

能之光（920056.BJ）

高分子助剂及功能高分子材料领域的“专精特新”小巨人

2025年8月21日

公司研究/新股覆盖研究

市场数据：

收盘价（元）：	-
总股本（亿股）：	0.79
流通股本（亿股）：	-
流通市值（亿元）：	-

基础数据：2025年6月30日

每股净资产（元）：	6.32
每股资本公积（元）：	1.62
每股未分配利润（元）：	3.36

资料来源：wind

分析师：

盖斌赫

执业登记编码：S0760522050003

邮箱：gaibinhe@sxzq.com

投资要点：

➤ 公司专注于高分子助剂和功能高分子材料的研发、生产和销售，主要产品包括相容剂、增韧剂、粘合树脂等。公司凭借强大的技术研发实力和优质的产品，赢得了广泛的客户资源。公司是较早实现相容剂国产化的企业之一，其相容剂产品在2024年市场规模中占比约8.07%，处于市场领先地位。

➤ 高分子助剂和功能高分子材料行业在全球范围内呈现快速增长态势。2021年全球高分子材料助剂市场规模达1,103亿美元，2013-2021年年均复合增长率为21.65%。中国作为全球最大的消费市场，塑料助剂行业自20世纪70年代起步，已形成完整体系，2020年市场规模为73.90亿美元，预计2026年将增至97.81亿美元，年均增长4.78%。中国塑料改性化率从2011年的16.3%提升至2022年的23.6%，但仍低于全球平均水平，未来提升空间巨大。

➤ 下游应用领域广泛，各应用领域需求旺盛。公司产品广泛应用于多个下游行业，包括汽车、线缆、电子电器、复合建材、阻隔包装和光伏组件等。在汽车领域，公司产品助力新能源汽车轻量化，满足低VOC环保要求；在线缆领域，公司低烟无卤阻燃材料确保线路在火灾中的电路完整性；在光伏组件领域，公司功能母料满足新型电池的严苛要求。各应用领域需求旺盛，推动高分子材料行业向高性能化、环保化、专业化方向发展，预计未来五年，汽车轻量化材料、电子电器专用料、光伏封装材料等细分领域将保持景气。

➤ 公司在技术研发、产品质量和市场拓展方面具有显著优势。公司依托高端研发团队，自主研发取得发明专利51项，开发了低VOC聚丙烯相容剂、尼龙增韧剂等高性能产品。公司产品线覆盖多品类、多行业，能够为汽车、线缆、电子电器、复合建材、阻隔包装、光伏组件等领域提供高质量且稳定的产品。公司凭借技术优势和优质服务，赢得了包括金发科技、普利特、LG、博禄等在内的国内外知名企业客户，市场竞争力强劲。

盈利预测、估值分析和投资建议：公司2022-2024年营业收入持续增长，分别为5.56亿元、5.69亿元、6.11亿元，同比增长5.02%、2.44%、7.26%；公司2022-2024年，实现归母净利润持续增长，分别为2186.49、4980.77、5594.09万元，同比增长-9.45%、127.80%、12.31%。公司可比公司中，瑞丰新材、鹿山新材、汉维科技、呈和科技在产品结构、应用领域方面具备一定的相似性，而且汉维科技、呈和科技2024年PE分别为85.22倍、25.75倍，相对合理，所以其估值具备一定的参考意义。公司发行后股本为8,169.17万股（含超额配售），发行价对应发行后市值（含超额配售）为5.89亿元，市值较低，对应2024年市盈率为10.53倍，相较于可比具备一定的折价。



风险提示：原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；宏观经济周期性波动使得下游需求下降的风险；新客户开拓不足的风险；税收优惠不可持续的风险；研发人员流失风险；核心技术泄密及被侵权的风险；回购赣州厂房的风险；瑕疵房产的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2020	2021	2022	2023	2024
营业收入(百万元)	445.04	529.08	555.64	569.22	610.54
YoY(%)	34.13	18.89	5.02	2.44	7.26
净利润(百万元)	66.24	24.15	21.86	49.81	55.94
YoY(%)	117.18	-63.36	-9.45	127.80	12.31
毛利率(%)	21.72	12.29	12.03	16.85	17.05
EPS(摊薄/元)	0.81	0.30	0.27	0.61	0.68
ROE(%)	36.70	9.97	7.77	16.29	15.92
净利率(%)	14.88	4.56	3.94	8.75	9.16

资料来源：wind，山西证券研究所

目录

1. 估值分析.....	5
2. 能之光：高分子助剂及功能高分子材料领域的“专精特新”小巨人.....	7
3. 公司依托权威研发团队、优质产品，赢得了广泛的优质客户资源.....	11
4. 募集资金运用情况.....	13
5. 高分子助剂及功能高分子材料市场前景广阔，下游应用需求旺盛.....	13
6. 风险提示.....	16

图表目录

图 1： 可比公司营收情况（亿元）	5
图 2： 可比公司归母净利润情况（万元）	5
图 3： 可比公司毛利率情况比较.....	6
图 4： 公司产品优势及应用领域.....	7
图 5： 公司客户及合作伙伴.....	8
图 6： 公司股权结构（发行前）	9
图 7： 公司收入构成（按品类，万元）	10
图 8： 公司收入构成(按区域，外到内 2021-2024).....	10
图 9： 公司营业总收入情况（万元）	10
图 10： 公司归母净利润情况（万元）	10
图 11： 公司毛利率净利率情况.....	11
图 12： 公司在产业链中的位置.....	14
图 13： 2013-2021 年全球高分子材料助剂市场规模（亿美元）	14



图 14: 2017-2021 年中国塑料助剂消费量 (万吨)	14
图 15: 相容剂市场规模 (亿元)	15
图 16: 2017-2022 年中国热熔胶市场规模 (亿元)	16
图 17: 2017-2022 年中国热熔胶销量 (万吨)	16
表 1: 公司可比公司情况.....	5
表 2: 可比公司估值比较 (2025-8-18)	7
表 3: 公司荣誉及重大科研建设成果.....	12
表 4: 募集资金投资项目 (万元)	13

1. 估值分析

公司主要产品为高分子助剂和粘合树脂等功能高分子材料，鹿山新材的功能性聚烯烃热熔胶胶粒产品与公司的粘合树脂产品相似；同时选取能够获取公开财务信息，且同处于助剂行业的瑞丰高材、汉维科技和呈和科技作为可比公司。

表 1：公司可比公司情况

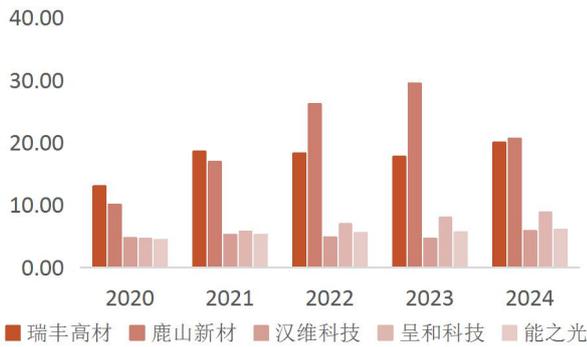
序号	公司名称	主营业务
1	瑞丰高材	公司主要从事 PVC 助剂的研发、制造和销售，主导产品为：丙烯酸酯类抗冲改性剂、丙烯酸酯类加工助剂、抗冲改性剂 MBS 树脂和超高分子量 PVC 发泡调节剂、抗冲改性剂 CPE, PVC 润滑剂。产品广泛应用于聚氯乙烯(PVC)门窗、管道、管件、装饰板、发泡板、片材等硬制品
2	鹿山新材	公司是一家专注于绿色环保高性能功能高分子材料研发、生产和销售的高新技术企业。公司始终坚持技术与产品的创新，开发出一系列切合市场需求的产品，包括功能性聚烯烃热熔胶材料、太阳能电池封装胶膜、功能性热熔胶膜、热塑性光学透明胶膜等。广泛应用于新能源、消费电子、家居&建材、复合管道、包装等多个领域，为全球多个国家和地区的客户 提供粘接综合解决方案。
3	汉维科技	公司作为一家生产高分子材料环保助剂的企业，主要通过自主研发和生产，为下游客户提供脂肪酸盐助剂、复合助剂系列产品获取销售收入。销售模式分为直接销售模式、贸易商销售模式和经销商销售模式，公司与贸易商和经销商的交易均为买断式交易。
4	呈和科技	公司是一家生产制造环保、安全、高性能特种高分子材料助剂的高新技术企业，主营产品包括成核剂、合成水滑石、抗氧剂、复合助剂等，广泛用于食品包装接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿用品、汽车部件、家电家居用品、建筑材料等领域。公司是成核剂、合成水滑石国产品牌龙头企业。
5	能之光	公司的主营业务为高分子助剂及功能高分子材料产品的研发、生产和销售；产品种类丰富，产品被广泛用于塑料合金、低烟无卤阻燃电缆料、环境友好型材料及玻璃纤维等高性能树脂的生产，应用领域覆盖家电、汽车、线缆等多个终端市场。

资料来源：wind，山西证券研究所

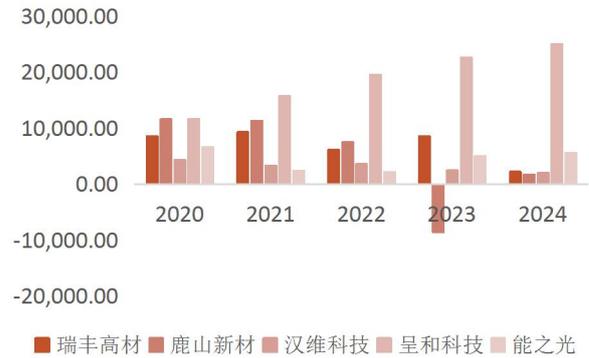
能之光营收规模较小，2024 年归母仅次于呈和科技、具备较高成长性。能之光 2024 年实现营业收入 6.11 亿元，近三年复合增速为 4.89%，增速处于行业中游；公司 2024 年实现归母净利润 5594.09 万元，仅次于呈和科技，近三年复合增速为 32.32%，增速亦显著高于可比公司。

图 1：可比公司营收情况（亿元）

图 2：可比公司归母净利润情况（万元）



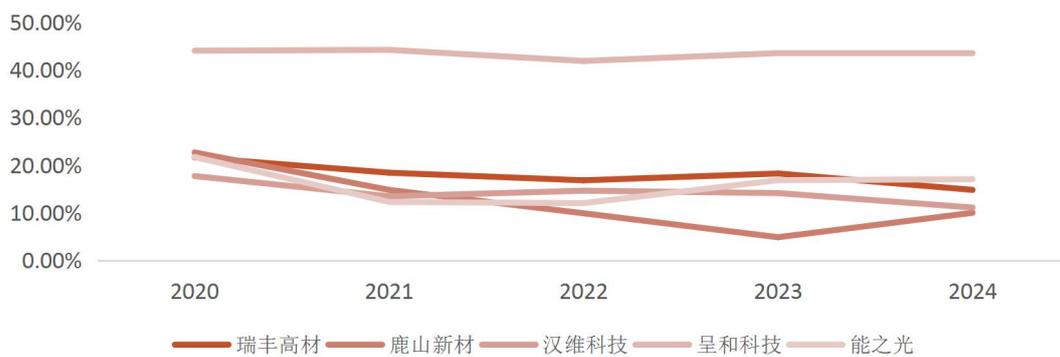
资料来源：wind，山西证券研究所



资料来源：wind，山西证券研究所

公司毛利率仅次于呈和科技。公司的综合毛利率整体处于同行业上市公司中间水平，公司2024年综合毛利率为17.05%，主要受各公司业务差别影响。瑞丰高材的主营业务是生物材料、降解塑料的树脂制品及合成橡胶的生产、研发和销售；鹿山新材的主营业务是功能性聚烯烃热熔胶粒、热熔胶膜的生产、研发和销售；汉维科技的主营业务是环保型硬脂酸盐（锌、钙、镁）系列产品的生产、研发和销售；呈和科技的主要业务是成核剂、合成水滑石、复合助剂等高分子材料助剂的生产、研发和销售。

图3：可比公司毛利率情况比较



资料来源：wind，山西证券研究所

公司可比公司中，瑞丰新材、鹿山新材、汉维科技、呈和科技在产品结构、应用领域方面具备一定的相似性，而且汉维科技、呈和科技2024年PE分别为85.22倍、25.75倍，相对合理，所以其估值具备一定的参考意义。公司发行后股本为8,169.17万股（含超额配售），发行价对应发行后市值（含超额配售）为5.89亿元，市值较低，对应2024年市盈率为10.53倍，

相较于可比具备一定的折价。

表 2：可比公司估值比较（2025-8-18）

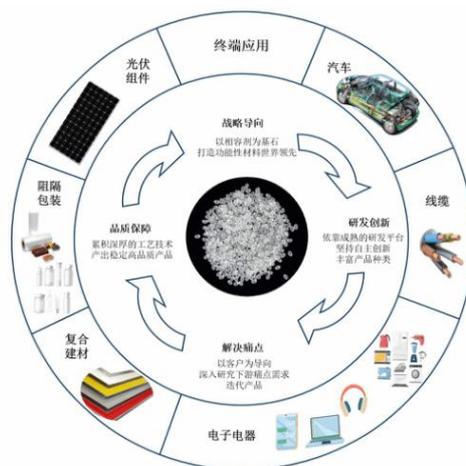
证券代码	证券简称	总市值（亿元）	PE				
			2020	2021	2022	2023	2024
300243.SZ	瑞丰高材	28.30	33.15	30.47	46.29	33.18	128.18
603051.SH	鹿山新材	29.78	25.73	26.36	39.78	-34.50	175.83
836957.BJ	汉维科技	16.99	39.20	51.56	47.36	69.76	85.22
688625.SH	呈和科技	64.44	55.30	41.04	33.01	28.50	25.75
均值（剔除异常）			38.35	37.36	41.61	43.81	55.49
920056.BJ	能之光	5.89	8.89	24.39	26.94	11.83	10.53

资料来源：wind，山西证券研究所

2. 能之光：高分子助剂及功能高分子材料领域的“专精特新”小巨人

公司是从事高分子助剂及功能高分子材料的研发、生产和销售的高新技术企业，国家级专精特新“小巨人”企业。公司以高分子材料接枝改性技术为基础，深耕相容剂、增韧剂和粘合树脂等功能高分子产品，自主研发出了 300 多个牌号的产品，为客户提供不同性质材料间相容或粘合所需的高分子材料及解决方案。产品应用于改性塑料、复合材料和高分子功能膜等材料，应用领域覆盖汽车、线缆、电子电器、复合建材、阻隔包装、光伏组件等多个终端市场。

图 4：公司产品优势及应用领域



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

经过二十多年的发展，公司成长成为规模较大、产品种类较为齐全的厂商。在相容剂领域

处于行业领先地位，核心产品技术指标与国内其他同行业厂商相比具有较强竞争力，部分牌号产品性能可以对标进口同类产品。公司积极布局功能高分子材料产品的研发，其中粘合树脂和功能母料已实现销售。功能高分子材料在改性塑料、复合材料、高分子功能膜等材料领域力求解决行业痛点。在光伏胶膜领域，公司推出解决光伏胶膜痛点问题的系列功能母料，如除酸母料、抗 PID 母料等。公司 2019 年获浙江制造精品荣誉及宁波市单项冠军示范企业，2020 年获浙江省“隐形冠军”企业及浙江省企业研究院，2022 年获国家知识产权优势企业。

公司利用自身技术、产品优势与优质客户保持紧密联系。在服务客户的过程中，公司利用自身技术优势持续为客户提供性能稳定的产品和解决方案以及良好的服务，赢得了稳定且优质的客户资源，如金发科技、普利特、万马股份、会通股份、中天科技和中广核技等国内知名企业，同时拓展了业内全球龙头客户，包括 LG、博禄、巴斯夫和沙比克等。

图 5：公司客户及合作伙伴



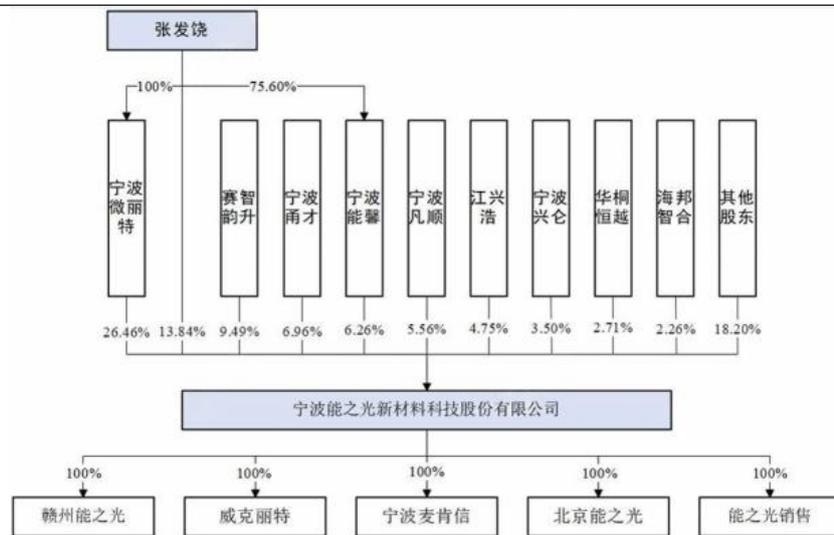
资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司采取直销模式。对于新客户或现有客户的新需求，公司销售人员根据客户对产品的需求，经过技术交流，确定产品牌号，安排寄送样品。经客户测试通过后，确定产品规格，协商定价，客户同意后，经销售总监审批，销售人员与客户签订销售合同；销售部通过 ERP 系统生成销售订单，由生产部安排生产后发货。对于现有客户的现有产品，参照公司销售管理系统核定的价格报给客户。客户同意后，经销售总监审批，销售人员与客户签订销售合同；销售部通过 ERP 生成销售订单，由生产部安排生产后发货。

张发饶为公司的实际控制人。宁波微丽特直接持有公司 26.46% 的股份，为公司控股股东。

张发饶为公司的实际控制人。张发饶直接持有公司 13.84%的股份，通过持有一致行动人宁波微丽特股权间接控制公司 26.46%股份，通过持有一致行动人宁波能馨间接控制公司 6.26%股份，通过一致行动人张发饶之配偶 YUHUA LI、张发饶之子女 QINYA ZHANG、张发饶之子女 GAOXIN ZHANG 及张发饶之子女 JARED ZHANG 分别控制公司 1.71%、0.95%、0.95%及 0.95%股份，可实际支配发行人股份表决权比例为 51.13%，且张发饶为公司的董事长，对公司股东大会、董事会的重大决策和公司经营活动能够产生重大影响。

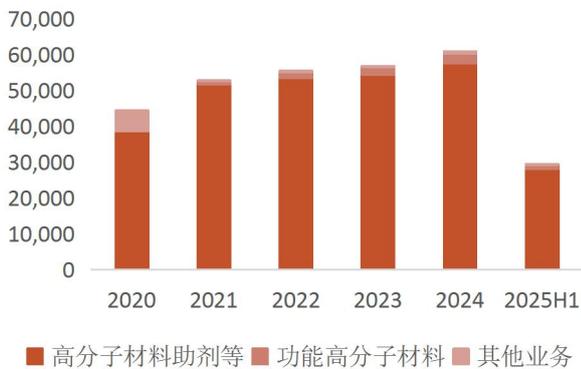
图 6：公司股权结构（发行前）



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

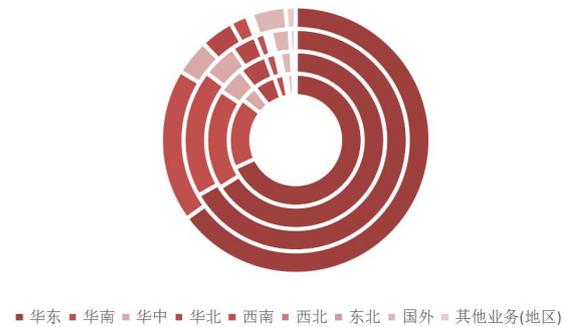
高分子助剂产品为公司主要的收入来源。公司营业收入分别为 55,563.99 万元、56,921.64 万元和 61,054.19 万元，呈现稳步增长趋势，其中主营业务收入分别为 55,153.08 万元、56,433.49 万元和 60,311.15 万元，主营业务收入占营业收入的比重均超过 98%。公司主营业务收入分为高分子助剂及功能高分子材料产品收入。其中，主营业务收入主要来自高分子助剂产品，各期实现销售收入分别为 53,485.16 万元、54,304.91 万元和 57,519.50 万元，占主营业务收入比重分别为 96.98%、96.23%和 95.37%。公司主营业务收入主要来自华东地区。按照销售区域划分为东北、华北、华东、华南、华中、西北、西南以及境外销售，其中华东区域报告期内收入分别为 36,676.10 万元、37,978.86 万元和 39,692.74 万元，华东区域销售收入占比分别为 66.50%、67.30%和 65.81%。公司主营业务收入境外销售占比相对较低，占主营业务收入比重分别为 2.11%、2.72%和 4.12%，总体境外销售呈现上升趋势，销售占比逐年增加。

图 7：公司收入构成（按品类，万元）



资料来源：wind，山西证券研究所

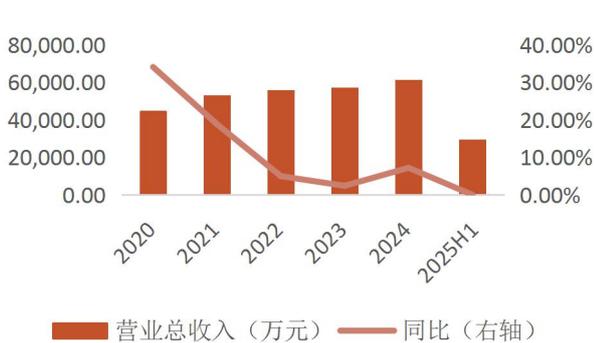
图 8：公司收入构成(按区域，外到内 2021-2024)



资料来源：wind，山西证券研究所

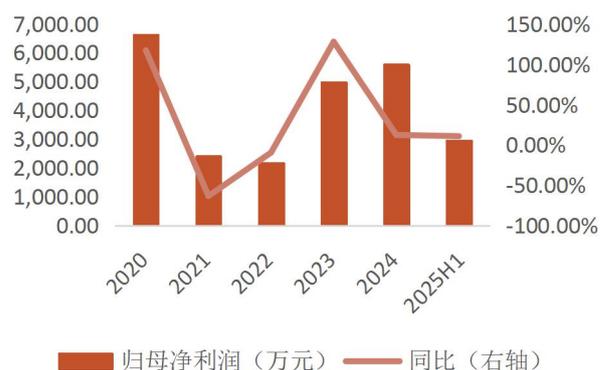
下游需求及新产品、新客户，带动公司业绩持续增长。公司 2022-2024 年分别实现营业收入 5.56 亿元、5.69 亿元、6.11 亿元，呈现稳步增长趋势，同比增速分别为 5.02%、2.44%、7.26%。公司营业收入的增长，一方面是在公司产品质量稳定的基础上，由下游市场行情带来的需求增加，另一方面是公司持续开发新产品、新客户带来的销售增加。公司 2022-2024 年，实现归母净利润呈增长态势，分别为 2186.49、4980.77、5594.09 万元，同比增长-9.45%、127.80%、12.31%。

图 9：公司营业总收入情况（万元）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：公司归母净利润情况（万元）

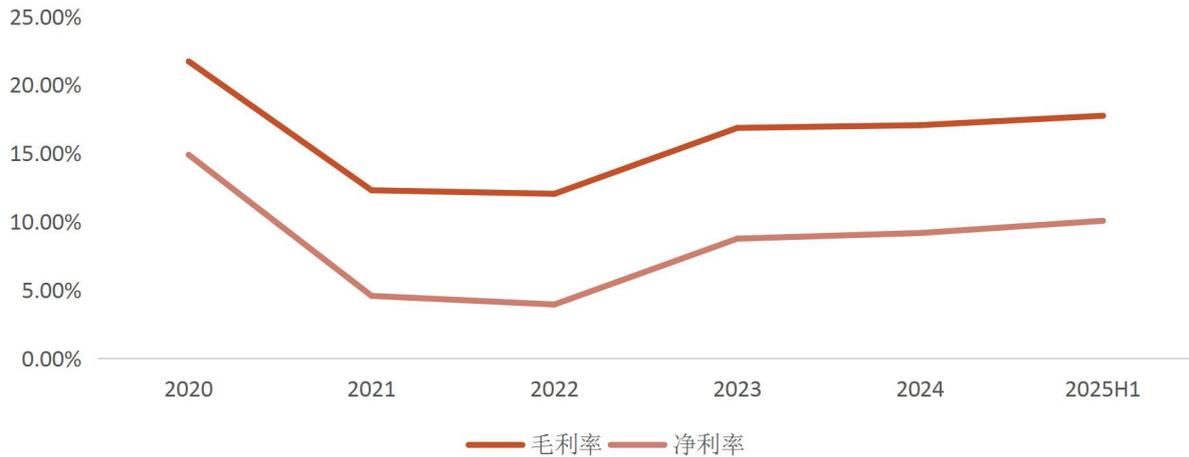


资料来源：wind，山西证券研究所

受益高分子助剂毛利提升，综合毛利率持续提高。公司综合毛利率分别为 12.03%、16.85% 和 17.05%，其中高分子助剂的毛利率分别为 12.19%、16.68%和 16.91%，对毛利率的贡献较大。公司高分子助剂产品 2023 年毛利率较 2022 年毛利率增加较多，主要原因如下：公司将产能和

销售资源更多的投入到高毛利率的产品，使得高毛利率产品收入占比有较大幅度提高；伴随着公司管理水平的提升，公司研发能力也不断增强，公司通过优化产品配方物料结构降低单位成本；2023 年公司主要原材料 PP、PE、POE 价格有所回落。

图 11：公司毛利率净利率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

3. 公司依托权威研发团队、优质产品，赢得了广泛的优质客户资源

公司深耕行业，相容剂等产品处于市场领先地位。公司多年来专业从事高分子助剂和功能高分子材料的研发、生产和销售，将自主掌握的高分子接枝改性技术延伸出多项核心技术和核心产品，经过二十多年的深耕，公司成长成为具有一定规模、产品种类较为齐全的厂商，核心产品技术指标与国内其他同行业厂商相比具有较强竞争力，部分牌号产品性能可以对标进口同类产品，处于行业领先地位。公司是较早实现相容剂国产化的企业，二十一世纪初推动了无卤阻燃电缆护套料相容剂在国内的广泛应用。根据中研普华产业研究院出具的《2024-2029 年中国相容剂行业竞争分析及发展前景预测报告》中列示，相容剂 2024 年市场规模预计为 71.30 亿元，公司相容剂收入为 57,519.50 万元，占比约为 8.07%，处于市场领先地位。

作为国家高新技术企业，依托权威的研发团队，公司在自主研发方面具有优势。董事长兼总经理张发饶先生作为中科院过程工程研究所博士和国家级重大人才计划入选者，带领研发团队攻克技术难关。公司依托省级企业技术中心、省级企业研究院、国家级博士后工作站和市级院士工作站，围绕聚合物反应性加工技术，为企业自主创新打下了坚实基础，为研发人员提

供了创新平台。公司以技术创新为导向，不断推陈出新，开放合作，基于市场和客户需求，攻克配方、工艺、质量难题，独立开发低 VOC 聚丙烯相容剂、尼龙增韧剂、光伏胶膜除酸母料等高分子助剂及功能高分子材料，成为国内技术和产品领先企业，公司自主研发取得发明专利授权 51 项。

表 3：公司荣誉及重大科研建设成果

序号	所获荣誉、科研建设成果	授予年度	授予机构
1	院士工作站	2022 年	中共宁波市委组织部、宁波市财政局、宁波市科学技术协会
2	博士后科研工作站	2022 年	人力资源和社会保障部、全国博士后管委会
3	国家知识产权优势企业	2022 年	国家知识产权局
4	2020 年浙江省“隐形冠军”企业	2020 年	浙江省经济和信息化厅
5	2019 年省级企业研究院	2020 年	浙江省科学技术厅
6	单项冠军示范企业	2019 年	宁波市经济和信息化局
7	浙江制造精品	2019 年	浙江省经济和信息化厅、浙江省财政厅

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

利用自身技术优势持续为客户提供性能稳定的产品和解决方案以及良好的服务，赢得了稳定且优质的客户资源。公司能够根据客户的生产工艺特点及其性能需求开发高性能高品质的产品，并且对于客户提出的新要求具备持续解决问题的能力。公司在业务布局方面具有产品谱系丰富和下游行业多元的竞争优势，采取稳健发展的经营战略，产品线覆盖多品类、多行业，在汽车、线缆、电子电器、复合建材、阻隔包装、光伏组件等领域均可提供高质量且稳定的产品，并且有多个品类性能能够达到国际材料巨头同类产品水平，为客户提供性价比更高的选择和稳定的供货渠道。在服务客户的过程中，利用自身技术优势持续为客户提供性能稳定的产品和解决方案以及良好的服务，赢得了稳定且优质的客户资源，如金发科技、普利特、万马股份、会通股份、中天科技和中广核技等国内知名企业，同时拓展了业内全球龙头集团客户，包括 LG、博禄、巴斯夫和沙比克等。自成立以来，公司的产品曾获 4 项国家重点新产品荣誉和下游客户“优秀供应商”“最佳服务供应商”的赞誉。

公司在信息化管理方面不断完善。近年全面融合 ERP（企业资源计划）、MES（生产执行）、PLM（产品生命周期管理）、CRM（客户关系管理）、OA（办公自动化）系统，实现数据联通，实时搜集并统一管理各类生产业务数据，搭建从研发端到制造端的数据管控与流通渠道，实现设计、生产、检测、仓储、物流全方位数字化工厂，推进智能制造和数字化管理的应用落地，

提高了经营管理的效率，降低成本。

4. 募集资金运用情况

公开发行股票数量为 1,478.00 万股（不含超额配售选择权）。公司及主承销商采用超额配售选择权，采用超额配售选择权发行的股票数量为本次发行股票数量的 15%，即 221.70 万股，若全额行使超额配售选择权，公司本次发行股票数量 1,699.70 万股。

表 4：募集资金投资项目（万元）

序号	项目名称	项目总投资额	募集资金使用金额
1	功能高分子材料扩产项目	9,116.60	8,116.60
2	研发中心建设项目	3,541.85	2,541.85
	合计	12,658.45	10,658.45

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

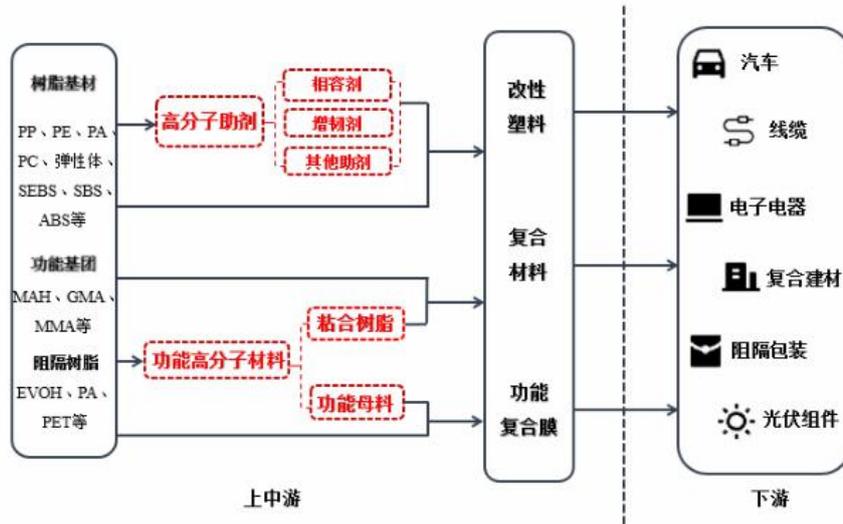
功能高分子材料扩产项目：项目拟对现有 22,838.33m² 生产车间进行装修改造，新建功能高分子材料生产线 15 条，引进自动化生产设备 264 台（套），同时构建以 MES 为核心的信息化管理系统平台，升级现有业务数据信息化系统，实现物料从入库到生产完善完成检测出库全流程监测。项目规划增加功能高分子材料 30,000 吨，包括低 VOC 功能化材料、粘合树脂、功能复合材料，进而巩固公司的市场竞争优势，提高公司的行业地位和整体盈利能力。项目建设期拟定为 2 年，总投资 9,116.60 万元。

研发中心建设项目：项目将依托现有研发和技术成果形成的高分子接枝改性技术平台，深化其应用领域并加强新技术和新产品研发，如高分子功能膜、功能复合材料、精细化工材料、特种粘合树脂和高分子接枝改性技术等多种技术。项目建设通过加大研发投入，为客户提供更优质的产品，为公司未来的可持续发展奠定基础。项目建设期拟定为 3 年，总投资 3,541.85 万元。

5. 高分子助剂及功能高分子材料市场前景广阔，下游应用需求旺盛

公司主要生产高分子助剂和功能高分子材料。公司生产的高分子助剂以相容剂、增韧剂为主；公司生产的功能高分子材料主要类别为粘合树脂，其他功能高分子材料还包括功能复合材料，通过有机无机功能复合技术生产而成。

图 12：公司在产业链中的位置

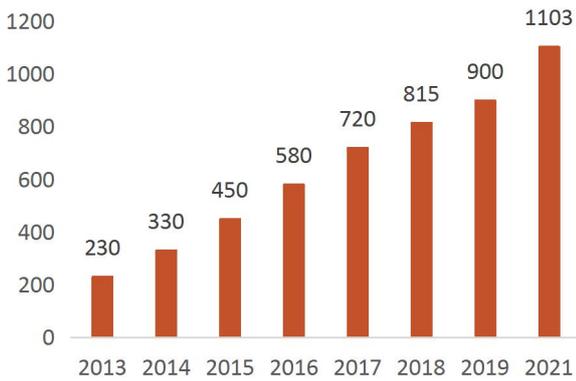


资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

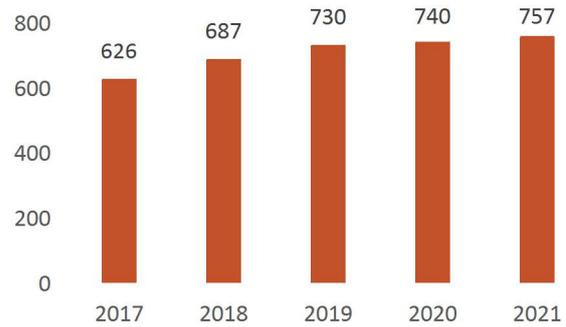
高分子助剂种类丰富，助剂的合理选择和添加是塑料实现功能化的关键与核心之一。工业化始于 20 世纪初，目前全球生产企业主要集中在亚、欧、美等地区。随着产业向亚洲转移，中国凭借庞大的市场规模和自主创新能力，逐步成为行业领先者，推动了全球助剂产业的快速增长。据中金企信统计，2021 年全球高分子材料助剂市场规模达 1,103 亿美元，2013-2021 年年均复合增长率为 21.65%。塑料作为高分子材料的重要分支，其助剂市场规模增长显著。PRECEDENCE RESEARCH 数据显示，2023 年全球塑料助剂市场规模为 581.2 亿美元，预计到 2033 年将达 906.9 亿美元，年均复合增长率为 4.55%。中国塑料助剂行业自 20 世纪 70 年代起步，经过 50 多年发展已形成完整体系。塑料助剂的市场规模及消费量呈现稳步增长态势。Mordor Intelligence 统计显示，2020 年中国市场规模为 73.90 亿美元，预计 2026 年将增至 97.81 亿美元，年均增长 4.78%。根据中国塑料加工工业协会相关数据，2021 年我国塑料助剂消费量达 757 万吨，同比增长 2.30%。

图 13：2013-2021 年全球高分子材料助剂市场规模
(亿美元)

图 14：2017-2021 年中国塑料助剂消费量 (万吨)



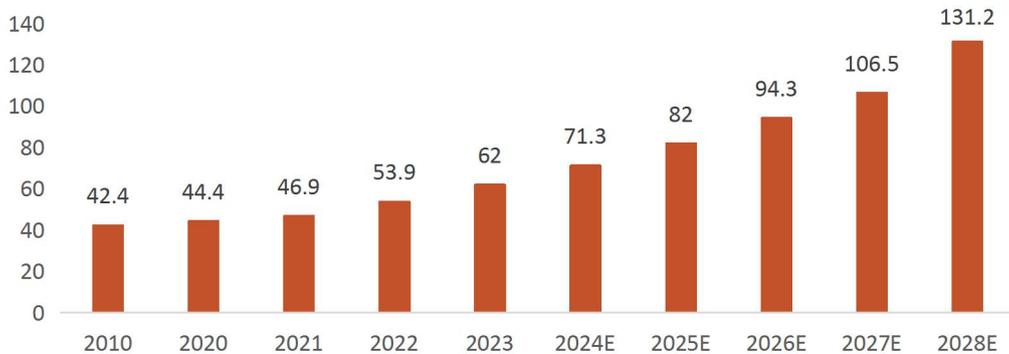
资料来源：中金企信，公司招股说明书，山西证券研究所



资料来源：中国塑料加工工业协会，公司招股说明书，山西证券研究所

我国塑料改性化率（即改性塑料产量占塑料总产量的比例）一直稳步增长。全球塑料改性化率近 50%，我国塑料改性化率已由 2011 年的 16.3% 提升至 2022 年的 23.6%，相比全球水平仍有较大提升空间。

图 15：相容剂市场规模（亿元）

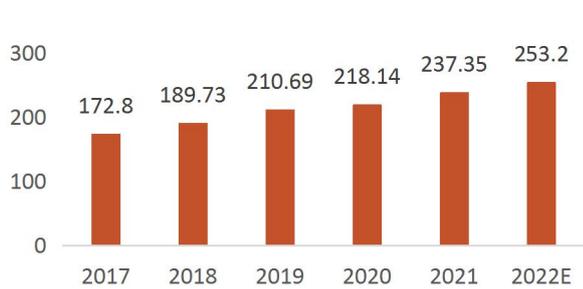


资料来源：中研普华产业研究院，公司招股说明书，山西证券研究所

中国已成为全球最大的粘合树脂消费市场，未来随着阻隔包装、复合建材、汽车等行业的持续发展，需求量将稳步提升。报告期内，公司销售的功能高分子材料以粘合树脂为主，收入持续增长，同时不断推出其他功能高分子材料新产品。粘合树脂作为热熔胶的一种，具有粘接力强、耐候性好、环保性能优异等特点，应用领域广泛。据中国胶粘剂和胶粘带工业协会数据，我国热熔胶市场规模从 2017 年的 172.28 亿元增长至 2022 年的约 253.20 亿元，年

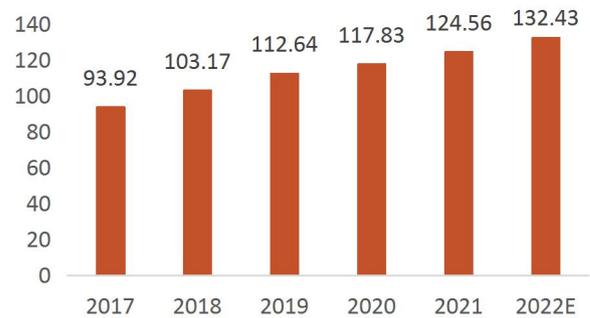
均复合增长率达 8.01%；2022 年热熔胶消费量约为 132.43 万吨，同比增长 6.32%。从下游应用来看，热熔胶主要应用于光伏胶膜、阻隔包装等领域，并逐步拓展至建筑建材、能源基建、新能源、食品医药包装、电子电器、汽车制造等多个国民经济重要领域，市场前景广阔。此外，公司还布局功能母料、功能复合材料等其他功能高分子材料，这些产品在新能源、航空工业、机械电器工业和化学工业等领域发挥关键作用，进一步拓展了公司的市场空间。

图 16：2017-2022 年中国热熔胶市场规模（亿元）



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，公司招股说明书，山西证券研究所

图 17：2017-2022 年中国热熔胶销量（万吨）



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，公司招股说明书，山西证券研究所

6. 风险提示

原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；宏观经济周期性波动使得下游需求下降的风险；新客户开拓不足的风险；税收优惠不可持续的风险；研发人员流失风险；核心技术泄密及被侵权的风险；回购赣州厂房的风险；瑕疵房产的风险

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履

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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

