

江苏博云 (301003)

深耕高端改性塑料领域，小步快跑拥抱成长

买入 (首次)

2023年09月02日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晶晶

执业证书: S0600523020001

010-66573538

guojingjing@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书: S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

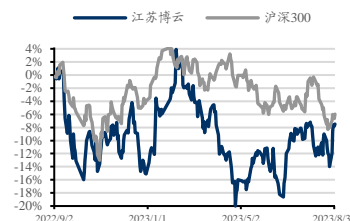
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	516	510	1,021	1,480
同比	-26%	-1%	100%	45%
归属母公司净利润 (百万元)	113	115	178	234
同比	-16%	1%	55%	32%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.15	1.16	1.80	2.37
P/E (现价&最新股本摊薄)	21.20	20.91	13.51	10.27

关键词: #出口导向 #产能扩张

投资要点

- **改性塑料小而美标的，差异化聚焦电动工具领域。** 1) 公司专注高端改性塑料产品生产，2022年产能约3万吨，其中改性PA业务占比长期高于50%。公司下游主要应用于电动工具领域，2022年收入占比为69%。2) 高端定位带来高毛利。2018年后公司明确聚焦高端市场和高端客户战略，带动利润率持续提升。2018-2022年期间，江苏博云平均毛利率/净利率为31%/19%，远超可比公司水平。
- **原料端持续扩容，需求端去库拐点将至。** 1) 上游: PA6/PA66持续扩能，利好公司降本和终端应用渗透。改性PA塑料性能优异，但受制于较高的原材料价格，2022年在我国改性塑料市场中的占比仅为5%。未来随着己内酰胺、己二腈等原材料大幅扩产，改性PA有望迎来放量。2) 下游: 短期来看，2022年全球电动工具行业经历累库周期，下游需求整体承压，进入2023年后行业库存边际去化，下游出货量有望稳步回升。中长期看，全球电动工具市场持续扩容，高性能要求背景下，改性塑料渗透率不断提升。
- **高端市场仍是蓝海，公司差异化定位竞争优势突出。** 1) 国内改性塑料行业集中度极低，行业呈现结构性过剩特征，其中低端产品竞争激烈，高端产品仍被外资所垄断。近年来，内资企业凭借着更快的响应速度和改性工艺突破，正在逐步渗透高端应用领域。2) 与同业相比，公司选择战略性聚焦高端领域，是可比公司中唯一一家以改性PA产品和电动工具为主要销售领域的企业，虽然在体量上与行业龙头存在一定差距，但在部分细分领域内已具备较强的竞争优势。
- **研发先行实现优质客户绑定，项目投产助力产能倍增。** 1) 公司业务重点面向海外市场，2022年直接+间接外销占比超60%，下游深度绑定史丹利百得、创科集团、安波福等优质客户。2) 公司持续推进高技术产品开发，研发人员占比、人均薪酬、人均创利均位列行业第一，部分材料性能已达到甚至超过巴斯夫、杜邦等国际改性塑料龙头企业。3) 两大募投项目均有序推进，其中改性塑料扩产项目投资3.26亿元，共新建8条生产线，其中4条于23年底投产、4条于24年底投产，完全投产后公司产能将从3万吨增长至9万吨。研发中心项目投资1.51亿元，预计将进一步公司改性塑料的研发能力，带动公司高端市场渗透率提升。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.2/1.8/2.3亿元。以2023年9月1日收盘价计算，对应公司市盈率分别为20.9/13.5/10.3倍。募投项目逐步投产，叠加下游电动工具需求回暖，看好公司未来发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 产能释放不及预期，需求恢复不及预期，改性塑料竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.29
一年最低/最高价	21.19/28.18
市净率(倍)	2.13
流通 A 股市值(百万元)	1,669.92
总市值(百万元)	2,406.01

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.39
资产负债率(% ,LF)	3.30
总股本(百万股)	99.05
流通 A 股(百万股)	68.75

相关研究

内容目录

1. 江苏博云：改性塑料小而美标的，小步快跑拥抱成长	5
1.1. 改性塑料小而美标的，差异化聚焦电动工具领域.....	5
1.2. 高端定位带来高毛利，业绩拐点已初步显现.....	8
2. 需求端去库拐点将至，供给端国产替代空间广阔	11
2.1. 产业链拆解：原料端持续扩容，需求端关注海外去库周期.....	11
2.2. 竞争格局：高端市场仍是蓝海，差异化定位是盈利关键.....	16
3. 研发先行实现优质客户绑定，项目投产助力产能倍增	20
3.1. 重点面向海外市场，深度绑定优质客户	20
3.2. 研发先行构筑壁垒，持续精进拓宽品类.....	22
3.3. 募投项目有序推进，产能倍增为成长助力.....	24
4. 盈利预测与投资评级	24
4.1. 盈利预测与假设.....	24
4.2. 估值与投资评级.....	26
5. 风险提示	27

图表目录

图 1: 江苏博云历史沿革.....	5
图 2: 公司股权结构图 (截至 2023H1)	6
图 3: 2017-2023H1 年公司主要产品营收占比 (%)	6
图 4: 2022 年公司分行业营收占比 (%)	7
图 5: 2017-2023H1 公司营业收入及同比增长率	9
图 6: 2017-2023H1 公司归母净利润及同比增长率	9
图 7: 2021-2023Q2 公司分季度营业收入及环比增长率	9
图 8: 2021-2023Q2 公司分季度归母净利及环比增长率	9
图 9: 2017-2023H1 公司毛利率及净利率情况 (%)	10
图 10: 2017-2023H1 公司各业务毛利占比情况 (%)	10
图 11: 2017-2023H1 公司分产品毛利率情况 (%)	10
图 12: 2017-2023H1 公司三费费用及费用率	11
图 13: 2017-2023H1 公司研发投入及费用率	11
图 14: 公司所处产业链结构.....	11
图 15: PP/ABS/PC/PA6/PA66 价格走势对比 (元/吨)	13
图 16: 2021 年中国改性塑料产品分类及产量占比 (%)	13
图 17: 电动工具种类示意图.....	14
图 18: 改性塑料在电动工具中应用.....	14
图 19: 2016-2026E 年全球电动工具市场规模及增速.....	14
图 20: 2016-2026E 年全球电动工具出货量及增速.....	14
图 21: 2020 年全球电动工具分产品占比 (%)	15
图 22: 2020 年全球电动工具分市场占比 (%)	15
图 23: 2022 年全球电动工具主要企业市场占比.....	15
图 24: 史丹利百得存货及营收变化情况.....	16
图 25: 创科实业存货及营收变化情况.....	16
图 26: 史丹利百得利润及 EBITDA 变化情况.....	16
图 27: 创科实业利润及 EBITDA 变化情况.....	16
图 28: 2022 年中国改性塑料行业市占率情况 (%)	17
图 29: 2021 年我国改性塑料行业内外资占比 (%)	17
图 30: 2018-2022 年可比公司销售毛利率对比 (%)	19
图 31: 2018-2022 年可比公司销售净利率对比 (%)	19
图 32: 2018-2022 年可比公司 ROE 对比 (%)	19
图 33: 2018-2022 年可比公司 ROA 对比 (%)	19
图 34: 2018-2022 年可比公司资产负债率对比 (%)	19
图 35: 2017-2022 年销售模式占比 (%)	20
图 36: 2018-2023H1 汇兑损益情况 (百万元)	20
图 37: 2022 年前五大客户销售占比 (%)	21
图 38: 2018-2022 年前五大客户占比变化趋势 (%)	21
图 39: 公司工艺流程图.....	22
图 40: 2022 年可比公司人员结构情况对比.....	23
图 41: 2022 年可比公司人均薪酬和人均创利对比.....	23
图 42: 2022 年在研项目情况.....	23

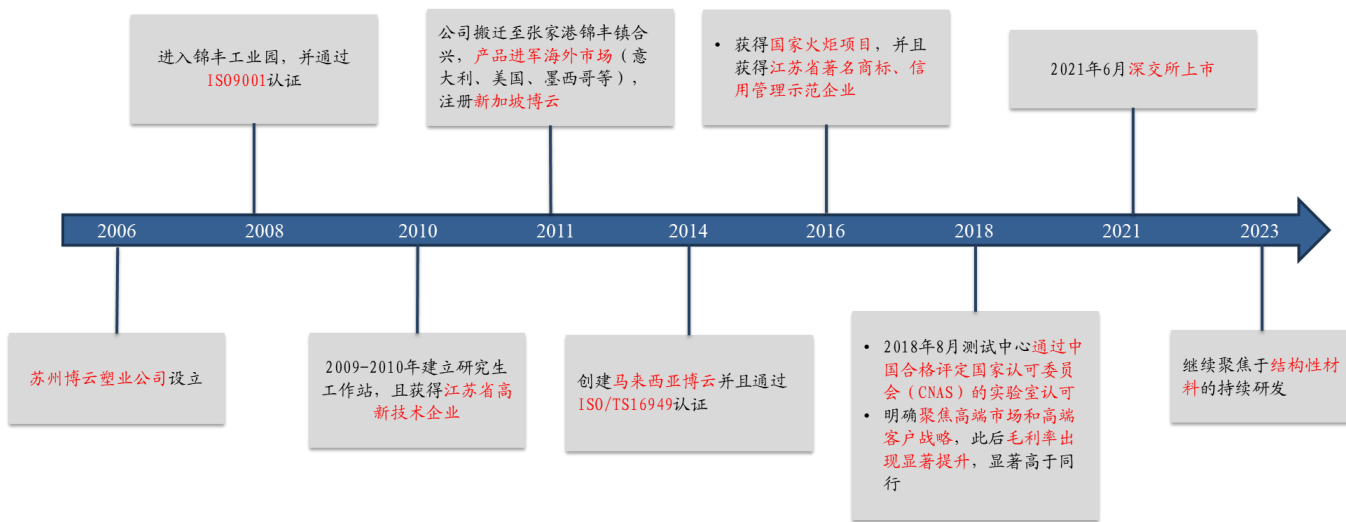
表 1: 公司产品种类及应用领域.....	7
表 2: 江苏博云产能情况（截至 2023H1）.....	8
表 3: PA66 新增&规划产能梳理.....	12
表 4: PA6 新增产能梳理.....	13
表 5: 改性塑料行业主要公司对比.....	18
表 6: 公司主要客户介绍.....	21
表 7: 公司募投项目进度（截至 2023H1）.....	24
表 8: 公司盈利预测拆分.....	25
表 9: 可比上市公司相对估值.....	26

1. 江苏博云：改性塑料小而美标的，小步快跑拥抱成长

1.1. 改性塑料小而美标的，差异化聚焦电动工具领域

专注高端改性塑料产品，持续探索高附加值细分领域。1) 江苏博云成立于2006年6月，总部位于江苏张家港，主要从事改性塑料产品的研发、生产和销售，下游产品广泛运用于电动工具、汽车零部件、家用电器等多个行业。2011年起公司开始进入海外市场，同年2月全资子公司新加坡博云注册成立，2014年全资孙公司马来西亚博云成立。2021年公司于深交所发行上市。2) 公司改性塑料技术积累丰富，2016-2017年先后获评国家火炬项目、江苏省工程技术研究中心项目奖。2018年后公司明确聚焦高端市场和高端客户战略，主营业务向结构性材料和高性能改性工程塑料集中，毛利率显著高于同业。

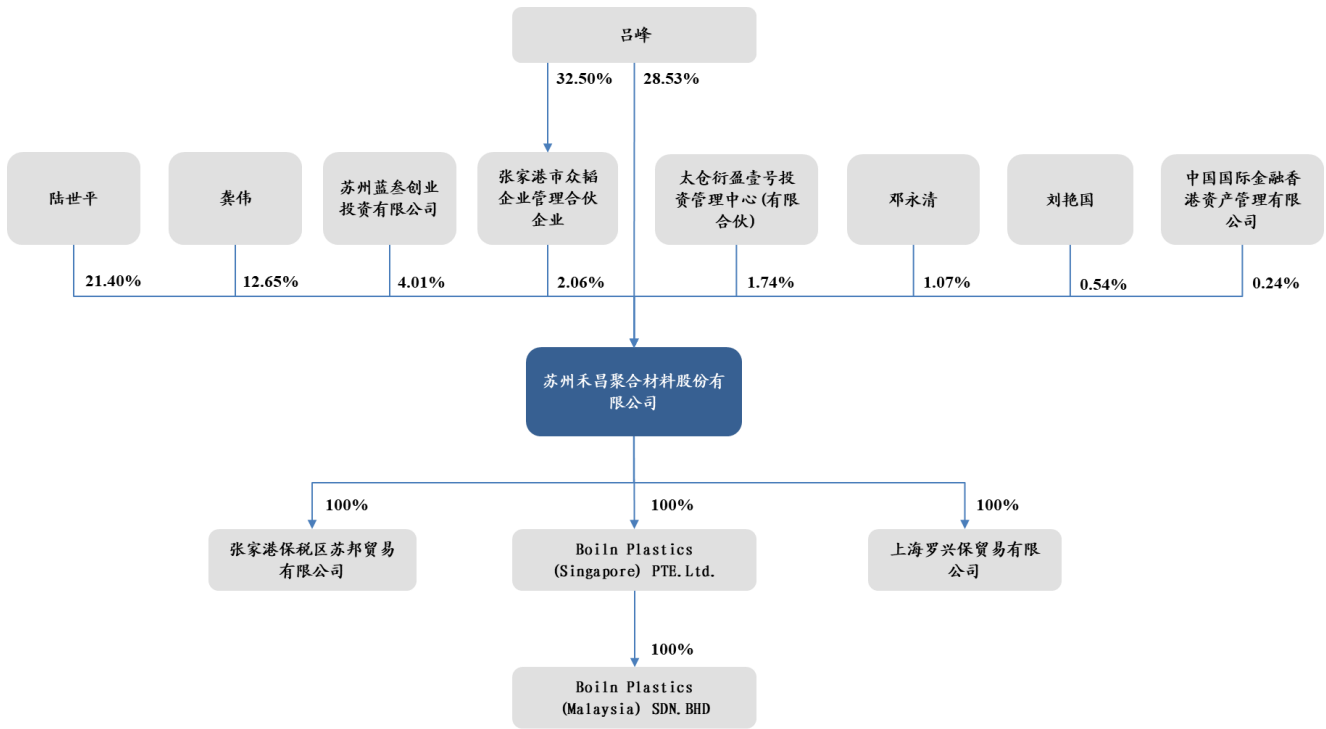
图1：江苏博云历史沿革



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

公司实控人为吕锋，股权结构相对稳定。1) 公司控股股东及实际控制人为吕锋，截至2023年6月末，其直接持有公司28.53%的股权，并通过众韬管理间接持有2.06%的股权。2) 公司第二大股东为陆士平，持股比例为21.40%，第三大股东龚伟持股比例为12.65%，其中陆士平、龚伟均出具了《关于不谋求实际控制人地位的承诺函》，公司控制权相对稳定。3) 公司共拥有3家全资子公司，分别为新加坡博云、苏邦贸易、上海罗兴保，拥有1家全资孙公司为马来西亚博云，上述公司主营业务均为改性塑料的生产及销售。

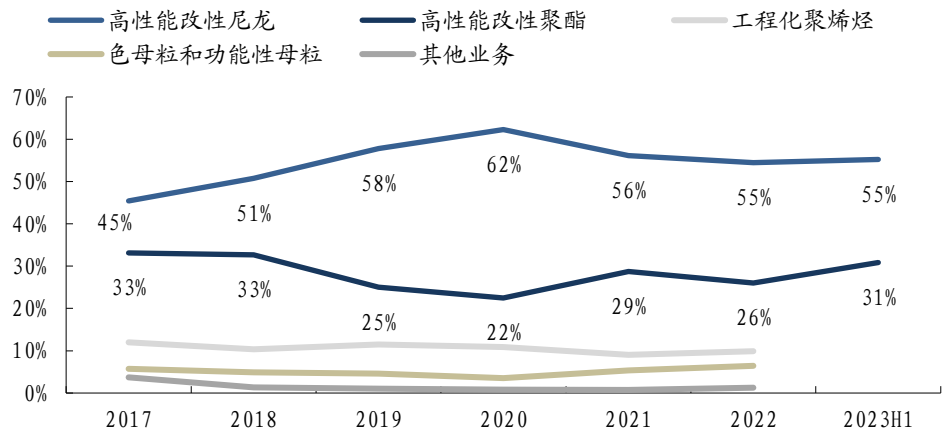
图2: 公司股权结构图 (截至 2023H1)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司改性塑料产品矩阵丰富, 其中改性 PA6/PA66 是最核心业务。1) 公司产品分为高性能改性尼龙、高性能改性聚酯、工程化聚烯烃、色母粒和功能性母粒四大类, 其中高性能改性尼龙主要为改性 PA6、改性 PA66, 高性能改性聚酯主要为改性 PC、改性 PBT, 工程化聚烯烃主要为改性 PP, 色母粒及功能性母粒主要用于塑料染色及改性。2) 2022 年高性能改性尼龙/高性能改性聚酯/工程化聚烯烃/色母粒和功能性母粒收入占比分别为 55%/26%/10%/6%, 其中高性能改性尼龙收入占比长期高于 50%, 是公司最核心业务。

图3: 2017-2023H1 年公司主要产品营收占比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

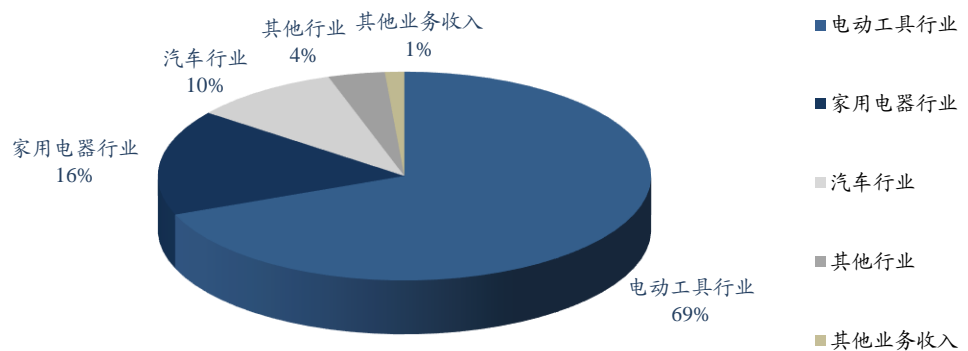
表1: 公司产品种类及应用领域

产品大类	细分类别	产品特性	下游应用情况
高性能改性尼龙	改性 PA6、改性 PA66	阻燃、增强、增韧、导热、导电等；具有卓越的机械强度、良好的加工性	电动工具外壳、汽车内部安全件，家具座椅结构件
高性能改性聚酯	改性 PC、改性 PBT	无卤阻燃、增强、合金、耐水解、透明材料等；耐化学性、电绝缘性	电动工具外壳、园林工具外壳等；电池盒外壳、电池盒零部件等
工程化聚烯烃	改性 PP	增强、填充、增韧、无卤阻燃、耐刮擦、耐热；具有优异的低温韧性	保险丝外壳、工具箱外壳、连接器插片、面条机外壳、电风扇部件等
色母粒和功能性母粒	-	在颜色领域长期研发和投资，为客户提供专业的配色解决方案	汽车线束紧固件、连接器壳体、家用电器外壳等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

下游聚焦电动工具领域，服务国内外知名优质客户。 1) 不同于行业内其他玩家，公司产品主要应用于电动工具领域，其中 2022 年电动工具行业/家电行业/汽车行业收入占比分别为 69%/16%/10%。2) 公司主要客户均为国际知名企业，现已成功取代巴斯夫、杜邦等国际巨头，成为电动工具龙头史丹利百得中国地区的主要供应商。此外公司客户还包括知名家用电器制造商飞利浦、苏泊尔、汽车零部件企业安波福等国内外优质客户。

图4: 2022 年公司分行业营收占比 (%)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

扩能项目持续推进，远期产能有望增加两倍。1) **现有产能：**公司现有改性塑料产能 2.5 万吨、色母粒产能 5000 吨，共计 10 条生产线。其中包括 6 条产能较高的主要生产线，可共用于生产高性能改性尼龙、高性能改性聚酯和工程化聚烯烃，3 条产能较低的生产线，专门用于生产色母粒和功能性母粒，此外还有 1 条生产线用于研发。2) **规划产能：**公司规划新增改性塑料产能 6 万吨、塑料制品成型产能 1500 吨，总计 8 条生产线，其中 4 条生产线预计于 2023 年底开始投产，其余 4 条生产线预计于 2024 年底开始投产。

表2：江苏博云产能情况（截至 2023H1）

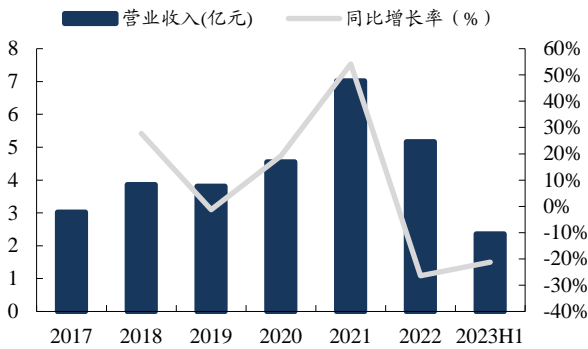
类型	项目名称	位置	产品	产能	预计投产时间	备注
现有产能	-	张家港市锦丰镇	改性塑料	2.5 万吨/年	已投产	共 10 条生产线：6 条共用于生产高性能改性尼龙、高性能改性聚酯和工程化聚烯烃；3 条用于生产色母粒和功能性母粒；1 条用于研发
			色母粒及功能母粒	5000 吨/年	已投产	
在建项目	改性塑料扩产及塑料制品成型新建项目	张家港市锦丰镇	改性塑料及制品	6.15 万吨/年	2023 年底/2024 年底	共 8 条生产线：4 条预计 2023 年底投产；其余 4 条预计 2024 年底投产
	研发测试中心及实验室建设项目	张家港市锦丰镇	-	-	2024 年底	研发和实验项目

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 高端定位带来高毛利，业绩拐点已初步显现

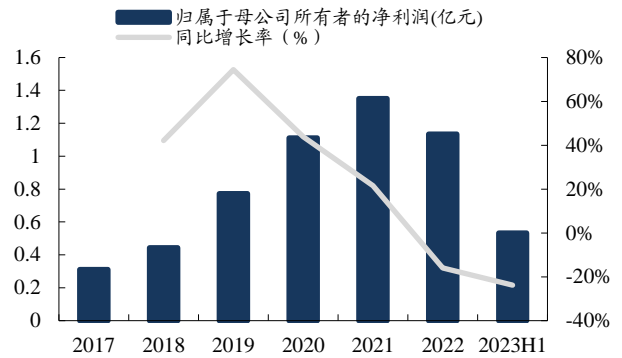
小步快跑标的，2022 年业绩短期承压。1) 公司 2017-2021 年营收分别为 3.0 亿元、3.9 亿元、3.8 亿元、4.6 亿元和 7.0 亿元，2017-2021 年归母净利润分别为 0.3 亿元、0.4 亿元、0.8 亿元、1.1 亿元和 1.4 亿元，营收 CAGR 为 23%、归母净利润 CAGR 为 44%，整体维持高速增长。2) 受下游客户去库存影响，2022 年公司营收回落至 5.2 亿元，同比下降 26%，归母净利润为 1.1 亿元，同比下降 16%。2021 年以来全球经济复苏，下游客户加大订单下达力度，但进入 2022 年后，受美联储加息、国内疫情反弹等因素影响，终端需求放缓、下游客户库存积压，导致公司订单同比下滑。3) 进入 2023 年后，下游客户库存边际去化，公司订单状态环比改善。其中 2023H1 公司实现营收 2.4 亿元，同比下降 21%、环比上涨 9%，实现归母净利润 0.5 亿，同比下降 24%、环比上涨 20%，其中 22Q4/23Q1/23Q2 公司分别实现归母净利润 0.17/0.23/0.31 亿元，呈现逐季改善趋势。

图5：2017-2023H1 公司营业收入及同比增长率



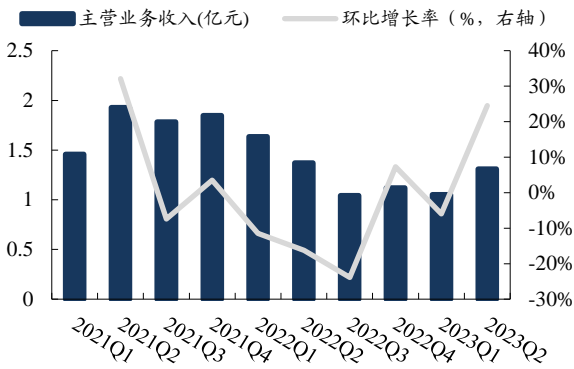
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2017-2023H1 公司归母净利润及同比增长率



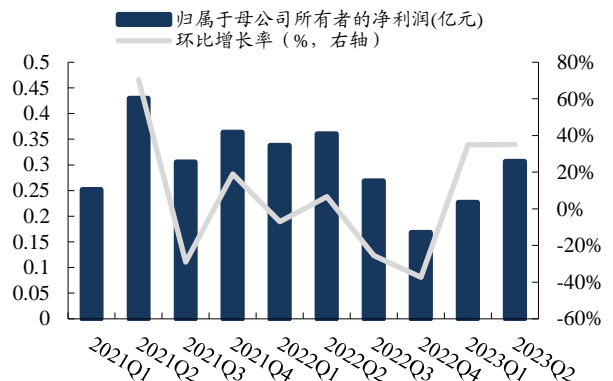
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2021-2023Q2 公司分季度营业收入及环比增长率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

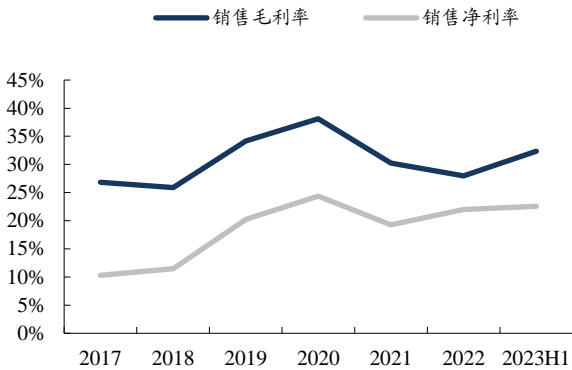
图8：2021-2023Q2 公司分季度归母净利润及环比增长率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

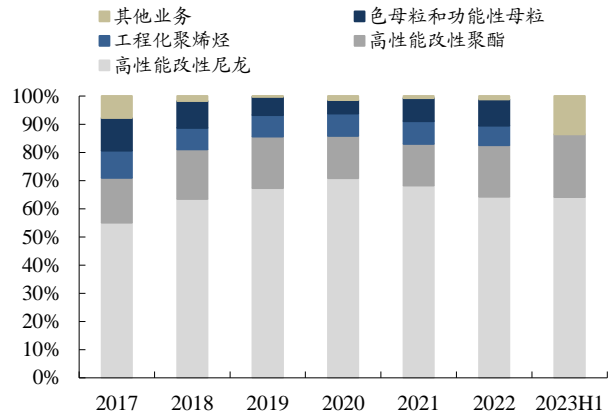
高端定位带来高利润率，改性尼龙业务贡献主要毛利。 1) 2018年后公司明确聚焦高端市场和高端客户战略，大力发展电动工具业务，带动毛利率、净利率提升。其中2023H1 毛利率为 32%（较 2018 年+6.5pct），净利率为 23%（较 2018 年+11.1pct）。 2) 分产品来看，色母粒和功能性母粒毛利率最高，2018-2022 年均值为 47%，但收入占比较小；高性能改性尼龙次之，2018-2022 年毛利率均值为 37%；其他业务毛利率整体在 20%左右。 3) 从毛利结构上，高性能改性尼龙贡献公司主要毛利，2018-2023H1 占总毛利比例均在 60%以上，其次为高性能改性聚酯和工程化聚烯烃。

图9：2017-2023H1 公司毛利率及净利率情况（%）



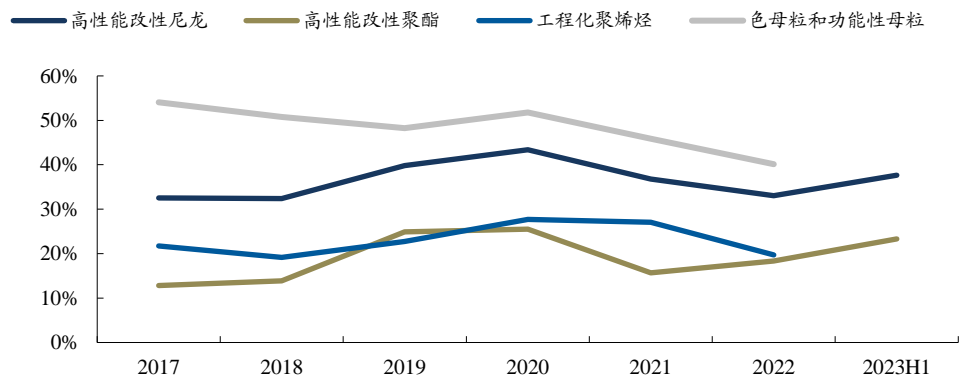
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2017-2023H1 公司各业务毛利占比情况（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：2023H1 工程化聚烯烃、色母粒和功能性母粒毛利未披露，涵盖在其他业务中）

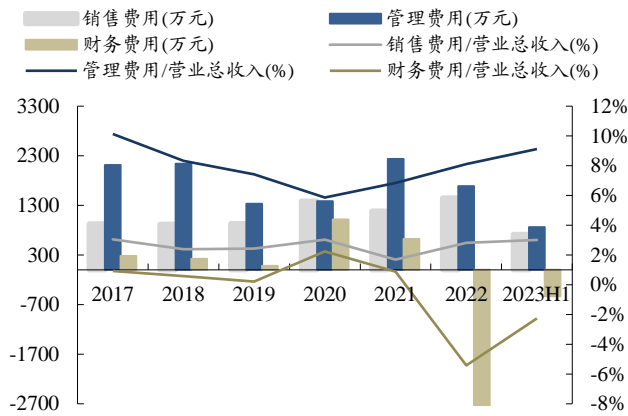
图11：2017-2023H1 公司分产品毛利率情况（%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

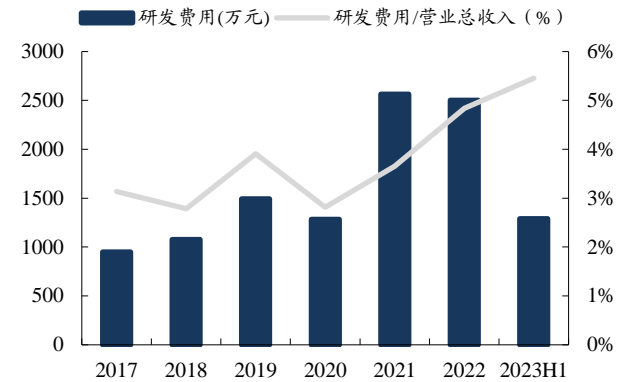
重视销售渠道建设，研发强度持续提升。1) 2022 年公司销售费用/管理费用/财务费用分别同比+22%/-24%/-549%，其中销售费用增加主要系公司加大对销售环节的投入，引入高端销售人才，管理费用减少主要因 2021 年 IPO 期间管理费用较多，财务费用大幅减少主要系 2022 年美元升值，导致汇兑收益增加。2) 公司对标国际领先的改性塑料生产企业，通过持续加大研发投入以逐步提升高端市场渗透率，其中 2022 年研发费用率为 4.84%，研发人员数量增至 60 人。向后看，随着投资 1.5 亿元的研发中心在 2024 年底建成投用，公司研发强度和人才储备预计将进一步增加。

图12: 2017-2023H1 公司三费费用及费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2017-2023H1 公司研发投入及费用率



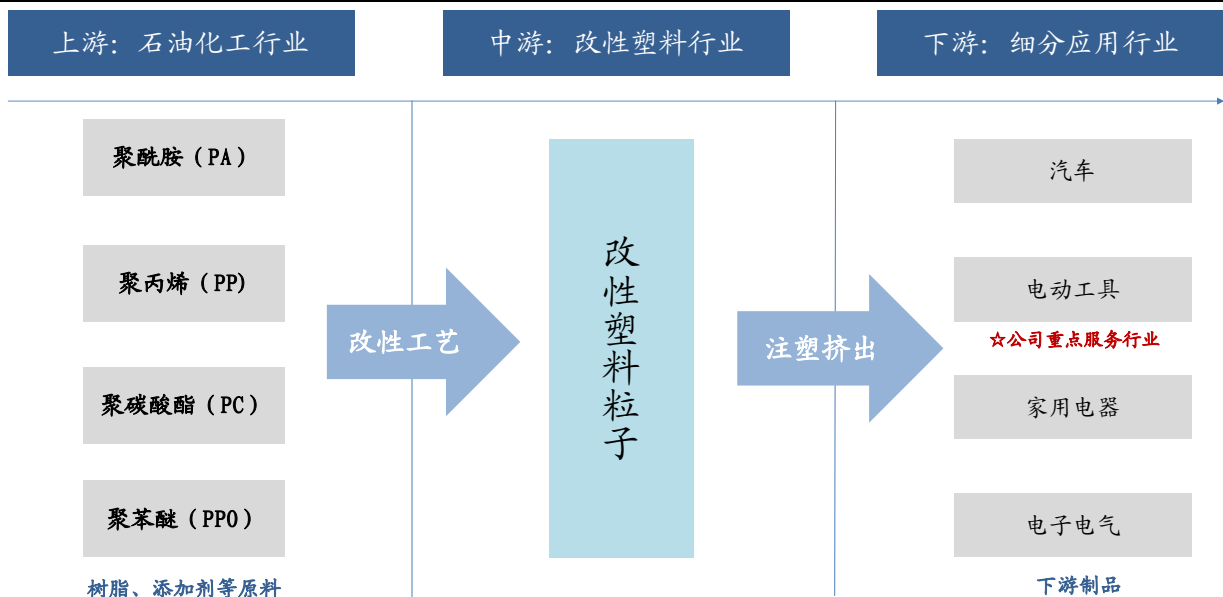
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 需求端去库拐点将至, 供给端国产替代空间广阔

2.1. 产业链拆解: 原料端持续扩容, 需求端关注海外去库周期

公司属于改性塑料行业, 位于产业链中游。1) 改性塑料行业是以各种未经改性和加工的通用塑料、工程塑料和特种工程塑料等合成树脂作为主要原料, 在其基础上添加适当的改性剂, 并通过填充、共混、增强等工艺, 获得具有新结构特征的塑料制品。2) 改性塑料产业链的上游是石化行业, 主要提供聚酰胺 (PA)、聚丙烯 (PP) 等合成树脂, 其价格受产能投放和油价波动的影响较大。3) 改性塑料下游应用场景广泛, 主要包括汽车、电动工具、家用电器等细分领域, 其中公司重点服务电动工具行业客户。

图14: 公司所处产业链结构



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

上游：PA6/PA66 持续扩能，利好公司降本和终端应用渗透。1) 己二腈国产化带动 PA66 大幅扩能。此前国内 PA66 原料己二腈主要受英威达、奥升德、巴斯夫等国际寡头垄断，价格常年处于高位，使得 PA66 盈利能力不足、扩张受限。但近年来，随着华峰集团、天辰齐翔等一批企业国产化加速，己二腈生产瓶颈打破，PA66 行业迎来高速扩容期。根据百川盈孚统计，截至 2022 年，国内 PA66 产能为 70 万吨/年，到 2024 年，国内 PA66 产能或将突破 270 万吨。2) PA6 产能同样高增。PA6 行业内多家企业有大型扩产计划，根据百川盈孚统计，截至 2022 年底，国内 PA6 产能为 608 万吨/年，而拟在建项目规模超 300 万吨/年，大部分企业计划在 2023 年下半年到 2024 年集中投产，2023 年预计新增产能 127 万吨/年，产能增速达 21%。3) 改性 PA 塑料性能优异，原材料大幅扩产背景下，产品价格有望下移、并带动终端渗透率提升。我国改性塑料产品主要以改性 PP 和改性 ABS 为主，2022 年改性 PA 市场份额占比仅为 5%，未来随着原材料瓶颈突破，改性 PA 市占率有望进一步提升。

表3: PA66 新增&规划产能梳理

序号	公司	产能(万吨)	省份	项目进度/投产预期
1	华峰重庆	70	重庆	二期 30 万吨竣工、三期 30 万吨在建
2	天辰齐翔	20	山东	一期 5 万吨已投产，剩余 2023H2 投产
3	福建永荣	60	福建	一期 20 万吨 2023 年 H2 投产，剩余 24-26 年投产
4	三宁化工	20	湖北	2021 年底开工，2023H2 投产
5	神马股份	20	河南	2022 年 5 月取得环评，2023H2 投产
6	隆华新材	108	山东	一期 16 万吨 2024 年投产，二/三期 32/60 万吨规划中
7	聚合顺	29.5	山东	一期 18 万吨 2024H2 投产，二期 11.5 万吨 26 年投产
8	英威达	24.25	上海	2022 年 2 月取得环评，2024 年投产
9	荣盛集团	32	浙江	2022 年 1 月开工，2024 年投产
10	华鲁恒升	8	山东	2022 年 2 月开工，2024 年投产
11	优纤科技	5	辽东	2022 年 8 月取得环评
12	山西恒力	12	山西	2021 年 8 月取得环评，2024 年后投产
13	古雷石化	40	福建	2022 年底取得环评，2025 年投产
14	新和成	20	山东	预计 2023 年 10 月开工，2025 年投产
15	洁达	5	上海	2022 年初与英威达签订合作协议，2025 年投产
16	华润烟台	16	山东	2022 年底取得环评，2027 年投产
17	四川玖源	120	四川	处于前期规划阶段，2024 年后投产
18	旭阳郓城	30	山东	处于前期规划阶段，2024 年后投产
19	旭阳唐山	30	河北	处于前期规划阶段，2024 年后投产
20	东营威联	30	山东	处于前期规划阶段，2024 年后投产
21	中国化学	20	福建	处于前期规划阶段，2024 年后投产
总计		719.75	-	-

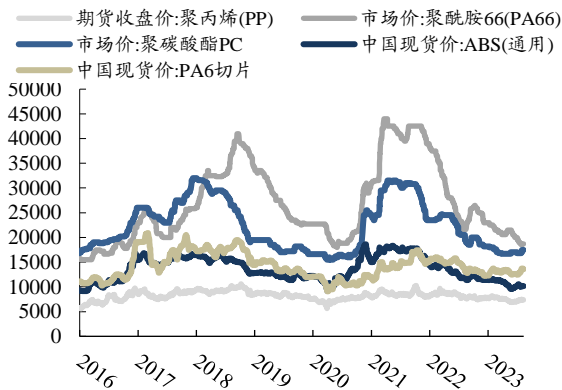
数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

表4: PA6 新增产能梳理

序号	公司	产能(万吨)	省份	项目进度/投产预期
1	岳化新材料	45	湖南	2024 年投产
2	江苏弘盛	15	江苏	2023 年 H2 投产
3	长安高分子	15	江苏	2023 年已投产
4	巴陵石化	45	湖南	一期 20 万吨 2023 年 H2 投产
5	聚合顺	22	山东	二期 22 万吨 2023 年 5 月开工
6	福建中锦	7	福建	2023 年已投产
7	湖北三宁	20	湖北	2023 年 7 月进入设备安装阶段
8	嘉兴嘉华	10	浙江	2025 年
9	恒逸石化	60	浙江	2027 年后
10	鲁西化工	30	山东	2023 年已投产
11	新疆宏顺	40	新疆	预计 2024 年开工
12	其正尼龙	20	河南	2023 年 H2 投产
13	华润化学	1.8	山东	2027 年投产
14	神马集团	26	河南	6 万吨 2025 年投产, 20 万吨处于规划阶段
总计		356.8	-	-

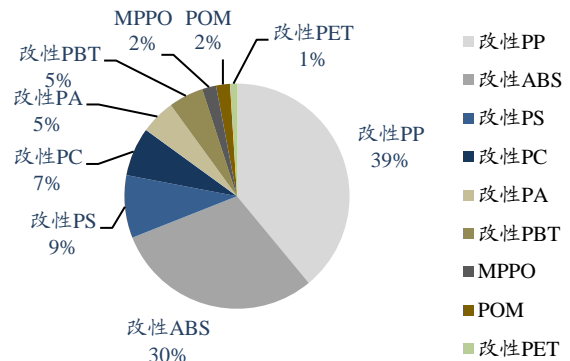
数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图15: PP/ABS/PC/PA6/PA66 价格走势对比 (元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2021 年中国改性塑料产品分类及产量占比 (%)



数据来源: 胜泰塑胶官网, 东吴证券研究所

下游: 电动工具种类繁多、用途广泛, 其外壳和关键零部件通常需要使用改性塑料。

- 1) 按照用途不同, 电动工具可分为钻孔工具、切割工具、打磨工具与紧固工具等, 常见的有电钻、电动砂轮机、电动扳手和电动螺丝刀、电锤、混凝土振动器和电刨等。
- 2) 改性塑料在电动工具中应用广泛, 主要包括外壳和护罩、手柄和握把、开关和按钮、齿轮和传动部件、电池外壳等。
- 3) 电动工具用塑料中热塑性塑料逐渐取代聚酯树脂模塑复合

物，其中 PA 最为突出。PA 凭借优异的耐动态负载强度、良好的电气绝缘性能、耐腐蚀性、耐溶剂性、良好的抗冲击性以及连续使用耐高温等优点，成为电动工具外壳的首选材料。

图17: 电动工具种类示意图



数据来源: Homedepot 官网, 东吴证券研究所

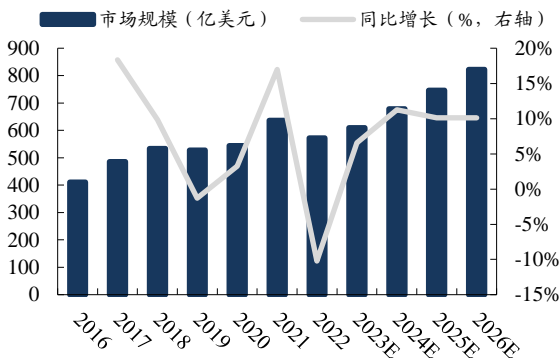
图18: 改性塑料在电动工具中应用



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

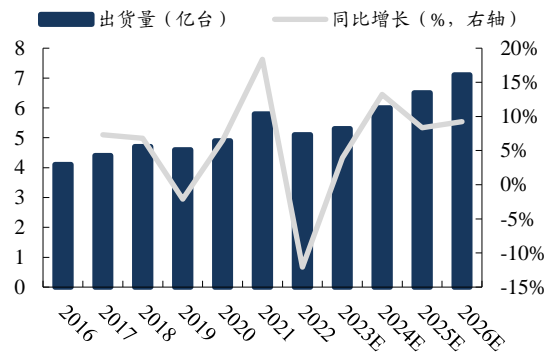
全球电动工具市场持续扩容，高性能要求拉动改性塑料需求提升。 1) 电动工具对于塑料件性能的要求日益提升。电动工具机壳结构逐渐复杂，壁厚要求提升，小型化、轻型化、无绳化的趋势愈加明显，且绝缘性、阻燃性、轻量化等方面的要求不断提高，高性能要求使得改性塑料在电动工具领域的渗透率不断提升。 2) 全球电动工具市场仍将维持中高速增长。据 EVTank 数据，2022 年全球电动工具出货量达 5.1 亿台，全球市场规模达 571.9 亿美元，预计到 2026 年全球电动工具出货量将超过 7 亿台，复合增速约 8.6%，市场规模或超过 800 亿美元。 3) 从市场区域来看，欧美地区市场规模最大，2020 年合计占比超过 75%，亚太地区占比约 17%。从产品类型来看，2020 年工业/专业级电动工具占比约 69%、消费级产品占比约 31%。

图19: 2016-2026E 年全球电动工具市场规模及增速



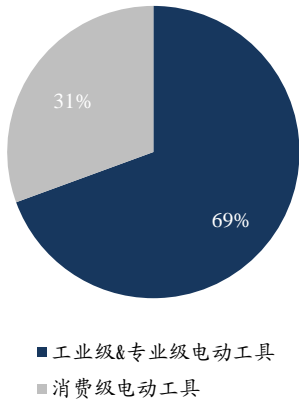
数据来源: EVTank, 东吴证券研究所

图20: 2016-2026E 年全球电动工具出货量及增速



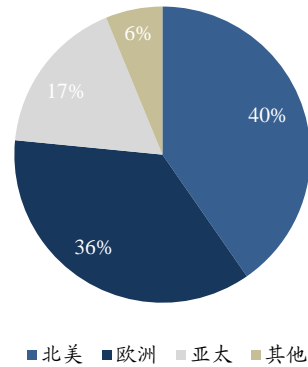
数据来源: EVTank, 东吴证券研究所

图21: 2020 年全球电动工具分产品占比 (%)



数据来源: 泉峰控股招股书, 东吴证券研究所

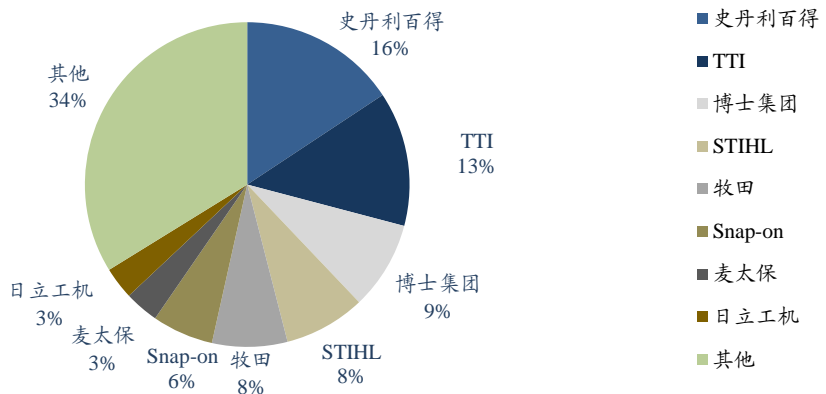
图22: 2020 年全球电动工具分市场占比 (%)



数据来源: 泉峰控股招股书, 东吴证券研究所

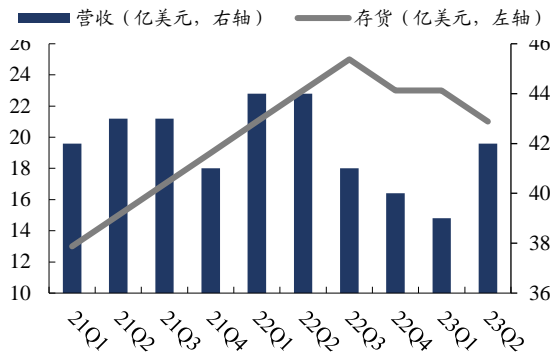
2022 年全球电动工具行业经历累库周期, 下游需求整体承压, 进入 2023 年后行业库存边际去化, 公司盈利将进入修复通道。 1) 2022 年以来, 一方面由于海外进入加息周期, 导致电动工具需求下滑, 另一方面, 2021 年电动工具出货量爆发式增长 (主要系北美房地产市场回暖+欧美居家政策带动消费级电动工具需求激增) 也导致产业链下游累积了大量库存, 所以 2022 年以来整个下游行业都在被动补库存和主动去库存中度过, 这也间接导致了改性塑料企业订单量下滑。2) 进入 2023 年后, 全球电动工具行业去库存初见成效, 以龙头企业为例, 史丹利百得 23Q2 营收环比大幅增长、净利润扭亏为盈, 同时库存进一步回落, 创科实业 23H1 营收环比改善, 且库存也降至 20H2 水平。3) 向后看, 随着国内外宏观预期的改善, 全球电动工具行业去库周期有望于 23H2 迎来拐点, 下游出货量回升背景下公司盈利有望持续改善。

图23: 2022 年全球电动工具主要企业市场占比



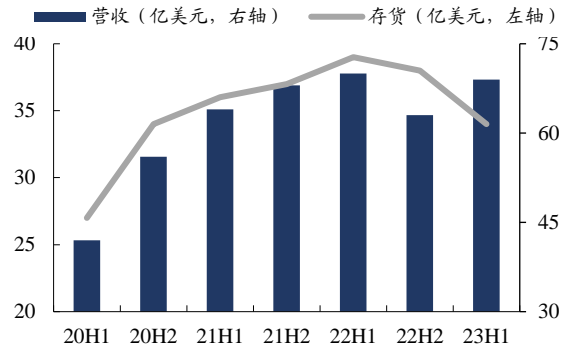
数据来源: EVTank, 东吴证券研究所

图24: 史丹利百得存货及营收变化情况



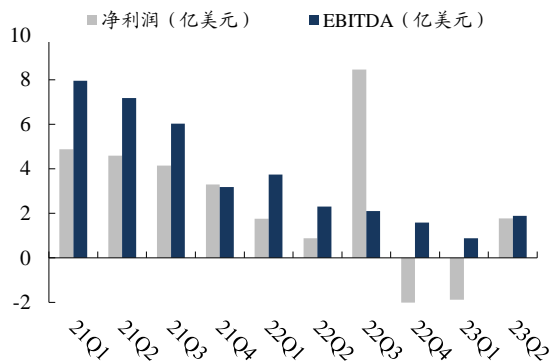
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 创科实业存货及营收变化情况



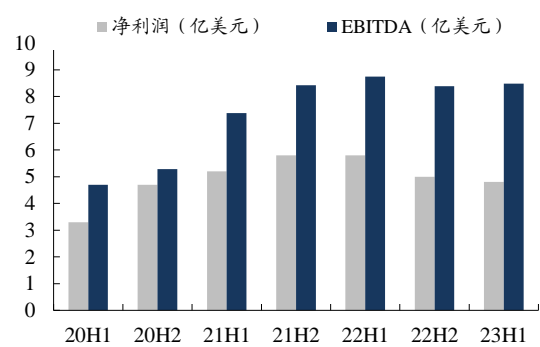
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 史丹利百得利润及 EBITDA 变化情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 创科实业利润及 EBITDA 变化情况

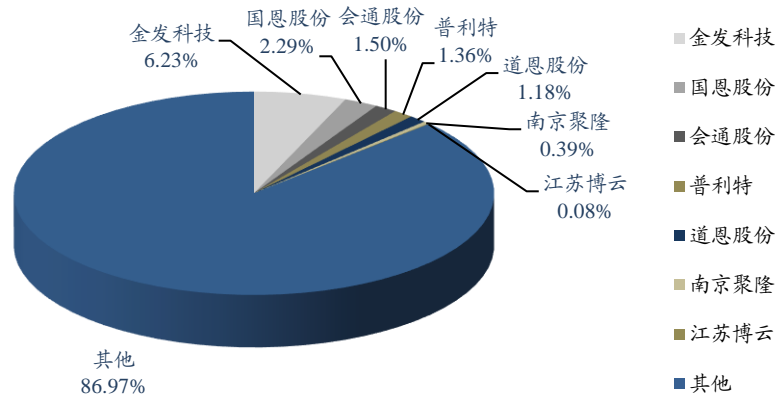


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 竞争格局: 高端市场仍是蓝海, 差异化定位是盈利关键

改性塑料行业集中度极低, 公司属于第二梯队企业。2022 年国内改性塑料企业数量超过 3000 家, 行业高度分散, CR5 仅为 12%。其中: 1) 金发科技属于第一梯队, 2022 年产量达 180 万吨, 占全国改性塑料产量的 6.23%, 也是国内唯一一家产能超过百万吨的改性塑料企业。2) 国恩股份/会通股份/普利特/道恩股份/南京聚隆属于第二梯队, 2022 年的产量分别为 66 万吨/43 万吨/39 万吨/34 万吨/11 万吨。江苏博云现有产能为 3 万吨, 2023 年 4 条新增生产线投产后产能预计超 6 万吨, 同样位于第二梯队。3) 第三梯队主要是万吨以下的小型改性塑料企业。

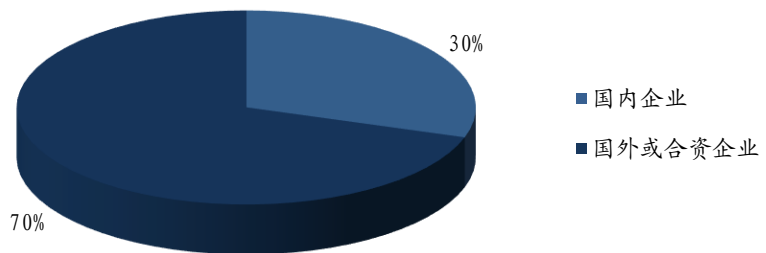
图28：2022年中国改性塑料行业市场占率情况（%）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

行业呈现结构性过剩特征：低端产品竞争激烈，但高端产品仍是蓝海。 1) 国内改性塑料企业主要集中于通用型的中低端产品市场，行业内主要表现为初级产品多、中级产品质量不稳定、高级产品缺乏的特点。2) 大型外资企业依托研发和资金优势，在我国高性能改性塑料领域占据了主要市场，截至 2022 年已经在国内设立改性塑料生产基地的国外大企业有巴斯夫、杜邦、索尔维、陶氏、朗盛、LG 等。3) 近年来内资逐渐渗透高端领域，有部分国内企业通过技术研发和市场经验的积累，逐步在一些细分高端市场形成自身的竞争优势。

图29：2021年我国改性塑料行业内外资占比（%）



数据来源：观研报告网，东吴证券研究所

江苏博云重点聚焦高端改性塑料研发，在 PA 产品和电动工具行业形成相对优势。 1) **战略选择**：2018 年以来，公司战略性选择聚焦高端领域。公司虽然在体量上与行业龙头存在一定差距，但在部分细分领域内已具备较强的竞争优势，且在行业内形成了较强的品牌知名度和市场影响力。2) **产品种类**：公司在改性 PA6/PA66、改性 PC 等领域具备较强的研发技术积累，在部分产品的性能上已达到甚至超过国外竞争对手的同类产品。3) **应用领域**：行业内可比公司主要下游客户主要为大型汽车制造和家用电器企业，

而江苏博云的下游客户以电动工具为主、汽车零部件和家用电器等为辅，是可比公司中唯一一家以电动工具为主要销售领域的企业。

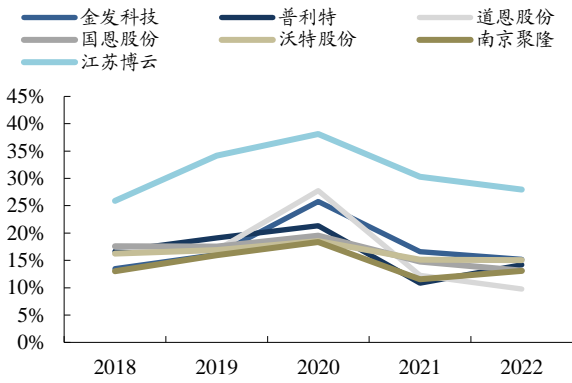
表5: 改性塑料行业主要公司对比

公司	2022年产量 (万吨)	主要产品	主要销售领域
金发科技	179.76	完全生物降解塑料、特种工程塑料、高性能碳纤维、再生塑料等	汽车、家电、现代农业、轨道交通、航空航天、高端装备、新能源、通讯、电子电气等
普利特	39.25	高性能尼龙材料、高性能工程化聚丙烯材料、高性能塑料合金材料、塑木环境建筑工程材料、特种工程塑料、高性能弹性体材料等	汽车行业等
国恩股份	65.96	高分子改性材料、高分子复合材料、可降解材料、大健康与医用防护材料、体育草坪、光学(膜、片)材料、空心胶囊、专用车及模块化房	汽车、家电等
道恩股份	34.11	热塑性弹性体、改性塑料、色母粒	车用轻量化材料、军工用特种材料、医疗耗材新材料、消费新材料
南京聚隆	11.25	高性能改性尼龙、高性能工程化聚丙烯、高性能塑料合金、塑木环境建筑工程材料	汽车、高铁及轨道交通、电子电器等
沃特股份	4.72	工程塑料合金、特种工程塑料以及改性通用塑料	电子、家电、办公设备、通讯、汽车、水处理、电气、航空、军工等
江苏博云	2.22	高性能改性尼龙、高性能改性聚酯、工程化聚丙烯、色母粒和功能性母粒等	电动工具、汽车、家电、电子电气及办公家具等

数据来源: 各公司年报, 各公司招股说明书, 东吴证券研究所

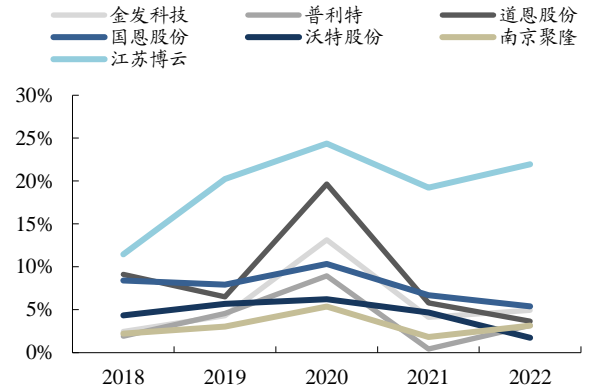
差异化定位是盈利关键, 江苏博云毛利率显著优于行业。1) 毛利率&净利率: 改性塑料行业内毛利率总体较为接近, 基本处于 12%-20% 的区间, 但公司盈利能力显著超越行业水平。2022 年江苏博云毛利率为 28%, 超出可比公司均值约 12.5 个百分点, 销售净利率为 22%, 超出可比公司均值 15.7 个百分点。**2) ROA&ROE:** 2018-2022 年期间, 江苏博云平均 ROA/ROE 分别为 21%/31%, 处于可比公司中较高水平。其中 2021-2022 年公司 ROA/ROE 整体下行主要系 IPO 后公司总资产/净资产大幅增加(公司 2020/2021 年总资产分别为 4.0/11.7 亿, 净资产分别为 2.8/10.7 亿), 但募投项目尚未贡献业绩所致。此外, 公司资产负债率极低, 2022 年仅为 4% (行业普遍在 50% 以上), 也在一定程度上掩盖 ROE 的出色表现。向后看, 随着公司募投项目的陆续投产, 以及下游行业迎来去库拐点, 公司 ROA/ROE 水平仍有较大回升空间。

图30: 2018-2022 年可比公司销售毛利率对比 (%)



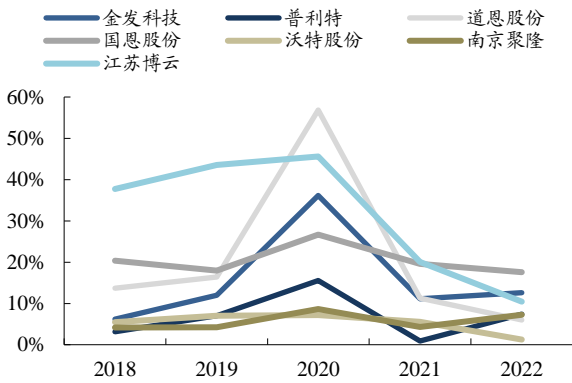
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 2018-2022 年可比公司销售净利率对比 (%)



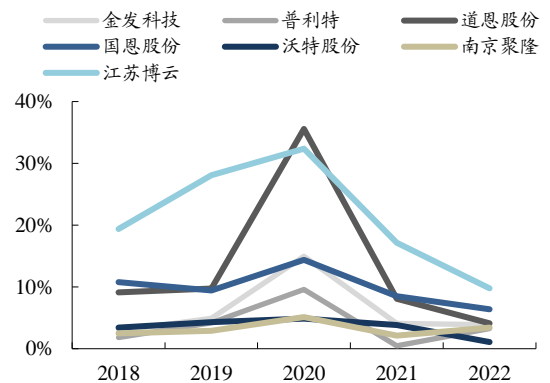
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 2018-2022 年可比公司 ROE 对比 (%)



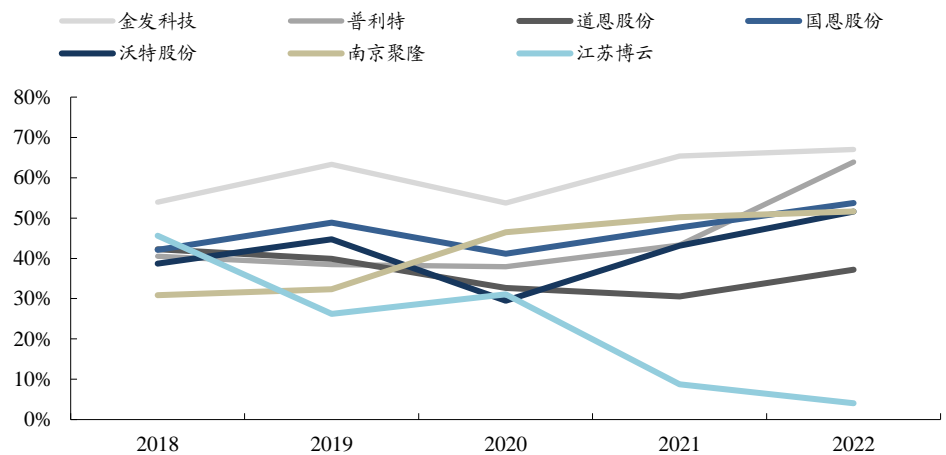
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图33: 2018-2022 年可比公司 ROA 对比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图34: 2018-2022 年可比公司资产负债率对比 (%)



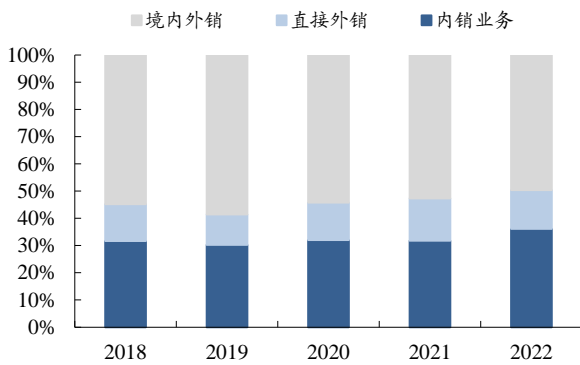
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 研发先行实现优质客户绑定，项目投产助力产能倍增

3.1. 重点面向海外市场，深度绑定优质客户

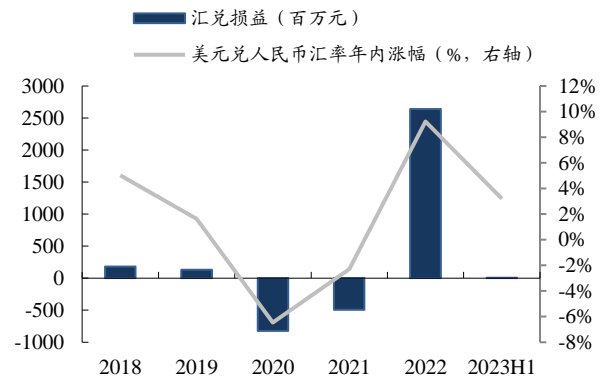
重点面向海外市场，直接+间接外销占比超 60%。1) 按照产品是否出关、是否以人民币结算，公司业务可以分位内销、境内外销、直接外销三类。其中直接外销是指公司产品生产完成后，货物通过海关送达至境外指定地点，而境内外销是指产品生产完成后，货物通过海关送至境内保税区，再由客户自行进口运送至最终目的地。2) 2022 年公司境内外销和直接外销合计占比约 64%，其中外销业务主要以美元结算，美元升值会带来汇兑收益、美元贬值则会造成汇兑损失，其中 2022 年美元升值贡献的汇兑收益达 2642 万元。

图35: 2017-2022 年销售模式占比 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

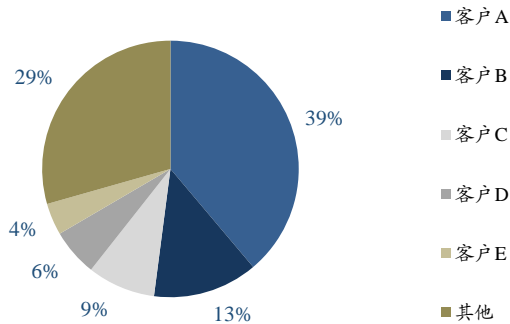
图36: 2018-2023H1 汇兑损益情况 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

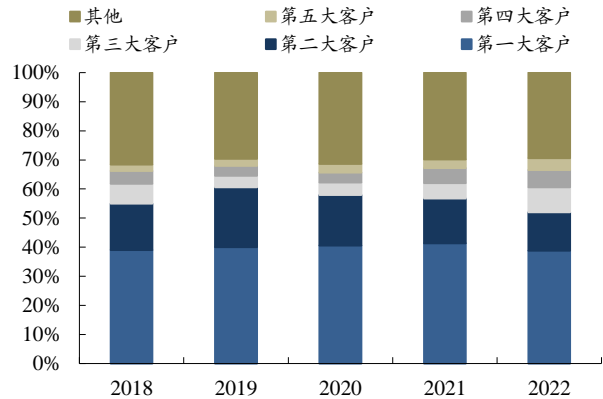
深度绑定国内外优质客户，积极拓展新市场。1) 公司的主要客户均系国内外知名电动工具、汽车零部件和家电制造商，2022 年前五大客户合计销售占比约 71%，客户相对集中、业务发展较为稳定。2) 公司在电动工具领域的客户主要包括史丹利百得和创科集团等，其中史丹利百得是全球最大的电动工具生产商，也是公司的第一大客户，长期占据公司约 40% 的销售份额。3) 公司在汽车领域的客户主要包括安波福、长城汽车、奥托立夫等，其中安波福是全球领先的汽车电子零部件制造商、奥托立夫是全球最大的汽车安全系统制造商。公司正在努力加大汽车领域的认证和供货，包括但不限于安全气囊爆炸盒、汽车门锁部件、耐水解连接器等。4) 不同于单纯生产+销售产品的传统经营模式，公司还提供从前期技术分析、产品研究开发、生产制造到专业技术支持等全过程的服务，大幅增强客户粘性，形成深入且稳定的合作关系。

图37: 2022年前五大客户销售占比(%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图38: 2018-2022年前五大客户占比变化趋势(%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

表6: 公司主要客户介绍

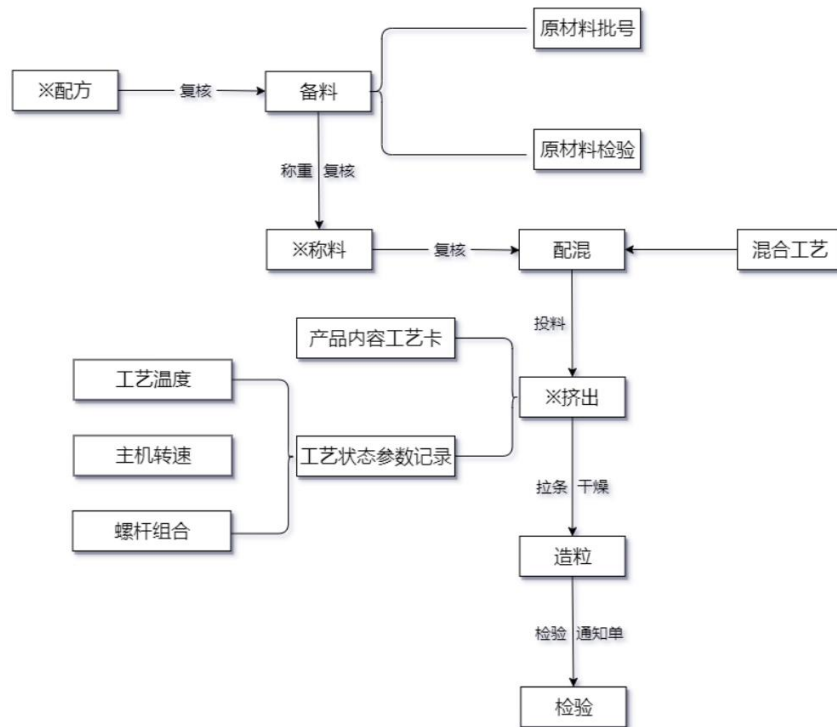
序号	客户名称	销售产品类别	行业地位	合作开始时间	合作时长
1	史丹利百得 (StanleyBlack& Decker)	高性能改性尼龙、高性能改性聚酯、工程化聚烯烃、色母粒及功能性母粒	全球最大电动工具商	2011	十年以上
2	安波福 (APTIV)	高性能改性尼龙、高性能改性聚酯、工程化聚烯烃、色母粒及功能性母粒	全球最大汽车电子制造商	2010	十年以上
3	飞利浦 (PHILIPS)	高性能改性尼龙、工程化聚烯烃、色母粒及功能性母粒	全球家电头部制造商	2006	十五年以上
4	科沃斯	高性能改性尼龙、高性能改性聚酯	国内一线机器人制造商	2015	五年以上
5	莱克电气	高性能改性尼龙、高性能改性聚酯、工程化聚烯烃、色母粒及功能性母粒	国内一线小家电制造商	2012	十年以上
6	苏泊尔	高性能改性聚酯、工程化聚烯烃、色母粒及功能性母粒	国内一线炊具制造商	2009	十年以上
7	必胜 (BISSELL)	高性能改性尼龙、色母粒及功能性母粒	北美吸尘器第一品牌	2012	十年以上
8	长城汽车	高性能改性聚酯、工程化聚烯烃	国内一线汽车制造商	2016	五年以上
9	英特曼	色母粒及功能性母粒	北欧电工第一品牌	2008	十五年以上
10	创科集团 (TTI)	高性能改性尼龙、高性能改性聚酯色母粒及功能性母粒	全球头部电动工具商	2015	五年以上
11	奥托立夫 (Autoliv)	高性能改性尼龙	全球最大汽车安全系统制造商	2020	三年

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

3.2. 研发先行构筑壁垒，持续精进拓宽品类

高端改性塑料拥有较高的技术壁垒，需要企业在原材料研究、配方开发、添加剂优化、质量控制等方面进行长期积累。以电动工具行业为例，按照应用领域不同，电动工具通常可分为专业级和通用级，其中专业级电动工具需要经得起大负荷长期使用，工艺精准度或者作业环境保护要求很高，例如用于造船、机器设备制造的工业级角磨机、电钻，用于石材加工厂的工业级云石机，用于建筑领域的开槽机、电锤等。这些专业级电动工具对于相关零部件材料的性能要求极高，需要厂商针对应用场景进行定制化的开发，对于生产企业的配方开发、添加剂优化、工艺流程设计以及质量控制能力提出较高要求。

图39：公司工艺流程图

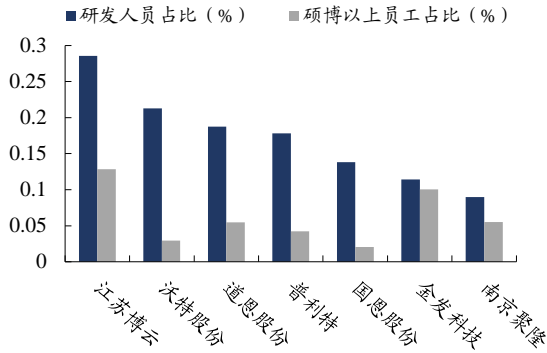


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司长期专注于高技术和高附加值产品的开发，现在已在研发领域构筑了独特的竞争优势。1) 公司为国家高新技术企业，建有国家 CNAS 认证实验室。截至 2022 年末，公司累计获得发明专利 22 项，正在申请专利 24 项，共有研发人员 60 人，占总员工人数的 30%，研发人员占比、人均薪酬、人均创利均在同业中领先。2) 产品方面，公司已经完成外壳材料等高性能改性尼龙材料和高性能改性聚酯配方的开发，通过史丹利百得、创科集团等国际知名企业的验证，材料性能已达到甚至部分超过巴斯夫、杜邦等国际改性塑料龙头企业，在耐候性、耐化学性、抗 UV 紫外光、超高抗冲击性以及性能稳定性等关键指标上具有一定优势，尤其在更高的耐水解性能上具有明显优势，完全可以实现替代国际龙头企业的相关产品。另外在汽车零部件相关产品方面，公司生产的产品

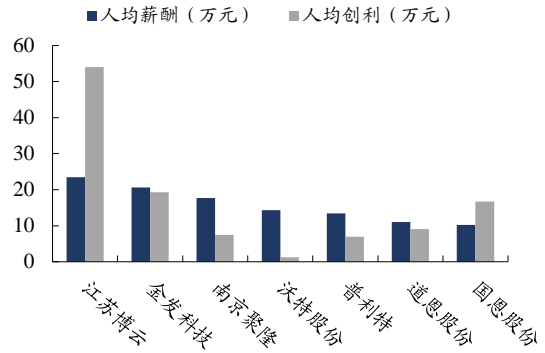
虽然在整车或单个部件上的使用量较少(比如安全气囊爆炸盒材料、门锁控制模块等),但是对于整车的性能和安全性具有非常高的重要性。客户对于该部分产品性能和品质极为重视,而由于用量较少,通常对于单价不太敏感,因此也为公司带来了更高的利润率和客户黏性。

图40: 2022年可比公司人员结构情况对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图41: 2022年可比公司人均薪酬和人均创利对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司仍在持续推进技术创新,加速布局新产品,其中2022年公司8个主要研究项目中,4个项目为新材料的开发,3个项目为实现国产化替代,另外1个项目为反应机理研究。

图42: 2022年在研项目情况

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
耐热玻纤增强 PA66 材料的开发	国产化替代	客户验证	拉伸强度:185MPa, 拉伸模量: 9.5GPa, RTI 达到 140℃	公司在长期耐热材料方向研发能力的提高, 替代进口原料, 提高公司销售额。
尼龙共混过程中酰胺交换反应的研究	机理研究	结束	掌握酰胺交换反应程度的表征手段, 控制酰胺交换反应的程度	增加对尼龙合金的认知, 更好的开发尼龙共混相关材料, 提高性能稳定性。
玻纤增强高温尼龙的开发	新材料的开发	量产	拉伸强度: 220MPa, 拉伸模量:15GPa, 热变形温度>260℃	增加公司在高温尼龙材料上的认识, 增加在 3C, 汽车及电子电气等市场的应用
水接触尼龙材料的开发	新材料的开发	第三方认可	满足 WRAS 的认可	丰富公司的产品线, 开拓新的应用市场。
高 GWIT 溴系阻燃玻纤增强 PBT 的开发	开发出满足无人看管电器要求的阻燃 PBT 材料	批量供货	UL 94 阻燃等级: V-0, GWIT: ≥775℃	公司阻燃材料研发能力的提高, 增加在家电, 电子电气等方面应用的销售份额。
超韧尼龙材料的开发	国产化替代	客户试样	拉伸强度: 55MPa, 拉伸断裂生产率: 50%, 拉伸模量: 2000MPa. 简支梁缺口冲击强度: 80kJ/m ²	公司在增韧材料方向研发能力的提高, 替代进口原料, 提高公司销售额。
用于饮用水接触改性聚苯醚合金产品的研制	水接触工程塑料的国产化替代	实验室研发	拉伸模量: ≥7000MPa 断裂伸长率: ≥2.5% 室温缺口冲击强度: ≥7kJ/cm	丰富公司的产品线, 开拓新的应用市场。
功能性透明塑料的开发	新材料的开发, 更高的耐化学性和力学性能	批量供货	透光率: 2mm 90%、雾度: 2mm 1.5%, 良好的耐化学性	巩固公司产品在市场上的地位, 拓展产品的应用范围,

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

3.3. 募投项目有序推进，产能倍增为成长助力

两大募投项目均有序推进，完全投产后改性塑料产能将从3万吨增长至9万吨。1) 改性塑料扩产及塑料制品成型新建项目：项目投资额为3.26亿元，规划新建6万吨/年改性塑料和1500吨/年塑料制品成型产能，共计8条生产线，其中4条预计于2023年底投产，其余4条预计于2024年底投产，完全投产后公司产能将增长3倍。2) 研发测试中心及实验室建设项目：项目投资额为1.51亿元，主要用于建设研发及办公场地、购置研发设备、搭建产品研发测试场地、招聘技术服务人员等，预计于2024年底建成投入使用。该项目虽然不直接产生经济效益，但将进一步增强公司改性塑料产品和塑料制品成型的研发能力，推动公司在高端市场的渗透率提升。

表7：公司募投项目进度（截至2023H1）

项目名称	规划总投资 (万元)	累计投入金 额(万元)	工程进 度	建设期	预计投产日期	备案情况	环评情况
改性塑料扩产 及塑料制品成 型新建项目	32,611	10,130	31%	36个月	2023年12月/ 2024年12月	张行审投备 【2020】42 号	苏行审环评 【2020】 10154号
研发测试中心 及实验室建设 项目	15,098	4,106	27%	36个月	2024年12月	张行审投备 【2020】43 号	苏行审环诺 【2020】 10018号
合计	47,709	14,236	-	-	-	-	-

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 盈利预测与假设

- 1、我们假设募投项目在2023年底和2024年底各投产4条生产线，考虑到下游客户开发进度，我们假设产能逐年爬坡。
- 2、我们假设公司产品采用成本加成法定价，即在常规塑料粒子的基础上，加上一定的成本费用和利润空间。
- 3、我们假设随着新增产能的释放，以及非PA类产品占比的增加，公司的毛利率水平小幅下降，对应的2023-2025年综合毛利率分别为33%/30%/29%。
- 4、公司营业税金及附加、财务费用、管理费用、研发费用、所得税率变动较小，剔除会计政策因素影响后，假设整体维持稳定。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 5.1、10.2 和 14.8 亿元，同比增速分别为-1%、100%、45%。2023-2025 年归母净利润分别为 1.2、1.8、2.3 亿元，同比增速分别为 1%、55%、32%，EPS（摊薄）分别为 1.16、1.80 和 2.37 元/股。

表8: 公司盈利预测拆分

业务	项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
高性能改性尼龙	营收（百万元）	283	394	281	280	437	611
	同比增长（%）	28%	39%	-29%	-1%	56%	40%
	毛利（百万元）	123	145	93	106	166	232
	同比增长（%）	40%	18%	-36%	14%	56%	40%
	毛利率（%）	43%	37%	33%	38%	38%	38%
高性能改性聚酯	营收（百万元）	102	201	144	144	304	402
	同比增长（%）	7%	97%	-28%	0%	112%	32%
	毛利（百万元）	26	32	26	33	64	80
	同比增长（%）	10%	21%	-16%	25%	93%	26%
	毛利率（%）	25%	16%	18%	23%	21%	20%
工程化聚烯烃	营收（百万元）	49	63	51	57	220	376
	同比增长（%）	13%	28%	-20%	12%	287%	71%
	毛利（百万元）	14	17	10	15	51	75
	同比增长（%）	37%	25%	-41%	53%	230%	49%
	毛利率（%）	28%	27%	20%	27%	23%	20%
色母粒和功能性母粒	营收（百万元）	16	38	33	23	53	85
	同比增长（%）	-9%	134%	-11%	-29%	126%	60%
	毛利（百万元）	8	17	13	11	24	38
	同比增长（%）	-2%	107%	-22%	-21%	126%	60%
	毛利率（%）	52%	46%	51%	45%	45%	45%
其他业务	营收（百万元）	4	5	7	6	6	6
	毛利（百万元）	2	2	2	2	2	2
合计	营收（百万元）	455	702	516	510	1,021	1,480
	同比增长（%）	19%	54%	-26%	-1%	100%	45%
	毛利（百万元）	173	212	144	167	306	428
	同比增长（%）	33%	22%	-32%	16%	83%	40%
	毛利率（%）	38%	30%	28%	33%	30%	29%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 估值与投资评级

公司是国内稀缺的高端改性塑料供应商，现已在 PA 产品和电动工具行业形成相对优势。参照公司 2021 年招股说明书披露信息，我们选取 6 家国内改性塑料行业的代表企业作为可比公司，分别为金发科技、普利特、国恩股份、沃特股份、道恩股份、南京聚隆，上述公司 2022 年改性塑料业务收入占比分别为 63%/84%/72%/50%/76%/88%，与公司业务存在较高相似度。

根据东吴证券研究所预测数据和 Wind 一致预期，以 2023 年 9 月 1 日收盘价计算，2023-2025 年可比公司平均市盈率分别为 34.5、16.3 和 10.6，我们预测公司 2023-2025 年市盈率分别为 20.9、13.5 和 10.3 倍，低于行业估值水平。相较于可比公司以家电类和汽车类产品为主的业务结构，江苏博云重点聚焦电动工具行业，在细分领域中形成了差异化竞争优势，销售毛利率、净利率、资产负债率等指标均优于同业。同时受益于募投项目产能逐步释放，以及下游电动工具行业需求回暖，公司业绩有望进入上行通道。综上所述，我们看好公司未来发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。

表9：可比上市公司相对估值

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600143.SH	金发科技	8.03	213	19.9	19.2	23.5	29.1	10.7	11.1	9.1	7.3
002324.SZ	普利特	13.22	147	2.0	6.1	9.6	13.8	72.8	24.1	15.3	10.6
002768.SZ	国恩股份	22.66	61	6.6	5.6	8.5	10.6	9.3	10.9	7.2	5.8
002886.SZ	沃特股份	18.00	47	0.1	0.5	1.4	2.5	324.7	92.0	33.6	18.7
002838.SZ	道恩股份	13.72	61	1.5	-	-	-	40.3	-	-	-
300644.SZ	南京聚隆	18.03	19	0.6	-	-	-	35.1	-	-	-
	平均值							104.4	34.5	16.3	10.6
301003.SZ	江苏博云*	24.29	24	1.1	1.2	1.8	2.3	21.2	20.9	13.5	10.3

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：金发科技、普利特、国恩股份、沃特股份盈利预测均采用 Wind 一致预期，道恩股份、南京聚隆暂无 Wind 一致预期值，江苏博云盈利预测为东吴证券预测值，股价为 2023 年 9 月 1 日收盘价）

5. 风险提示

- 1、产能爬坡进度不及预期风险：公司未来两年有超过6万吨新增产能释放，由于改性塑料行业属于以销定产模式，若后续新客户开拓不顺利、或订单下达不足，可能导致新增产能无法有效释放，从而影响公司业绩表现。
- 2、下游需求恢复不及预期风险：截至2023H1，公司下游主要客户库存水平仍处于同期较高位置，若后续宏观经济动能走弱，可能导致下游库存去化进度延后。
- 3、行业竞争加剧及毛利率下滑风险：近年来国内改性塑料企业加大研发力度，未来随着高端改性塑料国产化程度提升，行业竞争可能加剧，从而导致公司毛利率下滑。

江苏博云三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	953	866	768	979	营业总收入	516	510	1,021	1,480
货币资金及交易性金融资产	743	666	400	463	营业成本(含金融类)	372	343	714	1,052
经营性应收款项	134	131	245	336	税金及附加	3	3	5	7
存货	75	67	119	175	销售费用	14	14	29	42
合同资产	0	0	0	0	管理费用	17	17	33	48
其他流动资产	2	2	4	5	研发费用	25	25	51	75
非流动资产	196	350	597	561	财务费用	(28)	(9)	(7)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	1	1	1	2
固定资产及使用权资产	50	60	222	496	投资净收益	14	13	8	7
在建工程	71	221	308	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	31	29	27	25	减值损失	2	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	130	132	204	269
其他非流动资产	44	39	39	39	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,149	1,215	1,364	1,540	利润总额	130	132	205	269
流动负债	46	24	53	83	减:所得税	17	17	27	35
短期借款及一年内到期的非流动负债	20	0	0	0	净利润	113	115	178	234
经营性应付款项	12	11	26	44	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	1	3	4	归属母公司净利润	113	115	178	234
其他流动负债	12	12	24	35	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.15	1.16	1.80	2.37
非流动负债	1	1	1	1	EBIT	89	123	198	264
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	98	135	227	320
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	27.97	32.77	30.01	28.91
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	21.97	22.56	17.45	15.84
其他非流动负债	1	1	1	1	收入增长率(%)	(26.39)	(1.23)	100.07	45.01
负债合计	47	25	53	84	归母净利润增长率(%)	(15.93)	1.42	54.76	31.58
归属母公司股东权益	1,103	1,191	1,311	1,457					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,103	1,191	1,311	1,457					
负债和股东权益	1,149	1,215	1,364	1,540					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	174	123	59	165	每股净资产(元)	11.13	12.02	13.24	14.71
投资活动现金流	(96)	(152)	(68)	(13)	最新发行在外股份(百万股)	99	99	99	99
筹资活动现金流	(127)	(48)	(58)	(89)	ROIC(%)	6.85	9.26	13.76	16.63
现金净增加额	(39)	(76)	(66)	63	ROE-摊薄(%)	10.29	9.67	13.58	16.09
折旧和摊销	10	12	29	56	资产负债率(%)	4.05	2.04	3.90	5.43
资本开支	(127)	(170)	(276)	(20)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.20	20.91	13.51	10.27
营运资本变动	72	9	(140)	(118)	P/B(现价)	2.18	2.02	1.83	1.65

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>