

2023年09月24日

深耕车用改性塑料领域，双基地布局打开成长空间

买入（首次）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,121	1,201	1,484	1,731
同比	15%	7%	24%	17%
归属母公司净利润（百万元）	91	108	141	168
同比	12%	18%	30%	19%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.85	1.00	1.31	1.56
P/E（现价&最新股本摊薄）	15.85	13.41	10.29	8.62

关键词：#产能扩张 #比同类公司便宜

投资要点

- **北交所改性塑料小巨头，“汽车+家电”双轮驱动。**1) 禾昌聚合专注改性塑料生产二十余年，截至23H1公司拥有改性塑料产能11.4万吨，另有8.1万吨产能处于建设及爬坡状态，其中改性聚丙烯是公司的核心产品。公司下游产品应用领域以汽车零部件和家电为主，2022年两者收入占比分别为65%/30%。2) 公司业绩稳健增长，2018-2022年营收/归母净利润CAGR分别达27%/17%，改性塑料粒子毛利率稳定在20%左右，业绩稳定性表现优于同行。
- **需求侧：车用塑料需求向好，家电塑料基本盘稳固。**1) **汽车：**改性塑料在汽车零部件中应用广泛，其中改性聚丙烯是最主要品类。目前我国单车改性塑料用量约175kg，与国外相比仍有较大提升空间，同时新能源汽车轻量化需求提升，对于改性塑料需求更强。向后看，随着国内汽车产量回暖+新能源车渗透率提升，车用塑料需求有望持续扩容。2) **家电：**家电塑料几乎全部需要改性，品类相比汽车更为广泛。向后看，随着地产后周期企稳，家用塑料需求有望边际回升。
- **供给侧：内资企业崛起正当时，公司细分领域竞争优势突出。**1) 改性塑料行业呈三层次竞争格局，外资垄断中高端市场，行业集中度极低，公司属于内资企业第二梯队。2) 内资企业在成本和需求响应方面具备天然优势，随着改性工艺技术突破，内资逐步渗透高端应用领域，未来中间梯队有望走出部分优质企业。3) 与同业相比，公司业务更为聚焦，产品上深耕改性PP赛道，与利民实业、新泉股份、乐金熊猫等优质客户实现深度绑定，毛利率水平和稳定性表现整体优于同业。
- **华东+西北双基地布局，改性塑料产能持续释放。**1) **江苏宿迁：**项目总投资1.6亿元，新增改性塑料产能5.6万吨/年，包括10余条改性生产线、4条MB母粒生产线等，目前处于试运营阶段，预计在2023年下半年释放部分产能，预计2025年实现满产。2) **陕西宝鸡：**项目总投资3000万元，新增改性塑料产能2.5万吨/年，主要用于服务西北地区的汽车产业链客户，目前已正式生产运营，预计2025年实现完全达产。
- **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1.1、1.4、1.7亿元，以9月22日收盘价计算，对应公司市盈率分别为13.4、10.3、8.6倍。西北宝鸡+华东宿迁项目逐步投产，下游汽车、家电需求稳步提升，看好公司未来发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**产能爬坡进度不及预期，下游需求不及预期，原材料价格大幅波动

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

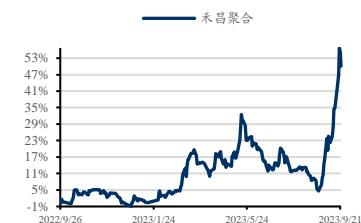
chensx@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书：S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.45
一年最低/最高价	8.82/14.49
市净率(倍)	1.52
流通 A 股市值(百万元)	898.28
总市值(百万元)	1,447.49

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.82
资产负债率(% ,LF)	33.03
总股本(百万股)	107.62
流通 A 股(百万股)	66.79

相关研究

内容目录

1. 公司概况：深耕改性塑料领域，业绩稳中向好	4
1.1. 北交所改性塑料小巨头，“汽车+家电”双轮驱动	4
1.2. 近三年维持营利双增，毛利率表现稳健	6
2. 行业拆解：需求端持续扩容，供给端仍有巨大提升空间	8
2.1. 产业链概览：位于产业链中游，需求由汽车及家电行业驱动	8
2.2. 需求侧：车用塑料需求向好，家电塑料基本盘稳固	9
2.2.1. 车用塑料：产量回升+新能源车渗透，车用塑料需求向好	9
2.2.2. 家电塑料：后周期回暖，家电塑料基本盘稳固	12
2.3. 供给侧：内资企业崛起正当时，公司细分领域竞争优势突出	14
3. 产业布局：华东+西北双基地布局，改性塑料产能持续释放	17
4. 盈利预测、估值与投资评级	18
4.1. 盈利预测与假设	18
4.2. 估值与投资评级	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 股权结构图（截至 2023H1）.....	5
图 3: 2018-2022 年按产品公司营收业务占比（%）.....	5
图 4: 2022 年公司营收下游行业占比（%）.....	5
图 5: 2018-2023H1 公司营业收入（亿元，%）.....	6
图 6: 2018-2022 年营业收入结构（亿元）.....	6
图 7: 2018-2023H1 年公司归母净利润及增长率（亿元，%）.....	7
图 8: 2018-2023H1 年公司综合毛利率（%）.....	7
图 9: 2018-2023H1 年公司分产品毛利结构（%）.....	7
图 10: 改性塑料产业链结构.....	8
图 11: 2022 年中国改性塑料下游应用占比（%）.....	8
图 12: 改性塑料在汽车零部件中的应用.....	10
图 13: 单车改性塑料使用量和增速及预测（kg/车，%）.....	10
图 14: 2017-2022 年中国汽车产量情况（万辆，%）.....	11
图 15: 2017-2022 年新能源车产量及渗透率（万辆，%）.....	11
图 16: 改性塑料在家电零部件应用场合.....	12
图 17: 家用电改性塑料产品案例.....	12
图 18: 2018-2022 中国四大家用电器（洗衣机、电冰箱、空调、彩电）产量数据（万台）....	13
图 19: 2018-2023H1 房地产竣工面积及增长率.....	13
图 20: 2022 年改性塑料行业市占率情况（%）.....	14
图 21: 2022 年我国改性塑料行业内外资占比（%）.....	14
图 22: 2018-2022 年可比公司毛利率（%）.....	16
图 23: 2018-2022 年可比公司费用率（%）.....	16

