

# 祥源新材 (300980)

证券研究报告

2023 年 12 月 11 日

## 业绩有望迎来向上拐点，新业务或持续发力

深耕聚烯烃发泡材料多年，Q3 单季度收入/利润显著修复。

公司产品应用领域广泛，核心产品 IXPE、IXPP 发泡材料主要应用于 PVC 地板、消费电子、汽车内饰、家用电器等领域，新业务 PU 泡棉、硅胶泡棉主要应用于新能源电池领域和 3C 电子领域，新业务拓展空间大。23 年 Q1-Q3 营收 2.68 亿元，同减 6.76%，归母净利润 0.33 亿元，同减 36.13%，单 Q3 收入业绩显著修复，Q3 实现营收 0.98 亿，同增 31.4%，归母净利润 0.14 亿，同增 21.8%。

持续投入 PU、硅胶产品研发，蓄力新能源电池市场，可转债募投项目产能释放在即。

2022 年公司重点开发新能源电池领域新产品，用于电芯间缓冲隔热的阻燃聚氨酯 PU 发泡材料，以及用于电池模组密封和液冷板支撑的硅胶发泡材料，以及用于热失控的陶瓷化硅胶等。2023 年 6 月，公司 PU 泡棉、硅胶泡棉均实现量产。产能方面，可转债项目完全达产后，新能源相关产品产能合计 1200 万平米，其中 PU 泡棉产能 897.60 万平米、硅胶泡棉产能 276.67 万平米、陶瓷化硅胶产能 136.80 万平米。截至 23 年 10 月，公司正在运行的 PU 泡棉/硅胶泡棉产线分别为 6 条/4 条。客户方面，公司 PU 产品已应用于亿纬锂能、孚能科技、天津力神等动力电池产品，以及小鹏、东风小康等品牌。公司硅胶产品已经应用于亿纬锂能、国轩高科，以及公司陶瓷化硅胶产品已应用于国轩高科、蜂巢能源等公司生产的动力电池中。

传统业务有望修复，客户资源优质，加速拓展下游销售渠道。

传统业务方面，22 年 IXPE 设计产能 1.46 亿平米，产能利用率 62.85%，其中 IXPE 销量 0.88 亿平米，收入 3.43 亿，平均单价为 3.9 元/平米。产能方面，越南、泰国工厂已于 23 年下半年投产，有望持续提升公司竞争优势。2020/2021 年公司前五大客户销售额合计占比为 29.17%/30.73%，在建筑建材领域，公司通过下游客户进入财富 500 强企业 Home Depot、Lowe's 的供应体系，在电子消费领域，被应用于 OPPO、vivo 等知名品牌中。

**盈利预测与评级：**公司在发泡材料行业深耕多年，持续拓展新材料，开拓产品在新领域的应用。伴随公司在越南、泰国建设的海外工厂陆续投产，产能布局逐步优化，新能源电池材料投入效益凸显，考虑到 23 年整体行业需求承压，我们下调盈利预测，预计 23-25 年归母净利润分别 0.51/1.1/1.5 亿（原预计 23/24 年分别为 1.30/1.60 亿），23-25 年 PE 分别为 51/24/18X，维持“增持”评级。

**风险提示：**国际经济形势和贸易环境变化，主要原材料价格波动，技术风险，产能消化风险，效益不及预期风险等；

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	457.45	373.64	387.52	637.42	815.18
增长率(%)	44.44	(18.32)	3.72	64.49	27.89
EBITDA(百万元)	141.35	97.52	77.77	145.70	193.66
归属母公司净利润(百万元)	87.74	56.67	51.32	108.76	149.24
增长率(%)	17.09	(35.41)	(9.44)	111.94	37.21
EPS(元/股)	0.81	0.52	0.47	1.00	1.38
市盈率(P/E)	29.86	46.23	51.05	24.08	17.55
市净率(P/B)	2.86	2.74	2.61	2.38	2.11
市销率(P/S)	5.73	7.01	6.76	4.11	3.21
EV/EBITDA	19.08	15.82	30.01	16.29	11.41

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	基础化工/塑料
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	24.18 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	108.33
流通 A 股股本(百万股)	51.01
A 股总市值(百万元)	2,619.50
流通 A 股市值(百万元)	1,233.47
每股净资产(元)	8.95
资产负债率(%)	36.35
一年内最高/最低(元)	25.59/17.18

### 作者

<b>孙海洋</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
<b>尉鹏洁</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521070001	
weipengjie@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《祥源新材-公司点评:发布激励计划,提升团队凝聚力,看好公司长远发展》2022-07-21
- 《祥源新材-季报点评:短期盈利承压,产品线持续丰富》2021-10-23
- 《祥源新材-首次覆盖报告:研发及产品力业内领先,上市后迈入新发展阶段》2021-05-16

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	204.84	347.23	240.50	201.34	366.19	营业收入	457.45	373.64	387.52	637.42	815.18
应收票据及应收账款	110.43	74.15	90.86	153.52	159.00	营业成本	286.11	257.45	243.98	405.37	526.03
预付账款	5.40	7.41	7.03	14.67	13.82	营业税金及附加	4.00	4.25	3.91	6.42	8.57
存货	43.99	47.23	28.05	96.36	65.78	销售费用	14.16	14.34	15.50	25.50	24.46
其他	285.39	71.46	95.37	112.61	94.11	管理费用	36.13	33.65	38.75	50.99	57.06
<b>流动资产合计</b>	<b>650.06</b>	<b>547.48</b>	<b>461.81</b>	<b>578.50</b>	<b>698.89</b>	研发费用	24.43	23.22	31.00	31.87	37.50
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	2.22	(7.15)	(1.33)	(1.56)	(2.00)
固定资产	230.39	315.22	402.88	476.04	527.52	资产/信用减值损失	(2.62)	(1.94)	(1.82)	(2.13)	(1.97)
在建工程	76.01	201.00	156.60	141.96	115.18	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	76.24	78.71	77.46	76.20	74.94	投资净收益	2.34	7.97	3.58	3.58	3.58
其他	20.51	21.39	16.25	17.00	16.11	其他	(12.80)	(19.41)	(7.15)	(7.15)	(7.15)
<b>非流动资产合计</b>	<b>403.16</b>	<b>616.32</b>	<b>653.18</b>	<b>711.21</b>	<b>733.75</b>	<b>营业利润</b>	<b>103.48</b>	<b>61.25</b>	<b>61.10</b>	<b>124.54</b>	<b>169.10</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,053.21</b>	<b>1,163.80</b>	<b>1,114.99</b>	<b>1,289.71</b>	<b>1,432.63</b>	营业外收入	0.30	0.04	0.14	0.16	0.11
短期借款	29.03	40.04	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.45	1.29	2.26	2.00	1.85
应付票据及应付账款	47.91	106.28	51.51	126.80	129.38	<b>利润总额</b>	<b>101.33</b>	<b>60.00</b>	<b>58.98</b>	<b>122.70</b>	<b>167.36</b>
其他	25.33	24.99	26.61	27.00	27.34	所得税	13.59	3.33	7.67	13.93	18.13
<b>流动负债合计</b>	<b>102.28</b>	<b>171.31</b>	<b>78.12</b>	<b>153.80</b>	<b>156.72</b>	<b>净利润</b>	<b>87.74</b>	<b>56.67</b>	<b>51.32</b>	<b>108.76</b>	<b>149.24</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>87.74</b>	<b>56.67</b>	<b>51.32</b>	<b>108.76</b>	<b>149.24</b>
其他	33.84	37.66	32.51	34.67	34.95	每股收益 (元)	0.81	0.52	0.47	1.00	1.38
<b>非流动负债合计</b>	<b>33.84</b>	<b>37.66</b>	<b>32.51</b>	<b>34.67</b>	<b>34.95</b>						
<b>负债合计</b>	<b>136.11</b>	<b>208.97</b>	<b>110.63</b>	<b>188.47</b>	<b>191.67</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
股本	71.90	108.33	108.33	108.33	108.33	营业收入	44.44%	-18.32%	3.72%	64.49%	27.89%
资本公积	577.23	545.74	545.74	545.74	545.74	营业利润	15.56%	-40.81%	-0.23%	103.81%	35.78%
留存收益	845.31	848.92	896.03	992.91	1,132.63	归属于母公司净利润	17.09%	-35.41%	-9.44%	111.94%	37.21%
其他	(577.34)	(548.16)	(545.74)	(545.74)	(545.74)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>917.10</b>	<b>954.83</b>	<b>1,004.36</b>	<b>1,101.24</b>	<b>1,240.97</b>	毛利率	37.46%	31.10%	37.04%	36.40%	35.47%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,053.21</b>	<b>1,163.80</b>	<b>1,114.99</b>	<b>1,289.71</b>	<b>1,432.63</b>	净利率	19.18%	15.17%	13.24%	17.06%	18.31%
						ROE	9.57%	5.93%	5.11%	9.88%	12.03%
						ROIC	32.28%	8.90%	8.70%	15.16%	17.43%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	12.92%	17.96%	9.92%	14.61%	13.38%
净利润	87.74	56.67	51.32	108.76	149.24	净负债率	-18.89%	-31.96%	-23.79%	-18.10%	-29.36%
折旧摊销	20.05	25.09	18.00	22.73	26.57	流动比率	6.36	3.20	5.91	3.76	4.46
财务费用	3.95	(5.32)	(1.33)	(1.56)	(2.00)	速动比率	5.93	2.92	5.55	3.13	4.04
投资损失	(2.34)	(7.97)	(3.58)	(3.58)	(3.58)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(229.88)	99.62	(73.74)	(79.28)	48.74	应收账款周转率	5.04	4.05	4.70	5.22	5.22
其它	142.54	(87.85)	0.00	0.00	(0.00)	存货周转率	12.40	8.19	10.30	10.25	10.06
<b>经营活动现金流</b>	<b>22.06</b>	<b>80.24</b>	<b>(9.32)</b>	<b>47.08</b>	<b>218.96</b>	总资产周转率	0.61	0.34	0.34	0.53	0.60
资本支出	143.37	232.12	65.16	77.84	49.72	<b>每股指标 (元)</b>					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.81	0.52	0.47	1.00	1.38
其他	(523.94)	(173.40)	(121.58)	(154.26)	(96.15)	每股经营现金流	0.20	0.74	-0.09	0.43	2.02
<b>投资活动现金流</b>	<b>(380.57)</b>	<b>58.72</b>	<b>(56.42)</b>	<b>(76.42)</b>	<b>(46.42)</b>	每股净资产	8.47	8.81	9.27	10.17	11.46
债权融资	31.64	42.07	1.55	2.06	1.88	<b>估值比率</b>					
股权融资	523.12	9.78	3.75	1.56	2.00	市盈率	29.86	46.23	51.05	24.08	17.55
其他	(62.33)	(62.65)	(46.27)	(13.43)	(11.57)	市净率	2.86	2.74	2.61	2.38	2.11
<b>筹资活动现金流</b>	<b>492.43</b>	<b>(10.80)</b>	<b>(40.98)</b>	<b>(9.81)</b>	<b>(7.69)</b>	EV/EBITDA	19.08	15.82	30.01	16.29	11.41
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	22.10	20.88	39.04	19.30	13.22
<b>现金净增加额</b>	<b>133.92</b>	<b>128.17</b>	<b>(106.73)</b>	<b>(39.16)</b>	<b>164.84</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com