

2026年05月26日

新恒泰 (920028.BJ)

——功能性高分子发泡材料“小巨人”，超临界流体发泡技术拓展航空航天、半导体等领域

投资评级：买入（首次）

投资要点：

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

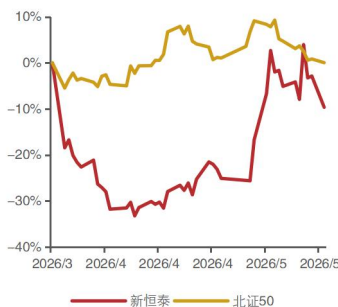
万泉

SAC: S1350524100001

wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年05月25日

收盘价(元)	20.51
一年内最高/最低(元)	25.33/15.15
总市值(百万元)	3,371.02
流通市值(百万元)	1,332.32
总股本(百万股)	164.36
资产负债率(%)	25.84
每股净资产(元/股)	6.90

资料来源：聚源数据

➤ **专注于功能性高分子发泡材料产品，2026Q1 营收同比增长 11.81%**。公司专注于功能性高分子发泡材料的研发、制造和销售，经过十余年的发展，现已成为国内知名的具备多种发泡材料规模化生产能力的供应商。公司主要产品包括化学交联聚乙烯发泡材料（PE Foam）、电子辐照交联聚乙烯发泡材料（IXPE）、聚丙烯微孔发泡材料（MPP），也包括聚氨酯微孔发泡材料、非发泡 PVC 耐磨层等。在建筑装饰领域，公司的产品被应用在爱丽家居、海象新材、财纳福诺等知名地板制造商的产品中；在新能源电池和通信领域，公司的产品被应用在宁德时代、比亚迪、欣旺达、上汽集团、华为等知名品牌的产品中。公司采取直销客户为主、贸易商客户为辅的销售模式。2023–2025 年公司对前五大客户合计销售收入占比从 20%微降至 17%，2025 年贝美家居为第一大客户。2025 年，公司实现营业收入 8.36 亿元（yoy+7.94%）；实现归母净利润 11123 万元（yoy+21.21%）。2026Q1 公司实现营业收入 1.92 亿元（yoy+11.81%）、归母净利润 2209 万元（yoy+7.99%）。

➤ **2025 年高毛利率的 MPP 业务营收 yoy+57%实现放量，丰富的产品线和下游多应用领域奠定可持续发展根基。业务结构：**公司业务主要分为 PE Foam、IXPE、MPP 和 PVC 耐磨层四大类，2025 年四大业务分别实现营收 2.88 亿元（yoy-6%）、2.07 亿元（yoy+4%）、2.07 亿元（yoy+57%）和 6824 万元（yoy-5%），其中 MPP 业务收入高速增长主要系下游新能源电池领域和通信领域需求增长，叠加公司产能迅速扩充，产品销量实现大幅提升。**毛利率：**2025 年 PE Foam、IXPE、MPP 和 PVC 耐磨层四大业务毛利率分别为 15%（yoy-3pcts）、28%（yoy-6pcts）、46%（yoy+8pcts）和 5%。可以看出，公司高毛利率业务 MPP 营收占比在 2025 年实现较大提升。公司通过多年的研发和各个应用领域的技术积累，形成了一系列多产品、多应用领域的发泡材料高效制备技术，产品广泛应用于建筑装饰、新能源电池、通信、汽车内饰、运动用品、包装、鞋材、婴童用品、消费电子等众多领域。公司丰富的产品线和下游应用领域可充分降低少数下游行业波动的风险，拥有较高的市场潜力。

➤ **预计到 2030 年全球发泡聚丙烯（PP）市场规模将达 17 亿美元，新能源电池和 5G 通信为公司 MPP 产品下游重点发力领域。**公司产品类别众多，以聚烯烃发泡材料中的聚乙烯 PE 发泡材料、聚丙烯 PP 发泡材料为主。**聚乙烯（PE）：**根据 Technavio 的数据统计，2018 年至 2023 年，中国市场发泡聚乙烯材料复合增长率为 9.04%，2023 年我国聚乙烯泡沫塑料市场规模达 19.76 亿美元，且预计至 2028 年将达到 34.00 亿美元。公司 PE Foam 及 IXPE 产品均属于交联聚乙烯发泡材料，下游主要应用领域包括 PVC 塑料地板、汽车内饰材料、运动用品及婴幼儿用品和塑料包装材料。**聚丙烯（PP）：**根据 MMR 的统计，2023 年全球发泡聚丙烯市场规模达 11.25 亿美元，预计 2030 年将达到 17.25 亿美元。**中国方面，**根据中商产业研究院、华经产业研究院的统计数据，2023 年我国发泡聚丙烯市场规模约为 26.57 亿元，同比增长 10.71%。公司利用超临界流体作为发泡剂对聚丙烯进行发泡生产出聚丙烯微孔发泡材料（MPP），是一种绿色安全、成本低廉、性能优异的发泡方法，下游主要应用领域包括新能源电池缓冲垫和 5G 天线罩的制造。

➤ **紧跟新型发泡材料市场发展方向率先实现超临界流体发泡工程技术，高端鞋材领域 MTPU 产品有望开启新增长点。**2025 年公司研发支出达 3570 万元，占营业收入 4.27%；公司一直

致力于功能性高分子发泡材料技术的研究与开发，拥有经验丰富的技术研发团队，在发泡材料技术领域具备深厚的技术储备和丰富的开发经验。**MPP 材料开发：**公司是最早从事超临界流体发泡的研发生产企业之一，并率先实现超临界流体发泡工程化技术。**(1) 新能源电池领域：**公司采用新能源电池缓冲阻隔用聚丙烯发泡技术生产的 MPP 产品，阻燃、压缩缓冲性能优异，通过精密加工工艺，实现了最小 0.3mm 厚度、最小厚度公差 $\pm 0.1\text{mm}$ 的聚丙烯发泡片材生产制备，在新能源电池领域获得了广泛的应用。**(2) 5G 通信领域：**公司采用 5G 透波用聚丙烯发泡技术，实现了对 MPP 介电性能的调控（介电常数 ≤ 1.1 ，介电损耗 ≤ 0.01 ），并赋予材料优异的抗光氧化性能，开拓了相关产品在 5G 天线罩领域的应用。此外，值得注意的是，根据公司问询函回复信息，公司的新产品 MTPU 处于试制阶段，该产品通过对热塑性聚氨酯进行超临界流体的浸润饱和、快速泄压发泡、熟化工艺定型生产，可应用在高回弹减震鞋材领域，公司预计该类高端鞋材市场领域需求较大。公司拟进一步集中力量加快 MTPU 的试制进度，力争尽快量产，开拓新的利润增长点。

- **航空航天与半导体等前沿领域布局为 MPP 产品拓展打开远期空间。**根据公司问询函回复信息，在**航空航天和军工领域**，公司自主研发的新型 MPP 产品可应用于民用或军用机载天线的天线罩，为高空通信提供保障。2023 年以来，公司已与重庆两江卫星移动通信有限公司签订多项产品加工合同，提供 MPP 天线罩及相关产品。公司自 2023 年起实现 MPP 产品在航空航天领域订单的突破。2024 年 8 月，公司取得中央军委装备发展部颁发的《装备承制单位资格证书》，注册类别为军选民用装备承制单位，装备类别为聚丙烯微孔发泡片板材，为公司业务拓展至军工领域奠定了基础。在**半导体和液晶玻璃领域**，目前晶圆与液晶玻璃的缓冲包装主要使用木浆纸和防静电发泡材料，木浆纸主要采用日本生产的加拿大长纤维木浆纸，具有无尘无屑的特点，但是供应周期长，频繁出现中断。防静电发泡材料需要具有无析出特点，目前该项技术一直被国外垄断。公司将“液晶玻璃与晶圆用无析出防静电缓冲保护发泡材料”作为募投项目研发中心建设项目的研发课题之一，可制备电阻可控的无析出防静电发泡材料，力争实现该种材料的国产化替代。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.33/1.73/2.27 亿元，对应 PE 分别为 25/20/15 倍。公司可比公司包括祥源新材、润阳科技等。受益于新能源动力电池+储能电池双轮驱动快速放量，叠加 5G 天线罩等新场景拓展，公司 MPP 产品营收有望持续增长，募投产能顺利释放有望为业务发展提供保障。此外，MTPU 产品在高端鞋材场景的布局有望为公司带来新的利润增长点。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、主要原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	774	836	982	1,150	1,340
同比增长率（%）	13.98%	7.94%	17.55%	17.07%	16.55%
归母净利润（百万元）	92	111	133	173	227
同比增长率（%）	-9.11%	21.21%	19.14%	30.28%	31.72%
每股收益（元/股）	0.56	0.68	0.81	1.05	1.38
ROE（%）	13.80%	14.26%	10.20%	11.73%	13.39%
市盈率（P/E）	36.74	30.31	25.44	19.53	14.82

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	98	438	497	716
应收票据及账款	379	417	454	488
预付账款	6	7	8	9
其他应收款	3	4	4	5
存货	78	87	94	101
其他流动资产	8	9	11	12
流动资产总计	572	962	1,068	1,332
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	429	465	542	626
在建工程	39	173	186	83
无形资产	56	56	57	59
长期待摊费用	1	3	3	3
其他非流动资产	32	34	35	34
非流动资产合计	558	730	824	806
资产总计	1,130	1,692	1,892	2,139
短期借款	171	192	202	205
应付票据及账款	55	61	67	73
其他流动负债	81	100	114	129
流动负债合计	307	353	383	407
长期借款	20	18	15	10
其他非流动负债	22	22	22	22
非流动负债合计	42	41	37	32
负债合计	350	393	421	440
股本	123	164	164	164
资本公积	312	657	657	657
留存收益	345	478	650	878
归属母公司权益	780	1,299	1,471	1,699
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	780	1,299	1,471	1,699
负债和股东权益合计	1,130	1,692	1,892	2,139

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	111	122	164	218
折旧与摊销	47	54	65	75
财务费用	5	8	8	7
投资损失	0	1	0	0
营运资金变动	-45	-25	-27	-24
其他经营现金流	11	12	10	10
经营性现金净流量	129	172	220	287
投资性现金净流量	-46	-229	-161	-59
筹资性现金净流量	-62	397	0	-10
现金流量净额	22	340	59	219

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	836	982	1,150	1,340
营业成本	615	722	817	925
税金及附加	7	9	10	12
销售费用	13	14	17	20
管理费用	36	41	51	56
研发费用	36	39	48	56
财务费用	5	8	8	7
资产减值损失	-1	-2	-2	-2
信用减值损失	-8	-10	-12	-14
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	12	12	10	10
营业利润	125	150	195	257
营业外收入	2	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	126	150	196	258
所得税	15	18	23	30
净利润	111	133	173	227
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	111	133	173	227
EPS(元)	0.68	0.81	1.05	1.38

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	7.94%	17.55%	17.07%	16.55%
营业利润增长率	19.07%	20.09%	30.33%	31.67%
归母净利润增长率	21.21%	19.14%	30.28%	31.72%
经营现金流增长率	342.57%	32.87%	28.30%	30.46%
盈利能力				
毛利率	26.39%	26.55%	28.93%	30.99%
净利率	13.31%	13.49%	15.01%	16.96%
ROE	14.26%	10.20%	11.73%	13.39%
ROA	9.85%	7.83%	9.12%	10.63%
估值倍数				
P/E	30.31	25.44	19.53	14.82
P/S	4.03	3.43	2.93	2.51
P/B	4.32	2.60	2.29	1.98
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	20	15	12	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。