



2025年11月20日

买入（首次覆盖）

金发科技（600143）：从材料到平台，科技浪潮下验证成长逻辑

——公司深度报告

证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

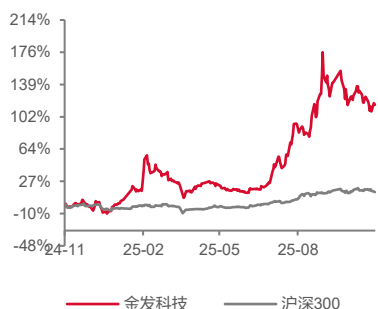
wjyan@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

数据日期	2025/11/19
收盘价	18.80
总股本(万股)	263,661
流通A股/B股(万股)	263,483/0
资产负债率(%)	66.32%
市净率(倍)	2.31
净资产收益率(加权)	5.57
12个月内最高/最低价	24.08/7.73



投资要点：

- **三十余年不断进化，由改性塑料厂商迈向全球化工新材料平台型企业：**公司1993年成立，2004年在上交所上市，成为“改性塑料第一股”。此后公司沿着产业链上下游纵向延伸，并横向拓展到多种化工新材料，产品成功应用于AI服务器、人形机器人、新能源汽车、低空经济等前沿科技产业，从“跟随需求”转向“引领创新”。公司凭借本地化供应和服务的优势，跟随下游家电、汽车客户出海，目前已拥有印度、美国、德国、马来西亚、越南、西班牙、印尼等基地，并正积极推进波兰、墨西哥、南非等海外基地建设。2025年前三季度，公司实现营业收入496.16亿元，同比增长22.62%；归母净利润10.65亿元，同比增长55.86%；经营性现金流净额23.20亿元，同比增长58.21%。
- **改性塑料业务稳固支撑，协同效应下毛利率行业领先：**改性塑料2020年以来营收占比均超过50%，基本盘稳固且仍在扩张。截至2024年底，公司改性塑料总产能达到372万吨/年，产能行业领先。公司紧抓下游新能源车及家电“以旧换新”等宏观需求增长机会，2025年前三季度公司改性塑料销量达209.08万吨，同比增长18.16%；贡献收入256.04亿元，同比增长14.39%。得益于公司打通上下游一体化产业链、提供材料解决方案的商业模式，其改性塑料毛利率稳定在20%上下，居于上市同行前列。
- **前瞻布局新材料赛道，有望受益国产替代+技术更新双重机遇：**“十五五”强调科技自立自强，化工新材料产业正迎来国产替代加速的发展机遇期。公司新材料业务主要涵盖特种工程塑料、完全生物降解塑料和高端碳纤维复合材料。2025年前三季度，公司新材料产品销量20.08万吨，同比增长22.36%；带动营收30.69亿元，同比增长21.33%。公司的LCP、PPA等产品是硬科技的“国产替代”，产能储备充足；在下游，其解决方案又深度绑定“新能源汽车、AI算力”等产业升级方向，有望持续享受行业增长红利，打造新的增长曲线。
- **盈利预测与估值：**公司改性塑料一体化竞争优势稳固，高端材料持续放量，深度绑定新兴产业链；海外市场持续渗透，内部经营提质增效。预计公司2025年-2027年EPS分别为0.54、0.66、0.85元，对应2025年11月19日收盘价PE分别为35.01、28.51、22.16倍。我们认为公司正处在从“大而全”的改性塑料龙头，向“高精尖”的化工新材料平台转型的关键时期，有望在科技浪潮下验证长期成长逻辑，给予“买入”评级。
- **风险提示：**需求疲软风险；产能释放不及预期风险；子公司减亏不及预期风险；成本波动风险；海外贸易环境变化风险。

盈利预测与估值简表

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	40412.33	47940.59	60514.24	67315.05	73890.84	77757.48
同比增速(%)	0.53%	18.63%	26.23%	11.24%	9.77%	5.23%
归母净利润(百万元)	1991.90	316.73	824.62	1415.70	1738.89	2236.95
同比增速(%)	19.89%	-84.10%	160.36%	71.68%	22.83%	28.64%
毛利率(%)	15.20%	12.00%	11.31%	12.58%	13.80%	15.00%
每股盈利(元)	0.76	0.12	0.31	0.54	0.66	0.85
ROE(%)	12.05%	1.94%	4.59%	7.58%	8.88%	10.79%
PE(倍)	24.88	156.50	60.11	35.01	28.51	22.16

资料来源：东海证券研究所

注：数据截至2025年11月19日

正文目录

1. 业绩综述：利润结构健康化，盈利弹性可期	4
2. 全产业链一体化构筑改性塑料龙头优势	7
3. “国产替代” + “产业升级” 双轮驱动，新材料业务蓄势待发 ...	10
4. 盈利预测与估值.....	13
5. 风险提示	15

图表目录

图 1 公司四大板块及主要产品关系图.....	4
图 2 金发科技营业收入情况	5
图 3 金发科技归母净利润情况	5
图 4 金发科技业务收入构成	5
图 5 金发科技业务毛利构成	5
图 6 金发科技经营活动现金流净额情况	6
图 7 金发科技费用率情况（%）	6
图 8 金发科技海内外销售占比情况	6
图 9 金发科技海内外业务毛利率情况	6
图 10 辽宁金发和宁波金发净利润变动（亿元）	7
图 11 金发科技绿色石化和医疗板块毛利率情况	7
图 12 塑料分类	7
图 13 国内外以塑代钢现状（单位：百分比）	7
图 14 我国塑料改性化率低于全球平均水平	8
图 15 我国近年改性塑料产量	8
图 16 公司核心竞争力贯穿改性塑料产业链	8
图 17 金发科技改性塑料近年产销量	9
图 18 金发科技改性塑料 2024 年市占率	9
图 19 金发科技一体化解决方案	9
图 20 金发科技生产和研发基地布局图	9
图 21 金发科技改性塑料产品销量占比	10
图 22 金发科技与上市同行改性塑料毛利率比较	10
图 23 我国化工新材料消费量预测（万吨）	11
图 24 我国特种工程塑料国产化需求仍有较大增长空间	11
图 25 我国特种工程塑料消费种类占比	11
图 26 国内外主要企业特种工程塑料业务布局	11
图 27 金发科技特种工程塑料近年销量情况	12
图 28 公司特种工程塑料在高速连接器上的应用场景图	12
图 29 金发科技完全生物降解塑料近年销量情况	12
图 30 公司生物降解塑料、生物基材料的应用领域图	12
图 31 金发科技碳纤维及复合材料近年营收情况	13
图 32 中国民用无人机市场规模预测（亿元）	13
 表 1 金发科技产能情况（2024 年度）	4
表 2 金发科技特种工程塑料产能情况（截至 2025 年三季度）	11
表 3 金发科技营收拆分与预测	14
表 4 可比公司估值	14
 附录：三大报表预测值	16

1.业绩综述：利润结构健康化，盈利弹性可期

公司 1993 年成立，专注于改性塑料的研发、生产和销售。2004 年在上交所上市，成为“改性塑料第一股”。此后公司沿着产业链上下游纵向延伸，并横向拓展到多种化工新材料，产品成功应用于 AI 服务器、人形机器人、新能源汽车、低空经济等前沿科技产业，从“跟随需求”转向“引领创新”。

