



改性塑料专精特新“小巨人”，切入比亚迪供应链放量可期

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司从业 30 余年，拥有上万条配方积累，核心技术均为自主研发，且毛利率高于行业平均水平，2021 年，公司高附加值产品毛利率维持在 28% 左右，且销售占比逐年提升；2) 紧抓新能源汽车发展新机遇，与比亚迪形成直接合作关系，打开未来增量空间，2023 年 H1 相关订单确认收入金额达到 1871.8 万元；3) 募投产解决产能瓶颈，推动业绩高速增长，项目一期达产后，公司将新增改性塑料粒子产能 4 万吨，合计产能规模将达到 7.3 万吨。
- 公司积累深厚产品配方库，产能规模处于行业前 20。** 公司从业多年，积累深厚产品配方库，且核心技术均为自研；改性塑料行业具有规模大集中度低的特点，公司凭借现有 3.3 万吨产能处于行业产能规模前 20。公司毛利率高于行业平均水平，高附加值产品占比逐年提升助力公司毛利率稳定维持在高位，2021 年以来相关产品毛利率维持在 28% 左右。
- 公司与比亚迪形成直接合作关系，打开未来增量空间。** 截至 2022 年 4 月，公司已与比亚迪建立直接供应关系，向其销售产品应用于其自有品牌新能源汽车车灯等零部件，2023 年 H1 相关订单确认收入金额达到 1871.8 万元。此外，公司与比亚迪合作的其他项目正处于其产品认证过程中，预计 2023 年内将完成产品认证并逐步实现批量化供应。同时积极开拓红旗汽车等其他汽车领域客户，新能源汽车相关销售收入有望快速提升，2023 年度公司汽车领域销售收入的金额和占比预计将有较大幅度提高。
- 募投产解决产能瓶颈，推动业绩高速增长。** 根据募投项目规划，项目一期将于 2023 年 12 月建成投产后，公司将新增改性塑料粒子产能 4 万吨，合计产能规模将从 3.3 万吨提升至 7.3 万吨。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.6/1.0/1.3 亿元，CAGR 为 42.5%，对应 PE 为 10/6/5 倍。考虑到 2024 年可比公司平均估值为 19 倍，公司切入比亚迪供应链，借势汽车轻量化趋势有望快速放量，叠加募投项目扩产，业绩有望高增。同时考虑到不同市场的流动性差异，我们给予公司 2024 年 10 倍 PE，对应目标价为 9.70 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济波动的风险、原材料波动风险、市场竞争加剧的风险、募集资金投资项目风险、应收账款坏账的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	467.59	612.37	1000.92	1297.25
增长率	14.00%	30.96%	63.45%	29.61%
归属母公司净利润(百万元)	45.68	59.47	101.46	132.15
增长率	27.95%	30.20%	70.59%	30.25%
每股收益 EPS(元)	0.44	0.57	0.97	1.26
净资产收益率 ROE	16.47%	13.30%	19.21%	21.14%
PE	13	10	6	5
PB	2.19	1.34	1.14	0.96

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

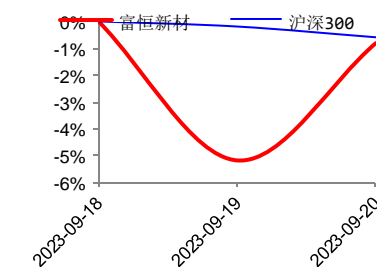
分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: ifind

基础数据

总股本(万股)	10500
流通 A 股(万股)	3179.81
总市值(亿元)	6.29
总资产(亿元)	8.34
每股净资产(元)	3.64

相关研究

目 录

1 改性塑料产业标杆企业，产销规模位于行业前列	1
1.1 董事长夫妇为实控人，前十大股东签署限售协议彰显信心	1
1.2 专注改性塑料细分赛道，应用于家电、消费电子及汽车领域	2
1.3 疫情期间弯道超车，盈利能力快速提升	3
2 国内改性塑料行业规模大集中度低，可提升空间广阔	5
2.1 全球市场稳定增长，国内改性塑料提升空间广阔	5
2.2 下游应用领域众多，家电、消费电子、汽车属重要领域	6
2.3 行业规模大集中度低，分化为高中低端三大层级	8
3 万余条配方高筑竞争壁垒，募投扩产助力比亚迪订单释放	9
3.1 聚焦高附加值产品，盈利水平持续提升	9
3.2 多领域积累终端头部客户，比亚迪新能源车订单放量可期	11
3.3 募投项目持续加码产能提升，助力公司满足下游市场需求	14
4 盈利预测与估值	15
4.1 盈利预测	15
4.2 相对估值	16
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 9 月 19 日)	2
图 3: 营业总收入及增速	3
图 4: 归母净利润及增速	3
图 5: 公司主营业务收入按产品分类情况	4
图 6: 公司各产品毛利率情况	4
图 7: 公司主营业务收入按地区拆分情况	4
图 8: 公司主营业务收入按下游应用领域拆分情况	4
图 9: 公司毛利率及净利率情况	5
图 10: 公司期间费用率情况	5
图 11: 国内改性塑料年产量	6
图 12: 国内改性塑料市场规模	6
图 13: 改性塑料产业链情况	7
图 14: 国内家电行业市场规模	7
图 15: 国内消费电子行业市场规模	7
图 16: 国内汽车乘用车产量 (万辆)	8
图 17: 国内新能源汽车产量 (万辆)	8
图 18: 国内改性塑料行业市场份额占比情况	9
图 19: 我国改性塑料主要参与者	9
图 20: 公司与可比公司毛利率对比	10
图 21: 高附加值产品收入及占比	10
图 22: 公司特种工程塑料发展领域拓展历史	11
图 23: 汽车轻量化总体目标	12
图 24: 公司与可比公司改性塑料粒子销售单价对比 (万元/吨)	13
图 25: 公司与产能利用率与产销率	15

表 目 录

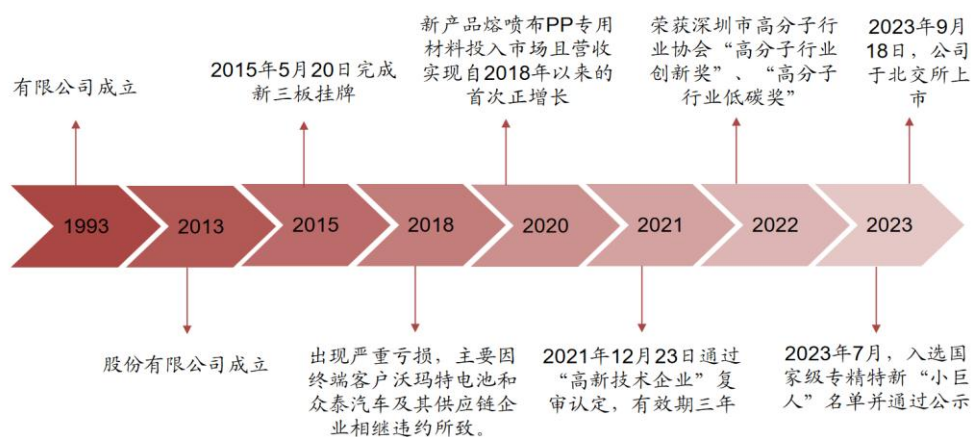
表 1：公司主要产品类型.....	2
表 2：近期改性塑料相关政策情况.....	5
表 3：公司技术优势/创新性.....	10
表 4：公司技术创新情况.....	11
表 5：公司产品主要应用领域及终端客户.....	12
表 6：公司各应用领域对应的主要终端客户或品牌情况.....	13
表 7：公司与可比公司的主要客户类型、定价模式对比.....	14
表 8：国内改性塑料产能超过万吨企业的产能情况.....	14
表 9：分业务收入及毛利率.....	16
表 10：可比公司估值.....	16
附表：财务预测与估值.....	18

1 改性塑料产业标杆企业，产销规模位于行业前列

深耕改性塑料行业三十载，产销量均居行业前列。公司成立于 1993 年 4 月，主要从事改性塑料的研发、生产、销售和相关技术服务，主要产品包括苯乙烯类、改性工程塑料类和聚烯烃类等，在全国的销售已扩展至近十多个省市，为全国 300 多家知名企业提供服务，下游客户也从最初的单一的黑色家电行业逐步延伸到家用电器、消费电子、汽车零部件等多个领域。

国家级专精特新“小巨人”企业，技术研发实力强劲。公司自成立之初就专注于改性塑料的自主研发、性能提高和生产工艺优化。截至 2022 年 12 月 31 日，公司已拥有 17 项发明专利，累计形成了上万种产品配方，并建成了庞大和成熟的产品配方库。同时，公司致力于打造技术综合应用开发平台，公司技术中心被认定为“广东省特种工程塑料工程技术研究中心”、“深圳市碳纤维改性工程塑料工程实验室”，检测中心实验室已通过 CNAS 国家实验室认可。2023 年 7 月，公司被认定为国家级专精特新“小巨人”企业。

图 1：公司历史沿革

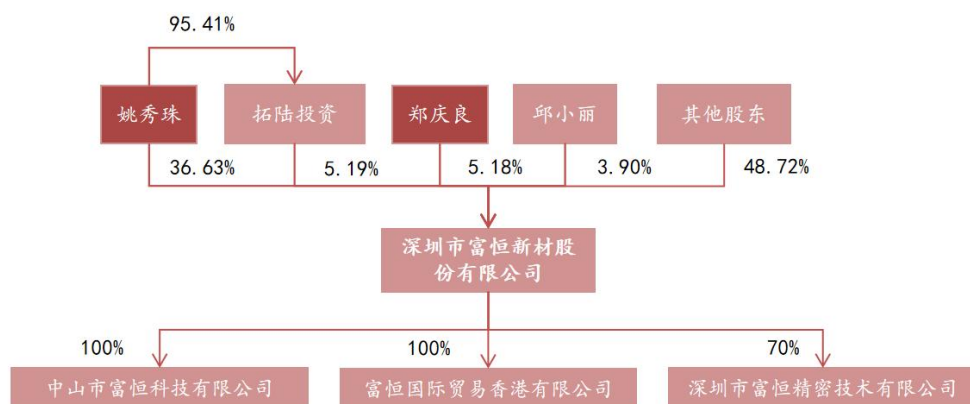


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.1 董事长夫妇为实控人，前十大股东签署限售协议彰显信心

实控人董事长夫妇持股 47.1%，具多年企业管理经验。公司控股股东为姚秀珠女士，公司的实际控制人为姚秀珠女士、郑庆良先生夫妇。截至 2023 年 9 月 19 日，姚秀珠女士直接持有公司 36.6% 的股份，并通过拓陆投资间接控制公司 5.2% 股份的表决权；郑庆良先生直接持有公司 5.2% 的股份，并通过冠海投资间接持有公司 0.4% 的股份，二人合计控制公司 47.1% 股份的表决权。同时，前十大股东签订了限售协议，彰显对公司长期发展的信心。

图 2：公司股权结构（截至 2023 年 9 月 19 日）



数据来源：同花顺 iFinD，公司招股说明书，西南证券整理

1.2 专注改性塑料细分赛道，应用于家电、消费电子及汽车领域

根据所使用的塑料基材不同，公司产品可分为苯乙烯类、改性工程塑料类、聚烯烃类和其他类，产品形态为塑料改性粒子，其中苯乙烯类以通用塑料中 ABS、PS、AS 材料等为基材，聚烯烃类以通用塑料 PP、PE 材料等为基材，改性工程塑料类以 PC、PA、PET、PC/ABS 合金等材料工程塑料为基材。除改性塑料粒子销售外，公司还从事少量改性塑料的来料加工服务、注塑件生产及其他改性塑料销售业务。公司改性塑料产品类别繁多，根据基础原料、配方和工艺路线的不同，即使同一产品类别的改性塑料，其性能参数也呈现出较大差异，适用于家电、汽车和消费电子等不同领域。

表 1：公司主要产品类型

产品类别	产品特点	下游主要行业领域	具体应用产品
苯乙烯类	主要为 ABS、PS、AS 等材料，该类材料综合性能好、流动性佳易成型、化学稳定性及电性能良好等特点， 广泛适用于家用电器中各类壳体及结构件、消费电子壳体及零部件等需要综合性能平衡的产品。	家电	电视机/显示器面框、后壳及底座，暖风机外壳及组件、空气净化器外壳及组件，风扇外壳等
		消费电子	摄像头外壳、数码相机外壳、电脑服务器机箱外壳、路由器外壳等
改性工程塑料	主要为 PC、PA、PET、PC/ABS 合金等，该类材料具有良好的机械性能和耐高低温性能，尺寸稳定性较好等优良特点，主要包括阻燃材料、阻燃增强材料和合金材料等： 1) 阻燃材料： 具有良好的阻燃防火性能，应用在此类部件中能够消除或减少产品起火燃烧的隐患； 2) 阻燃增强材料： 家用电器、消费电子产品中各类结构件对材料阻燃性能、机械强度、尺寸稳定性和耐热性能要求较高，该材料能更好的满足此类部件的阻燃和材料强度的要求； 3) 合金材料： 冲击强度较高,化学稳定性,电性能良好,刚性好，该类材料可满足该类产品功能性的要求。	家电	电视机/显示器中框、后壳及底座，暖风机 PTC 支架及出风口、连接器、线圈骨架，空气净化器外壳等
		消费电子	音响网罩、左右盆架及主体等组件，蓝牙耳机外壳、电池盒等，手机中框、面壳、电池盖等，平板及笔记本电脑上下盖、键盘等
		汽车	汽车仪表盘、车灯等
聚烯烃类	包括 PP、PE 等材料，该类材料具有密度较小质轻，流动性好易成型、	家电	暖风机外壳、风轮，风扇扇叶，空调挂机

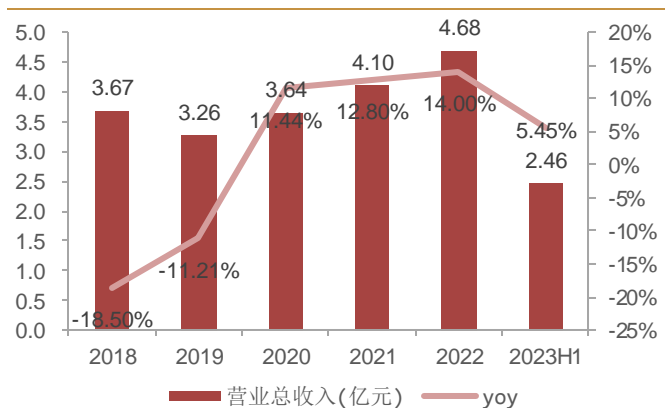
产品类别	产品特点	下游主要行业领域	具体应用产品
	韧性好、耐化学性好、低挥发性、成本低等特点，非常适合运用在家电及汽车领域中需要兼具强韧性和轻量化的产品部件中。		外壳等
		消费电子	头戴式耳机头带、音响外壳等
		汽车	汽车立柱、门板、仪表板等内饰件，前后保险杠、格栅、轮罩等汽车外饰产品
其他类	包括来料加工服务、注塑件生产业务及其他类改性塑料销售。(1) 来料加工 ：指基材树脂由客户提供，公司收取辅料添加费及加工费的加工业务；(2) 注塑件生产 ：指将熔融的塑料利用压力注塑塑料制品模具中，冷却成型得到塑料件；(3) 其他类改性塑料销售 ：包括 PMMA、TPV、TPU 等。	-	-

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

1.3 疫情期间弯道超车，盈利能力快速提升

顺利摆脱经营困境，营收进入稳定增长通道。自 2018 年沃特玛电池和众泰汽车等企业暴雷后，公司短期生产经营受影响，2020 年疫情发生后，公司适时推出新产品熔喷布 PP 专用材料，实现净利润大幅增长；2019-2022 年，公司营业收入由 3.3 亿元增长至 4.7 亿元，年化复合增长率达 12.7%；归母净利润由 1.0 百万元增长至 45.7 百万元，年化复合增长率为 252.5%。2023 年上半年，公司营业收入同比+5.5%，净利润同比-2.2%，主要为财务费用增加，以及新增大客户比亚迪等导致销售费用和信用减值损失增加所致。未来，随着公司重要客户自身业绩的增长及公司与其持续深入的合作，公司收入和净利润将保持良好增长态势。

图 3：营业总收入及增速



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 4：归母净利润及增速

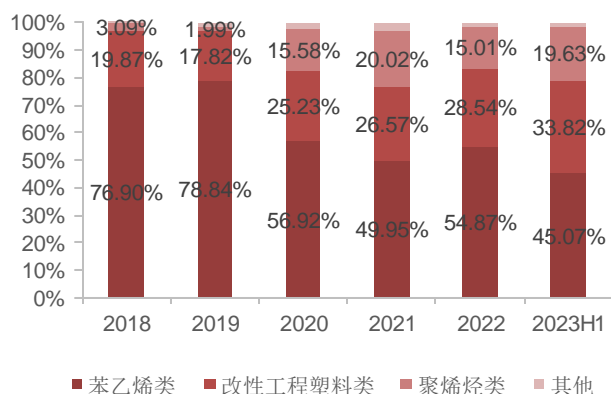


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

苯乙烯类产品为公司主要产品，改性工程塑料类产品稳步提升。2018-2023 年上半年，**苯乙烯类产品**收入占比从 76.9% 降至 45.1%。该类产品收入占比下降主要原因为近年公司不断进行业务调整，减少应用于中低端家电产品等市场竞争激烈、毛利率水平较低的苯乙烯类产品的业务量，为其他高附加值产品释放产能。公司**改性工程塑料**收入占比不断提升，主要为随着我国经济持续发展，消费不断升级，该类下游产品的需求量巨大所致。此外，公司**聚烯烃类产品**也呈大幅上升趋势。2020 年，疫情爆发导致公司熔喷聚丙烯类产品需求大幅上

升；2021 年，公司新开发客户 SM Polymers Inc. 向公司采购该类产品，并应用于汽车内外饰塑胶件及食品包装领域，聚烯烃类产品销量进一步增长。

图 5：公司主营业务收入按产品分类情况

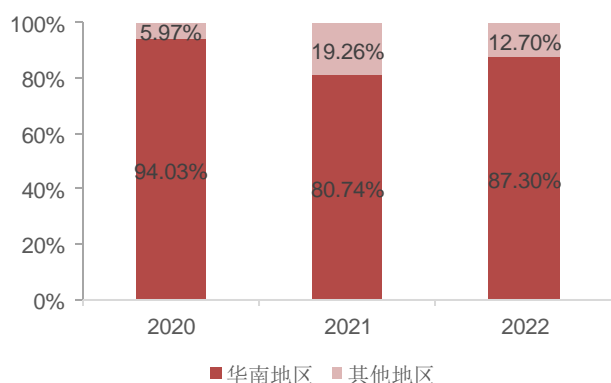


数据来源：公司公告，公司招股说明书，西南证券整理

华南地区为主要销售地区。2018-2023 年上半年，公司 80% 以上的主营业务收入均来自国内，其中华南区域的主营业务收入占比保持在 80% 以上，主要因为公司地处深圳市，属于珠三角核心区域，区域内拥有大量的家电及消费类电子企业，公司集中相关资源服务于华南地区重点客户。2021 年及 2022 年境外销售收入占比大幅上升，为公司 2021 年新增加拿大客户 SM Polymers Inc.，并向其销售聚烯烃类产品所致。

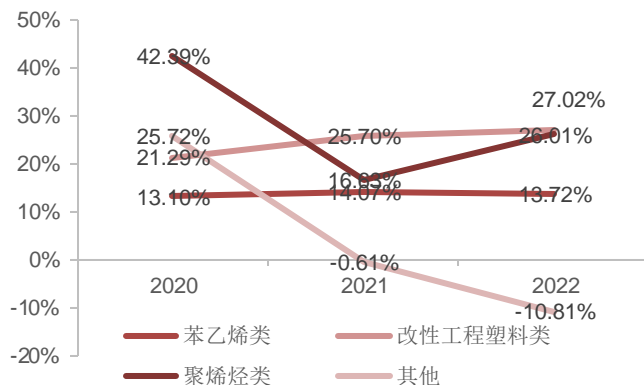
家电领域收入占比过半，汽车领域收入快速增长。由于家电领域、消费电子领域为国民经济发展的重要支柱产业，且相关领域客户并未发生重大变动，2020-2022 年，公司家电领域销售收入占比均在 55% 以上，为公司第一大销售领域；消费电子领域是公司第二大应用领域，也是近年来公司重点发展的应用领域，收入占比均维持在 20-30% 的水平，显著高于同行业上市公司，是公司毛利率维持稳定增长的重要支撑；汽车领域是公司近年发力的一大领域，公司聚焦新能源轻量化汽车内外饰材料和汽车车灯材料两大细分领域，已向比亚迪、小鹏汽车终端客户批量供货，销售收入占比迅速提升。

图 7：公司主营业务收入按地区拆分情况



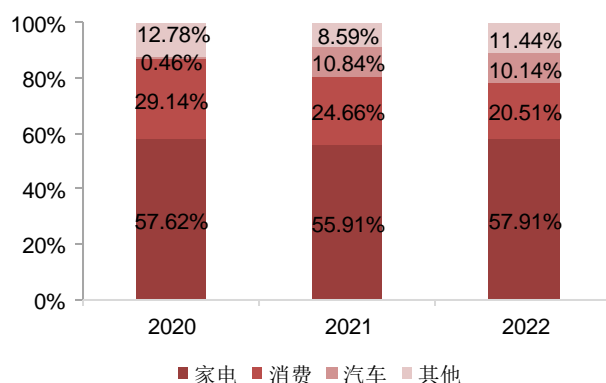
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 6：公司各产品毛利率情况



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

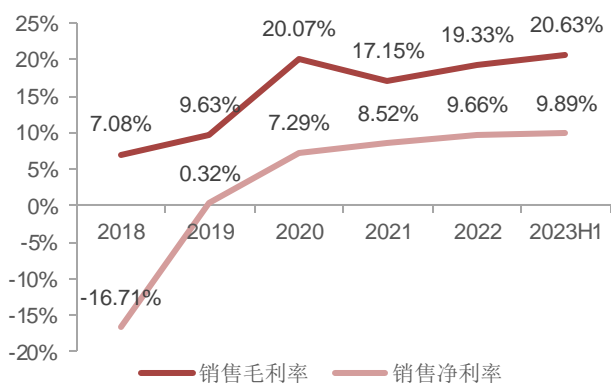
图 8：公司主营业务收入按下游应用领域拆分情况



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

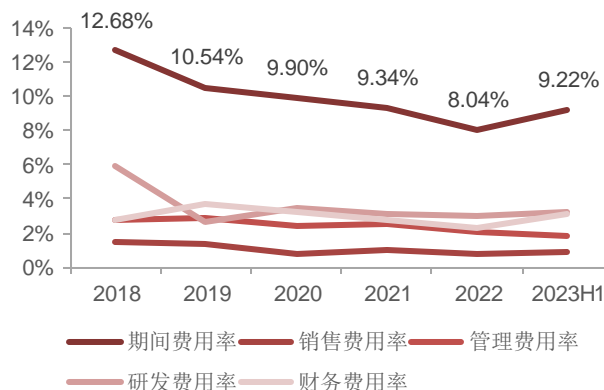
产品结构优化带动毛利率稳步提升，精细化管理控制费用。受益于产品结构优化，2018-2023 年上半年，公司毛利率为从 7.1% 提升至 20.6%；净利率从 -16.7% 升至 9.9%。2018-2022 年，公司期间费用率从 12.7% 下降 4.7pp 至 8.0%，公司费用管控能力逐渐增强；2023 年上半年，由于开拓新客户导致销售费用增加，以及财务费用增加，整体期间费用率小幅上升至 9.2%。

图 9：公司毛利率及净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司期间费用率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 国内改性塑料行业规模大集中度低，可提升空间广阔

2.1 全球市场稳定增长，国内改性塑料提升空间广阔

全球改性塑料市场稳定增长，北美地区为最大改性塑料市场。改性塑料凭借耐高温性、阻燃性等优越的性能，被应用于家电、汽车等多个领域，近年来随着全球新能源汽车等主要市场持续增长，带动全球改性塑料市场规模稳定增长。根据智研咨询数据，全球改性塑料市场规模从 2015 年的 2955 亿美元增长至 2022 年的 4097 亿美元，年复合增长率为 4.8%，其中北美仍是全球最大的改性塑料市场，2022 年北美改性塑料市场规模占全球市场的 32.1%。随着改性塑料在家电和汽车领域的继续渗透，以及改性塑料应用领域继续延伸拓展，预计全球改性塑料规模仍将保持快速增长态势。

我国改性塑料产业起步较晚，政策倾斜支撑产业后发追赶。国内塑料改性加工产业由于起步较晚，存在技术薄弱、规模较小的问题，高端产品品种主要以来进口。进入“十四五”阶段，作为“国家七大战略性新兴产业”和“中国制造 2025”重点发展的十大领域之一，改性塑料等新材料产业属国家战略新兴产业范畴，受到政策的鼓励与支持，如《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》创建高端聚烯烃、高性能工程塑料等领域创新中心，工信部等五部门发布的《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》指出发展高端塑料、特种工程塑料等。

表 2：近期改性塑料相关政策情况

政策文件	发布时间	发布部门	相关内容
《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》	2022.06	工信部等五部门	塑料制品：新型抗菌塑料、面向 5G 通信用高端塑料、特种工程塑料、血液净化塑料、高端光学膜等

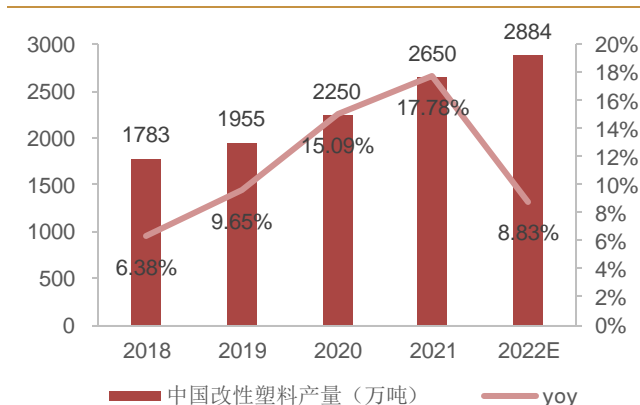
政策文件	发布时间	发布部门	相关内容
《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	2022.03	工信部等六部门	提出要提升石化化工行业创新发展水平，优化整合行业相关研发平台，创建高端聚烯烃、高性能工程塑料、高性能膜材料、生物医用材料、二氧化碳捕集利用等领域创新中心，强化国家新材料生产应用示范、测试评价、试验检测等平台作用，推进催化材料、过程强化、高分子材料结构表征及加工应用技术与装备等共性技术创新。
《重点新材料首批次应用示范指导目录(2021年版)》	2021.12	工信部	明确将 11 种工程塑料纳入目录

数据来源：各部门官网，西南证券整理

乘风“以塑代钢”大背景，我国改性塑料市场稳步提升。随着全球汽车工业、家用电器、电子通信、新能源等产业不断向中国转移，以及国内经济的快速发展和基础材料领域的“以塑代钢”、“以塑代木”趋势，我国正在成为全球塑料材料最大的市场和主要需求增长引擎。根据中商产业研究院数据，2018-2021 年，我国改性塑料产量由 1783 万吨提升至 2650 万吨，期间 CAGR 达 14.1%，市场规模由 2250 亿元提升至 3602 亿元，期间 CAGR 达 17.0%，预计 2022 年改性塑料产量/市场规模将达到 2884 万吨/4152 亿元。

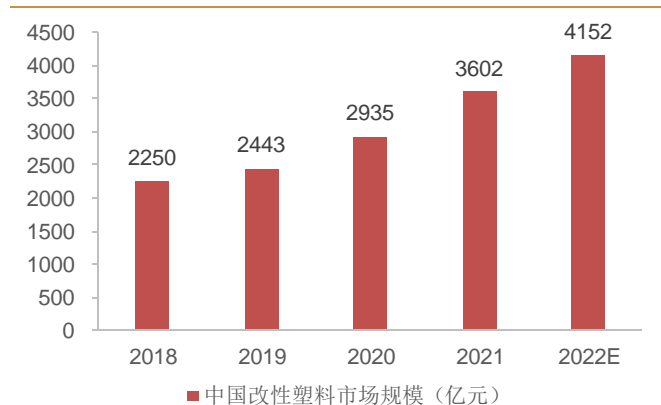
国内改性塑料应用规模偏小，改性化率仍有巨大提升空间。尽管国内塑料产业整体发展迅速，但是我国改性塑料应用规模仍偏小，根据前瞻产业研究院数据，我国在精密制造领域的改性塑料使用比例为 30%，远低于国际领先水平的 70%；根据中商产业研究院数据，全球塑料改性化率（即改性塑料产量占塑料总产量的比例）近 50%，我国塑料改性化率已由 2011 年的 16.3% 提升至 2021 年的 23.7%，相比全球水平仍有巨大提升空间。

图 11：国内改性塑料年产量



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

图 12：国内改性塑料市场规模



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

2.2 下游应用领域众多，家电、消费电子、汽车属重要领域

改性塑料应用领域众多，下游需求较为分散。改性塑料应用于生活方方面面，包括各类消费品、工业品等中的塑料件部分，其中又以家用电器、消费电子、汽车零部件等行业的使用场景和使用数量居多。根据华经产业研究院数据，2020 年改性塑料下游应用领域中家电、汽车及消费电子行业占比分别达到 34%、19% 及 10%，市场份额占比合计达到 60% 以上。

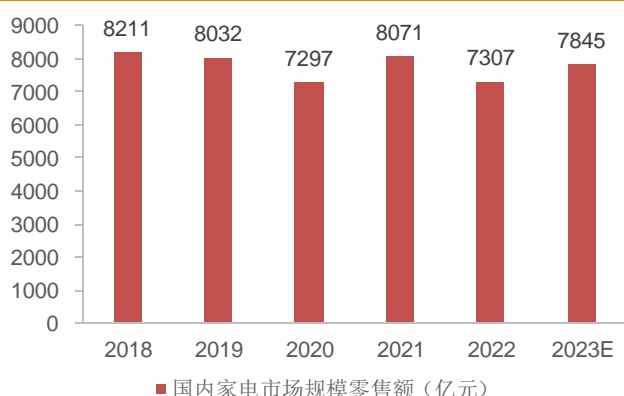
图 13：改性塑料产业链情况



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

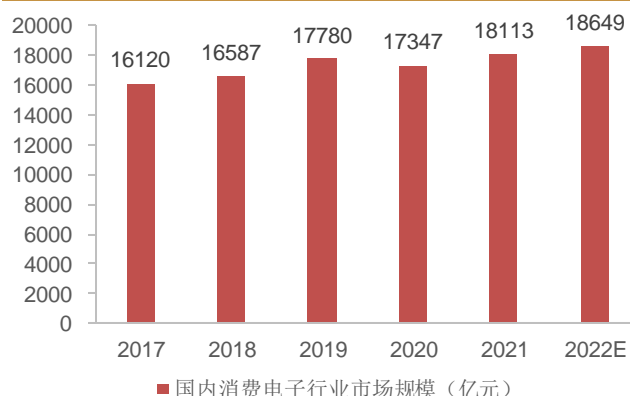
消费升级促进家电领域改性塑料需求提升，高端改性塑料为消费电子主要材料。改性塑料被广泛应用于电视机、空调、微波炉等各类家电产品的罩盖、壳体等配件。根据国家家用电器工业信息中心数据，2018-2022 年全国家电市场年零售额在 7000-8500 亿元之间波动，预计 2023 年达到 7845 亿元，同比增长 7.4%，从具体细分品类来看，洗碗机、智能吸尘器等新产品随消费升级增长较快。随着经济逐步复苏，中国家电市场总体运行良好，未来随着家电消费升级的发展趋势，家电用改性塑料的需求还将呈现上升趋势。改性塑料具备较好的电性能，可作为各类电子设备的元器件、壳体、结构件、功能件的主要材料之一，因此在消费电子领域存在广泛的应用。根据 Statista 数据显示，2021 年我国消费电子市场规模为 1.8 万亿元，主要包括手机、个人电脑、平板电脑、可穿戴设备等，市场规模庞大，预计 2022 年我国消费电子市场规模将达 1.9 万亿元，同比增长 3%。随着人们对性能、安全、健康的重视程度越来越高，国内外对塑料材料的轻量化、防火安全性、绿色环保等提出了严格的要求，未来对高端改性塑料需求仍将保持增长。

图 14：国内家电行业市场规模



数据来源：全国家用电器工业信息中心，西南证券整理

图 15：国内消费电子行业市场规模

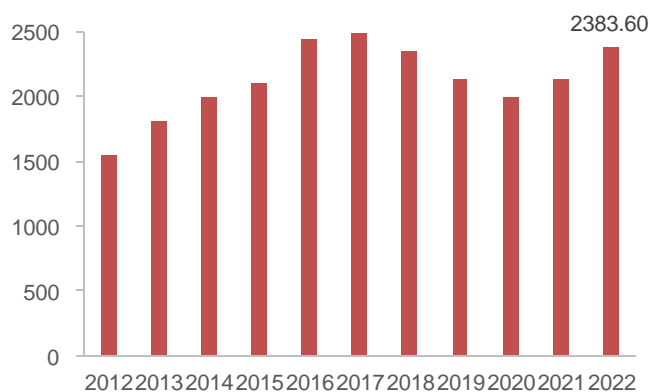


数据来源：Statista 数据库，公司招股说明书，西南证券整理

我国汽车零部件市场规模突破 4 万亿元，新能源车带动车用改性塑料需求提升。改性塑料在汽车产业中的应用范围涵盖汽车内饰、外饰、电子电气和动力总成中的各种架构件、功能件，普遍具有较高的性能和质量要求，价值量较高，因此汽车零部件行业一直是改性塑料新技术和新产品应用集中的热点领域。根据中汽协数据，2012-2022 年我国汽车产量从 1552.4 万辆增长至 2383.6 万辆。在新能源汽车领域，轻量化和环保化是当前汽车材料发展的主要方向，在新能源汽车作为国家战略新兴产业的形势下，发展汽车轻量化对促进新能源汽车的发展具有重要意义。2016-2022 年，我国新能源车产量由 45.5 万辆增长至 721.9 万辆，年化复合增长率达到 58.5%。

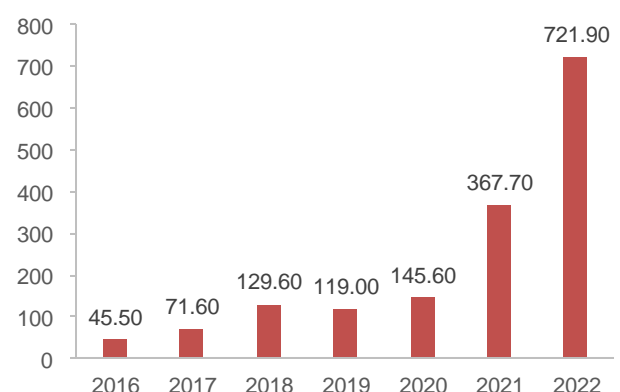
乘风轻量化、环保化浪潮，车用改性塑料需求总量稳步提升。改性塑料在阻燃性、机械强度、抗冲击性、韧性和易塑性等方面均具有较大提高，能够较好的满足汽车产业的设计要求，同时在同等体积下仅有钢材三分之一的重量。改性塑料的应用范围已由内外饰扩大到了结构件、甚至车身、底盘，在汽车工业中的作用和地位越来越明显，根据前瞻产业研究院的预测，预计 2017-2022 年汽车改性塑料需求总量增速将在 6% 左右，2022 年汽车用改性塑料需求总量或将超 640 万吨。

图 16：国内汽车乘用车产量（万辆）



数据来源：中国汽车工业协会，iFinD，西南证券整理

图 17：国内新能源汽车产量（万辆）



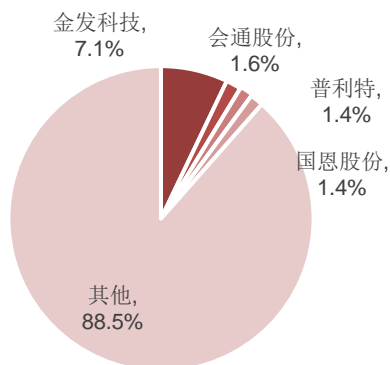
数据来源：国家统计局，iFinD，西南证券整理

2.3 行业规模大集中度低，分化为高中低端三大层级

我国改性塑料行业规模巨大，但行业集中度低。受到行业下游应用领域规模大、客户众多、需求多样、市场分散等因素影响，我国的改性塑料行业集中度较低。根据公司问询函回复数据，截至 2022 年底，国内的改性塑料企业数量超过 3000 家，但年产能超过 3000 吨的企业仅 70 余家；根据中商产业研究院数据，2022 年行业 CR4 不足 12%。其中金发科技占比为 7.1%，会通股份占比为 1.6%，普利特占比为 1.4%，国恩股份占比为 1.4%。每个改性塑料厂商都有自己相对专注的产品领域和客户领域，单个厂商很难同时满足整个市场所有客户的需求。企业改性塑料的产品性能主要由配方设计和生产工艺决定，由于下游需求分散、产品定制化程度高，改性塑料品种繁多，难以标准化，因此掌握和不断研发具有竞争力的高性能改性塑料配方和与之匹配的生产工艺是改性塑料企业核心竞争力的关键，需要厂商结合配方对设备调试改进，对生产过程中的各项参数不断优化，达到性能、成本和效率的最优组合。

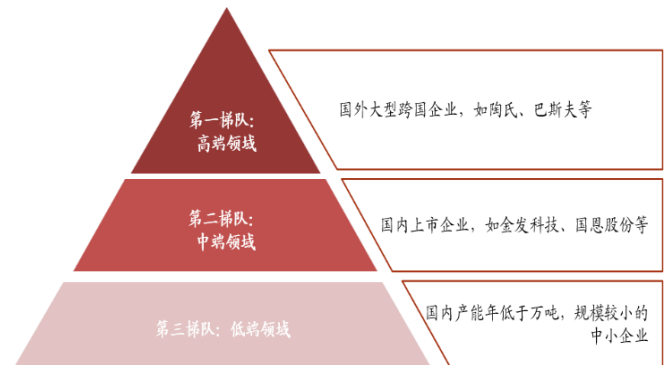
当前我国改性塑料行业竞争格局呈现三大层级。**高端领域**主要由国外大型跨国企业如陶氏、巴斯夫等占据；**中端领域**主要是国内具有自主创新能力的企业，近年来，本土企业技术不断进步，一些上市企业如金发科技、国恩股份等开始具备自主研发创新能力，便逐渐占据改性塑料行业中端领域市场份额；**低端领域**则主要包括一些规模较小、产品单一、技术水平落后的中小型企业，随着我国改性塑料市场需求的增长，越来越多的中小型企业入局，占据行业的第三大层级，低端领域企业数量多、份额大、研发能力弱、竞争激烈。

图 18：国内改性塑料行业市场份额占比情况



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

图 19：我国改性塑料主要参与者



数据来源：西南证券整理

公司处于行业第二梯队，规模优势逐渐突显。根据中商产业研究院数据，2021 年我国改性塑料产量 2650 万吨，市场规模 3602 亿元；公司改性塑料产量 3 万吨，主营业务收入 4.1 亿元，公司产品市场份额约为 0.1%。从产能规模看，公司属于行业内前 20 名企业。未来募投项目完全投产后，公司将新增改性塑料粒子产能 4 万吨，合计产能规模达到 7.3 万吨，进一步巩固公司在行业内的领先地位。

3 万余条配方高筑竞争壁垒，募投扩产助力比亚迪订单释放

3.1 聚焦高附加值产品，盈利水平持续提升

公司拥有 30 余年行业经验，积累深厚产品配方库，拥有配方设计优势和材料逆向推导能力。公司所处的改性塑料行业的下游客户产品种类繁多、更新换代快、需求多样化。针对行业特点，公司一方面不断加大科研投入，提升技术实力，研发新的配方设计。另一方面围绕下游客户的具体需求设计出大量成熟且可实现稳定量产的产品配方，形成了自己的技术沉淀，积累了深厚的产品配方库。公司具备了较强的配方逆向推导能力，能够在短时间内就可以通过客户的产品设计资料或产品样品逆向推导出相应材料配方，并加以优化，使改性塑料产品在性能特性和性价比上更具优势，以实现产品的快速供应和较高的客户满意度。

公司核心技术均为自主研发，且在较大尺寸注塑产品的翘曲问题等方面具有一定技术优势或创新性。公司核心技术“低翘曲玻纤增强热塑性树脂改性技术”、“高性能无卤阻燃热塑性树脂改性技术”等均为自主研发且已处在大批量生产阶段。“软触专用聚丙烯材料的制备技术”、“高光免喷涂改性塑料技术”等也为原始创新技术，暂处于小批量生产阶段。同行业的各公司为实现改性塑料的高刚性，高抗冲击性，阻燃性，耐温、导热、高光、耐化学等特色功能性的材料特性，均在“玻纤增强改性材料”、“改性塑料合金材料”、“高光免喷涂改性

塑料”、“阻燃改性塑料”等方向投入研发力量，打造核心技术。公司在四个产品类别上均有一定的技术优势或技术创新型。

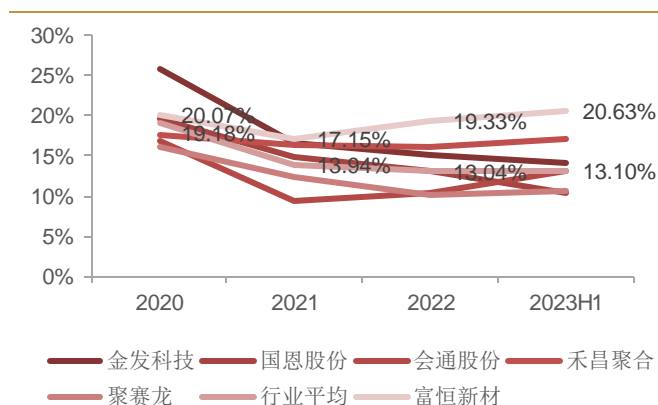
表 3：公司技术优势/创新性

产品类别	技术优势/创新性
玻纤增强改性材料	相较于同行业可比公司，公司对改善玻纤增强材料容易出现的翘曲问题进行了研究，可显著改善注塑件尤其是较大尺寸的注塑产品的翘曲问题，具备一定的技术优势。
改性塑料合金材料	相较于同行业可比公司，公司超高耐热无卤阻燃 PC/ABS 复合材料的制备技术在配方及生产工艺方面具有独特的创新性。公司制备出来的无卤阻燃 PC/ABS 复合材料热变形温度可以达到 115℃，同时保持优异的力学机械性能。
高光免喷涂改性塑料	相较于同行业可比公司，公司的相关技术具有独特的创新性。
阻燃改性塑料	公司低成本溴系阻燃改性技术在保证性能的前提下降低成本；高性能无卤阻燃热塑性树脂改性技术则解决了无卤阻燃剂与树脂的相容性问题。

数据来源：公司第一轮问询回复，西南证券整理

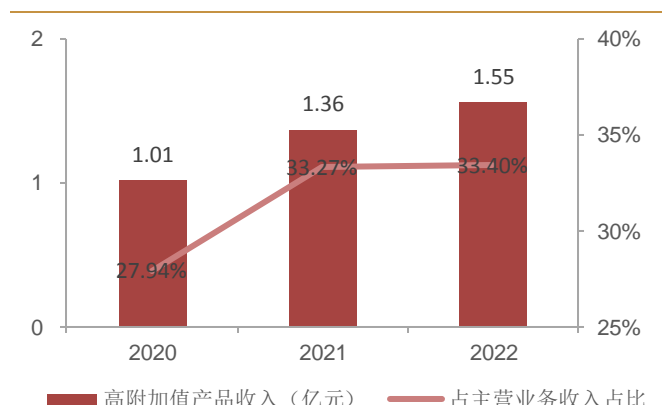
公司毛利率高于行业平均水平，高附加值产品占比逐年提升助力公司毛利率稳定维持在高位。2020-2023H1，公司毛利率分别为 20.1%，17.2%，19.3%和 20.6%，高于行业平均水平。2020-2022 年，公司高附加值产品收入分别为 1.0 亿元、1.4 亿元及 1.6 亿元，占当期主营业务收入比例分别为 27.9%、33.3%及 33.4%。2021 年以来，公司着力拓展高附加值项目，相关产品毛利率稳定在 28%左右。

图 20：公司与可比公司毛利率对比



数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

图 21：高附加值产品收入及占比



数据来源：公司第一轮问询函回复，西南证券整理

下游家电、消费电子及汽车等行业持续快速发展，公司顺应下游需求变化也在核心技术上持续创新。公司为各领域客户提供全面、定制化的新材料解决方案。2020-2022 年，公司共结题研发项目 28 项，均形成有效技术配方、生产工艺优化技术参数，其中部分项目已形成专利保护，部分项目形成的产品成功产业化并实现销售。近年来，改性塑料行业主要发展方向主要包括“通用塑料工程化”、“改性塑料轻量化”、“工程塑料高性能化、多功能化、复合化”及“改性塑料绿色化”等，公司在相关领域持续进行新项目开发以满足下游客户涌现的新增需求。

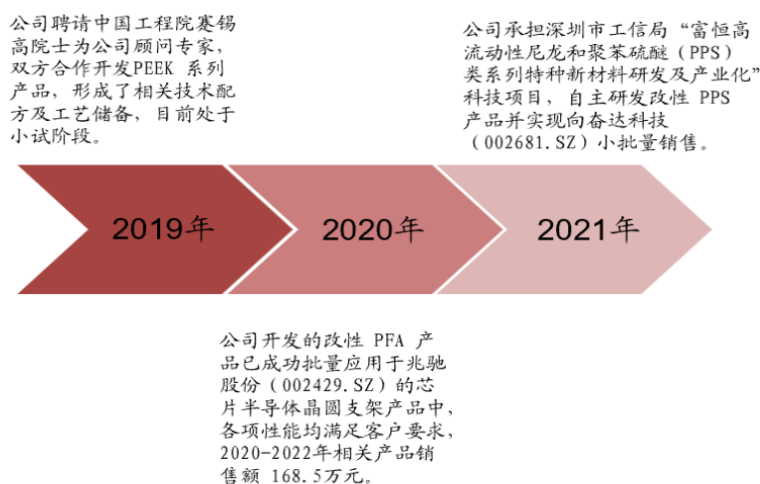
表 4：公司技术创新情况

项目	公司创新情况
通用塑料工程化	公司围绕通用塑料工程化创新性研究持续进行，相关研发项目包括“汽车发动机周围部件专用 PP 改性材料的开发”等，已取得阶段技术成果，部分项目已经量产。
改性塑料轻量化	改性塑料轻量化的主要应用方向为汽车领域。公司围绕上述系列问题的技术研究一直在持续进行，近年来研发项目包括：“汽车门板薄壁化专用 PP 改性材料的开发”等，已取得阶段技术成果，其中保险杠薄壁化专用 PP 改性材料已量产。
工程塑料高性能化、多功能化、复合化	截至 2023 年 4 月，公司在工程塑料高性能化、多功能化、复合化领域获得了相关发明专利授权七项，形成了一项高性能导热复合材料制备技术的核心技术，已形成一定的技术成果及技术转化。
改性塑料绿色化	截至 2023 年 4 月，公司获得了再生回收塑料使用的 PCR 材料认证 12 项，形成了生物可降解改性塑料技术和高光免喷涂改性塑料技术两项核心技术，获得相关发明专利授权四项，公司具备顺应改性塑料绿色化行业发展趋势进行持续创新的能力。

数据来源：公司第二轮问询回复，西南证券整理

公司对门槛高、产品附加值高的特种工程塑料新产品领域进行持续开拓。公司较早即开展特种工程塑料的研发工作，主要研发 PFA（四氟乙烯-全氟烷氧基乙烯基醚共聚物）、PPS（聚苯硫醚）、PEEK（聚醚醚酮）等改性特种工程塑料产品，形成了技术积累，并以此为基础取得了“广东省特种工程塑料工程技术研究中心”认定。基于特种工程塑料技术门槛高和产品附加值高的特点，公司未来计划持续在相关领域投入研发，提高 PFA、PPS、PEEK 等现有产品的竞争力同时开发高温尼龙、LCP（液晶高分子）等特种工程塑料新产品，丰富公司技术储备及产品种类。

图 22：公司特种工程塑料发展领域拓展历史



数据来源：公司第一轮问询回复，西南证券整理

3.2 多领域积累终端头部客户，比亚迪新能源车订单放量可期

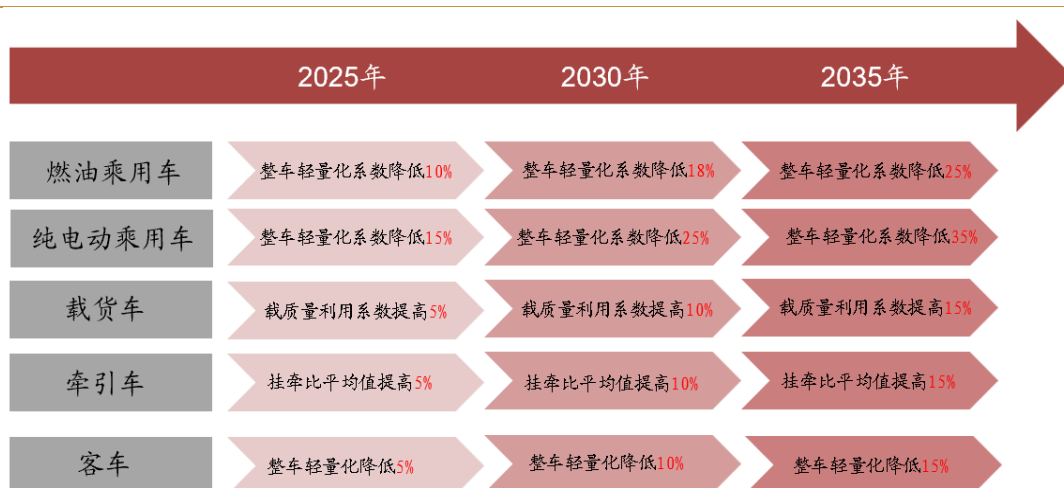
自主创立“富恒”品牌三十余年，在家电、消费电子、汽车等领域都有稳定可持续客户。公司在近三十年的发展中，自主创立“富恒”品牌，致力于品牌本地化建设，并于 2017 年被授予“广东省著名商标”证书，已成为华南地区较有品牌影响力的品牌。公司获得了包括创维集团、康佳集团、传音控股、三诺电子、迈瑞医疗、比亚迪等知名客户的认可。

表 5：公司产品主要应用领域及终端客户

应用领域	应用产品	主要终端客户或品牌
家电	电视机、显示器、空调、空气净化器、暖风机、风扇及各类小家电等	康佳、创维、海信、海尔、康弘、飞利浦、OPPO、小米、LASKO、艾美特等
消费电子	手机、耳机、音响、笔记本电脑、可穿戴设备、数码相机及摄像头等	传音控股、哈曼、长城、宏碁、中兴等
汽车	汽车保险杠、挡泥板、门板、仪表盘、立柱、车灯等	丰田、本田、通用、比亚迪等
其他	海绵城市雨水收集模块、户外大型商用显示器、日用品及口罩等	视源股份、海信、麦当劳、星巴克等

数据来源：公司第一轮问询回复，西南证券整理

汽车轻量化成为大势所趋，“以塑代钢”实现材料应用轻量化。随着世界各国对环境保护的要求日益提升，新能源车轻量化、环保化成为主要发展方向，《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》制定了 2035 年燃油乘用车与纯电动乘用车整车轻量化系数分别降低 25%与 35%的目标。汽车轻量化的实现途径包括材料应用轻量化、结构设计轻量化和制造工艺轻量化等，其中采用轻质材料是当前汽车行业的重要方法，以塑代钢成为汽车材料发展的重要趋势。塑料材料密度较小、重量较轻，增加塑料材料用量可以降低整车成本和重量，实现节能效果。此外，由于塑料材料本身强度性能高、热稳定性强、耐腐蚀性强，在遇到撞击时可以充分吸收能量，且加工工艺相对简单，对整车的安全性、舒适性和外观均有所提升。

图 23：汽车轻量化总体目标


数据来源：《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，西南证券整理

公司抓住新能源汽车发展新机遇，与比亚迪形成直接合作关系，打开未来增量空间。2022 年 11 月，公司已通过比亚迪的体系审核，正式取得比亚迪供应商资质。截至 2022 年 4 月，公司已与比亚迪建立直接供应关系，向其销售产品应用于其自有品牌新能源汽车车灯等零部件，2023 年 H1 相关订单确认收入金额达到 1871.8 万元。此外，公司与比亚迪合作的汽车轻量化内外饰件、发动机周边材料等项目正处于其产品认证过程中，预计 2023 年内将完成产品认证并逐步实现批量化供应。

公司积极接入红旗汽车等其他汽车领域客户，新能源汽车相关销售收入有望快速提升。除公司与比亚迪的直接合作外，公司现阶段正在开发的汽车领域客户包括红旗汽车、富士康（终端应用于路特斯汽车）等，意向合作开发汽车内外饰用改性塑料产品，目前处于技术交流和试样阶段。未来公司将以点带面，抓住汽车行业由传统燃油车向新能源汽车转型的发展

机遇，实现产品及客户拓展，2023 年度公司汽车领域销售收入的金额和占比预计将有较大幅度提高。

电子产品方面，开拓三诺电子子公司为新客户。公司 2022 年新增前五大客户之一为“北海市三富影音制品有限公司及其关联公司”。该客户是三诺电子控股子公司，主要业务为影音消费电子类制品的模具制作和注塑。2021 年公司成功通过试样，开始与客户在哈曼（Harman）、安克创新（300866）音响、耳机等音频设备项目上开始合作，2022 年合作规模扩大至 2387.5 万元，占公司主营业务 5.1%。

