

2023年03月27日

森泰股份（301429.SZ）

投资要点

- ◆ 本周四（3月30日）有一家创业板上市公司“森泰股份”询价。
- ◆ **森泰股份（301429）**：公司的主营业务是高性能木塑复合材料、新型石木塑复合材料及其制品和应用的研发、设计、生产、销售。公司2020-2022年分别实现营业收入6.32亿元/9.15亿元/8.21亿元，YOY依次为18.44%/44.71%/-10.26%，三年营业收入的年复合增速15.43%；实现归母净利润1.03亿元/1.00亿元/0.85亿元，YOY依次为119.18%/-2.65%/-15.84%，三年归母净利润的年复合增速21.55%。根据初步预测，2023年1-3月公司预计实现归母净利润1,979.72万元，较2022年1-3月同比增长6.97%。
- ② **投资亮点：**1、木塑复合材料是新型绿色建筑材料，对传统材料存在一定的替代属性。木塑复合材料、石木塑复合材料的原材料可使用废旧回收塑料和林木产品废余料，能有效缓解塑料污染、节约并高效利用生物质资源，属于低碳型和环境友好型复合材料；除绿色环保的优点之外，木塑复合材料还具备防腐防蛀、防水抗菌、耐磨阻燃、使用寿命长、后续维护成本低等优势，可以一定程度上替代传统材料。目前来看，欧美等主要发达国家已在大量使用木塑复合材料，但在我国的渗透率较低；根据2021年公司产品单价以及国内木塑复合材料的产量推算，结合考虑木塑复合材料出口比例较高等情况，预计我国境内塑木复合材料在木地板市场的渗透率可能不足10%。2、**公司不断推进产品迭代升级，产品线正日益完善。**2006-2018年，公司陆续推出高强度WPC、耐候共挤WPC、以及轻质共挤WPC，三代产品针对不同终端消费群体实行差异化定价策略，以满足各类消费群体的市场需求；期间，又基于木塑复合材料的生产及技术经验积累，自主研发出新型石木塑复合材料，不断丰富产品结构，并将产品应用领域由户外设施拓宽至室内家居领域；而公司新布局的新型石木塑数码打印业务，又将帮助公司进一步向定制化、高端化发展。得益于产品及技术的不断迭代，后续推出的耐候共挤WPC、轻质共挤WPC等多款产品的毛利率水平较高；预计随着上述产品销售占比的不断提升，将利好公司收入结构持续升级。3、**公司拟设立越南子公司，或将有助于公司解决关税问题。**根据公司招股书披露，公司拟租赁越南工业区，建立其越南子公司或分支机构，相关租赁合同有效期为2023年7月至2026年6月。报告期内，受2020年8月美国针对新型石木塑复合材料加征关税恢复至25%的影响，2021年公司对美国销售收入较上年同期减少4,207.54万元；越南子公司的设立，或有利于公司解决当前面临的关税难题。
- ② **同行业上市公司对比：**选取中铁装配、国风新材、美新科技等涉及木塑材料的企业为森泰股份的可比上市公司，但可比性或相对有限。从上述可比公司来看，2021年第四季度至2022年第三季度行业平均收入规模11.74亿元，销售毛利率为24.52%；相较而言，公司的营收规模与销售毛利率均处于同业的中等水平。
- ◆ **风险提示：**已经开启动询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

新股覆盖研究

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	88.66
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师 李蕙
 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinse.cn

相关报告

南矿集团-新股专题覆盖报告（南矿集团）
-2023年第50期 - 总第247期 2023.3.22
陕西能源-新股专题覆盖报告（陕西能源） -
2023年第51期 - 总第248期 2023.3.22
柏诚股份-新股专题覆盖报告（柏诚股份）
-2023年第49期-总第246期 2023.3.22
江盐集团-新股专题覆盖报告（江盐集团）
-2023年第48期-总第245期 2023.3.22
中重科技-新股专题覆盖报告（中重科技）
-2023年第45期 - 总第242期 2023.3.20



公司近3年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	632.0	914.5	820.7
同比增长(%)	18.44	44.71	-10.26
营业利润(百万元)	125.1	111.5	84.6
同比增长(%)	128.03	-10.88	-24.13
净利润(百万元)	103.1	100.4	84.5
同比增长(%)	119.18	-2.65	-15.84
每股收益(元)	1.16	1.13	0.95

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、森泰股份	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	7
(四) 募投项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	9

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 中国木塑复合材料产量 (万吨)	5
图 6: 2019-2027 年全球 WPC 市场规模 (亿美元)	6
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	8
表 2: 同行业上市公司指标对比	9

一、森泰股份

公司的主营业务是高性能木塑复合材料、新型石木塑复合材料及其制品和应用的研发、设计、生产、销售，主要应用于户外设施、建筑装饰、室内家居、市政园林、旅游设施等领域。

公司基于多年的木塑复合材料生产经验及技术积累，自主研发了新型石木塑复合材料专有配方并不断升级优化，利用功能助剂，经特殊工艺处理对聚氯乙烯树脂、碳酸钙等无机填料、生物质纤维等不同特性的单一原材料进行物理混配和化学改性后生产出的新型石木塑复合材料产品具备环保无醛、耐磨抗刮、防水阻燃、抗真菌、高弹性和抗冲击性、尺寸稳定性强等多种优异性能。在应用方面，公司产品在国内曾应用于北京奥运鸟巢户外平台、上海世博会中国馆户外平台、广州亚运会主场馆户外平台、大连夏季达沃斯论坛海边栈道等重大国家工程，并远销欧洲、美洲、非洲、澳洲、亚洲等全球六十多个国家或地区。

(一) 基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 6.32 亿元/9.15 亿元/8.21 亿元，YOY 依次为 18.44%/44.71%/-10.26%，三年营业收入的年复合增速 15.43%；实现归母净利润 1.03 亿元/1.00 亿元/0.85 亿元，YOY 依次为 119.18%/-2.65%/-15.84%，三年归母净利润的年复合增速 21.55%。

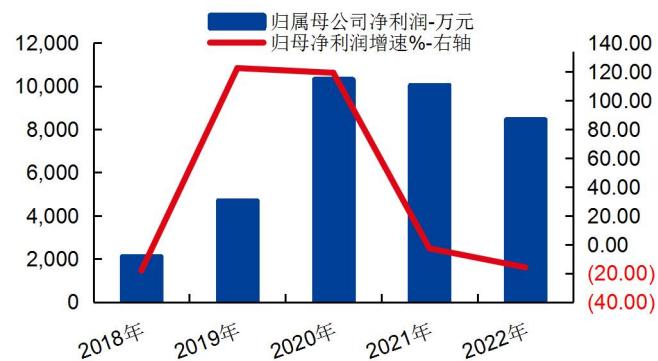
2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为四大板块，分别为高性能木塑复合材料(5.44 亿元，59.57%)、新型石木塑复合材料(2.88 亿元，31.55%)、装配式建筑(0.47 亿元，5.19%)、其他产品(0.34 亿元，3.68%)。2019 年至 2021 年报告期间，高性能木塑复合材料始终为公司的主要产品及首要收入来源，销售收入占比基本维持在 55%以上；其中包括了高强度 WPC(3.13 亿元，34.25%)、耐候共挤 WPC(1.66 亿元，18.20%)、轻质共挤 WPC(0.65 亿元，7.11%)。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



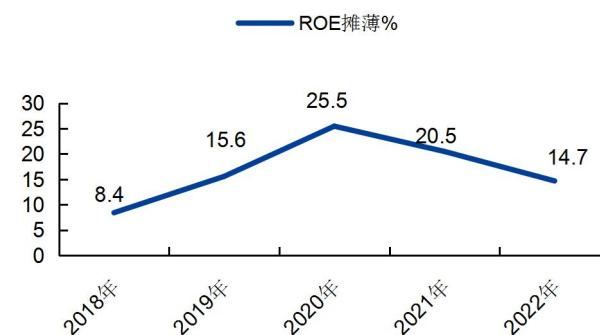
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 4: 公司 ROE 变化



资料来源: wind, 华金证券研究所

(二) 行业情况

公司的主营业务是高性能木塑复合材料、新型石木塑复合材料及其制品和应用的研发、设计、生产、销售。根据产品属性，公司木塑复合材料业务，属于木塑复合材料行业。

1、木塑复合材料行业

20世纪90年代以来，北美、欧洲的许多国家对木塑复合材料进行了大量研究，木塑复合材料的生产和应用在世界范围内得到了迅速发展。中国木塑复合材料虽说是一个非常年轻的产业，但是其发展异常迅猛，但得益于国家环境保护和资源节约政策的大力推行，在科学发展观和政府有关部门支持下，木塑产业现已成为一个基本不附着于其他产业而自成体系的新兴行业，目前我国木塑复合材料及制品的制造水平、产量及出口量已跃居世界前列，近年来逐渐发展成为国家战略性新兴产业。

2016年国内木塑复合材料产量达到180万吨，中国取代美国成为全球第一大木塑制品生产和出口国。近20年来，中国木塑产业总量增长接近300倍，根据中国林产工业协会木塑复合材料专业委员会统计数据及预测，未来5年中国木塑复合材料产销量预计将以超过10%的复合增长率快速发展。

图 5: 中国木塑复合材料产量 (万吨)



资料来源：中国林产工业协会木塑复合材料专业委员会，华金证券研究所

我国木塑复合材料产业是一个跨多个领域的新兴产业，具有较高的科技含量和鲜明的产业特点，现已在新材料领域自成一体。由于其不依赖于不可再生资源，而主要采用可以大量循环再生原料制成，近年来发展速度较快，生产工艺技术有了长足进步，主要发展了共挤成型技术，微孔发泡技术和数码打印技术应用。

木塑复合材料产业作为一个年轻的朝阳产业，具有产业规模大、下游应用领域广、更新换代快、性能提升的技术门槛较高等特点。

第一，产业规模大。据 **Grand View Research** 统计，2019 年全球木塑复合材料市场规模估计为 53 亿美元，到 2027 年，全球木塑复合材料市场规模预计将达到 125 亿美元，预计在预测期内增长率为 11.4%。

图 6：2019-2027 年全球 WPC 市场规模（亿美元）



资料来源：**Grand View Research**，华金证券研究所

第二，下游应用领域广。木塑复合材料作为代木代塑新材料，具有节能环保、防腐防蛀、防水防潮、耐磨阻燃、使用寿命长并可循环利用等诸多优点，可广泛应用于建筑、家居、旅游设施、教卫领域、农业领域、高速铁路、环保行业、汽车行业、船舶制造乃至军工领域等，具有广阔的发展前景。

第三，更新换代快。随着经济的快速发展，居民生活品质不断提高。随着工艺制程的不断演进和下游行业日新月异的快速发展，企业研发需求与日俱增。木塑复合材料产品生产工艺由单一挤出逐渐向复合共挤、包覆共挤、智能制造等方向发展。

第四，性能提升的技术门槛较高。木塑复合材料虽然起源于木材和塑料行业，但作为具有专业化特点的新兴产业，需要解决不同材料之间界面相容性难题，对复合材料的性能提升也是一项系统性工程，技术门槛较高，目前国内木塑复合材料产业缺乏高端产品。

此外，木塑复合材料产业还具有节能环保和循环经济的特点。我国是人均森林面积最为匮乏的国家之一，人均森林面积仅占全球人均面积的 20% 左右。由于经济的快速发展，木材用量日益增加，现有木材供应远不能解决人们生活所需。塑料废弃物的大量产生也给人们制造了白色污染的难题：我国回收塑料的比例为 15%，仅约占部分西方发达国家平均回收塑料 53% 的 1/3。我国废旧塑料的回收量远远小于塑料的生产量，这样势必导致废旧塑料的日益堆积。

据国家统计局统计数据,2021年我国塑料制品产量8,004.0万吨,按照50%的回收率计算,这些塑料制品废弃后可回收塑料约4,002.0万吨。另外我国农作物秸秆资源丰富,木材加工和家具制造产业产生大量的锯屑等木材剩余物,每年产生可供工业化利用的生物质纤维在7亿吨以上,生物质原料来源充足。城市垃圾中废旧木材、纸、塑料乃至牛奶盒等同时含有塑料、纸和铝箔的固体有机废弃物,都是生产木塑复合材料的适宜原料,如这些废弃资源能得到有效开发和利用,价值可观。随着经济的发展、民众健康环保意识的不断加强以及众多利好政策的推动为国内木塑复合材料产业的长期发展创造了巨大的机会。

(三) 公司亮点

1、木塑复合材料是新型绿色建筑材料,对传统材料存在一定的替代属性。木塑复合材料、石木塑复合材料的原材料可使用废旧回收塑料和林木产品废余料,能有效缓解塑料污染、节约并高效利用生物质资源,属于低碳型和环境友好型复合材料;除绿色环保的优点之外,木塑复合材料还具备防腐防蛀、防水抗菌、耐磨阻燃、使用寿命长、后续维护成本低等优势,可以一定程度上替代木材、石材、塑料、瓷砖、金属等传统材料在部分领域的应用。目前来看,欧美等主要发达国家已在大量使用木塑复合材料,但在我国的渗透率较低;根据2021年公司产品单价以及国内木塑复合材料的产量推算,结合考虑木塑复合材料出口比例较高等情况,预计我国境内塑木复合材料在木地板市场的渗透率可能不足10%。

2、公司不断推进产品迭代升级,产品线正日益完善。2006-2018年,公司陆续推出高强度WPC、耐候共挤WPC、以及轻质共挤WPC,三代产品针对不同终端消费群体实行差异化定价策略,以满足各类消费群体的市场需求;期间,又基于木塑复合材料的生产及技术经验积累,自主研发出新型石木塑复合材料,不断丰富产品结构,并将产品应用领域由户外设施拓宽至室内家居领域;而公司新布局的新型石木塑数码打印业务,又将帮助公司进一步向定制化、高端化发展。得益于产品及技术的不断迭代,后续推出的耐候共挤WPC、轻质共挤WPC等多款产品的毛利率水平较高;预计随着上述产品销售占比的不断提升,将利好公司收入结构持续升级。

3、公司拟设立越南子公司,或将有助于公司解决关税问题。根据公司招股书披露,公司拟租赁越南工业区,建立其越南子公司或分支机构,相关租赁合同有效期为2023年7月至2026年6月。报告期内,受2020年8月美国针对新型石木塑复合材料加征关税恢复至25%的影响,2021年公司对美国销售收入较上年同期减少4,207.54万元;越南子公司的设立,或有利于公司解决当前面临的关税难题。

(四) 募投项目投入

公司本轮IPO募投资金拟投入4个项目以及补充流动资金。

1、年产2万吨轻质共挤木塑复合材料扩建项目:本项目拟新建生产线,利于提高公司规模化生产能力和生产效率。预计在项目计算期第2年下半年开始投产,投产当年达到的设计生产能力60%(半年即30%),投产后第二年达到设计生产能力的70%,投产后第三年达到设计生产能力的100%;预计达产后,将实现年均收入32,000万元(不含税)。

- 2、年产 600 万平方米新型石木塑复合材料数码打印生产线技改项目：**本项目经济效益测算的计算期为 11 年，其中建设期为 1 年，生产经营期为 10 年；预计在项目计算期第 2 年开始投产，投产后当年达到的设计生产能力 35%，投产后第二年达到设计生产能力的 65%，投产后第三年达到设计生产能力的 100%。
- 3、研发中心建设项目：**本项目拟进行多种生物质复合材料前沿技术的研发，持续提升产品性能及性价比，丰富公司产品结构。
- 4、国内营销体系建设项目：**本项目建设方案为（1）全国重点区域营销网点建设。在全国重点省份新增加盟形象店，主要包括北京、天津、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江、上海、安徽、山东、河南、福建、广东、湖北、湖南、江西、四川、重庆、贵州、云南、广西、河北、山西、陕西等省市；逐步形成服务于国内客户的营销服务体系，实现公司销售服务属地化。（2）营销服务中心升级改造。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	年产 2 万吨轻质共挤木塑复合材料扩建项目	12,960.00	12,037.80	18 个月
2	年产 600 万平方米新型石木塑复合材料数码打印生产线技改项目	10,375.00	7,187.67	12 个月
3	研发中心建设项目	5,086.00	5,086.00	18 个月
4	国内营销体系建设项目	3,325.00	3,308.20	24 个月
5	补充流动资金项目	5,000.00	5,000.00	-
总计		36,746.00	32,619.67	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 8.21 亿元，同比下降 10.26%；实现归属于母公司净利润 0.85 亿元，同比下降 15.84%。根据初步预测，公司预计 2023 年 1-3 月营业收入为 21,588.59 万元，较 2022 年 1-3 月同比下降 18.85%；预计 2023 年 1-3 月实现归母净利润 1,979.72 万元，较 2022 年 1-3 月同比增长 6.97%；预计 2023 年 1-3 月实现扣除非经常性损益后的净利润 1,781.75 万元，较 2022 年 1-3 月同比增长 10.69%。对于 2023 年第一季度的营收波动，主要系 2021 年期末发出商品金额较大，部分发出商品于 2022 年第一季度确认收入，导致 2022 年第一季度的销售收入基数较大。

公司专注于高性能木塑复合材料以及新型石木塑复合材料领域，就细分产品而言，国内尚无完全可比的 A 股上市公司；故从产品相似性以及下游应用领域等方面考虑，选取中铁装配、国风新材、美新科技等涉及木塑材料的企业为森泰股份的可比上市公司，但可比性或相对有限。从上述可比公司来看，2021 年第四季度至 2022 年第三季度行业平均收入规模 11.74 亿元，销售毛利率为 24.52%；相较而言，公司的营收规模与销售毛利率均处于同业的中等水平。

表 2: 同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年收入 (亿元)	2021 年收 入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE	2021 年 摊薄
300374.SZ	中铁装配	35.95	-14.94	4.08	-32.24%	-2.41	-14.24%	-22.37%	-23.15%	
000859.SZ	国风新材	53.85	22.61	23.18	22.74%	2.38	-15.41%	14.16%	8.33%	
A22044.SZ	美新科技	/	/	7.97	60.36%	0.95	46.15%	81.78%	21.30%	
301429.SZ	森泰股份	/	/	8.21	-10.26%	0.85	-15.84%	21.74%	14.68%	

资料来源: Wind, 华金证券研究所

备注: 由于可比上市公司尚未披露 2022 年报, 可比上市公司的收入-TTM、净利润-TTM 数据范围为 2021Q4-2022Q3; 森泰股份的收入-TTM、净利润-TTM 数据为 2022 年全年数据。

(六) 风险提示

ODM 销售模式的风险、使用外汇管理工具的风险、主要客户较为集中的风险、主要产品市场占有率较低、拓展国内市场及新兴市场发展自主品牌不达预期的风险、部分使用专利为第三方授权专利的风险、毛利率波动的风险、应收账款回收的风险、净利润及经营业绩下滑的风险、核心技术人员流失的风险、管理能力不能及时提升的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn