

中国改性塑料领域代表性企业，积极切入新兴赛道

投资要点

- **事件：南京聚隆发布 2025 年三季度报。**2025 年前三季度公司实现营业总收入 19.96 亿元，同比增长 23.78%，净利润 1.01 亿元，同比增长 79.46%。
- **改性塑料行业迈向高端国产替代，未来应用场景广阔。**我国改性塑料产量持续攀升，2025 年产量有望达到 3546 万吨。现阶段以中低端产品为主，未来有望从通用型材料向高性能、多功能方向升级。从上游看，聚丙烯和聚乙烯等合成树脂产能保持增长，预计短期内上游市场延续偏弱震荡格局；下游方面，目前家电需求最高，中长期看汽车产业有望成为首要增长极。
- **以高性能改性塑料为主轴，多元协同发展。**高性能改性塑料是公司的第一大类产品，近年来通过优化产品结构，持续放大技术附加值，板块营收和毛利率都稳中有进；热塑性弹性体是公司第二大类产品，公司正加速落地差异化产品线，打破国外垄断，实现进口替代；控股子公司聚隆复材聚焦碳纤维复材零部件与无人机整机“双赛道”规模化制造，已建成从复材结构件到整机总装的一站式产线，并可以同步完成多种机型的整机装配交付；生物基资源循环塑木型材是公司的第四大类产品，远销德国、英国、澳大利亚、泰国等 40 多个国家和地区。
- **积极切入机器人、航空航天及低空经济等新兴赛道。**公司积极与相关头部客户进行业务对接和材料验证，已针对机器人关节、足端、外壳等，推出 PA、PEEK、长玻纤增强材料、弹性体等材料解决方案。2025 年 9 月 10 日，公司全资子公司滁州聚隆新材料科技有限公司新成立江苏聚隆纬伦技术有限公司，全面推进智能机器人的研发及公司材料在机器人行业中的应用。在 2025 年 10 月 10 日，聚隆复材推出新型飞行器机体结构——V1000 倾转旋翼混动飞行器机体结构，作为聚焦低空作业需求的创新装备，该飞行器的核心亮点在于“倾转旋翼+混动动力”双技术融合，并实现了“轻量化、高强度、抗疲劳”三重突破。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 28.2、30.8、32.3 亿元，归母净利润分别为 1.6、2.2、2.5 亿元，EPS 分别为 1.41、1.95、2.24 元，对应 PE 分别为 25、18、16 倍。考虑到公司在高性能改性塑料占据龙头地位，且产品在机器人、航空航天及低空经济应用方面有独特优势，给予公司 2026 年 22 倍 PE，对应目标价 42.90 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**主要原材料价格波动风险，核心技术配方失密及核心技术人员流失风险，国际政治经济形势及汇率波动风险、海外投资风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2387.38	2817.82	3082.62	3231.64
增长率	30.53%	18.03%	9.40%	4.83%
归属母公司净利润（百万元）	84.34	156.25	215.72	247.41
增长率	16.25%	85.26%	38.06%	14.69%
每股收益 EPS（元）	0.76	1.41	1.95	2.24
净资产收益率 ROE	8.85%	14.18%	16.95%	17.17%
PE	46	25	18	16
PB	3.99	3.56	3.07	2.71

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58351859
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.11
流通 A 股(亿股)	0.89
52 周内股价区间(元)	18.43-41.9
总市值(亿元)	38.54
总资产(亿元)	25.69
每股净资产(元)	9.09

相关研究

目 录

1 深耕二十余年，中国改性塑料领域代表性企业.....	1
2 改性塑料：行业迈向高端国产替代，未来应用场景广阔.....	3
2.1 产量持续攀升，现阶段以中低端产品为主.....	3
2.2 上游：聚丙烯和聚乙烯等合成树脂产能保持增长，预计短期内市场延续偏弱震荡格局.....	4
2.3 下游：家电需求最高，中长期看汽车产业有望成为首要增长极.....	5
3 主营业务：以高性能改性塑料为主轴，多元协同发展，积极切入机器人和低空经济等新兴赛道.....	6
3.1 高性能改性塑料：技术附加值持续放大，积极应用于新兴领域.....	6
3.2 热塑性弹性体材料：营收稳中有进，差异化产品线加速落地.....	7
3.3 碳纤维复材结构件：航空航天及低空持续发力，短期业绩承压.....	8
3.4 塑木型材：收入平稳增长，出口竞争加剧.....	10
4 盈利能力整体改善，未来仍需加强费用管控能力.....	11
5 盈利预测与估值.....	12
6 风险提示.....	13

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 Q3）	1
图 3：公司 2025H1 主营业务结构情况.....	2
图 4：公司 2025H1 主营业务毛利情况.....	2
图 5：公司 2020 年以来营业收入及增速.....	2
图 6：公司 2020 年以来归母净利润及增速	2
图 7：2020-2025 年中国改性塑料产量	3
图 8：2021-2024 年中国改性塑料市场规模	3
图 9：中国改性塑料产量结构占比.....	3
图 10：2024 年中国改性塑料市场结构占比	3
图 11：2020-2025 年中国聚丙烯产能	4
图 12：聚丙烯（拉丝料）价格（元/吨）	4
图 13：2020-2025 年中国聚乙烯产能	4
图 14：聚乙烯（LLDPE, 熔融指数 2 薄膜料）价格（元/吨）	4
图 15：我国改性塑料下游应用情况.....	5
图 16：2020-2025 年中国家电市场(不含 3C)全渠道零售额.....	5
图 17：中国规上汽车制造业企业营业收入及增速	5
图 18：中国规上汽车制造业企业利润总额及增速	5
图 19：公司改性材料终端应用.....	6
图 20：公司改性塑料业务板块营业收入及增速.....	6
图 21：公司改性塑料业务板块毛利率稳中有进.....	6
图 22：公司热塑性弹性体终端应用	7
图 23：公司弹性体业务板块营业收入及增速	7
图 24：公司弹性体业务板块毛利率	7
图 25：公司碳纤维复材结构件终端应用	8
图 26：公司 V1000 倾转旋翼混动飞行器首架机体结构下线仪式.....	9
图 27：公司碳纤维复材结构件业务板块营业收入及增速.....	9
图 28：公司碳纤维复材结构件业务板块毛利率.....	9
图 29：公司塑木终端应用.....	10
图 30：公司塑木业务板块营业收入及增速	10
图 31：公司塑木业务板块毛利率	10
图 32：公司销售毛利率和销售净利率	11
图 33：公司期间费用率.....	11
图 34：公司投入资本回报率	11
图 35：公司平均净资产收益率 ROE.....	11

表 目 录

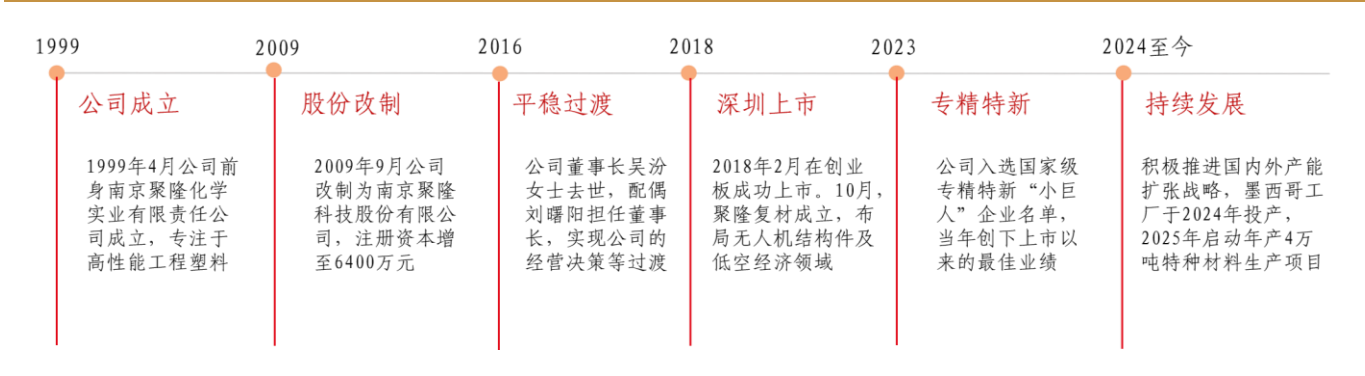
表 1：分业务收入及毛利率	12
表 2：可比公司估值.....	13
附表：财务预测与估值	14

1 深耕二十余年，中国改性塑料领域代表性企业

公司前身南京聚隆化学实业有限责任公司成立于 1999 年 4 月，2009 年 9 月改制为南京聚隆科技股份有限公司，2018 年 2 月 6 日在深交所创业板上市，股票代码：300644。经过超过二十年的潜心耕耘，公司已成为中国改性塑料领域代表性企业，是国内多家传统燃油车和新能源汽车龙头企业及高铁轨道企业的重要的供应商之一。公司以改性尼龙为主轴，并行深耕高性能聚丙烯、高性能合金、长玻纤增强材料、发泡材料、弹性体、碳纤维复材制件等多条改性产品线，已通过纵向拓展塑木成品、精密注塑件成品、3D 打印增材等下游成品生产制造，形成“一核多元、协同跃升”的材料业务布局，产品广泛应用于汽车及新能源汽车、高铁及轨道交通、通讯及电子电气、航空航天及低空经济、医疗健康、环保建筑工程等领域，为公司积极应对市场挑战，持续高质量发展带来广阔空间。

近年来，为满足海内外客户日益增长的交付需求，公司积极推进国内产能扩张战略以及全球化布局战略，墨西哥工厂于 2024 年下半年正式投产，设计年产能 4 万吨，目前处于市场拓展和产能释放阶段。2025 年公司启动“聚隆科技年产 4 万吨特种材料生产项目”，将根据市场发展情势，分阶段进行投资和实施。公司可转债募投项目之一“年产 5 万吨特种工程塑料及改性材料生产线”将于 2025 年 12 月 31 日全面投产，支撑公司后续三年复合增长。

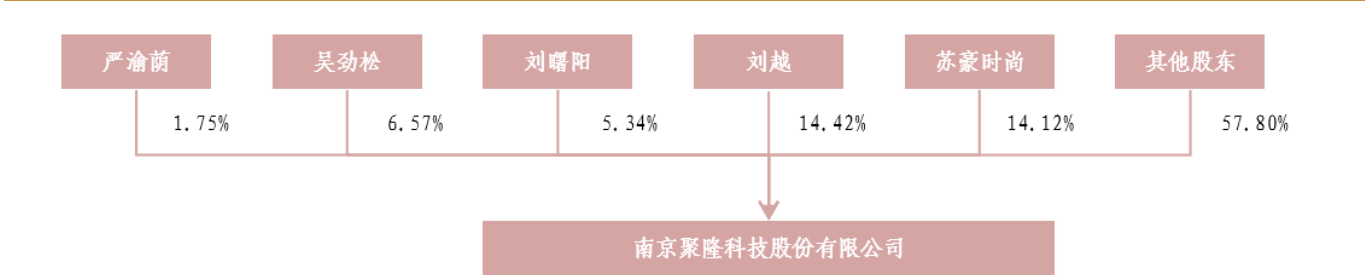
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

实际控制人为刘越、吴劲松、刘曙阳家族。公司控股股东为刘越、吴劲松、刘曙阳家族，其中，刘曙阳、刘越为父女关系，严渝荫、吴劲松为母子关系，四人持股比例为 28.08%。其中，刘曙阳是公司董事长及总裁，家族成员既是股东也是核心管理者，管理层与股东利益高度一致，有助于企业提高决策效率，同时保持战略定力，更关注企业的长期价值增长。

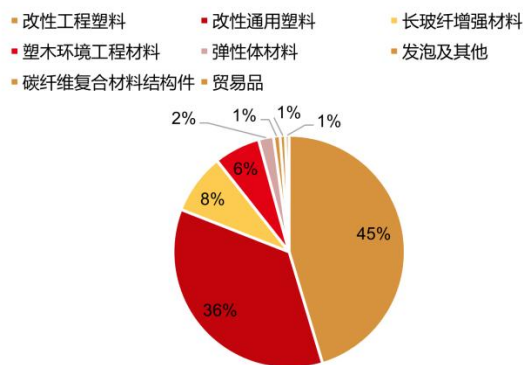
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 Q3）



数据来源：公司官网，西南证券整理

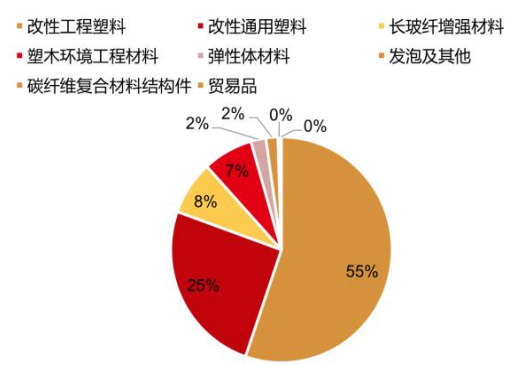
公司主营业务结构：公司主要产品为高性能高分子新材料和先进复合材料，根据 2025 年公司中报，公司的收入主要来自**改性塑料**，包括改性工程塑料、改性通用塑料、长玻纤增强材料以及发泡和其他改性塑料，其中，改性工程塑料占比最大，约为 45%，其次是改性通用塑料，占比约 36%，之后为长玻纤增强材料等产品；在毛利贡献方面，改性工程塑料贡献毛利占比最高，达 55%，其次为改性通用塑料和长玻纤增强材料，占比分别为 25%和 8%。

图 3：公司 2025H1 主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2025H1 主营业务毛利情况

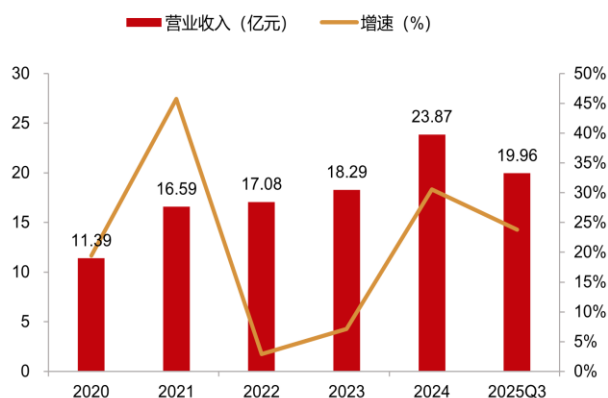


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：营业收入方面，在燃油车存量升级、新能源车增量爆发以及汽车出口量上升等多重因素驱动下，公司改性塑料业务板块技术附加值持续放大，为公司营收奠定坚实基础。另一方面，面对新材料行业正在迎来产业结构升级与高端技术突破的双重机遇，公司积极参与新基建、5G6G 通信、人形机器人、低空经济等新兴赛道，不断扩大新的营收增长点，因此从 2020 年至 2025 年前三季度，公司营收一直保持增长态势，从 2020 年的 11.39 亿元增长至 2024 年底的 23.87 亿元，基本翻了一倍，截至 2025 年前三季度，公司报告期内实现营业总收入 19.96 亿元，同比增长 23.78%，再创历史最佳水平。

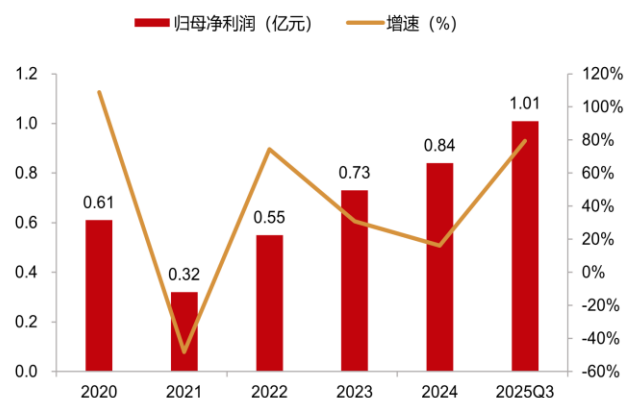
归母净利润方面，除了 2021 年受全球通货膨胀等因素影响，公司上游主要大宗原料及辅料价格大幅上涨，致使公司净利润有所下降，整体而言，随着公司营收增长，公司归母净利润呈现增长态势，从 2020 年的 6116.86 万元增长至 2024 年的 8433.97 万元，截至 2025 年前三季度，公司实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 79.46%，再创历史最佳水平。

图 5：公司 2020 年以来营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2020 年以来归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

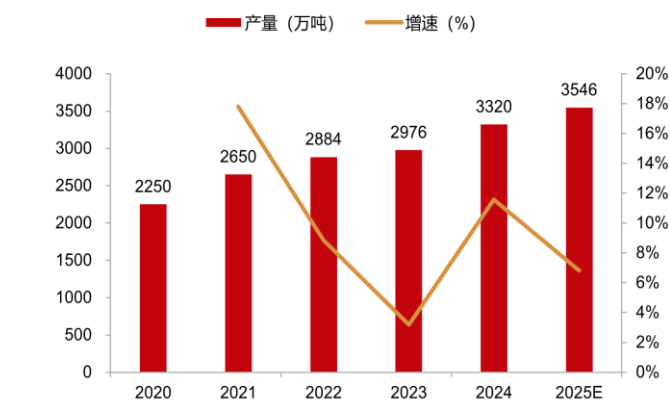
2 改性塑料：行业迈向高端国产替代，未来应用场景广阔

2.1 产量持续攀升，现阶段以中低端产品为主

改性塑料，是指在通用塑料和工程塑料的基础上，经过填充、共混、增强等方法加工改性，提高了阻燃性、强度、抗冲击性、韧性等方面的性能的塑料制品。在科技创新、轻量化需求、高性价比等多重因素驱动下，改性塑料正加速“以塑代钢”“以塑代木”“以塑代瓷”，成为我国家电高端化以及新能源汽车、高铁及轨道交通、电子电气、医疗、航空航天等新兴领域“结构功能一体化”首选材料，推动改性塑料产量持续攀升。

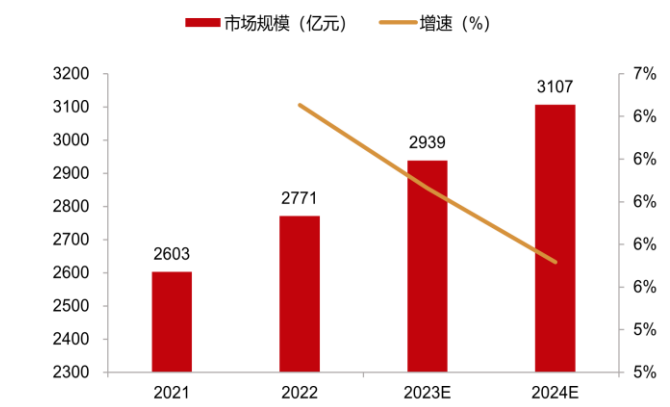
据中商产业研究院数据，2022 年我国改性塑料产量 2884 万吨，同比增长 6.44%，市场规模约 2771 亿元。截至 2024 年，中国改性塑料产量已达 3320 万吨，市场规模有望超过 3000 亿元。随着新兴领域需求增长，2025 年我国改性塑料产量有望达到 3546 万吨。

图 7：2020-2025 年中国改性塑料产量



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

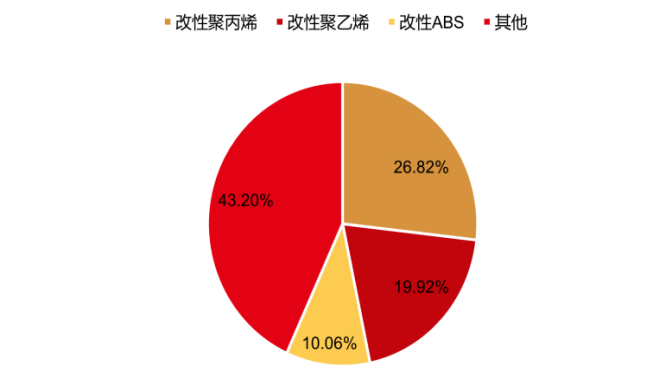
图 8：2021-2024 年中国改性塑料市场规模



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

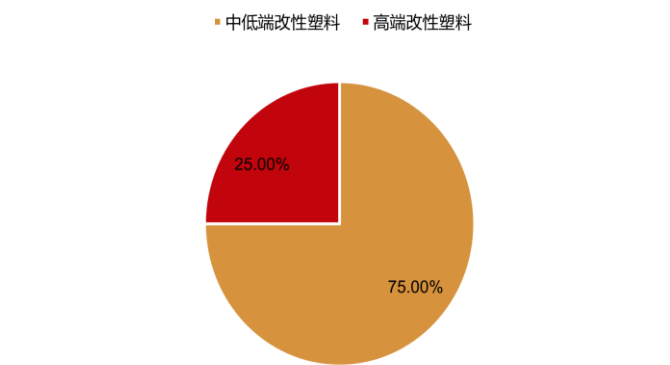
据中商产业研究院发布的《2025-2030 年中国改性塑料行业市场现状及投资咨询报告》，改性塑料市场中，改性聚丙烯产量最高，占比达 26.82%。其次为改性聚乙烯和改性 ABS 产品，分别占比 19.92%，10.06%。目前，中国改性塑料主要以中低端产品为主，占比达 75%，但行业龙头通过技术创新，正推动我国改性塑料从通用型材料向高性能、多功能方向升级。

图 9：中国改性塑料产量结构占比



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

图 10：2024 年中国改性塑料市场结构占比



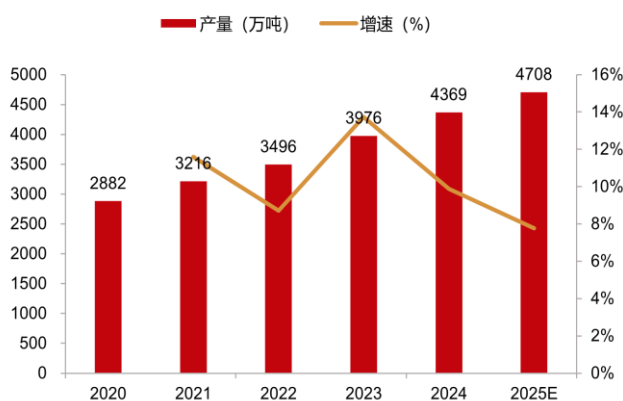
数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

2.2 上游：聚丙烯和聚乙烯等合成树脂产能保持增长，预计短期内市场延续偏弱震荡格局

改性塑料产业链上游为原材料，包括合成树脂和改性助剂，合成树脂主要包括聚丙烯、聚乙烯、聚苯乙烯、PVC、ABS，改性助剂包括阻燃剂、抗氧化剂、成核剂、玻璃纤维等。

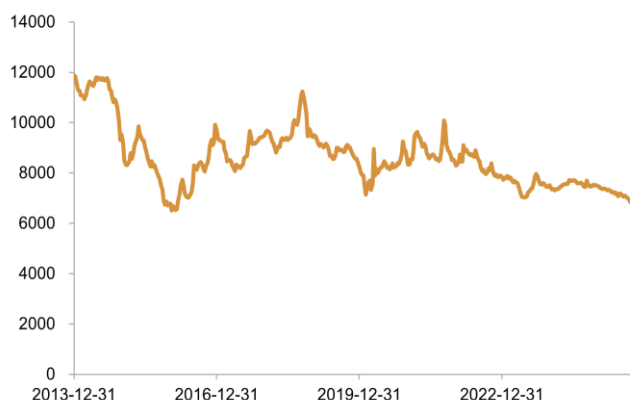
近年来，中国聚丙烯产能一直保持增长趋势。中商产业研究院发布的《2025-2030 年中国聚丙烯行业市场预测及投资策略分析报告》显示，2024 年中国聚丙烯产能达 4369 万吨，占全球聚丙烯总产能 36.98%，2025 年中国聚丙烯产能将达 4708 万吨。目前国内聚丙烯的主流价格在 6360-6640 元/吨不等，从供需两端来看，供给端呈现“局部调整、整体承压”的特征，需求端则是下游企业订单实际跟进力度不足，补库情绪普遍谨慎，仅维持刚需采购节奏，难以对市场形成实质性支撑。综合来看，预计短期内聚丙烯市场延续偏弱震荡格局。

图 11：2020-2025 年中国聚丙烯产能



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

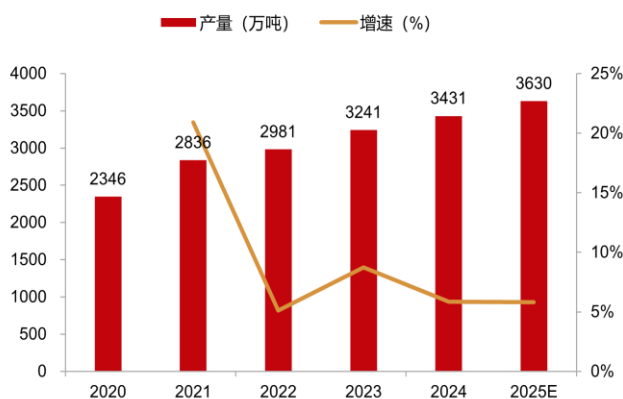
图 12：聚丙烯（拉丝料）价格（元/吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

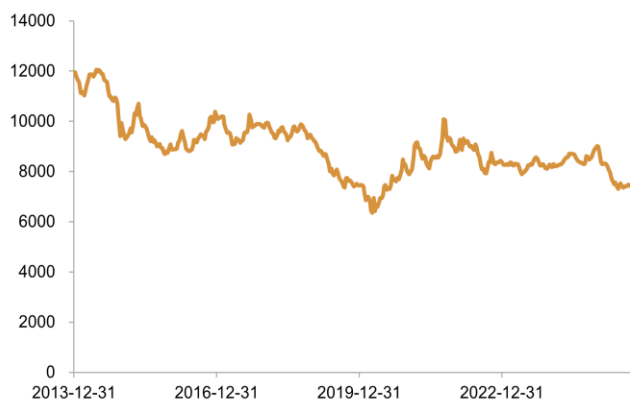
中商产业研究院发布的《2025-2030 年中国聚乙烯行业市场分析及发展趋势预测报告》显示，2024 年聚乙烯产能增速 5.86%，达 3431 万吨/年，西北、华东、华北为主要产区，2025 年聚乙烯产能将达 3630 万吨/年。目前，我国 LLDPE 价格在每吨 7000 元左右，下游需求疲软，采购多以刚需为主，商家心态普遍谨慎，预计短期内我国聚乙烯的整体供应仍将呈现增加趋势，市场虽然对宏观面有所期待，但基本面矛盾仍突出，预计行情维持震荡整理。

图 13：2020-2025 年中国聚乙烯产能



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

图 14：聚乙烯（LLDPE, 熔融指数 2 薄膜料）价格（元/吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 下游：家电需求最高，中长期看汽车产业有望成为首要增长极

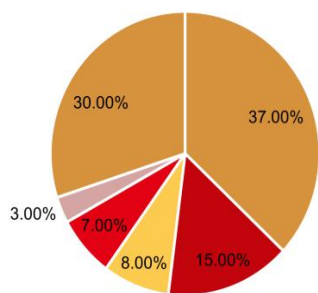
我国改性塑料行业经过多年发展，技术水平已大幅提高，部分高端产品的综合性能已经超越钢铁等金属材料，有效实现对其他材料的逐步替代，扩大了改性塑料的适用范围。对于家电、汽车、消费电子等对改性塑料用量较大的领域，我国改性塑料企业通过对不同部件的性能需求出发，研判配方和解决方案，选择合适的塑料基材和助剂，使得改性塑料能够满足客户需求，以实现改性塑料在上述领域应用的进一步扩大。同时，部分龙头企业对现有产品配方和生产工艺进行持续创新，有效提高产品阻燃性、强度、抗冲击性、韧性等方面的性能，实现其在航空航天、军工、科研、轨交高铁等高端领域的拓展应用。

中商产业研究院发布的《2025-2030 年中国聚乙烯行业市场分析及发展趋势预测报告》显示，改性塑料下游中家电需求最高，约 37%。2024 年，我国家电市场（不含 3C）全渠道零售额为 9071 亿元，同比增长 6.4%，创历史新高，2025 年有望进一步增长到 9078 亿元。

其次为汽车，需求占比约为 15%。2025 年 1-9 月，中国规上汽车制造业企业营业收入 78235.0 亿元，同比增长 7.8%，利润总额达到 3482.5 亿元，同比增长 3.4%。目前国内的传统燃油车与新能源汽车销量已呈“平分秋色”之势，从中长期看，汽车产业仍将稳居我国第一大制造产业链，并有望成为改性材料业务的核心赛道与首要增长极。

图 15：我国改性塑料下游应用情况

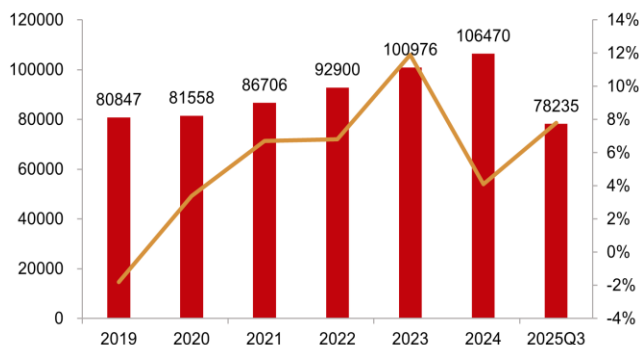
■ 家电 ■ 汽车 ■ 电子电器 ■ 办公设备 ■ 电动工具 ■ 其他



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

图 17：中国规上汽车制造业企业营业收入及增速

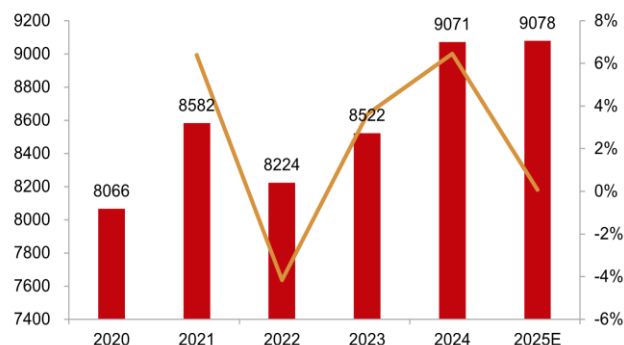
■ 营业收入 (亿元) ■ 增速 (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：2020-2025 年中国家电市场(不含 3C)全渠道零售额

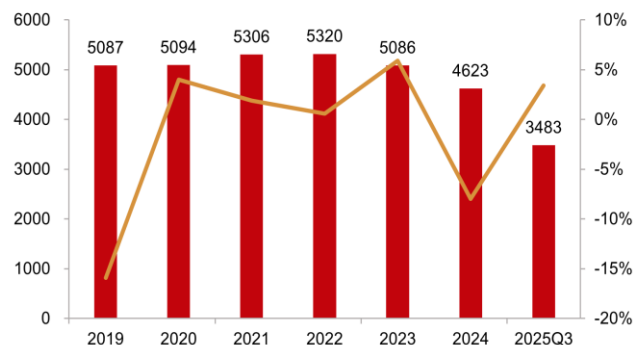
■ 零售额 (亿元) ■ 增速 (%)



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

图 18：中国规上汽车制造业企业利润总额及增速

■ 利润总额 (亿元) ■ 增速 (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

3 主营业务：以高性能改性塑料为主轴，多元协同发展，积极切入机器人和低空经济等新兴赛道

3.1 高性能改性塑料：技术附加值持续放大，积极应用于新兴领域

高性能改性塑料是公司第一大类产品，包括改性尼龙、改性聚丙烯、改性 PEEK、发泡材料等，可应用于汽车及新能源汽车、高铁及轨道交通、航空航天及通讯等多个领域。凭借卓越的技术实力，公司先后被评定为国家高新技术企业和国家专精特新“小巨人”企业。

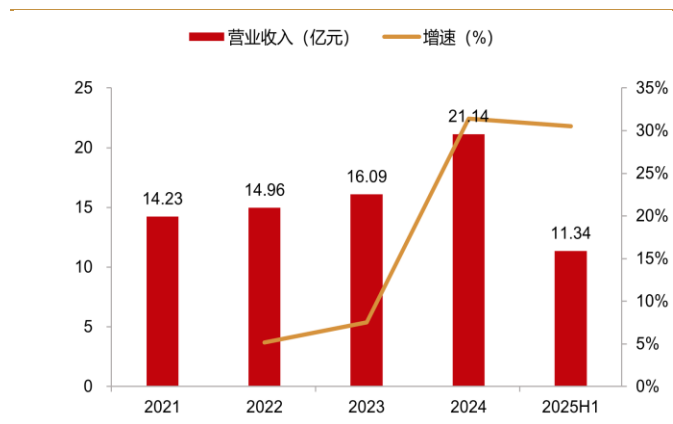
图 19：公司改性材料终端应用



数据来源：公司中报，西南证券整理

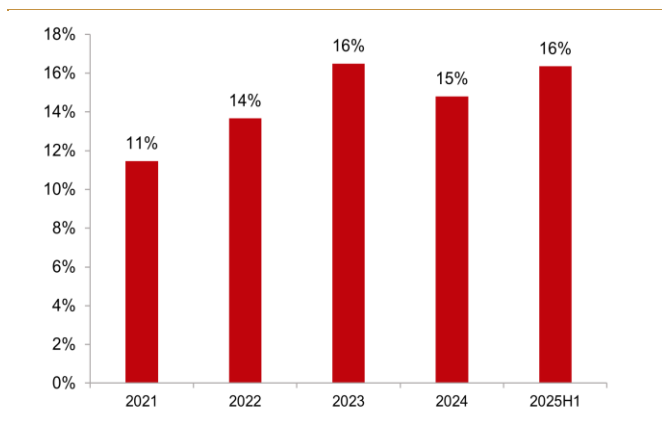
2025 年上半年，公司改性塑料业务板块实现营收 11.34 亿元，同比增长 30.50%。其中，在机器人应用领域，公司积极与相关头部客户进行业务对接和材料验证，已针对机器人关节、足端、外壳等，推出 PA、PEEK、长玻纤增强材料、弹性体等材料解决方案，助力机器人的轻量化改进。2025 年 9 月 10 日，公司全资子公司滁州聚隆新材料科技有限公司新成立江苏聚隆纬伦技术有限公司，全面推进智能机器人的研发及公司材料在机器人行业中的应用。

图 20：公司改性塑料业务板块营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 21：公司改性塑料业务板块毛利率稳中有进



数据来源：Wind，西南证券整理

3.2 热塑性弹性体材料：营收稳中有进，差异化产品线加速落地

热塑性弹性体是公司第二大类产品，包括 TPV、TPS、TPO、TPU 等。公司通过持续技术研发，开发出高性能热塑性弹性体材料。其中，高性能 TPV 材料具有低压缩永久形变、耐高温、耐油、耐老化等特性，应用于汽车底盘、发动机进气管、冷却水管等部件。公司还利用“三步法”动态硫化技术，开发出新能源汽车电机隔音罩材料和通讯设备密封材料，满足密封、减震、降噪、隔音需求。公司产品在汽车及新能源汽车领域具有显著优势，已广泛应用于汽车发动机系统、空调系统及内饰部件，如冷却液管路、风门包胶、异型管等。

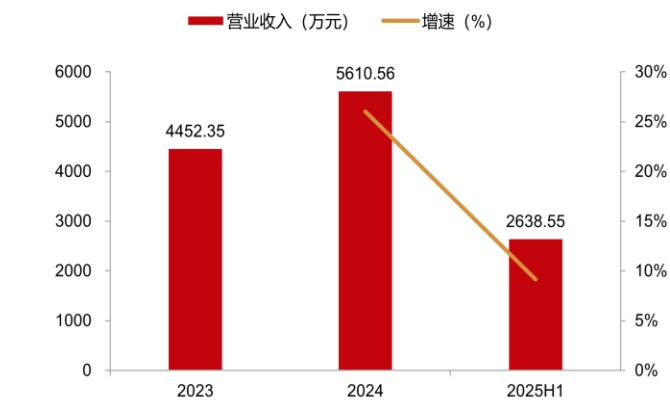
图 22：公司热塑性弹性体终端应用



数据来源：公司中报，西南证券整理

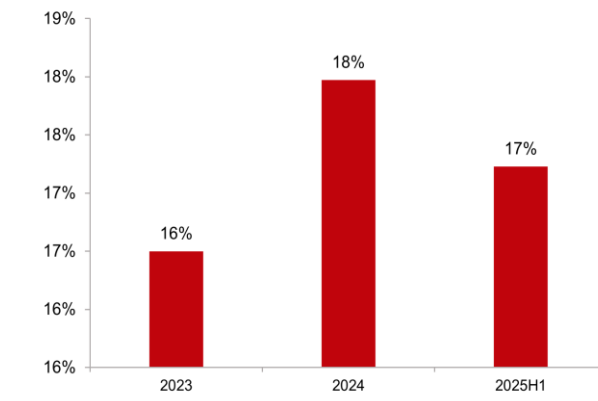
2025 年上半年，公司弹性体业务实现营业收入 2638.55 万元，同比增长 9.15%。公司差异化产品线加速落地。其中，TPEE 已在真空管挤出、发动机进气管吹塑两大核心管路实现批量应用，成功打破国外垄断，实现进口替代。公司开发的汽车门板用注塑级耐磨耐候 TPE 已进入主机厂试验阶段。公司正在攻关有机硅热塑性弹性体的制备技术，目标是研发出亲肤触感的热塑性硅橡胶产品，目前已为客户提供小样，关键指标仍在持续优化中。

图 23：公司弹性体业务板块营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 24：公司弹性体业务板块毛利率



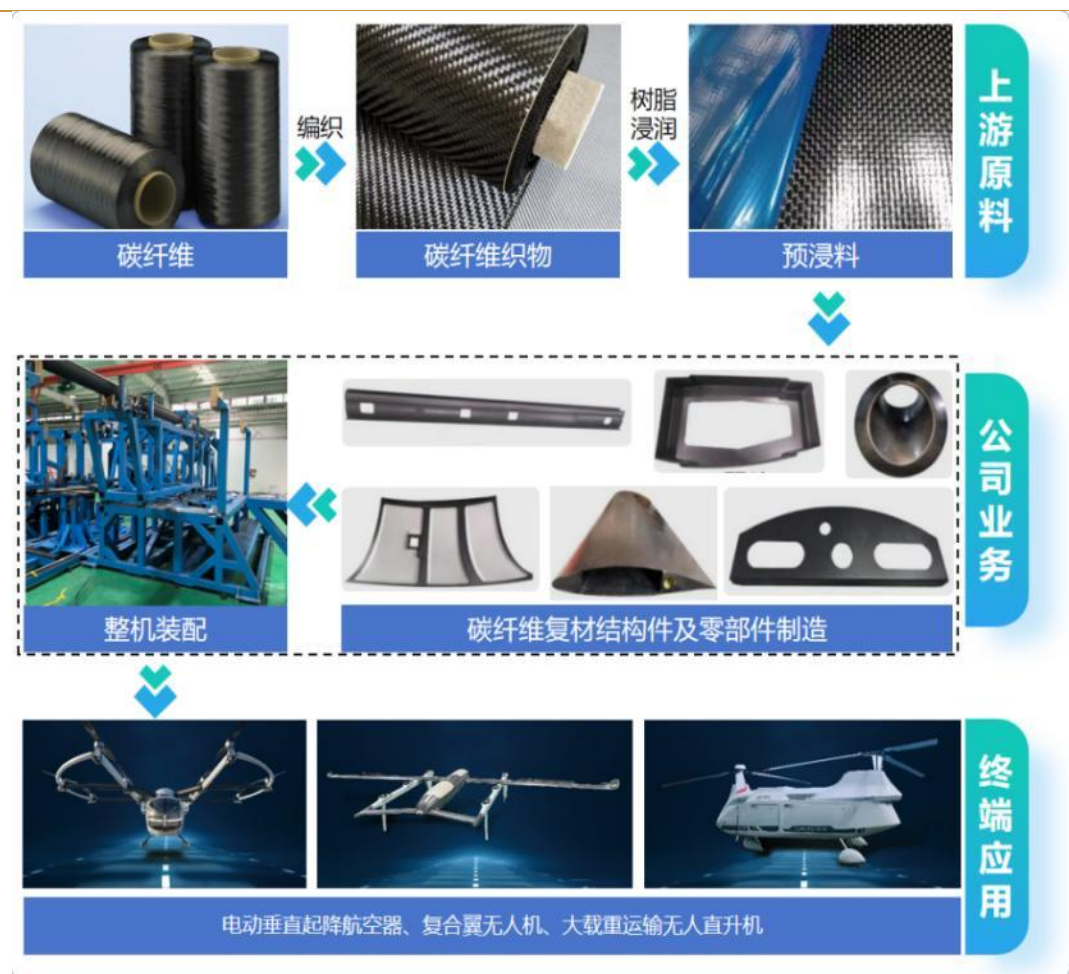
数据来源：Wind，西南证券整理

3.3 碳纤维复材结构件：航空航天及低空持续发力，短期业绩承压

公司控股子公司聚隆复材聚焦碳纤维复材零部件与无人机整机“双赛道”规模化制造。与金属材料相比，碳纤维复材具有高强度、高模量、低密度、耐腐蚀等优势，因此可被广泛应用于航空航天、低空经济等领域。公司已建成从复材结构件到整机总装的一站式产线，可批量提供发动机短舱、壳体、辅助承力层、舱段盖板等核心零部件，并可以同步完成多旋翼、倾转旋翼、复合翼无人机的整机装配交付。

凭借一体化复材工艺与柔性总装能力，聚隆复材已获国内多家头部无人机企业定点。在零重力飞机工业（合肥）有限公司无人机项目中，聚隆复材负责机体结构设计、制造、装配及测试总包服务，相关产品通过 300 度热冲击测试，为 eVTOL 提供材料解决方案。

图 25：公司碳纤维复材结构件终端应用



数据来源：公司中报，西南证券整理

2025 年 10 月 10 日，聚隆复材官宣亮相新型飞行器机体结构——V1000 倾转旋翼混动飞行器机体结构。作为聚焦低空作业需求的创新装备，该飞行器核心亮点在于“倾转旋翼+混动动力”双技术融合，倾转旋翼无需专用跑道即可垂直起降，混动动力兼顾续航与环保。此外，V1000 机体依托公司的先进复合材料技术打造，通过材料与工艺创新实现了“轻量化、高强度、抗疲劳”的三重突破，轻量化降低能耗、提升载荷，高强度保障飞行安全，抗疲劳延长使用寿命、降低运维成本，为飞行器性能与应用价值奠定核心基础。

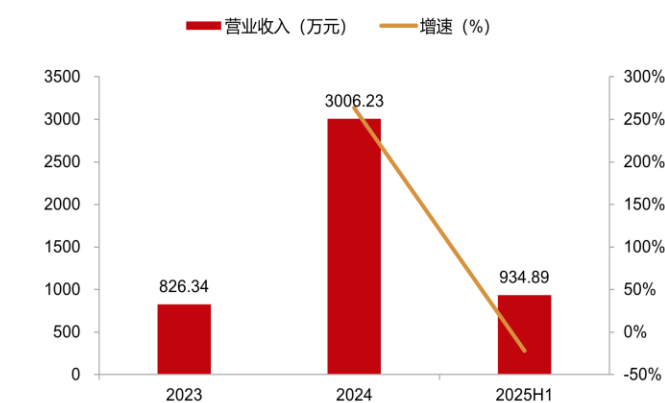
图 26：公司 V1000 倾转旋翼混动飞行器首架机体结构下线仪式



数据来源：南京智能制造产业园，西南证券整理

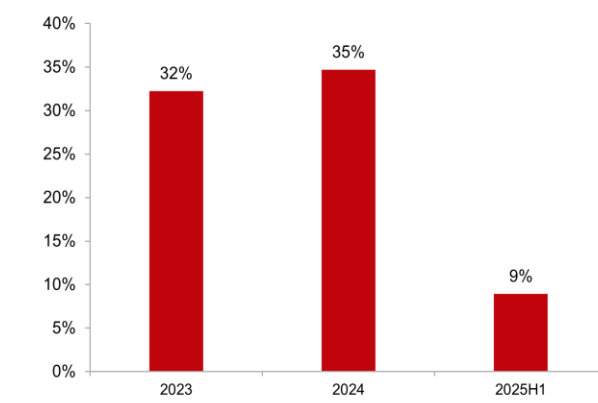
2025 年上半年，尽管聚隆复材在生产定型机型的同时，承揽了油电混动倾转旋翼无人机、复合翼运输无人机、无人直升机等多个新机型研制项目，整体无人机零部件及整机业务新签订单同比增长约 50%，但因前期设计验证周期较长、工装模具前置投入较大、部分项目推迟等原因，部分订单尚未达到收入确认条件，聚隆复材在 2025 年上半年实现营业收入 1027.77 万元，同比下降 14.02%。同时，由于研发费用同比增长 73.41%，加之人员薪酬增加，导致期间费用明显上升，进而影响了整体盈利水平，使得聚隆复材 2025 年上半年亏损达 217.94 万元。整体而言，公司碳纤维复材结构件业务在 2025 年上半年实现营业收入 934.89 万元，同比下降 21.79%，毛利率也由 2024 年同期的 45.23% 滑落至 8.93%。

图 27：公司碳纤维复材结构件业务板块营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 28：公司碳纤维复材结构件业务板块毛利率

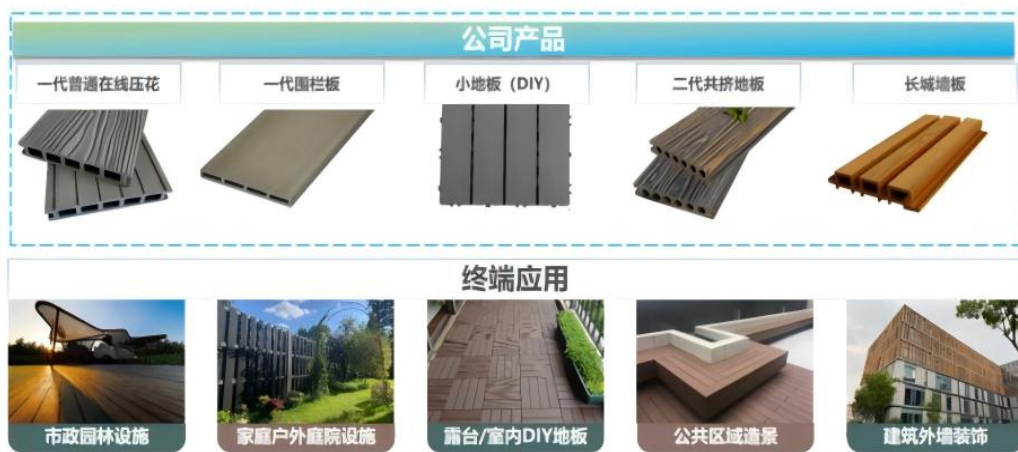


数据来源：Wind，西南证券整理

3.4 塑木型材：收入平稳增长，出口竞争加剧

公司控股子公司聚锋新材生产的生物基资源循环塑木型材是公司的第四大类产品，包括户外地板、墙板、围栏板等，主要应用于环保型室外地板、栈道、栅栏、大型室外平台等。聚锋新材是国内较早的具有自主研发能力的塑木型材生产商，被誉为中国塑木行业的领航者，拥有国内先进的进口塑木生产线，成为塑木国家标准的牵头制定单位。产品入选上海世博会、北京奥运会示范工程，并远销德国、英国、澳大利亚、泰国等 40 多个国家和地区。

图 29：公司塑木终端应用

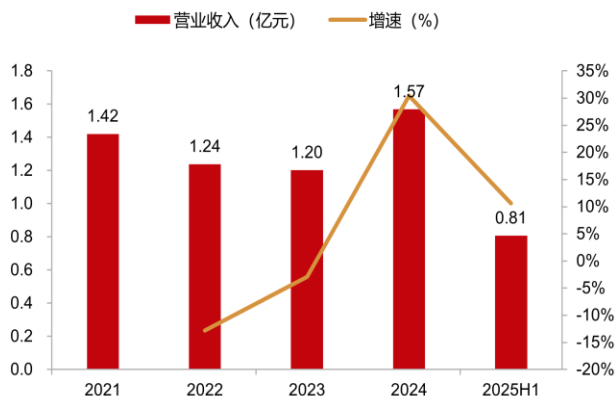


数据来源：公司中报，西南证券整理

2025 年上半年，公司控股子公司聚锋新材实现营业收入 8112.56 万元，同比增长 10.64%，主要得益于墙板、地板、围栏板等全线产品销量提升，以及欧洲、澳洲市场营收稳步增长。

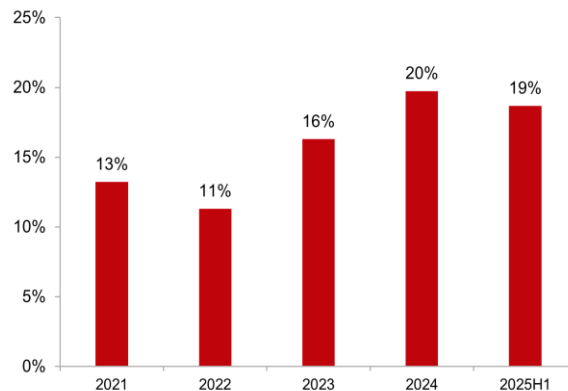
净利润方面，2025 年上半年聚锋新材实现净利润 355.41 万元，同比下降约 20.18%，主要因聚锋新材产品出口占比约 90%，而上半年出口竞争加剧叠加国际局势动荡导致公司的运费显著上升，同时公司上半年人员薪酬有所增加，进一步压缩利润。未来聚锋新材将持续优化费用结构，强化成本管控，同时依托技术优势与产能释放，提升长期盈利韧性。

图 30：公司塑木业务板块营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 31：公司塑木业务板块毛利率



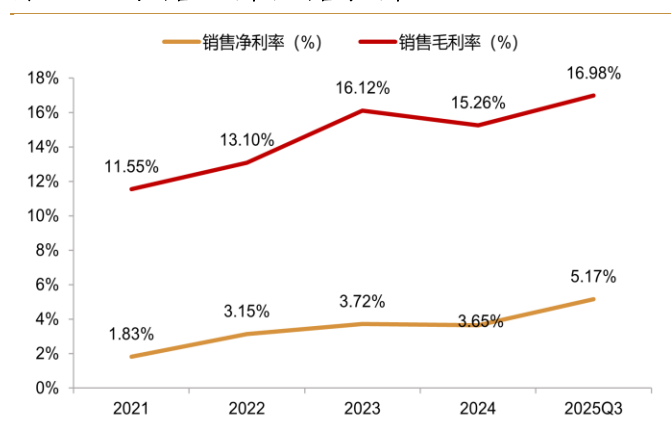
数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利能力整体改善，未来仍需加强费用管控能力

2021 年以来，公司通过不断优化经营模式，及时把握下游行业发展动向以及客户对于新材料、新产品的需求，提前布局前瞻性研发，快速迭代客户需求的材料产品，满足各行业需求，从而有效降低公司对单一行业的依赖性以及优化产品结构，提高高毛利产品业务比例，有效带动了公司整体销售毛利率和销售净利率的提升，其中，销售毛利率由 2021 年的 11.55% 上升至 2025 年前三季度的 16.98%，销售净利率由 2021 年的 1.83% 上升至 5.17%。

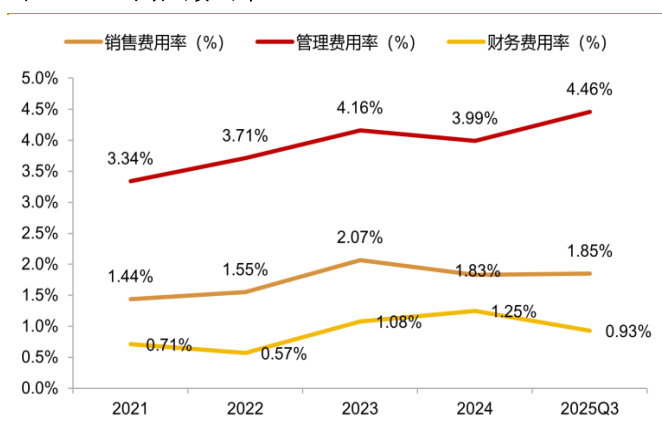
从期间费用率来看，2025 年前三季度，公司财务费用率受到利息支出及汇兑损失减少影响，由去年同期的 1.39% 下降至 0.93%，同时，公司销售费用率在拓展业务而导致差旅费增加的情况下，由去年同期的 1.89% 下降至 1.85%，体现公司的费用管控能力有所提升。但公司管理费用率受到职工薪酬增加等影响，同比有所上升，因此未来仍需加强费用管控能力。

图 32：公司销售毛利率和销售净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

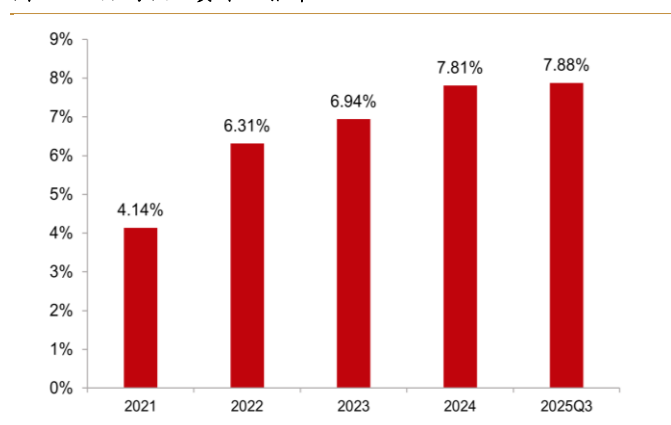
图 33：公司期间费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

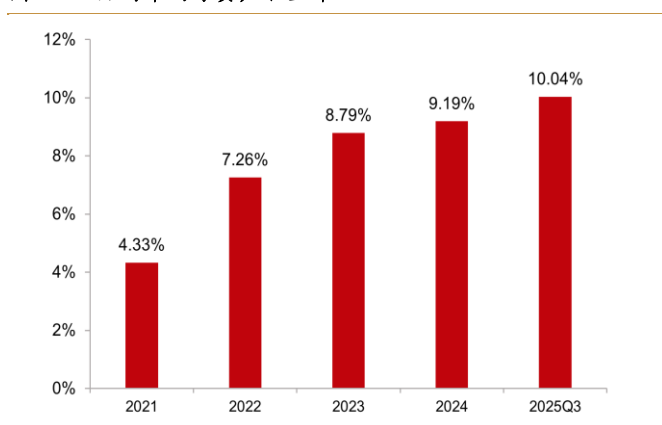
受益于公司盈利能力提升，截至 2025 年前三季度，公司投入资本回报率由 2021 年的 4.14% 提升至 7.88%，平均净资产收益率由 2021 年的 4.33% 提升至 10.04%，创近五年新高。公司近五年投入资本回报率和平均净资产收益率的持续改善，验证了公司发展战略的正确性。随着公司未来在改性塑料的技术突破，并通过墨西哥工厂及可转债募投项目等释放产能摊薄固定成本，公司的投入资本回报率和平均净资产收益率有望进一步提升。

图 34：公司投入资本回报率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 35：公司平均净资产收益率 ROE



数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

1) 改性塑料方面，预计公司产品将在机器人及 3D 打印等多个新兴领域拓展应用，25-27 年营收同比增长 20%、10%、5%；毛利率不断提升，25-27 年分别为 15%、16%、17%；

2) 弹性体材料方面，预计公司差异化产品线将加速落地，关键指标持续优化，25-27 年营收同比增长 10%、6%、2%；毛利率稳中有进，25-27 年分别为 18%、18.5%、19%；

3) 碳纤维复材结构件方面，受收入确认延迟等因素影响，该业务短期毛利率承压，但随着低空经济逐渐发展以及公司在一体化设计和先进复合材料加工等技术不断提升，预计 25-27 年营收同比-15%、+20%、+30%；25-27 年毛利率分别为 10%、30%、35%；

4) 塑木型材方面，预计公司将加大国外市场开拓力度，同时依托技术优势与产能释放，提升长期盈利韧性。25-27 年营收同比增长 10%、6%、2%，毛利率为 19%、19.5%、20%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	2387.4	2817.8	3082.6	3231.6
	YoY	30.5%	18.0%	9.4%	4.8%
	营业成本	2023.1	2390.6	2579.2	2669.7
	毛利率	15.3%	15.2%	16.3%	17.4%
改性塑料	营业收入	2113.5	2536.3	2789.9	2929.4
	YoY	31.4%	20.0%	10.0%	5.0%
	营业成本	1800.7	2155.8	2343.5	2431.4
	毛利率	14.8%	15.0%	16.0%	17.0%
弹性体材料	营业收入	56.1	61.7	65.4	66.7
	YoY	26.0%	10.0%	6.0%	2.0%
	营业成本	46.0	50.6	53.3	54.0
	毛利率	18.0%	18.0%	18.5%	19.0%
碳纤维复材结构件	营业收入	30.1	25.6	30.7	39.9
	YoY	263.8%	-15.0%	20.0%	30.0%
	营业成本	19.6	23.0	21.5	25.9
	毛利率	34.7%	10.0%	30.0%	35.0%
塑木型材	营业收入	156.8	172.5	182.9	186.5
	YoY	30.5%	10.0%	6.0%	2.0%
	营业成本	125.9	139.7	147.2	149.2
	毛利率	19.7%	19.0%	19.5%	20.0%
贸易品	营业收入	30.8	21.8	13.8	9.2
	YoY	-34.8%	-29.4%	-36.7%	-33.6%
	营业成本	30.9	21.4	13.7	9.1
	毛利率	-0.3%	1.7%	0.3%	0.6%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 28.2、30.8、32.3 亿元，归母净利润分别为 1.6、2.2、2.5 亿元，EPS 分别为 1.41、1.95、2.24 元，对应 PE 分别为 25、18、16 倍。

我们选取改性塑料行业中三家代表性企业金发科技、道恩股份和普利特作为可比公司。金发科技是全球改性塑料龙头，2025 年上半年改性塑料销量 130.88 万吨；道恩股份的氢化丁腈橡胶（HNBR）打破国外垄断，TPV 弹性体国内市占率超 50%；普利特的改性材料已经在工业机器人领域批量交付。三家公司 2026 年平均 PE 为 29 倍。考虑到公司在高性能改性塑料占据龙头地位，且产品在机器人、航空航天及低空经济应用方面有独特优势，给予公司 2026 年 22 倍 PE，对应目标价 42.90 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			24A	25E	26E	24A	25E	26E
600143.SH	金发科技	19.06	0.31	0.54	0.73	61	35	26
002838.SZ	道恩股份	24.02	0.31	0.41	0.64	77	59	38
002324.SZ	普利特	12.68	0.13	0.46	0.55	98	28	23
平均值						79	40	29
300644.SZ	南京聚隆	34.83	0.76	1.41	1.95	46	25	18

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

主要原材料价格波动风险，核心技术配方失密及核心技术人员流失风险，国际政治经济形势及汇率波动风险、海外投资风险等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2387.38	2817.82	3082.62	3231.64	净利润	87.10	156.25	215.72	247.41
营业成本	2023.12	2390.56	2579.23	2669.66	折旧与摊销	58.94	61.52	61.86	62.03
营业税金及附加	9.16	10.81	11.82	12.39	财务费用	29.87	30.13	20.45	27.04
销售费用	43.58	58.31	61.29	63.37	资产减值损失	-6.25	-4.64	-5.44	-5.46
管理费用	95.34	126.85	130.01	136.94	经营营运资本变动	33.35	-27.41	-70.35	-22.31
财务费用	29.87	30.13	20.45	27.04	其他	-79.62	18.58	17.48	7.31
资产减值损失	-6.25	-4.64	-5.44	-5.46	经营活动现金流净额	123.38	234.43	239.71	316.02
投资收益	2.68	2.53	2.36	2.19	资本支出	-114.50	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.21	0.00	0.00	0.00	其他	99.67	3.47	-23.46	21.57
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-14.83	3.47	-23.46	21.57
营业利润	95.38	208.33	287.62	329.88	短期借款	-69.41	252.28	-94.38	-193.76
其他非经营损益	3.64	0.00	0.00	0.00	长期借款	1.86	0.00	0.00	0.00
利润总额	99.01	208.33	287.62	329.88	股权融资	57.00	0.00	0.00	0.00
所得税	11.92	52.08	71.91	82.47	支付股利	-26.57	-29.52	-54.69	-75.50
净利润	87.10	156.25	215.72	247.41	其他	-46.55	-39.76	-14.23	-38.53
少数股东损益	2.76	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-83.67	183.00	-163.29	-307.79
归属母公司股东净利润	84.34	156.25	215.72	247.41	现金流量净额	25.47	420.90	52.96	29.80
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	142.67	563.56	616.52	646.33	成长能力				
应收和预付款项	816.41	928.91	1041.12	1086.69	销售收入增长率	30.53%	18.03%	9.40%	4.83%
存货	435.15	550.39	595.94	603.56	营业利润增长率	28.72%	118.43%	38.06%	14.69%
其他流动资产	248.73	100.71	127.97	113.31	净利润增长率	27.90%	79.40%	38.06%	14.69%
长期股权投资	1.74	1.74	1.74	1.74	EBITDA 增长率	25.38%	62.87%	23.32%	13.25%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	625.21	566.33	507.11	447.72	毛利率	15.26%	15.16%	16.33%	17.39%
无形资产和开发支出	36.63	34.85	33.08	31.30	三费率	7.07%	7.64%	6.87%	7.04%
其他非流动资产	75.97	75.56	75.74	71.55	净利率	3.65%	5.54%	7.00%	7.66%
资产总计	2382.51	2822.05	2999.22	3002.20	ROE	8.85%	14.18%	16.95%	17.17%
短期借款	265.04	517.31	422.93	229.18	ROA	3.66%	5.54%	7.19%	8.24%
应付和预收款项	780.22	853.12	943.30	976.45	ROIC	7.11%	10.74%	13.52%	15.45%
长期借款	15.76	15.76	15.76	15.76	EBITDA/销售收入	7.71%	10.65%	12.00%	12.96%
其他负债	337.36	333.71	344.39	339.60	营运能力				
负债合计	1398.37	1719.90	1726.38	1560.98	总资产周转率	1.07	1.08	1.06	1.08
股本	109.95	110.64	110.64	110.64	固定资产周转率	4.28	4.82	5.80	6.81
资本公积	313.48	312.79	312.79	312.79	应收账款周转率	3.15	3.08	2.98	2.89
留存收益	533.70	660.43	821.46	993.37	存货周转率	4.87	4.76	4.43	4.38
归属母公司股东权益	965.81	1083.81	1254.50	1422.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	68.33%	—	—	—
少数股东权益	18.34	18.34	18.34	18.34	资本结构				
股东权益合计	984.14	1102.15	1272.84	1441.21	资产负债率	58.69%	60.95%	57.56%	51.99%
负债和股东权益合计	2382.51	2822.05	2999.22	3002.20	带息债务/总负债	30.27%	39.28%	33.67%	24.82%
					流动比率	1.36	1.40	1.55	1.78
					速动比率	1.00	1.04	1.16	1.34
					股利支付率	32.13%	18.89%	25.35%	30.52%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	184.19	299.98	369.93	418.95	每股收益	0.76	1.41	1.95	2.24
PE	45.69	24.66	17.86	15.58	每股净资产	8.73	9.80	11.34	12.86
PB	3.99	3.56	3.07	2.71	每股经营现金	1.12	2.12	2.17	2.86
PS	1.61	1.37	1.25	1.19	每股股利	0.24	0.27	0.49	0.68
EV/EBITDA	21.80	12.91	10.00	8.34					
股息率	0.69%	0.77%	1.42%	1.96%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼
邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼
邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼
邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼
邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn