

功能性发泡材料“小巨人”，构建新材料成长新格局

证券研究报告

2026 年 06 月 14 日

新恒泰（920028.BJ）首次覆盖报告

• 核心结论

国内动力电池缓冲材料 MPP 龙头，切入中国星网低轨卫星天线罩供应链。在新能源领域，公司在 MPP 新能源汽车电池缓冲垫市场占有率约 40%。公司深度绑定宁德时代，在其 MPP 采购份额超 90%。依托超临界流体发泡技术，核心指标优于同行，2022-2025 年 MPP 收入复合增速 55.09%，2025 年毛利率超 45%。未来随 MPP 对传统材料替代加速，公司相关业务有望持续增长。在通信领域，公司 MPP 材料凭借优异介电性能直接供应华为 5G 天线罩，布局低轨卫星地面终端天线罩市场，已与中国星网体系签订多项产品合同，充分受益卫星通信与 6G 产业发展红利。

以技术创新为驱动，多个在研项目取得关键突破。公司积极布局高成长新兴领域。半导体领域，液晶玻璃与晶圆用无析出防静电缓冲保护发泡材料有望打破海外垄断，加速实现国产替代；航空航天领域，高性能 PVDF 基氟树脂微孔发泡材料填补国内技术空白，适配航空装备与高端洁净室场景；卫星通信领域，低轨卫星地面终端天线罩用高强高透波材料深度卡位星网与 6G 增量市场。

大幅扩产打破产能瓶颈，鞋材市场开拓有望拉动业绩高增。核心产品产能利用率持续高位运行，2025 年 MPP、IXPE 产能利用率分别达 103.98%、96.44%。公司募资超 2.9 亿元拟新增 5 万立方米微孔发泡新材料与 3 万立方米 IXPE 产能，投产后微孔发泡新材料产能将翻倍；同时深度布局 MTPU 高端鞋材新品，抢占高回弹减震高端鞋材蓝海市场，未来产能释放叠加新业务拓展，公司业绩有望实现持续高增。

公司作为超临界发泡材料小巨人，深度绑定宁德时代，同步布局卫星通信与半导体领域，对标 A 股同行，在业绩高增与 MPP 产能翻倍背景下，估值具备显著稀缺性与性价比。我们预计，26-28 年公司有望实现营业总收入 9.45/10.71/12.32 亿元，归母净利润 1.36/1.72/2.17 亿元，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、经营业绩下滑、主要产品毛利率下滑风险、技术迭代风险、新品研发及产业化落地风险等

• 核心数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	774	836	945	1,071	1,232
增长率	14.0%	7.9%	13.0%	13.4%	14.9%
归母净利润（百万元）	92	111	136	172	217
增长率	-9.1%	21.2%	22.2%	26.5%	25.9%
每股收益（EPS）	0.56	0.68	0.83	1.05	1.32
市盈率（P/E）	33.0	27.2	22.2	17.6	14.0
市净率（P/B）	4.5	3.9	2.4	2.1	1.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

买入

股票代码

920028.BJ

前次评级

--

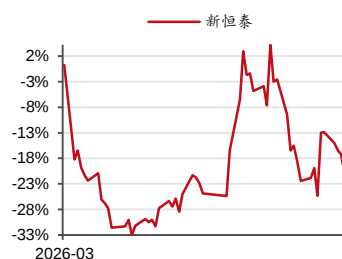
评级变动

首次

当前价格

18.4

近一年股价走势



分析师



曹森元 S0800524100001



19821289688



caosenyuan@research.xbmail.com.cn



李艾蕊 S0800526040001



17396222897



liaichun@xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	4
关键假设	4
区别于市场的观点	4
股价上涨催化剂	4
估值与评级	4
新恒泰核心指标概览	5
一、 功能性高分子发泡材料先进企业，技术优势引领发展	6
1.1 矢志深耕产品研发，构筑领域高性能产品地位	6
1.2 股权结构稳定，董事长与副总经理三人为一致行动人	7
1.3 营收规模持续扩大，归母净利润稳定回升	8
二、 发泡材料下游应用广泛，高端化趋势明确	9
2.1 泡沫塑料空间广阔，下游多应用场景需求扩张	9
2.2 交联聚乙烯渗透加速，下游应用多点开花	11
2.2.1 交联聚乙烯材料性能升级，建筑、家居等多领域需求稳定	11
2.2.2 PE Foam 及 IXPE 下游广阔，汽车、运动、婴童用品拉动增长	11
2.3 聚丙烯微孔发泡材料 MPP 快速发展，新能源与通信双驱动	12
2.3.1 聚丙烯发泡材料性能优越，全球市场空间快速扩大	12
2.3.2 聚丙烯微孔发泡材料（MPP）安全环保，新能源与通信核心赛道需求攀升	13
2.4 我国泡沫塑料行业国产化提速，竞争格局逐步优化	15
三、 MPP 龙头地位稳固，产能扩张+新赛道突破	16
3.1 MPP 电池缓冲龙头，技术+客户共筑壁垒	16
3.2 以技术创新为驱动，多款在研项目取得关键突破	18
3.3 MPP、IXPE 产能高位运行，大幅扩产打破产能瓶颈	21
四、 可比公司财务分析	22
五、 盈利预测与估值分析	24
六、 风险提示	25

图表目录

图 1：新恒泰核心指标概览图	5
图 2：浙江新恒泰新材料股份有限公司发展历程	6
图 3：公司股权结构（截至 2026 年 4 月 29 日）	8
图 4：2022-2026Q1 公司营业总收入及增速	8
图 5：2022-2026Q1 公司归母净利润及增速	8

图 6：2022-2025 公司主营收应用领域区分情况	9
图 7：公司主营业务收入按地区构成情况	9
图 8：2022-2026Q1 公司毛利率及净利率情况	9
图 9：2022-2026Q1 公司各项费用率	9
图 10：泡沫塑料行业产业链	10
图 11：软质泡沫塑料分类	11
图 12：2020-2025 中国汽车销量及增速	12
图 13：2024-2031 年全球发泡聚丙烯市场规模	13
图 14：MPP 在新能源电池中的位置示意图	14
图 15：2020-2025 年新能源汽车销量及渗透率	14
图 16：2020-2025 我国动力电池装车量及增速	14
图 17：2020-2024 我国新型储能累计装机规模及增速	14
图 18：MPP 微波天线罩示意图	15
图 19：2022-2025 公司 MPP 材料收入及增速	16
图 20：2022-2025 公司分业务毛利率	16
图 21：2024-2025 年研发人员情况	21
图 22：2021-2026Q1 年研发投入情况	21
图 23：2023-2027 年现有产能及预测产能	22
图 24：2023-2025 年产能利用率情况	22
图 25：可比公司营业总收入情况	23
图 26：可比公司归母净利润情况	23
图 27：可比公司毛利率情况	23
图 28：可比公司研发费用率情况	23
图 29：可比公司资产周转率情况	23
图 30：可比公司 ROE 情况	23
表 1：公司主要产品	7
表 2：泡沫塑料按其柔韧性可分为软质、硬质和介于两者之间的半硬质泡沫塑料	10
表 3：国外泡沫塑料行业主要参与者	15
表 4：国内泡沫塑料行业主要参与者	16
表 5：公司 MPP 产品与相关竞品性能比较	17
表 6：公司 MPP 产品与宁波某新材料公司产品比较情况	17
表 7：主要产品核心技术情况	19
表 8：公司在研项目一览	20
表 9：新恒泰募投项目进展情况	22
表 10：新恒泰盈收拆分及预测	24
表 11：可比公司估值表	25

投资要点

关键假设

伴随新能源电池、通信、高端鞋材等高景气下游需求持续释放，叠加募投项目陆续达产，公司主营业务有望保持稳健增长。成本端随着产能释放、规模效应显现，叠加高端产品占比提升，公司整体毛利率有望稳步上行。我们预计，公司 2026-2028 年分别实现营收 9.45/10.71/12.32 亿元，归母净利润 1.36/1.72/2.17 亿元。

区别于市场的观点

市场普遍认为公司传统建材、鞋材等业务占比偏高，半导体、卫星通信等新业务尚未放量，增长确定性不足。但市场忽略公司作为MPP 细分龙头的技术壁垒、深度绑定宁德时代等核心客户的资源优势，以及在超临界发泡领域的先发优势。伴随高端材料产能释放、新赛道逐步落地，公司产品结构持续升级，业绩有望实现跨越式增长。

股价上涨催化剂

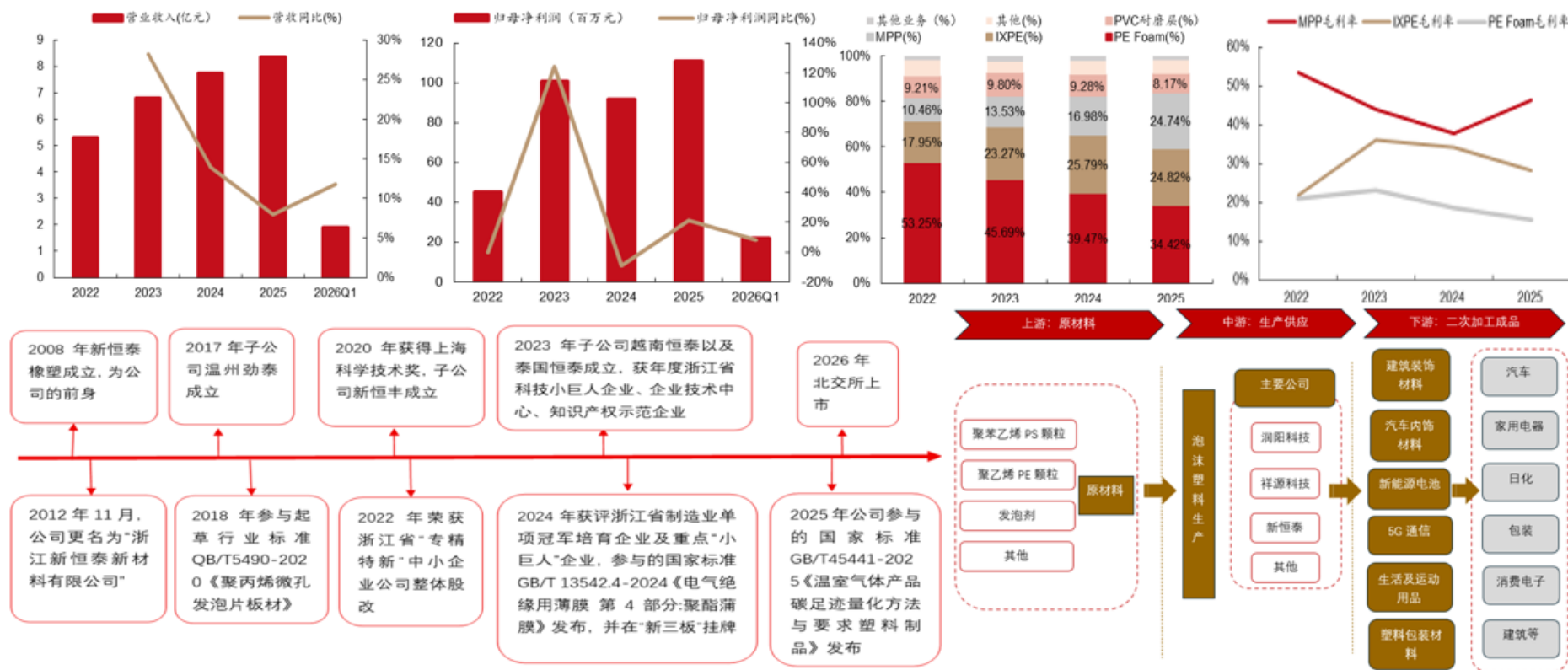
公司募投项目逐步进入达产阶段，MPP与IXPE产能瓶颈有效突破，产能释放有望支撑营收持续增长；同时公司在半导体、卫星通信、高端鞋材等领域在研项目加速落地，高毛利产品占比持续提升，叠加MPP在动力电池缓冲材料领域渗透率快速提升、星网低轨卫星业务逐步放量，多重因素共振下公司有望迎来量价齐升，成为股价上涨的核心催化。

估值与评级

公司作为北交所稀缺的超临界发泡材料小巨人，深度绑定宁德时代、同步布局卫星通信与半导体新材料，对标 A 股同行，在业绩高增与 MPP 产能翻倍背景下，估值具备显著稀缺性与性价比。我们预计，26-28 年公司有望实现营业总收入 9.45/10.71/12.32 亿元，归母净利润 1.36/1.72/2.17 亿元，当前股价对应 PE 分别为 22.24/17.59/13.97 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

新恒泰核心指标概览

图 1：新恒泰核心指标概览图



资料来源: 公司招股说明书, 公司上市公告书, 公司官网, 同花顺, 华经产业研究院, 智研咨询, 西部证券研发中心

一、功能性高分子发泡材料先进企业，技术优势引领发展

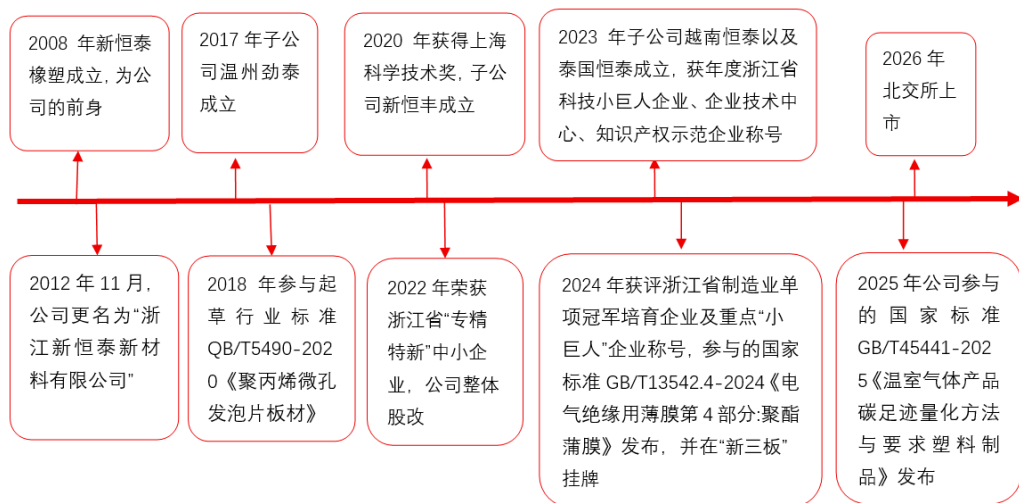
功能性高分子发泡材料先进企业，客户资源丰富。公司专注于功能性高分子发泡材料的研发、制造和销售，经过十余年的发展，现已成为国内知名的具备多种发泡材料规模化生产能力的供应商。公司主要产品包括化学交联聚乙烯发泡材料（PE Foam）、电子辐照交联聚乙烯发泡材料（IXPE）、聚丙烯微孔发泡材料（MPP），也包括聚氨酯微孔发泡材料、非发泡 PVC 耐磨层等。公司产品以高分子塑料为基材，对塑料材料进行发泡，制成具有轻质化、吸音降噪、缓冲减震、隔热保温、介电、防水防潮、阻燃、导电及防静电等功能属性的高分子发泡材料，广泛应用于建筑装饰、新能源电池、通信、汽车内饰、运动用品、包装、鞋材、婴童用品、消费电子等众多领域。

公司的产品被广泛应用于国内外知名品牌的产品中。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；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。截至 2026 年 5 月 8 日，公司共取得 65 项专利，其中 25 项为发明专利，39 项为实用新型专利、1 项为外观设计专利，同时是国内行业标准的主要制定者和国家级专精特新“小巨人”企业。

1.1 矢志深耕产品研发，构筑领域高性能产品地位

主营功能性高分子发泡材料的研发、制造和销售，铸造细分领域产品核心地位。2008 年，公司前身新恒泰橡塑由恒泰鞋材出资设立。2018 年，公司参与起草行业标准 QB/T5490-2020《聚丙烯微孔发泡片板材》，并于 2020 年 10 月正式实施。2022 年，公司获评浙江省“专精特新”中小企业。2022 年公司完成股改。2024 年，公司获评 2023 年度“浙江制造精品”、2024 年度浙江省制造业单项冠军培育企业，同年公司参与的国家标准 GB/T 13542.4-2024《电气绝缘用薄膜 第 4 部分：聚酯薄膜》发布。2025 年公司参与的国家标准 GB/T45441-2025《温室气体产品碳足迹量化方法与要求塑料制品》发布。2026 年新恒泰在北交所上市。

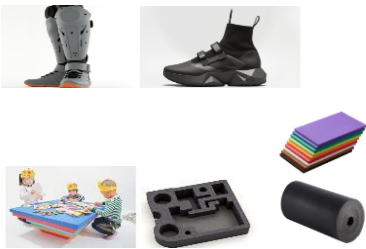
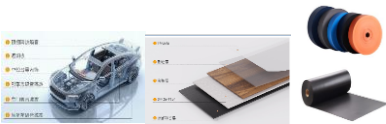
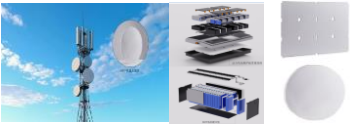
图 2：浙江新恒泰新材料股份有限公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司上市公告书，公司官网，西部证券研发中心

公司产品涵盖 PE Foam、IXPE、MPP 等，下游覆盖新能源电池、通信、汽车内饰、建筑装饰、鞋材等领域。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）。其中，PE Foam 及 IXPE 的原材料为聚乙烯（PE），均采用化学发泡；MPP 的原材料为聚丙烯（PP），采用物理发泡。

表 1：公司主要产品

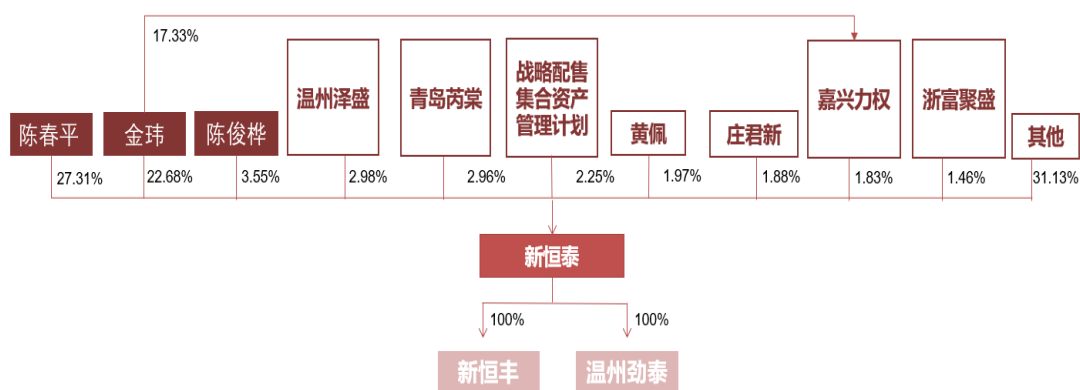
产品名	图示	功能及用途
化学交联聚乙烯发泡材料（PEFoam）		在建筑装饰领域，主要用于缓冲、隔音、防水防潮性能要求较高的 PVC 塑料地板静音层等； 在汽车领域，凭借着轻质、隔音、防水性能在汽车脚垫、车门内衬、顶棚隔热垫、发动机隔音隔热垫、后备箱隔音棉、中控内饰等部分应用广泛，也可用作汽车工业胶带等胶带基材； 在运动用品领域，可用作护膝、护肘等为运动员提供保护； 在鞋材领域用作鞋垫、鞋底等部位； 在包装材料、箱包内衬领域应用广泛； 在婴童用品领域，可作用于爬爬垫、玩垫、DIY 玩具等下游产品中。
电子辐照交联聚乙烯发泡材料（IXPE）		在建筑装饰领域，主要用于缓冲、隔音、防水防潮性能要求较高的 PVC 塑料地板静音层等； 在汽车领域，凭借着轻质、隔音、防水性能在汽车脚垫、车门内衬、顶棚隔热垫、发动机隔音隔热垫、后备箱隔音棉、中控内饰等部分应用广泛，也可用作汽车工业胶带等胶带基材。
聚丙烯微孔发泡材料（MPP）		在新能源电池领域，主要用于对隔热性、缓冲性、耐冲击、压缩性能、轻量化要求较高的新能源电池缓冲垫、新能源电池电芯缓冲垫、动力电池底板板支撑泡棉等； 在通信领域，主要用于对介电性能、高透波性、耐腐蚀性、耐恶劣气候要求较高的 5G 微波天线罩。

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

1.2 股权结构稳定，董事长与副总经理三人为一致行动人

公司股权结构稳定，实控人合计持股 53.54%。截至 2026 年 4 月 29 日，董事长陈春平先生直接持有公司股份 27.31%；副总经理金玮女士直接持股 22.68%，间接持股 0.32%；副总经理陈俊桦先生持股 3.55%。三人为为一致行动人和公司实控人，合计控制公司 53.54% 股份。员工参与战略配售集合资产管理计划持股 2.25%；嘉兴力权、嘉兴熙宏为公司员工持股平台，分别持有公司 1.83%、0.91% 的股份，合计持有公司股份总数的 2.74%。

图 3：公司股权结构（截至 2026 年 4 月 29 日）

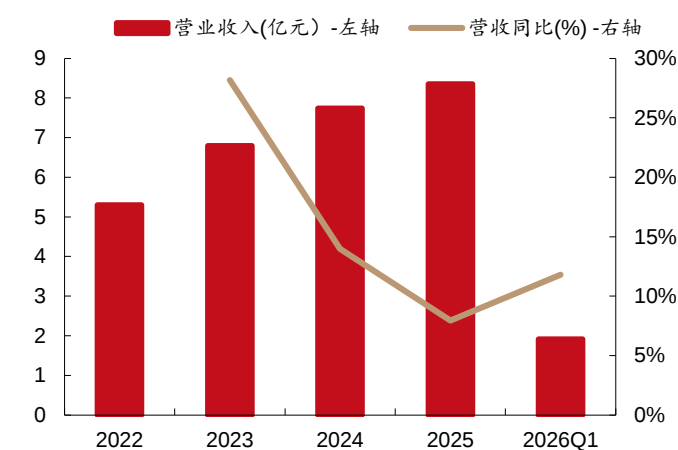


资料来源：公司 2026 年一季度，同花顺，西部证券研发中心

1.3 营收规模持续扩大，归母净利润稳定回升

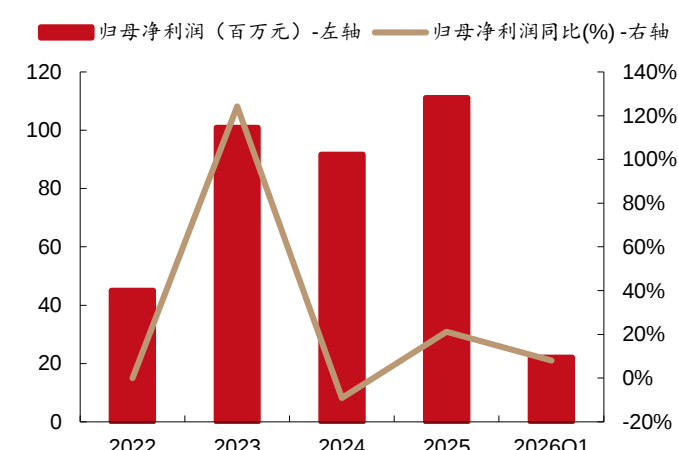
营收规模持续提升，归母净利润稳定提高。1) 营收端，公司营收规模持续增长，2023-2025 年 CAGR 达到 16.39%，增长主要是由于下游动力电池需求旺盛，公司 MPP 产品销售放量。2026Q1 公司实现营收 1.92 亿元，同比增长 11.81%。未来，随着公司 MPP 产能扩充后进一步放量，公司营收有望持续增长。2) 从利润端看，2022-2025 年公司归母净利润有所波动。其中 2023 年各类产品下游市场需求增加、毛利率提升，使得利润有所增长。2024 年售价降低，毛利率承压，同时越南恒泰、泰国恒泰投入运营，费用增加导致利润下降。2025 年公司产品毛利率有所回升，叠加海外子公司经营规模提升使得费用率回落。2026Q1 公司实现归母净利润 2208.95 万元，同比增长 7.99%，增速略低于收入增速主要是因为上市相关费用导致管理费用增加、汇兑损益变动导致财务费用增加。

图 4：2022-2026Q1 公司营业总收入及增速



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

图 5：2022-2026Q1 公司归母净利润及增速

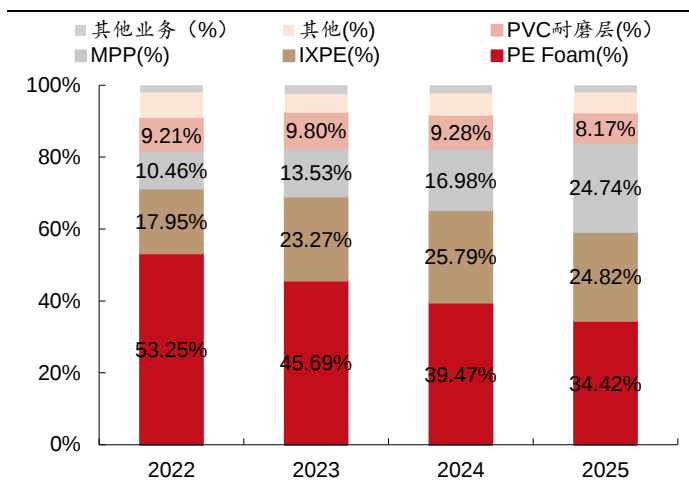


资料来源：同花顺，西部证券研发中心

高毛利 MPP 材料占比快速提升，以境内销售为主。PE Foam、IXPE、MPP 为公司的核心产品，2025 年分别贡献 34.42%、24.82%、24.74%的收入。其中 MPP 产品占比快速提升，从 2022 年的 10.46%提升至 2025 年的 24.74%。从销售区域来看，2025 年公司境内销售占比达 79.28%，境内为公司最主要的销售市场；境外销售快速增长，收入占比从

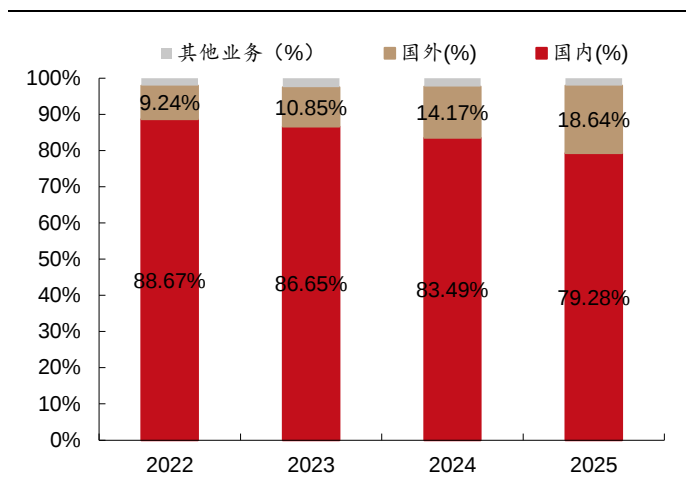
2022 年的 9.24%提升至 2025 年的 18.64%。

图 6：2022-2025 公司主营应用领域区分情况



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

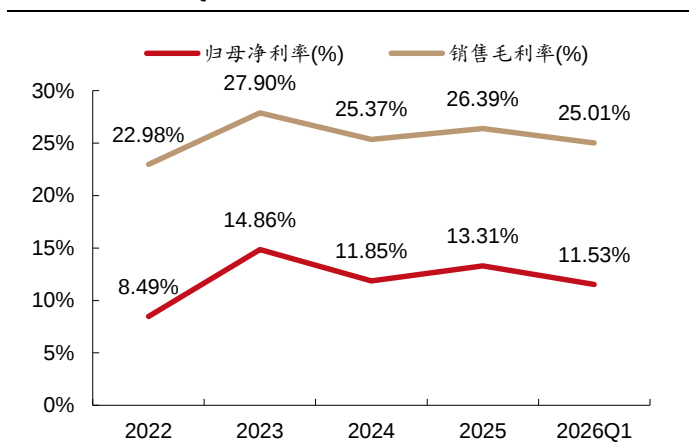
图 7：公司主营业务收入按地区构成情况



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

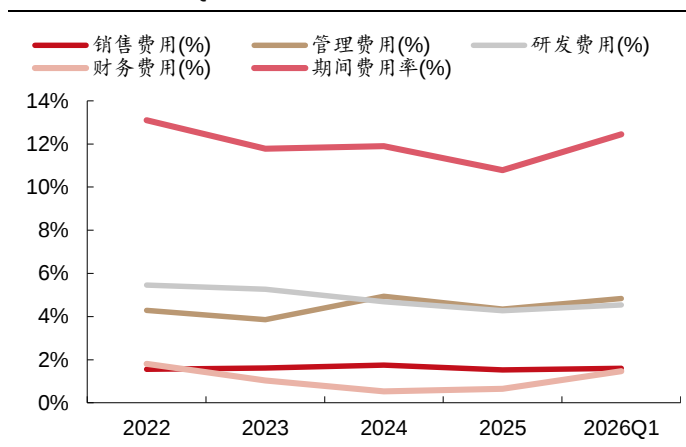
3) 盈利能力及费用端。2022 至 2025 年，公司毛利率和净利率波动较小，主要受到上游原材料价格的影响。2026Q1 毛利率降低主要是受石油价格上涨影响。从费用端看，2022-2025 年受益于收入增长带来的规模效应，期间费用率整体呈现小幅下降态势。

图 8：2022-2026Q1 公司毛利率及净利率情况



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

图 9：2022-2026Q1 公司各项费用率



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

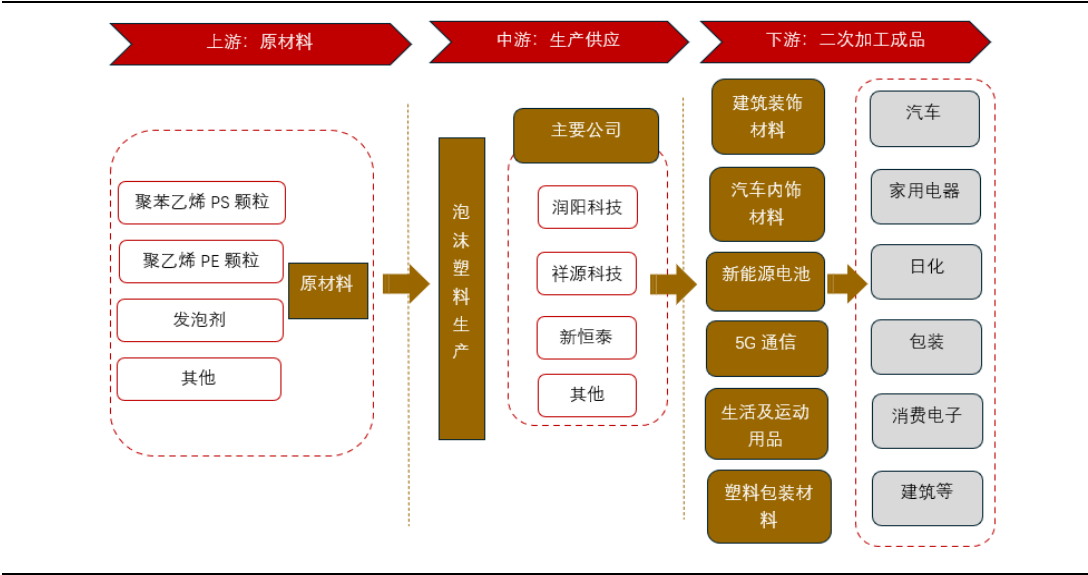
二、发泡材料下游应用广泛，高端化趋势明确

2.1 泡沫塑料空间广阔，下游多应用场景需求扩张

泡沫塑料上游为合成树脂、发泡剂等原料，下游广泛应用于建筑装潢、家电、日化、包装、消费电子、汽车等领域。泡沫塑料也可称为塑料发泡材料，是以合成树脂（如聚乙烯、聚丙烯、聚氨酯）为主体，经过发泡工艺形成内部有许多微小泡孔的一类高分子材料。由于泡沫塑料内部含有大量气泡，所以泡沫塑料具有质量轻、省原料、隔热性能好、缓冲及隔音性能好等优点。泡沫塑料行业产业链上游原材料主要为合成树脂、发泡剂等。中游泡沫塑料生产商通过精细的原料配比、发泡成型和切割包装等工序，将原材料转化为具有广泛应用价值的泡沫塑料产品。下游加工商将泡沫塑料产品进行二次加工，制成各种成品，广

泛应用于建筑装潢、家电、日化、包装、消费电子、汽车等领域。

图 10：泡沫塑料行业产业链



资料来源：智研咨询，华经产业研究院，西部证券研发中心

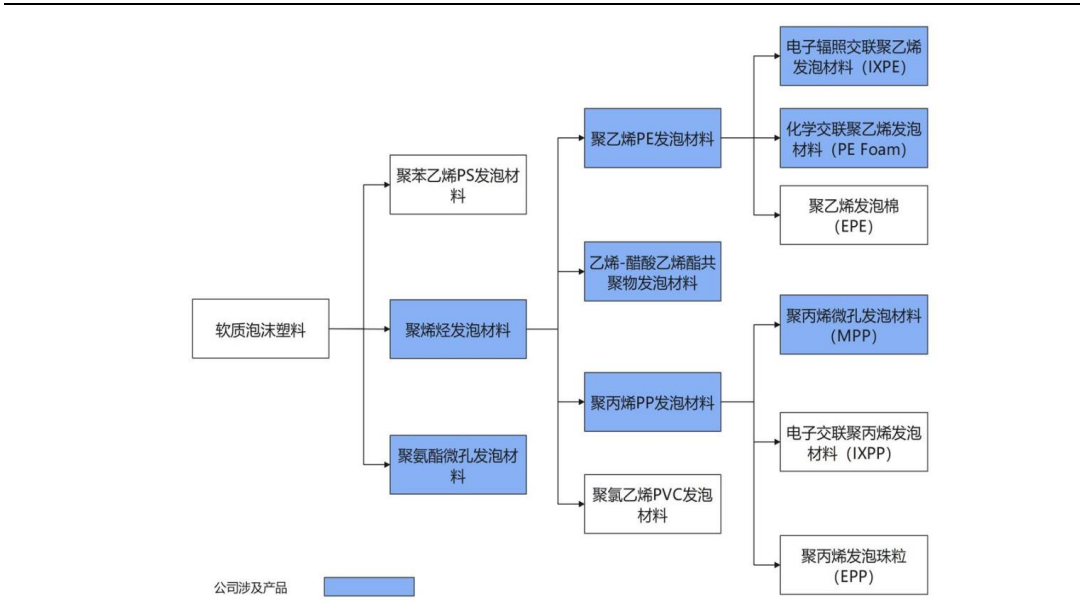
泡沫塑料分为软质、硬质和介于两者之间的半硬质泡沫塑料，其中聚烯烃材料使用最广泛。在软质泡沫塑料中，根据原材料的不同，通常可分为聚烯烃、聚苯乙烯、聚氨酯几类发泡材料，其中聚烯烃材料凭借着其良好的可回收性、无毒环保、原料来源丰富、各项性能良好的特性，成为软质泡沫塑料中被最广泛使用的材料。而交联聚乙烯发泡材料以及聚丙烯微孔发泡材料是聚烯烃材料的重要组成部分，下游应用领域十分广泛，覆盖众多行业。交联聚乙烯发泡材料可以运用于 PVC 塑料地板、汽车内饰材料、运动用品及婴幼儿用品、塑料包装材料 5 种领域。聚丙烯微孔发泡材料被广泛应用于新能源、通信、汽车、建筑、包装等各个领域，存在广阔的市场空间。

表 2：泡沫塑料按其柔韧性可分为软质、硬质和介于两者之间的半硬质泡沫塑料

分类	性能介绍	主要产品
硬质泡沫塑料	在室温下，构成泡沫塑料的聚合物属结晶态或无定形态，玻璃化温度高于常温，聚苯乙烯泡沫塑料（PS）、聚氯乙烯泡沫塑料因此质地较硬。常用于热绝缘材料和隔音材料，管道和容器等的保温材料，漂浮（PVC）、酚醛树脂泡沫塑料（PF）、环氧泡沫材料及减震包装材料等。	塑料
软质泡沫塑料	构成泡沫塑料的聚合物的熔点小于常温或无定形聚合物的玻璃化温度低于常温，聚乙烯（PE）泡沫塑料、聚苯乙烯（PS）泡沫材料在常温下质地柔软。主要做衬垫材料，泡沫人造革等。	塑料、聚氨酯（PU）泡沫塑料、橡胶泡沫塑料
半硬质泡沫塑料	也称为半软质泡沫塑料，是介于软质泡沫塑料和硬质泡沫塑料之间的一种泡沫塑料。它具有较高的压缩负荷值，其交联密度高于软质泡沫塑料而仅次于硬质泡沫塑料。	半硬质聚氨酯泡沫塑料（PU 半硬泡）、半硬质三聚氰胺泡沫塑料

资料来源：华经产业研究院，西部证券研发中心

图 11：软质泡沫塑料分类



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

2.2 交联聚乙烯渗透加速，下游应用多点开花

2.2.1 交联聚乙烯材料性能升级，建筑、家居等多领域需求稳定

发泡聚乙烯是最早工业化应用的发泡材料之一，广泛应用于基础设施、建筑、家居生活等领域。聚乙烯（PE）具有优良的物理化学性能，同时凭借其产量大、价格低廉、易获得等优点，被广泛应用于各个领域。以聚乙烯为基材可制备出多个衍生品种，如阻燃聚乙烯材料、发泡聚乙烯材料、抗老化聚乙烯材料等，其中，发泡聚乙烯材料由于具有独特的多孔结构和优异的隔热、缓冲保护、轻质化、耐腐蚀等特性，成为最早工业化应用的发泡材料之一，广泛应用于基础设施、建筑、家居生活等领域。

交联聚乙烯发泡材料物理特性更优。传统的无压发泡工艺主要将聚乙烯材料在加热或者辐射条件下发泡，该种制备方式具备设备投资低、制备简单等优点，但也存在制备泡孔均匀性较差、泡孔尺寸不易控制、发泡倍率低等问题。为解决前述问题，通过交联法使乙烯分子形成三维网状结构（即交联聚乙烯“Cross-Linked Polyethylene”）以提高物理特性已成为聚乙烯发泡材料的新方向。目前，按照交联方式，交联型聚乙烯发泡材料可划分为化学交联聚乙烯和电子辐照交联聚乙烯（IXPE）。经过交联反应的发泡材料即为交联聚乙烯发泡材料，兼具交联材料和发泡材料的优点。相较普通的聚乙烯发泡材料，交联聚乙烯发泡材料泡孔结构更均匀规则，且耐热、耐蠕变、耐候、耐化学腐蚀、耐应力开裂、弹性及力学强度等性能均能得到改善。

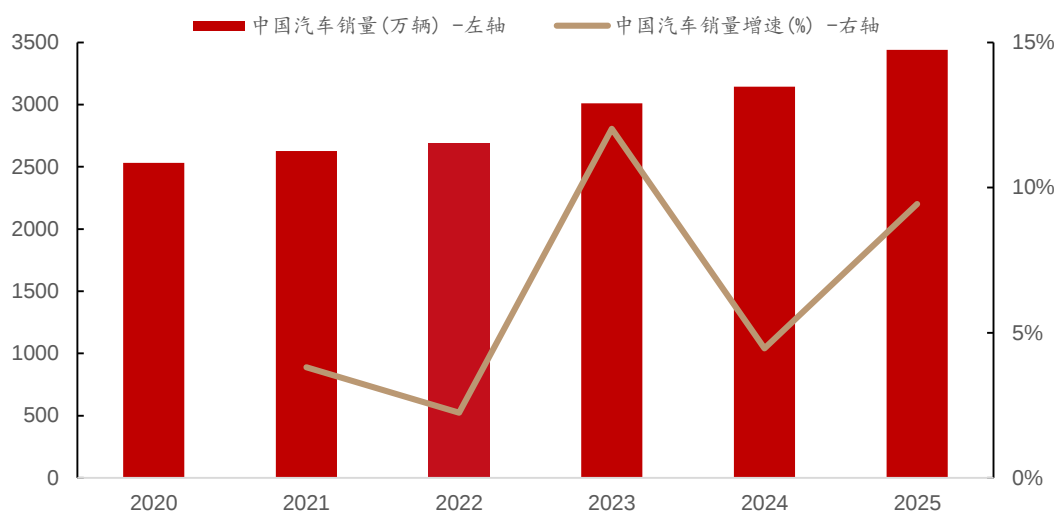
2.2.2 PE Foam及IXPE下游广阔，汽车、运动、婴童用品拉动增长

公司 PE Foam 及 IXPE 产品均属于交联聚乙烯发泡材料，下游主要应用于建筑装饰材料、汽车内饰材料、生活及运动用品、塑料包装材料市场。

建筑装饰材料——PVC 塑料地板市场：耐磨层材料优势显现。在 PVC 地板的生产过程中，交联聚乙烯发泡材料产品如 IXPE 和 PE Foam 通常作为 PVC 地板的静音层材料，PVC 耐磨层产品通常用于 PVC 地板的耐磨层材料。

汽车内饰材料——汽车市场：汽车销量持续增长，拉动内饰材料需求。在汽车领域，聚乙烯发泡材料凭借着轻质、隔音、防水性能在汽车脚垫、车门内衬、顶棚隔热垫、后备箱隔音棉、中控内饰等部分应用广泛，同时凭借着良好的轻质、拉伸性、缓冲性、韧性，可用作电器胶带、汽车工业胶带等胶带基材。根据中国汽车工业协会发布的数据显示，2025年，我国汽车产销累计完成3453.1万辆和3440万辆，同比分别增长10.4%和9.4%，产销量再创新高，我国汽车产销总量连续17年位居全球第一。2020年至2024年，我国汽车销量的复合增长率为5.57%，汽车市场的巨大规模和汽车销量持续增长将使对聚乙烯发泡材料制成的汽车内饰材料的需求不断增加。

图 12：2020-2025 中国汽车销量及增速



资料来源：中国汽车工业协会，公司招股说明书，西部证券研发中心

生活及运动用品——运动用品及婴幼儿用品市场：市场规模庞大，需求旺盛。聚乙烯发泡后良好的耐用性、抗冲击性、耐热性和缓冲性能，也使其广泛应用于运动鞋、瑜伽垫、护膝、护肘等运动器材中。同时，聚乙烯发泡材料具有轻盈柔软的特性，可提供一定的缓冲和支撑，减少婴幼儿在活动过程中受到的冲击和压力，且产品无毒、无刺激性气味，因此在拼图地垫、工艺纸张、玩垫、玩具、文具等婴幼儿用品中应用广泛。

塑料包装材料市场：我国塑料包装材料需求庞大。聚乙烯发泡材料作为塑料包装领域的重要组成部分，具有轻质、柔软、耐冲击、隔热、吸音等特性，适合用于包装物品的保护和填充，包括电子产品包装、食品包装、药品冷链保温包装以及其他特殊包装需求等领域。作为全球包装制造和消费大国，我国塑料包装在食品、饮料、日用品以及工农业生产等领域扮演着重要的角色。根据中国包装联合会的统计数据，2025年全年，我国包装行业累计完成营业收入与利润总额分别为2.05万亿元与951.52亿元。

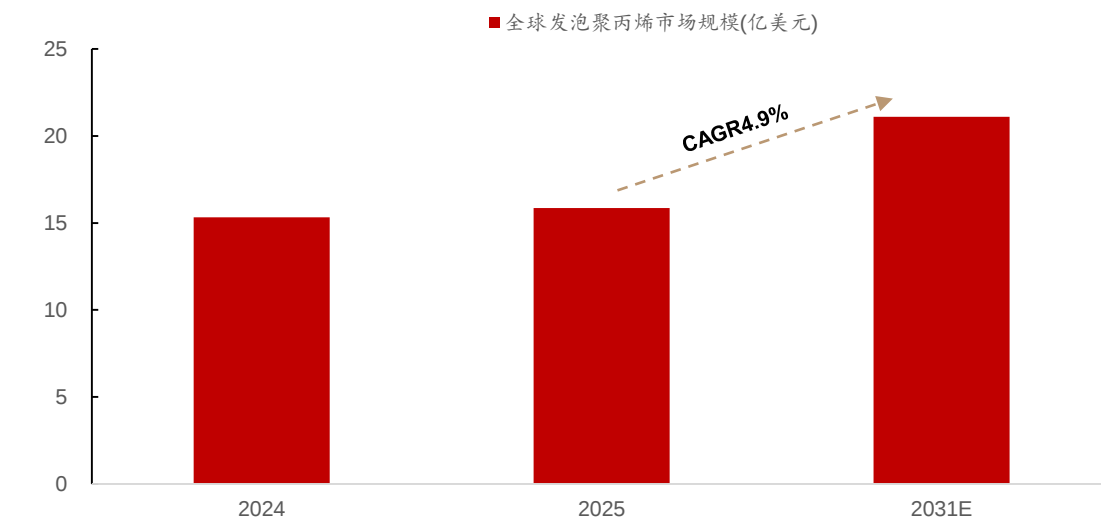
2.3 聚丙烯微孔发泡材料MPP快速发展，新能源与通信双驱动

2.3.1 聚丙烯发泡材料性能优越，全球市场空间快速扩大

聚丙烯发泡材料应用于新能源、通信、汽车、建筑、包装等领域。发泡聚丙烯材料是以聚丙烯为基础树脂制备的发泡材料。与常用发泡材料相比，发泡聚丙烯具有诸多优点，包括原料来源丰富，耐热性、机械强度、耐冲击性、隔热性、耐腐蚀性等性能良好，绿色环保，

可回收性强，不含有毒物质等，被广泛应用于新能源、通信、汽车、建筑、包装等各个领域，存在广阔的市场空间。根据简乐尚博的数据，2025 年全球发泡聚丙烯市场规模达 15.86 亿美元，预计 2031 年达到 21.11 亿美元。

图 13：2024-2031 年全球发泡聚丙烯市场规模



资料来源：简乐尚博，西部证券研发中心

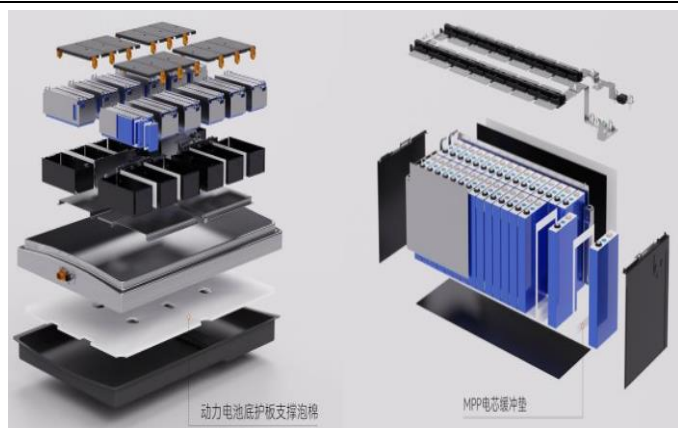
2.3.2 聚丙烯微孔发泡材料（MPP）安全环保，新能源与通信核心赛道需求攀升

微孔发泡聚合材料特性优良，成为发展重要方向。微孔发泡聚合物材料是指泡孔分布均匀、泡孔平均直径在 $1\mu\text{m}\sim 100\mu\text{m}$ ，泡孔密度在 $10^7\sim 10^{10}$ 个/ cm^3 ，材料密度可比发泡前减少 5%~98% 的发泡聚合物材料。微孔发泡材料已成为当前聚合物材料开发应用的重要发展方向之一。

发泡工艺中，超临界流体作为发泡剂更环保。超临界流体（Super critical fluid, SCF）在安全、环保方面优于易燃易爆的烷烃类化合物和对大气污染严重的氟氯烃，具有良好的流动性、热传导性和扩散能力。与传统发泡工艺相比，超临界流体发泡具有参数控制精准、泡孔分布更加均匀、泡孔尺寸可控等优点。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），发泡过程中采用的 CO_2 和 N_2 等气体无毒无害，无安全隐患，且成本低廉，是一种绿色环保、产品性能优异的发泡方法。公司 MPP 材料用于新能源电池、新型储能电池与 5G 通信市场。

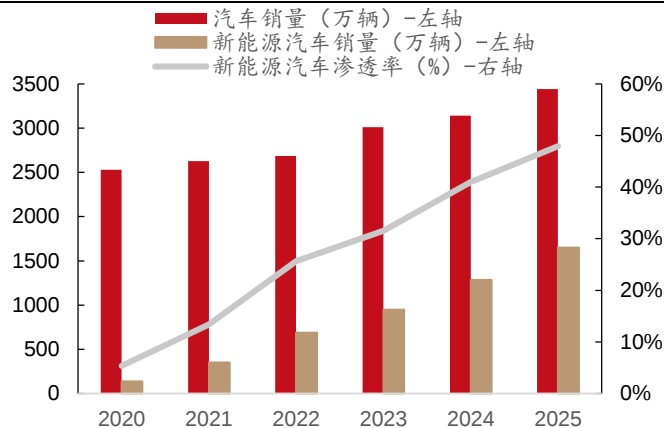
新能源电池市场：新能源汽车产业扩张，动力电池及新型储能市场快速发展。聚丙烯微孔发泡材料作为制作新能源电池缓冲垫的重要原材料，主要应用在电芯之间、模组端板以及底护板等部位，起到缓冲、支撑、隔热和保温的作用。伴随着新能源汽车产业和储能产业的扩张，聚丙烯微孔发泡材料在动力电池和储能电池市场均迎来较大的增量需求。在产业政策支持、技术发展以及加速实现“碳中和”的全球背景下，我国新能源汽车行业呈现快速发展的态势，市场渗透率快速上升。根据中国汽车工业协会公布的数据，2025 年我国共实现汽车销售 3440 万台，同比增长 9.4%。其中，新能源汽车实现总销量 1649 万辆，渗透率 47.94%，同比增长 28.2%。

图 14：MPP 在新能源电池中的位置示意图



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

图 15：2020-2025 年新能源汽车销量及渗透率

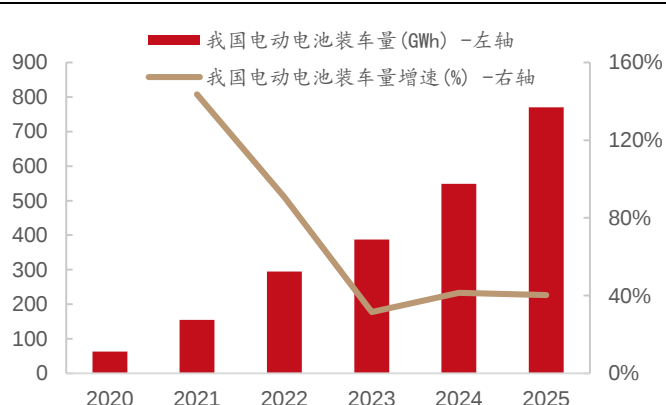


资料来源：中国汽车工业协会，公司招股说明书，西部证券研发中心

新能源汽车产业景气度提升，动力电池出货量持续增长。作为新能源汽车电力系统核心，在新能源产业的带动下，动力电池出货量不断提高。据统计，2025 年，我国动力电池装车量已达 769.7GWh，同比增长 40.35%。根据中国汽车动力电池产业创新联盟等编制的《中国动力电池产业面向 2035 发展框架研究报告》，到 2035 年，我国动力电池装车量预计超过 1952GWh，新能源汽车预计市场渗透率将达到 90%左右，全球新能源汽车预计市场渗透率将达到 70%左右。

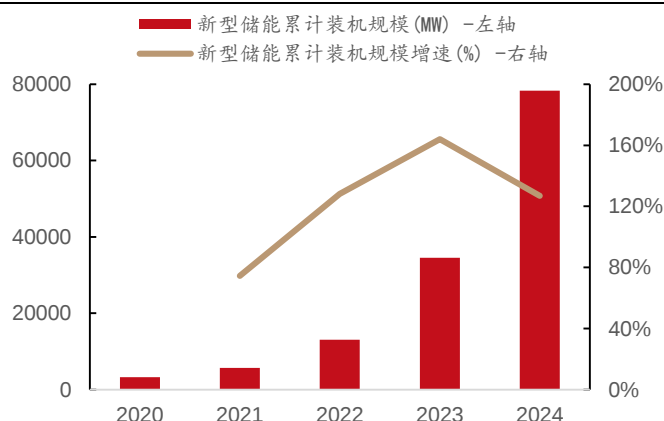
新型储能锂电池保障算力持续运行，锂离子电池储能占据主导地位。截至 2024 年末，根据 CNESA 全球储能数据库数据，我国新型储能累计装机规模达到 78.32GW，占全球市场的 47%，在我国新型储能市场中，锂离子电池储能占比 97.1%，处于绝对主导地位。2025 年，随着 AI 的快速发展，算力需求呈现爆发式增长，算力的“能量燃料”电力消耗激增，储能电池作为电力供应的“缓冲器”，对保障算力持续运行具有巨大作用，预计未来产销量将会迎来大幅增长。根据 CNESA《储能产业研究白皮书 2025》预测，理想场景下，预计 2030 年我国新型储能累计规模将达到 291.2GW，预计复合年均增长率为 24.5%。

图 16：2020-2025 我国电动电池装车量及增速



资料来源：wind，公司招股说明书，西部证券研发中心

图 17：2020-2024 我国新型储能累计装机规模及增速



资料来源：iFind，同花顺金融，公司招股说明书，西部证券研发中心

5G 通信市场：5G 通信建设加快，聚丙烯微孔发泡材料需求量大大幅增长。聚丙烯微孔发泡材料在 5G 通信中可用于天线罩等产品的生产制造。聚丙烯微孔发泡材料具有低介电损耗的特点，且其介电性能在不同电磁波频段变化下保持稳定，能够保证天线外罩具有良好的

透波性，同时，聚丙烯微孔发泡材料所具备的轻质化特性、良好的耐腐蚀性可较好地满足 5G 天线罩在恶劣环境中长期使用。近年来，在 5G 微波系统建设及 5G 网络演进完善向 6G 跨越趋势的带动下，聚丙烯微孔发泡材料逐步迎来广阔的市场发展前景。根据工信部的统计数据，我国 5G 基站建设总数已由 2020 年的 77 万个增长至 2024 年的 425 万个，随着 5G 基站的建设及 5G 网络的发展，5G 微波系统天线罩的需求量也随之大幅增长。此外，近年来，国际电信联盟（ITU）相继发布了多项 6G 相关研究成果，为聚丙烯微孔发泡材料创造了更广阔的市场空间。

图 18：MPP 微波天线罩示意图



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

2.4 我国泡沫塑料行业国产化提速，竞争格局逐步优化

我国泡沫塑料行业赶超国外，主要发泡材料实现国产化。泡沫塑料行业国外发展时间较长，在产品研发、技术设备和生产工艺上处于相对领先地位。我国泡沫塑料制造行业自 20 世纪 80 年代起步后，在产业政策的大力支持下，凭借国内完善的上下游产业链及生产成本优势，迎来了高速发展的历程。泡沫塑料行业整体规模巨大，但产业集中度相对不高。虽然泡沫塑料中主要材料均已经实现了国产化，部分领域甚至超过了国外，但国内高端发泡材料的生产厂商数量仍然相对较少。行业内国外主要参与者包括积水化学工业株式会社、东丽株式会社，国内主要参与者包括祥源新材、润阳科技以及新恒泰。

表 3：国外泡沫塑料行业主要参与者

同行业公司	基本情况	主要产品
积水化学工业株式会社	成立于 1947 年。总部位于日本大阪和日本东京，业务覆盖高机能塑料事业领域、环境生活基础设施事业领域、住宅事业领域和医疗事业领域等。其中高机能塑料事业领域在全球范围内提供先进高机能材料。	发泡聚烯烃、车辆用树脂、粘合剂、胶带、薄膜等
东丽株式会社	成立于 1926 年，总部位于日本东京。主要业务包括纤维、功能性化工产品、碳纤维复合材料、环境工程、生命科学及其他业务等。	纤维、功能性化工产品、碳纤维复合材料、环境工程、生命科学业务及其他业务等

资料来源：华经产业研究院，西部证券研发中心

表 4：国内泡沫塑料行业主要参与者

同行业公司	基本情况	主要产品
祥源新材	始建于 2003 年，拥有先进的生产设备和生产技术工艺，年产高端发泡材料 20000 吨。 公司设有湖北汉川、广东东莞、安徽、武汉、泰国、越南六大生产基地，以及武汉、苏州、深圳三个办事处。在国内聚烯烃发泡材料行业中处于领先地位，尤其在高端应用领域，具备较强的技术优势和客户资源。未来，随着国产替代趋势的发展、下游需求的增长和产能的释放，行业地位有望进一步提升。	聚烯烃发泡材料（IXPE 及 IXPP 材料）
润阳科技	成立于 2012 年，总部位于浙江省杭州市。国内行业内领先的 IXPE 生产企业之一，凭借技术沉淀与品质优势，已构建起“研发—生产—认证—市场”全链条体系。润阳科技专注于环保高分子材料的开发，主要产品应用于绿色健康生活中的家居建筑装饰领域，通过国内大型 PVC 塑料地板制造企业，进入全球排名前列的家居建材用品零售商 HomeDepot 的供应体系。	IXPE
新恒泰	成立于 2008 年。国内研发实力较强、产品质量良好、品牌口碑优良的功能性高分子发泡材料供应商，是国内少数同时具备多种发泡材料规模化生产能力的企业之一。在交联聚乙烯发泡材料领域，公司已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。在 MPP 领域，公司生产的 MPP 产品广泛应用于新能源和通信领域，在新能源电池缓冲垫市场、5G 微波天线市场的占有率均位于全国前列。	PE Foam、IXPE、MPP

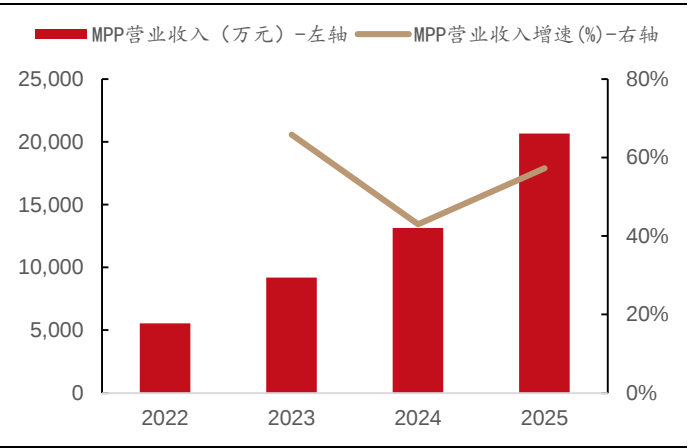
资料来源：华经产业研究院，公司招股说明书，西部证券研发中心

三、MPP 龙头地位稳固，产能扩张+新赛道突破

3.1 MPP 电池缓冲龙头，技术+客户共筑壁垒

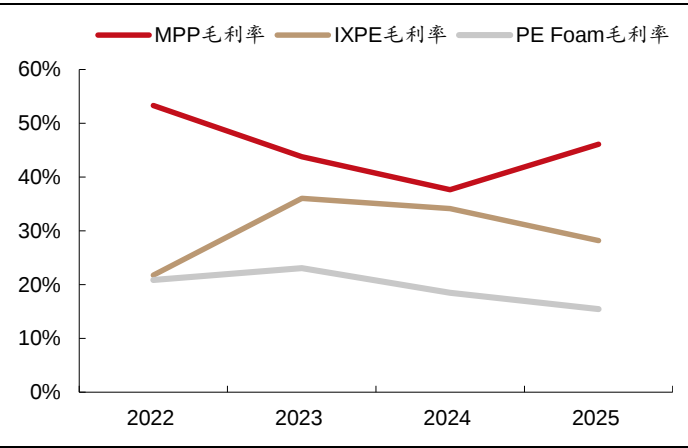
在 MPP 材料的开发方面，公司是最早从事超临界流体发泡的研发生产企业之一。公司为 QB/T5490-2020《聚丙烯微孔发泡片板材》行业标准的主要起草单位之一，MPP 工艺技术水平、性能参数指标处于行业前列。公司始终紧跟新型发泡材料市场发展方向，建立以市场为导向的技术研发决策机制，设置了科学合理的研发体制，积累了可观的技术成果。公司依赖技术储备转型升级，发泡方式从传统的发泡材料转型到高端、高附加值的 MPP 发泡，且持续研发致力于开拓更多的应用领域。2022-2025 年 MPP 收入快速增长，收入达到 2.07 亿元，复合增长率达 55.09%。MPP 毛利率较高，2025 年达到 45%以上水平，近年来随着公司生产和销售重点逐步向 MPP 转移，公司 MPP 材料收入增速显著，对比公司传统的 PE Foam、IXPE 业务有显著提升。

图 19：2022-2025 公司 MPP 材料收入及增速



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

图 20：2022-2025 公司分业务毛利率



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

项目	宁波某新材料公司				新恒泰			
	1.00≤σ≤2.00	70%:	70%:	70%:	70%:	70%:	70%:	70%:
		0.58≤σ≤1.60	0.48≤σ≤1.25	0.38≤σ≤0.76	0.8≤σ≤1.72		0.45≤σ≤0.92	0.38≤σ≤0.76
拉伸强度（MPa）	≥3.5	≥2.0	≥1.5	≥1.0	相同	相同	≥1.6	≥1.3
导热系数（W/m·K）	≤0.05	≤0.05	≤0.05	≤0.05				
耐电压击穿电流（mA）	≤1	≤1	≤1	≤1		相同		
体积电阻率（Ω-cm）	≥10 ¹³	≥10 ¹³	≥10 ¹³	≥10 ¹³				
绝缘电阻（MΩ）	≥500	≥500	≥500	≥500				

资料来源：公司第一次问询函回复，西部证券研发中心

在通信领域已应用于 5G 天线罩，通过供应体系进入华为。在通信领域，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。公司的 MPP 产品已应用在华为等知名品牌的产品当中，公司客户黏性较高，与下游龙头企业的合作将进一步带来标杆效应，吸引更多客户采购。随着国家层面 6G 关键技术前瞻布局加速，我国超大型卫星互联网“国网”新座计划开始实施，6G 通信、卫星直连等产业迎来快速增长，微波天线罩作为通信系统重要部件，市场需求持续扩容。公司将持续推进 MPP 产品的技术迭代，充分受益于 6G 产业高速发展，在持续增长的市场需求中消化新增产能，打开长期成长空间。低轨卫星组网是实现全球信号覆盖、构建天地一体化通信网络的核心环节。公司针对性开发低轨卫星地面终端天线罩用高强高透波材料，通过配方优化增强基体强度，精准调控发泡倍率与泡孔尺寸，在提升材料结构强度的同时保障优异透波性能；同时通过复合夹心结构进一步强化产品性能，全面适配低轨卫星终端使用需求。同时公司已取得中央军委装备发展部颁发的《装备承制单位资格证书》，具备军选民用装备供应资质，为深度服务星网卫星通信项目、拓展军工航空航天市场筑牢了核心资质与产品基础。

3.2 以技术创新为驱动，多款在研项目取得关键突破

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。

公司产品采用物理发泡，比化学发泡更绿色环保。公司的 MPP 和 MTPU 产品，除性能优越外，在生产过程不添加化学发泡剂，利用 CO₂ 或 N₂ 进行物理发泡，生产及使用过程中无毒、无污染，是一种绿色环保的产品；公司的 IXPE 产品使用电子辐照交联法进行交联，相较于化学交联，电子辐照交联是更加绿色清洁的加工技术，并且在食品和医疗领域均已广泛应用；公司在部分聚氨酯微孔发泡材料的生产过程中，以水作为发泡剂，提高了发泡过程的环保性。

公司建立了一系列产品的生产线，掌握多种发泡技术。通过多年的研发和各个应用领域的技术积累，基于各种性能发泡材料的要求已形成了生产工艺、配方配比、工艺参数、先进生产设备的相互关联性，公司已形成了“新能源电池缓冲阻隔用聚丙烯发泡技术”“5G 透波用聚丙烯发泡技术”等一系列多产品多应用领域的发泡材料高效制备技术，产品应用领

域从传统包装、鞋材、婴童用品，扩展升级到新能源电池、通信、高端鞋材等，并拟通过募投项目进一步拓展公司材料在航空航天、半导体、生物医药、高端装备等领域的应用，实现了生产技术的不断创新和下游应用领域的持续升级。

表 7：主要产品核心技术情况

技术名称	技术特色	技术来源	技术应用情况	所处阶段
多系列高性能 PE/EVA 发泡材料制备技术	通过配方设计调控原料配比，结合密炼、开炼、模压或常压发泡工艺，可制备阻燃、抗静电、导电等不同性能发泡材料，适配多领域使用需求	自主研发	PE Foam、瑜伽产品等	规模化生产
常规型 IXPE 发泡材料制备技术	筛选基体原料，匹配辐照、发泡温度、牵引速度等参数，精准调控材料倍率、硬度与韧性，产出性能均一的 IXPE 发泡材料	自主研发	IXPE	规模化生产
功能性 IXPE 发泡材料制备技术	改善功能填料分散效果，通过共混、接枝等方式改性，搭配低温挤出、高温发泡工序，制得阻燃、抗菌、导电等功能化 IXPE 产品	自主研发	IXPE	规模化生产
可再生发泡材料制备技术	对发泡边角料、残次品进行改性处理，重新配比加工，实现废料回收再利用，提升原料利用率、降低生产成本	自主研发	PE Foam、IXPE 等	规模化生产
超临界流体发泡工程技术	自主设计配套设备单元，利用高温高压浸润、快速泄压工艺，完成超临界流体发泡技术的工程化落地，制备微孔发泡材料	自主研发	MPP	规模化生产
新能源电池缓冲阻隔用聚丙烯发泡技术	优化基体配方与发泡参数，精确调控泡孔结构，添加功能助剂实现阻燃改性，可加工超薄高精度板材，适配新能源电池领域	自主研发	MPP	规模化生产
5G 透波用聚丙烯发泡技术	优化组分分散与发泡工艺，调控介电性能，辅以退火、覆膜处理提升尺寸稳定性与耐候性，满足 5G 天线罩户外使用要求	自主研发	MPP	规模化生产
热塑性聚氨酯微孔发泡制备技术	采用超临界流体浸润发泡+退火定型工艺，成品具备高回弹、减震特性，应用于缓冲减震场景	自主研发	MTPU	规模化生产

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

公司深耕高端发泡材料技术，前瞻布局航空航天、半导体等战略赛道。公司注重技术研发，建立了以市场化、产业化为导向的技术研发平台，建有浙江省企业技术中心、浙江省重点企业研究院、浙江省高新技术企业研究开发中心、浙江省博士后工作站。公司在研项目多款新材料研发取得突破。高性能 PVDF 基氟树脂微孔发泡材料关键制备技术及应用开发项目已完成中试，在航空航天领域，产品可应用于飞机舷窗密封降噪、内部管道保温、航空座椅缓冲等核心场景；在半导体领域，凭借优异的抗菌疏水、低导热性能，适配高纯度洁净室的管道保温需求，是洁净室领域极具前景的关键材料。目前行业内可实现该材料工业化生产的企业较少，项目落地后将填补国内技术空白。液晶玻璃与晶圆用无析出防静电缓冲保护发泡材料项目已完成中试，瞄准半导体领域的国产替代需求，产品可实现电阻可控，适配液晶玻璃与晶圆的精密缓冲包装需求，打破进口材料供应周期长、频繁断供的行业困境，实现该类材料的国产化自主可控，保障国内半导体产业链供应链安全。低轨卫星地面终端天线罩用高强高透波材料项目处于小试阶段，聚焦低轨卫星组网带来的终端天线市场增量，开发高强高透波的天线罩专用材料。项目将实现材料强度与透波性能的双重提升，全面适配低轨卫星地面终端的使用需求，进一步拓展公司在航空航天、卫星通信领域的产品矩阵，巩固公司在高端通信材料领域的先发优势。在研项目情况如下表所示：

公司深度研究 | 新恒泰

表 8：公司在研项目一览

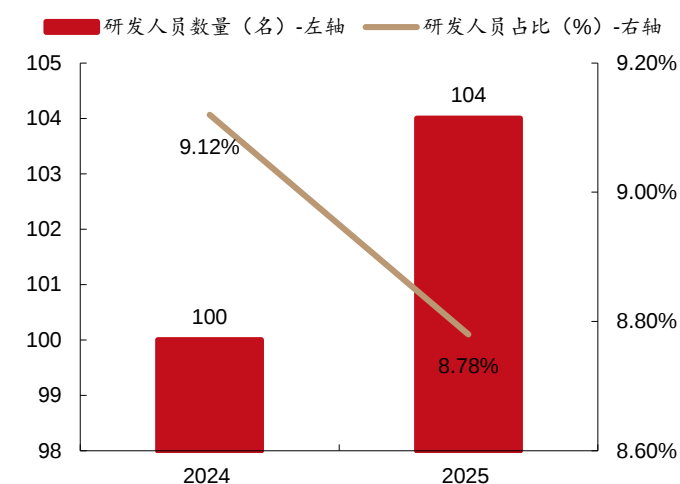
研发项目名称	阶段/项目	拟达到的目标	与行业技术水平比较
高性能 PVDF 基氟树脂微孔发泡材料关键制备技术及应用开发	完成中试	开展高可发性氟树脂设计、微交联调控、超临界流体微孔发泡材料制备工艺与设备、微孔结构调控技术等方面的研究工作，开发高性能 PVDF 基氟树脂微孔发泡材料并实现该材料的工业化生产。	目前行业内可实现工业化生产 PVDF 基氟树脂微孔发泡材料的企业较少。
液晶玻璃与晶圆用无析出防静电缓冲保护发泡材料	完成中试	通过导电网络的构建，配方组分的调控实现无析出防静电发泡材料的制备，开发无析出防静电缓冲保护发泡材料。	目前该技术一直被国外垄断，通过本项目拟实现该种材料的国产化替代。
功能化辐照交联聚丙烯发泡材料关键制备技术及应用开发	中试阶段	通过配方调配、辐照工艺调整等技术，精准调控 PP 分子链三维网相较于业内通用技术，该技术可制备综合性能更优异的辐照交联聚丙烯发泡材料，提升材料阻燃性能、力学性能等综合性能。	该技术可制备综合性能更优异的辐照交联聚丙烯发泡材料，可拓展其在更高要求行业内的规模化应用。
导电型聚氨酯发泡材料的制备及应用	中试阶段	研究微纳导电填料的分散工艺，以最低的填料浓度构建导电网络；研究涂布发泡过程中的工艺路线和技术参数，实现不同厚度导电型聚氨酯发泡材料的制备。	较行业同类产品，本项目拟通过导电填料的改性制备得到具有永久导电性的泡棉，同时涂布过程更加高效的制备相关卷材产品。
高弹轻质热塑性弹性体微孔发泡材料关键制备技术及应用开发	中试阶段	通过原材料改性、发泡工艺研究、加工工艺调整等手段，突破高弹轻质热塑性弹性体材料泡孔结构稳定性与性能调控的瓶颈，实现高弹轻质热塑性弹性体微孔发泡材料的制备。	相较于业内常用产品，本项目拟制备的材料回弹性能更高且密度更低，可进一步扩展发泡材料的应用空间。
高回弹聚烯烃微孔发泡材料关键制备技术及应用开发	中试阶段	研究高分子链结构调整和分子量多分散性，以提高其熔体强度；同时研究不同高分子材料界面的协同效应，赋予材料更好的回弹及抗蠕变性能，开发制备高回弹聚烯烃微孔发泡材料。	较同类产品具有更高的熔体强度以及回弹特性，提高产品的性能指标。
轻量超薄型 EVA 发泡材料的开发及应用	中试阶段	本项目拟通过分子结构设计与先进发泡工艺协同创新，制备出密度低、厚度薄的 EVA 发泡材料，实现泡孔均匀细化，解决超薄板的材料发泡过程中的边缘收缩难题。	相较于业内常用产品，拟研发密度更低、厚度更薄的 EVA 发泡材料，实现在鞋材、包装、交通工具、运动用品等应用领域的轻量化升级。
异型热塑性弹性体微孔发泡材料关键制备技术与应用开发	中试阶段	片板材形状的发泡材料存在一定的应用局限，通过构建异型微孔发泡材料可以有效拓展其应用领域，本项目拟研究不同体系热塑性弹性体的熔体强度、超临界流体的扩散效率及溶解度等影响因素，通过调控发泡工艺和后处理工艺等精确控制其三维方向的尺寸精度，制备三维异型热塑性弹性体发泡材料。	行业内的热塑性弹性体微孔发泡材料以板材、片材为主，本项目拟开发高回弹异型热塑性弹性体微孔发泡材料，以更好地匹配鞋材、运动器械等对异形缓冲回弹材料的需求。
抗冲击吸能型聚合物发泡材料关键制备技术	小试阶段	常规发泡材料具有一定的缓冲性能，但吸能效果较差，本项目拟研究聚烯烃材料与阻尼材料的共混改性，制备分散均匀的共混物，开发具有高吸能作用的缓冲发泡材料。	相较于业内常用产品，拟研发具有更高吸能作用的市场应用领域。
低轨卫星地面终端天线罩用高强高透波材料	小试阶段	本项目拟通过配方优化增强基体强度，调控发泡倍率与泡孔尺寸，改善发泡材料强度的同时使其具有高透波性。将发泡材料与其他增硬片膜类材料复合制备夹心结构进一步提升其强度，使其适应低轨卫星地面终端天线罩需求。	相较于业内通用产品，本项目拟开发强度更好、透波性能更优的地面终端天线罩材料，以有效地满足地面终端天线发展带来的市场需求，拟实现公司产品在通信等领域的进一步拓展。
耐腐蚀性 EVA 发泡材料的制备技术及应用开发	小试阶段	明确材料的链式降解机理，研究不同助剂、不同工艺等对材料降解的影响，测试材料在不同老化环境下的性能保持率，实现 EVA 发泡材料在苛刻环境下的应用目标，同时优化整体生产发泡流程，优化泡孔结构以提升整体的宏观性能。	相较于同类产品，本项目开发的材料具有更耐严苛环境的优势，实现其在户外、高腐蚀等严苛使用环境的应用拓展。
动态交联 EVA 发泡材料关键制备技术与应用开发	小试阶段	通过化学交联和辐照交联等工艺，调控分子链网络，使相关树脂形成三维网络结构，结合发泡剂分解产生的气体形成均匀的泡孔，实现材料的高闭孔率很高，提升材料的性能。	较同类产品具有更好的抗撕裂、耐老化和稳定性，回弹性能出色，全面提升了产品的性能指标。

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

公司深度布局聚氨酯微孔发泡材料 MTPU 高端新产品线，抢占高端功能材料市场先机。 MTPU 产品通过超临界流体发泡工艺实现性能突破，核心应用于高回弹减震高端鞋材领域，满足潜在的市场增长需求。依托行业领先的超临界流体发泡技术研发与应用能力，公司正全力推进 MTPU 的试制进度，力争早日实现量产放量。凭借公司在发泡材料领域的深厚技术积累、成熟的产品矩阵、完善的客户体系与品牌影响力，MTPU 产品有望快速实现市场渗透，成为公司新的盈利增长极。同时公司将持续推进新产品研发迭代，以技术创新持续满足国内市场的多元化需求，为公司长期发展开拓全新增长空间。

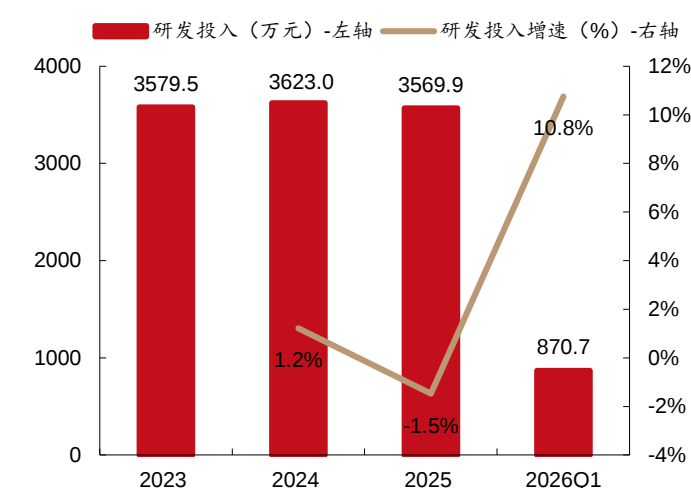
在标准化制定方面，公司成为部分行业标准制定重要参与者。 参与起草了一项行业标准、三项国家标准。截至 2026 年 5 月 8 日，公司共取得 65 项专利，其中 25 项为发明专利，39 项为实用新型专利、1 项为外观设计专利。公司注重产品研发，研发支出保持稳定，2023-2025 年，平均研发投入为 3590.80 万元，研发投入合计占营业收入比例为 4.71%。公司核心技术产品收入均超 5.5 亿元，成功实现了技术成果转化，产生了良好的经济效益。公司拥有一支研发实践经验丰富、技术水平过硬的研发队伍，截至 2025 年，公司共有研发人员 104 人，占公司员工总数的比例为 8.78%。

图 21：2024-2025 年研发人员情况



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

图 22：2021-2026Q1 年研发投入情况

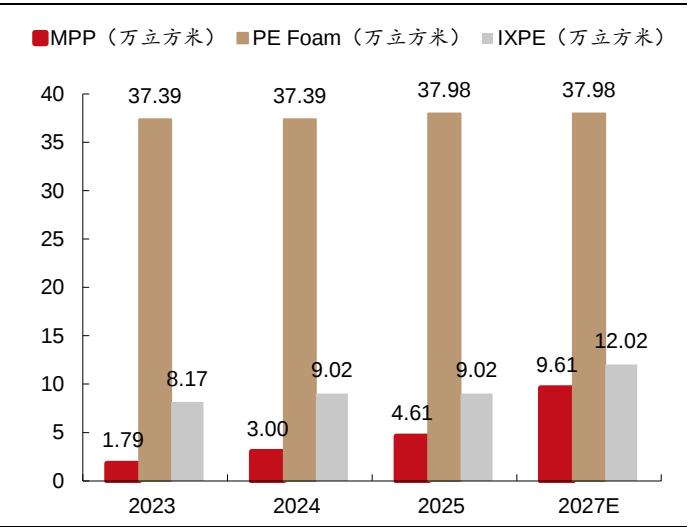


资料来源：同花顺，西部证券研发中心

3.3 MPP、IXPE 产能高位运行，大幅扩产打破产能瓶颈

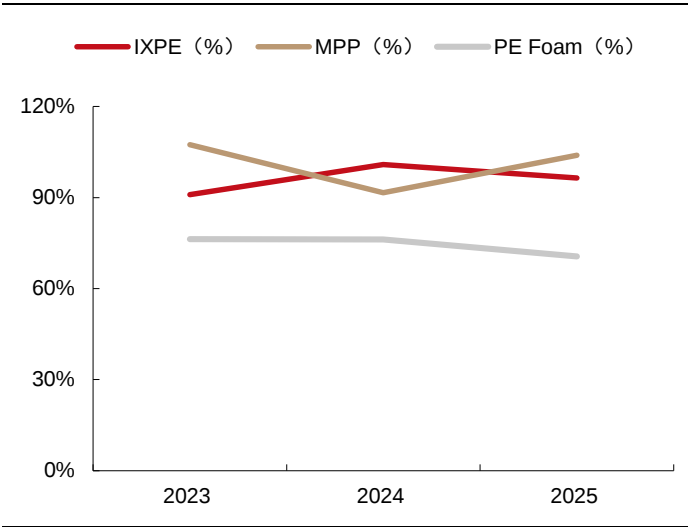
公司 MPP 及 IXPE 产能利用率持续维持高位，募投扩展突破产能瓶颈。2025 年，MPP 产量达 4.79 万立方米，对应产能利用率为 103.98%。IXPE 产量达 10.19 万立方米，对应产能利用率 96.44%。

图 23：2023-2027 年现有产能及预测产能



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

图 24：2023-2025 年产能利用率情况



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

公司募投建设年产 5 万立方米微孔发泡新材料项目（建设期 2 年）、IXPE 生产线技改扩建项目（建设期 1 年），达产后可分别实现年收入 2.15 亿元及 5400.00 万元。公司将通过引入发泡生产线、超临界物理发泡设备、高精度剖切机等自动化生产设备，进一步提升公司产品市场竞争力。

表 9：新恒泰募投项目进展情况

项目名称	项目总投资（万元）	拟投募集资金（万元）	建设期	新增产能	达产后项目效益
年产 5 万立方米微孔发泡新材料项目	24,232.00	24,135.00	2 年	形成年产 5 万立方米微孔发泡新材达产可实现销售收入的制造能力	2.15 亿元
IXPE 生产线技改扩建项目	5,200.00	5,448.00	1 年	增加约年产 3 万立方米的 IXPE 的达产可实现销售收入的制造能力	5,400.00 万元
研发中心建设项目	5,448.00	3,000.00	2 年	/	/
补充流动资金	3,217.00	3,217.00	/	/	/
合计	38,097.00	38,000.00	/	/	/

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

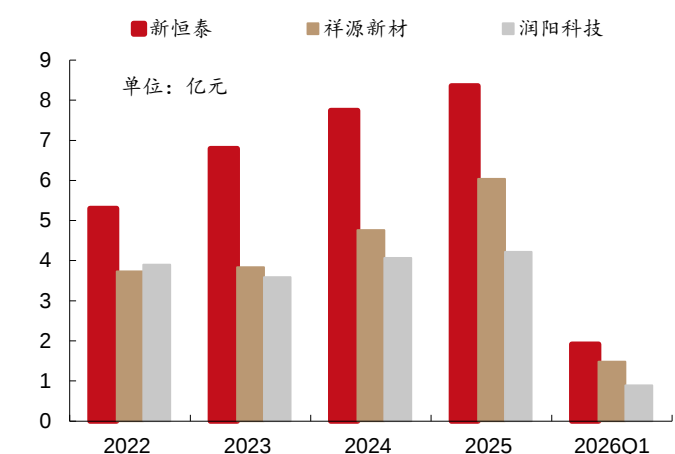
四、可比公司财务分析

依据主营业务的所属行业，我们选取祥源新材、润阳科技作为可比公司，上述公司为同行中具有相同产品且产品已具有一定规模的公司，具有可比性。可见从规模上来看新恒泰显著优于其他公司，且 2022-2025 年毛利率位于同行业可比公司中游位置，研发费用率整体较高，说明公司重视研发，且研发转化效率优秀，盈利能力长期支撑性。公司资金周转率与净资产收益率均处于较高水平，反映公司经营管理水平优秀，主业盈利能力强劲，资产利用充分，因此经营稳健性与市场竞争力较强，具备良好的持续经营与发展潜力。

公司深度研究 | 新恒泰

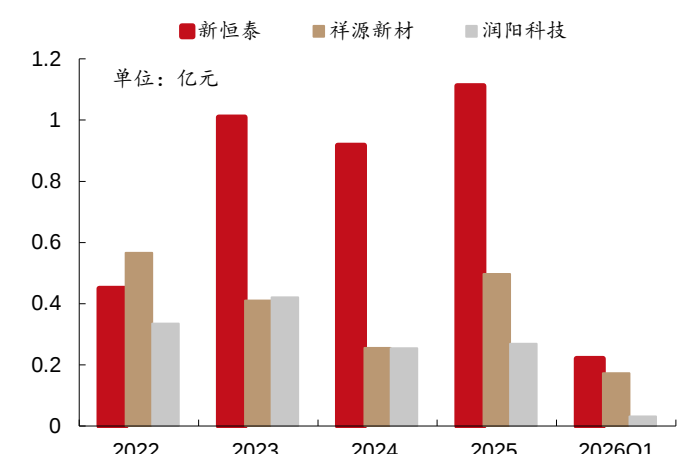
西部证券
2026年06月14日

图 25：可比公司营业总收入情况



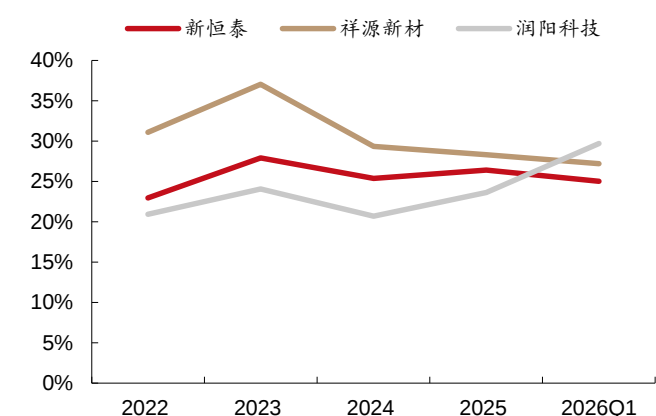
资料来源：同花顺，西部证券研发中心

图 26：可比公司归母净利润情况



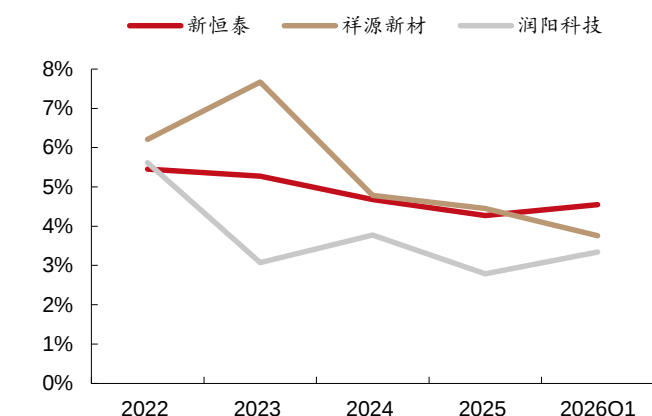
资料来源：同花顺，西部证券研发中心

图 27：可比公司毛利率情况



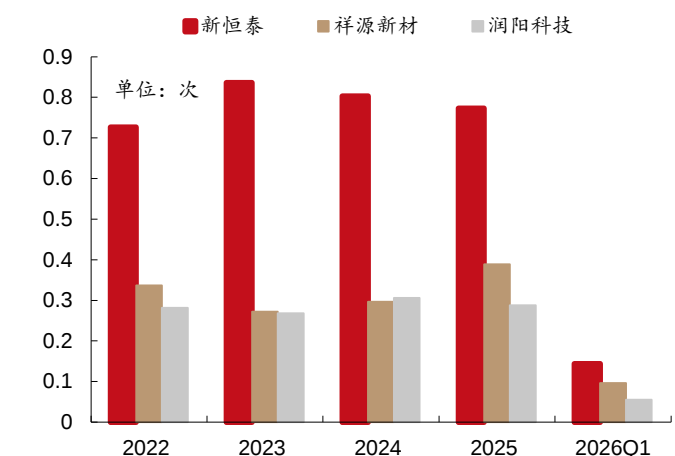
资料来源：同花顺，西部证券研发中心

图 28：可比公司研发费用率情况



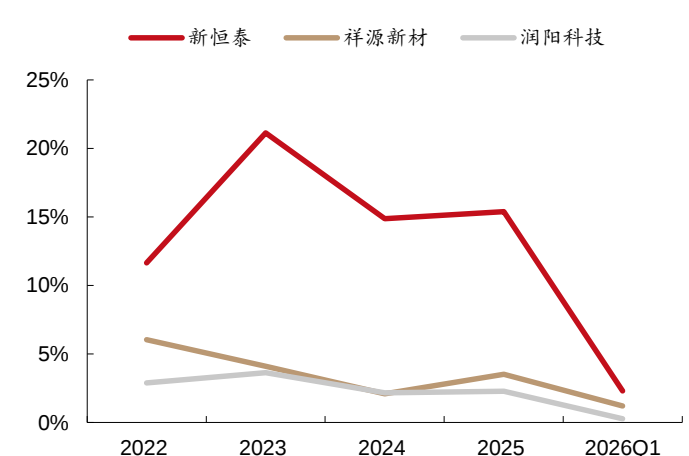
资料来源：同花顺，西部证券研发中心

图 29：可比公司资产周转率情况



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

图 30：可比公司 ROE 情况



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

五、盈利预测与估值分析

公司 PEFoam/IXPE 业务稳健经营，预计 2026-2028 年，PEFoam/IXPE 存量客户订单延续，增速保持 3%；毛利率分别维持在 15.5%/28.2%水平。MPP 材料在动力电池缓冲材料中渗透率持续提升，公司作为细分龙头，深度绑定宁德时代，叠加新建产能释放支撑业务放量，预计 2026-2028 年收入增速分别为 35%/30%/30%；毛利率稳定在 46.1%。PVC 耐磨层受益于下游建材、汽车内饰需求回暖，预计 2026-2028 年收入增速恢复至 3%，毛利率维持 5.1%稳定水平。其他业务受益于 TPU 高端鞋材新业务开拓贡献增量，预计 2026-2028 年收入增速维持 30%，毛利率保持 28.6%稳定。

基于以上假设，我们预计公司主营业务有望保持持续高增长，2026-2028 年有望实现整体营收 9.45/10.71/12.32 亿元；规模效应与工艺优化下有望实现降本增效，同时高毛利产品占比提升，带动整体毛利率稳步上行，2026-2028 年毛利率分别为 27.8%/29.1%/30.5%。

表 10：新恒泰盈收拆分及预测

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE Foam							
营业收入（百万元）	282.23	310.36	305.56	287.63	296.26	305.15	314.30
营收增速（%）		10.0%	-1.5%	-5.9%	3.0%	3.0%	3.0%
营业成本（百万元）	223.26	238.73	249.11	243.16	250.45	257.97	265.71
毛利率（%）	20.9%	23.1%	18.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
IXPE							
营业收入（百万元）	95.12	158.07	199.70	207.39	213.61	220.02	226.62
营收增速（%）		66.2%	26.3%	3.9%	3.0%	3.0%	3.0%
营业成本（百万元）	74.40	101.14	131.49	148.91	153.38	157.98	162.72
毛利率（%）	21.8%	36.0%	34.2%	28.2%	28.2%	28.2%	28.2%
MPP							
营业收入（百万元）	55.43	91.93	131.49	206.77	279.14	362.88	471.75
营收增速（%）		65.8%	43.0%	57.3%	35.0%	30.0%	30.0%
营业成本（百万元）	25.90	51.68	82.00	111.44	150.44	195.58	254.25
毛利率（%）	53.3%	43.8%	37.6%	46.1%	46.1%	46.1%	46.1%
PVC 耐磨层							
营业收入（百万元）	48.83	66.57	71.84	68.24	70.29	72.40	74.57
营收增速（%）		36.3%	7.9%	-5.0%	3.0%	3.0%	3.0%
营业成本（百万元）	50.82	65.62	67.99	64.74	66.68	68.68	70.74
毛利率（%）	-4.1%	1.4%	5.4%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
其他							
营业收入（百万元）	48.40	52.34	65.63	65.67	85.37	110.98	144.28
营收增速（%）		8.1%	25.4%	0.1%	30.0%	30.0%	30.0%
营业成本（百万元）	33.85	32.60	47.19	46.89	60.96	79.24	103.02
综合毛利率（%）	30.1%	37.7%	28.1%	28.6%	28.6%	28.6%	28.6%
合计							
营业收入（百万元）	530.01	679.27	774.22	835.70	944.67	1071.43	1231.51
营收增速（%）		28.2%	14.0%	7.9%	13.0%	13.4%	14.9%

营业成本（百万元）	408.23	489.77	577.78	615.14	681.92	759.45	856.44
综合毛利率（%）	1.22	27.9%	25.4%	26.4%	27.8%	29.1%	30.5%

资料来源：同花顺，西部证券研发中心

公司作为北交所稀缺的超临界发泡材料小巨人，深度绑定宁德时代、同步布局卫星通信与半导体新材料，对标 A 股同行，在业绩高增与 MPP 产能翻倍背景下，估值具备显著稀缺性与性价比。我们预计，26-28 年公司有望实现营业总收入 9.45/10.71/12.32 亿元，归母净利润 1.36/1.72/2.17 亿元，当前股价对应 PE 分别为 22.24/17.59/13.97 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值表

代码	简称	财报货币	收盘价 (元)	总市值(亿元)	净利润(亿元，财报货币)			P/E		
					2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
920261.BJ	一诺威	CNY	14.06	40.93	2.55	3.12	4.17	16.07	13.12	9.83
920066.BJ	科拜尔	CNY	22.57	14.19	0.36	0.45	0.55	39.41	31.52	25.79
920098.BJ	科隆新材	CNY	22.21	18.06	0.78	1.04	1.17	23.30	17.45	15.44
			平均					26.26	20.70	17.02
920028.BJ	新恒泰	CNY	18.40	30.24	1.36	1.72	2.17	22.24	17.59	13.97

资料来源：西部证券研发中心；注：收盘价取 2026 年 6 月 12 日数据

六、风险提示

宏观经济波动风险：公司产品被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、消费电子等诸多领域，公司所处行业及下游产业与宏观经济形势存在高度关联，宏观经济周期波动将对公司的经营状况产生一定的影响。当前，受世界经济存在不确定性、地缘政治局势紧张、国内整体经济增速放缓等因素影响，宏观经济下行风险增加。未来，如果宏观经济发展情况波动较大，可能对公司市场的需求产生不利影响，进而对公司未来经营产生一定的不确定性影响。

主要原材料价格波动风险：公司产品的主要原材料为聚乙烯、聚丙烯等石油化工下游产品，与国际石油价格关系密切。由于聚乙烯、聚丙烯等原材料成本占主营业务成本比重较大，价格波动可能导致产品销售成本和毛利率波动。受国际市场需求变动、经济周期等多方面因素影响，未来原油价格存在不确定性，公司因此面临主要原材料价格波动的风险。

经营业绩下滑风险：如果未来发生宏观经济环境下行、下游行业出现周期性波动、主要客户需求发生较大变化、产业政策出现重大变化、原材料价格大幅波动、贸易政策大幅变化等情形，公司不能及时响应市场变化，精准调整产品结构与业务方向，则公司的生产经营环境将受到影响，进而可能导致公司收入与业绩发生波动，可能出现经营业绩增速放缓或经营业绩下滑的风险。

主要产品毛利率下滑风险：公司主要产品包括 PE Foam、IXPE、MPP 以及 PVC 耐磨层

等产品，因产品售价变动、原材料价格波动等综合因素影响。未来，如果市场竞争环境发生较大变化，或行业上下游出现异常波动，公司产品销售价格、原材料采购价格等发生变化，公司各产品的毛利率可能会出现下滑的情形，对公司主营业务毛利率产生不利影响，从而进一步影响公司的经营业绩。

募投项目的产能消化及未达预期效益风险：公司 IPO 募集资金拟投向“年产 5 万立方米微孔发泡新材料项目”等项目。尽管公司在选择募投项目时综合考虑了公司发展战略、国家产业政策、目前市场环境、未来行业发展趋势等各种因素，并进行了详细的必要性、可行性、合理性论证，制定了较为充分的产能消化措施，认为公司募投项目前景和收益良好，但由于项目建设需要一定的周期，如若在项目建设或后期运营过程中出现下游客户需求不及预期、行业竞争格局变化、产业政策或市场环境变化、技术路线更新迭代等不利因素，导致公司制定的产能消化措施无法有效实施，或发生其他导致项目未能按期或顺利实施的情况，则募投项目存在产能无法消化或效益不及预期的风险。

技术迭代风险：随着下游应用领域对产品质量和性能要求的不断提高，新技术的应用不断加快，无法持续跟上产业技术升级步伐的企业将面临淘汰的风险。若公司在技术创新方面无法紧跟下游应用领域的需求和技术的发展进步，研发未能适应行业或客户的未来需求，将会导致公司产品竞争能力下降，对公司持续盈利能力造成不利影响。

新品研发及产业化落地风险：公司现阶段布局 MTPU、PVDF 发泡、半导体防静电材料、低轨卫星透波材料等多项前沿在研项目，新材料研发存在技术攻关、工艺调试、客户验证等多重不确定性。若相关项目研发攻关不及预期、配方与量产工艺难以突破，或产品试制后性能无法匹配下游客户指标，将面临研发投入无法转化落地、难以实现规模化量产的风险。一旦新品无法顺利完成产业化投产，前期研发投入将形成沉没成本，既拖累项目投入效益，也会延缓公司在高端鞋材、半导体、卫星通信等新兴赛道的拓展节奏，对公司长期业绩增长与新增长点培育形成不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	76	98	277	309	404	营业收入	774	836	945	1,071	1,232
应收款项	348	354	396	448	499	营业成本	578	615	682	759	856
存货净额	69	78	87	95	109	营业税金及附加	7	7	8	10	11
其他流动资产	48	42	55	49	49	销售费用	14	13	15	17	20
流动资产合计	541	572	816	900	1,061	管理费用	74	72	83	87	96
固定资产及在建工程	287	464	520	583	637	财务费用	4	5	8	6	4
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/（-收入）	(8)	(1)	(6)	(3)	(1)
无形资产	58	56	57	58	58	营业利润	105	125	154	195	245
其他非流动资产	146	37	83	88	68	营业外净收支	(0)	1	0	0	1
非流动资产合计	491	558	659	729	764	利润总额	104	126	155	195	245
资产总计	1,032	1,130	1,475	1,629	1,824	所得税费用	13	15	18	23	29
短期借款	184	171	150	130	100	净利润	92	111	136	172	217
应付款项	110	101	118	128	139	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	44	36	25	20	20	归属于母公司净利润	92	111	136	172	217
流动负债合计	338	307	293	278	259	财务指标					
长期借款及应付债券	0	19	19	19	19	盈利能力					
其他长期负债	29	23	12	9	7	ROE	14.9%	15.4%	13.4%	12.9%	14.1%
长期负债合计	29	42	31	28	26	毛利率	25.4%	26.4%	27.8%	29.1%	30.5%
负债合计	367	350	324	306	285	营业利润率	13.5%	14.9%	16.3%	18.2%	19.9%
股本	123	123	164	164	164	销售净利率	11.9%	13.3%	14.4%	16.0%	17.6%
股东权益	665	780	1,251	1,423	1,640	成长能力					
负债和股东权益总计	1,032	1,130	1,575	1,729	1,924	营业收入增长率	14.0%	7.9%	13.0%	13.4%	14.9%
现金流量表（百万元）						营业利润增长率	-7.9%	19.1%	23.2%	26.7%	25.6%
净利润	92	111	136	172	217	归母净利润增长率	-9.1%	21.2%	22.2%	26.5%	25.9%
折旧摊销	35	41	97	119	148	偿债能力					
利息费用	4	5	8	6	4	资产负债率	35.6%	30.9%	22.0%	18.8%	15.6%
其他	(101)	(28)	(197)	(62)	(37)	流动比	1.60	1.86	2.78	3.24	4.10
经营活动现金流	29	129	43	235	332	速动比	1.40	1.61	2.49	2.89	3.68
资本支出	3	(167)	(153)	(177)	(202)	每股指标与估值					
其他	(30)	121	(16)	0	0	每股指标					
投资活动现金流	(27)	(46)	(169)	(177)	(202)	EPS	0.56	0.68	0.83	1.05	1.32
债务融资	(6)	(1)	(30)	(27)	(35)	BVPS	4.05	4.75	7.61	8.66	9.98
权益融资	2	2	335	0	0	估值					
其它	(13)	(63)	0	0	0	P/E	33.0	27.2	22.2	17.6	14.0
筹资活动现金流	(17)	(62)	305	(27)	(35)	P/B	4.5	3.9	2.4	2.1	1.8
汇率变动	2	1	1	0	0	P/S	3.9	3.6	3.2	2.8	2.5
现金净增加额	(12)	22	180	32	96						

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

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，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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
 北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
 深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
 联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。