

2025 年 12 月 19 日

禾昌聚合(920089.BJ)

投资评级： 增持（首次）

——专注改性塑料粒子，“产能释放+PA 布局+东南亚拓展”点燃增长引擎

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 2025 年 12 月 18 日

收盘价(元)	19.60
一年内最高/最低(元)	23.20/11.01
总市值(百万元)	2,953.09
流通市值(百万元)	1,832.62
总股本(百万股)	150.67
资产负债率(%)	40.04
每股净资产(元/股)	8.19

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **“以塑代钢”、“以塑代木”趋势深入推进，中国已成为全球最大改性塑料市场。**改性塑料是以通用塑料和工程塑料为基材，通过添加改性助剂进行物理或化学改性，以增强或赋予其阻燃、抗冲、高韧性等性能的塑料制品。2020–2024 年，五大通用塑料（PP、PE、PVC、ABS、PS）合计产量达 9,560 万吨，初级形态塑料产量 12,752 万吨，塑料制品产量 7,708 万吨，年均复合增速分别为 6.8%、4.9%和 0.3%。相比之下，改性塑料产量年均复合增速高达 12.6%，远超上下游产业，凸显产业升级趋势。中国已成为全球最大改性塑料市场，需求量从 2021 年的 2,559 万吨增至 2024 年的 3,225 万吨，CAGR 达 8.0%；2024 年消费量同比增长 5.6%，增长动力源于“以旧换新”政策提振家电、汽车等传统需求，以及新能源汽车、低空飞行器、智能机器人等新兴领域应用拓展。行业集中度持续提升，利润向头部企业汇集。禾昌聚合可比同业包括金发科技、普利特、会通股份等。未来，5G 通信、物联网等技术发展将推动高端领域需求增长，促进行业创新与升级。
- **专注改性塑料粒子和塑料片材，覆盖汽车、家电等领域。**禾昌聚合专注改性高分子材料，产品涵盖 PP、ABS、PC/ABS、PA、LGF、PBT/PET 等系列，广泛应用于汽车、家电、新能源、电子电器等领域。公司掌握免喷涂、软触感、生物基纺织物、HCRP 循环材料等核心技术，推动材料低碳化与高端化。生产采用“以销定产”模式，销售采取直销。公司在 2024 年的前五大客户分别为浙江利民实业集团有限公司、乔路铭科技股份有限公司、江苏新泉汽车饰件股份有限公司、南京乐金熊猫电器有限公司、创维电器股份有限公司，客户集中度相对稳定。2025Q1–Q3 营收达 13.79 亿元(yoy+23.73%)、归母净利润 12,918 万元(yoy+41.87%)。
- **产能释放保障汽车领域增长曲线延续，东南亚布局丰富业务维度。**截至 2025 年 6 月末，公司及其全资子公司拥有授权专利 69 项（发明专利 16 项）及软件著作权 5 项。2024 年有 23 个在研项目，聚焦降低气味、VOC、提升耐热性等，支持产品在汽车和家电领域拓展，并在 2025 年设立子公司专注高附加值尼龙材料。公司目前产能近 20 万吨，拥有三个在建项目：母公司数字化工厂（预计 2025 年四季度投产）、宿迁禾昌（预计 2026 年末逐步完成产能释放，年产 3 万吨）、陕西项目（预计 2026 年下半年投产，年产 3 万吨）。海外市场方面，2025 年在新加坡设全资子公司，并计划通过新加坡子公司在泰国设立控股孙公司，以开拓东南亚市场。根据中汽协数据，新能源汽车产销快速增长（2025 年 1–6 月同比增超 40%），我国汽车整车改性塑料使用率（11%–13%）低于发达国家（19%–25%），预计 2026 年单车用量增至 210 千克；2024 年家电产量增长（如冰箱 yoy+8.3%），需求持续上升。下游行业高景气下，公司产能扩充有望推动业务增长。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润为 1.61、2.04 和 2.58 亿元，对应 PE 为 18.3、14.5、11.4 倍。公司可比公司包括金发科技、会通股份、普利特等，可比公司最新 2025 PE 均值为 28.5X。受益于“以塑代钢”及新能源车发展，禾昌聚合产能扩张、创新驱动与全球化布局协同发力，汽车轻量化与高附加值材料有望打开成长空间。我们看好公司未来发展潜力，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：主要原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险、核心技术配方泄露风险**

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,417	1,613	1,978	2,392	2,895
同比增长率 (%)	26.40%	13.84%	22.66%	20.91%	21.02%
归母净利润 (百万元)	116	121	161	204	258
同比增长率 (%)	26.81%	4.39%	33.36%	26.62%	26.48%
每股收益 (元/股)	0.77	0.80	1.07	1.36	1.71
ROE (%)	11.44%	10.79%	12.80%	14.22%	15.57%
市盈率 (P/E)	25.50	24.42	18.31	14.46	11.43

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润为 1.61、2.04 和 2.58 亿元，对应 PE 为 18.3、14.5、11.4 倍。公司可比公司包括金发科技、会通股份、普利特等，可比公司最新 2025 PE 均值为 28.5X。受益于“以塑代钢”及新能源车发展，禾昌聚合产能扩张、创新驱动与全球化布局协同发力，汽车轻量化与高附加值材料有望打开成长空间。我们看好公司未来发展潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

结合公司主营业务产能逐步释放以及下游行业高景气带来的积极预期，我们假设如下：

- （1）改性聚丙烯产品：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 +25%/+20%/+20%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 16.90/20.28/24.34 亿元；
- （2）其他改性塑料：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 +10%/+30%/+30%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 2.26/2.94/3.82 亿元；
- （3）塑料片材：预计收入稳定增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 +10%/+10%/+10%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 0.46/0.51/0.56 亿元。

投资逻辑要点

行业趋势：改性塑料行业受益于“以塑代钢”、“以塑代木”趋势深化，中国已成为全球最大市场，2021–2024 年消费量 CAGR 达 8.0%，2024 年同比增长 5.6%，主要受“以旧换新”政策提振家电、汽车需求，以及新能源车、低空飞行器等新兴领域应用扩张驱动。行业改性化率从 2011 年 16.3% 升至 2023 年 24.8%，但仍低于全球 50% 平均水平，集中度提升与高端化为长期增长引擎。

业务发展：禾昌聚合专注改性塑料粒子和片材生产，产品覆盖 PP、ABS、PC 等系列，应用于汽车和家电领域。2025H1 改性聚丙烯营收同比增 34.38% 至 7.66 亿元，毛利率稳定在 15.54%，客户包括吉利、小米汽车及 LG、创维等。研发优势支撑竞争力，截至 2025 年 6 月 30 日，拥有 69 项专利（含 16 项发明专利），并通过直销模式绑定浙江利民实业等大客户（2024 年前五大客户占比 37.65%）。

未来看点：（1）产能扩张是核心看点：现有产能近 20 万吨，宿迁禾昌（3 万吨）和陕西新禾润昌（3 万吨）项目或将于 2026 年投产，支撑汽车等业务增长。（2）创新驱动高附加值转型：23 项在研项目（如低气味材料）聚焦汽车轻量化与环保，并拓展消费电子领域；新设子公司禾帆嘉创专注高毛利改性 PA 材料。（3）全球化布局深化：设立泰国公司，强化东南亚市场渗透，丰富业务维度。

核心风险提示

主要原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险、核心技术配方泄露风险

目录

1. “以塑代钢”、“以塑代木”趋势深入推进，中国已成为全球最大改性塑料市场	6
1.1. 概念：改性塑料以通用塑料和工程塑料为基材，广泛应用于汽车、家电等领域	6
1.2. 现状：“以旧换新”政策提振需求，2024 年中国改性塑料消费量 yoy+5.6%	7
1.3. 格局：中国改性塑料行业集中度正持续提升，金发科技、国恩股份等为行业龙头 ..	9
2. 深耕改性高分子材料，覆盖汽车、家电等领域	11
2.1. 业务：专注改性塑料粒子和塑料片材，2025H1 改性聚丙烯营收 yoy+34%	11
2.2. 模式：供货浙江利民实业等汽车领域客户以及乐金熊猫等家电领域客户	14
2.3. 财务：2025Q1-Q3 营收 13.79 亿元、归母净利润 12,918 万元（yoy+42%）	15
3. 产能释放保障汽车领域增长曲线延续，东南亚布局丰富业务维度	16
3.1. 研发：坐拥 16 项发明专利，研发项目聚焦于降低气味、降低 VOC 等方面	16
3.2. 产能：近 20 万吨现有+6 万吨新建产能保障发展，设立泰国公司强化海外布局	17
3.3. 需求：家电行业需求保持稳增长，单车改性塑料使用量具备较大提升空间	19
4. 盈利预测与评级	21
5. 风险提示	22

图表目录

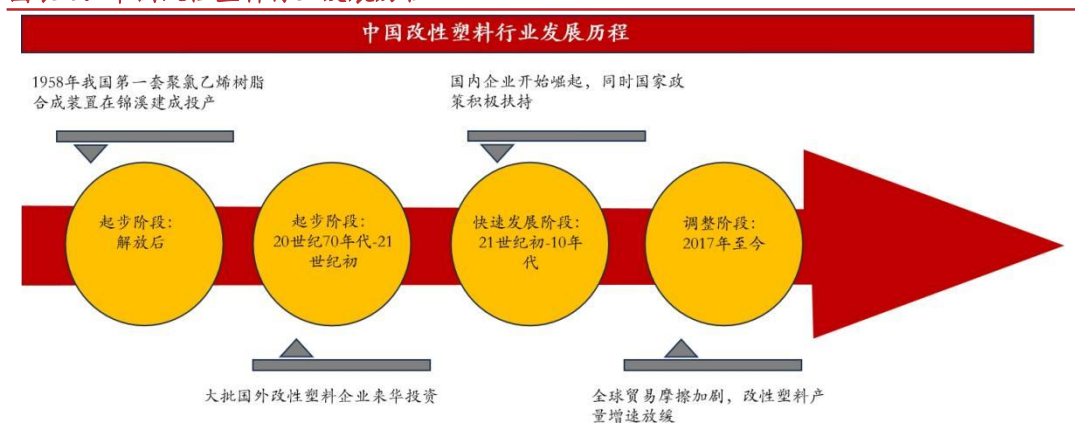
图表 1: 中国改性塑料行业发展历程	6
图表 2: 改性塑料可分为阻燃树脂类、增强增韧树脂类等不同品类	6
图表 3: 改性塑料目前被广泛应用于汽车、家电、电子电器等领域	7
图表 4: 按照特点及用途, 塑料主要可分为通用塑料、工程塑料两大类	7
图表 5: 改性塑料产量的 12.6%CAGR (2020-2024) 显著高于上下游产业	8
图表 6: 2024 年中国改性塑料消费量同比增长 5.6%	8
图表 7: 改性材料在家电和汽车制造中的需求量保持稳定增长态势	9
图表 8: 中国塑料改性化率从 2011 年的 16.3% 增长至 2023 年的 24.8%	9
图表 9: 中国改性塑料行业集中度正持续提升	10
图表 10: 禾昌聚合可比公司包括金发科技、普利特等	10
图表 11: 公司控股股东及实际控制人均为赵东明先生	11
图表 12: 公司产品应用于家电领域图例	11
图表 13: 公司产品应用于汽车领域图例	11
图表 14: 公司改性 PP 产品特点	12
图表 15: 公司改性 ABS 产品特点	12
图表 16: 公司改性 PC 产品特点	12
图表 17: 公司改性 PA 产品特点	13
图表 18: 公司改性 PBT 产品特点	13
图表 19: 2025H1 改性聚丙烯营收 76578 万元 (yoy+34%)	13
图表 20: 2025H1 改性聚丙烯毛利率 15.54%	13
图表 21: 2024 年公司最大客户浙江利民实业集团有限公司销售金额占比 12.18%	14
图表 22: 2025Q1-Q3 归母净利润达 12,918 万元(yoy+41.87%)	15
图表 23: 公司工厂设备图例	16
图表 24: 公司共有 23 项研发项目	16
图表 25: 公司现有产能及在建产能情况	18
图表 26: 禾昌聚合泰国合资公司出资情况 (单位: 泰铢)	19
图表 27: 2025H1 我国新能源汽车产销同比分别增长 41.4% 和 40.3%	19
图表 28: 2024 年我国四大家电产量均有同比增长	20
图表 29: 禾昌聚合可比公司估值表 (截至 20251218)	21

1. “以塑代钢”、“以塑代木”趋势深入推进，中国已成为全球最大改性塑料市场

1.1. 概念：改性塑料以通用塑料和工程塑料为基材，广泛应用于汽车、家电等领域

根据华经情报网信息，改性塑料最早起源于国外，改革开放后，我国改性塑料技术也逐步兴起，但因为改性技术相对落后，改性塑料产品性能或质量不能完全满足使用要求，许多高端产品依赖进口。进入 21 世纪后，我国制造业发展迅速，其中汽车及家电产品快速普及，随着全球节能环保意识的不断增强，促使汽车及家电产品向轻量化、轻薄化方向发展，塑料制品对金属等材料替代效应明显。

图表 1：中国改性塑料行业发展历程



资料来源：华经情报网、华源证券研究所

根据智研咨询信息，改性塑料是一种以通用塑料和工程塑料为基材，在加入改性助剂并进行物理或化学改性后，使基材获得或增强某种性能的塑料制品。根据改性塑料具有的阻燃、抗冲、高韧性、易加工性等特点划分，可以将其分为阻燃树脂类、增强增韧树脂类、纤维增强热塑性塑料、塑料合金类和功能色母类等不同品类。

图表 2：改性塑料可分为阻燃树脂类、增强增韧树脂类等不同品类



资料来源：智研咨询、华源证券研究所

根据华经情报网信息，改性塑料的上游主要是石油、天然气等石油化工产品。相比于金属、玻璃等材料，改性塑料具有质轻、强度高、绝缘性能优异、化学性能稳定的特点，改性塑料目前被广泛应用于汽车、家电、电子电器等领域，以满足现代制造业轻量化、功能化、生态化、智能化的材料要求。

图表 3：改性塑料目前被广泛应用于汽车、家电、电子电器等领域



资料来源：华经情报网、华源证券研究所

根据华经情报网信息，改性塑料是以合成树脂或天然树脂为主要成分，通过添加改性助剂，改变树脂基材在力学、热学、电学、化学等多方面性能的塑料材料。塑料是以石油化工产业形成的各类高分子合成树脂为主要成份，通过加聚或缩聚反应聚合而成的化合物，是改性塑料的基础材料。按照特点及用途，塑料主要可分为通用塑料、工程塑料两大类，其中工程塑料中包含特种工程塑料，其性能与附加值更优。

图表 4：按照特点及用途，塑料主要可分为通用塑料、工程塑料两大类

类别	特点及用途	主要品种
通用塑料	产量大、用途广、价格低、影响面宽的塑料品种，一般仅作为非工程结构材料使用	聚乙烯(PE)、聚丙烯(PP)、聚氯乙烯(PVC)、聚苯乙烯(PS)和丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物(ABS)
工程塑料	产量大、价格高、性能优于通用塑料、更适用于工程用途的塑料品种	聚碳酸酯(PC)、聚酰胺(PA)、聚甲醛(POM)、热塑性聚酯(PBT 和 PET)和聚苯醚(PPO)
	特种工程塑料：物理及化学性能更优于工程塑料、技术标准更严的品种，主要应用于电子电器、特种工业等特殊领域	聚砜(PSU)、聚醚砜(PES)、聚苯砜(PPSU)、聚酰亚胺(PI)、聚酰胺酰亚胺(PAI)、聚醚酰亚胺(PEI)、聚苯硫醚(PPS)、聚醚醚酮(PEEK)、液晶聚合物(LCP)和高温聚酰胺(PPA)等

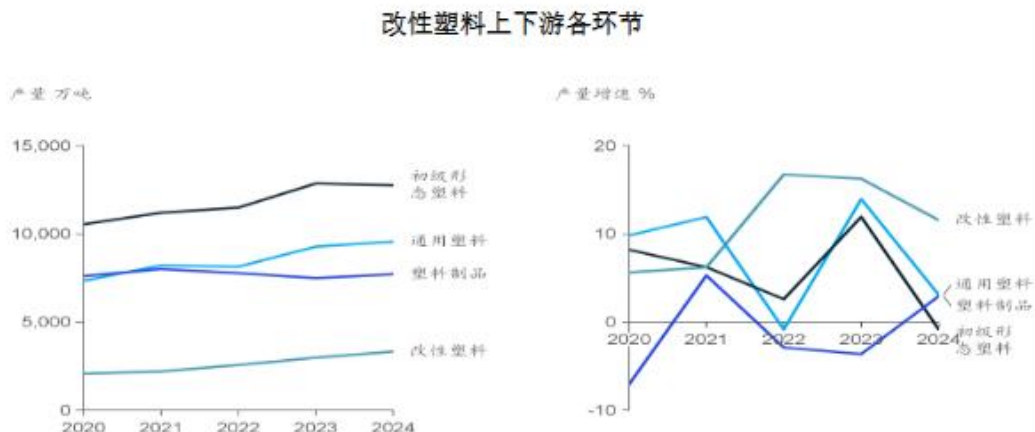
资料来源：华经情报网、华源证券研究所

1.2. 现状：“以旧换新”政策提振需求，2024 年中国改性塑料消费量 yoy+5.6%

根据中国石油和化工联合会、隆众、基业昶青研究、禾昌聚合 2025 年半年报信息，随着科技的不断进步，改性塑料行业不断引入先进的生产设备和生产工艺，提高产品的质量和性能。同时，改性塑料行业也在不断开发新的改性技术和新材料，以满足市场对塑料制品性能

和环保要求的不断提高。例如，采用纳米技术、生物降解技术、再生塑料技术等，推动了改性塑料行业的发展。2020-2024 年五大通用塑料 PP、PE、PVC、ABS、PS 合计产量 9,560 万吨、初级形态产量合计 12,752 万吨、塑料制品产量 7,708 万吨，年均复合增速分别为 6.8%、4.9%、0.3%。相比之下，改性塑料产量的 12.6% 年均复合增速显著高于上下游产业，产业升级特征日益凸显。

图表 5：改性塑料产量的 12.6% CAGR（2020-2024）显著高于上下游产业



资料来源：中国石油和化工联合会、隆众、基业昶青研究、禾昌聚合 2025 年半年报、华源证券研究所

参考中国化工信息中心，随着全球汽车、家电、办公设备、电动工具等产业持续向中国转移，以及国内经济的蓬勃发展与“以塑代钢”、“以塑代木”趋势的深入推进，中国已成为全球最大的改性塑料市场，并担当全球需求增长的主引擎。在此背景下，我国改性塑料需求量快速增长，从 2021 年的 2559 万吨上升至 2024 年的 3225 万吨，复合年增长率（CAGR）达 8.0%。其中，2024 年中国改性塑料消费量同比增长 5.6%，这一增长主要得益于两大动力：一方面，“以旧换新”政策有效提振了家电、汽车等传统领域的消费需求；另一方面，改性塑料在新能源汽车、低空飞行器、智能机器人等新兴领域的需求不断涌现，应用场景不断扩大，产品份额不断提升。

图表 6：2024 年中国改性塑料消费量同比增长 5.6%

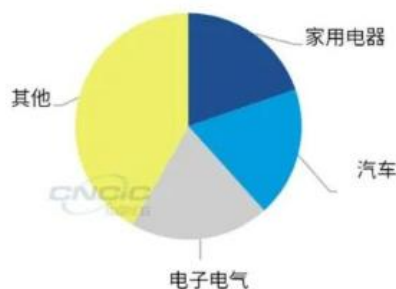


资料来源：中国化工信息中心、华源证券研究所

参考中国化工信息中心，改性塑料属于配套加工环节，其发展主要由下游需求驱动。改性塑料应用广泛，覆盖家电、汽车、通讯、电子电气、医疗、轨道交通、精密仪器、家居建材等诸多领域。其中，家电作为重要的耐用消费品，其产业规模与改性塑料需求紧密相关。我国作为全球最大的家电生产与消费国，家电市场的稳步增长持续拉动上游高分子改性材料的需求。在汽车轻量化趋势的推动下，改性材料在汽车制造中的需求量保持稳定增长态势。

图表 7：改性材料在家电和汽车制造中的需求量保持稳定增长态势

2024年中国改性塑料消费结构

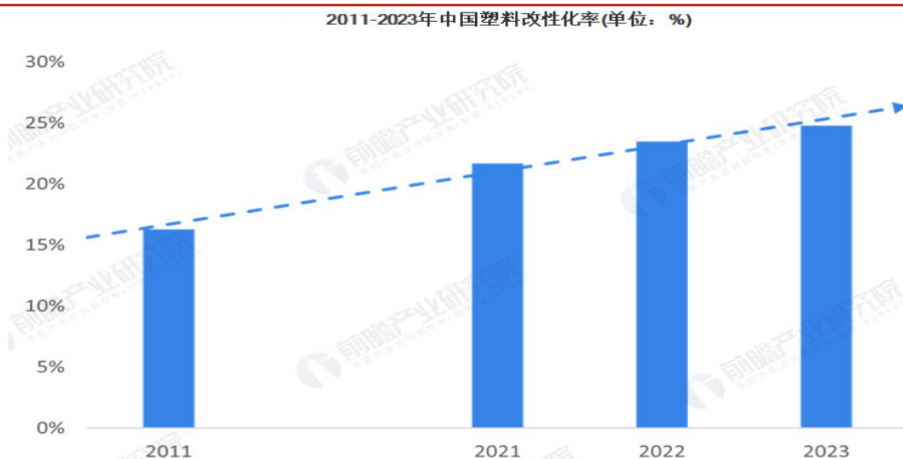


资料来源：中国化工信息中心、华源证券研究所

1.3. 格局：中国改性塑料行业集中度正持续提升，金发科技、国恩股份等为行业龙头

参考国家统计局、前瞻产业研究院信息，改性塑料是通过在普通塑料中添加或改良不同成分，以增强其性能，使其具备更高的刚性、韧性、耐热性等特性。目前，中国改性塑料行业正经历快速发展，改性化率从 2011 年的 16.3% 增长至 2023 年的 24.8%，但仍低于全球 50% 的平均水平。这种差距主要源于国内生产装备水平较低和市场集中度低，导致产品质量不稳定，高端产品相对较少。然而，随着技术改造和智能化制造的推进，国内企业逐步提升产品质量，并打破国外的技术垄断，特别是在家电和汽车领域，改性塑料的应用已占据较大市场份额。未来，随着 5G 通信、物联网等技术的快速发展，改性塑料在高端领域的需求或将进一步增加，推动行业创新与增长。

图表 8：中国塑料改性化率从 2011 年的 16.3% 增长至 2023 年的 24.8%

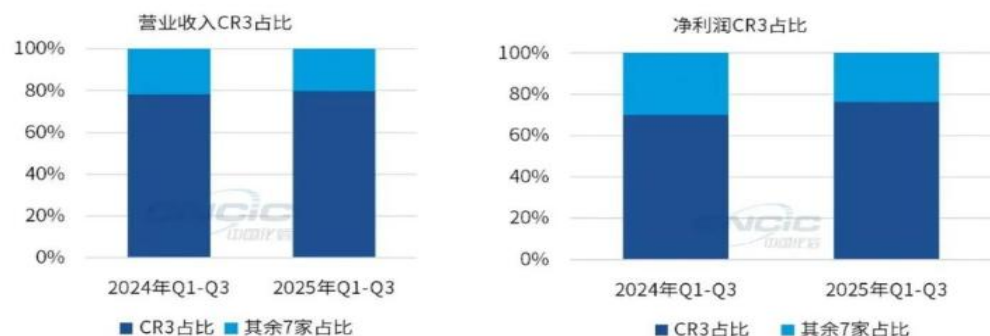


资料来源：国家统计局、前瞻产业研究院、华源证券研究所

参考中国化工信息中心,从中国 10 家代表性改性塑料龙头企业近几年的营收及利润占比变化情况来看,中国改性塑料行业集中度正持续提升,利润也进一步向头部企业汇集。

图表 9: 中国改性塑料行业集中度正持续提升

改性塑料龙头企业营收及利润占比变化



注: CR3企业为金发科技、国恩股份和普利特,其他7家企业分别为会通股份、道恩股份、聚石化学、美联新材、南京聚隆、银禧科技、聚赛龙。

资料来源: 中国化工信息中心、华源证券研究所

禾昌聚合专业从事改性塑料研发、生产和销售,深耕该行业多年,具备完备的业务体系和拓展市场的能力,处于行业领先地位。历经二十余年的沉淀,公司获得多家知名汽车、家电企业的逐步认可,构建了优质的客户资源体系,并与客户形成了长期稳定的合作关系。目前在市场定位、产能规模、盈利能力等经营指标上,具有可比性的同业上市公司包括金发科技、普利特、会通股份等。

图表 10: 禾昌聚合可比公司包括金发科技、普利特等

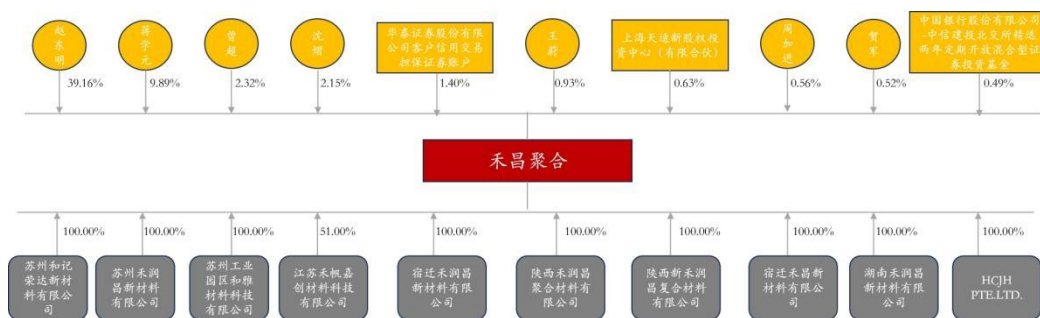
序号	公司	主营业务
1	金发科技(600143.SH)	金发科技的主营业务为化工新材料的研发、生产和销售,是全球化工新材料行业产品种类最为齐全的企业之一,同时是全球规模最大、产品种类最为齐全的改性塑料生产企业。
2	普利特(002324.SZ)	公司主要从事高分子新材料产品及其复合材料,以及锂离子电池、钠离子电池、固态电池及系统集成等的研发、生产、销售和服务,公司业务板块主要分为三大方向:改性材料业务、ICT 材料业务和新能源业务。
3	会通股份(688219.SH)	公司主要从事改性材料、特种材料的研发、生产和销售,致力于为客户提供高性能化、功能化的材料整体解决方案,是国内规模最大、客户覆盖最广的改性材料企业之一。
4	道恩股份(002838.SZ)	公司是一家专注于高性能热塑性弹性体、改性塑料、色母粒、聚酯材料等功能性高分子复合材料研发、生产与销售的高新技术企业。公司产品种类丰富,主要应用在汽车交通、家电通讯、医疗卫生、航空航天、大消费、新能源等领域。
5	科拜尔(920066.BJ)	公司是专业从事改性塑料和色母料的研发、生产与销售的高新技术企业,产品可广泛应用于家用电器、日用消费品、汽车零部件等领域,主要客户包括四川长虹、美的集团、TCL、惠而浦、海信集团等知名企业。
6	禾昌聚合(920089.BJ)	公司主要从事改性塑料的研发、生产与销售,主要产品包括各种经改性的塑料粒子和塑料片材等,主要有 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,广泛应用于家用电器、汽车零部件、新能源、消费及电子电器等领域,处于行业领先地位。

资料来源: 禾昌聚合 2025 年半年报、华源证券研究所

2. 深耕改性高分子材料，覆盖汽车、家电等领域

公司控股股东及实际控制人均为赵东明先生，截至 2025 年三季度末，直接持有公司 59,000,667 股股份，占公司总股本的 39.16%。自公司设立以来，公司控股股东及实际控制人一直为赵东明先生。公司业务范围已遍布全国，截至 2025 年 6 月末，公司旗下已设立 9 家全资子公司，1 家控股子公司，形成了广泛而深入的市场布局。

图表 11：公司控股股东及实际控制人均为赵东明先生



资料来源：禾昌聚合公告、华源证券研究所 注：子公司数据截至 20250630；股东数据截至 20250930

2.1. 业务：专注改性塑料粒子和塑料片材，2025H1 改性聚丙烯营收 yoy+34%

公司主要从事改性高分子材料的研发、生产和销售，主要产品包括各种经改性的塑料粒子和塑料片材等，主要有 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。在改性塑料方面，公司拥有独立自主研发的具备行业竞争力的核心技术，并基于下游市场汽车轻量化、家电用材料高性能化、绿色环保等技术发展趋势，不断开发免喷涂、软触感、生物基纺织物、HCRP 循环材料等新产品：公司的免喷涂系列目前在汽车保险杠、格栅、饰条等部件成熟应用，低碳化的同时兼具美感；软触感 PP 材料用于制造汽车内饰、家居用品等领域，舒适又环保；生物基纺织物系列为客户提供了多种视觉效果组合的选择，赋予了高端、时尚的外观的同时又不失舒适的手感体验。

图表 12：公司产品应用于家电领域图例



资料来源：禾昌聚合 2024 年年报、华源证券研究所

图表 13：公司产品应用于汽车领域图例



资料来源：禾昌聚合 2024 年年报、华源证券研究所

(1) 改性 PP: 是用一种或多种基础聚丙烯混合多种化合物（如抗冲击剂、增强剂、颜料、涂料和添加剂等）制成的塑料树脂产品。这种改性聚丙烯产品根据不同的特性，可广泛用于汽车、家电、建筑、家具等领域。

图表 14：公司改性 PP 产品特点

等级	特点
矿物填充增强 PP	1)机械力学强度高; 2)热稳定性好; 3)低温适应性好; 4)尺寸稳定性强
长玻纤增强 PP	1)产品用于高动态负荷处; 2)抗蠕变性强; 3)抗冲击性强; 4)延展性可达 140MPa
短玻纤增强 PP	1)产品用于静态负荷处; 2)较宽的加工窗口; 3)极致的表面美观度; 4)硬度可达 10,000MPa; 5)延展性可达 130MPa
POE 添加增韧 PP	1)高韧性; 2)抗冲击性强; 3)尺寸稳定性好
无卤阻燃 PP	1)通过了 UL94V0 1.5mm 阻燃测试; 2)在封闭式使用环境中可减少烟雾产生量
低卤阻燃 PP	1)符合国家环保标准; 2)在封闭式使用环境中可减少烟雾产生量

资料来源：禾昌聚合官网、华源证券研究所

(2) 改性 ABS: 是一种高功能塑料、以其较强的热稳定性和抗冲击力著称。改性 ABS 可深度加工且颜色多样，适用于玩具、汽车、家电、电子设备等行业。

图表 15：公司改性 ABS 产品特点

等级	特点
阻燃 ABS	1)阻燃; 2)抗冲击性强; 3)热稳定性好; 4)流动性较好,易于加工塑模
耐热 ABS	1)耐高温, 维卡软化温度达到 100℃-120℃(5kg 负荷); 2)抗冲击性强; 3)延展性好; 4)流动性较好, 易于加工塑模
高光 ABS	1)光泽度高; 2)热稳定性好; 3)抗衰老性强; 4)耐擦伤性强

资料来源：禾昌聚合官网、华源证券研究所

(3) 改性 PC: 禾昌聚合生产的改性 PC 是由功能性添加剂、填充物等与具有较强机械功能、热变形温度和较高透明度的 PC 混合研制而成。改性 PC/ABS 也用于提高聚丙烯的加工性能和化学稳定性。改性 PC 和改性 PC/ABS 适用于多种领域，如电子产品、办公自动化设备、汽车零部件、LED 照明设备等。可根据用处不同，调整其硬度、阻燃度、抗冲击力和热稳定性等性能指数。

图表 16：公司改性 PC 产品特点

等级	特点
通用 PC/ABS	1)抗冲击性强; 2)流动性好; 3)易于加工; 4)高韧性; 5)低温适应性好; 6)尺寸稳定性好
阻燃 PC/ABS	1)阻燃; 2)热稳定性好; 3)流动性好,易于加工; 4)抗冲击性强; 5)易于挤压成型和热成型; 6)无卤
PC/ASA	1)高光; 2)哑光; 2)无卤,阻燃; 3)热稳定性好; 4)紫外稳定性高; 5)抗冲击性强; 6)低温适应性好

资料来源：禾昌聚合官网、华源证券研究所

(4) 改性 PA: 禾昌聚合生产的改性 PA 产品是一种经济高效的高性能聚丙烯尼龙产品，广泛适用于汽车零部件和精密度较高的电子设备。它拥有优异的电阻性、较高的耐热、耐湿和耐化学腐蚀性，以及极为卓越的硬度和强度，经证实可置换金属设备。

图表 17：公司改性 PA 产品特点

等级	特点
玻纤增强 PA	与未增强 PA 产品相比，玻纤增强产品：1)强度增加；2)硬度增加；3)耐热性增强；4)耐擦伤性提高；5)尺寸稳定性提高
矿物添加增强 PA	与未增强 PA 产品相比，矿物增强产品：1)延展性增强；2)弯曲模量增加；3)尺寸稳定性提高；4)刚度增加
耐磨 PA	1)更高的耐擦伤性；2)更高的刚度

资料来源：禾昌聚合官网、华源证券研究所

(5) 改性 PBT：是 PBT 树脂、玻璃纤维填充物和其它添加剂（如紫外线防护剂、阻燃剂等）的化合物，广泛适用于电子、电气、通信、光纤、汽车等行业。

图表 18：公司改性 PBT 产品特点

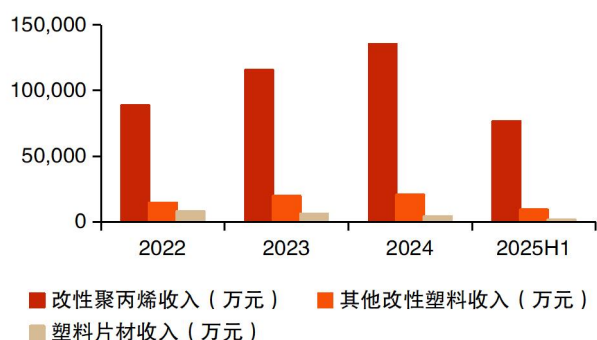
等级	特点
客户定制	1)高强度；2)尺寸稳定性好；3)经纱密度低；4)热稳定性好；5)化学稳定性好

资料来源：禾昌聚合官网、华源证券研究所

收入情况：禾昌聚合 2024 年改性聚丙烯营业收入 135215 万元（yoy+17.07%），其他改性塑料营业收入 20572 万元（yoy+4.39%），塑料片材营业收入 4207 万元（yoy-30.06%）。塑料片材营业收入下降的原因是子公司和记荣达厂区搬迁，部分老旧设备出售，导致订单量减少。2025H1 改性聚丙烯营业收入 76578 万元（yoy+34.38%），其他改性塑料营业收入 9195 万元（yoy-6.13%），塑料片材营业收入 1522 万元（yoy-24.99%），改性聚丙烯营业收入增长主要原因是公司加大了市场推广力度。

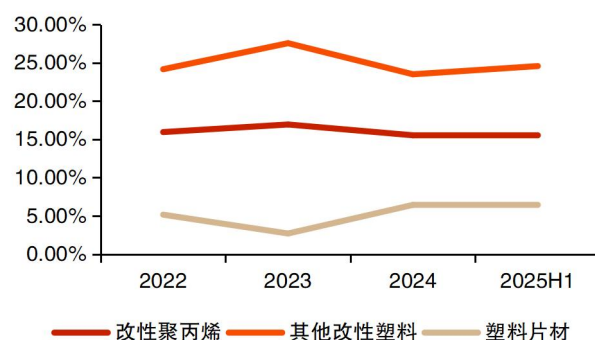
毛利率情况：2024-2025H1 改性聚丙烯的毛利率分别为 15.53%和 15.54%，其他改性塑料毛利率分别为 23.50%和 24.57%，塑料片材毛利率分别为 6.44%和 6.42%。

图表 19：2025H1 改性聚丙烯营收 76578 万元（yoy+34%）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 20：2025H1 改性聚丙烯毛利率 15.54%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

2.2. 模式：供货浙江利民实业等汽车领域客户以及乐金熊猫等家电领域客户

采购模式：公司采购业务主要包括 PP、ABS、玻纤等生产所需的原材料，主要从国内采购，仅有少量 PP、ABS 等原材料从国外采购。对于占公司采购总额较大的原材料如 PP 等属于大宗商品，其市场价格公开透明，随行就市，采购部考虑公司自身生产需求、同时根据历史交易情况、市场供应状况以及下游市场需求等各个因素，在满足正常生产经营用料的同时，积极把握有利采购时机，以此降低因原材料市场价格波动原因给公司经营带来的不确定性风险。

生产模式：由于改性塑料涉及的材料较为丰富，可应用于不同领域，且客户对产品的需求存在差异，定制化程度较高，故公司采用不同技术配方来满足客户需求。根据订单情况，公司主要采取“以销定产”的生产模式。

销售模式：公司改性塑料全部采用直销模式，销售团队通过市场调研，及时了解客户需求，快速为客户提供定制化新产品。公司新增客户的开拓方式或获客途径主要为自主开拓、参与招投标、他方介绍或客户直接与公司接洽。

2022-2024 年禾昌聚合公司向前五大客户的销售金额占营业收入比重分别为 34.14%、33.21%和 37.65%。2024 年对浙江利民实业集团有限公司的销售占比最高为 12.18%。公司在 2024 年的前五大客户分别为：浙江利民实业集团有限公司、乔路铭科技股份有限公司、江苏新泉汽车饰件股份有限公司、南京乐金熊猫电器有限公司、创维电器股份有限公司。

图表 21：2024 年公司最大客户浙江利民实业集团有限公司销售金额占比 12.18%

报告期	单位名称(客户)	销售金额(万元)	占营业收入比
2024 年	浙江利民实业集团有限公司	19639	12.18%
	乔路铭科技股份有限公司	13261	8.22%
	江苏新泉汽车饰件股份有限公司	11058	6.86%
	南京乐金熊猫电器有限公司	10002	6.20%
	创维电器股份有限公司	6763	4.19%
	合计	60722	37.65%
2023 年	浙江利民实业集团有限公司	12971	9.16%
	江苏新泉汽车饰件股份有限公司	11090	7.83%
	乔路铭科技股份有限公司	8791	6.20%
	南京乐金熊猫电器有限公司	8027	5.67%
	浙江博弈科技股份有限公司	6156	4.35%
	合计	47036	33.21%
2022 年	浙江利民实业集团有限公司	15104	13.47%
	南京乐金熊猫电器有限公司	7332	6.54%
	江苏新泉汽车饰件股份有限公司	5901	5.26%
	乔路铭科技股份有限公司	5529	4.93%
	苏州三星电子有限公司	4416	3.94%
	合计	38281	34.14%

资料来源：Wind、华源证券研究所

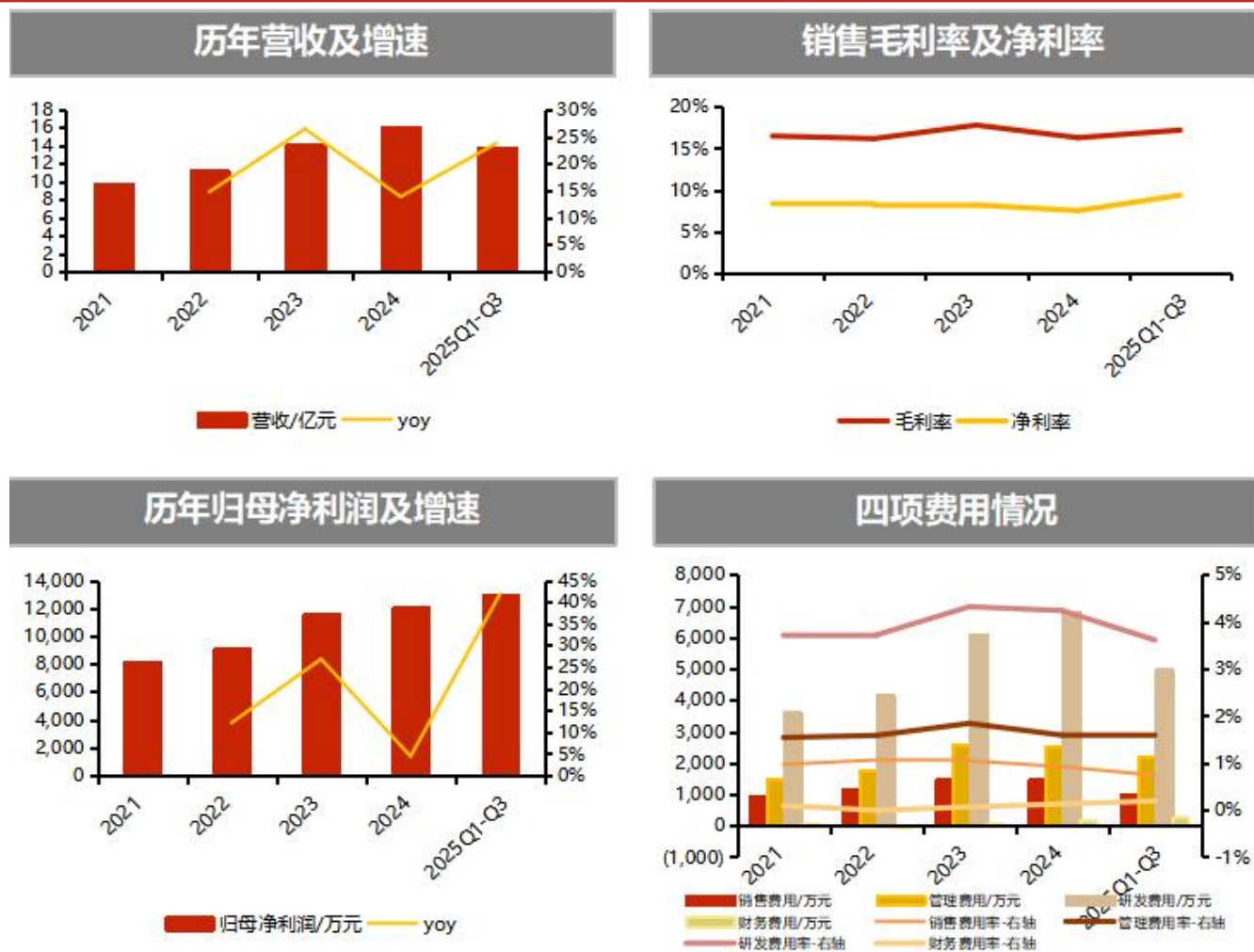
2.3. 财务：2025Q1-Q3 营收 13.79 亿元、归母净利润 12,918 万元 (yoy+42%)

营收方面，2021-2024 年公司营收总体呈上升趋势，2023 年营收达 14.17 亿元 (yoy+26.40%)，2024 年营收达 16.13 亿元 (yoy+13.84%)，2025Q1-Q3 营收达 13.79 亿元 (yoy+23.73%)。**利润方面**，2023 至 2025Q1-Q3 公司归母净利润分别为 11,583 万元 (yoy+26.81%)、12,091 万元 (yoy+4.39%) 和 12,918 万元 (yoy+41.87%)。

盈利能力方面，公司毛利率从 2021 年的 16.48% 波动至 2024 年的 16.27%，2025 年 Q1-Q3 回升至 17.19%；净利率由 2021 年的 8.34% 略降至 2024 年的 7.50%，2025Q1-Q3 提升至 9.35%。

成本管控方面，公司费用率总体控制良好。2021 年至 2025Q1-Q3 期间费用率分别为 6.31%、6.35%、7.26%、6.87% 和 6.15%。

图表 22：2025Q1-Q3 归母净利润达 12,918 万元 (yoy+41.87%)



资料来源：Wind、华源证券研究所

3. 产能释放保障汽车领域增长曲线延续，东南亚布局丰富业务维度

3.1. 研发：坐拥 16 项发明专利，研发项目聚焦于降低气味、降低 VOC 等方面

公司始终将科技创新置于核心战略地位，持续加大对改性塑料领域的研发投入力度。多年来，公司在研发环节保持高占比的资金配置，成功斩获多项专利成果。截至 2025 年 6 月 30 日，公司及其全资子公司拥有已获授权专利共计 69 项，其中发明专利 16 项，实用新型专利 53 项，另有软件著作权 5 项。依托技术创新优势，对接多元化应用场景需求，开发适配性极强的材料配方体系，有效拓展市场覆盖范围，为高质量可持续发展注入强劲动能。

图表 23：公司工厂设备图例



资料来源：禾昌聚合官网、华源证券研究所

根据公司 2024 年年报信息，公司共有 23 项研发项目，项目目的包括降低气味、降低 VOC、增强耐热性、增强化学腐蚀性、提升环保性等等，有助于公司产品在汽车以及家电领域进行横向拓展。同时，也有利于公司深耕下游新市场，拓展新市场业务，有望实现向高附加值产品的升级。

图表 24：公司共有 23 项研发项目

研发项目名称	所处阶段/ 项目进展	拟达到的目标
高耐久性聚丙烯复合材料的研究与开发	小试阶段	使聚丙烯复合物具备使用寿命长和耐久性高等优点，解决了聚丙烯使用过程中受到划伤以及高温影响的问题。
低气味和低 VOC 的软质聚氯乙烯的研究与开发	小试阶段	提供低气味和低 VOC 的软质聚氯乙烯新产品，扩大软质聚氯乙烯的应用范围。
高强度聚丙烯复合纤维材料的研究与开发	小试阶段	使产品具有优异的耐热性、耐化学腐蚀性和耐腐蚀性，以及良好的热变形性能和微观细节特性，满足工业生产及各行各业对产品质量的追求。
无卤耐高温阻燃高分子材料的研究与开发	研究阶段	使产品具有优异的耐热性、耐化学腐蚀性和耐腐蚀性，以及良好的热变形性能和微观细节特性。
低翘曲改性复合材料的研究与开发	研究阶段	一种满足激光雷达外壳使用要求的低翘曲改性塑料。
耐老化聚丙烯材料的研究与开发	研究阶段	使聚丙烯不会发生发黄、变脆、表面龟裂等现象，拉伸强度、冲击强度、弯曲强度和断裂伸长率等力学性能大幅度提升。
无卤阻燃抗静电改性材料的研究与开发	研究阶段	添加适量含卤阻燃剂，使改性材料没有那么大的危害，不会影响聚丙烯的力学性能。

具有缓冲抗震性能的聚丙烯复合材料的研究与开发	研究阶段	使产品具有一定刚度的同时，还能够增加其缓冲抗震性能，保证产品在受到冲击或者应力集中时不易发生断裂，增强产品的适用性。
防静电尼龙复合材料的研究与开发	研究阶段	在化工和爆炸危险区域，静电可能引起火灾或爆炸。采用防静电尼龙复合材料制造设备和零部件可以有效地降低静电产生的风险，提高安全性。
无气味汽车装饰用聚丙烯复合材料的研究与开发	中试阶段	降低 VOC 和气味，减少其性能损失、成本控制，提高使用性。
增强增韧的导热阻燃碳纤维，尼龙复合材料的研究与开发	中试阶段	增加材料使用强度，提高材料的抗老化效果，使用寿命更长。
含氧化硅螺旋管的聚丙烯复合材料的研发	小试阶段	提高聚丙烯复合材料的环保性，同时还可以提高聚丙烯复合材料及其注塑产品的力学性能。
仿生聚合物的研究与开发	小试阶段	具有许多生物材料所特有的优良性质，如高强度、高韧性、高生物相容性等。
长玻纤阻燃增强高分子材料的研究与开发	小试阶段	长玻纤阻燃增强高分子材料具有良好的拉伸强度和阻燃效果。
隔音降噪改性塑料的研究与开发	小试阶段	隔音降噪改性塑料具有良好的抗静电性能、阻燃性能和隔音降噪效果。
汽车零部件用高强度尼龙复合材料的研究与开发	研究阶段	尼龙复合材料的研发旨在提高其强度和刚度，使其能够替代传统金属材料，同时保持足够的机械性能。这样可以实现更耐用和高性能的汽车零部件。
高耐磨尼龙复合材料的研究与开发	研究阶段	提升复合材料制备方法的实用性，适合工业化生产。
环保车内装饰改性塑料的研究与开发	小试阶段	轻量化，提升强度，提升耐化学性能、易加工、易回收的环保车内装饰改性塑料。
一种碳纤维改性塑料的研究与开发	研究阶段	解决改性塑料在使用时，其加工后的产品往往气味过大或存在一定的有毒物质，如选用高纯度进口材料，加工的成本较高，后期烘烤处理的方式，会降低产品的外部性能。
高韧性的软触感聚丙烯复合材料的研究与开发	研究阶段	使产品具有高韧性不易破碎或开裂，柔软触感；环保可持续性
车内装饰材料用聚丙烯复合材料的研究与开发	小试阶段	改善抗刮痕性能，减小聚合物底面粗糙程度，减轻刮痕可见度。
PET 薄膜片状挤出工艺的研究与开发	小试阶段	该工艺通过精确的操作控制，如温度、压力和速度等参数的控制，确保产品的质量和稳定性。
PVC 薄膜卷切割工艺的研究与开发	小试阶段	切割精度提高，切割速度提高，切割质量提高，切割模式多样化。

资料来源：禾昌聚合 2024 年年报、华源证券研究所

此外，在保证原有汽车、家电业务的稳定发展的同时，消费电子、电器领域是公司未来的一个发展方向。2025 年 2 月公司在宿迁设立了控股子公司禾帆嘉创，其业务发展方向将专注于尼龙（改性 PA）材料，相较改性 PP，改性 PA 材料的毛利率、技术壁垒更高。

3.2. 产能：近 20 万吨现有+6 万吨新建产能保障发展，设立泰国公司强化海外布局

➤ 终端客户情况

（1）汽车领域：2024 年公司汽车业务收入占比接近七成。公司作为汽车主机厂的二级供应商，产品需要通过汽车行业主机厂的资质认证，汽车方面合作客户主要有吉利、沃尔沃、小米汽车、极氪、领克、零跑、路特斯等。吉利、小米作为公司重要的终端汽车客户，禾昌聚合是其主要材料供应商之一，公司针对其适配的零部件厂的供货规模正持续、稳定的扩大。公司产品已成功进入在吉利集团旗下多个品牌及不同车型，主要涉及的品牌有吉利汽车、沃

尔沃、极氪、领克、Smart 等；涉及车型有吉利星愿、银河星舰 7、银河 M9、沃尔沃 XC70、极氪 9X、极氪 009、领克 900、领克 Z10 等。同时，小米汽车目前发布的两款车型 SU7、YU7 内外饰等材料也均涉及公司相关产品，如高光合金类材料、耐高温阻燃材料等。

（2）家电领域：2024 年公司家电业务收入占比约三成。公司家电领域主要客户为白电厂商，以国内外知名品牌为主，主要客户涉及三星、LG、创维、日立、长虹美菱、小米等，产品主要涉及洗衣机、冰箱、洗碗机等，以及部分小家电厂商，如松下品牌，涉及旗下各类小家电产品。

➤ 产能情况

根据公司公告，公司产能已近 20 万吨，目前有三个在建项目，分别是母公司新材料数字化创新工厂建设项目、宿迁禾昌年产 30,000 吨高性能复合材料项目以及陕西新禾润昌高性能复合材料建设项目。

母公司新材料数字化工厂预计 2025 年四季度完成投产，产线设备均按照最新工艺标准建设，自动化程度高，能效和产能效率方面大幅提升。数字工厂采用多层厂房设计，生产及仓储管理一体化，土地利用率高，完成建设后仅用半块土地即可达到旧工厂全部产能，剩余土地后期根据公司战略部署，可规划新型材料研究院或新领域等发展方向。

宿迁禾昌和陕西新禾润昌均在当地以购买土地建设厂房的方式进行投资扩产，规划产能均为 3 万吨/年。其中宿迁禾昌部分产线已进入最后的安装调试阶段，预计 2026 年末逐步完成产能释放；陕西新禾润昌在 2025 年 8 月已进入开工建设阶段，计划建设周期 8 个月，预计 2026 年下半年投产运营。

图表 25：公司现有产能及在建产能情况

产能情况	来源	投产时间点
现有产能近 20 万吨	2025 年 4 月 29 日公告	-
宿迁禾昌扩产 3 万吨/年	2025 年 8 月 25 日公告	预计 2026 年末逐步完成产能释放
陕西新禾润昌扩产 3 万吨/年	2025 年 8 月 25 日公告	预计 2026 年下半年投产运营

资料来源：禾昌聚合公告、华源证券研究所

➤ 海外布局

根据公司 2025 年 4 月公告，公司以自有资金在新加坡设立全资子公司 HCJH PTE. LTD.，注册资本为 100 新加坡元，公司持有 100% 股权。此次对外投资设立新加坡全资子公司是基于整体战略布局及未来发展需求，推动公司海外市场的开发与拓展，提升公司的竞争力，减少国际经济环境波动以及贸易摩擦变化对公司经营的影响。

根据公司 2025 年 8 月公告，为了进一步开拓海外东南亚市场，提升海外市场竞争力和服务能力，践行国家“一带一路”倡议，丰富公司的境外销售渠道和客户资源，公司拟通过全资子公司 HCJH PTE. LTD.（中文名：新加坡禾昌聚合有限公司）与 Thai Hydraulic Machinery (1987) Co., Ltd.（中文名：泰油压机械股份有限公司）共同出资设立泰国合资公

司 Hechang Advanced Materials (Thailand) Co., Ltd. (暂定名)。泰国禾昌注册资本为 400 万泰铢。其中，新加坡禾昌持股 69%、泰油压机械持股 30%、吴宜轩（自然人）持股 0.5%，杨燕红（自然人）持股 0.5%。泰国子公司成立后，自然人股东吴宜轩先生和杨燕红女士自愿将其分别持有的泰国子公司 0.5% 股权以 1 泰铢作价转让给公司全资子公司新加坡禾昌。投资完成后，泰国禾昌成为公司控股孙公司。

图表 26：禾昌聚合泰国合资公司出资情况（单位：泰铢）

投资人名称	出资额或投资金额	出资方式	认缴/实缴	出资比例或持股比例
HCJH PTE.LTD.	2,760,000	现金	认缴	69%
Thai Hydraulic Machinery (1987) Co., Ltd.	1,200,000	现金	认缴	30%
杨燕红	20,000	现金	认缴	0.50%
吴宜轩	20,000	现金	认缴	0.50%

资料来源：禾昌聚合公告、华源证券研究所 注：2025 年 8 月 20 日公告

3.3. 需求：家电行业需求保持稳增长，单车改性塑料使用量具备较大提升空间

➤ 汽车领域需求空间

我国汽车整车中改性塑料用量占比约为 11%–13%，发达国家汽车改性塑料使用率高达 19%–25%，国内改性塑料使用率相对偏低。目前新能源汽车是我国在汽车产业弯道超车、快速崛起的重点项目，新能源汽车对轻量化需求更为直接，促使新材料国产替代的快速推进，也给了国内改性塑料企业很大的发展空间。根据中汽协数据，2025 年 1–6 月，我国新能源汽车产销分别完成 696.8 万辆和 693.7 万辆，同比分别增长 41.4% 和 40.3%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 44.3%。

图表 27：2025H1 我国新能源汽车产销同比分别增长 41.4% 和 40.3%



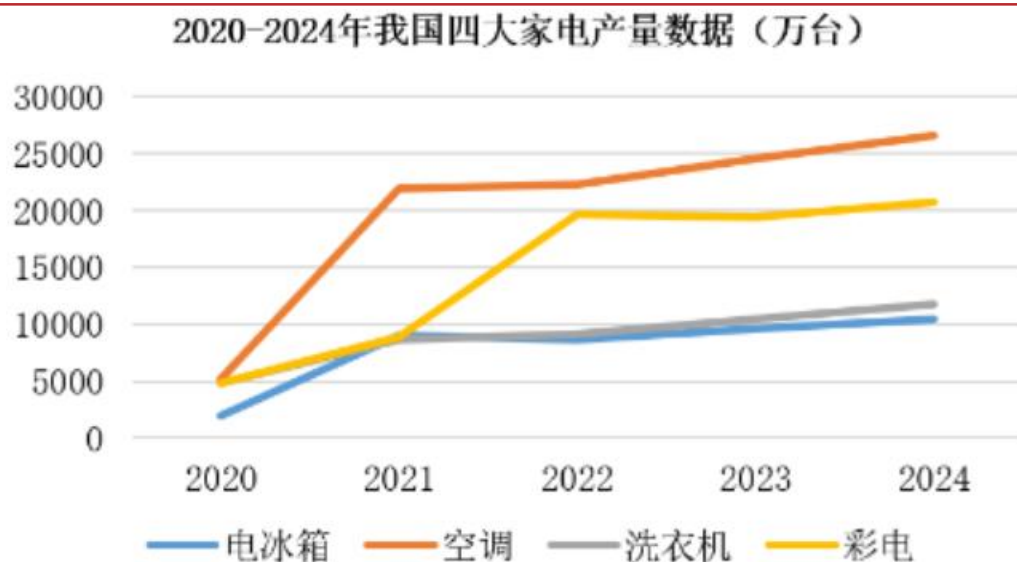
资料来源：中汽协、华源证券研究所

根据公司公告，汽车零部件以塑代钢是趋势，也是汽车轻量化的重要途径之一，汽车上能用改性塑料取代的部位仍存在空间，如：（1）底盘零件—传统金属底盘部件（如悬架组件、支架）逐渐被改性尼龙（PA）、长玻纤增强聚丙烯（PP-LGF）等替代；（2）车身覆盖件如车门、车顶等部件可用玻璃纤维增强复合材料进行替代；（3）传统燃油车的金属油箱已有部分车企用高分子改性多层复合油箱进行替代。根据公司公告，1kg 改性塑料可以替代 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%。目前我国乘用车单车的改性塑料使用量达到 130~160 千克/辆。根据中国粉体网数据显示，预计 2026 年未来将增加到 210 千克/辆，汽车用改性塑料需求总量为 598 万吨左右。因此，新能源汽车是改性塑料重要的增长点之一。

➤ 家电领域需求空间

家用电器作为改性塑料行业最重要的下游产业之一，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。2024 年，随着各地区积极推动一系列扩内需促消费政策，服务消费需求家用电器等需求不断释放。根据国家统计局，2024 年，我国冰箱、空调、洗衣机、彩电产量分别为 10,395.70 万台、26,598.40 万台、11,736.50 万台、20,745.40 万台，同比增长分别为 8.30%、9.70%、8.80%、4.60%。未来，随着家电消费升级和换新需求落地，预计家电用改性塑料的需求还将继续呈现上升趋势。

图表 28：2024 年我国四大家电产量均有同比增长



资料来源：国家统计局、禾昌聚合公告、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

结合公司主营业务产能逐步释放以及下游行业高景气带来的积极预期，我们假设如下：

（1）改性聚丙烯产品：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 +25%/+20%/+20%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 16.90/20.28/24.34 亿元；

（2）其他改性塑料：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 +10%/+30%/+30%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 2.26/2.94/3.82 亿元；

（3）塑料片材：预计收入稳定增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 +10%/+10%/+10%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 0.46/0.51/0.56 亿元。

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润为 1.61、2.04 和 2.58 亿元，对应 PE 为 18.3、14.5、11.4 倍。公司可比公司包括金发科技、会通股份、普利特等，可比公司最新 2025 PE 均值为 28.5X。受益于“以塑代钢”及新能源车发展，禾昌聚合产能扩张、创新驱动与全球化布局协同发力，汽车轻量化与高附加值材料有望打开成长空间。我们看好公司未来发展潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 29：禾昌聚合可比公司估值表（截至 20251218）

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
金发科技	600143.SH	17.50	461.41	0.54	0.72	0.90	32.1	24.2	19.4
会通股份	688219.SH	11.59	63.70	0.44	0.58	0.74	26.1	20.0	15.6
普利特	002324.SZ	12.43	138.26	0.46	0.55	0.63	27.1	22.5	19.7
均值							28.5	22.3	18.2
禾昌聚合	920089.BJ	19.60	29.53	1.07	1.36	1.71	18.3	14.5	11.4

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期；禾昌聚合盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

主要原材料价格波动风险：公司主要原材料为 PP、ABS 等塑料粒子，均为石油化工生产，属于大宗商品，其价格受国际原油等基础原料价格的波动和市场需求关系影响，价格变动对公司生产成本影响较大。当前国内外政治、经济环境正在发生深刻变化，原油等化工产品受其宏观经济影响，价格上涨，导致公司面临一定的成本上涨的压力。

市场竞争加剧风险：公司所处的改性塑料行业属于技术较为成熟的行业，从业企业数量众多，市场竞争日趋激烈。行业内规模较大的企业凭借品牌和资金优势，不断拓展业务范围，扩大市场占有率。公司通过差异化竞争，形成自身竞争优势，但与国内知名企业相比，在销售规模、品牌影响力等方面仍有一定的差距。另外，随着下游市场需求的不断扩大，且改性塑料的研发、生产与制造受到国家政策与产业政策的支持与鼓励，未来或有更多的资本和新的企业进入改性塑料制造领域，随着竞争对手的技术进步、规模扩大，市场竞争预计将愈发激烈，公司有市场份额降低、盈利能力下降的风险。

核心技术配方泄露风险：公司从事改性塑料的生产研发多年，拥有轻量化、玻纤增强、耐冲击、阻燃、低散发、免喷涂等多项改性塑料核心技术。公司产品配方种类众多，且随着下游客户的需求的变化，公司也会不断改进配方，其产品配方无法全部申请专利保护，因此公司核心技术大部分为非专利技术，不受专利法保护。存在核心技术泄密或被他人盗用的可能，一旦核心技术泄密或被盗用，公司在产品研发方面的技术优势将受到削弱，从而会给公司的生产经营、技术开发及销售开拓等方面带来不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	82	72	149	270
应收票据及账款	1,276	1,488	1,669	1,861
预付账款	33	39	47	57
其他应收款	1	2	2	3
存货	228	270	314	359
其他流动资产	15	21	25	30
流动资产总计	1,634	1,891	2,206	2,579
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	183	199	225	254
在建工程	57	78	66	27
无形资产	38	38	40	43
长期待摊费用	2	2	3	3
其他非流动资产	15	20	24	24
非流动资产合计	295	338	358	351
资产总计	1,930	2,229	2,564	2,930
短期借款	114	165	186	166
应付票据及账款	542	631	760	917
其他流动负债	133	155	165	173
流动负债合计	790	951	1,111	1,256
长期借款	11	9	7	5
其他非流动负债	9	9	10	11
非流动负债合计	20	19	17	16
负债合计	809	970	1,128	1,272
股本	151	151	151	151
资本公积	268	268	268	268
留存收益	702	841	1,017	1,239
归属母公司权益	1,120	1,260	1,436	1,658
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,120	1,260	1,436	1,658
负债和股东权益合计	1,930	2,229	2,564	2,930

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	121	159	200	254
折旧与摊销	23	26	32	38
财务费用	2	6	8	7
投资损失	4	4	3	3
营运资金变动	-275	-156	-98	-87
其他经营现金流	7	2	4	3
经营性现金净流量	-117	41	149	217
投资性现金净流量	-60	-71	-54	-31
筹资性现金净流量	177	21	-17	-66
现金流量净额	0	-10	78	120

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,613	1,978	2,392	2,895
营业成本	1,350	1,641	1,975	2,385
税金及附加	5	7	9	11
销售费用	15	16	19	23
管理费用	26	30	41	46
研发费用	68	79	96	113
财务费用	2	6	8	7
资产减值损失	-7	-8	-10	-12
信用减值损失	-7	-12	-10	-12
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-4	-4	-3	-3
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	1	0	1	2
其他收益	7	6	7	6
营业利润	136	182	230	291
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	136	182	230	291
所得税	15	21	26	33
净利润	121	161	204	258
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	121	161	204	258
EPS(元)	0.80	1.07	1.36	1.71

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	13.84%	22.66%	20.91%	21.02%
营业利润增长率	2.47%	33.41%	26.64%	26.44%
归母净利润增长率	4.39%	33.36%	26.62%	26.48%
经营现金流增长率	-34.74%	134.60%	267.63%	45.83%
盈利能力				
毛利率	16.27%	17.07%	17.43%	17.62%
净利率	7.50%	8.15%	8.54%	8.92%
ROE	10.79%	12.80%	14.22%	15.57%
ROA	6.27%	7.23%	7.96%	8.81%
估值倍数				
P/E	24.42	18.31	14.46	11.43
P/S	1.83	1.49	1.23	1.02
P/B	2.64	2.34	2.06	1.78
股息率	0.51%	0.75%	0.95%	1.20%
EV/EBITDA	11	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）。