图1 公司四大板块及主要产品关系图



资料来源：金发科技 2024 年年度报告，东海证券研究所

表1 金发科技产能情况（2024 年度）

主要厂区或项目	设计产能	在建产能	在建产能预计完工时间
改性塑料（华南基地）	100 万吨	5 万吨	2025 年 12 月
改性塑料（华西基地）	25 万吨	2 万吨	2025 年 10 月
改性塑料（华中基地）	29 万吨	6 万吨	2025 年 10 月
改性塑料（华东基地）	105 万吨	20 万吨	2025 年 12 月
改性塑料（华北基地）	32 万吨	6 万吨	2025 年 11 月
改性塑料（印度基地）	16 万吨	4 万吨	2025 年 10 月
改性塑料（美国基地）	4 万吨	0	/
改性塑料（越南基地）	6 万吨	4 万吨	2025 年 10 月
改性塑料（德国基地）	2.5 万吨	0	/
环保高性能再生塑料	52 万吨	3.5 万吨	2027 年 5 月
完全生物降解塑料	33 万吨	0	/
生物基单体和阻燃剂	1.25 万吨	3.75 万吨	2026 年 12 月
特种工程塑料	3.4 万吨	LCP: 1.5 万吨 特种聚酰胺: 0.8 万吨	2026 年 3 月
碳纤维及复合材料	5.2 万吨	0.7 万吨	2025 年 9 月
轻烃及氢能源	200 万吨	5 万吨	2025 年 12 月

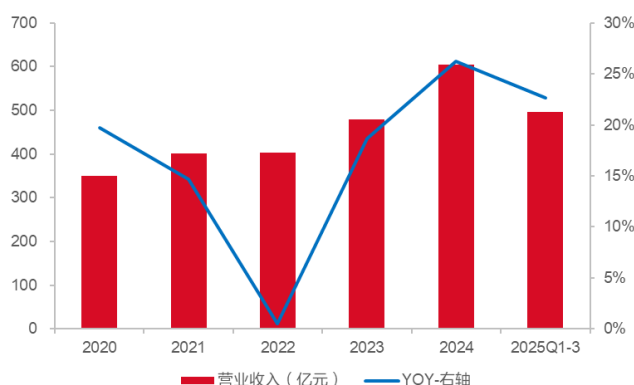
苯乙烯类树脂及其配套装置	157 万吨	20 万吨	2026 年 6 月
熔喷布	1680 吨	0	/
平面口罩	28 亿只	0	/
立体口罩	18 亿只	0	/
手套	200 亿只	0	/

资料来源：金发科技 2024 年年度报告，东海证券研究所

注：截至 2025 年三季度，LCP 增加 5000 吨投产

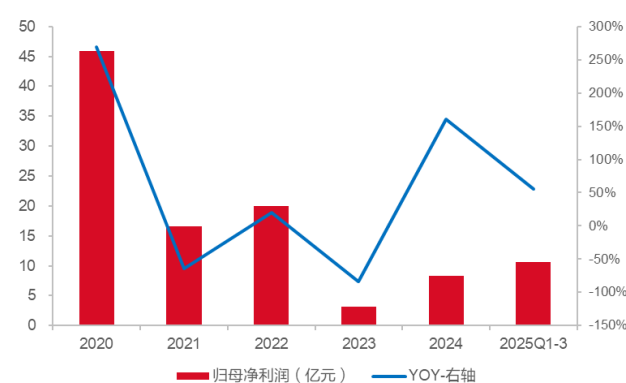
营收稳健增长，规模持续扩大。2020-2024 年公司营收规模从 350.61 亿元增长至 605.14 亿元，年复合增长率约 14.62%。公司成功度过了 2022 年因医疗业务退潮带来的增长平台期，并迅速找到了新的、更可持续的增长动力。2025 年前三季度，公司实现营业收入 496.16 亿元，同比+22.62%，继续呈现较高增长态势。

图2 金发科技营业收入情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图3 金发科技归母净利润情况

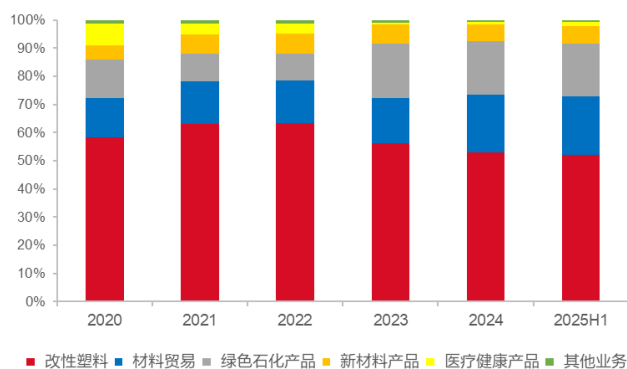


资料来源：同花顺，东海证券研究所

盈利波动较大，业绩走向正轨，凸显龙头韧性。公司的业绩经历了从疫情带来的利润奇点，到后疫情时代成本冲击下的回落，再到子公司危机导致的深度亏损，最终通过主业复苏实现扭亏为盈，充分展示了公司在面对极端外部环境时的挑战与韧性。2025 年前三季度，公司盈利进一步恢复，实现归母净利润 10.65 亿元，同比+55.86%。

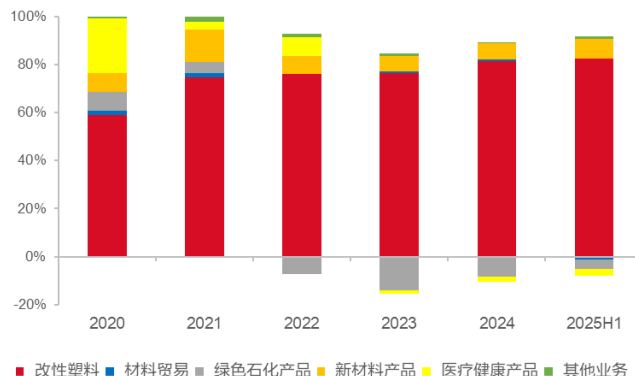
利润结构健康化，改性塑料夯实、新材料增长可期。当前的利润不再依赖偶发性的医疗产品，而是由车用材料、新能源材料、高端特种工程塑料等具有长期增长潜力的业务驱动，利润质量更高、更可持续。

图4 金发科技业务收入构成



资料来源：同花顺，东海证券研究所

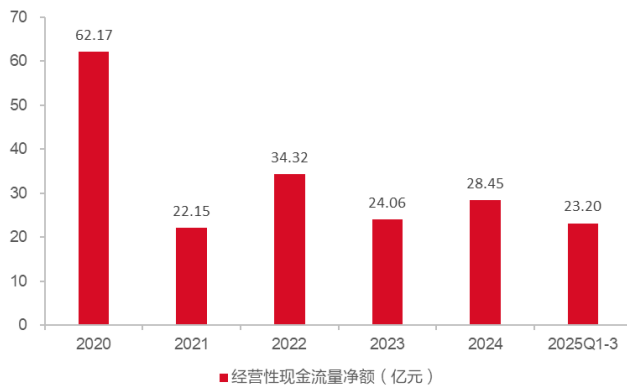
图5 金发科技业务毛利构成



资料来源：同花顺，东海证券研究所

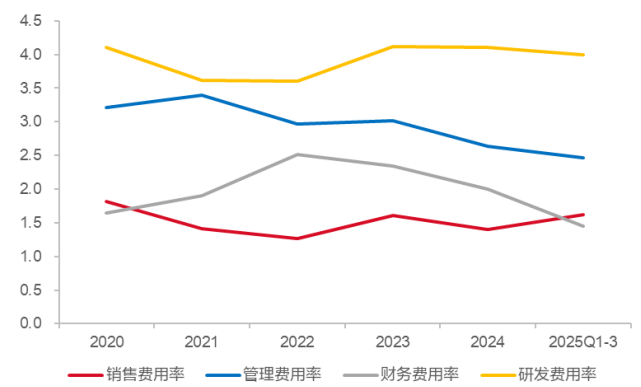
经营活动现金流净额修复，费用率稳中略降，持续研发投入。公司的经营活动现金流净额除 2020 年特殊情况外，近年逐步修复，2025 年前三季度实现 23.20 亿元，同比+58.21%。公司整体费用率稳中有降，但公司始终维持较高研发投入标准。2025 年前三季度公司研发投入达 19.86 亿元，同比增长 24.07%，研发费用率也始终保持在 4%左右的水平。

图6 金发科技经营活动现金流净额情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图7 金发科技费用率情况 (%)

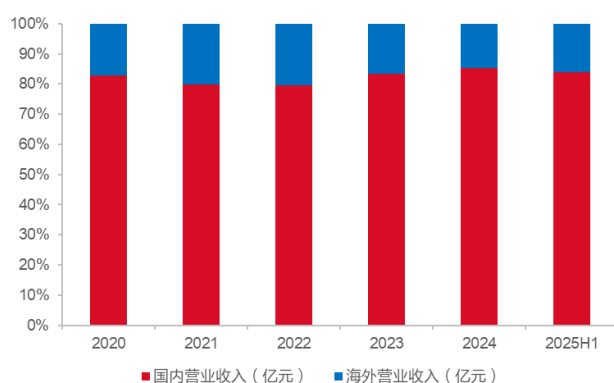


资料来源：同花顺，东海证券研究所

海外业务发展稳健，全球化脚步坚定，有望进一步承接欧洲退出市场。2025 年上半年，公司海外地区产成品销量达 16.1 万吨，同比增长 33.17%；海外收入达 50.58 亿元，同比增长 21.03%，海外市场销售增长态势较好。目前，公司在已完成印度、美国、德国、马来西亚基地的基础上，相继建成越南、西班牙、印尼基地，并正积极推进波兰、墨西哥、南非等海外基地建设，力争未来实现海外市场营收占比突破 30%的战略目标。

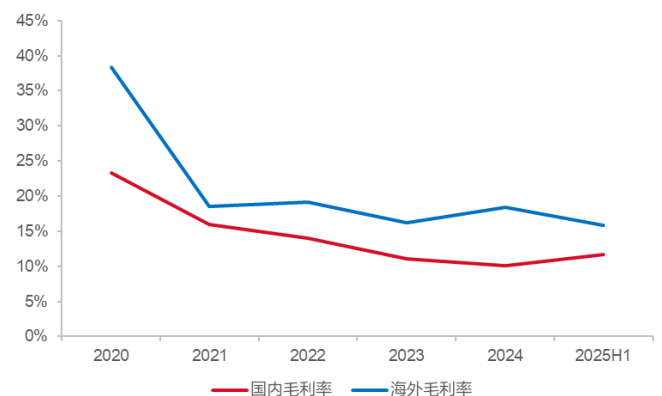
据欧洲塑料协会数据，2023 年欧洲塑料总产量急剧下滑，2024 年仅现小幅回升。该地区全球塑料产量份额已降至约 12%，远低于 2006 年的 22%，突显出在亚洲（尤其中国驱动下）大幅扩张生产规模之际，欧洲市场地位急剧萎缩。我们认为，公司作为国内改性塑料龙头，竞争优势显著，有望未来随着更多海外新基地产能释放，在全球市场份额与技术话语权进一步提升。

图8 金发科技海内外销售占比情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图9 金发科技海内外业务毛利率情况

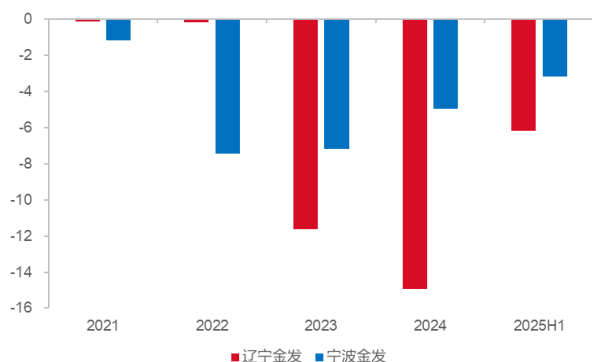


资料来源：同花顺，东海证券研究所

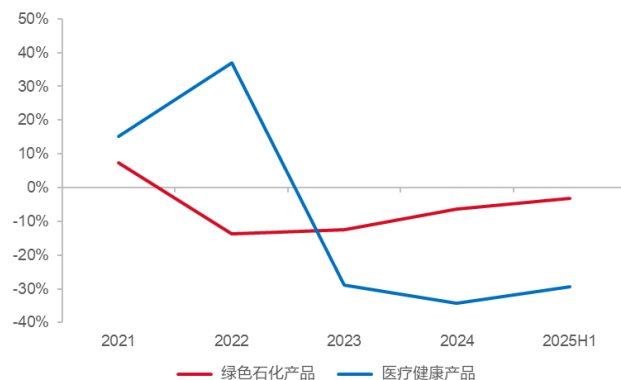
绿色石化亏损收窄，医疗健康业务放量，后续利润修复空间较大。公司 2019 年、2021 年相继收购宁波海越和宝来新材料，更名为宁波金发和辽宁金发，共配备 80 万吨 PP、60 万吨 ABS 生产装置。截至 2025 年半年报，公司子公司宁波金发年产 15 万吨 PP 改性一体化项目正在加速推进，预计 2025 年底将逐步建成投产；同时，辽宁金发年产 20 万吨改性 ABS 一体化项目已实现部分产能投产，剩余产能建设也在稳步推进。公司通过“合成改性一

体化”布局，整合树脂合成与材料改性环节，有效缩短了生产流程，在提升产品稳定性的同时降低生产成本，进一步增强公司绿色石化板块及改性塑料板块的市场竞争力。2024 年中旬，公司发布《关于放弃盘锦金发高分子材料有限公司股权优先购买权暨关联交易的公告》，公司通过降低对辽宁金发穿透股权比例（从 72.66% 降至 43.14%）等资本运作方式减少其亏损对上市公司净利润的影响。

公司医疗业务主要是口罩、丁腈手套等产品，2025 年前三季度公司已实现同比减亏，这主要得益于公司对手套设备进行技改后，带来生产效率提升以及单位能耗、物耗的下降。公司后续将继续推动降本增效，扩大海外市场，开发差异化产品，改善医疗业务业绩。

图10 辽宁金发和宁波金发净利润变动（亿元）


资料来源：同花顺，东海证券研究所

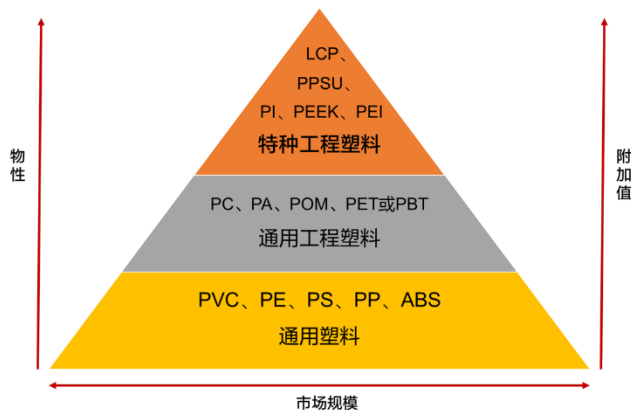
图11 金发科技绿色石化和医疗板块毛利率情况


资料来源：同花顺，东海证券研究所

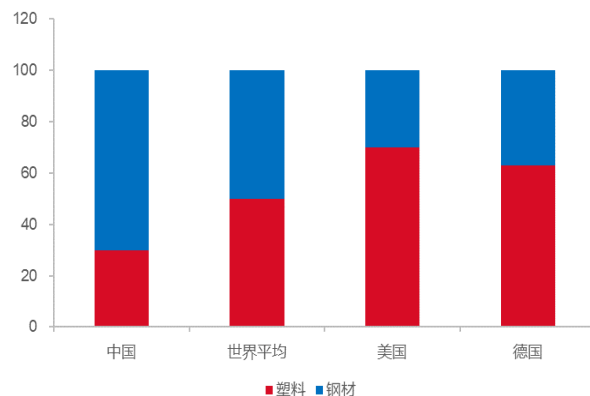
2.全产业链一体化构筑改性塑料龙头优势

塑料可细分为通用塑料、通用工程塑料、特种工程塑料三类。改性塑料，是指在通用塑料、工程塑料或特种工程塑料的基础上，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。

以塑代钢大势所趋，我国塑钢比仍低。部件的经济合理化是工业发展重要趋势，在汽车，工业设备，电子电器等领域，通过以塑代钢的设计，降低总成本的同时，增加终端设备的可靠性和更灵活的设计性。衡量一个国家塑料工业发展水平的重要指标——塑钢比，我国仅为30:70，不及世界平均的50:50，更远不及发达国家如美国的70:30和德国的63:37。

图12 塑料分类


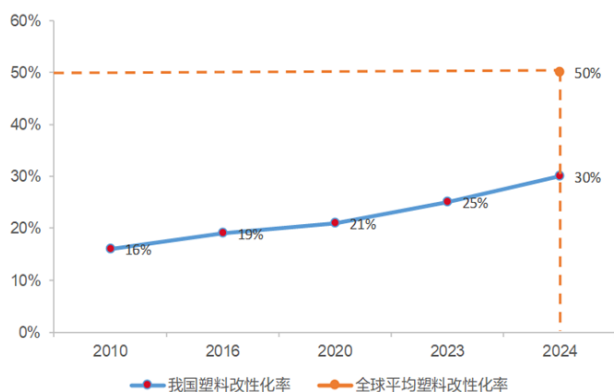
资料来源：《高分子材料》钱立军，东海证券研究所

图13 国内外以塑代钢现状（单位：百分比）


资料来源：聚石化学，东海证券研究所

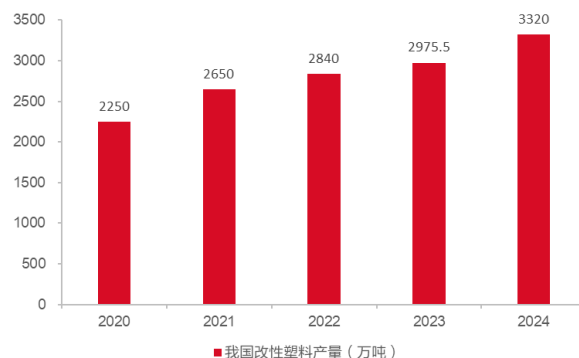
我国塑料改性化率低于全球平均水平，市场空间大。2023 年中国改性塑料市场规模达人民币 3107 亿元，同比增长 6.44%，占全球市场份额的 28%。预计到 2025 年，市场规模将突破人民币 4000 亿元，年均复合增长率保持在 8%-10%。截至 2024 年，中国改性塑料产量达 3320 万吨，同比增长 11.6%。改性化率(改性塑料产量/塑料总产量)作为行业成熟度指标，2024 年中国为近 30%，显著低于全球 50%的水平，未来国产替代和技术升级空间大。

图14 我国塑料改性化率低于全球平均水平



资料来源：前瞻产业研究院，东海证券研究所

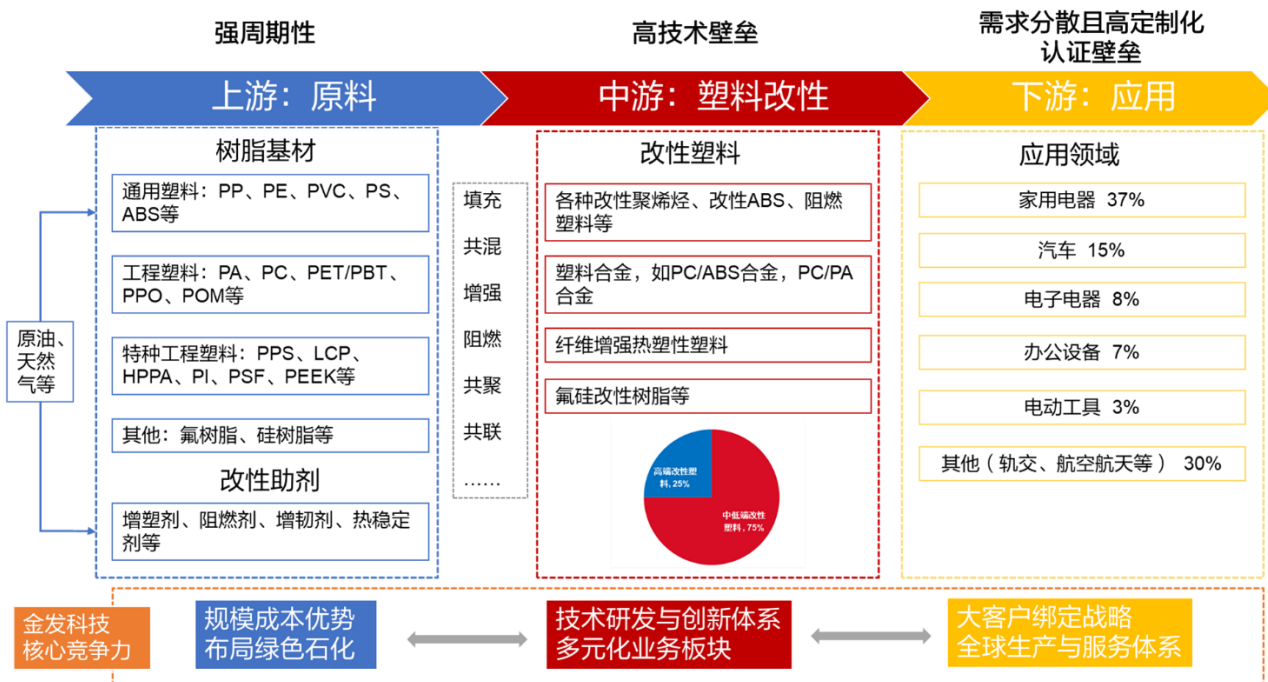
图15 我国近年改性塑料产量



资料来源：中商产业研究院，东海证券研究所

改性塑料产业链上游涉及基础原料(原油、天然气、煤炭等)与单体生产(乙烯、丙烯、苯乙烯等)，此环节是资本和技术密集型，受国际能源价格和地缘政治影响较大，呈现强周期性。中游便是树脂合成与改性塑料制造，改性塑料是典型的“配方驱动”行业，技术研发和客户认证是核心。下游可应用于电器、消费电子、汽车等领域，不同应用领域对材料性能要求千差万别，需要深度定制开发，部分高端应用领域更是需要较长的验证周期，客户粘性较高。

图16 公司核心竞争力贯穿改性塑料产业链

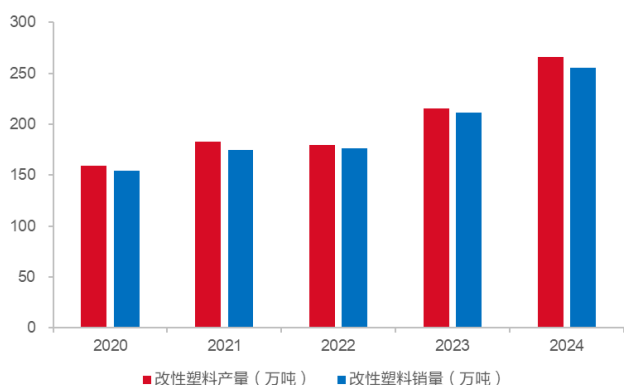


资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

改性塑料作为公司的传统优势板块，2020年以来营收占比均超过50%，基本盘稳固且仍在扩张。公司紧抓下游新能源车及家电“以旧换新”等宏观需求增长机会，2025年前三季度公司改性塑料销量达209.08万吨，同比增长18.16%；贡献收入256.04亿元，占到公司总营收的52%，同比增长14.39%。

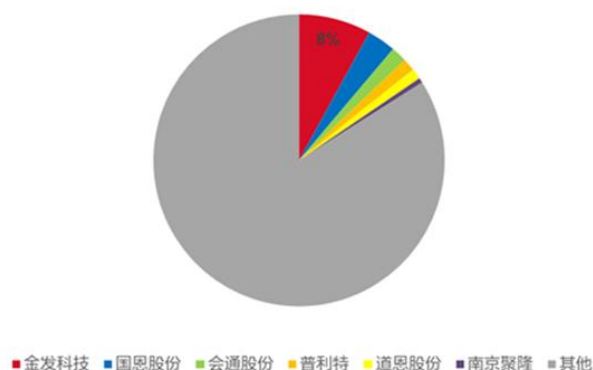
公司改性塑料龙头优势稳固，得益于以下核心竞争力：（一）产能规模与成本优势。目前国内改性塑料企业总数超过3000家，但年产能超过3000吨的企业仅70余家，产能超万吨的规模内资企业较少。截至目前，金发科技改性塑料总产能达到372万吨/年，其中国内产能约335万吨，海外产能约37万吨，2024年产销量稳居行业首位，以产量计算2024年其市占率达8%。

图17 金发科技改性塑料近年产销量



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图18 金发科技改性塑料2024年市占率

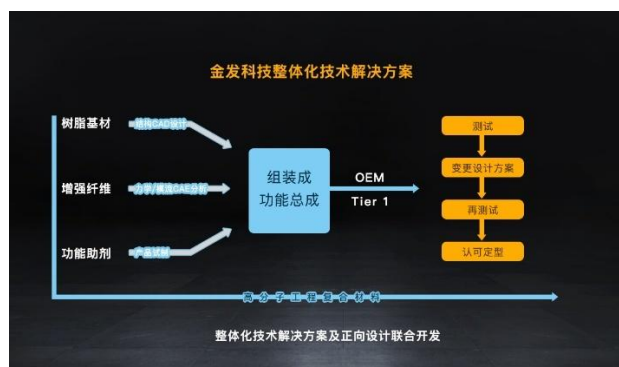


资料来源：同花顺，东海证券研究所

（二）技术研发与创新体系。公司秉承“自主创新、技术领先、产品卓越”的研发理念，打造“13551”研发体系（1个中央研究院、3个国际研发中心、5个分技术中心、5个化工新材料孵化基地和1个国家产业创新中心）。截至2024年末，公司累计申请国内外专利共计6813件，其中包含4966件发明专利，829件实用新型，37件外观设计，638件PCT，343件国外专利，已获得的各类专利数量在国内制造业企业中处于顶尖水平。

（三）全面的产品矩阵与一体化解决方案能力。得益于公司“量产一代、开发一代、储备一代”的研发机制，公司在传统改性塑料业务之外，布局环保高性能再生塑料、完全生物降解塑料、特种工程塑料、碳纤维及复合材料等多元化业务，不同业务板块之间产生协同效应，为客户提供一站式服务模式。

图19 金发科技一体化解决方案



资料来源：金发科技官网，东海证券研究所

图20 金发科技生产和研发基地布局图



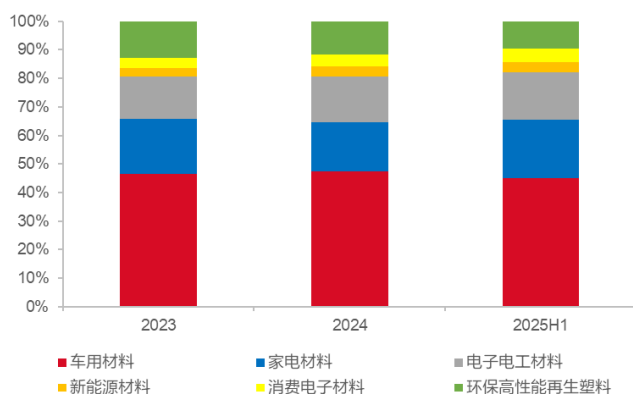
资料来源：金发科技官网，东海证券研究所

（四）深厚的客户关系与全球化布局。公司采取大客户绑定战略，与汽车领域、家电领域、电子领域等国内外顶级制造商建立了良好的战略合作关系。进入其供应链需要较长的认证周期，一旦进入则具有粘性。公司在国内拥有多个生产基地，并在美国、德国、印度、马来西亚等地设立了子公司和生产基地，能够快速响应全球客户的本地化需求，提供贴身的技术服务。

（五）进入上游原料聚合领域，保障一定原料供应和定制化改性需求。公司已建成“丙烷-丙烯-聚丙烯树脂-改性聚丙烯”和“丙烷-丙烯-丙烯腈-ABS 树脂-改性 ABS”产业链。尽管近年石化板块亏损承压，但其仍具有正面战略意义。

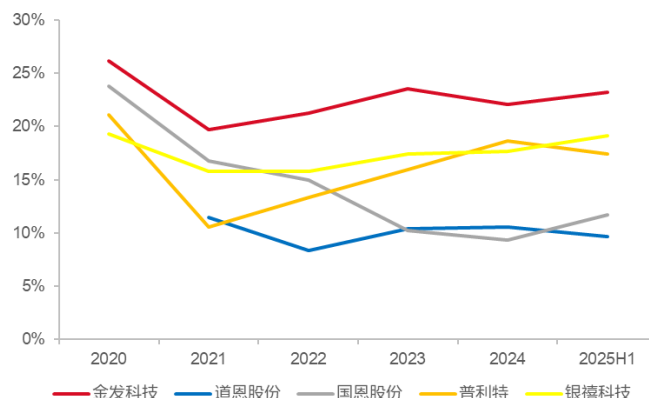
得益于公司打通上下游一体化产业链、提供材料解决方案的商业模式，其改性塑料毛利率稳定在 20% 上下，居于上市同行前列。

图21 金发科技改性塑料产品销量占比



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图22 金发科技与上市同行改性塑料毛利率比较



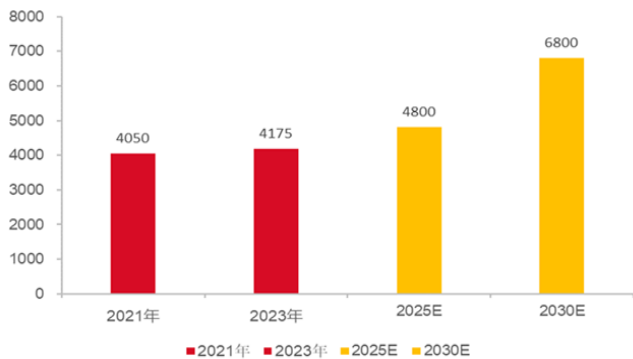
资料来源：同花顺，东海证券研究所

3. “国产替代” + “产业升级” 双轮驱动，新材料业务蓄势待发

“十五五”强调科技自立自强，化工新材料产业正迎来国产替代加速的发展机遇期。2025 年四中全会提出的“十五五”目标中，高质量发展位列首位，强调“质的有效提升和量的合理增长”，突出新质生产力引领、科技自立自强、产业体系现代化。国家发改委党组书记、主任郑栅洁表示，《建议》提出打造新兴支柱产业，加快新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业集群发展，这将催生出数个万亿级甚至更大规模的市场。

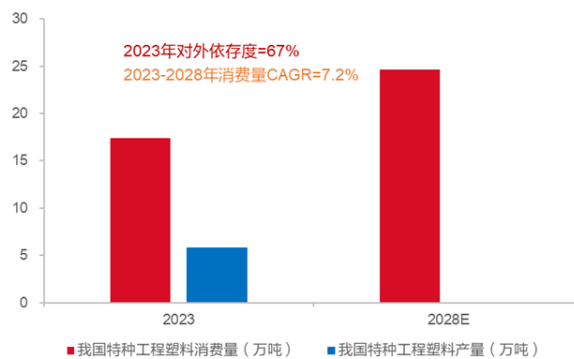
“十五五”来临，新材料与人工智能、大数据、生物技术将更加深度融合，研发范式加速变革（如 AI for Materials）。当前主要经济体纷纷强化战略布局，供应链安全与韧性成为焦点。我国进入高质量发展新阶段，战略性新兴产业（新一代信息技术、新能源、高端装备、生物医药等）和未来产业（量子信息、类脑智能、深海空天开发等）的蓬勃发展，对新材料的性能、可靠性、绿色化提出更高要求。2023 年，我国化工新材料消费量为 4175 万吨，预计至 2025 年和 2030 年将分别超过 4800 万吨和 6800 万吨，2023~2030 年期间年均复合增长率维持在 7% 以上。

图23 我国化工新材料消费量预测（万吨）



资料来源：中国石化新闻网，东海证券研究所

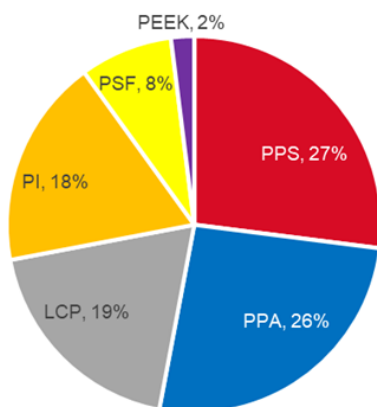
图24 我国特种工程塑料国产化需求仍有较大增长空间



资料来源：CNCIC，东海证券研究所

我国特种工程塑料国产化需求仍有较大增长空间。我国特种工程塑料起步较晚，与国外领先企业(塞拉尼斯、宝理、住友、索尔维)相比差异较大，产业总体处于发展初期，2023年，中国6类主要的特种工程塑料总消费量约为17.4万吨。对比8.5万吨的产量，中国特种工程塑料消费市场仍严重依赖进口。依靠新能源汽车、电子电器、医疗器械、航空航天等高速发展领域驱动，中国特种工程塑料的市场需求仍将保持高速增长，2023-2028年年复合增速约为7.2%，2028年消费量将达24.6万吨。

图25 我国特种工程塑料消费种类占比



资料来源：CNCIC，东海证券研究所

图26 国内外主要企业特种工程塑料业务布局

企业	聚苯硫醚PPS	砜聚合物PSF	聚醚醚酮PEEK	液晶聚合物LCP	特种尼龙PPA	聚酰亚胺PI
国外主要企业						
帝斯曼	✓	✓	✓	✓		
索尔维	✓	✓	✓	✓	✓	✓
塞拉尼斯	✓		✓			
巴斯夫	✓	✓			✓	
威格斯		✓				✓
三美化学				✓		
东丽	✓		✓		✓	
国内主要企业						
沃特股份		✓	✓	✓	✓	
金发科技		✓	✓	✓	✓	
新和成	✓				✓	
中研股份			✓			
德众泰				✓	✓	
鹏孚隆		✓	✓			
普利特				✓		
瑞华泰						✓

资料来源：CNCIC，东海证券研究所

目前，金发科技的特种工程塑料产能3.9万吨/年，后续产能储备充足。截至2025年三季度，公司特种工程塑料产能涵盖高温PA2.1万吨/年、LCP1.1万吨/年、PPSU0.66万吨/年。后续仍有1万吨/年LCP合成树脂项目待投产，4万吨/年特种聚酰胺项目中首期8000吨/年预计于2026年一季度投产。千吨级聚酰亚胺项目机电安装进行中，计划于2025年底投产；5万吨/年特种工程塑料共混改性工厂已开始土建，其中，首期1.5万吨/年产能计划于2026年第二季度投产。

表2 金发科技特种工程塑料产能情况（截至2025年三季度）

产品	现有产能	在建产能	预计投产时间
高温 PA	2.1 万吨/年		
LCP	1.1 万吨/年	1 万吨/年	待定
PPSU	0.66 万吨/年		
特种聚酰胺		4 万吨/年	首期 8000 吨/年产能计划 2026 年一季度投产
聚酰亚胺 PI		千吨级	2025 年底

特种工程塑料共混改性

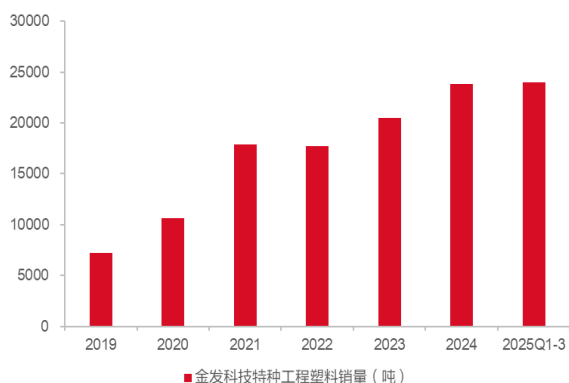
5 万吨/年

首期 1.5 万吨/年产能计划 2026 年二季度投产

资料来源：公司公告，东海证券研究所

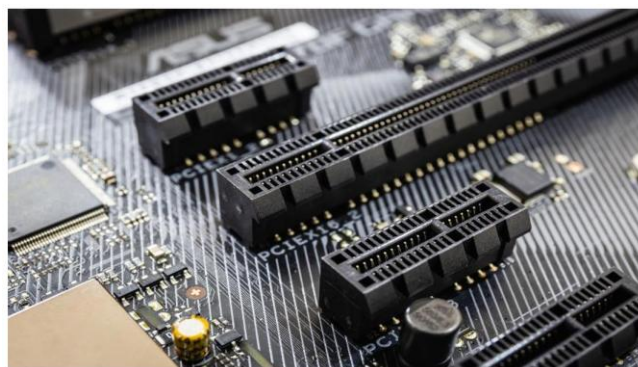
公司特种工程塑料业务放量，进入新能源、机器人、AI 服务器等当红赛道。2025 年前三季度，公司实现特种工程塑料销量 24000 吨，同比+54%。据公司 2025 年度半年报，公司研发了耐电子氟化液无卤阻燃半芳香聚酰胺，广泛应用于浸没式冷却服务器用存储连接器，实现 12800MT/s 高速数据传输；研发了新一代低介电常数、低介电损耗 LCP，大批量应用于 AI 服务器用高速连接器，传输速率高达 224Gbps，树立了新一代信息技术行业标杆。公司研发的超耐温、耐疲劳、耐磨 PPA 和 PEEK 材料，解决了具身智能机器人和机器狗的关键零部件长期使用性的问题，在行业获得广泛应用。根据公司 2025 年半年度业绩说明会记录表，公司表示通过金石成长基金间接持股宇树科技，穿透持股 0.32%。

图27 金发科技特种工程塑料近年销量情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

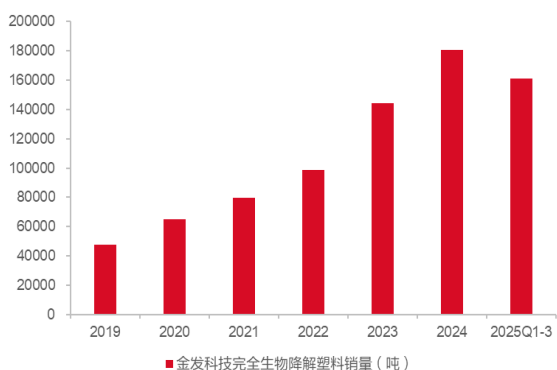
图28 公司特种工程塑料在高速连接器上的应用场景图



资料来源：公司公告，东海证券研究所

生物降解塑料市场短期面临挑战，但充满潜力。全球生物降解塑料市场规模预计在 130 亿美元左右，且在环保政策和技术创新的推动下，年复合增长率保持在 10%~15% 之间。其可降解的核心优势，精准契合全球碳中和战略与消费者对可持续产品的消费需求。然而，生产成本相对较高，在某些应用中性能不及传统塑料，以及市场对生物降解塑料的认知度和接受度是其市场持续增长的制约因素。

图29 金发科技完全生物降解塑料近年销量情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图30 公司生物降解塑料、生物基材料的应用领域图



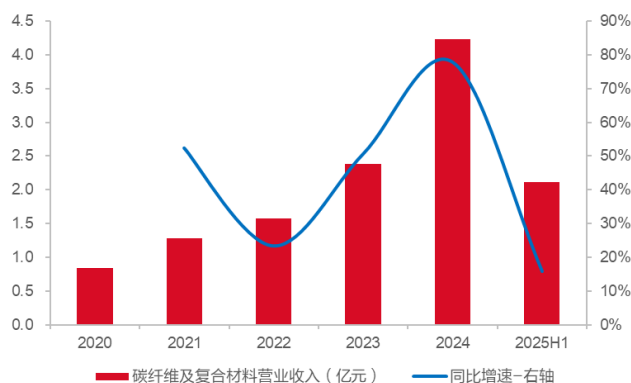
资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司通过产品创新突破高端应用瓶颈，构建全产业链合成生物学平台，提升产能利用率。公司目前有完全生物降解塑料设计产能 33 万吨/年，2025 年前三季度实现销售量 16.13 万

吨，同比+27%。公司开发出包括高速加工可降解膜袋材料、高精度高速度 3D 打印材料，以及食品级纸淋膜材料等在内的多款高性能生物塑料产品，突破生物基材料在工业级增材制造、食品包装阻隔涂层等高端制造领域的应用瓶颈，推动产业升级，进一步巩固了行业技术领导地位。公司通过合成生物技术创新构建了“生物基单体-聚酯-改性材料”全产业链体系，突破核心生物基原料规模化，实现年产 5 万吨生物基丁二酸稳定生产，年产 1 万吨生物基 BDO 成功投产，产品纯度居国内领先水平。基于自产生物基单体开发出 Bio-PBST、Bio-PBS 及其合金产品系列，实现了产业链的可持续发展与价值提升。

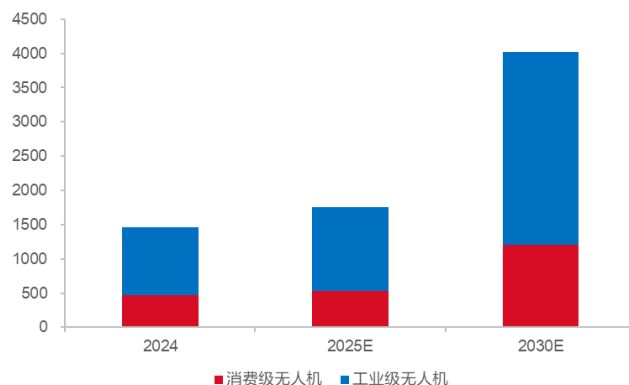
高性能碳纤维及复合材料受益多领域轻量化要求，尤其低空经济带来增量：碳纤维复合材料在航空领域被广泛应用于飞机的机身/机翼结构、连接件和细部构件，目前碳纤维复合材料在波音 787 和空客 A350 中的用量占比已经达到 50% 以上，在我国国产客机 C919 的占比则约为 12%。随着低空经济（如 eVTOL 电动垂直起降飞行器、物流无人机）的爆发，碳纤维复合材料的需求又被进一步提振。eVTOL 飞行器作为低空经济的核心产品，其碳纤维复合材料使用量占比达 75% 以上。单台 eVTOL 飞行器对碳纤维的需求量在 100 公斤~400 公斤之间。

图31 金发科技碳纤维及复合材料近年营收情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图32 中国民用无人机市场规模预测（亿元）



资料来源：中商情报网，东海证券研究所

公司的碳纤维复合材料业务持续增长，技术突破带动更多高端领域应用。公司目前有碳纤维及复合材料产能 5.2 万吨/年。2025 年上半年实现营业收入 2.11 亿元，同比增长 15.93%。公司自主开发了多种功能型热塑性连续纤维增强复合材料，攻克了材料在极端环境下的外观质量、耐候性及耐热性等长期服役难题，并突破异型件高效成型加工技术瓶颈，实现高端制造领域的产业化应用。依托技术、材料与工艺创新，公司在新能源汽车、低空经济、物流运输、5G 通信等新兴领域成功开拓了多项首创性应用方案。公司将积极拓展复合材料在新能源汽车动力电池周边及双极板、无人机等行业的应用研究，持续打造蜂窝板、钢塑复合板、内衬板等拳头产品，加大制程自动化投入，提高生产效率和产品品质，不断提升产品盈利能力。

4.盈利预测与估值

业务拆分及重要假设：

- 1) 改性塑料板块：作为公司稳固的基本盘，公司一体化优势贯穿产业链，预计未来随着海外产能释放，改性塑料销量稳步增长；考虑到海外毛利率较国内毛利率高，整体协同效应下板块成本优势或更加显著，假设 2025 年-2027 年改性塑料毛利率分别为 23.22%/24%/25%。

- 2) 新材料板块：作为公司的重要成长亮点业务，公司新材料增量主要在特种工程塑料的后续新产能放量和完全降解塑料的产能利用率提升；考虑到公司未来的特种工程塑料面向高端应用领域，且下游国产替代和技术更新需求旺盛，公司技术和服务优势显著，产业链融入具有基础，或更具有话语权，假设 2025-2027 年新材料板块毛利率分别为 20%/22%/23%。
- 3) 绿色石化板块：尽管近年石化板块因周期承压，拖累整体业绩，但其打通了主要上游领域，后续仍具有协同战略意义。且公司近年通过资本运作方式降低受损程度，并通过技改提升效率降低成本，后续石化业务有望随着化工大周期复苏，从而真正发挥更好的协同价值。考虑到近年石化板块业务减亏情况，假设 2025-2027 年绿色石化板块毛利率分别为-4%/-2%/0.03%。
- 4) 医疗健康板块：医疗健康板块近年在公司开拓海外市场、提高产品质量的努力下，产品销量有所增长，从而摊薄了成本；预计公司仍将提高产能利用率，降本增效，逐步减亏。

表3 金发科技营收拆分与预测

		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入合计		40412.33	47940.59	60514.24	67315.05	73890.84	77757.48
	yoy		18.63%	26.23%	11.24%	9.77%	5.23%
营业成本合计		34269.38	42186.17	53668.37	58843.80	63694.04	66095.25
	毛利率	15.20%	12.00%	11.31%	12.58%	13.80%	15.00%
改性塑料	销售收入	25646.99	26966.11	32074.91	35850.13	39790.06	42034.22
	毛利率	21.25%	23.51%	22.07%	23.22%	24.00%	25.00%
材料贸易	销售收入	6116.97	7647.02	12370.96	13608.05	14288.46	14574.22
	毛利率	0.29%	0.64%	0.41%	0.50%	0.50%	0.50%
绿色石化产品	销售收入	3780.43	9350.66	11436.08	12268.63	13204.72	13905.90
	毛利率	-13.69%	-12.44%	-6.36%	-4.00%	-2.00%	0.03%
新材料产品	销售收入	2902.56	3157.03	3653.65	4242.61	5147.14	5679.35
	毛利率	18.30%	17.24%	15.83%	20.00%	22.00%	23.00%
医疗健康产品	销售收入	1494.59	384.61	562.93	929.91	1044.75	1148.08
	毛利率	36.89%	-28.81%	-34.22%	-30.00%	-28.00%	-20.00%

资料来源：同花顺，东海证券研究所

相对估值：我们选取同为申万基础化工三级子板块，且主业涉及改性塑料或特种塑料的公司：国恩股份、道恩股份、普利特、沃特股份、银禧股份，作为可比上市公司。截至 2025 年 11 月 19 日，可比公司 2025 年和 2026 年平均 PE 分别为 44.74 倍、30.10 倍。

表4 可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	归母净利润（百万元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002768.SZ	国恩股份	151.57	847.71	1060.57	1298.86	17.88	14.29	11.67
002324.SZ	普利特	149.72	522.42	627.17	711.33	28.66	23.87	21.05
002838.SZ	道恩股份	105.10	198.336	306.976	461.716	52.99	34.24	22.76
002886.SZ	沃特股份	51.32	60	122	196	85.54	42.07	26.19
300221.SZ	银禧科技	43.25	112	120	127	38.62	36.04	34.06
	平均值					44.74	30.10	23.15
600143.SH	金发科技	495.68	1415.70	1738.89	2236.95	35.01	28.51	22.16

资料来源：同花顺，东海证券研究所，数据截至 2025 年 11 月 19 日（除金发科技，其他公司均采用同花顺一致预期）

公司改性塑料一体化竞争优势稳固，高端材料持续放量，深度绑定新兴产业链；海外市场持续渗透，内部经营提质增效。预计公司 2025 年-2027 年 EPS 分别为 0.54、0.66、0.85 元，对应 2025 年 11 月 19 日收盘价 PE 分别为 35.01、28.51、22.16 倍。我们认为公司正处在从“大而全”的改性塑料龙头，向“高精尖”的化工新材料平台转型的关键时期，有望在科技浪潮下验证长期成长逻辑，给予“买入”评级。

5.风险提示

- 1) 需求疲软风险：业绩受下游汽车、家电等行业景气度影响，若需求不及预期将直接冲击公司盈利；
- 2) 产能释放不及预期风险：新项目投产进度存在不确定性，若产能释放延迟，将影响公司业绩增长预期；
- 3) 子公司减亏不及预期风险：旗下辽宁与宁波子公司持续亏损，若减亏措施效果不佳，将持续拖累整体业绩；
- 4) 成本波动风险：原材料及原油价格波动剧烈，若公司未能有效应对，将直接挤压产品利润空间；
- 5) 海外贸易环境变化风险：公司海外业务占有一定比重，业绩易受国际贸易政策变化及汇率波动的影响。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3539.66	4712.05	5172.36	5443.02
应收票据及账款	10421.51	13862.61	15216.80	16013.08
预付账款	647.38	673.96	739.80	778.52
其他应收款	231.82	422.73	464.02	488.30
存货	7410.69	8692.73	9409.23	9763.95
其他流动资产	1655.83	2278.40	2497.52	2626.37
流动资产总计	23906.88	30642.48	33499.74	35113.25
长期股权投资	809.46	835.82	862.18	888.54
固定资产	21268.67	25166.71	25374.22	25574.84
在建工程	7257.63	3319.21	3669.21	2419.21
无形资产	3516.52	3721.15	3919.79	4112.43
长期待摊费用	580.50	533.75	468.66	395.25
其他非流动资产	4459.08	5115.80	4560.02	4004.24
非流动资产合计	37891.85	38692.45	38854.09	37394.52
资产总计	61798.73	69334.93	72353.83	72507.77
短期借款	6592.43	6664.70	7242.09	5531.64
应付票据及账款	9454.74	11811.12	12784.66	13266.63
其他流动负债	5317.89	10306.51	11172.96	11612.11
流动负债合计	21365.06	28782.32	31199.71	30410.38
长期借款	18561.17	18561.17	18561.17	18561.17
其他非流动负债	1256.72	1256.72	1256.72	1256.72
非流动负债合计	19817.89	19817.89	19817.89	19817.89
负债合计	41182.95	48600.21	51017.60	50228.27
股本	2636.61	2636.61	2636.61	2636.61
资本公积	4700.13	4700.13	4700.13	4700.13
留存收益	10625.10	11350.77	12242.10	13388.72
归属母公司权益	17961.84	18687.51	19578.84	20725.46
少数股东权益	2653.94	2047.21	1757.39	1554.04
股东权益合计	20615.78	20734.72	21336.23	22279.50
负债和股东权益合计	61798.73	69334.93	72353.83	72507.77

现金流量表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	238.71	567.66	1207.77	1792.28
折旧与摊销	2311.73	2298.26	2414.72	2535.93
财务费用	1210.59	1032.59	1043.86	1017.94
其他经营资金	424.90	456.11	468.62	468.62
经营性现金净流量	2845.27	6083.78	4525.37	5340.41
投资性现金净流量	-2305.53	-3261.03	-2751.03	-1251.03
筹资性现金净流量	-240.10	-1650.35	-1314.03	-3818.71
现金流量净额	253.94	1172.39	460.31	270.66

利润表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	60514.24	67315.05	73890.84	77757.48
营业成本	53668.37	58843.80	63694.04	66095.25
营业税金及附加	267.31	317.26	348.25	366.47
销售费用	848.25	962.03	1056.01	1111.27
管理费用	1596.36	1775.76	1949.23	2051.23
研发费用	2489.84	2769.66	3040.22	3199.31
财务费用	1210.59	1032.59	1043.86	1017.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	72.93	52.64	52.64	52.64
公允价值变动损益	4.54	0.00	0.00	0.00
营业利润	493.37	1594.71	2837.81	3972.94
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	463.57	1571.03	2814.13	3949.26
所得税	224.86	762.06	1365.05	1915.67
净利润	238.71	808.97	1449.08	2033.59
少数股东损益	-585.92	-606.73	-289.82	-203.36
归属母公司股东净利润	824.62	1415.70	1738.89	2236.95
EBITDA	3985.89	4901.88	6272.71	7503.13
NPOLAT	785.10	1364.36	2010.27	2581.43
EPS(元)	0.31	0.54	0.66	0.85

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	26.23%	11.24%	9.77%	5.23%
EBIT增长率	30.44%	55.52%	48.18%	28.75%
EBITDA增长率	13.97%	22.98%	27.97%	19.62%
归母净利润增长率	160.36%	71.68%	22.83%	28.64%
盈利能力				
毛利率	11.31%	12.58%	13.80%	15.00%
净利率	0.39%	1.20%	1.96%	2.62%
ROE	4.59%	7.58%	8.88%	10.79%
ROA	1.33%	2.04%	2.40%	3.09%
ROIC	1.97%	3.00%	4.41%	5.52%
估值倍数				
P/E	60.11	35.01	28.51	22.16
P/S	0.82	0.74	0.67	0.64
P/B	2.76	2.65	2.53	2.39
股息率	0.52%	1.39%	1.71%	2.20%
EV/EBIT	30.01	29.38	19.90	15.07
EV/EBITDA	12.60	15.60	12.24	9.98
EV/NOPLAT	63.99	56.07	38.19	29.00

资料来源：同花顺，东海证券研究所

数据截至 2025 年 11 月 19 日收盘

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089