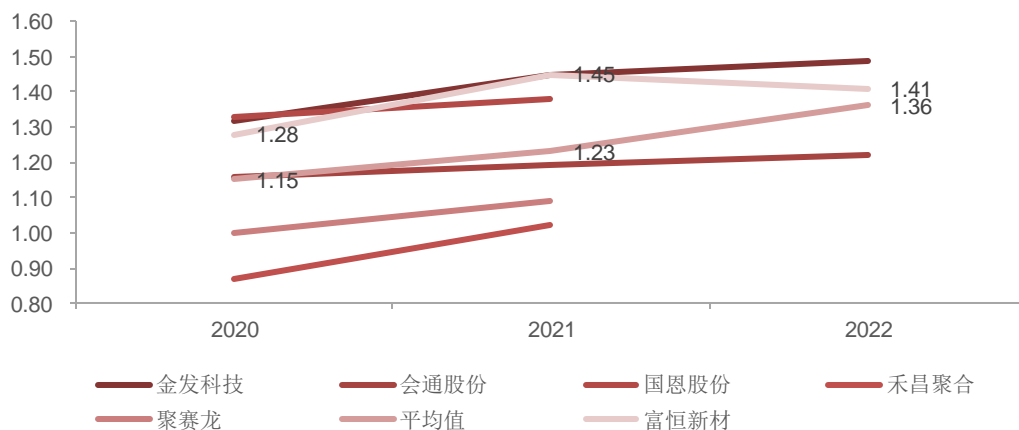
表 6：公司各应用领域对应的主要终端客户或品牌情况

客户类型	客户情况
长期合作客户	美士富实业、德一实业、友辉塑胶电子等主要客户的整体规模和资金实力较强，公司与其均有十年以上的合作历史。
新开拓	凭借产品优势，公司与包括康佳电子（公司于 2006 年即已进入康佳集团合格供应商名录）、三诺电子、雨博士及 SM Polymers Inc. 等客户建立新的项目合作关系。
主动减少	深圳市佳信德科技有限公司、深圳市威尔赛特实业有限公司受下游客户传音控股对其采购量减少及自身经营方向调整等因素影响，公司对其销量及销售金额下降。

数据来源：公司第一轮问询回复，西南证券整理

公司客户群体以零部件供应商为主，公司价格传导更加及时。金发科技、国恩股份、会通股份等同行可比公司业务规模较大，其客户群体中终端整机厂、整车厂占比较高，相对于零部件企业而言，终端厂商定价的话语权更强，对供应商价格管控也更严格，因此同行业可比公司普遍采取阶段性定价+调价的定价方式，即以一季度至一年的周期约定销售价格，仅在原材料价格波动较大时进行临时性调价，价格传导较为滞后。公司的主要客户为终端整机厂、整车厂的零部件供应商，价格约定普遍为一单一议，因此上游价格波动能够较快向下游进行传导。其次，公司销售模式以小规模高频次为主，订单周转速度高于同行业可比公司，在上游原材料价格波动的情况下能够较快传导价格。公司订单周转速度高于同行业可比公司的主要原因为：同行业可比公司以终端厂商为主的客户结构导致整体客户集中度高于公司，平均订单规模较大，而公司产品应用于消费电子领域的比例达到 20% 以上，高于同行业可比公司，因消费电子领域产品定制属性较强，涉及零部件规格较多，一般单笔订单规模小于家电及汽车领域。

图 24：公司与可比公司改性塑料粒子销售单价对比（万元/吨）



数据来源：公司第一轮问询回复，西南证券整理

表 7：公司与可比公司的主要客户类型、定价模式对比

公司名称	主要客户类型	定价模式
金发科技	终端厂家为主	未披露
国恩股份	终端厂家为主	与客户建有相应的市场调价机制，以保障整体销售毛利率的稳定。
会通股份	终端厂家为主	未披露
禾昌聚合	零部件供应商为主	汽车行业客户通常会每年或每半年根据原材料市场价格波动情况，对原产品的售价进行重新协商确定。在此期间内除非主要原材料价格发生重大异常变化，产品售价通常不做调整，原材料价格波动对产品售价的影响较弱，价格传导较为滞后。
聚赛龙	终端厂家为主	主要分为阶段性定价和临时性调价两种机制。
富恒新材	零部件供应商为主	主要为一单一议，实时定价。

数据来源：公司第一轮问询回复，西南证券整理

3.3 募投项目持续加码产能提升，助力公司满足下游市场需求

公司目前产能规模处于行业内前 1-2%，但仍小于行业龙头企业。我国改性塑料行业规模巨大，整体分散，产业集中度不高。目前年产能超过 3000 吨的企业仅有 70 余家，产能规模超过万吨的企业属于行业内前 1-2% 的企业。

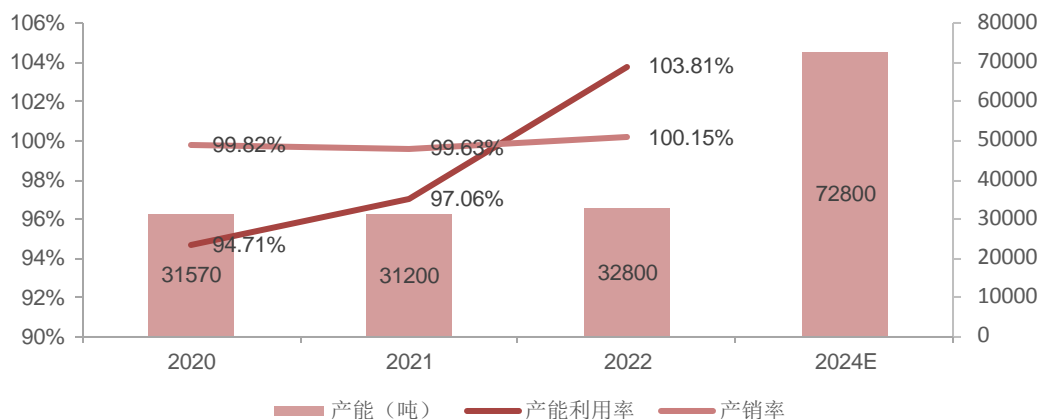
表 8：国内改性塑料产能超过万吨企业的产能情况

序号	企业名称	产能	序号	企业名称	产能
1	金发科技 (600143.SH)	超过 200 万吨	12	威林股份 (838617.NQ 退市)	10 万吨
2	国恩股份 (002768.SZ)	42 万吨	13	杰事杰 (834166.NQ)	9 万余吨
3	会通股份 (688129.SH)	40.06 万吨	14	沃特股份 (002886.SZ)	9.98 万吨
4	普利特 (002324.SZ)	40 万吨	15	禾昌聚合 (832089.BJ)	7.2 万吨
5	道恩股份 (002838.SZ)	30 万吨	16	聚石化学 (688669.SH)	6.85 万吨
6	金旻 (厦门) 新材料科技有限公司	20 万吨	17	本松新材 (871218.NQ 退市)	5.56 万吨
7	中广核俊尔新材料有限公司	20 万吨	18	广东中塑新材料股份有限公司	5 万吨
8	银禧科技 (300221.SZ)	20 万吨	19	华力兴 (831037.NQ 退市)	5 万吨
9	上海锦湖日丽塑料有限公司	16 万吨	20	富恒新材 (832469.NQ)	3.28 万吨
10	聚赛龙 (301131.SZ)	14 万吨	21	江苏博云 (301003.SZ)	3 万吨
11	南京聚隆 (300644.SZ)	11 万吨	22	奇德新材 (300995.SZ)	2.24 万吨

数据来源：公司第一轮问询回复，相关公司定期报告、招股说明书、招股说明书、官方网站等公开资料，西南证券整理

公司处于满产满销状态，募投新增改性塑料粒子产能 4 万吨有助于公司满足未来市场需求。2022 年，公司产能利用率为 103.8%，产销率为 100.2%，公司生产已处于满负荷状态。公司本次募集资金投资项目富恒高性能改性塑料智造基地项目（一期）预计于 2023 年 12 月建成投产，公司将新增改性塑料粒子产能 4 万吨，合计产能规模将达到 7.28 万吨。该项目有助于提高公司产能和生产效率，提升承接大额订单的能力，从而更好地应对行业竞争，为公司在改性塑料领域的长远发展提供有力的支撑。

图 25：公司与产能利用率与产销率



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司苯乙烯类产品主要应用于家电、消费电子等领域，在公司募投项目打开产能瓶颈后，随着公司与下游老客户的合作趋于紧密及新客户的不开拓，公司苯乙烯类产品收入有望稳步上行。我们预计 2023-2025 年，公司苯乙烯类产品销量增速分别为 20%/30%/20%，销售价格及毛利率保持稳定。

假设 2：公司改性工程塑料产品主要应用于家电、消费电子和汽车领域。近年来比亚迪整车制造产能快速扩张，带动对车灯及内外饰的改性塑料需求持续增长，公司自今年进入比亚迪供应链，车灯订单量快速增长，未来凭借产品性价比优势，对比亚迪的渗透率有望逐步提升，有望带动改性工程塑料产品放量。此外，公司募投项目解除产能限制，我们预计 2023-2025 年，公司改性工程塑料产品销量增速分别为 50%/105%/35%；受产品结构变化影响，销售价格有所降低至 2.27/2.22/2.17 万元/吨，毛利率分别为 27%/25%/24%。

假设 3：公司聚烯烃类产品主要应用于家电、消费电子和汽车领域。根据公司公告，目前公司与比亚迪合作的汽车轻量化内外饰件等项目正处于其产品认证过程中，预计 2023 年内将完成产品认证并逐步实现批量化供应，在开拓的客户包括红旗汽车、富士康等。我们预计聚烯烃类产品收入有望持续增长，2023-2025 年，公司聚烯烃类产品销量增速分别为 40%/105%/50%；受产品结构变化影响，销售价格有所降低至 1.13/1.10/1.07 万元/吨，毛利率分别为 26%/24%/23%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入及成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
苯乙烯类	收入	255.1	306.3	398.3	477.9
	增速	24.8%	20.1%	30.0%	20.0%
	成本	220.1	263.5	342.5	411.0
	毛利率	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%
改性工程塑料类	收入	132.7	198.5	398.0	525.2
	增速	22.0%	49.6%	100.5%	32.0%
	成本	96.9	144.9	298.5	399.2
	毛利率	27.0%	27.0%	25.0%	24.0%
聚烯烃类	收入	69.8	97.1	193.7	282.6
	增速	-14.8%	39.0%	99.6%	45.9%
	成本	51.7	71.8	147.2	217.6
	毛利率	26.0%	26.0%	24.0%	23.0%
其他	收入	9.9	10.4	10.9	11.5
	增速	-34.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	8.6	9.1	9.5	10.0
	毛利率	13.5%	13.0%	13.0%	13.0%
合计	收入	467.6	612.4	1000.9	1297.3
	增速	14.0%	31.0%	63.5%	29.6%
	成本	377.2	489.3	797.7	1037.8
	毛利率	19.3%	20.1%	20.3%	20.0%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取了同为改性塑料行业的沃特股份、普利特、金发科技作为可比公司。从 PE 的角度看，23-25 年，三家公司平均估值为 41/19/12 倍。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 6.1/10.0/13.0 亿元，yoy 为 31.0%/63.5%/29.6%；预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.6/1.0/1.3 亿元，CAGR 为 42.5%，对应 PE 为 10/6/5 倍。考虑到 2024 年可比公司平均估值为 19 倍，公司切入比亚迪供应链，借势汽车轻量化趋势有望快速放量，叠加募投项目扩产，业绩有望高速增长。同时考虑到不同市场间的流动性差异，我们给予公司 2024 年 10 倍 PE，对应目标价为 9.70 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值	股价	EPS (元)				PE (倍)			
		(亿元)	(元)	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002886.SZ	沃特股份	45.09	17.29	0.06	0.22	0.58	1.05	257.50	87.55	31.98	17.82
002324.SZ	普利特	142.19	13.25	0.20	0.66	0.93	1.32	80.28	20.46	14.51	10.27
600143.SH	金发科技	213.11	8.06	0.75	0.58	0.82	1.04	12.93	13.82	9.80	7.68
平均值								116.90	40.61	18.76	11.92
832469.BJ	富恒新材	6.29	5.72	0.44	0.57	0.97	1.26	13	10	6	5

数据来源：iFinD, 西南证券整理 (数据截止日期 2023.9.19)

5 风险提示

宏观经济波动的风险。改性塑料需求受宏观经济和下游行业景气程度影响较大。近年全球经济受贸易保护主义抬头、贸易摩擦加剧、新冠病毒疫情冲击，下行压力较大。若未来宏观经济波动较大，影响下游行业需求，将对公司的经营情况和财务指标产生不利影响。

原材料价格波动的风险。公司原材料成本占主营业务成本的比重超 90%，若主要原材料价格大幅波动，而公司不能及时转移或抵消成本上涨的压力，又或在价格下降过程中未能做好存货管理，都将会对公司的经营业绩产生不利影响。

市场竞争加剧的风险。随着竞争对手的技术进步、规模扩大，市场竞争预计将愈发激烈，公司存在盈利能力下降风险。

募集资金投资项目风险。若经济环境、市场供求状况、市场开拓情况发生重大不利变化导致新增产能无法顺利消化，或者单位产品收益大幅下降，公司将面临预期收益无法实现、投资回报率下降的风险。

应收账款坏账的风险。公司应收账款余额占营收的比重较大。如果宏观经济形势、行业发展前景发生重大不利变化，个别客户生产经营困难，可能导致公司部分应收账款难以回收，进而面临利润大幅下滑的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	467.59	612.37	1000.92	1297.25	净利润	45.17	59.47	101.46	132.15
营业成本	377.22	489.28	797.75	1037.79	折旧与摊销	6.44	15.54	25.77	27.38
营业税金及附加	2.42	2.71	4.55	5.92	财务费用	10.66	23.35	35.42	42.60
销售费用	3.37	4.42	7.22	9.36	资产减值损失	-1.35	-1.50	-1.50	-1.50
管理费用	9.55	26.94	44.04	55.13	经营营运资本变动	-32.71	-100.59	-233.44	-173.74
财务费用	10.66	23.35	35.42	42.60	其他	1.51	0.15	1.85	1.80
资产减值损失	-1.35	-1.50	-1.50	-1.50	经营活动现金流净额	29.72	-3.56	-70.44	28.69
投资收益	-0.28	-0.10	-0.10	-0.10	资本支出	-191.58	-50.00	-35.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	32.48	1.90	1.90	1.90
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-159.10	-48.10	-33.10	-8.10
营业利润	50.76	67.06	113.34	147.85	短期借款	10.45	164.70	273.06	142.95
其他非经营损益	-0.19	-0.63	-0.40	-0.44	长期借款	104.12	0.00	0.00	0.00
利润总额	50.57	66.43	112.93	147.41	股权融资	0.04	129.50	0.00	0.00
所得税	5.40	6.96	11.48	15.26	支付股利	-12.33	-15.78	-20.54	-35.04
净利润	45.17	59.47	101.46	132.15	其他	28.16	-70.05	-32.42	-39.60
少数股东损益	-0.51	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	130.44	208.37	220.11	68.31
归属母公司股东净利润	45.68	59.47	101.46	132.15	现金流量净额	1.68	156.71	116.57	88.90
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	27.00	183.71	300.28	389.18	成长能力				
应收和预付款项	335.48	441.54	719.73	934.41	销售收入增长率	14.00%	30.96%	63.45%	29.61%
存货	41.54	47.34	78.53	103.21	营业利润增长率	32.77%	32.12%	69.01%	30.45%
其他流动资产	24.28	22.04	38.89	49.16	净利润增长率	29.28%	31.67%	70.59%	30.25%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	20.14%	56.14%	64.72%	24.81%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	288.48	323.57	333.44	316.70	毛利率	19.33%	20.10%	20.30%	20.00%
无形资产和开发支出	24.72	24.31	23.90	23.50	三费率	5.04%	8.94%	8.66%	8.26%
其他非流动资产	9.89	7.65	5.42	3.19	净利率	9.66%	9.71%	10.14%	10.19%
资产总计	751.37	1050.16	1500.19	1819.35	ROE	16.47%	13.30%	19.21%	21.14%
短期借款	52.93	217.63	490.69	633.65	ROA	6.01%	5.66%	6.76%	7.26%
应付和预收款项	92.86	88.56	151.23	201.03	ROIC	9.19%	10.28%	12.68%	12.61%
长期借款	212.05	212.05	212.05	212.05	EBITDA/销售收入	14.51%	17.30%	17.44%	16.79%
其他负债	119.37	84.73	118.11	147.41	营运能力				
负债合计	477.21	602.97	972.08	1194.14	总资产周转率	0.74	0.68	0.78	0.78
股本	82.20	105.00	105.00	105.00	固定资产周转率	13.22	4.05	3.65	4.79
资本公积	108.87	215.57	215.57	215.57	应收账款周转率	1.70	1.83	1.99	1.81
留存收益	83.29	126.99	207.90	305.01	存货周转率	10.41	10.69	12.53	11.32
归属母公司股东权益	274.54	447.56	528.48	625.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	232.15%	—	—	—
少数股东权益	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	资本结构				
股东权益合计	274.17	447.19	528.10	625.21	资产负债率	63.51%	57.42%	64.80%	65.64%
负债和股东权益合计	751.37	1050.16	1500.19	1819.35	带息债务/总负债	55.53%	71.26%	72.29%	70.82%
					流动比率	1.78	1.91	1.56	1.55
					速动比率	1.60	1.78	1.45	1.45
					股利支付率	26.99%	26.53%	20.25%	26.52%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	67.86	105.96	174.53	217.83	每股收益	0.44	0.57	0.97	1.26
PE	13.15	10.10	5.92	4.54	每股净资产	2.61	4.26	5.03	5.96
PB	2.19	1.34	1.14	0.96	每股经营现金	0.28	-0.03	-0.67	0.27
PS	1.28	0.98	0.60	0.46	每股股利	0.12	0.15	0.20	0.33
EV/EBITDA	11.12	7.98	5.75	4.87					
股息率	2.05%	2.63%	3.42%	5.83%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
北京	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn