

**能之光 (920056.BJ)**

2026年06月09日

**投资评级：增持（首次）**
**功能高分子材料“小巨人”，从光伏、线缆到3D打印多赛道驱动**
**——北交所首次覆盖报告**
**诸海滨（分析师）**

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2026/6/8
当前股价(元)	20.78
一年最高最低(元)	37.00/18.67
总市值(亿元)	16.98
流通市值(亿元)	6.41
总股本(亿股)	0.82
流通股本(亿股)	0.31
近3个月换手率(%)	172.1

**北交所研究团队**

● **高分子助剂行业“小巨人”，材料界的“万能胶”相容剂和增韧剂打通多产业**  
能之光是从事高分子助剂及功能高分子材料的研发、生产和销售的高新技术企业，是国家级专精特新“小巨人”企业。公司以高分子材料接枝改性技术为基础，深耕相容剂、增韧剂和粘合树脂等功能高分子产品，自主研发出了300多个牌号的产品，为客户提供不同性质材料间相容或粘合所需的高分子材料及解决方案。我们看好公司产品下游需求的持续释放，预计公司2026-2028年的归母净利润分别为0.60/0.74/0.82亿元，对应EPS分别为0.74、0.90、1.00元/股，当前股价对应PE分别为25.4/20.8/18.8倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

● **世界高分子助剂生产中心逐步向中国转移，市场规模持续扩容**

高分子助剂是塑料、橡胶、涂料等高分子材料加工过程中为改善其加工性能、改进机械性能、增强功能或赋予高分子材料某种特有应用功能而必须添加的辅助性物质。高分子助剂种类丰富，助剂的合理选择和添加是塑料实现功能化的关键与核心之一。我国在承接了产业转移带来的产业升级后涌现出有自主创新能力的企业并且逐步进行产品升级，达到世界领先水平。在下游需求的不断增长下，高分子助剂市场规模也在不断扩容；以塑料助剂为例，2020年我国塑料助剂市场规模达到73.90亿美元，预计2026年我国塑料助剂市场规模将达到97.81亿美元，年均复合增长率为4.78%。

● **公司下游涉及汽车、线缆、光伏、3D打印等多高，赛道产品对标国际大牌**

公司产品应用范围及下游市场领域不断扩大，已覆盖建筑建材、能源基建、新能源、食品医药包装、电子电器、汽车制造等多个国民经济重要领域。功能高分子材料包括功能母料、功能复合材料等，在新能源、航空工业、机械电器工业和化学工业等方面可以起到关键作用。公司尼龙增韧剂对标陶氏、三井等国际大型企业的相关产品，目前已经有部分国内和外资客户批量使用；此外公司还加强3D打印专用高分子材料、特种复合材料的研发投入。

● **风险提示：**原材料价格大幅波动、市场竞争加剧、项目建设不及预期。

**财务摘要和估值指标**

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	611	598	647	699	783
YOY(%)	7.3	-2.1	8.2	8.0	12.1
归母净利润(百万元)	56	55	60	74	82
YOY(%)	12.3	-1.6	9.8	22.2	10.7
毛利率(%)	17.1	17.7	17.6	18.3	17.9
净利率(%)	9.2	9.2	9.3	10.6	10.4
ROE(%)	14.7	10.3	10.3	11.3	11.1
EPS(摊薄/元)	0.68	0.67	0.74	0.90	1.00
P/E(倍)	27.4	27.9	25.4	20.8	18.8
P/B(倍)	4.0	2.9	2.6	2.3	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 高分子助剂小巨人，产品应用广泛未来前景广阔.....	4
1.1、 高分子助剂行业“小巨人”，产品覆盖多个终端市场.....	4
1.1.1、 公司主要产品为高分子助剂和功能高分子材料.....	5
1.2、 产能利用率居高不下，积极扩产满足公司未来发展需要.....	10
1.3、 公司股权结构.....	11
1.4、 公司收入稳定，利润短期承压.....	12
2、 高分子助剂下游应用广泛，多点开花未来市场空间广阔.....	14
2.1、 高分子助剂是塑料实现功能化的核心材料.....	14
2.2、 功能高分子材料行业.....	16
2.3、 产品下游及终端应用领域.....	18
2.3.1、 复合材料行业.....	18
2.3.2、 高分子功能膜行业.....	19
2.3.3、 终端汽车领域.....	20
2.3.4、 线缆领域.....	22
2.3.5、 电子电器领域.....	23
2.3.6、 复合建材领域.....	24
2.3.7、 阻隔包装领域.....	25
3、 估值对比与盈利预测.....	27
4、 风险提示.....	27
附：财务预测摘要.....	28

## 图表目录

图 1： 公司产品终端应用领域.....	4
图 2： 公司三大技术平台.....	5
图 3： 产品外观图.....	5
图 4： 公司产品在产业链中的位置.....	6
图 5： 公司产品制取工艺.....	8
图 6： 相容剂、增韧剂（以 PP 与 PA 相容为例）作用机理.....	9
图 7： 能之光股权结构图.....	12
图 8： 2021-2025 年公司营收情况.....	12
图 9： 2021-2025 年公司归母净利润情况.....	12
图 10： 公司主要产品毛利.....	13
图 11： 主要产品毛利率情况.....	13
图 12： 2021-2025 年公司各项费用（万元）.....	14
图 13： 2021-2025 年公司各项费用率.....	14
图 14： 高分子材料助剂介绍.....	15
图 15： 高分子材料助剂产业链.....	15
图 16： 2021-2023 年中国塑料助剂消费量（单位：万吨）.....	16
图 17： 2016-2023 年我国塑料助剂市场规模.....	16
图 18： 2017-2023 年中国热熔胶市场规模.....	17
图 19： 2017-2023 年中国热熔胶销量.....	17

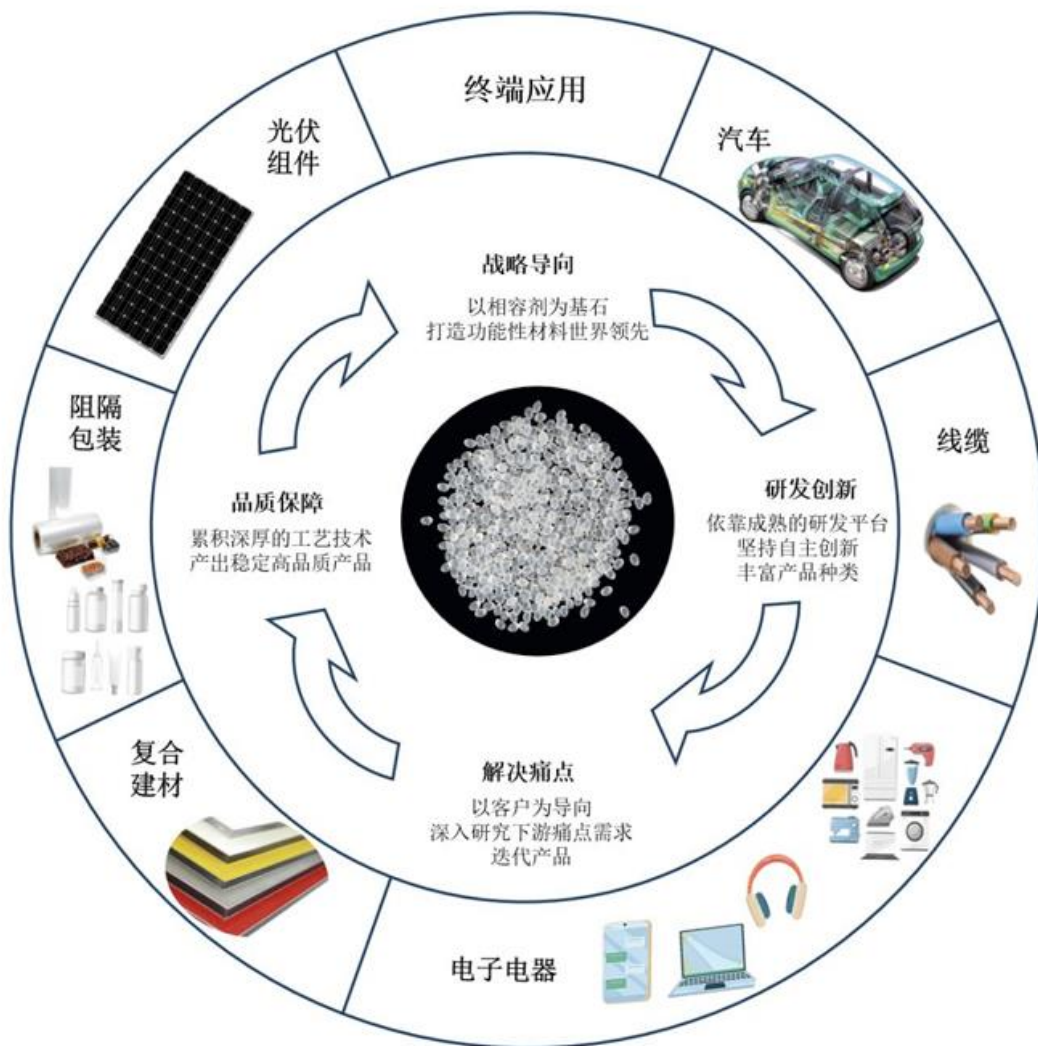
图 20: 公司产品在复合材料中的应用 .....	18
图 21: 我国光伏发电装机量 (单位: 百万瓦特) .....	19
图 22: 公司产品在光伏胶膜中的应用 .....	20
图 23: 我国汽车产销情况 (单位: 万辆) .....	20
图 24: 中国新能源汽车产销量 (单位: 万辆) .....	21
图 25: 公司产品在汽车工业中的应用 .....	21
图 26: 2020-2025 年我国电线电缆产量及预测 (单位: 万千米) .....	22
图 27: 公司产品在线缆行业中的应用 .....	23
图 28: 公司产品在电子电器中的应用 .....	23
图 29: 2015-2025 年中国建筑业总产值 .....	24
图 30: 公司产品在复合建材中的应用 .....	25
图 31: 中国塑料包装工业产值及预测 .....	26
图 32: 公司产品在阻隔包装中的应用 .....	26
表 1: 公司产品至终端应用所需的生产环节 .....	6
表 2: 高分子助剂产品分类 .....	8
表 3: 功能高分子材料分类 .....	9
表 4: 公司主营业务收入构成 .....	10
表 5: 产品在下游行业中的收入情况 .....	10
表 6: 公司向前五大客户销售情况 .....	10
表 7: 公司生产情况 .....	11
表 8: 公司生产基地分布 .....	11
表 9: 募投项目介绍 .....	11
表 10: 可比公司 PE (TTM) 均值为 80.9x .....	27

## 1、高分子助剂小巨人，产品应用广泛未来前景广阔

### 1.1、高分子助剂行业“小巨人”，产品覆盖多个终端市场

能之光是从事高分子助剂及功能高分子材料的研发、生产和销售的高新技术企业，是国家级专精特新“小巨人”企业。公司以高分子材料接枝改性技术为基础，深耕相容剂、增韧剂和粘合树脂等功能高分子产品，自主研发出了 300 多个牌号的产品，为客户提供不同性质材料间相容或粘合所需的高分子材料及解决方案。产品应用于改性塑料、复合材料和高分子功能膜等材料，应用领域覆盖汽车、线缆、电子电器、复合建材、阻隔包装、光伏组件等多个终端市场。

图1：公司产品终端应用领域



资料来源：能之光招股书

公司自 2001 年成立起一直专注于高分子接枝改性技术的产业应用，注重技术的更新迭代和外延，在接枝改性技术配方和规模化生产工艺方面有着深厚的积累，以“高分子化学接枝改性”“高分子超临界流体净化”“有机无机功能复合”三大技术平台，孵化出熔融接枝反应挤出技术、超临界流体净化技术、功能母料制备技术等多项核心技术。

聚合物化学接枝改性技术平台是在分子层面上改性聚合物结构，提升材料性能和相容性，满足多样化应用需求。超临界流体净化技术平台利用超临界流体净化技术确保高纯度材料，优化性能和环境影响。有机-无机功能复合材料技术平台结合有机和无机材料，开发混合复合材料，提供高性能的解决方案，满足先进行业的需求。

图2：公司三大技术平台



资料来源：能之光官网

### 1.1.1、公司主要产品为高分子助剂和功能高分子材料

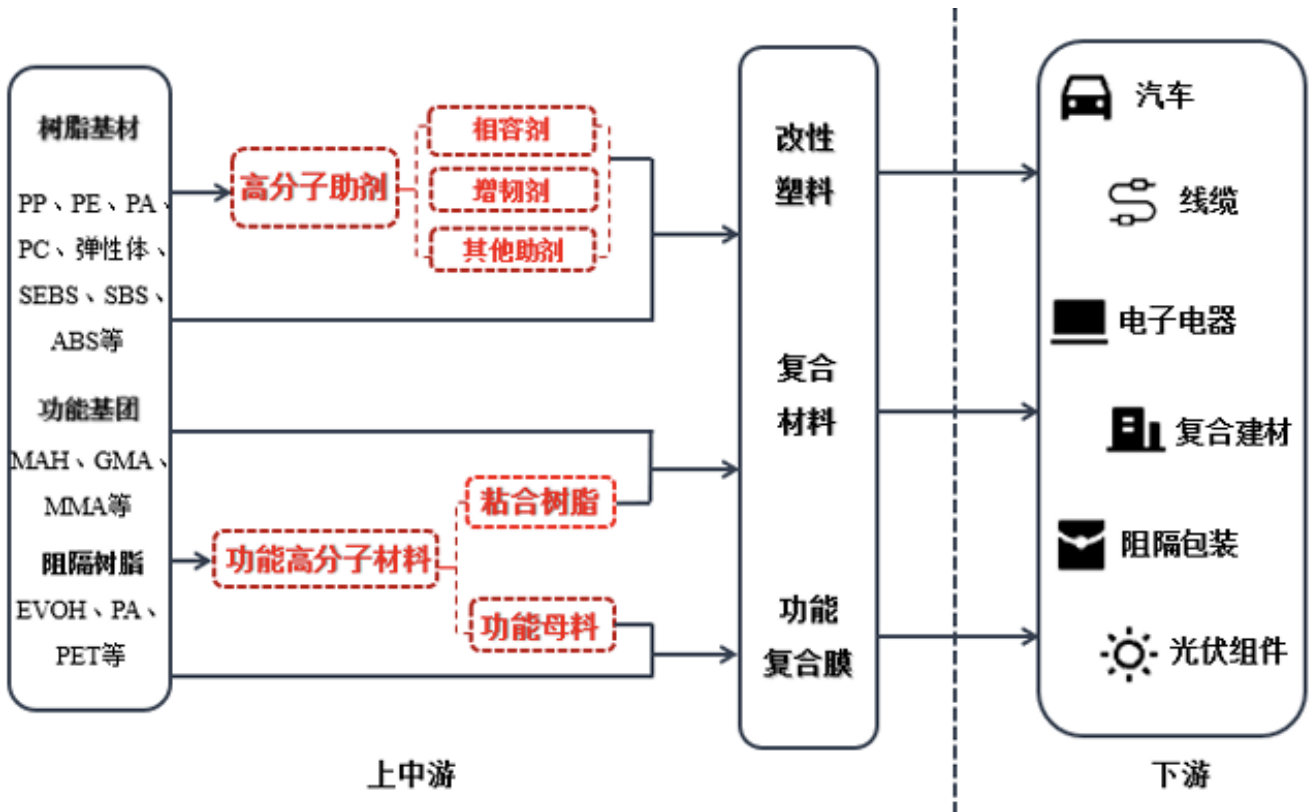
公司主要生产高分子助剂和功能高分子材料，产品外观为颗粒状。

图3：产品外观图



资料来源：能之光招股书

图4：公司产品在产业链中的位置



资料来源：能之光招股书（红色字体部分为公司产品）

表1：公司产品至终端应用所需的生产环节



终端应用领域

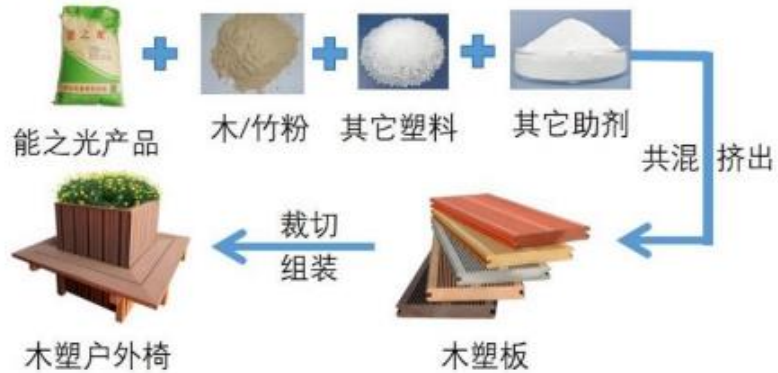
公司产品至终端应用所需生产环节

线缆



木塑材料生产环节：

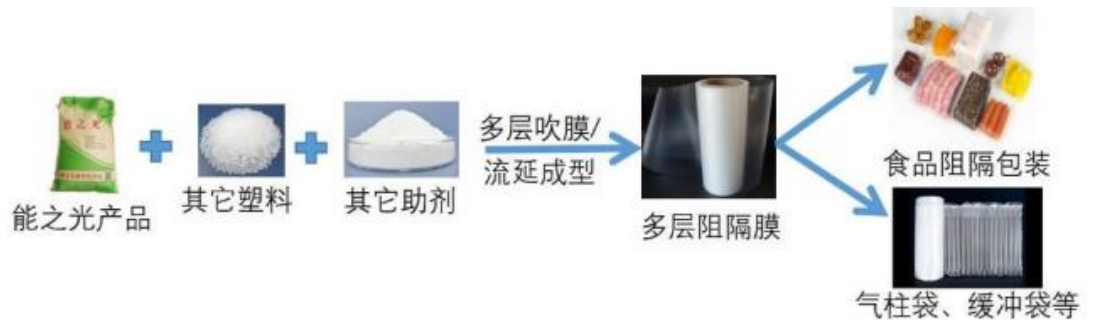
复合建材



金塑复合建材生产环节：



阻隔包装



光伏组件



资料来源：能之光问询回复、开源证券研究所

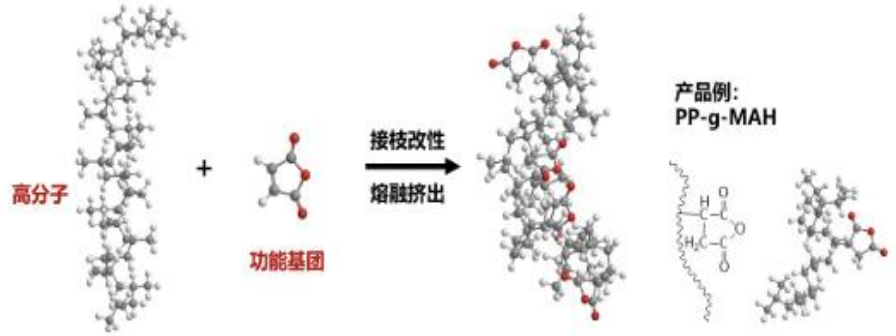
## ➤ 高分子助剂

公司生产的高分子助剂以相容剂、增韧剂为主。相容剂是助剂与基材、助剂与助剂之间的“桥梁”，加入后使高分子材料中的不同成分更好的相互分散和结合，获

得界面结合更好、组织结构更稳定的材料。添加少量的相容剂对高分子材料的力学性能的提升可起到决定性作用。增韧剂通过改变材料结构形态，使材料在受到外力冲击时，能够吸收、分散和转移外部的冲击力从而提升材料的整体冲击强度，主要用于 PA、PBT、PET、PC 等工程塑料。

公司产品通过高分子树脂接枝各种功能基团以实现功能化性能，采用熔融反应挤出工艺来制取。

**图5：公司产品制取工艺**

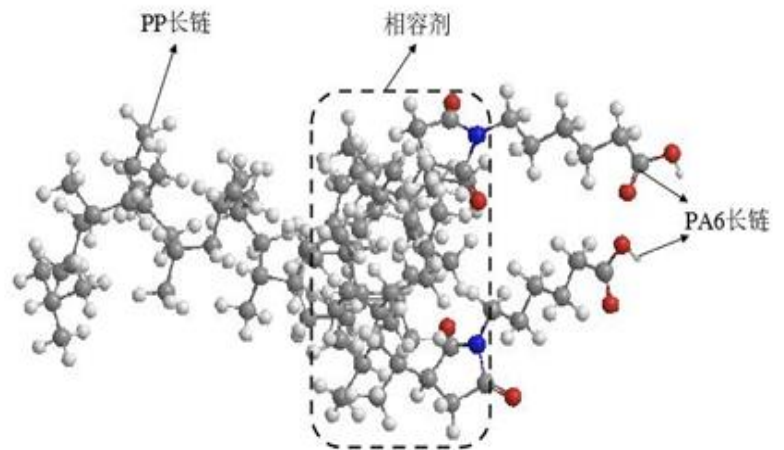


资料来源：能之光招股书

**表2：高分子助剂产品分类**

产品名称	产品介绍	下游应用	终端应用领域
通用相容剂	主要包括普通聚丙烯相容剂、低 VOC 功能化聚丙烯相容剂等，能改善不同组分材料之间的相容性，让不同组分材料更好地分散，帮助两种或多种树脂在加工熔融的过程中更好地共混，提高通用改性塑料的性能。	改性塑料、塑料合金	汽车、电子电器、家居用品等
通用塑料改性助剂	电缆料相容剂通过改善无机阻燃剂氢氧化铝、氢氧化镁与有机树脂之间的结合效果，提高无卤阻燃电缆料中基材树脂与阻燃剂的界面相容性，同时促进无机阻燃剂在树脂中的分散效果，从而提高力学性能、加工性能和阻燃性能。	低烟无卤阻燃电缆料、光缆料	建筑、电力、通信、新能源、交通等
环境友好材料相容剂	主要包括生物基塑料相容剂和废旧塑料再生相容剂，能极大改善高分子基体与木粉、秸秆粉、竹粉等生物质材料之间的相容性，提升材料的综合性能。	木塑复合材料	建材装饰、园林绿化、户外建筑、包装材料等。
工程塑料改性助剂	主要包括尼龙增韧剂、聚酯相容增韧剂、聚碳酸酯相容增韧剂、合金相容剂、特种相容剂等。产品能提高工程塑料材料韧性，降低内应力，提高耐低温性和加工性能等。	改性工程塑料、塑料合金	汽车、电工电器、体育用品、轨道交通、低空经济等。

资料来源：能之光招股书、开源证券研究所

**图6：相容剂、增韧剂（以 PP 与 PA 相容为例）作用机理**


资料来源：能之光招股书

### ➤ 功能高分子材料

公司生产的功能高分子材料系在公司多年积累的接枝技术基础上迭代和延伸发展起来的。其中，粘合树脂是目前的主要类别，应用于阻隔包装、复合建材等领域。其他功能高分子材料还包括功能复合材料，通过有机无机功能复合技术生产而成。功能复合材料在新能源、航空航天、电子电器等行业获得应用。公司目前重点发展方向是新能源领域，如应用于光伏胶膜的除酸母料、抗PID母料等。

**表3：功能高分子材料分类**

产品名称	产品描述	下游应用	终端应用领域
粘合树脂	公司生产的粘合树脂有复合膜粘合树脂、复合板粘合树脂和复合管粘合树脂。能够将互相不能粘合的树脂或基材粘接在一起。 1、复合膜粘合树脂主要和 EVOH、PA、PET 等形成阻隔复合膜，可应用于共挤吹膜、共挤流延、淋膜等加工过程，具有粘接性强、杂质含量少以及加工适应性广等特性。 2、复合板粘合树脂可先加工成粘接膜，也可直接用于共挤复合。和铝材、钢材等有良好的粘接性能，有良好的耐候性，适用于各种环境。 3、复合管粘合树脂可用于金属复合管、多层塑料复合管、复合瓶等。提高金属与塑料或塑料与塑料之间的粘接性能。	阻隔包装材料、金属塑料复合材料、轻量化复合材料	阻隔包装、复合建材、光伏组件
功能复合材料	光伏胶膜功能母料（除酸母料、抗PID母料等）具有良好的透光率、高纯净度、良好的分散性，可提高光伏胶膜的综合性能。	光伏胶膜	光伏组件
其他	生物基与生物降解材料等	环保材料	环保制品

资料来源：能之光招股书、开源证券研究所

从收入组成来看，高分子助剂贡献了公司绝大部分收入，2022 年以来营收占比均在 95% 以上。

**表4：公司主营业务收入构成**

项目	2025年		2024年		2023年		2022年	
	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比
高分子助剂	57010.40	95.67%	57,519.50	95.37%	54,304.91	96.23%	53,485.16	96.98%
功能高分子材料	2578.00	4.33%	2,791.65	4.63%	2,128.58	3.77%	1,667.92	3.02%
合计	59588.40	100%	60,311.15	100%	56,433.49	100%	55,153.08	100%

数据来源：Wind、能之光招股书、开源证券研究所

公司的直接下游领域包括改性塑料、复合材料和功能复合膜；其中改性塑料、复合材料两大下游占比常年维持在90%以上。

**表5：产品在下游行业中的收入情况**

直接下游行业	2024年		2023年		2022年	
	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比
改性塑料	34,262.56	56.81%	31,176.26	55.24%	28,699.20	52.04%
复合材料	23,894.71	39.62%	23,385.81	41.44%	25,179.98	45.65%
功能复合膜	2,153.88	3.57%	1,2	3.32%	1,273.90	2.31%
合计	60,311.15	100.00%	56,433.49	100.00%	55,153.08	100.00%

数据来源：能之光招股书、开源证券研究所

公司下游客户较为分散，2024、2025年前五大客户销售额占比分别为19.36%、15.62%。

**表6：公司向前五大客户销售情况**

年份	客户名称	销售金额(万元)	年度销售额占比
2025年	金发科技	4,759.27	7.96%
	奥升德	1,222.71	2.05%
	亨通光电	1,203.10	2.01%
	临海亚东	1,169.75	1.96%
	南京聚隆	979.14	1.64%
	<b>合计</b>	<b>9,333.97</b>	<b>15.62%</b>
2024年	金发科技	5,922.83	9.82%
	临海亚东	1,839.11	3.05%
	亨通光电	1,410.02	2.34%
	奥升德	1,266.73	2.10%
	普利特	1,237.41	2.05%
	<b>合计</b>	<b>11,676.09</b>	<b>19.36%</b>

数据来源：Wind、能之光招股书、开源证券研究所

## 1.2、产能利用率居高不下，积极扩产满足公司未来发展需要

公司主要产品高分子助剂和功能高分子材料产能利用率居高不下，下游需求旺盛，2022-2024年产品产销率在100%左右。

**表7: 公司生产情况**

项目	2024 年	2023 年	2022 年
产能 (吨)	49,639.50	49,040.73	48,681.47
产量 (吨)	48,825.31	43,754.01	42,753.53
销量 (吨)	48,997.22	43,270.10	42,391.84
产能利用率	98.36%	89.22%	87.82%
产销率	100.35%	98.89%	99.15%

数据来源: 能之光招股书、开源证券研究所

公司的生产基地包括宁波工厂和赣州工厂, 其中宁波工厂承担大部分生产任务; 2024 年, 公司宁波工厂产能 30000 吨, 产量 33911.62 吨, 产能利用率高达 113.04%。

**表8: 公司生产基地分布**

项目	2024 年	2023 年	2022 年
宁波产能 (吨)	30,000.00	30,000.00	30,000.00
宁波产量 (吨)	33,911.62	30,753.74	29,499.45
宁波产能利用率	113.04%	102.51%	98.33%
赣州产能 (吨)	19,639.50	19,040.73	18,681.47
赣州产量 (吨)	14,913.69	13,000.27	13,254.07
赣州产能利用率	75.94%	68.28%	70.95%

数据来源: 能之光招股书、开源证券研究所

公司投入 1.27 亿元建设功能高分子材料扩产项目和研发中心建设项目, 项目建成后, 将大大提高赣州工厂的生产能力, 新增低 VOC 功能化材料、粘合树脂、功能复合材料产品。

**表9: 募投项目介绍**

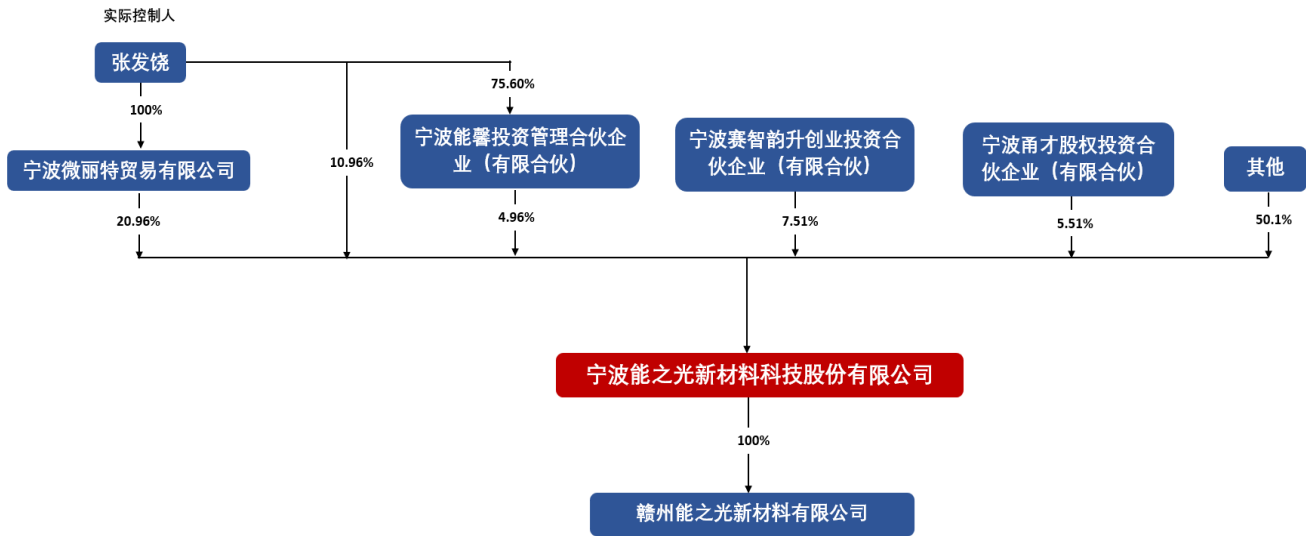
项目名称	投资总额 (万元)	项目介绍	实施主体	建设周期
功能高分子材料扩产项目	9,116.60	项目规划增加功能高分子材料 30,000 吨, 包括低 VOC 功能化材料、粘合树脂、功能复合材料, 进而巩固公司的市场竞争优势, 提高公司的行业地位和整体盈利能力。	赣州能之光	2 年
研发中心建设项目	3,541.85	项目将依托现有研发和技术成果形成的高分子接枝改性技术平台, 深化其应用领域并加强新技术和新产品研究开发, 如高分子功能膜、功能复合材料、精细化工材料、特种粘合树脂和高分子接枝改性技术等多种技术。项目建设通过加大研发投入, 为客户提供更优质的产品, 为公司未来的可持续发展奠定基础。	赣州能之光	-

资料来源: 能之光招股书、开源证券研究所

### 1.3、公司股权结构

张发饶为公司的实际控制人, 截至 2026 年一季度末, 张发饶直接持有公司 10.96% 的股份, 通过持有一致行动人宁波微丽特股权间接控制公司 20.96% 股份, 通过持有一致行动人宁波能馨间接控制公司 4.96% 股份; 且张发饶为公司的董事长, 对公司股东大会、董事会的重大决策和公司经营活动能够产生重大影响。

图7：能之光股权结构图

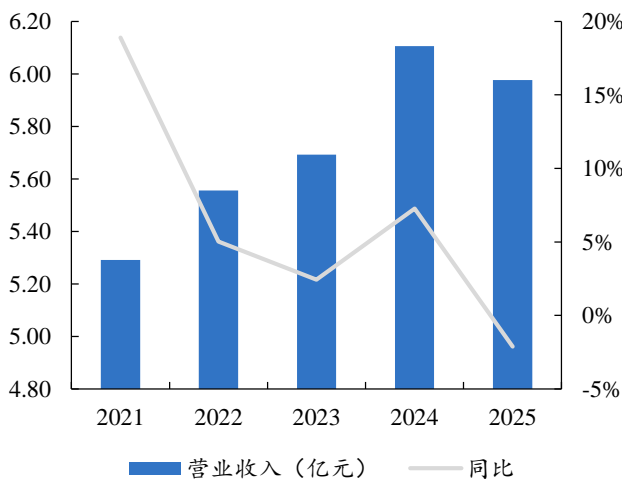


资料来源：Wind、开源证券研究所（注：截至 2026 年 3 月 31 日）

### 1.4、公司收入稳定，利润短期承压

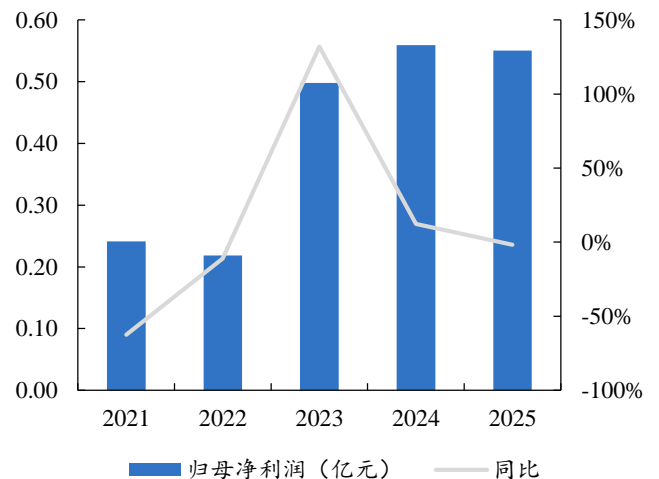
2021-2024 年，公司营收稳定增长，分别为 5.29、5.56、5.69、6.11 亿元；2025 年公司营收小幅下滑 2.11% 至 5.98 亿元；相比之下，2025 年公司归母净利润小幅下滑 1.63% 至 0.55 亿元。

图8：2021-2025 年公司营收情况



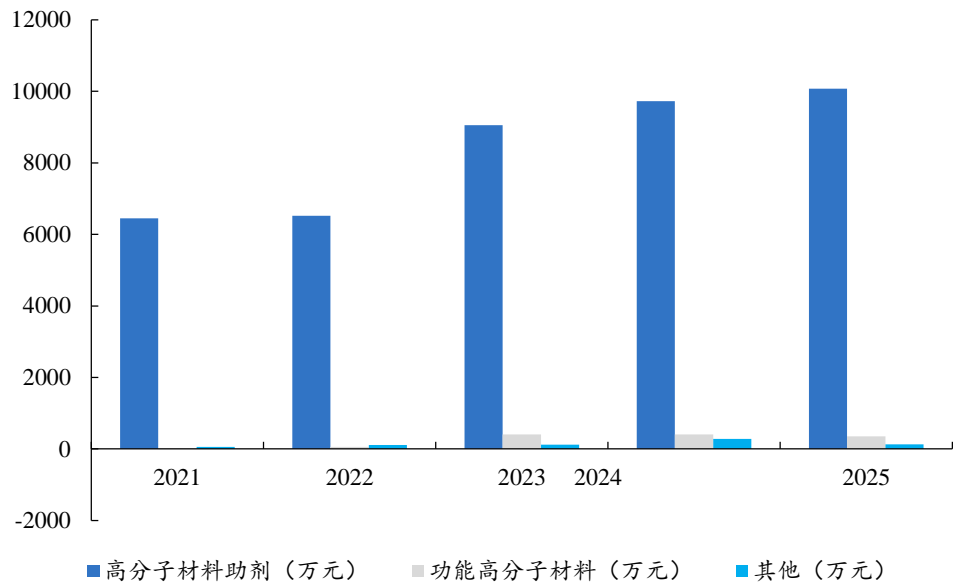
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2021-2025 年公司归母净利润情况



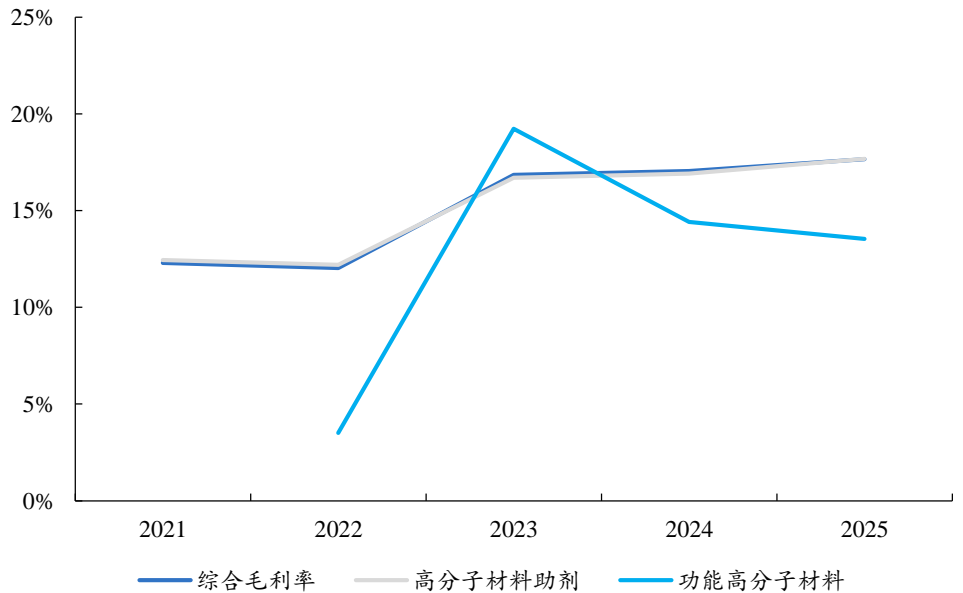
数据来源：Wind、开源证券研究所

高分子材料助剂贡献公司主要的毛利，2021-2025 年，高分子材料助剂毛利稳定增长，分别为 6445.64、6518.26、9059.11、9724.17、10079.5 万元。

**图10：公司主要产品毛利**


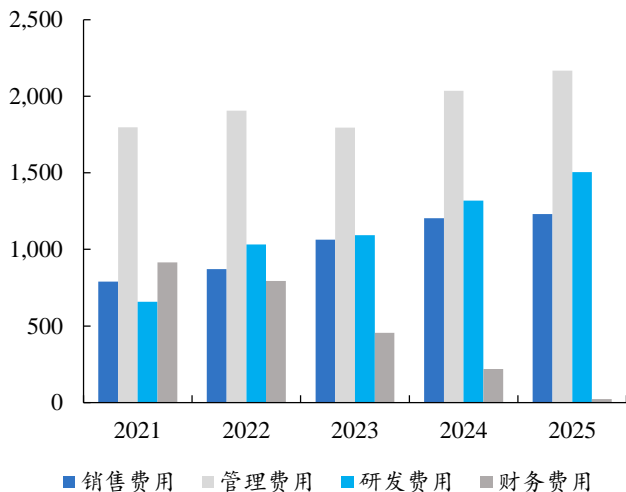
数据来源：Wind、开源证券研究所

从公司主要产品毛利率来看，由于高分子材料助剂占据收入比重较大，所以公司综合毛利率和高分子材料助剂的毛利率高度吻合；2021-2025年分别为12.29%、12.03%、16.85%、17.05%、17.66%。

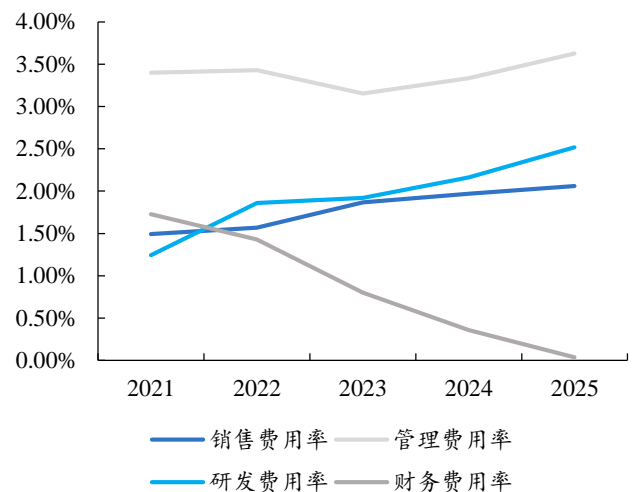
**图11：主要产品毛利率情况**


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司的费用组成中，管理费用和研发费用占据绝大多数部分。2021年以来公司的研发费用和研发费用率不断提升，研发费用2021-2025年分别为657、1033、1093、1319、1504万元，研发费用率分别为1.24%、1.86%、1.92%、2.16%、2.52%。

**图12：2021-2025 年公司各项费用（万元）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图13：2021-2025 年公司各项费用率**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、高分子助剂下游应用广泛，多点开花未来市场空间广阔

### 2.1、高分子助剂是塑料实现功能化的核心材料

材料是现代工业发展的基础，是先进高端制造业发展的先导，而高分子材料是材料领域的重要分支，是当今世界发展最迅速的材料产业之一。高分子材料一般由主成分和添加成分组成，添加成分可以在不同程度上改善高分子材料最终的物理性能、电学性能、环境性能和化学性能等。随着各行各业对于材料性能要求不断提升，通过添加高分子助剂或功能材料，以获得加工性能优良、质量性能稳定的产品。这些高分子助剂或功能材料往往在过程中起到关键性作用，如提升韧性、刚性、耐温、耐候性和剥离强度等。

高分子助剂又可称为高分子添加剂，是塑料、橡胶、涂料等高分子材料加工过程中为改善其加工性能、改进机械性能、增强功能或赋予高分子材料某种特有应用功能而必须添加的辅助性物质。高分子助剂种类丰富，助剂的合理选择和添加是塑料实现功能化的关键与核心之一。

高分子材料和助剂的工业化最早起源于 20 世纪初，目前世界从事高分子材料助剂生产的企业分布在亚、欧、美等各大洲，国际大型厂商由于资金实力雄厚、技术广泛、从事相关行业时间较长，因此具有规模大、产品多、品牌知名度高等多项优势特点，且产业链较广，在高端高分子材料助剂领域长期保持领先地位。由于亚洲市场规模庞大，世界高分子材料助剂产业逐步向亚洲转移，亚洲尤其是中国发展出了大量的生产厂商。因此，在近年来高分子材料助剂的快速增长中，中国扮演了重要角色，在承接了产业转移带来的产业升级后涌现出有自主创新能力的企业并且逐步进行产品升级，达到世界领先水平。

图14：高分子材料助剂介绍



资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

高分子材料助剂上游主要为各类化学原料，主要包括环氧乙烷、氰尿酸、尿素、正丁醇和四氯化钛等，其中大多为基础化工原料。下游市场需求主要来自于塑料、涂料、橡胶等高分子材料行业，并最终广泛应用于建筑、汽车、日用品、电线电缆、包装材料、医疗等领域。

图15：高分子材料助剂产业链



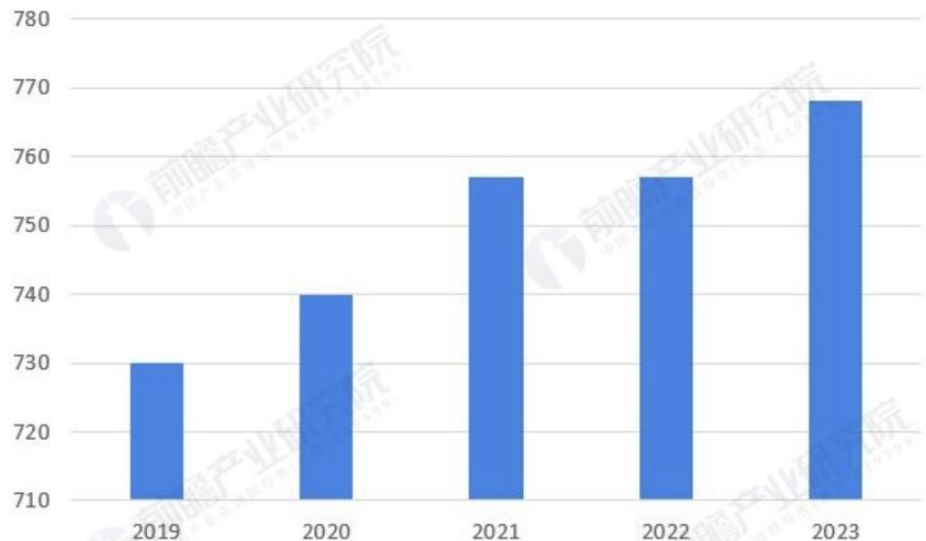
资料来源：华经产业研究院

塑料是高分子材料的重要分支。根据 PRECEDENCERESEARCH 的统计数据，全球塑料助剂市场规模在 2023 年估计为 581.2 亿美元，预计到 2033 年将达到 906.9 亿美元左右，2023 年至 2033 年的复合年增长率为 4.55%

我国高分子材料助剂行业起步较晚，20 世纪 70 年代有相关研究院所及厂商从事高分子材料助剂的研发、生产，并随着高分子材料的工业化而迅速发展起来。经过 50 多年的建设和发展，已成为门类齐全、厂商众多的一大行业。其中，塑料助剂的市场规模及消费量呈现稳步增长态势。中国塑料工业年鉴数据显示，2022 年国内塑

料助剂消费量达到 757 万吨,同 2021 年持平,2023 年塑料助剂消费量约 768 万吨,同比上涨 1.45%。

**图16: 2021-2023 年中国塑料助剂消费量 (单位: 万吨)**



资料来源: 前瞻产业研究院、中国塑料工业年鉴

我国塑料助剂行业在下游塑料行业快速发展的带动下,市场规模不断扩大,2019 年塑料助剂产量已位居世界第一位。2023 年我国塑料助剂市场规模约为 85.1 亿美元,同比增长 6.64%。

**图17: 2016-2023 年我国塑料助剂市场规模**



资料来源: 华经产业研究院

## 2.2、功能高分子材料行业

公司的功能高分子材料产品主要为粘合树脂,粘合树脂是热熔胶的一种,具有粘接力强、耐候性好等特点,相比传统液体型胶粘剂具备更高的环保性能,应用领域已十分广泛。随着经济社会的持续发展,热熔胶作为“十三五”期间的战略性新兴产业得到大力支持。近年来我国胶粘剂和胶粘带行业一直保持稳步增长,行业发展

模式也逐步从规模扩张型向质量和效益提升型进行转变，企业技术创新能力、管理创新能力逐步得到提升，行业整体市场规模呈现不断上涨的趋势，2023年我国热熔胶市场规模约为319.8亿元，同比增长13.28%。

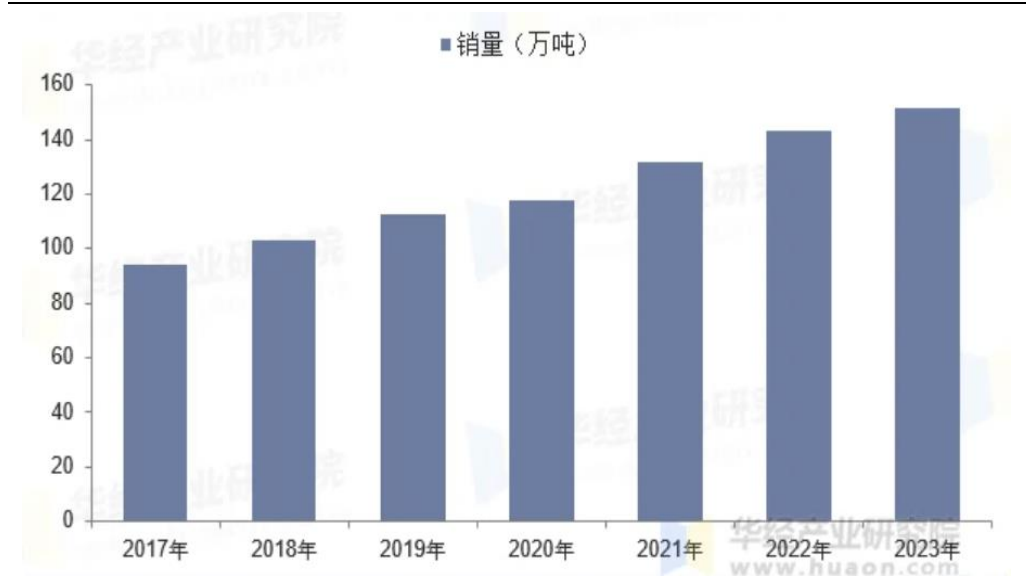
**图18：2017-2023年中国热熔胶市场规模**



资料来源：华经产业研究院

热熔粘接材料作为胶粘剂的主要品种之一，粘接力强、耐候性好、固化快，相比传统液体型胶粘剂具备更高的环保性能，在我国市场中得到广泛使用。据华经产业研究院数据，我国2017年热熔胶市场销量约为93.92万吨，到了2023年增长至151.6万吨，年复合增长率约为8.31%。

**图19：2017-2023年中国热熔胶销量**



资料来源：华经产业研究院

从下游应用来看，我国热熔胶行业的下游应用领域主要以光伏胶膜、阻隔包装等行业为主。由于粘合树脂材料性能优异，其应用范围及下游市场领域不断扩大，已覆盖建筑建材、能源基建、新能源、食品医药包装、电子电器、汽车制造等多个国民经济重要领域。粘合树脂行业市场前景良好，发展潜力较大。

其他功能高分子材料包括功能母料、功能复合材料等，在新能源、航空工业、机械电器工业和化学工业等方面可以起到关键作用。

### 2.3、产品下游及终端应用领域

高分子助剂和功能高分子材料是高分子材料工业的伴生行业，其发展程度与高分子材料工业的发展密切相关。公司的发展与直接下游改性塑料、复合材料和高分子功能膜等高分子材料行业高度相关。

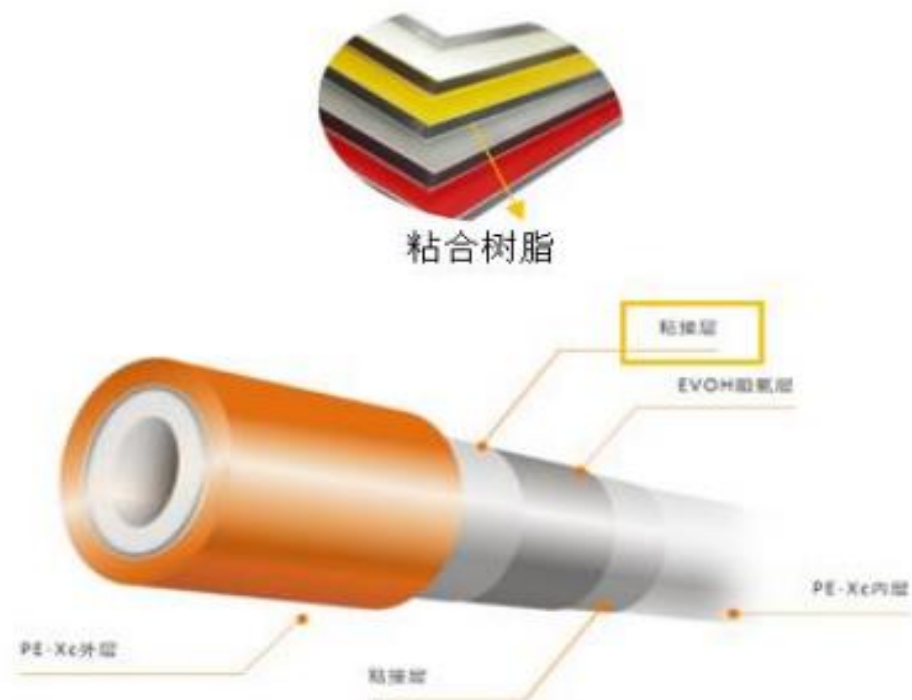
#### 2.3.1、复合材料行业

复合材料是指由异质、异性、异形的有机聚合物、无机非金属、金属等材料作为基体或增强体，通过复合工艺组合而成的材料。复合材料是国家优先发展的高新技术产业化重点领域，属于国家鼓励发展的新材料行业，是我国重要战略性新兴产业。

中商产业研究院发布的信息显示,2022年全球复合材料市场规模为6,771亿元,近五年年均复合增长率为9.81%。目前,中国、欧洲和北美的复合材料市场占据了全球主要市场份额,我国已成为全球最重要的复合材料制品产地之一。

公司复合板粘合树脂可先加工成粘接膜,也可直接用于共挤复合。和铝材、钢材等有良好的粘接性能,有良好的耐候性。复合管粘合树脂可用于金属复合管、多层塑料复合管、复合瓶等。提高金属与塑料或塑料与塑料之间的粘接性能。下游应用于复合板材(主要包括铝塑板、铝蜂窝板、装饰板等)和复合管材(主要包括给排水管道)。终端客户包括伟星新材、常铝股份、天山铝业、世纪华通等。

**图20：公司产品在复合材料中的应用**



资料来源：能之光问询函回复

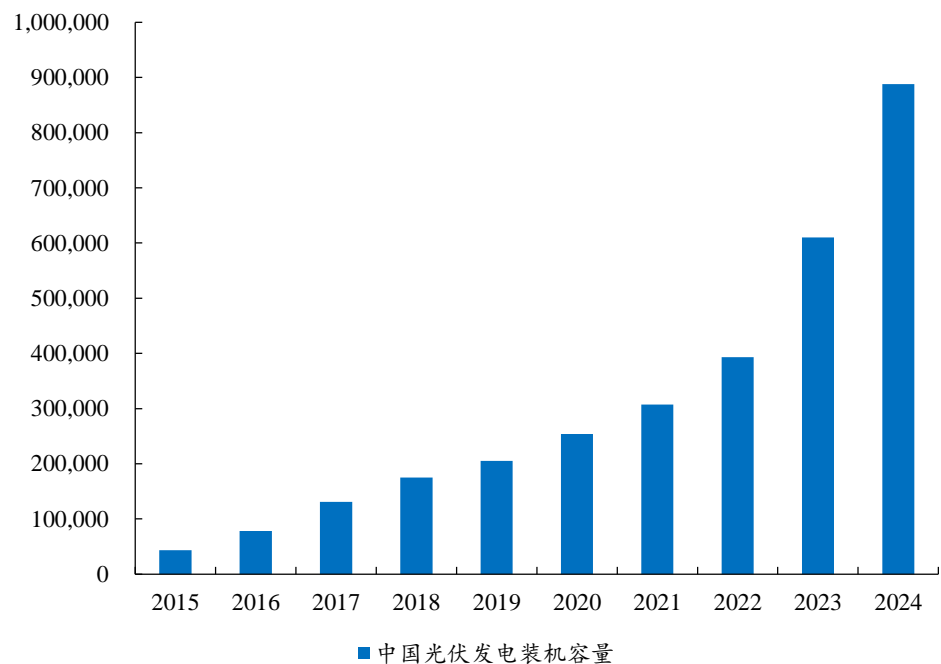
### 2.3.2、高分子功能膜行业

高分子功能膜是具有特定功能的高分子膜材料，主要有多功能共挤膜材料、光伏胶膜等。

功能母料广泛应用于光伏胶膜。近年来，光伏组件从 P 型电池逐步转向 N 型电池，并且更高效的铜铟镓硒和钙钛矿薄膜电池也在迈向产业化进程。这些电池对封装材料提出了新的要求，传统的 POE 或 EVA 胶膜已无法满足。例如，LECO（激光辅助烧结）技术的进步推动了 N 型 Topcon 电池的发展，但对胶膜的除酸和抗 PID 功能提出了更高要求；N 型异质结电池由于 TCO（透明金属氧化物）层的粘结强度低且对紫外线敏感，因此对 TCO 粘接和转光母料的需求增加；而低水汽透过率的热塑性耐候母料是钙钛矿电池走向产业化的关键。这些不同类型电池的需求，正在推动光伏功能母料行业的发展。

光伏胶膜作为光伏组件的核心材料，对脆弱的太阳能电池片起保护作用，使光伏组件在运作过程中不受外部环境的影响，延长光伏组件的使用寿命，同时使阳光最大限度的透过胶膜达到电池片，提升光伏组件的发电效率。

**图21：我国光伏发电装机量（单位：百万瓦特）**

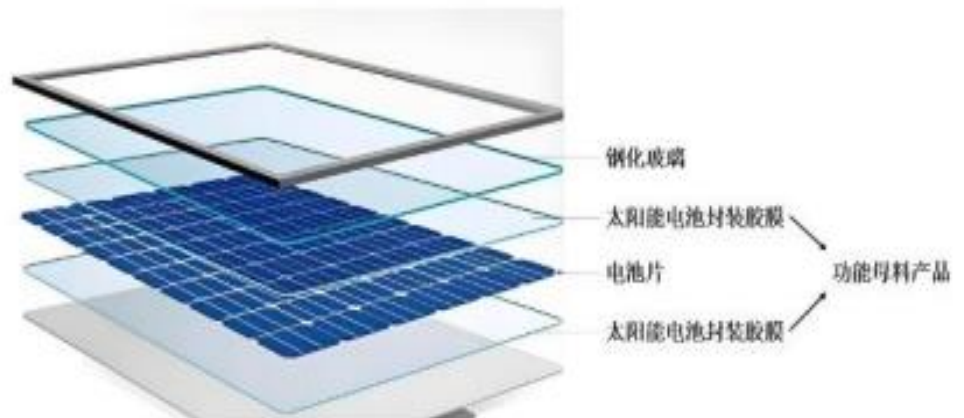


数据来源：Wind、开源证券研究所

光伏封装胶膜需要保证太阳能组件有二十五年使用寿命，是光伏行业不可或缺的核心辅材，光伏胶膜需求与光伏组件产量直接相关，光伏封装胶膜需求随之上涨。

公司光伏胶膜功能母料（除酸母料、抗 PID 母料等）具有良好的透光率、高纯净度、良好的分散性，可提高光伏胶膜的综合性能。终端客户主要包括天合光能、晶澳科技等。

图22：公司产品在光伏胶膜中的应用

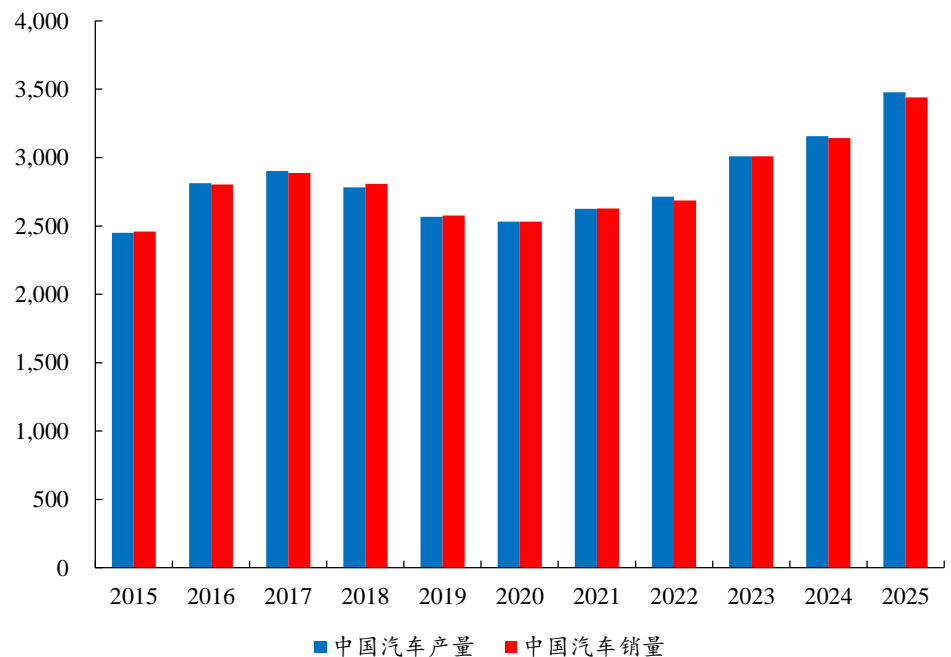


资料来源：能之光问询函回复

### 2.3.3、终端汽车领域

汽车工业是综合性产业，具备产业链长、覆盖面广、附加值高、上下关联产业众多等特点，在国民经济中起到支柱作用。随着世界汽车产业格局的变化，我国汽车工业迎来高速发展机遇，加速我国成为汽车制造大国。

图23：我国汽车产销情况（单位：万辆）



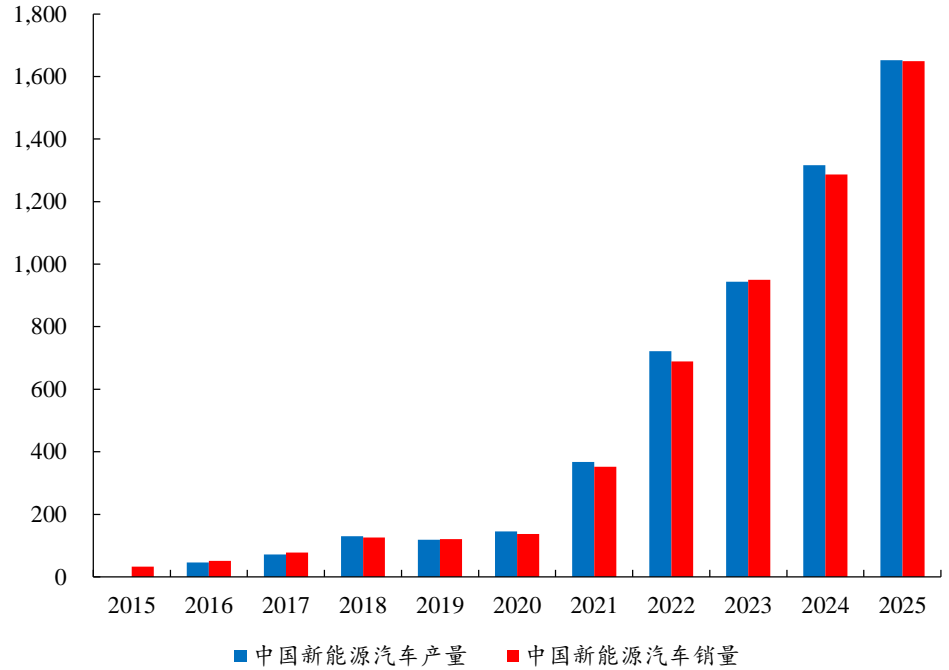
数据来源：开源证券研究所

在“双碳”目标的推动以及产业各界的努力下，我国新能源汽车发展速度超过预期，自主品牌企业和新势力企业不断强势崛起，在新能源市场上表现活跃。我国新能源汽车的发展领先于全球新能源汽车发展水平，在政策的大力支持以及在电池、电机、电控等核心技术领域的不断突破下，我国新能源汽车发展进入快速发展阶段。

自 2020 年开始新能源汽车跨过导入期进入快速发展阶段，根据中国汽车工业协

会数据，在 2021 年和 2022 年我国新能源汽车渗透率均实现了翻倍的增长，到 2022 年渗透率已达到 25.64%，提前达到了国家的预期结果。预计 2027 年我国新能源汽车销量将突破 2,000 万辆。新能源汽车轻量化材料尤其是聚丙烯材料的使用将随之不断增加。

图24：中国新能源汽车产销量（单位：万辆）

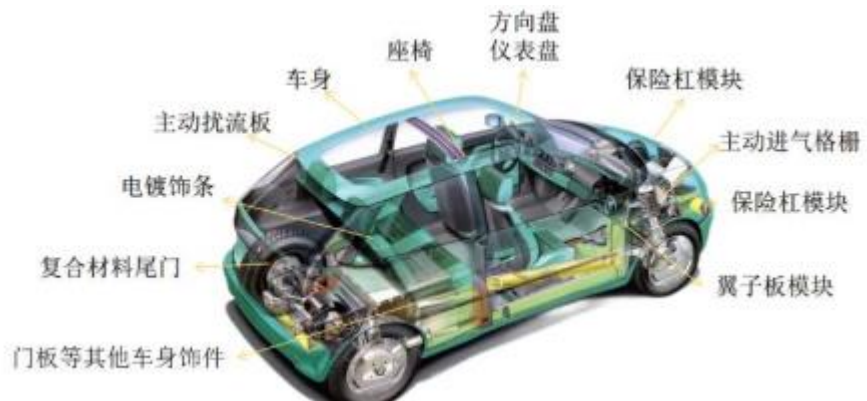


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司的高分子助剂和功能高分子材料在汽车轻量化和汽车内饰领域具有重要作用，使用公司产品的改性塑料具备低密度、高刚性、尺寸稳定、低气味以及优良的表面质量特性，可帮助制造商保证成品质量、乘车安全的同时降本节能。使用低 VOC 改性塑料已成为汽车行业的应用趋势，增长潜力大。

公司终端用户主要为国内外知名汽车厂商，如宝马、奔驰、比亚迪、上汽、吉利等。

图25：公司产品在汽车工业中的应用



资料来源：能之光问询函回复

### 2.3.4、线缆领域

线缆涵盖电力电缆、光纤光缆、设备线缆等领域。线缆是输送电能、传递信息和制造各种电机、电器、仪表所不可缺少的器材，被誉为国民经济的血管和神经。线缆用高分子材料是指在各类电线电缆生产制作中用于绝缘层、屏蔽层和护套的高分子材料，是电线电缆产品的原材料之一。20世纪90年代以来，我国电缆行业高速发展，成为仅次于美国的世界第二大线缆生产国，2011年产业规模首次超过美国，成为第一大市场。随着安全环保意识的增强，在明敷线缆的场景如商场、机场车站、轨道交通、消防设施、电气设备等需要会更多选用低烟无卤阻燃材料，耐火性强、安全可靠，可以提供更高级别的安全保障。此外，国家新基建战略实施、“一带一路”政策、国家城乡通信设施升级改造、电网改造、清洁可再生能源建设、机车车辆、高铁网建设、轨道交通建设等政策的推动，将继续为线缆用高分子材料带来发展空间和市场需求。

电线电缆作为电力传输的核心组件，在全球范围内的需求确实呈现出不断增长的趋势。中商产业研究院相关报告显示，2023年我国电线电缆产量约为6203万千米，同比增长4.7%，2024年产量约为6531万千米。未来随着可再生能源的发展和智能电网的建设，电线电缆需求将不断增长，预计2025年我国电线电缆产量有望达6844万千米。

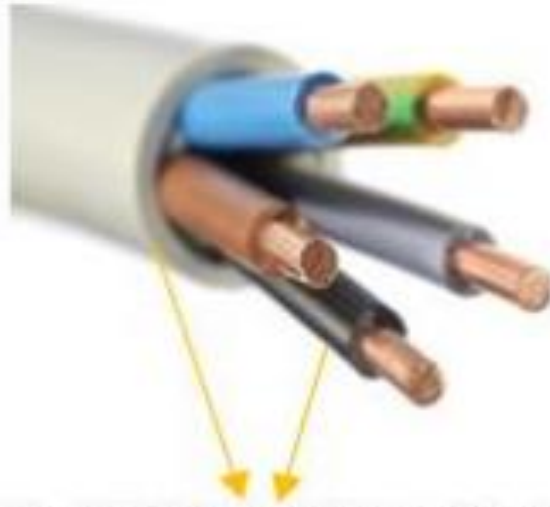
图26：2020-2025年我国电线电缆产量及预测（单位：万千米）



资料来源：中商产业研究院

公司产品应用于各类电线电缆的绝缘层、屏蔽层和护套的生产制造。终端客户主要为电缆光缆厂商，如远东电缆、青岛汉缆。

图27：公司产品在线缆行业中的应用



存在于护套和绝缘层的材料中

资料来源：能之光问询函回复

### 2.3.5、电子电器领域

我国城镇化进程的持续推进直接促进居民消费需求总量的提升，近年来电子电器领域不断推陈出新，除了空调、冰箱、电视、洗衣机、笔记本电脑、手机等传统产品外，智能小家电、智能机器人、家用电动工具、XR 设备、无人机等新产品层出不穷，根据中国家电博览会相关数据，2025 年我国智能家居市场规模突破 1.2 万亿元。在新产品带动需求增长的同时，电子电器市场走向健康、环保、智能的趋势亦进一步催生出对改性塑料的需求。

作为电子电器的塑料配件，满足高强度、高流动性、薄壁化、高电流、高电压和高温升等电子电器材料需求。终端客户主要为家电、电器、电子产品厂商，如美的、科沃斯等。

图28：公司产品在电子电器中的应用



塑料配件

资料来源：能之光问询函回复

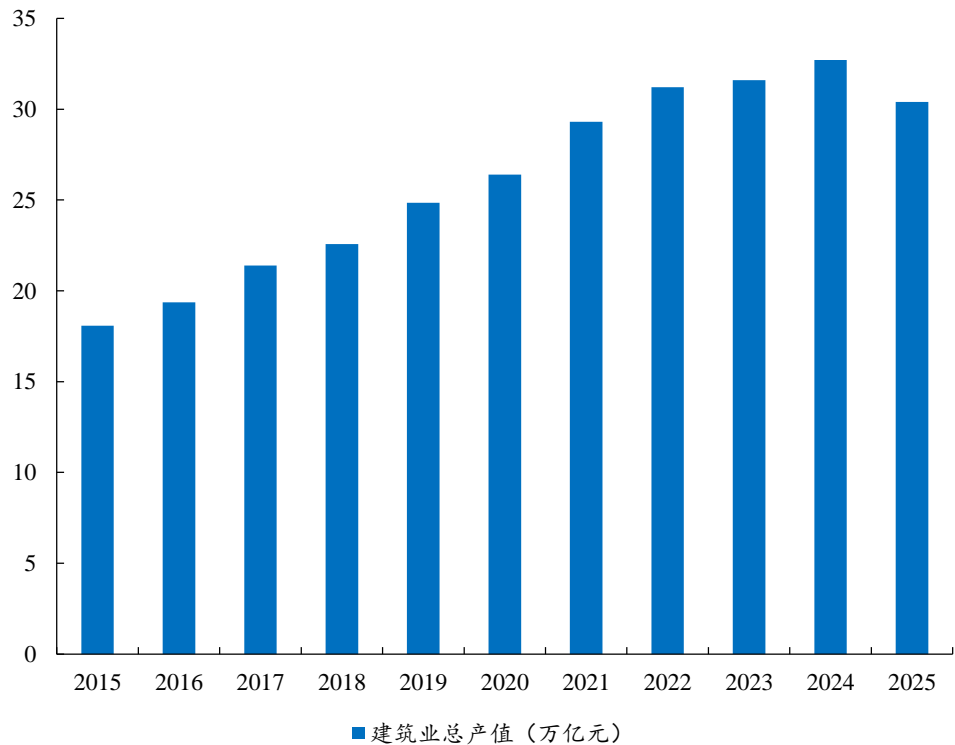
### 2.3.6、复合建材领域

建材工业是国民经济的重要基础产业。复合建筑材料是由两种或两种以上不同性质的材料，通过物理或化学的方法，在宏观或者微观上组成具有新性能的材料。各种材料在性能上产生协同效应，使复合建筑材料的综合性能优于单一材料而满足各种不同的使用要求。由于复合建材如铝塑复合板、彩钢隔热瓦、金属复合管大多由金属和非金属两种性质截然不同的材料组成的，其存在着粘结问题，需要选用特定的粘合树脂，才能确保制得的复合建材具有良好的耐候性和持久性。

2021年10月，国家出台《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》和《2030年前碳达峰行动方案》（国发〔2021〕23号），围绕碳达峰碳中和出台了相关的指导意见和发展规划，明确指出要大力发展节能低碳建筑。

根据国家统计局数据，2015-2024年我国建筑业总产值持续上升，2024年我国建筑业总产值达到32.7万亿元，2025年有所回落至30.4万亿元。

**图29：2015-2025年中国建筑业总产值**



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司的相关产品用于生产高性能木塑复合材料，起到不同基材间界面相容的作用，广泛应用于户外设施、建筑装饰、室内家居、市政园林、旅游设施等领域。终端客户主要为木塑板材制造商，如国风新材、BSW Timber Solutions Ltd.等知名企业。

**图30：公司产品在复合建材中的应用**


木塑板材

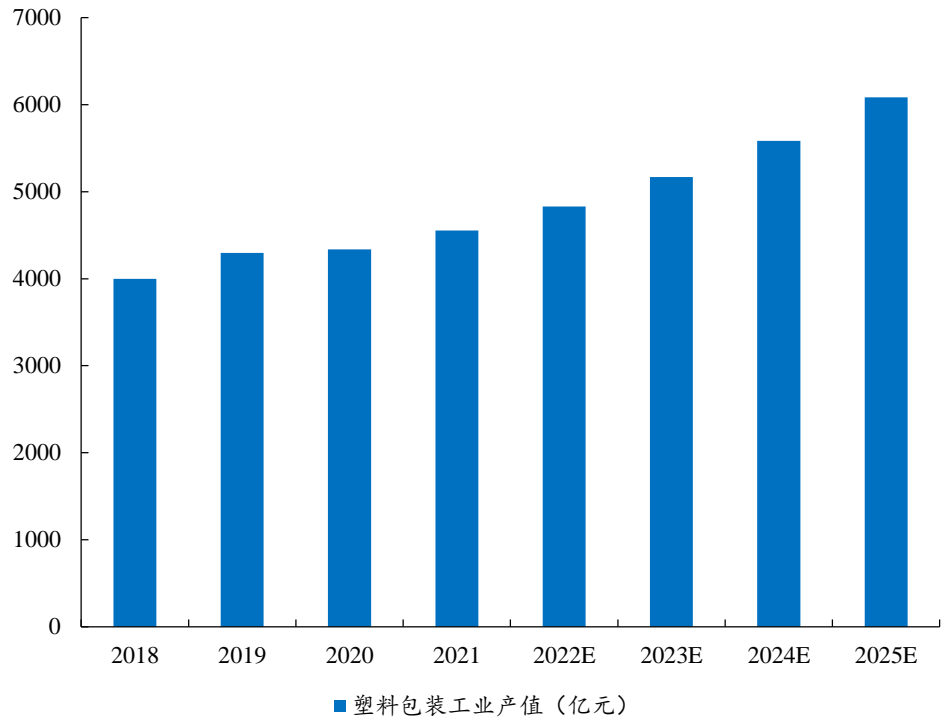
资料来源：能之光问询函回复

### 2.3.7、阻隔包装领域

随着各类新材料技术的发展，塑料软包装材料逐步从简单的过程保护作用丰富成为视觉、卫生、防护以及延长食物保质期等多种用途合一体的功能材料。塑料包装也同样从简单的单层或双层结构，逐步演变成为多层材料复合的结构。高阻隔性塑料包装材料是随着食品工业的迅速发展而发展起来的，它对食品起到了保质、保鲜、保风味以及延长货架寿命的作用。

阻隔塑料包装是包装行业发展的趋势之一。塑料的多样性及可塑性令高阻隔包装材料在日化产品包装中的应用范围越来越大。我国是塑料包装产品的生产和消费大国。近年来，我国经济整体稳定发展，居民消费水平逐渐提高，国内塑料包装行业下游需求稳定增长。根据上海市包装技术协会数据，我国塑料包装行业工业产值整体呈持续增长趋势，预计到 2025 年，行业整体规模有望突破 6,000 亿元。

图31：中国塑料包装工业产值及预测



资料来源：能之光招股书、上海市包装技术协会、开源证券研究所

公司的复合膜粘合树脂主要和 EVOH、PA、PET 等形成阻隔复合膜，可应用于共挤吹膜、共挤流延、淋膜等加工过程，具有粘接性强、杂质含量少以及加工适应性广等特性。用于粘接通用树脂与高阻隔材料，同时起到阻隔氧气及水分的作用，广泛应用于食品、日用包装等领域。终端客户为下游食品、药品生产厂商。

图32：公司产品在阻隔包装中的应用



资料来源：能之光问询函回复

### 3、估值对比与盈利预测

根据能之光主要产品高分子材料助剂和功能高分子材料的特点以及所处行业，选取呈和科技、汉维科技、利安隆、瑞丰高材为可比公司。截至 2026 年 6 月 4 日，当前股价对应可比公司 2026-2028 年市盈率均值分别为 27.5、23.0、19.8 倍。而根据我们预计的能之光 2026-2028 年市盈率分别为 25.4、20.8、18.8 倍。

我们看好公司产品下游需求的持续释放，预计公司 2026-2028 年的归母净利润分别为 0.60/0.74/0.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.74、0.90、1.00 元/股，当前股价对应 PE 分别为 25.4/20.8/18.8 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表10：可比公司 PE (TTM) 均值为 80.9x**

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE(TTM)	EPS (元/股)			PE (倍)		
					2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
688625.SH	呈和科技	77.88	204.44	69.42	1.94	2.37	2.80	40.14	32.86	27.81
920957.BJ	汉维科技	9.84	10.56	123.89	-	-	-	-	-	-
300596.SZ	利安隆	42.40	97.36	18.70	2.86	3.24	3.60	14.83	13.09	11.78
300243.SZ	瑞丰高材	18.08	50.54	111.62	-	-	-	-	-	-
	均值		90.73	80.91	2.40	2.81	3.20	27.48	22.97	19.80
920056.BJ	能之光	18.79	15.35	26.49	0.74	0.90	1.00	25.39	20.79	18.79

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：时间截至 2026 年 6 月 4 日，能之光、利安隆采用开源证券研究所预测数据，其余公司盈利预测采用 Wind 一致预期）

### 4、风险提示

原材料价格大幅波动、市场竞争加剧、项目建设不及预期。



### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn