

富恒新材 (832469.BJ)

2024年01月22日

投资评级：增持（首次）

日期	2024/1/19
当前股价(元)	15.02
一年最高最低(元)	20.94/5.26
总市值(亿元)	16.28
流通市值(亿元)	4.78
总股本(亿股)	1.08
流通股本(亿股)	0.32
近3个月换手率(%)	1,027.61

北交所研究团队

比亚迪为代表汽车与高附加值消费电子业务，随募投完工扩张
——北交所首次覆盖报告
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● 募投 2023 年底投产，产能提升超 1 倍，比亚迪为代表下游客户需求旺盛

富恒新材主营改性塑料粒子，随着募投 2023 年年底投产，2024 年 6 月达到设计产能，总生产能力将从 3.28 万吨/年提升至 7.28 万吨/年。伴随向**比亚迪 2023H1 销售 1871.77 万元**，首次进入前五大客户名单，以之为代表的下游客户订单与营收逐步释放，2024 年有望实现营收利润高增长。我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 0.64/1.15/1.38 亿元，对应 EPS 分别为 0.59/1.06/1.28 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 23.2/12.9/10.7 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 国家级专精特新“小巨人”，新能源车、消费电子下游带来营收利润齐增长

富恒新材是第五批国家级专精特新“小巨人”，自 1993 年成立以来专注改性塑料，形成上万种产品配方。汽车领域以**比亚迪**为代表，用于其自有品牌新能源汽车的尾灯注塑结构件，轻量化内外饰件，此外通过 **SM Polymers Inc.** 2022 年向终端丰田、本田、通用销售 3693 万元。消费电子 2020 年成功进入**三诺电子**供应链体系，其终端有**哈曼 (Harman)**、**安克创新 (300866)** 等品牌音响、耳机。所用 PC/ABS 复合材料**附加值高**，以传音控股手机外壳为例，相关项目毛利率 31.98%。

● 成长性赛道，高毛利改性工程塑料类、聚烯烃类占比提升

国内塑料产业发展速度较快，但塑料应用规模仍然偏小。全球塑料改性化率 50%，而据国家统计局数据，我国塑料改性化率 2021 年为 24%。富恒新材营收利润保持上升趋势，2023 年前三季度营收 3.93 亿元，归母净利润 4457 万元，同比分别增长 17.25% 与 46.45%。苯乙烯类、改性工程塑料类、聚烯烃类三大主营产品，后两者下游均为家电、消费电子与汽车，且**毛利率高**，2023H1 达到 23.83% 与 21.53%，**占比不断提升**，带动盈利能力增长。工艺研发团队在保障产量与品质情况下降低成本。选取禾昌聚合，规模相似且均具备良好成长性的江苏博云、海正新材为可比，PE (2024E) 均值 23.2X，富恒新材为 12.9X。

● 风险提示：募投项目不及预期风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险
财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	410	468	561	940	1,150
YOY(%)	12.8	14.0	20.0	67.5	22.3
归母净利润(百万元)	36	46	64	115	138
YOY(%)	31.7	28.0	40.1	80.2	20.0
毛利率(%)	17.1	19.3	20.7	21.4	21.3
净利率(%)	8.7	9.8	11.4	12.3	12.0
ROE(%)	14.5	16.5	12.9	19.0	18.8
EPS(摊薄/元)	0.33	0.42	0.59	1.06	1.28
P/E(倍)	41.6	32.5	23.2	12.9	10.7
P/B(倍)	6.2	5.4	3.0	2.5	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 看点解析：前五大客户比亚迪，募投 2023 年底投产.....	4
1.1、 新能源车：比亚迪车灯材料直接供应商，内外饰件、发动机认证中.....	4
1.2、 消费电子：由三诺电子导入终端哈曼音响等高毛利业务.....	6
1.3、 募投项目：扩产超 1 倍，2024 年 6 月达到设计产能.....	7
1.4、 科技实力强，满足高门槛、定制化.....	8
2、 公司情况：产能规模业内前 20，募投扩产 1.2 倍产能.....	11
2.1、 主营业务：2023H1 高毛利率改性工程塑料类产品占比提升.....	11
2.2、 产品与客户拓展：紧抓地缘优势，研发 PEEK、PFA 等工程塑料.....	13
2.3、 商业模式：定价一单一议，二、四季度销售旺，供应商稳定.....	15
3、 行业情况.....	16
3.1、 概念与工艺：添加剂或树脂性能，特有工艺降本增效.....	16
3.2、 市场情况：年复合增长率 16.98%，改性化率待提升.....	18
3.3、 下游逻辑：家电升级换代，汽车零部件集中热点.....	19
3.4、 同行比较：2020 年产能前 20，盈利能力领先.....	20
4、 关键假设、盈利预测与投资建议.....	22
5、 风险提示.....	22
附：财务预测摘要.....	23

图表目录

图 1： 应用于汽车车灯、发动机、内外饰等部件.....	5
图 2： 汽车 2021 年起成为新增长点（万元）.....	5
图 3： 2022 年汽车业务毛利率高.....	5
图 4： 各类消费电子产品外壳由塑料制成.....	6
图 5： 预计募投产能消化乐观.....	7
图 6： 行业公司积极扩张产能，不存在过剩情况.....	8
图 7： 2023 前三季度 3.93 亿元（+17.3%），保持增长.....	8
图 8： 2023 前三季度 4457 万元（+46.5%）.....	8
图 9： 当前研发费用率处在 3% 水平.....	9
图 10： 技术支持与先进的设备助力公司实验室通过 CNAS 认证，提高产品质量保证.....	9
图 11： 多种塑料基材分别对应不同产品与下游领域.....	12
图 12： 产品以颗粒形态呈现.....	13
图 13： 家电领域以电视机、显示器框架为主.....	13
图 14： 苯乙烯 2022 年营收升 24.8% 至 2.55 亿元（万元）.....	13
图 15： 2023H1 高毛利率改性工程塑料类产品占比提升.....	13
图 16： 改性工程塑料与聚烯烃为高毛利产品.....	14
图 17： 改性工程塑料类单价高.....	14
图 18： 地缘优势获取华南地区客户资源（万元）.....	15
图 19： 2022 年华南占比 87.30%，境外主要销往加拿大.....	15
图 20： 第二、四季度为销售旺季.....	15
图 21： 2021 年外销比例提升.....	15
图 22： 塑料可分为通用塑料、工程塑料、特种工程塑料三大类别.....	16

图 23: 改性塑料是在塑料基材的基础上添加阻燃剂、功能助剂等改性添加剂	17
图 24: 从原料到最终产品主要经过混料、切粒、均化等步骤	18
图 25: 2016-2021 年国内改性塑料产量持续提升, CAGR 11.14%	18
图 26: 2018-2021 年市场规模 CAGR 16.98%	19
图 27: 中国改性塑料需求量 2025 年或达到 1837 万吨, 具备成长潜力	19
图 28: 除江苏博云外, 2022 年营收规模持续增长 (亿元)	21
图 29: 行业未出现增收不增利的异常情况 (万元)	21
图 30: 2022 年毛利率逆势上升至 19.33%	21
图 31: 净利率也呈现稳步上升趋势	21
图 32: 3 年营收 CAGR 12.74%, 同行均具备成长性	22
图 33: 2020 年扭亏为盈, 此后利润快速增长	22
表 1: 2023H1 比亚迪首次进入前五大客户名单, 此外以消费电子生产商美士富为首, 横向拓展多领域发展	4
表 2: 汽车领域应用产品有车灯、保险杠、挡泥板等	5
表 3: 运用于车灯的 PMMA 改性塑料有发展空间	5
表 4: 汽车业务主要应用聚烯烃类的 PP 基材	6
表 5: PC/ABS 合金属于改性工程塑料类, 技术含量与附加值高	7
表 6: 募集资金完成富恒高性能改性塑料智造基地项目剩余工程	7
表 7: 研发项目改良现有产品, 降低成本, 增加竞争力	10
表 8: 部分产品指标性能优于同行带来竞争力	10
表 9: 苯乙烯类和聚烯烃类使用通用塑料为基材, 改性工程塑料则为工程塑料基材	11
表 10: 聚焦家电、消费电子与汽车三大下游领域	12
表 11: 终端大客户大品牌, 包括康佳、创维、传音控股、比亚迪等	14
表 12: 第一大供应商稳定, 2021 年起向厦门象屿 (600057) 控股化工子公司购买合成树脂原料	16
表 13: 交联工艺生产高分子材料	17
表 14: 改性塑料在家电领域的应用受益传统品类结构升级与新品类消费升级	20
表 15: 车用改性塑料为重点发展方向, 预估 2017-2022 年 CAGR 6%	20
表 16: 可比公司最新 PE(2024E)均值 23.2X	22

1、看点解析：前五大客户比亚迪，募投 2023 年底投产

1.1、新能源车：比亚迪车灯材料直接供应商，内外饰件、发动机认证中

比亚迪：在新能源汽车用材料领域建立直接合作并批量供货，销售产品主要用于其自有品牌新能源汽车的尾灯注塑结构件，公司招股书披露，2023 年一季度订单金额约 1100 万元，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。2023 年内有望完成产品认证并逐步实现批量化供应。

五大客户：除比亚迪 2023H1 新进前五大客户名单之外，东莞市美士富实业有限公司及其关联公司为生产型客户，于 2014 年开始合作，2022 年收入约 12 亿元，向下游销售电视机及显示器支架、外壳等塑胶零部件，终端客户包括海信、康佳、海尔、OPPO、小米等。其拥有 6 家合格供应商，主要竞争对手包括金发科技、会通股份，富恒新材 2022 年占比约 50%，为其第一大供应商。

表1：2023H1 比亚迪首次进入前五大客户名单，此外以消费电子生产商美士富为首，横向拓展多领域发展

年份	排名	客户名称	金额（万元）	占比
2023H1	1	深圳市雨博士雨水利用设备有限公司及其关联公司	4308.54	17.74%
	2	东莞市美士富实业有限公司及其关联公司	3638.96	14.98%
	3	北海市三富影音制品有限公司及其关联公司	2485.58	10.23%
	4	深圳市比亚迪供应链管理有限公司	1871.77	7.71%
	5	广州市昱航塑料合成材料有限公司	1302.24	5.36%
	合计		13607.22	56.02%
2022 年	1	东莞市美士富实业有限公司及其关联公司	11942.48	25.54%
	2	东莞康佳电子有限公司及其关联公司	4583.97	9.80%
	3	SM Polymers Inc.	3693.19	7.90%
	4	深圳市雨博士雨水利用设备有限公司及其关联公司	2820.08	6.03%
	5	北海市三富影音制品有限公司及其关联公司	2387.46	5.11%
	合计		25427.19	54.38%
2021 年	1	东莞市美士富实业有限公司及其关联公司	8300.84	20.24%
	2	SM Polymers Inc.	6186.47	15.08%
	3	深圳市友辉塑胶电子有限公司及其关联公司	1746.06	4.26%
	4	广东德一实业有限公司及其关联公司	1584.17	3.86%
	5	深圳市威尔赛特实业有限公司	1413.36	3.45%
	合计		19230.89	46.89%

数据来源：公司招股说明书、2023 年半年报、开源证券研究所

汽车领域已积累丰富经验，近两年向丰田、本田、通用等终端用户供应 PP 材料。SM Polymers Inc. 2021 年因中东地区政局不稳及新冠疫情致使其原有渠道供应不畅，由于富恒新材在聚烯烃材料开发领域经验丰富，供货及时性和产品质量佳，故与公司开展合作，主要应用于汽车内外饰塑胶件，2021 年 3519.45 万元，2022 年 3693.19 万元。最新公司公告表示，汽车激光雷达支架、免喷涂格栅已有部分产品处于小批量试产和产品测试阶段。

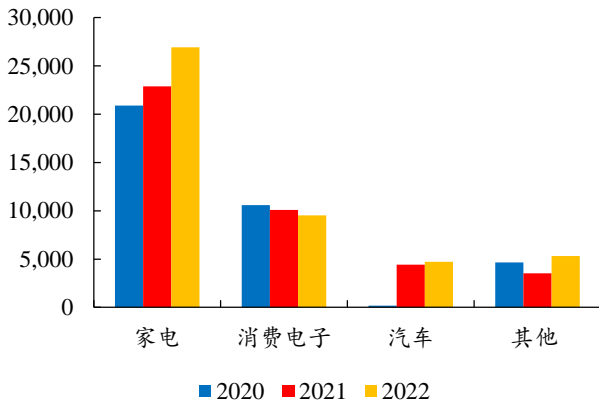
图1：应用于汽车车灯、发动机、内外饰等部件



资料来源：公司官网

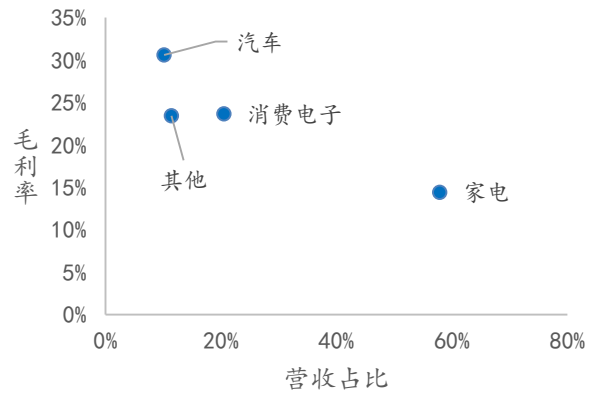
拆分客户营收：汽车领域 2021 年起成为新增长点，2022 年 4716 万元营收占比 10.14%。

图2：汽车 2021 年起成为新增长点（万元）



数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

图3：2022 年汽车业务毛利率高



数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

表2：汽车领域应用产品有车灯、保险杠、挡泥板等

应用领域	应用产品	主要终端客户或品牌
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

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

PMMA 应用于汽车灯具。材料具有透光率高、着色性好、耐候性优良、表面硬度及表面光泽度高等特点。

表3：运用于车灯的 PMMA 改性塑料有发展空间

名称	简介
高光免喷涂改性塑料技术	一种高光免喷涂 ASA/PMMA 汽车进气格栅专用复合材料及其制备方法：ZL201711453292.4
汽车用高冲击强度透明聚甲基丙烯酸甲酯材料的制备技术	该技术采用和 PMMA 材料具有相同折射率的核-壳型特殊结构抗冲击改性剂，大幅度提高冲击强度的同时，对材料透明度、耐热、耐候性无不利影响，该技术在行业内有一定的独特性和创新性。

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

PP 改性材料可以满足汽车轻量化、绿色化特点。轻量化要求的将材料低密度化会对其机械力学性能、高低温尺寸稳定性等应用性能产生一系列的不良影响，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”、“汽车保险杠薄壁化专用 PP 改性材料的开发”和“汽车立柱轻量化专用 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。同时正在研发一种免喷涂运动保险杠装饰板专用 PP 材料。

表4：汽车业务主要应用聚烯烃类的 PP 基材

主要产品	细分品种	主要塑料基材	分类依据
聚烯烃类	PP	PP（聚丙烯，丙烯通过加聚反应而成的聚合物）	聚烯烃类属于烯烃（指分子结构中含有碳碳双键的化合物），塑料基材包括乙烯、丙烯等单独烯烃聚合而成的高聚物。
	PE	PE（聚乙烯，乙烯经聚合制得的一种热塑性树脂）	

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

1.2、消费电子：由三诺电子导入终端哈曼音响等高毛利业务

2020 年富恒新材成功进入三诺电子供应链体系，2021 年与其终端的哈曼（Harman）、安克创新（300866）等品牌音响、耳机产品项目投产，首年实现 433.87 万元营收，2022 年收入 2387.46 万元。

北海市三富影音制品有限公司及其关联公司为三诺电子控股子公司，主要业务为影音消费电子产品类制品的模具制作和注塑，供应音响网罩、盆架、主体塑胶件，以及无线耳机外壳、充电盒等产品。

图4：各类消费电子产品外壳由塑料制成



资料来源：公司招股说明书

在消费电子领域，公司形成了“超高耐热无卤阻燃 PC/ABS 复合材料的制备技术”等核心技术，以响应消费电子行业耐热、机械、阻燃性能的需求。与添加传统磷系阻燃剂相比，具有添加量少、阻燃效率高等特点，制备出的无卤阻燃 PC/ABS 复合材料热变形温度可以达到 115°C。目前已经广泛应用于三诺电子、传音控股等终端客户的音响、手机结构件产品中。以传音控股手机外壳为例，相关项目收入金额为 155.60 万元，毛利率为 31.98%，提升了整体毛利率水平。

表5: PC/ABS 合金属于改性工程塑料类, 技术含量与附加值高

主要产品	细分品种	主要塑料基材	分类依据
	PC/ABS	PC、ABS、PC/ABS、AS	
改性工程塑料	PC	PC (聚碳酸酯, 属于工程塑料)	除 PC/ABS 合金系通过工程塑料 PC 及通用塑料 ABS 等基材进行共混改性外, 其他细分产品均以工程塑料为塑料基材。
	PA	PA (分子链上有酰胺基团的热塑性树脂总称, 属于工程塑料)	
	PET	PET (聚对苯二甲酸乙二酯, 系对苯二甲酸与乙二醇聚合而成, 属于工程塑料)	

资料来源: 公司问询函回复、开源证券研究所

1.3、募投项目: 扩产超 1 倍, 2024 年 6 月达到设计产能

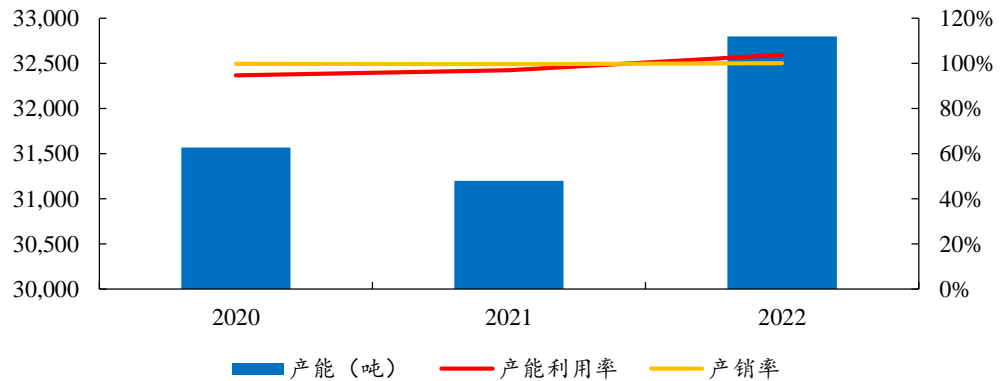
本次发行实际募集资金净额 1.26 亿元用于富恒高性能改性塑料智造基地项目(一期)与补充流动资金。根据公司问询函回复, **扩产项目运营期产值 47,789.40 万元, 税后净利润 5,846.35 万元**。产品投产后前三年生产负荷分别为 30%、70%、100%。

据公司 2023 年 10 月 30 日公告, 目前订单需求旺盛, 产能利用率约为 100%, 订单快速增长, 富恒高性能改性塑料制造基地的一期项目目前厂房已建设完成, 正在预定设备, **预计 2023 年底能够投产, 2024 年 6 月达到设计产能**。

表6: 募集资金完成富恒高性能改性塑料智造基地项目剩余工程

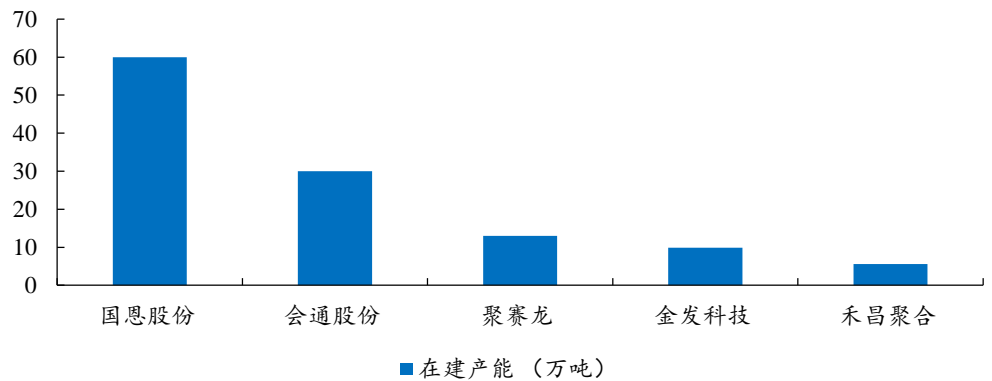
序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金 投资金额(万元)
1	富恒高性能改性塑料智造基地项目(一期)	40,000.00	7,000.00
2	补充流动资金	10,000.00	5,619.70
	合计	50,000.00	12,619.70

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图5: 预计募投产能消化乐观


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

据公司问询反馈, 同行业可比公司仍在积极兴建改性塑料产能, **不存在产能过剩情况**。

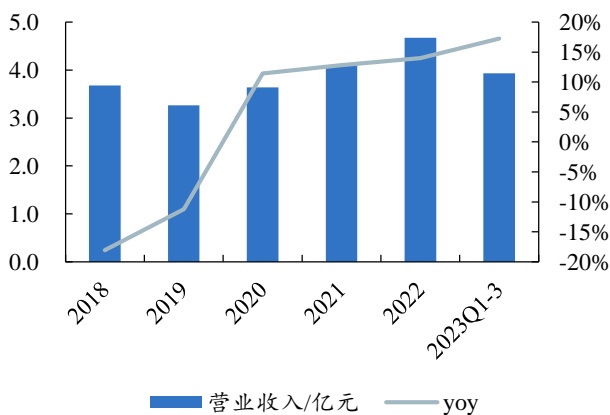
图6：行业公司积极扩张产能，不存在过剩情况


数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

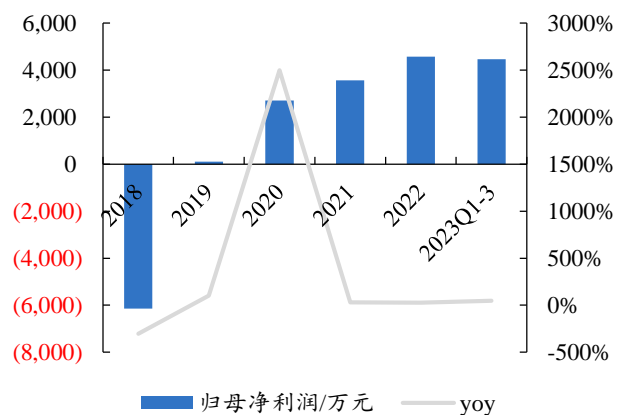
1.4、科技实力强，满足高门槛、定制化

高门槛与定制化：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，并适用于不同领域。该行业配方一般不对外公开，难以通过公开市场取得，主要依靠企业的自主研发，构成行业新进入者的技术壁垒。

富恒新材自 1993 年成立以来一直从事改性塑料业务。当前形成了独特的核心技术诀窍 (know-how)，同时依托自身配方设计优势和材料逆向推导能力，已累计形成上万种产品配方，配方数据包含合成树脂基材及辅料助剂的配比信息，根据配方信息可快速检索出对应的物性、颜色及相关生产工艺，形成了庞大和成熟的产品配方库，涵盖了主流的热塑性塑料品种，并开发出阻燃材料、高稳定玻纤增强材料、耐化学腐蚀材料、耐化学材料、低 VOC 散发材料、免喷涂材料等丰富的系列改性塑料产品。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。

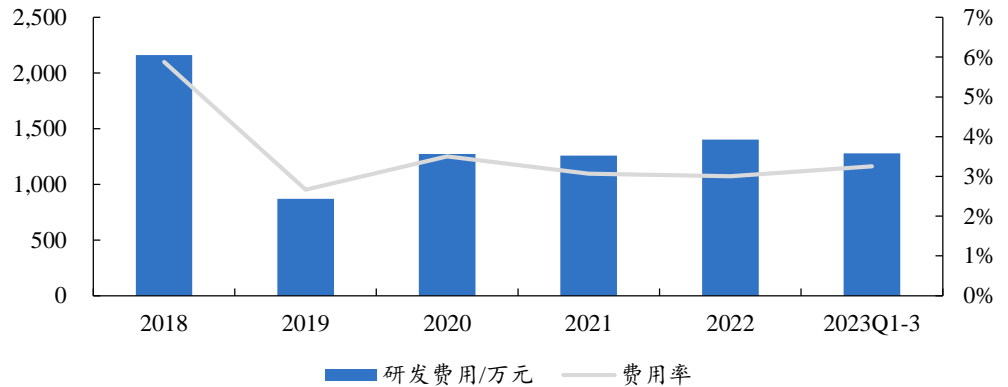
图7：2023 前三季度 3.93 亿元 (+17.3%)，保持增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023 前三季度 4457 万元 (+46.5%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

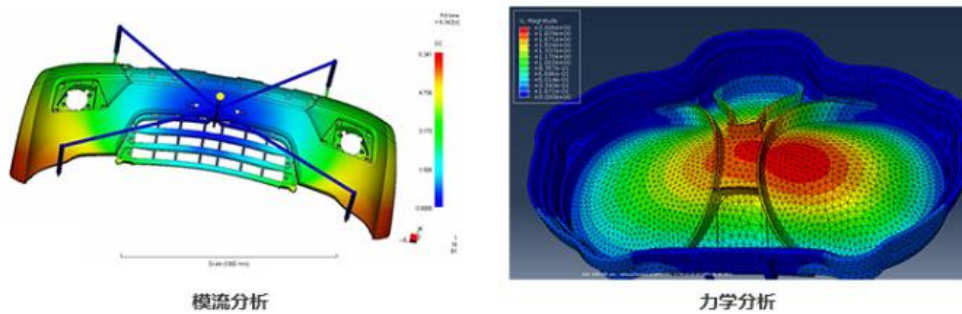
图9：当前研发费用率处在 3% 水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

较强的技术研发实力。截至 2022 年 12 月 31 日，已获授权专利 22 项，其中发明专利 17 项，共计 40 名研发人员占员工总数 22.35%。致力于打造技术综合应用开发平台，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”、检测中心实验室已通过 CNAS 国家实验室认可，出口产品通过 UL 安全标准认证、CQC 产品安全认证等。

图10：技术支持与先进的设备助力公司实验室通过 CNAS 认证，提高产品质量保证



检测手段 DETECTION

CANS国家认可实验室，具备一流的检测手段。

齐全的测试、分析项目，引进塑料机械性能、热性能、阻燃性能、电性能、流变性能、材质分析、老化性能及有害物质检测等诸多国际先进的测试、分析仪器。



气相色谱—质谱联用仪



计算机控制万能试验机



氙灯老化箱

资料来源：公司官网

项目储备丰富，持续开发新产品。2022 年研发立项项目共 15 项，结项 11 项，剩余 4 项将于 2023 年完成。

表7：研发项目改良现有产品，降低成本，增加竞争力

状态	序号	名称	内容	所处阶段
未 结 项	1	外观优异的玻纤增强 PC 材料	通过添加特殊低熔点的助剂、对玻纤进行表面改性活化、挤出机螺杆组合的调整，使得在保证玻纤增强 PC 材料机械性能的同时，大幅度改善材料的表面浮纤效果。	中试
	2	橡胶手感 ABS 材料	在 ABS 材料加入一种具有橡胶手感的物质并迁移到产品表面。对比喷橡胶漆或包软胶方式工艺简单，污染小，成本低，损耗小	小试
	3	高清晰镭雕专用增强 PA 材料	在主体尼龙树脂的体系中引入特定比例的共聚尼龙，同时引入玻璃纤维、镭雕粉，并配合抗氧化剂、润滑剂、增韧剂的作用，控制制备原料在上述特定的组分和配比，特别是控制主体尼龙树脂与共聚尼龙在特定的重量比，促使玻璃纤维和镭雕粉的加入同时实现尼龙材料的力学性能和镭雕性。	试产
	4	核酸检测盒用 HIPS 材料	合适的底材加入润滑剂、镭雕粉、增韧剂、抗氧化剂等，制造出核酸检测盒用 HIPS 材料。材料具有高成型流动性，可以缩短成型周期，提高生产效率和敏捷性，镭雕加工效果好、具有稳定的静电吸附能力。	试产
	1	无卤阻燃 HIPS 材料	加入 PPO 树脂及添加合理的无卤阻燃剂及加工助剂，使 HIPS 达到更稳定的阻燃等级；与现有的溴系阻燃 HIPS 相比，具有无卤素、低瓦斯气、高性价比的特点，同时避免过多酸性气体在制件表面形成气纹，具有良好的外观，可广泛应用于薄壁制件领域。	试产
已 结 项	2	香味型可镭雕软触感 PP 复合材料	硅灰石活化处理对整体性能的影响研究；PE、PP 基体树脂的选择；增韧剂 POE 的选择对软触感影响研究。可直接制备得到不用喷涂等后处理工序的香味型可镭雕软触感 PP 复合材料，提高生产效率，降低生产成本，增大资源利用率，减少珠宝盒喷漆过程中带来的环境污染。	试产
	3	低成本、不析出及尺寸稳定电视机中框 TPV 材料	PP 基体树脂的选择对复合材料性能及尺寸的影响研究；矿粉粒径及表面活化处理对材料物性及尺寸的影响研究；增韧剂体系选择对复合材料性能及尺寸的影响研究。研发的新配方体系产品不析出，成型顺畅，低气味，后收缩尺寸稳定性好。	试产
	4	低成本阻燃增强 PBT 材料	对阻燃增强 PBT 材料的降本研发，包括溴系阻燃剂种类的复配验证；阻燃协效剂种类选择降本方案研究；螺杆组合及工艺对性能产量影响研究等。	试产
	5	高刚性耐高温的 PET 改性材料	通过合理的成核剂的使用，添加阻燃剂、润滑剂、抗氧化剂、增强剂玻纤制备出了具有较高耐热，且可低温注塑的阻燃增强 PET 材料。	中试

资料来源：2022 年年报、开源证券研究所

依托核心技术，当前公司部分产品在技术指标与机械性能上优于同行，形成市场竞争力。

表8：部分产品指标性能优于同行带来竞争力

产品类别	公司	技术指标	产品性能特点
玻纤增强改性材料	富恒新材	拉伸强度 $\geq 245\text{Mpa}$ ，弯曲强度 $\geq 375\text{Mpa}$ ，弯曲模量 $\geq 16000\text{Mpa}$	具有良好外观，高刚性，低翘曲等优良特点
	会通股份	拉伸强度 244Mpa，弯曲强度 372Mpa，弯曲模量 15500Mpa	解决了玻纤外露现象，制件外观良好
	聚赛龙	拉伸强度 $\geq 250\text{Mpa}$ ，弯曲强度 $\geq 350\text{Mpa}$ ，弯曲模量 $\geq 16000\text{Mpa}$	以满足部分替代金属的运用场合
改性塑料合金材料	富恒新材	拉伸强度 $\geq 65\text{MPa}$ ，弯曲强度 $\geq 90\text{MPa}$ ，缺口冲击强度 10KJ/m ² ，阻燃性能达到 1.6mmV0 级	高刚性，尺寸稳定性好，高抗冲击性能，加工性能好，可以满足薄壁化产品
	会通股份	拉伸强度 52.4MPa，弯曲强度 87MPa，缺口冲击强度 16.7kgf \cdot m/cm，阻燃性能达到 V0 级	阻燃性能及强度与竞品基本相当的情况下，韧性大幅提升，缺口冲击强度更佳
	聚赛龙	拉伸强度 $\geq 65\text{MPa}$ ，弯曲强度 $\geq 95\text{MPa}$ ，冲击强度 $\geq 8\text{kJ/m}^2$	高刚性，高尺寸稳定性，高外观光泽性，同时具

产品类别	公司	技术指标	产品性能特点
高光免喷涂改性塑料	富恒新材	以免喷涂 PP 为例，拉伸强度 $\geq 30\text{MPa}$ ，弯曲强度 $\geq 38\text{MPa}$ ，弯曲模量 $\geq 2000\text{MPa}$ ，Izod 缺口冲击强度 $\geq 2.3\text{KJ/m}^2$ ，熔体质量流动速率 $\geq 35\text{g/10min}$	有高落球冲击韧性和高伸长率，应用于电视机后壳，可以做到超薄效果，厚度可以从 2.0mm 降低到 1.5mm，同时满足结构刚性和外观要求 可实现表面金属感、大理石纹、撞色等免喷涂效果，表面抗刮擦，综合机械性能较好
	聚赛龙	以免喷涂 PP 合金为例，拉伸强度 $\geq 30\text{MPa}$ ，弯曲强度 $\geq 38\text{MPa}$ ，弯曲模量 $\geq 2000\text{MPa}$ ，Izod 缺口冲击强度 $\geq 2.5\text{KJ/m}^2$ ，熔体质量流动速率 $\geq 25\text{g/10min}$	免喷涂效果、易清洁性能优
	禾昌聚合	拉伸强度 $\geq 25\text{MPa}$ ，弯曲强度 $\geq 30\text{MPa}$ ，弯曲模量 $\geq 2000\text{MPa}$ ，Izod 缺口冲击强度 $\geq 2.8\text{KJ/m}^2$ ，熔体质量流动速率 $\geq 30\text{g/10min}$	具有优异的表面金属光泽与抗划伤性能，在经过 2,000 小时的光照实验后表面无明显色差变化
阻燃改性塑料	富恒新材	以 HIPS 为例，产品熔体质量流动速率 $\geq 8\text{g/10min}$ ，拉伸强度 $\geq 24\text{MPa}$ ，弯曲强度 $\geq 35\text{MPa}$ ，冲击强度 $\geq 9\text{KJ/m}^2$ ，阻燃性 V0	在阻燃性能及韧性与竞品基本相当的情况下，成本大幅下降，缺口冲击强度更佳
	聚赛龙	以 HIPS 为例，产品熔体质量流动速率 5-10g/10min，拉伸强度 $\geq 24\text{MPa}$ ，弯曲强度 $\geq 35\text{MPa}$ ，冲击强度 $\geq 7\text{KJ/m}^2$ ，阻燃性 V0	/

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

依托上述实力，具有**快速客户响应优势**。集中资源服务重点客户，在合作前期的产品开发阶段依托庞大的配方库和配方设计能力，帮助客户加速开发其需要的产品；在生产及供货环节，通过精细化的排产降低生产周期，依托公司自有车队，可实现**收到订单后一周内供货**；在售后环节，及时跟踪客户使用情况，依照客户需求，承诺 24 小时内安排相关人员到客户现场提供售后支持服务。

2、公司情况：产能规模业内前 20，募投扩产 1.2 倍产能

2.1、主营业务：2023H1 高毛利率改性工程塑料类产品占比提升

塑料基材角度：富恒新材形成**苯乙烯类、改性工程塑料类、聚烯烃类**等主营产品，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。

表9：苯乙烯类和聚烯烃类使用通用塑料为基材，改性工程塑料则为工程塑料基材

类别	主要系列	具体说明
苯乙烯类	ABS、PS、AS 等	苯乙烯类，是指含有苯乙烯均聚物和以苯乙烯为主要成分的共聚物在内的热塑性树脂的统称。苯乙烯类材料具有 综合性能较好、流动性好易成型、化学稳定性及电性能良好 等特点
改性工程塑料类	PC、PA、PET、PC/ABS 合金等	改性工程塑料类，是指以工程塑料为基体树脂，通过增韧、增强、合金化等改性手段制备得到的具有 良好的机械性能和耐高低温性能，尺寸稳定性较好 等优良特点的材料，改性工程塑料可作为工程结构材料和代替金属制造机器零部件的材料
聚烯烃类	PP、PE 等	聚烯烃类，是指由乙烯、丙烯等单独烯烃聚合而成的高聚物，是一类热塑性树脂的统称。聚烯烃类材料具有 密度较小质轻，流动性好易成型、韧性好、耐化学性好、低挥发性、成本低 等特点。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图11：多种塑料基材分别对应不同产品与下游领域


资料来源：公司官网、开源证券研究所

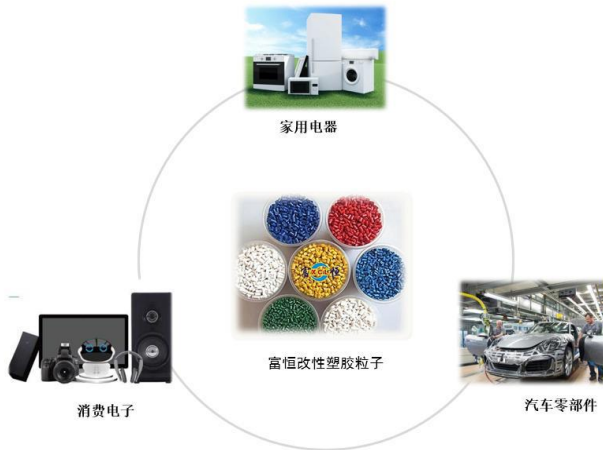
下游领域角度：主要围绕家用电器、消费电子与汽车零部件开展业务。其中，改性工程塑料与聚烯烃类塑料三大下游皆可应用。此外还可应用于市政雨水收集处理器模块等对材料的刚性、抗氧化性能要求高的工程领域，口罩熔喷布、呼吸机、心电监护仪塑胶组件等对材料流动性、气味、挥发性、耐化学腐蚀性等要求较高的医疗健康领域以及饮料杯、包装袋等对材料化学稳定性、韧性和环保性能要求较高的食品包装及日用品领域等。

表10：聚焦家电、消费电子与汽车三大下游领域

产品类型	产品特点	主要下游	具体应用产品
苯乙烯类	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	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 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	具有密度较小质轻，流动性好易成型、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。	家电	暖风机外壳、风轮，风扇扇叶，空调挂机外壳等
		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

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图12: 产品以颗粒形态呈现



资料来源: 公司招股说明书

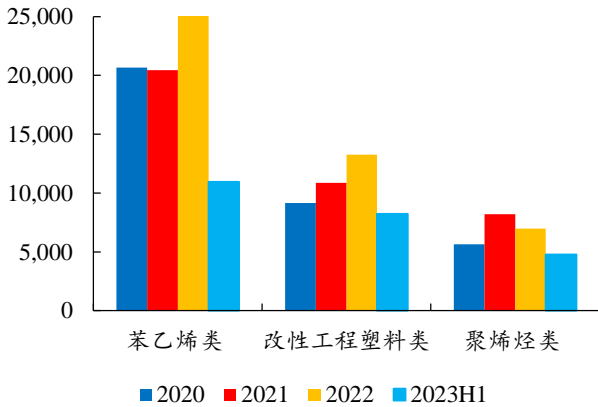
图13: 家电领域以电视机、显示器框架为主



资料来源: 公司招股说明书

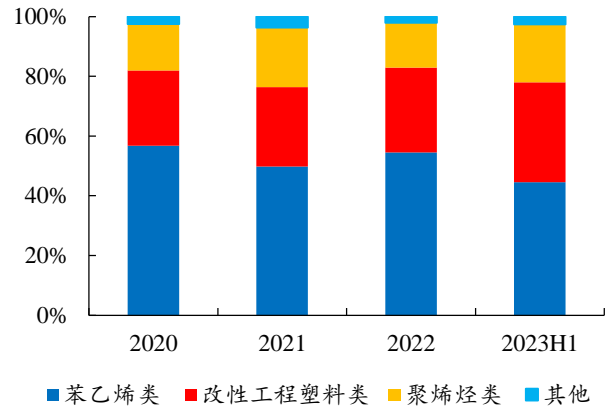
2023H1 毛利率分别为 23.83% 与 21.53% 的高附加值改性工程塑料类与聚烯烃类产品占比提升, 分别达到 33.43% 与 19.41%。2022 年苯乙烯类产品实现营收 25512.02 万元, 同比增加 24.8%; 改性工程塑料类产品 2020-2022 年稳步增长, 营收分别为 9154.77 万元、10876.41 万元与 13272.74 万元。从比例上看, 2022 年三类产品的占比分别为 54.56%、28.39% 与 14.93%。除主营外, 公司提供少量改性塑料的来料加工服务、注塑件生产及其他改性塑料销售业务。

图14: 苯乙烯 2022 年营收升 24.8% 至 2.55 亿元 (万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2023H1 高毛利率改性工程塑料类产品占比提升



数据来源: Wind、2023 年半年报、开源证券研究所

2.2、产品与客户拓展: 紧抓地缘优势, 研发 PEEK、PFA 等工程塑料

满足客户在定制化、灵活性和质量保障上多样化的需求, 作为直接或间接供应商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。以康佳电子为例, 2006 年建立首次合作并进入其供应商体系, 到 2022 年实现 4583.97 万元收入。

表11: 终端大客户大品牌, 包括康佳、创维、传音控股、比亚迪等

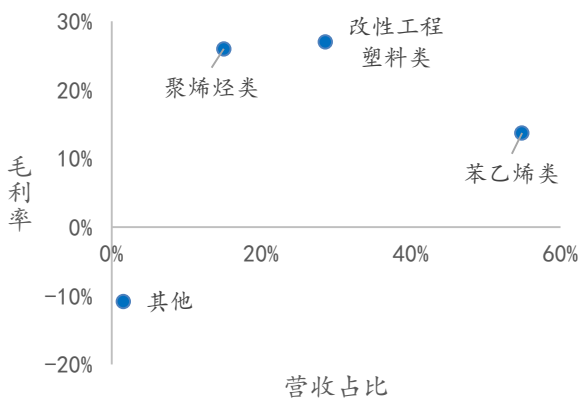
应用领域	应用产品	主要终端客户或品牌
家电	电视机、显示器、空调、空气净化器、暖风机、风扇及各类小家电等	康佳、创维、海信、海尔、康弘、飞利浦、OPPO、小米、LASKO、艾美特等
消费电子	手机、耳机、音响、笔记本电脑、可穿戴设备、数码相机及摄像头等	传音控股、哈曼、长城、宏碁、中兴等
汽车	汽车保险杠、挡泥板、门板、仪表盘、立柱、车灯等	丰田、本田、通用、比亚迪等
其他	海绵城市雨水收集模块、户外大型商用显示器、日用品及口罩等	视源股份、海信、麦当劳、星巴克等

资料来源: 公司问询函回复、开源证券研究所

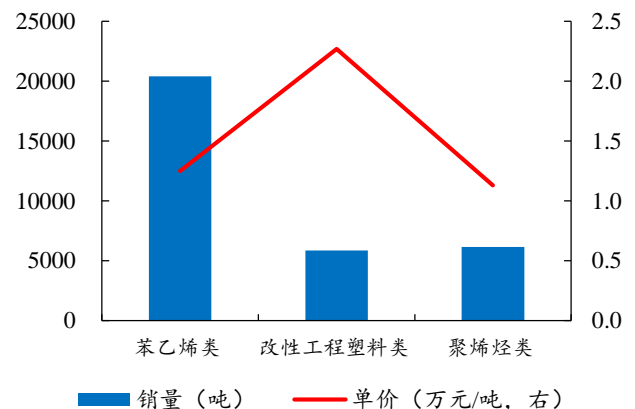
横向拓展新行业: 为雨博士设计的应用于**海绵城市雨水收集工程**的玻纤增强 PP 材料, 抗氧化诱导时间长, 模量高刚性好, 已大规模批量生产。在**太阳能光伏**领域, 公司为四川蜀旺新能源股份有限公司设计的改性 PPO、HIPS 材料, 具有长时间耐候、高耐热等优异性能, 应用于太阳能电池光伏接线盒等产品, 已实现大规模量产。

着力研发拓展特种工程塑料产品, 改性工程塑料类产品附加值高, 2022 年平均单价 2.27 万元/吨, 毛利率 27.02%。较早即开展特种工程塑料的研发工作, 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。

2019 年, 聘请中国工程院蹇锡高院士为公司顾问专家, 双方合作开发 PEEK 系列产品, 形成了相关技术配方及工艺储备, 目前处于小试阶段。并将 PEEK 类产品应用于阀门、管道等领域。2020 年公司开发的改性 PFA 产品已成功批量应用于**兆驰股份 (002429.SZ)** 的芯片半导体晶圆支架产品中, 各项性能均满足客户要求, 2020-2022 年相关产品销售额 168.5 万元。2021 年公司承担深圳市工信局“富恒高流动性尼龙和聚苯硫醚 (PPS) 类系列特种新材料研发及产业化”科技项目, 自主研发改性 PPS 产品并实现向**奋达科技 (002681.SZ)** 小批量销售。

图16: 改性工程塑料与聚烯烃类为高毛利产品


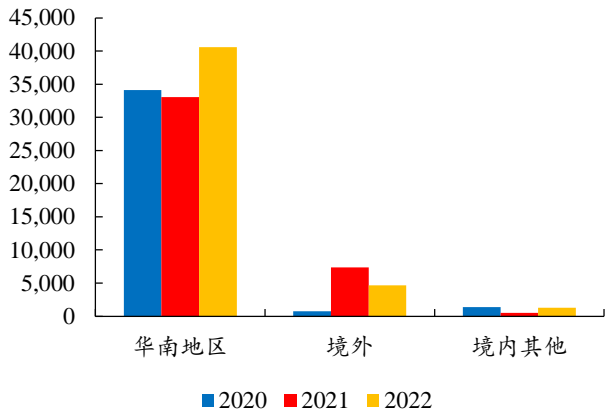
数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图17: 改性工程塑料类单价高


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

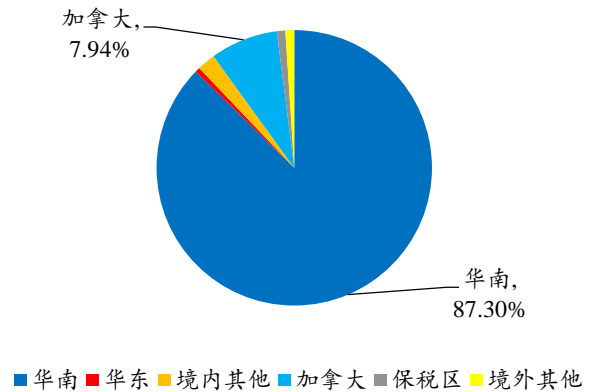
抓紧深圳与珠三角地缘优势。我国改性塑料产业呈现一定区域性特征，企业主要分布在长三角、珠三角和环渤海地区三大区域，这些区域同时也是我国家用电器、消费电子、汽车工业等主要应用产业最发达的地区。富恒新材地处深圳，属于珠三角核心区域，拥有大量的家电及消费类电子企业，集中相关资源服务于华南地区重点客户。

图18：地缘优势获取华南地区客户资源（万元）



数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

图19：2022年华南占比87.30%，境外主要销往加拿大



数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

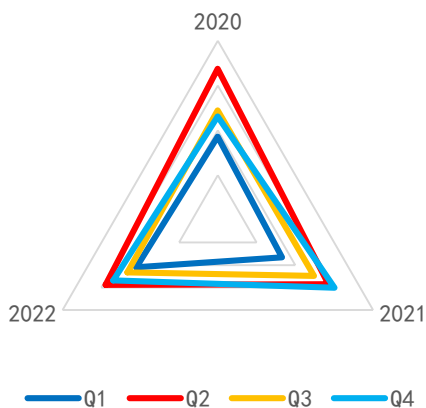
2.3、商业模式：定价一单一议，二、四季度销售旺，供应商稳定

周期：客户认证周期一般在 3-18 个月左右，如终端厂商参与稽核，则认证周期较长（一般为 12 个月以上）。下游客户多采用小金额、多批次的下单方式，大部分产品的交付周期在两周以内，如遇客户要求紧急交货，从接受订单至开始交货不超过三天。

定价模式：“一单一议”，汽车领域客户的定价周期以半年或一年为主，一般家电领域客户以季度或半年度为主，消费电子领域客户的价格调整周期更快。

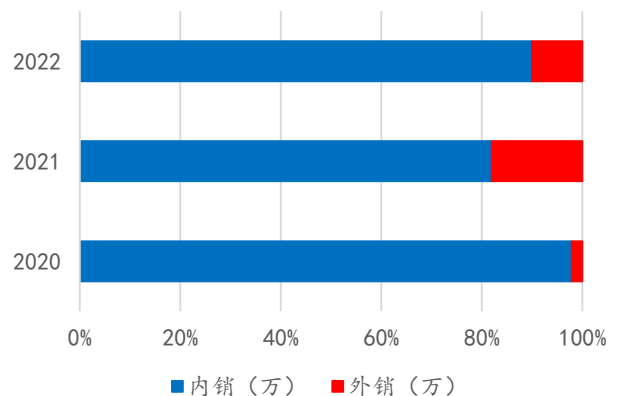
销售模式：完全直销，以销定产，第 2、4 季度为销售旺季。2022 年内销收入约 4.19 亿，外销 4640.53 万元，占比分别为 90.02%与 9.98%。

图20：第二、四季度为销售旺季



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图21：2021年外销比例提升



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

第一大供应商稳定：东莞市湘恒塑胶有限公司 2020-2022 年采购占比分别为 12.64%、11.55% 与 14.33%。2021 年开始向厦门象屿（600057）控股化工子公司购买合成树脂原料。

表12：第一大供应商稳定，2021 年起向厦门象屿（600057）控股化工子公司购买合成树脂原料

年份	排名	供应商名称	金额（万元）	占比
2022 年	1	东莞市湘恒塑胶有限公司	5,328.83	14.33%
	2	厦门象屿化工有限公司	5,127.93	13.79%
	3	深圳市瑞鸿祥贸易有限公司	1,837.24	4.94%
	4	青岛合家兴工贸有限公司	1,739.00	4.68%
	5	深圳市世源工贸有限公司	1,729.92	4.65%
		合计	15,762.93	42.38%
2021 年	1	东莞市湘恒塑胶有限公司	3,674.47	11.55%
	2	深圳市九洲电器有限公司	2,164.60	6.80%
	3	佛山市顺德区荣裕生贸易有限公司	1,713.52	5.38%
	4	青岛合家兴工贸有限公司	1,648.21	5.18%
	5	惠州东欣泰新材料技术有限公司	1,495.09	4.70%
		合计	10,695.88	33.61%
2020 年	1	东莞市湘恒塑胶有限公司	3,557.16	12.64%
	2	深圳市高士宾得科技开发有限公司及其关联公司	2,446.83	8.69%
	3	深圳市瑞鸿祥贸易有限公司	2,351.09	8.35%
	4	肇庆市合和塑料制品有限公司	1,876.56	6.67%
	5	深圳市北辰塑胶有限公司	1,483.44	5.27%
		合计	11,715.08	41.63%

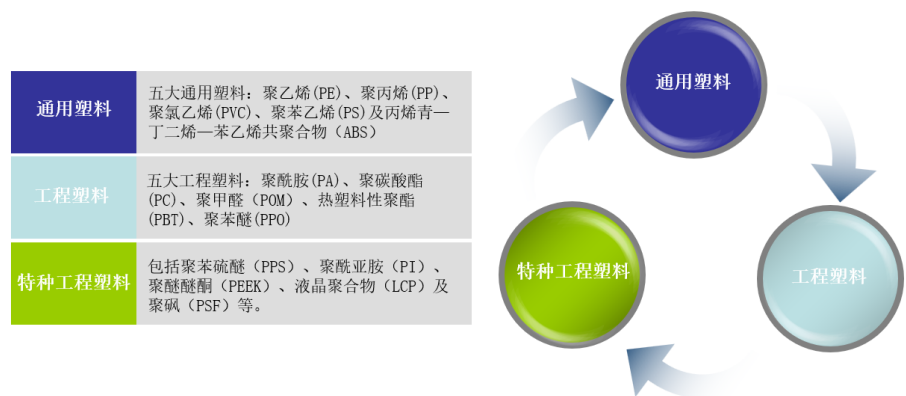
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3、行业情况

3.1、概念与工艺：添加剂或树脂性能，特有工艺降本增效

塑料是一类具有可塑性的合成高分子材料，可分为**通用塑料**、**工程塑料**、**特种工程塑料**。

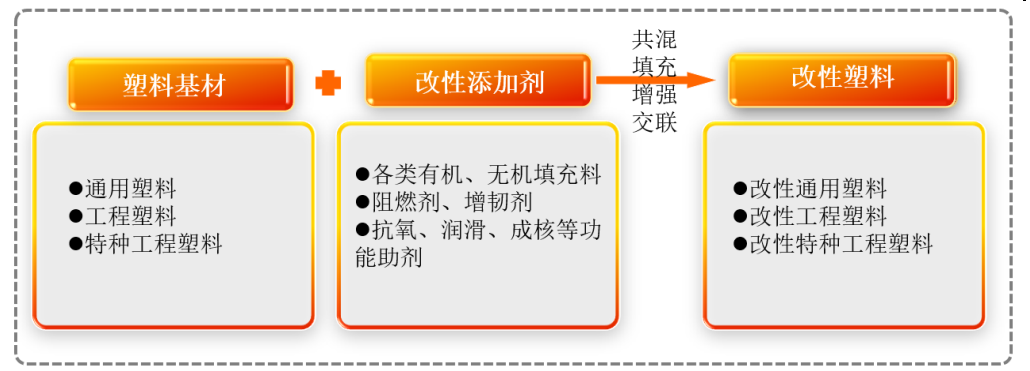
图22：塑料可分为通用塑料、工程塑料、特种工程塑料三大类别



资料来源：公司招股说明书

改性塑料是指在通用塑料、工程塑料或特种工程塑料等塑料基材的基础上，通过添加能改善塑料在力学、流变、燃烧、电、热、光、磁等方面性能的添加剂或其他树脂，以共混、填充、增强、增韧、交联等技术手段，使其具有抗冲击、高韧性、阻燃、易加工性等更加优越性能的塑料。

图23：改性塑料是在塑料基材的基础上添加阻燃剂、功能助剂等改性添加剂



资料来源：公司招股说明书

改性中使用的五大技术手段共混、填充、增强、增韧、交联，前四者是通过在基材添加聚合物、非金属矿粉体材料、纤维状材料、橡胶弹性体等材料，改变原有产品的韧性、强度等性能。交联则一般是通过缩聚反应和加聚反应形成高分子材料。

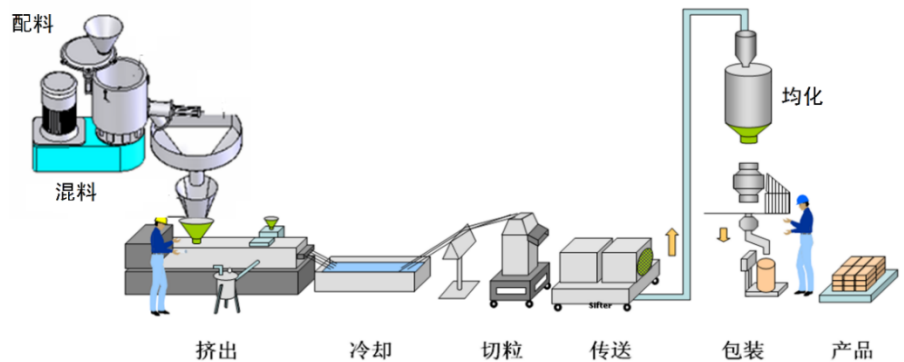
表13：交联工艺生产高分子材料

工艺名称	描述
共混	采用机械的办法，在已经生成的聚合物中加入其它聚合物，使其性能发生变化
填充	塑料中添加相对廉价的非金属矿粉体材料或其它材料，从而降低制品的原材料成本，同时还可以改善塑料材料某些性能
增强	纤维状材料加入到塑料中，可以显著提高塑料材料的强度
增韧	塑料中添加橡胶弹性体、热塑性弹性体、核-壳共聚物及反应型三元共聚物或其它材料，从而达到改善塑料材料韧性性能
交联	线型或支型高分子链间以共价键连接成网状或体型高分子的过程。分为化学交联和物理交联。化学交联一般通过缩聚反应和加聚反应来实现，如橡胶的硫化、不饱和聚酯树脂的固化等；物理交联利用光、热等辐射使线型聚合物交联。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

从原料到形成最终产品，需要通过自动化生产计量称，配置各种原辅材料的生产比例进行混料。物料进入双螺杆挤出机，在特定的螺杆组合下，经过加热、共混、熔融、塑化等步骤，将聚合物熔体通过模口、冷却水槽、风冷机、切粒机、振动筛、均化桶等辅助设备进行造粒生产。期间主要使用喂料机、高低混合机、矢重称、挤出机、切粒机、振动筛、均化桶等设备。

图24：从原料到最终产品主要经过混料、切粒、均化等步骤



资料来源：公司招股说明书

近年来，富恒新材建立了完善的生产工艺研发团队，设计出了特有的螺杆组合以优化生产流程。在同等配方的基础上，使助剂在树脂中的分散良好、分布均匀，同时强化排气与真空脱挥、减少助剂在螺杆中的停留时间，提升产量及产品品质。另外，针对具有较高阻燃需求的阻燃系列产品，生产工艺研发团队通过对阻燃剂侧喂技术的研究，使得产品在阻燃效果保证的前提下，阻燃剂添加量下降，从而降低成本，提升市场竞争力。

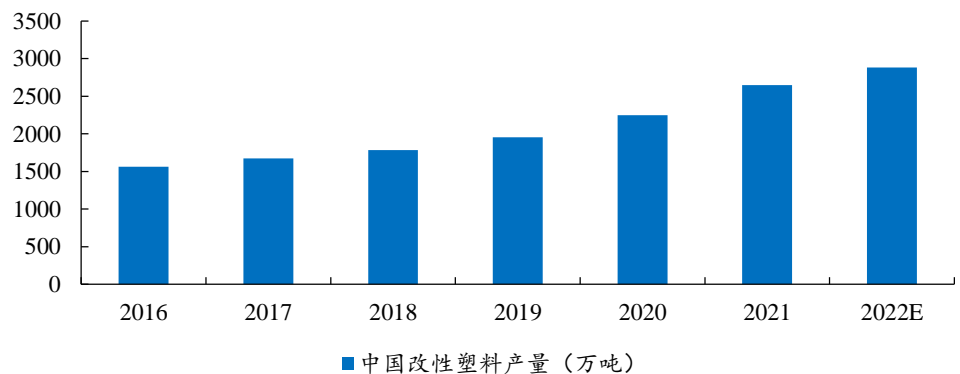
3.2、市场情况：年复合增长率 16.98%，改性化率待提升

根据《国民经济行业分类与代码表》(GB/T4754-2017)，聚焦改性塑料的富恒新材所属行业为制造业中“C29 橡胶和塑料制品业”大类下的“C292 塑料制品业”。同时产品属于《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》(2016 版)中的新材料行业。

我国的塑料工业起步于建国以后，相比国外起步时间较晚，国内的塑料改性加工产业存在着技术薄弱、规模较小的问题，高端产品品种主要依赖进口。进入 21 世纪后，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，2016-2021 年我国改性塑料产量由 1,563 万吨提升至 2,650 万吨，年复合增长率 11.14%，预估 2022 年将达到 2,884 万吨。

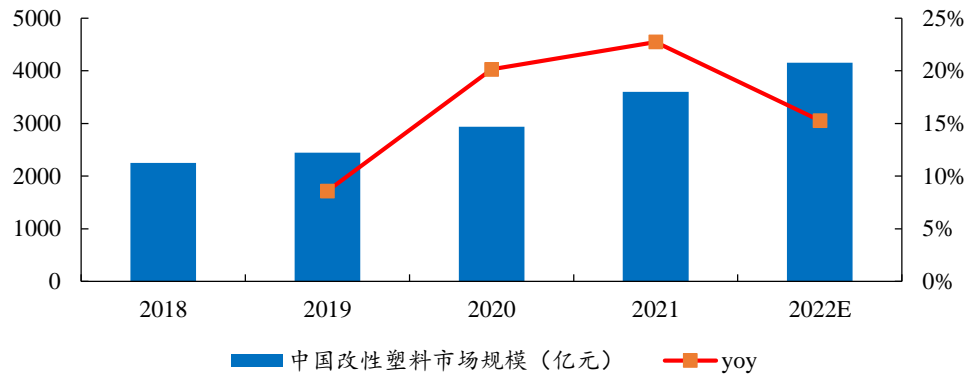
图25：2016-2021 年国内改性塑料产量持续提升，CAGR 11.14%



数据来源：中商产业研究院、公司招股说明书、开源证券研究所

其还表示，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%，预估2022年将达到4,152亿元。

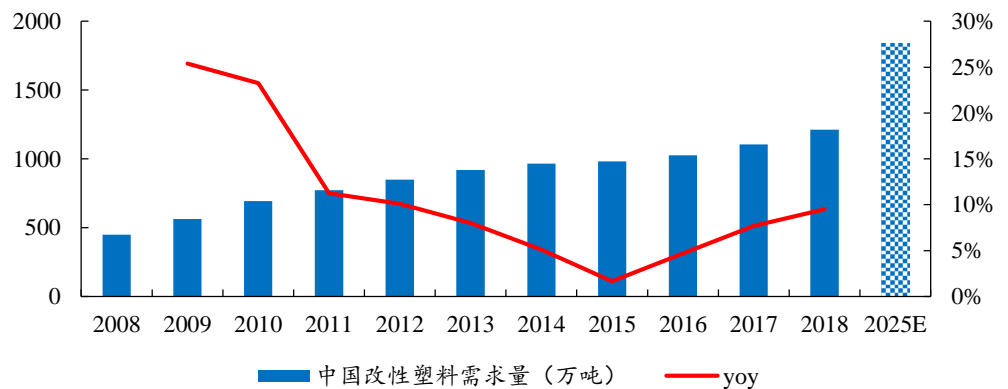
图26：2018-2021年市场规模 CAGR 16.98%



数据来源：中商产业研究院、公司招股说明书、开源证券研究所

前瞻产业研究院认为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。（禾昌聚合公开发行说明书）

图27：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、禾昌聚合公开发行说明书、开源证券研究所

观察改性化率指标：尽管国内塑料产业发展速度较快，但塑料应用规模仍然偏小。全球塑料改性化率50%，而据国家统计局数据，我国塑料改性化率虽然已经由2011年的16.3%稳步增长至2021年的24%，但相比全球水平仍有较大提升空间。

3.3、下游逻辑：家电升级换代，汽车零部件集中热点

(1) 家用电器

应用主要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等。其中，**矿物填充改性塑料**可以改善塑料材料的机械性能和冲击韧性；**耐候改性塑料**可以大幅提高塑料材料在户外恶劣气候条件下的使用寿命；**阻燃改性塑料**可以有效降低家用电器使用过程中发生短路、过载、水浸等情况时产生火灾的风险；**玻纤增强改性塑料**可以提高塑料材料包括拉升强度和弯曲强度等的机械性能。

从具体细分品类来看，黑电、白电等传统家电品类普及率较高，消费者购买行为多为更新换代，产品迭代明显；而洗碗机、美发产品、智能吸尘器等新品类的家电产品凭借提升消费者生活品质的优势呈现较快增长。根据中国电子信息产业发展研究院发布的《2022年中国家电市场报告》，2022年，我国家电市场零售规模达到8,352亿元，略高于2020年水平。

表14：改性塑料在家电领域的应用受益传统品类结构升级与新品类消费升级

品类	逻辑	数值
黑电、白电等传统家电	结构升级	2022年生活电器、厨房电器、空调和彩电零售额分别为2,279亿元、1,492亿元、1,638亿元和1,218亿元。
洗碗机、美发产品、智能吸尘器等新品类家电	消费升级	

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

(2) 消费电子：改性塑料替代普通塑料

通过改性技术调整介电常数，可以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，因此在消费电子领域存在广泛的应用。同时，改性塑料增强了增韧、阻燃、耐高温、耐老化、耐划痕性能等对电子电器产品的安全性和稳定性起着至关重要的作用，因此消费电子领域使用改性塑料替代普通塑料成为必须。

当前消费电子产品也正向智能化、小型化、模块化、时尚个性化等特征的新一代产品发展过渡，对改性塑料相关产品需求将持续增加，取代了传统金属和无机非金属材料，成为了消费电子产品的主要材料之一，此外高端改性塑料亦能满足性能、安全、健康等要求。

(3) 汽车零部件

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。主要位于汽车的驾驶室内，直接与人体接触，在满足强度、耐候性和低气味等特点的同时，还要考虑到碰撞、起火等极端情况下的安全性，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。

表15：车用改性塑料为重点发展方向，预估 2017-2022 年 CAGR 6%

发展方向	优势	车用改性塑料需求	新能源汽车增长率
轻量化、低碳化、智能化	阻燃性、机械强度、抗冲击性、韧性和易塑性，同等体积下仅有钢材三分之一的重量	2017-2022年 CAGR 6%	2020-2025年 CAGR 36.1%

资料来源：IDC、前瞻产业研究院、公司招股说明书、开源证券研究所

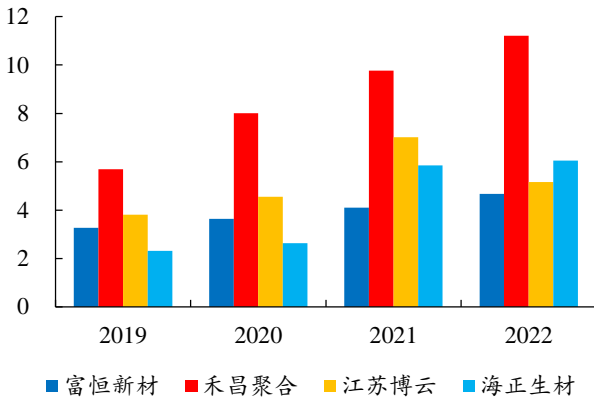
3.4、同行比较：2020年产能前20，盈利能力领先

产能前20，行业集中度低，整体解决方案企业少。我国的改性塑料行业规模大，但整体较为分散，产业集中度不高，一方面除改性塑料市场下游领域与客户数量众多；另一方面，对改性塑料的性能要求各有不同，具有非标准、定制化的特点。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。伴随着市场参与者不断增多，行业竞争日趋激烈。但集中度较低，目前年产能超过3,000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，同时具有自主创新能力、能够为客户提供改性材料整体解决方案的企业较少。**根据公司问询函回复，2020年公司产能位居行业前20。**

待打破国外高端化的上游垄断。上游石油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杜邦、SABIC 等国际化工巨头生产的原材料才能制造，同时由于该类产品的技术要求高，用量小，客户对于价格的敏感性不强，因此国际巨头持续占领上述市场的优势将较难打破。

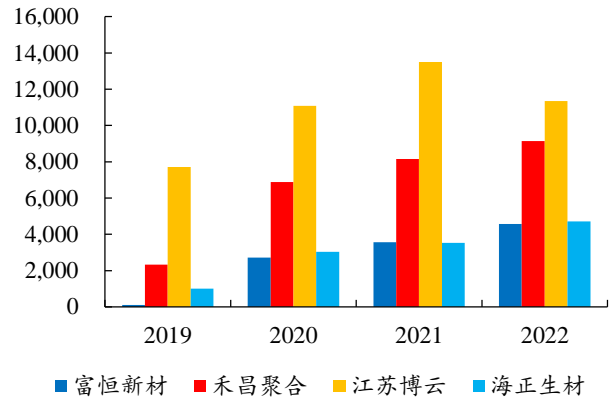
我们选取同属北交所市场的禾昌聚合、同样具备成长性的改性塑料行业内企业江苏博云、海正生材为可比公司。

图28: 除江苏博云外, 2022 年营收规模持续增长(亿元)



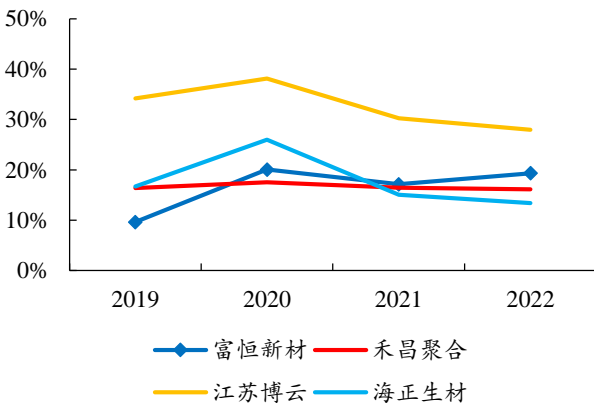
数据来源: Wind、开源证券研究所

图29: 行业未出现增收不增利的异常情况(万元)



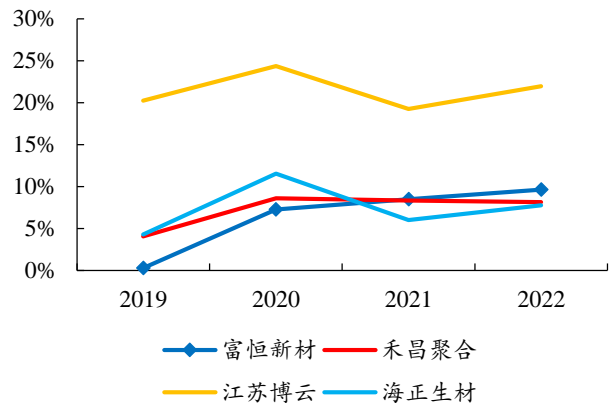
数据来源: Wind、开源证券研究所

图30: 2022 年毛利率逆势上升至 19.33%

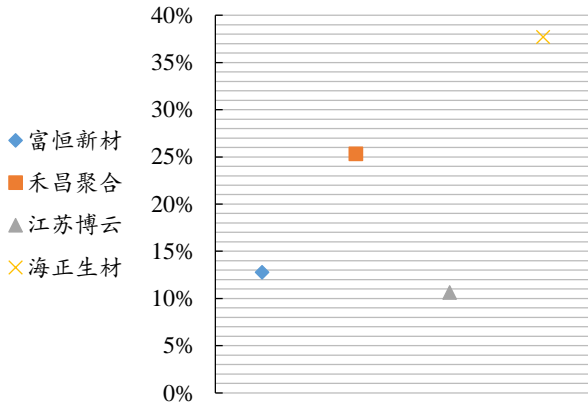


数据来源: Wind、开源证券研究所

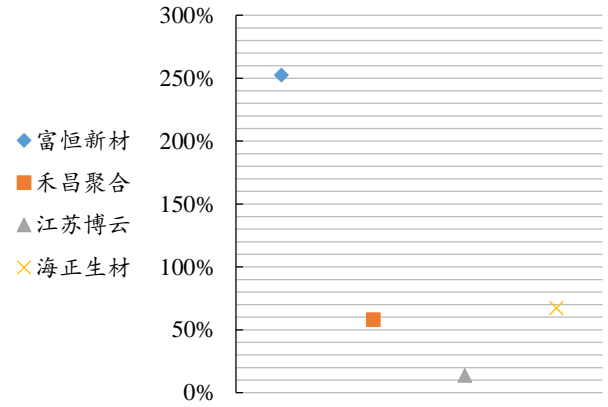
图31: 净利率也呈现稳步上升趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图32: 3年营收 CAGR 12.74%，同行均具备成长性


数据来源: Wind、开源证券研究所

图33: 2020年扭亏为盈, 此后利润快速增长


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,随着公司募投2023年年底投产,2024年6月达到设计产能,总生产能力将从3.28万吨/年提升至7.28万吨/年。伴随比亚迪2023H1起进入前五大客户名单,以之为代表的下游客户订单与营收逐步释放,2024年有望实现营收高增长。

同时较苯乙烯类产品具有更高毛利的改性工程塑料类与聚烯烃类产品下游聚焦家电、消费电子、汽车,在2023上半年营收结构占比已有提升,带动公司整体盈利能力上升,也印证了汽车领域的订单和业务增长。

综合上述,预计公司2023-2025年的归母净利润分别为0.64/1.15/1.38亿元,对应EPS分别为0.59/1.06/1.28元/股,对应当前股价的PE分别为23.2/12.9/10.7倍,首次覆盖给予“增持”评级。可比公司PE 2024E均值23.2X,富恒新材为12.9X。

表16: 可比公司最新PE(2024E)均值23.2X

公司名称	股票代码	最新收盘价(元/股)	最新总市值(亿元)	EPS (最新股本摊薄)				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
禾昌聚合	832089	15.15	16.30	0.85	0.97	1.22	1.51	17.9	15.6	12.4	10.0
江苏博云	301003	24.59	24.36	1.15	1.19	1.79	2.47	21.5	20.7	13.7	10.0
海正生材	688203	12.60	25.54	0.23	0.28	0.29	0.55	54.3	45.0	43.4	22.9
均值				0.74	0.81	1.10	1.51	31.2	27.1	23.2	14.3
富恒新材	832469	13.70	14.85	0.42	0.59	1.06	1.28	32.5	23.2	12.9	10.7

数据来源: Wind、开源证券研究所(注:禾昌聚合盈利预测选自开源证券,其余来自Wind一致预期,数据截止2024年1月12日)

5、风险提示

募投项目不及预期风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	358	428	606	718	854
现金	19	27	69	29	13
应收票据及应收账款	289	320	341	516	648
其他应收款	2	4	5	8	9
预付账款	11	12	62	63	81
存货	29	42	107	83	82
其他流动资产	8	24	21	21	21
非流动资产	160	323	303	264	240
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	38	33	209	232	209
无形资产	25	25	24	23	22
其他非流动资产	97	265	70	9	8
资产总计	518	751	908	983	1094
流动负债	158	241	244	279	320
短期借款	42	53	53	53	53
应付票据及应付账款	46	80	85	119	149
其他流动负债	69	108	106	106	118
非流动负债	119	236	179	108	48
长期借款	108	212	155	84	24
其他非流动负债	11	24	24	24	24
负债合计	277	477	423	386	368
少数股东权益	0	-0	-2	-3	-6
股本	82	82	108	108	108
资本公积	109	109	232	232	232
留存收益	50	83	146	254	383
归属母公司股东权益	241	275	487	600	731
负债和股东权益	518	751	908	983	1094

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	90	30	-22	52	96
净利润	35	45	63	113	136
折旧摊销	7	6	19	38	43
财务费用	11	11	15	20	25
投资损失	0	0	1	0	0
营运资金变动	40	-38	-122	-121	-113
其他经营现金流	-3	5	1	3	4
投资活动现金流	-112	-159	0	1	-19
资本支出	112	159	-1	-1	19
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-1	0	0
筹资活动现金流	31	130	64	-94	-92
短期借款	35	10	0	0	0
长期借款	89	104	-57	-71	-60
普通股增加	0	0	26	0	0
资本公积增加	0	0	123	0	0
其他筹资现金流	-94	16	-27	-23	-32
现金净增加额	9	2	42	-41	-15

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	410	468	561	940	1150
营业成本	340	377	445	738	906
营业税金及附加	2	2	2	4	5
营业费用	4	3	5	7	8
管理费用	10	10	12	19	21
研发费用	13	14	17	28	35
财务费用	11	11	15	20	25
资产减值损失	0	-1	0	0	0
其他收益	5	4	8	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	-0	-1	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	38	51	70	126	152
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	1	1
利润总额	38	51	70	126	151
所得税	3	5	7	13	15
净利润	35	45	63	113	136
少数股东损益	-1	-1	-1	-2	-2
归属母公司净利润	36	46	64	115	138
EBITDA	51	68	95	168	198
EPS(元)	0.33	0.42	0.59	1.06	1.28

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	12.8	14.0	20.0	67.5	22.3
营业利润(%)	13.0	32.8	37.7	80.7	20.2
归属于母公司净利润(%)	31.7	28.0	40.1	80.2	20.0
获利能力					
毛利率(%)	17.1	19.3	20.7	21.4	21.3
净利率(%)	8.7	9.8	11.4	12.3	12.0
ROE(%)	14.5	16.5	12.9	19.0	18.8
ROIC(%)	9.7	9.0	8.9	14.6	15.9
偿债能力					
资产负债率(%)	53.4	63.5	46.5	39.3	33.6
净负债比率(%)	64.5	115.4	42.1	29.3	17.9
流动比率	2.3	1.8	2.5	2.6	2.7
速动比率	2.0	1.5	1.7	2.0	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	1.0	1.1
应收账款周转率	1.5	1.7	1.9	2.6	2.3
应付账款周转率	8.5	6.5	5.8	8.0	7.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.42	0.59	1.06	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	0.27	-0.20	0.48	0.88
每股净资产(最新摊薄)	2.22	2.53	4.50	5.53	6.75
估值比率					
P/E	41.6	32.5	23.2	12.9	10.7
P/B	6.2	5.4	3.0	2.5	2.0
EV/EBITDA	32.1	26.3	17.8	9.9	8.1

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

23 / 25

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