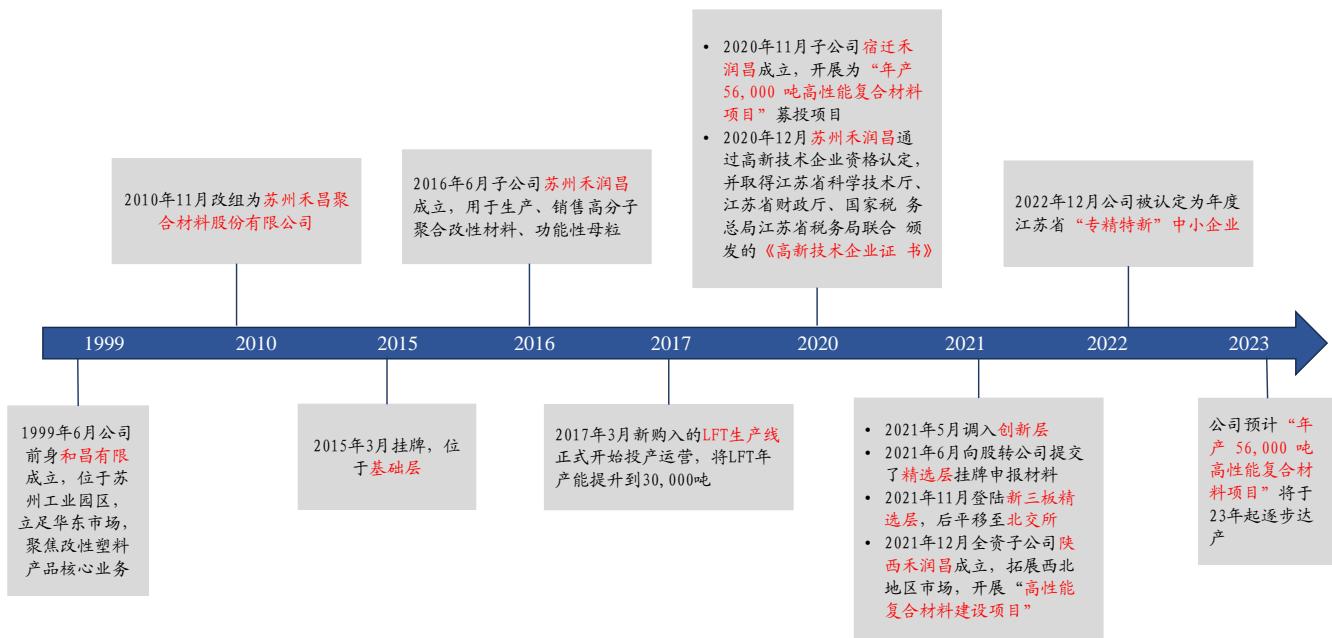
表 1: 公司生产基地及产能情况（截至 2023H1）.....	6
表 2: 改性塑料行业政策法规.....	9
表 3: 中国汽车用改性塑料需求量测算.....	11
表 4: 中国家用改性塑料需求量测算.....	13
表 5: 禾昌聚合和可比公司主营业务情况（截至 2022 年）.....	15
表 6: 公司主要客户名单（2022 年）.....	16
表 7: 公司宿迁项目及宝鸡项目建设情况.....	17
表 8: 公司盈利预测拆分.....	18
表 9: 可比上市公司相对估值.....	19

1. 公司概况：深耕改性塑料领域，业绩稳中向好

1.1. 北交所改性塑料小巨头，“汽车+家电”双轮驱动

专注改性塑料生产二十余年，跻身行业中游地位。禾昌聚合成立于 1999 年，总部位于江苏苏州，主要从事改性塑料的研发、生产和销售，下游产品应用领域以汽车零部件为主，同时涵盖家电、通信、电动工具、电气、交通运输等领域。公司于 2010 年改组为禾昌聚合材料股份有限公司，于 2015 年在全国股转系统挂牌。2021 年 5 月，禾昌聚合满足创新层标准，正式进入新三板创新层，2021 年 11 月公司成功转入精选层，同月平移至北交所上市。

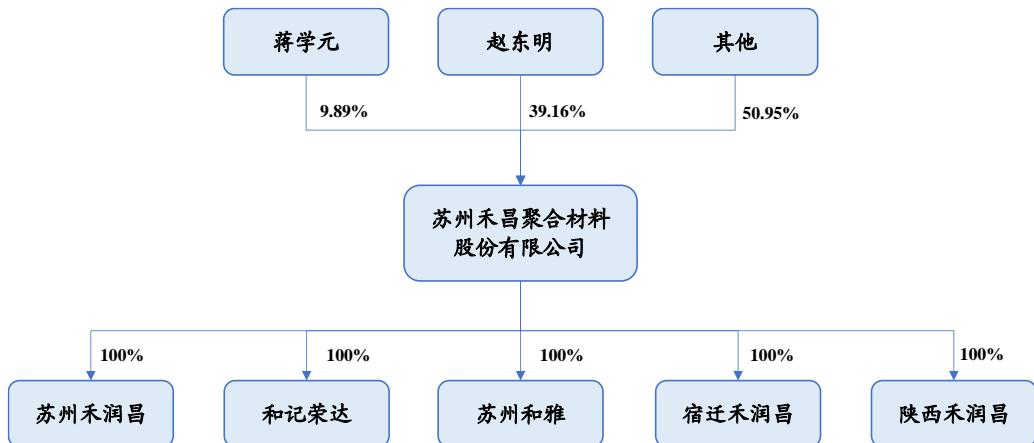
图1：公司发展历程



数据来源：公司年报，公司官网，东吴证券研究所

股权结构清晰稳定，对子公司控制力较强。**1)** 公司控股股东及实际控制人为赵东明，其直接持股 4214 万股，持股比例为 39.16%。第二大股东为蒋学元，系赵东明配偶的兄弟，持股比例为 9.89%。**2)** 公司拥有 5 家全资子公司，分别为苏州禾润昌、和记荣达、苏州和雅、宿迁禾润昌和陕西禾润昌，其中宿迁禾润昌和陕西禾润昌分别是公司“年产 5.6 万吨高性能复合材料项目”和“年产 2.5 万吨高性能复合材料建设项目”的实施主体。

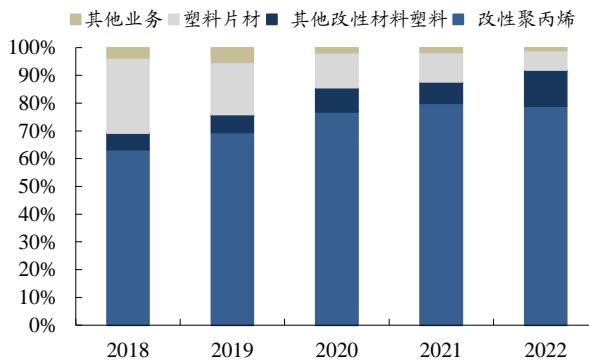
图2：股权结构图（截至 2023H1）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

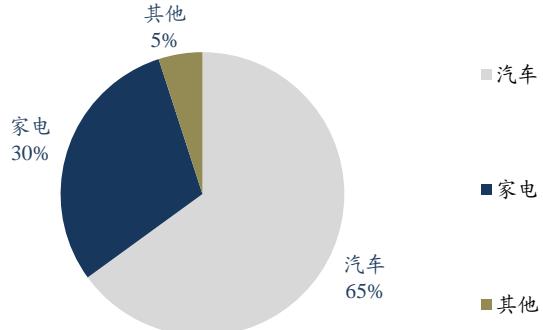
主营业务：专注改性塑料粒子及片材生产，下游主要供应汽车和家电领域。改性塑料是公司的主营业务，其中改性聚丙烯是公司的核心产品，公司根据下游客户差异化的应用场景，选择不同的材料、配方、工艺，向客户提供定制化的产品和服务，产品主要应用于汽车和家电领域，其中 2022 年汽车行业营收占比约为 65%，家电行业占比约 30%。

图3：2018-2022 年按产品公司营收业务占比（%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图4：2022 年公司营收下游行业占比（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产能布局：占据华东优势区位，积极募资推进西北布局。**1) 华东基地：**华东是我国汽车和家电产业聚集区，产业配套齐全，客户资源丰富。公司现有厂区位于江苏苏州，年产能约 11.4 万吨，包括改性塑料粒子产能 10.2 万吨、塑料片材产能 1.2 万吨。同时公司积极募资推进江苏宿迁基地建设，规划产能 5.6 万吨，预计于 23 年起逐步达产。**2) 西北基地：**公司立足全国化发展，靠近西北汽车产业下游建设陕西宝鸡生产基地，规划产能 2.5 万吨。随着江苏、西北产区的达产，未来公司总产能预计将达到 19.5 万吨，有望进一步巩固在行业中的竞争地位。

表1：公司生产基地及产能情况（截至 2023H1）

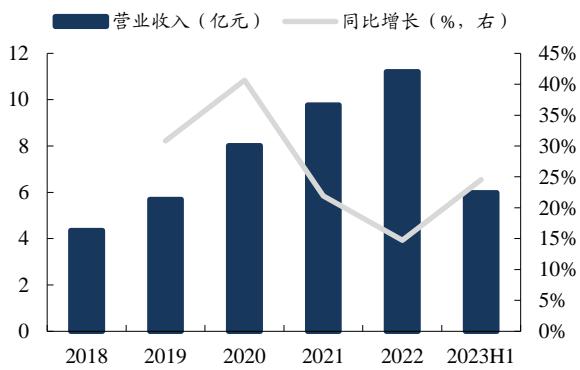
基地	位置	现有产能 (万吨)	在建产能 (万吨)	预计投产 时间	备注
江苏苏州生产基地	华东	11.4	-	-	改性塑料粒子产能 10.2 万吨、塑料片材产能 1.2 万吨
江苏宿迁生产基地	华东	-	5.6	2023 年起	主要包括家用改性 PP、长纤维增强热塑性材料 (LFT) 在内的改性 PP 以及改性工程塑料、改性 ABS 等其他高性能复合材料
陕西宝鸡生产基地	西北	-	2.5	2023 年起	主要包括矿物填充改性聚丙烯、玻纤增强聚丙烯等高性能复合材料

数据来源：公司招股说明书，公司年报，东吴证券研究所

1.2. 近三年维持营利双增，毛利率表现稳健

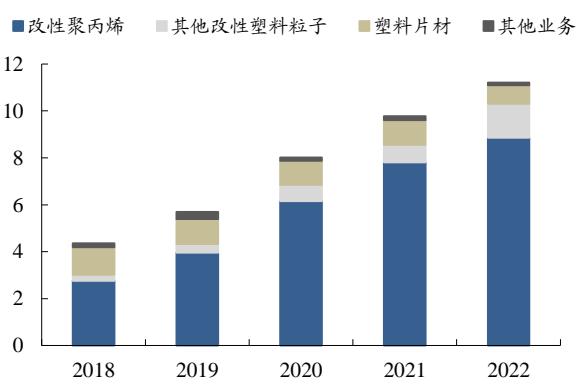
公司营收稳步增长，改性聚丙烯贡献主要增量。**1) 禾昌聚合** 2018-2022 年营收分别为 4.35 亿元、5.70 亿元、8.01 亿元、9.77 亿元和 11.21 亿元，近五年复合增长率达 26.67%。2023H1 实现营收 5.98 亿元，同比增长 24.55%。**2) 产品以改性塑料粒子与塑料片材为主，改性聚丙烯销量持续提升。**公司营收主要来自于改性聚丙烯，2022 年公司改性聚丙烯/其他改性塑料/塑料片材/其他业务营收占比分别为 79%/13%/7%/1%，其中 2018-2022 期间，改性聚丙烯收入复合增速达 33.87%。

图5：2018-2023H1 公司营业收入（亿元，%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

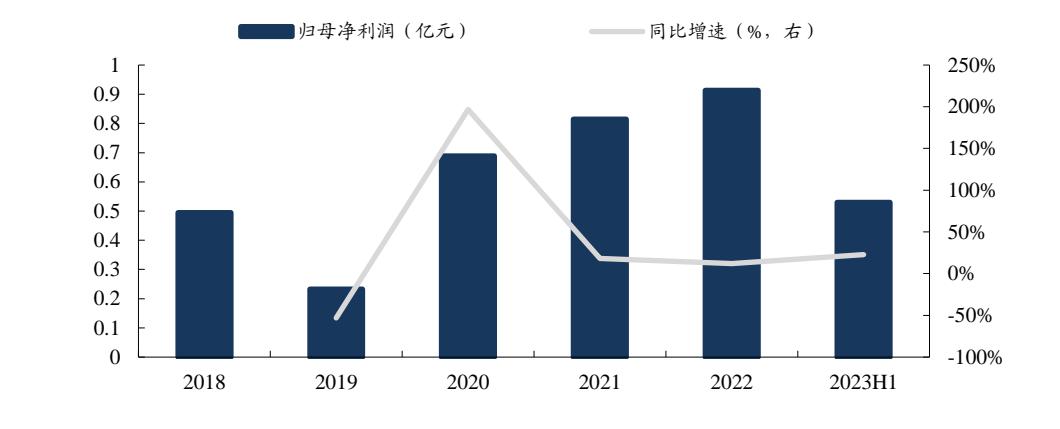
图6：2018-2022 年营业收入结构（亿元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

归母净利润稳健增长，行业承压背景下业绩韧性凸显。公司 2018-2022 年归母净利润分别为 0.49 亿元、0.23 亿元、0.69 亿元、0.81 亿元和 0.91 亿元，近五年复合增长率达 16.58%。其中 2019 年出现较大下降主要系当年计提大额坏账减值损失，叠加 2018 年处置和加新材 95% 股权后导致当年基数较高，公司 2019 年扣非归母净利润仍保持增长。近三年来，受国内经济复苏动力不足、疫情管控、原材料价格上涨等因素影响，改性塑料行业整体承压，但公司持续聚焦改性聚丙烯领域，依托区位及技术优势、以及下游大客户订单充足支持，继续保持了稳健的发展态势，整体业绩优于同行。2023H1，公司实现归母净利润 0.53 亿元，同比增长 22.81%，向后看，随着 2023-2025 年公司产能逐步投放，预计归母净利润有望持续增长。

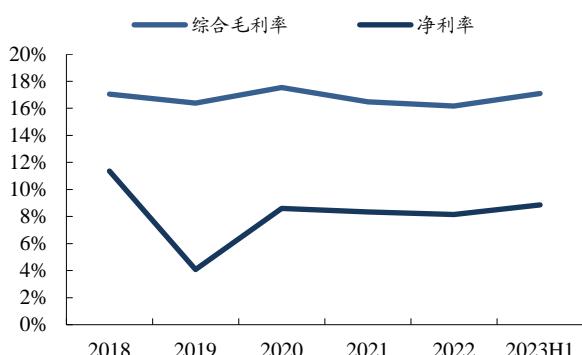
图 7：2018-2023H1 年公司归母净利润及增长率（亿元，%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

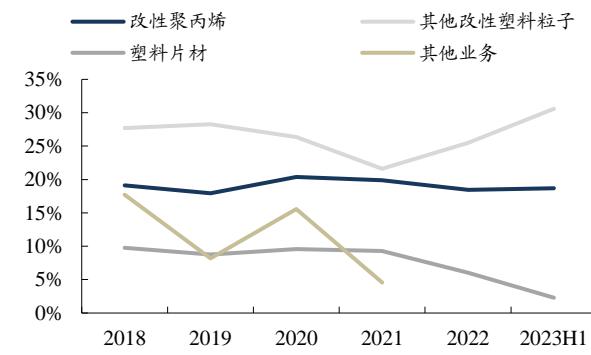
改性聚丙烯毛利率水平稳定，产品结构优化背景下毛利率仍有提升空间。1) 近五年公司综合毛利率整体保持在 15%-17% 左右，净利率在 2019 年有所下滑，近三年稳定在 8.5% 左右。2) 分板块看，公司主要产品改性聚丙烯毛利率相对稳定，近五年基本维持在 19% 左右，其他改性塑料粒子毛利率相对较高、且边际回升，其中 23H1 已突破 30%，塑料片材毛利率持续走低，23H1 约 2.3%。3) 目前公司正逐步增加高附加值产品的销售占比，包括免喷涂产品、PBT、PA、PPO 等相关产品，有望推动综合毛利率提升。

图 8：2018-2023H1 年公司综合毛利率（%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 9：2018-2023H1 年公司分产品毛利结构（%）



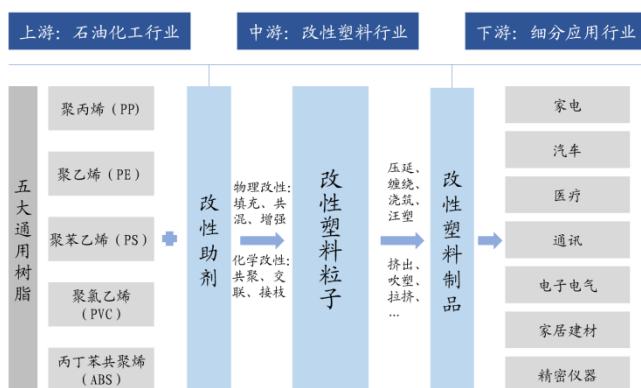
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2. 行业拆解：需求端持续扩容，供给端仍有巨大提升空间

