



# 永新股份 (002014.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 塑料软包龙头，增长型红利属性凸显 布局价值

### 公司简介

公司为塑料包装行业龙头，多年来业绩保持平稳增长。公司 2019-2024 年营收 CAGR 为 6.28%，归母净利润 CAGR 为 11.71%，良好的费用管控支撑整体盈利表现保持平稳增长。2017-2024 年，公司年平均 ROE 为 15.27%，远高于紫江企业（11.14%）和双星新材（4.19%）。公司积极推行纵向一体化发展战略，在巩固彩印复合包装主业优势基础上，在薄膜新材料领域持续保持领先地位。

### 投资逻辑

**环保趋严下市场份额稳步提高，宠物食品与潮玩新消费提供新增长点。**塑料包装行业整体集中度较低，中小型企业生产技术及客户资源无明显优势，且在环保趋严下发展进一步受限。公司作为行业龙头，在稳定客户需求和规模生产优势支撑下有序投放产能，不断抢占中小企业市场份额，市占率有望持续提升。随着国内 IP 潮玩等情绪价值消费的兴起，对塑料包装存在一定需求。公司前瞻性布局宠物食品与潮玩新消费等，看好公司在细分赛道上的高成长空间。

**顺应环保监管趋势，聚焦新材料提供营收增长新空间。**公司在保证彩印复合包装主业优势的同时，顺应环保监管趋势积极建设塑料软包装薄膜项目。塑料软包装薄膜业务自 2017 年以来持续贡献业绩增量，24 年营收增长 37.9% 至 7.2 亿元。在建的新型多功能膜项目持续释放产能，25-26 年全面投产有望为公司提供新的业绩增长点。  
**布局海外新市场，盈利水平有望进一步提升。**公司积极向海外扩张，24 年国际市场营销同比增长 19%。公司稳步切入跨国客户的国际化供应链，出海业务有望提供阶段性高增长。长期看，公司在海外市场有显著的价格与产品优势，毛利率较国内高 3-5pct 左右，未来海外营收占比的逐渐提升有望显著拉动盈利水平进一步提高。

**管理层主动求变拥抱行业新浪潮，多年高分红重视股东回报。**25 年 3 月公司完成新老管理层的交接，新一代管理层积极拥抱消费新需求，有望带动公司在不断变革的市场浪潮中寻求新的战略突破。公司多次实施股权激励，保持高分红重视股东回报，17-24 年平均股息率为 5.2%，平均股利支付率为 77.6%，长期稳定的高分红彰显稳定优质的标的属性。且公司前期已规划产能项目逐渐落地，在提供业绩增量的同时保持可控资本开支水平，具备坚实的分红基础，未来有望保持稳健的分红节奏。

### 盈利预测、估值和评级

预计 25-27 年公司营业收入 37.76/42.35/45.90 亿元，同比+7.11%/+12.14%/+8.39%，归母净利润 5.03/5.71/6.55 亿元，同比+7.61%/+13.43%/+14.65%。25-27 年 EPS 分别为 0.82/0.93/1.07 元，对应 PE 为 14X/13X/11X。参考可比公司 PE 均值，给予公司 25 年 17XPE，对应目标股价为 13.97 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格波动；下游需求恢复不及预期；新增产能投放过于密集；第二大股东奥瑞金质押比例较高。

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价（人民币）：11.65 元

目标价（人民币）：13.97 元



### 公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,379	3,525	3,776	4,235	4,590
营业收入增长率	2.26%	4.34%	7.11%	12.14%	8.39%
归母净利润(百万元)	408	468	503	571	655
归母净利润增长率	12.46%	14.63%	7.61%	13.43%	14.65%
摊薄每股收益(元)	0.67	0.76	0.82	0.93	1.07
每股经营性现金流净额	0.84	0.75	1.08	1.29	1.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.60%	18.07%	18.74%	20.18%	21.87%
P/E	12.53	14.35	14.18	12.50	10.90
P/B	2.08	2.59	2.66	2.52	2.38

来源：公司年报、国金证券研究所



## 目录

一、塑料包装行业龙头，多元化布局保证领先地位	4
1.1 产品结构多元化，业绩表现稳健	4
1.2 积极实施“纵向一体化”发展策略，布局国际市场	4
1.2.1 国内以黄山为产业中心，在手客户资源丰富	4
1.2.2 持续推进自建产业链，加快细分领域产能建设	6
1.3 新老管理层交接完成，有望为公司注入发展新动力	7
二、塑料软包行业发展空间广阔，市场集中度仍有较大提升空间	7
2.1 塑料软包行业规模稳定，下游需求处于持续恢复中	7
2.2 行业市场集中度仍较低，环保趋严下头部公司市占率有望持续提升	8
三、保持稳健发展节奏，红利属性突出	9
3.1 凭借优异的成本管控与运营能力，盈利表现保持行业领先	9
3.2 永新新材聚焦新材料，探索新增长点	13
3.3 拓展海外市场，有望持续抬升利润率	13
3.4 保持可控资本开支，高分红重视股东回报	14
四、盈利预测与估值	16
五、风险提示	17

## 图表目录

图表 1： 公司营业收入及增速	4
图表 2： 公司分产品收入占比	4
图表 3： 公司各项费用率变动情况	4
图表 4： 公司归母净利润及增速	4
图表 5： 历年子公司营收情况（亿元）	5
图表 6： 公司分地区营收占比	5
图表 7： 公司客户矩阵	5
图表 8： 公司前五大客户销售收入（亿元）变动	6
图表 9： 公司前五大客户销售收入占比变动	6
图表 10： 公司彩印复合软包装材料业务保持高产销率	6
图表 11： 公司塑料软包装薄膜业务产销规模持续增长	6
图表 12： 公司近年新建产能情况	7
图表 13： 公司新任高管任职情况	7



图表 14:	中国塑料软包市场规模变动 .....	8
图表 15:	中国塑料软包规模以上企业营收变动 .....	8
图表 16:	6 月饮料、烟酒、粮油食品、服装鞋帽针纺社零累计同比分别-0.6%/+5.5%/+12.3%/+2.5% .....	8
图表 17:	6 月化妆品、日用品、家用电器、药品社零累计同比分别+2.9%/+7.3%/+30.7%/+1.4% .....	8
图表 18:	2023 年中国塑料软包行业 CR5 仅为 8.7% .....	9
图表 19:	中国不断推出促进绿色环保包装相关法规 .....	9
图表 20:	可比公司塑料软包业务营收及 5 年 CAGR .....	10
图表 21:	可比公司 ROE 比较 .....	10
图表 22:	可比公司毛利率比较 .....	10
图表 23:	可比公司销售+管理费用率比较 .....	11
图表 24:	可比公司总资产周转率比较 .....	11
图表 25:	可比公司存货周转率比较 .....	11
图表 26:	可比公司应收账款周转率比较 .....	12
图表 27:	可比公司应付账款周转率比较 .....	12
图表 28:	聚乙烯现货价格（元/吨） .....	12
图表 29:	聚丙烯现货价格（元/吨） .....	12
图表 30:	WTI 原油价格（美元/桶） .....	12
图表 31:	公司塑料软包装薄膜业务营收保持较快增长 .....	13
图表 32:	公司塑料软包装薄膜业务营收占比持续攀升 .....	13
图表 33:	公司海外市场销售收入（亿元）变动 .....	14
图表 34:	公司海外市场销售收入占比变动 .....	14
图表 35:	公司海外业务毛利率高于国内业务 .....	14
图表 36:	公司净利润现金含量 .....	15
图表 37:	公司资本支出情况 .....	15
图表 38:	公司历年股权激励计划 .....	15
图表 39:	公司历年现金分红金额 .....	15
图表 40:	公司历年股利支付率、股息率 .....	15
图表 41:	永新股份营收拆分 .....	16
图表 42:	可比公司估值 .....	17

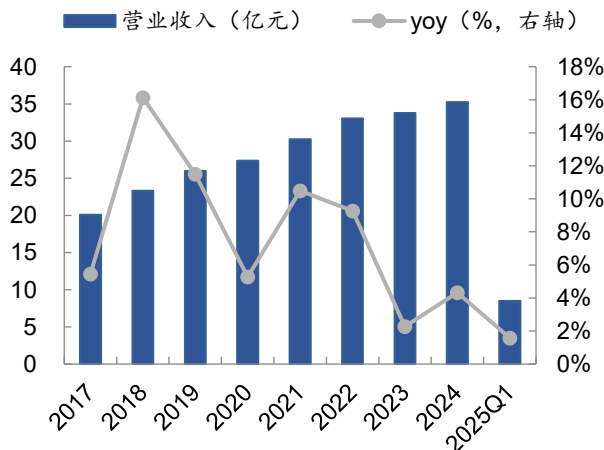


## 一、塑料包装行业龙头，多元化布局保证领先地位

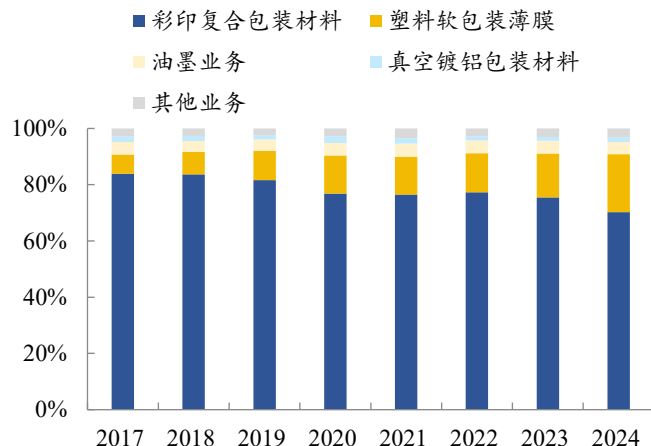
### 1.1 产品结构多元化，业绩表现稳健

公司业绩稳步增长，彩印包装业务为核心，薄膜业务发展迅速。公司 2024 年实现营收 35.25 亿元，同比增长 4.32%，2025Q1 实现营收 8.48 亿元，同比增长 1.58%，2019-2024 年 CAGR 为 6.28%。分产品来看，彩印复合包装材料为公司核心业务，营收占比达 70%以上。塑料软包装薄膜业务自 2017 年以来持续贡献业绩增量，营收占比从 2017 年 7%提升至 2024 年 21%，公司生产的多功能膜材料为绿色环保新材料，未来有望继续放量。

图表1：公司营业收入及增速



图表2：公司分产品收入占比

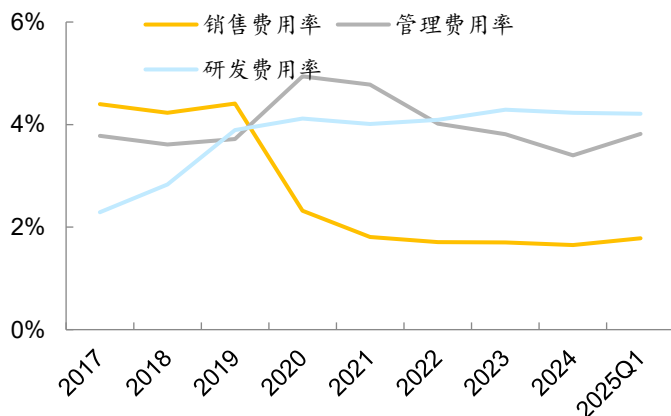


来源：Wind，国金证券研究所

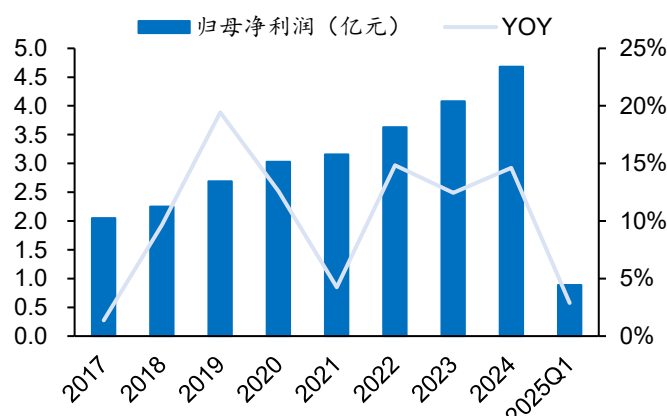
来源：Wind，国金证券研究所

积极有效管控费用，盈利能力稳定。公司 2022 年 MES 系统上线运营，精细化生产过程管控，降低成本提升效能，助力公司有效控制各项费用率上行。2024 年公司销售/管理/研发费用率分别为 1.65%/3.40%/4.23%，分别同比-0.05pct/-0.43pct/-0.06pct。良好的费用管控能力，支撑公司盈利表现一直处于较优区间。2024 年实现归母净利润 4.68 亿元，同比增长 14.71%，2025Q1 同比增长 2.89%至 0.89 亿元，2019-2024 年 CAGR 为 11.71%。

图表3：公司各项费用率变动情况



图表4：公司归母净利润及增速



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

### 1.2 积极实施“纵向一体化”发展策略，布局国际市场

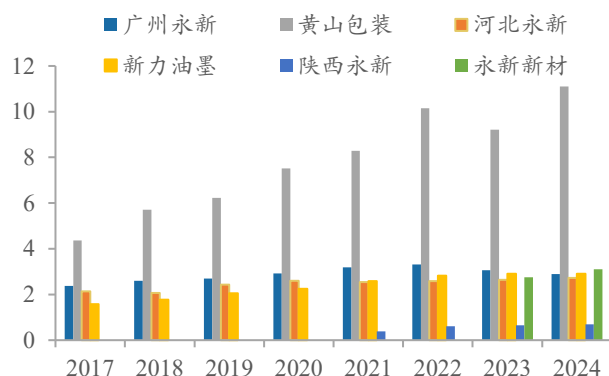
#### 1.2.1 国内以黄山为产业中心，在手客户资源丰富

国内以黄山为产业中心，完善全国产能布局。公司除安徽黄山总部外，目前在广东、河北、陕西设立子公司，多点布局提高供应效率，为公司进一步扩大业务规模奠定基础。2007

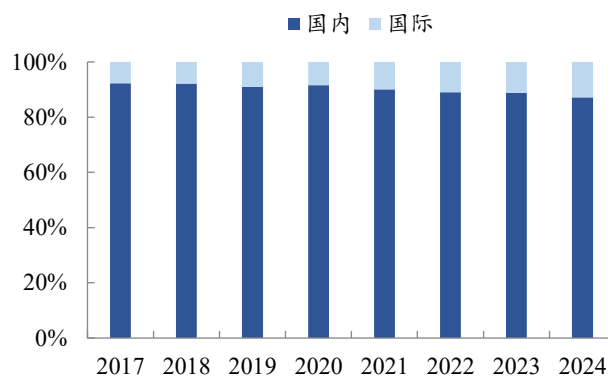


年，公司收购河北埃卡并设立河北永新，河北、黄山、广东三个产能基地以彩印复合软包装材料为主，分别辐射环渤海/长三角/珠三角经济圈，为更好承接客户需求奠定良好产能布局基础。2016 年公司收购新力油墨 100% 股权，开始生产油墨产品。2019 年，公司成立陕西永新，主营注塑包装产品。2020 年，公司设立子公司黄山永新新材料，积极布局功能膜及 BOPE 膜等新材料，推动单一材质“零碳包装”研发。

图表5：历年子公司营收情况（亿元）



图表6：公司分地区营收占比



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

**客户结构优异，持续开发拓展新客户。**公司的核心客户以国际和国内一线品牌为主，如伊利、宝洁、雀巢、亿滋、百事、三九等，抗风险和市场竞争优势明显。公司在深化核心客户的同时，也在不断开发新客户。公司前五大客户销售收入持续增加，占全年总收入比例保持稳定，证明公司客户多元且业绩稳步提升。

图表7：公司客户矩阵

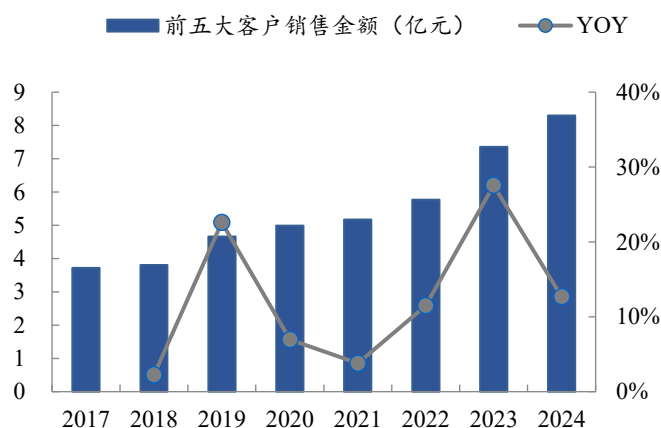


来源：公司官网，国金证券研究所

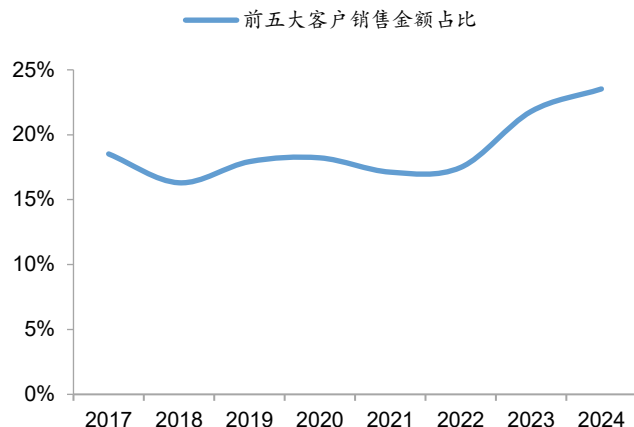




图表8：公司前五大客户销售收入（亿元）变动



图表9：公司前五大客户销售收入占比变动



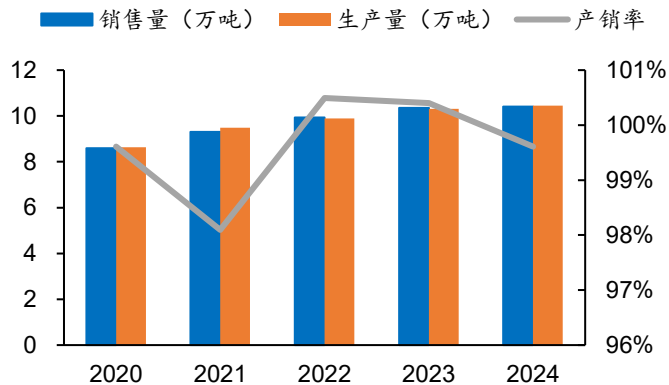
来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

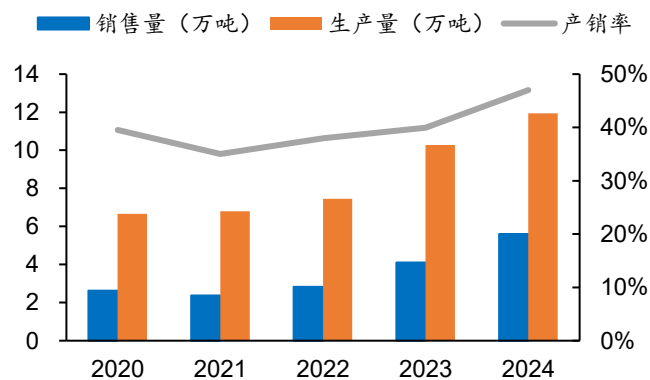
### 1.2.2 持续推进自建产业链，加快细分领域产能建设

**稳健推进自建或并购延伸产业链，提升技术平台并完善配套生产。**公司核心业务彩印复合软包装材料为客户的定制化产品，品种多且交期短，生产管理中心根据订单情况进行排单排产，产销量超过 98%。同时，公司积极建设塑料软包装薄膜、镀铝包装材料、油墨产业链配套产品，2024 年自用率分别达 74%/53%/42%。公司充分发挥规模效应和整体协同生产效应，在保障自身成本优势的同时，部分对外销售产品持续贡献营收，实现降本增效。

图表10：公司彩印复合软包装材料业务保持高产销率



图表11：公司塑料软包装薄膜业务产销规模持续增长



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

**持续加快产能建设，在薄膜新材料细分领域巩固产品优势。**公司自上市以来，稳步推进扩产项目，在建产能中有年产 22000 吨新型功能膜材料项目和年产 3 万吨双向拉伸多功能膜项目，预计 2026 年可全部投产。且公司在稳固原有客户资源的基础上，积极把握市场新需求。2025 年 4 月，公司公告称将推进年产 2000 吨宠物食品包装材料项目和年产 4500 吨精密注塑制品扩建项目，不断抢占塑料包装细分领域市场机遇。



图表12：公司近年新建产能情况

时间	项目	产能（吨）	备注
2021	年产 10000 吨新型功能膜包装材料完工	10000	
	年产 3000 吨异型注塑项目完工	3000	
2022	年产 4000 吨彩印复合软包装材料项目完工	4000	
2023	年产 33000 吨新型 BOPE 薄膜项目完工	33000	
	年产 8000 吨新型功能膜材料项目完工	8000	
2024	年产 6000 吨柔印无溶剂复合软包装材料项目完工	6000	
在建产能	年产 2.2 万吨新型功能膜材料项目	22000	一半生产线于 2024 年投产，另一半生产线预计 2026 年投产
	年产 3 万吨双向拉伸多功能膜项目	30000	预计 2025Q4 设备到厂安装，2026 年投产
	年产 4 万吨彩印复合软包装材料智能工厂项目	40000	积极推进

来源：公司年报，国金证券研究所

### 1.3 新老管理层交接完成，有望为公司注入发展新动力

2025 年 3 月，永新股份董事会审议通过高层人事调整议案，原董事长孙毅因届龄退休辞去董事长职务，但将继续担任公司董事。原公司董事江蕾正式接任董事长一职，原总经理鲍祖本担任副董事长，原副总经理潘健任总经理。

**大胆启用年轻一代董事长，积极主动迎接新变革。**此次新任职的高管中，新任董事长江蕾曾在乐高、迪士尼等多家全球知名公司担任要职十余年，专注于品牌管理、公司战略规划等工作。而新任副董事长鲍祖本自 2001 年起变任职于永新股份，是公司内部任职最久的管理人员之一，其任职经历横跨公司多个部门，对公司运营有着丰富的经验。新任总经理潘健作为技术出身的专业型人才，具备扎实的技术背景和管理经验，有望推动公司继续深化技术创新与精细化管理。从新老管理层的任职经历对比可以看出，在行业竞争加剧和新机遇、新挑战并存的背景下，公司大胆启用具备跨行业任职经历的年轻一代，推动公司从固守多年的客户结构中积极拥抱消费新需求，在不断变革的市场浪潮中寻求新的战略突破。

图表13：公司新任高管任职情况

姓名	职位	任职经历
江蕾	董事长	1987 年 2 月出生。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，上海美太芭比贸易有限公司，通用磨坊（中国）投资有限公司。曾在多家全球知名公司担任要职十余年，期间专注于品牌管理、公司战略规划等工作；任职公司董事期间，兼任公司管控组成员，积极参与管控工作推进，推动公司战略目标实现。
鲍祖本	副董事长	1964 年 11 月出生。2001 年起在永新股份任职。享受国务院特殊津贴，曾荣获安徽省劳动模范。现任公司副董事长，黄山永佳投资有限公司董事、黄山永佳集团股份有限公司副董事长、黄山精工凹印制版有限公司副董事长、黄山源点新材料科技有限公司董事长、广州永新包装有限公司董事、黄山天马铝业有限公司董事、黄山三夏精密机械有限公司董事长。
潘健	总经理	1974 年 4 月出生，国务院特殊津贴专家。曾任公司质量管理部经理、生产管理中心总监、技术中心总监、总经理秘书、总经理助理，永新股份（黄山）包装有限公司总经理，曾获安徽省技术领军人才（新材料）、安徽省首批特支计划创新领军人才、安徽省五一劳动奖章、安徽省青年科技奖，主持参与研发项目获安徽省科学技术奖一等奖、二等奖，中国包装联合会科学技术奖一等奖、中国轻工业联合会科技进步奖一等奖。

来源：公司公告，国金证券研究所

## 二、塑料软包行业发展空间广阔，市场集中度仍有较大提升空间

### 2.1 塑料软包行业规模稳定，下游需求处于持续恢复中



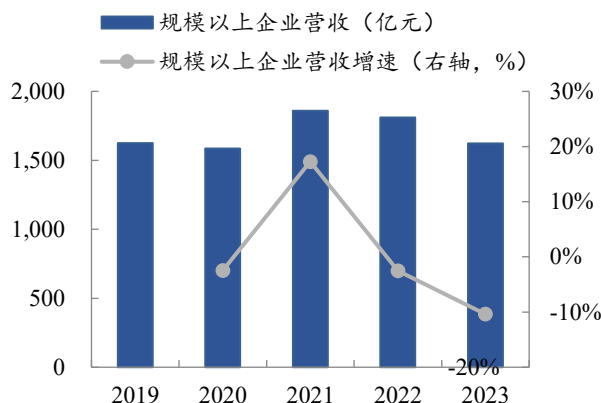
全球塑料软包装市场整体呈现稳步增长态势，中国塑料软包装市场规模不断扩张。据统计，2023 年全球塑料软包装市场规模达到 1522.8 亿美元，预计 2024-2027 年 CAGR 为 5.46%，预计在 2027 年市场规模达到 1874.2 亿美元。伴随国内城镇化水平持续提高、居民消费不断升级及软包装行业工业技术不断更新发展，中国塑料软包装市场规模不断扩张。2023 年中国塑料软包装市场规模为 1213.4 亿人民币，预计 2024-2027 年 CAGR 为 7.16%，预计在 2027 年市场规模达到 1613.7 亿人民币。据中国包装联合会数据，2023 年我国塑料包装箱及容器制造行业规模以上企业(年营业收入 2000 万元及以上全部工业法人企业) 2178 家，同比增长 8.9%，累计完成营业收入 1623.03 亿元，同比下降 10.4%，2020-2023 年 CAGR 分别为 10.38%和 0.8%。

图表14：中国塑料软包市场规模变动



来源：Arizton，国金证券研究所

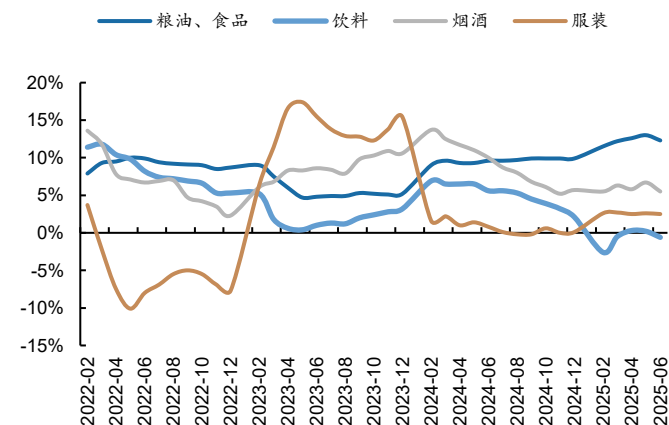
图表15：中国塑料软包规模以上企业营收变动



来源：中国包装联合会，国金证券研究所

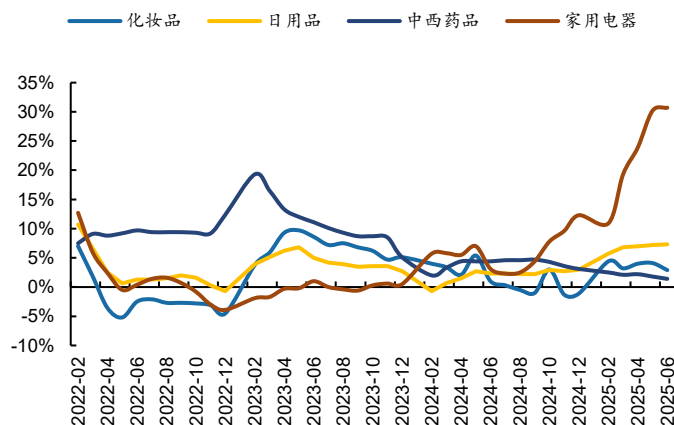
塑料包装需求以食品日化和医药等刚性需求为主，整体消费需求稳定增长。塑料包装产品的主要应用领域为食品、日化、医药等行业，需求偏刚性，整体看属于弱周期性行业。具体来说，随着我国食品饮料加工业的持续发展和消费升级趋势明显，对于食品饮料的软包装需求不仅停留于以往的便携性，而且将更加看重透明性、保鲜性、无毒性、可回收性、可降解性以及设计美观性等更高品质的包装功能，推动我国食品饮料软包装市场规模持续增长。6月日用品类/中西药品类/粮油食品类累计社零总额分别同比+7.3%/+1.4%/+12.3%，塑料包装下游需求处于持续恢复中。

图表16：6月饮料、烟酒、粮油食品、服装鞋帽针纺社零累计同比分别-0.6%/+5.5%/+12.3%/+2.5%



来源：wind，国金证券研究所

图表17：6月化妆品、日用品、家用电器、药品社零累计同比分别+2.9%/+7.3%/+30.7%/+1.4%



来源：wind，国金证券研究所

## 2.2 行业市场集中度仍较低，环保趋严下头部公司市占率有望持续提升

塑料包装市场准入门槛低，产品同质化严重。2023 年，国内经营业务包含塑料包装的企业已超 200 万家，规模以上（营收超 2000 万元）的企业仅有数千家，表明绝大多数塑料包装制造企业为中小规模企业。塑料包装产品在功能和设计上高度相似，采购方可供选择企业众多，导致塑料包装企业市占率较低，头部企业营收规模较小。

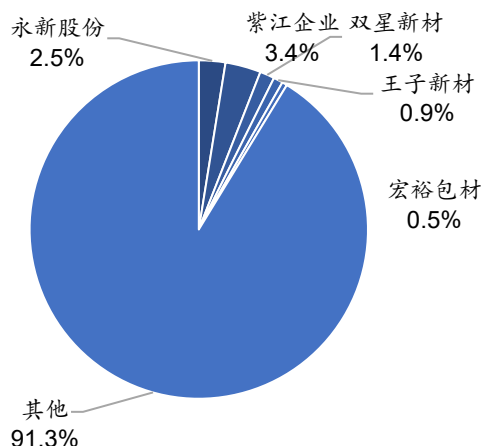
我国塑料软包行业集中度低，公司处于第一梯队且 70%收入源于塑料软包业务。我国塑





料软包行业内企业众多，市场竞争激烈，据 2023 年中国塑料软包市场规模及主要公司塑料软包业务营收测算，2023 年我国塑料软包行业 CR5 仅为 8.7%。永新股份 2023 年市场份额占比位列第二，市场份额占比最高的紫江企业以包装业务为核心，除塑料包装外，还有大部分营收源于纸包装和金属包装，塑料软包营收占比并不高，而永新股份深耕塑料软包领域，主营收入的 70% 源于塑料软包业务，具备一定的规模生产优势，有望持续抢占中小企业市场份额。

图表18：2023 年中国塑料软包行业 CR5 仅为 8.7%



来源：Arizton，中商产业研究院，各公司公告，国金证券研究所

环保政策趋严下，未来头部企业将在需求转变中逐步占据更多市场份额。2021 年，发改委、生态环境部等发布《“十四五”塑料污染治理行动方案》，提出科学稳妥推广塑料替代产品，充分考虑可降解塑料制品。在塑料污染尤其严重的电商快递和外卖等领域，积极推广使用可降解可重复利用的环保包装材料。环保监管趋严下，传统的塑料制品增长空间有限，可降解塑料制品将在市场需求转换中获得更多增量空间。预计未来将持续有中小企业因不符合环保标准而被淘汰，而可降解塑料包装需求增多将推动可降解塑料包装企业获得更多的市场份额，医疗、电子等高端塑料包装头部企业将持续占据市场份额。

图表19：中国不断推出促进绿色环保包装相关法规

发布时间	文件名	政策内容
2020 年	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	在塑料污染问题突出领域和电商、快递、外卖等新兴领域，形成一批可复制、可推广的塑料减量和绿色物流模式。推广使用环保布袋、纸袋等非塑制品和可降解购物袋。
2020 年	《关于加快推进快递包装绿色转型的意见》	到 2025 年，电商快件基本实现不再二次包装，可循环快递包装应用规模达 1000 万个，快递包装基本实现绿色转型。
2020 年	《固体废物污染环境防治法》修订	电子商务、快递、外卖等行业应当优先采用可重复使用、易回收利用的包装物，优化物品包装，减少包装物的使用，并积极回收利用包装物。
2021 年	《邮件快件包装管理办法》	鼓励寄递企业积极使用可循环、易回收、可降解的替代产品。
2021 年	《“十四五”塑料污染治理行动方案》	科学稳妥推广塑料替代产品，充分考虑竹木制品、纸制品、可降解塑料制品等全生命周期资源环境影响。
2023 年	轻工业稳增长工作方案（2023—2024 年）	加强纸制品和包装纸设计研发，适应多元化个性化市场需求。
2025 年	《快递暂行条例》修订	推进快递包装绿色化、减量化、可循环，鼓励使用可降解可重复利用的环保包装材料。

来源：中国政府网，国金证券研究所

### 三、保持稳健发展节奏，红利属性突出

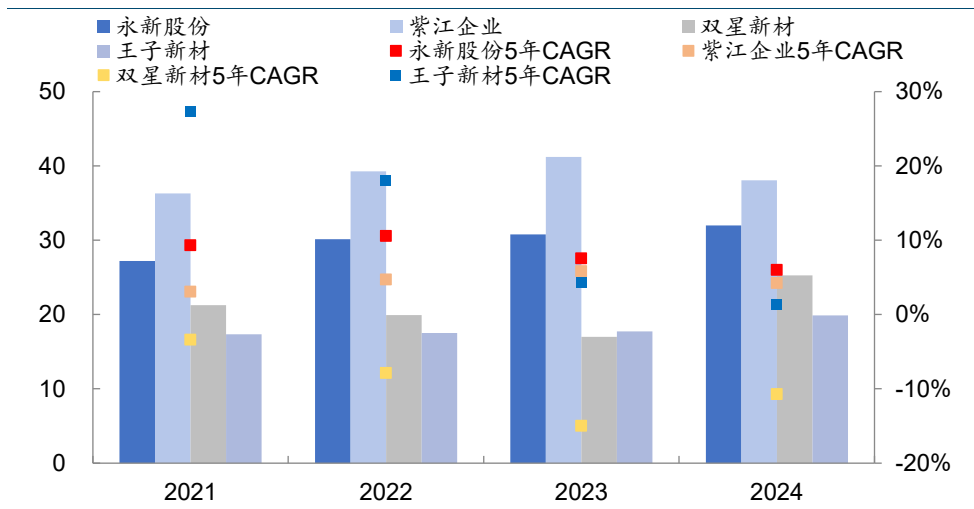
#### 3.1 凭借优异的成本管控与运营能力，盈利表现保持行业领先

塑料软包业务营收增速优于同行，市场份额有望进一步提升。公司专注塑料软包业务，营业收入不断提高。与其他同行业公司相比，2024 年永新股份塑料软包业务营收的 5 年 CAGR 为 5.99%，高于紫江企业（4.23%）、王子新材（1.32%）和双星新材（-10.72%）。



塑料软包营收保持较快增速，公司在主营业务上的经营优势不断巩固，利好公司持续抢占中小企业的市场份额，市占率有望持续提升。

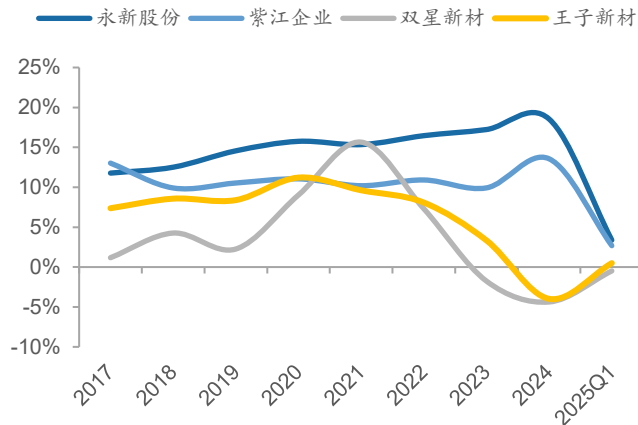
图表20：可比公司塑料软包业务营收及5年CAGR



来源：Arizton，公司财报，国金证券研究所

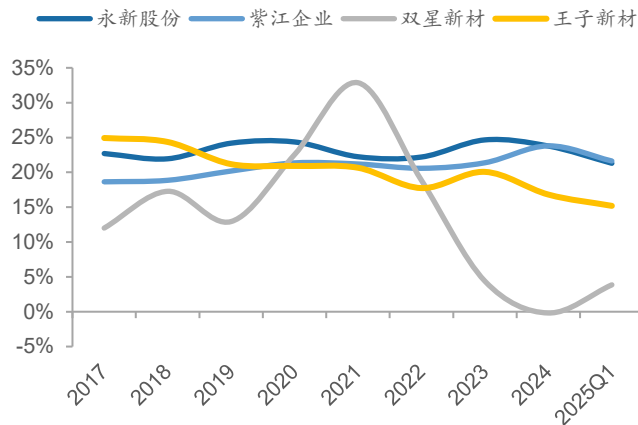
盈利能力稳健，整体表现优于同行。与其他同行业公司相比，2017-2024年，永新股份的年平均 ROE 为 15.27%，远高于紫江企业（11.44%）、王子新材（6.58%）和双星新材（4.19%），年均毛利率为 23.26%，同样远高于王子新材（20.83%）、紫江企业（20.75%）和双星新材（15.09%），表现出较好的盈利态势。

图表21：可比公司 ROE 比较



来源：公司财报，国金证券研究所

图表22：可比公司毛利率比较

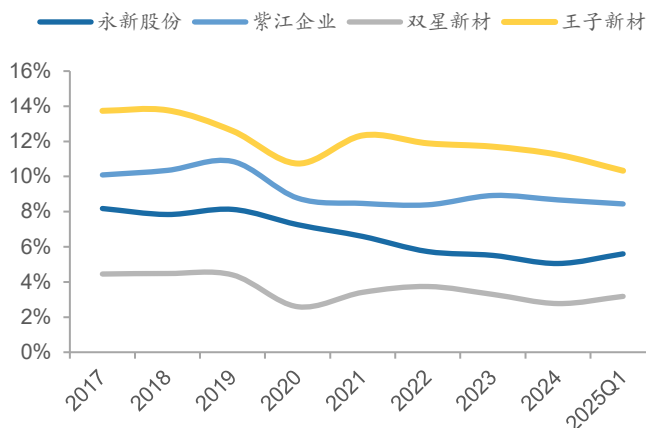


来源：公司财报，国金证券研究所

公司推进 MES 系统，降本增效结果显著。2024 年公司销售/管理费用率分别为 1.65%/3.4%，均处于行业较低水平。随着环保意识的提高和政策的推动，绿色环保已经成为软包装行业的主流趋势，公司立足主业，大力创新，提升研发水平，与客户分享新技术带来市场升值，2024 年研发费用率为 4.23%，高于同行业公司。



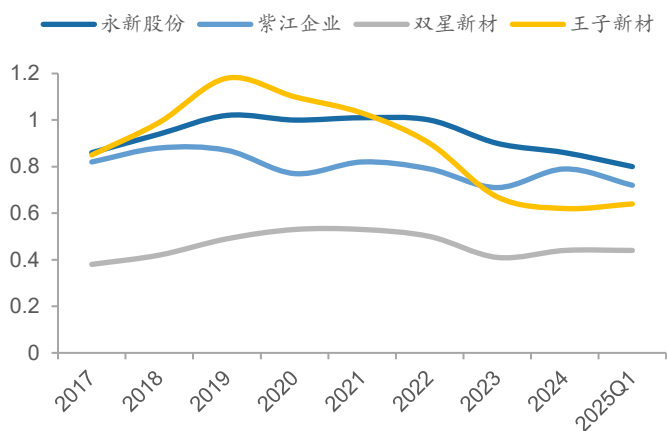
图表23: 可比公司销售+管理费用率比较



来源: 公司财报, 国金证券研究所

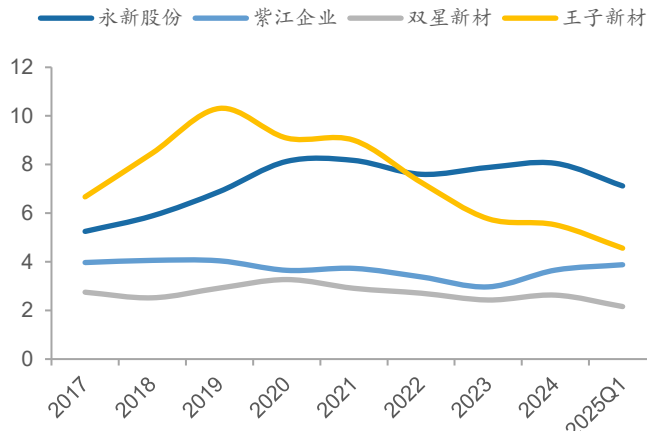
**营运能力较强, 业绩平稳增长。**公司积极实施“纵向一体化”发展策略, 持续稳健的推进自建或并购延伸产业链, 资产运营效率在同业中处于较优水平, 2024 年总资产周转率与存货周转率分别为 0.86 和 8.05。采购端, 公司主要原材料根据订单需求进行采购, 避免原材料积压或短缺问题, 通用材料根据市场价格情况以及业务预计情况进行备库存, 库存管理能力较强。销售端, 下游客户以国际和国内一线品牌为主, 需求旺盛, 为公司提供持续的业务增长动力, 增强资产营运能力。

图表24: 可比公司总资产周转率比较



来源: 公司财报, 国金证券研究所

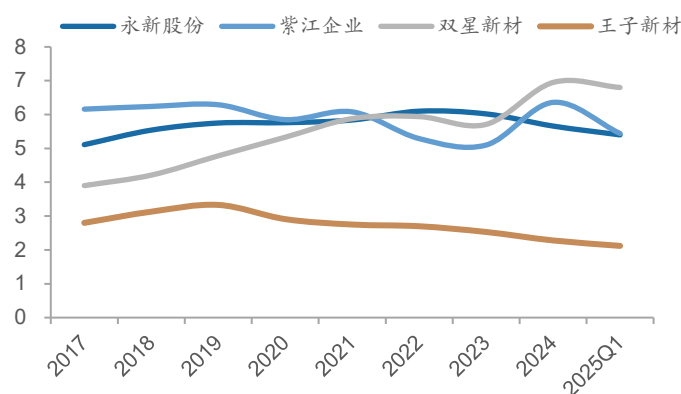
图表25: 可比公司存货周转率比较



来源: 公司财报, 国金证券研究所

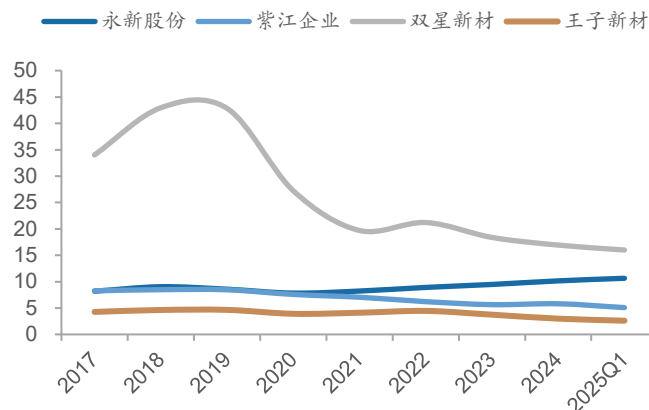


图表26：可比公司应收账款周转率比较



来源：公司财报，国金证券研究所

图表27：可比公司应付账款周转率比较



来源：公司财报，国金证券研究所

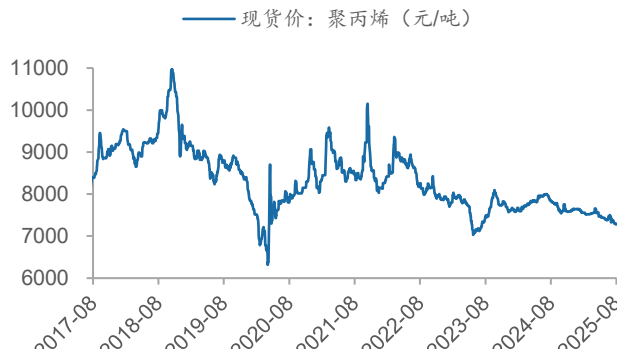
**原材料价格回落推动公司毛利率持续改善。**塑料包装上游原材料主要为聚乙烯、聚丙烯等石化衍生品，原材料的价格波动会对公司利润端造成显著影响。2022 年初，受俄乌战争影响，国际原油价格不断走高，拖累公司毛利率水平，2022H1 公司毛利率为 20.96%。随着原油价格维稳，聚乙烯和聚丙烯价格维持低位，公司成本端压力减小，毛利率逐渐改善，2024 年公司毛利率回升至 23.78%。

图表28：聚乙烯现货价格（元/吨）



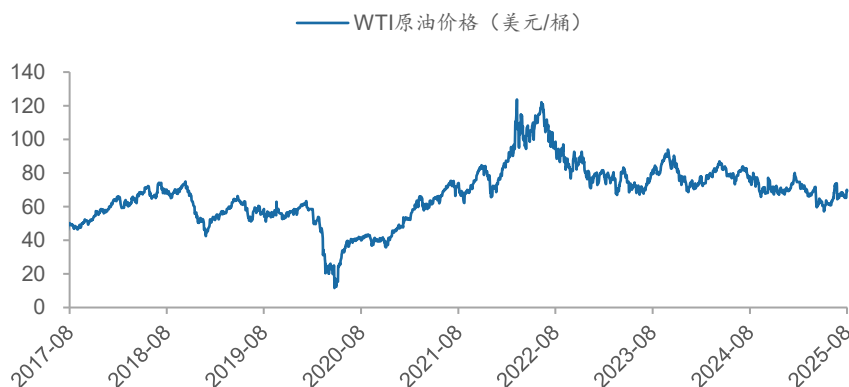
来源：ifind 国金证券研究所

图表29：聚丙烯现货价格（元/吨）



来源：ifind，国金证券研究所

图表30：WTI 原油价格（美元/桶）



来源：ifind，国金证券研究所



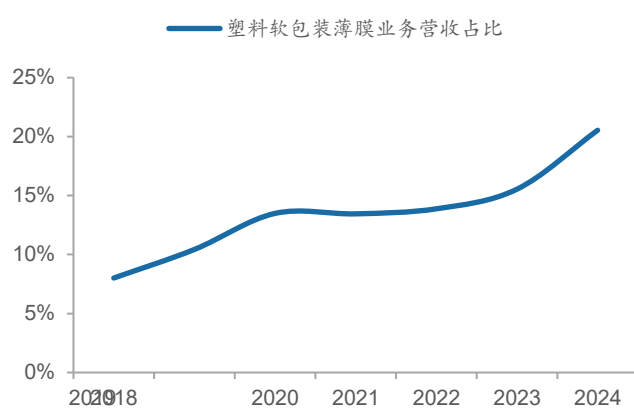
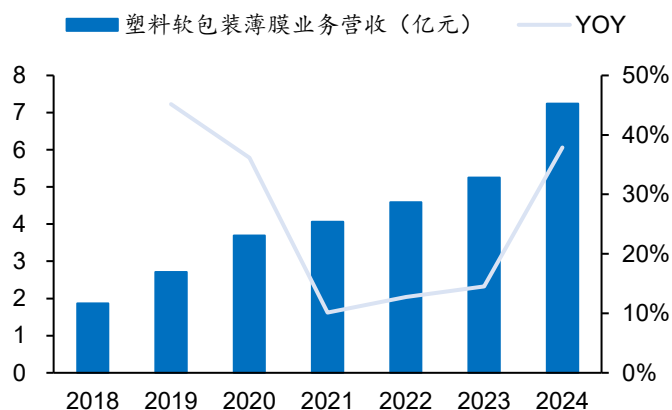
### 3.2 永新新材聚焦新材料，探索新增长点

政策监管对环保友好型塑料包装提出新要求，倒逼企业布局包装新材料。2021 年 9 月，国家发改委和生态环境部联合发布《“十四五”塑料污染治理行动方案》，要求持续推进一次性塑料制品使用减量，塑料制品生产、流通、消费等全链条塑料污染治理机制运行更加有效。政策监管对塑料包装的环保要求趋严，倒逼相关企业加快进行绿色包装产能布局，以期在满足环保监管要求的同时加速淘汰落后产能，抢占更多市场份额。

聚焦环境友好型新材料，永新新材料持续释放产能。2020 年 1 月，公司为聚焦“包装 2025”发展战略，在环保要求新形势下抢占市场先机，公司成立全资子公司黄山永新新材料，聚焦开发符合行业发展的环境友好新材料。年产 3.3 万吨新型 BOPE 薄膜项目总投资 3 亿元，已于 2022 年底投产。在建产能中，年产 3 万吨双向拉伸多功能膜项目预计 2025Q4 设备到厂安装，2026 年上半年投入使用。此外，黄山包装年产 2.2 万吨新型功能膜材料项目已有一半产能于 2024 年投产，另一半拟于 2026 年投产。届时公司功能膜产能规模有望再上新台阶，为公司实现稳健发展奠定产能基础。

图表31：公司塑料软包装薄膜业务营收保持较快增长

图表32：公司塑料软包装薄膜业务营收占比持续攀升



来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

### 3.3 拓展海外市场，有望持续抬升利润率

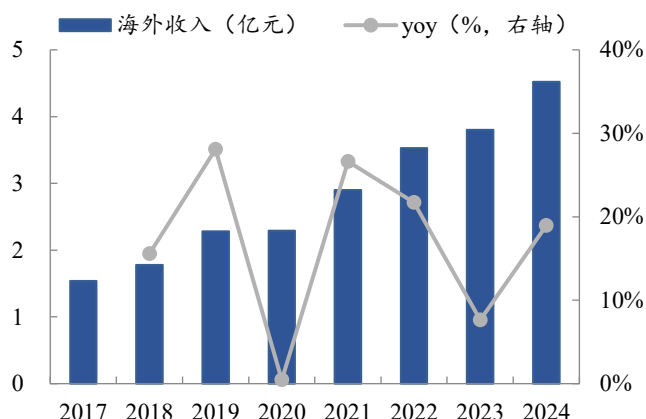
向海外积极扩张，国际市场营收占比持续提升。公司海外市场主要是东盟国家、日本、墨西哥、南非等国家区域，近几年海外市场保持了较快的增长。分地区营收来看，2024 年，国际市场营收 4.52 亿元，同比增长 19%，占总营收超过 12%。公司一方面通过进入跨国企业的全球供应链，形成的区域业务合作；另一方面通过办事处等形式在当地拓展的客户市场。且公司大部分海外业务在东盟国家和日本市场，美国加征关税对公司影响有限。

产品竞争优势明显，出海空间广阔，有望持续抬升利润率。公司凭借产品质量和价格优势，积极切入跨国企业的全球供应链，形成区域业务合作，设立泰国办事处及海外仓助力东南亚市场拓展。海外市场除提供营收增长新空间外，还有望持续抬升公司毛利率。海外业务的毛利率整体高于国内市场 3-6pct 左右，预计主因 1) 在发达地区与本土厂商相比，公司旗下产品具备显著的价格优势与成本管控优势，2) 在欠发达地区，公司凭借多年的技术积累和产线布局，在生产供应交付与产品品质保障上具备显著优势。目前公司并无海外产能布局，仅通过办事处与海外仓等方式服务国际客户，限制海外毛利增长空间的进一步释放。预计后续随着公司海外产能布局的逐渐完善，海外业务营收占比持续提升，预计将拉动公司整体毛利率进一步提升。



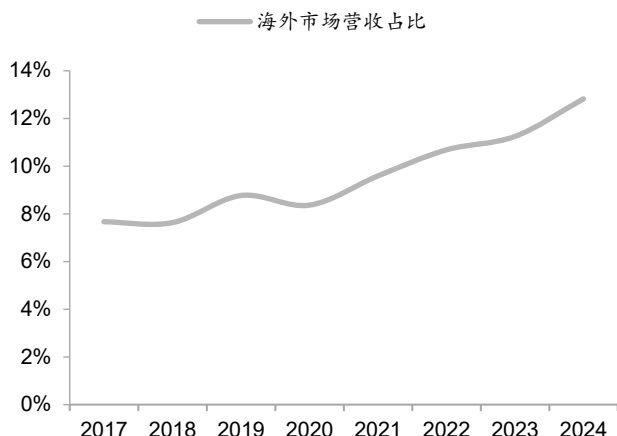


图表33：公司海外市场销售收入（亿元）变动



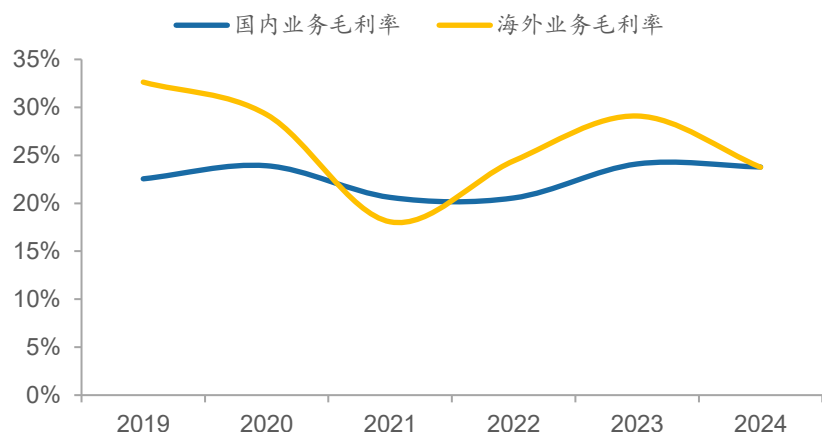
来源：公司财报，国金证券研究所

图表34：公司海外市场销售收入占比变动



来源：公司财报，国金证券研究所

图表35：公司海外业务毛利率高于国内业务



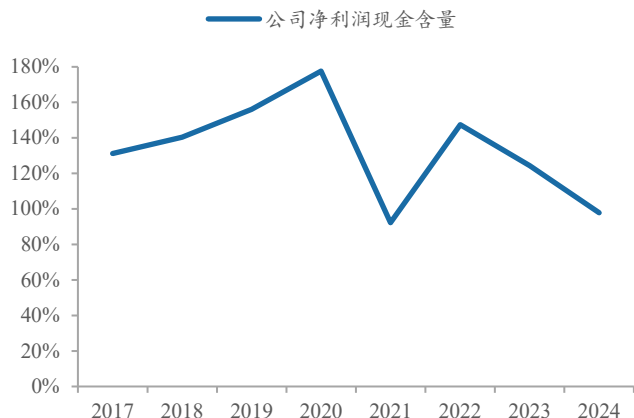
来源：公司财报，国金证券研究所

### 3.4 保持可控资本开支，高分红重视股东回报

优异的现金流和可控的资本开支节奏，利润体现为真实现金流具备分红基础。公司经营稳健，历年净利润现金含量较高，2024年公司净利润现金含量为98%，进一步支撑公司高分红比例。公司产能布局完善，资本开支可控，历年自由现金流充裕。前期公司产能高速扩张，2022年公司资本开支达到2.97亿元，同年公司经营活动现金流量净额为5.44亿元，仍有充足的现金流可供支配。2025年公司在建项目包括年产22000吨新型功能膜材料扩产项目，2024年有一半产能投产，还有一半产能正在推进；年产3万吨双向拉伸多功能膜项目，预计设备今年四季度到厂安装；年产4万吨彩印复合软包装材料智能工厂项目和年产2000吨宠物食品包装材料项目正在积极推进中。目前公司已规划和在建产能项目已较明确，未来资本开支节奏可控，为实现稳定的分红回报奠定基础。

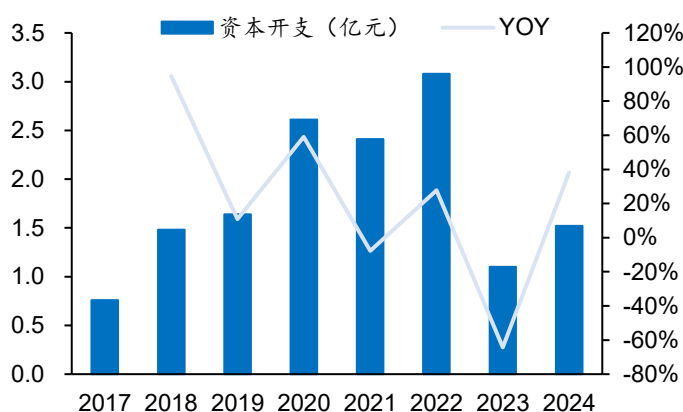


图表36：公司净利润现金含量



来源：公司财报，国金证券研究所

图表37：公司资本支出情况



来源：公司财报，国金证券研究所

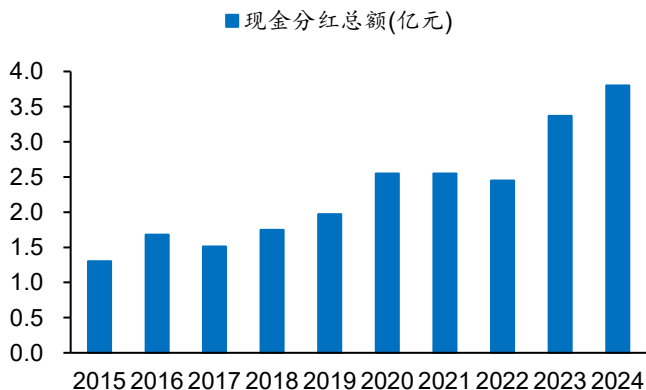
**多次推行股权激励，长期保持较高分红比例。**公司自上市以来多次推行股权激励和员工持股计划，将公司业绩发展目标与中高层管理人员利益密切绑定，充分调动管理层的积极性，对公司长期发展起到较好的引导带动作用。公司自上市以来一直保持较高的分红率，近五年累计现金分红总额为 14.72 亿元，对应分红比率为 79.23%。2024 年公司现金分红总额为 3.8 亿元，对应分红比率高达 81.18%。2017-2024 年，公司平均股息率为 5.2%，平均股利支付率为 77.6%，长期稳定的高分红率彰显公司稳定优质的标的属性。

图表38：公司历年股权激励计划

公告年份	考核年份	授予对象	股票数量	业绩考核目标	达成情况
2006	2006-2011	授薪董事、高级管理人员、中层管理人员、业务骨干和卓越贡献人员等	限制性股票总数不超过股本总额的 5%，限制性股票与股票期权涉及的股票总数不超过股本总额的 10%	2006 年至 2011 年间，净利润增长率超过 10%，每年加权平均净资产收益率不低于 10%	各期均达到激励目标
2012	2013-2015	授薪董事、高级和中层管理人员和核心技术（业务）人员等	不超过 2000 万份股票期权，对应股票约占总股本的 6.138%	以 2011 年净利润为基数，2013 年至 2015 年净利润增长率预设最大值分别为 50%、75% 和 105%，预设最小值分别为 38%、58% 和 88%。	各期未达到激励目标
2020	2020-2022	部分董事、高级和中层管理人员共 12 人	1040 万股股票，占总股本的 2.064%	以 2019 年净利润为基数，20-22 年净利润增长率分别不低于 13%/27.69%/44.29% 或 20-22 年净利润合计不低于 10.36 亿元	各期均达到激励目标

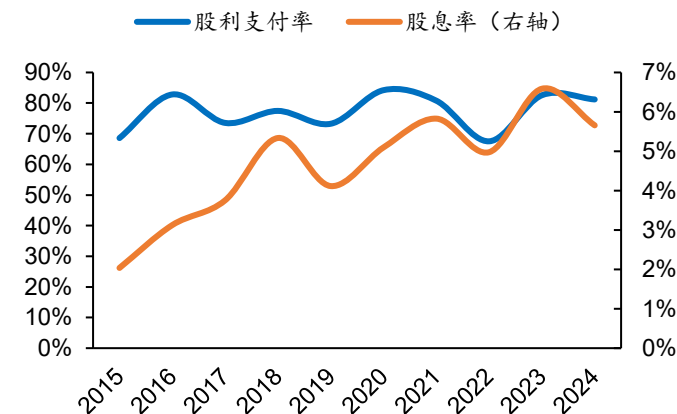
来源：公司公告，国金证券研究所

图表39：公司历年现金分红金额



来源：公司财报，国金证券研究所

图表40：公司历年股利支付率、股息率



来源：公司财报，国金证券研究所



## 四、盈利预测与估值

### 营业收入及毛利率假设：

**彩印包装材料业务：**下游食品饮料和日化医药等品类消费需求的稳步恢复，将是推动公司彩印包装材料业绩增长的重要基础。公司于 2024 年 3 月公告的《年产 4 万吨彩印复合软包装材料智能工厂项目》正在积极推进中，预计 2026 年之后该项目的建成投产将会带来彩印包装材料业务销量的持续增长与毛利率的相对改善。产品售价与原油价格的变动具有较强的相关性，我们预计 25-26 年价格端或仍有一定承压。我们预计 2025-2027 年销售量分别+3.0%/+2.0%/+6.0%，吨单价分别-1.8%/-0.5%/+1.0%，营收增长率分别为1.1%/1.5%/7.1%，毛利率分别为 27.2%/28.3%/29.0%。

**塑料软包装薄膜业务：**公司目前在建产能包括年产 2.2 万吨新型功能膜材料项目（已有一半产能于 2024 年投产，另一半拟于 2026 年投产）和年产 3 万吨双向拉伸多功能膜项目（预计于 2026 年投产）。随着公司前期已规划的新型薄膜产能在 2025-2026 年间持续落地，且开拓新客户范围不断扩大，预计将为公司稳步贡献业绩增量。且多功能膜产品性能较普通薄膜更优，市场定价更高，产品结构的优化调整预计将持续提升该业务毛利率。因此我们预计 2025-2027 年销售量分别+25.0%/+40.0%/+10.0%，吨单价分别+1.5%/+2.0%/+0.5%，营收增长率分别为 26.9%/42.8%/10.6%，毛利率分别为 12.9%/14.6%/15.9%。

**油墨业务和镀铝包材业务：**主要是为公司内部生产保证供应所需，其中油墨销量和均价预计变动幅度不大，而镀铝包材的应用空间广阔，预计未来销量仍有一定增长。而国内镀铝膜生产已较成熟，对外出售的毛利空间较小，因此预计毛利率变动幅度不大。我们预计油墨业务 2025-2027 年销售量分别+2.0%/+2.0%/+5.0%，吨单价分别+1.0%/+1.0%/+2.0%，营收增长率分别为+3.0%/+3.0%/+7.1%，毛利率分别为 24.7%/25.1%/25.8%。预计镀铝包材业务 2025-2027 年销售量分别+20.0%/+15.0%/+15.0%，吨单价分别+0.5%/+0.2%/+0.0%，营收增长率分别为 20.6%/15.2%/15.0%，毛利率分别为 0.5%/0.7%/0.7%。

图表41：永新股份营收拆分

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入		3,378.8	3,525.5	3,776.2	4,234.5	4,589.7
YoY		2.3%	4.3%	7.1%	12.1%	8.4%
毛利率		24.7%	23.8%	24.3%	24.6%	25.3%
彩印复合包装材料	营业收入（百万元）	2,551.8	2,477.2	2,505.6	2,542.9	2,722.4
	YoY	0.0%	-2.9%	1.1%	1.5%	7.1%
	毛利率	27.4%	26.3%	27.2%	28.3%	29.0%
塑料软包装薄膜	营业收入（百万元）	525.1	724.1	918.7	1,312.0	1,450.4
	YoY	14.5%	37.9%	26.9%	42.8%	10.6%
	毛利率	7.9%	10.3%	12.9%	14.6%	15.9%
油墨业务	营业收入（百万元）	155.2	155.1	159.8	164.6	176.3
	YoY	1.8%	-0.1%	3.0%	3.0%	7.1%
	毛利率	22.5%	24.4%	24.7%	25.1%	25.8%
真空镀铝包装材料	营业收入（百万元）	44.4	58.4	70.4	81.1	93.3
	YoY	-9.5%	31.6%	20.6%	15.2%	15.0%
	毛利率	0.5%	0.0%	0.5%	0.7%	0.7%
其他业务	营业收入（百万元）	102.3	110.7	121.7	133.9	147.3
	YoY	12.5%	8.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	55.5%	68.3%	65.5%	65.5%	65.5%

来源：wind，国金证券研究所

**费用端假设：**公司作为国内塑料软包装龙头企业，市场地位稳固，多年来业绩保持平稳增长。且公司持续推进降本增效，费用率维持在较低水平。公司未来产能投放计划已较明确，业绩增长的确性较强，预计各项费用率均保持平稳。我们预计 2025-2027 年销售费用



率分别为 1.65%/1.65%/1.60%，管理费用率分别为 3.20%/3.20%/3.20%，研发费用率分别为 4.20%/4.20%/4.20%。

我们预计 25-27 年公司营业收入 37.76/42.35/45.90 亿元，同比+7.11%/+12.14%/+8.39%，公司归母净利润 5.03/5.71/6.55 亿元，同比+7.61%/+13.43%/+14.65%。2025-2027 年 EPS 分别为 0.82/0.93/1.07 元，对应 PE 分别为 14X/13X/11X。参考可比公司 PE 均值，给予公司 25 年 17XPE，对应目标股价为 13.97 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表42：可比公司估值

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE			
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
002831.SZ	裕同科技	23.74	1.57	1.54	1.82	2.07	2.31	17.90	13.03	11.46	10.29
002701.SZ	奥瑞金	5.45	0.30	0.31	0.49	0.53	0.61	18.36	11.24	10.38	8.98
600210.SH	紫江企业	6.32	0.37	0.53	0.56	0.52	0.64	12.40	11.39	12.15	9.88
002735.SZ	王子新材	15.45	0.20	-0.18	0.39	0.66	0.95	-51.64	39.62	23.41	16.26
301296.SZ	新巨丰	9.53	0.41	0.44	0.49	0.55	0.66	23.19	19.45	17.22	14.55
平均值									18.94	14.93	11.99
002014.SZ	永新股份	11.65	0.67	0.76	0.82	0.93	1.07	15.25	14.18	12.50	10.90

来源：ifind，国金证券研究所。估值日期为 2025 年 8 月 4 日。

## 五、风险提示

**原材料价格波动。**公司主要原材料为石油化工产品等，虽然公司在手客户资源丰富，可向下游转嫁部分原材料价格波动风险，但若相关原材料价格大幅波动，将会直接影响公司的生产经营。

**下游需求恢复不及预期。**公司从事的塑料包装业务处于整个产业链的中游，议价能力较弱，下游需求直接影响公司产品销量。若下游消费需求恢复不及预期，且公司不能及时开拓新客户，则会直接影响公司的营收。

**新增产能投放过于密集。**公司所处的塑料包装行业生产集中度较低，头部企业间的竞争较为激烈。公司目前在建的彩印符合软包装和多功能膜项目规模较大，若后续投产后不能形成有效竞争优势，将会拖累公司业绩表现。

**第二大股东奥瑞金质押比例较高。**2025 年 8 月 4 日，公司第二大股东奥瑞金持有公司 22.20% 的股份，累计质押 1.17 亿股，占其所持股份比例的 86.31%，占公司总股本的 19.16%。奥瑞金整体质押比例较高，存在股东大规模减持风险，可能干扰公司正常的生产经营。



## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表(人民币百万)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	3,304	3,379	3,525	3,776	4,235	4,590
增长率		2.3%	4.3%	7.1%	12.1%	8.4%
主营业务成本	-2,571	-2,546	-2,687	-2,857	-3,194	-3,428
%销售收入	77.8%	75.3%	76.2%	75.7%	75.4%	74.7%
毛利	734	833	838	919	1,040	1,162
%销售收入	22.2%	24.7%	23.8%	24.3%	24.6%	25.3%
营业税金及附加	-22	-30	-24	-26	-30	-30
%销售收入	0.7%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-56	-58	-58	-62	-70	-73
%销售收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%
管理费用	-133	-129	-120	-121	-136	-147
%销售收入	4.0%	3.8%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%
研发费用	-135	-145	-149	-159	-178	-193
%销售收入	4.1%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	387	472	487	551	627	719
%销售收入	11.7%	14.0%	13.8%	14.6%	14.8%	15.7%
财务费用	0	-10	5	-18	-20	-18
%销售收入	0.0%	0.3%	-0.1%	0.5%	0.5%	0.4%
	-21	-36	-25	0	0	0
	0	2	7	0	0	0
投资收益	10	14	9	10	10	10
%税前利润	2.4%	3.1%	1.8%	1.8%	1.6%	1.4%
营业利润	405	460	529	559	634	727
营业利润率	12.3%	13.6%	15.0%	14.8%	15.0%	15.8%
营业外收支	2	1	1	2	2	2
税前利润	408	461	530	561	636	729
利润率	12.3%	13.6%	15.0%	14.8%	15.0%	15.9%
所得税	-39	-47	-59	-57	-65	-74
所得税率	9.5%	10.1%	11.1%	10.2%	10.2%	10.2%
净利润	369	414	471	503	571	655
少数股东损益	6	6	4	0	0	0
归属于母公司的净利润	363	408	468	503	571	655
净利率	11.0%	12.1%	13.3%	13.3%	13.5%	14.3%

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	369	414	471	503	571	655
少数股东损益	6	6	4	0	0	0
非现金支出	147	186	178	167	200	226
非经营收益	-26	-18	-27	46	22	22
营运资金变动	53	-67	-161	-55	-4	-44
经营活动现金净流	544	515	461	662	788	858
资本开支	-297	-110	-152	-377	-249	-249
投资	-282	162	-336	0	0	0
其他	14	50	35	10	10	10
投资活动现金净流	-566	103	-453	-367	-239	-239
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	387	186	298	-34	20	-20
其他	-265	-261	-371	-439	-462	-525
筹资活动现金净流	122	-75	-73	-473	-442	-545
现金净流量	103	543	-64	-177	107	74

### 资产负债表(人民币百万)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	900	1,178	1,112	935	1,042	1,116
应收款项	632	706	733	777	866	938
存货	344	303	364	391	397	426
其他流动资产	358	321	725	726	720	723
流动资产	2,233	2,508	2,934	2,829	3,024	3,202
%总资产	62.5%	64.3%	68.0%	64.4%	65.1%	66.1%
长期投资	0	101	104	104	104	104
固定资产	1,205	1,162	1,148	1,382	1,434	1,459
%总资产	33.7%	29.8%	26.6%	31.4%	30.9%	30.1%
无形资产	83	82	81	80	80	80
非流动资产	1,340	1,395	1,380	1,567	1,618	1,643
%总资产	37.5%	35.7%	32.0%	35.6%	34.9%	33.9%
资产总计	3,573	3,903	4,314	4,396	4,643	4,846
短期借款	471	597	823	813	823	793
应付款项	558	487	542	547	612	657
其他流动负债	128	160	149	162	181	196
流动负债	1,157	1,244	1,514	1,522	1,616	1,646
长期贷款	46	115	130	140	150	160
其他长期负债	46	39	34	0	0	0
负债	1,248	1,399	1,678	1,662	1,766	1,806
普通股股东权益	2,279	2,458	2,589	2,687	2,829	2,993
其中：股本	612	612	612	612	612	612
未分配利润	988	1,114	1,203	1,304	1,447	1,610
少数股东权益	46	47	47	47	47	47
负债股东权益合计	3,573	3,903	4,314	4,396	4,643	4,846

### 比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.592	0.666	0.764	0.822	0.932	1.069
每股净资产	3.720	4.012	4.227	4.386	4.619	4.887
每股经营现金净流	0.887	0.841	0.753	1.081	1.287	1.401
每股股利	0.400	0.550	0.620	0.657	0.699	0.802
回报率						
净资产收益率	15.92%	16.60%	18.07%	18.74%	20.18%	21.87%
总资产收益率	10.16%	10.45%	10.84%	11.45%	12.30%	13.51%
投入资本收益率	12.34%	13.20%	12.06%	13.42%	14.64%	16.18%
增长率						
主营业务收入增长率	9.27%	2.26%	4.34%	7.11%	12.14%	8.39%
EBIT 增长率	15.45%	21.95%	3.07%	13.10%	13.91%	14.64%
净利润增长率	14.85%	12.46%	14.63%	7.61%	13.43%	14.65%
总资产增长率	18.71%	9.26%	10.53%	1.89%	5.61%	4.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.8	60.7	64.5	65.0	64.5	64.5
存货周转天数	48.0	46.3	45.3	50.0	45.3	45.3
应付账款周转天数	41.0	38.6	36.0	36.0	36.0	36.0
固定资产周转天数	105.2	121.7	116.6	121.8	108.8	98.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.95%	-30.66%	-31.93%	-24.29%	-26.12%	-27.81%
EBIT 利息保障倍数	940.2	47.9	-97.2	30.2	31.9	39.0
资产负债率	34.93%	35.83%	38.89%	37.81%	38.04%	37.26%

来源：公司年报、国金证券研究所




**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	3	10
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.25</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。



## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究