传统业务加速扩产，新业务聚焦高端品类

永冠新材（603681）投资价值分析报告 | 2021.1.8

中信证券研究部

袁健聪
首席新材料分析师
S1010517080005

王喆
首席能源化工分析师
S1010513110001

联系人：柯迈

核心观点

公司是国内具备全产业链供应能力的综合性胶带企业，产品种类丰富。在积极扩产传统业务满足下游需求的同时，公司积极布局工业&医疗&可降解领域胶带应用。我们认为传统业务扩产后，公司将依托规模优势占领中低端市场。同时，公司积极布局线束、医疗、可降解粘胶带等高端胶带产品，产品附加值预计将进一步提升。我们看好公司长期成长性，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

- **国内粘胶带行业头部企业，品类齐全下游覆盖广。**公司是国内粘胶带头部企业，拥有布基、纸基、膜基（PVC、OPP）等多个胶带品类，下游广泛应用于民用、工业用、医用等各个领域，销售市场覆盖国内、欧美、日本、东南亚等多个不同层次市场。

- **国内市场：供给尚以中低端为主，传统业务具备规模优势+积极拓展新业务的企业预计将具备核心优势。**全球格局方面，3M 等全球产业龙头占据了大多数市场份额，尤其垄断了国内外中高端胶带市场。市场规模方面，国内市场发展迅速，过去 10 年 CAGR 8%，我们预计未来 5 年将维持高增速。国内厂商主要凭借成本优势占领中低端市场，整体研发能力较弱，我们认为未来在国内产业结构升级、环保等因素影响下，传统业务企稳、拥有核心技术积累、积极拓展创新业务的企业将会率先成为行业龙头，中小厂商将逐渐被市场淘汰，行业集中度将加速提升。

- **传统业务持续扩张，积极打造全产业链。**传统业务方面，公司持续扩产满足下游需求：**（1）膜基胶带：**通过募投项目扩产合计 8580 万平方米 PVC 胶带产能及 11 万吨 OPP 胶带产能的同时，引入德国布鲁克纳 BOPP 产线，产业链向上游进一步扩展的同时，进一步增强成本控制；**（2）布基胶带：**作为核心产品，公司布基胶带拥有国内超 20%以上产能，拥有 3M、Galaxy 等国际知名客户；**（3）纸基胶带：**受益于布基胶带的核心客户群，公司纸基胶带下游客户稳定，募投项目合计约 2.28 亿平方米产能稳步推进中，预计 21 年 6 月开始放量。

- **高新业务稳步推进，车用线束胶带&医疗胶带&可降解领域齐发力。**公司积极布局高端粘胶带，线束、医用胶带/可降解项目中长期预计将贡献约 2 亿元净利润，丰富产品结构体系的同时，为公司持续盈利创造了新的增长点，进一步加强公司在粘胶带行业的领先地位。

- **风险因素：**原材料价格波动风险；新冠疫情导致海外销售不及预期风险；新建产能释放不及预期；下游需求增长不及预期。

- **投资建议：**考虑到公司未来的成长性，以及公司中长期高端项目逐步落地，我们看好公司传统业务规模扩张优势+积极布局高端领域的战略，预计公司国内粘胶带行业头部地位将进一步加强。我们预计公司 2020~2022 年归母净利润为 1.55/1.97/2.66 亿元，对应 EPS 预测为 0.93/1.18/1.60 元。参考可比公司及历史估值水平，考虑公司的成长性，给予公司 2021 年 25xPE，对应目标价 30 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

永冠新材	603681
评级	买入（首次）
当前价	19.72 元
目标价	30 元
总股本	167 百万股
流通股本	62 百万股
52 周最高/最低价	26.8/16.72 元
近 1 月绝对涨幅	-0.90%
近 6 月绝对涨幅	-0.90%
近 12 月绝对涨幅	-29.99%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,701.05	2,144.26	2,667.94	3,456.38	4,772.11
营业收入增长率	21%	26%	24%	30%	38%
净利润(百万元)	131.38	148.28	155.00	196.77	266.46
净利润增长率	61%	13%	5%	27%	35%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.05	0.95	0.93	1.18	1.60
毛利率%	18%	17%	16%	17%	17%
净资产收益率 ROE%	14.65%	10.86%	10.37%	11.77%	14.00%
每股净资产（元）	5.38	8.19	8.97	10.03	11.42
PE	19	21	21	17	12
PB	4	2	2	2	2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2021 年 1 月 7 日收盘价

目录

公司概况：国内粘胶带领军企业，产品品类齐全 1

近十年 CAGR 约 8%，下游应用领域广 5

预计 2025 年国内胶粘带市场规模将超 600 亿元 5

海外胶带种类需求“多点开花”，OPP 胶带继续主导国内市场 6

海内外同行业龙头公司概况 13

海外市场：龙头公司确立，市场集中度较高 13

国内市场：行业集中度低，产品尚以低端为主 14

在传统胶带领域形成规模优势+积极拓展新业务的企业将会率先受益 15

传统业务：持续扩产满足下游需求 16

膜基胶带：持续扩产满足需求，OPP 引入高端膜产线拓展全产业链 17

布基胶带：受国际大厂认可，ODM/OEM 业务稳定发展 19

纸基胶带：份额稳步提升，募投项目如期推进 20

高新业务：汽车&医用板块 21

高压线束胶带需求攀升，募增项目保证未来成长 21

医用胶带：附加值更高，从敷料走向全产品 23

进军可降解材料领域，受益“禁塑令”市场前景可期 25

风险因素 27

盈利预测及估值评级 28

盈利预测 28

估值及投资评级 31

插图目录

图 1：永冠新材历史沿革及大事件 1
图 2：公司主要产品一览 2
图 3：永冠新材股权结构 2
图 4：2015-2020Q3 公司营业总收入 3
图 5：2015-2020Q3 公司归母净利润 3
图 6：2015-2020H1 公司主要业务收入占比 3
图 7：2015-2020H1 公司主要业务毛利润占比 3
图 8：2015-2019 年公司各业务毛利率 4
图 9：2015-2019 年公司销售毛利率/净利率 4
图 10：2015-2020Q3 公司费率情况 4
图 11：2016 至 2025 年全球胶带市场规模 5
图 12：亚洲地区占据全球胶粘带销量最大的市场份额（2019 年） 5
图 13：2021 年我国胶粘带销量预计达到 320 亿平方米 6
图 14：2025 年国内胶粘带市场规模预计达到约 627 亿元 6
图 15：2019 年国内胶粘带产品分品类销量统计 7
图 16：灰色布基胶带 7
图 17：汽车线束工业布基胶带 7
图 18：美国市场各品类胶带销售量占比 8
图 19：美纹纸胶带用于汽车喷漆遮蔽 10
图 20：美纹纸胶带在 PCB 电镀中遮蔽重要元件 10
图 21：我国 PCB 行业产值及未来增速预测 10
图 22：全球 PCB 行业产值及未来增速预测 10
图 23：新能源汽车内部高压电路 11
图 24：历年我国新能源汽车销量及未来增速预测 11
图 25：国内快递业总业务收入/总业务量情况 12
图 26：2020 年美国胶带行业主要企业市场份额 13
图 27：公司主要产品 16
图 28：2017~2020H1 公司各产品产销量走势 16
图 29：2017~2020H1 公司各产品毛利率走势 16
图 30：2017~2020H1 公司膜基胶带产能/产能利用率情况 17
图 31：2017~2020H1 公司膜基胶带产销率情况 17
图 32：BOPP 胶带结构 18
图 33：2016 至今国内 BOPP 现货价走势 18
图 34：2017~2022E 公司布基胶带价格成本走势情况 19
图 35：2017~2022E 公司布基胶带产销量情况 19
图 36：2017~2022E 公司纸基胶带价格成本走势情况 21
图 37：2017~2022E 公司纸基胶带产销量情况 21
图 38：2017/2020/2025 年汽车线束市场规模 22
图 39：低压线束零部件价格占比 22
图 40：各类汽车线束胶产品毛利率价格成本情况 23
图 41：各类汽车线束胶产品毛利率成本占比 23
图 42：汽车线束胶车辆中应用场景 23
图 43：部分正在进行认证的主机厂 23

图 44：主要医疗胶带产品 24
图 45：2014-2025E 国内公共预算支出和医疗卫生支出及其占比 24
图 46：2013-2025 年预计国内年入院人数及住院病人手术人次 24
图 47：2014~2025E 我国医用敷料市场规模情况 25
图 48：常见医用敷料和医用胶带 25
图 49：可降解新材料项目产品一览 26
图 50：不干胶结构一栏 26
图 51：不干胶应用领域 26
图 52：全降解不干胶贴可替代市场测算 27
图 53：公司历史 PE 32

表格目录

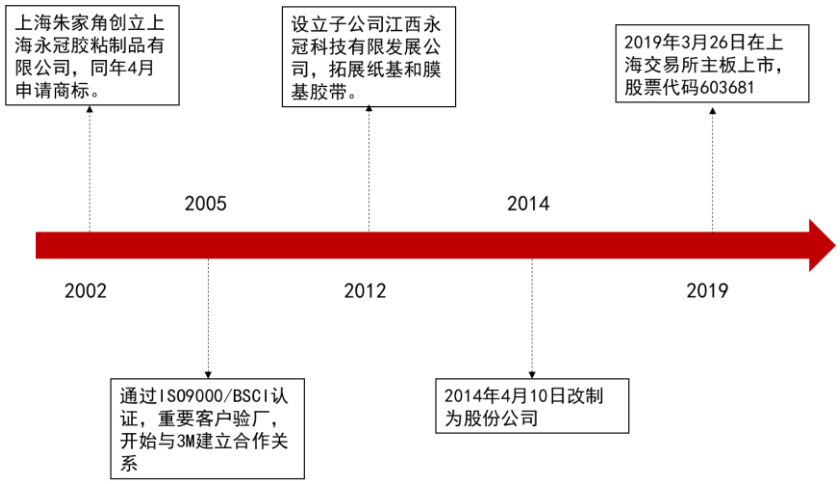
表 1：2019 年国内胶粘带产品具体分类一览 6
表 2：2019 年主要国家每千人汽车保有量统计 9
表 3：截至 2019 年 12 月我国部分主要城市汽车保有量 9
表 4：全球知名胶粘带厂商 13
表 5：国内其他主要胶粘带 14
表 6：国内主要竞争对手 15
表 7：国外主要竞争对手 15
表 8：膜基胶带募投项目情况一栏 17
表 9：外购 BOPP 拉膜线投产时间&产能情况 18
表 10：BOPP 拉膜线盈利预测 18
表 11：布基胶带募投项目情况一栏 20
表 12：公司布基胶带海外销售情况 20
表 13：纸基胶带募投项目情况一栏 21
表 14：汽车线束胶种类 21
表 15："禁塑令"相关意见及相关内容 26
表 16：分产品盈利预测 29
表 17：可比公司估值情况 32

公司概况：国内粘胶带领军企业，产品品类齐全

公司成立于 2020 年，全称上海永冠众诚新材料科技（集团）股份有限公司，是从事粘胶带研发、生产、制造的顶尖制造商。公司从事粘胶带行业约 20 年，拥有专利 40 余项，关键工艺、设备做到自主掌控。同时，公司拥有丰富多样的竞争力产品，覆盖下游行业包括日用 DIY、建筑装饰、包装、文具、汽车制造及美容、电子电器、航空、船舶、高铁等领域，公司客户定制化能力突出，产品远销欧洲、美国、日韩、印度、中东等几十个国家和地区，下游客户包括 3M、GALAXY 等国际知名企业。

历史沿革：从事粘胶带开发近 20 年。上海永冠众诚新材料科技（集团）股份有限公司（简称“永冠新材”）前身为上海永冠胶粘制品股份有限公司，成立于 2002 年 8 月，是国内的综合性胶粘材料生产企业。2019 年 3 月 26 日在上海交易所主板上市，股票代码：603681。

图 1：永冠新材历史沿革及大事件



资料来源：公司官网，公司公告，中信证券研究部

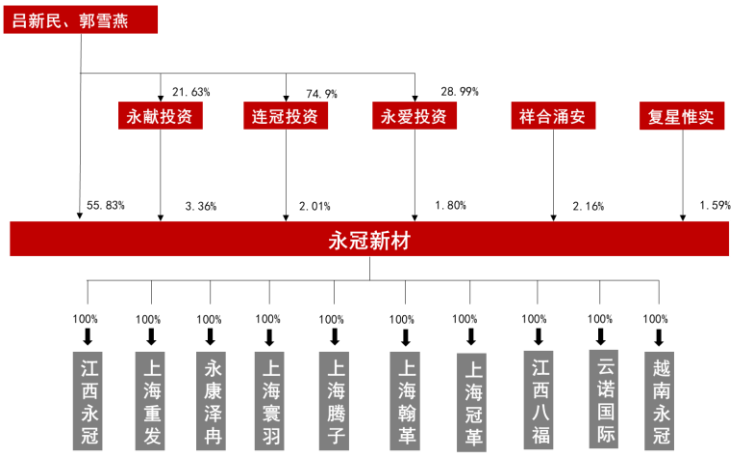
主营业务：从民用逐步向工业、医用等高端领域扩展：公司主要从事各类民用胶粘材料、工业用胶粘材料、化工材料的研发、生产和销售。主要产品为民用型布基胶带、美纹纸胶带、OPP 胶带、PVC 胶带、清洁胶带以及牛皮纸胶带等，并正逐步拓展工业用、医用胶带市场。

图 2：公司主要产品一览

资料来源：公司公告

股权结构：吕新民、郭雪燕夫妇直接持有公司 55.83%股份，并通过永献投资、连冠投资、永爱投资间接持有公司股份，二人合计持有公司 58.58%股份，为公司实际控制人。截至 2020 年度 Q3，公司拥有江西永冠科技发展有限公司、上海重发胶粘制品有限公司、永康市泽冉家居用品有限公司、上海寰羽实业有限公司、上海腾革电子商务有限公司、上海翰革文体用品有限公司、上海冠革实业有限公司、江西八福科技发展有限公司、云诺国际贸易有限公司、越南 ADHES 包装技术有限公司十家下属子公司。

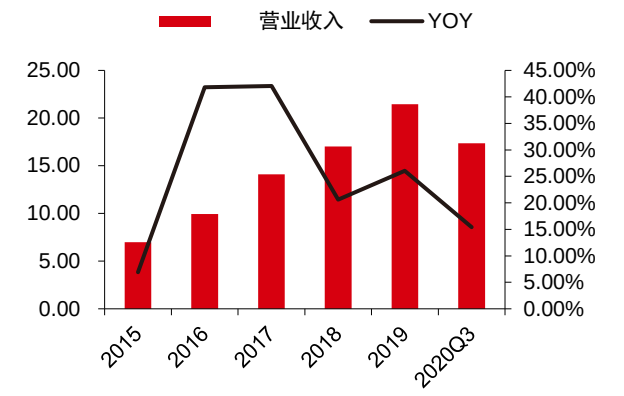
图 3：永冠新材股权结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：截至 2020Q3

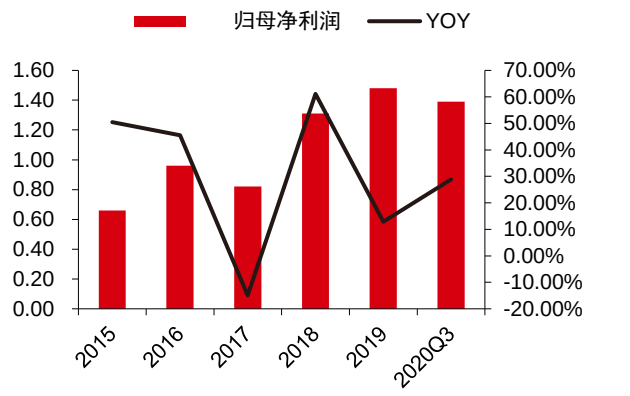
营业收入&净利润：2019 年公司实现营收 21.44 亿元，同比增长 26.05%，归属母公司股东净利润 1.48 亿元，同比增长 12.86%。2020 年前三季度实现营收 17.37 亿元，同比增长 15.44%；归属母公司股东净利润 1.39 亿元，同比增长 28.78%。

图 4：2015-2020Q3 公司营业总收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

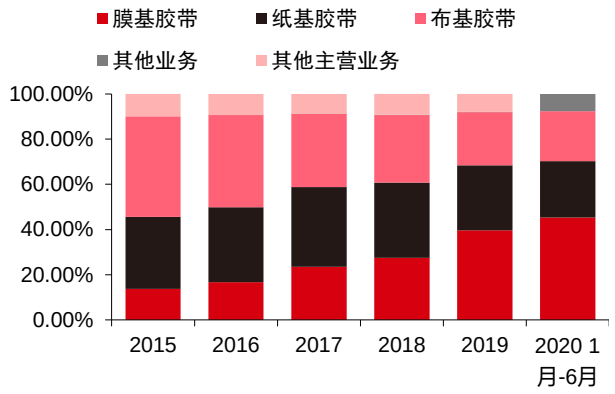
图 5：2015-2020Q3 公司归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

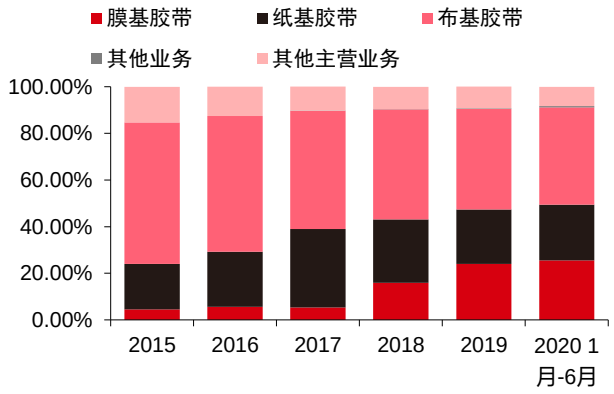
业务占比：以布基胶带为基础，膜基胶带降本增效：公司营业收入按产品分类，主要分为布基胶带、纸基胶带、膜基胶带等。其中布基胶带对营收的贡献呈现逐年下降趋势，2015 年占比为 44.46%，2019 年占比为 23.49%；膜基胶带对营收的贡献呈现上升趋势，2015 年占比为 13.79%，2019 年占比为 39.61%，成为贡献营收最高的产品。纸基胶带营收占比较为稳定，2018 年占比为 33.39%，2019 年占比 28.87%。毛利润占比方面，布基胶带的毛利润占比持续下降，从 2015 年的 60.67%降至 2019 年的 43.07%，但仍是对毛利贡献最高的产品；纸基胶带毛利占比相对较为稳定，19 年毛利占比为 23.44%；膜基胶带表现亮眼，毛利润占比从 2015 年的 4.55%上升至 2019 年的 23.95%。

图 6：2015-2020H1 公司主要业务收入占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

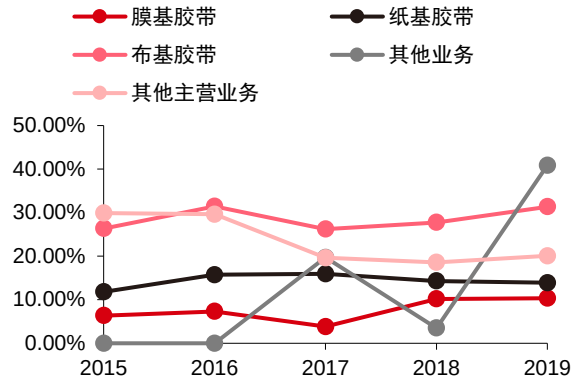
图 7：2015-2020H1 公司主要业务毛利润占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

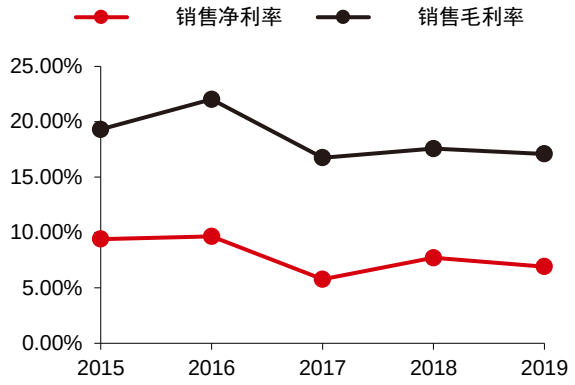
毛利率：公司近五年毛利率、净利率较为稳定，2017 水平为近五年的最低值，毛利率为 16.75%，净利率为 5.78%，18、19 年略有回升。2019 年公司各主要业务中其他业务毛利率最高，为 40.87%，比上年同期增加 1067.71pct，但其在营收与毛利中占比低，未对公司整体业绩形成较大影响，布基胶带、纸基胶带、膜基胶带毛利率分别为 31.35%、13.88%和 10.34%。2019 年公司销售毛利率为 17.1%，净利率为 6.92%，净利率的变化与毛利率较为一致。

图 8：2015-2019 年公司各业务毛利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

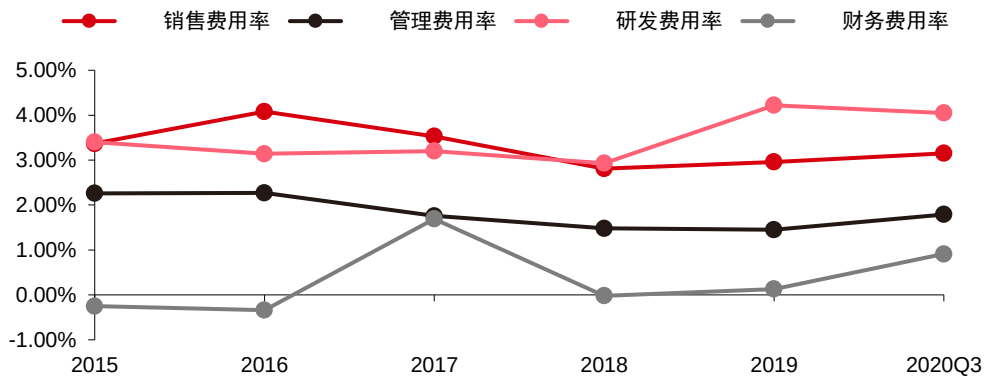
图 9：2015-2019 年公司销售毛利率/净利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

费用率控制良好，研发费用率提升用于高端胶带研发：从费用控制的角度来看，2015 至 2019 年公司费用控制较为良好，管理费用趋势稳中有降，2015-2019 年管理费率从 2.26% 下降至 1.45%，销售费用率基本保持稳定，研发费用率在 2019 年有较大上升，从 2018 年的 2.93%上升到 4.22%，主要是由于公司提升了高新业务的研发投入。2015、2016 年由于较大规模的汇兑损益与较少的融资租赁，出现正值财务收入，在 2017 年财务费用率出现较高峰值，达到 1.69%。

图 10：2015-2020Q3 公司费率情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

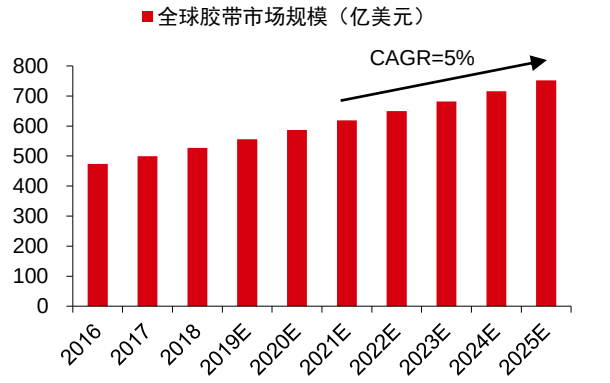
近十年 CAGR 约 8%，下游应用领域广

预计 2025 年国内胶粘带市场规模将超 600 亿元

胶带属于常用消费品，应用范围广泛，民用用途包括装修、包装、办公等；医用胶带用于包扎以及固定等；工业用胶带可用于包装、绝缘以及捆扎等。

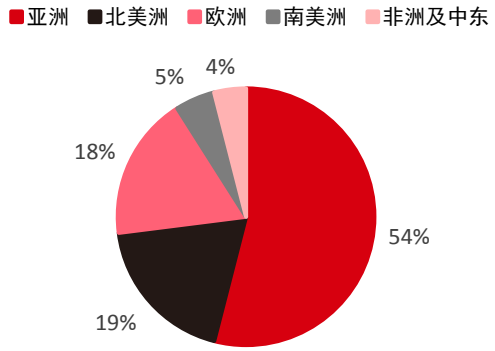
2021 年全球胶带市场规模预计达到约 620 亿美元，至 2025 年有望达到 750 亿美元。根据全球知名胶粘带咨询公司 AWA（Alexander Watson Associates）发布的报告显示，2016 年全球胶带市场规模约为 173.3 亿美元，全球范围内胶带市场规模预计将在 2016 之后的五年间复合增长率达到 5.5%。假设未来四年间的复合增长率为 5%，预计 2025 年全球胶带市场有望达到 750 亿美元，胶带行业未来全球市场空间巨大。

图 11：2016 至 2025 年全球胶带市场规模



资料来源：Alexander Watson Associates，中信证券研究部预测

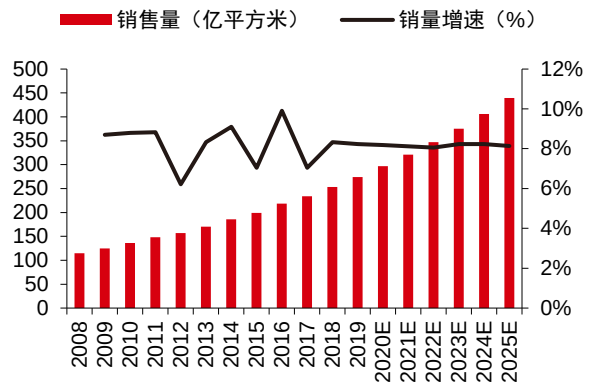
图 12：亚洲地区占据全球胶粘带销量最大的市场份额（2019 年）



资料来源：Alexander Watson Associates，中信证券研究部

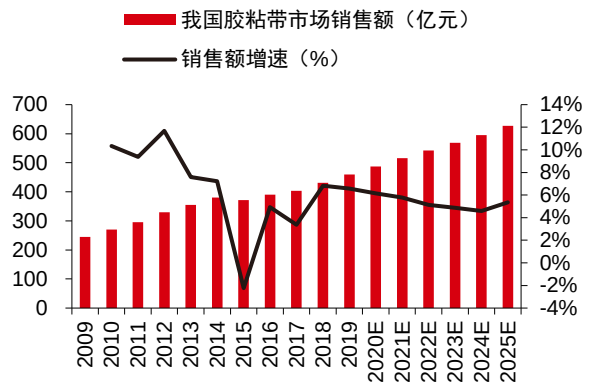
2021 年国内胶带市场规模预计达到约 520 亿元，2025 年有望达到 630 亿元。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会的数据，2009 年到 2019 年，国内胶带销量从 125 亿平方米增长至 271.8 亿平方米，复合增长率为 8.08%；国内胶带市场规模对应从 244.7 亿元增长至 465.5 亿元，复合增长率 6.64%。随着胶带产量的提高以及国产替代进口的进程，胶带价格逐渐降低。至 2025 年，国内胶带销量预计达到 439 亿平方米，2021 年到 2025 年复合增长率为 8.15%；国内胶带市场规模预计达到 627 亿元，2021 年到 2025 年复合增长率为 4.99%。

图 13：2021 年我国胶粘带销量预计达到 320 亿平方米



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，中信证券研究部预测

图 14：2025 年国内胶粘带市场规模预计达到约 627 亿元



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，中信证券研究部预测

海外胶带种类需求“多点开花”，OPP 胶带继续主导国内市场

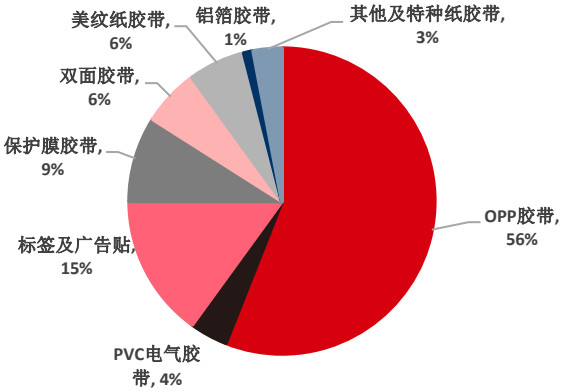
OPP 胶带仍为国内消费胶带产品主流，占比超过一半。根据 2019 年中国胶粘剂和胶粘带工业协会的数据，在主要胶粘带产品中，OPP 胶带销量占比最高，标签及广告贴销量占比其次，保护膜胶带占比第三位。从各产品销量占比可以看出，OPP 胶带仍是国内胶带产品的消费主流，市场占比过半。

表 1：2019 年国内胶粘带产品具体分类一览

	产品名称	销量占比
膜基胶带	OPP 胶带	56%
	标签及广告贴	15%
	保护膜胶带	9%
	PVC 电气胶带	4%
纸基胶带	美纹纸胶带	6%
其他及特种胶带	双面胶带	6%
	铝箔胶带	1%
	其他胶带	3%

资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，中信证券研究部

图 15：2019 年国内胶粘带产品分品类销量统计



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，中信证券研究部

主要胶带种类包括：

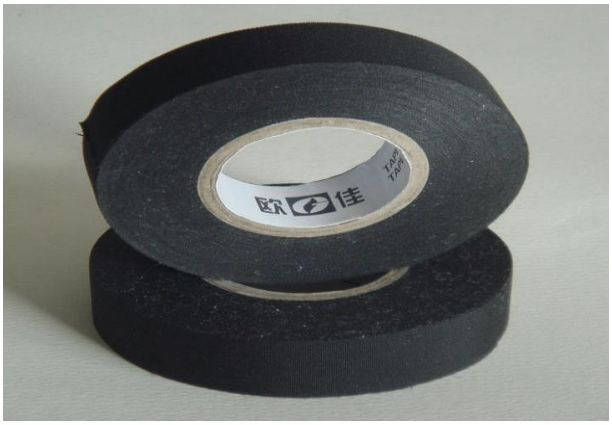
(1) 布基胶带：

布基胶带以聚乙烯和纱布纤维的热复合为基材，在其上涂制高粘度合成胶水制成。较传统胶带，具有更强的抗拉力、剥离力、耐腐蚀、耐高温和耐老化等优良性质。主要可分为民用型和工业型。

图 16：灰色布基胶带

资料来源：京东商城

图 17：汽车线束工业布基胶带

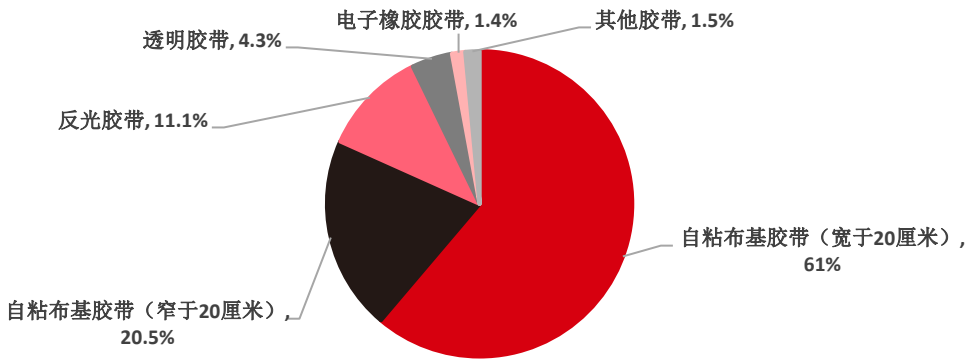


资料来源：欧佳胶带官网

主要消费市场或长期以欧美为主。民用型布基胶带的主要用途为家装修理、捆扎、包裹等。由于其较高的销售单价和欧美等发达国家居家 DIY 的文化，布基胶带的当前主要消费市场还是在欧美等发达国家。以美国为例，多数传统美国家庭都拥有独立的房屋、车库以及后院等。由于其高昂的人力成本，在日常生活中习惯自行对家居用品进行维修和简易改装，对于胶带等产品有着很大的需求。布基胶带由于其易于使用、粘合力强、不留残胶、绝缘性强等特性，是胶带类产品中销量最高的产品。除此之外，欧美等发达国家有较多的平日聚会，且较为重视万圣节、圣诞节等节日的装饰，因布基胶带粘合力强且不留残胶的特点，被广泛用于 cosplay，舞台装饰，房屋装饰等用途，尤其在节日期间需求量很大。

除了家居用途之外，工业型布基胶带的用途主要包括工业封箱、管道保护、造船以及汽车等工业生产。

图 18：美国市场各品类胶带销售量占比



资料来源：IBISWorld，中信证券研究部

布基胶带为美国胶带市场消费主体。美国市场作为欧美国家市场的代表，布基胶带在美国市场销量占比极高，排名第二的反光胶带占比仅为 11%。而在国内市场销量占比过半的透明胶带在美国市场销量占比仅为约 4%。布基胶带毫无疑问是欧美国家胶带品类的主流产品。

物流封装：网购激增带动需求。国外多数大型在线购物网站如 Amazon 等以及主要物流公司如 UPS、USPS 等也多使用布基胶带进行快递箱的封装和包裹。数据显示，2020 年 1 至 2 月份，美国 B2C 零售电商平台共获得了 55 亿次的访问量，销量较去年同期增长 52%，消费者数量增长 8.8%。全球最大的网络零售平台亚马逊订单量激增，在三月至四月中旬共计扩招 17.5 万人以满足由于疫情影响激增的网购需求。网购包裹数的大幅增加必然也加大了对于布基胶带的消耗和需求。疫情势必会重塑欧美国家消费者的消费习惯，更多的人今后会网购取代线下购物，物流服务需求的增长对于布基胶带市场而言也是巨大的增长动力。

家具装修：受疫情影响需求短期受限，长期将稳定增长。由于疫情，多国发布了强制居家令，严格限制今年的节假日聚会。大量聚会和晚会被取消，势必会对短期内布基胶带的销量有一些影响。但随着疫苗的出现，欧美等国的疫情得到控制，聚会活动大规模恢复。布基胶带作为必不可少的消耗品，销量也将会得以增长。

(2) 美纹纸胶带：

美纹纸胶带是以美纹纸和压敏胶水为主要原料，在美纹纸上涂覆压敏胶粘剂，另一面涂以防粘材料而制成。美纹纸胶带具有耐高温、抗化学溶剂、强粘着力和不留残胶等特性。

汽车行业分色及喷涂遮蔽必备耗材，受益 2021 年乘用车需求回暖。由于美纹纸胶带优良的抗污、耐腐蚀、不留残胶等特点，美纹纸胶带在汽车行业中的装饰和保养环节被广泛用于喷漆分色和遮蔽。目前国内的汽车产业相较于西方发达国家仍处于普及期，每千人

保有汽车量仅为 173 辆，远低于以美国为代表的欧美国家平均 600 至 700 辆的保有量。未来国内汽车市场销量还有很大增长空间。

表 2：2019 年主要国家每千人汽车保有量统计

国家及排名	每千人保有汽车量	人均年 GDP（美元）
1 美国	837	62,600
2 澳大利亚	747	57,300
3 意大利	695	34,300
4 加拿大	670	46,100
5 日本	591	39,300
6 德国	589	48,670
7 英国	579	42,500
8 法国	569	41,500
9 马来西亚	433	11,200
10 俄罗斯	373	11,300
17 中国	173	9,201

资料来源：车聚网，中信证券研究部

从国内视角来看，三四线城市人均汽车保有量远低于一线城市，截至 2019 年 12 月，国内汽车保有量前三的城市为北京、成都和重庆，分别为 593.4 万辆，519.5 万辆和 463.3 万辆。二线城市如宁波、佛山和南京平均汽车保有量仅为 270 万辆，不足一线城市的二分之一，三四线城市的汽车保有量更是不足 200 万辆，未来市场空间仍十分广阔。

表 3：截至 2019 年 12 月我国部分主要城市汽车保有量

城市及排名	汽车保有量（万辆）	城市及排名	汽车保有量（万辆）
1 北京	593.4	12 青岛	293.1
2 成都	519.5	13 石家庄	288.1
3 重庆	463.3	14 广州	280.3
4 苏州	419.3	15 宁波	277.3
5 上海	415.8	16 佛山	273.8
6 郑州	381.8	17 南京	270.2
7 深圳	343.4	18 杭州	267.7
8 西安	343.0	19 临沂	264.8
9 武汉	336.8	20 长沙	263.8
10 东莞	323.7	21 济南	260.2
11 天津	309.0	22 保定	255.3

资料来源：公安部，中信证券研究部

随着经济的发展和人均可支配收入的增加，可以预见的是中国的汽车市场规模将会得到更进一步的增长，除了居民添置新车辆的需求外，现有车主群体的车辆更新需求也不容忽视。目前国内现有庞大的汽车保有总量也会维持未来汽车的消费需求在一个较高的水平。

电子元器件制造必备胶带，受益 PCB 产业下游需求快速增长。除了汽车工业中用于喷漆遮蔽之外，美纹纸胶带还是电子二极管、电容、半导体以及电路板 PCB 生产中的必备胶带。在二极管和电容等制造过程中，美纹纸胶带起到输送带作用。在电路板进行电镀

的过程中，美纹纸胶带优良的特性可以用于防止电镀液渗入电子零件，防止电镀液飞沫和蒸汽等污染被动元件，同时在电路面焊接起到遮蔽端子部件的重要作用。

图 19：美纹纸胶带用于汽车喷漆遮蔽

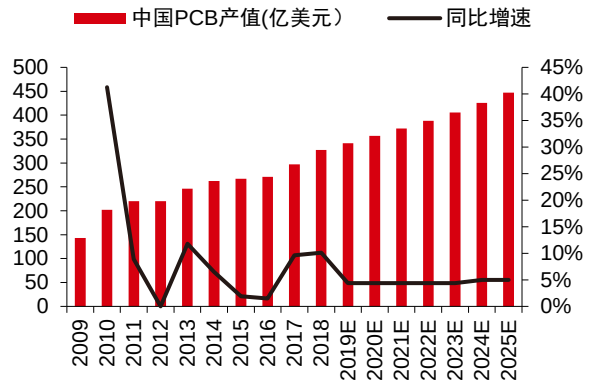
资料来源：易车网

图 20：美纹纸胶带在 PCB 电镀中遮蔽重要元件

资料来源：3M 公司网站

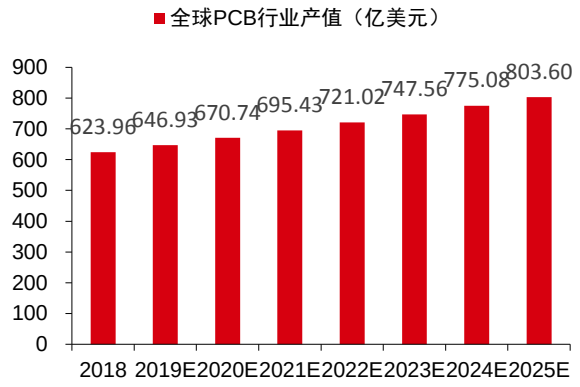
国内 PCB 市场已有百亿美元规模，增速超过世界平均增速。根据 Prismark 的统计和预测显示，2018 年全球 PCB 产值为 623.96 亿美元，2018 年至 2023 年复合增速预计为 3.7%。而国内 PCB 市场 2018 年已达 327 亿美元，占全球市场的比重过半，达到 52.41%。预计 2018 年至 2023 年复合增速可达 4.4%，超过世界平均增速 0.7 个百分点。未来全球 PCB 产业的主要增长点还在国内市场，发展势头良好，2025 年国内 PCB 市场规模预计将达到约 450 亿美元。

图 21：我国 PCB 行业产值及未来增速预测



资料来源：Prismark，中信证券研究部预测 注：2019- 2023 年数据采用 Prismark 预测，2024-2025 年数据为中信证券研究部预测

图 22：全球 PCB 行业产值及未来增速预测



资料来源：Prismark，中信证券研究部预测 注：2019- 2023 年数据采用 Prismark 预测，2024-2025 年数据为中信证券研究部预测

(3) 膜基胶带：

膜基胶带主要可分为两大类：PVC 胶带和 OPP 胶带。

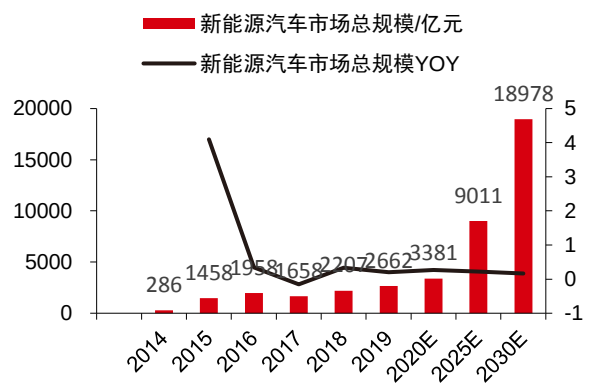
PVC 胶带是将压敏胶粘剂涂布在软质 PVC 膜上制作而成。PVC 胶带在工业领域用途广泛，由于其优良的绝缘、耐燃和抗电压等特性，在电路维修和电路连接中大量被用于接头绝缘、相识标色及线束绑扎。各类电子产品如变压器、马达、电容器和稳压器等的生产制造中也多依赖 PVC 胶带进行内部绝缘。

新能源汽车发展迅速，带动 PVC 线束胶带销量。除了传统汽车工业在我国的发展之外，近年来新能源汽车在国家政策和产业政策的联合助力下也发展迅速。根据中国汽车工业协会的数据，2015 年至 2018 年的三年间，新能源汽车销量增长了 279%，年复合增长率达到 56%，至 2025 年新能源汽车年销量有望达到一千万辆。截至 2020 年六月，全国汽车保有量高达 2.7 亿辆，新能源汽车仅有 420 万辆，仅占比不到 2%，随着社会和经济的发展，未来新能源汽车势必会逐渐取代传统汽车，新能源汽车的前景十分广阔。由于新能源汽车内部电路较传统汽车更加复杂，最关键的动力部分由高压动力线束取代了传统的油路系统，电动机取代了内燃机。对于电路绝缘和耐高压耐温的需求，使新能源汽车相较传统汽车对于 PVC 胶带的使用量和使用品质都会大幅提升，这无疑极大的助力了 PVC 胶带行业的销售和发展。

图 23：新能源汽车内部高压电路

资料来源：新能源汽车网

图 24：历年我国新能源汽车销量及未来增速预测



资料来源：中国汽车工业协会，中信证券研究部预测

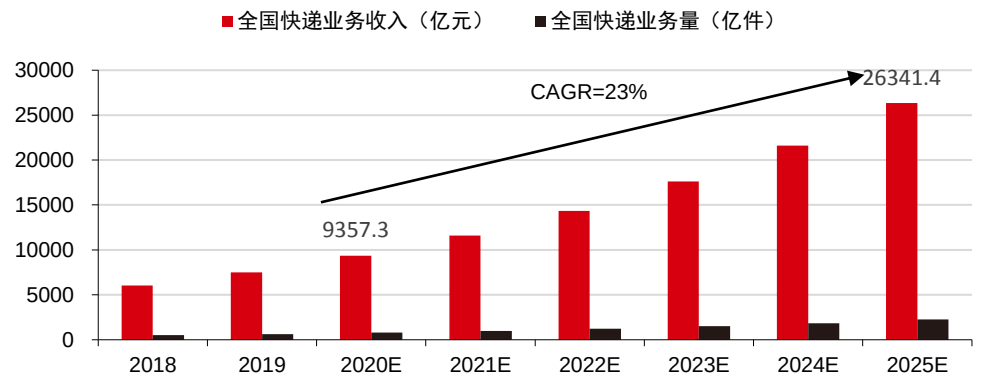
新能源汽车及环保监管对传统 PVC 胶带提出更高要求。汽车制造业中需要使用大量传统 PVC 胶带用以固定汽车内部电路线束。传统的 PVC 胶带会在汽车运行的过程中释放大量的有机挥发物，如乙苯、苯乙烯、甲醛、乙醇、十四碳烷等对人体有害的物质。目前欧美等发达国家已经开始对汽车内部线束胶带做出了严格的限制，要求控制 PVC 胶带的有害物质挥发量。另外，新能源汽车区别于传统汽车，多以蓄电池提供动力。电动汽车的内部电路复杂程度远超传统汽车。对于电路的绝缘和耐高压有更高的需求。随着新能源汽车的普及，更优性能的 PVC 胶带需求未来将会大幅增加。

环保意识或带动 PVC 销量提升。传统 PVC 胶带以溶剂型胶水为主，随着环保意识的加强，人们逐渐认识到胶水等用材对环境的影响。由于 PVC 胶带多使用于电器、汽车等与密闭室内环境关联度高的领域，其环保性能更为重要。

OPP 胶带即日常使用最多的“透明胶带”。是以 OPP 定向拉伸聚丙乙烯薄膜为基材，涂以水性或溶剂型胶粘剂而制成的胶带。由于其低廉的制造成本和高强度、抗刺穿和撕裂等特性被大量用于商品的包装和物流运输封装。

电商行业蓬勃发展，包装需求带动 OPP 胶带销量增长。近年来由于受电商行业的影响，我国的快递物流行业发展迅速，由于绝大多数物流公司均使用 OPP 胶带进行包裹封装，国内 OPP 胶带的消费量巨大，OPP 胶带的需求随着物流行业的增长也在持续扩张。根据 2018 年邮政行业发展统计公报的数据显示，2018 年我国快递业务收入同比增长 21.8%，达到约 6000 亿元，业务量同比增长 26.6%，达到约 500 亿件。根据中国新闻网 2020 年 12 月 27 日发布的最新数据显示，中国快递业年业务首次突破 800 亿件。假设快递业单件收入不变，2020 年快递业收入约为 9350 亿元。根据此进行预测，2025 年国内快递业总收入预计达到 26000 亿元，对应 2020 年至 2025 年五年间复合增长率达到 23%。

图 25：国内快递业总业务收入/总业务量情况



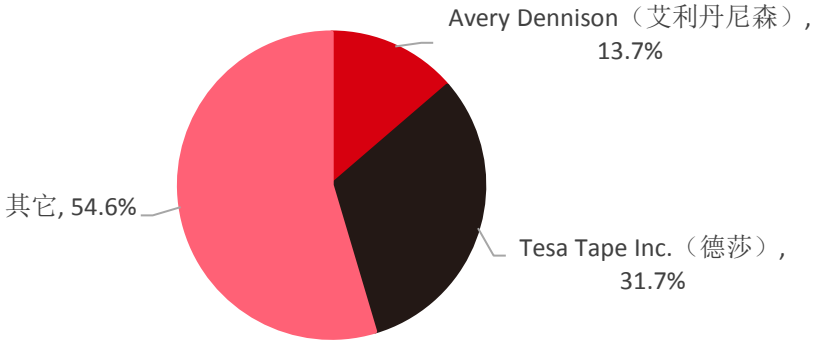
资料来源：国家邮政局，中信证券研究部预测

海内外同行业龙头公司概况

海外市场：龙头公司确立，市场集中度较高

美国市场：德莎+艾利丹尼森占比近半。在美国市场，来自德国的著名胶粘带厂商德莎市场份额占比约三分之一，德莎依靠其强大的技术研发实力，在各类胶粘带产品的创新上一直走在前列，各类胶带产品均能看到德莎的身影。艾利丹尼森的主要产品则是各类自粘标签以及特种胶带。其专门设立了 Vancive 医疗技术部门专攻医疗领域，产品包括医用胶带、自粘扎带。

图 26：2020 年美国胶带行业主要企业市场份额



资料来源：IBISWorld，中信证券研究部

表 4：全球知名胶粘带厂商

国外厂商	简介
3M	创建于 1902 年，总部设在美国明尼苏达州的圣保罗市，是世界著名的产品多元化跨国企业。3M 的胶粘带产品种类齐全，可以满足不同客户的各种需求，主要包括双面胶粘带、胶粘标识、遮蔽胶粘带、包装胶粘带和材料、保护胶粘带等。
Henkel Henkel(德国汉高)	德国汉高拥有近 140 年的历史，业务遍及欧洲、北美洲、亚太区和拉丁美洲，在近 75 个国家生产经营 1 万余种民用和工业用产品。其粘合剂业务产品广泛应用于通用工业、民用粘合剂、工业粘合剂、汽车行业、金属工业、航天业务及电子业务，为全球客户在世界各地提供全球统一品质的产品和度身定做全面的工艺解决方案。
tesa Tesa（德莎）	德国著名的胶粘带制造商之一，产品在全世界 100 多个国家销售。德莎拥有很强的技术研发实力，在胶粘带的创新上一直走在世界前列。目前德莎胶粘带已经在汽车、电子、电器、智能卡、造纸与印刷、食品包装行业被广泛应用
Nitto Innovation for Customers Nitto Denko(日东电工)	成立于 1918 年，总部位于日本大阪府茨木市，是一家大型的跨国公司，在全球拥有很多家生产基地和研发机构，其先后在北京、上海、厦门、香港、深圳和台湾设立了分公司。
AVERY DENNISON Avery Dennison(艾利丹尼森)	成立于 1990 年，总部设在美国加利福尼亚州的格伦代尔。公司的主要产品是自粘标志、标签、广告贴等。致力于帮助各品牌提升关注度和吸引力。其生产的反光胶带、各类特种胶带也广受好评。其在中国拥有近 20 家工厂，并于 2007 年在昆山立了材料研发中心和研究所。

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

国内市场：行业集中度低，产品尚以低端为主

行业集中度低，多为中小企业。相较于欧美市场由少数龙头企业占据大半市场份额的格局而言，国内胶粘带行业的市场集中度较低。上市公司仅有三家，产业仍需加速整合。

表 5：国内其他主要胶粘带

国内企业	主营胶带种类	简介
福建友谊胶粘带集团有限公司	OPP,美纹纸	始创于 1986 年，以 OPP 胶带、美纹纸胶带、双面胶带、和纸胶带为主业，不断扩展到造纸、化工、BOPP 薄膜等行业，目前在国内拥有 17 家生产基地，94 家办事处。
浙江永和胶粘制品股份有限公司	OPP	创建于 1993 年，全国最大的 BOPP 胶粘带生产厂家之一。
浙江奔多实业有限公司	OPP	公司于 2003 年成立，坐落在宁波杭州湾新区，全国 BOPP 胶带半成品母卷主要厂家之一。
永大（中山）有限公司	OPP	创始于 1984 年，主营品牌 BOPP 胶带。
江苏斯迪克新材料科技股份有限公司（300806.SZ）	OPP,电子胶带	国内领先的功能性涂层复合材料供应商。
上海晶华胶粘新材料股份有限公司（603683.SH）	美纹纸,电子胶带	成立于 1994 年，主要产品包括美纹纸胶粘带、电子胶粘带，于 2015 年年末申报 IPO 主板
中山杰联胶粘品有限公司	美纹纸	专业生产常温、中高温用途的汽车喷漆美纹纸胶带，电子行业和金属等各行业喷涂遮盖美纹纸胶带
永乐胶带有限公司（普利茂斯）	PVC	成立于 1985 年，2004 年收购了美国普利茂斯，拥有各项汽车及行业认证，产品主要配套大众、福特、沃尔沃等汽车制造厂。
台湾亚洲化学股份有限公司（台湾炎州集团）	PVC	创立于 1960 年，是台湾以胶带为本业的上市公司；为全球第二大 PVC 生产厂商及第三大 OPP 包装胶带厂
孝感舒氏(集团)有限公司	PVC	创办于 1993 年，主营品牌绝缘胶布带、PVC 电气胶带、高压橡胶自粘带、工业胶带等。
万事达胶带（湖北）股份有限公司	PVC	创始于 1990 年，主要产品有汽车线束胶带、PVC 电工胶带、高压橡胶带、通讯胶带等，广泛应用于国内外的汽车、电子、电器、通讯、电线电缆的缠绕、建筑、保护领域的高端技术市场。
江阴邦特科技有限公司	铝箔胶带	致力于中央空调、工业绝热、冰箱和家用空调等专用铝箔胶带、特种胶粘带和贴面材料的研发和生产
中山市皇冠胶粘制品有限公司	双面胶带	始建于 1990 年，专业生产高性能双面胶粘带和高端保护膜两大系列产品。

资料来源：各公司公告、官网，中信证券研究部

高端产品不足，低端产品产能过剩。国内胶粘带行业从业者众多，但行业内部两极分化严重，行业集中度较低。除少数几家上市公司外，多数中小胶带企业技术积累薄弱，缺乏资金和人才，研发创新能力不足，品牌效应低，因此多数胶带产品附加值较低，价格战频繁。对胶带的材质、性能、质量要求较高的中高端胶带产品则供不应求，如汽车、电子及医疗等领域所需的特种胶带，大部分仍依赖进口国外品牌。

环保政策趋严，高端产品迎来发展机遇。根据 2018 年 2 月国家质检总局发布的新版《快递封装用品》系列国家标准，要求胶带企业推广绿色环保技术，减少塑料用量，发展生物降解及回收利用技术。物流企业逐渐开始推行绿色包装，未来物流行业对于传统 OPP 透明胶带的使用率预计将会大大减少，更易降解的水基型、生态型、无溶剂型及光固化型等绿色环保胶带将会替代原有的透明胶带，成为快递行业的必备耗材。新的环保政策势必

会淘汰掉大批生产低技术含量 BOPP 透明胶带的企业，有一定技术壁垒的中高端胶带产品和重视技术和研发的企业将会迎来全新的发展机遇。

在传统胶带领域形成规模优势+积极拓展新业务的企业将会率先受益

全产业链综合性龙头将占领主要市场。参照欧美市场，我们认为未来国内粘胶带市场将形成以大型综合性粘胶带制造商为主，行业高度集中的市场格局。下游产品方面，低端产品已实现进口替代，高端产品的研发、生产能力持续增强。**预计未来生产规模成本优势+积极拓展高新业务的拥有核心产品技术的全产业链企业将会脱颖而出。**

表 6：国内主要竞争对手

序号	企业名称	与公司主要竞争产品
1	江阴邦特科技有限公司	布基胶带、铝箔胶带
2	上海晶华新材料科技股份有限公司	布基胶带、美纹纸胶带
3	中山杰联胶粘制品有限公司	美纹纸胶带
4	永乐胶带有限公司	PVC 胶带
5	炎洲股份有限公司	PVC 胶带、OPP 胶带
6	福建友谊胶粘带集团有限公司	美纹纸胶带、OPP 胶带

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 7：国外主要竞争对手

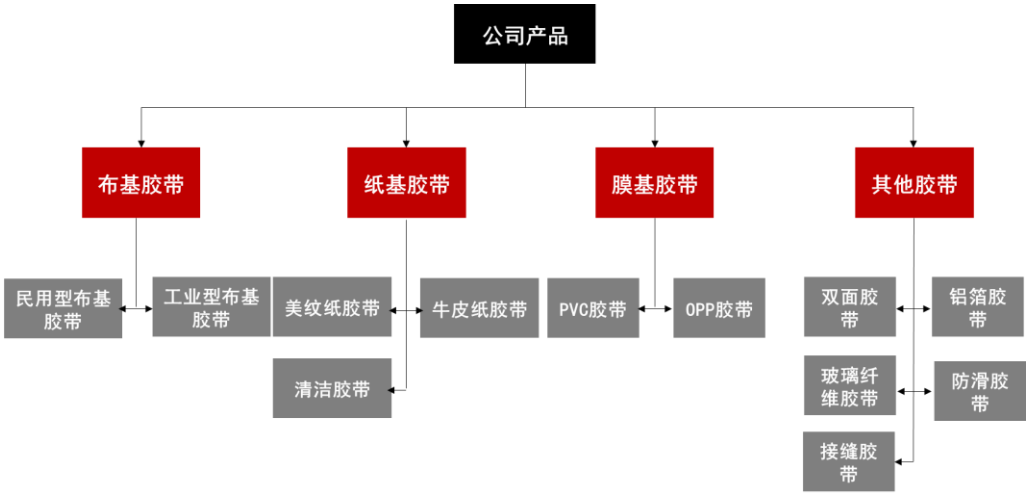
序号	企业名称	与公司主要竞争产品
1	Intertape Polymer Group Inc.	布基胶带、纸基胶带
2	意大利 PPM	纸基胶带
3	Tesa	布基胶带、纸基胶带
4	积水化学工业株式会社	布基胶带、纸基胶带、膜基胶带

资料来源：公司公告，中信证券研究部

传统业务：持续扩产满足下游需求

产品品类齐全，下游应用场景广泛。公司传统业务胶带业务了胶带终端产品及胶带母卷，胶带终端产品作为公司的主要收入来源，包含布基、纸基、膜基胶带等多个产品，其中膜基胶带业务包含了 OPP 胶带、PVC 胶带。下游引用场景主要分为民用、工业领域，其中民用领域包含建筑装饰、包装、加油、医疗等，工业领域包含汽车、电子元器件、造船、航空等多个行业，受下游行业周期波动小。

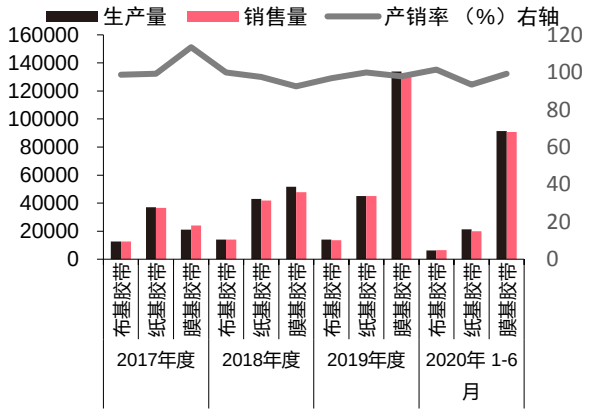
图 27：公司主要产品



资料来源：公司公告，中信证券研究部

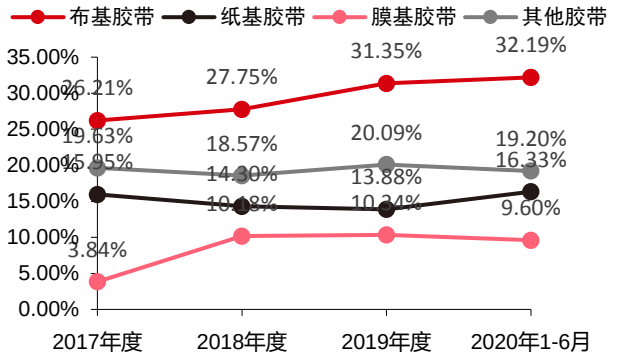
传统业务持续发力，毛利率稳步提升。在传统胶粘带行业存在产品同质化程度高、利润率呈现下降趋势的背景下，公司通过智能化改造、控制全生产环节等多方法，提高产品质量的同时，毛利率稳中有升，2017~2020 年 H1，在胶带价格出现大幅变动的时段，公司整体毛利率水平稳定在 17%左右，2018 年公司不再外购 PVC 膜，而是外购 PVC 粉自制 PVC 膜。我们预计随着公司智能化改造完成+德国引进的拉膜线逐步投产+膜基产品进一步放量，未来公司毛利率将会稳中有升。

图 28：2017~2020H1 公司各产品产销量走势（单位：万平方米）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 29：2017~2020H1 公司各产品毛利率走势

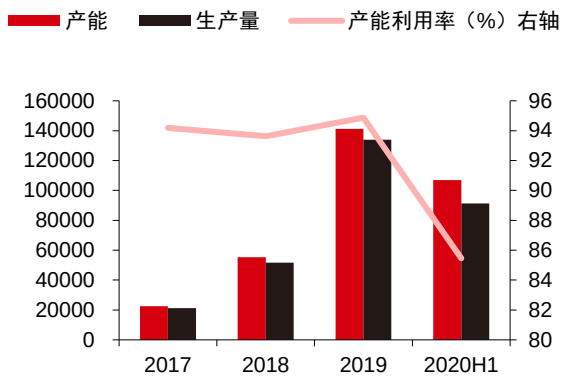


资料来源：公司公告，中信证券研究部

膜基胶带：持续扩产满足需求，OPP 引入高端膜产线拓展全产业链

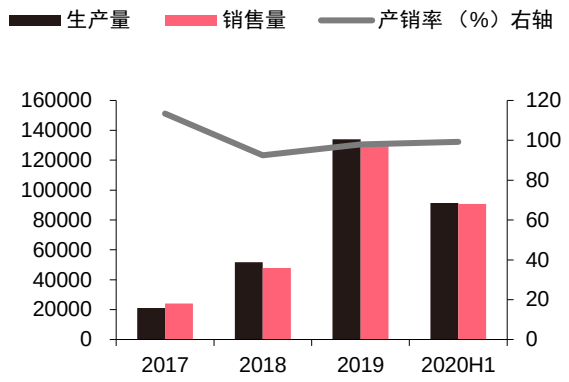
下游需求向好，产能利用率达 100%。受益于下游需求持续旺盛，除 2020 年 H1 受疫情影响外，过去 4 年公司 PVC、OPP 胶带产能利用率/产销率维持在 95%左右，我们预计下半年由于 OPP 胶带价格持续向好，公司产能利用率接近 100%。

图 30：2017~2020H1 公司膜基胶带产能/产能利用率情况（单位：万平方米）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 31：2017~2020H1 公司膜基胶带产销率情况（单位：万平方米）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

募投项目：预计 2021 年开始贡献利润。为解决公司产能不足的问题，2019 年 2 月，公司通过 IPO 募投年产 7,380 万平方米水性 PVC 胶带胶粘制品生产线建设项目，根据公司公告，预计项目达产后将贡献 0.18 亿元净利润；2020 年 3 月，考虑到需求持续增长，公司通过发行 5.2 亿元可转债用于生产项目建设，其中包括总投资 3.77 亿元形成年产 11 万吨 OPP 胶带、6000 吨美纹纸胶带、500 吨双面棉纸胶带、500 吨双面泡棉胶带、10 万吨水性胶水（全部自用）产能，根据公司公告，预计项目达产后将贡献 0.72 亿元净利润，同时公司在技改项目中计划建设 1200 万平方米 PVC 胶带，预计 2021 年投产。

表 8：膜基胶带募投项目情况一栏

项目分类	项目名称	胶带分类	产能	预计投产/达产时间	预计营业收入（万元）	预计净利润（万元）
IPO 项目	年产 7,380 万平方米水性 PVC 胶带胶粘制品生产线建设项目	**水性 PVC 胶带**	**7380 万平方米**	2020.12（已投产）	10,732.73	1,838.48
可转债项目	江西永冠智能制造产业升级一期技改项目	**PVC 胶带**	**1200 万平方米**	2021 年 20% 2022 年 55% 2023 年 85% 2024 年~100%	3,216.00	302.07
	山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目	纸基胶带	6000 吨	2022 年 60%（试生产） 2021 年 80% 2024 年 100%	119,115.04	7,229.39
		OPP 胶带	**110000 吨**			
		其他	500 吨棉纸胶带、500 吨泡棉胶带			

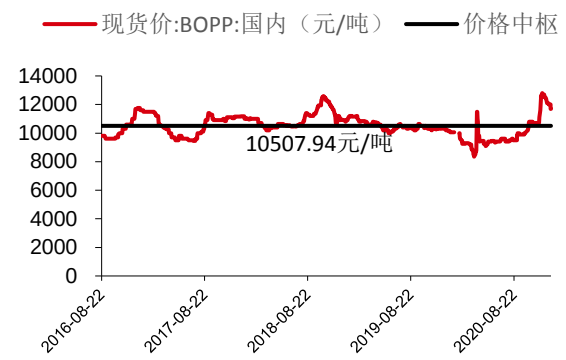
资料来源：公司公告（含预测），中信证券研究部

1.2 亿元购入德国产线+智能化改造项目，成本进一步下降。2020 年 7 月 11 日，子公司江西永冠披露拟不超过 1500 欧元（折合人民币约 1.2 亿元）购买德国布鲁克纳机械有限公司双向拉伸聚丙烯薄膜（BOPP）生产线。德国布鲁克机械设备是世界领先的薄膜拉伸生产线供应商，其双向拉伸生产流水线产销量居全球领先地位。

图 32：BOPP 胶带结构

资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 33：2016 至今国内 BOPP 现货价走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

BOPP 胶带按质量划分，膜占比约 55%，胶占比约 45%，按照每吨 BOPP 薄膜可生产 1.8 万吨胶带，若假设 1、3 生产线为内部供应，即主要供应子公司江西永冠，2、4 生产线主要用于薄膜销售，相关产线将供应约 19.98 万吨 BOPP 胶带产能以及 11.2 万吨 BOPP 薄膜产能；若假设全部产线均用于内部供应，预计将供应约 39.96 万吨 BOPP 胶带产能。

考虑到项目用途目前尚未完全确定，我们按照 BOPP 膜销售进行盈利测算，我们以过去四年 BOPP 膜平均价格 10507.94 元/吨为价格中枢，分别计算了不同开工率情况下利润贡献情况，我们预计相关产线将为公司带来约 2 亿元净利润。

表 9：外购 BOPP 拉膜线投产时间&产能情况

产线批次	位置	订购时间	预计投产时间	合计产能
1	江西	2019.6	2021.1	约 22.2 万吨薄膜
2	山东	2020.2	2021.8	
3	江西	2020.5	2021.12	
4	江西	2020.7	2022.3	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 10：BOPP 拉膜线盈利预测（亿元）

产能利用率 / 价格变化	50%	60%	70%
-5%	1.59	1.91	2.23
-3%	1.62	1.95	2.27
-1%	1.66	1.99	2.32
1%	1.69	2.03	2.37
3%	1.72	2.07	2.41
5%	1.76	2.11	2.46

资料来源：中信证券研究部预测

公司 2020 年上半年共有膜基胶带产能 10.69 亿平方米（折合全年 21.38 亿平方米），我们预计随着产能逐步爬坡，公司将拥有：

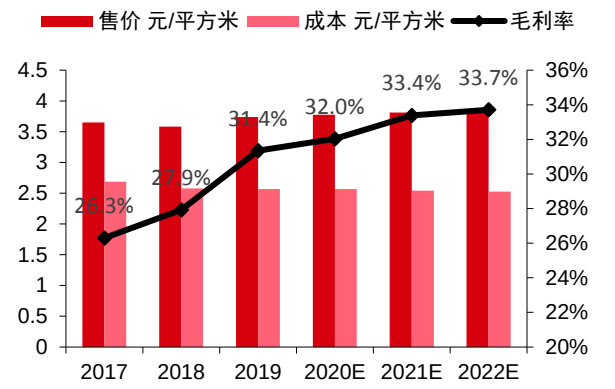
- OPP 产能约 42.36 亿平方米（不考虑 BOPP 产线配套），其中新增产能约 20.98 亿平方米；
- PVC 产能约 2.178 亿平方米，其中新增产能约 8580 万平方米；
- BOPP 膜产能约 22.2 万吨。

随着产能的释放，我们认为中长期来看，公司膜基胶带板块将贡献约 45 亿元营业收入，约 3.5 亿元净利润。

布基胶带：受国际大厂认可，ODM/OEM 业务稳定发展

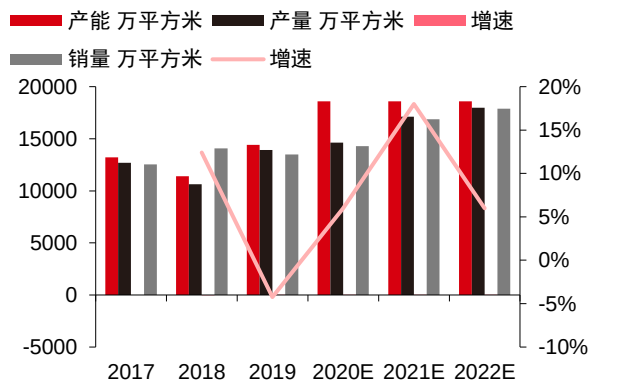
产量占国内总产量 20%以上，募投项目已投产。布基胶带作为公司的核心产品，2019 年公司布基胶带产能/产量分别为 1.44/1.39 亿吨。目前产量占国内布基胶带总产量的比重超过 20%。预计随着公司 IPO 募投项目“4,200 万平方米无溶剂天然橡胶布基胶带”今年 4 月如期投产后，公司相关产能将进一步提升，投产后公司将拥有 1.86 亿吨布基胶带产能。

图 34：2017~2022E 公司布基胶带价格成本走势情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

图 35：2017~2022E 公司布基胶带产销量情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

民用型奠定基础，工业型提升盈利。相比于民用型胶带，工业型胶带由于应用场景更复杂，因此单位价格、利润水平较高，随着公司工业型胶带占比提升，2017~2019 年公司布基胶带单位价格分别为 3.75/3.58/3.74 元/平方米，毛利率分别为 26.30/27.93/31.35%。目前公司仍然布基胶带产能主要以民用型为主，工业型占比约 15%，我们预计随着工业型胶带逐步投产，公司工业型布基胶带占比将会提升到 30%左右，利润率水平将会进一步提升。我们预计随着公司 IPO 项目的落地，2021 年公司布基胶带业务将为公司带来 0.18 亿元业绩增长。

表 11：布基胶带募投项目情况一栏

项目分类	项目名称	胶带分类	产能	预计投产/达产时间	预计营业收入（万元）	预计净利润（万元）
IPO 项目	年产 4,200 万平方米无溶剂天然橡胶布基胶带胶粘制品生产线建设项目	布基胶带	4200 万平方米	2021.4	15,960.00	1,601.56

资料来源：公司公告（含预测），中信证券研究部

客户包含 3M、Galaxy 等国际大厂，进一步布局高端市场。公司掌握了多项核心技术，涉及布基制备、胶粘剂制备、涂布等多个关键工艺步骤，可控制整个生产环节。产品主要布局海外发达国家市场，下游客户包含 3M 等国际大厂，销售方式主要以 ODM/OEM 为主。未来公司有望通过布基胶带建立的客户群及声誉，向已有客户销售其他胶带类产品，进一步打开市场。

表 12：公司布基胶带海外销售情况

销售模式	销售方式	主要产品	主要客户	情况说明	收入占主营业务收入比例			
					2018 年 1-9 月	2017 年	2016 年	2015 年
ODM	直接销售	客户品牌的胶带产成品，布基胶带销售占比较高	3M、Dollar Tree、ADEO、日东电工等国际胶带品牌商或当地市场份额较大的超市	发行人在实际生产中使用自身的生产技术	40.16%	45.23%	52.67%	62.45%
OEM	直接销售	客户品牌的胶带产成品，布基胶带销售占比较高	仅日本 Ebuno Co.,Ltd.一家客户	发行人在实际生产中使用了 Ebuno Co.,Ltd.的专利技术	0.74%	0.91%	1.39%	1.66%

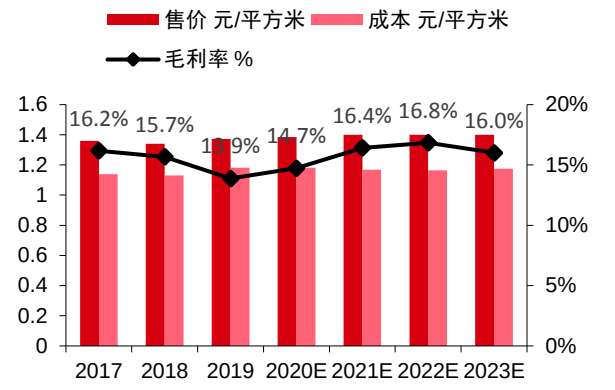
资料来源：公司公告，中信证券研究部

纸基胶带：份额稳步提升，募投项目如期推进

受益布基胶带业务客户基础，纸基胶带销量逐年提升。2017~2019 年受益于公司布基胶带客户基础扎实，公司纸基胶带销量逐年提升，2018~2019 年销量增速分别为 14.39%/7.62%，销量逐年提升。

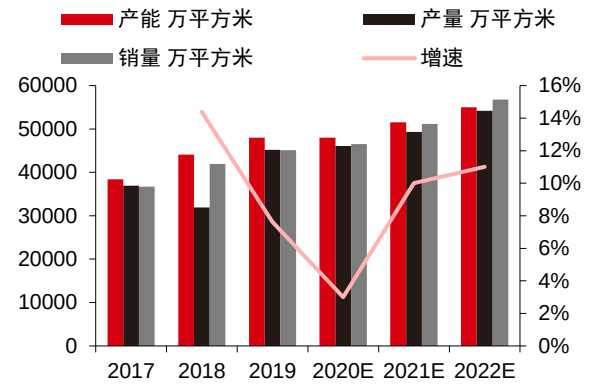
我们预计随着公司 IPO 募投项目“年产 7,000 万平方米水性美纹纸胶带胶粘制品生产线建设项目”、可转债募投项目“山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目”6000 吨产能、“江西永冠智能制造产业升级一期技改项目”5040 万平米产能逐步投产，公司纸基胶带业务将会为公司带来约 1360 万元净利润。

图 36：2017~2022E 公司纸基胶带价格成本走势情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

图 37：2017~2022E 公司纸基胶带产销量情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

表 13：纸基胶带募投项目情况一栏

项目分类	项目名称	胶带分类	产能	预计投产/达产时间	预计营业收入（万元）	预计净利润（万元）
IPO 项目	年产 7,000 万平方米水性美纹纸胶带胶粘制品生产线建设项目	纸基胶带	7000 万平方米	2021.6	16,100.00	1,646.82
可转债项目	江西永冠智能制造产业升级一期技改项目	纸基胶带	5040 万平方米	2021 年 20% 2022 年 55% 2023 年 85% 2024 年~100%	6,955.20	302.07
	山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目	**纸基胶带**	**6000 吨**	2022 年 60%（试生产） 2021 年 80% 2024 年 100%	119,115.04	7,229.39
		OPP 胶带	110000 万吨			
		其他	500 吨棉纸胶带、500 吨泡棉胶带			

资料来源：公司公告（含预测），中信证券研究部

高新业务：汽车&医用板块

高压线束胶带需求攀升，募增项目保证未来成长

汽车线束胶带：用于汽车线束缠绕，品质要求高于民用胶带。汽车线束是汽车线路的网络主体，承担着传输电力和电信号的重任，被誉为“汽车神经”。汽车线束胶粘带专用于汽车工业线束缠绕，有捆扎导线、保护导线、吸音降噪等功能，是汽车领域不可或缺的部分。相比于一般胶带，汽车线束胶带对性能有较高要求，包括耐高温稳定性、强抗老化能力、强表面抗污力等。主要可分为 PVC 胶带、布基胶带、绒布胶带等。

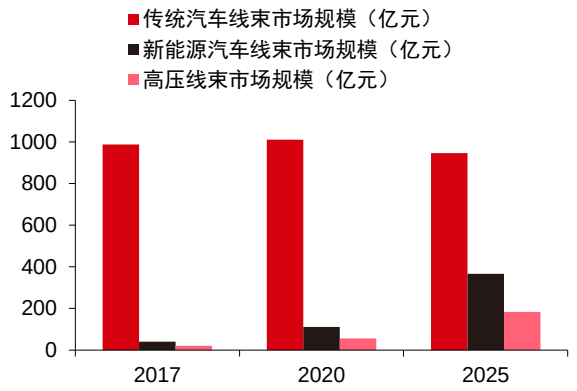
表 14：汽车线束胶种类

种类	基材	粘胶	特点
PVC 胶带	软质 PVC 膜	天然橡胶、压克力胶、合成橡胶等	有良好的耐温、耐寒、耐腐蚀、阻燃等特性
布基胶带（PET 胶带）	纤维布基、涤纶布基、绒布基等	橡胶、压克力、丙烯酸酯压敏胶等	高粘性能、柔韧性好等
绒布胶带	绒布和海绵	压敏胶	防震降噪、易撕裂等

资料来源：Wind，公司招股说明书，中信证券研究部

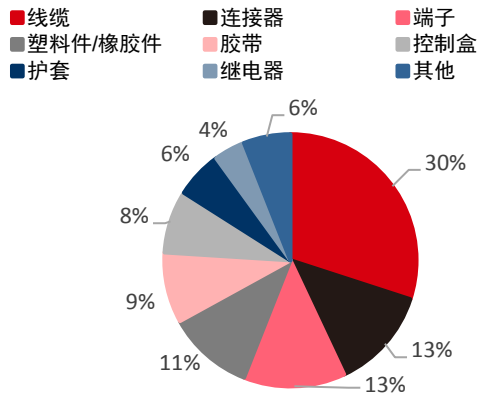
高压线束取代传统油路，新能源车带动市场增长。在国内汽车线束整体发展的背景下，汽车线束胶带的市场规模逐年攀升。随着新能源汽车 48V 等高压系统在 2021 年后的大批量应用，其更新换代将进一步带动高压线束产品和胶带需求的稳步增长。根据高工产业研究院（GGII）数据显示，2018 年度中国汽车线束胶带业务市场规模达 95 亿元，新能源汽车线束胶带市场规模 9 亿元。预计 2021 年度总体线束胶带规模可达 110 亿，新能源汽车线束胶带市场规模达 25 亿元。

图 38：2017/2020/2025 年汽车线束市场规模



资料来源：前瞻产业研究院（含预测），中信证券研究部

图 39：低压线束零部件价格占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

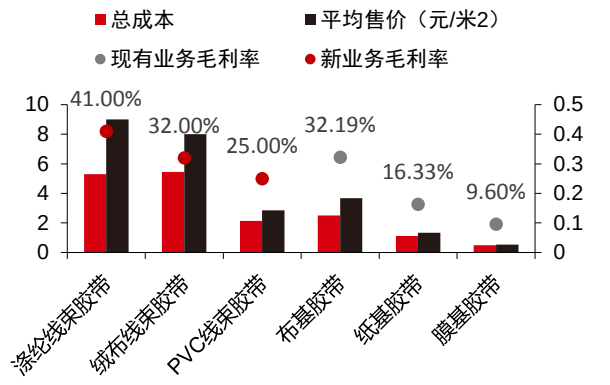
汽车线束胶技术含量高，产品附加值高。新能源汽车用高压电缆一般由高压电缆、连接器、防护材料、密封胶圈、胶带等组成。其电动机取代内燃机的特性对高压线束胶的绝缘、阻燃、耐磨、耐高温及电磁波屏蔽性能上有更高要求，因此**高压线束胶售价相比传统胶带高出 20%-30%。**

国内汽车线束胶市场被外企垄断，行业龙头有望进口替代。由于汽车线束胶的高附加值及技术壁垒，国内汽车线束胶带市场被高度垄断。四家外资生产商占有超过 85%的市场，分别是 TESA、3M、日东电工和 DIC。公司国内竞争对手为永乐、联益、凯密科，以及台湾品牌有四维和亚化。随着国内企业研发实力的增强，能够生产复合特定品质要求和具有特殊物理化学特性的高附加值汽车线束胶产品的行业龙头将会有良好的市场表现，有望实现进口替代。

汽车线束胶带产品毛利率高。汽车线束胶产品涤纶线束胶带、绒布线束胶带及 PVC 线束胶带的毛利率分别为 41%、32%、和 25%，平均毛利率可达 33%。公司 2020 年 H1 布基胶带、纸基胶带、膜基胶带、其他胶带毛利率分别为 32.19%、16.33%、9.60%、19.20%，基本低于汽车线束胶产品平均毛利率。

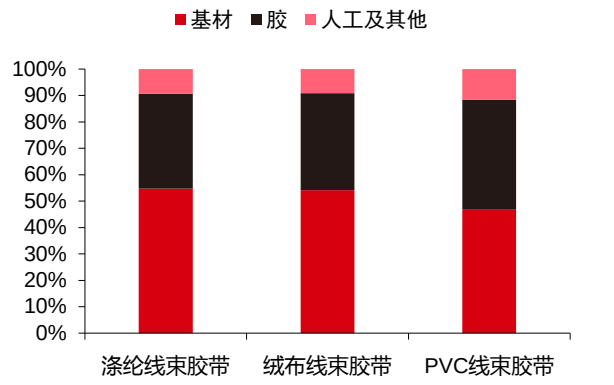
公司汽车用胶带安全环保，有望与多家主机厂合作。主机厂认证公司汽车 PVC 胶带采用水性胶水，由于用水作为溶解载体，具有安全环保的特点，符合低 VOCs 的要求。公司目前在做主机厂认证过程中的客户包括奇瑞、吉利、上气、福特、神龙。

图 40：各类汽车线束胶产品毛利率价格成本情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 41：各类汽车线束胶产品毛利率成本占比（(元/平方米）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 42：汽车线束胶车辆中应用场景

资料来源：公司官网

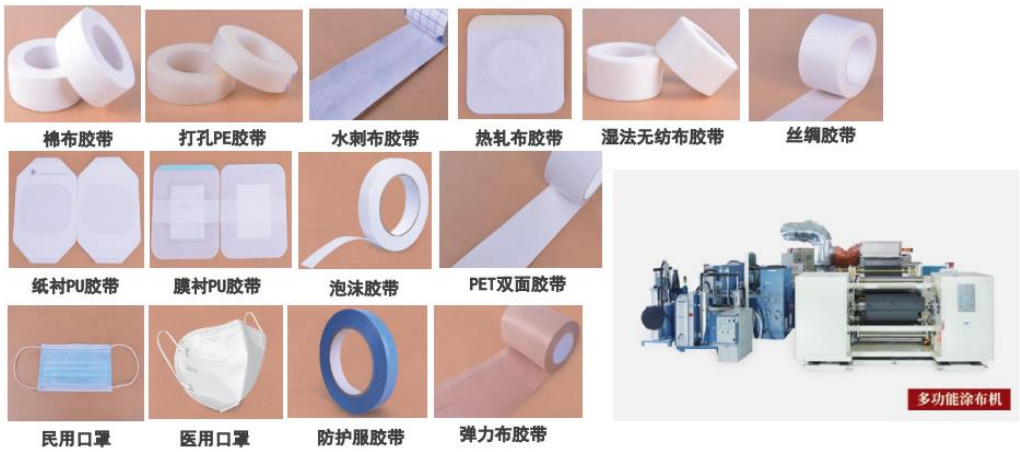
图 43：部分正在进行认证的主机厂

资料来源：公司官网，中信证券研究部

医用胶带：附加值更高，从敷料走向全产品

医用胶带市场前景广阔，增速超过传统工业。医用胶布胶带是使用无纺布、丝绸、PE 膜等材料，使用高速涂布机进行特殊的透气涂布而制成，在医疗领域中被广泛用于输液、抽血中固定针头，创伤处所用敷料的固定等。2019 年度，我国医药制造业规模以上工业企业实现营业收入 23,908.6 亿元，同比增长 7.4%，同期全国规模以上工业企业同比增长 3.8%，医药制造业增速高出传统工业 3.6 个百分点。预计未来国内医用工业产品市场将持续快速增长，医用胶带未来市场前景广阔。

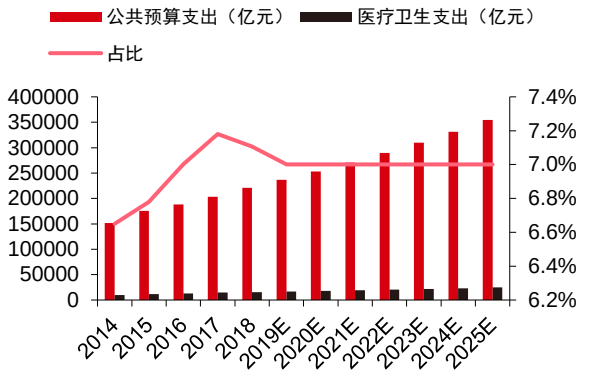
图 44：主要医疗胶带产品



资料来源：公司官网，中信证券研究部

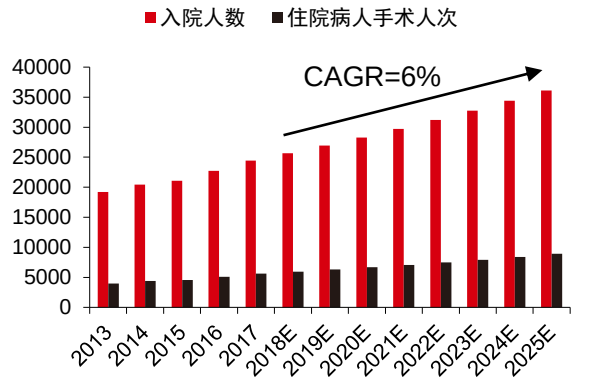
医疗体系逐渐完善，就医意愿逐渐加强。2018 年，全国医疗卫生支出为 15700 亿元，较 2017 年增长了 7.5%。自 2014 年以来，医疗卫生支出占国内总公共预算支出的比例维持在 7%左右，国家在医疗领域的持续投入使中国医疗体系逐步完善。同时，根据国家财政部发布的《关于做好 2019 年城乡居民基本医疗保障工作的通知》，要求城乡居民大病保险政策保险比例由 50%提高至 60%，将更多慢性病用药纳入医保报销。居民就医更加方便，就医意愿更加强烈。

图 45：2014-2025E 国内公共预算支出和医疗卫生支出及其占比



资料来源：财政部，中信证券研究部预测

图 46：2013-2025 年预计国内年入院人数及住院病人手术人次



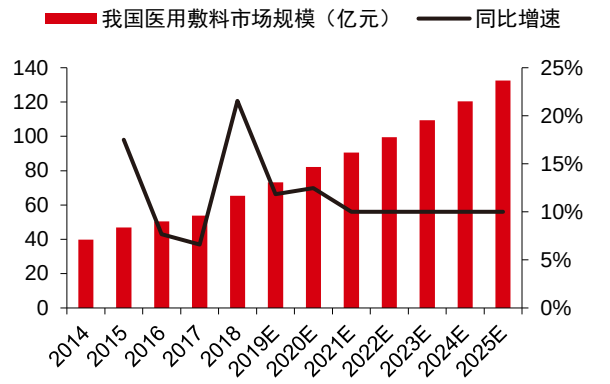
资料来源：国家统计局，中信证券研究部预测

技术壁垒高，产业加速整合将利于大公司。医用胶带技术壁垒较高，不同医疗等级的产品对应相应牌照，办证周期长，预计未来随着医用胶带行业将加速整合，部分上市胶带企业积累的技术优势将持续显现，行业集中度将逐步提升。公司作为国内胶带行业中少有的全产业链公司，多年来以布基胶带为起点，相继开发了美纹纸胶带、PVC 胶带、各类特种胶带，实现了膜基胶带生产流程中决定性的 PVC 膜的自制代替购买，产业链向上游延伸，大幅降低了成本，提升了品控。同时公司多年来也与众多国外知名胶带厂商建立了深厚的合作关系，拥有远超同业公司的优厚客户资源。由于大客户多倾向于从一家厂商综合

性定制不同种类的胶带，公司现已建立了一定的客户壁垒。**医用胶带作为行业中高技术壁垒的产品，势必会由实力雄厚、管理完善的大型胶带企业逐渐占据较大的市场份额。**

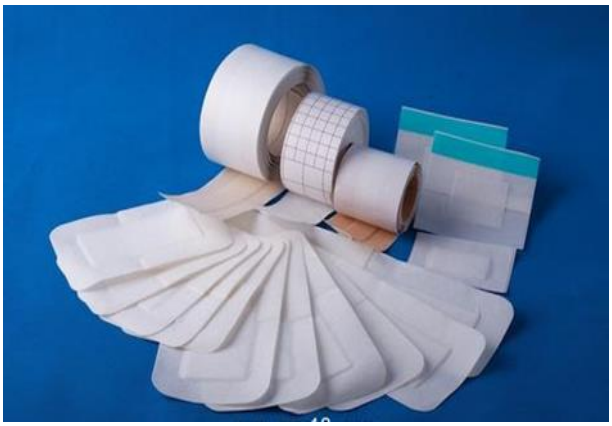
医用敷料市场带动医用胶带需求。根据 BMI Research 的相关数据，2014 年至 2018 年，全球医用敷料市场规模由 111.00 亿美元增长至 121.58 亿美元，相对应的，我国医用敷料市场规模则由 39.89 亿元增长至 65.38 亿元。由于国内医用敷料行业正处于快速发展的阶段中，并且医用胶带最常见的使用场景便是用于医用敷料的固定和包扎，公司将先从医用敷料的配套胶带产品入手。保证前期新产品顺利研发销售的同时，后期再扩充医用胶带的品类，研发更多其他用途的医用胶带产品。医用敷料市场的快速增长也会持续带动固定敷料用途医用胶带的需求，未来这类胶带的市场前景广阔，有望成为公司业务新的增长点。

图 47：2014~2025E 我国医用敷料市场规模情况



资料来源：BMI Research，中信证券研究部预测

图 48：常见医用敷料和医用胶带



资料来源：京东商城

可转债募投医用胶带产研一体化项目，提前布局增强竞争力。公司计划在上海总部实施该项目，重点发展汽车线束胶带和医用胶带等高附加值的产品。项目预计投入一个亿，其中募资占比 50%，为 5000 万。该项目预期将会进一步发展公司纵向的产品种类，提升行业竞争力。提前为医疗胶带进行技术积累将会为未来在这个赛道上的发展占得先机，占据有利地位和更大的市场份额。

进军可降解材料领域，受益“禁塑令”市场前景可期

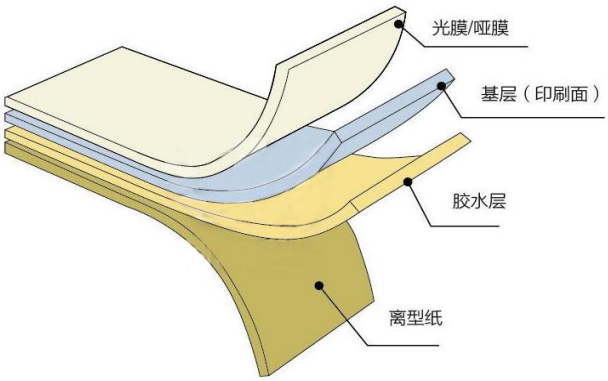
拟投产产值 20 亿可降解项目，进军高端全降解纸胶带行业。公司 1 月 4 日发布公告，拟投资 8.885 亿元在江西省抚州市东乡区兴建“环保可降解新材料生产基地建设项目”，主要产品包括全降解纸胶带、全降解不干胶、可降解热敏纸标签、降解双面胶带、拉链式纸箱等各类可降解胶粘新材料，及创新包装新材料的研发、生产和销售，建设期 36 个月，投产 5 年内预计可实现年主营业务收入 20 亿元以上。

图 49：可降解新材料项目产品一览

资料来源：公司官网

不干胶也称自粘标签材料，以纸张、薄膜或特种材料为面料，背面涂有胶粘剂，以涂硅保护纸为底纸的一种复合材料，不干胶产品可黏附在各类表面尚，管饭用于物流、医药、日化等行业的基础标签、防伪标签可边信息标签等。由于工艺路线较为简单，传统不干胶存在低端产能过剩，高端产能不足的情况，表现出性能不稳定等情况。

图 50：不干胶结构一栏



资料来源：公司官网

图 51：不干胶应用领域

资料来源：公司官网

与传统不干胶比，公司全降解不干胶采用特种纸作为基材，使用新型工艺替代传统离型纸复膜工艺，并使用特种纸作为基材涂以环保胶粘剂，符合国家推动以纸代塑的“禁塑令”和推动造纸工业向节能、环保、绿色方向发展。

表 15：“禁塑令”相关意见及相关内容

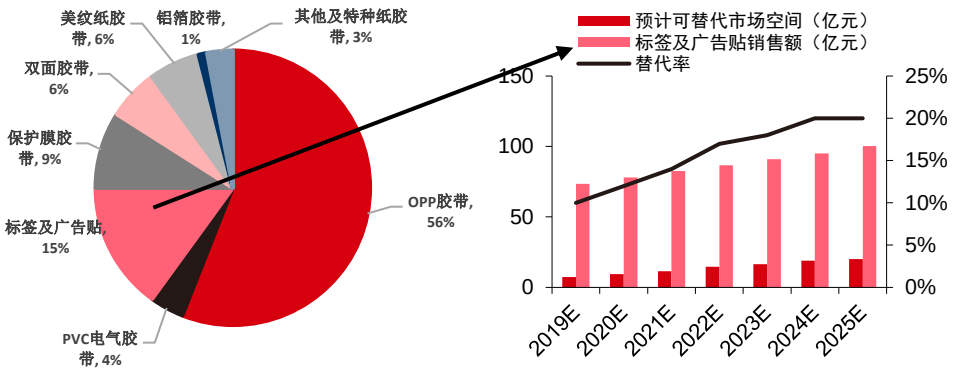
时间	发布单位	名称	相关内容
2020.1	国家发改委、生态环境部	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	到 2020 年，率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用。 在商场、超市、药店、书店等场所，推广使用环保布袋、纸袋等非塑制品和可降解购物袋，鼓励设置自助式、智慧化投放装置，方便群众生活。
2020.11	国家发展改革委、国家邮政局、工业和信息	《关于加快推进快递包装绿色转型的意见》	到 2022 年，快递包装领域全面建立统一规范、约束有力的快递绿色包装标准体系；电商和快递规范管理普遍推行，电商快件不再二次包装比例达到 85%，可循环快递包装应

时间	发布单位	名称	相关内容
	化部、司法部、生态环境部、住房城乡建设部、商务部、市场监管总局		用规模达 700 万个； 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，包装减量和绿色循环的新模式、新业态取得重大进展，快递包装基本实现绿色转型。

资料来源：国家发改委，中信证券研究部

市场空间：依托国家政策扶持，从 0 到 1。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会数据，2019 年我国胶粘带销售额为 465.5 亿元，其中标签及广告贴占比约 16%，我们预计到 2025 年销售额将达到 625.7 亿元，随着国家对标签及广告贴环保化政策的落实，若假设全降解不干胶能够实现 20%的替代，相关市场规模预计将达到 20 亿元左右。

图 52：全降解不干胶贴可替代市场测算



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，中信证券研究部预测

风险因素

原材料价格波动风险；新冠疫情导致海外销售不及预期风险；新建产能释放不及预期；下游需求增长不及预期。

盈利预测及估值评级

盈利预测

膜基胶带（PVC、OPP、BOPP 膜销售）

2020 年上半年，公司拥有 10.69 亿平方米（折合全年 21.38 亿平方米），我们预计随着产能逐步爬坡，公司将拥有：

- OPP 产能约 42.36 亿平方米（不考虑 BOPP 产线配套），其中新增产能约 20.98 亿平方米（由 11 万吨 OPP 胶带募投项目折算）；
- PVC 产能约 2.178 亿平方米，其中新增产能约 8580 万平方米（包括年产 7380 万平方米水性 PVC 胶带建设项目、江西永冠智能制造产业升级一期技改项目中 6000 万平方米 PVC 胶带），预计将于 2021 年逐步投产；
- BOPP 膜产能约 22.2 万吨，预计将于 2021 年开始逐步投产，预计将于 2022 年全部投产。

过去三年公司膜基胶带单位价格分别为 1.38/1.00/0.65 元/平方米，单位成本分别为 1.33/0.9/0.58 元/平方米，我们认为随着公司引入德国布鲁克纳产线以及智能化改造项目的推进，公司膜基胶带业务的成本将进一步下降。同时考虑到膜基胶带工艺较为简单，2018~2019 年单位成本分别-27.54/-35.22%，我们认为公司相关业务售价、成本将迎来双降。但考虑到公司 PVC 产能的投放以及 BOPP 单独销售的可能性，毛利率将有所提升，预计 2020~2022 年将实现营业收入 13.56/20.03/31.99 亿元，实现毛利润 1.70/2.94/4.74 以元。

布基胶带

公司目前拥有布基胶带产能 1.86 亿平方米（包括 2020 年 12 月投产的 4200 万平方米），过去三年公司布基胶带单位价格分别为 3.6/3.58/3.74 元/平方米，单位成本分别为 2.69/2.58/2.57 元/平方米，整体毛利率趋于稳定。我们认为未来公司相关业务毛利率将会趋于稳定，预计 2020~2022 年将实现营业收入 5.19/6.05/6.50 亿元，实现毛利润 1.57/1.87/2.06 亿元。

纸基胶带

过去三年公司纸基胶带单位价格分别为 1.36/1.34/1.37 元/平方米，单位成本分别为 1.14/1.13/1.18 元/平方米，整体毛利率趋于稳定。公司目前拥有纸基胶带产能 4.8 亿平方米，未来今年公司募投项目将逐步投产，包括：

- “年产 7,000 万平方米水性美纹纸胶带胶粘制品生产线建设项目”，预计 2021 年 6 月投产；
- “江西永冠智能制造产业升级一期技改项目”5040 万平方米纸基胶带，预计 2021 年开始投产，2024 年满产；
- “山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目”6000 吨（折合产能约 1.08 亿平方米）美纹纸胶带，预计 2022 年投产，2024 年满产。

我们认为未来公司相关业务毛利率将会趋于稳定，预计 2020~2022 年将实现营业收入 6.22/6.75/7.50 亿元，实现毛利润 0.72/0.85/1.04 亿元。

高新业务：汽车线束胶&医疗胶带&可降解材料

相对于公司目前主要定位民用胶带，工业、医疗胶带附加值较高，未来将为公司带来新的利润增长点。医疗胶带&汽车线束胶项目计划于 2023 年投产，预计届时将为公司带来营业收入 1.52 亿元/净利润 1664 万元。可降解材料项目计划于 2023 年投产，预计未来可贡献 20 亿体量收入，按照净利率 8%计算，预计将贡献 1.6 亿元净利润。

表 16：分产品盈利预测

			2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
布基胶带								
	售价	元/平方米	3.65	3.58	3.74	3.70	3.72	3.74
	增速			-1.92%	4.38%	-1.00%	0.50%	0.50%
	成本	元/平方米	2.69	2.58	2.57	2.58	2.57	2.55
	增速			-4.09%	-0.57%	0.50%	-0.50%	-0.50%
	产能	万平方米	13200	11400	14400	18600	18600	18600
	产量	万平方米	12,687.47	10,619.40	13,935.57	14492.99	16666.94	17666.96
	增速			-16.30%	31.23%	4.00%	15.00%	6.00%
	销量	万平方米	12,524.07	14,077.84	13,480.94	14020.18	16263.41	17401.84
	增速			12.41%	-4.24%	4.00%	16.00%	7.00%
	营业收入	万元	45,712.86	50,398.67	50,376.90	51,868.05	60,467.78	65,024.02
	增速			10.25%	-0.04%	2.96%	16.58%	7.54%
	营业成本	万元	33,689.75	36,320.83	34,583.13	36,146.29	41,720.05	44,417.25
	增速			7.81%	-4.78%	4.52%	15.42%	6.47%
	毛利	万元	12,023.11	14,077.84	15,793.76	15721.76	18747.73	20606.77
	增速			17.09%	12.19%	-0.46%	19.25%	9.92%
	毛利率	%	26.30%	27.93%	31.35%	30.31%	31.00%	31.69%
纸基胶带			**2017**	**2018**	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
	售价	元/平方米	1.36	1.34	1.37	1.35	1.36	1.37
	增速			-1.47%	2.35%	-1.50%	0.50%	1.00%
	成本	元/平方米	1.14	1.13	1.18	1.19	1.19	1.18
	增速			-0.88%	4.52%	1.00%	-0.50%	-0.50%
	产能	万平方米	38400	44100	48000	48000	51500	55000
	产量	万平方米	36,959.57	31,884.28	45,160.34	46063.55	48827.36	53221.82

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增速			-13.73%	41.64%	2.00%	6.00%	9.00%
销量	万平方米	36,670.16	41,947.07	45,143.44	46046.31	49730.01	54703.01
增速			14.39%	7.62%	2.00%	8.00%	10.00%
营业收入	万元	49,871.42	56,209.08	61,914.09	62,205.09	67,517.40	75,011.84
增速			12.71%	10.15%	0.47%	8.54%	11.10%
营业成本	万元	41,803.98	47,400.19	53,319.11	54,929.35	59,027.08	64,605.14
增速			13.39%	12.49%	3.02%	7.46%	9.45%
毛利	万元	8,067.44	8,808.89	8,594.98	7275.74	8490.33	10406.70
增速			9.19%	-2.43%	-15.35%	16.69%	22.57%
毛利率	%	16.18%	15.67%	13.88%	11.70%	12.58%	13.87%

膜基胶带（仅考虑新增 OPP 产能）		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
售价	元/平方米	1.38	1.00	0.65	0.59	0.54	0.52
增速			-27.54%	-35.22%	-9.00%	-8.00%	-5.00%
成本	元/平方米	1.33	0.9	0.58	0.52	0.48	0.46
增速			-32.33%	-35.47%	-10.00%	-8.00%	-5.00%
产能	万平方米	22500	55200	141200	213800	213800	332600
产量	万平方米	21,190.16	34,419.23	133,954.95	187536.93	219418.21	298408.76
增速			62.43%	289.19%	40.00%	17.00%	36.00%
销量	万平方米	24,031.39	47,787.93	131,110.97	188799.80	224671.76	305553.59
增速			98.86%	174.36%	44.00%	19.00%	36.00%
营业收入	万元	33,163.32	47,787.93	84,933.12	111,296.37	121,847.26	157,426.66
增速			44.10%	77.73%	31.04%	9.48%	29.20%
营业成本	万元	31,961.75	43,009.14	76,150.43	98,690.95	108,046.85	139,596.53
增速			34.56%	77.06%	29.60%	9.48%	29.20%
毛利	万元	1,201.57	4,778.79	8,782.70	12605.42	13800.41	17830.13
增速			297.71%	83.78%	43.53%	9.48%	29.20%
毛利率	%	3.62%	10.00%	10.34%	11.33%	11.33%	11.33%

PVC 胶带（新增产品）		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
售价	元/平方米					2.68	2.66
增速						-1.00%	-1.00%
成本	元/平方米					1.76	1.75
增速						-2.00%	-1.00%
产能	万平方米					7620	8040
产量	万平方米					6858.00	7638.00
增速							11.37%
销量	万平方米					6858.00	7638.00
增速							12.37%
营业收入	万元					18,399.33	20,287.07
增速							10.26%
营业成本	万元					12,097.51	13,338.70
增速							10.26%
毛利	万元					6301.82	6948.37
增速							10.26%

			2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
	毛利率	%					34.25%	34.25%

BOPP 基膜			2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
	售价	元/吨				9950.00	9850.50	9850.50
	增速					-0.50%	-1.00%	0.00%
	成本	元/吨				8160.00	8323.20	8281.58
	增速					2.00%	2.00%	-0.50%
	产能	吨				61000	122000	222000
	产量	吨				24400.00	61000.00	144300.00
	增速						150.00%	136.56%
	销量	吨				24400.00	61000.00	144300.00
	增速						150.00%	136.56%
	营业收入	万元				24,278.00	60,088.05	142,142.72
	增速						147.50%	136.56%
	营业成本	万元				19,910.40	50,771.52	119,503.26
	增速						155.00%	135.37%
	毛利	万元				4367.60	9316.53	22639.46
	增速						113.31%	143.00%
	毛利率	%				17.99%	15.50%	15.93%

其他			2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
	收入	万元				17146.81	17318.27	17318.27
	增速					1.00%	1.00%	0.00%
	成本	万元				13702.30	13839.32	13839.32
	增速					1.00%	1.00%	0.00%

医疗&汽车（2023 年开始贡献利润）
可降解材料（2023 年开始贡献利润）

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

基于对公司各个业务未来经营情况的假设及预测，我们预计公司 2020~2022 年实现营业收入 26.68/34.56/47.21 亿元，实现毛利润 4.34/6.01/8.19 亿元，实现归母净利润 1.55/1.97/2.66 亿元。

估值及投资评级

行业 2021 年平均 PE 为 22 倍。公司可比公司包括斯迪克、回天新材、康达新材、硅宝科技、晶华新材等，各个公司 Wind 估值情况如下表，2021 年行业平均为 21 倍。

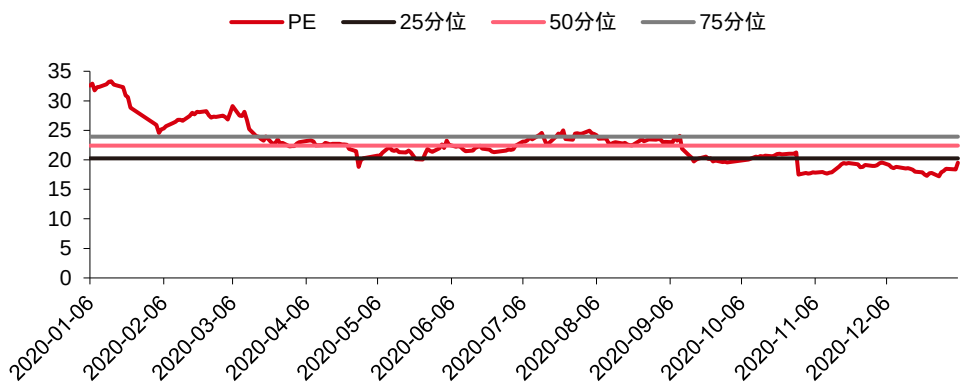
表 17：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	总市值（亿元）	总收入（亿元）				净利润（亿元）				PE			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300806.SZ	斯迪克	70.01	14.33	15.79	17.98	22.08	1.11	1.71	2.33	3.22	63	41	30	22
300041.SZ	回天新材	60.84	18.80	23.38	32.03	42.12	1.58	2.20	2.89	4.02	38	28	21	15
002669.SZ	康达新材	40.63	10.66	18.24	23.61	28.56	1.40	2.59	3.22	3.76	29	16	13	11
300019.SZ	硅宝科技	55	10.18	13.00	15.98	19.53	1.32	1.86	2.24	2.85	42	30	25	19
平均											43	28	22	17
603683.SH	晶华新材	15.31	9.31				0.03				441			

资料来源：Wind，中信证券研究部。注：康达新材采用 Wind 一致预期，其它公司采用中信证券研究部预测；股价为 2021 年 1 月 7 日收盘价

公司历史平均 P/E 为 22.4 倍。以 2021 年 1 月 7 日收盘价计算，公司 PE/TTM 为 18.3 倍，历史平均 PE 为 22.4 倍，25/75 分位 PE 为 20.24/23.93 倍，从公司的历史估值水平来看，目前公司估值仍处于 25 分位以下。

图 53：公司历史 PE



资料来源：Wind，中信证券研究部

考虑到公司未来的成长性（预计 2021~2022 年归母净利润增速分别为 26.94/35.42%，且 2023 年以后持续有新建高新产业项目投产），我们给予公司 2021 年 25xPE，对应目标价 30 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,701	2,144	2,668	3,456	4,772
营业成本	1,402	1,778	2,234	2,855	3,953
毛利率	17.57%	17.10%	16.27%	17.40%	17.16%
营业税金及附加	6	7	8	14	17
销售费用	48	64	83	111	134
营业费用率	2.81%	2.96%	3.10%	3.20%	2.80%
管理费用	25	31	40	52	71
管理费用率	1.48%	1.45%	1.50%	1.50%	1.48%
财务费用	(0)	3	12	43	81
财务费用率	-0.02%	0.13%	0.45%	1.26%	1.70%
投资收益	(25)	(5)	(3)	(3)	(1)
营业利润	151	166	181	232	313
营业利润率	8.87%	7.76%	6.78%	6.70%	6.56%
营业外收入	1	2	2	1	2
营业外支出	0	2	1	1	1
利润总额	151	166	182	231	313
所得税	20	18	27	35	47
所得税率	13.14%	10.93%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	131	148	155	197	266
净利率	7.72%	6.92%	5.81%	5.69%	5.58%

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	196	461	667	864	1,137
存货	249	262	368	466	626
应收账款	296	325	423	586	763
其他流动资产	55	182	191	206	244
流动资产	797	1,230	1,648	2,122	2,770
固定资产	472	470	942	1,506	2,103
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	23	23	19	17	16
其他长期资产	25	135	84	134	283
非流动资产	520	628	1,046	1,657	2,402
资产总计	1,317	1,858	2,694	3,780	5,172
短期借款	115	150	906	1,716	2,774
应付账款	141	157	194	262	352
其他流动负债	89	140	52	84	96
流动负债	344	446	1,153	2,062	3,223
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	76	46	46	46	46
非流动性负债	76	46	46	46	46
负债合计	421	493	1,199	2,108	3,269
股本	125	167	167	167	167
资本公积	346	665	665	665	665
归属于母公司所有者权益合计	897	1,365	1,495	1,671	1,903
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	897	1,365	1,495	1,671	1,903
负债股东权益总计	1,317	1,858	2,694	3,780	5,172

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	151	166	182	231	313
所得税支出	-20	-18	-27	-35	-47
折旧和摊销	50	56	89	145	213
营运资金的变化	-43	-28	-266	-176	-277
其他经营现金流	34	25	20	47	90
经营现金流合计	172	201	-1	214	292
资本支出	-85	-180	-507	-757	-957
投资收益	-25	-5	-3	-3	-1
其他投资现金流	-3	-100	-2	-3	-4
投资现金流合计	-113	-285	-512	-763	-961
发行股票	0	382	0	0	0
负债变化	345	336	756	810	1,058
股息支出	0	-30	-25	-21	-35
其他融资现金流	-374	-351	-12	-43	-81
融资现金流合计	-29	336	719	746	942
现金及现金等价物净增加额	30	252	206	197	273

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	20.63%	26.05%	24.42%	29.55%	38.07%
营业利润增长率	65.12%	10.32%	8.68%	28.03%	35.18%
净利润增长率	61.12%	12.86%	4.54%	26.94%	35.42%
毛利率	17.57%	17.10%	16.27%	17.40%	17.16%
EBITDA Margin	12.39%	10.42%	10.63%	12.16%	12.73%
净利率	7.72%	6.92%	5.81%	5.69%	5.58%
净资产收益率	14.65%	10.86%	10.37%	11.77%	14.00%
总资产收益率	9.97%	7.98%	5.75%	5.21%	5.15%
资产负债率	31.92%	26.52%	44.50%	55.78%	63.20%
所得税率	13.14%	10.93%	15.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	22.82%	16.85%	13.23%	17.63%	15.90%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA （UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA （UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA （UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd (“CAPL”) (商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号: 350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。