

华密新材 (836247.BJ) 高端特种橡塑“小巨人”，高技术水平进入航空、高铁领域

2023年10月18日

——北交所首次覆盖报告
投资评级：增持（首次）
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2023/10/17
当前股价(元)	6.29
一年最高最低(元)	7.50/6.05
总市值(亿元)	5.86
流通市值(亿元)	1.47
总股本(亿股)	0.93
流通股本(亿股)	0.23
近3个月换手率(%)	33.05

● 橡塑领域“小巨人”，拓展特种工程领域业务，募投改性塑料等新材料景气

华密新材是国家级专精特新“小巨人”，致力于特种橡胶混炼胶、橡塑密封和减震制品。2023H1 营收 1.90 亿元 (+16.90%)，归母净利润 2354 万元 (+110.33%)，橡胶材料业务稳步上升，高毛利橡塑制品结构优化。我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 0.51/0.68/0.93 亿元，对应 EPS 分别为 0.55/0.73/0.99 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 11.5/8.7/6.4 倍，看好华密新材的技术实力，能够在摆脱疫情影响后实现营收利润快速修复，高端化进军航空航天、高铁领域将带来良好业务发展，首次覆盖给予“增持”评级。

北交所研究团队
● 看点：满足高端化与国产替代的技术实力，发力航空航天与高铁两大下游

下游领域中航空航天、高铁企业属于中高端应用领域。华密新材技术实力强，特种橡胶混炼胶荣获“**第四批河北省制造业单项冠军产品**”。研发费用率维持 5% 以上。部分材料的核心技术达到国内先进水平。参与制（修）订国家标准 8 项，可与主机厂同步开发新产品，已与长城汽车、中国一汽、三一重工、中石化等企业建立合作关系，且具备开展军工业务所必需的经营资质和资格认证。中国中车及 2 家军工企业 2022 年进入前五大客户名单。

● 公司与行业：成长性赛道，特种工程塑料募投 2023 年 9 月完成

橡塑材料营收占比 7 成，以混炼胶为主，是生胶或塑炼胶按配方与配合剂经炼胶机混炼的胶料，制品侧重满足减振、密封特性。以销定产、以产定采、国内直销，生产周期相对较短，流动比率 2022 年达到 5.82。橡胶和塑料制品业具备持续增长空间，较大体量特种橡塑公司 2019-2022 年营收 CAGR 均为正值，上游合成树脂 2022 年 10.5% 增速亦验证行业发展趋势。华密新材还受益区位优势，剔除研发后期间费用率仅为 9.15%，使净利率达到 12.71%。特种工程塑料募投新增 6 条生产线，可增加 1.5 万吨年产能，3 年按设计营收可达 5.03 亿元。

● **风险提示：**宏观经济运行及下游行业波动的风险、原材料价格波动风险、募投项目新增产能消化风险

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	363	336	403	525	698
YOY(%)	19.1	-7.6	20.1	30.2	33.0
归母净利润(百万元)	44	43	51	68	93
YOY(%)	-7.4	-3.6	20.5	31.7	37.1
毛利率(%)	29.7	28.0	29.5	29.1	30.0
净利率(%)	12.2	12.7	12.7	12.9	13.3
ROE(%)	21.2	10.8	11.9	14.3	17.2
EPS(摊薄/元)	0.47	0.46	0.55	0.73	0.99
P/E(倍)	13.4	13.9	11.5	8.7	6.4
P/B(倍)	2.8	1.5	1.4	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 亮点前瞻：专精高端技术橡塑产品的稳健成长型投资标的.....	4
1.1、 2023H1 归母净利润 2354 万元，各项指标消除疫情不利影响.....	4
1.2、 高端化填补特种领域空缺，特种工程塑料募投 2023 年 9 月完成.....	5
1.3、 航天军工：2022 年与 2023 上半年收入大幅提升.....	8
1.4、 高速列车减振、降噪为橡胶减震制品提供市场空间.....	9
2、 公司情况：材料制品协同	10
2.1、 发展与产品介绍：1998 年成立，补链强链，当前材料占比 7 成.....	10
2.2、 商业模式：以销定产、以产定采、国内直销.....	13
3、 行业情况：新橡塑材料领域有成长性，公司盈利强估值低.....	13
3.1、 市场规模：特种工程与改性有行业前景，上游合成树脂验证趋势.....	14
3.2、 同业比较：华密新材盈利能力强，业绩具备成长性.....	16
4、 关键假设、盈利预测与投资建议	17
5、 风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

图 1： 2023H1 摆脱疫情影响毛利率回升.....	4
图 2： 高铁、航空航天为代表的高毛利橡塑制品领域增长.....	4
图 3： 下游涉及汽车、工程机械、高铁等领域，拓展外销.....	4
图 4： 特种橡胶混炼胶为省级单项制造冠军产品.....	5
图 5： 以 PPS 为例，布局特种工程塑料.....	5
图 6： 高铁、航空等领域已经达成规模化营收（万元）	6
图 7： 毛利率对比，因技术优势可以选择高附加值赛道.....	6
图 8： 研发费用投入高，2023H1 同比增长 22.93%，费用率 5% 以上	7
图 9： 若募投项目全额达产，5 年将提升营收超 8 亿（万元）	8
图 10： 华密新材在特种工程塑料领域积累的核心技术满足航天军工领域要求.....	9
图 11： 减震、降噪为橡胶制品的高速列车市场提供空间.....	9
图 12： 成立于 1998 年，2012 年初探军工领域，2021 年确定向高端与特种产品进军.....	10
图 13： 主营业务分项保持上升趋势	11
图 14： 橡塑材料占 7 成，橡塑制品占 3 成.....	11
图 15： 流动比率与速动比率近年加快	13
图 16： 存在一定季节性，四季度较高	13
图 17： 特种塑料行业景气，可比营收 2019-2022 年 CAGR 中、均值约 18.3%、20.8%.....	14
图 18： 橡塑行业属国家支持发展的新材料产业分项.....	14
图 19： 特种工程塑料处于当前塑料研究领域“尖端”.....	15
图 20： 以中国石油为例，上游合成树脂产量 2022 年增长 10.5%	16
图 21： 营收规模端有上升空间（亿元）	16
图 22： 2022 年归母净利润与营收排序相同（万元）	16
图 23： 综合毛利率除天铁股份外差异小	17
图 24： 受益区位优势与客户合作，费用管控强.....	17
表 1： 中国中车及军工企业 2022 年进入公司前五大客户名单.....	5

表 2: 华密新材在航空航天、高铁等领域的特种业务少有可比上市公司触及.....	5
表 3: 与同行业公司相比, 华密新材核心技术具有一定的创新性和先进性, 一定程度上优于对标公司.....	7
表 4: 耐磨类橡胶件、密封垫、橡胶减振件等应用于高铁领域.....	10
表 5: 产品具备良好化学特性, 下游应用领域广泛.....	11
表 6: 汽车领域产品应用于发动机、变速箱、车桥、轮毂等部位, 起减震、密封作用.....	12
表 7: 在工程机械领域主要销售的橡塑制品包括聚氨酯支承、垫板、橡胶减震器等.....	12
表 8: 石油机械领域产品起密封效果.....	12
表 9: 塑料分类依据是使用特性, 特种工程塑料耐热性突出.....	14
表 10: 可比公司 PE(2023E)均值 20.3X.....	17

1、亮点前瞻：专精高端技术橡塑产品的稳健成长型投资标的

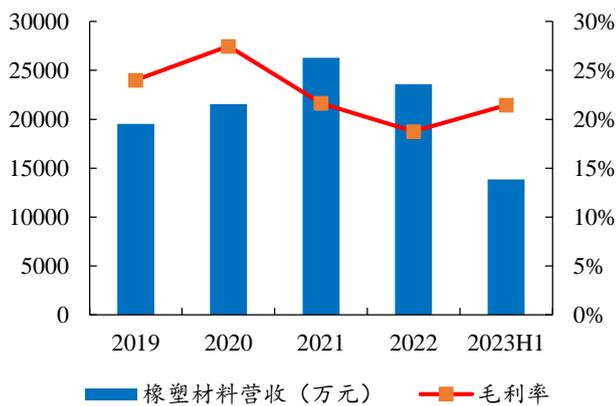
1.1、2023H1 归母净利润 2354 万元，各项指标消除疫情不利影响

华密新材是橡塑领域的国家级专精特新“小巨人”企业。致力于特种橡胶混炼胶、橡塑密封和减震制品，属于《工业“四基”发展目录》中的关键基础材料之特种橡胶领域，广泛应用于汽车、高铁、工程机械、石油机械、航空航天等领域。

此外，公司还是中国橡胶工业协会橡胶制品分会副理事长单位、中国塑料加工工业协会改性塑料专业委员会常务理事单位，具备开展军工业务所必需的经营资质和资格认证，已经成功进入军工应用领域。

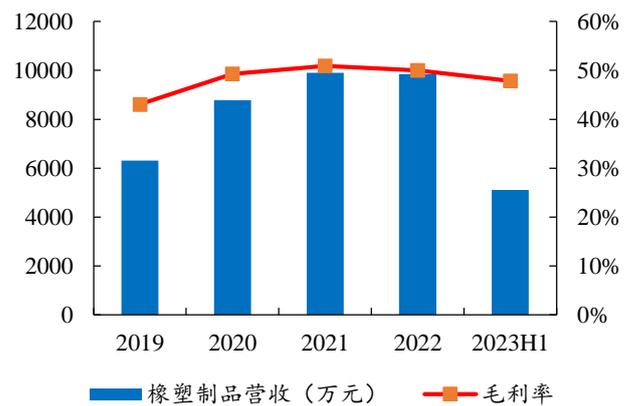
根据最新的 2023 年半年报，实现营业收入 1.90 亿元，同比增长 16.90%，归母净利润 2354 万元，同比增长 110.33%，主营业务稳定，资产负债结构进一步优化，盈利水平提升。现有橡胶材料业务稳步上升，利润增长，橡塑制品的产品构成更加优化，高附加值产品增多；募投项目特种工程塑料项目产量增加，公司将继续加大设备投入及开拓市场。

图1：2023H1 摆脱疫情影响毛利率回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

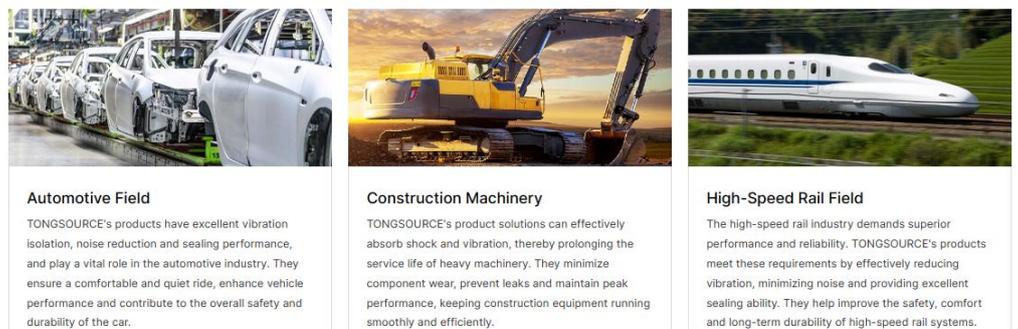
图2：高铁、航空航天为代表的高毛利橡塑制品领域增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

新设立全资子公司河北通源国际贸易有限公司或利于财务发展，并对经营成果产生积极的促进作用，已于 2023 年 6 月 1 日完成工商注册登记。

图3：下游涉及汽车、工程机械、高铁等领域，拓展外销



资料来源：子公司通源国际贸易官网

1.2、高端化填补特种领域空缺，特种工程塑料募投 2023 年 9 月完成

华密新材拥有多项专有技术，可与主机厂同步开发新产品，已与长城汽车、中国一汽、三一重工、中石化、中国中车等企业建立合作关系。是国家（行业）标准制定单位，参与制（修）订国家标准 8 项，团体标准 1 项。建有河北省企业技术中心、河北省特种橡塑产业技术研究院、河北省往复橡塑密封制品技术创新中心。检测中心已通过中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认可。

表1：中国中车及军工企业 2022 年进入公司前五大客户名单

序号	客户	销售金额（万元）	占比
1	中国中车集团有限公司	2290.36	6.86%
2	长城汽车股份有限公司	1290.64	3.86%
3	巨鹿县创科新材料销售有限公司	1073.24	3.21%
4	客户 A	1041.09	3.12%
5	客户 I	722.99	2.16%

数据来源：2022 年年报、开源证券研究所

特种橡胶混炼胶荣获“第四批河北省制造业单项冠军产品”。华密新材特种橡胶材料、特种工程塑料属于高分子新材料，具备优异于通用橡胶、通用塑料的突出性能，如高硬度高强度低温型氢化丁腈特种橡胶，硬度 ≥ 90 ShoreA，拉伸强度 ≥ 30 MPa，同时拥有 -50°C 的低温脆性温度；特种工程塑料聚苯硫醚制备的发泡材料，密度 $< 0.2\text{g}/\text{cm}^3$ ，达到 94V1 阻燃等级，可于 130°C 长期耐温不变形，两类型材料均具有创新驱动型、高性能、技术含量高的特点，是《石化和化学工业发展规划》鼓励发展的高端产品。

图4：特种橡胶混炼胶为省级单项制造冠军产品



氢化丁腈橡胶混炼胶（HNBR）
机械强度和耐磨性高
主要用于石油机械密封
空调密封及其他高耐磨材料密封

图5：以 PPS 为例，布局特种工程塑料



聚苯硫醚（PPS）
热塑性特种工程塑料
耐高温、耐腐蚀、阻燃、尺寸稳定
应用于电气电子设备、汽车部件等

资料来源：公司官网、开源证券研究所

资料来源：公司官网、开源证券研究所

下游领域中航空航天、高铁企业对橡胶零部件的性能要求较高，属于橡塑制品中高端应用领域。由于工作环境的特殊性，常年处于高速、高压、极端温度等恶劣环境，对橡胶零部件的消耗磨损较一般环境要大。运行在该类环境中的工业装备对零部件的质量要求较为苛刻，对橡胶制品的强度硬度、耐油、耐酸碱等性能有特殊要求。

表2：华密新材在航空航天、高铁等领域的特种业务少有可比上市公司触及

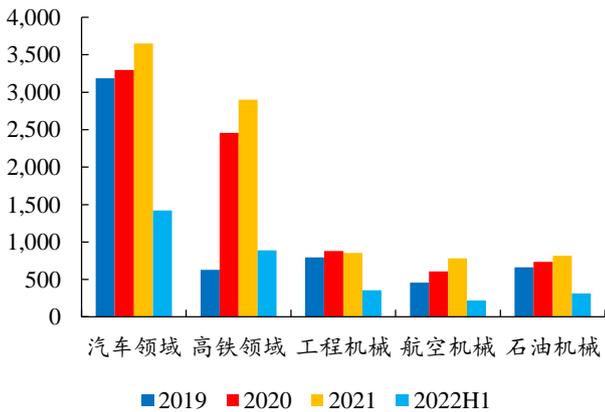
公司名称	logo	产品结构	应用领域
朗博科技		O 型圈、轮毂组件、轴封等	汽车

公司名称	logo	产品结构	应用领域
浙江仙通		橡胶密封条	汽车
天铁股份		轨道工程橡胶制品	铁路轨道工程
川环科技		汽车燃油、冷却系统软管等、 摩托车软管	汽车
华密新材		橡塑材料及密封件、减震件等 橡塑制品	汽车、 高铁 、 航空航天 、工程机械、 石油机械

资料来源：公司问询函回复、各公司官网、开源证券研究所

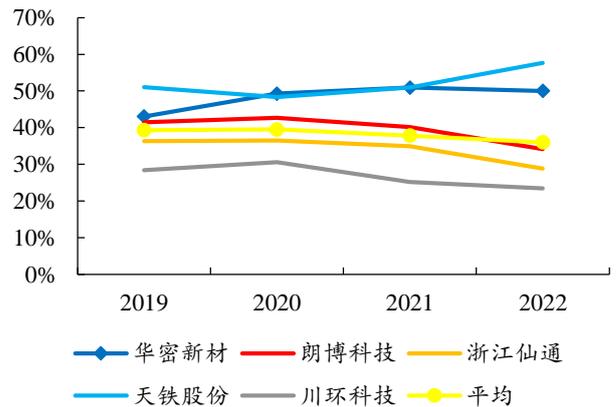
高附加值品类增加公司利润，各赛道均已实现规模化营收。因为产品细分种类、性能要求、应用领域、技术投入，2019-2022年，公司橡塑制品业务的毛利率水平分别为43.05%、49.29%、50.92%与50.02%，均高于同行业毛利率平均值。根据公司上市时按下游分类的统计口径，2021年分别在汽车、高铁、工程机械、航空机械、石油机械领域已经实现600万元以上的规模化营收。

图6：高铁、航空等领域已经达成规模化营收（万元）



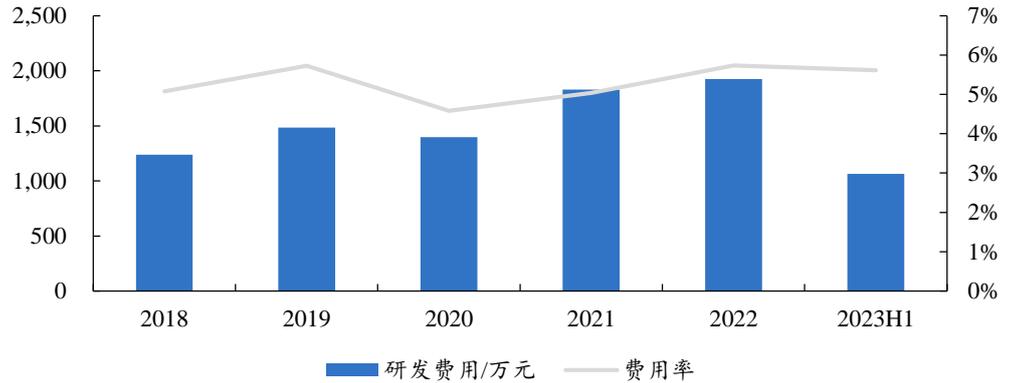
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图7：毛利率对比，因技术优势可以选择高附加值赛道



数据来源：Wind、开源证券研究所

研发投入不断走高，2023H1 花费 1064 万元，同比增长 22.93%，**扩充技术人才，增加检测试验设备。**截止 2023 年中报，公司新增专利 7 项，其中发明专利 5 项，实用新型专利 2 项，共有技术人员 131 人，占员工比例 24.3%。

图8: 研发费用投入高, 2023H1 同比增长 22.93%, 费用率 5%以上


数据来源: Wind、开源证券研究所

表3: 与同行业公司相比, 华密新材核心技术具有一定的创新性和先进性, 一定程度上优于对标公司

核心技术类型	对标公司	华密新材技术描述	所处行业水平
环保阻燃橡胶材料技术	时代新材	通过不同型号 EPDM 生胶并用、阻燃体系的复配协同等达到了低 VOC、高阻燃性与环保新要求的高度兼顾, 满足中国中车 Q/CRRCJ26-2018 企业标准轨道交通装备产品禁用和限用物质要求、轨道交通 TB3139-2021 行业标准、欧盟 EN45545-2:2013 铁路车辆防火标准及 UL94 防火等级等标准要求。	国内先进
高强度 HNBR 材料技术	朗博科技	通过对新型纳米材料的运用, 同时满足了氢化丁腈橡胶高硬度、高强度、低温型的要求, 实现其硬度 90ShoreA 以上时, 拉伸强度可达 30MPa 以上, 并兼具脆性温度低于-50°C 的低温性能。该材料主要应用于对高强度、高硬度、高耐油性及良好低温性有苛刻要求的工程机械、石油机械及航空领域。	国内先进
模具加工	朗博科技	通过 CAE 分析、特性数据分析技术, 注射、模压、热流道等成型, 复合模腔、流道调节与平衡等优化模具结构; 选用 SKD61、H13、718H 等优质钢材和特种表面处理工艺, 配备自动装填、自动出模技术, 使不同产品达到最优成型。采用标准化工艺流程, 数控编程和高速切削的高速加工技术, 可高效、快速交付, 提升样件、批量及特种产品的稳定性和一致性。	国内先进
耐高低温材料技术	天普股份	本技术通过对三元乙丙橡胶生胶、防护体系、硫化体系的合理调配, 实现材料的耐高温、耐低温和耐介质要求。该材料高温可耐 150°C, 低温 (TR10) 可达-40°C, 而在乙二醇 50% 水溶液中的 130°C×1000h 后压缩永久变形≤40%。应用该技术生产的产品可在苛刻环境下长时间保持稳定, 具有明显的优势。	国内先进
耐压缩变形材料	天普股份	通过对丁腈橡胶生胶、防老体系和硫化体系的优化调整, 使橡胶材料实现低压缩永久变形和高疲劳特性平衡, 大幅度提高了产品的使用寿命。公司产品已实现使用寿命超过 5,000h, 大幅超过当前进口产品在工程车辆工作状态下 1200h 的使用寿命。	国内先进
耐油耐低温材料	天普股份	氟硅橡胶引入了氟代烷基, 在保持有机硅材料的耐热性、耐寒性基础上, 具有与氟橡胶类似的性能, 对脂肪族、芳香族和氯化烃类溶剂、石油基的各种燃料油、润滑油及一些合成酯类油的抗耐性很好。公司开发的氟硅橡胶系列牌号, 硬度涵盖 60~80ShoreA, 低温脆性可达-60°C, 在空气中-55~200°C 长期工作, 在燃油中于-55~175°C 下可长期工作。	国内先进

资料来源: 公司问询函回复、开源证券研究所

根据投资者关系活动披露表，募投项目进展如下：

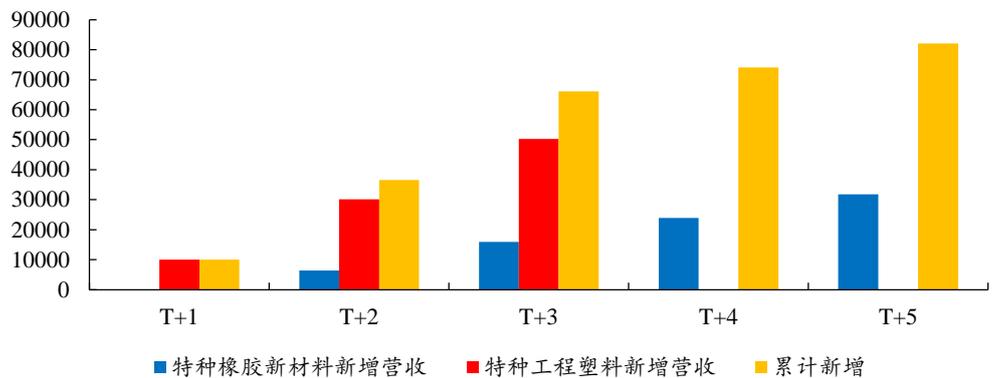
(1) 特种工程塑料项目：2023 年新增 6 条生产线，预计 9 月份完成，可增加 1.5 万吨年产能。

(2) 特种橡塑产业技术研究院（扩建）项目：已完成规划设计。

(3) 特种橡胶新材料项目：目前正在进行土地收储工作。

若按目标达产将对营收带来大额增幅。特种橡胶新材料项目 5 年达到设计产能对应营收 3.18 亿元，特种工程塑料项目 3 年达到设计产能对应营收 5.03 亿元（公司问询函回复）。

图9：若募投项目全额达产，5 年将提升营收超 8 亿（万元）



数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

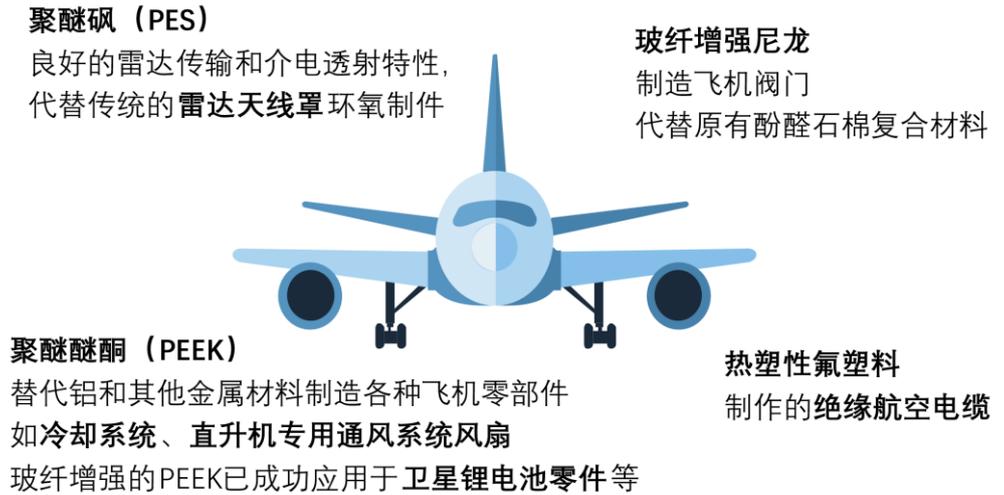
1.3、航天军工：2022 年与 2023 上半年收入大幅提升

随着我国航空工业的发展，对飞机及发动机的密封性要求越来越高，航空改性橡胶产品的市场前景广阔。一架歼击机需使用 1.2 万-1.5 万件橡胶制品和 400-500kg 密封剂，一架大型客机需使用大约 3 吨橡胶制品和 1.5 吨密封剂。

2022 年年报及 2023 半年报均表示，航空领域产品收入实现大幅度的提升，与航空企业共同制定了 2 项技术标准，规范了某类航空材料的适用要求，等离子表面处理技术完全成熟，已成功用于特殊产品的量产加工过程。为华密新材的持续经营和发展奠定了基础。

部分航天航空材料与应用部件对应如下：(1) 聚醚砜 PES 具备良好的雷达传输和介电透射特性，已用代替传统的雷达天线罩环氧制件；(2) 聚醚醚酮 PEEK 具备耐高低温、耐腐蚀性、耐疲劳性、耐水解性、耐辐照性的特点，可以替代铝和其他金属材料制造各种飞机零部件，已用于替代飞机燃油冷却系统及直升机专用通风系统风扇，玻纤增强的 PEEK 材料已成功应用于卫星锂电池零件、高温绝缘圈等，解决了普通工程塑料气体释放量、耐温和绝缘等级不能满足使用要求的技术难题；(3) 热塑性氟塑料制作的绝缘航空电缆具有重量轻、直径小、耐高低温、耐磨性、耐燃料油、耐润滑油及其他化学溶剂等性能，可满足航空航天等特殊使用环境要求；(4) 玻纤增强尼龙可用于制造飞机阀门，代替原有酚醛石棉复合材料以满足飞机阀门长期接触燃料仍保持稳定性和形态的要求。

图10：华密新材在特种工程塑料领域积累的核心技术满足航天军工领域要求



资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

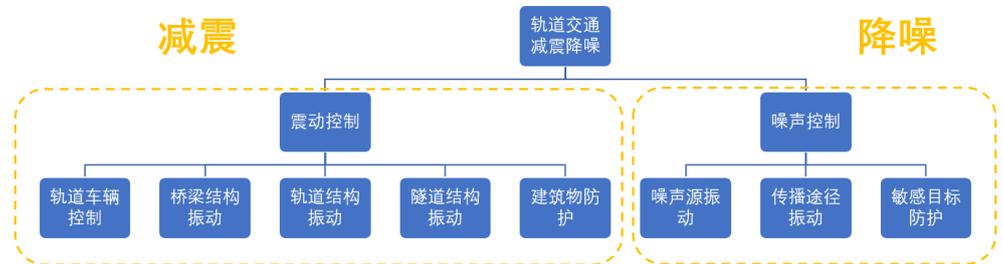
1.4、高速列车减振、降噪为橡胶减震制品提供市场空间

伴随着我国高速列车技术的成熟应用和运行速度的提高，列车的振动和噪声问题越发突出，直接影响乘客舒适度和司机安全驾驶，已成为综合评定车辆品质的指标之一。

由于橡胶制品高弹性、可逆形变的特点，其在轨道交通领域内的轨道工程、机车及车辆方面的应用效果明显。当前的轨道车辆，主要是由多组动力牵引机多组车厢通过钩缓连接装置连接成为一个整体，而该装置的主要结构由橡胶块和奇特金属安装部位组成。在轨道车辆中运用橡胶制品可以作为动力的承担结构，在车辆加速、减速、制动、串动过程中起到缓冲减震作用，为乘客提供更加安全舒适的运行环境。

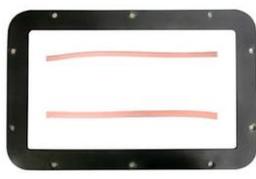
随着轨道交通行业的快速发展，对相关配套的橡胶制品需求将逐年增加，轨道工程橡胶制品的市场规模和应用领域将会进一步扩大。

图11：减震、降噪为橡胶制品的高速列车市场提供空间



资料来源：2023 半年报、开源证券研究所

表4：耐磨类橡胶件、密封垫、橡胶减振件等应用于高铁领域

产品类别	产品图示	主要特点
保护橡胶		该产品作用于高铁车厢与车厢之间，起缓冲减震作用。产品选用无味、阻燃橡胶，具备环保、阻燃、耐候、低VOC及耐磨等特点。
密封垫		产品主要采用高阻燃性且绝缘性能好的橡胶材料，其作为电气柜开关连接处的重量零部件起到承载电压、电流，并与金属壳体保持密封、绝缘的作用，主要用于高铁电气部位。
减震件		橡胶（金属）减震器，由于橡胶在很宽的温度范围具有独特的粘弹行为，可以吸收和消耗路面冲击的能量，起到减震降噪、缓和冲击、支撑等作用，实现高阻尼、大剪切、高刚度。

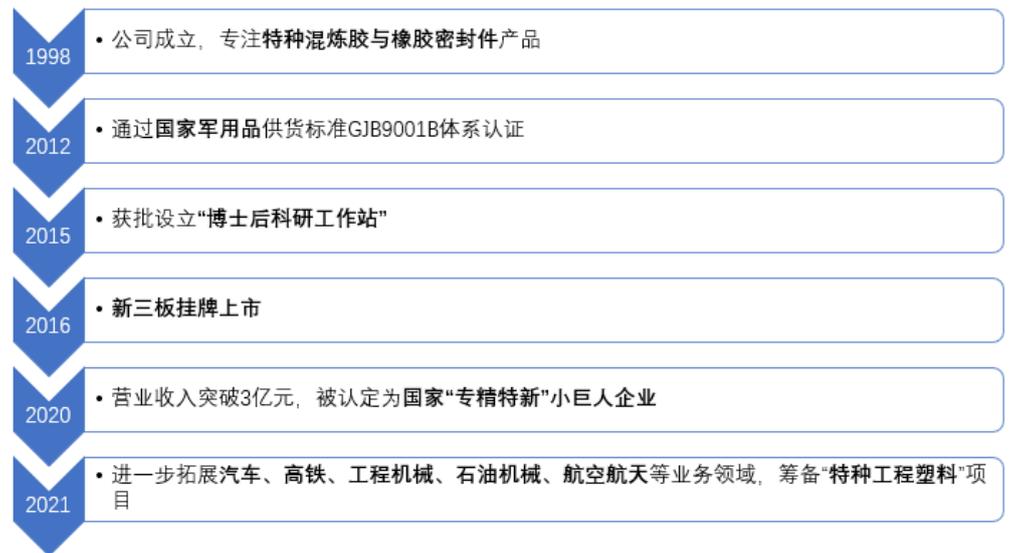
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2、公司情况：材料制品协同

2.1、发展与产品介绍：1998年成立，补链强链，当前材料占比7成

基础材料与制品升级。华密新材为顺应市场需求发展橡胶材料与制品业务，成立于1998年，后逐渐形成以丁腈橡胶、氟橡胶、氢化丁腈橡胶为主的特种混炼胶材料业务。2012年来橡塑制品业务不断发展壮大，现已进入汽车、高铁、工程机械、石油机械、航空航天等重要装备领域，提供高性能的橡塑材料及制品零部件。

图12：成立于1998年，2012年初探军工领域，2021年确定向高端与特种产品进军



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

主营橡塑材料（七成）与橡塑制品（三成）。2022 年与 2023H1 橡塑材料营收分别为 2.36 与 1.39 亿元，制品则为 9844 与 5114 万元。其中来自材料的收入占比分别为 72.64% 与 70.53%。

图13: 主营业务分项保持上升趋势

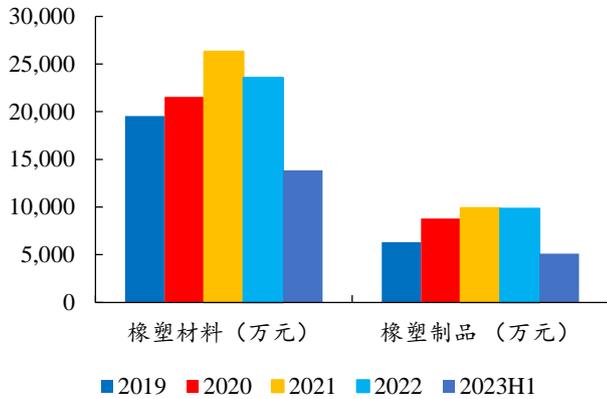
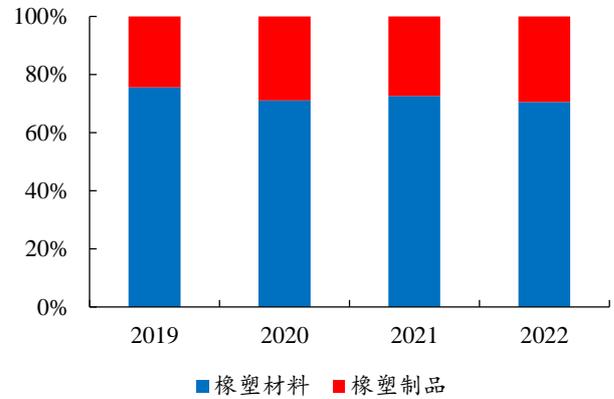


图14: 橡塑材料占7成，橡塑制品占3成



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

#橡塑材料

应用于汽车、高铁、工程机械、石油机械、航空航天等相关领域的原材料。以橡胶混炼胶为主，是生胶或塑炼胶按配方与配合剂经炼胶机混炼的胶料。主要包括丁腈橡胶系列、氟橡胶系列、氢化丁腈系列等特种橡胶混炼胶，及三元乙丙橡胶系列、天然橡胶系列等通用橡胶混炼胶。

表5: 产品具备良好化学特性，下游应用领域广泛

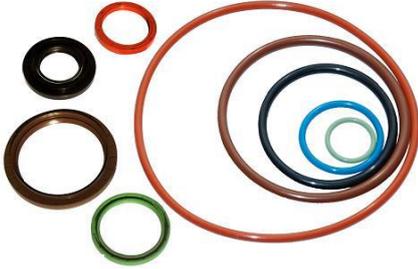
产品类别	材料特性	应用领域
丁腈橡胶系列	以优异的耐油性著称，同时还具有良好的耐寒性、耐磨性、老化性及气密性。	主要应用于各类耐油制品，如耐油管、胶带、橡胶隔膜、大型油囊、O形圈、油封、皮碗、膜片、活门、波纹管、胶管、发泡等。
氟橡胶系列	氟橡胶混炼胶具有高度的化学稳定性，同时还具有优异的耐热性、抗氧化性、耐油性、耐腐蚀性和耐大气老化性。	应用于现代航空、导弹、火箭、舰艇、原子能等尖端技术及汽车、造船、化学、石油、电讯、仪器、机械等业领域。
氢化丁腈橡胶系列	具有良好耐油性，并且由于其高度饱和的结构，使其具有良好的耐热性能，优良的耐化学腐蚀性能与耐臭氧性能，较高的抗压永久变形性能；同时氢化丁腈橡胶还具有高强度、高撕裂性能、耐磨性能优异等特点。	主要用于汽车、石油、航空航天等领域，如用作汽车油封、燃油系统部件、汽车传动带、钻井保持箱和泥浆用活塞、印刷和纺织用胶辊、航天航空用密封件、减震材料等。
三元乙丙橡胶系列	具备优秀的耐老化性能特性，在耐臭氧、耐天候、耐热、耐水、耐水蒸气、耐紫外线、耐辐射等方面表现突出。同时具备优异的耐酸、碱、洗涤剂化学药品特性及优良的绝缘性能。	主要应用于汽车密封件、耐热胶管、胶垫、护套、建筑防水、电线电缆外皮保护等。
天然橡胶系列	在常温下具有较高的弹性，稍带塑性，具有非常好的机械强度，滞后损失小，在多次变形时生热低，具有良好的耐屈挠性，同时因其非极性特点，拥有良好的电绝缘性能。	主要应用于日常生活用品、医疗卫生行业、交通运输轮胎、工业传送带、农业胶管、气象探测工具、国防军工设备等。

资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

#橡塑制品（除航空航天、高铁外的下游领域列示如下）

(1) 汽车领域

表6：汽车领域产品应用于发动机、变速箱、车桥、轮毂等部位，起减震、密封作用

产品类别	产品图示	主要特点
悬置		悬置产品主要发挥支撑及 减震作用 ，降低动力总成振动向车身的传递，衰减由于路面激励引起的动力总成振动，实现提高驾乘人员舒适性的功能。
防尘罩		防尘罩主要作用是对内部连接结构或装置发挥 防尘保护作用 ，其材质多以橡胶材料、热塑性弹性体及塑料为主，应具备易安装、抗老化、抗曲挠性好、使用寿命长等特点。
O型圈、油封等密封件		密封产品主要作用于机械缝隙， 防止内部油类渗出及外部异物的渗入，保证机械正常运转。 O型圈结构简单，成本低廉，拆装方便，有良好的密封性，既用于静密封，也可用于往复运动密封；油封又称旋转轴唇型密封圈，常用于防止机械润滑油向外泄露和外界灰尘、杂质进入机械内部。结构紧凑，摩擦力小，跟随性好，对机器振动和主轴的偏心有一定的适应性。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

(2) 工程机械领域

表7：在工程机械领域主要销售的橡塑制品包括聚氨酯支承、垫板、橡胶减震器等

产品类别	产品图示	主要特点
支承/垫板类		支承类、垫板类产品，其材质选用具有高耐磨、低压变、拉伸强度、伸长率大等优异性能聚氨酯材料，从而实现 高承压、高耐磨 的功能，以适用于工程机械领域的特殊环境。
橡胶减震器		橡胶减震器结构采用橡胶、钢板复合而成，在 受到高频振动时，使振动源减少并控制振动源的传递 ，从而起到优良的减震作用，橡胶减震器广泛应用于工程机械领域如：压路机、振动机、液压夯等。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

(3) 石油机械领域

表8：石油机械领域产品起密封效果

产品类别	产品图示	主要特点
闸板闸座		闸板作用于闸阀内部，通过调节顶端阀杆升降，从而达到密封作用；橡胶闸座又叫“软靠背闸座”，作用于蝶阀阀体上，内壁连接蝶板， 通过旋转蝶板开合，达到密封效果。 此类产品特点是制作简单，更换方便，节约成本等。

产品类别	产品图示	主要特点
油田用产品		<p>防喷盒胶芯应用于油田连续油管作业中，主要起阻止井内油气水外溢的作用，避免造成环境污染。胶芯与连续油管之间形成动密封来实现连续油管带压作业，保障带压作业安全。胶芯具有耐高压、耐磨，耐水、油、硫化氢等介质，弹性好，长期受压变形小的特点。</p> <p>固井胶塞作用于深井管道，注水泥时，起到隔离水泥浆和泥浆，防止水泥浆中渗入泥浆影响固井质量。</p>

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

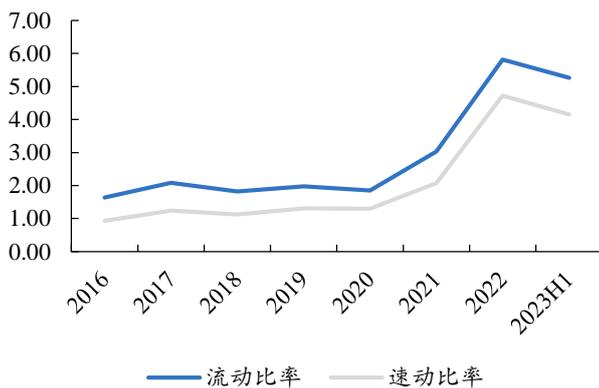
2.2、商业模式：以销定产、以产定采、国内直销

定制化属性强决定产品结构^{与成本}，依靠订单及交货计划制定生产计划。华密新材生产所需主要原材料包括丁腈橡胶、三元乙丙橡胶、氟橡胶、天然橡胶等橡胶生胶以及炭黑、二辛酯、硫化剂、促进剂等配合剂、骨架、零部件及其他等。评估各品种原材料耗用量、市场价格、库存情况、订货周期等要素，确定对外采购的数量与预算，以确保正常生产。

生产周期相对较短，应对长合作客户产品需求准备成品备货。部分合作时间较长的客户产品需求量大且稳定，因此便于公司分析预测其采购规模。临时性订单时有发生，根据近期采购量、产品库存量等条件动态调整生产计划，适当提前备货一定库存。

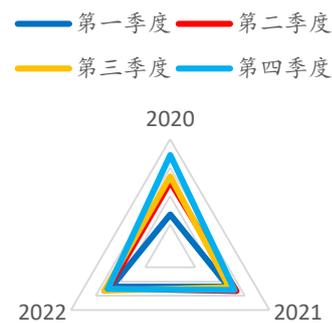
橡塑材料和橡塑制品均采用直销方式展开销售业务。为缩小客户服务半径，公司在长春、青岛等地设立技术分中心，派驻经验丰富的技术人才，就近同客户开展产品设计、技术沟通等工作。

图15：流动比率与速动比率近年加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：存在一定季节性，四季度较高



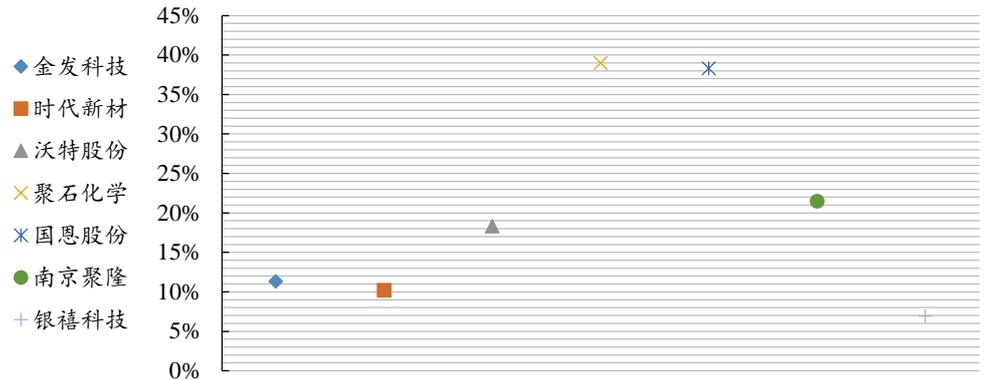
数据来源：Wind、招股说明书、开源证券研究所

3、行业情况：新橡塑材料领域有成长性，公司盈利强估值低

华密新材属于“C29 橡胶和塑料制品业”。

行业具备持续增长空间。选取2022年营收在10亿以上的较大体量特种塑料公司，2019-2022年营收CAGR均为正，有成长性与市场空间。

图17：特种塑料行业景气，可比营收 2019-2022 年 CAGR 中、均值约 18.3%、20.8%

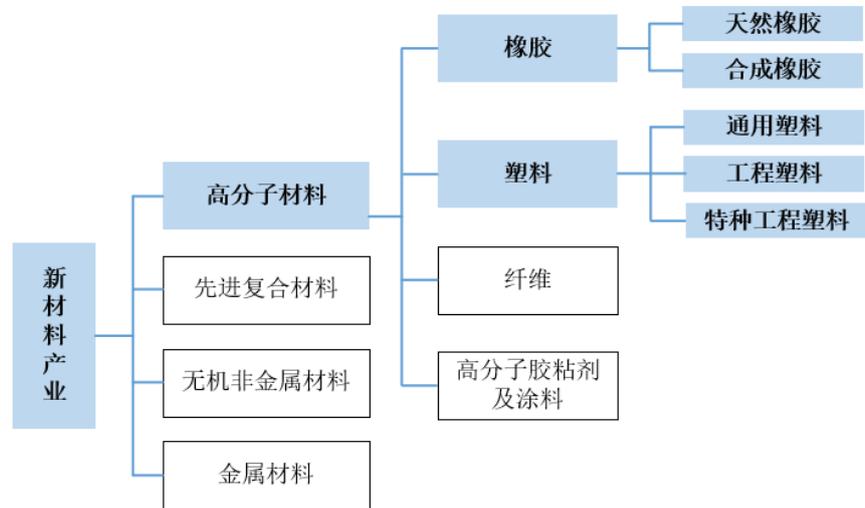


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1、市场规模：特种工程与改性有行业前景，上游合成树脂验证趋势

行业走向高端化。2020 年国家出台“十四五”规划及 2035 年远景目标，支持加快发展现代产业体系，发展战略性新兴产业，加快壮大新材料、高端装备、新能源汽车、航空航天及海洋装备等产业。橡胶与塑料行业内的技术创新水平将逐步提升，绿色生产理念进一步实践，实现产品结构转型升级。《石化和化学工业发展规划》鼓励发展高端产品。

图18：橡塑行业属国家支持发展的新材料产业分项



资料来源：招股说明书

塑料依据不同使用特性分为通用塑料、工程塑料和特种工程塑料三种。

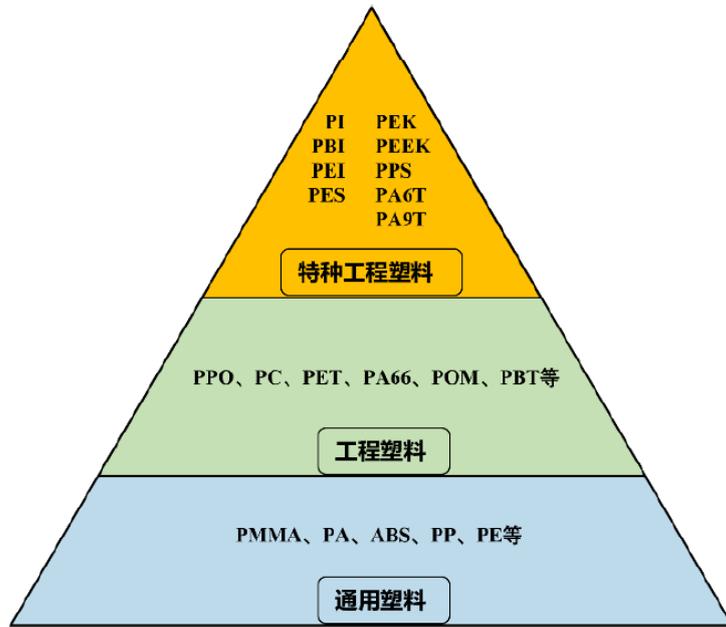
表9：塑料分类依据是使用特性，特种工程塑料耐热性突出

塑料类型	简介	主要产品
通用塑料	产量大、用途广泛、影响面较宽，产量占整个塑料产业的 90% 以上	聚丙烯 (PP)、聚乙烯 (PE)、聚苯乙烯 (PS)、聚氯乙烯 (PVC)、丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物 (ABS) 等
工程塑料	优良的机械性能、良好的尺寸稳定性、耐热性、耐化学性、耐磨性等。使用温度在 100°C~150°C，能在较宽的温度范围内承受机械应力；密度一般为钢铁的 1/6~1/5，铝的 1/3~2/3，	尼龙 (PA)、聚甲醛 (POM)、聚碳酸酯 (PC)、热塑性聚酯 (PBT/PET/PTT)、聚苯醚 (PPO) 等

塑料类型	简介	主要产品
特种工程塑料	比强度高，部分品种可达普通钢材5倍以上，汽车、交通运输等领域轻量化首选材料。 耐热性较工程塑料更为突出，使用温度一般在150°C以上	氟塑料、聚苯硫醚（PPS）、聚醚酰亚胺（PEI）、耐高温尼龙、聚醚醚酮（PEEK）、热塑性聚酰亚胺（TPI）、聚芳酯即液晶聚合物（LCP）等

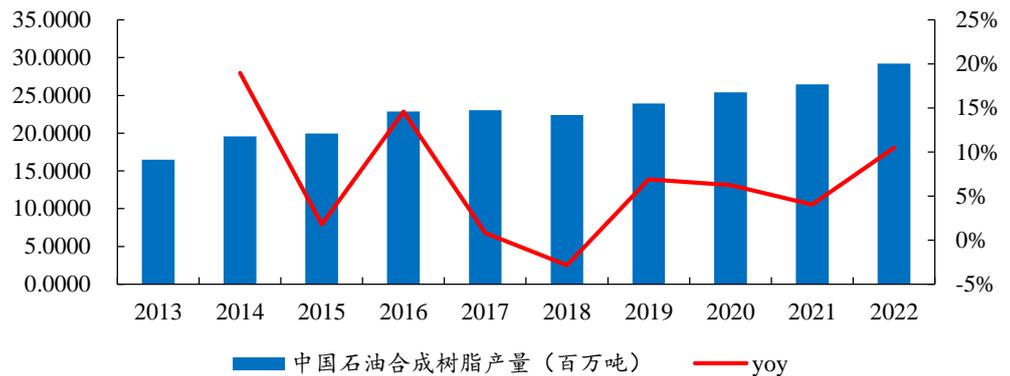
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

图19：特种工程塑料处于当前塑料研究领域“尖端”



资料来源：招股说明书

塑料行业进入“以塑代钢”趋势，原料合成树脂的增长验证行业成长性。塑料是以单体为原料，通过加聚或缩聚反应聚合而成的高分子化合物，由合成树脂及填料、增塑剂、稳定剂、润滑剂、色料等添加剂组成，与合成橡胶、合成纤维构成不可缺少的三大合成材料。随着全球节能环保意识的不断增强，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。根据中国塑料工业年鉴数据，2015年至2021年，我国规模以上工业企业合成树脂及共聚物产量由7,718万吨增长至10,765.40万吨。

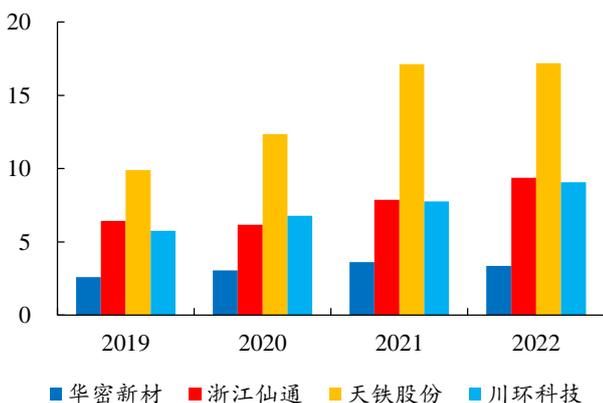
图20：以中国石油为例，上游合成树脂产量 2022 年增长 10.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

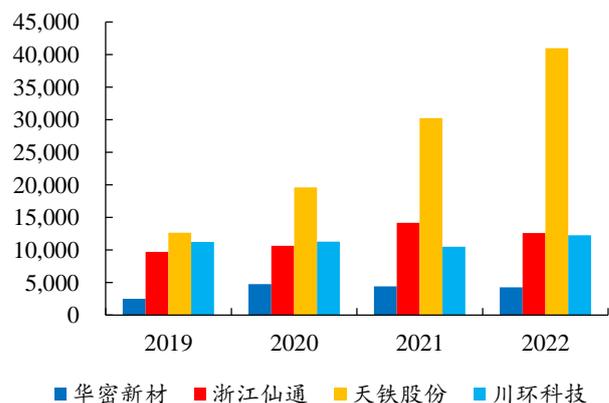
3.2、同业比较：华密新材盈利能力强，业绩具备成长性

可比公司具备参考价值但无强可比性。选取浙江仙通、天铁股份、川环科技 3 家橡塑行业公司，而华密新材业务同时涉及橡塑材料与橡塑制品，同时下游领域与对标公司不同，橡塑材料主要为混炼胶材料，目前在市场上无公开信息，价格对比无公开依据；橡塑制品产品定制化属性强，不同产品之间的性能水平、结构设计、最终用途差异较大，原料构成、技术投入、加工工艺、生产设备以及试验检测手段均存在较大差异，因此仅具备部分比较价值。

规模端：华密新材当前业务体量较小。2022 年华密新材、浙江仙通、天铁股份、川环科技四家公司营收分别为 3.36、9.36、17.20、9.07 亿元，归母净利润则为 4263、12620、41023、12242 万元。有上升空间。

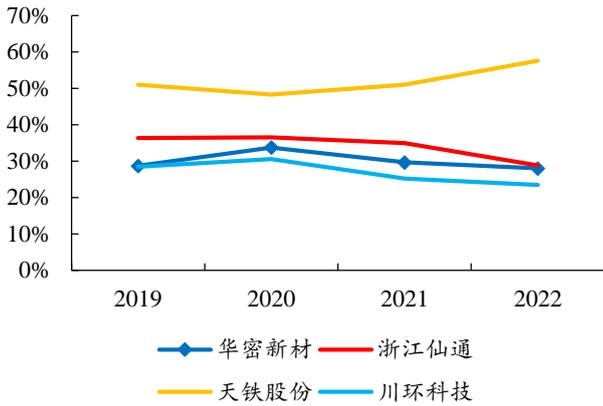
图21：营收规模端有上升空间（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

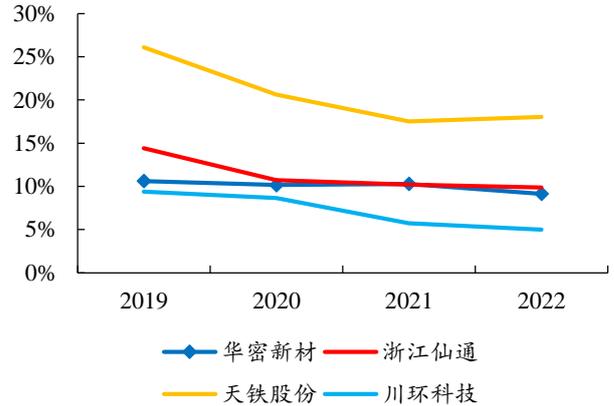
图22：2022 年归母净利润与营收排序相同（万元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力：毛利率与行业一致(剔除天铁股份)，费用管控能力强。2020-2022 年管理、销售、财务三费率之和仅 9.15%。受益区位优势，位于橡塑大省河北，长期稳定合作减少费用支出。

图23：综合毛利率除天铁股份外差异小


数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：受益区位优势与客户合作，费用管控强


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、关键假设、盈利预测与投资建议

我们认为，华密新材自 2022Q3 起摆脱疫情负面影响。2023 年营收利润水平应回到近年最高水平，同时公司是技术导向型企业，科技研发属性强，深耕橡塑行业，近年以航空航天和高铁为代表的中高端下游领域发展佳，带动公司高毛利橡塑制品占比结构增长与整体规模提升。

因而预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 0.51/0.68/0.93 亿元，对应 EPS 分别为 0.55/0.73/0.99 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 11.5/8.7/6.4 倍，首次覆盖给予“增持”评级。可比公司 PE 2023E 均值 20.3X，公司估值水平较可比公司低。

表10：可比公司 PE(2023E)均值 20.3X

公司名称	股票代码	最新收盘价(元/股)	最新总市值(亿)	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
浙江仙通	603239	16.45	44.53	0.47	0.62	0.95	1.32	35.3	26.6	17.3	12.4
天铁股份	300587	6.36	69.41	0.38	0.49	0.65	0.88	16.9	13.0	9.8	13.0
川环科技	300547	16.80	36.44	0.56	0.79	1.05	1.33	29.8	21.3	15.9	12.6
均值				0.47	0.63	0.88	1.18	27.3	20.3	14.3	12.7
中值				0.47	0.62	0.95	1.32	29.8	21.3	15.9	12.6
华密新材	836247	6.34	5.91	0.46	0.55	0.73	0.99	13.9	11.5	8.7	6.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：可比公司盈利预测均来自于 Wind 一致预测，收盘日为 2023.10.16）

5、风险提示

宏观经济运行及下游行业波动的风险、原材料价格波动风险、募投项目新增产能消化风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	211	397	437	472	536
现金	26	216	194	170	145
应收票据及应收账款	100	91	138	154	209
其他应收款	4	7	6	11	11
预付账款	2	4	3	6	6
存货	67	75	92	126	160
其他流动资产	12	5	5	5	5
非流动资产	69	68	72	82	97
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	58	56	61	72	88
无形资产	9	9	8	7	6
其他非流动资产	2	3	3	3	4
资产总计	280	466	509	555	634
流动负债	70	68	76	81	93
短期借款	26	25	25	25	25
应付票据及应付账款	11	9	14	16	24
其他流动负债	33	34	37	39	44
非流动负债	2	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	1	1	1	1
负债合计	71	69	77	82	94
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	70	93	93	93	93
资本公积	70	214	214	214	214
留存收益	69	89	114	151	200
归属母公司股东权益	209	396	432	473	540
负债和股东权益	280	466	509	555	634

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	25	56	5	23	30
净利润	44	43	51	68	93
折旧摊销	10	10	9	11	15
财务费用	2	1	-1	-2	-0
投资损失	0	-0	0	0	0
营运资金变动	-42	0	-52	-52	-75
其他经营现金流	11	2	-1	-2	-3
投资活动现金流	-9	-8	-13	-22	-30
资本支出	9	10	13	22	30
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	1	-0	-0	-0
筹资活动现金流	2	142	-15	-25	-26
短期借款	-1	-1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	8	23	0	0	0
资本公积增加	33	144	0	0	0
其他筹资现金流	-37	-24	-15	-25	-26
现金净增加额	18	190	-22	-24	-26

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	363	336	403	525	698
营业成本	255	241	284	372	489
营业税金及附加	3	3	4	5	6
营业费用	10	10	14	16	21
管理费用	26	19	24	29	38
研发费用	18	19	24	31	42
财务费用	2	1	-1	-2	-0
资产减值损失	-1	-1	0	0	0
其他收益	4	10	5	5	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	-0	-0	-0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	50	49	59	77	105
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	0	2	1	1	1
利润总额	50	48	58	77	105
所得税	6	5	7	9	12
净利润	44	43	51	68	93
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	44	43	51	68	93
EBITDA	60	52	62	84	116
EPS(元)	0.47	0.46	0.55	0.73	0.99

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	19.1	-7.6	20.1	30.2	33.0
营业利润(%)	-10.3	-2.0	20.3	31.4	36.3
归属于母公司净利润(%)	-7.4	-3.6	20.5	31.7	37.1
获利能力					
毛利率(%)	29.7	28.0	29.5	29.1	30.0
净利率(%)	12.2	12.7	12.7	12.9	13.3
ROE(%)	21.2	10.8	11.9	14.3	17.2
ROIC(%)	21.0	18.3	17.9	19.5	21.3
偿债能力					
资产负债率(%)	25.5	14.9	15.2	14.7	14.8
净负债比率(%)	0.9	-47.9	-38.9	-30.5	-22.0
流动比率	3.0	5.8	5.7	5.9	5.8
速动比率	2.0	4.7	4.5	4.2	4.0
营运能力					
总资产周转率	1.4	0.9	0.8	1.0	1.2
应收账款周转率	5.4	5.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	24.7	24.2	62.7	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.46	0.55	0.73	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.60	0.06	0.25	0.32
每股净资产(最新摊薄)	2.24	4.25	4.63	5.07	5.79
估值比率					
P/E	13.4	13.9	11.5	8.7	6.4
P/B	2.8	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.9	7.7	6.8	5.3	4.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn