

暂无评级

风险评级：中高风险

新三板精选层新股报告（禾昌聚合）

2021年11月9日

陈伟光（SAC 执业证书编号：S0340520060001）

电话：0769-22110619 邮箱：chenweiguang@dgzq.com.cn

1、公司介绍

公司成立于1999年，公司一直致力于通过技术进步拓宽改性塑料产品在工业中的应用，现在公司已发展成产品应用领域以汽车零部件为主，同时涵盖家电、电动工具、通信、交通运输、电气等领域的规模性企业，成为国内改性塑料行业最具研发实力和规模生产力的专业服务商之一。公司目前拥有4项发明专利、10项实用新型专利，先后被认定为“苏州汽车零部件产业基地”、“江苏省工程技术研究中心”、“江苏省长玻纤增强改性塑料工程技术中心”，是获得江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、江苏省国家税务局、江苏省地方税务局共同认可的高新技术企业。

2、主营业务

公司主要从事改性塑料的研发、生产与销售，主营产品包括改性聚丙烯、改性工程塑料、改性ABS、其他改性塑料及塑料片材等多种类型产品，基于下游市场家电用材料高性能化、汽车轻量化、绿色环保等技术未来发展趋势，通过自身核心技术，满足客户对于塑料材料增强、阻燃、耐磨、耐候、耐韧、耐腐蚀等物理、化学方面特种功能的要求。目前，公司已经构建集基础材料储备、改性配方设计、量产工艺开发、助剂功能研发、快速物流响应、产品生产制造材料持续优化于一体的运营体系，可为汽车零部件、塑料包装、家电零部件等多个领域的客户提供多种改性塑料产品。

公司主营产品包括禾昌聚合PC/ASA、禾昌聚合苯乙烯（HIPS）、禾昌聚合玻纤增强PA、禾昌聚合玻纤增强PC、禾昌聚合玻纤增强PP、禾昌聚合改性耐冲击性聚、禾昌聚合矿物填充改性PA、禾昌聚合阻燃ABS、禾昌聚合阻燃PC/ABS、禾昌聚合玻纤增强阻燃聚对苯二甲酸丁二醇酯（PBT）、禾昌聚合改性PVC、禾昌聚合矿物填充改性PP、禾昌聚合通用PC/ABS、禾昌聚合长玻纤增强PP、禾昌聚合耐磨PA、禾昌聚合耐热ABS、禾昌聚合阻燃PP。

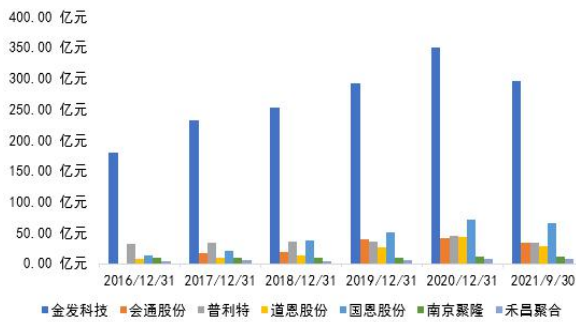
3、财务分析

根据公司公开招股说明书，我们选取了金发科技、会通股份、普利特、道恩股份、国恩股份、南京聚隆作为公司的可比公司进行财务对比。

2020年，禾昌聚合实现营业总收入8.01亿元，营收规模在七家公司中排名第七。营业收入增速方面，2016年-2020年，禾昌聚合、金发科技、会通股份、普利特、道恩股份、国恩股份、南京聚隆营业收入年复合增长率分别为16.64%、18.15%、34.30%、8.94%、67.91%、53.82%和5.96%；七家公司中，道恩股份的营业收入年复合增长率最高，为67.91%。禾昌聚合的营业收入年复合增长率为16.64%，低于可比公司平均水平14.87个百分点。2021年前三季度，禾昌聚合实现营业收入6.85亿元，同比增长33.25%；营收

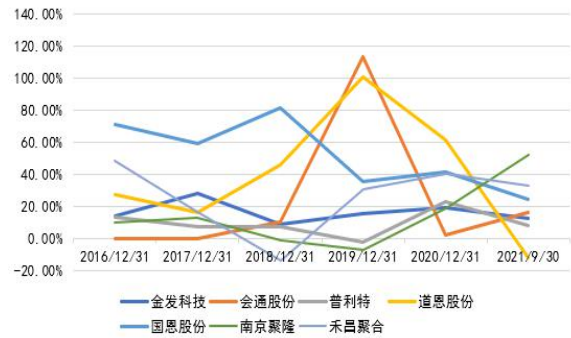
规模在七家公司中排名第七，营收增速排名第二。

图 1：禾昌聚合与可比公司营业收入规模对比



数据来源：ifind，东莞证券研究所

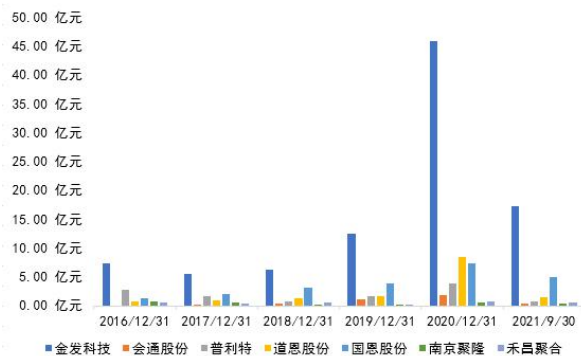
图 2：禾昌聚合与可比公司营业收入同比增速对比



数据来源：ifind，东莞证券研究所

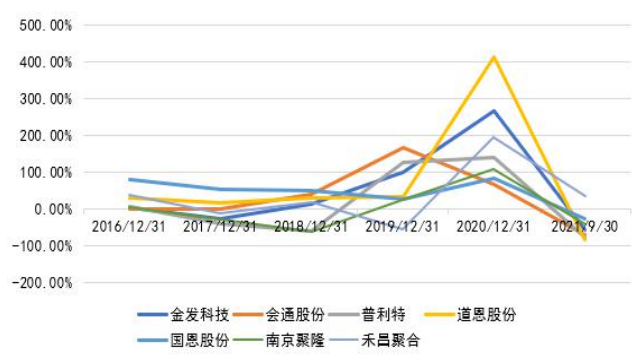
归母净利润方面，2020 年禾昌聚合实现归母净利润 0.69 亿元，归母净利润规模在七家公司中排名第六。从复合增速方面上看，2016 年-2020 年，道恩股份归母净利润年复合增长率为 108.90%；2016 年-2020 年，金发科技、会通股份、普利特、国恩股份、南京聚隆归母净利润年复合增长率分别为 57.94%、85.25%、9.23%、53.71%和-6.09%。2016 年-2020 年，禾昌聚合归母净利润年复合增长率为 8.57%。2021 年前三季度，禾昌聚合实现归母净利润 0.62 亿元，同比增长 34.53%；归母净利润规模在七家公司中排名第五，归母净利润增长在七家公司中排名第一。

图 3：禾昌聚合与可比公司归母净利润规模对比



数据来源：ifind，东莞证券研究所

图 4：禾昌聚合与可比公司归母净利润同比增速对比

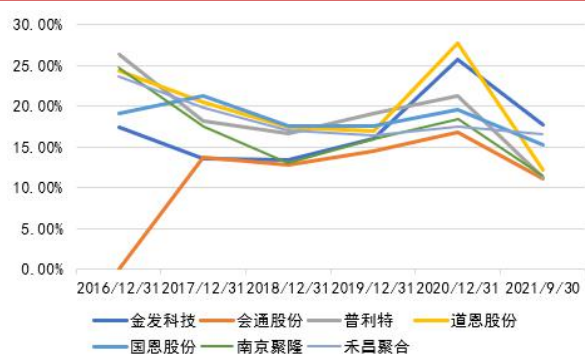


数据来源：ifind，东莞证券研究所

销售毛利率方面，2016年-2020年禾昌聚合销售毛利率分别为23.58%、19.83%、17.05%、16.38%、17.54%。其中，2016年、2017年和2018年，禾昌聚合销售毛利率分别高于可比公司平均水平4.93、2.37和1.87个百分点；2019年和2020年，禾昌聚合销售毛利率分别低于可比公司平均水平0.29和4.05个百分点。禾昌聚合销售毛利率和行业可比公司平均水平相差不大。2021年前三季度，禾昌聚合销售毛利率为16.60%，同比下降1.59个百分点，比行业可比公司平均水平高3.41个百分点。

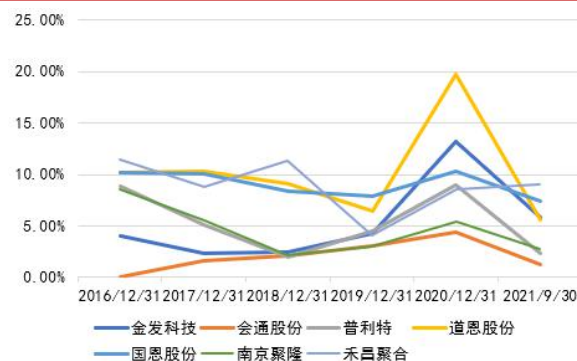
销售净利率方面，2016年-2020年禾昌聚合的净利率分别为11.46%、8.76%、11.36%、4.08%、8.60%。其中，2016年、2017年和2018年，禾昌聚合销售净利率分别高于可比公司平均水平4.48、2.93和6.97个百分点；2019年和2020年，禾昌聚合销售净利率分别低于可比公司平均水平0.83和1.72个百分点。2021年前三季度，禾昌聚合销售净利率为9.00%，同比上升0.09个百分点；在行业可比公司中排名第一，高于行业可比公司平均水平8.32个百分点。

图 5：禾昌聚合与可比公司毛利率对比



数据来源：ifind，东莞证券研究所

图 6：禾昌聚合与可比公司净利率对比



数据来源：ifind，东莞证券研究所

4、盈利预测

假设一：公司产品未来需求情况

虽然 2017 年以来“限塑”新政出台，但国内改性塑料行业仍然保持较为稳定的增长趋势，随着改性塑料应用领域的扩大，未来我国改性塑料仍然存在较大的发展空间，尤其相较于全球塑料超过 40%的改性化率，其需求前景非常广阔。公司产品主要应用于汽车零部件、家电零部件、塑料包装等行业，下游行业景气度和发展趋势对公司本身产品的需求有显著影响。随着我国国民经济快速发展和居民可支配收入增加，加之国内扩大内需的消费刺激政策的实施，下游行业处于稳定增长阶段或者趋向成熟阶段，对公司产品需求稳步提升。

假设二：公司各细分产品营业收入预测

公司主营产品包括改性塑料粒子和塑料片材，公司生产销售的改性塑料粒子以改性聚丙烯塑料粒子为主，还包括改性工程塑料、改性 ABS 等其他改性材料塑料粒子。根据公司上市招股说明书披露，我国 2018 年至 2019 年规模以上工业企业的改性塑料粒子的产量分别为 1783 万吨和 1955 万吨，改性塑料粒子产量复合增速为 9.65%，由此测算，2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年规模以上工业企业的改性塑料粒子的产量分别为 2143.66 万吨、2350.52 万吨、2577.35 万吨和 2826.06 万吨。公司 2019 年和 2020 年改性塑料粒子的产量分别为 4.50 万吨和 7.29 万吨，因此，我们预计公司改性塑料粒子 2019 年和 2020 年市场占有率分别为 0.23%和 0.34%。根据公司公开发行说明书，公司拟投入募集资金 18000 万元用于年产 56000 吨高性能复合材料项目。根据公司扩产计划以及公司发展战略，我们预计公司改性塑料粒子 2021 年、2022 年和 2023 年市场占有率分别为 0.45%、0.56%和 0.67%，由此可得，公司 2021 年、2022 年和 2023 年改性塑料粒子的产量分别为 10.58 万吨、14.43 万吨和 18.93 万吨。假设公司 2021 年、2022 年和 2023 年产品价格和 2020 年持平，参考公司过往业务营收结构，结合公司未来发展情况，我们预计公司 2021 年、2022 年和 2023 年主营业务改性聚丙烯营收占比分别为 77.88%、79.87%和 81.10%，营收增速分别为 45.13%、36.45%和 31.19%；公司 2021 年、2022 年和 2023 年塑料片材业务营收占比分别为 9.25%、6.94%和 5.50%，营收增速分别为 5.00%、-0.22%和 2.39%；公司 2021 年、2022 年和 2023 年改性材料塑料业务营收占比分别为 9.07%、9.43%和 9.68%，营收增速分别为 47.97%、38.37%和 32.58%；公司 2021 年、2022 年和 2023 年其他业务营收占比分别为 3.80%、3.76%和 3.72%，营收增速分别为 38.76%、31.86%和 27.71%。

假设三：公司各项业务产品的毛利率

虽然公司面临的市场竞争会进一步加剧，但是公司上市融资后，规模效应会进一步体现。我们预计公司 2021 年、2022 年和 2023 年主营业务改性聚丙烯业务毛利率分别为 19.16%、19.77%和 19.47%；塑料片材业务毛利率分别为 9.18%、9.39%和 9.28%；改性材料塑料业务毛利率分别为 27.32%、26.85%和 27.09%；其他业务毛利率分别为 10.82%、11.88%和 11.35%；总体毛利率分别为 18.66%、19.42%和 19.34%。

表 1：禾昌聚合 2021 年-2023 年盈利预测简表（万元）

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	42199.24	56962.44	80120.8	114724.38	152649.48	197211.12
营收增速 (%)	-14.97%	34.98%	40.66%	43.19%	33.06%	29.19%
营业总成本	36112.86	47632.7	66065.13	93313.41	123000.79	159063.67
毛利率 (%)	14.42%	16.38%	17.54%	18.66%	19.42%	19.34%
改性聚丙烯	27161.34	39615.52	61565.12	89349.46	121917.34	159943.35
营收增速 (%)	-23.65%	45.85%	55.41%	45.13%	36.45%	31.19%
营业成本	21926.07	32506.87	49016.81	72227.30	97811.04	128805.74
毛利率 (%)	19.27%	17.94%	20.38%	19.16%	19.77%	19.47%
塑料片材	11803.88	10689.29	10107.14	10612.50	10588.83	10841.74
营收增速 (%)	3.86%	-9.44%	-5.45%	5.00%	-0.22%	2.39%
营业成本	10647.7	9751.99	9137.61	9638.21	9594.90	9835.24
毛利率 (%)	9.79%	8.77%	9.59%	9.18%	9.39%	9.28%
改性材料塑料	2,571.86	3,677.55	7,031.66	10405.05	14397.69	19088.33
营收增速 (%)	20.25%	42.99%	91.21%	47.97%	38.37%	32.58%
营业成本	2403.68	2637.89	5176.94	7562.02	10531.89	13917.90
毛利率 (%)	6.54%	28.27%	26.38%	27.32%	26.85%	27.09%
其他业务	1,784.95	2,255.49	3,140.20	4357.37	5745.63	7337.70
营收增速 (%)	-	26.36%	39.22%	38.76%	31.86%	27.71%
营业成本	1135.41	2735.95	2733.77	3885.88	5062.96	6504.79
毛利率 (%)	36.39%	-21.30%	12.94%	10.82%	11.88%	11.35%

资料来源：ifind，东莞证券研究所

假设四：公司期间费用率假设

根据公司财报数据显示，2018 年、2019 年、2020 年和 2021Q3 公司销售费用率分别为 2.94%、2.91%、1.01%和 1.05%。公司销售费用率整体呈现下降趋势。考虑到行业未来竞争存在加剧的可能性，我们谨慎预计公司 2021 年-2023 年销售费用率维持 1.05%。

根据公司财报数据显示，2018 年、2019 年、2020 年和 2021Q3 公司管理费用率分别为 2.68%、1.62%、1.39%和 1.42%。公司管理费用率整体呈现下降趋势。考虑到行业未来竞争存在加剧的可能性，我们谨慎预计公司 2021 年-2023 年管理费用率维持 1.42%。

根据公司财报数据显示，2018 年、2019 年、2020 年和 2021Q3 公司研发费用率分别为 3.35%、3.50%、3.45%和 3.06%。公司研发费用率整体呈现波动趋势。考虑到行业未来竞争存在加剧的可能性，公司研发投入需要维持一定的强度。我们谨慎预计公司 2021 年-2023 年研发费用率维持 3.06%。

根据公司财报数据显示，2018 年、2019 年、2020 年和 2021Q3 公司财务费用率分别为 0.99%、0.28%、0.34%和 0.10%。公司财务费用率整体呈现波动趋势。考虑到行业未来竞争存在加剧的可能性。我们谨慎预

计公司 2021 年-2023 年财务费用率维持 0.10%。

综上所述,我们预计公司 2021 年、2022 年和 2023 年的营业收入分别为 11.47 亿元、15.26 亿元和 19.72 亿元。分别同比增长 43.19%、33.06%、29.19%,年复合增长率为 35.02%;预计 2021 年-2023 年公司归母净利润分别为 84.92 百万元、117.25 百万元、146.54 百万元,分别同比增长 23.25%、38.07%、24.98%,年复合增长率为 28.60%。

5、风险提示

5.1、下游汽车、家电行业波动风险

公司主要从事改性塑料的研发、生产及销售,汽车行业和家电行业是公司主营产品改性塑料主要的下游应用行业,该类行业客户对公司产品的需求受宏观经济及自身行业周期的影响而产生波动。其中,汽车行业会受到宏观经济增速、新能源汽车行业发展等多项因素影响。此外,近期由于疫情因素导致的车载芯片供应紧张也会对下游汽车行业带来不利影响。家电领域会受到宏观经济增速、房地产市场景气度、居民消费升级等多项因素影响。

5.2、市场竞争加剧风险

公司所处的改性塑料行业是技术较为成熟的行业,行业类企业数量众多,市场竞争越来越激烈。行业内规模较大的企业凭借品牌和资金优势,不断拓展业务范围,扩大市场占有率。公司通过差异化竞争,形成自身竞争优势,但与国内知名企业相比,在销售规模、品牌影响力等方面仍有一定的差距。

5.3、上下游议价能力较弱的风险

公司主要原材料PP、PET、ABS、PVC等基本为大宗商品,公司上游原材料供应商大多为大型石化企业或贸易商,采购价格通常随行就市,根据采购时点的市场价格确定,公司受采购规模所限议价能力较弱。此外,公司改性塑料产品的主要下游客户为规模较大的汽车零部件和家电生产企业,在激烈的市场竞争中,产品售价也较为透明,公司与客户的议价能力也不强。公司处于产业链中端,对上下游议价能力弱,成本转嫁能力不足,在一定程度上对公司盈利质量和抗风险能力构成不利影响。

表 2：禾昌聚合 2021 年-2023 年盈利预测简表（万元）

资产负债表					利润表				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	126.06	114.72	152.65	197.21	营业收入	801.21	1147.24	1526.49	1972.11
应收票据及账款	500.86	774.97	1031.16	1332.18	营业成本	660.65	933.13	1230.01	1590.64
预付账款	15.08	20.89	27.79	35.91	营业税金及附加	2.45	4.73	6.29	8.13
其他应收款	0.59	1.34	1.78	2.30	销售费用	8.11	26.24	34.92	45.11
存货	142.97	172.46	227.32	293.97	管理费用	11.10	21.76	28.95	37.41
其他流动资产	4.33	11.21	14.92	19.27	研发费用	27.62	39.37	52.39	67.68
流动资产总计	789.90	1095.59	1455.62	1880.84	财务费用	2.70	5.24	13.14	20.44
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-0.65	-6.32	-8.41	-10.87
固定资产	97.99	83.02	67.98	52.87	信用减值损失	-7.27	-16.36	-21.77	-28.12
在建工程	2.73	2.27	1.82	1.36	其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	18.35	15.29	12.23	9.17	投资收益	-1.91	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	0.90	0.45	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	9.84	9.84	9.84	9.84	资产处置收益	0.08	0.68	0.68	0.68
非流动资产合计	129.81	110.88	91.88	73.25	其他收益	0.88	1.16	1.16	1.16
资产总计	919.71	1206.47	1547.50	1954.09	营业利润	79.72	95.93	132.46	165.56
短期借款	27.14	178.84	305.68	454.51	营业外收入	0.09	0.16	0.16	0.16
应付票据及账款	275.37	294.41	388.07	501.85	营业外支出	0.33	0.13	0.13	0.13
其他流动负债	45.99	61.47	81.09	104.85	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	348.50	534.71	774.84	1061.22	利润总额	79.47	95.96	132.49	165.59
长期借款	0.00	48.63	77.83	108.46	所得税	10.57	11.04	15.25	19.05
其他非流动负债	6.67	6.67	6.67	6.67	净利润	68.90	84.92	117.25	146.54
非流动负债合计	6.67	55.30	84.51	115.13	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	355.17	590.01	859.35	1176.35	归属母公司股东净利润	68.90	84.92	117.25	146.54
股本	84.62	84.62	84.62	84.62	EBITDA	93.89	120.13	164.63	204.65
资本公积	122.67	122.67	122.67	122.67	NOPLAT	71.40	88.92	128.24	163.99
留存收益	357.25	409.18	480.86	570.46	EPS(元)	0.66	0.81	1.12	1.40
归属母公司权益	564.54	616.46	688.15	777.75	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
股东权益合计	564.54	616.46	688.15	777.75	成长能力				
负债和股东权益合计	919.71	1206.47	1547.50	1954.09	营收增长率	40.66%	43.19%	33.06%	29.19%
现金流量表					营业利润增长率		20.34%		
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	EBIT增长率	209.52%	23.16%	43.91%	27.74%
税后经营利润	68.90	83.26	115.59	144.88	EBITDA增长率	170.18%	27.95%	37.05%	24.31%
折旧与摊销	11.72	18.93	19.00	18.62	归母净利润增长率	196.76%	23.25%	38.07%	24.98%
财务费用	2.70	5.24	13.14	20.44	经营现金流增长率	1315.85%	-102.15%	186.58%	3.25%
投资损失	1.91	0.00	0.00	0.00	盈利能力				
营运资金变动	-87.08	-282.51	-208.82	-243.11	毛利率	17.54%	18.66%	19.42%	19.34%
其他经营现金流	5.62	0.00	0.00	0.00	净利率	8.60%	7.40%	7.68%	7.43%
经营性现金净流量	3.77	-175.09	-61.09	-59.17	营业利润率	9.95%	8.36%	8.68%	8.40%
资本支出	17.02	0.00	0.00	0.00	ROE	12.20%	13.78%	17.04%	18.84%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.49%	7.04%	7.58%	7.50%
其他投资现金流	-35.76	1.66	1.66	1.66	ROIC	14.73%	16.29%	15.20%	15.30%
投资性现金净流量	-18.74	1.66	1.66	1.66	估值倍数				
短期借款	-4.23	151.70	126.85	148.83	P/E				
长期借款	0.00	48.63	29.21	30.62	P/S				
普通股增加	3.32	0.00	0.00	0.00	P/B				
资本公积增加	22.43	0.00	0.00	0.00	股息率				
其他筹资现金流	20.24	-38.23	-58.70	-77.38	EV/EBIT				
筹资性现金净流量	41.77	162.09	97.36	102.07	EV/EBITDA				
现金流量净额	26.71	-11.34	37.93	44.56	EV/NOPLAT				

资料来源：ifind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn