

**科拜尔 (920066.BJ)**

2025 年 07 月 18 日

**CPP 技术国际先进的改性塑料“小巨人”，产能扩张新空间**
**——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	2025/7/18
当前股价(元)	33.42
一年最高最低(元)	68.42/30.00
总市值(亿元)	21.01
流通市值(亿元)	5.70
总股本(亿股)	0.63
流通股本(亿股)	0.17
近 3 个月换手率(%)	715.54

北交所研究团队

**● CPP 国际先进的改性塑行业“小巨人”，国内家电龙头企业的核心供应商**

科拜尔是专业从事改性塑料和色母料的研发、生产与销售的国家高新技术企业、国家专精特新“小巨人”企业。公司产品广泛应用于家电、汽车零部件、快消日用品等领域，拥有自主知识产权，多项产品技术填补国内行业空白或实现进口产品替代，是美的、海尔、TCL 等家电龙头的核心供应商、战略合作伙伴。公司自主研发的 CPP 产品逐步得到客户的认可，市场开拓符合预期。我们看好公司产能扩张以及改性塑料在汽车领域中的开拓应用。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.54/0.65/0.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.86/1.04/1.20 元，对应当前股价的 PE 分别为 39.0/32.1/27.9x，首次覆盖，给予“增持”评级。

**● 家电、汽车市场需求持续扩容，行业基本盘稳健**

改性塑料下游应用广泛，家电和汽车是其下游。改性塑料具有质轻、性能优异的特点，被广泛的应用在家用电器、消费电子、汽车零部件、机械制造等领域；其中家电、汽车是改性塑料两个最大的应用领域，合计占比超过 50%。汽车轻量化市场空间广阔，高性能改性塑料迎来发展春天。改性塑料具有密度小、强度高、易成型等的优点，是汽车行业实现以塑代钢、节能减排、轻量化的重要方向，车用改性塑料已经普遍应用于汽车的内外装饰制造。公司现有业务主要集中在家电领域，行业基本盘稳健，并且积极拓展汽车领域应用，目前已经与江淮汽车等汽车企业的供应商建立了合作关系。

**● 募投项目突破公司产能瓶颈，未来成长空间广阔**

近年来公司产能利用率较高，处于超额生产的状态。公司拟投入募集资金 14400 万元，用于“年产 5 万吨高分子功能复合材料项目”、“研发中心建设项目”和补充流动资金。其中“年产 5 万吨高分子功能复合材料项目”全面达产后，公司将能够生产 4.5 万吨改性 PP 系列产品和 0.5 万吨改性 ABS 系列产品，现有产能瓶颈问题有望得解决。

**● 风险提示：**原材料价格大幅波动、募投项目投产进度不及预期、市场需求大幅下降风险

**财务摘要和估值指标**

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	389	454	558	667	742
YOY(%)	26.8	16.7	23.0	19.6	11.2
归母净利润(百万元)	45	49	54	65	75
YOY(%)	54.8	7.3	11.0	21.6	15.0
毛利率(%)	20.1	17.4	16.4	16.2	16.8
净利率(%)	11.6	10.7	9.6	9.8	10.2
ROE(%)	21.9	12.8	12.9	13.4	13.4
EPS(摊薄/元)	0.72	0.77	0.86	1.04	1.20
P/E(倍)	46.4	43.3	39.0	32.1	27.9
P/B(倍)	10.2	5.6	4.9	4.3	3.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 改性塑料行业“小巨人”，国内家电龙头企业的核心供应商.....	4
1.1、 产品包括改性塑料和色母料两大类.....	4
1.2、 募投项目突破产能瓶颈，打开未来成长空间.....	6
1.3、 两位实控人直接持有 63.48% 的公司股份.....	7
1.4、 公司主业经营稳定，营收持续增长.....	7
2、 改性塑料应用广泛，国内需求提升空间大.....	10
2.1、 改性塑料是石化产业链重要的一环，下游应用广泛.....	10
2.2、 改性塑料市场规模不断扩大.....	11
2.3、 改性塑料下游应用广泛.....	12
2.3.1、 家电市场需求持续增长.....	13
2.3.2、 汽车轻量化市场空间广阔.....	14
2.4、 色母料是塑料制品行业重要的组成部分.....	16
3、 估值对比.....	19
4、 风险提示.....	19
附：财务预测摘要.....	20

## 图表目录

图 1： 科拜尔合作伙伴多为国内主流家电厂商.....	4
图 2： CPP 产品销量快速上升.....	5
图 3： 两位实控人共持股 63.48%.....	7
图 4： 公司营业收入稳步增长，2024 年为 4.5 亿.....	8
图 5： 2024 年公司实现归母净利润 4852 万元.....	8
图 6： 改性塑料是公司主要的收入来源.....	8
图 7： 改性塑料收入占比不断提升，2024 年为 85.13%.....	8
图 8： 改性塑料和色母料贡献公司大部分毛利.....	9
图 9： 2024 年公司综合毛利率为 17.4%.....	9
图 10： 公司各项费用率较为稳定.....	9
图 11： 改性塑料位于石化产业链的中游.....	10
图 12： 我国塑料产量不断增长.....	11
图 13： 改性塑料产量及改性化率呈上升趋势.....	11
图 14： 改性聚丙烯和改性聚乙烯是我国改性塑料的主要品种.....	12
图 15： 中国改性塑料行业集中度较低（2023 年）.....	12
图 16： 家电、汽车是改性塑料主要应用领域（2023 年）.....	13
图 17： 耐候改性塑料可以替代金属.....	13
图 18： 阻燃改性塑料广泛应用在各类电器外壳中.....	13
图 19： 国内四大家电产量保持稳定增长趋势（万台）.....	14
图 20： 改性塑料广泛的应用在汽车制造中.....	14
图 21： 国内汽车产量整体呈上升趋势.....	15
图 22： 国内新能源汽车产量持续增长.....	15
图 23： 公司产品在汽车领域当中的应用.....	16
图 24： 色母粒行业应用涵盖电子电器、化工、日用品、汽车等领域.....	17

---

图 25: 2023 年我国色母粒行业市场规模为 444.6 亿元 (亿元) .....	18
表 1: 公司产品包含改性塑料和色母料两大类.....	4
表 2: 公司产能紧张, 产线处于超额生产状态.....	6
表 3: 公司产品主要应用在家用电器制造 .....	6
表 4: 2024 年公司前五大客户均为家电制造企业.....	6
表 5: 募投项目投产后, 公司产能将有较大幅度的提升.....	7
表 6: 改性塑料种类多样, 下游应用广泛 .....	11
表 7: 相比于常规塑料, 改性塑料应用场景更加多样.....	12
表 8: 改性塑料在汽车零部件中应用广泛 .....	15
表 9: 色母粒基本组成成分 .....	18
表 10: 同行可比公司 PE TTM 均值为 32.1x .....	19

## 1、改性塑料行业“小巨人”，国内家电龙头企业的核心供应商

### 1.1、产品包括改性塑料和色母料两大类

科拜尔是专业从事色母、功能母料和创新型高分子改性材料等研、产、销一体的国家高新技术企业、国家专精特新“小巨人”企业，科技部创新基金项目承担企业。公司主营业务是功能性色母料及新型改性材料，产品广泛应用于家电、汽车零部件、快消日用品等领域，拥有自主知识产权，多项产品技术填补国内行业空白或实现进口产品替代。公司目前是美的、惠而浦、美菱、长虹、晶弘、TCL 等家电龙头企业的色母和改性材料核心供应商、长期战略伙伴。


图1：科拜尔合作伙伴多为国内主流家电厂商



资料来源：科拜尔官网

公司的主要产品改性塑料和色母料属于高分子材料领域，产品为粒子形态。改性塑料产品系列主要包括改性 PP、改性 ABS 和其他改性塑料；色母料是一种高分子材料专用着色剂，是把超常量的颜料或染料均匀地载附于树脂之中而得到的聚集体，公司色母料产品包括普通色母和功能色母。

表1：公司产品包含改性塑料和色母料两大类

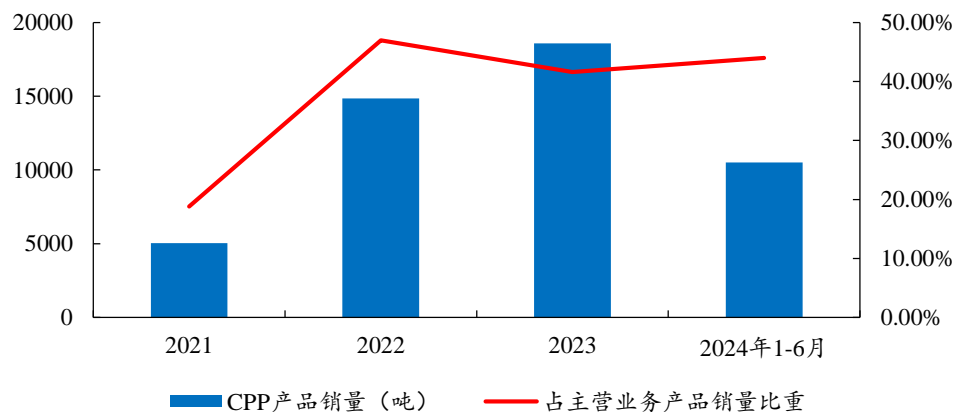
产品类别	产品简介及特点	产品示意图
改性 PP	PP 即聚丙烯，外观透明而轻，具有较高的挠曲强度，在各种酸和碱中均具有良好的耐化学腐蚀性，并且具有良好的耐疲劳性、防潮性和良好的抗冲击强度。公司对 PP 进行塑料改性以突出其性能，以达到满足产品使用需求。	

产品类别	产品简介及特点	产品示意图
改性 ABS	<p>ABS 即丙烯腈-丁二烯-苯乙烯塑料，具有优良的综合物性性能和机械性能、较好的低温抗冲击性能、尺寸稳定，电性能、耐磨性能、耐化学药品性较好等。</p> <p>公司对 ABS 进行塑料改性突出其性能，以达到满足产品使用需求。</p>	
其他改性塑料	<p>主要通过对 PC、PS、PE、PET 等多种塑料混合的塑料合金材料进行改性方法获得的高性能、功能化、专用化的材料。</p>	
普通色母	<p>根据某种树脂作为载体制造的母粒，可满足同类塑料制品的着色。</p>	
功能色母	<p>在给塑料制品进行着色的同时赋予其特定功能，如使被着色塑料制品具有抗静电、抗菌、耐候性、耐油性、阻燃性等一种或几种功能与特性。</p>	

资料来源：科拜尔招股书、开源证券研究所

公司自主研发的 CPP 产品（挤板吸塑级 PP 复合材料）具有优异的耐油性、耐发泡剂腐蚀性，大幅提高了 PP 复合材料的熔体强度；大幅拓宽了 PP 复合材料的熔程；改善挤板、吸塑工艺，实现快速高效生产。替代现在常用的 HIPS 材料，解决了冰箱内胆开裂的问题。CPP 产品逐步得到客户的认可，现已成为公司重要的收入来源。

图2：CPP 产品销量快速上升



数据来源：科拜尔招股书、开源证券研究所

公司产品下游需求旺盛，产品产销量接近 100%，现有产能紧张，产线处于超额生产状态，亟需扩产满足市场需求。

**表2：公司产能紧张，产线处于超额生产状态**

项目	2024年 1-6月	2023年	2022年	2021年
产能（吨）	22,500.00	35,000.00	21,800.00	20,300.00
总产量（含外协产量，吨）	24,656.75	45,180.24	31,934.09	27,934.12
产能利用率	109.06%	129.07%	146.40%	122.63%
总销量（吨）	23,878.39	44,680.67	31,602.44	26,771.54

数据来源：科拜尔招股书、开源证券研究所

## 1.2、募投项目突破产能瓶颈，打开未来成长空间

公司产品可广泛应用在家用电器、日用消费品及汽车零部件等领域。公司自设立以来，深耕于家用电器领域，2021-2024 上半年来自家用电器领域的收入占比分别为 96.37%、97.74%、97.95%和 98.08%，占比较高且持续稳定。

**表3：公司产品主要应用在家用电器制造**

年份	家用电器		日用消费品		汽车零部件	
	金额（万元）	比例	金额（万元）	比例	金额（万元）	比例
2021	25,130.19	96.37%	758.36	2.91%	187.77	0.72%
2022	29,895.31	97.74%	561.55	1.84%	128.75	0.42%
2023	37,978.30	97.95%	619.41	1.60%	173.77	0.45%
2024H1	21,070.66	98.08%	337.32	1.57%	76.06	0.35%

数据来源：科拜尔招股书、开源证券研究所

客户集中度高，2024 年前五大客户销售额占比为 77.39%。公司主要客户多为知名家电制造商，与四川长虹、美的集团、TCL、等知名家电制造企业建立了稳定的合作关系。公司作为供应商通过资质审核后，在产品正式供货前还需要经历较长的验证周期，因此考虑到转换成本，一旦进入到下游客户的供应链系统，双方会保持长期稳定合作，不会轻易替换供应商。

**表4：2024 年公司前五大客户均为家电制造企业**

客户名称	销售金额（元）	年度销售占比
四川长虹电器股份有限公司下属公司	129,833,670.23	28.61%
上海双鹿上菱企业集团有限公司下属公司	86,830,327.42	19.14%
合肥雪祺电气股份有限公司	58,880,283.13	12.98%
美的集团股份有限公司下属公司	38,980,141.55	8.59%
广东 TCL 智慧家电股份有限公司下属公司	36,627,404.04	8.07%
<b>合计</b>	<b>351,151,826.37</b>	<b>77.39%</b>

数据来源：科拜尔 2024 年年报、开源证券研究所

家电领域客户是公司的“基本盘”，在现有产能下，公司将优先保证长期稳定合作的客户需求；随着募投项目的实施，公司产能将大幅提升，在保持家用电器应用领域竞争力的同时，将逐步扩大在日用消费品、汽车行业等应用领域的业务扩展和

市场规模，增强公司业务盈利能力，从而进一步提高公司的市场竞争力和风险承受能力。

**表5：募投项目投产后，公司产能将有较大幅度的提升**

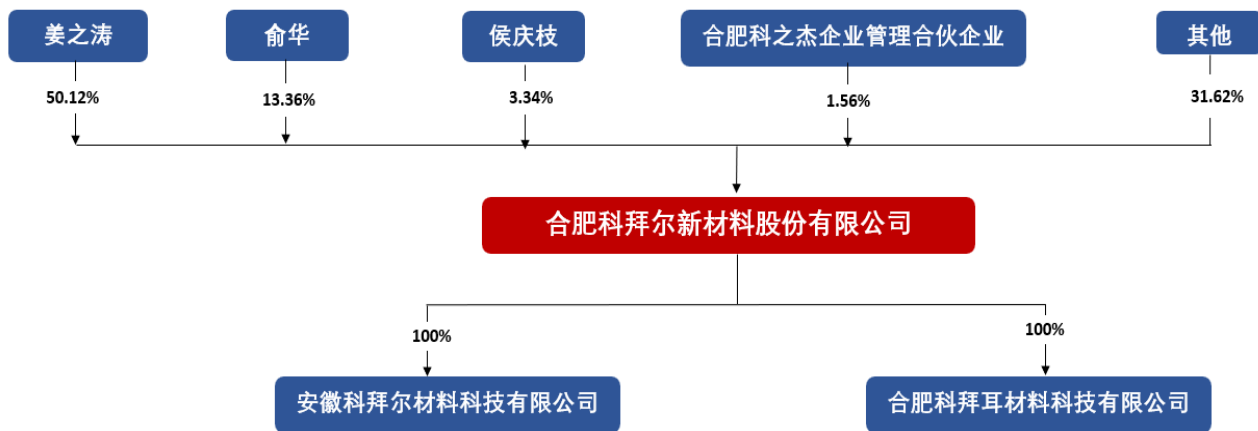
项目名称	项目概况	建设期
年产5万吨高分子功能复合材料项目	项目达产后，将能够生产4.5万吨改性PP系列产品 和0.5万吨改性ABS系列产品	24个月
研发中心建设项目	为研发团队提供开展研发工作更便利的研发空间和研发条件，进一步提高和巩固公司的技术实力。	24个月

资料来源：科拜尔招股书、开源证券研究所

### 1.3、两位实控人直接持有 63.48% 的公司股份

公司两位实控人姜之涛、俞华系夫妻关系，截至 2025 年一季度末，两人直接持有 63.48% 的公司股份，侯庆枝系俞华弟弟之配偶，与俞华为姻亲关系，其为姜之涛、俞华的一致行动人。科之杰是公司的员工持股平台，持有 1.56% 的公司股份。公司股权较为集中，两位实控人能够对公司的实际经营决策、重大事项决策、人事任免等起控制作用，能够实际支配公司的行为。

**图3：两位实控人共持股 63.48%**

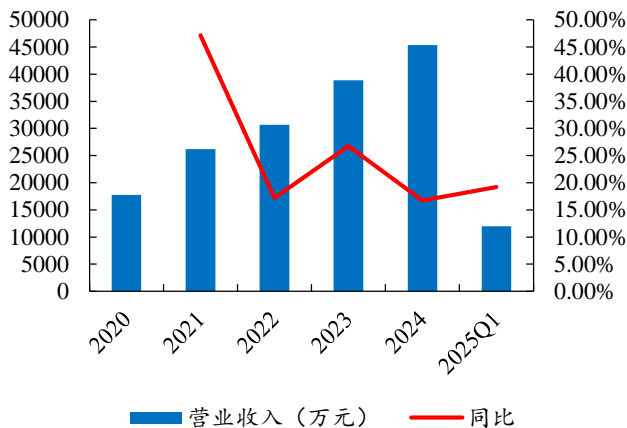


资料来源：Wind、开源证券研究所（注：截至 2025 年 3 月 31 日）

### 1.4、公司主业经营稳定，营收持续增长

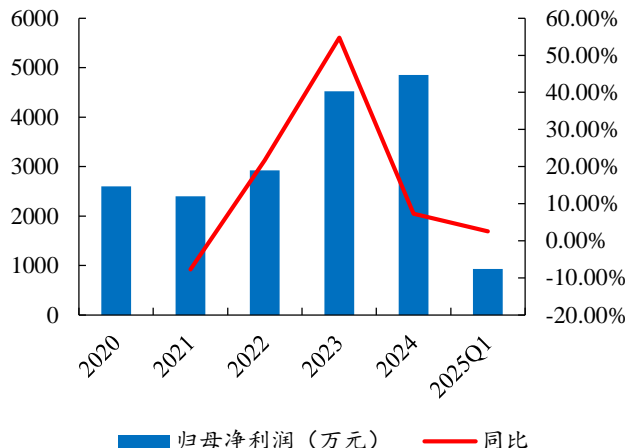
公司营收持续稳定增长。近几年公司营业收入稳步增长，从 2020 的 1.8 亿元增长至 2024 年的 4.5 亿元，2025 年一季度继续保持增长势头，实现收入 1.2 亿元，同比+19.2%。归母净利润方面，从 2020 年的 2601 万元，增长至 2024 年的 4852 万元。

图4：公司营业收入稳步增长，2024年为4.5亿



数据来源：Wind、开源证券研究所

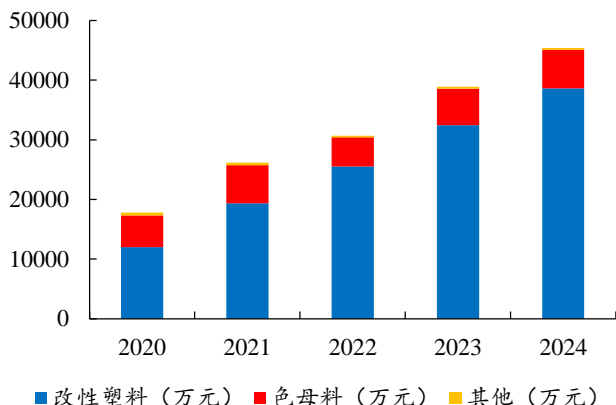
图5：2024年公司实现归母净利润4852万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

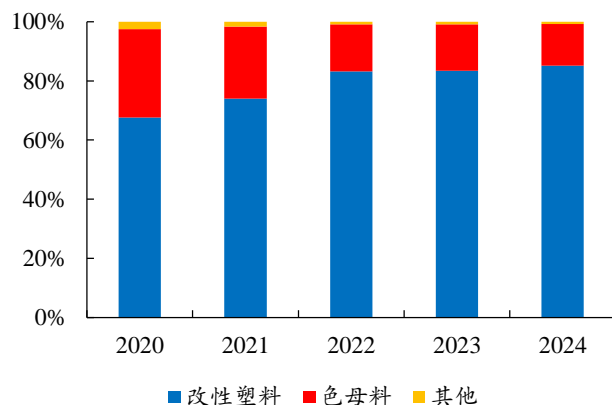
从公司的收入结构来看，改性塑料是公司的主要收入来源，2020-2024年收入分别为1.2、1.9、2.6、3.2、3.9亿元，是公司增长速度最快的业务板块，其占总收入的比重也在不断提升，2024年改性塑料收入占公司全部收入的85.13%。

图6：改性塑料是公司主要的收入来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

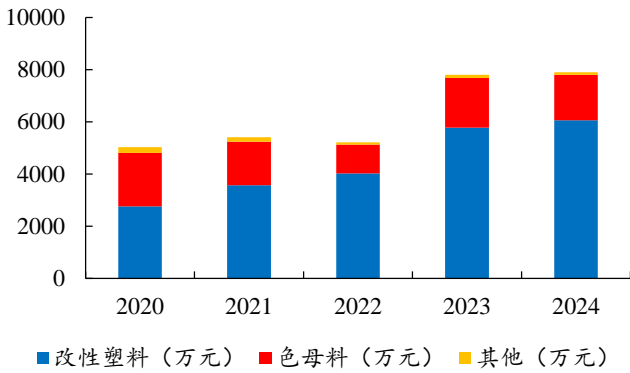
图7：改性塑料收入占比不断提升，2024年为85.13%



数据来源：Wind、开源证券研究所

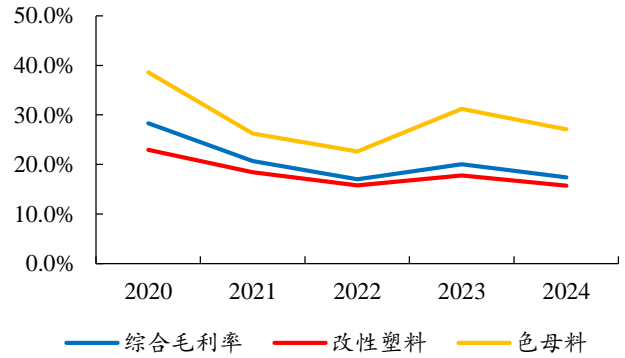
改性塑料贡献了公司的绝大部分毛利，并且2020年以来，改性塑料业务毛利一直处于增长中，从2020年的2760万元增长至2024年的6068万元；相比之下，色母料毛利则有一定幅度的波动，2024年实现毛利1742万元，相比2020年的2050万元有所下降。毛利率方面，改性塑料虽然是公司主要的毛利来源，但是其毛利率水平则相对较低，2020-2024年分别为23%、19%、16%、18%、16%，均低于公司的综合毛利率。未来随着公司高分子复合材料项目建成投产，改性塑料业务毛利率有望得到提升。

图8: 改性塑料和色母料贡献公司大部分毛利



数据来源: Wind、开源证券研究所

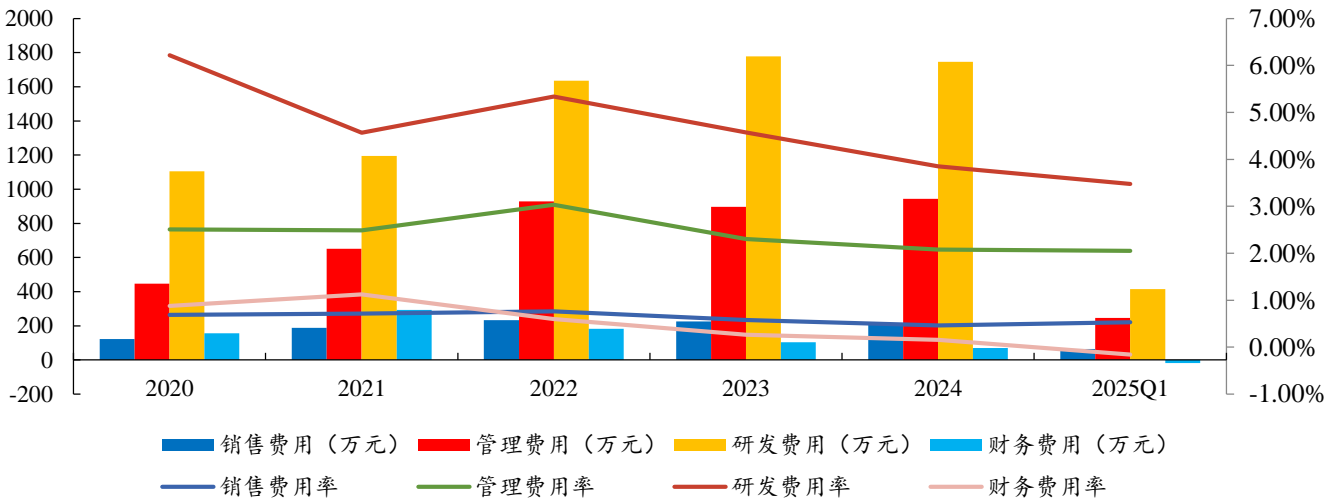
图9: 2024 年公司综合毛利率为 17.4%



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司各项费用支出较为稳定, 销售费用率保持在 1% 以内, 处于较低水平; 研发费用相较往年有了一定程度的增长, 2020-2024 年分别为 1106、1195、1636、1778、1747 万元。

图10: 公司各项费用率较为稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、改性塑料应用广泛，国内需求提升空间大

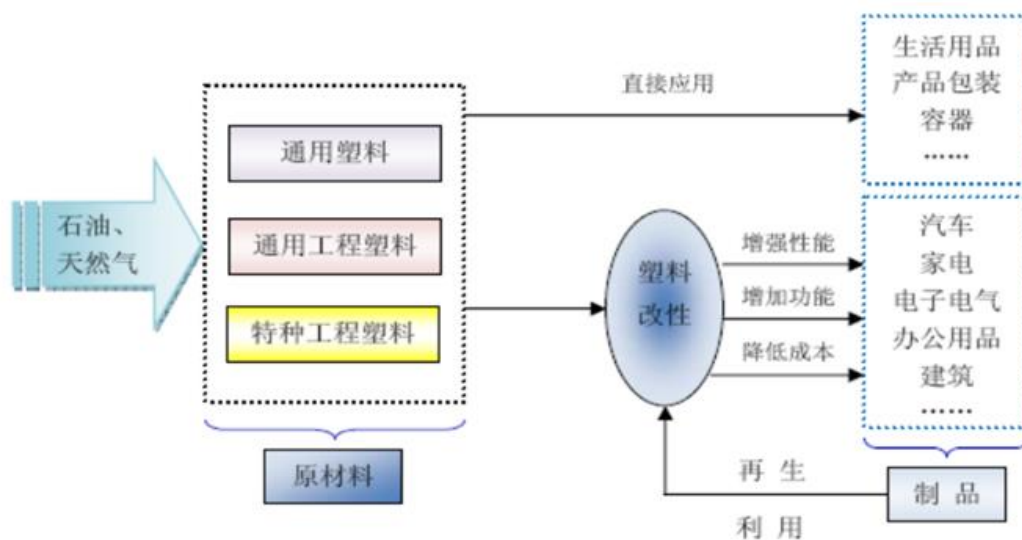
### 2.1、改性塑料是石化产业链重要的一环，下游应用广泛

改性塑料是塑料加工的子行业，属于国家重点发展的新材料技术领域。以塑料、合成橡胶、合成纤维为代表的高分子材料与钢铁、木材、水泥一起构成现代社会中的四大基础材料，是现代工业、农业、信息、能源、交通运输乃至航空、航天、海洋等国民经济多个领域不可或缺的新型材料。塑料在现代生活中的大量应用不仅节约了能源、资源，还在环保和循环再生方面发挥了重要作用。

普通塑料制品在工业使用和日常消费中存在着易燃、易老化、力学性能低、使用温度不高等缺点，将塑料广泛运用于现代生活的更多领域，对普通塑料进行一些特殊的处理，以增加或增强其在某些方面的性能，这一过程就称之为塑料改性。

改性塑料位于石化产业链的中游，上游是生产合成树脂的大型石化企业。改性塑料是以初级形态树脂为主要原料，以改善树脂在力学、流变、燃烧性、电、热、光、磁等某一方面或某几个方面性能的添加剂或其他树脂等为辅助材料，通过填充、增韧、增强、共混、合金化等技术手段，得到的具有均一外观的材料。通过改性，普通塑料可达到性能增强、功能增加、成本降低等目的。下游企业为生产具体塑料制品的塑料加工企业，包括家用电器、汽车制造、电子电气、通讯设备、交通运输企业等。整个行业具有产业关联度高，产品辐射面广的特点。

图11：改性塑料位于石化产业链的中游



资料来源：金发科技债券募集说明书

改性技术把种类有限的单一聚合物演变成成千上万种新型材料，从而满足不同领域，不同层次和不同方面的需求，大大扩大了塑料的应用领域，目前，改性塑料所使用的初级形态树脂已涵盖了绝大多数合成树脂，添加助剂的种类已形成系列化的发展态势，改性加工所运用的技术手段也日益成熟。

目前改性方法主要有物理法和化学法，通过共混、填充、增强、共聚、交联等

方法对通用塑料和工程塑料进行改性，以提高其韧性、强度、拉伸性、抗冲击性、阻燃性等性能而得到的树脂塑料。改性塑料产品种类繁多，应用范围广泛。从大类来区分，改性塑料产品分为阻燃树脂类、增强增韧树脂类、塑料合金类、功能色母类等。

**表6：改性塑料种类多样，下游应用广泛**

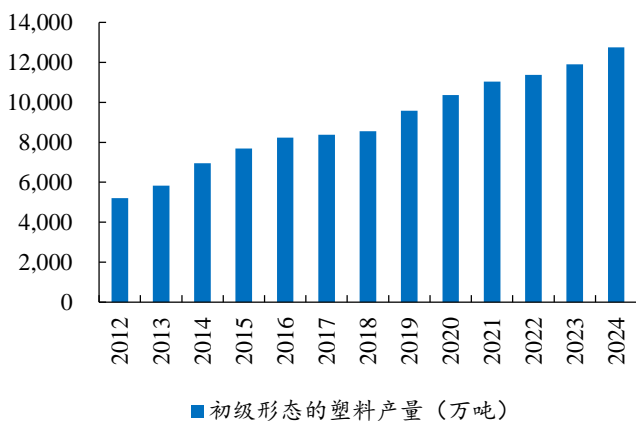
类别	细分种类	下游消费	应用实例
阻燃树脂类	阻燃 HIPS 树脂、阻燃 PP 树脂、阻燃 ABS 树脂等	家电、灯饰厂等	各种产品的外壳、内部零件、周边器材等
增强增韧树脂类	耐候增韧 PP 专用料	汽车零部件等	家电及汽车内部零件
	玻纤增强热塑性塑料	电脑配件、机械零部件、电动工具、灯具	电脑配件、机械零部件、电动工具及灯具零部件
塑料合金类	PC 合金、PVC 合金	电工、计算机、汽车配件厂等	汽车仪表面板、自动设备、家电外壳、建材等
	PA 合金、PET 合金	汽车、家电、电动工具等	汽车零部件、家电零件、电动工具零件等
功能色母类	HIPS 增韧阻燃色母料	电视机、音响等制造企业	电子电器产品的外壳

资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

## 2.2、改性塑料市场规模不断扩大

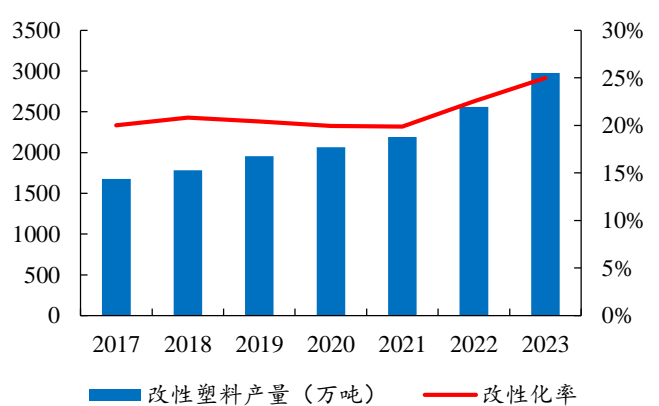
我国改性塑料产量持续增长，改性化率不断提高。根据国家统计局数据显示，我国初级形态塑料产量不断增长，从 2012 年的 5213 万吨上升至 2024 年的 12752 万吨；另外根据观研天下统计数据，2017-2023 年我国改性塑料产量由 1676 万吨提升至 2976 万吨，年均复合增长率为 10.04%。以塑料改性化率（改性塑料产量/塑料总产量）衡量改性塑料行业发展水平的重要指标，2023 年我国塑料改性化率为 25%，相较于 2017 年的 20% 有了一定幅度的提升。

**图12：我国塑料产量不断增长**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图13：改性塑料产量及改性化率呈上升趋势**

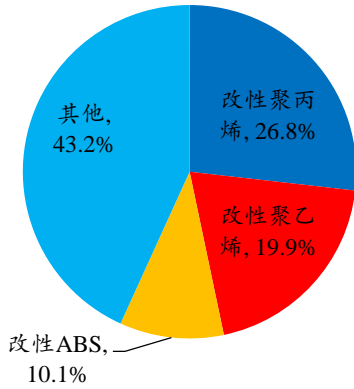


数据来源：Wind、观研天下、开源证券研究所

目前我国改性塑料行业中产量最多的是改性聚丙烯，占比为 26.8%，其次是改性聚乙烯和改性 ABS，占比分别为 19.9% 和 10.1%。由于改性塑料涉及到的下游领域众多，且不同产品之间的性能差异较大，整体来看国内行业集中度较低，根据中商

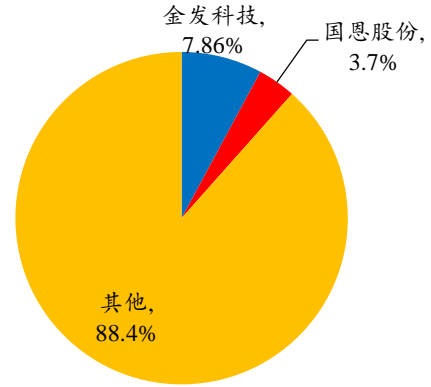
产业研究院统计数据，2023 年我国最大的改性塑料生产企业金发科技市占率仅为 7.86%，其次为国恩股份，市占率为 3.7%。

图14：改性聚丙烯和改性聚乙烯是我国改性塑料的主要品种



数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

图15：中国改性塑料行业集中度较低（2023 年）



数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

### 2.3、改性塑料下游应用广泛

和传统常规塑料行业一样，改性塑料下游应用广泛，但常规塑料性能单一，多用在日常生活用品和产品包装等低端领域；改性塑料具有质轻、性能优异的特点，被广泛的应用在家用电器、消费电子、汽车零部件、机械制造等使用场景复杂、材料性能要求高的领域。

表7：相比于常规塑料，改性塑料应用场景更加多样

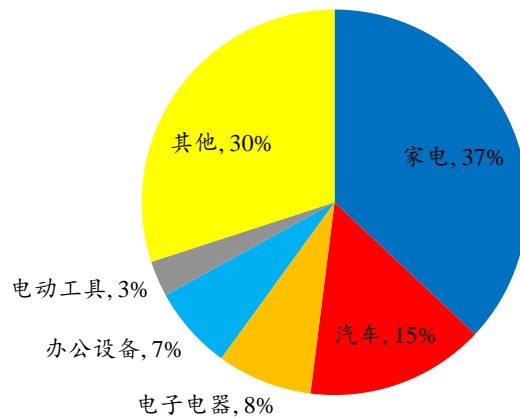
应用领域	常规塑料应用情况	改性塑料应用情况
家电	在非结构类常规外观件和使用条件要求较低的电器等部件或产品中应用多，例如，无特殊外观要求的空调外壳、环境电器底座等。	在各类家电结构件、功能件、有特殊外观或功能要求的部件以及与人体、食品或发热器件接触的部件中，对材料机械性能、阻燃、无毒无味等特性要求高。例如洗衣机滚筒、电视机壳体、厨房电器内外组件等。
汽车	汽车材料使用环境苛刻、要求较高，常规塑料很难满足使用要求，故很少使用。	汽车外饰件需长期在日晒雨淋等条件下使用，内饰件对气味要求严苛，动力总成部件工作环境温度高，因此对材料耐热、耐候、机械性能、低散发等特性要求严格，因此主要使用改性塑料。例如汽车保险杠、门板、发动机功能件等。
电子电气	电子电气领域通常对材料有耐热、阻燃以及电性能方面的特殊要求，常规塑料无法满足，很少直接应用。	材料通常需长期与电子器件或各类化学品等接触，要求材料具备良好的阻燃、耐热、耐化学品和尺寸稳定性。改性塑料被广泛应用，例如电控盒、连接器、电机线圈骨架等
产品包装	大部分普通包装材料，常规塑料能满足使用要求，例如编织袋、一次性塑料袋、泡沫塑料包装等。	改性塑料主要用于对包装材料有特殊抗静电或抗菌要求的下游产品，例如 IC 芯片托盘、药品和医疗器械包装等。
家居建材	在使用场景和性能要求较为简单的常规管材和板材中大量应用。	改性塑料主要应用于卫浴、箱包、户外建材等领域对材料外观、耐寒、耐候性能有特殊的要求的产品，例如智能马桶座圈、耐热水管、门窗隔热条等。

资料来源：会通股份招股书、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

家电、汽车是改性塑料两个最大的应用领域，合计占比超过50%。在家用电器中，改性塑料广泛应用于洗衣机、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。在汽车零部件行业中，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，并且在同等体积下仅有钢材三分之一重量，所以极大的满足了当前汽车轻量化要求，在汽车工业中的作用的地位越发明显。

图16：家电、汽车是改性塑料主要应用领域（2023年）



数据来源：观研天下、开源证券研究所

### 2.3.1、家电市场需求持续增长

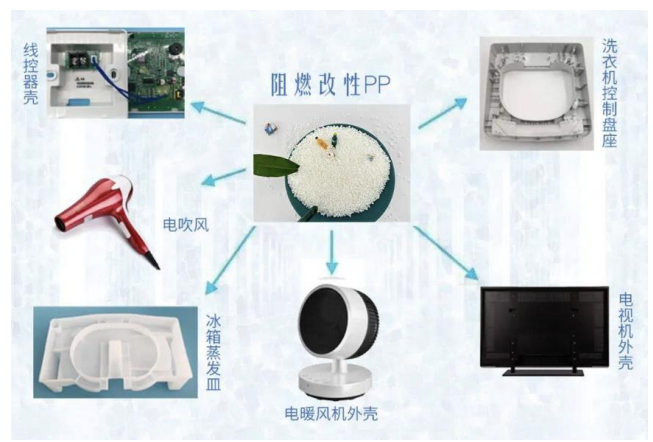
家电行业是改性塑料下游支柱产业，家电行业的发展是拉动改性塑料需求增长及迭代的动力源泉之一。相比于常规塑料和价格高昂的树脂材料，改性塑料具有成本低、重量轻、性能好等特点，大量的用在家电外保护壳和内部结构件，用以替代金属材料。

图17：耐候改性塑料可以替代金属



资料来源：艾邦高分子

图18：阻燃改性塑料广泛应用在各类电器外壳中

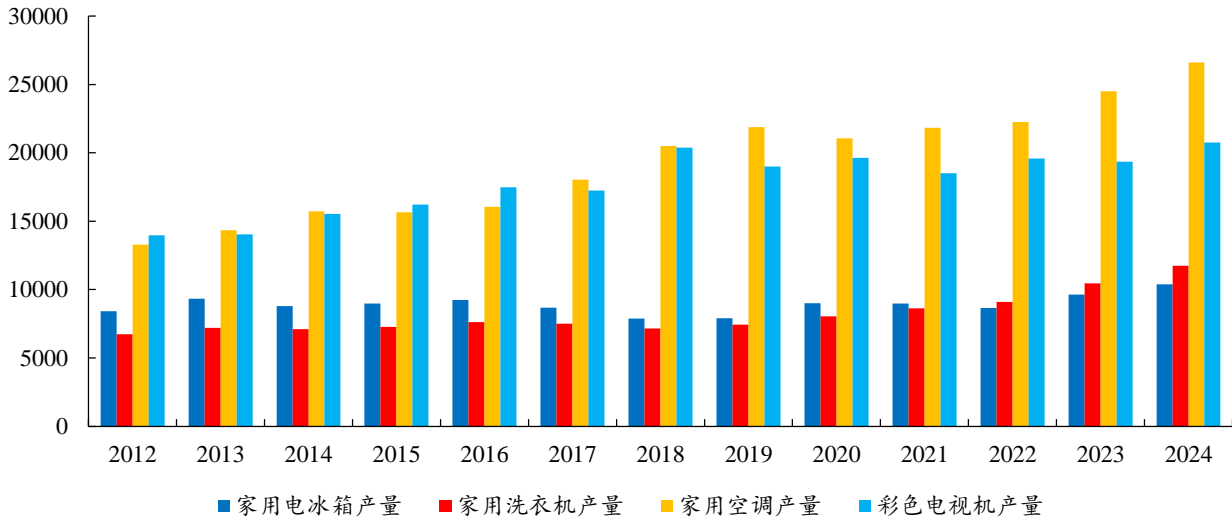


资料来源：艾邦高分子

随着经济水平和科技的发展，庞大的内需叠加以智能家居为核心的家电行业产品结构升级，我国家电行业整体规模得以保持了稳定的存量增长趋势。三大白色家

电(冰箱、洗衣机、空调)和彩色电视机的年产量由2012年的42421万台增长至2024年的69476万台。家电行业市场规模的不断增长和产业升级迭代,对使用材料提出了更高的要求,客观的促进了具有优质性能的改性塑料在家电行业中的应用,从而得以持续推动家电用改性塑料的稳定发展。

图19: 国内四大家电产量保持稳定增长趋势(万台)



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3.2、汽车轻量化市场空间广阔

汽车轻量化是未来汽车行业的发展方向之一,特别是对于时下发展迅速的新能源汽车而言,重量的减轻直接意味着续航里程的增加。有研究显示,对纯电动汽车而言,整车重量降低10kg,续驶里程可以增加2.5km。由于1kg塑料可以替代2-3kg钢等更重的材料,而汽车自重每下降10%,油耗可以降低6%-8%。所以增加塑料在汽车中的用量可以降低整车成本、重量,并达到节能效果。

图20: 改性塑料广泛的应用在汽车制造中



资料来源: 中国粉体网

近年来我国新能源汽车产销量呈现高速增长态势，产量从2012年的2.88万辆跃升至2024年的1288.8万辆，新能源汽车已经成为我国汽车工业发展的重要力量。根据中国汽车工业协会统计，2024年新能源汽车全年销量1286.6万辆，同比增长35.5%，新能源新车占汽车新车总销量的40.9%，较2023年提高9.3个百分点，渗透率进一步提升。

图21：国内汽车产量整体呈上升趋势

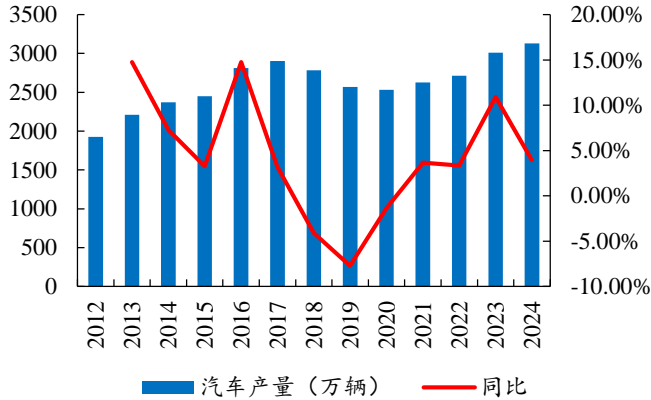
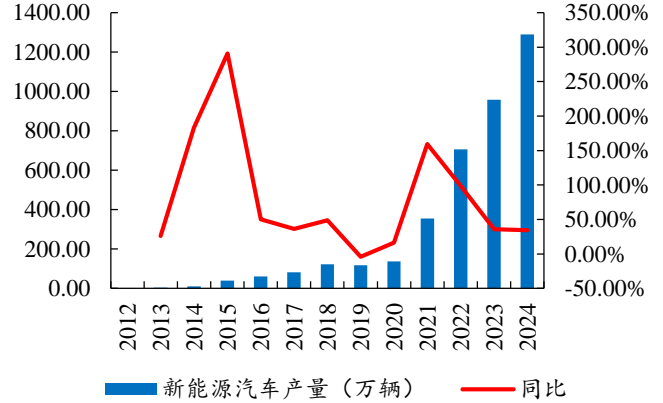


图22：国内新能源汽车产量持续增长



数据来源：Wind、中国汽车工业协会、开源证券研究所

数据来源：Wind、中国汽车工业协会、开源证券研究所

相比于传统燃油车，新能源汽车新增了电池组模块、充电桩及充电枪等部件，单台新能源车电池组模块工程塑料的使用量约30kg，新能源车塑料壳体目前主要使用改性PP、PPS、PPO等。充电桩由于较高的使用标准和严苛的使用环境对工程塑料需求较大，每个充电桩约需6kg工程塑料，目前常见的主要有PBT、PA和PC等。

表8：改性塑料在汽车零部件中应用广泛

塑料品种	品种特性	应用的零部件
PP	结晶度高，结构规整，优良的力学性能、化学稳定性等。	保险杠蒙皮、门栏护板、尾门盖板、A/B/C柱护板、门板、中控骨架、座椅护板、仪表板骨架等。
PU	具有优异的性能，如隔热、隔音、弹性、耐磨、耐油和耐水等。	汽车顶棚、方向盘、仪表盘、面板及内饰、发动机隔音材料。
ABS、ABS/PC合金	具有很强的塑料表面涂装的耐久性和防腐性，适合汽车涂装的典型材料。	方向盘、门把手、换挡把手、中控台、格栅等。
PC	较好的透明性、力学性能和耐候性，易染色，易加工。具有较高的韧性，常被用来制造汽车中的透明安全部件。	前照灯罩盖、车灯罩、侧面玻璃、全景天窗等。
PE	优良的耐低温性能、化学稳定性好，容易改性等。	吹塑管路、油箱等。
PA	较高的机械强度和弹性模量、冲击强度较弱、综合机械强度高、耐热等。	进气歧管、凸轮轴罩盖、油底壳、进气管路等、连接器、端子。
PBT	强度高，突出的耐化学试剂性、耐热性和优良的电性能，有高度的结晶性和高熔点。	汽车电子电器相关零件。

资料来源：《汽车零部件用阻燃高分子材料的应用研究进展》马殿普等、开源证券研究所

公司改性塑料业务的主要下游应用还集中于家电和日用消费品领域，在维持传统领域需求之外，当前正在积极拓展汽车零部件业务。目前已经与江淮汽车等汽车企业的供应商建立了合作关系，并形成了部分收入。

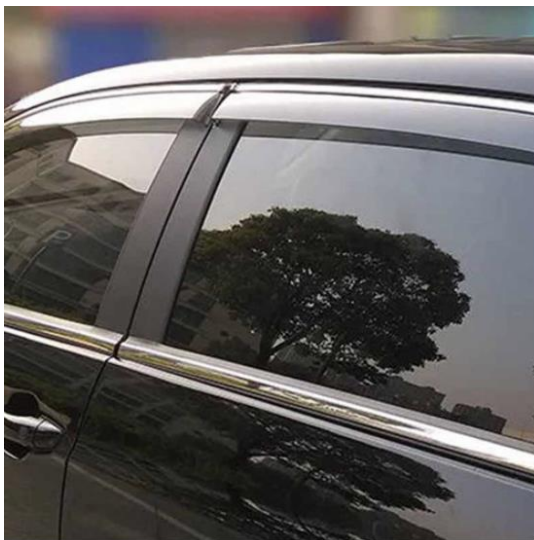
图23：公司产品在汽车领域当中的应用



保险杠



脚踏板



车门雨挡



车轮罩

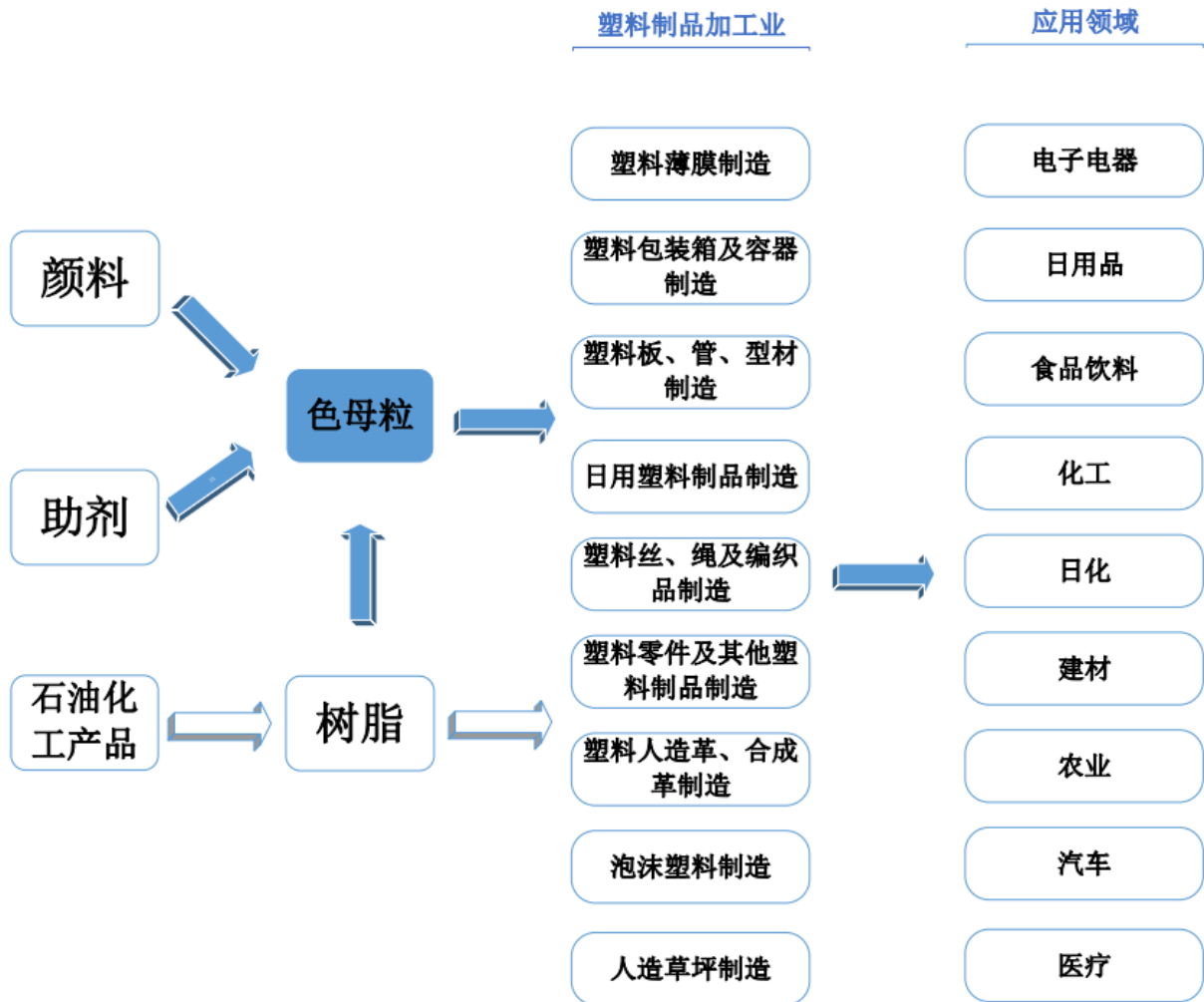
资料来源：科拜尔官网

#### 2.4、色母料是塑料制品行业重要的组成部分

色母粒行业位于产业链的中间环节，是颜料和石油化工产品的下游、塑料制品加工业的上游，在塑料制品行业中具有重要作用和地位。色母粒行业内企业通过对树脂、颜料、助剂等原材料进行加工，制成兼具着色和功能改性作用的色母粒，为下游塑料制品加工企业在生产塑料制品时直接所用，制成兼具颜色和一定功能效果的塑料制品。色母粒行业的应用领域包括电子电器、日用品、食品饮料、化工、日

化、建材、农业、汽车、医疗等行业。

图24：色母粒行业应用涵盖电子电器、化工、日用品、汽车等领域



资料来源：宁波色母招股书

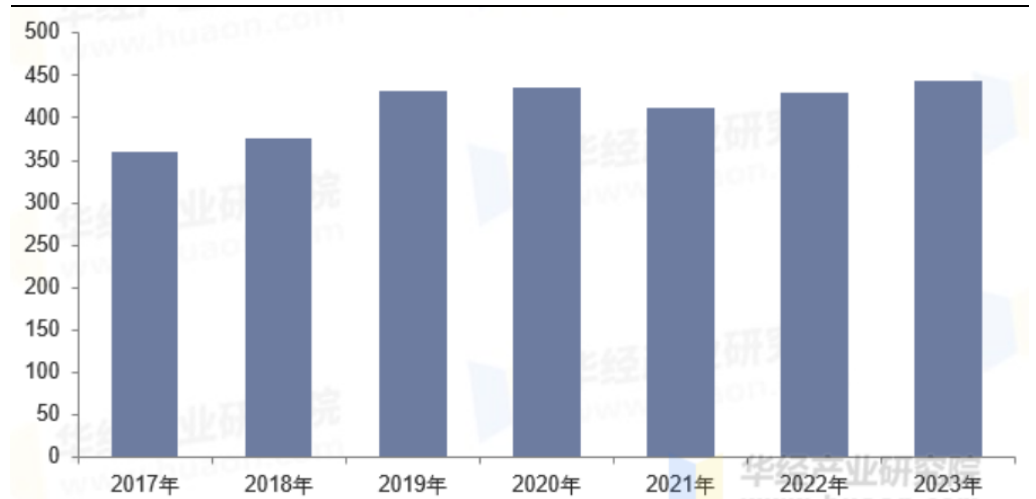
色母粒属于高分子复合着色材料，是以颜料、树脂及各种助剂作为主要原材料，进行高速混合、熔融混炼挤出、冷却切粒后而成。颜料是色母粒着色的有效成分，白色母粒通常采用钛白粉为颜料，黑色母粒通常采用炭黑为颜料，彩色母粒颜色丰富，使用的颜料种类较多，如采用偶氮类颜料、酞菁类颜料、金属氧化物颜料等。树脂是色母粒的基体，经熔融剪切等工艺，使颜料均匀分布于其中，一般会选择与被着色塑料同类树脂作为载体，可以保证色母粒与被着色树脂的相容性，有利于颜料更好分散。分散剂可以促进颜料在树脂中分散，还可以提高色母粒的加工流动性，目前最常用的分散剂有聚烯烃蜡、酰胺蜡等。另外，塑料制品企业普遍存在对于普通塑料的改性需求，通过使用功能色母粒能实现塑料着色和塑料改性双重效果，因此色母粒生产企业在色母粒制备过程中可以按照塑料制品的用途和性能要求加入一定的功能助剂，使得塑料制品具备一些特殊功能，如抗紫外线、耐候、抗静电、爽滑、阻燃等。

**表9：色母粒基本组成成分**

成分	作用
颜料	包括偶氮类颜料、酞菁类颜料等有机颜料、金属氧化物颜料、钛白粉、炭黑等无机颜料，为着色的有效成分。
载体	是母粒的基体，一般选择与制品树脂相同的树脂作为载体，两者的相容性最好。
分散剂	促使颜料均匀分散并不再凝聚，分散剂的熔点应比树脂低，与树脂有良好的相容性，和颜料有较好的亲和力。
功能助剂	为了赋予产品抗紫外线、耐候、抗静电、爽滑、阻燃等功能而添加，除非客户提出要求，一般情况下色母粒中不含有上述功能助剂。

资料来源：宁波色母招股书、开源证券研究所

色母粒作为一种环保、经济、实用的高分子材料，在塑料生产领域的应用已较为成熟和普遍，色母粒行业在全球市场和国内市场均呈现良好的发展势头，受到下游塑料制品企业的青睐。在国内市场，色母粒行业不断发展和壮大，色母粒产量和市场规模不断增加，由2017年的360.1亿元增长至2023年的444.6亿元，CAGR约为3.57%。

**图25：2023年我国色母粒行业市场规模为444.6亿元（亿元）**


资料来源：华经产业研究院

### 3、估值对比

根据公司主营业务情况，选取金发科技、禾昌聚合、宝丽迪为可比公司。科拜尔是专业从事改性塑料和色母料的研发、生产与销售的国家高新技术企业、国家专精特新“小巨人”企业。公司产品广泛应用于家电、汽车零部件、快消日用品等领域，拥有自主知识产权，多项产品技术填补国内行业空白或实现进口产品替代，是美的、海尔、TCL 等家电龙头的核心供应商、战略合作伙伴。

我们看好公司产能扩张以及改性塑料在汽车领域中的开拓应用。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.54/0.65/0.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.86/1.04/1.20 元，对应当前股价的 PE 分别为 39.0/32.1/27.9x，首次覆盖，给予“增持”评级。

表10：同行可比公司 PE TTM 均值为 32.1x

股票代码	公司名称	市值（亿元）	PE(TTM)	EPS(摊薄/元)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600143.SH	金发科技	287.92	29.75	0.54	0.73	0.9	20.2	15.0	12.1
832089.BJ	禾昌聚合	24.71	19.82	0.92	1.06	1.25	17.8	15.5	13.1
300905.SZ	宝丽迪	53.71	46.66	0.74	0.88	1.06	40.8	34.3	28.5
<b>均值</b>		122.11	32.08	0.73	0.89	1.07	26.3	21.6	17.9
920066.BJ	科拜尔	21.01	43.09	0.86	1.04	1.20	39.0	32.1	27.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：科拜尔、禾昌聚合盈利预测取自开源证券研究所，其余均来自 Wind 一致性预测，数据截至 2025 年 7 月 18 日）

### 4、风险提示

原材料价格大幅波动、募投项目投产进度不及预期、市场需求大幅下降风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	238	400	413	490	548
现金	60	204	338	400	460
应收票据及应收账款	127	128	0	0	0
其他应收款	1	0	1	0	1
预付账款	1	1	1	2	2
存货	35	49	55	70	68
其他流动资产	15	17	17	17	17
<b>非流动资产</b>	29	59	66	71	73
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	16	14	24	31	34
无形资产	10	10	12	14	16
其他非流动资产	2	35	30	27	23
<b>资产总计</b>	266	459	479	561	621
<b>流动负债</b>	59	81	51	68	54
短期借款	33	34	34	34	34
应付票据及应付账款	14	19	0	0	0
其他流动负债	12	27	16	34	20
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	59	81	51	68	54
少数股东权益	0	0	1	2	2
股本	32	45	63	63	63
资本公积	99	227	209	209	209
留存收益	76	106	160	224	297
<b>归属母公司股东权益</b>	207	378	427	491	564
<b>负债和股东权益</b>	266	459	479	561	621

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2	26	143	66	61
净利润	45	49	55	66	76
折旧摊销	3	3	3	4	5
财务费用	1	1	-5	-8	-8
投资损失	0	1	1	1	1
营运资金变动	-50	-29	89	2	-13
其他经营现金流	2	2	1	1	0
<b>投资活动现金流</b>	-6	-29	-10	-10	-8
资本支出	9	29	9	9	7
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	3	-0	-1	-1	-1
<b>筹资活动现金流</b>	33	147	1	6	6
短期借款	-2	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	2	12	18	0	0
资本公积增加	18	128	-18	0	0
其他筹资现金流	15	6	1	6	6
<b>现金净增加额</b>	29	144	134	62	59

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	389	454	558	667	742
营业成本	311	375	467	559	617
营业税金及附加	1	2	2	2	3
营业费用	2	2	4	4	4
管理费用	9	9	14	17	17
研发费用	18	17	21	27	30
财务费用	1	1	-5	-8	-8
资产减值损失	-0	-0	0	0	0
其他收益	4	0	4	5	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	-1	-1	-1	-1
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	50	46	58	70	80
营业外收入	0	8	2	3	3
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	50	54	60	72	84
所得税	5	6	5	6	8
<b>净利润</b>	45	49	55	66	76
少数股东损益	0	0	1	0	1
<b>归属母公司净利润</b>	45	49	54	65	75
EBITDA	53	53	57	67	78
EPS(元)	0.72	0.77	0.86	1.04	1.20

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	26.8	16.7	23.0	19.6	11.2
营业利润(%)	59.1	-7.8	27.0	19.3	15.5
归属于母公司净利润(%)	54.8	7.3	11.0	21.6	15.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.1	17.4	16.4	16.2	16.8
净利率(%)	11.6	10.7	9.6	9.8	10.2
ROE(%)	21.9	12.8	12.9	13.4	13.4
ROIC(%)	18.9	10.9	10.8	11.0	11.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	22.3	17.7	10.6	12.1	8.8
净负债比率(%)	-12.7	-44.9	-70.9	-74.3	-75.1
流动比率	4.0	4.9	8.2	7.2	10.1
速动比率	3.4	4.3	7.0	6.1	8.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.7	1.3	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	5.4	5.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	25.0	22.4	48.7	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.77	0.86	1.04	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.41	2.28	1.04	0.97
每股净资产(最新摊薄)	3.29	6.01	6.79	7.81	8.98
<b>估值比率</b>					
P/E	46.4	43.3	39.0	32.1	27.9
P/B	10.2	5.6	4.9	4.3	3.7
EV/EBITDA	39.4	36.7	31.6	25.9	21.5

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

20 / 22

## 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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

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3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