

禾昌聚合（832089）

2024年三季报点评：前三季度整体增速稳健，Q3单季业绩同比下滑

买入（维持）

2024年10月30日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@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

研究助理 薛路熹

执业证书：S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	1121	1417	1622	1856	2064
同比（%）	14.74	26.40	14.50	14.41	11.23
归母净利润（百万元）	91.34	115.83	125.10	157.95	197.09
同比（%）	12.14	26.81	8.00	26.27	24.78
EPS-最新摊薄（元/股）	0.61	0.77	0.83	1.05	1.31
P/E（现价&最新摊薄）	24.66	19.45	18.01	14.26	11.43

投资要点

■ **2024Q1-3 业绩整体增速稳健，Q3单季度同比有所下滑。**公司发布 2024 年三季报，2024Q1-3 实现营业收入 11.14 亿元，同比+12.30%；归母净利润 0.91 亿元，同比+5.70%；扣非归母净利润 0.88 亿元，同比+5.23%。单季度来看，2024Q3 实现营收 4.21 亿元，同比+6.83%，环比+15.45%；归母净利润 0.32 亿元，同比-3.27%，环比+11.07%；扣非归母净利润 0.29 亿元，同比-12.31%，环比-2.15%。公司扣非归母净利润同比与环比增速下降，主要受到本期厂区搬迁出售老旧设备导致资产处置损失增加、收到的政府补助减少等因素的影响。从利润率水平来看，2024Q1-3 公司实现销售毛利率 16.13%，同比-1.27pct；销售净利率 8.17%，同比-0.51pct。

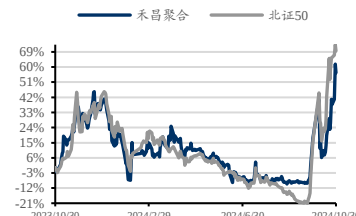
■ **期间费用率水平保持稳定，筹资活动现金流净额同比大幅增长。**2024Q1-3 公司期间费用率基本保持稳定，销售费用率为 0.96%，较去年同期持平，管理/财务费用率分别为 1.80%/0.11%，同比+0.19/+0.05 pct。其中，财务费用 127.07 万元，较上年同期增长 117.61%，主要系本期支付银行借款利息增加所致。在现金流方面，2024Q1-3 公司经营/投资/筹资活动产生的现金流净额分别为 -0.88/-0.20/1.12 亿元，同比-8.03%/-30.91%/+81.11%。其中，筹资活动现金流净额同比大幅增长主要系本期银行借款、应收票据贴现金额较大增加所致。

■ **改性塑料行业小巨头，“汽车+家电”需求驱动产能持续释放。**1) 公司专注改性塑料生产二十余年，在汽车零部件、家电零部件等领域积累了众多优质稳定的客户资源，同时拓展生物基纺织物和聚乳酸类等可循环利用材料的应用。2) **下游需求：**①汽车：目前我国单车改性塑料用量约 150kg，随着国内汽车产量回暖+新能源车渗透率提升+轻量化需求提升，车用塑料需求有望持续扩容；②家电塑料几乎全部需要改性，伴随地产后周期企稳及家电换新需求，家电用塑料需求亦有望边际回升。3) **产能释放：**公司占据华东优势区位，新建年产能 5.6 万吨宿迁工厂于 2023 年 8 月投产运营；同时立足全国发展，靠近西北汽车产业新建年产 2.5 万吨的陕西宝鸡生产基地已于 2022 年 12 月投产运营。随着改性塑料产能持续释放，公司行业竞争地位有望进一步巩固。

■ **盈利预测与投资评级：**“汽车+家电”需求驱动产能持续释放，公司业绩有望稳步增长。考虑到公司目前短期业绩同比下滑，营收及归母净利润增速不及预期，我们下调公司 2024~2026 归母净利润预测为 1.25/1.58/1.97 亿元（前值为 1.49/1.69/1.98 亿元），对应最新 PE 为 18.01/14.26/11.43 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 产能爬坡不及预期；2) 下游需求不及预期；3) 原材料价格波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.48
一年最低/最高价	8.24/19.55
市净率(倍)	2.00
流通 A 股市值(百万元)	1,414.95
总市值(百万元)	2,181.67

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.24
资产负债率(%,LF)	42.05
总股本(百万股)	150.67
流通 A 股(百万股)	97.72

禾昌聚合三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,400	1,541	1,788	2,048	营业总收入	1,417	1,622	1,856	2,064
货币资金及交易性金融资产	75	28	75	126	营业成本(含金融类)	1,165	1,356	1,538	1,692
经营性应收款项	1,120	1,241	1,401	1,589	税金及附加	6	7	8	9
存货	186	248	283	297	销售费用	15	18	20	22
合同资产	0	0	0	0	管理费用	26	32	38	44
其他流动资产	19	25	30	36	研发费用	61	72	78	80
非流动资产	237	282	323	368	财务费用	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	10	8	9	12
固定资产及使用权资产	193	209	234	268	投资净收益	(3)	(4)	(4)	(5)
在建工程	3	27	42	52	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	25	27	28	29	减值损失	(17)	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	4	4	5	营业利润	133	141	178	224
其他非流动资产	14	15	15	15	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,637	1,823	2,112	2,416	利润总额	133	141	178	223
流动负债	615	675	806	913	减:所得税	17	16	20	26
短期借款及一年内到期的非流动负债	57	58	58	58	净利润	116	125	158	197
经营性应付款项	460	470	563	625	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	0	1	1	1	归属母公司净利润	116	125	158	197
其他流动负债	98	146	184	229	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.77	0.83	1.05	1.31
非流动负债	9	11	11	11	EBIT	138	141	178	223
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	158	167	208	258
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.79	16.42	17.13	18.01
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	8.18	7.71	8.51	9.55
其他非流动负债	7	9	9	9	收入增长率(%)	26.40	14.50	14.41	11.23
负债合计	624	686	816	923	归母净利润增长率(%)	26.81	8.00	26.27	24.78
归属母公司股东权益	1,012	1,138	1,296	1,493					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,012	1,138	1,296	1,493					
负债和股东权益	1,637	1,823	2,112	2,416					

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	(87)	26	122	136	每股净资产(元)	9.41	7.55	8.60	9.91
投资活动现金流	(61)	(75)	(76)	(85)	最新发行在外股份(百万股)	151	151	151	151
筹资活动现金流	82	2	0	0	ROIC(%)	11.91	11.03	12.38	13.56
现金净增加额	(66)	(47)	47	51	ROE-摊薄(%)	11.44	11.00	12.19	13.20
折旧和摊销	21	26	30	35	资产负债率(%)	38.15	37.61	38.65	38.22
资本开支	(61)	(69)	(71)	(79)	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.45	18.01	14.26	11.43
营运资本变动	(242)	(129)	(70)	(101)	P/B (现价)	1.59	1.98	1.74	1.51

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。

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>