2.1. 产业链概览：位于产业链中游，需求由汽车及家电行业驱动

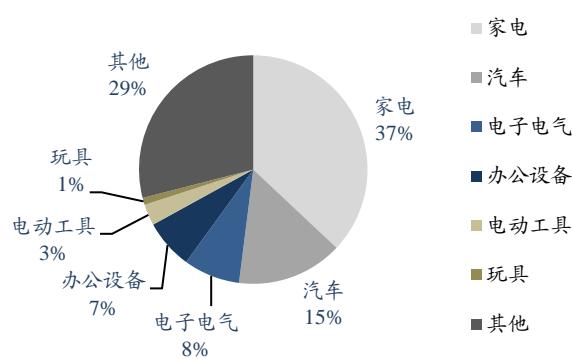
公司属于改性塑料行业，位于产业链中游。1) 改性塑料行业是以各种未经改性和加工的通用塑料、工程塑料和特种工程塑料等合成树脂作为主要原料，在其基础上添加适当的改性剂，并通过填充、共混、增强等工艺，获得具有新结构特征的塑料制品。2) 改性塑料产业链的上游是石化行业，主要提供聚丙烯、聚乙烯等基材以及其他助剂材料。上游市场供给相对充足，但价格受油价波动的影响较大。3) 改性塑料下游应用场景广泛，包括汽车、家电、电子电器、办公设备等传统领域，以及轨道交通、精密仪器、航空航天、新能源等高新技术领域。其中家电和汽车是改性塑料产品应用最多的两个市场，**2022年我国家电和汽车领域占改性塑料消费量的比重分别达37%和15%**。

图10：改性塑料产业链结构



数据来源：聚石化学年报，东吴证券研究所

图11：2022年中国改性塑料下游应用占比 (%)



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

改性塑料属于我国新材料发展的重点领域之一，在产业端“以塑代钢”、“以塑代木”的趋势下，改性塑料市场大有可为。1) “高分子新材料、轻量化绿色化材料、高性能改性塑料”属于国家“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；2) 产业端相继提出“以塑代钢”、“以塑代木”等理念。自“十一五”以来我国就明确将“以塑代钢”作为节约能源和资源的重要举措，此后改性塑料行业规模持续扩大；3) 国家陆续出台《产业结构调整指导目录（2019年本）》、《重点新材料首批次应用示范指导目录（2019年版）》、《十四五规划和2035年远景目标纲要》等政策文件，鼓励改性塑料等新材料在下游行业的产业化应用，发挥复合材料在节能、环保等性能上的优势。

表2：改性塑料行业政策法规

序号	时间	颁布部门	行业政策	内容
1	2015年8月	国务院	《中国制造2025》	“以特种金属功能材料、高性能结构材料、功能性高分子材料、特种无机非金属材料和先进复合材料为发展重点，加快研发先进熔炼、凝固成型、气相沉积、型材加工、高效合成等新材料制备关键技术和装备，加强基础研究和体系建设，突破产业化制备瓶颈。高度关注颠覆性新材料对传统材料的影响，做好超导材料、纳米材料、石墨烯、生物基材料等战略前沿材料提前布局和研制。加快基础材料升级换代。”
2	2018年5月	工业和信息化部、财政部	《新材料产业搭建国家资源共享平台建设方案》	提出“到2020年，围绕先进基础材料、关键战略材料和前沿新材料等重点领域和新材料产业链各关键环节，基本形成多方共建、公益为主、高效集成的新材料产业资源共享服务生态体系。到2025年，新材料产业资源共享服务生态体系更加完善，新材料产业资源共享能力整体达到国际先进水平。”
3	2020年11月	国务院	《塑料加工业“十四五”发展规划指导意见》	塑料加工行业要贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念，为塑料加工业实现高质量发展提供支撑，为构建新发展格局做贡献。到2025年，塑料加工业主要产品及配件能够满足国民经济和社会发展尤其是高端领域的需求，部分产品和技术达到世界领先水平。
4	2021年3月	十三届人大四次会议	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	“聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业，加快关键技术创新应用，增强要素保障能力，培育壮大产业发展新动能”

数据来源：政府网站，公司招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 需求侧：车用塑料需求向好，家电塑料基本盘稳固

2.2.1. 车用塑料：产量回升+新能源车渗透，车用塑料需求向好

车用塑料拆解：改性塑料在汽车零部件中应用广泛，其中改性聚丙烯为最主要品类。

1) 传统汽车主要采用钢铁来构筑车身和动力系统，占整车比重约55%-60%，而塑料零部件相对轻盈，可以帮助车辆减重，从而提高燃油效率和续航里程。此外，塑料件可塑性强，可以通过复杂加工进行精细化设计，从而增强汽车外观和内部功能性。2) 车用改性塑料中改性PP使用最多，占比达46%。改性PP制造的汽车零部件超过60余种，包括保险杠、仪表板、车门内板、空调器件等。

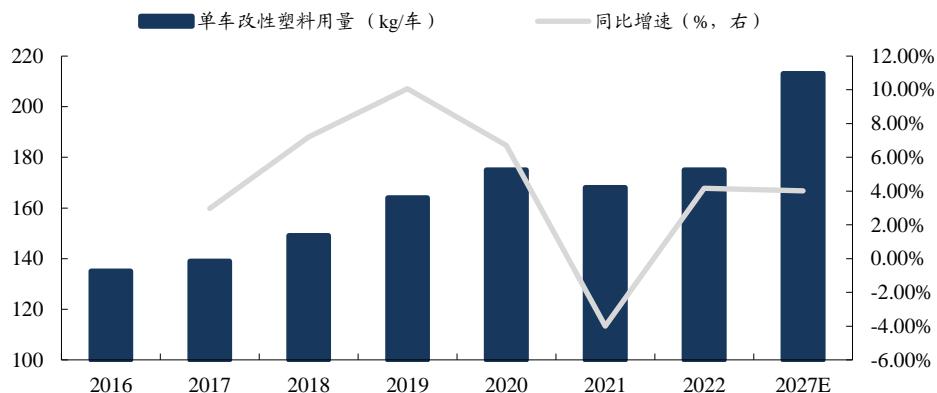
图12：改性塑料在汽车零部件中的应用



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

单车用量情况：我国单车改性塑料用量约 175kg，与国外相比仍有较大提升空间。目前德国是单车改性塑料用量最多的国家，乘用车单车用量达 340-410 千克，使用率超 25%，欧美国家平均单车改性塑料使用率为 19%。我国乘用车 2014 年改性塑料用量为 123 千克/辆，2022 年增长至 175 千克/辆，预计随着新能源汽车的推广和汽车轻量化的发展，到 2027 年我国汽车改性塑料使用量将增长至 213 千克/辆。

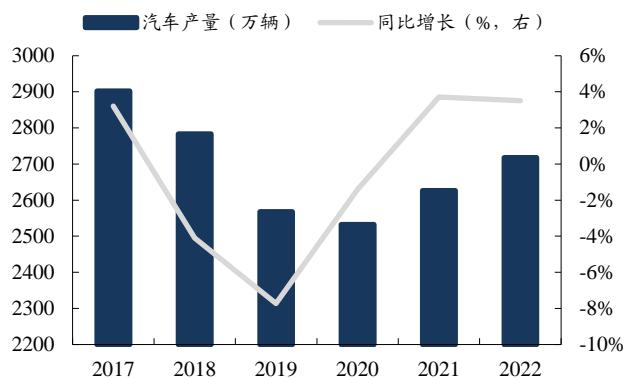
图13：单车改性塑料使用量和增速及预测（kg/车，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：2022-2027E 增速为年化复合增长率

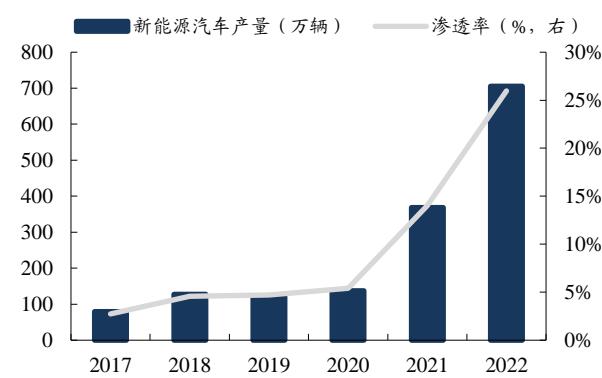
汽车产量回暖+新能源车渗透率提升，拉动车用改性塑料需求增长。1) 总量方面：根据国家统计局公布的数据显示，2021 年我国汽车产量为 2626 万辆，同比增长 3.71%，扭转了 2018 年以来的跌势，2022 年进一步增至 2718 万辆，汽车消费复苏势头良好。2) 结构方面：近年来我国新能源汽车产量快速增长，2020 年/2021 年/2022 年分别达 137 万辆/368 万辆/706 万辆，近 3 年 CAGR 为 127%，渗透率从 2020 年的 5.41%，大幅提升至 2022 年的 25.97%。随着汽车总量回暖+结构优化，车用改性塑料需求持续向好。

图14：2017-2022年中国汽车产量情况（万辆，%）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图15：2017-2022年新能源车产量及渗透率（万辆，%）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

根据我们测算，到2025年我国车用改性塑料需求量有望达615万吨，2022-2025年CAGR达8.63%。
1) 汽车产量假设：我们假设汽车产量增速维持过去三年CAGR不变，则2025年我国汽车产量为3023万辆。
2) 新能源车渗透率假设：根据《国内新能源汽车市场与展望》，预计在2025年达到46%，我们假设2023年-2025年间新能源汽车渗透率将以此节点均匀指数增长，对应2025年的新能源汽车产量为1391万辆。
3) 单车改性塑料用量假设：对于传统燃油车，2016-2022年单车塑料使用量CAGR为4%，我们假设未来在汽车轻量化推动下，单车塑料使用量将继续按4%的增速提升，到2025年单车用量将达到197千克。另外根据《汽车零部件用阻燃高分子材料的应用研究进展》，相比于传统燃油车，新能源汽车新增了电池组模块、充电桩及充电枪等部件，其中单台新能源车电池组模块工程塑料的使用量约30千克，因此我们假设新能源车平均单车用量较传统燃油车提升30千克。

综合来看，2022年我国传统燃油车的单车改性塑料用量约为175千克，新能源车的单车改性塑料用量约205千克，对应汽车行业改性塑料总需求量约为497万吨，预计到2025年，我国汽车领域改性塑料总需求量将达637万吨，2022-2025年CAGR达8.63%。其中新能源汽车改性塑料需求量达315万吨，2022-2025年CAGR达29.67%。

表3：中国汽车用改性塑料需求量测算

汽车产量 (万辆)	新能源汽车 占比(%)	新能源汽 车产量 (万辆)	燃油车单 车塑料用 (kg/辆)	新能源车单 车塑料用量 (kg/辆)	新能源车 改性塑 料需求量 (万吨)	汽车改性塑 料总需求量 (万吨)
2018	2783	5%	127	149	179	19
2019	2568	5%	121	164	194	20

2020	2532	5%	137	175	205	24	447
2021	2626	14%	368	168	198	62	452
2022	2718	26%	706	175	205	145	497
2023E	2816	37%	1035	182	212	220	544
2024E	2918	41%	1200	189	219	263	588
2025E	3023	46%	1391	197	227	315	637

数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所

注 1：指传统燃油车和新能源车的改性塑料总需求量

2.2.2. 家电塑料：后周期回暖，家电塑料基本盘稳固

家用塑料拆解：家电塑料几乎全部需要改性，已广泛应用于全品类。改性塑料拥有安全、无毒、节能环保、抗菌等性能，满足家电轻量化和安全性的要求。按照类别不同，家用改性塑料可分为矿物填充改性塑料、耐候改性塑料、阻燃改性塑料和玻纤增强改性塑料，分别在机械性能与韧性、户外或暴露在恶劣条件中抵抗能力、自灭火性能、刚性和耐冲击性能等方面进行提升，广泛应用至家电领域。

图16：改性塑料在家电零部件应用场景



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图17：家用改性塑料产品案例

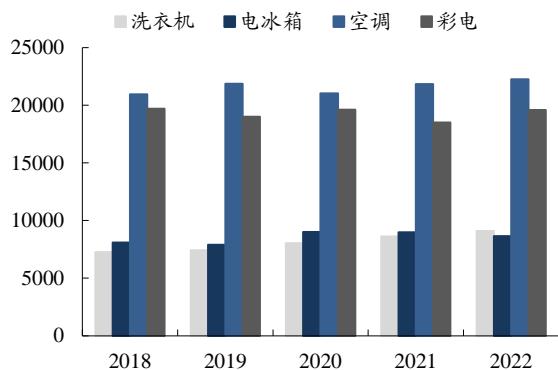


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

地产后周期边际企稳，家电用塑料需求有望改善。1) 家电下游为房地产行业，近两年地产周期加速下行，对家电需求形成拖累。2022年，我国洗衣机、电冰箱、空调、彩电产量分别为9106/8664/22247/19578万台，同比增速为5.66%/-3.64%/1.88%/5.85%，家电和音像器材零售额为8890亿元，同比下滑3.9%；2) 进入2023年后，受“保交楼+稳融资+宽信用”政策驱动，地产行业压力缓解，其中竣工端率先复苏，1-8月竣工面积累计同比增速达19.2%。家电作为后周期品类，需求变化通常滞后于竣工增速6个月

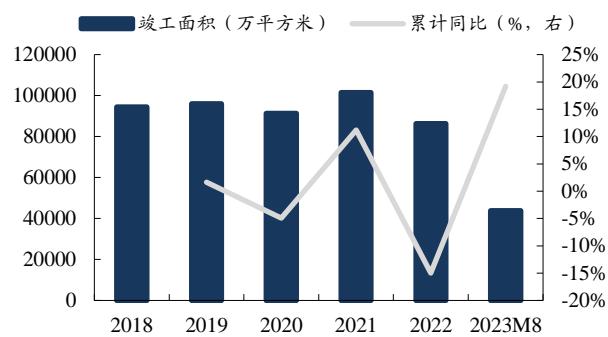
左右，预计随着竣工端维持高增，家电需求有望企稳回升，从而对家用塑料需求形成支撑。

图18：2018-2022 中国四大家用电器（洗衣机、电冰箱、空调、彩电）产量数据（万台）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图19：2018-2023H1 房地产竣工面积及增长率



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

根据我们测算，到 2025 年国内四大家电改性塑料需求总量或达 789 万吨，2022-2025 年 CAGR 为 3.19%：1) 家电领域改性塑料用量最大的是电冰箱、洗衣机、空调和彩电。根据前瞻产业研究院测算，单台电冰箱/洗衣机/空调/彩电分别使用改性塑料约 28 千克/20 千克/7 千克/7 千克，按全年销量测算，则 2022 年中国四大家电改性塑料需求量合计为 718 万吨。2) 近 4 年来，洗衣机/电冰箱/空调/彩电产量边际回暖并趋于稳定，CAGR 分别为 7.00%/3.11%/0.58%/1.01%，因此我们按过去四年的 CAGR 推算未来的产量增速，到 2025 年洗衣机/电冰箱/空调/彩电改性塑料需求分别为 223 万吨/266 万吨/158 万吨/141 万吨，合计总需求约为 789 万吨，2022-2025 年 CAGR 达 3.19%。

表4：中国家电用改性塑料需求量测算

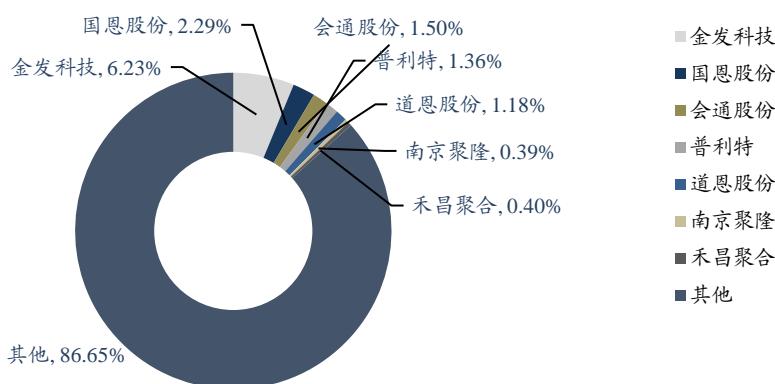
家电种类	洗衣机	电冰箱	空调	彩电	总计
改性塑料平均用量 (kg/台)	20	28	7	7	-
2022 年产量（万台）	9106	8664	22247	19578	59596
2022 年改性塑料需求 量（万吨）	182	243	156	137	718
2023 年产量（万台）	9744	8934	22376	19775	60829
2023 年改性塑料需求 量（万吨）	195	250	157	138	740
2024 年产量（万台）	10426	9211	22505	19974	62117
2024 年改性塑料需求 量（万吨）	209	258	158	140	764
2025 年产量（万台）	11156	9498	22635	20175	63464
2025 年改性塑料需求 量（万吨）	223	266	158	141	789

数据来源：国家统计局，wind，东吴证券研究所

2.3. 供给侧：内资企业崛起正当时，公司细分领域竞争优势突出

改性塑料行业集中度极低，公司属于第二梯队企业。目前国内改性塑料企业数量在3000家左右，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，2021年占全国改性塑料产量的6.90%，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/44万吨/39万吨/34万吨/11万吨。而禾昌聚合现有产能为11.4万吨，2024年完全达产后产能预计达19.5万吨，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。

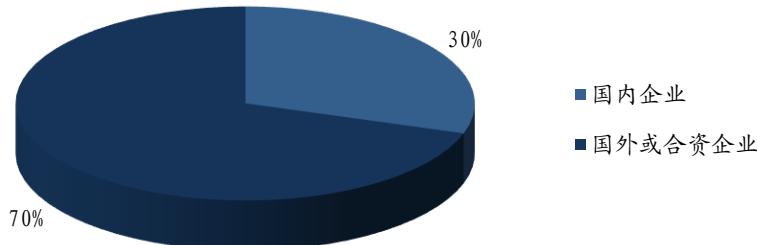
图20：2022年改性塑料行业市占率情况（%）



数据来源：各公司年报，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、陶氏等。3)内资企业在成本和需求响应方面具备天然优势，随着改性工艺技术突破，近年来内资逐步渗透高端应用领域，未来中间梯队有望走出部分优质企业。

图21：2022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

公司产品定位清晰，细分领域形成相对竞争优势。1) 业务结构：禾昌聚合/会通股份/南京聚隆/普利特/道恩股份/国恩股份/金发科技的改性塑料业务收入占比分别为99%/95%/95%/84%/76%/72%/63%。相较可比公司，禾昌聚合专注改性塑料业务，且其他业务占比极少；2) 产品种类：在产能受限的背景下，公司在战略上选择深耕改性PP主业，形成自身竞争优势；3) 应用领域：行业内可比公司主要下游领域主要为包括大型汽车制造和家用电器企业，行业内产能较高的可比公司已逐渐渗透至高端市场，如金发科技、普利特下游行业已应用至电子电气、通讯电子、轨道交通等领域。禾昌聚合主要受制于营收规模和生产能力，选择聚焦汽车、家电领域，绑定下游客户。

表5：禾昌聚合和可比公司主营业务情况（截至2022年）

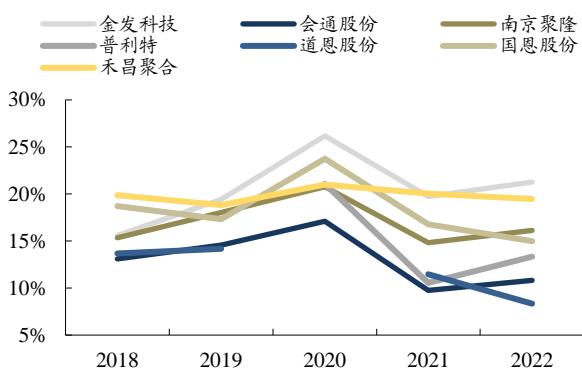
公司名称	产量规模 (万吨)	改性塑料 收入占比	产品种类	下游行业	主要客户
金发科技	179.76	63%	完全生物降解塑料、特种工程塑料、高性能碳纤维、再生塑料等	汽车、家电、电子电气、轨道交通、航空航天等	格力、美的、本田、丰田、日产、奔驰等
会通股份	43	95%	聚烯烃系列、聚苯乙烯系列、其他系列	家电、汽车、通讯、电子电气等	美的、TCL、海信、飞利浦、松下、比亚迪、长城、一汽大众、吉利等
普利特	40	84%	高性能尼龙材料、高性能聚丙烯材料、高性能塑料合金材料等	汽车、新能源、轨道交通、通讯、电子电气等	上汽、通用、大众、福特、日产、长城、吉利、蔚来、理想、小鹏等
道恩股份	34	76%	热塑性弹性体、改性塑料、色母粒	汽车、家电	一汽、上汽、长城、吉利、奇瑞、海尔、松下、九阳、三星、小米等
国恩股份	66	72%	高分子改性材料、高分子复合材料、可降解材料等	家电、消费电子、汽车、物联网硬件	海信、格力、TCL、京东方、比亚迪、中国重汽、长城、华为、小米生态链等
南京聚隆	11	95%	高性能改性尼龙材料、高性能聚丙烯材料、高性能塑料合金材料等	汽车零部件、轨道交通、通讯电子电气等	上汽、通用、大众、福特、日产、吉利；京沪、京广等高速铁路、百得、博世
禾昌聚合	11.4	99%	改性聚丙烯、改性工程塑料、改性ABS、其他改性塑料、塑料片材	汽车、家电、塑料包装	吉利、上汽、长城、江淮、东风、一汽大众、陕汽、中国重汽、三星、创维、惠而浦

数据来源：各公司年报，各公司招股说明书，东吴证券研究所

毛利率稳定性优于同业，控费能力较强。1) 2022年改性塑料行业平均综合毛利率为16.58%，行业内毛利率总体较为接近，基本处于8%-20%的区间。禾昌聚合改性塑料粒子业务毛利率为19.45%（2022年），高于行业平均水平，且整体波动幅度小于可比公司。2020年金发科技、会通股份、普利特等可比公司毛利率显著上升主要系医疗耗材、

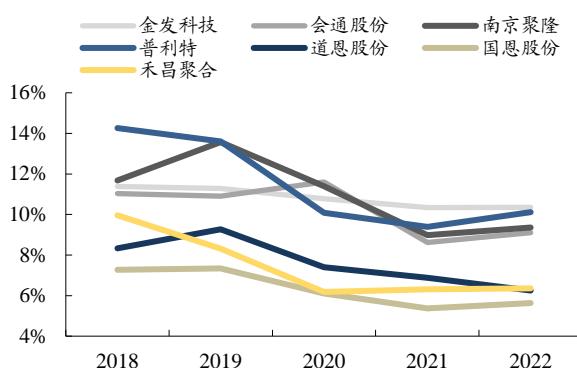
热塑性弹性体、橡胶和塑料制品产品等拉高了整体毛利率。2)禾昌聚合综合费用率位于可比公司中较低水平,且整体呈现下降态势,费用控制能力持续提升。2022年可比公司平均综合费用率为8.17%,禾昌聚合为6.35%。

图22: 2018-2022年可比公司毛利率(%)



数据来源:各公司年报,东吴证券研究所;注:由于可比公司业务结构不同,此处仅选取改性塑料业务毛利率进行对比

图23: 2018-2022年可比公司费用率(%)



数据来源:各公司年报,东吴证券研究所

深度绑定优质客户,规模化订单优势显著。改性塑料产业规模效益显著,所有生产企业均在极力争取大规模订单,以最大化降低生产成本。改性塑料下游客户对供应商产品质量有较高要求,供应商需要通过较为严格的审批流程和较长的认证周期(一般在6-18个月)才能够切入供应链体系,但是一旦确定合作关系,客户通常会与供应商保持长期合作,以保证上游货源的持续供应以及品质的稳定。在汽车零部件领域,公司已成功与国内汽车主机厂一级供应商开展了长期稳定的合作,下游客户包括利民实业、新泉股份、万隆汽车等。目前陕西禾润昌正在积极对接比亚迪产业链,并拓展了乔路铭科技成为公司2022年第四大客户。在家电零部件领域,公司与乐金熊猫、三星电子、创维家电等企业达成了广泛合作,为其提供阻燃、抗老化以及抗腐蚀等方面的产品。

表6: 公司主要客户名单(2022年)

序号	客户	销售金额 (亿元)	年度销售占 比(%)	产品主要应用 汽车/家电品牌
1	浙江利民实业集团有限公司	1.51	13.5%	吉利汽车
2	南京乐金熊猫电器有限公司	0.73	6.5%	LG洗衣机
3	江苏新泉汽车饰件股份有限公司	0.59	5.3%	上汽乘用车、吉利汽车、陕汽、东风日产、福田汽车、一汽集团、一汽大众、奇瑞汽车、威马汽车
4	乔路铭科技股份有限公司	0.55	4.9%	吉利控股、比亚迪、威马汽车、长城汽车、蔚来汽车、小鹏汽车、零跑汽车
5	苏州三星电子有限公司	0.44	3.9%	三星空调、洗衣机、冰箱

数据来源:公司年报,东吴证券研究所

3. 产业布局：华东+西北双基地布局，改性塑料产能持续释放

华东宿迁基地：募投项目下半年建成，预计未来两年逐步满产。公司在江苏宿迁建立生产基地，新增改性塑料生产能力 5.6 万吨/年，未来计划服务于南京、青岛、长春、烟台等地的客户。项目总投资为 1.6 亿元，包括 10 余条改性生产线、4 条 MB 母粒生产线等，将大幅提升家用改性 PP、长纤维增强热塑性材料（LFT）、改性工程塑料、改性 ABS 等高性能复合材料的供应能力。其中 LFT 和改性工程塑料产品毛利率较高，有望带动公司盈利能力进一步提升。目前宿迁项目已处于试运营阶段，预计在 2023 年下半年释放部分产能，预计 2025 年实现满产。

西北宝鸡基地：面向西北打造终端市场供应点，积极推进宝鸡 2.5 万吨产能投放。公司基于西北地区汽车产业链需求，在陕西宝鸡成立陕西禾润昌，建设年产 2.5 万吨高性能复合材料建设项目，项目总投资为 3000 万元，产品主要包括矿物填充改性聚丙烯、玻纤增强聚丙烯等高性能复合材料。**1)** 公司西北地区的优质终端客户主要包括吉利汽车、沃尔沃、一汽大众、比亚迪等知名汽车整机厂的西北地区生产基地或下属公司，公司通过布局西北将进一步提高对西北地区客户需求的响应能力，同时也能够节约部分物流成本，缩短供货时间。**2)** 依托陕西项目区位优势，公司将加大西北地区新客户开拓力度，实现对长安汽车、陕汽集团、威马汽车等西北地区终端客户的进一步拓展，并与之建立长期稳定的合作关系。宝鸡项目目前已正式生产运营，预计 2025 年实现完全达产。

表7：公司宿迁项目及宝鸡项目建设情况

项目名称	投资额 (万元)	建设产能 (万吨)	建设进度	预计满产 时间	备注
宿迁项目	16000	5.6	试运营阶 段	2025 年	主要包括家用改性 PP、长纤维 增强热塑性材料（LFT）在内的改 性 PP 以及改性工程塑料、改性 ABS 等其他高性能复合材料
宝鸡项目	3000	2.5	正式生产 运营	2025 年	主要包括矿物填充改性聚丙烯、玻 纤增强聚丙烯等高性能复合材料

数据来源：公司招股说明书，公司年报，东吴证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资评级

4.1. 盈利预测与假设

- 1、我们假设公司主营产品产能按照计划节奏投放：其中江苏宿迁、陕西宝鸡两大基地的产能分别为 5.4、2.5 万吨/年，在 2025 年前逐步实现满产。
- 2、我们假设公司产品采用成本加成法定价，即在常规聚丙烯粒子的基础上，加上一定的成本费用和利润空间。
- 3、我们假设公司改性聚丙烯的毛利率趋于稳定，其他改性塑料粒子的毛利率逐步恢复至疫情前水平，塑料片材毛利率维持相对低位。
- 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。

分板块经营预测：1) **塑料粒子**: 随着宿迁、宝鸡两大生产基地的投产运行，公司塑料粒子产能将从 10.2 万吨逐步增长至 18.3 万吨。我们假设改性聚丙烯和其他改性塑料粒子占塑料粒子业务的比重维持稳定，则对应的 2023-2025 年改性聚丙烯营收分别为 9.5/12.0/14.3 亿元，其他改性塑料粒子营收分别为 1.6/1.8/2.1 亿元。毛利率方面，2018-2019 年期间，改性聚丙烯毛利率约 19%，其他改性塑料粒子毛利率约 28%，我们假设未来三年内上述业务毛利率逐步恢复至疫情前水平，对应的 2023-2025 年改性聚丙烯毛利率分别为 18%/18%/19%，其他改性塑料粒子毛利率分别为 27%/28%/28%。2) **塑料片材**: 公司塑料片材产能稳定在 1.2 万吨，目前无扩产计划，我们假设销量和价格整体维持稳定，对应的 2023-2025 年塑料片材营收分别为 0.8/0.8/0.8 亿元。毛利率方面，塑料片材业务竞争日趋激烈，毛利率整体呈现下滑趋势，其中 2021/2022/2023H1 毛利率分别为 9%/6%/2%，我们假设未来三年内毛利率整体维持低位，对应 2023-2025 年塑料片材毛利率分别为 3%/3%/3%。3) **其他业务**: 其他业务收入整体维持稳定，对应 2023-2025 年收入分别为 0.2/0.2/0.2 亿元。

表8：公司盈利预测拆分

业务分类	假设项	2021	2022	2023E	2024E	2025E
改性聚丙烯	营业收入（百万元）	782	885	947	1,203	1,429
	毛利率（%）	20%	18%	18%	18%	19%
其他改性塑料粒子	营业收入（百万元）	75	145	158	184	205
	毛利率（%）	22%	25%	27%	28%	28%
塑料片材	营业收入（百万元）	104	79	79	79	79
	毛利率（%）	9%	6%	3%	3%	3%
其他业务	营业收入（百万元）	16	11	17	17	17
合计	营业收入（百万元）	977	1,121	1,201	1,484	1,731
	毛利率（%）	16%	16%	18%	18%	19%

数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：其他业务不核算具体成本

综合来看，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 12.0/14.8/17.3 亿元，同比增速分别为 7.2%/23.6%/16.6%。2023-2025 年归母净利润分别为 1.1/1.4/1.7 亿元，同比增速分别为 18.2%/30.3%/19.4%，EPS（摊薄）分别为 1.00/1.31/1.56 元。

4.2. 估值与投资评级

公司为北交所改性塑料代表企业，得益于华东区位优势+定制化技术壁垒+优质客户绑定，现已在改性聚丙烯细分领域形成相对优势。短期内随着募投项目产能逐步释放，公司业绩有望进一步提升；中长期看，随着下游新能源车渗透率增加带动车用改性塑料需求扩张，以及绿色化、轻薄化等家电趋势推动，公司改性塑料产品有望持续放量。

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，分别为会通股份、南京聚隆、普利特、道恩股份、国恩股份、金发科技，上述公司 2022 年改性塑料业务收入占比分别为 95%/95%/84%/76%/72%/63%，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 22 日收盘价计算，2023-2025 年可比公司平均市盈率分别为 18.8、11.9 和 8.8 倍，我们预测公司 2023-2025 年市盈率分别为 13.4、10.3 和 8.6 倍，低于行业平均水平。考虑到西北宝鸡+华东宿迁项目产能逐步释放，以及下游汽车、家电行业需求提升，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	8.08	215	19.9	14.3	20.2	26.2	10.8	15.1	10.6	8.2
002324.SZ	普利特	13.01	145	2.0	6.1	9.6	13.8	71.7	23.7	15.0	10.5
002768.SZ	国恩股份	22.60	61	6.6	5.6	8.5	10.6	9.2	10.9	7.2	5.8
688219.SH	会通股份	10.31	47	0.6	1.8	3.2	4.4	80.0	25.7	14.9	10.8
002838.SZ	道恩股份	13.81	62	1.5	-	-	-	40.6	-	-	-
300644.SZ	南京聚隆	18.01	19	0.6	-	-	-	35.0	-	-	-
平均值								41.2	18.8	11.9	8.8
832089.BJ	禾昌聚合*	13.45	14	0.9	1.1	1.4	1.7	15.8	13.4	10.3	8.6

数据来源：标*为东吴证券研究所预测，其他引用 Wind 一致预期，股价为 2023 年 9 月 22 日收盘价

5. 风险提示

- 1、产能爬坡进度不及预期风险：公司在陕西宝鸡及江苏宿迁均有新增产能，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、下游需求不及预期风险：汽车及家电行业整体已进入成熟期，需求边际变化受宏观环境影响较大，目前国内宏观经济复苏节奏仍存在不确定性，或导致下游产品需求拉动不及预期。
- 3、原材料价格大幅波动风险：改性塑料上游原料主要为大宗石化原料，市场供给相对充足，但价格受油价波动的影响较大，如果未来原材料价格出现大幅波动，可能导致公司毛利率波动。

禾昌聚合三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,138	1,223	1,462	1,734	营业总收入	1,121	1,201	1,484	1,731
货币资金及交易性金融资产	134	158	158	222	营业成本(含金融类)	940	989	1,212	1,405
经营性应收款项	795	847	1,043	1,212	税金及附加	4	6	7	8
存货	197	205	249	288	销售费用	12	12	15	18
合同资产	0	0	0	0	管理费用	18	19	24	28
其他流动资产	12	12	12	13	研发费用	42	44	54	63
非流动资产	197	244	238	217	财务费用	0	2	2	3
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	3	2	2	3
固定资产及使用权资产	100	180	179	164	投资净收益	(2)	(3)	(4)	(5)
在建工程	53	15	8	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	26	28	30	33	减值损失	(6)	(6)	(7)	(8)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	100	123	162	197
其他非流动资产	16	18	18	18	营业外净收支	1	0	1	1
资产总计	1,335	1,467	1,701	1,951	利润总额	102	123	163	198
流动负债	414	452	545	628	减:所得税	10	15	22	30
短期借款及一年内到期的非流动负债	28	48	58	68	净利润	91	108	141	168
经营性应付款项	336	353	433	502	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	1	1	2	归属母公司净利润	91	108	141	168
其他流动负债	49	49	53	56					
非流动负债	8	10	10	10	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.85	1.00	1.31	1.56
长期借款	0	0	0	0	EBIT	102	124	165	200
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	119	147	188	224
租赁负债	3	3	3	3					
其他非流动负债	6	7	7	7					
负债合计	422	462	555	638	毛利率(%)	16.17	17.67	18.34	18.80
归属母公司股东权益	913	1,005	1,145	1,313	归母净利率(%)	8.15	8.99	9.48	9.71
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	913	1,005	1,145	1,313	收入增长率(%)	14.74	7.15	23.56	16.60
负债和股东权益	1,335	1,467	1,701	1,951	归母净利润增长率(%)	12.14	18.17	30.32	19.44

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(84)	94	13	64	每股净资产(元)	8.48	9.34	10.64	12.20
投资活动现金流	49	(72)	(21)	(7)	最新发行在外股份(百万股)	108	108	108	108
筹资活动现金流	27	3	7	6	ROIC(%)	10.06	10.94	12.62	13.16
现金净增加额	(8)	25	(1)	64	ROE-摊薄(%)	10.01	10.74	12.28	12.79
折旧和摊销	16	23	23	24	资产负债率(%)	31.62	31.49	32.65	32.68
资本开支	(63)	(68)	(17)	(2)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.85	13.41	10.29	8.62
营运资本变动	(195)	(49)	(164)	(143)	P/B(现价)	1.59	1.44	1.26	1.10

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提供。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：

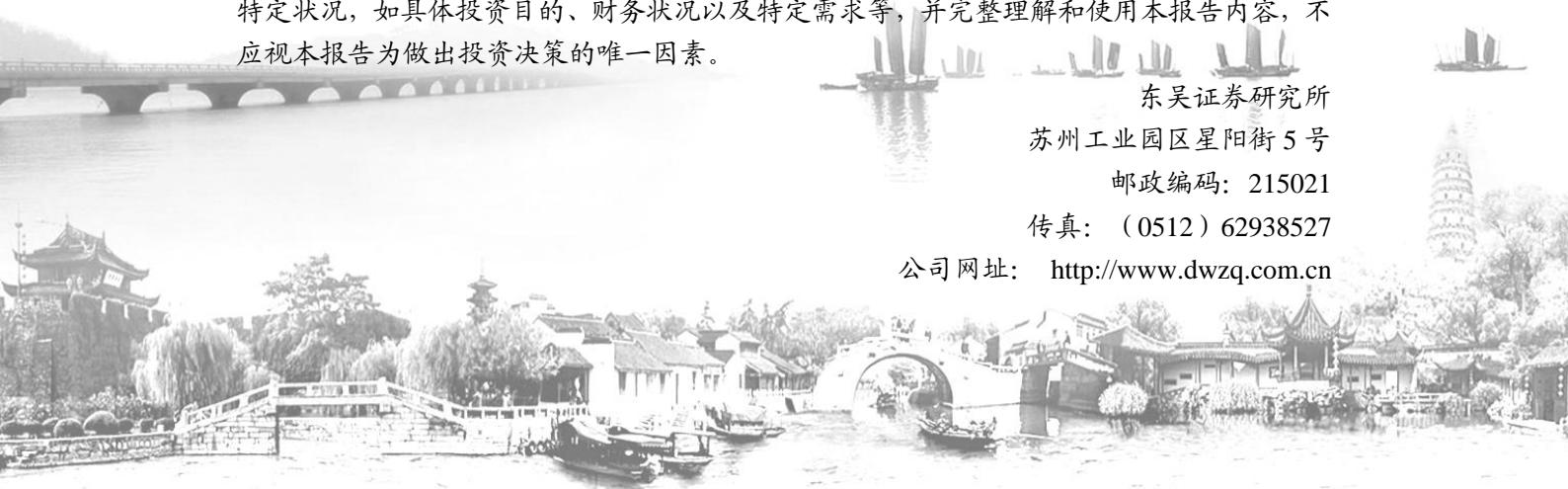
公司投资评级：

- 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>