

投资评级 优于大市 首次覆盖

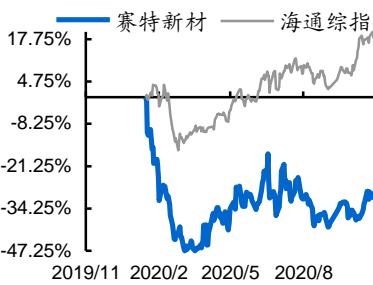
VIP 行业龙头，顺应渗透提升加速成长

股票数据

11月26日收盘价(元)	58.42
52周股价波动(元)	42.10-113.00
总股本/流通A股(百万股)	80/19
总市值/流通市值(百万元)	4674/1110

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.2	10.5	0.4
相对涨幅(%)	3.3	2.8	-4.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 陈子仪

Tel: (021)23219244

Email: chenzy@htsec.com

证书: S0850511010026

分析师: 朱默辰

Tel: (021)23154383

Email: zmc11316@htsec.com

证书: S0850519020001

分析师: 刘璐

Tel: (021)23214390

Email: ll11838@htsec.com

证书: S0850519100003

分析师: 李阳

Tel: (021)23154382

Email: ly11194@htsec.com

证书: S0850518080005

投资要点:

- 专注绝热技术，公司VIP真空绝热板布局全球。**公司2020年前三季度实现营业收入达3.66亿元，同比增长23.4%，实现归母净利润0.76亿元，同比增长34.8%。公司97%以上产品均为VIP真空绝热板，其他产品收入包括保温箱等；分地区收入看，2020H1公司海外收入规模达1.42亿元，占收入比重接近70%，主要出口区域包括韩国、日本、泰国、欧洲、北美、中东等国家和地区。
- 欧洲市场新能效落实，引领全球市场提升VIP渗透率。**2019年欧盟委员会发布冰箱酒柜新能效法案，并计划于2021年4月1日起生效。参考欧盟委员会通报所披露及预测的相关数据，在原有能效标准下，2020年，A+++及冰箱产品整体比重达26%，A++产品占整体比重达53%，A+产品占整体比重达21%，切换为新能效标准后，2020年C级能效产品占比为2%，D级能效产品占比为23%，E级及以下能效产品占比达75%。
- 新能效标准推动下，其能效准入门槛对应现有EEI为38，现有能效标识A+级及以下产品预计将于2022年前退出市场，同时在2030年，目标实现新能效标识A级及B级能效产品占比达到50%。**考虑到真空绝热板在使用后可有效提升冰箱绝热性能，并且在日韩及欧美企业中已有成熟应用，我们判断欧洲新能效标准的出台将推动VIP渗透率在欧洲市场的快速提升。
- 布局医用冷链，继续拓宽VIP下游应用。**除家电应用外，公司亦推出保温箱产品主要应用于冷链物流（医用及食品保温箱等）领域，下游客户主要为物流运输企业、医药物流公司或医药企业（检测试剂、生物制品等），针对不同客户对保温箱的不同需求采用个性化定制模式。冷藏保温箱使用真空绝热板可减少体积、减少冷却剂使用、以及延长保温期等优势，相比于传统医用保温箱保温材料，真空绝热板的保温时效比其高两倍以上，从而可使医用品在运输、临时存储更安全。
- 盈利预测及投资建议。**国内外冰箱企业对VIP产品需求与日俱增，公司当前产能处于饱和状态，后续年产350万平方米产能有望于2021年一季度开始释放。我们预计公司2020-22年EPS分别为1.24、1.72及2.20元。相对估值法下，考虑到公司行业龙头地位稳固可享估值溢价，给予公司2021年40-50xPE估值，对应合理价值区间为68.80-86.00元；绝对估值法下，假设公司20-30年复合增速达21%，分红率在30%-60%区间内逐年增加，假设永续增长为5%，分别使用9%-10%的预期收益率，DDM绝对估值法下公司对应价值区间为64.84-80.64元，综上所述我们选取相对估值法，给予公司2021年40-50xPE估值，对应合理价值区间为68.80-86.00元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**冰箱市场VIP渗透不及预期。产能扩展不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	308	401	500	654	845
(+/-)YoY(%)	50.1%	30.2%	24.8%	30.7%	29.2%
净利润(百万元)	41	74	99	138	176
(+/-)YoY(%)	674.6%	82.8%	33.6%	38.6%	27.8%
全面摊薄EPS(元)	0.51	0.93	1.24	1.72	2.20
毛利率(%)	40.3%	43.2%	37.6%	40.1%	41.0%
净资产收益率(%)	15.7%	22.7%	12.1%	15.0%	16.8%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目 录

1. 专注绝热技术，VIP 产品布局全球	5
1.1 全球 VIP 真空绝热板龙头，收入利润快速提升	5
1.2 立足冰箱产业链上游，全球客户紧密合作	6
1.3 产能消化顺畅，稳健扩产推动收入利润再上台阶	6
2. 全球冰箱需求稳增，产品优化新能效落地加速渗透提升	7
2.1 冰箱内销拐点渐现，产品结构优化推动 VIP 渗透提升	7
2.2 欧盟新能效落地加强渗透，VIP 全球规模持续增长	8
2.3 聚氨酯材料成本波动助推 VIP 替代趋势	10
3. 把握核心技术，布局冷链继续扩张 VIP 绝热应用场景	12
3.1 公司龙头地位稳固，份额领先优势明显	12
3.2 布局医用保温箱，继续拓宽 VIP 应用场景	13
4. 盈利预测与投资建议	13
5. 风险提示	15
财务报表分析和预测	16

图目录

图 1	VIP 真空绝热板产品结构	5
图 2	VIP 真空绝热板场景应用	5
图 3	收入规模及增速	5
图 4	归母净利润规模及增速	5
图 5	公司国内外收入占比情况 (2019 年)	6
图 6	公司毛利率及净利率变化情况	6
图 7	立足冰箱产业链全球客户合作紧密	6
图 8	公司前五大客户收入占比情况	6
图 9	公司历年产能利用率情况	7
图 10	公司历年产能规模及增速	7
图 11	冰箱内销量增速有望迎接拐点	7
图 12	2020Q1-3 冰箱内销份额占比	7
图 13	国内市场冰箱产品均价持续提升 (元)	8
图 14	高端冰箱零售量占比持续提升 (%)	8
图 15	冰箱出口量稳健增长	8
图 16	疫情影响下外销出口需求激增	8
图 17	现有能效标准下各级产品占比	9
图 18	新能效标准下各级产品占比	9
图 19	冰箱产品成本占比	11
图 20	某企业冰箱采购成本占比	11
图 21	聚合 MDI 价格波动情况 (元/吨)	11
图 22	硬泡聚醚价格波动情况 (元/吨)	11
图 23	公司成本结构占比 (2019H1)	11
图 24	公司 VIP 售价相对稳定 (元/平方米)	11
图 25	各类材料绝热系数对比 ($mW/(m \cdot K)$)	12
图 26	主要绝热材料优劣对比	12
图 27	VIP 市场份额推算 (2018 年)	12
图 28	松下真空新材料收入及利润规模情况	12
图 29	中国药品流通销售总额 (亿元)	13
图 30	医用冷藏箱企业海尔生物收入规模快速增长	13

表目录

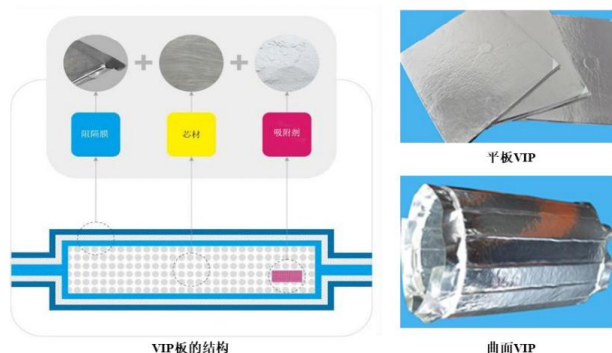
表 1	新旧能效产品 EEI 及对应情况	9
表 2	全球冰箱 VIP 市场规模及增长预测	9
表 3	全球 VIP 市场规模及敏感度测算	10
表 4	VIP 与聚氨酯优劣情况对比	10
表 5	芯材原料及导热系数对比	13
表 6	公司分产品收入数据预测 (亿元)	14
表 7	赛特新材盈利预测	14
表 8	DDM 绝对估值法下核心数据假设	15
表 9	可比公司估值表	15

1. 专注绝热技术, VIP 产品布局全球

公司前身赛特有限成立于 2007 年, 2010 年变更为股份有限公司, 公司业务围绕真空绝热材料的研发、生产和销售, 核心技术覆盖芯材配方及成型技术, 阻隔膜精确检测、遴选及高性能阻隔膜制备技术, 吸附剂的检测、制备及配方优化技术, 真空绝热板性能检测技术等方面。

目前公司生产制造真空绝热板为其主要产品, 具备真空绝热板关键生产设备的设计、优化和工艺持续改进能力, 在业内享有很高的品牌知名度, 为全球冰箱、冷柜等家电领域的新型绝热材料知名头部供应商。

图1 VIP 真空绝热板产品结构



资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

图2 VIP 真空绝热板场景应用



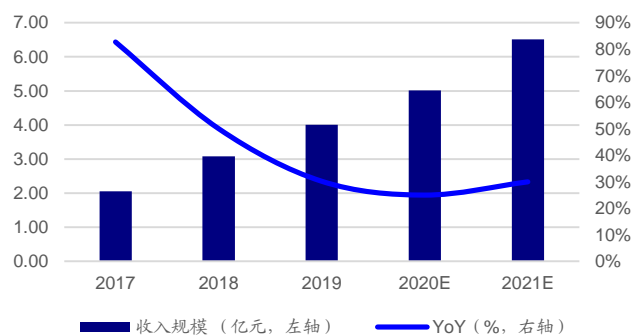
资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

真空绝热板主要由芯材、阻隔膜和吸附剂三部分构成, 目前公司生产产品主要应用于家用电器 (冰箱、冷柜等) 和冷链物流 (医用及食品保温箱、自动贩卖机等) 领域。2018-2020H1, 公司真空绝热板收入分别为 3.02、3.97 及 2.01 亿元, 占整体收入比重均在 97% 以上。

1.1 全球 VIP 真空绝热板龙头, 收入利润快速提升

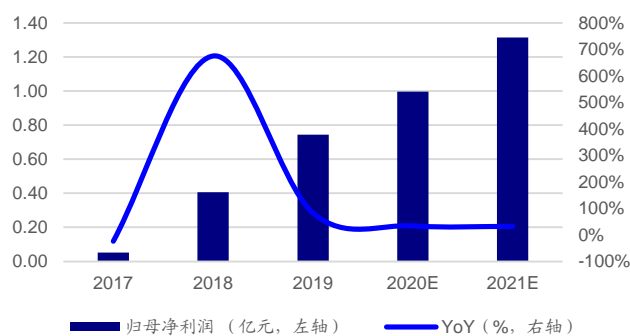
公司 2020 年前三季度实现营收达 3.66 亿元, 同比增长 23.4%, 实现归母净利润 0.76 亿元, 同比增长 34.8%, 其中 Q3 单季度收入规模快速增长达 57%, 2020 年 5 月下旬开始, 公司真空绝热板产能持续处于饱和状态, 增长态势良好。

图3 收入规模及增速



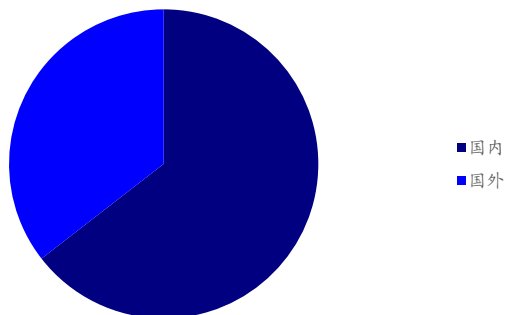
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 2020-2021 年为海通预测数

图4 归母净利润规模及增速

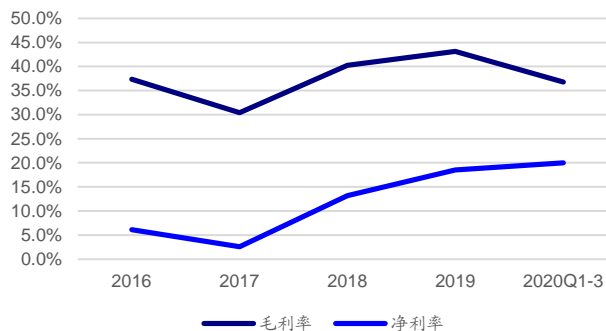


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 2020-2021 年为海通预测数

公司 97% 以上产品均为 VIP 真空绝热板, 其他产品收入包括保温箱等; 分地区收入看, 2020H1 公司海外收入规模达 1.42 亿元, 占收入比重接近 70%, 主要出口区域包括韩国、日本、泰国、欧洲、北美、中东等国家和地区。

图5 公司国内外收入占比情况 (2019年)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 公司毛利率及净利率变化情况


资料来源: Wind, 海通证券研究所

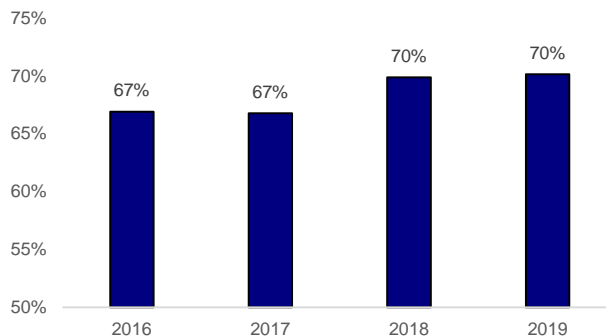
盈利能力方面, 2018年起, 公司产品销售均价受市场需求增大影响小幅增长的同时, 继续优化生产工艺和原材料采购渠道、结合规模效应毛利率提升显著, 净利率水平伴随毛利率提高亦实现同步提升。

1.2 立足冰箱产业链上游, 全球客户紧密合作

公司主要客户包括众多国内外知名家电制造企业, 依据其招股说明书披露, 公司国际客户包括 LG、三星、东芝家电、日立、阿奇立克、斐雪派克、惠而浦、博西家电等; 国内客户包括海尔、美的、美菱、海信等知名品牌家电生产企业。同时, 公司亦向美国赛默飞世尔、海尔生物医疗等医用研究或运输保温设备生产企业提供产品。

图7 立足冰箱产业链全球客户合作紧密


资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

图8 公司前五大客户收入占比情况


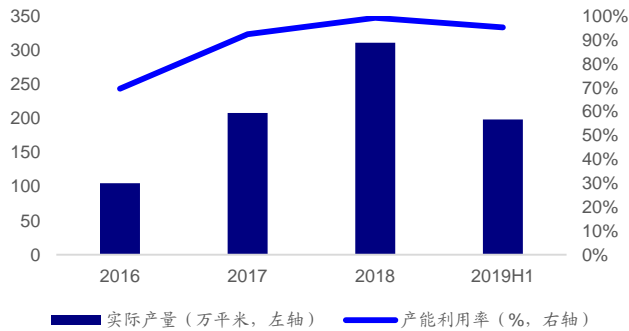
资料来源: Wind, 招股说明书, 海通证券研究所

公司目前产品主要应用领域为冰箱产业, 依据公司招股说明书披露, 2019年上半年公司前五大客户分别为韩国世永(终端客户为LG)、三星、美的、惠而浦及青岛海尔, 2017-2019年, 公司前五大客户合计收入占比分别为67%、70%及70%, 公司立足冰箱产业链上游, 与下游品牌厂商维持良好合作关系。

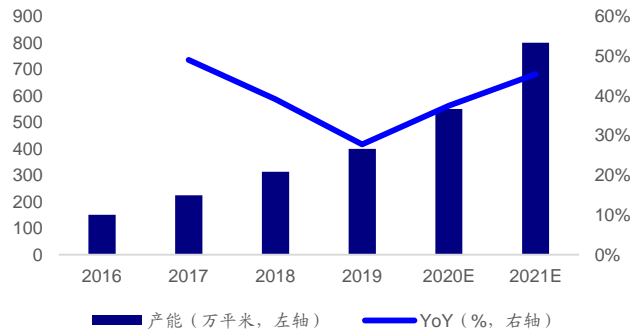
根据欧睿国际的统计数据, 2018年全球冰箱市场CR10达70.90%, 前十大厂商中, 除松下及伊莱克斯外, 8家企业均为公司长期稳定合作客户, 8家冰箱制造企业的销售额市场占有率高达62.30%, 其中有6家冰箱厂商已将公司作为其主要供应商, 公司占其真空绝热板采购量的比例均在50%以上。

1.3 产能消化顺畅, 稳健扩产推动收入利润再上台阶

2016年至2018年, 公司真空绝热板产能分别为151万平方米、225万平方米和313万平方, 2019年预计产能约为400万平方米, 2017至2019年上半年公司产能利用率均为90%以上, 历年产能消化顺畅。

图9 公司历年产能利用率情况


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图10 公司历年产能规模及增速


资料来源：招股说明书，海通证券研究所，2020-2021 年为海通预测

2020年2月，公司登录科创板，合计募集净资金4.2亿，其中2.5亿元计划用于扩产350万平方米超低导热系数真空绝热板项目，预计项目完全达产后将实现年均收入3亿元。2020年8月，公司快速应对当前市场对VIP旺盛的需求量，发布公告对募投项目部分实施内容进行调整，引入建造时间相对较短的湿法芯材生产线，以便能更快释放产能。湿法芯材线拟于2020年12月底进行试生产。整个项目预计于2021Q1正式投产并于2021年下半年实现达产。

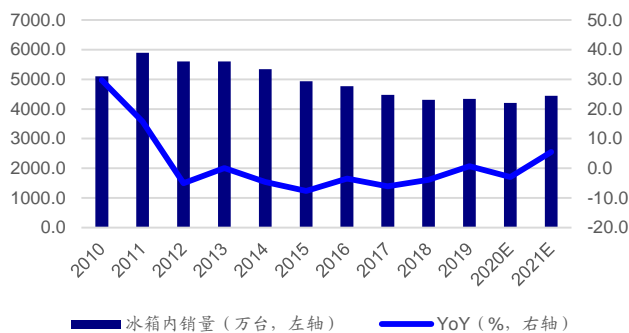
我们预计公司2020年有望实现产能达550万平米，2021年有望实现产能达800万平米，2019年-2021年产能复合增速或超40%。同时我们判断当前VIP市场需求亦能帮助公司有效消化产能，为公司整体收入及利润规模再上台阶打下良好基础。

2. 全球冰箱需求稳增，产品优化新能效落地加速渗透提升

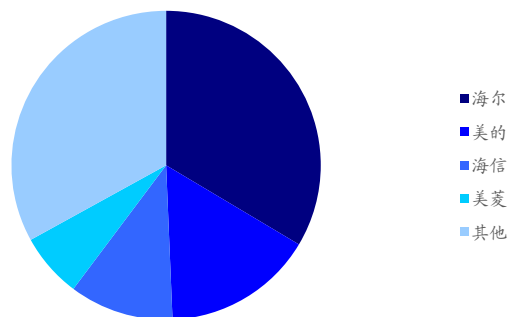
目前公司VIP产品主要应用于能效要求较高、容积率较高的高端冰箱市场，因而冰箱需求的增长、产品结构的优化、以及能效要求提高带来的VIP渗透率的提升均有望推动VIP产业整体规模的成长。

2.1 冰箱内销拐点渐现，产品结构优化推动VIP渗透提升

从冰箱内销市场规模情况看，2011年家电下乡政策刺激需求过后，冰箱内销量持续下降，依据产业在线数据，2018年降至4309.6万台，而2019年冰箱内销量经历连年下降后，首次回归正增，行业增长拐点初现。2020年受制于整体疫情影响，冰箱内销出货或小幅下滑，但我们认为前期冰箱的峰值需求量有望在市场层面通过更新需求形式重新释放，结合疫情影响下人们对于食品冷藏需求重视度的提升，2021年冰箱内销量有望实现增长。

图11 冰箱内销量增速有望迎接拐点


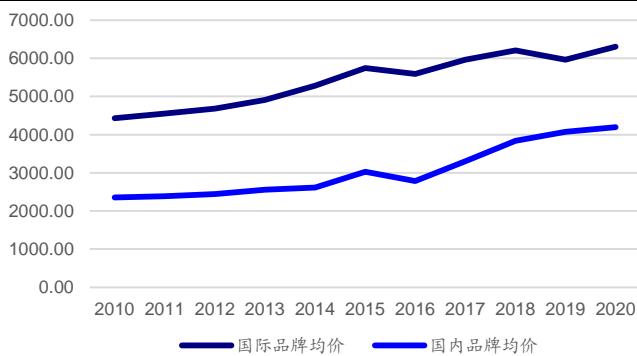
资料来源：产业在线，海通证券研究所

图12 2020Q1-3 冰箱内销份额占比


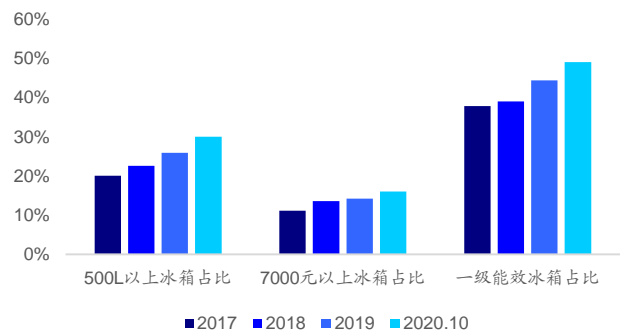
资料来源：产业在线，海通证券研究所

同时从冰箱出货份额情况看,行业整体竞争格局较为稳定,依据产业在线数据,2020Q1-Q3 行业整体 CR3 达 60%,2018 年至今均维持在 55%+,竞争格局稳定下,冰箱龙头企业继续推动整体冰箱行业产品结构优化。公司作为产业链上游 VIP 龙头企业,与冰箱国内市场前三龙头均有良好合作关系,有望优先受益与产品结构升级下的行业协同增长。

从零售端情况看,依据中怡康数据,国内外品牌冰箱均价在结构优化下持续提升,高端冰箱零售量占比持续提升:截至 2020 年前 10 月,500L 以上冰箱占比从 2017 年的 20%提升至 30%;7000 元以上冰箱占比从 2017 年的 11 提升至 16%;一级能效冰箱占比从 2017 年 38%提升至 49%。出于能效及成本考虑,VIP 产品优先被用于高端大容量冰箱。2019 年 6 月,国家发改委等七部门联合发布《绿色高效制冷行动方案》,继续推动国内市场制冷产品能效提升,我们认为这一举措将进一步促进冰箱家电市场淘汰落后能效产品,促进真空绝热板在国内冰箱家电行业的渗透率提升。

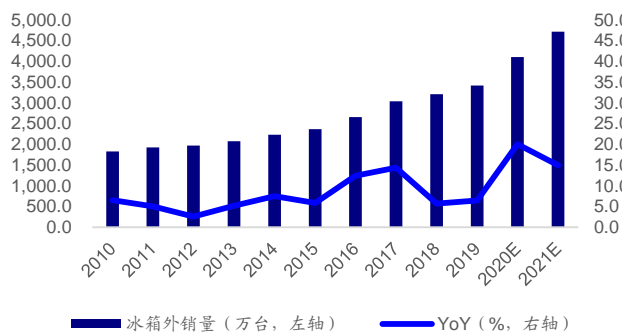
图13 国内市场冰箱产品均价持续提升(元)


资料来源:中怡康,海通证券研究所

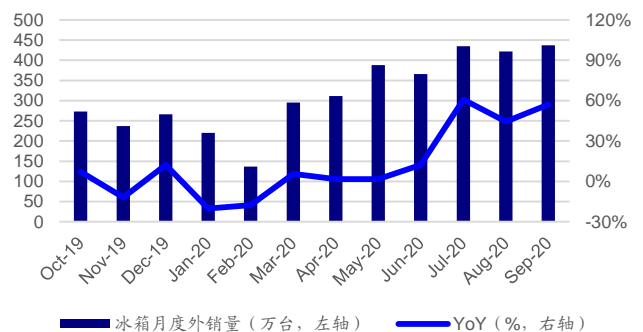
图14 高端冰箱零售量占比持续提升(%)


资料来源:中怡康,海通证券研究所

在出口业务方面,中国冰箱出口自 2010 年至今维持稳增态势,依据产业在线数据,2019 年出口总量超过 3400 万台,同比增长达 6.4%。2020 年 1 月-2 月受制于疫情影响,月度出口量有所下滑,3 月份则已恢复增长。进入 2020H2,海外疫情催化下,家庭对食品冷藏需求日益放大,冰箱出口增速快速提升,7 月-9 月单月冰箱出口量均超过 400 万台每月,同比增速达 61%、44%及 57%。

图15 冰箱出口量稳健增长


资料来源:产业在线,海通证券研究所

图16 疫情影响下外销出口需求激增


资料来源:产业在线,海通证券研究所

我们判断后续国内冰箱出口仍会持续受益于疫情反复以及后疫情时代对人们家庭食物冷藏的生活习惯的提升,2020 年及 2021 年冰箱出口复合增速有望维持 15%+水平。

2.2 欧盟新能效落地加强渗透, VIP 全球规模持续增长

2019 年欧盟委员会发布 G/TBT/N/EU/603、G/TBT/N/EU/604 号通报,拟调整 10L-1500L 的家用电冰箱、酒储藏柜等电动制冷电器的生态设计和能源标签要求,通报

法规草案计划自 2021 年 4 月 1 日起生效。

新能效标准发布后，欧洲地区冰箱产品能效标签等级将切换至 A 到 G。同时参考当前能效指数 EEI 及新 EEI 对应关系，现有最高等级产品 (A+++) 只能达到新能效等级 D，或者有非常少部分的产品能够达到能效等级 C，新能效推动下，欧洲冰箱相比现行的能效将有一个重大的提升。

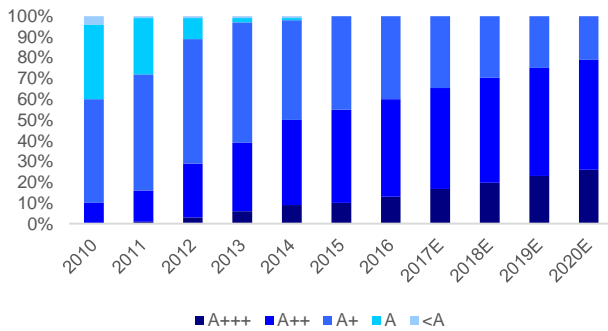
表 1 新旧能效产品 EEI 及对应情况

新能效等级	A	B	C	D	E	F	G		
新 EEI	<41	<51	<64	<80	<100	<125	>125		
当前 EEI 对应新 EEI 能效水平	<13	<16	<20	<24	<30	<38	>38		
当前 EEI				<22		<33	<44	<55	<75
当前能效等级				A+++	A++		A+	A	<A

资料来源：欧盟委员会，海通证券研究所

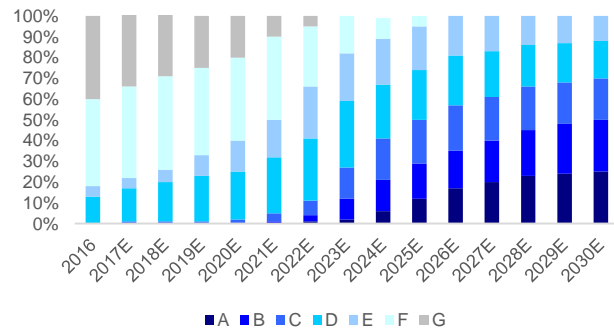
参考欧盟委员会通报所披露及预测的相关数据，在原有能效标准下，2020 年，A+++ 及冰箱产品整体比重达 26%，A++ 产品占整体比重达 53%，A+ 产品占整体比重达 21%，切换为新能效标准后，2020 年 C 级能效产品占比为 2%，D 级能效产品占比为 23%，E 级及以下能效产品占比达 75%。

图 17 现有能效标准下各级产品占比



资料来源：欧盟委员会，海通证券研究所

图 18 新能效标准下各级产品占比



资料来源：欧盟委员会，海通证券研究所

新能效标准推动下，其能效准入门槛对应现有 EEI 为 38，现有能效标识 A+ 级及以下产品预计将于 2022 年前退出市场，同时在 2030 年，目标实现新能效标识 A 级及 B 级能效产品占比达到 50%。考虑到真空绝热板在使用后可有效提升冰箱绝热性能，并且在日韩及欧美企业中已有成熟应用，我们判断欧洲新能效标准的出台将推动 VIP 渗透率在欧洲市场的快速提升。

同时日本 2016 年 3 月所实施的《合理使用能源法案》下达，基于 2014 年度实际值，在 2021 年完成降低冰箱及冷冻库 22% 及 12.7% 能耗目标。

表 2 全球冰箱 VIP 市场规模及增长预测

对应地区	2020 年市场核心假设			2020 年市场产值推算 (亿元)	2025 年市场核心假设			2025 年市场规模预测 (亿元)
	冰箱需求量 (万台)	VIP 渗透率 (%)	单台货值 (元)		年均需求增速 (%)	VIP 渗透率 (%)	单台货值 (元)	
北美洲	2370	3%	200	1.4	1%	10%	200	5.0
欧洲	3320	5%	250	4.0	1%	30%	300	31.4
南美洲	972	0%	200	0.1	3%	2%	200	0.5
非洲	735	0%	200	0.1	3%	2%	200	0.3
中国	5000	2%	200	2.0	2%	8%	250	11.0
日本	400	70%	400	11.2	1%	100%	400	16.8
其他亚洲	5215	1%	200	1.0	3%	2%	200	2.4

	合计	19.8	合计	67.5
--	----	------	----	------

资料来源：海通证券研究所测算

综上通过对全球各地冰箱需求、以及 VIP 渗透率等情况的假设，我们测算 2020 年全球冰箱 VIP 市场规模为 19.8 亿元。2025 年，在欧洲市场及日本市场 VIP 渗透率的快速提升带动下，全球冰箱 VIP 规模有望达到 67.5 亿元，2020-2025 年复合增速可达 28%。

表 3 全球 VIP 市场规模及敏感度测算

	VIP 渗透率 (%)	2020 年市场规模推算 (亿元)		对自身地区规模贡献	对整体规模贡献		对自身地区规模贡献	对整体规模贡献		对自身地区规模贡献	对整体规模贡献
北美洲	3%	1.4	VIP 渗透率每提升 1%	33%	2%	VIP 渗透率每提升 2%	67%	5%	VIP 渗透率每提升 3%	100%	7%
欧洲	5%	4.0		21%	4%		42%	8%		63%	13%
南美洲	0%	0.1		250%	1%		500%	2%		750%	3%
非洲	0%	0.1		250%	1%		500%	1%		750%	2%
中国	2%	2.0		50%	5%		100%	10%		150%	15%
日本	70%	11.2		1%	1%		3%	2%		4%	2%
其他亚洲	1%	1.0		100%	5%		200%	11%		300%	16%

资料来源：海通证券研究所测算

参考公司招股说明书披露，公司 2018 年出口收入规模为 2.12 亿元，占整体收入 69%；其中欧洲收入规模达 2785 万元，占整体比重为 9%。欧洲新能效标准的实施有望快速带动 VIP 渗透率的提升，亦为其他国家及地区能效标准的持续提升形成示范作用。与此同时公司作为 VIP 行业龙头，将有效受益于行业整体规模增长，从而实现自身收入及利润的持续提升。

2.3 聚氨酯材料成本波动助推 VIP 替代趋势

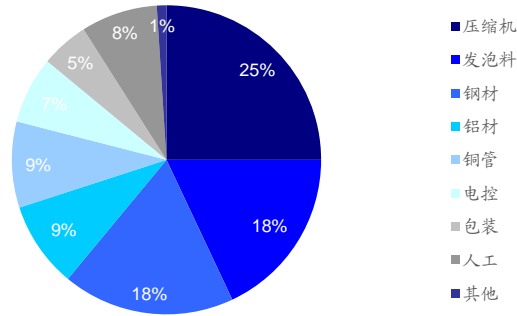
与聚氨酯等传统保温绝热材料相比，真空绝热板具有极低的导热系数，且不使用消耗臭氧层的物质 (ODS)，具有厚度薄、体积小、重量轻的特点，是替代传统保温绝热材料的潜力极大。以某款冰箱产品为例，使用 VIP 后，其容积率提升 20%，绝热性能提升 40%。

表 4 VIP 与聚氨酯优劣情况对比

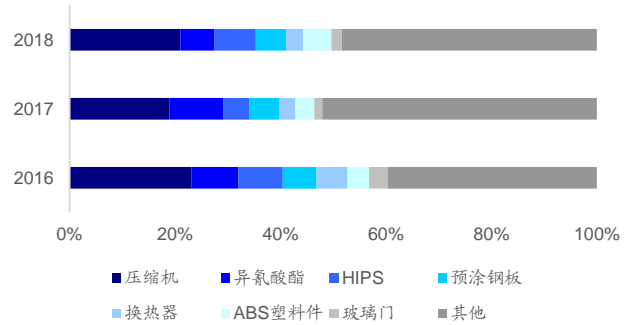
项目材料	优势	相对劣势	对某款冰箱产品使用真空绝热板后情况对比：	冰箱容积率提升	20%
真空绝热板	绝热性能高，导热系数一般低于 3.5mW/(m·K)；无发泡过程保护环境	成本价高；不可分割需要定制		冰箱绝热性能提升	40%
传统聚氨酯保温材料	制造简单，使用方便；成本相对较低	绝热性能相对较差；使用发泡剂危害环境		冰箱绝热材料成本提升	50%

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

参考产业在线数据，冰箱产品发泡料占整体收入比重达 18%；同时参考某冰箱企业采购原材料情况，其异氰酸酯采购占比达整体成本比重接近 10%。综上可知其发泡相关材料与压缩机为冰箱成本的重要构成因素。

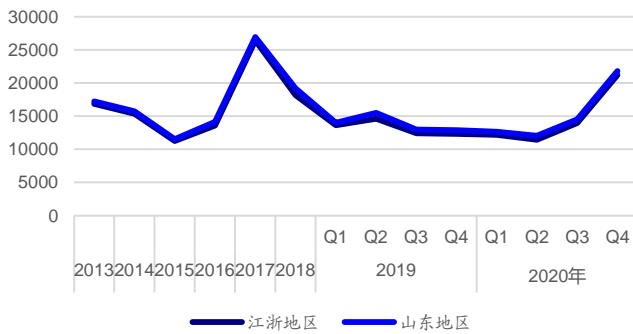
图19 冰箱产品成本占比


资料来源：产业在线，海通证券研究所

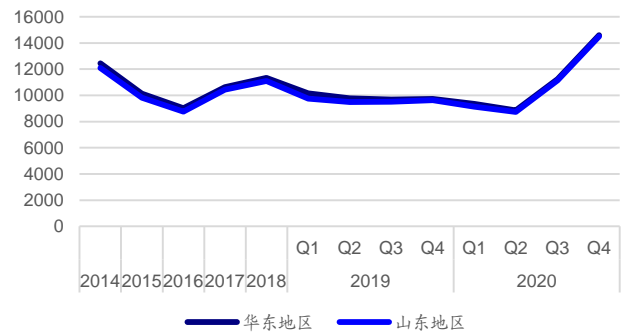
图20 某企业冰箱采购成本占比


资料来源：Wind，海通证券研究所

进入 2020H2 后，发泡相关材料聚合 MDI 及硬泡聚醚采购价格显著提升。2020Q3 及 Q4 聚合 MDI 江浙地区及山东地区价格增速区间达 16%-17%及 50%-51%；2020Q3 及 Q4 硬泡聚醚江浙地区及山东地区价格增速区间达 12%-13%及 70%-72%。

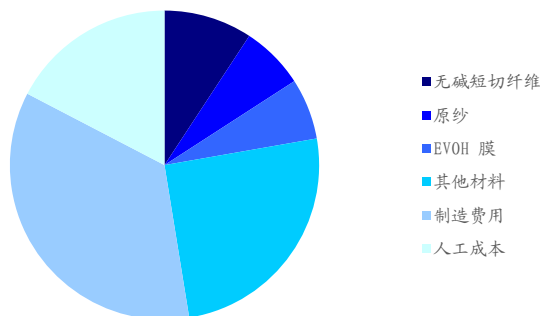
图21 聚合 MDI 价格波动情况 (元/吨)


资料来源：Wind，海通证券研究所

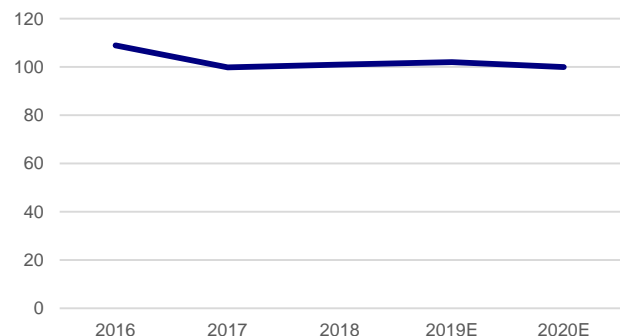
图22 硬泡聚醚价格波动情况 (元/吨)


资料来源：Wind，海通证券研究所

参考公司招股说明书所披露数据，公司 VIP 产品成本直接原材料主要由短切纤维、原纱及 EVOH 膜所构成，2019H1，短切纤维、原纱及 EVOH 膜占整体成本比重分别为 9.2%、6.6%及 6.4%。短切纤维、原纱均为纤维类原材料，2018 年公司除直接采购加工好的无碱短切纤维外，开始采购原纱，从而实现自制无碱短切纤维。

图23 公司成本结构占比 (2019H1)


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图24 公司 VIP 售价相对稳定 (元/平方米)


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

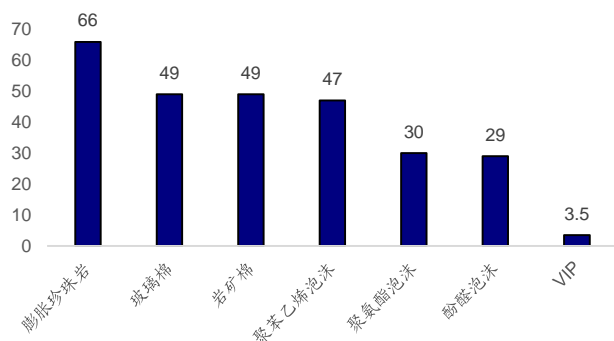
考虑到聚氨酯等传统保温绝热材料价格的不断提升，VIP 产品成本较高的相对劣势有望逐步削减，同时公司不断提升的规模效应以及工艺改善下的成本管控，对于下游冰箱整体厂来说，VIP 产品的替代成本有望进一步下降。如此趋势将鼓励更多冰箱整机厂商加宽 VIP 在自身产品线中的应用，从而加速行业整体渗透率的提升。

3. 把握核心技术，布局冷链继续扩张 VIP 绝热应用场景

公司发展十余年，始终专注于真空绝热技术的研发，成为业内极少数具备集芯材生产、阻隔膜测试及制备、吸附剂测试及制备、真空封装及产品性能检测能力于一体的企业，具有完整产品生产链条优势，截至 2020Q3，公司已拥有真空绝热材料及制造装备、检测技术等核心技术的自主专利 66 项，其中发明专利 25 项，形成了较为完整的自主知识产权体系。而产品应用场景亦逐步从冰箱冰柜往冷链建筑等领域扩张。

援引自招股说明书，依据中国绝热节能材料协会数据，2018 年我国真空绝热板企业 10 余家，年产能 3000 万平方米，实际销量约 2000 万平方米，产值约 25 亿元，下游应用涵盖了冷链、建筑等领域。考虑新增产能，预计 2019 年真空绝热板产值已增加至 29 亿元左右，占我国绝热材料行业销售收入规模的比例达 2.4%。

图25 各类材料绝热系数对比 (mW/(m·K))



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图26 主要绝热材料优劣对比

类别	产品	优点	缺点
有机类	各种泡沫塑料	价格低，保温性好，吸水率低，质量轻，施工方便	热冲击敏感，不能用于温度急剧变化的环境；防火性差，易燃、收缩、产生毒气，用于高层建筑存在安全隐患
无机类	玻璃纤维	保温性能好，防火等级高	易吸收水分，不适用于 540°C 以上的高温
	矿物棉	价格相对较低，保温性能好，防火等级高	易吸水，只用于不存在水分的环境下
	硅酸钙	防火性能好、耐潮，使用寿命长	在含湿气状态下，易存在腐蚀性的氧化钙，并长时间内保有水分，不易在低温环境下使用
金属类	铝箔、锡箔	防火，柔软，不吸水	易于氧化、成本较高

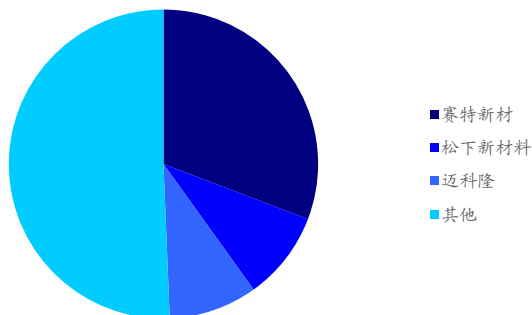
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

相较于其他各类绝热材料，VIP 在绝热性能上优势明显，导热系数一般低于 3.5 mW/(m·K)，后续有望通过寻找更优芯材材料或改善芯材结构继续降低导热系数。

3.1 公司龙头地位稳固，份额领先优势明显

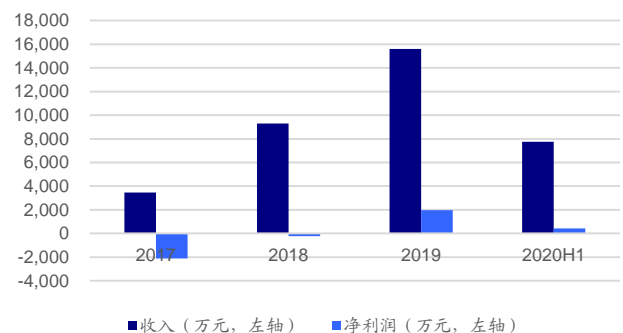
依据中国绝热节能材料协会数据，2018 年我国真空绝热板冷链产值约为 10 亿元；2018 年公司实现收入规模 3.08 亿元，松下真空新材料及四川迈科隆收入分别为 9288 万元及 9265 万元，依据行业冷链产值及各企业自身收入情况测算，行业 CR3 接近 50%，其中公司份额超过 30%，公司作为龙头企业份额优势明显。

图27 VIP 市场份额推算 (2018 年)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图28 松下真空新材料收入及利润规模情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

公司 2009 年研发的真空绝热板的导热系数在 4-5mW/(m·K) 左右，目前采用玻璃

纤维短切丝作为芯材制备原料, 量产的真空绝热板初始导热系数在 1.7-2.5 mW/(m·K) 左右, 绝热性能提升一倍以上。援引公司招股说明书, 同行业可比企业主要采用离心棉、气相二氧化硅制备芯材, 制成的真空绝热板的初始导热系数在 1.95-4.5mW/(m·K) 之间水平。

表 5 芯材原料及导热系数对比

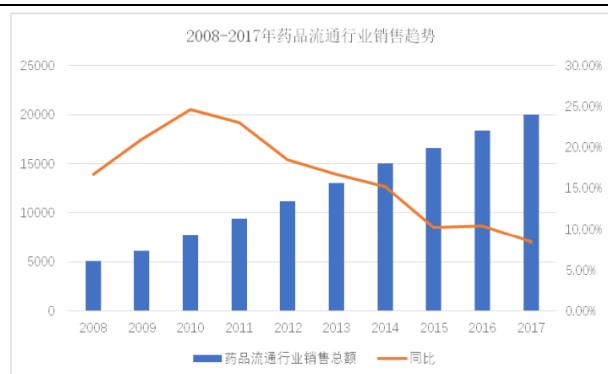
	赛特新材	Va-Q-tec	Porextherm	迈科隆	松下真空节能	山由帝奥	
芯材原料	玻璃纤维短切丝	气相二氧化硅	气相二氧化硅	离心棉	离心棉	玻璃纤维	气相二氧化硅
导热系数 (mw/m·k)	1.7-2.5	≤3.5	3.7 (平均温度 10 度情况下)	≤2	1、未使用空气吸附剂的为 2.20; 2、使用空气吸附剂后为 1.95	2.5	4.5

资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

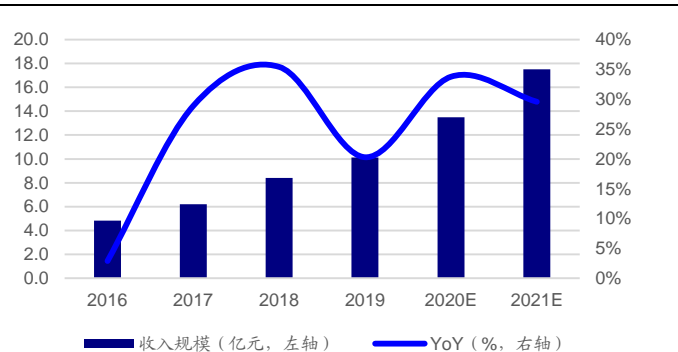
3.2 布局医用保温箱, 继续拓宽 VIP 应用场景

除家电应用外, 公司亦推出保温箱产品主要应用于冷链物流(医用及食品保温箱等)领域, 下游客户主要为物流运输企业、医药物流公司或医药企业(检测试剂、生物制品等), 针对不同客户对保温箱的不同需求采用个性化定制模式。

根据国家商务部市场秩序司的统计, 2017 年我国医药物流规模达 20016 亿元, 同比增长 8.40%。冷藏保温箱使用真空绝热板可减少体积、减少冷却剂使用、以及延长保温期等优势, 相比于传统医用保温箱保温材料, 真空绝热板的保温时效比其高两倍以上, 从而可使医用品在运输、临时存储更安全。

图29 中国药品流通销售总额 (亿元)


资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

图30 医用冷藏箱企业海尔生物收入规模快速增长


资料来源: Wind, 收入规模预测来源于 Wind 一致预期, 海通证券研究所

进入 2020 年后, 疫情影响下居民食物存储需求骤增, 大容量冰箱销量增长, 进一步拉动真空绝热板市场需求, 与此同时在医用领域方面, 落实到疫苗分发环节, 市场对于医用冷藏保温箱的需求亦开始加大, 参考公司医用冷链下游客户海尔生物经营情况, 2020Q1-Q3 海尔生物实现收入规模 9.81 亿元, 同比增长 34.76%, 我们判断公司作为供应商亦有望受益于下游医用冷藏箱需求的快速提升。

4. 盈利预测与投资建议

国内外冰箱企业对 VIP 产品需求与日俱增, 公司当前产能处于饱和状态, 后续年产 350 万平方米产能有望于 2021 年一季度开始释放。欧洲新能效推出有望带动全球市场提升制冷产品能效, 同时欧洲市场 VIP 渗透率进一步提升, 有望推动上游 VIP 企业继续扩大自身收入及利润规模。公司作为 VIP 行业龙头, 基本覆盖全球前十冰箱企业, 将有

效受益全球冰箱市场 VIP 的渗透率提升, 同时公司亦积极扩宽其他 VIP 应用场景, 布局医用冷链等继续加强产品覆盖度。

表 6 公司分产品收入数据预测 (亿元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
分产品总收入	3.08	4.01	5.00	6.54	8.45
<i>yoy</i>	50%	30%	25%	31%	29%
真空绝热板	3.02	3.97	4.94	6.38	8.23
<i>yoy</i>	50%	31%	25%	29%	29%
保温箱	0.05	0.02	0.03	0.14	0.20
<i>yoy</i>	25%	-60%	50%	350%	45%
阻隔袋	0.00	0.01	0.01	0.01	0.02
			15%	20%	10%
其他收入	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
分地区总收入	3.08	4.00	5.00	6.54	8.45
	50%	30%	25%	31%	29%
国外	2.12	2.58	3.11	3.99	5.01
<i>yoy</i>	62%	22%	21%	28%	26%
其中: 亚洲	1.59	1.88	2.22	2.75	3.38
<i>yoy</i>	79%	18%	18%	24%	23%
其中: 北美洲	0.25	0.30	0.38	0.43	0.50
<i>yoy</i>	-10%	20%	25%	15%	15%
其中: 欧洲	0.28	0.40	0.52	0.81	1.13
<i>yoy</i>	93%	44%	30%	55%	40%
中国大陆	0.96	1.42	1.89	2.55	3.44
<i>yoy</i>	30%	48%	33%	35%	35%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

表 7 赛特新材盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	308	401	500	654	845
同比增长 (%)	50.1%	30.2%	24.8%	30.7%	29.2%
营业总成本 (百万元)					
营业成本 (百万元)	184	228	312	391	499
毛利率 (%)	40.3%	43.2%	37.6%	40.1%	41.0%
营业税金及附加 (百万元)	4	5	6	7	9
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%
销售费用 (百万元)	33	40	41	55	73
销售费用率 (%)	10.6%	10.0%	8.1%	8.3%	8.6%
管理费用 (百万元)	20	23	26	33	43
管理费用率 (%)	6.4%	5.7%	5.2%	5.0%	5.1%
财务费用 (百万元)	-1	0	0	-1	-1
期间费用率 (%)	-0.4%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失 (百万元)	-3	1	0	0	0
投资收益 (百万元)	0	-1	5	6	6
营业利润 (百万元)	49	86	116	160	203
同比增长 (%)	696.1%	76.8%	34.7%	37.9%	27.5%
营业外收入 (百万元)	0	0	0	1	1

营业外支出 (百万元)	0	1	2	2	2
利润总额 (百万元)	48	85	114	158	202
同比增长 (%)	—	76.1%	33.9%	38.5%	27.8%
所得税费用 (百万元)	8	11	15	21	26
有效所得税率 (%)	16.1%	12.9%	13.1%	13.1%	13.0%
净利润 (百万元)	41	74	99	138	176
少数股东损益 (百万元)	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	41	74	99	138	176
同比增长 (%)	674.6%	82.8%	33.6%	38.6%	27.8%
净利率 (%)	13.2%	18.5%	19.8%	21.0%	20.8%
摊薄每股收益 (元)	0.51	0.93	1.24	1.72	2.20
扣除非经常损益后的净利润 (百万元)	41	75	101	139	177

资料来源: Wind, 公司年报 (2019), 海通证券研究所

表 8 DDM 绝对估值法下核心数据假设

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EPS (元)	1.24	1.72	2.20	2.82	3.60	4.51	5.41	6.22	7.15	8.01	8.65
对应增速假设:	34%	39%	28%	28%	28%	25%	20%	15%	15%	12%	8%
分红比例假设:	30%	35%	40%	45%	45%	50%	50%	55%	55%	60%	60%
2020-2030 年复合增速:	21%	2020-2025 年复合增速:		29%		2025-2030 年复合增速:		14%			
预期收益率假设:	10%	9.5%	9%					永续增长假设:		5%	
对应每股价值 (元):	64.84	71.82	80.64								

资料来源: 海通证券研究所预测

表 9 可比公司估值表

代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2020/11/26	2019	2020E	2021E	2019	2020E
603601.SH	再升科技	13.99	100.58	0.24	0.53	0.58	58.84	26.40	23.92
002165.SZ	红宝丽	6.05	36.42	0.15	0.25	0.40	40.80	24.12	15.05

注: 表中的 EPS, PE 均来自于万得一致预期;

资料来源: wind, 海通证券研究所

我们预计公司 2020-22 年 EPS 分别为 1.24、1.72 及 2.20 元。相对估值法下, 考虑到公司行业龙头地位稳固可享估值溢价, 给予公司 2021 年 40-50xPE 估值, 对应合理价值区间为 68.80-86.00 元; 绝对估值法下, 假设公司 20-25 年复合增速达 29%, 25-30 年复合增速达 14%, 分红率在 30%-60% 区间内逐年增加, 假设永续增长为 5%, 分别使用 9%-10% 的预期收益率, DDM 绝对估值法下公司对应价值区间为 64.84-80.64 元, 综上所述我们选取相对估值法, 给予公司 2021 年 40-50xPE 估值, 对应合理价值区间为 68.80-86.00 元, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

5. 风险提示

冰箱市场 VIP 渗透不及预期。公司产能扩展不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	401	500	654	845
每股收益	0.93	1.24	1.72	2.20	营业成本	228	312	391	499
每股净资产	4.10	10.28	11.50	13.07	毛利率%	43.2%	37.6%	40.1%	41.0%
每股经营现金流	0.75	-1.29	0.38	0.91	营业税金及附加	5	6	7	9
每股股利	0.00	0.38	0.50	0.63	营业税金率%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%
价值评估 (倍)					营业费用	40	41	55	73
P/E	62.88	47.08	33.97	26.59	营业费用率%	10.0%	8.1%	8.3%	8.6%
P/B	14.26	5.68	5.08	4.47	管理费用	23	26	33	43
P/S	8.74	9.34	7.15	5.53	管理费用率%	5.7%	5.2%	5.0%	5.1%
EV/EBITDA	-0.08	40.21	27.91	21.53	EBIT	85	90	133	175
股息率%	—	0.6%	0.9%	1.1%	财务费用	0	0	-1	-1
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
毛利率	43.2%	37.6%	40.1%	41.0%	资产减值损失	1	0	0	0
净利润率	18.5%	19.8%	21.0%	20.8%	投资收益	-1	5	6	6
净资产收益率	22.7%	12.1%	15.0%	16.8%	营业利润	86	116	160	203
资产回报率	14.1%	9.6%	11.8%	13.2%	营业外收支	-1	-1	-1	-1
投资回报率	23.3%	12.6%	14.6%	16.3%	利润总额	85	114	158	202
盈利增长 (%)					EBITDA	105	111	163	212
营业收入增长率	30.2%	24.8%	30.7%	29.2%	所得税	11	15	21	26
EBIT 增长率	78.1%	5.1%	48.4%	31.5%	有效所得税率%	12.9%	13.1%	13.1%	13.0%
净利润增长率	82.8%	33.6%	38.6%	27.8%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	74	99	138	176
资产负债率	37.8%	20.1%	21.0%	21.7%					
流动比率	1.9	4.6	4.2	4.1	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.5	4.1	3.7	3.6	货币资金	50	225	151	135
现金比率	0.3	1.5	0.8	0.6	应收账款及应收票据	107	139	186	238
经营效率指标					存货	60	70	91	115
应收帐款周转天数	101.5	101.6	104.0	102.8	其它流动资产	63	267	370	473
存货周转天数	88.4	81.8	85.0	84.5	流动资产合计	281	701	799	961
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.7	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.4	2.6	2.8	3.1	固定资产	172	206	257	291
					在建工程	30	70	51	19
					无形资产	25	25	25	25
					非流动资产合计	246	328	367	374
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	527	1029	1165	1335
净利润	74	99	138	176	短期借款	18	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	80	99	127	161
非现金支出	22	22	30	37	预收账款	1	1	1	2
非经营收益	2	-5	-4	-5	其它流动负债	45	52	61	72
营运资金变动	-39	-219	-133	-135	流动负债合计	144	152	190	234
经营活动现金流	60	-103	30	73	长期借款	11	11	11	11
资产	-41	-97	-63	-39	其它长期负债	44	44	44	44
投资	0	-10	-7	-6	非流动负债合计	55	55	55	55
其他	-1	7	6	6	负债总计	199	207	245	289
投资活动现金流	-42	-99	-64	-39	实收资本	60	80	80	80
债权募资	3	-18	0	0	归属于母公司所有者权益	328	822	920	1046
股权募资	0	426	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-10	-30	-40	-50	负债和所有者权益合计	527	1029	1165	1335
融资活动现金流	-7	377	-40	-50					
现金净流量	11	175	-74	-16					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈子仪 家电行业
朱默辰 家电行业
刘璐 家电行业
李阳 家电行业

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

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 格力电器,公牛集团,海信家电,美的集团,欧普照明,苏泊尔,小熊电器,石头科技,TCL 电子,三花智控,新宝股份,海尔智家,北鼎股份,老板电器,浙江美大,华帝股份,九阳股份,兆驰股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

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

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕灵(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 z zr13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zzw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勤(021)23219733 zpz12149@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgt12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
朱赵明 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
联系人
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 尹 岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李 焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 l fz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 ljy12399@htsec.com 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 py110297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周 丹 zd12213@htsec.com 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf112225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒晖 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
 董晓梅 dxm10457@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 李 婕 lj12330@htsec.com
 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com
 张钧博 zjb13446@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com