

## 禾昌聚合 (832089.BJ)

## 汽车轻量化降耗增程，成长中的高端改性塑料生产商

2023 年 10 月 23 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	2023/10/20
当前股价(元)	11.96
一年最高最低(元)	14.49/8.82
总市值(亿元)	12.87
流通市值(亿元)	7.99
总股本(亿股)	1.08
流通股本(亿股)	0.67
近 3 个月换手率(%)	44.97

北交所研究团队

### ● 专注改性塑料粒子，深耕聚丙烯，下游汽车市场成为新增长点

禾昌聚合主营改性聚丙烯(PP)粒子、改性工程塑料粒子为代表的改性塑料，涉及三大塑料类型中的通用塑料与工程塑料两类，下游以汽车和家电为代表，新能源汽车和商用车市场将成为新增长点。募投进展有序，三年约增加产能 8-10 万吨。2023H1 营收 5.98 亿元（+24.55%），归母净利润 5297 万元（+22.81%），毛利率 17.10%，净利率 8.85%。我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 1.05/1.32/1.63 亿元，对应 EPS 分别为 0.97/1.22/1.51 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 12.3/9.8/7.9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

### ● 公司：新增 8 万吨产能约对应营收增长 8.94 亿元，净利润 9097 万元

新增产能释放主要通过宿迁禾润昌“年产 5.6 万吨高性能复合材料建设项目”以及陕西禾润昌“年产 2.5 万吨高性能复合材料建设项目”。2023 年 8、9 月公告计划未来两年内达到满产状态，三年将增加产能 8-10 万吨，8 万吨产能约对应增收 8.94 亿元。汽车下游直接客户为零部件注塑厂商，终端客户为各大主机厂，已进入多家知名汽车主机厂商供应链。主要合作吉利、上汽、一汽、红旗、沃尔沃等，新能源品牌主要有比亚迪、极氪、合众新能源等。家电类产品客户均为家电厂商，与 LG、三星、创维、惠而浦达成广泛合作。

### ● 行业：聚丙烯(PP)为成熟品种，受石油价格影响较大，公司成长性领先

聚丙烯（PP）是通用树脂中发展最快的品种，产量占 1/4，石油价格变动的传导效应较强，为保证品质，国外采购 POE 等少量特殊牌号原材料。国内大量中小型改性塑料加工企业的生产规模在 1 万吨以下，因难以进入大客户供应体系具有较大整合空间。汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%-8%。纯电动汽车整车重量每降低 10kg，续航里程可增加 2.5k。禾昌聚合 3 年营收 CAGR 25.31%，归母净利润 CAGR 57.87%领先行业。

### ● 风险提示：原材料波动风险、下游汽车、家电波动风险、应收账款坏账风险

#### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	977	1,121	1,295	1,632	1,856
YOY(%)	21.9	14.7	15.5	26.0	13.7
归母净利润(百万元)	81	91	105	132	163
YOY(%)	18.2	12.1	14.6	25.9	23.4
毛利率(%)	16.5	16.2	16.8	17.0	17.4
净利率(%)	8.3	8.1	8.1	8.1	8.8
ROE(%)	9.6	10.0	10.5	11.8	12.9
EPS(摊薄/元)	0.76	0.85	0.97	1.22	1.51
P/E(倍)	15.8	14.1	12.3	9.8	7.9
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 亮点与看点：保持增长的大体量中高端改性塑料生产商.....	4
1.1、 家电稳健发展，汽车业务成长与募投扩产推进助力公司增长.....	4
1.2、 核心产品 PP 分析：占 8 成营收，增长趋势显著.....	6
1.3、 原材料分析：随石油价格波动.....	8
2、 公司：专注主营，具备技术研发等优势.....	10
2.1、 主要产品：塑料粒子为主，低毛利片材占比下降.....	10
2.2、 商业模式：5 家子公司不同类产品，三、四季度旺季.....	13
2.3、 专利研发：积累医疗抗菌材料等高端产品技术储备.....	14
3、 行业：发展成熟，中高端市场逐步占领国外厂商份额.....	16
3.1、 市场规模与下游发展趋势：17%复合增长，汽车轻量化降油耗增程.....	16
3.2、 行业特性：回料循环利用降低成本、满足环保属性，但影响性能.....	17
3.3、 同行对比：成长性优势，3 年营收 CAGR 25.31%.....	17
4、 关键假设、盈利预测与投资建议.....	19
5、 风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

## 图表目录

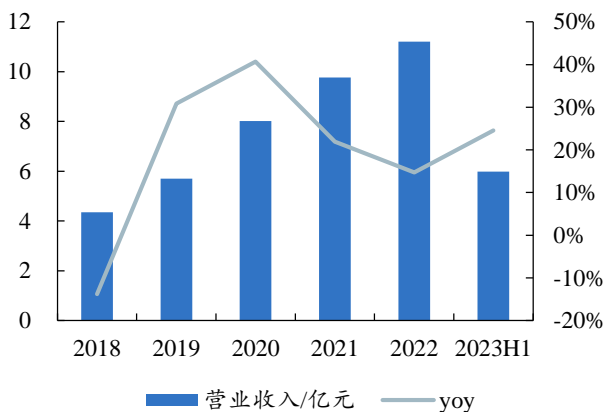
图 1： 2022 年营收 11.21 亿（+14.74%），保持增长.....	4
图 2： 利润体量随营收扩张，2022 年 9134 万元.....	4
图 3： 位于苏州，受益区位优势进入汽车与家电产业集群.....	4
图 4： 高光、免喷涂产品与沃尔沃深度合作.....	5
图 5： 汽车主机厂对塑料供应商的认证程序.....	5
图 6： 改性聚丙烯(PP)与总营收变动趋势相同.....	7
图 7： 毛利率约 18%-20%，收入占比约 8 成.....	7
图 8： 2023 年聚丙烯粒料产量上升，供给提升.....	8
图 9： 综合毛利率受到塑料粒子的提升向上拉动（%）.....	8
图 10： 2022 年下半年原油价格下滑，公司毛利率受益提升.....	9
图 11： 禾昌聚合具备技术研发、客户资源等 5 大优势.....	10
图 12： 改性塑料例子应用于汽车、家电零部件.....	10
图 13： 塑料片材应用于商品、食品包装.....	10
图 14： 应用于汽车内外饰及部分车身构件.....	12
图 15： 滚筒洗衣机内筒等是家电重要应用场景.....	12
图 16： 禾昌聚合已涉及三类塑料中的通用塑料与工程塑料.....	12
图 17： 主要销往华东地区（万元）.....	14
图 18： 三、四季度为旺季（万元）.....	14
图 19： 2022 年研发支出 4167 万元，费用率维持.....	15
图 20： 2022 年人均创收超 200 万元（万元）.....	15
图 21： 上游为石化与煤化工，下游为汽车零部件、家电、塑料包装.....	16
图 22： 2018-2021 年市场规模 CAGR 16.98%，具备增长空间.....	16
图 23： 中国改性塑料需求量 2025 年或达到 1837 万吨，具备成长潜力.....	17
图 24： 营收与江苏博云体量较为相似（亿元）.....	19

图 25: 归母净利润缩小与大企业差距 (万元) .....	19
图 26: 3 年营收 CAGR 25.31%, 行业具备成长性 .....	19
图 27: 3 年归母净利润 CAGR 57.87%, 领先行业 .....	19
表 1: 汽车领域主要通过零部件厂商供给至终端车厂 .....	5
表 2: 代表性改性塑料产品配方已实现多数大客户应用, 中高端车型提高毛利率 .....	6
表 3: 家电领域终端客户为 LG、三星、创维、惠而浦等 .....	6
表 4: 原材料与主要产品的对应关系 .....	8
表 5: 按种类分为粒子和片材, 公司主要聚焦改性矿物填充、玻纤增强聚丙烯(PP)粒子, 还涉及工程塑料等 .....	11
表 6: 通常修改加工、耐热、阻燃、收缩等性能 .....	13
表 7: 禾昌聚合及下属 5 个子公司主营业务与产品 .....	13
表 8: 截止 2022 年在研项目, 包含医疗抗菌材料等领域 .....	15
表 9: 中端行业产品与国外竞争对手已无明显差距 .....	18
表 10: 与国内厂商部分产品标号品质相同 .....	18
表 11: 可比公司 PE (2023E) 均值 19.6X .....	20

## 1、亮点与看点：保持增长的大体量中高端改性塑料生产商

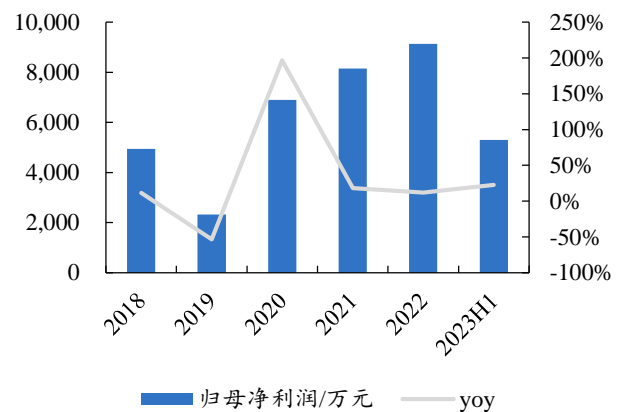
禾昌聚合主要从事改性塑料的研发、生产与销售，拥有以改性聚丙烯为主多种类型产品，汽车下游直接客户为零部件注塑厂商，终端客户为各大主机厂；家电类产品的直接客户和终端客户均为家电厂商。目前主要合作的汽车品牌有吉利、上汽、一汽、红旗、沃尔沃、北汽、长城汽车、江淮汽车、东风汽车、大众、马自达、日产等，新能源品牌主要有比亚迪、极氪、合众新能源等。新能源汽车和商用车市场将成为公司业绩新的增长点。

图1：2022 年营收 11.21 亿（+14.74%），保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：利润体量随营收扩张，2022 年 9134 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、家电稳健发展，汽车业务成长与募投扩产推进助力公司增长

规模门槛提高，行业具有较大整合空间。国内大量中小型改性塑料加工企业的生产规模在 1 万吨以下，且主要以加工低端的改性料为主，在当前人力成本提升、技术研发投入加大等趋势之下，不具备规模优势的中小企业很难在行业存活。更为重要的是，以家电和汽车为主的下游市场也在持续整合，小规模改性塑料企业难以进入大客户供应体系。

图3：位于苏州，受益区位优势进入汽车与家电产业集群



资料来源：公开发行说明书

随新车型投产，目标成为指定原料供应商。部分产品需要获得汽车行业主机厂、家电行业主要厂商的产品测试或资质认证，由终端客户指定其一级供应商使用公司产品。通常情况下，汽车主机厂的新车型从规划设计到投产上市需要 2-3 年的时间，其中从零部件设计阶段到整车试验通过大约需要 1 年半到 2 年的时间。公司力争介入客户终端产品的研发设计阶段，获得样件认可之后，将成为新车型的主要改性塑料供应商之一。在增加客户合作黏性的基础上与其建立稳固的战略合作，为后续大额订单的获取打下了良好的基础。汽车领域：已通过了一汽大众、上汽大众、吉利汽车、领克汽车、上汽通用、上汽乘用车、东风日产、江铃汽车、丰田汽车等国内外知名汽车企业原材料认证或零部件认可，以及江淮汽车、东风柳汽、福田汽车等二级供应商认证。

现阶段已进入多家知名汽车主机厂商供应链。

表1：汽车领域主要通过零部件厂商供给至终端车厂

客户名称	产品主要应用汽车品牌
江苏新泉汽车饰件股份有限公司	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
浙江利民实业集团有限公司	吉利汽车
苏州万隆汽车零部件股份有限公司	江淮汽车、东风日产、江铃汽车、福田汽车、吉利汽车
海南钧达汽车饰件股份有限公司	东风日产、东风柳汽
丹阳金城配件有限公司	江淮汽车、吉利汽车
江苏永成汽车零部件股份有限公司	上汽乘用车、奇瑞汽车、比亚迪、北京汽车、小鹏汽车

资料来源：公开发行说明书、开源证券研究所

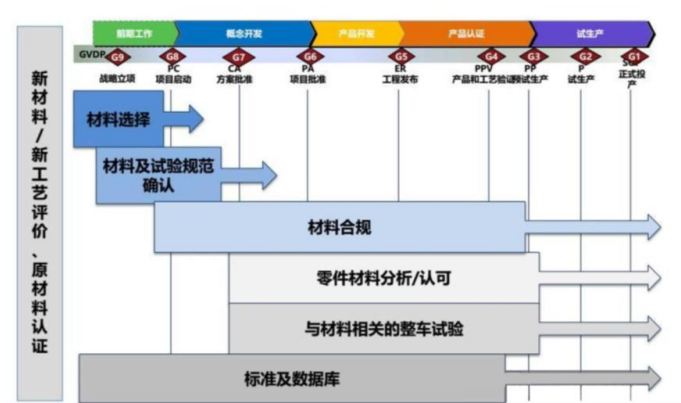
以沃尔沃为例，应用高光、免喷涂产品。2023 年 5 月 9 日至 10 日，禾昌聚合作为沃尔沃汽车材料供应商受邀参加其亚太区总部举行的“2023 沃尔沃汽车亚太区可持续发展技术展”，现场展出了有关高光、免喷涂类产品等。沃尔沃汽车的 2023H1 在中国大陆共售出 78,194 辆，同比增长 11.7%。其中新能源车型销量同比增长 48%，占整体销量的份额提升 2.3%。

图4：高光、免喷涂产品与沃尔沃深度合作



资料来源：2023 年半年报

图5：汽车主机厂对塑料供应商的认证程序



资料来源：公司问询函回复

车型高低也会导致毛利率存在差异。如禾昌聚合供应的产品除了较多用于合资品牌车型之外，供应给吉利汽车的改性塑料产品也有较多是用于其旗下的沃尔沃品牌、领克等中高端车型，因而产品的盈利空间也相对更高一些。



**表2：代表性改性塑料产品配方已实现多数大客户应用，中高端车型提高毛利率**

代表性改性塑料产品配方设计	应用客户	应用场景
免喷涂改性聚丙烯	吉利汽车、奇瑞汽车、上汽乘用车的	保险杠装饰板
低气味、低 VOC 改性塑料	吉利汽车、江淮汽车、上汽通用、上汽大众、沃尔沃、上汽乘用车	汽车内饰件、门板、仪表板、立柱、天窗框架等
轻量化长玻纤改性聚丙烯	一汽轿车、一汽马自达、吉利汽车、东风柳汽、上汽乘用车、长城、比亚迪、长安汽车	仪表板骨架、天窗框架、前端框架
低收缩改性聚丙烯	吉利汽车、江铃汽车、一汽丰田、沃尔沃	保险杠
高光、免喷涂、高耐候 PMMA/ASA 合金材料	比亚迪、吉利汽车	格栅、保险杠装饰条、B 柱装饰板、内饰高光面板
高光、免喷涂、金属光泽/珠光效果、耐候 ASA	吉利汽车、上汽乘用车	格栅、保险杠装饰板
玻纤增强聚酰胺材料	比亚迪、长安汽车、吉利汽车	前端框架、水室、进气歧管
抗菌防霉改性聚丙烯	三星、LG	冰箱抽屉盒、洗衣机滚筒以及洗涤盒

资料来源：公开发行说明书、开源证券研究所

**家电领域：**通过了 LG、三星、创维、惠而浦等主要客户的认证和测试，与著名家电生产商或专业为家用电器配套的家电零部件企业达成广泛合作。

**表3：家电领域终端客户为 LG、三星、创维、惠而浦等**

客户名称	产品主要应用家电品牌
南京乐金熊猫电器有限公司	LG 洗衣机
南京创维家用电器有限公司	创维洗衣机
苏州三星电子有限公司	三星空调、洗衣机、冰箱
苏州恒源盛模塑有限公司	三星空调、洗衣机、冰箱
惠而浦（中国）股份有限公司	惠而浦洗衣机

资料来源：公开发行说明书、开源证券研究所

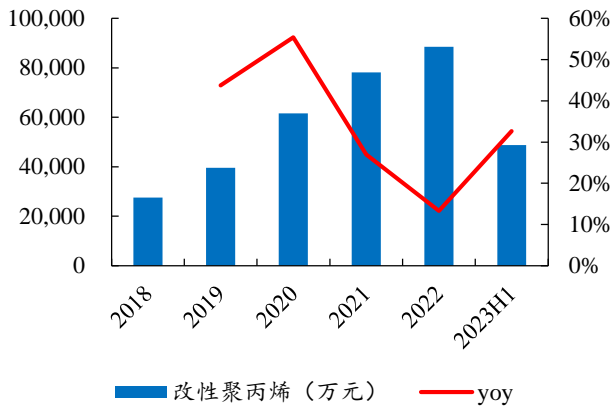
募投“年产 56,000 吨高性能复合材料项目”将新增改性塑料生产能力 5.6 万吨/年，包括家电用改性 PP、长纤维增强热塑性材料（LFT）在内的改性 PP 以及改性工程塑料、改性 ABS 等其他高性能复合材料。

根据公开发行说明书募投部分，建设期 21 个月，从项目建设期开始第 22 个月开始投产，当年预计达产率为 15.00%，第 3 年预计达产率 80%，第 4 年 100%。可实现年均营业收入 6.26 亿元，年均净利润为 6,368.08 万元。

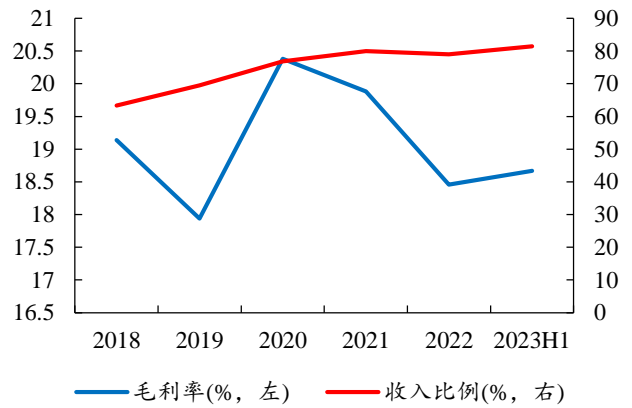
根据公司公告，新增产能的释放主要通过宿迁禾润昌“年产 5.6 万吨高性能复合材料建设项目”以及陕西禾润昌“年产 2.5 万吨高性能复合材料建设项目”。2023 年 8、9 月公告公司计划未来两年内达到满产状态。同时通过其他项目的稳步运营，三年将增加产能 8-10 万吨。8 万吨产能约对应增收 8.94 亿元，净利润 9097 万元。

## 1.2、核心产品 PP 分析：占 8 成营收，增长趋势显著

禾昌聚合的核心产品是改性聚丙烯塑料粒子。2022 年营收 8.85 亿元(+13.28%)，毛利率 18.46%，占营收比例 78.98%。

**图6：改性聚丙烯(PP)与总营收变动趋势相同**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图7：毛利率约 18%-20%，收入占比约 8 成**


数据来源：Wind、开源证券研究所

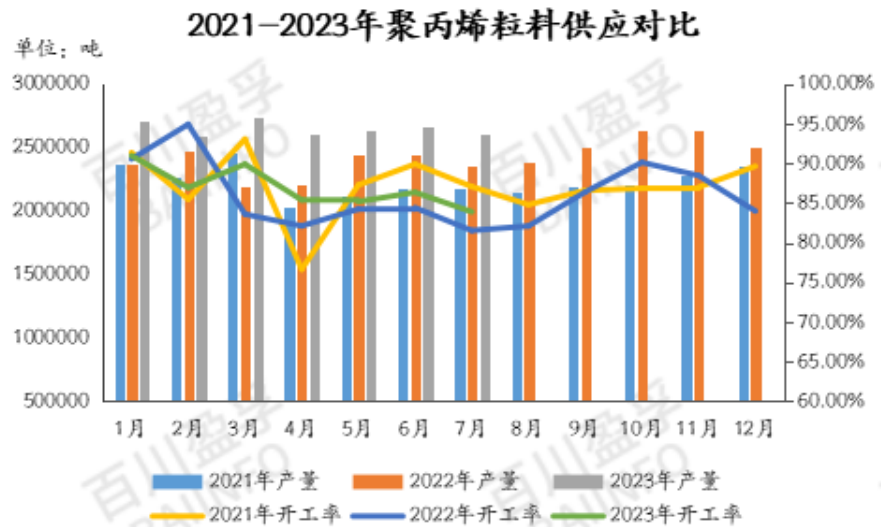
**聚丙烯 (PP)** 来源丰富、易于成型加工、产品综合性能优良，用途非常广泛，已成为通用树脂中发展最快的品种，尤其在汽车零部件领域，有逐步替代 ABS、PS、PVC 和部分工程塑料的趋势。被其他改性塑料粒子替代的可能性较小，聚丙烯产量占有五大通用树脂 1/4 左右的份额。2018 年，改性 PP 产量已占据了改性塑料市场的 40%且近年来保持较为稳定的增长，此外，改性 ABS、改性 PS 分别占据 29%和 7%，位列第二、第三，改性工程塑料 PC、PA 的市场占比分别为 7%和 6%。综上所述，在通用改性塑料领域，应用范围最广的基材即为 PP、PS 以及 ABS。另外在工程塑料领域，应用范围最广的基材为 PC、PA。

PP 作为改性聚丙烯塑料粒子主要原材料系由石油经催化裂化至丙烯后聚合而成，产业链加工环节相对较少，**石油价格变动的传导效应较强**。

采购的 PP 又可分为 **PP 粉料、共聚 PP、均聚 PP**。均聚 PP 是单一丙烯单体的聚合物，共聚 PP 是丙烯单体与少量其他单体（乙烯、丁烯）聚合而成的聚合物。共聚 PP 由于乙烯含量较高，其刚性与抗冲击性能均衡，广泛应用于汽车和卡车保险杠，仪表台等内外饰件的生产，家用电器冰箱洗衣机，重工业包装箱等，在医学领域也有很好的拓展。均聚 PP 由丙烯单体聚合而成的均聚物，其具有良好的流动性能，宽范围的流速以及较高的刚性，易加工成型制成薄膜，适用于电器用品、汽车产品以及家庭用品等。不同供应商在采购时因 PP 类别有所侧重。PP 均聚粉料与均聚 PP 粒料相比机械性能基本无差异，不太稳定，但价格相对更低。均聚 PP 和 PP 粉料较多用于玻纤增强聚丙烯产品中。一般共聚 PP 的价格最高，其次是均聚 PP 和 PP 粉

根据百川盈孚，2023 年第三季度，**供给端**：中国聚丙烯粒料装置检修损失量小幅增加，供应端利好扶持行情有回暖趋势，国内新增产能投产多有延期计划供应压力逐步升级。**需求端**：部分企业投产计划受阻，场内需求面支撑不足，成品库存去化受到一定限制。

图8：2023 年聚丙烯粒料产量上升，供给提升

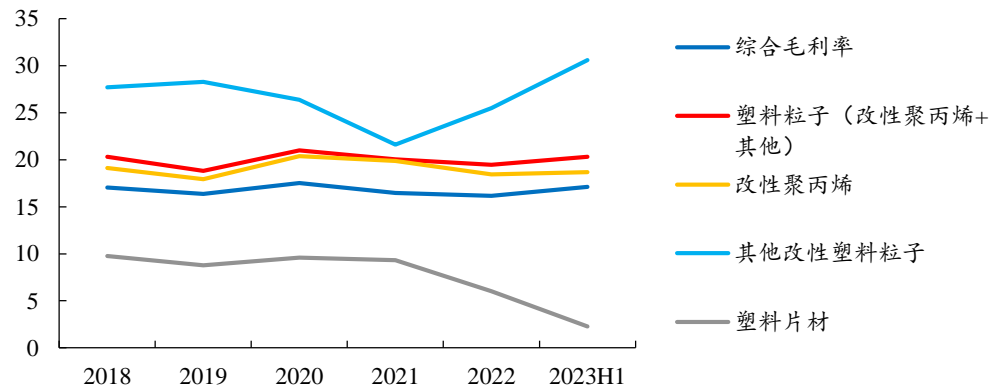


数据来源：百川盈孚

### 1.3、原材料分析：随石油价格波动

2018 年以来，禾昌聚合综合毛利率处于 16%-18% 区间。2021-2023H1 毛利率分别为 16.48%、16.17% 与 17.10%。

图9：综合毛利率受到塑料粒子的提升向上拉动（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

原材料用量较大,采购较为频繁,供应充分。生产塑料粒子的主要原材料为 PP、ABS、玻纤、POE、PP 回料、工程塑料及其他各类助剂等，生产塑料片材的主要原材料为 PET 和 PVC 及助剂等。主要从国内采购，仅有少量 PP、ABS 等原材料从国外采购。市场价格透明，采购价格一般随行就市，根据销售情况适当增减库存。

表4：原材料与主要产品的对应关系

原材料名称	产品名称
PP、ABS、玻纤、POE、滑石粉、工程塑料和 PE	改性塑料粒子
PET、PVC、再生塑料	塑料片材

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所



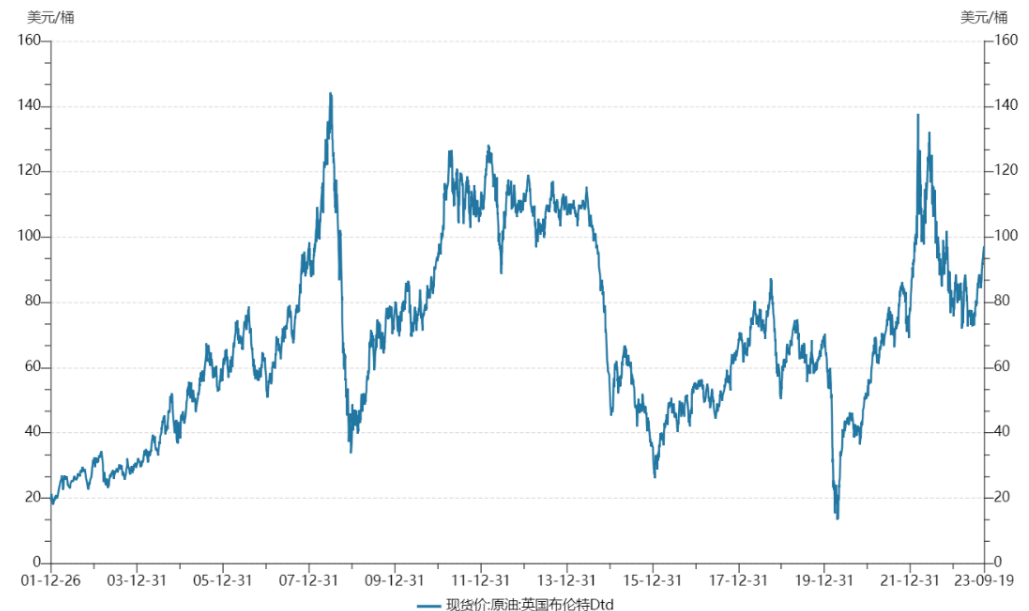
主要原材料均受到石油价格波动的影响，石油价格变动传导效应与生产链条长度相关。

ABS 整个生产链条相对较长，加工环节相对靠后，同时还需要丙烯腈、丁二烯等其他石化中间品作为原料，涉及的石化中间品较多，因此，石油价格变动的传导效应较弱。

PET 的产品生产链条系由原油经过一定的工艺过程提炼出 PX（对二甲苯），以 PX 为原料生成 PTA（精对苯二甲酸），PTA 和 MEG（单乙二醇）聚合生成 PET（聚对苯二甲酸乙二醇酯）。由于 PET 涉及到的工艺环节较多，石油价格变动的传导效应相对较弱。

PVC 树脂是生产 PVC 的主要原料，合成树脂属于石油化工产业链的中间产品，其价格主要受到石化产业链上游原油价格、中间品产业链长度、市场供需情况、煤化工产能替代等多种因素综合影响。因此，石油价格变动对合成树脂采购价格具有影响，但不直接构成线性相关。

**图10：2022 年下半年原油价格下滑，公司毛利率受益提升**



数据来源：Wind

为保证品质，国外采购 POE 等少量特殊牌号原材料。POE 基本依赖于海外进口，当前全球 POE 生产企业主要有陶氏化学、埃克森美孚、三井化学、韩国 SK 集团、LG 化学、沙特基础工业公司等。进口采购该类特殊牌号的原材料，由于品质更好，或国外原厂的价格比国内贸易代理商的价格更有优势。2019-2021 年由于国内光伏项目开展，POE（聚烯烃弹性体）市场需求多于供给，供应汽车用 POE 减少，价格提升。

国内采购以货到付款及款到发货为主，少部分客户提供账期，国外采购主要通过信用证结算的方式。从采购订单到原料收货入库一般需要一周，若从国外供应商采购则需要一个月左右。生产商一般有稳定的报价频率，一周一次或一月一次。

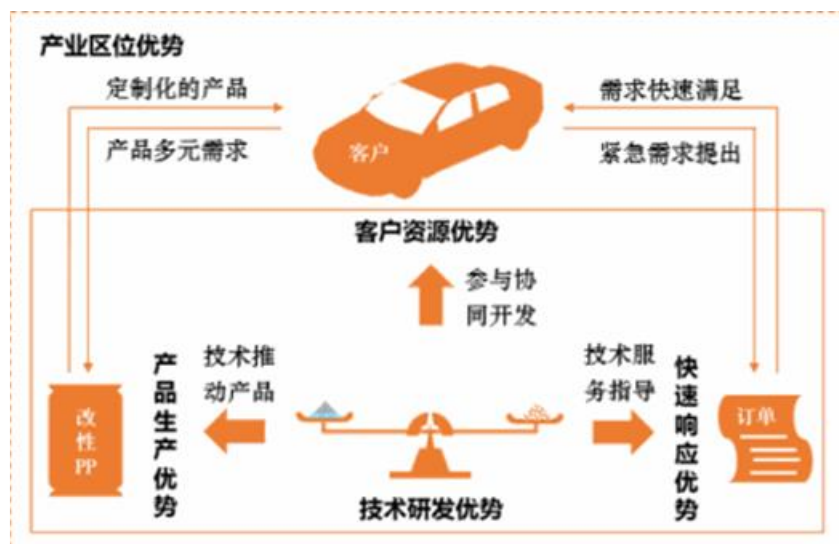
## 2、公司：专注主营，具备技术研发等优势

禾昌聚合已经构建集基础材料储备、助剂功能研发、改性配方设计、量产工艺开发、产品生产制造、快速物流响应和材料持续优化于一体的运营体系。自主采购原辅材料，“以销定产”生产拥有行业领先性能的改性塑料产品，并通过直销模式，满足客户对于塑料材料增强、耐磨、阻燃、耐韧、耐候、耐腐蚀等物理、化学方面特种功能的定制化要求。

董事长赵东明先生行业经验丰富。还曾所创立深市个股禾盛新材(002290.SZ)，成立于2002年11月，从事家电外观复合材料的研发、生产、销售。

公司2021年上市后连续两年稳定分红，股息率分别为1.76%与1.60%，截止2023年6月30日，期末未分配利润4.8亿。

图11：禾昌聚合具备技术研发、客户资源等5大优势



资料来源：公开发行说明书

### 2.1、主要产品：塑料粒子为主，低毛利片材占比下降

按材料形态分类：粒子与片材，再按基材种类与填充内容细分。

图12：改性塑料例子应用于汽车、家电零部件



资料来源：公开发行说明书

图13：塑料片材应用于商品、食品包装



资料来源：公开发行说明书

表5：按种类分为粒子和片材，公司主要聚焦改性矿物填充、玻纤增强聚丙烯(PP)粒子，还涉及工程塑料等

产品类别	产品简介	应用特点	应用场景及部件
塑料粒子	改性聚丙烯	汽车门板、保险杠、立柱等部件需要长期在高温暴晒、雨水冲刷下保持稳定性能，对材料的抗冲击性、耐热性、稳定性要求较高。与常规材料相比，矿物填充改性聚丙烯在保持上述性能的同时， <u>价格具有竞争力</u> 。	<u>汽车仪表、门板、立柱、保险杠</u> 等汽车内外饰件，以及 <u>洗衣机外壳、空调外壳、冰箱抽屉</u> 等。
	玻纤增强聚丙烯	主要包括短玻纤增强 PP 和长玻纤增强 PP，其中 <u>短玻纤 PP</u> 具有高刚性、高热性和可循环使用性； <u>长玻纤增强 PP</u> 具有高刚性、高抗冲击性能，且具有低收缩率和高尺寸稳定性等优点。	<u>短玻纤</u> 主要用于 <u>风叶、电子电器、洗衣机配件、电动工具外壳</u> 等； <u>长玻纤</u> 主要用于 <u>汽车仪表、台骨架、发动机支架</u> 等汽车零部件及洗衣机滚筒等。
	其他改性聚丙烯	主要包括 <u>阻燃 PP、抗静电 PP、高流动性材料</u> 等改性聚丙烯产品，其中阻燃 PP 具有环保、安全、无析出、无滴落、高抗冲、耐高温等特性，抗静电 PP 则具有良好的刚韧性平衡、抗静电性。	阻燃 PP 主要用于 <u>汽车阻燃配件及冰箱内挡板</u> ，抗静电 PP 主要用于 <u>家庭用品、媒体包装、仪器容器、收藏箱、玩具、电子产品制造</u> 等。
	改性工程塑料	汽车、电器类产品的部分构件根据其用途需要不同的性能，公司生产的各种工程塑料根据客户需求差异，能够分别实现良好的抗冲击强度、刚性、可加工性、韧性、阻燃性、环保性、耐高温性、耐寒性、耐磨性、耐疲劳性、耐有机溶性、耐老化性等特种性能	汽车倒车镜支架、发动机盖、车灯接插件、齿轮、汽车散热器风扇、换挡器外壳、油门踏板等汽车零部件，电视机外壳、液晶电视框架、洗衣机面板、空调等家用电器部件。
	改性 ABS	主要包括耐热 ABS、阻燃 ABS 等产品，改性 ABS 具有较好的流动性、光泽度、耐冲击性，其中部分产品还具有耐热、阻燃及尺寸稳定等特性。	<u>汽车仪表板骨架、散热格栅、出风口、灯框</u> 等部件需要一定的光泽度、耐冲击、低散发性能，ABS 树脂综合性能良好，机械性能和成型加工能力较好
	其他改性塑料	主要包括改性 PVC 和色母粒，改性 PVC 具有优异的耐寒性、耐老化性、耐疲劳性，其回弹性较好，易加工成型；色母粒主要用于塑料着色。	由于天然真皮资源有限，价格高，加工过程中对环保的要求高，海内外企业多采用 <u>PVC 革复合材料</u> 。 <u>汽车内饰件、封条等多使用性能优异的人造革</u> 。色母粒可用于公司改性 PP、改性 ABS 等产品着色。
塑料片材	PET 片材	PET 片材是一种热塑性环保塑料产品，无毒无害，且可实现防静电性能。	塑料包装产品的生产，如电子产品托盘、电动工具包装、食品包装等。
	PVC 片材	PVC 片材具有较好的抗冲击强度，耐腐蚀性强，易加工。	塑料包装产品的生产，如电子产品托盘、电动工具包装等。

资料来源：公开发行说明书、开源证券研究所

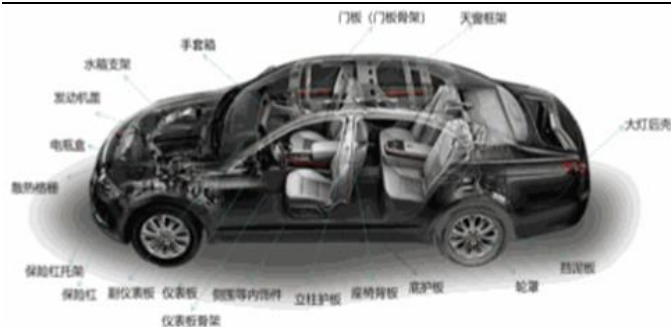
按下游行业分类：汽车类产品占比约为 65%，家电类占比约为 30%。

汽车类产品已广泛用于仪表板、座椅系统附件、门板、立柱护板等内饰件，保险杠、散热格栅、车灯、轮罩、挡泥板等外饰件，以及仪表板骨架、水箱支架、蓄电池支架、发动机盖、天窗框架等其他车身构件制造。

家电类产品广泛应用于洗衣机及冰箱等家用电器塑料制件的制造，具体包括：滚筒洗衣机内筒、洗涤剂盒、洗衣机面板、冰箱抽屉及冰箱抽屉拉手、电机盒等。

其余塑料包装领域：应用于天津育新塑料包装有限公司、鸿海精密下属子公司等企业的食品、电子产品包装用品。

图14: 应用于汽车内外饰及部分车身构件



资料来源：公开发行说明书

**图15：滚筒洗衣机内筒等是家电重要应用场景**



资料来源：公开发行说明书

按性质分为是否改性。

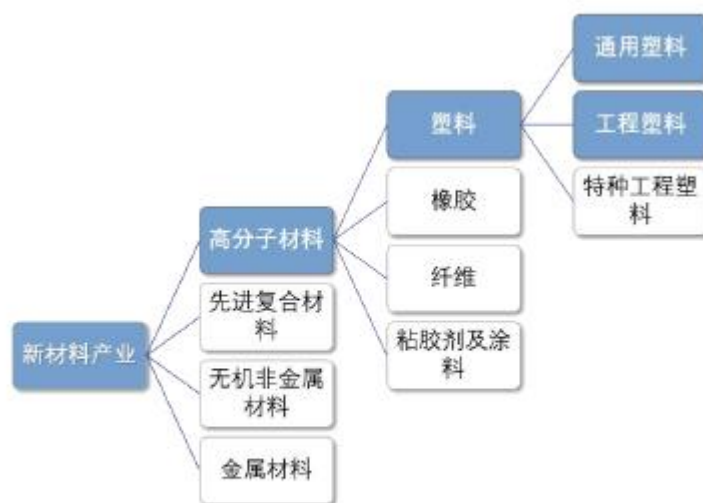
塑料是一类具有可塑性的合成高分子材料，可分为三类：

(1) 通用塑料 (如聚乙烯 PE、聚丙烯 PP、聚氯乙烯 PVC、聚苯乙烯 PS、聚丙烯腈-丁二烯-苯乙烯塑料 ABS)

(2) 工程塑料 (如聚酰胺 PA、聚碳酸酯 PC、聚甲醛 POM、聚对苯二甲酸乙二酯 PET/聚对苯二甲酸丁二酯 PBT、聚苯醚 PPO)

(3) 特种工程塑料(聚苯硫醚 PPS、聚酰亚胺 PI、液晶聚合物 LCP、聚砜 PSU、聚醚醚酮 PEEK 等)。

图16: 禾昌聚合已涉及三类塑料中的通用塑料与工程塑料



公司产品所涉及的类别:

资料来源：公开发行说明书



“塑料改性”是指通过在塑料树脂中添加一种或多种其它物质，来达到改变其原有性能、改善一方面或多方面性能，从而达到拓展其适用范围之目的方法。

改性塑料拥有密度低、质量轻等特点，部分产品性能已经超越金属材料，因此其在诸多领域形成替代，推动各应用领域产品实现轻量化发展。如改性通用塑料在价格及产量方面具有较大优势，并具备部分工程塑料的性能。随着设备、技术不断发展成熟，占塑料行业的 90% 以上的通用塑料通过改性提高了强度、耐热性等指标，并已经抢占了部分传统工程塑料的应用市场，将进一步增长。与此同时，消费者对于汽车内饰气味低散发的要求越来越高，免喷涂等改性塑料能有效降低产品释放挥发性有机化合物 VOC，将会得到更广泛的应用。

禾昌聚合改性塑料产品主要包括各种经改性的塑料粒子和塑料片材等，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。

**表6：通常修改加工、耐热、阻燃、收缩等性能**

性能比较	改性塑料	普通塑料
加工性能	易于加工，可以针对不同产品不同结构做定向的材料改性，改性时针对产品注塑过程中可能出现的难点问题做充分考虑从而进行配方设计	普通塑料的加工性能为通用型，不能针对不同产品不同注塑工艺做专项调整。部分普通材料不易加工（如 PC）
耐热、阻燃性能	通过矿物填充、加入耐热助剂进而提高材料的耐热性能，通过添加阻燃剂来提高材料的阻燃性能	多为石化厂生产的原材料，无耐热助剂的添加，耐热性差且材料易燃
收缩性能	充分考量材料的收缩性、尺寸稳定性，通过不同原材料的配比，加入不同比例的矿物填充来降低材料的后收缩性，提高尺寸稳定性	无专门的改性配方设计，材料收缩大，尺寸不稳定
强度性能	通过改性过程中不同原材料的配比，高强度的填充加入如：矿粉玻璃纤维碳纤维等使改性材料强度大幅提高	一般都是无填充的原料，强度一般
韧性性能	通过改性过程的配方设计通过原材料的复配以及高韧性的助剂添加改性可使改性材料的韧性大幅提高	无增韧助剂的添加韧性一般
耐低温、耐候	通过改性过程中材料不同比例的复配，超高耐低温的材料或助剂按不同材料选择特定的助剂按照最优比例添加使改性材料获得优异的耐低温性能。通过针对不同材料的专用耐候助剂的添加，耐候色粉的复配使改性材料获得优异的耐候性能	多为无色透明的原材料，无耐候助剂的加入，耐候性能差

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

## 2.2、商业模式：5 家子公司不同类产品，三、四季度旺季

禾昌聚合及下属 5 个子公司均生产不同种类产品。比亚迪部分产品由陕西禾润昌进行生产。

**表7：禾昌聚合及下属 5 个子公司主营业务与产品**

主体	主营业务	主要产品
禾昌聚合	改性塑料的研发、生产和销售	改性塑料粒子
苏州禾润昌	改性塑料的研发、生产和销售	改性塑料粒子
和记荣达	塑料片材的研发、生产和销售	塑料片材
和雅材料	聚丙烯、PET 的贸易业务	聚丙烯、PET
宿迁禾润昌	改性塑料的研发、生产和销售	改性塑料粒子
陕西禾润昌	高性能复合材料建设项目	

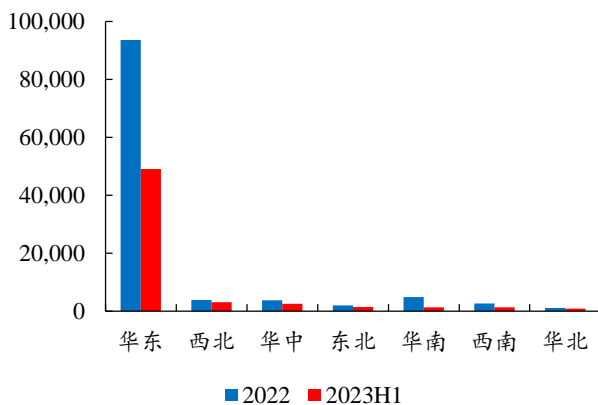
资料来源：Wind、公开发行说明书、开源证券研究所



**全部采用直销模式，可满足定制化特点。**产品检验合格后入库并按不同订单分别交货，全程一般需要 7 至 10 天。及时了解客户需求，快速为客户提供定制化新产品。公司新增客户的开拓方式或获客途径主要为自主开拓、参与招投标、他方介绍或客户直接与公司接洽等。

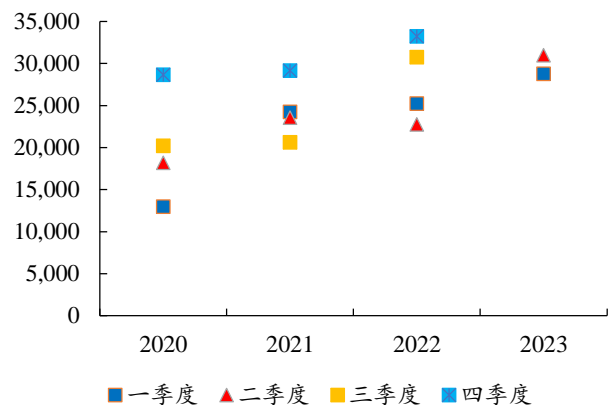
**旺季：汽车四季度，家电三、四季度。**汽车制造领域通常年底是销售旺季，从 9 月份产量开始增加。受此影响，该领域改性塑料产品一般四季度的销量相对较高，其他季度总体保持平稳。家用电器领域由于下半年受“双 11”、“双 12”促销影响，以及每年年末、春节前通常为销售旺季，客户提前生产备货，因此第三、四季度的销量相对较高。

图17：主要销往华东地区（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：三、四季度为旺季（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.3、专利研发：积累医疗抗菌材料等高端产品技术储备

高端产品一般指特种工程塑料改性产品及各类新型合成树脂改性产品，技术要求较高、合成难度较大，主要应用在对部分性能指标具有很高要求的特定领域。

国内高端改性塑料市场仍被进口材料牢牢把控，外资企业的领先优势较难打破。因上游石油化工、煤化工行业对改性塑料产品性能影响较大，部分合成难度较高的特种工程塑料产品需采用陶氏杜邦、SABIC 等国际化工巨头生产的原材料才能制造。

**高端产品市场领域**，禾昌聚合已经有数家客户有明确的合作意向，公司针对免喷涂聚丙烯复合改性材料、免喷涂 PC/ABS、ABS 改性材料、免喷涂 ASA 耐候改性材料、耐磨高性能尼龙，利用先进配方、一定的加工工艺，将铝颜料、珠光粉等有特殊效果颜料与基材树脂有效结合，选择一个合理设计的产品模具（如浇口的选择等），使产品在一次注塑中实现客户需要的外观效果、物理性能等要求。也正在向碳纤维增强 PA（长、短纤）领域，石墨烯、纳米管复合 PA、PP 等导电领域、超薄壁低收缩 PP 材料等产品领域拓展，相关技术正在储备过程中，其中部分高端产品已经进行了小批量的试生产，涉及行业主要包括汽车、通讯电子、机械工业等。

截止 2023 年 6 月 30 日，共计获得有效专利授权 58 项，其中发明专利 7 项，实用新型专利 51 项，另有软件著作权 5 项。

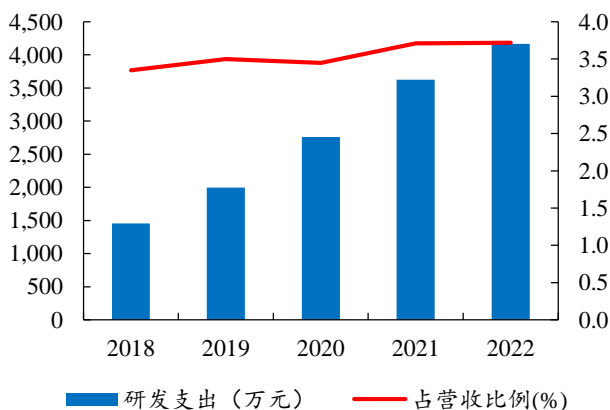
表8：截止 2022 年在研项目，包含医疗抗菌材料等领域

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
一种耐高温耐湿玻纤增强尼龙复合材料及其制备方法的研究与开发	研发一种耐高温耐湿玻纤增强尼龙复合材料，该玻纤增强尼龙复合材料具有较优良的机械力学性能、耐冲击性和阻燃性,可以广泛应用于工程塑料领域。	小试阶段	在高温高湿环境下仍能保持较高的机械强度，确保了尺寸稳定性，同时其可加工性好，不易出现表面粗糙及翘曲现象。	丰富产品种类，提升公司产品竞争力，获得更多的经济效益。
一种微发泡阻燃聚丙烯复合材料及其制备方法的研究与开发	研发一种长玻纤增强聚烯烃板材，通过将长玻纤沿纵向均匀分布于板材中间从而极大的提高聚烯烃板材的强度。	小试阶段	促进聚烯烃板材在各种有轻量化需求的领域占有一席之地。	丰富产品种类，提升公司产品竞争力，获得更多的经济效益。
用于汽车内饰的低气味低 VOC 改性材料的研究	车内饰件，对于 VOC 都有严格的限制要求,研发低 VOC 的材料让其更适合用于汽车内饰件。	小试阶段	降低目前现有阻燃 PC/ABS 的气味与 VOC，并尽量减少其性能损失、成本控制。	适应目前市场低 VOC,低气味的要求,降低阻燃 PC/ABS 合金材料的气味和 VOC 含量。
透明长效抗静电聚丙烯复合材料的研究与开发	研发一种具有较高的透明度和光泽度，较优异的力学性能，而且具有优异且持久的抗静电能力的材料。	小试阶段	具有较高的透明度和光泽度，较优异的力学性能，而且具有优异且持久的抗静电能力。	研发材料可用于透明包装制品、医疗器具、日用品等领域，提升公司产品竞争力。
抗菌聚丙烯复合材料的研究与开发	研发一种抗菌聚丙烯复合材料，该材料中的抗菌剂在聚丙烯中的分散性和相容性较决定复合材料的抗菌效果。	研究阶段	使抗菌性能持久，且提升复合材料的强度、韧性。	<b>使公司在抗菌材料领域能够提前抢占市场。</b>
导电阻燃尼龙生产工艺的研究与开发	提供了一种导电阻燃尼龙生产工艺及其生产设备，解决地面湿滑导致特殊工作环境中产生的危险问题。	研究阶段	解决在特殊工作环境中由于地面湿滑所产生的危险问题。	丰富公司产品种类，研发差异化产品，获得更多的经济效益。

资料来源：2022 年年报、开源证券研究所

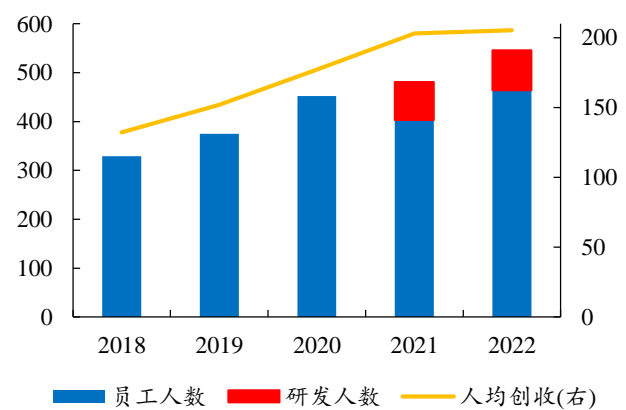
**研发支出增长，占营收比例 3.72%。**2022 年共有员工 546 人，人均创收 205.29 万元，其中研发人员 82 人，通常可在 1 周左右完成客户提出的常规应用场景和产品性能要求的产品开发。针对于技术发展方向所做的全新、前瞻性的项目研究，研发周期则会长达 1-2 年。

图19：2022 年研发支出 4167 万元，费用率维持



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2022 年人均创收超 200 万元（万元）



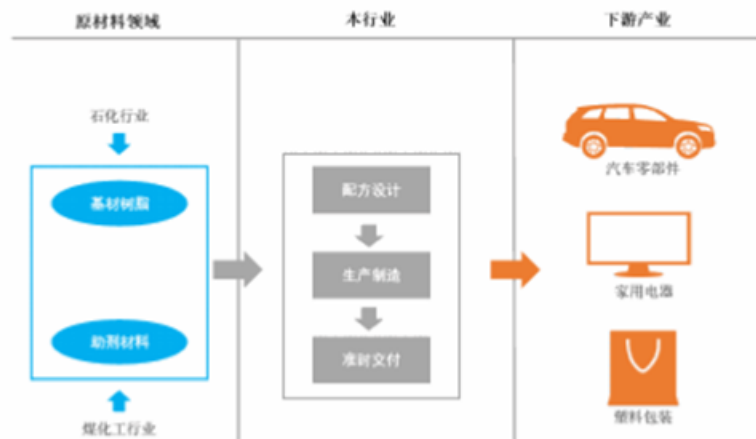
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、行业：发展成熟，中高端市场逐步占领国外厂商份额

所属行业分类为：制造业（C）-橡胶和塑料制品业（C29）-塑料制品业（C292）-其他塑料制品制造（C2929）。该行业为技术较为成熟的行业，从业企业数量众多。

需求受其下游汽车、家电、塑料包装等行业的市场需求的影 响，与我国宏观经济发展基本保持一致，并与宏观经济周期呈现一定的关联性，不存在明显周期性特征。

图21：上游为石化与煤化工，下游为汽车零部件、家电、塑料包装

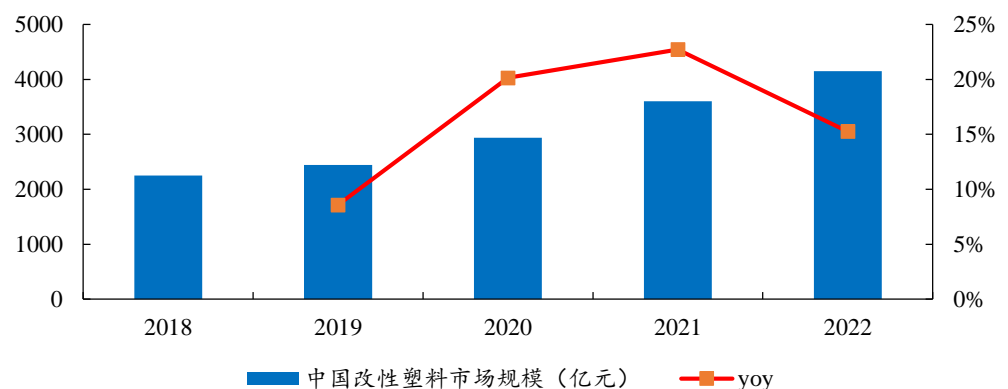


资料来源：公开发行说明书

#### 3.1、市场规模与下游发展趋势：17%复合增长，汽车轻量化降油耗增程

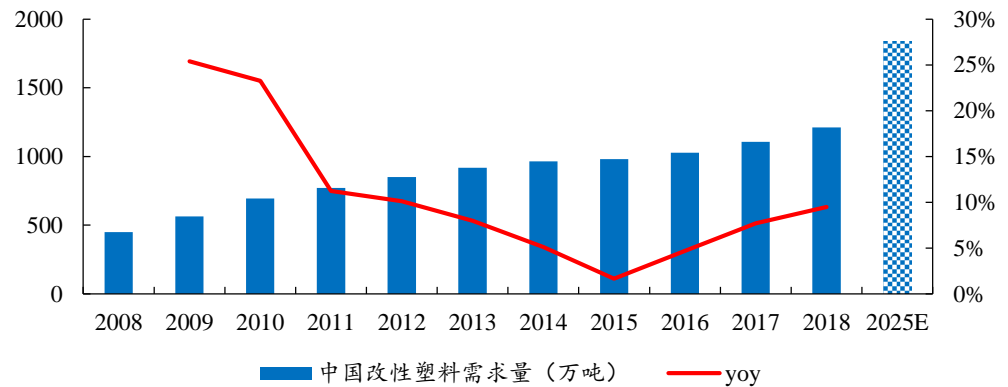
根据北交所 2023 年 9 月 18 日上市的改性塑料公司富恒新材援引的中商产业研究院数据表示，2018-2021 年，我国改性塑料市场规模由 2,250 亿元提升至 3,602 亿元，年复合增长率 16.98%。

图22：2018-2021 年市场规模 CAGR 16.98%，具备增长空间



数据来源：中商产业研究院、富恒新材招股说明书、开源证券研究所

根据公司发行说明书援引的前瞻产业研究院数据，国内改性塑料需求量从 2008 年的 449 万吨增长至 2018 年的 1,211 万吨，复合年增长率达到 10.43%。预计 2021 年至 2025 年我国改性塑料需求量将持续上涨达到 1,837 万吨。

**图23：中国改性塑料需求量 2025 年或达到 1837 万吨，具备成长潜力**


数据来源：前瞻产业研究院、公开发行说明书、开源证券研究所

**汽车轻量化：**依据 2021 年 1 月 1 日起执行的国家强制性标准《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》，每年将设置油耗达标值，直至 2025 年乘用车平均油耗降至 4.0 升/100 公里。除了高强度钢材和铝镁合金的使用，汽车轻量化最重要的手段是改性塑料的开发与应用，譬如，采用纤维增强复合塑料材料制作的车身与钢制车身相比，可降重 35%；如果采用碳纤增强复合材料，则可降重 60%以上。

对于燃油车而言，汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%-8%。对于新能源电动车而言，纯电动汽车整车重量每降低 10kg，续航里程可增加 2.5km，因此，在短期内无法提升电池能量密度的前提下，采用轻量化的材料可明显提高新能源汽车的续航里程。而且，电动汽车消除了传统汽车的高温热源内燃机，这为改性塑料的应用提供了更多的空间。根据节能与新能源汽车技术路线图战略咨询委员会的轻量化目标，在 2020 年、2025 年和 2030 年要分别较 2015 年实现汽车减重 10%、20% 和 35%。

**智能家电个性化时代助力塑料发展。**随着智能家电时代的到来，消费者对定制化、个性化的高端家电需求不断上升，而改性塑料在阻燃、强度、耐候、环保等基础性能和易成型、色彩丰富、吸震消音等上都有较多其他材料不可比拟的优势。

### 3.2、行业特性：回料循环利用降低成本、满足环保属性，但影响性能

回料即重复使用材料，满足环保属性与价格敏感客户的需求，但会损失一定性能。可再生资源体现企业社会责任，下游客户如汽车厂商在产品环保需求上会主动要求添加一定比例的 PP 回料，已成为行业趋势和惯例。例如沃尔沃计划在所有新车型上所使用塑料至少包括 25% 的可再生塑料。PP 原料添加一定比例的 PP 回料后通过填充滑石粉或碳酸钙，或用玻璃纤维增强、弹性体改性后可以广泛应用在汽车轮拱衬里、汽车底护板、挡泥板等外饰件。其次，在优化产品配方和不影响产品品质前提下添加 PP 回料，能有效满足价格敏感客户的需求。

### 3.3、同行对比：成长性优势，3 年营收 CAGR 25.31%

**跨国公司**大多是集上游原料、改性加工、产品销售一体化的大型化工企业，在原料质量和产业规模上均具有较大优势，在高性能专业型的改性塑料配方上处于领先地位。在超耐高温性能、高级信号屏蔽性能等方面产品与国外竞争对手尚存在明显差距。禾昌聚合目前产品从市场整体来看属于中端产品领域，部分产品涉及高端领域。

**表9：中端行业产品与国外竞争对手已无明显差距**

产品类别	牌号	巴斯夫	朗盛	禾昌聚合
PA 增强	PA+GF30	拉伸强度 185MPa 悬臂梁缺口冲击强度 15.5KJ/m <sup>2</sup>	拉伸强度 170MPa 悬臂梁缺口冲击强度 13KJ/m <sup>2</sup>	拉伸强度 175MPa 悬臂梁缺口冲击强度 13KJ/m <sup>2</sup>
产品类别	牌号	巴赛尔	加德士	禾昌聚合
矿物填充增韧 PP	PP+EPDM-T20	拉伸强度 26MPa 弯曲强度 26MPa 悬臂梁缺口冲击强度 5.3KJ/m <sup>2</sup> 密度 1.05g/CM3	拉伸强度 38MPa 弯曲模量 3800MPa 悬臂梁缺口冲击强度 2.5KJ/m <sup>2</sup> 密度 1.05g/CM3	拉伸强度 35MPa 弯曲模量 3600MPa 悬臂梁缺口冲击强度 2.6KJ/m <sup>2</sup> 密度 1.05g/CM3
产品类别	牌号	韩国 LG 集团	英力士苯领	禾昌聚合
PC+ABS 合金	-	拉伸强度 54MPa 弯曲强度 84MPa 悬臂梁缺口冲击强度 53.4KJ/m <sup>2</sup> 密度 1.13g/CM3	拉伸强度 46MPa 弯曲强度 72MPa 悬臂梁缺口冲击强度 40KJ/m <sup>2</sup> 密度 1.07g/CM3	拉伸强度 58MPa 弯曲强度 70MPa 悬臂梁缺口冲击强度 50KJ/m <sup>2</sup> 密度 1.12g/CM3

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

**表10：与国内厂商部分产品标号品质相同**

产品类别	比较公司	技术指标
低气味车用聚丙烯材料	禾昌聚合	大众 PV3900 标准，干法、湿法 ≤3.5 级
	会通股份	大众 PV3900 标准，≤3.5 级
低 VOC 汽车内饰用聚丙烯材料	禾昌聚合	熔体质量流动速率≥25g/10min；弯曲模量≥2200MPa；Izod 缺口冲击强度≥25kJ/m <sup>2</sup> ；气味：3.0 级，TVOC≤850
	会通股份	TVOC≈900
	聚赛龙	熔体流动速率≥20g/10min；弯曲模量≥2000MPa；Izod 缺口冲击强度≥25kJ/m <sup>2</sup> ；气味：2.5 级；TVOC：<50g/g
长玻纤增强 PP 材料	禾昌聚合	拉伸屈服强度≥150MPa；弯曲强度≥200MPa；Izod 缺口冲击强度≥40kJ/m <sup>2</sup> ；
	会通股份	-
短玻纤增强 PP 材料	禾昌聚合	拉伸屈服强度≥220MPa；弯曲强度≥340MPa；弯曲模量≥13500MPa；Izod 缺口冲击强度≥15kJ/m <sup>2</sup> ；收缩率 0.2-0.4
	会通股份	-
免喷涂合金材料	禾昌聚合	拉伸强度≥25MPa；弯曲强度≥30MPa；弯曲模量≥2000MPa；Izod 缺口冲击强度≥2.8KJ/m <sup>2</sup> ；熔体质量流动速率≥30g/10min
	会通股份	黑度 L 值可达 23.46，本产品拉伸强度 52MPa，弯曲强度 68MPa，弯曲模量 2410MPa，热变形温度 (1.82MPa 条件下)78℃
	聚赛龙	拉伸强度≥30MPa；弯曲强度≥38MPa；弯曲模量≥2000MPa；Izod 缺口冲击强度≥2.5KJ/m <sup>2</sup> ；熔体质量流动速率≥25g/10min

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

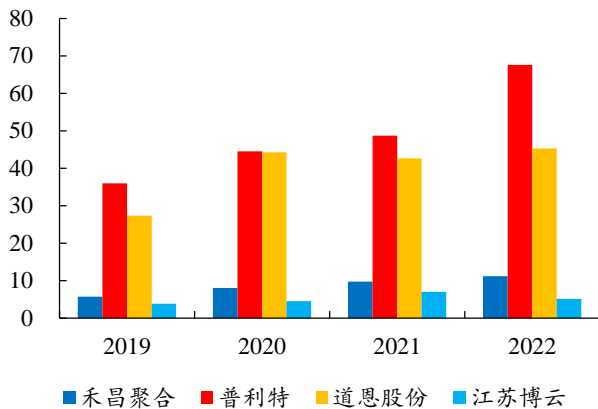


综上，选择了普利特、道恩股份、江苏博云作为可比公司。但因普利特业务还包含 ICT 材料和特殊化学品，道恩股份聚焦研发热塑性弹性体，江苏博云主要产品非改性聚丙烯塑料粒子，而是塑料中的高性能改性尼龙、聚酯等产品，因此对标时仅存在一定参考价值。

规模端：禾昌聚合与行业大型企业仍存一定差距，但净利率相对较高。2021-2023H1 分别为 8.34%、8.15%与 8.85%。

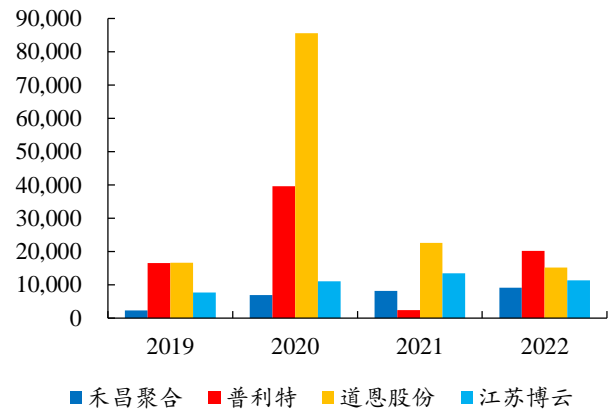
成长性：3 年营收与归母净利润 CAGR 分别为 25.31%、57.87%，领先行业。

图24：营收与江苏博云体量较为相似（亿元）



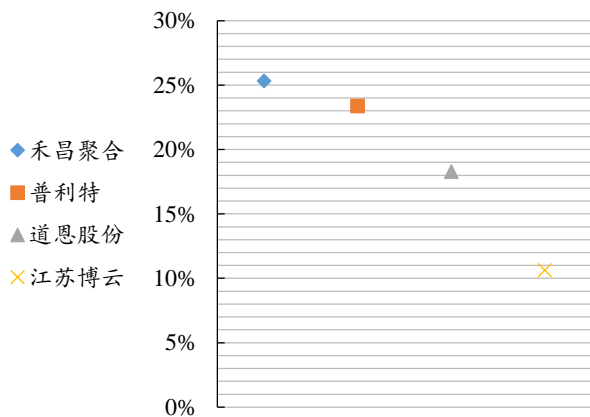
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：归母净利润缩小与大企业差距（万元）



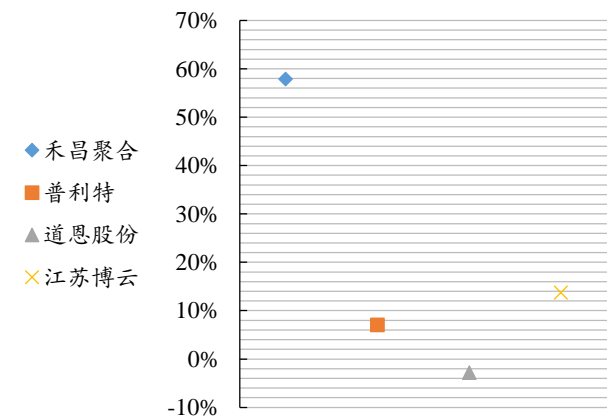
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：3 年营收 CAGR 25.31%，行业具备成长性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：3 年归母净利润 CAGR 57.87%，领先行业



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

禾昌聚合主营以改性聚丙烯(PP)粒子为代表的改性塑料，涉及三大塑料类型中的通用塑料与工程塑料两类，下游以汽车和家电为代表，新能源汽车和商用车市场将成为公司新的增长点。募投进展有序，三年约将增加产能 8-10 万吨。

考虑到原材料占比较高，同时受石油价格影响较大，2023 年 6 月以来价格有上涨趋势，但同时由于公司技术研发拓展除 PP 以外的高毛利率塑料品种，如 POE 等中高端产品所需原材料也存在国产替代的趋势。上述因素叠加我们认为公司将保持

良好的成长性，毛利率在原有区间内波动，净利率逐步提升。

预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 1.05/1.32/1.63 亿元，对应 EPS 分别为 0.97/1.22/1.51 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 12.3/9.8/7.9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。可比公司 PE 2023E 均值 19.6X，公司估值水平较可比公司低。

表11：可比公司 PE（2023E）均值 19.6X

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
普利特	002324	13.30	148.09	0.18	0.77	1.11	1.68	73.3	18.2	12.5	8.3
道恩股份	002838	12.40	55.55	0.34				36.5			
江苏博云	301003	23.20	22.98	1.15	1.19	1.79	2.47	20.3	20.1	13.3	9.6
均值				0.56	0.98	1.45	2.08	43.3	19.6	13.0	9.4
禾昌聚合	832089	11.96	12.87	0.85	0.97	1.22	1.51	14.1	12.3	9.8	7.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：江苏博云盈利预测数值选取 wind 一致预期，普利特出自开源证券研究所，截止 2023.10.20）

## 5、风险提示

主要原材料价格波动风险、下游汽车、家电行业波动风险、应收账款及应收票据坏账风险

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	964	1138	1385	1668	1802	<b>营业收入</b>	977	1121	1295	1632	1856
现金	127	134	130	163	186	营业成本	816	940	1077	1354	1533
应收票据及应收账款	518	733	938	1102	1218	营业税金及附加	4	4	5	6	7
其他应收款	1	1	2	2	2	营业费用	9	12	14	17	20
预付账款	17	22	23	34	30	管理费用	15	18	21	24	30
存货	147	197	234	308	305	研发费用	36	42	48	61	69
其他流动资产	154	50	60	60	60	财务费用	1	-0	2	3	4
<b>非流动资产</b>	141	197	206	234	245	资产减值损失	-2	-4	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	1	3	1	2	2
固定资产	97	96	115	150	164	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	26	26	24	24	25	投资净收益	-4	-2	-2	-2	-3
其他非流动资产	18	76	67	61	56	资产处置收益	-0	0	1	0	0
<b>资产总计</b>	1105	1335	1591	1902	2047	<b>营业利润</b>	91	100	116	148	181
<b>流动负债</b>	251	414	582	779	778	营业外收入	2	1	1	1	1
短期借款	38	27	124	201	197	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	154	336	407	527	531	<b>利润总额</b>	92	102	117	149	182
其他流动负债	59	51	50	51	51	所得税	11	10	12	17	20
<b>非流动负债</b>	6	8	8	8	8	<b>净利润</b>	81	91	105	132	163
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	8	8	8	8	<b>归属母公司净利润</b>	81	91	105	132	163
<b>负债合计</b>	257	422	590	787	787	EBITDA	104	114	132	171	208
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.76	0.85	0.97	1.22	1.51
股本	108	108	108	108	108	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	311	311	311	311	311	<b>成长能力</b>	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	429	494	568	669	790	营业收入(%)	21.9	14.7	15.5	26.0	13.7
<b>归属母公司股东权益</b>	848	913	1001	1115	1260	营业利润(%)	13.8	10.6	15.9	27.2	22.6
<b>负债和股东权益</b>	1105	1335	1591	1902	2047	归属于母公司净利润(%)	18.2	12.1	14.6	25.9	23.4
<b>现金流量表(百万元)</b>						<b>获利能力</b>	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-93	-84	-59	26	81	毛利率(%)	16.5	16.2	16.8	17.0	17.4
净利润	81	91	105	132	163	净利率(%)	8.3	8.1	8.1	8.1	8.8
折旧摊销	13	14	13	17	20	ROE(%)	9.6	10.0	10.5	11.8	12.9
财务费用	1	-0	2	3	4	ROIC(%)	12.3	11.1	10.7	11.8	13.2
投资损失	4	2	2	2	3	<b>偿债能力</b>	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营运资金变动	-196	-195	-169	-111	-96	资产负债率(%)	23.3	31.6	37.1	41.4	38.4
其他经营现金流	4	4	-12	-18	-12	净负债比率(%)	-9.6	-11.0	0.1	3.9	1.4
<b>投资活动现金流</b>	-129	49	-23	-48	-32	流动比率	3.8	2.7	2.4	2.1	2.3
资本支出	20	63	22	46	30	速动比率	3.2	2.2	1.9	1.7	1.9
长期投资	-110	110	0	0	0	<b>营运能力</b>	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
其他投资现金流	0	1	-2	-2	-2	总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>筹资活动现金流</b>	239	27	-19	-21	-22	应收账款周转率	2.8	2.5	0.0	0.0	0.0
短期借款	11	-11	97	77	-4	应付账款周转率	11.9	11.2	21.2	0.0	0.0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
普通股增加	23	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.76	0.85	0.97	1.22	1.51
资本公积增加	189	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.87	-0.78	-0.55	0.24	0.75
其他筹资现金流	17	38	-117	-98	-18	每股净资产(最新摊薄)	7.88	8.48	9.30	10.36	11.71
<b>现金净增加额</b>	17	-8	-102	-43	26	<b>估值比率</b>	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						P/E	15.8	14.1	12.3	9.8	7.9
						P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.0
						EV/EBITDA	10.5	10.4	9.8	7.8	6.3

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