

富恒新材 (832469.BJ)  
塑料

证券研究报告/公司深度报告

2024 年 10 月 21 日

评级： 增持（首次）

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

Email: fengsheng@zts.com.cn

分析师：万欣怡

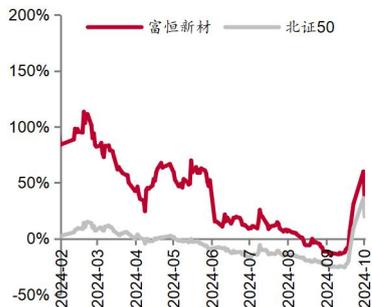
执业证书编号：S0740524070005

Email: wanxy@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	140.95
流通股本(百万股)	97.95
市价(元)	11.70
市值(百万元)	1,649.07
流通市值(百万元)	1,146.00

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	468	580	775	1,050	1,281
增长率 yoy%	14%	24%	34%	35%	22%
归母净利润(百万元)	46	58	69	90	106
增长率 yoy%	28%	26%	19%	32%	17%
每股收益(元)	0.32	0.41	0.49	0.64	0.75
每股现金流量	0.21	-1.10	0.71	0.19	0.13
净资产收益率	17%	13%	14%	16%	16%
P/E	36.1	28.6	24.1	18.2	15.6
P/B	6.0	3.6	3.3	2.9	2.5

备注：股价截止自2024年10月21日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

### 报告摘要

#### ■ 公司概况

1) 公司深耕改性塑料 30 余年，产品力业内领先。公司主要产品包括苯乙烯类、改性塑料工程类和聚烯烃类，2023 年收入分别为 2.5/2.4/0.8 亿元，主要应用于家电、消费电子、汽车等领域，客户包括创维集团、康佳集团、传音控股、三诺电子、迈瑞医疗、比亚迪等知名企业。

2) 业绩稳健增长，盈利能力显著改善。2012-2023 年公司营收及归母净利润的 CAGR 分别为 4% 和 10%，2024H1 营收/归母净利润同比+60%/+40%，实现高增；2018-2023 年毛利率从 7% 提升至 20%，归母净利率从 -17% 提升至 10%，盈利能力显著改善。

3) 实控人管理经验丰富，股权结构较为集中。公司实控人为姚秀珠和郑庆良夫妇，董事长姚秀珠女士毕业于厦门大学企业管理系，实控人夫妇拥有超 30 年的经营管理经验，合计持股 45%。

#### ■ 改性塑料市场规模千亿级别，公司凭借多维度优势持续提升市占率

1) 市场概览：2021 年中国改性塑料市场规模为 2603 亿元，2021-2024 年市场规模 CAGR 预计为 6%，2022 年我国塑料改性化率为 24%，相比于全球水平（50%）还有较大提升空间。多重因素促进改性塑料市场扩容：①以旧换新政策推动传统家电更新，智能家电行业快速增长；②高端改性塑料逐步取代消费电子领域的传统材料；③汽车轻量化、环保化发展趋势促进车用改性塑料需求增长。

2) 竞争格局：受市场需求广泛及定制化需求影响，行业集中度较低，2022 年我国改性塑料市场 CR5 仅 14%，其中具备较强的自主创新能力、产能规模优势、优质客户资源以及产品差异化竞争的企业，有望进一步提升市场份额。

3) 公司优势：技术与产品方面，公司核心技术突破行业瓶颈，实现进口替代；拥有庞大配方库及配方逆向推导能力，助力提升产品性能与性价比；专注于开发及销售定制化、差异化程度较高的高附加值产品，提升盈利能力。客户方面，公司主要服务于家电领域客户，并逐步向汽车、消费电子等领域拓展；2023 年比亚迪成为公司第二大客户；2024 年以来，公司开发了电子烟、安防设备、汽车油管等领域的新客户，打开未来增量空间。

#### ■ 中国 PEEK 市场高速增长，公司前瞻布局打开成长空间

1) 市场概况：PEEK 材料凭借卓越的性能，在航空航天、汽车、医疗及机器人等领域展现出较大的应用潜力。2012-2022 年中国 PEEK 消费量从 80 吨增长至 2334 吨，CAGR 为 40%，呈现高速增长态势。

2) 竞争格局：外资企业威格斯和索尔维占据全球 PEEK 市场 90% 以上的份额，竞争格局呈现“一超多强”的特点。目前中国正处于产能扩建热潮，预计至 2027 年，中国 PEEK 材料实际年产能将达 5394 吨。

3) 公司亮点：公司携手院士专家共同合作开发 PEEK 系列产品，已积累较多技术成果，现有 PEEK 产品主要供应于阀门、管道等领域，同时重点关注其在医疗、人形机器人等领域的应用，有望率先抢占蓝海市场份额。

#### ■ 给予“增持”评级。公司作为改性塑料行业翘楚，受益于市场稳健增长以及自身技术创新、产品及客户布局优势，主业将迎来快速增长；同时公司积极拓展 PEEK 材料，

有望在新兴领域贡献业绩增量。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 6850 万元、9044 万元、1.06 亿元，CAGR 为 24%，据 2024 年 10 月 21 日股价（11.70 元），对应 PE 为 24、18、16X。首次覆盖，给予“增持”评级。

- 风险提示：募投项目实施爬产不及预期、下游需求不及预期、原料价格波动风险、研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

单击或点击此处输入文字。

## 内容目录

<b>1、改性塑料领军者，业绩快速增长</b> .....	<b>5</b>
1.1、30 余年持续专注于改性塑料，铸就行业领导者.....	5
1.2、公司经营底色良好，盈利能力持续爬升.....	6
1.3、实控人管理经验丰富，股权结构较为集中.....	9
<b>2、改性塑料为公司基本盘，下游应用领域爆发可期</b> .....	<b>11</b>
2.1、市场总览：中国改性塑料前景广阔，下游家电&汽车助力扩容.....	11
2.2、竞争格局：行业集中度低，中国后发优势显著.....	14
2.3、公司亮点：核心技术打破行业瓶颈，技术、客户优势明显.....	16
<b>3、前瞻布局 PEEK 材料，打开成长空间</b> .....	<b>18</b>
3.1、市场分析：PEEK 性能卓越，中国市场快速发展.....	18
3.2、竞争格局：外资占据垄断地位，中国正处于产能扩建期.....	19
3.3、公司亮点：前瞻布局 PEEK 材料，有望抢占蓝海市场份额.....	21
<b>4、盈利预测与估值</b> .....	<b>22</b>
<b>5、风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司主要产品.....	5
图表 3：公司营收及 YOY.....	6
图表 4：公司归母净利润及 YOY.....	6
图表 5：公司营收分产品情况.....	7
图表 6：公司营收分市场情况.....	7
图表 7：公司毛利率分产品情况.....	7
图表 8：公司毛利率分市场情况.....	7
图表 9：公司毛利率与归母净利率.....	8
图表 10：公司期间费用率.....	8
图表 11：公司经营性现金流净额（百万元）.....	8
图表 12：公司存货及应收账款周转天数.....	8
图表 13：公司资产负债率和有息负债率.....	9
图表 14：公司剔除预收款后的资产负债率.....	9
图表 15：公司股权结构图（截至 2024H1）.....	9
图表 16：公司管理层简介及持股比例.....	10
图表 17：塑料的分类及改性塑料的合成过程.....	11
图表 18：改性塑料产业链.....	11
图表 19：2022 年中国改性塑料下游应用占比.....	11
图表 20：中国改性塑料市场规模及增速.....	12
图表 21：中国改性塑料产量及增速.....	12
图表 22：中国塑料改性化率提升空间大.....	12
图表 23：中国家电市场零售额.....	13
图表 24：中国智能家电市场规模及增速.....	13
图表 25：中国消费电子市场规模庞大.....	13
图表 26：改性塑料在汽车工业中的应用优势.....	14
图表 27：主要汽车塑料件的应用情况.....	14
图表 28：中国新能源汽车销量及增速.....	14
图表 29：中国新能源汽车市场渗透率.....	14

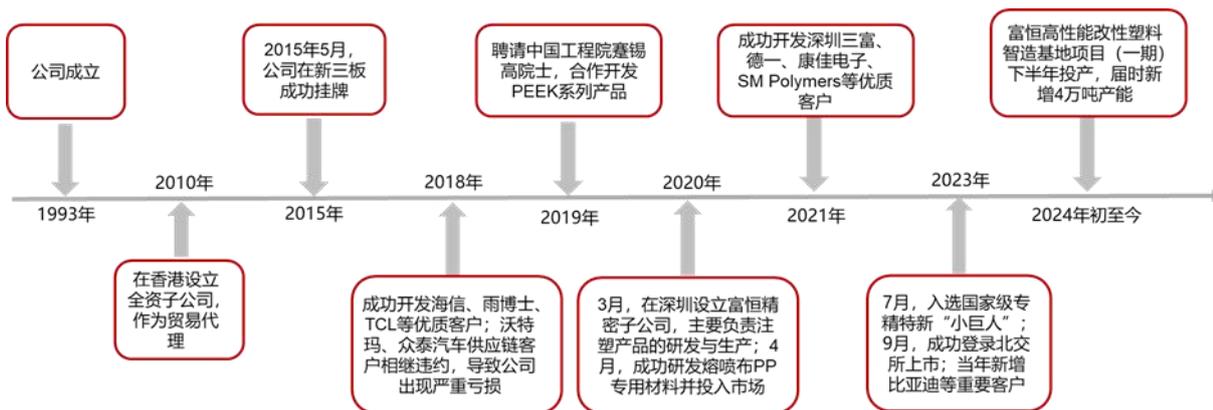
图表 30: 全球改性塑料技术来源国分布.....	15
图表 31: 中国 VS 日本改性塑料行业技术专利申请量.....	15
图表 32: 中国改性塑料企业市场份额 (截至 2022 年) .....	15
图表 33: 富恒新材与国内主要的改性塑料企业对比.....	15
图表 34: 公司核心技术情况.....	16
图表 35: 公司主要在研项目 (2023 年) .....	17
图表 36: 2020-2023 年富恒新材客户结构变化.....	17
图表 37: PEEK 特性及用途.....	18
图表 38: PEEK 与主要金属材料性能对比情况.....	18
图表 39: PEEK 与主要工程塑料、特种工程塑料性能对比情况.....	19
图表 40: 全球 PEEK 产品消费量.....	19
图表 41: 中国 PEEK 产品消费量 (吨) .....	19
图表 42: 全球五大 PEEK 厂商产能与产量 (截至 2022 年) .....	20
图表 43: 中国 PEEK 主要厂商产能与产量 (截至 2022 年) .....	20
图表 44: 公司盈利预测.....	22
图表 45: 可比公司与估值.....	23

# 1、改性塑料领军者，业绩快速增长

## 1.1、30 余年持续专注于改性塑料，铸就行业领导者

- **深耕行业三十余载，成就改性塑料小巨人。**公司成立于 1993 年，专注于改性塑料的研发与生产，目前已成长为业内领军企业及国家专精特新小巨人。公司主要产品包括苯乙烯类、改性塑料工程类和聚烯烃类等，广泛应用于家电、消费电子、汽车零部件等关键领域。公司凭借独特 know-how、高效配方设计、材料逆向分析、快速响应、规模化生产等方面的优势，赢得了创维集团、康佳集团、传音控股、迈瑞医疗、比亚迪等知名企业的合作。

图表 1：公司发展历程



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司根据所使用的塑料基材不同，形成了**苯乙烯类、改性工程塑料类和聚烯烃类三大产品品类**，产品形态为塑料改性粒子。

①**苯乙烯类**以通用塑料中 ABS、PS、AS 材料等为基材，综合性能优良，适用于家电及消费电子壳体。在家电方面，其用于制造电视机/显示器面框、后壳及底座，暖风机和空气净化器的外壳及组件，风扇外壳等；在消费电子方面，其用于摄像头、数码相机、电脑服务器机箱和路由器的外壳等。

②**改性工程塑料类**以 PC、PA、PET、PC/ABS 合金等材料工程塑料为基材，具有良好的机械性能、耐高低温性能、尺寸稳定性等优点。在家电行业，其用于电视和显示器的中框、后壳及底座，暖风机的 PTC 支架、出风口、连接器和线圈骨架，以及空气净化器的外壳；消费电子领域中，其用于音响网罩、盆架和主体，蓝牙耳机和电池盒的外壳，手机的中框、面壳和电池盖，以及平板和笔记本电脑的上下盖和键盘；在汽车领域，其用于制造汽车仪表盘和车灯。

③**聚烯烃类**以通用塑料 PP、PE 等材料为基材，以其密度小质轻、韧性好等特性，广泛应用于在汽车和家电领域中需要兼具强韧性和轻量化的产品部件中。在家电领域，其用于暖风机外壳、风轮，风扇扇叶以及空调挂机外壳；在消费电子领域，其用于头戴式耳机头带、音响外壳；在汽车领域，其用于汽车内外饰件。

图表 2：公司主要产品

产品类型	主要基材系列	产品特点	下游主要行业领域	具体应用产品
苯乙烯类	ABS、PS、AS 等	综合性能好、流动性佳易成型、化学稳定性及电性能良好等特点，广泛适用于家用电器中各类壳体及结构件、消费电子壳体及零部件等需	家电	电视机/显示器面框、后壳及底座，暖风机外壳及组件、空气净化器外壳及组件，风扇外壳等

		要综合性能平衡的产品	消费电子	摄像头外壳、数码相机外壳、电脑服务器机箱外壳、路由器外壳等
改性工程塑料	PC、PA、PET、PC/ABS 合金等	具有良好的机械性能和耐高低温性能，尺寸稳定性较好等优良特点，主要包括阻燃材料、阻燃增强材料和合金材料	家电	电视机/显示器中框、后壳及底座，暖风机 PTC 支架及出风口、连接器、线圈骨架，空气净化器等外壳等
			消费电子	音响网罩、左右盆架及主体等组件，蓝牙耳机外壳、电池盒等，手机中框、面壳、电池盖等，平板及笔记本电脑上下盖、键盘等
			汽车	汽车仪表盘、车灯等
聚烯烃类	PP、PE 等	具有密度较小质轻，流动性好易成型、韧性好、耐化学性好、低挥发性、成本低等特点，非常适合运用在家电及汽车领域中需要兼具强韧性和轻量化的产品部件中	家电	暖风机外壳、风轮，风扇扇叶，空调挂机外壳等
			消费电子	头戴式耳机头带、音响外壳等
			汽车	汽车立柱、门板、仪表板等内饰件，前后保险杠、格栅、轮罩等汽车外饰产品

来源：公司公告，中泰证券研究所

### 1.2、公司经营底色良好，盈利能力持续爬升

- **业绩整体稳健增长。**①从整体看，公司营收从 2012 年的 3.9 亿元增至 2023 年的 5.8 亿元，CAGR 为 4%，2024H1 营收实现 3.9 亿元，同比+60%，实现高增；归母净利润从 2012 年的 2013 万元增至 2023 年的 5768 万元，CAGR 为 10%，2024H1 归母净利润实现 3439 万元，同比+40%，实现高增。②从业绩特征看，2018 年公司亏损主要由于 1) 国内新能源补贴退坡及车辆购置税补贴刺激政策停止等原因，公司沃特玛、众泰汽车供应链客户账款违约，公司对此计提较多的坏账准备，2) 原料成本上涨导致毛利率下滑，3) 公司积极推进新产品开发，研发费用显著增长；2020 年公司净利润高增主要由于 1) 石油原料价格下跌；2) 新产品“熔喷布 PP 专用材料”投入市场，主要用于生产口罩、防护服等，在疫情物资短缺的情形下取得良好经济效益。

图表 3：公司营收及 YOY



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 4：公司归母净利润及 YOY



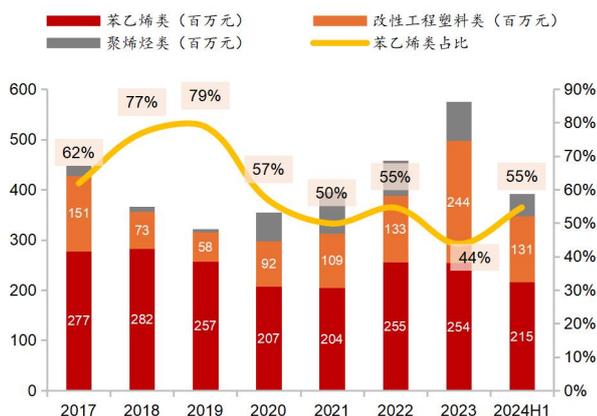
来源：WIND，中泰证券研究所

- **苯乙烯类产品为主要收入来源，改性工程塑料类与聚烯烃类产品占比呈现提升态势。**2017-2023 年，苯乙烯类产品营收占比从 62% 下降至 44%，此因公司策略性缩减在竞争激烈、毛利率的中低端家电市场的业务，转而专注于高附加值产品；同期，改性工程塑料类产品营收占比从 34% 变动至 42%，整体呈现提升态势，2022 年受益于公司与三富影音、雨博士等客户合作深入，改性工程塑料类产品销量同比回升；同期，聚烯烃类产品营收占比从 4% 变动至 13%，整体呈提升态势，2020 年，新冠疫情爆发导致熔喷聚丙烯类产品需求大幅上升；2021 年，公司开发新客户 SM Polymers Inc.，SM 主要

采购聚烯烃类产品用于汽车和食品包装领域，促进了销量增长。盈利水平方面，2017年以来改性工程塑料毛利率整体在16%~27%之间，高于苯乙烯类，而聚烯烃类毛利率波动较大。

- **境内市场贡献主要营收。**2017年以来，境内市场营收占总营收的80%以上。公司地处珠三角核心区域，得益于区域内丰富的家电及消费电子企业集群，公司主要服务于华南的重点客户，2020-2022年，华南地区的营收占比分别为94%、81%和87%。2021-2022年境外收入占比相较于2020年显著提升，主要因为公司新增加拿大客户 SM Polymers Inc.并向其供应聚烯烃类产品。盈利水平方面，2017年以来除去2018年的特殊年份，境内毛利率整体在15%-20%之间。

图表 5: 公司营收分产品情况



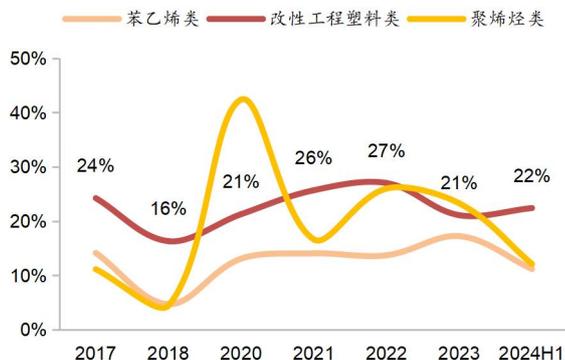
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 6: 公司营收分市场情况



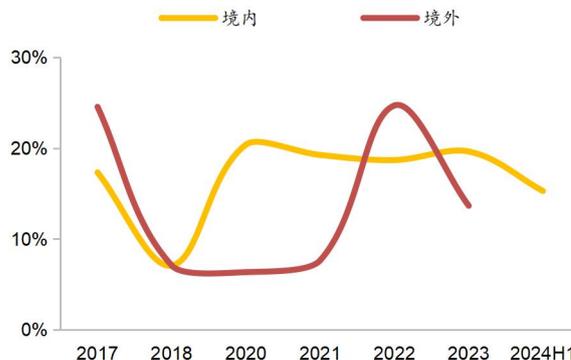
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 7: 公司毛利率分产品情况



来源: WIND, 中泰证券研究所

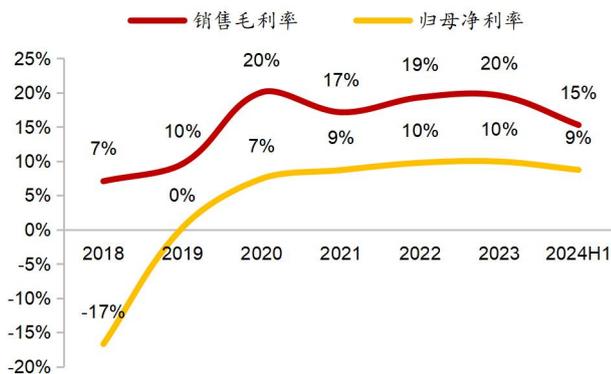
图表 8: 公司毛利率分市场情况



来源: WIND, 中泰证券研究所

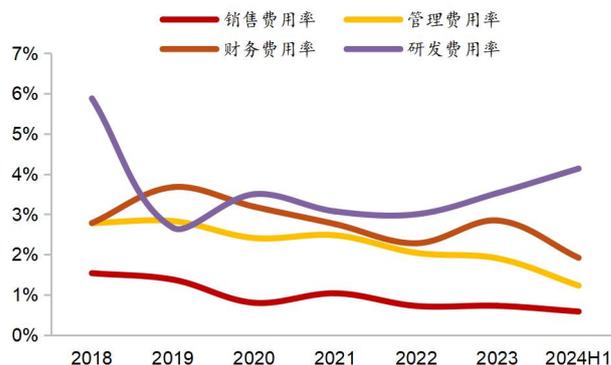
- **公司盈利能力显著改善。**2018年为公司毛利率及净利率的低点，此后呈现显著改善态势，2018-2023年公司毛利率从7%提升至2023年的20%，归母净利率从-17%提升至2023年的10%，2021年，公司毛利率同比-3pp主要受熔喷聚丙烯类产品需求及单价显著下降。费用率方面，2018年以来公司销售、管理、财务费用率整体呈下降趋势；2024H1年公司销售、管理、财务、研发费用分别为0.58%、1.23%、1.92%、4.14%，同比-0.33pp、-1.26pp、-1.25pp、+1.49pp。

图表 9：公司毛利率与归母净利率



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 10：公司期间费用率



来源：WIND，中泰证券研究所

- **应收账款周转天数整体呈下降趋势。**2019-2022 年公司经营净现金流为正，2018 年和 2023 年公司净现金流为负，主要原因分别是是应收账款资金回笼缓慢、职工薪酬及缴纳前期税务增加。2024H1 公司经营净现金流为-4870 万元，同比-94%，主要由于销售主要以票据结算方式回款。2018 年以来，公司存货周转天数整体呈现上升态势，从 2018 年的 44 天上升至 2024H1 的 85 天，应收账款周转天数整体呈下降趋势，从 2018 年的 226 天下降至 2024H1 的 149 天。

图表 11：公司经营净现金流净额（百万元）



来源：WIND，中泰证券研究所

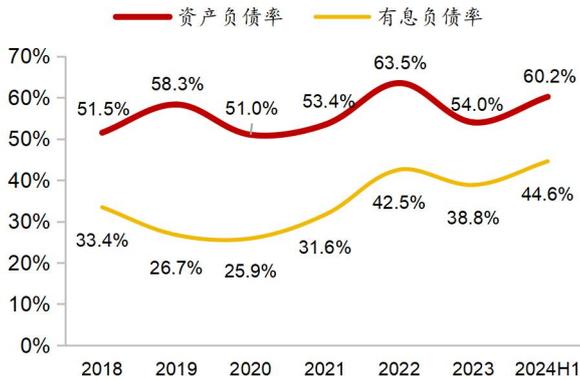
图表 12：公司存货及应收账款周转天数



来源：WIND，中泰证券研究所

- **资产分析：**2023 年底公司总资产规模为 9.93 亿元，同比+32%，其中流动资产为 6.56 亿元，占总资产比例为 66%；非流动资产为 3.37 亿元，占总资产比例为 34%。资产进一步细分来看，货币资金为 0.90 亿元，应收票据及应收账款为 3.26 亿元，存货为 1.27 亿元，占总资产比例分别为 9%、33% 和 13%。
- **偿债能力分析：**2018-2024H1，公司资产负债率及有息负债率分别处于在 50%-65%、25%-45% 的区间，为合理水平；24H1 资产负债率为 60.2%；2023 年底公司总负债为 5.36 亿元，其中，应付账款为 5924 万元，应付职工薪酬为 182 万元，短期借款为 1.27 亿元，合同负债为 255 万元，占总负债比例分别为 11.1%、0.3%、23.6%和 0.5%。2023 年公司剔除预收款后的资产负债率为 53.9%，2024H1 升至 59.9%。

图表 13：公司资产负债率和有息负债率



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 14：公司剔除预收款后的资产负债率

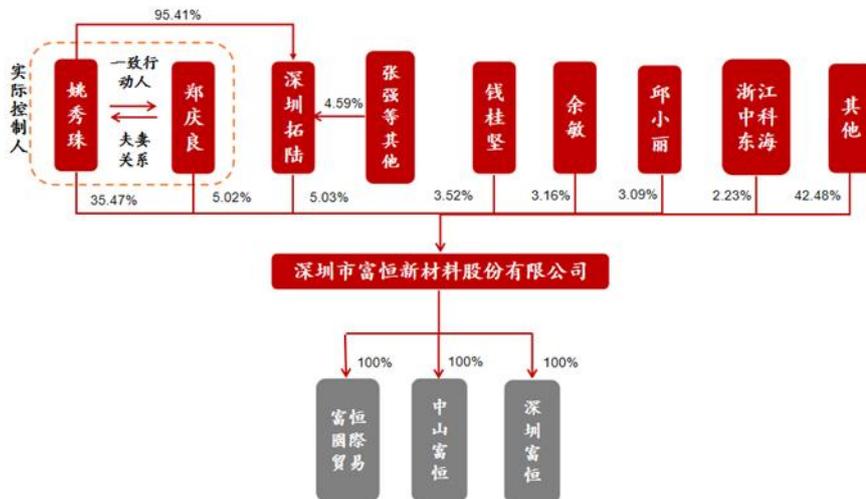


来源：WIND，中泰证券研究所

### 1.3、实控人管理经验丰富，股权结构较为集中

- **股权结构较为集中，实控人管理经验丰富。**姚秀珠女士和郑庆良先生为夫妻关系，同为公司实控人。截至 2024H1，姚秀珠直接持股 35.47%，并通过深圳拓陆间接持有 4.80%的股份；郑庆良直接持股 5.02%，夫妻二人合计持股 45.29%。董事长姚秀珠女士毕业于厦门大学企业管理系，拥有 30 余年的经营管理经验，积累了深厚的行业专业知识。

图表 15：公司股权结构图（截至 2024H1）



来源：WIND，中泰证券研究所

**图表 16：公司管理层简介及持股比例**

姓名	年龄	职位	简介	持股比例（截至2024H1）
姚秀珠	56	董事长、总经理、董事	女，1968年出生，本科学历，毕业于厦门大学企业管理系。深圳市富恒新材料股份有限公司第一届董事会董事长兼公司总经理，1989年任深圳市宝运工艺厂副厂长；1991年任深圳市南国化工贸易公司经营部副经理，1995年后任公司执行董事，现任公司董事长兼总经理，2015年7月至2016年1月兼任董事会秘书。	35.47%
郑庆良	61	副董事长、副总经理、董事	男，1963年出生，本科学历，深圳市富恒新材料股份有限公司第一届董事会副董事长，1989年任深圳市宝运工艺厂厂长，1991年任深圳市南国化工贸易公司经营部经理，1995年任深圳市富恒塑胶颜料有限公司任公司营销总监，现任公司副董事长兼副总经理。	5.02%
高曼	39	副总经理、董事会秘书	女，中国国籍，无境外永久居留权，出生于1985年，研究生学历，文艺学专业，毕业于山东理工大学，籍贯湖南；2011年9月起至2016年1月担任公司证券事务代表。高曼女士于2013年取得深圳证券交易所颁发的董事会秘书资格证书。	0
张俊	38	研发部副经理、董事	男，1987年6月出生，中国国籍，无永久境外居留权，硕士学历。2013年7月加入公司，担任深圳市富恒新材料股份有限公司研发部工程师。2017年6月，担任公司研发部副经理。	0
赖春娟	45	财务总监	女，1979年12月出生，大专学历，籍贯福建。2000年-2007年，任深圳市富恒新材料股份有限公司出纳，ISO文件管理员；2007年-2015年6月，任深圳市富恒新材料股份有限公司总账会计，税务会计兼财务副经理。2015年7月至今担任公司财务负责人。	0

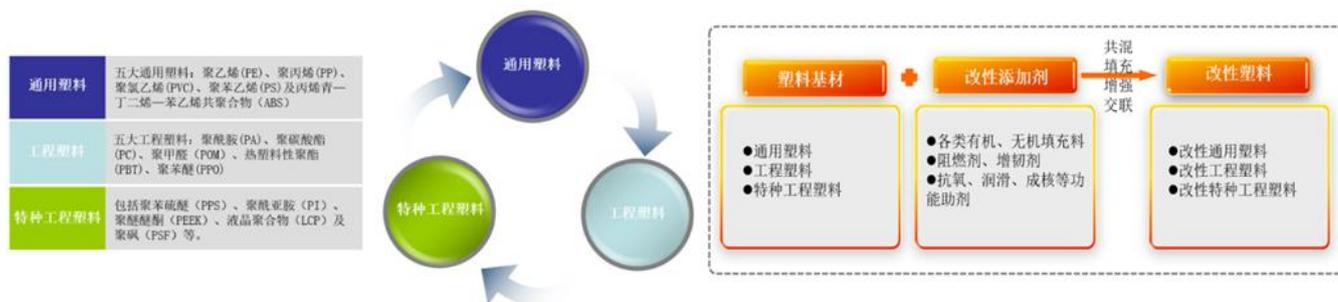
来源：WIND，中泰证券研究所

## 2、改性塑料为公司基本盘，下游应用领域爆发可期

### 2.1、市场总览：中国改性塑料前景广阔，下游家电&汽车助力扩容

- **塑料**是一类具有可塑性的合成高分子材料，可分为通用塑料、工程塑料、特种工程塑料。**改性塑料**是指在通用塑料、工程塑料或特种工程塑料等塑料基材的基础上，通过添加能改善塑料在力学、流变、燃烧、电、热、光、磁等方面性能的添加剂或其他树脂，以共混、填充、增强、增韧、交联等技术手段，使其具有抗冲击、高韧性、阻燃、易加工性等更加优越性能的塑料。

图表 17：塑料的分类及改性塑料的合成过程

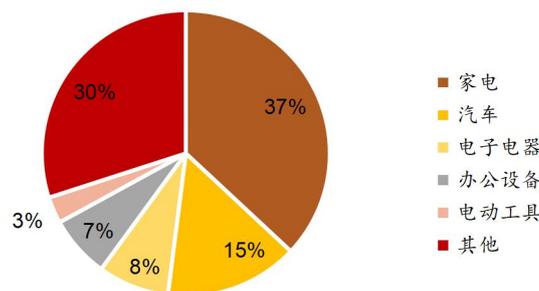
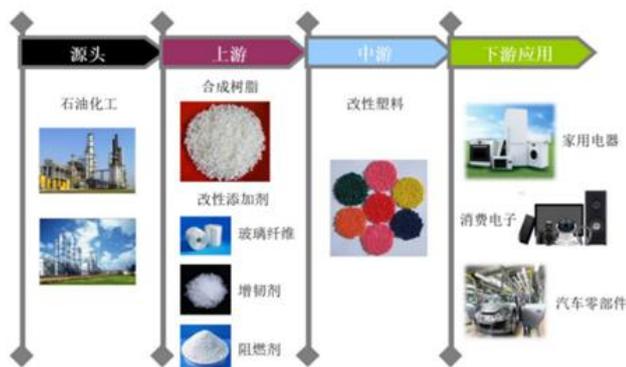


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **从产业链方面看**，改性塑料的源头是石油化工行业，上游原材料一般是各种合成树脂以及各类添加剂等，下游则主要覆盖家用电器、消费电子、汽车零部件等领域。**应用端来看**，据中商产业研究院，2022年中国改性塑料市场中，家电在下游产业占比最高，为37%，其次为汽车(15%)、电子电器(8%)等，可见家电是改性塑料最主要的下游应用。改性塑料广泛用于家电如洗衣机、冰箱、电饭煲、电视、空调、微波炉等的罩盖、壳体及配件，主要包括矿物填充、耐候、阻燃、玻纤增强等类型的改性塑料产品。

图表 18：改性塑料产业链

图表 19：2022 年中国改性塑料下游应用占比



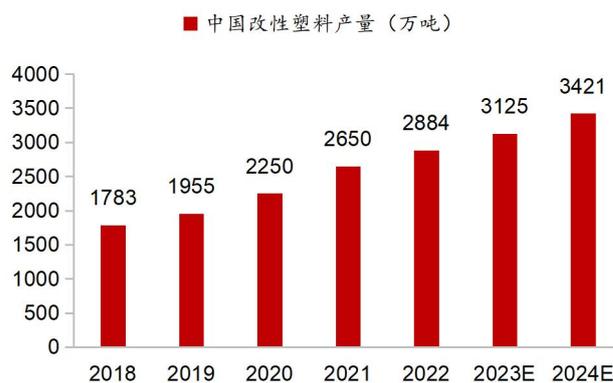
来源：公司公告，中泰证券研究所

来源：中商产业研究院，中泰证券研究所

- **中国改性塑料市场规模稳健增长**。据中商产业研究院，中国改性塑料市场规模从2021年的2603亿元预计增长至2024年的3107亿元，CAGR为6%；中国改性塑料产量从2018年的1783万吨预计增长至2024年的3421万吨，CAGR为11%。随着汽车工业、家用电器、电子通信、新能源产业以及基础材料“以塑代钢”、“以塑代木”的发展，我国改性塑料市场有望持续扩容。

**图表 20：中国改性塑料市场规模及增速**


来源：中商产业研究院，中泰证券研究所

**图表 21：中国改性塑料产量及增速**


来源：中商产业研究院，中泰证券研究所

- 中国塑料改性化率还有较大提升空间。**据中商产业研究院，2022 年全球塑料改性化率近 50%，我国塑料改性化率仅 24%，但相比全球水平仍有较大提升空间；预计我国塑料改性化率将在 2024 年达到 26%，2016 年至 2024 年有望呈现稳步提升态势。

**图表 22：中国塑料改性化率提升空间大**


来源：中商产业研究院，中泰证券研究所

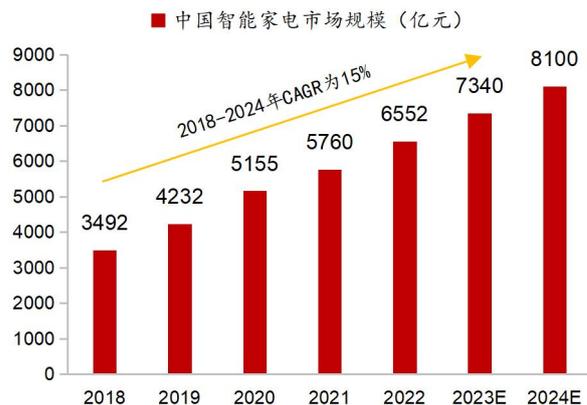
- 传统家电行业有望受益于以旧换新政策，智能家电行业快速增长。**受 2024 多轮家电以旧换新政策激励，传统家电更新换代步伐加快；智能家电凭借提升消费者生活品质的优势，其行业规模有望持续较快增长。据《2022 年中国家电市场报告》，2020-2022 年我国家电市场零售额在 8000-9000 亿元。据中商产业研究院，中国智能家电市场规模从 2018 年的 3492 亿元预计增长至 2024 年的 8100 亿元，CAGR 为 15%，呈快速增长态势。随着传统家电更新换代浪潮到来，以及智能家电快速发展，家电用改性塑料需求将迎来放量增长。

图表 23：中国家电市场零售额



来源：《2022 年中国家电市场报告》，中泰证券研究所

图表 24：中国智能家电市场规模及增速



来源：中商产业研究院，中泰证券研究所

- 改性塑料以卓越特性替代消费电子领域的传统材料。**①塑料材料本身具备较好的电性能，并可通过改性技术进一步调整其介电常数，可以作为各类电子设备的元器件、壳体、结构件、功能件的主要材料之一；②与普通塑料相比，改性塑料增强增韧性能、阻燃性能、耐高温性能、耐老化性能、耐划痕性能等对电子产品的安全性和稳定性起着至关重要的作用；③塑料以其轻量化和易于加工的特点，满足消费者对消费电子产品轻便、时尚、个性等需求。凭借上述性能，改性塑料目前已大量取代了传统金属和无机非金属材料，成为了消费电子产品的主要材料之一。
- 消费电子市场规模庞大，助力高端改性塑料需求增长。**据 Statista，中国消费电子市场规模从 2017 年的 1.61 万亿元预计增长至 2023 年的 1.92 万亿元，CAGR 为 3%，市场规模庞大。随着性能、安全、环保标准提升，塑料材料需更轻量、防火、环保，消费电子环保化、智能化、小型化趋势促进高端改性塑料需求增长。

图表 25：中国消费电子市场规模庞大



来源：Statista、中商产业研究院，中泰证券研究所

- 改性塑料广泛应用于汽车零部件。**近年来，改性塑料在阻燃性、机械强度、抗冲击性、韧性和易塑性等方面均具有较大提高，能够较好的满足汽车产业的设计要求，同时在同等体积下仅有钢材三分之一的重量。改性塑料的应用范围已由内外饰扩大到了结构件、甚至车身、底盘，在汽车工业中的作用和地位越来越明显，根据前瞻产业研究院的预测，预计 2017-2022 年汽车改性

塑料需求总量增速将在 6% 左右，到 2022 年，汽车用改性塑料需求总量将超 640 万吨。

**图表 26：改性塑料在汽车工业中的应用优势**

改性塑料特点	在汽车工业中的优势
轻便	1KG 的塑料可代替钢铁等其他材料 2-3KG，减少汽车重量，省油环保
样式丰富	颜色、外观较为丰富
加工成本低	生产塑料零部件的费用较金属制品低
其他特性	抗冲击性；耐酸性；电绝缘性和耐磨隔热性等

来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所

**图表 27：主要汽车塑料件的应用情况**

应用类别	制品
内饰件	仪表盘，杂物箱，杂物盒，烟盒，方向盘，立柱装饰，扶手，车门，地板护板，手套箱
外饰件	保险杠，扰流板，挡泥板，挡泥板衬板，车门把手
发动机室零部件	气门室罩盖，冷却风扇，燃油箱，散热器水室，油泵壳体，进气歧管
电器件	前大灯组件，速度表，配线，蓄电池，音箱

来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所

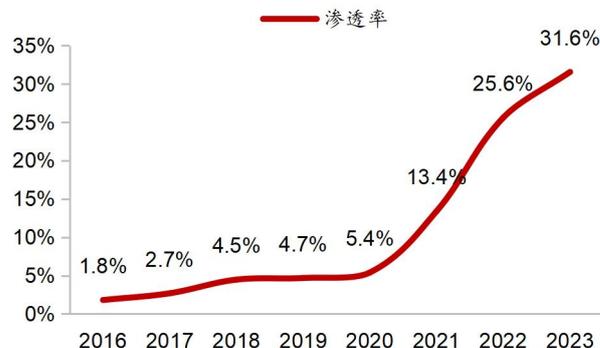
- **新能源汽车行业的发展带动汽车用改性塑料需求增长。**在新能源汽车领域，轻量化和环保化是当前汽车材料发展的主要方向。据中国汽车工业协会数据，我国新能源汽车销量从 2016 年的 51 万辆增长至 2023 年的 950 万辆，CAGR 为 52%，市场渗透率从 2016 年的 1.8% 增长至 2023 年的 31.6%，我国新能源汽车的销量及市场渗透率均呈高速增长的态势。

**图表 28：中国新能源汽车销量及增速**



来源：中国汽车工业协会，中泰证券研究所

**图表 29：中国新能源汽车市场渗透率**

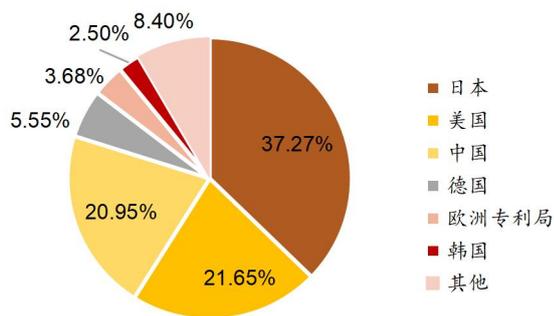


来源：中国汽车工业协会，中泰证券研究所

## 2.2、竞争格局：行业集中度低，中国后发优势显著

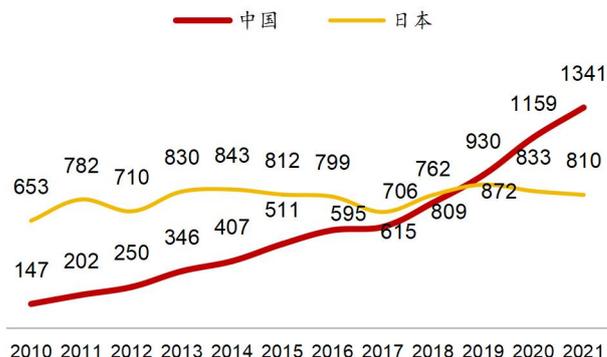
- **全球竞争格局：**第一大技术来源国为日本，中国专利申请趋势反超日本。截至 2021 年 8 月，全球改性塑料第一大技术来源国为日本，日本改性塑料专利申请量占全球改性塑料专利总申请量的 37.27%；其次是美国，美国改性塑料专利申请量占全球改性塑料专利总申请量的 21.65%；中国专利申请量排名第三，占比为 20.95%。2010-2018 年，日本改性塑料专利申请数量处于领先地位，但是在 2019 年后被中国反超。中国改性塑料专利申请量已从 2010 年的 147 项增长至 2021 年的 1341 项。

图表 30：全球改性塑料技术来源国分布



来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所，注：时间点为截至 2021 年 8 月

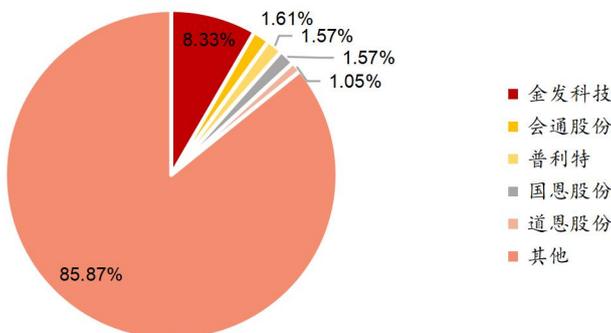
图表 31：中国 VS 日本改性塑料行业技术专利申请量



来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所（单位：项）

- **行业集中度低，2022 年的 CR5 仅 14%。**我国改性塑料行业规模达千亿元级别但分散，受市场需求广泛及定制化需求影响，产业集中度低。各厂商专注不同产品和客户领域，难以满足全面需求。截至 2022 年，前五大企业的市场份额总和仅占整体市场的 14.13%，其中，金发科技以 8.33% 的市场份额领跑行业，紧随其后的会通股份、普利特、国恩股份及道恩股份的市场份额分别为 1.61%、1.57%、1.57% 和 1.05%。我们认为，业内具备较强的自主创新能力、产能规模优势、优质客户资源以及产品差异化竞争的企业，有望进一步提升市场份额。

图表 32：中国改性塑料企业市场份额（截至 2022 年）



来源：中商产业研究院，中泰证券研究所

- **富恒新材与国内龙头公司对比：2023 年金发科技改性塑料类产品营收 270 亿元，毛利率 23.51%；富恒新材改性塑料类产品营收 5.76 亿元，毛利率 19.62%；相较于国内龙头企业，公司产品营收规模及毛利率还有较大提升空间。**

图表 33：富恒新材与国内主要的改性塑料企业对比

公司简称	成立时间	主要产品	主要销售领域	2023 年改性塑料类产品业绩情况
金发科技	1993 年	完全生物降解塑料、特种工程塑料、高性能碳纤维、再生塑料等	汽车、家电、现代农业、轨道交通、航空航天、高端装备等	收入 270 亿元，毛利率 23.51%
会通股份	2008 年	聚烯烃类、聚苯乙烯类、工程塑料	家电、汽车、5G 通讯、电子电气、医疗、轨道交通、家居建材、安防等	收入 52 亿元，毛利率 14.28%

普利特	1999年	高性能尼龙材料、高性能工程化聚丙烯材料、高性能塑料合金材料、特种工程塑料、高性能弹性体材料等	汽车行业等	收入 67 亿元，毛利率 15.97%
国恩股份	2000年	高分子改性材料、高分子复合材料、可降解材料、大健康与医用防护材料、体育草坪、光学材料、空心胶囊、专用车及模块化房	汽车、家电等	收入 97 亿元，毛利率 10.20%
道恩股份	2002年	热塑性弹性体、改性塑料、色母粒	车用轻量化材料、军工用特种材料、医疗耗材新材料、消费新材料	收入 32 亿元，毛利率 10.40%
富恒新材	1993年	苯乙烯类、改性工程塑料类、聚烯烃类和其他类	家用电器、消费电子、汽车零部件等	收入 5.76 亿元，毛利率 19.62%

来源：中商产业研究院，WIND，中泰证券研究所

### 2.3、公司亮点：核心技术打破行业瓶颈，技术、客户优势明显

- 公司技术优势：**通过自主研发，公司在改性塑料领域成功发展出一系列具备自主知识产权的核心技术，包括低翘曲玻纤增强热塑性树脂改性技术、高性能无卤阻燃热塑性树脂改性技术及低成本阻燃改性技术等。以上述技术为基础，公司的产品在物理化学性能、机械性能、成本等各方面具有较强的竞争力。

图表 34：公司核心技术情况

技术名称	关键技术内容和特点	技术来源	所处阶段
低翘曲玻纤增强热塑性树脂改性技术	采取玻纤及无机填充物的复配技术并通过无机填充物的种类和粒径的优选以及包覆处理来实现高玻纤在低剪切强度下的良好分散,减少树脂剪切降解,可显著善注塑件翘曲,能够降低下游客户继续加工的工艺难度,保障塑料制品外观与设计目标一致。	自主研发	大批量生产
高性能无卤阻燃热塑性树脂改性技术	高性能无卤阻燃热塑性树脂是现阶段阻燃产品中环保性好、技术要求高、市场前景广阔的品种。由于部分核心技术被国外厂商垄断,产品主要依赖进口,市场价格居高不下。公司多年来花费大量精力从事该项技术研发,逐步攻克了研发过程中遇到的各项技术难题。该类产品主要具备如下优点:(1)阻燃剂与热塑性树脂基材、辅料助剂相容性好,性能优异,阻燃效率高;(2)耐热性强,在高温条件下不分解、不变色;(3)产品无析出,对金属等加工设备无腐蚀,设备使用寿命大大延长;(4)与同类产品相比电性能突出,能满足电子电气领域产品较高的要求;(5)燃烧时发烟量少,烟密度低。	自主研发	大批量生产
低成本溴系阻燃改性技术	通过溴系阻燃剂和辅助阻燃剂协同复配,生产过程中阻燃剂侧喂加入,并调整生产机台的螺杆组合,降低阻燃剂使用量的同时保证阻燃剂在树脂中良好的分散与分布,可有效地减少溴系阻燃剂的用量,并可达到稳定的 UL94V-0 阻燃等级;与现有的溴系阻燃相比,具有低卤素含量、低瓦斯气、高性价比的优点,同时避免了过多酸性气体在制件表面形成气纹,具有良好的外观。	自主研发	大批量生产
高性能玻纤增强热塑性树脂外观改性技术	采用玻纤表面处理技术、玻纤和树脂相容技术、挤出机台螺纹元件排列组合等配方的优化和加工工艺的改进,有效提高基体树脂、辅料助剂与玻璃纤维的界面结合强度,制备的产品具有高刚性、高尺寸稳定性等优良特点,显著改善复合材料的综合性能。	自主研发	大批量生产
软触专用聚丙烯材料的制备技术	本技术选用高刚性和高硬度聚丙烯为基体,对不同种类的增韧剂硬度、粘度进行筛选和复配,对高长径比的滑石粉、玻璃微珠、硅灰石纤维等填料进行表面处理,制备出的软触感聚丙烯材料具有类似于软胶的触摸柔软度,并具有耐黄变、易成型、高模量和尺寸稳定的特点。	自主研发	小批量生产

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司配方优势和逆向推导能力：**公司凭借上万种产品配方，构建庞大配方库，覆盖主流热塑性塑料，并开发出阻燃材料、高稳定玻纤增强材料、耐化学腐蚀材料、耐化学材料、低 VOC 散发材料、免喷涂材料、高耐热材料、耐候材料等丰富的系列改性塑料产品。凭借配方设计优势以及公司近 30 年的行业经验与持续创新，公司具备了较强的配方逆向推导能力，在短时间内就可以通过客户的产品设计资料或产品样品逆向推导出相应的材料配方，并加以优化，使产品在性能特性和性价比方面更具优势，实现快速供应与高度客户满意度。

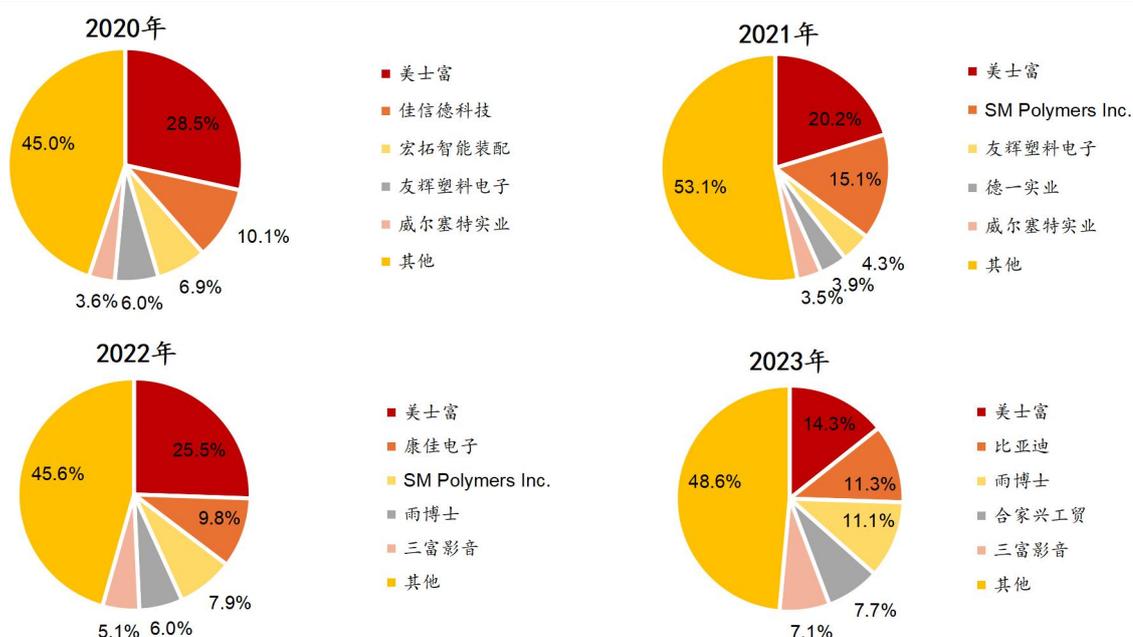
图表 35：公司主要在研项目（2023 年）

研发项目名称	所处阶段/项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
一种外观优异的玻纤增强 PC 材料的开发	中试阶段	熔体流动速率： $\geq 12\text{g}/\text{cm}^3$ ；拉伸强度： $\geq 70\text{MPa}$ ；弯曲强度： $\geq 120\text{MPa}$ ；弯曲模量： $\geq 3200\text{MPa}$ ；悬臂梁缺口冲击强度： $\geq 12\text{KJ}/\text{m}^2$ ；表面浮纤效果：优异	提升公司 PC 加纤订单的市场占有率。
一种橡胶手感 ABS 材料的开发	小试阶段	熔体流动速率： $\geq 15\text{g}/\text{cm}^3$ ；拉伸强度： $\geq 40\text{MPa}$ ；断裂伸长率： $\geq 15\%$ ；悬臂梁缺口冲击强度： $\geq 15\text{KJ}/\text{m}^2$ ；手感：和喷橡胶漆的手感一致	丰富公司的产品线。
一种高清晰镭雕专用增强 PA 材料的开发	试产阶段	密度： $1.36\pm 0.02\text{g}/\text{cm}^3$ ；拉伸强度 $\geq 130\text{MPa}$ ；弯曲强度 $\geq 170\text{MPa}$ ；弯曲模量 $\geq 5600\text{MPa}$ ；悬臂梁无缺口冲击强度 $\geq 50\text{KJ}/\text{m}^2$	拓展公司 PA 产品在家电及汽车领域的应用。
一种核酸检测盒用 HIPS 材料开发	试产阶段	密度： $1.03\sim 1.05\text{g}/\text{cm}^3$ ；拉伸强度 $\geq 23\text{MPa}$ ；弯曲强度 $\geq 34\text{MPa}$ ；弯曲模量 $\geq 1700\text{MPa}$ ；悬臂梁缺口冲击强度 $\geq 12\text{KJ}/\text{m}^2$ ；熔体流动速率： $\geq 4\text{g}/10\text{min}$	迎合市场需求。
汽车领域用高性能 PBT 材料的制备技术	试产阶段	材料拉伸强度 $\geq 90\text{Mpa}$ ；悬臂梁缺口冲击强度 $\geq 80\text{KJ}/\text{m}^2$ ；弯曲强度 $\geq 120\text{Mpa}$ ；弯曲模量 $\geq 5000\text{Mpa}$	较同类产品机械性能大幅度提升。
一种医疗床专用的复合材料	试产阶段	材料拉伸强度 $\geq 33\text{Mpa}$ ，弯曲模量 $\geq 1500\text{Mpa}$ ，抗菌性 $\geq 99\%$ ，光泽度 $\geq 70\text{GU}$ ，且加工性能优异。	较同类产品流动性大幅度提升。
汽车车灯用免喷涂高光黑、耐化学聚碳酸酯材料制备技术	试产阶段	材料黑度 L 值小于 26，高光泽度无麻点，熔体流动速率 10-15g/10min，冲击强度 $\geq 60\text{KJ}/\text{m}^2$	取代相关进口产品。

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司快速响应优势：**公司在经营策略上集中资源服务重点客户，快速响应体现于整个与合作客户的合作周期内。在合作前期的产品开发阶段，公司依托庞大的配方库和配方设计能力，能够帮助客户迅速开发其需要的产品；在生产及供货环节，通过精细化的排产降低生产周期，依托公司自有车队，可实现收到订单后一周内供货；在售后环节，公司会及时跟踪客户使用情况，依照客户需求，公司承诺 24 小时内安排相关人员到客户现场提供售后支持服务。
- 公司客户优势：**公司客户以家电、汽车、消费电子行业零部件供应商及终端客户为主。2020-2023 年公司 TOP5 客户收入占比在 45%-55%。近年来公司赢得了创维集团、康佳集团、传音控股、三诺电子、迈瑞医疗、比亚迪、传音控股、哈曼等知名客户的认可，客户资源愈加优质。

图表 36：2020-2023 年富恒新材客户结构变化



来源：公司公告，WIND，中泰证券研究所

### 3、前瞻布局 PEEK 材料，打开成长空间

#### 3.1、市场分析：PEEK 性能卓越，中国市场快速发展

- PEEK 材料性能卓越，适用范围广泛。**聚醚醚酮（PEEK）是一种高性能的聚合物材料，是在主链结构中含有一个酮键和两个醚键的重复单元所构成的高聚物，属特种高分子材料。PEEK 被公认为全球性能最卓越的热塑性材料之一，PEEK 材料出色的机械性能、抗磨耗性、耐腐蚀性、阻燃性、耐水解性、耐剥离性、生物相容性以及更高的使用温度使其在工业领域、高端产业具有较大应用潜力。

图表 37：PEEK 特性及用途

应用领域	特性	用途	应用价值
航空航天	耐水解、耐腐蚀、阻燃性好	飞机及火箭发动机的零部件	可用于飞机轮毂罩、整流罩、环境控制系统叶轮、连接器、线缆管道等组件，可取代金属零部件，从而降低飞机的总重量，提高其经济性和性能表现。此外它还具备出色的耐受极端温度能力和阻燃特性。
汽车制造	耐摩擦、耐高温、耐磨损	发动机内罩、汽车轴承、密封件和刹车片	可用于传动部件等应用，具备一次成型能力，较低的密度和轻质特性，可显著提升燃油经济性。在汽车制造领域，它适合替代传统的塑料和金属零部件，而且还具备自润滑性，有助于减少润滑油的使用。
IT 制造	耐高温、电气性能好	电绝缘材料和结构材料	可用于制造连接件、承接部件等，能够通过一次成型将多个零部件合并，从而简化整体结构。其低收缩率和低吸湿性有助于保持零件的高精密密度。
医疗	生物相容性好、弹性模量合适、可被 X 射线穿透	骨科材料	可用于制造人造骨骼、填充物等，具有优异的消毒性能，质轻，无毒，高生物相容性，可塑性强，还适用于新型加工方式如 3D 打印。
工业机械	机械性能好、耐高温、耐磨损	压缩机阀片、活塞环、密封片	具有卓越的耐腐蚀性能、耐高温磨损性、以及高度的塑性，因此非常适合用于化工行业领域，制造各类部件。

来源：Victrex、头豹研究院，中泰证券研究所

- PEEK 与金属材料的对比：**PEEK 比强度全面优于普通金属，密度仅为金属钢的 1/6，金属铝的 1/2，是满足汽车、航空航天等领域“轻量化”需求的优秀材料；同时，PEEK 在绝缘性、耐化学性方面均优于普通金属。相对于铝和钛合金，PEEK 适合作为医用植入材料，它的密度和弹性特性更接近人体骨骼且不易导热，植入后更舒适。PEEK 可以被 X 射线穿透，也更方便患者进行医疗检查。

图表 38：PEEK 与主要金属材料性能对比情况

PEEK 与通用金属钢、铝合金性能指标对比情况					
性能指标	指标含义说明	单位	PEEK	钢	铝合金
比强度	拉伸强度与密度比值，越大说明材料在相同密度情况下强度越好	N·m/kg	1500	70	190
介电常数	反映绝缘能力的系数	-	优	差	差
耐化学性	指物体对酸液、碱水、有机溶剂浸泡的耐力	-	优	良	良
PEEK 与医用金属钴、钛合金性能指标对比情况					
性能指标	指标含义说明	单位	PEEK	钴	钛合金
密度	与标准骨密度（约 1.2g/cm <sup>3</sup> ）比较，越接近该数值越好	g/cm <sup>3</sup>	1.3	6.5	4.5
弹性模量	人体颌骨弹性模量在 2-12GPa 之间，越接近该数值范围越好	Gpa	2.6	205	115
导热系数	比较耐热性能的参数，从植入材料角度，该数值越低越好	-	低	低	高

来源：Victrex、头豹研究院，中泰证券研究所

- PEEK 与其他工程塑料的对比：**在刚性方面，PEEK 超越了大多数特种工程塑料，同时，它的韧性并不是最差的（通常刚性和韧性之间存在反比关系，

而 PEEK 在保持出色刚性的同时，韧性超越了 PPS)，呈现出多方面的材料机械性能。

**图表 39：PEEK 与主要工程塑料、特种工程塑料性能对比情况**

特性	性能指标	指标说明	单位	特种工程塑料				工程塑料				对比结果说明
				PEEK	PTFE	PI	PPSU	PPS	POM	PA66		
刚性	拉伸模量	数值越大刚性越好	Mpa	4,300	1,750	3,700	2,450	4,000	2,800	1,700	刚性和韧性一般呈现反比例关系，PEEK 在刚性为最好的情况下韧性并非最低，展示了其全面的机械特性	
韧性	缺口冲击强度	数值越大韧性越好	KJmm <sup>2</sup>	3.5	4.5	4.5	12	2	8	4.5		
耐热	长期使用温度	数值越大耐热性能越好	°C	250	260	240	180	220	115	95	除 PTFE 外，PEEK 为耐热性能最好的材料之一	
耐磨	摩擦系数	数值越小耐磨性越好	-	0.4	0.15	0.4	0.45	0.5	0.52	0.5	除 PTFE 外，PEEK 为耐磨性能最好的材料之一	
耐腐蚀	耐化学性	数值越大耐化学性能越好	-	9.27	9.9	8.4	7.78	9.33	7.58	7.25	PEEK、PTFE、PPS 均为耐腐蚀性最好的材料	
电性能	介电强度	数值越大电性能越好	KV/mm	24	11	28	26	18	20	27	PEEK 绝缘性能与其他工程塑料无明显差距	

注：PTFE：聚四氟乙烯、PI：聚酰亚胺、PPS：聚苯硫醚、PPSU：聚亚苯基砜、POM：聚甲醛、PA66：聚酰胺 66

来源：头豹研究院，中泰证券研究所



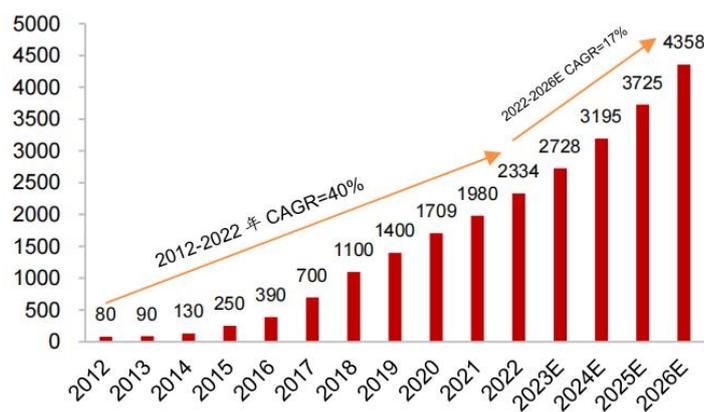
- **需求端：中国消费量快速增长。**据头豹研究院，欧洲、亚洲是全球 PEEK 消费的主要地区，2022 年 PEEK 消费占全球比分别为 37% 与 31%，2012-2022 年中国 PEEK 消费量从 80 吨增长至 2334 吨，CAGR 为 40%，呈高增态势，2025 年有望达 3725 吨，假设国内 PEEK 材料价格为 35 万元/吨，则 2022 年中国市场规模约 8 亿元，2025 年约 13 亿元。

**图表 40：全球 PEEK 产品消费量**

地区	消费量 (吨)		占全球总消费量比 (%)	
	2019 年	2022 年	2019 年	2022 年
中国	1400	2334	24%	31%
日本	300	410	5%	5%
亚太其他地区	345	440	6%	6%
北美	1550	1755	27%	23%
欧洲	2060	2800	35%	37%
其他	179	205	3%	3%
总计	5835	7556	100%	100%

来源：头豹研究院，中泰证券研究所

**图表 41：中国 PEEK 产品消费量 (吨)**



来源：头豹研究院，中泰证券研究所

### 3.2、竞争格局：外资占据垄断地位，中国正处于产能扩建期

- **外资主导全球 PEEK 生产，竞争格局呈现“一超多强”的特点。**PEEK 树脂的合成工艺极为复杂，自 1978 年 PEEK 树脂首次商业化生产以来近 50 年里，全球只有英国威格斯、比利时索尔维、德国赢创和中国中研股份四家企业产能达到了千吨级。整体来看，外资主导全球 PEEK 生产市场，威格斯和索尔维占据了 90% 以上的市场份额，竞争格局呈现“一超多强”的特点。

- **威格斯领跑全球产能。**截至 2022 年，英国威格斯是全球最大的 PEEK 生产商，其年产能高达 7150 吨，占据全球总产能的 52%。比利时索尔维的 PEEK 产能为 2500 吨/年，主要生产基地位于印度，产品主要出口至欧洲和日本；德国赢创是仅次于英国威格斯和比利时索尔维的第三大 PEEK 生产商，主要生产基地位于中国，产品也主要出口至欧洲。在国际市场上，PEEK 的平均售价通常在 80-100 万元/吨之间。

**图表 42：全球五大 PEEK 厂商产能与产量（截至 2022 年）**

公司名	国家	产能	产能占比	在建产能	项目进展	备注
威格斯	英国	7150t	52.30%	1500t	2021 年签约建设	20 世纪 70 年代末英国帝国化学工业(ICI)公司首先开发成功了 PEEK 材料，后来 ICI 公司的 PEEK 被威格斯收购，是全球首家使用 5,000L 反应釜进行 PEEK 聚合生产的企业
索尔维	比利时	2500t	18.30%	/	/	2005 年收购了印度 Gharda 化学公司的聚合物分部后，拥有了包括 PEEK 在内的高性能工程塑料的生产能力，索尔维在美国佐治亚州奥古斯塔和印度古吉拉特邦帕诺利的两家工厂使用对苯二酚生产 PEEK
赢创	德国	1250t	9.10%	/	产量最后一次提高是在 2015 年	2005 年赢创与吉林大学进行合作通过购买吉林大学的中试技术开发并生产出 PEEK，赢创拥有吉达赢创高性能聚合物（长春）85% 的股份
Sabir	沙特	/	/	/	/	/
住友化学	日本	/	/	/	/	/

来源：头豹研究院，中泰证券研究所

- **中国 PEEK 材料正处产能扩建热潮。**目前，国内生产厂商包括吉林中研股份、浙江鹏孚隆、山东君昊、盘锦伟英兴、吉林聚科、沃特股份等正在建设 PEEK 材料的产能。这些项目的总在建产能预计为 6460 吨，计划在 2023 年至 2027 年之间正式投产运营。通常情况下，从项目前期准备到项目正式投产运行，PEEK 材料工厂的产能建设周期约为 2-3 年。据头豹研究院，鉴于产能前期规划与实际投产产能之间存在差异，预计在 2022-2027 年期间，国内 PEEK 材料的有效新增产能将约为 3000 吨左右，预计到 2027 年，国内的 PEEK 实际产能将达到约 5394 吨/年。

**图表 43：中国 PEEK 主要厂商产能与产量（截至 2022 年）**

公司名	产能	产能占比	产量	产能利用率	在建产能	项目进展	备注
吉林中研股份	1000t	9.5%	549.98t	55%	5000t	/	全球第二家采用 5000L 反应釜进行 PEEK 聚合生产的企业
浙江鹏孚隆新材料	700t	5.1%	227.07t	30%	760t	/	用于技术研发，年产量不足百吨
长春吉大特塑	500t	3.7%	150t	113.54%	/	/	较强的科研能力
山东浩然特塑	300t	2.2%	37.5t	12.50%	/	/	用于技术研发，年产量不足百吨
山东君昊	80t	0.6%	30t	37.50%	2500t	2022 年 3 月公司项目批前公示	/
吉林聚科	200t	1.5%	80t	40%	1500t	/	/
凯盛新材	/	/	/	/	5000t	规划一万吨 PAEK，已开始建设原料氯化亚砷	/
盘锦伟英兴	/	/	/	/	1500t	/	/
沃特股份	/	/	/	/	900t	一万吨 PAEK(一期)中包括 900 吨 PEEK 材料	/

来源：头豹研究院，中泰证券研究所

### 3.3、公司亮点：前瞻布局 PEEK 材料，有望抢占蓝海市场份额

- **公司携手院士专家深耕 PEEK 材料，人形机器人等新领域推动市场扩容。**公司自 2019 年起便聘请了中国工程院蹇锡高院士作为顾问专家，共同合作开发 PEEK 系列产品，已积累较多技术成果，目前公司 PEEK 类产品主要供应于阀门、管道等领域，同时重点关注其在医疗、人形机器人等领域的应用，有望拓展更多业务机会。人形机器人使用 PEEK 材料在手臂和其他部位，特斯拉第二代机器人的两个手臂使用 PEEK 约 10 公斤，其他部位约十几公斤。假设一台人形机器人 PEEK 材料用量约 30kg、国际市场 PEEK 材料价格为 90 万元/吨，据中泰证券此前预测 2025 年全球人形机器人产量有望达 5.4 万台，可测算出 2025 年人形机器人领域 PEEK 材料市场规模约 15 亿元。

## 4、盈利预测与估值

- **投产情况：**公司深圳厂区的产能为 3.4 万吨，中山项目投产后将新增 4 万吨产能，合计产能达到 7.4 万吨；9 月底随着中山基地逐步投产，产能不足的状态将得到极大缓解；中山和深圳厂区的设备均为通用设备，可以通过更换螺杆组合和调整生产工艺来生产不同产品，产能柔性可调整。
- **2024-2026 年盈利预测关键假设：**
  - ①**改性塑料类业务：**公司改性塑料类业务包括苯乙烯类、改性工程塑料类、聚烯烃类的生产与销售，根据公司已披露的投产进度以及历史的产能利用率与产销率，假设未来三年该业务产能均为 7.4 万吨，产能利用率分别为 59%、78%、95%，产销率基本饱和；同时根据历史单价走势以及公司近年来不断优化客户结构与产品结构，预计未来三年单价呈现小幅提升态势，分别为 1.75、1.80、1.82 万元/吨；毛利率为前三年均值。
  - ②**其他业务：**该业务占比较小，不对公司的经营状况构成比较重大的影响，假设 2024-2026 年收入保持稳定增长，毛利率为前三年均值。
- **2024-2026 年期间费用率关键假设：**考虑到新项目产能爬坡、公司持续开拓新客户以及重视研发投入，预计公司未来三年销售/管理/研发费用率小幅度上升。

图表 44：公司盈利预测

单位:百万元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>改性塑料类</b>							
营业收入	354.58	395.12	457.67	574.78	770.00	1044.00	1274.00
YOY	-	11.43%	15.83%	25.59%	33.96%	35.58%	22.03%
占比	97.51%	96.33%	97.88%	99.17%	99.31%	99.44%	99.48%
毛利率	19.88%	17.80%	19.45%	19.69%	18.98%	19.38%	19.35%
<b>其它</b>							
营业收入	9.04	15.05	9.92	4.83	5.31	5.90	6.61
YOY	-	66.48%	-34.09%	-51.31%	10.00%	11.00%	12.00%
占比	2.49%	3.67%	2.12%	0.83%	0.69%	0.56%	0.52%
毛利率	27.32%	-0.04%	13.58%	6.39%	6.64%	8.87%	7.30%
<b>合计</b>							
营业收入	363.62	410.17	467.59	579.61	775.31	1,049.90	1,280.61
YOY	11.44%	12.80%	14.00%	23.96%	33.76%	35.42%	21.97%
毛利率	20.07%	17.15%	19.33%	19.58%	18.90%	19.32%	19.29%
归母净利润	27.11	35.70	45.68	57.68	68.50	90.44	105.96
YOY	2498.87%	31.70%	27.95%	26.26%	18.77%	32.02%	17.17%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **首次覆盖，给予“增持”评级。**公司为国内新材料领域的佼佼者，有望受益于下游应用场景不断丰富以及客户结构持续优化，业绩增长确定性高；同时正积极拓展 PEEK 材料，有望在新兴领域打造业绩增量。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 6850 万元、9044 万元、1.06 亿元，未来 3 年收入 CAGR 为 29%，归母净利润 CAGR 为 24%。选取以改性塑料为主业的金发科技、国恩股份、会通股份、禾昌聚合作为富恒新材的可比公司进行估值对比分析。根据 2024 年 10 月 21 日股价（11.70 元），2024-2026 年可比公司 PE 均值为 15.12、11.16、8.79，富恒新材 PE 为 24.07、18.23、15.56。首次覆盖，给予“增持”评级。

**图表 45：可比公司与估值**

公司	代码	2024/10/21	EPS (元)				PE (倍)				数据来源
		股价 (元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
金发科技	600143.SH	7.97	0.12	0.39	0.63	0.82	66.97	20.48	12.72	9.71	Wind 一致预期
国恩股份	002768.SZ	20.89	1.72	2.10	2.67	3.36	12.15	9.97	7.82	6.22	Wind 一致预期
会通股份	688219.SH	8.48	0.32	0.49	0.64	0.86	26.50	17.20	13.20	9.86	Wind 一致预期
禾昌聚合	832089.BJ	11.96	1.08	0.93	1.10	1.28	11.07	12.84	10.88	9.37	Wind 一致预期
均值							29.17	15.12	11.16	8.79	-
富恒新材	832469.BJ	11.70	0.65	0.49	0.64	0.75	18.00	24.07	18.23	15.56	本文预测数据

来源：WIND，中泰证券研究所

## 5、风险提示

- **募投项目爬产进度不及预期：**公司深圳厂区的产能为 3.4 万吨，IPO 募投的中山项目投产后将新增 4 万吨产能，合计产能达到 7.4 万吨；9 月底随着中山基地逐步投产，产能不足的状态将得到极大缓解。若后续募投项目爬产进度不及预期，将对公司的业绩造成不利影响。
- **下游需求不及预期：**家电、汽车、消费电子是公司产品的主要应用行业之一，下游行业的景气程度对公司收入影响较大。如果未来下游行业景气度出现明显下滑，可能导致总需求下降和行业竞争加剧，从而对公司的经营业绩造成不利影响。
- **原料价格波动风险：**改性塑料的源头是石油化工行业，上游原材料一般是各种合成树脂以及各类添加剂等，若原材料价格波动较大，可能对公司的业绩造成不利影响。
- **研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	90	124	111	86	营业收入	580	775	1,050	1,281
应收票据	19	47	56	62	营业成本	466	629	847	1,034
应收账款	307	411	556	679	税金及附加	1	2	4	7
预付账款	56	13	18	23	销售费用	4	6	9	13
存货	127	92	82	100	管理费用	11	16	23	31
合同资产	0	0	0	0	研发费用	20	29	41	51
其他流动资产	57	32	42	50	财务费用	16	11	11	11
流动资产合计	656	717	865	1,000	信用减值损失	-6	0	-5	-5
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	0	-1	-1
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	28	23	18	15	投资收益	-1	0	0	-2
在建工程	274	278	282	286	其他收益	17	0	0	0
无形资产	24	29	28	28	<b>营业利润</b>	<b>68</b>	<b>82</b>	<b>108</b>	<b>126</b>
其他非流动资产	12	9	9	9	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	337	338	337	337	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产合计</b>	<b>993</b>	<b>1,055</b>	<b>1,202</b>	<b>1,337</b>	<b>利润总额</b>	<b>66</b>	<b>80</b>	<b>106</b>	<b>124</b>
短期借款	126	55	55	55	所得税	9	11	16	18
应付票据	0	0	17	31	<b>净利润</b>	<b>57</b>	<b>69</b>	<b>90</b>	<b>106</b>
应付账款	59	94	131	148	少数股东损益	-1	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>58</b>	<b>69</b>	<b>90</b>	<b>106</b>
合同负债	3	3	5	6	NOPLAT	71	78	100	116
其他应付款	7	7	7	7	EPS (摊薄)	0.41	0.49	0.64	0.75
一年内到期的非流动负债	100	100	100	100					
其他流动负债	71	76	99	119	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	366	335	413	466	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	159	206	206	204	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	24.0%	33.8%	35.4%	22.0%
其他非流动负债	11	11	11	11	EBIT 增长率	35.3%	10.0%	28.6%	15.9%
非流动负债合计	170	217	217	215	归母公司净利润增长率	26.3%	18.8%	32.0%	17.2%
<b>负债合计</b>	<b>536</b>	<b>552</b>	<b>630</b>	<b>681</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	458	505	574	658	毛利率	19.6%	18.9%	19.3%	19.3%
少数股东权益	-1	-1	-1	-1	净利率	9.8%	8.8%	8.6%	8.3%
<b>所有者权益合计</b>	<b>457</b>	<b>504</b>	<b>572</b>	<b>657</b>	ROE	12.6%	13.6%	15.8%	16.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>993</b>	<b>1,055</b>	<b>1,202</b>	<b>1,337</b>	ROIC	10.0%	10.7%	12.7%	13.5%
					<b>偿债能力</b>				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	54.0%	52.3%	52.4%	50.9%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	债务权益比	86.7%	73.7%	64.9%	56.2%
<b>经营活动现金流</b>	<b>-156</b>	<b>100</b>	<b>26</b>	<b>19</b>	流动比率	1.8	2.1	2.1	2.1
现金收益	79	87	109	124	速动比率	1.4	1.9	1.9	1.9
存货影响	-86	36	9	-18	<b>营运能力</b>				
经营性应收影响	-48	-88	-159	-133	总资产周转率	0.6	0.7	0.9	1.0
经营性应付影响	-14	35	54	32	应收账款周转天数	185	167	166	174
其他影响	-87	31	13	14	应付账款周转天数	50	44	48	49
<b>投资活动现金流</b>	<b>-23</b>	<b>-9</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>	存货周转天数	65	63	37	32
资本支出	-18	-11	-6	-7	<b>每股指标 (元)</b>				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.41	0.49	0.64	0.75
其他长期资产变化	-5	2	0	-2	每股经营现金流	-1.11	0.71	0.18	0.13
<b>融资活动现金流</b>	<b>248</b>	<b>-57</b>	<b>-33</b>	<b>-35</b>	每股净资产	3.25	3.58	4.07	4.67
借款增加	66	-25	0	-2	<b>估值比率</b>				
股利及利息支付	-17	-34	-35	-35	P/E	29	24	18	16
股东融资	134	0	0	0	P/B	4	3	3	3
其他影响	65	2	2	2	EV/EBITDA	14	12	10	9

来源: WIND, 中泰证券研究所

**投资评级说明**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。