

# 富恒新材（832469）

## 改性塑料专精特新“小巨人”，募投产能落地打开成长空间

买入（首次）

2024年08月27日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书：S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书：S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书：S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书：S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	467.59	579.61	724.23	883.21	1,019.84
同比	14.00	23.96	24.95	21.95	15.47
归母净利润（百万元）	45.68	57.68	76.54	103.29	118.52
同比	27.95	26.26	32.71	34.94	14.74
EPS-最新摊薄（元/股）	0.32	0.41	0.54	0.73	0.84
P/E（现价&最新摊薄）	19.84	15.71	11.84	8.77	7.65

### 投资要点

■ **富恒新材：改性塑料专精特新“小巨人”。**公司从事改性塑料的研发、生产、销售和相关技术服务，产品包括苯乙烯类、改性工程塑料类、聚烯烃类等，应用于家用电器、消费电子、汽车零部件等领域。公司自1993年成立之初就专注于改性塑料的自主研发、性能提高和生产工艺优化，并由此拥有深厚技术积累，能满足诸多个性化定制需求。近年来，公司业绩体量持续增长，2024Q1实现营业收入1.74亿元，同比增长50.44%；实现归母净利润0.19亿元，同比增长112.29%。分业务来看，公司积极优化产品结构，减少中低端/低毛利产品，为其他高附加值产品释放产能，销售结构由2019年的以苯乙烯类业务为主逐渐转变为2023年的以苯乙烯类、改性工程塑料业务为主。其中，改性工程塑料业务占比由2019年的18%增加至2023年的42%；苯乙烯类业务占比由2019年的79%下降至2023年的44%。

■ **消费电子叠加汽车产量回升，拉动改性塑料需求增长。**改性塑料的主要下游应用领域分别为家用电器、消费电子和汽车零部件：1) **家用电器**为改性塑料行业最重要的下游产业之一，未来随着家电消费升级和换新需求落地，家电用改性塑料需求将呈现上升趋势。2) **消费电子**领域，改性塑料因其较好的电性能、阻燃性能、易于加工等特点使其替代普通塑料成为趋势。3) **汽车**领域，改性塑料在轻量化、低气味、机械强度、抗冲击性、韧性和易塑性等方面能较好满足汽车产业设计要求，车用改性塑料市场需求预计将持续上涨。根据华经产业研究院数据，2017-2023年我国改性塑料产量由1,676万吨提升至2,976万吨，年均复合增长率为10.04%，预计2024年整体市场规模将达到3107亿元。

■ **配方优化及定制优势深厚，募投项目落地打破产能限制。**1) **配方优势：**公司基于长期项目开发经验，已积累上万条改性塑料技术配方数据，为实现改性塑料的高刚性、高抗冲击性、阻燃性、耐温、导热、高光、耐化学等特色功能性特点打下坚实基础，可满足各种应用场景产品性能和客户定制化需求。2) **客户优势：**公司持续开拓市场，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。3) **募投扩产：**2022年公司产能利用率达103.81%，已处于超负荷状态。伴随募投项目“富恒高性能改性塑料智造基地项目（一期）”落地，公司产能受限问题将得到解决，为后续在改性塑料领域的长远发展提供有力支撑。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司2024-2026年归母净利润分别为0.77/1.03/1.19亿元，当前股价对应动态PE分别为11.84/8.77/7.65倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 原材料价格波动风险；2) 市场竞争加剧风险；3) 客户波动风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.43
一年最低/最高价	5.26/20.94
市净率(倍)	1.46
流通A股市值(百万元)	486.76
总市值(百万元)	906.28

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.40
资产负债率(% ,LF)	53.25
总股本(百万股)	140.95
流通A股(百万股)	75.70

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 富恒新材：改性塑料专精特新“小巨人”</b>	<b>4</b>
1.1. 深耕改性塑料三十余年，满足客户多样性需求	4
1.2. 改性塑料技术积累深厚，产品应用覆盖面广	6
1.3. 业绩体量持续增长，改性塑料业务占比显著提升	7
<b>2. 消费电子叠加汽车产量回升，推动改性塑料市场扩增</b>	<b>8</b>
2.1. 改性塑料：升级版塑料，应用领域广泛	8
2.2. 下游需求整体上升，改性塑料市场规模持续增长	9
<b>3. 积极拓展特种工程塑料领域，配方优化及定制优势深厚</b>	<b>11</b>
3.1. 核心技术积累深厚，持续加大家电、消费电子及汽车领域研发	11
3.2. 配方优化及定制能力较强，丰富配方库打造核心竞争优势	13
3.3. 获众多知名客户认可，募投项目落地打破产能限制	14
<b>4. 盈利预测与投资建议</b>	<b>15</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>17</b>

## 图表目录

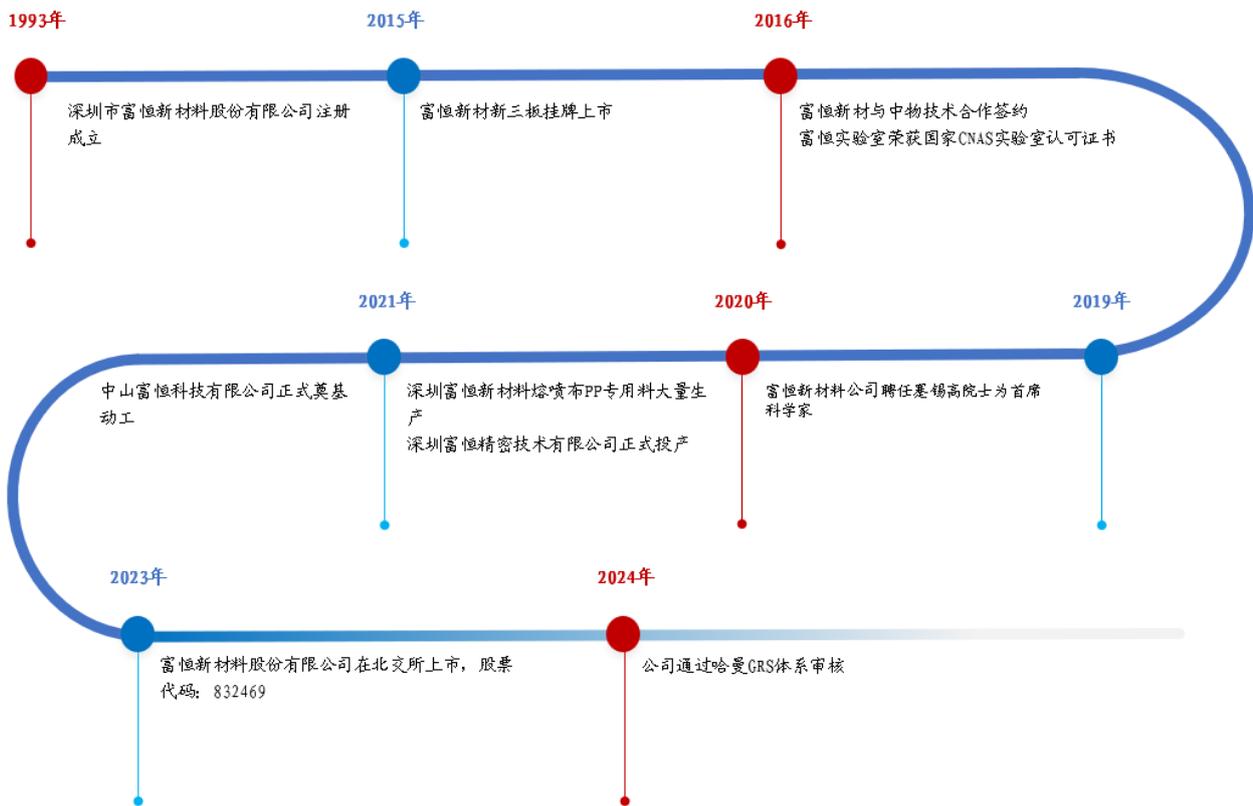
图 1:	富恒新材发展历程.....	4
图 2:	富恒新材股权结构图 (截至 2024 年 8 月 23 日) .....	5
图 3:	公司主要类别产品及用途简介.....	6
图 4:	2019-2023 年公司营业收入及同比增速 .....	7
图 5:	2019-2023 年公司归母净利润及同比增速 .....	7
图 6:	2019-2023 年公司各类业务营业收入 .....	8
图 7:	2019-2023 年公司各项业务毛利率 .....	8
图 8:	2019-2023 年公司毛利及毛利率情况 .....	8
图 9:	2019-2023 年公司期间费用率情况 .....	8
图 10:	改性塑料产业链.....	9
图 11:	改性塑料分类.....	9
图 12:	2018-2024 年中国消费电子市场规模预测趋势图 .....	10
图 13:	2018-2023 年中国汽车产量及其增长率 .....	10
图 14:	2017-2023 年中国改性塑料产量以及增长率 .....	11
图 15:	2021-2024 年中国改性塑料市场规模预测趋势图 .....	11
图 16:	公司产能利用水平.....	15
图 17:	公司产量与产销率情况.....	15
图 18:	分业务盈利预测.....	16
图 19:	可比公司估值 (截至 2024 年 8 月 26 日) .....	17
表 1:	公司管理层行业经验丰富.....	5
表 2:	公司核心技术介绍.....	11
表 3:	公司部分研发项目介绍.....	12
表 4:	生产改性塑料的配方设计和生产工艺创新性的具体体现.....	13
表 5:	富恒新材部分客户简介.....	14

## 1. 富恒新材：改性塑料专精特新“小巨人”

### 1.1. 深耕改性塑料三十余年，满足客户多样性需求

专注改性塑料研产销，入选专精特新“小巨人”。富恒新材（证券代码：832469.BJ）成立于1993年，专注于改性塑料的自主研发、性能提高和生产工艺优化。经过多年发展，公司在改性塑料的技术配方和大规模生产工艺上具备了深厚的积累，不仅产品品类齐全、质量可靠，可以满足客户对于塑料材料增强、耐磨、阻燃、增韧、耐候、耐腐蚀等物理、化学方面特种功能的要求，并且形成了独特的核心技术诀窍，已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。公司于2023年7月入选国家级专精特新“小巨人”名单并通过公示，拥有较强的技术研发实力。

图1：富恒新材发展历程

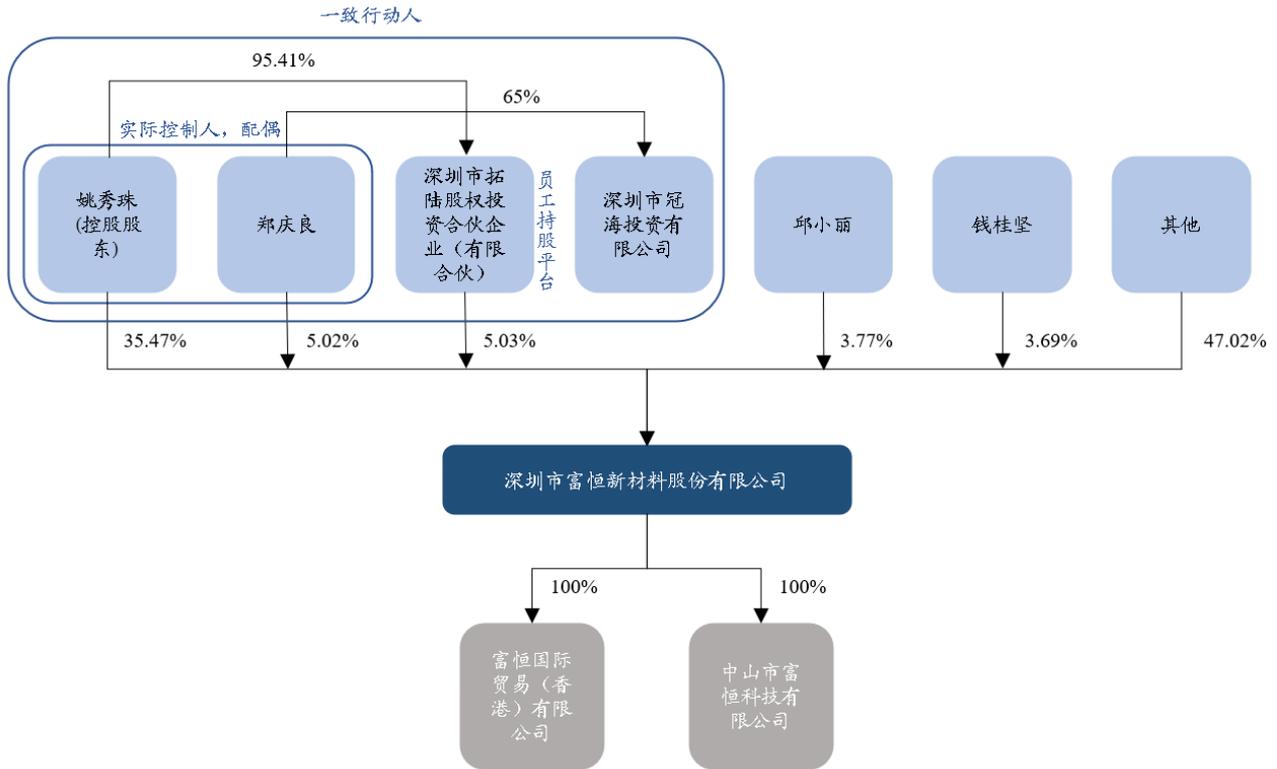


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构较为集中，姚秀珠与郑庆良夫妇为公司实际控制人。截至2024年8月23日，公司董事长姚秀珠女士直接持有公司35.47%的股份，为公司控股股东；公司副董事长郑庆良直接持有公司5.02%的股份，与姚秀珠女士为配偶关系。由此，姚秀珠与郑庆良夫妇合计直接持有公司40.49%的股份，并与深圳市冠海投资有限公司和深圳市拓陆股权投资合伙企业（有限合伙）签署了一致行动协议，为公司的实际控制人。其中，深

圳市拓陆股权投资合伙企业为员工持股平台，直接持有公司 5.03% 的股份。在子公司方面，公司拥有两家全资子公司，分别为富恒国际贸易（香港）有限公司和中山市富恒科技有限公司。其中，富恒国际贸易（香港）有限公司主要从事进出口贸易，中山市富恒科技有限公司业务与公司相近。

图2：富恒新材股权结构图（截至 2024 年 8 月 23 日）



数据来源：天眼查，东吴证券研究所

**管理层行业经验丰富，研发团队实力雄厚。**公司董事长姚秀珠女士拥有三十五年从业经历，具备充足的实践经验与长远的行业眼光，公司其他高管亦从业多年，行业经验较为丰富。公司致力于打造技术综合应用开发平台，以解决客户需求和市场趋势研判为目标开展研发工作，为此公司拥有了一支经验丰富的创新型研发团队，参与企业新技术、新产品研发，学历包括硕士、本科等各个层级，公司的科研人员均具备过硬的理论知识，拥有十分丰富的行业经验，为公司产品研发提供了充足的人才支持，截至 2023 年 12 月 31 日，公司已获授权专利 26 项，其中发明专利 21 项，实用新型专利 5 项。

表1：公司管理层行业经验丰富

姓名	职务	主要经历
姚秀珠	董事长，总经理	1989 年至 2013 年曾担任深圳市宝运工艺厂副厂长、深圳市南国化工贸易公司经营部副经理、公司执行董事，2018 年至今担任深圳市宝安区人民代表大会代表。

郑庆良	副董事长、副总经理	1989年至2013年曾担任深圳市宝运工艺厂厂长、深圳市南国化工贸易公司经营部经理、公司营销总监。
刘明	核心技术人员	2012年至2017年曾担任公司研发工程师，2017年至今任公司研发部经理。曾发表进入实质审查阶段发明专利5篇，研究开发无卤阻燃玻纤增强尼龙材料、再生阻燃 HIPS 材料、电动汽车动力电池封装 PPO 材料。
张俊	董事、核心技术人员	2013年至今历任公司研发部工程师、董事长助理、研发部副经理。曾发表进入实质审查阶段发明专利3篇，参与的项目有深圳碳纤维改性工程塑料工程实验室项目、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项目，新型耐溶剂聚碳酸酯复合材料制备技术研发、超薄智能手机专用 PC 和 PC/ABS 材料关键环节提升。
黄春浪	核心技术人员	2008年至2011年曾担任广州巨华工程塑料有限公司研发助理工程师，2011年至今担任公司研发工程师。曾研究开发高硬度透明 PC 复合材料、PC 和 PC/ABS 合金免喷涂材料，曾担任深圳市科创委技术攻关项目“新型耐溶剂聚碳酸酯复合材料制备技术研发”研发核心成员。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

## 1.2. 改性塑料技术积累深厚，产品应用覆盖面广

公司具备深厚改性塑料研发生产能力，产品应用覆盖面广，能满足定制化需求。公司根据所使用的塑料基材不同，形成苯乙烯类、改性工程塑料类、聚烯烃类和其他类主营产品，产品形态为塑料改性粒子，除改性塑料粒子销售外，公司还从事少量改性塑料的来料加工服务、注塑件生产销售。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。因此，改性塑料产品具有较强的定制化特征，公司主要根据下游客户差异化的应用场景，选择不同的基础材料、配方、工艺参数，向客户提供具有针对性的产品和服务，以满足不同应用场景下对改性塑料的需求。

图3：公司主要类别产品及用途简介

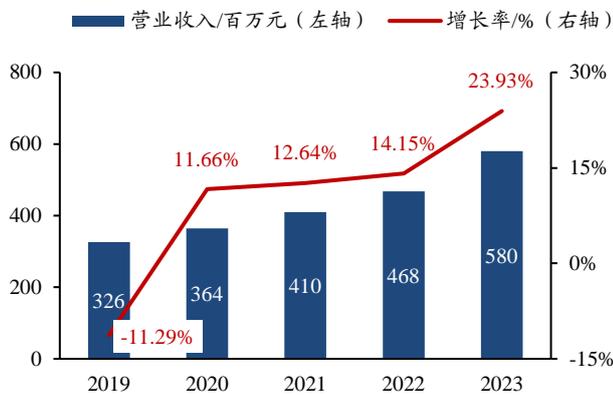
产品类别	主要系列	产品特征	产品应用
苯乙烯类	ABS、PS、AS 等	综合性能较好、流动性好易成型、化学稳定性及电性能良好	家电和消费电子领域
改性工程塑料类	PC、PA、PET、PC/ABS 合金等	具有良好的机械性能、耐高低温性能，尺寸稳定性较好	家电、消费电子、汽车等领域
聚烯烃类	PP、PE 等	有密度较小质轻，流动性好易成型、韧性好、耐化学性好、低挥发性、成本低	家电和汽车领域
其他类	来料加工服务、注塑件生产业务及其他类改性塑料销售	(1) 来料加工是指基材树脂由客户提供，公司收取辅料添加费及加工费的加工业务； (2) 注塑件生产是指将熔融的塑料利用压力注入塑料制品模具中，冷却成型得到塑料件； (3) 包括 PMMA、TPV、TPU 等其他类改性塑料。	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 业绩体量持续增长，改性塑料业务占比显著提升

营收和归母净利润持续增长，势头良好。2019-2023 年，公司实现营业收入 3.26/3.64/4.10/4.68/5.80 亿元，年均复合增速达 15.45%；实现归母净利润 0.01/0.27/0.36/0.46/0.58 亿元，年均复合增速达 44.28%。2019 年，公司营业收入增长率为-11.29%，主要系应收账款资金回笼缓慢，造成资金周转困难，为维持正常生产经营，公司减少订单量而造成营业收入减少。2020 年归母净利润增速高达 2506.73%，主要系原料成本下降，同时，受疫情影响，口罩、防护服等医疗物资严重紧缺，公司生产的“熔喷布 PP 专用材料”作为许多医疗物资的原料获得良好的经济效应。2024Q1，公司实现营业收入 1.74 亿元，同比增长 50.44%；实现归母净利润 0.19 亿元，同比增长 112.29%。业绩实现高速增长主要由于公司积极开拓和深挖市场，比亚迪、三诺电子、格力等优质客户订单较上年同期增加。

图4：2019-2023 年公司营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

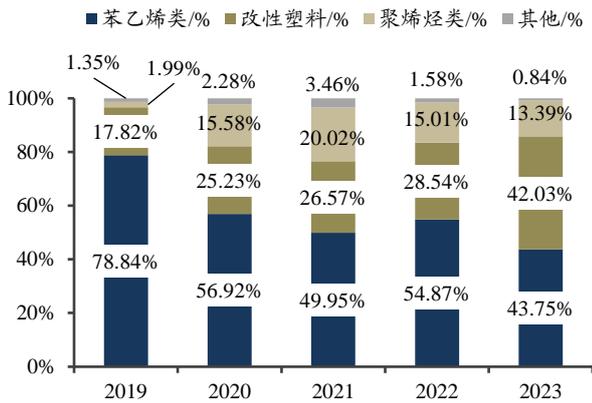
图5：2019-2023 年公司归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

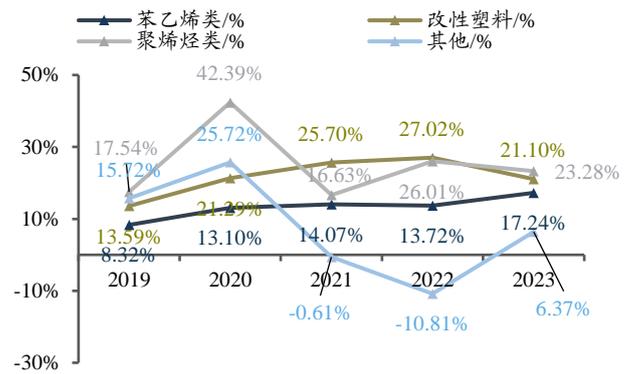
从销售结构看，改性塑料占比显著提升。改性工程塑料业务占比不断上升，由 2019 年的 17.82% 增加至 2023 年的 42.03%。苯乙烯类业务占比整体呈现下降趋势，由 2019 年的 78.84% 下降至 2023 年的 43.75%。公司整体的销售结构由 2019 年的以苯乙烯类业务为主逐渐转变为 2023 年的以苯乙烯类、改性工程塑料业务为主。此外，聚烯烃类产品在 2020 年占比为 15.58%，与 2019 年相比增加 14.23pct，同时其毛利率在 2020 年达到 42.39%，其主要原因为 2020 年初发生新型冠状病毒疫情，公司于 4 月份投入市场的熔喷布 PP 专用材料属于聚烯烃类，该产品自投入市场后取得了广泛的市场反应，客户增加，因此 2020 年聚烯烃类的收入、毛利率迎来增长。

图6：2019-2023 年公司各类业务营业收入



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

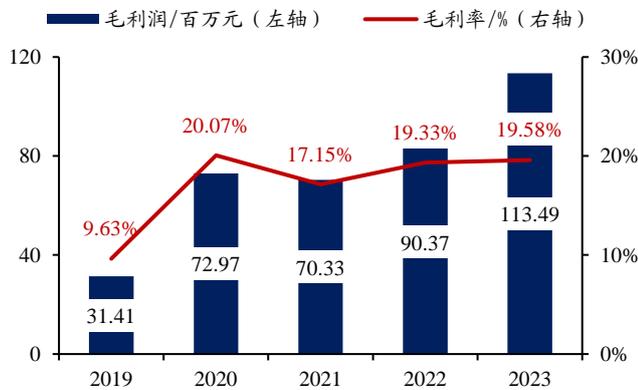
图7：2019-2023 年公司各项业务毛利率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

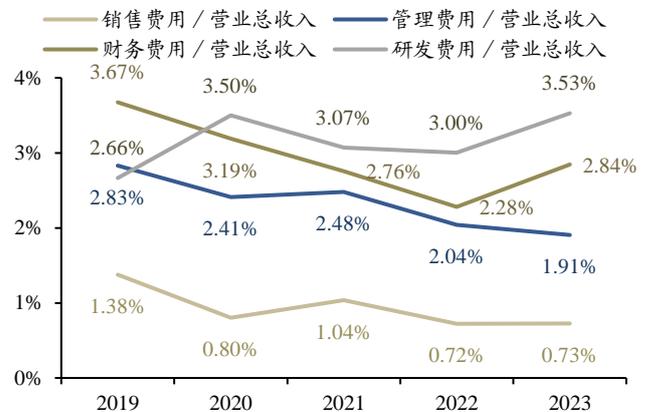
销售费率和管理费率整体平稳，研发投入夯实技术壁垒。2021-2023 年公司盈利能力平稳上升，销售费率和管理费率整体平稳，变化幅度较小。同时，公司高度重视技术创新，不断加大研发投入，研发费用占营收比重稳步提升，由 2019 年的 2.66% 上升到 2023 年的 3.53%。公司的财务费率 2023 年上升明显，增长 0.56pct，原因主要为公司业务规模增长较快，日常经营资金需求较大，但在上市前融资渠道单一，需要依靠银行借款、融资租赁及资金拆借等方式进行融资，融资成本较高，导致财务费用率较高。

图8：2019-2023 年公司毛利及毛利率情况



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图9：2019-2023 年公司期间费用率情况



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

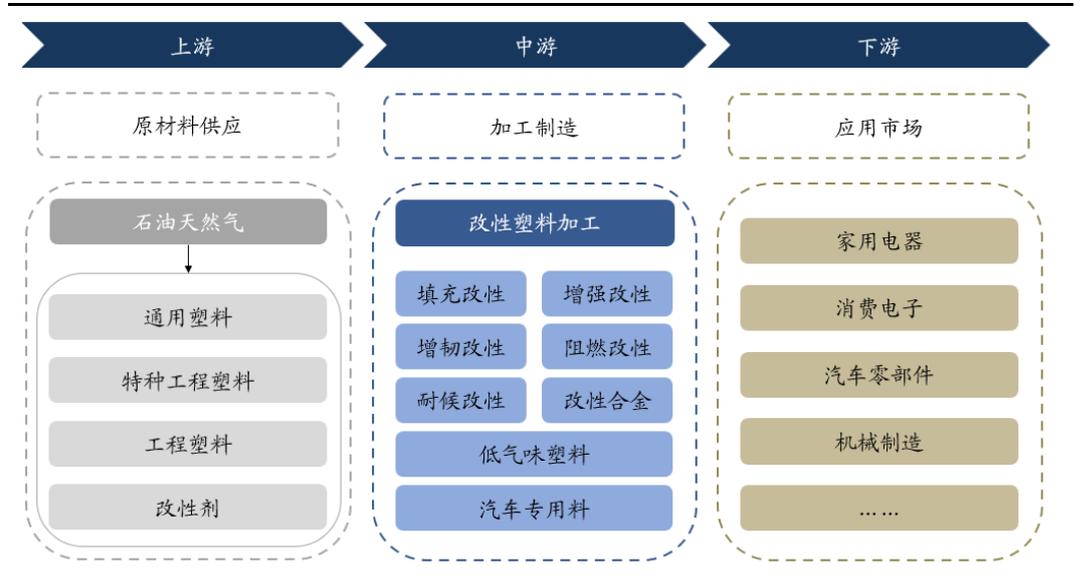
## 2. 消费电子叠加汽车产量回升，推动改性塑料市场扩增

### 2.1. 改性塑料：升级版塑料，应用领域广泛

改性塑料为塑料的改进升级，应用领域广泛。塑料是指以石油化工产业形成的各类高分子合成树脂为主要成分，通过加聚或缩聚反应聚合而成的化合物。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

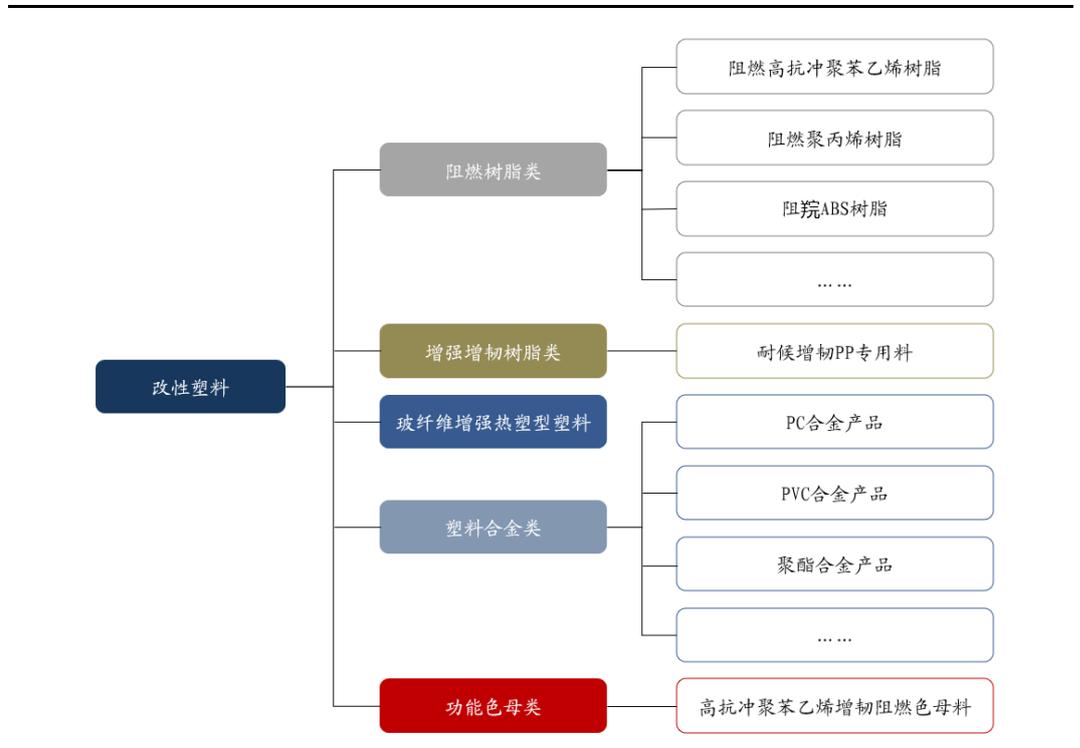
塑料。按照其功能应用进行划分，改性塑料主要可分为阻燃改性塑料、增强改性塑料、增韧改性塑料、塑料合金等。改性塑料的下游领域广泛，包括家用电器、消费电子、汽车零部件、机械制造等领域。

图10: 改性塑料产业链



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

图11: 改性塑料分类



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

## 2.2. 下游需求整体上升，改性塑料市场规模持续增长

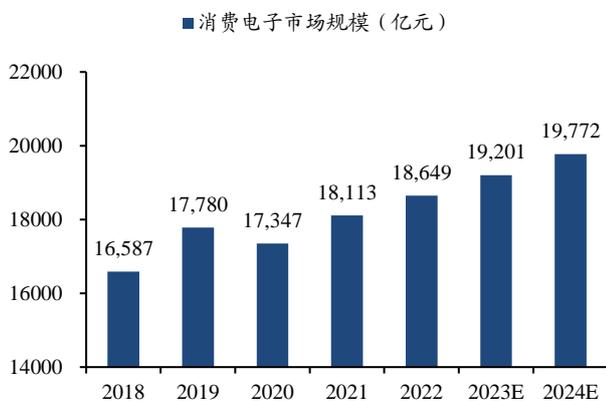
改性塑料的主要下游应用领域分别为家用电器、消费电子和汽车零部件：

**1) 家用电器：**为改性塑料行业最重要的下游产业之一，被广泛应用于洗衣机、冰箱、电饭煲、电视机、空调、微波炉等各类家电产品的罩盖、壳体、配件、外饰等配件，主要材料类型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。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，其中生活电器、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。随着全球经济的复苏及中国经济的稳定增长，中国家电市场总体运行良好。未来随着家电消费升级和换新需求落地，家电用改性塑料的需求还将继续呈现上升趋势。

**2) 消费电子：**与金属和无机非金属材料相比，改性塑料以其轻量化和易于加工的特点，天然适合消费电子对产品轻便、时尚、个性等需求；与普通塑料相比，改性塑料的增强增韧、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重要作用，替代普通塑料成为趋势。中商产业研究院数据显示，消费电子市场规模从 2018 年的 16,587 亿元增长到 2022 年的 18,649 亿元，年均复合增长率为 2.97%。随着人们对性能、安全、健康重视度越来越高，国内外对塑料材料的轻量化、防火安全性、绿色环保等提出了严格要求，消费电子领域高端改性塑料需求仍将保持增长。

**3) 汽车零部件：**汽车零部件行业是改性塑料的重要应用领域之一。改性塑料在阻燃性、机械强度、抗冲击性、韧性和易塑性等方面有较大提高，能够较好满足汽车产业设计要求，在同等体积下仅有钢材三分之一重量。改性塑料的应用范围已由内外饰扩大到了结构件、甚至车身、底盘，在汽车工业中的作用和地位越来越明显。根据前瞻产业研究院数据，2017-2022 年汽车改性塑料需求总量年均复合增速约 6%，2022 年汽车用改性塑料需求总量超 640 万吨。未来，随着汽车轻量化、低碳化、智能化设计理念的不断深化，改性塑料在汽车产业中使用量将不断提升，车用改性塑料市场需求预计将持续上涨。

图12：2018-2024 年中国消费电子市场规模预测趋势图



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

图13：2018-2023 年中国汽车产量及其增长率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

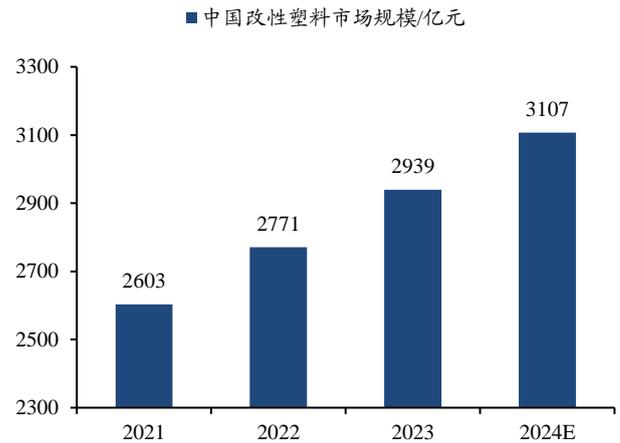
国内改性塑料市场发展势头强劲，市场规模持续增长。进入 21 世纪后，随着全球汽车工业、家用电器、电子通信、新能源等产业不断向中国转移，以及国内经济的快速发展和基础材料领域的“以塑代钢”、“以塑代木”趋势，我国正在成为全球塑料材料最大的市场和主要需求增长引擎。根据华经产业研究院数据，2017-2023 年我国改性塑料产量由 1,676 万吨提升至 2,976 万吨，年均复合增长率为 10.04%。根据中商产业研究院数据，2022 年中国改性塑料市场规模为 2771 亿元，同比增长 6.45%，同时预测市场规模将会在 2024 年达到 3107 亿元。

图14：2017-2023 年中国改性塑料产量以及增长率



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

图15：2021-2024 年中国改性塑料市场规模预测趋势图



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

### 3. 积极拓展特种工程塑料领域，配方优化及定制优势深厚

#### 3.1. 核心技术积累深厚，持续加大家电、消费电子及汽车领域研发

核心技术积累深厚，持续拓展家电、消费电子及汽车领域应用。公司较早即开展特种工程塑料的研发工作，主要研发 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，形成了较为深厚的技术积累，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。截至 2023 年底，公司已获授权专利 26 项。其中，发明专利 21 项，同比增长 23.53%；实用新型专利 5 项。配方设计系改性塑料行业的技术核心，在当前改性塑料定制化、应用场景差异化的趋势背景下，公司需要通过持续的技术创新跟踪下游市场的技术趋势，根据下游客户的不同需求和质量标准，在配方设计上为客户提供针对性的服务，不断推出满足客户需求的新产品。近年来，公司改性技术和生产设备不断积累进步和迭代更新，围绕在研项目持续拓展公司改性塑料产品在家电、消费电子及汽车领域的应用。

表2：公司核心技术介绍

技术名称	技术特点	技术来源	所处阶段
低翘曲玻纤增强热塑性树脂改性技术	降低下游客户继续加工工艺难度，保障塑料制品外观与设计目标一致。	自主研发	大批量生产

高性能无卤阻燃热塑性树脂改性技术	性能优异，阻燃效率高，耐热性强，设备使用寿命长，与同类产品相比电性能突出，燃烧时发烟量少，烟密度低。	自主研发	大批量生产
低成本溴系阻燃改性技术	具有低卤素含量、低瓦斯气、高性价比的优点，同时避免了过多酸性气体在制件表面形成气纹，具有良好的外观。	自主研发	大批量生产
高性能玻纤增强热塑性树脂良外观改性技术	具有高刚性、高尺寸稳定性等优良特点，显著改善复合材料综合性能。	自主研发	大批量生产
软触专用聚丙烯材料的制备技术	具有类似于软胶的触摸柔软度，并具有耐黄变、易成型、高模量和尺寸稳定的特点。	自主研发	小批量生产
耐化学透明聚碳酸酯材料的制备技术	显著改善聚碳酸酯透明材料耐化学性能差、容易应力开裂的问题。	自主研发	大批量生产
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	料的冲击强度提升，同时不影响材料的透明度。	自主研发	大批量生产
超高耐热无卤阻燃 PC/ABS 复合材料的制备技术	降低阻燃剂使用量的同时保证阻燃剂在树脂中良好的分散与分布，制备的复合材料热变形温度可达到 115°C，同时保持优异的力学机械性能。	自主研发	大批量生产
高光免喷涂改性塑料技术	显著提高免喷涂色粉在基体树脂中的相容性和分散性产品力学性能好，表面耐刮擦，节能降本的同时实现绿色、环保回收再利用。	自主研发	小批量生产
高性能导热复合材料制备技术	在保证材料优异的力学性能的前提下，提升材料的导热性能。	自主研发	小批量生产
高铅笔硬度的高光聚碳酸酯复合材料的制备技术	提升复合材料表面铅笔硬度，维持聚碳酸酯的透明性的同时保证材料表面的光泽度。	自主研发	小批量生产
生物可降解改性塑料技术	使其在保持生物可降解性的同时提高其相关机械性能。	自主研发	试生产

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

表3：公司部分研发项目介绍

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计影响
一种高清晰镭雕专用增强 PA 材料的开发	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、镭雕粉使得各组分协同作用。	试产阶段	同时实现尼龙材料的力学性能和镭雕性。	拓展公司 PA 产品在家电及汽车领域的应用
一种核酸检测盒用 HIPS 材料开发	通过选择合适的底材，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。	试产阶段	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。	迎合市场需求
汽车领域用高性能 PBT 材料的制备技术	本项目针对不同要求，不同树脂的优化复配选择以达到汽车前灯调光支架所需的材料性能及外观的要求。	试产阶段	产生更加优异的抗老化效果。可满足车灯调光支架高低温实验以及整灯振动测试的要求。	较同类机械产品机械性能大幅度提升
一种医疗床专用的复合材料	提升复合材料的综合力学性及加工稳定性，并赋予多功能特性特点。	试产阶段	与现有的医疗床材质相比，具有强度高、轻量化、抗菌强、耐环境好及性价比高的特点。	较同类产品流动性大幅提升
汽车车灯用免喷涂高光黑、耐化学聚碳酸酯材料制备技术	主要研究汽车车灯用免喷涂高光黑、耐化学聚碳酸酯材料。	试产阶段	通过有机红黄蓝色粉搭配来实现聚碳酸酯材料高光黑度值及高光泽度。	取代相关进口产品
超轻量化 PA 复合材料的	针对现有玻纤增强 PA 复合材料比重	试产阶段	制备出低比重、低翘曲、	较同类产品流动性大幅度

制备	大、易翘曲、表面易浮纤的特点进行改进。		良外观、高刚性的 PA 增强符合材料。	提升、较同类产品单位成本低
高耐热、耐水解和耐化学阻燃 PC/ABS 合金材料的制备技术	针对阻燃 PC/ABS 合金材料进行系统性的研究开发。	试产阶段	提高材料的耐热性能、耐水解性能，实现材料配方各组合的分布和混合均匀	较同类产品耐热、耐水解及耐化学能大幅度提升
低成本高性能阻燃 ABS 材料的制备技术	针对阻燃 ABS 进行降本开发。	试产阶段	保证材料优异的机械性能、阻燃性能和热稳定性。	较同类产品单位成本低
一种低成本高韧性电池外盖阻燃复合材料的制备技术	降低复合材料成本的同时保证阻燃效果。	试产阶段	提升复合材料的综合力学性及加工稳定性，并赋予挤出成型二次吸塑加工特性。	较同类产品单位成本低
一种高阻隔低翘曲打印机墨水槽复合材料的制备技术	增强 HDPE 刚性，降低翘曲，减少收缩，并赋予耐油墨特点。	试产阶段	提升复合材料的综合力学性及阻隔性。	较同类产品机械性能和阻隔性能大幅度提升。
低模垢溴系阻燃增强 PBT 材料的制备技术	满足了电子电气行业的超薄电子元器件领域的使用要求。	试产阶段	降低阻燃增强 PBT 注塑过程中的模垢，增强复合材料的阻燃性能、力学性能和低模垢性。	较同类产品可实现长时间注塑低模垢，减少洗模

数据来源：公司 2023 年年报，东吴证券研究所

### 3.2. 配方优化及定制能力较强，丰富配方库打造核心竞争优势

配方库积累深厚，配方优化及定制与生产工艺深度融合。1) 在配方库方面，公司基于长期项目开发经验，积累了上万条改性塑料技术配方数据（包含物料配方、颜色配方等信息），主要为合成树脂基材、改性添加剂（包括有机、无机填充物、阻燃剂、增韧剂等助剂）的配比信息。2) 在配方优化能力方面，公司重点就填充改性、共混改性、增强改性、阻燃改性、化学改性等塑料改性原理方面开展基础研究，对配方中基体树脂、助剂的分子结构、特定性能等进行深入研究，为实现改性塑料的高刚性、高抗冲击性、阻燃性、耐高温、导热、高光、耐化学等特色功能性特点打下坚实基础。3) 在定制化能力方面，由于公司具有丰富的行业和项目经验以及持续更新的配方数据库，可以满足各种应用场景下不同的产品性能指标要求，能够满足客户的定制化需求。

表4: 生产改性塑料的配方设计和生产工艺创新性的具体体现

项目	创新性具体体现
填充改性	通过配方中填料表面处理技术，可解决填料在基体树脂中团聚及与基材树脂的相容性问题，该创新性配方设计广泛应用在“低翘曲玻纤增强热塑性树脂改性技术”和“高性能导热复合材料制备技术”中。
共混改性	通过配方中引入特殊结构树脂和采用特殊核-壳型特殊结构抗冲击改性剂的方式，可解决材料耐化学性差、易应力开裂的问题，并大幅提升材料冲击性能。该创新性配方设计广泛应用在“耐化学透明聚碳酸酯材料的制备技术”和“汽车用高冲击强度透明聚甲基丙烯酸酯材料的制备技术”中。
增强改性	通过硅烷浸润腐蚀玻纤表面的前处理技术，增加玻纤表面的粗糙度及玻纤的比表面积，提高了玻纤与热塑性树脂的结合能力。该创新性配方设计广泛应用在“高性能玻纤增强热塑性树脂良外观改性技术”中。

阻燃改性	通过添加反应型无卤阻燃剂磷杂菲类化合物和过表面活化后的锡酸亚硅和硫酸钡，与溴、锑系阻燃剂复配技术，可显著提高阻燃性能，并降低增效。该创新性配方设计广泛应用“低成本溴系阻燃改性技术”和“超高耐热无卤阻燃PC/ABS 复合材料的制备技术”中。
化学改性	通过表面化学接枝技术和配方中添加采用扩链剂的方式解决了材料的相容性问题。该创新性配方设计广泛应用“高铅笔硬度的高光聚碳酸酯复合材料的制备技术”和“生物可降解改性塑料技术”中。
生产工艺	侧喂技术 该技术通过阻燃剂侧喂、玻纤侧喂、免喷涂色粉侧喂等方式，可有效解决阻燃剂下料不均、玻纤长径比分布不均、色粉强剪切导致破坏等问题。该生产工艺广泛应用在“低翘曲玻纤增强热塑性树脂改性技术”、“低成本溴系阻燃改性技术”、“高性能玻纤增强热塑性树脂外观改性技术”、“高光免喷涂改性塑料技术”中。
	螺杆组合排列 该技术通过针对不同配方体系，合理的选择错列角捏合块及反向捏合块，改善助剂的分散及分布问题。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.3. 获众多知名客户认可，募投项目落地打破产能限制

公司前五大客户集中度保持约 50%，募投项目落地打破产能瓶颈。公司持续开拓市场，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，目前客户群体涵盖家电、消费电子及汽车等行业终端客户、中游零部件供应商及贸易商等，其中以零部件供应商为主。从产能利用率来看，2022 年公司产能利用率达 103.81%，已处于超负荷状态。2021 年，公司投资 4 亿元用于募投项目“富恒高性能改性塑料智造基地项目（一期）”建设，2024 年 9 月 30 日前募投项目设备可达到可使用状态，项目投资回收期为 6.50 年（静态、含建设期），内部收益率为 15.86%（静态、税后）。该募投项目落地将解决公司生产车间产能受限问题，有助于提高公司产能和生产效率，提升承接大额订单的能力，从而好地应对行业竞争，为公司在改性塑料领域的长远发展提供有力的支撑。

表5：富恒新材部分客户简介

公司名称	国别	简介
东莞市美士富实业有限公司及其关联公司	中国	主要从事液晶电视外观，结构设计及生产，销售的企业。
深圳市比亚迪供应链管理有限公	中国	经营范围包括供应链管理及其配套相关业务；供应链渠道管理与设计等。
深圳市雨博士雨水利用设备有限	中国	主要从事研发、生产、设计、销售、施工、售后为一体的雨水综合利用系统服务。
青岛合家兴工贸有限公司	中国	主要生产经营各类色母料、塑料改性料。
北海市三富影音制品有限公司及	中国	主要从事音响、扬声器的设计、制造、销售。
东莞康佳电子有限公司及其关联	中国	主要从事彩电、VCD、DVD、通讯产品、注塑件、包装材料的生产
SM Polymers Inc.	印度	专注于高性能聚合物材料，其主要产品包括工程塑料、特种聚合物、复合材料等，广泛应用于汽车、电子、航空航天、医疗器械和工业制造等领域。

数据来源：公开信息整理，东吴证券研究所

图16: 公司产能利用水平



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图17: 公司产量与产销率情况



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入拆分为苯乙烯类、改性工程塑料类、聚烯烃类和其他业务。

**1) 苯乙烯类:** 公司该类材料综合性能好、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。目前公司进行业务调整, 减少应用于中低端家电产品等市场竞争激烈、毛利率水平较低领域产品的业务量, 为其他高附加值产品释放产能。预计2024~2026年公司苯乙烯类业务实现营收2.96/3.46/3.78亿元, 毛利率分别为18.23%/19.75%/21.63%。

**2) 改性工程塑料类:** 公司该类材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, 主要包括阻燃材料、阻燃增强材料和合金材料等。公司改性工程塑料类产品结构不断改善, 同时公司优化配方以降低成本, 毛利率呈逐年上升趋势。此外, 随着下游汽车行业回暖、消费电子行业快速发展, 公司向客户比亚迪、三诺电子等企业销售收入增长, 相关订单以改性工程塑料为主。预计2024~2026年公司改性塑料类业务实现营收3.13/3.95/4.60亿元, 毛利率分别为22.75%/23.73%/24.21%。

**3) 聚烯烃类:** 公司该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, 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。随着汽车行业回暖、家电行业平稳增长, 预计2024~2026年公司聚烯烃类业务实现营收1.10/1.42/1.80亿元, 毛利率分别为23.98%/24.14%/24.96%。

图18: 分业务盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	410.17	467.59	579.61	724.23	883.21	1,019.84
营收增速/%	12.80%	14.00%	23.96%	24.95%	21.95%	15.47%
毛利率/%	17.15%	19.33%	19.58%	17.23%	18.54%	19.94%
<b>其中: 苯乙烯类</b>						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	204.44	255.12	253.59	295.85	345.51	377.65
营收增速/%	-1.00%	24.79%	-0.60%	16.67%	16.79%	9.30%
毛利率/%	14.07%	13.72%	17.24%	18.23%	19.75%	21.63%
<b>其中: 改性工程塑料类</b>						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	108.76	132.73	243.60	313.23	395.24	460.46
营收增速/%	18.81%	22.03%	83.53%	28.58%	26.18%	16.50%
毛利率/%	25.70%	27.02%	21.10%	22.75%	23.73%	24.21%
<b>其中: 聚烯烃类</b>						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	81.92	69.82	77.59	110.16	142.29	179.70
营收增速/%	44.95%	-14.78%	11.13%	41.98%	29.17%	26.29%
毛利率/%	16.63%	26.01%	23.28%	23.98%	24.14%	24.96%
<b>其中: 其他业务</b>						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	15.04	9.93	4.84	5.00	0.18	2.04
营收增速/%	66.26%	-33.97%	-51.24%	3.20%	-96.47%	1054.70%
毛利率/%	-0.03%	13.60%	6.37%	6.65%	8.87%	7.30%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

基于以上收入拆分,我们预计公司2024~2026分别实现营业收入7.24/8.83/10.20亿元,同比增速为24.95%/21.95%/15.47%;实现归母净利润0.77/1.03/1.19亿元,同比增速为32.71%/34.94%/14.74%;毛利率水平分别为17.23%/18.54%/19.94%。

**可比公司:**我们选取金发科技、禾昌聚合和会通股份为可比公司。其中,金发科技主要产品包括改性塑料、完全生物降解塑料、特种工程塑料、碳纤维及复合材料、轻烃及氢能源和医疗健康高分子材料产品等9大类,其产品广泛应用于汽车、家电、电子电工等行业;禾昌聚合产品包括改性聚丙烯、改性工程塑料、改性ABS、其他改性塑料、塑料片材,产品应用领域以汽车零部件为主,同时涵盖家电、交通运输等领域;会通股份主要产品为低散发材料、增强复合材料、高稳定阻燃材料、免喷涂材料、健康防护材料、特色功能材料、特种工程材料等特色产品,产品应用于汽车、家电、消费电子、光伏、通讯等诸多领域,与公司业务具有一定可比性。

**盈利预测与投资建议:**我们预计公司2024~2026归母净利润为0.77/1.03/1.19亿元,对应最新PE为11.84/8.77/7.65倍。与可比公司2024年平均PE(14.89倍),公司估值水平相对较低,考虑公司作为改性塑料专精特新“小巨人”,具备深厚的配方优化及定制优势,伴随消费电子和汽车市场回暖,以及募投项目逐步投产,公司业绩有望快速增长。参考可比公司估值及增速,首次覆盖,给予公司“买入”评级。

图19: 可比公司估值 (截至 2024 年 8 月 26 日)

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			市盈率 (P/E)		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600143.SH	金发科技	6.74	26.37	177.71	10.62	17.64	22.06	16.73	10.08	8.05
688219.SH	会通股份	7.1	4.59	32.61	2.50	3.44	4.42	13.04	9.48	7.38
832089.BJ	禾昌聚合	8.45	1.51	12.73	1.41	1.66	1.93	9.05	7.67	6.60
平均值								14.89	9.78	7.72
832469.BJ	富恒新材	6.43	1.41	9.06	0.77	1.03	1.19	11.84	8.77	7.65

数据来源: 可比公司盈利预测来自 wind 一致预期, 富恒新材盈利预测来自东吴证券研究所

## 5. 风险提示

**(一) 原材料价格波动风险:** 公司主要原材料为合成树脂, 为石油化工行业的下游产品, 如未来价格因宏观经济波动、上下游行业供需情况等因素影响而出现大幅波动, 而公司不能及时地将原材料价格上涨的压力转移到下游或不能通过技术工艺创新抵消成本上涨的压力, 又或在价格下降过程中未能做好存货管理, 都将会对公司的经营业绩产生不利影响。

**(二) 市场竞争加剧风险:** 改性塑料行业属于技术较为成熟的行业, 从业企业数量众多, 市场竞争日趋激烈。行业内规模较大的企业凭借品牌和资金优势, 不断拓展业务范围, 扩大市场占有率。公司通过差异化竞争, 形成自身竞争优势, 但与国内外龙头企业相比, 在销售规模、资金实力等方面仍有一定的差距。随着竞争对手的技术进步、规模扩大, 市场竞争将愈发激烈, 公司存在盈利能力下降的风险。

**(三) 客户波动风险:** 公司客户以家用电器及消费电子领域零部件供应商为主。由于电子产品行业的技术、理念更新速度较快, 下游客户必须保持产品不断的创新, 来满足消费者对产品性能、品质等多方面的需求。未来若公司未能及时地适应下游产品和客户需求的变化, 则由此所产生的客户波动风险将对公司经营和盈利水平产生不利影响。

## 富恒新材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>656</b>	<b>742</b>	<b>857</b>	<b>993</b>	<b>营业总收入</b>	<b>580</b>	<b>724</b>	<b>883</b>	<b>1,020</b>
货币资金及交易性金融资产	90	109	90	100	营业成本(含金融类)	466	599	719	816
经营性应收款项	410	479	595	691	税金及附加	1	2	5	6
存货	127	127	143	171	销售费用	4	6	7	8
合同资产	0	0	0	0	管理费用	11	14	17	20
其他流动资产	28	28	30	31	研发费用	20	27	32	39
<b>非流动资产</b>	<b>337</b>	<b>357</b>	<b>370</b>	<b>368</b>	财务费用	16	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	17	12	17	11
固定资产及使用权资产	28	23	18	13	投资净收益	(1)	(1)	(1)	(1)
在建工程	274	294	313	316	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	24	24	23	23	减值损失	(8)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	<b>营业利润</b>	<b>68</b>	<b>88</b>	<b>119</b>	<b>139</b>
其他非流动资产	10	14	14	14	营业外净收支	(2)	(1)	(1)	(1)
<b>资产总计</b>	<b>993</b>	<b>1,098</b>	<b>1,227</b>	<b>1,360</b>	<b>利润总额</b>	<b>66</b>	<b>87</b>	<b>118</b>	<b>138</b>
<b>流动负债</b>	<b>366</b>	<b>399</b>	<b>424</b>	<b>439</b>	减:所得税	10	12	16	19
短期借款及一年内到期的非流动负债	226	220	220	220	<b>净利润</b>	<b>57</b>	<b>76</b>	<b>103</b>	<b>119</b>
经营性应付款项	59	90	111	117	减:少数股东损益	(1)	(1)	(1)	0
合同负债	3	5	6	6	<b>归属母公司净利润</b>	<b>58</b>	<b>77</b>	<b>103</b>	<b>119</b>
其他流动负债	78	84	87	96	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.41	0.54	0.73	0.84
非流动负债	170	167	167	167	EBIT	85	87	118	138
长期借款	159	159	159	159	EBITDA	91	91	122	140
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.58	17.23	18.54	19.94
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	9.95	10.57	11.69	11.62
其他非流动负债	11	7	7	7	收入增长率(%)	23.96	24.95	21.95	15.47
<b>负债合计</b>	<b>536</b>	<b>566</b>	<b>591</b>	<b>606</b>	归母净利润增长率(%)	26.26	32.71	34.94	14.74
归属母公司股东权益	458	535	638	757					
少数股东权益	(1)	(2)	(3)	(2)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>457</b>	<b>533</b>	<b>636</b>	<b>754</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>993</b>	<b>1,098</b>	<b>1,227</b>	<b>1,360</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(156)	52	0	13	每股净资产(元)	4.23	3.80	4.53	5.37
投资活动现金流	(23)	(24)	(19)	(2)	最新发行在外股份(百万股)	141	141	141	141
筹资活动现金流	248	(9)	0	0	ROIC(%)	10.14	8.64	10.67	11.07
现金净增加额	69	18	(19)	10	ROE-摊薄(%)	12.58	14.31	16.18	15.66
折旧和摊销	6	3	4	2	资产负债率(%)	53.99	51.50	48.19	44.54
资本开支	(23)	(19)	(18)	(1)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.71	11.84	8.77	7.65
营运资本变动	(245)	(29)	(108)	(111)	P/B(现价)	1.52	1.69	1.42	1.20

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。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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>