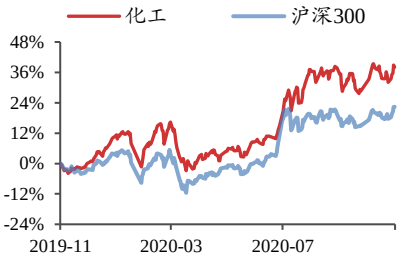
化工

2020 年 11 月 07 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图




数据来源：贝格数据

相关研究报告

《新材料行业周报-昊华科技前三季度净利大增 34%，关注科研试剂国产化机遇》-2020.11.1

《新材料行业周报-昊华气体有限公司揭牌成立，4600 吨电子气体项目奠基开工》-2020.10.25

《新材料行业周报-中芯国际上调 Q3 业绩指引，关注 ePTFE 长尾利基市场》-2020.10.18

# 新材料 2020 年三季报综述：出口型企业环比改善，军工材料高增长主线确立

## ——新材料行业深度报告

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

吉金（联系人）
jijin@kysec.cn
证书编号：S0790120030003

张玮航（联系人）
zhangweihang@kysec.cn
证书编号：S0790119120025

● **新材料板块 2020Q3 整体业绩、盈利能力均实现同比增长**

2020Q3 新材料板块整体实现营收 409.7 亿元，同比增长 20.46%；实现归母净利润 38.5 亿元，同比增长 29.1%；板块整体毛利率达 25.01%，同比增长 0.62 pcts；净利率达 9.41%，同比增长 0.63 pcts。从细分板块看，军工材料、半导体材料、显示材料和尾气处理材料四大板块成长性符合我们预期；而受智能手机市场需求紧缩的影响，手机散热、功能涂料等领域上市公司业绩承压，我们预计 5G 换机潮将成为产业链重回增长的重要节点。2020 年新冠疫情在海内外先后蔓延，对新材料的下游生产及消费造成影响，我们将新材料上市公司分为内需型和出口型，以业绩环比数据分析企业经营复苏状况。

● **2020Q3 出口型新材料企业净利润环比改善显著**

根据我们对内需型和出口型化工新材料企业的划分，约 57%的内需型新材料企业在 2020 年前三季度业绩实现同比增长，约 65%的内需型新材料企业在 2020Q3 单季度业绩实现同比增长。对于出口型化工新材料企业，由于受海外疫情的影响，2020Q2 以万润股份、雅克科技、科思股份为代表的出口型企业业绩承压。而进入三季度后，随着海外疫情风险的逐步释放，万润股份、江丰电子 Q3 单季度归母净利润环比分别增长 43%、187%；雅克科技并表子公司韩国斯洋和韩国 COTEM，Q3 单季度归母净利润高增 40%。我们认为，对于出口型新材料企业，需求最差的阶段已经过去，随着海外汽车、电子元器件制造、化妆品等行业复工复产，我国新材料企业的贸易出口业务将迎来改善。

● **军工材料高增长主线确立，行业有望持续景气向上**

从各细分板块来看，2020Q3 单季度，**显示材料**板块实现营收 78.96 亿元，同比增长 37.5%；实现归母净利润 9.75 亿元，同比增长 54.9%；毛利率达 43.70%，同比增长 4.32 pcts；净利率达 12.35%，同比增长 1.38 pcts。**军工材料**板块实现营业收 40.80 亿元，同比增长 13.5%；实现归母净利润 6.46 亿元，同比增长 77.0%；毛利率达 34.84%，同比增长 7.92 pcts；利率达 15.85%，同比增长 5.68 pcts。**半导体材料**板块实现营收 137.79 亿元，同比增长 17.4%；实现归母净利润 12.70 亿元，同比增长 51.8%；毛利率达 20.58%，同比增长 0.63 pcts；净利率达 9.22%，同比增长 2.09 pcts。**尾气处理**板块实现营收 16.76 亿元，同比增长 22.2%；实现归母净利润 3.39 亿元，同比增长 21.1%；毛利率达 45.02%，同比增长 2.78 pcts；净利率达 20.25%，同比减少 0.18 pcts。其中，军工材料板块 6 家企业的成长能力和盈利能力较为突出，下游军工装备行业持续景气向上，符合我们对于军工材料板块高速增长的预期，我们预计昊华科技、光威复材、中简科技等空军配套企业将在较长时期内受益军费支出的有力增长。

● **风险提示：**技术突破不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动等。

# 目 录

1、 新材料板块 2020Q3 整体业绩同比增长 29.1% ..... 3
2、 半数以上企业前三季度业绩正增长，出口型企业环比改善 ..... 4
3、 细分板块：军工材料高增长主线确立 ..... 5
3.1、 军工材料：昊华科技增长提速，产品结构优化实现降本增利 ..... 6
3.2、 半导体材料：下游需求旺盛、国产替代加速，江丰电子高质量增长 ..... 8
3.3、 显示材料：BOPET 膜价格、价差快速上涨，双星新材业绩高增 ..... 10
3.4、 尾气处理材料：奥福环保成长能力、盈利能力表现最佳 ..... 12
4、 风险提示 ..... 13

# 图表目录

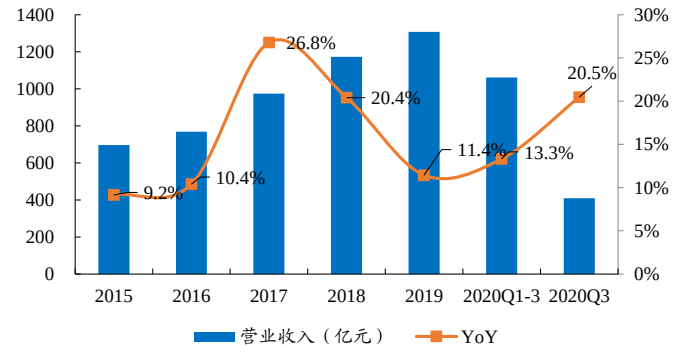
图 1： 化工新材料板块营收 Q3 同比增长 20.5% ..... 3
图 2： 化工新材料板块利润 Q3 同比增长 29.1% ..... 3
图 3： 化工新材料板块盈利能力提升明显 ..... 3
图 4： 约 57%的内需型企业 2020 前三季业绩同比增长 ..... 4
图 5： 约 65%的内需型企业 2020Q3 业绩同比增长 ..... 4
图 6： 7 家出口型企业 2020 前三季度净利润同比增长 ..... 5
图 7： 6 家出口型企业 2020Q3 单季净利润环比增长 ..... 5
图 8： 2020 年三季度新材料各板块营收增长稳健 ..... 6
图 9： 2020 年三季度新材料各板块利润同比高增 ..... 6
图 10： 2020 年三季度新材料各板块毛利率改善明显 ..... 6
图 11： 2020 年三季度军工材料板块净利率提升较大 ..... 6

表 1： 2019 年海外业务收入占比超过 60%的 10 家出口型新材料企业 ..... 4
表 2： 军工材料板块 2020 三季度营收、归母净利润增长迅速 ..... 7
表 3： 军工材料板块 2020 三季度毛利率、净利率大幅提升 ..... 7
表 4： 半导体材料板块 2020 年三季度营收、归母净利润稳健增长 ..... 8
表 5： 半导体材料板块 2020 年三季度毛利率、净利率稳中有进 ..... 9
表 6： 显示材料板块 2020Q3 单季度营收、归母净利润加速增长 ..... 11
表 7： 显示材料板块 2020Q3 单季度毛利率、净利率改善明显 ..... 11
表 8： 尾气处理材料板块 2020 年三季度营收、利润稳健增长 ..... 12
表 9： 尾气处理材料板块 2020 年三季度毛利率、净利率水平整体稳定 ..... 13

## 1、 新材料板块 2020Q3 整体业绩同比增长 29.1%

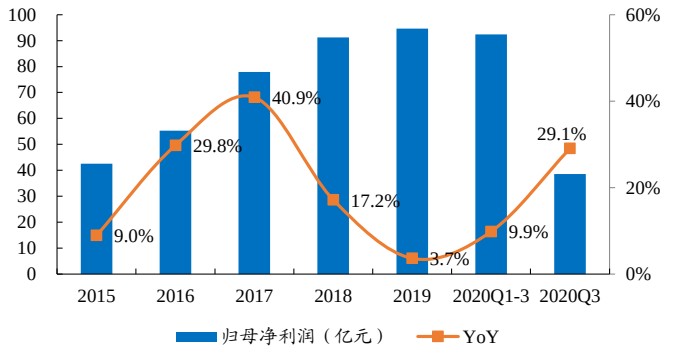
**从新材料板块三季报来看，板块整体业绩、盈利能力均实现同比增长。**我们选取了 73 家新材料上市公司（剔除权重较大的金发科技、中环股份，以及周期性较强的巨化股份），2020Q3 板块整体实现营收 409.7 亿元，同比增长 20.46%；实现归母净利润 38.5 亿元，同比增长 29.1%；板块整体毛利率达 25.01%，同比增长 0.62 pcts；净利率达 9.41%，同比增长 0.63 pcts。从细分板块看，军工材料、半导体材料、显示材料和尾气处理材料四大板块是我们长期重点关注和跟踪的领域，各板块的成长性均符合我们预期；而受智能手机市场需求紧缩的影响，手机散热、功能涂料等领域上市公司业绩承压，我们预计 5G 换机潮将成为产业链重回增长的重要节点。另一个维度，2020 年新冠疫情在海内外先后蔓延，对新材料的下游生产及消费造成影响，我们将新材料上市公司分为内需型和出口型，以业绩环比数据分析企业经营复苏状况。

**图1：化工新材料板块营收 Q3 同比增长 20.5%**



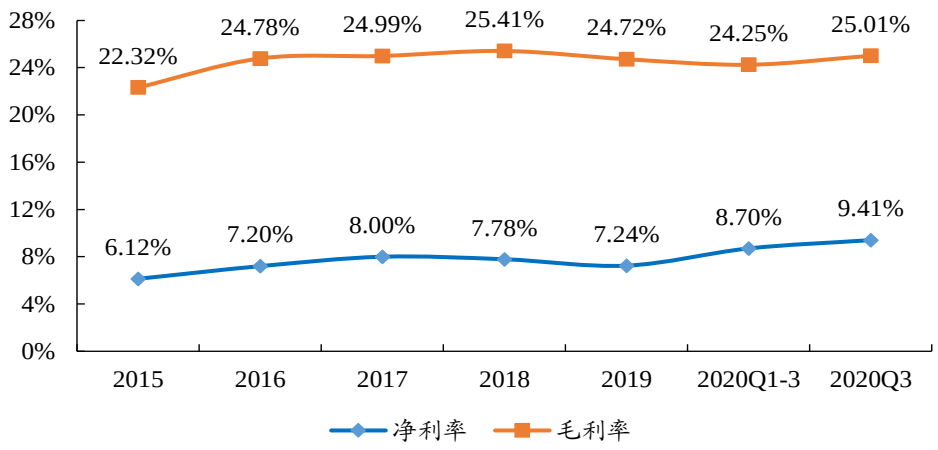

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图2：化工新材料板块利润 Q3 同比增长 29.1%**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3：化工新材料板块盈利能力提升明显**




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、 半数以上企业前三季度业绩正增长，出口型企业环比改善

我们选取了 76 家新材料上市公司，以 2019 年全年海外收入占总营业收入比例划分出口型企业和内需型企业，2019 年海外收入占比超过 60%的为出口型企业，国内收入占比超过 60%的为内需型企业。据此统计，出口型企业数量为 10 家，占比 13.16%，内需型企业数量为 60 家，占比 78.95%。

**表1：2019 年海外业务收入占比超过 60%的 10 家出口型新材料企业**

| 证券代码 | 证券简称 | 2019 年营业收入（百万元） | 2019 年海外业务收入（百万元） | 2019 年海外业务收入占比 |
|---|---|---|---|---|
| 688233.SH | 神工股份 | 188.59 | 185.00 | 98.10% |
| 300856.SZ | 科思股份 | 1,100.36 | 992.90 | 90.23% |
| 002643.SZ | 万润股份 | 2,870.13 | 2,457.34 | 85.62% |
| 688550.SH | 瑞联新材 | 990.23 | 781.93 | 78.96% |
| 300666.SZ | 江丰电子 | 824.96 | 590.23 | 71.55% |
| 688126.SH | 沪硅产业-U | 1,492.51 | 1,053.98 | 70.62% |
| 002409.SZ | 雅克科技 | 1,832.39 | 1,178.09 | 64.29% |
| 300054.SZ | 鼎龙股份 | 1,148.80 | 726.65 | 63.25% |
| 002326.SZ | 永太科技 | 3,429.84 | 2,158.73 | 62.94% |
| 600458.SH | 时代新材 | 11,245.61 | 6,922.94 | 61.56% |

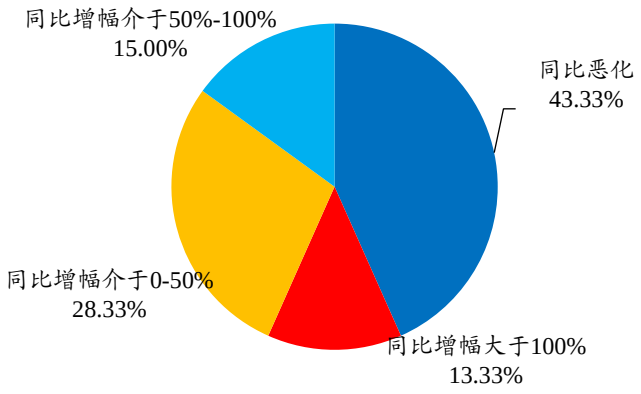
数据来源：Wind、开源证券研究所

**一半以上内需型新材料企业 2020 年前三季度或 Q3 单季度业绩同比增长。**

**约 57%的内需型新材料企业 2020 年前三季度业绩同比增长。**60 家内需型企业中，2020 年前三季度归母净利润同比增幅 100%以上的企业占比 13.33%，同比增幅介于 50%-100%的企业占比 15%，同比增幅介于 0%-50%的企业占比 28.33%，约 43.33%的企业 2020 年前三季度业绩同比下滑。

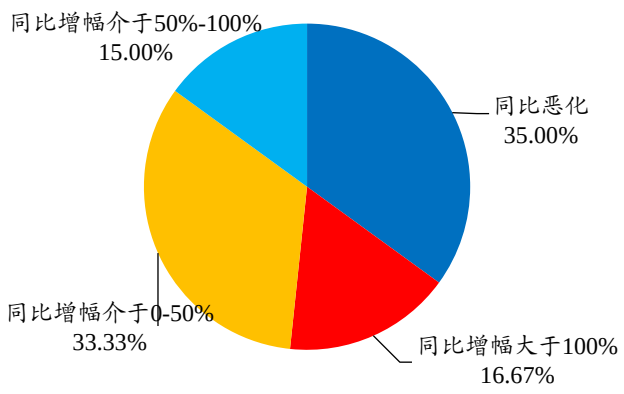
**约 65%的内需型新材料企业 2020Q3 单季度业绩同比增长。**60 家内需型企业中，2020Q3 归母净利润同比增幅 100%以上的企业占比达 16.67%，同比增幅介于 50%-100%的企业占比达 15%，同比增幅介于 0%-50%的企业占比为 33.33%，约 35%的企业 2020 年第三季度业绩同比下滑。

**图4：约 57%的内需型企业 2020 前三季业绩同比增长**




数据来源：Wind、开源证券研究所

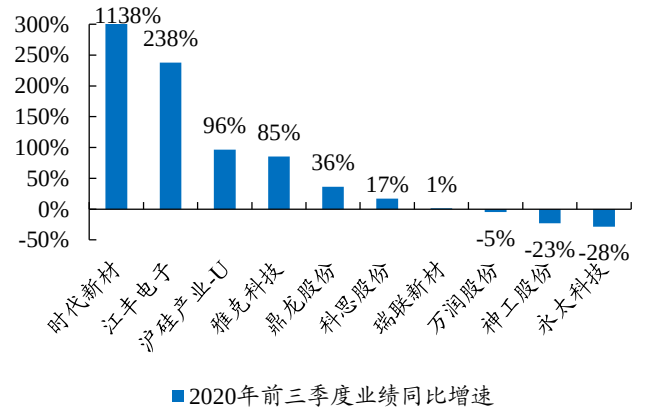
**图5：约 65%的内需型企业 2020Q3 业绩同比增长**




数据来源：Wind、开源证券研究所

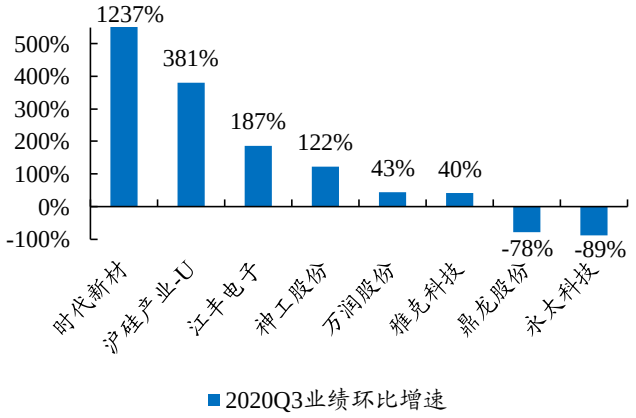
**10 家出口型新材料企业中，江丰电子、万润股份 Q3 业绩环比高增。**受海外疫情的影响，2020Q2 以万润股份、雅克科技、科思股份为代表的出口型企业业绩承压。三季度以来，海外疫情风险逐步释放，万润股份、江丰电子 Q3 单季度归母净利润环比分别增长 43%、187%；雅克科技并表子公司韩国斯洋和韩国 COTEM，Q3 单季度归母净利润高增 40%。我们认为，对于出口型新材料企业，需求最差的阶段已经过去，随着海外汽车、电子元器件制造、化妆品等行业的复工复产，我国新材料企业的贸易出口业务也将迎来改善。同时，在国内大循环政策指引和关键新材料进口替代的趋势下，万润股份、雅克科技、江丰电子、沪硅产业-U 也抓住机遇，加强了境内业务拓展。

**图6：7 家出口型企业 2020 前三季度净利润同比增长**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图7：6 家出口型企业 2020Q3 单季净利润环比增长**




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、 细分板块：军工材料高增长主线确立

**从各细分板块来看，2020Q3 军工材料板块成长能力和盈利能力表现突出。**

**营业收入方面：**2020 年前三季度，显示材料板块实现营业收入 200.17 亿元，同比增长 24.5%；军工材料板块实现营业收入 113.98 亿元，同比增长 10.8%；半导体材料板块实现营业收入 367.02 亿元，同比增长 15.2%；尾气处理板块实现营业收入 44.48 亿元，同比增长 8.9%。2020Q3 单季度，显示材料板块实现营业收入 78.96 亿元，同比增长 37.5%；军工材料板块实现营业收 40.80 亿元，同比增长 13.5%；半导体材料板块实现营业收入 137.79 亿元，同比增长 17.4%；尾气处理板块实现营业收入 16.76 亿元，同比增长 22.2%。

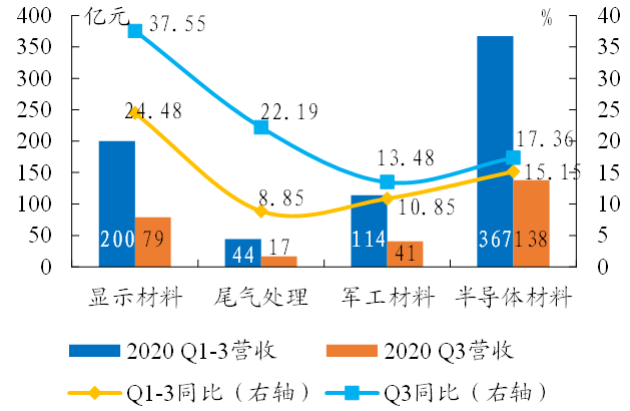
**归母净利润方面：**2020 年前三季度，显示材料板块实现归母净利润 18.44 亿元，同比增长 13.5%；军工材料板块实现归母净利润 17.87 亿元，同比增长 41.3%；半导体材料板块实现归母净利润 31.54 亿元，同比增长 34.7%；尾气处理板块实现归母净利润 9.16 亿元，同比增长 8.5%。2020Q3 单季度，显示材料板块实现归母净利润 9.75 亿元，同比增长 54.9%；军工材料板块实现归母净利润 6.46 亿元，同比增长 77.0%；半导体材料板块实现归母净利润 12.70 亿元，同比增长 51.8%；尾气处理板块实现归母净利润 3.39 亿元，同比增长 21.1%。

**毛利率方面：**2020 年前三季度，显示材料板块毛利率达 38.95%，同比增长 0.75 pcts；军工材料板块毛利率达 33.66%，同比增长 4.06 pcts；半导体材料板块毛利率达

20.89%，同比微降 0.08 pcts；尾气处理板块毛利率达 44.93%，同比增长 0.71 pcts。2020Q3 单季度，显示材料板块毛利率达 43.70%，同比增长 4.32 pcts；军工材料板块毛利率达 34.84%，同比增长 7.92 pcts；半导体材料板块毛利率达 20.58%，同比上升 0.63 pcts；尾气处理板块毛利率达 45.02%，同比增长 2.78 pcts。

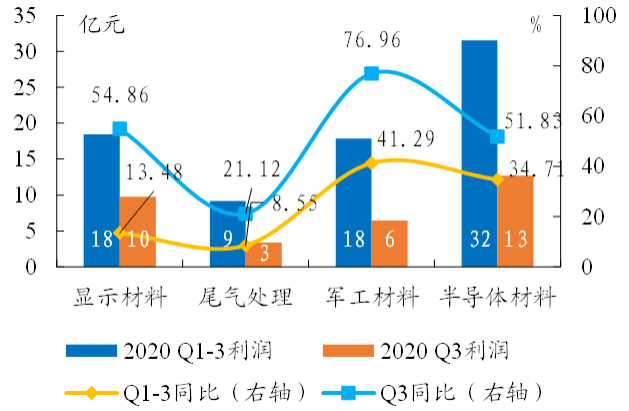
**净利率方面：**2020 年前三季度，显示材料板块净利率达 9.21%，同比减少 0.89 pcts；军工材料板块净利率达 15.68%，同比增长 3.38 pcts；半导体材料板块净利率达 8.59%，同比增长 1.25 pcts；尾气处理板块净利率达 20.60%，同比减少 0.06 pcts。2020Q3 单季度，显示材料板块净利率达 12.35%，同比增长 1.38 pcts；军工材料板块净利率达 15.85%，同比增长 5.68 pcts；半导体材料板块净利率达 9.22%，同比增长 2.09 pcts；尾气处理板块净利率达 20.25%，同比减少 0.18 pcts。

**图 8：2020 年三季度新材料各板块营收增长稳健**



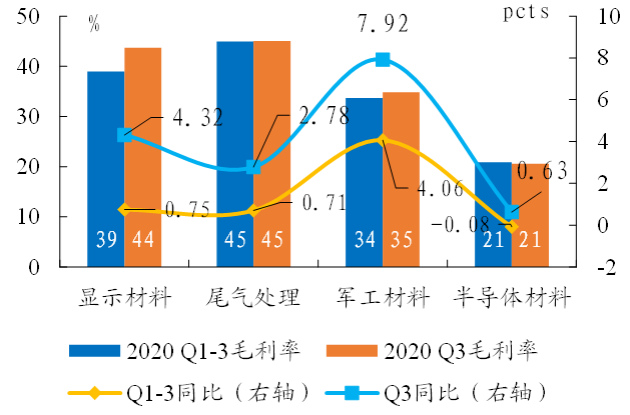

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图 9：2020 年三季度新材料各板块利润同比高增**



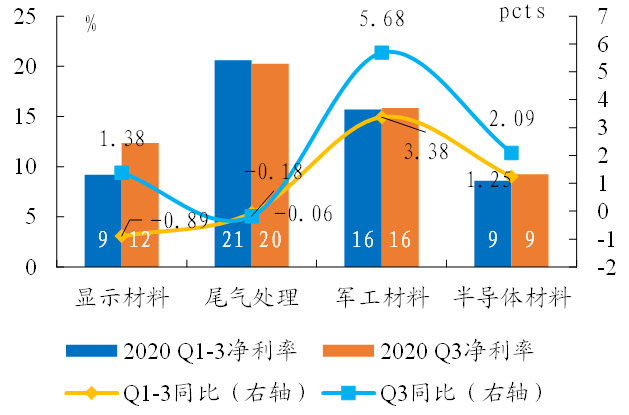

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图 10：2020 年三季度新材料各板块毛利率改善明显**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图 11：2020 年三季度军工材料板块净利率提升较大**




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.1、 军工材料：昊华科技增长提速，产品结构优化实现降本增利

**成长能力：**2020Q3 军工材料板块实现营收 40.80 亿元，同比增长 13.5%；实现归母净利润 6.46 亿元，同比增长 77.0%。其中，中简科技、西部超导延续了 Q2 以来

的强势增长，中简科技 2020Q3 实现营收 0.92 亿元，同比增长 107.29%；实现归母净利润 0.38 亿元，同比增长 75.38%。西部超导 2020Q3 实现营收 5.65 亿元，同比增长 79.84%；实现归母净利润 1.39 亿元，同比增长 433.11%。另外，昊华科技业绩增长明显提速，2020Q3 归母净利润增长 78.89%。

**表2：军工材料板块 2020 三季度营收、归母净利润增长迅速**

| | 营业收入 | | | | 归母净利润 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 前三季（亿元） | Q3 单季（亿元） | 前三季同比（%） | Q3 单季同比（%） | 前三季（亿元） | Q3 单季（亿元） | 前三季同比（%） | Q3 单季同比（%） |
| 隆华科技 | 12.46 | 4.64 | -3.79 | -1.76 | 1.73 | 0.64 | 28.83 | 25.47 |
| 光威复材 | 16.03 | 5.98 | 22.49 | 26.61 | 5.24 | 1.73 | 18.06 | 28.81 |
| 中简科技 | 2.60 | 0.92 | 63.41 | 107.29 | 1.31 | 0.38 | 76.90 | 75.38 |
| 昊华科技 | 35.69 | 11.96 | 5.66 | 11.46 | 4.45 | 1.33 | 33.76 | 78.89 |
| 西部超导 | 15.18 | 5.65 | 54.39 | 79.84 | 2.72 | 1.39 | 143.06 | 433.11 |
| 宝钛股份 | 32.01 | 11.64 | -0.13 | -6.15 | 2.42 | 0.99 | 42.04 | 66.91 |
| **军工材料合计** | **113.98** | **40.80** | **10.85** | **13.48** | **17.87** | **6.46** | **41.29** | **76.96** |

数据来源：Wind、开源证券研究所

**盈利能力：**2020Q3 军工材料板块毛利率达 34.84%，同比增长 7.92 pcts；净利率达 15.85%，同比增长 5.68 pcts。其中，西部超导、宝钛股份盈利能力同比改善最为明显，西部超导 2020Q3 毛利率达 39.91%，同比增长 4.1 pcts；净利率达 24.8%，同比增长 16.75 pcts。宝钛股份 2020Q3 毛利率达 26.31%，同比增长 11.16 pcts；净利率达 9.09%，同比增长 3.64 pcts。另外，昊华科技受益航空轮胎等军品的产品结构持续优化，以及增收节支、降本增利行动的实施，盈利能力也明显提升，2020Q3 毛利率同比增加 4.3 pcts，净利率同比增加 3.98 pcts。

**表3：军工材料板块 2020 三季度毛利率、净利率大幅提升**

| | 毛利率 | | | | 净利率 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 前三季（%） | Q3 单季（%） | 前三季同比（pcts） | Q3 单季同比（pcts） | 前三季（%） | Q3 单季（%） | 前三季同比（pcts） | Q3 单季同比（pcts） |
| 隆华科技 | 32.35 | 32.99 | 2.09 | 2.08 | 15.79 | 15.55 | 3.49 | 1.99 |
| 光威复材 | 52.14 | 48.97 | 3.06 | 4.88 | 32.69 | 28.85 | -1.25 | 0.48 |
| 中简科技 | 83.85 | 83.90 | 3.44 | 2.08 | 50.52 | 41.43 | 3.85 | -7.54 |
| 昊华科技 | 29.81 | 30.63 | 1.23 | 4.30 | 12.64 | 11.22 | 2.36 | 3.98 |
| 西部超导 | 36.52 | 39.91 | 1.66 | 4.10 | 17.65 | 24.80 | 6.25 | 16.75 |
| 宝钛股份 | 23.79 | 26.31 | 5.48 | 11.16 | 8.59 | 9.09 | 2.41 | 3.64 |
| **军工材料合计** | **33.66** | **34.84** | **4.06** | **7.92** | **15.68** | **15.85** | **3.38** | **5.68** |

数据来源：Wind、开源证券研究所

**从军工材料企业三季报看，下游军工装备行业持续景气向上，符合我们对于军工材料板块高速增长的预期，我们预计昊华科技、光威复材、中简科技等空军配套企业将在较长时期内受益军费支出的有力增长。同时，随着技术军转民的深入推进，拥有深厚技术积累的企业有望把握广阔民用市场的契机，开拓全新的增长空间。**

### 3.2、 半导体材料：下游需求旺盛、国产替代加速，江丰电子高质量增长

**成长能力：**2020Q3 半导体材料板块实现营业收入 137.79 亿元，同比增长 17.4%；实现归母净利润 12.70 亿元（扣非后 8.58 亿元），同比增长 51.8%（扣非后同比增长 28.36%）。其中，溅射靶材板块的江丰电子、湿电子化学品板块的晶瑞股份、CMP 材料板块的安集科技单季度净利润增长在一倍以上。江丰电子 2020Q3 实现营收 3.12 亿元，同比增长 40.9%；实现扣非归母净利润 0.24 亿元，同比增长 526.32%。晶瑞股份 2020Q3 实现营收 2.85 亿元，同比增长 46.39%；实现扣非归母净利润 0.16 亿元，同比增长 251.91%。安集科技实现营收 1.17 亿元，同比增长 53.50%；实现扣非归母净利润 0.16 亿元，同比增长 0.93%。同时，中环股份、彤程新材、雅克科技三季度增速也较为可观。

**表4：半导体材料板块 2020 年三季度营收、归母净利润稳健增长**

| | 营业收入 | | | | 归母净利润 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 前三季（亿元） | Q3 单季（亿元） | 前三季同比（%） | Q3 单季同比（%） | 前三季（亿元） | Q3 单季（亿元） | 前三季同比（%） | Q3 单季同比（%） |
| 沪硅产业-U | 13.07 | 4.53 | 22.12 | 8.87 | -0.02<br>（-2.07） | 0.81<br>（-0.54） | 96.27<br>（-31.81） | 184.10<br>（-） |
| 中环股份 | 133.77 | 47.32 | 11.32 | 16.15 | 8.46<br>（6.31） | 3.08<br>（2.09） | 20.57<br>（12.89） | 23.31<br>（1.71） |
| **大硅片合计** | **146.84** | **51.85** | **12.21** | **15.48** | **8.45<br>（4.24）** | **3.89<br>（1.54）** | **28.87<br>（5.50）** | **39.76<br>（-24.85）** |
| 南大光电 | 4.29 | 1.67 | 96.15 | 110.79 | 0.89<br>（0.04） | 0.01<br>（0.02） | 97.00<br>（-84.84） | -94.26<br>（-82.05） |
| 强力新材 | 5.69 | 1.96 | -12.69 | -11.70 | 0.86<br>（0.75） | 0.29<br>（0.25） | -34.00<br>（-36.11） | -33.70<br>（-30.44） |
| 彤程新材 | 15.00 | 5.57 | -8.44 | 8.81 | 3.29<br>（3.16） | 1.49<br>（1.41） | 0.29<br>（4.29） | 56.84<br>（73.75） |
| **光刻材料合计** | **24.98** | **9.21** | **-0.42** | **13.18** | **5.05<br>（3.95）** | **1.79<br>（1.69）** | **0.12<br>（-11.69）** | **13.70<br>（28.91）** |
| 江丰电子 | 8.45 | 3.12 | 48.63 | 40.90 | 1.10<br>（0.59） | 0.69<br>（0.24） | 238.01<br>（622.80） | 268.85<br>（526.32） |
| 有研新材 | 87.30 | 36.40 | 20.98 | 8.40 | 1.49<br>（1.07） | 0.83<br>（0.68） | 98.88<br>（150.73） | 137.98<br>（167.45） |
| **溅射靶材合计** | **95.75** | **39.52** | **23.00** | **10.41** | **2.59<br>（1.66）** | **1.52<br>（0.92）** | **140.91<br>（226.85）** | **183.73<br>（213.76）** |
| 晶瑞股份 | 7.14 | 2.85 | 25.32 | 46.39 | 0.62<br>（0.31） | 0.38<br>（0.16） | 196.42<br>（121.16） | 501.48<br>（251.91） |
| 江化微 | 4.08 | 1.52 | 12.19 | 9.87 | 0.43<br>（0.38） | 0.21<br>（0.18） | 29.40<br>（24.74） | 19.32<br>（8.63） |
| 格林达 | 4.23 | 1.59 | 6.59 | 24.88 | 0.81<br>（0.78） | 0.30<br>（0.28） | 1.54<br>（1.14） | 10.42<br>（-） |
| **湿电子化学品合计** | **15.45** | **5.96** | **16.14** | **29.49** | **1.86<br>（1.47）** | **0.88<br>（0.62）** | **38.66<br>（229.60）** | **75.42<br>（195.64）** |
| 雅克科技 | 16.85 | 7.57 | 23.72 | 51.02 | 3.44<br>（2.74） | 1.33<br>（1.18） | 85.17<br>（57.16） | 55.68<br>（45.77） |

| | 营业收入 | | | | 归母净利润 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 华特气体 | 6.83 | 2.61 | 12.36 | 20.19 | 0.74<br>（0.69） | 0.31<br>（0.28） | 15.15<br>（18.30） | 27.70<br>（26.01） |
| 金宏气体 | 8.99 | 3.51 | 4.66 | 11.91 | 1.43<br>（1.24） | 0.60<br>（0.52） | 4.13<br>（-7.65） | -2.56<br>（-13.31） |
| 昊华科技 | 35.69 | 11.96 | 5.66 | 11.46 | 4.45<br>（4.14） | 1.33<br>（1.35） | 33.76<br>（30.91） | 78.89<br>（97.06） |
| **电子特气合计** | **68.37** | **25.66** | **10.98** | **23.13** | **10.05<br>（8.80）** | **3.57<br>（3.34）** | **40.20<br>（28.97）** | **46.25<br>（43.62）** |
| 鼎龙股份 | 12.54 | 4.43 | 57.47 | 86.40 | 2.40<br>（0.95） | 0.41<br>（0.32） | 36.08<br>（-36.59） | 14.65<br>（-6.67） |
| 安集科技 | 3.09 | 1.17 | 50.39 | 53.50 | 1.14<br>（0.65） | 0.64<br>（0.16） | 145.49<br>（103.08） | 274.85<br>（0.93） |
| **CMP 材料合计** | **15.63** | **5.60** | **56.02** | **78.41** | **3.54<br>（1.60）** | **1.05<br>（0.48）** | **58.82<br>（-12.11）** | **98.68<br>（-4.25）** |
| **半导体材料合计** | **367.02** | **137.79** | **15.2** | **17.4** | **31.54<br>（21.73）** | **12.70<br>（8.58）** | **34.7<br>（20.08）** | **51.8<br>（28.36）** |

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：表中带括号的数字为扣非后归母净利润，其中沪硅产业-U、格林达部分扣非后净利润数据缺失。

**盈利能力：**2020Q3 半导体材料板块毛利率达 20.58%，同比上升 0.63 pcts；净利率达 9.22%（扣非后净利率 6.23%），同比增长 2.09 pcts（同比增长 0.53 pcts）。其中，光刻材料板块的彤程新材、溅射靶材板块的江丰电子盈利能力提升明显。彤程新材 2020Q3 毛利率达 34.62%，同比增长 0.24 pcts；净利率达 28.21%，同比增长 9.69 pcts，主要系中策橡胶带来投资收益高增。江丰电子毛利率达 32.12%，同比增加 3.09 pcts；净利率达 21.68%，同比增长 12.93 pcts，主要系期间费用率降低。

**表5：半导体材料板块 2020 年三季度毛利率、净利率稳中有进**

| | 毛利率 | | | | 净利率 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 前三季（%） | Q3 单季（%） | 前三季同比（pcts） | Q3 单季同比（pcts） | 前三季（%） | Q3 单季（%） | 前三季同比（pcts） | Q3 单季同比（pcts） |
| 沪硅产业-U | 15.29 | 14.06 | -0.09 | 1.75 | -0.17<br>（-15.85） | 18.19<br>（-12.03） | 4.83<br>（-1.17） | 11.13<br>（-） |
| 中环股份 | 18.87 | 18.18 | 0.39 | -2.33 | 8.44<br>（4.72） | 8.57<br>（4.41） | 0.35<br>（0.07） | -0.20<br>（-0.63） |
| **大硅片合计** | **18.55** | **17.82** | **0.32** | **-1.93** | **5.75<br>（2.89）** | **7.50<br>（2.97）** | **0.74<br>（-0.18）** | **1.30<br>（-1.60）** |
| 南大光电 | 42.92 | 44.94 | -0.65 | 5.41 | 25.27<br>（0.94） | 4.80<br>（1.45） | 2.21<br>（-11.22） | -22.12<br>（-15.61） |
| 强力新材 | 37.86 | 39.27 | -2.60 | -3.58 | 14.80<br>（13.27） | 14.36<br>（12.83） | -4.75<br>（-4.86） | -4.60<br>（-3.46） |
| 彤程新材 | 32.64 | 34.62 | -3.57 | 0.24 | 22.92<br>（21.04） | 28.21<br>（25.37） | 3.01<br>（2.57） | 9.69<br>（9.48） |
| **光刻材料合计** | **35.59** | **37.48** | **-2.36** | **0.30** | **20.21<br>（15.82）** | **19.45<br>（18.35）** | **0.11<br>（-2.02）** | **0.09<br>（2.24）** |

| | 毛利率 | | | | 净利率 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 江丰电子 | 31.35 | 32.12 | 1.62 | 3.09 | 12.79<br>（7.02） | 21.68<br>（7.57） | 7.04<br>（5.58） | 12.93<br>（5.86） |
| 有研新材 | 4.54 | 4.90 | 0.72 | 1.74 | 1.76<br>（1.23） | 2.34<br>（1.87） | 0.66<br>（0.63） | 1.24<br>（1.11） |
| **溅射靶材合计** | **6.91** | **7.05** | **1.20** | **2.29** | **2.71<br>（1.74）** | **3.85<br>（2.32）** | **1.33<br>（1.08）** | **2.35<br>（1.50）** |
| 晶瑞股份 | 27.36 | 26.86 | 0.85 | -0.50 | 9.24<br>（4.31） | 14.92<br>（5.57） | 4.79<br>（1.87） | 10.87<br>（3.26） |
| 江化微 | 33.48 | 35.30 | 2.26 | 2.08 | 10.37<br>（9.38） | 13.46<br>（11.75） | 1.61<br>（0.94） | 1.33<br>（-0.13） |
| 格林达 | 31.82 | 30.56 | -9.13 | -11.07 | 19.25<br>（18.44） | 18.68<br>（17.71） | -0.96<br>（-） | -2.45<br>（-） |
| **湿电子化学品合计** | **30.20** | **30.00** | **-1.91** | **-3.07** | **12.02<br>（9.52）** | **14.85<br>（10.38）** | **1.95<br>（6.16）** | **3.89<br>（5.83）** |
| 雅克科技 | 37.13 | 34.54 | 1.40 | -4.62 | 20.76<br>（16.23） | 17.44<br>（15.63） | 6.26<br>（3.45） | -0.60<br>（-0.56） |
| 华特气体 | 35.54 | 36.36 | -0.27 | 1.24 | 10.84<br>（10.07） | 11.95<br>（10.86） | 0.26<br>（0.51） | 0.70<br>（0.50） |
| 金宏气体 | 46.23 | 47.19 | -2.66 | -4.46 | 16.23<br>（13.73） | 17.60<br>（14.92） | -0.14<br>（-1.83） | -2.63<br>（-4.34） |
| 昊华科技 | 29.81 | 30.63 | 1.23 | 4.30 | 12.64<br>（11.61） | 11.22<br>（11.28） | 2.36<br>（2.11） | 3.98<br>（4.77） |
| **电子特气合计** | **34.34** | **34.63** | **0.64** | **0.49** | **14.71<br>（12.87）** | **13.92<br>（13.02）** | **3.06<br>（1.80）** | **2.20<br>（1.86）** |
| 鼎龙股份 | 32.63 | 35.24 | -4.88 | 1.13 | 20.92<br>（7.61） | 11.52<br>（7.14） | -0.91<br>（-11.30） | -3.69<br>（-7.12） |
| 安集科技 | 54.69 | 55.88 | 5.71 | 5.65 | 36.80<br>（21.05） | 54.55<br>（13.68） | 14.26<br>（5.46） | 32.21<br>（-7.12） |
| **CMP 材料** | **36.99** | **39.55** | **-2.87** | **1.52** | **22.63<br>（10.27）** | **18.70<br>（8.50）** | **0.40<br>（-7.96）** | **1.91<br>（-7.34）** |
| **半导体材料合计** | **20.89** | **20.58** | **-0.08** | **0.63** | **8.59<br>（5.92）** | **9.22<br>（6.23）** | **1.25<br>（0.24）** | **2.09<br>（0.53）** |

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：表中带括号的数字为扣非后净利率，其中沪硅产业-U、格林达部分扣非后净利润数据缺失。

**国内半导体晶圆厂扩产动力充足，半导体材料需求旺盛。另外，受新冠肺炎疫情及半导体国产化政策导向的影响，半导体材料国产替代进程加快。具备技术优势的半导体材料企业逐渐脱颖而出，随着新增产能的投产、客户验证的推进，这些企业有望快速抢占市场份额，进入业绩增长兑现的阶段。**

## 3.3、 显示材料：BOPET 膜价格、价差快速上涨，双星新材业绩高增

**成长能力：**2020Q3 显示材料板块实现营业收入 78.96 亿元，同比增长 37.5%；

实现归母净利润 9.75 亿元，同比增长 54.9%。其中，光学膜板块中的双星新材、东材科技，液晶板块中的八亿时空业绩表现突出，双星新材 2020Q3 实现营收 13.23 亿元，同比增长 14.04%；实现归母净利润 2.18 亿元，同比增长 308.90%。东材科技 2020Q3 实现营收 6.56 亿元，同比增长 43.84%；实现归母净利润 0.54 亿元，同比增长 300.29%。八亿时空 2020Q3 实现营收 1.65 亿元，同比增长 44.85%；实现归母净利润 0.48 亿元，同比增长 56.78%。

**表6：显示材料板块 2020Q3 单季度营收、归母净利润加速增长**

| | 营业收入（亿元） | | | | 归母净利润（亿元） | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 前三季（亿元） | Q3 单季（亿元） | 前三季同比（%） | Q3 单季同比（%） | 前三季（亿元） | Q3 单季（亿元） | 前三季同比（%） | Q3 单季同比（%） |
| 三利谱 | 13.15 | 5.43 | 26.26 | 27.77 | 0.52 | 0.24 | 121.36 | 5.05 |
| 长阳科技 | 7.36 | 3.20 | 16.55 | 24.96 | 1.35 | 0.58 | 38.44 | 43.15 |
| 激智科技 | 9.83 | 4.37 | 32.36 | 41.45 | 0.91 | 0.52 | 84.77 | 65.35 |
| 东材科技 | 15.30 | 6.56 | 18.46 | 43.84 | 1.26 | 0.54 | 208.93 | 300.29 |
| 双星新材 | 34.69 | 13.23 | 7.25 | 14.04 | 4.50 | 2.18 | 237.99 | 308.90 |
| **光学膜片合计** | **80.33** | **32.79** | **15.72** | **25.81** | **8.55** | **4.05** | **148.12** | **151.72** |
| 飞凯材料 | 13.45 | 5.15 | 20.95 | 41.05 | 1.70 | 0.59 | -8.05 | -4.48 |
| 诚志股份 | 66.83 | 27.03 | 55.57 | 70.79 | 0.39 | 2.45 | -88.66 | 43.95 |
| 八亿时空 | 4.48 | 1.65 | 40.60 | 44.85 | 1.33 | 0.48 | 50.35 | 56.78 |
| **液晶合计** | **84.76** | **33.83** | **48.02** | **64.09** | **3.42** | **3.53** | **-44.52** | **34.03** |
| 万润股份 | 19.50 | 7.03 | 0.36 | 8.22 | 3.48 | 1.32 | -4.88 | -2.62 |
| 瑞联新材 | 7.27 | 2.54 | -6.31 | 7.65 | 1.23 | 0.41 | 1.32 | 14.44 |
| 奥来德 | 1.74 | 0.22 | -3.83 | -10.84 | 0.36 | -0.06 | -42.47 | 34.74 |
| 濮阳惠成 | 6.57 | 2.55 | 28.26 | 57.47 | 1.40 | 0.50 | 22.10 | 13.77 |
| **OLED 材料合计** | **35.08** | **12.34** | **2.81** | **15.06** | **6.48** | **2.17** | **-2.58** | **5.56** |
| **显示材料合计** | **200.17** | **78.96** | **24.5** | **37.5** | **18.44** | **9.75** | **13.5** | **54.9** |

数据来源：Wind、开源证券研究所

**盈利能力：**2020Q3 显示材料板块毛利率达 43.7%，同比增长 4.32 pcts；净利率达 12.35%，同比增长 1.38 pcts。其中，光学膜片板块的双星新材、东材科技受益于 BOPET 膜价格和价差的快速上涨，毛利率均大幅提升。双星新材 2020Q3 毛利率达 25.77%，同比增长 12.49 pcts；净利率达 16.51%，同比增长 11.91 pcts。东材科技 2020Q3 毛利率达 21.47%，同比增长 0.23 pcts；净利率达 8.19%，同比增长 5.29 pcts。

**表7：显示材料板块 2020Q3 单季度毛利率、净利率改善明显**

| | 毛利率 | | | | 净利率 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 前三季（%） | Q3 单季（%） | 前三季同比（pcts） | Q3 单季同比（pcts） | 前三季（%） | Q3 单季（%） | 前三季同比（pcts） | Q3 单季同比（pcts） |
| 三利谱 | 14.54 | 14.78 | -1.37 | -4.81 | 3.98 | 4.38 | 1.81 | -0.78 |
| 长阳科技 | 35.61 | 35.00 | 3.95 | 1.57 | 18.37 | 18.16 | 2.90 | 2.31 |
| 激智科技 | 27.91 | 30.74 | 1.23 | 1.04 | 10.03 | 12.39 | 3.00 | 1.93 |
| 东材科技 | 23.49 | 21.47 | 3.08 | 0.23 | 8.27 | 8.19 | 5.15 | 5.29 |
| 双星新材 | 21.75 | 25.77 | 9.65 | 12.49 | 12.99 | 16.51 | 8.87 | 11.91 |
| **光学膜片合计** | **22.93** | **24.65** | **5.37** | **5.03** | **10.64** | **12.37** | **5.68** | **6.19** |

| | 毛利率 | | | | 净利率 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 飞凯材料 | 40.25 | 40.19 | -2.30 | -1.45 | 13.40 | 12.34 | -3.72 | -5.37 |
| 诚志股份 | 16.47 | 25.67 | -12.40 | -1.32 | 0.38 | 9.11 | -7.06 | -1.49 |
| 八亿时空 | 48.71 | 49.27 | -0.72 | 0.76 | 29.66 | 29.46 | 1.92 | 2.24 |
| **液晶合计** | **52.58** | **62.99** | **-8.22** | **-0.05** | **4.03** | **10.43** | **-6.72** | **-2.34** |
| 万润股份 | 43.72 | 45.20 | 1.27 | 2.12 | 19.91 | 20.25 | 0.07 | -2.04 |
| 瑞联新材 | 40.54 | 36.29 | 0.23 | -1.98 | 16.98 | 16.23 | 1.28 | 0.96 |
| 奥来德 | 54.15 | 31.24 | -7.47 | -9.99 | 20.41 | -28.03 | -13.70 | 10.26 |
| 濮阳惠成 | 39.03 | 36.88 | 1.34 | -5.65 | 21.18 | 19.29 | -1.19 | -7.55 |
| **OLED 材料合计** | **42.70** | **41.40** | **0.44** | **-0.49** | **18.46** | **17.55** | **-1.02** | **-1.58** |
| **显示材料合计** | **38.95** | **43.70** | **0.75** | **4.32** | **9.21** | **12.35** | **-0.89** | **1.38** |

数据来源：Wind、开源证券研究所

**韩国厂商逐步淡出 LCD 市场后，京东方与华星光电两大厂商的供货势力扩大，中国大陆已成为 LCD 面板市场的主导，偏光片、光学膜、混合液晶等显示材料的国产化成为必然趋势。另外，OLED 显示在手机、手表、电视等应用领域快速渗透，OLED 材料将成为濮阳惠成、瑞联新材等企业的业绩增长点。**

## 3.4、 尾气处理材料：奥福环保成长能力、盈利能力表现最佳

**成长能力：**2020Q3 尾气处理板块实现营业收入 16.76 亿元，同比增长 22.2%；实现归母净利润 3.39 亿元，同比增长 21.1%。其中，国内蜂窝陶瓷龙头奥福环保增速亮眼，2020Q3 实现营收 0.74 亿元，同比增长 16.85%；实现归母净利润 0.21 亿元，同比增长 331.37%。2019 年 7 月 1 日，重型燃气车的国六标准实施以来，奥福环保生产的国六标准重型燃气车的 DOC 载体迅速放量，贡献业绩主要增长点。同样，受益于蜂窝陶瓷的放量，国瓷材料 2020Q3 同比增长 42.32%。

**表8：尾气处理材料板块 2020 年三季度营收、利润稳健增长**

| | 营业收入 | | | | 归母净利润 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 前三季（亿元） | Q3 单季（亿元） | 前三季同比（%） | Q3 单季同比（%） | 前三季（亿元） | Q3 单季（亿元） | 前三季同比（%） | Q3 单季同比（%） |
| 艾可蓝 | 4.46 | 1.46 | 8.34 | -4.28 | 0.89 | 0.29 | 10.89 | 0.54 |
| 奥福环保 | 2.24 | 0.74 | 15.27 | 16.85 | 0.63 | 0.21 | 62.30 | 331.37 |
| 国瓷材料 | 18.28 | 7.52 | 18.92 | 48.84 | 4.16 | 1.57 | 15.89 | 42.32 |
| 万润股份 | 19.50 | 7.03 | 0.36 | 8.22 | 3.48 | 1.32 | -4.88 | -2.62 |
| **尾气处理合计** | **44.48** | **16.76** | **8.85** | **22.19** | **9.16** | **3.39** | **8.55** | **21.12** |

数据来源：Wind、开源证券研究所

**盈利能力：**2020Q3 尾气处理板块毛利率达 45.02%，同比增长 2.78 pcts；净利率达 20.25%，同比减少 0.18 pcts。其中，奥福环保盈利能力提升显著，主要系高毛利率的蜂窝陶瓷业务快速增长，低毛利率的 VOCs 废气处理设备业务占比快速下降。奥福环保 2020Q3 毛利率达 55.86%，同比增长 24.68 pcts；净利率达 27.21%，同比增长 19.73 pcts。

**表9：尾气处理材料板块 2020 年三季度毛利率、净利率水平整体稳定**

| | 毛利率 | | | | 净利率 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 前三季（%） | Q3 单季（%） | 前三季同比（pcts） | Q3 单季同比（pcts） | 前三季（%） | Q3 单季（%） | 前三季同比（pcts） | Q3 单季同比（pcts） |
| 艾可蓝 | 36.48 | 36.68 | -0.48 | 2.61 | 19.82 | 19.89 | 0.53 | 0.98 |
| 奥福环保 | 54.37 | 55.86 | 6.82 | 24.68 | 28.14 | 27.21 | 8.06 | 19.73 |
| 国瓷材料 | 47.12 | 45.41 | -0.87 | 0.37 | 24.58 | 22.73 | -0.91 | -2.36 |
| 万润股份 | 43.72 | 45.20 | 1.27 | 2.12 | 19.91 | 20.25 | 0.07 | -2.04 |
| **尾气处理合计** | **44.93** | **45.02** | **0.71** | **2.78** | **20.60** | **20.25** | **-0.06** | **-0.18** |

数据来源：Wind、开源证券研究所

**重型汽车的尾气排放国六标准将于 2021 年 7 月 1 日执行，我们预计 2021 年上半年适用于国六标准的柴油机载体、涂层材料需求将迅速放量。国六标准的载体、催化器比国五标准产品技术附加值更高，对于沸石分子筛更是“从 0 到 1”的全新增量市场，我们看好产业链公司在 2021 年迎来业绩攀升。**

## 4、 风险提示

技术突破不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动等。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 | | |

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn