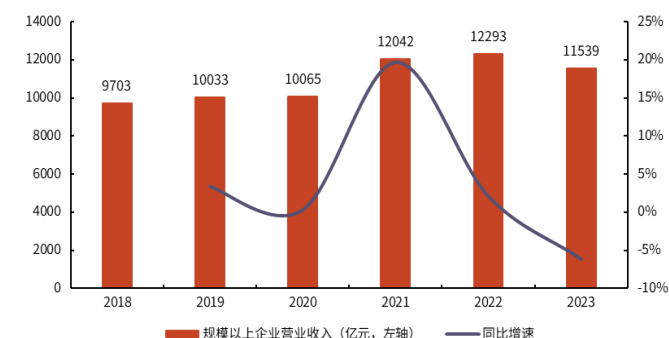
2、千亿级市场规模，行业集中度有望提升

塑料包装长周期需求稳定，其中塑料软包由于具备成本低廉、实用性强、储存便捷、生产能耗低等优势，正在替代其他包装形式，目前国内塑料软包的市场规模已突破千亿元，下游应用十分广泛。我们认为，在规范回收和循环利用的要求下，高附加值的单一材质逐步成为行业统一的发展趋势，需求升级下未来市场份额或将向具备研发创新优势的龙头企业倾斜。

2.1 塑料软包优势突出，催生千亿级市场需求

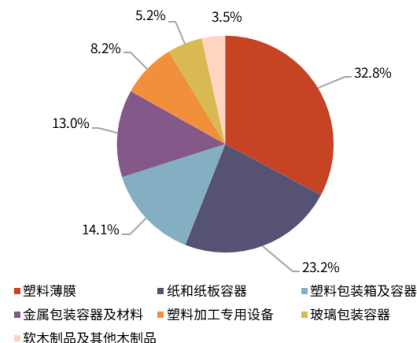
包装行业平稳增长，塑料薄膜需求超越纸类包装位列第一。目前我国包装行业已形成完整的工业体系，覆盖并服务国民经济的各个领域，拥有完备的体系分类，包括纸包装、塑料包装、金属包装、玻璃包装、木制品包装等细分赛道。2023年全国包装行业规模以上企业累计完成营业收入 1.15 万亿元，2018-2023 年 CAGR 为 3.53%，整体呈平稳增长态势。细分市场来看，2021 年以前，纸包装在包装行业的收入占比最高；2021 年塑料薄膜包装占比首次超过纸包装成为收入规模最大的细分市场。2023 年规模以上企业塑料薄膜制造累计完成营业收入 3781 亿元，占比 32.8%；塑料包装箱及容器制造累计完成营业收入 1623 亿元，占比 14.1%。

图 17：2018-2023 年包装行业规模以上企业营业收入



资料来源：中商产业研究院，中国包装联合会，光大证券研究所整理

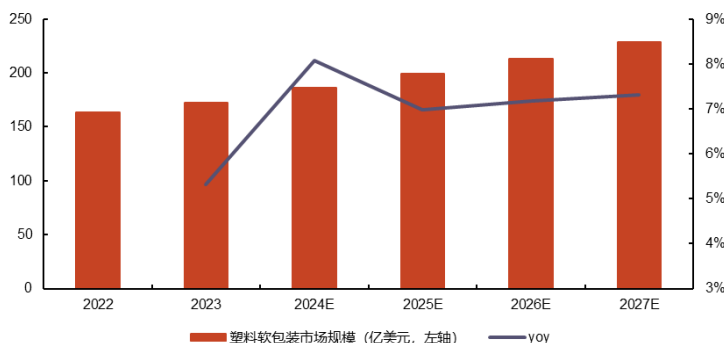
图 18：2023 年包装行业各细分市场收入占比



资料来源：中国包装联合会，光大证券研究所整理

塑料包装产品可以分为硬包装和软包装两大类，硬包装主要指塑料桶、塑料瓶、塑料盖等塑性产品，软包装则主要包括塑料软管、塑料袋等无定型产品。相比于其他包装材料，塑料软包生产的能耗与污染物排放量低于金属和玻璃包装，正在替代其他包装形式。据 Arizton 数据，2023 年我国塑料软包装市场规模已达到 172.2 亿美元（折合人民币约 1205 亿元，按美元:人民币为 1:7 汇率计算），2024E-2027E 市场规模 CAGR 预计将达到 7.2%。

图 19：2022 年-2027E 塑料软包装市场规模



资料来源：Arizton 预测，中商产业研究院，光大证券研究所整理

2.2 食品为下游第一大应用，单一材料或成行业“风口”

我国塑料软包装发展历程总体可分为四个阶段：

（一）起步阶段（20 世纪 60 年代到 80 年代）：60 年代初，中国开始生产塑料袋、薄膜等一些简单的塑料软包装产品，上游设备商逐步引入石化设备并投入生产，塑料包装产业链初步成型。由于技术手段有限，这一阶段的软塑包装主要是单层的聚乙烯吹塑薄膜加上简单的表面印刷。

（二）技术进步阶段（20 世纪 80 年代到 90 年代）：改革开放引进外商投资，生产设备得到升级，下游应用领域扩展，对外出口持续增加。这一阶段的软塑包装主要以美观实用为特点。

（三）成熟阶段（20 世纪 90 年代到 2010 年前后）：由于改革开放的不断深入，多家大型跨国集团如宝洁、联合利华等在中国进行投资，国内软塑包装行业发展迅速，规模性、专业性得到极大提升，生产技术逐渐与国际先进水平接轨。这一阶段的软塑包装除了美观与实用，还新增了安全与环保的要求。

（四）可持续发展新阶段（2010 年至今）：业内逐步开始研究减少塑料使用、塑料循环利用、采用生物降解材料等可持续方法。政府出台一系列政策，鼓励企业采取创新，鼓励环保包装，减少对环境的不利影响。这一阶段的软塑包装追求设计感、实用性与环保的并存。

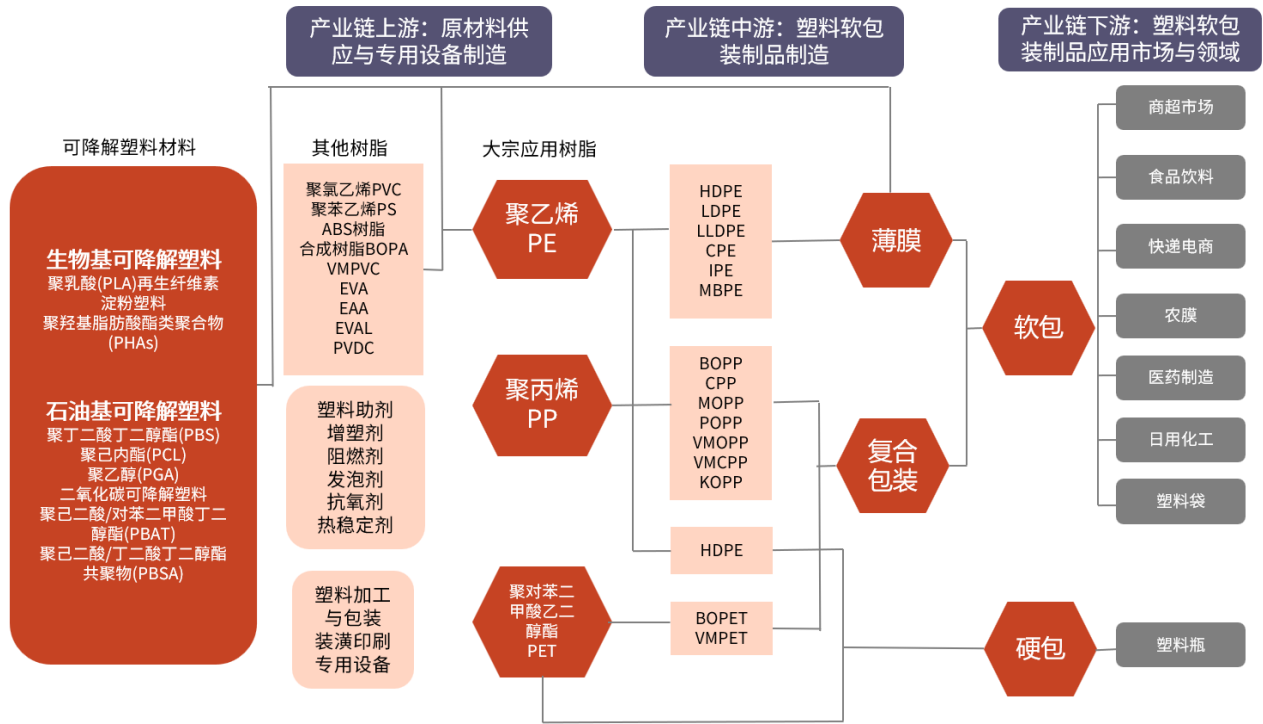
图 20：我国塑料软包装行业发展历程



资料来源：共研网，永新股份招股说明书，光大证券研究所整理

塑料包装产业链条长，应用广泛。塑料包装产业链主要可以分成三大部分：上游是塑料包装的原材料提供商，主要提供塑料包装原材料合成树脂和塑料助剂，石油价格的波动直接影响这些原材料的价格；中游为塑料包装制造环节；下游为塑料包装的应用行业，具体包括食品饮料、医药制造、日化用品和农业用塑料薄膜等。公司主要负责塑料软包装制造环节，位于产业链中游。

图 21：塑料包装行业产业链示意图



资料来源：中国包装塑料包装专业委员会，光大证券研究所整理

上游最常见的塑料材料主要包括聚乙烯(PE)、聚丙烯(PP)等热塑性材料，从品种来说，塑料薄膜类是主要的用量，不同薄膜材料的性能以及下游应用场景均有所不同。以产量较大的双向拉伸聚丙烯薄膜(BOPP)为例，其一般为多层共挤薄膜，是由聚丙烯颗粒经共挤形成片材后，再经纵横两个方向的拉伸而制得，适用于食品、医药、日化等多个领域，但共挤薄膜之间还有粘合剂等多层材料，使后端回收面临更多挑战。

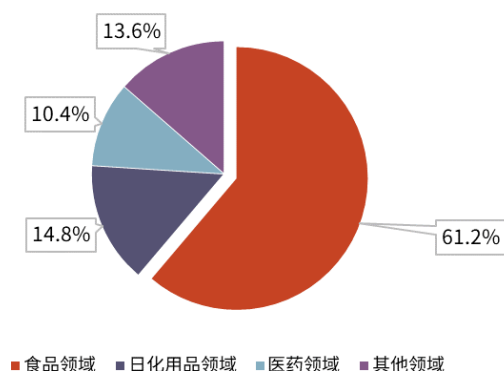
表 4：不同塑料薄膜的特性与用途

产品名称	性能特点	应用场景
双向拉伸聚丙烯薄膜(BOPP)	密度低、抗腐蚀性好、耐热性好、薄膜光学性能好、机械强度高、原材料来源丰富	可用作复合薄膜基材，适用于盛装干燥食品、医药和化妆品
聚乙烯醇高阻隔复合薄膜(PVA)	良好的阻隔性能，且符合环保要求	可用于包装饮料、果汁、牛奶、酱油醋等
低密度聚乙烯薄膜(LDPE)	产品的密度较低、柔软、耐低温性、耐冲击性较好、具有良好的化学稳定性、一般情况下耐酸(除强氧化性酸外)、耐碱、盐类的腐蚀作用、具有良好的电绝缘性能	常用于复合软包装材料的内层薄膜，是应用最广泛、用量最大的一种塑料包装薄膜
聚酯薄膜(PET)	机械性能优良，刚性、硬度及韧性高，耐穿刺、耐摩擦、耐高温和低温、耐化学药品性、耐油性、气密性和保香性良好	常用做食品包装的外层材料，是常用的阻透性复合薄膜基材之一
尼龙塑料薄膜(PA)	透明性好，抗张强度、拉伸强度较高，耐磨性、耐穿刺性优良，且比较柔软，阻氧性优良，但对水蒸气的阻隔性较差，吸潮、透湿性较大，热封性较差	适用于包装硬性物品，例如油腻性食品、肉制品、油炸食品、真空包装食品、蒸煮食品等
流延聚丙烯薄膜(CPP)	生产速度快、产量高，薄膜透明性、光泽性、厚度均匀性良好，各项性能平衡性优异	应用于纺织品、鲜花、食品、日用品的包装
铝塑料薄膜	遮光、防紫外线照射，既延长了内容物的保质期，又提高了薄膜的亮度，具有价廉、美观及较好的阻隔性能	主要应用于饼干等干燥、膨化食品包装，以及一些医药、化妆品的外包装

资料来源：模切之家，光大证券研究所整理

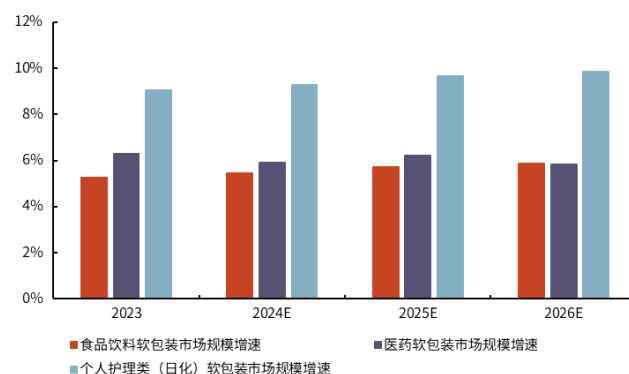
塑料软包装下游最大的应用场景是食品饮料，日化行业的应用最具增长潜力。塑料软包装的下游行业包括食品饮料、日化、医药等多个领域，从需求结构来看，食品领域是产业链下游最大的应用市场，根据智研咨询，2023 年食品包装需求占塑料软包装销售额的 61.2%。现阶段来看，软塑包装的主要应用市场按 2023 年的规模增速排序依次为：个人护理类领域（日化用品）>医药领域>食品饮料领域。

图 22：2023 年国内塑料软包装行业下游需求结构



资料来源：智研咨询，光大证券研究所整理

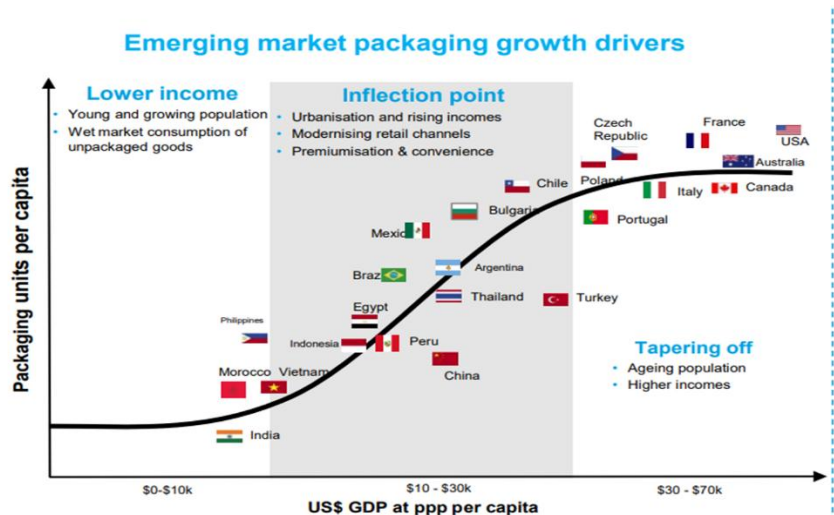
图 23：2023-2026E 软塑包装主要下游市场规模增速



资料来源：Arizton，中商情报网，光大证券研究所整理

对标海外，软塑包装消费仍具较大发展空间。2022 年中国塑料软包装市场规模占塑料包装行业整体规模的 22%，远低于国际 39%左右的平均水平。此外，我国的人均包装使用量仍处于国际低位。可见，无论是从包装市场规模扩容还是从软塑产品占比角度，相较于国际水平，我国塑料软包装行业未来仍具较大增量空间。

图 24：人均包装消费量与人均 GDP 的关系曲线



资料来源：安姆科公告，光大证券研究所整理

环保政策催化下，塑料包装行业加速转型。随着全球塑料污染治理进程不断推进，各国纷纷通过限塑令和禁塑令从源头上收紧对塑料包装的使用，我国也陆续出台多项包装相关的环保政策，消费者同样对于践行低碳环保和可持续发展理念的品牌更有好感，政策和消费者层面均在推动企业向研发推广绿色环保的塑料制品及替代产品、探索培育有利于规范回收和循环利用的新业态新模式发展。

表 5：2019 年以来包装行业环保相关政策

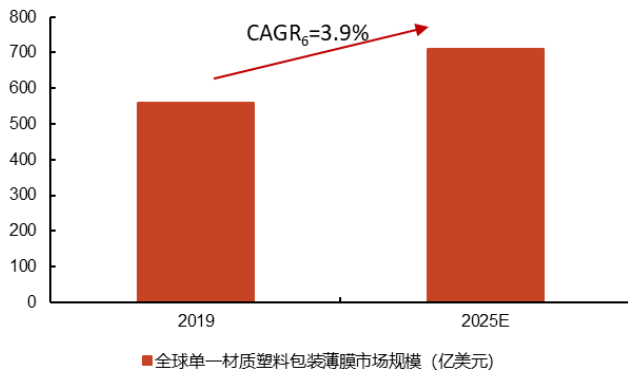
发布时间	政策名称	详细内容
2019	《产业结构调整指导》(2019 年版)	生物可降解塑料及其系列产品开发、生产与应用
2020.1	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	研发推广绿色环保的塑料制品及替代产品，探索培育有利于规范回收和循环利用、减少塑料污染的新业态新模式
2021.1	《关于推动电子商务企业绿色发展工作》	重点地区的电商企业要逐步停止使用不可降解的塑料包装袋、一次性塑料编织袋，减少使用不可降解塑料胶带
2021.2	《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济鼓励企业开展绿色设计、选择绿色材料、实施绿色采购、打造绿色制造工艺、推行绿色包装	

体系的指导意见》		
2021.7	《“十四五”循环经济发展规划》	强化快递包装绿色治理,实施快递包装绿色产品认证制度,开展可循环快递包装规模化应用试点,大幅提升循环中转袋(箱)应用比例
2021.9	《关于印发“十四五”塑料污染治理行动方案的通知》	积极推行塑料制品绿色设计,以一次性塑料制品为重点,制定绿色设计相关标准,优化产品结构,减少产品材料设计复杂度,增强塑料制品易回收利用性
2021.9	《限制商品过度包装要求食品和化妆品》	严格限定了包装层数要求,食品中的粮食及其加工品不应超过三层包装,其他食品和化妆品不应超过四层包装
2022.9	《国务院办公厅关于进一步加强商品过度包装治理的通知》	坚决遏制商品过度包装现象,为促进生产生活方式绿色转型、加强生态文明建设提供有力支撑
2023.2	《关于包装和包装废弃物法规 (PPWR)的提率》	三个主要目标:第一,减少包装废物的数量,限制不必要的包装,并推广可重复使用和可再填充的包装解决方案;第二,促进高质回收(“闭环”);第三,减少对初级自然资源的需求,为次级原材料(再生材料)创造一个运转良好的市场
2023.2	《新时代的中国绿色发展》	鼓励经营快递业务的企业和寄件人使用可降解、可重复利用的环保包装材料,鼓励经营快递业务的企业采取措施回收快件包装材料,实现包装材料的减量化利用和再利用
2024.3	《贯彻实施〈国家标准化发展纲要〉行动计划(2024—2025年)》	完善食品化妆品、快递物流等限制商品过度包装标准
2024.6	《政府采购领域“整顿市场秩序、建设法规体系、促进产业发展”三年行动方案(2024—2026年)》	修订商品包装采购需求标准,引导全社会使用绿色包装
2024.8	《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	加大绿色产品供给,引导企业开展绿色设计、选择绿色材料、推行绿色包装

资料来源:国家标准化管理委员会,中国政府网,观知海内咨询,光大证券研究所整理

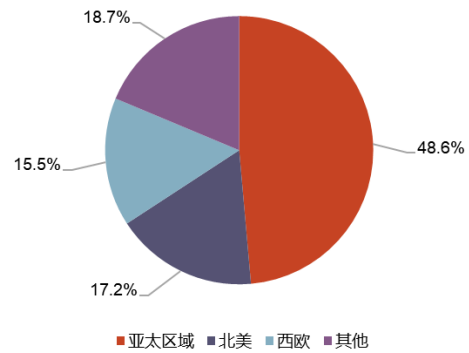
单一材质成为业内实现可持续发展的主要技术路线。塑料软包装的单材化是指包装的各层材料 95%以上的化学结构成分相同,膜、胶、墨、涂(镀)层等不同化学成分的材料质量比不得超过 5%。复合软包装由于含有多层结构、多种材质,较难回收和循环利用,而单一材质包装不仅能够减少污染,还能在保障包装阻隔性、可印刷性等必要功能的同时,大大降低回收、再利用的流程复杂度,有望实现 100%回收。据 Smithers 数据,预计 2025 年全球单一材质塑料包装薄膜市场规模将达到 709 亿美元,2019-2025 年 CAGR 达到 3.9%。

图 25: 全球单一材质塑料包装薄膜市场规模



资料来源: Smithers 预测,光大证券研究所整理

图 26: 2020 年全球单一材质塑料包装薄膜市场规模各地区占比



资料来源: Smithers,光大证券研究所整理

中国包装联合会发布的《中国包装工业发展规划(2021-2025 年)》,提出重点推进高性能单一材质包装的研发、合成、加工、成型等工艺与技术的创新。目前,国外多家大型企业已经推出单一材料的创新包装解决方案,单一材质逐渐成为软包装行业实现可持续发展的统一路径。

表 6: 国外企业陆续推出单一材料创新包装解决方案

品牌	产品名	产品特点
花王	GoldWell 亮发产品单一材料自立袋	空袋可折叠平整,能够高效运输到工厂,当被填充内容物时,它们可以为产品提供最佳保护,防止袋内产品与水分或蒸汽接触
雀巢	Gourmet Mon Petit 及 Felix Soup 猫粮可回收包装袋	采用聚丙烯(PP)制成,可在不影响品质的情况下,实现用后回收;该包装袋也可承受高温及灭菌加工处理,为内容物提供保护
Froneri	Aino 单一聚丙烯包装冰淇淋杯与杯盖	用 Bornewables PP 材料进行注塑成型,并用内贴标装饰工艺,使得这一单一材料包装能够实现 100%回收,且耐用、可与食品内容物接触并在冷藏期间可为内容物提供保护

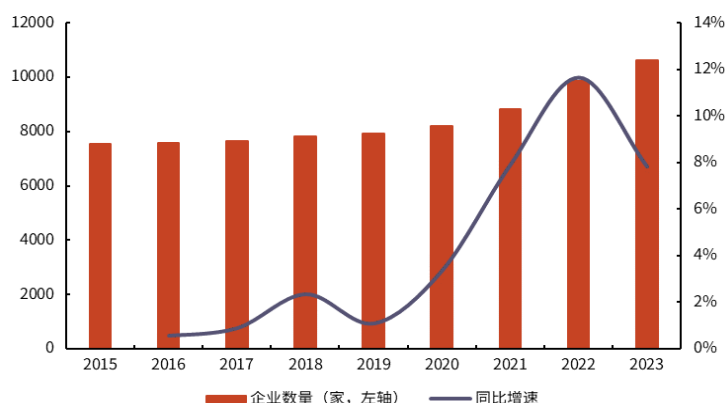
阿蓓亚	单一聚丙烯口红管	可回收利用，同时满足美容包装的多项标准，如重量轻、形状差异化和机械阻力
APC	单一材质滴管瓶	滴头采用烯烃-聚丙烯嵌段共聚物，滴管及瓶身均采用聚丙烯设计，并加入了增透剂，以提高包装的透明度，整个滴管耐化学腐蚀
泰成工业	全 PP 单一材质真空瓶	该真空瓶从瓶盖、按头、套环、垫圈、瓶子、活塞、底座全部采用聚丙烯 PP 制成，以便消费后易于回收
OF Packaging	可便利回收高阻隔保护包装袋	由单一聚乙烯(PE)材料制成，带有非常薄的非金属薄膜层，方便消费者将空的扁平包装卷合为适合其回收箱的 3D 柱状筒，让回收毫无阻力

资料来源：第八元素塑料版，光大证券研究所整理

2.3 竞争格局高度分散，行业集中度有望提升

国内包装行业竞争激烈且高度分散。2023 年全国包装行业规模以上企业（年营业收入超过 2000 万元）达 10632 家，较上年增加 772 家，不仅国内大小工厂林立，企业还需要直面跨国同行的竞争，市场竞争较为激烈。

图 27：2015-2023 年包装行业规模以上企业数量及同比增速

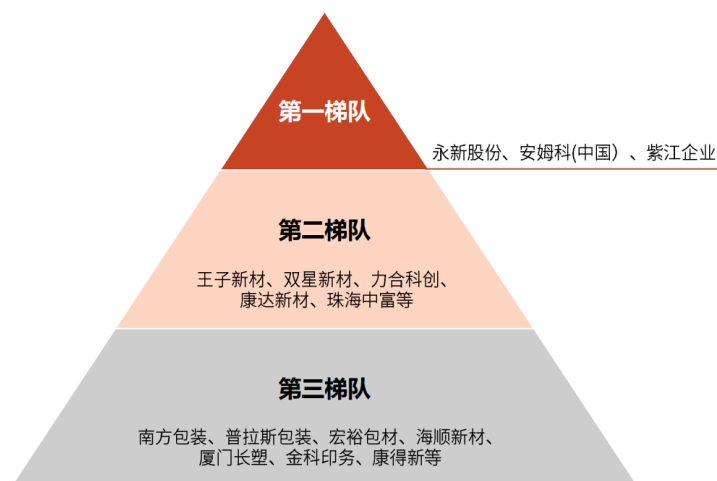


资料来源：锐观数据，中国包装联合会，光大证券研究所整理

行业集中度较低，龙头市占率具备较大提升空间。国内包装企业可以划分为三个梯队，第一梯队为龙头型企业，主要包括紫江企业、永新股份等；第二梯队为在特定塑料材料或业务领域具备领先优势的企业，具体包括双星新材、王子新材等；第三梯队为行业的中坚力量，主要是南方包装、普拉斯包装、宏裕包材等大中型企业；其余则为广大中小企业，产品偏向中低端，企业规模较小，市场竞争力较弱。目前行业集中度水平依然很低，根据前瞻产业研究院数据，按国内市场塑料包装产品规模统计，2020 年紫江企业市占率最大，但占比仅为 1.91%，永新股份市占率为 1.60%，排名第二，行业 CR3 仅为 5.1%。

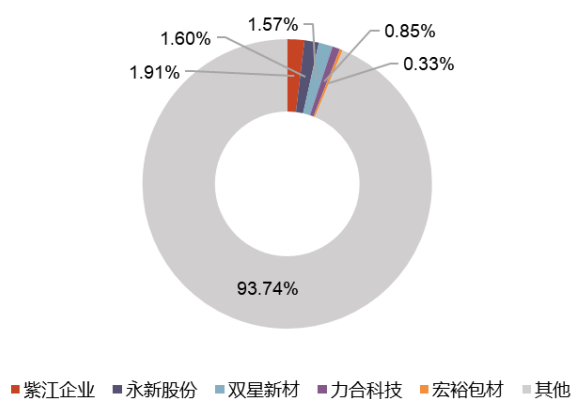
行业集中度呈提升趋势，需求升级利于龙头企业扩大份额。根据头豹产业研究院数据，2022 年国内塑料包装行业 CR3 达到 8.1%，相比 2020 年提升 3.0pcts。当下在环保政策和可持续发展的要求下，塑料软包装应用需求不断升级，并呈现精细化、定制化、高端化的趋势，这将倒逼生产端企业进行技术创新，龙头公司有望利用自身的研发创新优势进一步抢占市场份额。

图 28：国内市场塑料包装竞争梯队



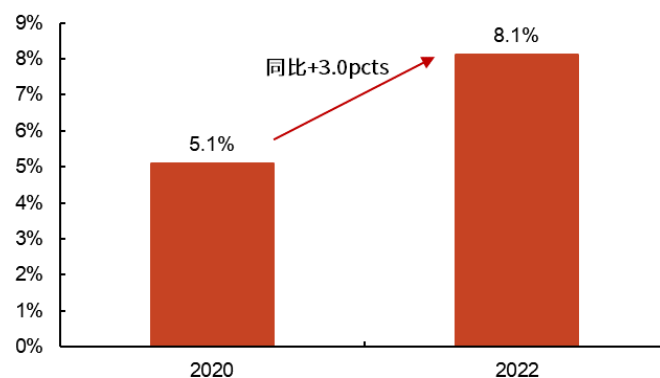
资料来源：锐观咨询，光大证券研究所整理

图 29：2020 年中国塑料包装行业市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，光大证券研究所整理；注：按规模统计，下同

图 30：国内塑料包装行业 CR3



资料来源：前瞻产业研究院，头豹产业研究院，光大证券研究所整理

3、四大亮点凸显公司投资价值

公司业绩具备穿越周期的特质：1) 塑料软包装下游应用广泛，公司客户覆盖食品饮料、医药、日化等多个行业，下游需求与居民必需消费挂钩，需求偏刚性，且与成本端的波动形成对冲，具备抗周期属性；2) “纵向整合”+“业务出海”+“产品创新”模式下，公司毛利率呈阶梯式上升，打开成长天花板；3) 公司 ROE 和净现比位于行业上游，盈利质量稳健，利润含金量充足；4) 公司分红政策稳健，自 2004 年上市以来，已现金分红 21 次，平均分红率超过 70%，在国内利率处于下行通道的背景下，比价优势凸显。

3.1 抗周期：需求偏刚性，与成本端形成对冲

公司需求端具备抗周期属性。塑料软包装行业下游应用广，公司客户覆盖食品饮料、医药、日化等多个行业，下游需求与居民必需消费挂钩，需求偏刚性。

“借名牌打品牌”，获客户广泛认可。公司成立初期，外方股东在合资经营的过程中，凭借所处的中国香港地区、中国台湾地区的资本、人才及技术优势，大力推动公司与国际间的技术交流合作，为公司产品的市场开拓提供了中介。2002 年公司在原有客户统一食品、纳爱斯等的基础上，成功开发了伊利股份、洽洽食品、喜之郎果冻等一批大客户；2003 年通过和神威药业、华威药业、云南滇虹、湖北广济、修正药业等的业务合作，积极开发和做大医药包装业务，并同时开辟了与意大利不凡帝、美国通用磨坊、美国宝洁、多美兹、卡夫等跨国公司的合作。目前公司的客户以国际和国内一线品牌为主，凭借与知名客户的业务合作和技术交流，公司在市场、品牌、质量以及技术上均处于行业领先地位。

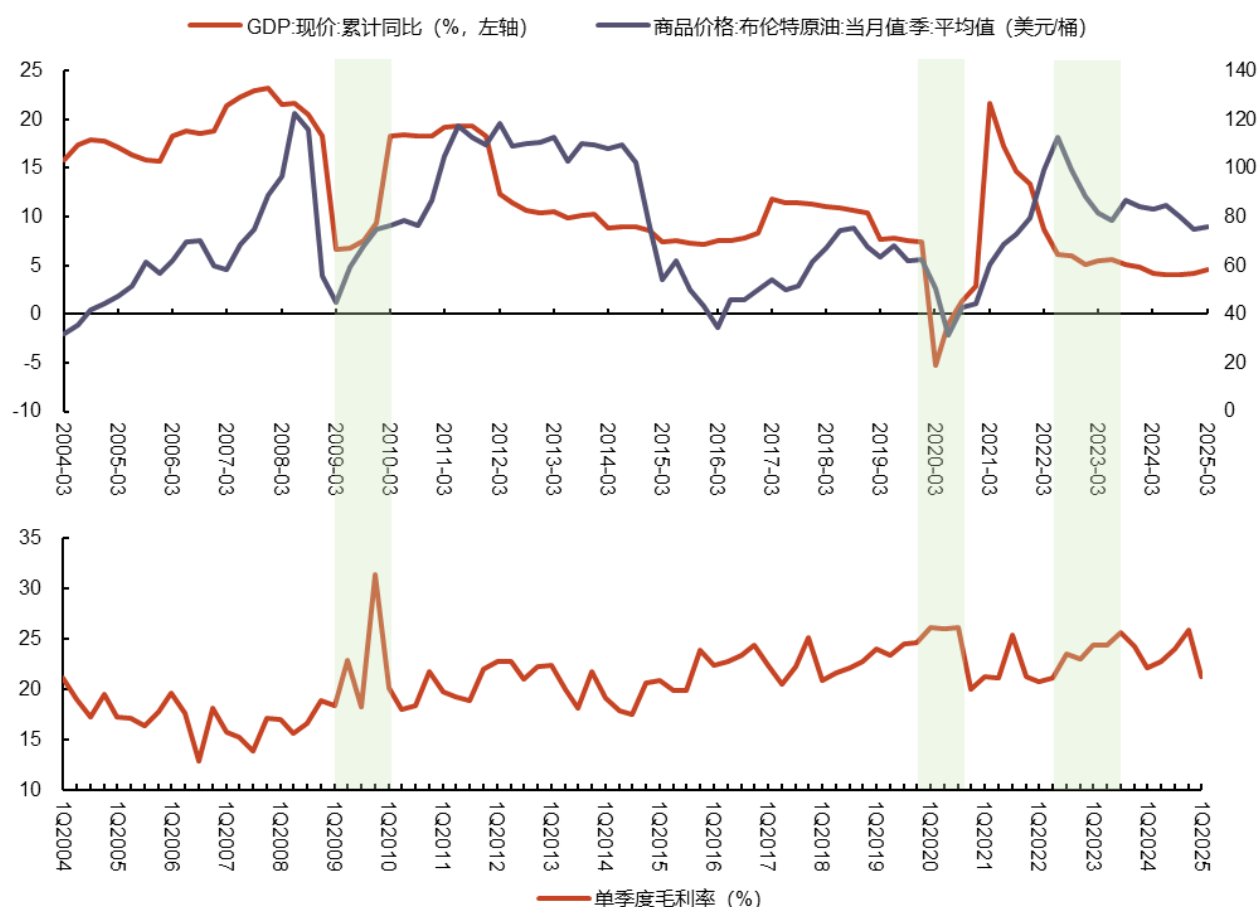
图 31：公司部分合作伙伴



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

公司盈利端具备抗周期属性。通过对比国内 GDP 增速与布伦特原油价格走势，可以发现：国内 GDP 增速放缓时，原油价格通常有所下跌或在低位运行，而公司产品的主要原材料均为石油衍生品，原材料采购成本的降低带动公司毛利率在经济下行期逆势提升。

图 32：经济增速放缓时公司毛利率反而提升



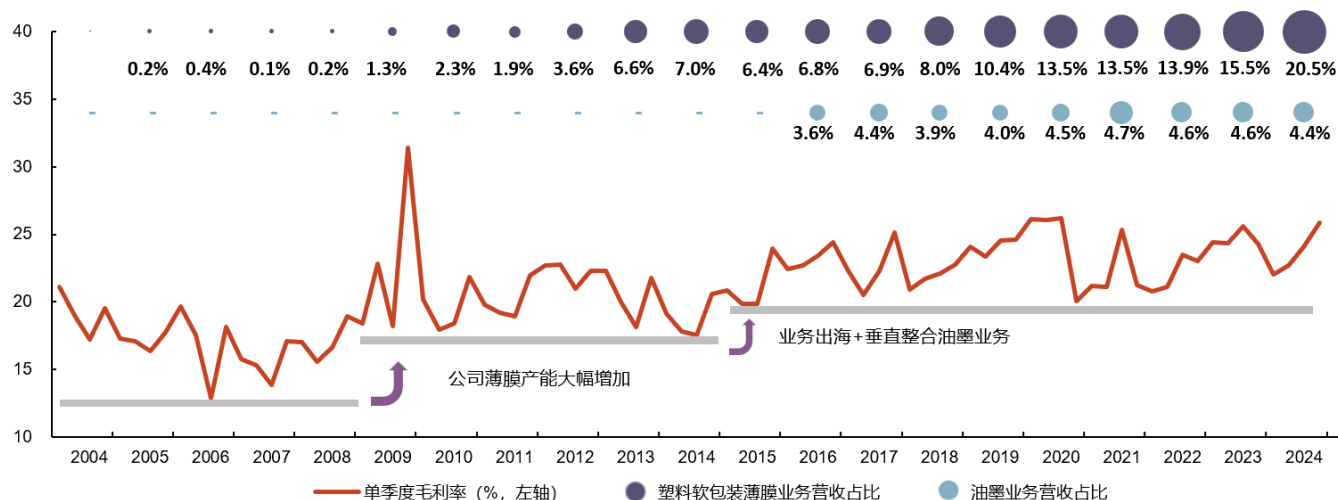
资料来源：wind，光大证券研究所整理；注：数据截至 2025Q1

3.2 强链+出海+重研发，毛利率阶梯式上升

公司毛利率呈阶梯式上升走势，盈利能力不断向好向上。从较长的时间跨度来看，公司盈利中枢出现过两次明显的上移：1) 第一次是在 2008-2009 年，公司年产 2.4 万吨的多功能高阻隔包装膜项目顺利验收，虽然从表面数据看，薄膜业务毛利率低于彩印复合包装业务，但这部分产能以自我配套为首要，有助于彩印产品的市场开发和盈利能力提升；2) 第二次是在 2015-2016 年，公司投资运营黄山新力油墨子公司，纵向整合了油墨业务，提高了对接彩印复合软包装材料的生产效率，驱动毛利率提升。

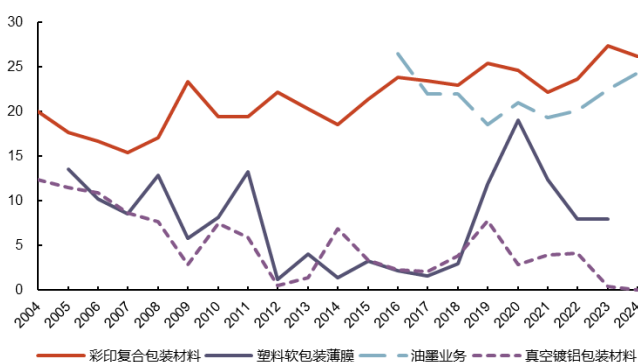
同时，公司也在持续拓展海外业务，海外业务毛利率一般情况下高于国内业务，目前海外业务营收占比比较低但呈提高趋势，未来海外市场的开拓、海外业务营收占比的扩大，将进一步提升公司毛利率。

图 33：公司毛利率呈阶梯式上升趋势



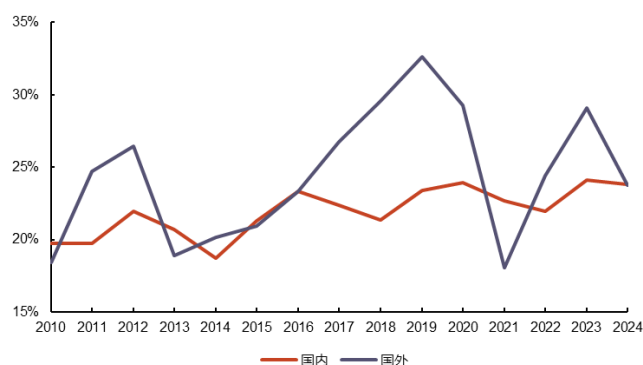
资料来源：wind，公司公告，光大证券研究所整理

图 34：公司分业务毛利率（单位：%）



资料来源：wind，公司公告，光大证券研究所整理

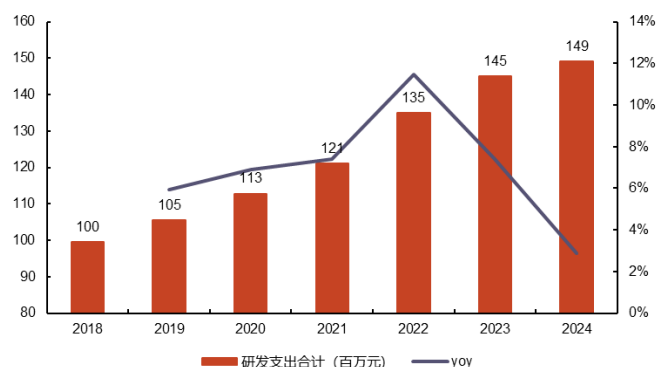
图 35：公司分地区毛利率对比



资料来源：wind，公司公告，光大证券研究所整理

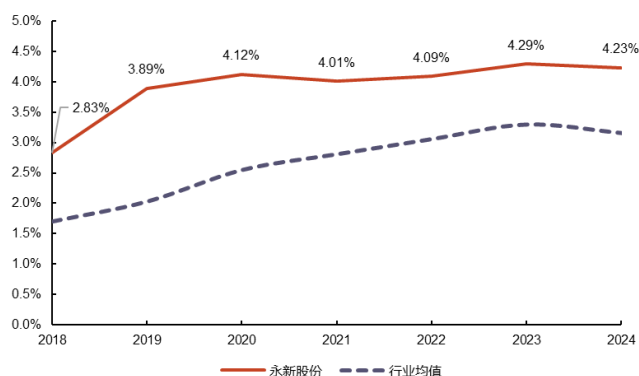
注重研发创新，研发费用率位于行业上游。公司重视技术研发和工艺技术的提升，持续加大研发投入，2019-2024 年研发支出分别达到 1.05/1.13/1.21/1.35/1.45/1.49 亿元，同比增速分别为 5.94%/6.90%/7.39%/11.46%/7.42%/2.86%，研发费用率长期高于行业均值。公司拥有国家级企业技术中心、国家地方联合工程实验室、博士后工作站、安徽省绿色包装材料工程实验室、安徽省软包装工程技术中心、安徽省企业技术中心六个研发平台，组建了专业且经验丰富的研发团队，截至 2024 年底，公司共计获授权专利 360 项。

图 36：公司研发支出及同比增速



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 37：公司研发费用率与行业均值对比



资料来源：wind，光大证券研究所整理

注：行业均值为申万三级行业中塑料包装企业的研发费用率均值

顺应循环经济、单一材料发展方向，产品创新取得突破。为顺应当下塑料包装行业向高端智能、绿色环保、可循环方向转型发展的趋势，公司积极推进单一材质包装解决方案、包装产品去铝箔化，近年来公司新增 33000 吨新型 BOPE 薄膜（一种单一材质、可回收的塑料材料）产能，全资子公司黄山包装亦顺利通过全球回收标准（GRS）认证审核并获得证书，标志公司在资源再生和循环利用方面取得突破。

表 7：公司 2023-2024 年新增产能情况

	项目	产能
2023 年在建工程转固项目	瓶外盖注塑制品项目	年产 5 亿个
	新型功能膜材料项目	年产 8000 吨
	新型 BOPE 薄膜项目	年产 33000 吨
	新型复合片材生产线技改项目	年产 8000 吨
2024 年在建工程转固项目	新型功能膜材料扩建项目	年产 22000 吨
新增在建工程	柔印无溶剂复合软包装材料项目	年产 6000 吨

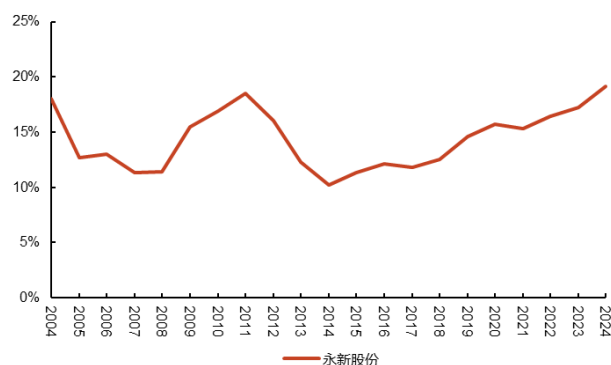
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3.3 ROE 和净现比居行业上游，盈利质量稳而优

从 ROE 和净现比两个指标来看，公司造血能力较强，持续发展的内在动力强劲。我们认为公司能够保持较高的盈利质量，除受益于行业接单排产的特性以及竞争格局的优化之外，与公司注重产品创新升级、内部管理不断改进密不可分。鉴于公司长期服务全球优质企业，产品创新屡获突破，管理能力亦在不断得到提升，我们认为中长期看，永新股份将继续保持良好的盈利质量，自由现金流充沛。

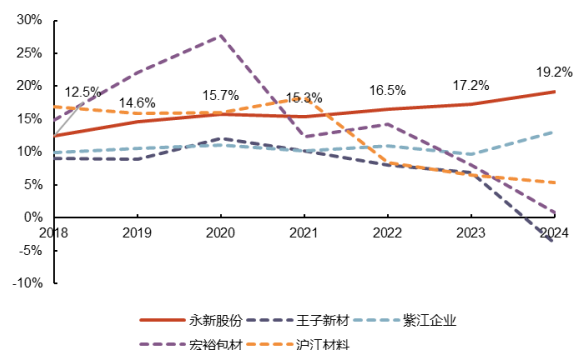
✧ **ROE 方面：**公司的 ROE 在 2012-2014 年持续降低，主要原因还是受下游食品、饮料、医药行业增速放缓影响。但从 2015 年开始，公司的 ROE 重回上升通道，从 2014 年的 10.2% 提升至 2024 年的 19.2%，且近年超越其他可比公司。通过分拆 ROE，可以发现公司 ROE 提升并超越同业的核心逻辑在于公司销售净利率的持续改善以及在疫情等因素影响下公司总资产周转率仍较为稳定。

图 38：公司 ROE 走势



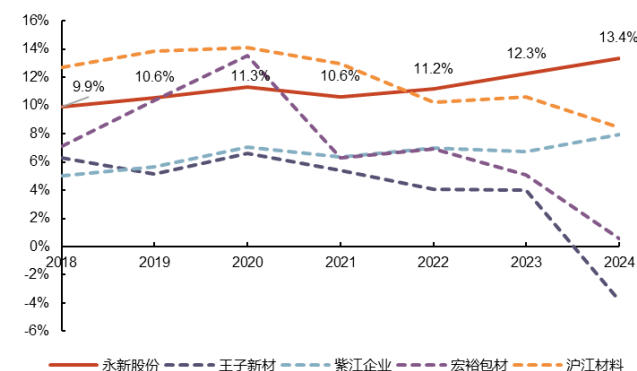
资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 39：公司 ROE 与同业对比



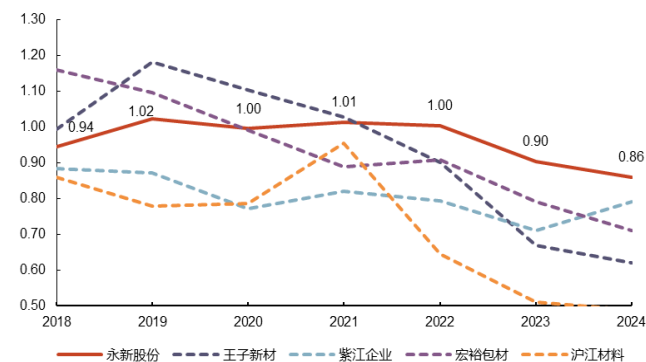
资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 40：公司销售净利率与同业对比



资料来源：wind，光大证券研究所整理

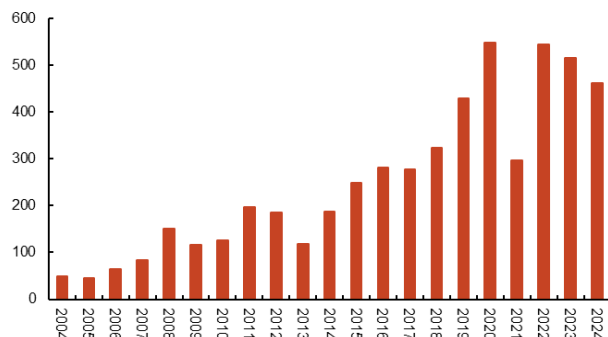
图 41：公司总资产周转率与同业对比



资料来源：wind，光大证券研究所整理

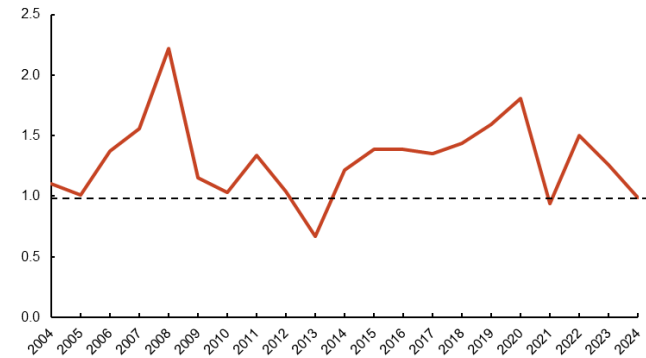
◇ **净现比方面：**公司经营性净现金流整体呈增长态势，2004-2024 年 CAGR 达到 11.9%，2021 年同比下滑主要原因系应收账款、应收票据增加，以及原油价格上涨趋势下公司积极备货导致存货增加。公司净现比水平基本在 1 以上，反映企业利润含金量充足，现金流状况良好。

图 42：公司经营性净现金流（单位：百万元）



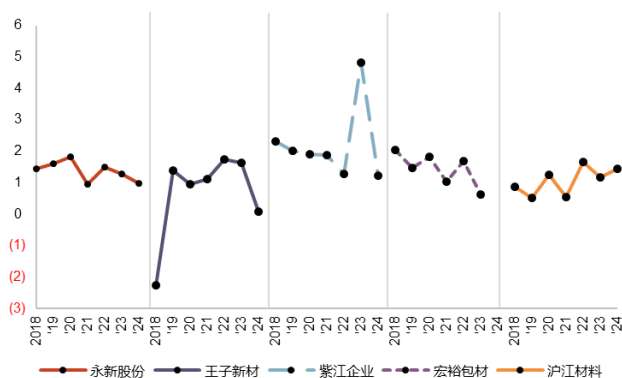
资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 43：公司净现比走势



资料来源：wind，光大证券研究所整理

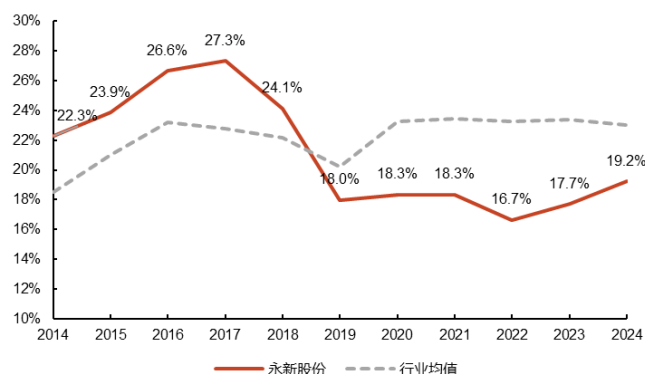
图 44： 公司净现比与同业对比



资料来源：wind，光大证券研究所整理

注：考虑到图表的可读性，剔除宏裕包材 24 年净现比数值

图 45： 公司被上下游无偿占用款项总额的营收占比



资料来源：wind，光大证券研究所整理

注：1、被上下游无偿占用款项总额=应收账款+预付款项+合同资产；2、行业均值为申万三级行业中塑料包装企业被上下游无偿占用款项总额的营收占比均值

3.4 分红政策稳健，利率下行期高股息标的具备吸引力

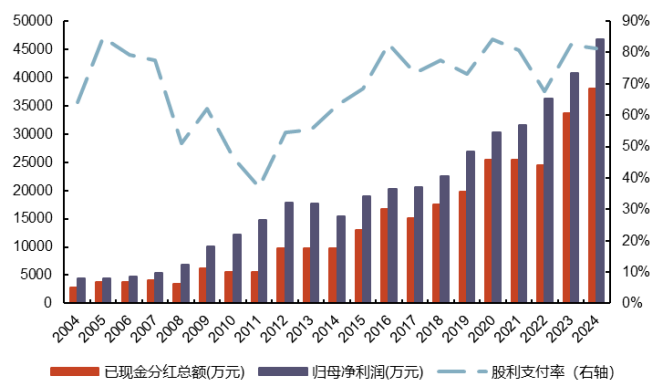
自 2004 年上市以来，公司已现金分红 21 次，累计现金分红金额 29.39 亿元，2004-2024 年度平均分红率超过 70%；2024 年度公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6.2 元（含税），对应股利支付率高达 81.2%，按 2024 年 12 月 31 日收盘价计算，静态股息率为 5.7%。我们认为在国内利率处于下行通道的背景下，比价效应将凸显内在价值，对公司的估值提升具备加持作用。

图 46： 公司上市以来分红总览

分红总览	
上市时间	2004年7月8日
已现金分红次数	21
累计现金分红数额	29.39亿元
累计实现净利润	40.75亿元
2004-2024年度平均分红率	72.13%
近三年平均净利润	4.1亿元
近三年累计现金分红（含回购股份）	9.6亿元
近三年累计分红占比（含回购股份）	232.91%

资料来源：wind，光大证券研究所整理，截至 2025 年 4 月

图 47： 2004-2024 年公司现金分红额及股利支付率情况



资料来源：wind，光大证券研究所整理

4、盈利预测与估值

4.1 关键假设与盈利预测

分业务板块假设

公司当前业务主要分为四大板块：彩印复合包装材料、塑料软包装薄膜、镀铝包装材料和油墨业务。我们对于各板块业务的假设如下：

1) 彩印复合包装材料：彩印复合包装业务为公司营收占比第一大业务，2024 年公司彩印复合包装销量同比提升但吨单价下滑，主要原因系：一方面市场竞争压力趋大，另一方面公司主要以成本加成方式定价，2024 年在原材料价格下跌的情况下公司产品单价下调；考虑到 2025 年石油价格下行压力仍然较大，同时公司持续向上游延伸，薄膜产能不断扩张，我们预估 2025 年彩印复合包装业务吨成本同比-1.5%，吨单价同比-2.1%，2026-2027 年油价变化尚具较高不确定性，但考虑到上游薄膜业务规模扩张，我们预估 2026-2027 年该业务吨成本同比-1.0%/-1.0%，吨单价同比持平。

销量方面，考虑到 2024 年公司子公司河北永新年产 4000 吨彩印复合软包装材料项目建成投产后产能持续爬坡，另有年产 4 万吨彩印复合软包装材料智能工厂项目也在积极推进中，我们预估 2025-2027 年该业务销量同比+2.0%/+2.5%/+3.0%。综上，我们预计 2025-2027 年公司彩印复合包装材料业务营收分别为 24.74/25.36/26.12 亿元，分别同比-0.1%/+2.5%/+3.0%，毛利率分别为 25.8%/26.6%/27.3%。

2) 塑料软包装薄膜：薄膜业务为公司营收占比第二大业务，近年来无论从产能投放还是产品创新方面都在持续发力。考虑到近两年来建成的薄膜项目产能尚在爬坡，另有年产 3 万吨双向拉伸多功能膜项目预计 2025 年 4 季度设备到厂安装、2026 年实现投产；年产 22000 吨新型功能膜材料扩建项目一半生产线已于 2024 年投产，剩余一半预计于 2026 年投产；我们预估 2025-2027 年薄膜业务销量同比+28.0%/+25.0%/+23.0%。

成本方面，同样由于油价的影响，我们预估 2025-2027 年公司该业务吨成本同比-1.0%/持平/持平；价格方面，考虑到 BOPE 单一材质等在内的新型高端薄膜产品占比的提升的影响，我们预估 2025-2027 年该业务吨单价分别同比+3.0%/+2.0%/+1.5%。综上，我们预计 2025-2027 年公司塑料软包装薄膜业务营收分别为 9.55/12.17/15.20 亿元，分别同比+31.8%/+27.5%/+24.8%，毛利率分别为 13.8%/15.4%/16.7%。

3) 镀铝膜包装材料业务和油墨业务：公司镀铝膜包装材料业务和油墨业务营收占比均较低，我们预估 2025-2027 年公司镀铝膜业务销量保持历史增势，同比+20.0%/+15.0%/+10.0%，营收分别为 0.70/0.81/0.89 亿元，毛利率分别为 0.02%/0.02%/0.02%。同样，我们预估公司油墨业务销量保持 2024 年增速，2025-2027 年同比分别+3.8%/+3.8%/+3.8%，油墨业务营收分别为 1.61/1.67/1.73 亿元，毛利率分别为 24.4%/24.4%/24.4%。

4) 其他业务：假设其他业务营收增速保持在 10%、毛利率维持稳定，则 2025-2027 年其他业务营收为 1.22/1.34/1.47 亿元，毛利率分别为 68.34%/68.34%/68.34%。

期间费用率假设

公司持续贯彻提质增效战略，精益化管理已较为成熟，我们预计 2025-2027 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率将保持相对稳定。

表 8：永新股份盈利预测表

业务板块	项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入						
彩印复合包装业务	营收（百万元）	2,552	2,477	2,474	2,536	2,612
	yoy	0.0%	-2.9%	-0.1%	2.5%	3.0%
	营业成本（百万元）	1,852	1,827	1,835	1,862	1,899
	毛利率	27.42%	26.26%	25.81%	26.55%	27.29%
	销量（万吨）	10.3	10.4	10.61	10.88	11.20
	yoy	4.15%	0.51%	2.00%	2.50%	3.00%
	吨单价（万元）	2.47	2.38	2.33	2.33	2.33
	yoy	-4.03%	-3.42%	-2.10%	0.00%	0.00%
	吨成本（万元）	1.79	1.76	1.73	1.71	1.70
	yoy	-8.7%	-1.9%	-1.5%	-1.0%	-1.0%
塑料软包装薄膜业务	营收（百万元）	525	724	955	1,217	1,520
	yoy	14.5%	37.9%	31.8%	27.5%	24.8%
	营业成本（百万元）	483	650	823	1,029	1,266
	毛利率	7.94%	10.27%	13.76%	15.45%	16.70%
	销量（万吨）	4.11	5.61	7.18	8.97	11.04
	yoy	44.94%	36.62%	28.00%	25.00%	23.00%
	吨单价（万元）	1.28	1.29	1.33	1.36	1.38
	yoy	-21.00%	0.94%	3.00%	2.00%	1.50%
	吨成本（万元）	1.18	1.16	1.15	1.15	1.15
	yoy	-20.9%	-1.6%	-1.0%	0.0%	0.0%
镀铝膜包装材料业务	营收（百万元）	44	58	70	81	89
	yoy	-9.5%	31.6%	20.0%	15.0%	10.0%
	营业成本（百万元）	44	58	70	81	89
	毛利率	0.44%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
	销量（万吨）	0.40	0.53	0.64	0.73	0.81
	yoy	4.60%	34.00%	20.00%	15.00%	10.00%
	吨单价（万元）	1.12	1.10	1.10	1.10	1.10
	yoy	-13.53%	-1.81%	0.00%	0.00%	0.00%
	吨成本（万元）	1.12	1.10	1.10	1.10	1.10
	yoy	-10.19%	-1.40%	0.00%	0.00%	0.00%
油墨业务	营收（百万元）	155	155	161	167	173
	yoy	1.8%	-0.1%	3.8%	3.8%	3.8%
	营业成本（百万元）	120	117	122	126	131
	毛利率	22.52%	24.36%	24.36%	24.36%	24.36%
	销量（万吨）	0.84	0.87	0.90	0.94	0.97
	yoy	2.49%	3.79%	3.79%	3.79%	3.79%
	吨单价（万元）	1.85	1.78	1.78	1.78	1.78
	yoy	-0.71%	-3.74%	0.00%	0.00%	0.00%
	吨成本（万元）	1.44	1.35	1.35	1.35	1.35
	yoy	-3.72%	-6.02%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务	营收（百万元）	102	111	122	134	147
	yoy	12.5%	8.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	营业成本（百万元）	46	35	39	42	47
	毛利率	55.45%	68.34%	68.34%	68.34%	68.34%

总营收（百万元）	3,379	3,525	3,781	4,134	4,541
yoy	2.3%	4.3%	7.3%	9.3%	9.8%
毛利率	24.66%	23.78%	23.60%	24.03%	24.43%
费用率					
销售费用率	1.70%	1.65%	1.70%	1.70%	1.70%
管理费用率	3.81%	3.40%	3.40%	3.40%	3.40%
研发费用率	4.29%	4.23%	4.20%	4.20%	4.20%
财务费用率	0.29%	-0.14%	0.12%	0.04%	-0.02%
归母净利润					
归母净利润（百万元）	408	468	511	569	638
yoy	12.5%	14.6%	9.3%	11.3%	12.2%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

根据上述假设，我们预计 2025-2027 年公司总营收分别为 37.81/41.34/45.41 亿元，归母净利润分别为 5.11/5.69/6.38 亿元，折合 EPS 分别为 0.83/0.93/1.04 元。

4.2 相对估值

根据市场定价逻辑的不同，永新股份的市值表现可以划分为两个阶段来看：

- （一）上市初-2022 年 7 月前后：这一阶段公司的市场关注度较低，市值走势与行业指数高度重合，呈现明显的周期波动特征；
- （二）2022 年 8 月-至今：这一阶段公司开始被市场重新定价，市值走势与行业指数脱钩，呈现出穿越周期的特征。

图 48：公司上市以来市值表现



资料来源：wind，光大证券研究所整理；注：数据截至 2025 年 4 月 30 日

我们选取与公司业务类型相近、规模相当的紫江企业、裕同科技作为可比公司。紫江企业生产销售 PET 瓶及瓶坯等容器包装、各种瓶盖、标签、涂装材料和其他新型包装材料，在生产规模、技术水平、质量水平、经济效益方面均处于国内同行业领先地位；裕同科技主营不干胶贴纸、彩盒、说明书、纸箱等包装产品，并为世界 500 强企业、知名品牌等客户提供创新的一站式包装解决方案以及可持续智造服务，双星新材生产销售包装用塑料薄膜，产品广泛应用于食品饮料、电子、医药、日化、烟草、家电、机电等领域。2025E-2027E，行业平均估值为

25/13/11X，公司当前股价对应 PE 为 13/12/10X。考虑公司为国内软塑包装行业的龙头企业，“抗周期”+“强链出海战略”+“利润含金量充足”+“高分红”四大优势形成价值闭环，在国内利率下行期，公司的投资价值凸显，目前市场对公司的定价逻辑已从传统消费股切换为具备穿越周期能力的红利资产，当前估值水平具有投资性价比。

表 9：可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价 (元) 5月13日	EPS (元)				PE (X)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
紫江企业	600210.SH	6.44	0.53	0.56	0.55	0.64	12	11	12	10
裕同科技	002831.SZ	22.82	1.51	1.82	2.06	2.29	15	13	11	10
双星新材	002585.SZ	5.12	-0.35	0.10	0.31	0.41	NA	52	16	13
均值							14	25	13	11
永新股份	002014.SZ	10.93	0.76	0.83	0.93	1.04	14	13	12	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：紫江企业、裕同科技盈利数据取自 WIND 一致预期；永新股份盈利数据为光大证券研究所预测

4.3 绝对估值

我们采取 FCFF 绝对估值法对公司进行估值。

基本假设如下：

- 1、长期增长率：公司是国内塑料软包装龙头，下游需求偏刚性，假设长期增长率为 2.0%；
- 2、β 值选取：采用 WIND 行业分类-材料 II 的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：公司被认定为国家高新技术企业，享受税收优惠政策，结合公司历史的实际税率，假设公司未来税率为 10.00%。

表 10：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	1.80%
β(levered)	0.94
Rm-Rf	6.23%
Ke(levered)	7.66%
税率	10.00%
Kd	4.00%
Ve (百万元)	6,736.8
Vd (百万元)	899.5
目标资本结构	11.78%
WACC	7.23%

资料来源：光大证券研究所预测

表 11：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	1,723.88	20.44%
第二阶段	988.52	11.72%
第三阶段 (终值)	5,723.15	67.85%

企业价值 AEV	8,435.55	100.00%
加：非经营性净资产价值	756.60	8.97%
减：少数股东权益（市值）	95.73	-1.13%
减：债务价值	899.55	-10.66%
总股本价值	8,196.87	97.17%
股本（百万股）	612.49	-
每股价值（元）	13.38	-
PE（隐含，2025）	16.04	-
PE（动态，2025）	13.10	-

资料来源：光大证券研究所预测

表 12：敏感性分析表（元）

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
6.23%	14.75	15.91	17.34	19.15	21.53
6.73%	13.14	14.05	15.14	16.50	18.22
7.23%	11.81	12.53	13.38	14.42	15.70
7.73%	10.68	11.26	11.94	12.76	13.74
8.23%	9.72	10.20	10.75	11.39	12.16

资料来源：光大证券研究所预测

表 13：绝对估值法结果（元）

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	13.38	11.26 — 16.50	贴现率±0.5%，长期增长率±0.5%

资料来源：光大证券研究所预测

根据 FCFF 估值法，公司的合理价值区间为 11.26-16.50 元（敏感性±0.5%区间），估值中枢为 13.38 元。

4.4 估值结论与投资评级

永新股份是中国塑料软包装的龙头企业，长期业绩稳定增长且保持高分红政策，2004-2024 年度平均分红率超过 70%，是一家优质的高股息红利标的。我们预测 2025-2027 年公司归母净利润分别为 5.11/5.69/6.38 亿元，折合 EPS 分别为 0.83/0.93/1.04 元，当前股价对应 PE 分别为 13/12/10 倍。综合考虑相对估值和绝对估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

4.5 股价驱动因素

短期催化剂：国内利率下行期，高股息标的具备投资性价比；

长期催化剂：软塑包装对其他形式包装的替代、可循环可再生的发展趋势下市场份额向龙头企业倾斜。

5、风险分析

国内宏观需求不及预期：

若国内宏观经济增速不及预期，则会对公司下游需求端产生负面影响，进而影响公司规模增长的持续性和盈利能力的稳定性。

原材料价格波动风险：

公司主要原材料为石油化工衍生物，原材料支出占营业成本的七成以上，若原材料价格大幅波动，则将影响公司盈利能力的稳定性。

产能投放、客户拓展不及预期：

近两年来公司不断有新增产能释放，若公司在新客户的拓展和新产能投放上不及预期，将影响公司未来的业绩增速和市占率的提升。

业务出海不及预期：

近年来国际贸易紧张局势升温，外贸业务不确定性增强，或将影响公司国际业务扩张，而公司国际业务的毛利率要高于国内业务，国际业务扩张不及预期将对公司营收增速和盈利水平带来负面影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,379	3,525	3,781	4,134	4,541
营业成本	2,546	2,687	2,889	3,141	3,431
折旧和摊销	150	152	147	155	165
税金及附加	30	24	26	29	32
销售费用	58	58	64	70	77
管理费用	129	120	129	141	154
研发费用	145	149	159	174	191
财务费用	10	-5	5	2	-1
投资收益	14	15	14	14	14
营业利润	460	529	571	636	713
利润总额	461	530	572	637	714
所得税	47	59	57	64	71
净利润	414	471	515	573	642
少数股东损益	6	4	4	4	4
归属母公司净利润	408	468	511	569	638
EPS(元)	0.67	0.76	0.83	0.93	1.04

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	515	461	682	664	738
净利润	408	468	511	569	638
折旧摊销	150	152	147	155	165
净营运资金增加	69	111	37	149	167
其他	-112	-270	-13	-209	-232
投资活动产生现金流	103	-453	-104	-231	-206
净资本支出	-110	-152	-220	-220	-220
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	212	-301	116	-11	14
融资活动现金流	-75	-73	-556	-327	-410
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	196	241	-171	87	47
无息负债变化	-45	38	26	52	64
净现金流	543	-64	22	106	122

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	24.7%	23.8%	23.6%	24.0%	24.4%
EBITDA 率	19.9%	19.9%	18.5%	18.8%	18.9%
EBIT 率	15.5%	15.6%	14.7%	15.0%	15.3%
税前净利润率	13.6%	15.0%	15.1%	15.4%	15.7%
归母净利润率	12.1%	13.3%	13.5%	13.8%	14.1%
ROA	10.6%	10.9%	12.0%	12.4%	13.1%
ROE (摊薄)	16.6%	18.1%	18.8%	19.8%	20.9%
经营性 ROIC	17.7%	17.7%	17.4%	18.1%	18.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	36%	39%	36%	36%	36%
流动比率	2.02	1.94	2.16	2.10	2.10
速动比率	1.77	1.70	1.88	1.82	1.82
归母权益/有息债务	3.45	2.72	3.48	3.31	3.34
有形资产/有息债务	5.33	4.42	5.35	5.14	5.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	3,903	4,314	4,304	4,604	4,899
货币资金	1,178	1,112	1,134	1,240	1,362
交易性金融资产	302	683	690	697	704
应收账款	583	663	640	700	768
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	8	10	9	10	11
存货	303	364	376	408	446
其他流动资产	119	87	87	87	87
流动资产合计	2,508	2,934	2,950	3,158	3,396
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,127	1,126	1,139	1,154	1,168
在建工程	36	22	46	62	69
无形资产	82	81	96	111	125
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	21	22	22	22	22
非流动资产合计	1,395	1,380	1,354	1,446	1,503
总负债	1,399	1,678	1,532	1,671	1,782
短期借款	528	793	602	688	736
应付账款	250	280	289	314	343
应付票据	183	213	202	220	240
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1	1	1	1	1
流动负债合计	1,244	1,514	1,369	1,507	1,618
长期借款	115	130	130	130	130
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	39	34	34	34	34
非流动负债合计	154	164	164	164	164
股东权益	2,505	2,637	2,772	2,933	3,117
股本	612	612	612	612	612
公积金	728	770	819	819	819
未分配利润	1,114	1,203	1,286	1,443	1,623
归属母公司权益	2,458	2,589	2,721	2,877	3,057
少数股东权益	47	47	51	55	59

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.70%	1.65%	1.70%	1.70%	1.70%
管理费用率	3.81%	3.40%	3.40%	3.40%	3.40%
财务费用率	0.29%	-0.14%	0.12%	0.04%	-0.02%
研发费用率	4.29%	4.23%	4.20%	4.20%	4.20%
所得税率	10%	11%	10%	10%	10%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.55	0.62	0.67	0.75	0.84
每股经营现金流	0.84	0.75	1.11	1.08	1.20
每股净资产	4.01	4.23	4.44	4.70	4.99
每股销售收入	5.52	5.76	6.17	6.75	7.41

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	16	14	13	12	10
PB	2.7	2.6	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	10.5	10.0	9.8	9.0	8.1
股息率	5.0%	5.7%	6.2%	6.8%	7.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP