

禾昌聚合（832089）

2025 中报点评：改性聚丙烯驱动业绩稳步增长，设立新加坡子公司拓展海外布局

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,417	1,613	1,945	2,239	2,565
同比	26.40	13.84	20.62	15.07	14.59
归母净利润（百万元）	115.83	120.91	145.99	166.46	189.09
同比	26.81	4.39	20.74	14.02	13.60
EPS-最新摊薄（元/股）	0.77	0.80	0.97	1.10	1.26
P/E（现价&最新摊薄）	23.56	22.57	18.69	16.39	14.43

投资要点

- **2025 年上半年经营稳健，归母净利润同比增长 23%。**公司发布 2025 中报，2025H1 营收/归母净利润/扣非归母净利润 8.79/0.73/0.65 亿元，同比+26.83%/+23.43%/+8.87%。2025Q2 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 4.45/0.39/0.32 亿元，同比+21.96%/+34.76%/+7.15%，环比+2.33%/15.04%/-5.89%。2025 年上半年业绩同比增长主要系本期公司规模持续扩大，产能提升，增值税进项税加计抵减优惠政策增加所致。利润率方面，2025H1 公司实现销售毛利率 16.30%（同比-0.35pct），销售净利率 8.26%（同比-0.24pct），销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.79%/1.68%/3.51%/0.28%，同比-0.25pct/-0.36pct/+0.54pct/+0.14pct，研发费用发生额较上期增长 49.84%，主要系本期开发新项目投入的研发费用增长所致。
- **加大改性聚丙烯市场推广力度，25H1 收入同比增长 34%。**公司聚焦改性高分子材料，主要产品为各种经改性的塑料粒子和塑料片材等，包括 PP 内外饰、ABS 系列、PC/ABS 系列、PA 系列、LGF 系列、PBT/PET 系列、免喷涂等系列，广泛应用于汽车零部件、家用电器、新能源、包装、消费及电子电器等领域。分业务来看，2025H1 改性聚丙烯/其他改性塑料/塑料片材实现营收 7.66/0.91/0.15 亿元，同比+34.38%/-6.13%/-24.99%；毛利率为 15.54%/24.57%/6.42%，同比-1.08/+5.12/+2.36pct。其中，公司改性聚丙烯业务增速显著，主要系公司加大了市场推广力度。
- **改性塑料行业小巨头，“汽车+家电”需求驱动产能持续释放。**1) **汽车：**1kg 改性塑料可替代 2-3kg 钢等密度较大的材料，而整车重量每降低 10%，油耗降低 6%-8%，我国乘用车单车的改性塑料使用率提升至 13%，使用量达到 130-160kg/辆，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，预计 2026 年将增加到 210 千克/辆；2) **家电：**改性塑料被广泛用于洗衣机、冰箱、彩电等各类家电产品的罩盖、壳体等配件，伴随国内家电消费升级和换新需求落地，家电用塑料需求亦有望边际回升。3) **拓展海外布局：**2025 年 5 月，公司在新加坡成功注册成立全资子公司“新加坡禾昌”，迈出拓展海外市场、布局国际业务的关键一步，该子公司将作为辐射东南亚乃至全球市场的运营平台，承担国际贸易、海外客户开发与服务、国际供应链管理以及潜在投资合作等职能，为公司的国际化发展奠定基础。
- **盈利预测与投资评级：**“汽车+家电”需求驱动产能持续释放，维持 2025~2027 年归母净利润为 1.46/1.66/1.89 亿元，对应最新 PE 为 18.69/16.39/14.43 倍，公司业绩有望长期稳健增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**技术迭代不及预期；市场拓展不及预期；原材料价格波动。

2025 年 08 月 25 日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@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 武阿兰

执业证书：S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.18
一年最低/最高价	8.31/20.98
市净率(倍)	2.32
流通 A 股市值(百万元)	1,776.51
总市值(百万元)	2,739.14

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.82
资产负债率(%,LF)	41.01
总股本(百万股)	150.67
流通 A 股(百万股)	97.72

相关研究

《禾昌聚合(832089): 2024 年报&2025 一季报点评：受益汽车轻量化与家电换新升级，业绩同比稳步增长》

2025-04-27

禾昌聚合三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,634	1,877	2,186	2,529	营业总收入	1,613	1,945	2,239	2,565
货币资金及交易性金融资产	82	61	118	171	营业成本(含金融类)	1,350	1,634	1,882	2,161
经营性应收款项	1,308	1,499	1,719	1,924	税金及附加	5	8	9	10
存货	228	296	321	405	销售费用	15	19	25	28
合同资产	0	0	0	0	管理费用	26	31	36	41
其他流动资产	16	22	28	28	研发费用	68	83	92	104
非流动资产	295	308	310	307	财务费用	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	7	7	8	8
固定资产及使用权资产	183	172	160	150	投资净收益	(4)	(1)	(2)	(3)
在建工程	57	72	82	87	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	38	43	47	50	减值损失	(14)	(11)	(11)	(10)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	1	0	0
长期待摊费用	2	3	2	2	营业利润	136	165	188	213
其他非流动资产	15	19	19	19	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,930	2,185	2,496	2,836	利润总额	136	165	187	213
流动负债	790	898	1,039	1,189	减:所得税	15	19	21	24
短期借款及一年内到期的非流动负债	115	135	150	160	净利润	121	146	166	189
经营性应付款项	542	598	695	801	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	1	1	13	归属母公司净利润	121	146	166	189
其他流动负债	131	163	193	214	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.80	0.97	1.10	1.26
非流动负债	20	21	24	25	EBIT	142	167	190	215
长期借款	10	12	14	16	EBITDA	165	184	207	233
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.27	16.03	15.92	15.75
租赁负债	1	0	1	1	归母净利率(%)	7.50	7.50	7.44	7.37
其他非流动负债	9	8	8	8	收入增长率(%)	13.84	20.62	15.07	14.59
负债合计	809	919	1,063	1,214	归母净利润增长率(%)	4.39	20.74	14.02	13.60
归属母公司股东权益	1,120	1,266	1,433	1,622					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,120	1,266	1,433	1,622					
负债和股东权益	1,930	2,185	2,496	2,836					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(117)	(10)	64	62	每股净资产(元)	7.44	8.41	9.51	10.77
投资活动现金流	(60)	(31)	(22)	(18)	最新发行在外股份(百万股)	151	151	151	151
筹资活动现金流	177	20	15	9	ROIC(%)	10.85	11.10	11.18	11.26
现金净增加额	0	(21)	57	53	ROE-摊薄(%)	10.79	11.53	11.62	11.66
折旧和摊销	23	17	18	18	资产负债率(%)	41.93	42.05	42.58	42.80
资本开支	(60)	(25)	(20)	(15)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.57	18.69	16.39	14.43
营运资本变动	(275)	(186)	(136)	(161)	P/B(现价)	2.44	2.15	1.90	1.68

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>