

呈和科技(688625)

报告日期: 2023年04月18日

# 国内高分子材料助剂领军企业，进口替代打开成长空间

## ——呈和科技深度报告

### 报告导读

呈和科技是我国高分子材料助剂领军企业，公司现有成核剂及合成水滑石产能共9200吨，NDO复合助剂7800吨，共计现有产能17000吨。公司未来通过技改项目以及募投项目预计有望将产能提高到70000吨以上。我们认为公司具备技术客户双壁垒，新产能驱动公司业绩快速增长，成长性高。

### 投资要点

#### □ 成核剂、合成水滑石领先企业，产销增长助力业绩快速发展

公司处于高分子材料产业链上游，聚焦高分子材料助剂领域。经过多年的积极研发，目前拥有成核剂单剂与合成水滑石单剂产能共9200吨/年，复合助剂产能7800吨/年，市场份额居国内前列。随着公司产品的产销不断增长，公司业绩高速发展，18-22年，公司营收/归母净利润复合增长率为22.92%/37.04%，充分体现公司的高速成长性。

#### □ 成核剂国产化率不断攀升，家电、汽车领域带动成核剂需求增长

由于外资企业具备先发及技术优势，目前成核剂市场仍由外资主导；但随着国内行业的快速发展，以公司产品为代表的国产成核剂供给量不断提高，国产化率不断攀升。改性塑料行业是成核剂主要下游应用，2016年我国改性塑料产量为1563万吨，截止2021年增长至2650万吨，年复合增长率为11.14%；家电行业和汽车行业分别占据了改性塑料下游需求的34%和19%，随着轻量化趋势推动，改性塑料在家电和汽车领域的应用范围不断扩大，同时伴随着改性塑料应用领域的延伸，预计改性塑料产量仍将保持高速增长，带动成核剂需求增加。

#### □ 环保等政策促使聚氯乙烯高端化，带动合成水滑石市场需求不断增加

合成水滑石主要作为聚氯乙烯生产用的热稳定剂和聚烯烃树脂生产用的卤素吸收剂，具有无毒、环保等特性。下游聚氯乙烯产量由2018年的1928万吨增长至2022年的2165万吨，年复合增长率约2.95%。随着合成水滑石下游应用不断拓宽，如农用薄膜的高端化发展趋势，预计未来会带动合成水滑石的需求增长。公司凭借产品优势及后续的产能释放，市场份额有望持续增长。

#### □ 新增产能驱动公司业绩发展，收购科澳化学、信达丰完善抗氧化剂领域布局

受益于国产替代和成核剂需求增长，公司同时进行技术改造和新建项目；随着技改和募投项目公司产能逐步投放，预计公司业绩有望高速增长。同时公司通过收购科澳化学、信达丰，向外延伸抗氧化剂产品，进一步完善业务和产品布局，未来有望成为高分子材料助剂平台型公司。

#### □ 盈利预测与估值

公司是国内高分子材料助剂龙头企业，技改及募投项目投产放量后，业绩有望快速增长；预计22-24年营业收入分别为6.95/12.51/16.63亿元，归母净利润分别为1.95/2.96/3.97亿元，对应EPS分别为1.47/2.22/2.98元，对应PE分别为31.53/20.82/15.53，首次给予“增持”评级。

#### □ 风险提示

原材料价格上涨；下游行业景气度下降；技改及募投项目达产不及预期；技术和产品研发风险等，测算偏差风险。

### 投资评级：增持(首次)

分析师：李辉

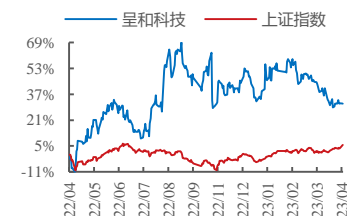
执业证书号：S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 46.20
总市值(百万元)	6,160.00
总股本(百万股)	133.33

### 股票走势图



### 相关报告

## 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	576	695	1,251	1,663
(+/-) (%)	25.19%	20.59%	80.07%	32.94%
归母净利润	157	195	296	397
(+/-) (%)	34.75%	24.43%	51.41%	34.12%
每股收益(元)	1.18	1.47	2.22	2.98
P/E	39.23	31.53	20.82	15.53

资料来源：浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 公司是国内高分子材料助剂龙头企业，技改及募投项目投产放量后，业绩有望快速增长；预计 22-24 年营业收入分别为 6.95/12.51/16.63 亿元，归母净利润分别为 1.95/2.96/3.97 亿元，对应 EPS 分别为 1.47/2.22/2.98 元，对应 PE 分别为 31.53/20.82/15.53，首次给予“增持”评级。

2) 投资评级：增持

### ● 关键假设

1) 产品价格：随着国内改性塑料产量的发展，预计价格稳中有升

2) 投产进度：预计公司技改项目及新增投产项目全部按时投产

### ● 我们与市场的观点的差异

**市场认为：**公司的市占率增长和海外新客户开拓处于瓶颈期，进口替代的进程会减缓，与国外厂家产品仍然存在一部分的技术差距。

**我们认为：**公司正在积极开拓新市场，中东客户、东南亚新客户是海外新业务的增量点，同时合成水滑石也在推进海外业务，收购信达丰后也会运用渠道优势加大海外市场的开拓。公司在研发上保持高水平投入，技术经过多年的积累沉淀，产品性能已经和国外厂家相差无几，产品价格较国外优势明显，国产化替代有望加速。

### ● 股价上涨的催化因素

1. 下游聚氯乙烯行业景气度回暖，驱动水滑石价格上涨
2. 聚丙烯聚乙烯产量回升，驱动成核剂价格上涨
3. 募投项目顺利达产

### ● 风险提示

1. 原材料价格上涨风险
2. 下游行业景气度下降风险
3. 技改及募投项目达产不及预期
4. 技术和产品研发风险
5. 测算偏差风险

## 正文目录

<b>1 成核剂、合成水滑石领先企业，产销增长助力业绩快速发展</b>	<b>6</b>
1.1 深耕高分子材料助剂领域，不断突破成就行业领先	6
1.2 公司产销双增，驱动业绩高速增长	7
<b>2 成核剂：改性塑料核心原料，进口替代前景广阔</b>	<b>8</b>
2.1 提高树脂性能关键材料，种类应用场景丰富	8
2.2 改性塑料应用广阔，“以塑代钢”趋势打开成核剂成长空间	9
2.2.1 聚烯烃产量加大，支撑原料端成核剂需求增长	9
2.2.2 改性塑料市场前景广阔，我国塑料改性率仍具发展空间	9
2.3 成核剂外企占据主导，公司技术追赶提高国产化率	11
2.4 改性塑料需求增长拉动成核剂需求，国内产量提高加速进口替代	12
<b>3 合成水滑石：“绿色”趋势支撑下游需求，生产趋于集中</b>	<b>13</b>
3.1 合成水滑石是“绿色”的热稳定剂和卤素吸收剂	13
3.2 下游应用不断拓宽，带动合成水滑石需求增长	13
3.2.1 聚氯乙烯产量增长，政策促进环保型热稳定剂加速替代	13
3.3.2 终端应用趋于高端化，合成水滑石品类逐渐丰富	14
3.3 合成水滑石产量增长迅速，市占率有望进一步提高	15
3.4 下游需求回升拉动合成水滑石市场增长，公司市占率不断提高	15
<b>4 客户优势明显，新进入抗氧化剂领域提高产业链覆盖度</b>	<b>16</b>
4.1 中石化国内水滑石唯一供应商，客户认可度高	16
4.2 收购科澳化学、信达丰，完善高分子化学助剂领域布局	16
4.3 8 大类核心技术，自主创新加筑公司护城河	17
4.4 技改募投贡献新增产能，驱动业绩高速增长	18
<b>5 盈利预测</b>	<b>18</b>
5.1 业务拆分与盈利预测	18
5.2 估值分析与投资建议	19
<b>6 风险提示</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1: 公司进入成熟快速发展阶段.....	6
图 2: 公司产品处在产业链中游.....	6
图 3: 公司成核剂/合成水滑石产量上涨明显(吨).....	7
图 4: 公司成核剂/合成水滑石销量上涨速度快(吨).....	7
图 5: 2018-2022 年公司营业收入保持高增速.....	7
图 6: 2018-2022 年公司归母净利润保持高增速.....	7
图 7: 销售毛利率稳定, 净利率不断提高.....	7
图 8: 三费率下降, 研发费率占比高且稳定.....	7
图 9: 成核剂贡献主要营收.....	8
图 10: 成核剂/水滑石毛利率高, NDO 复合助剂毛利出现下滑.....	8
图 11: 聚合物添加成核剂结晶过程.....	8
图 12: 中国聚丙烯/聚乙烯产量保持高增速(万吨).....	9
图 13: 中国成核剂需求量保持高增速(吨).....	9
图 14: 2016-2025 改性塑料产量稳步增长(万吨).....	9
图 15: 2021 年改性塑料主要下游为家电、汽车.....	9
图 16: 中国塑钢比较国际水平仍有提升空间.....	10
图 17: 我国汽车用改性塑料市场需求量稳步提升(万吨).....	10
图 18: 中国主要白色家电产量长期保持增长趋势(万台).....	11
图 19: 成核剂市场国产化程度不断提高.....	12
图 20: 2018-2025 国内成核剂总供给快速增加(万吨).....	12
图 21: 合成水滑石结构图示.....	13
图 22: 中国聚氯乙烯产能稳定增长(万吨).....	14
图 23: 中国合成水滑石市场空间逐年增加(亿元).....	14
图 24: 中国农用薄膜产量出现反转趋势(万吨).....	15
图 25: 中国农膜行业仍以低档产品为主.....	15
图 26: 合成水滑石国内产量稳步提升(万吨).....	15
图 27: 公司市合成水滑石占率不断提高.....	15
图 28: 公司产品的热稳定性更优越.....	16
图 29: 公司的合成水滑石粒径更小.....	16
图 30: 公司研发费率同行业领先.....	18
表 1: 公司产品品类介绍.....	6
表 2: 我国鼓励高性能材料优先发展的政策.....	10
表 3: 改性塑料在汽车领域的应用.....	10
表 4: 成核剂市场国外玩家占据主导.....	11
表 5: 公司实现进口替代的产品.....	12
表 6: 成核剂国产化率提升快, 国产供需缺口减小.....	12
表 7: 合成水滑石系列产品介绍.....	13
表 8: 金属皂类热稳定剂占比较少, 仍有替代空间.....	14
表 9: 聚氯乙烯热稳定剂绿色转型的政策支持.....	14
表 10: 合成水滑石在农膜、电线电缆上的应用.....	15
表 11: 公司合成水滑石性能优于国外产品.....	16

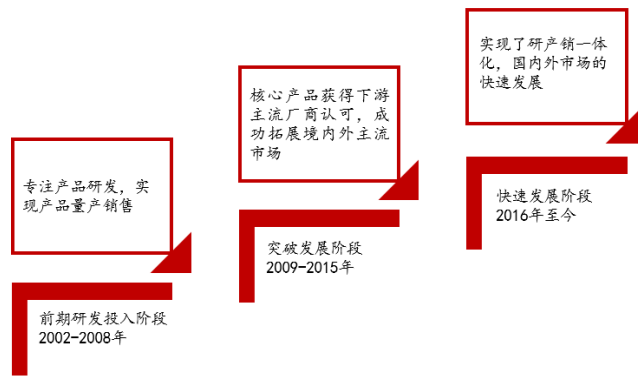
表 12: 公司收购科澳化学、信达丰.....	17
表 13: 公司 8 项核心技术.....	17
表 14: 公司专利个数领先国内同行.....	17
表 15: 公司未来规划品类多, 设计产能大.....	18
表 16: 收入拆分 .....	19
表 17: 可比公司估值.....	20
表附录: 三大报表预测值.....	21

# 1 成核剂、合成水滑石领先企业，产销增长助力业绩快速发展

## 1.1 深耕高分子材料助剂领域，不断突破成就行业领先

高分子助剂应用广泛，公司高速发展。公司主营产品包括成核剂、合成水滑石和 NDO 复合助剂三大类型高分子材料助剂产品，是高性能树脂材料和改性塑料的关键添加材料。产品因具有安全和环保特性被广泛应用，包括食品接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿用品等领域。公司业务历经三个发展阶段：(1) 2002 年至 2008 年：通过自主研发，公司成功开发和量产销售成核剂产品，(2) 2009 年至 2015 年：公司实现了成核剂、合成水滑石等重要产品的研发生产突破，并成功拓展中石化、中海壳牌、北欧化工等境内外企业客户 (3) 2016 年至今：公司实现三大系列产品的研产销一体化。

图1： 公司进入成熟快速发展阶段



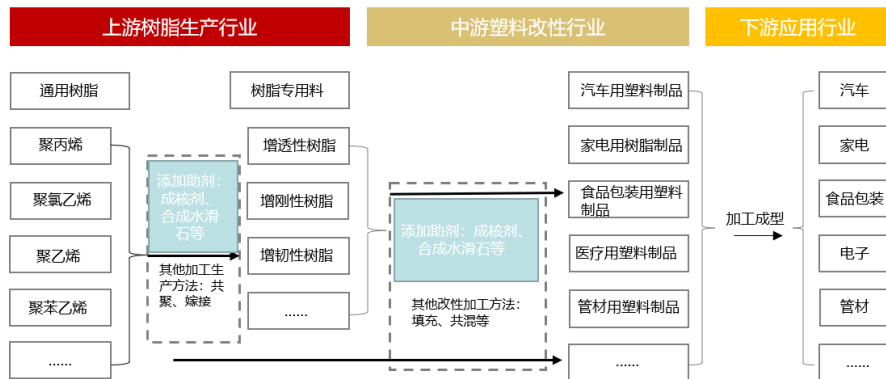
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表1： 公司产品品类介绍

产品大类	产品系列	直接下游	终端应用领域
成核剂	透明成核剂	能源化工企业、树脂改性加工企业等	食品接触材料、医疗器械、婴幼儿用品、家居家电用品等
	增刚成核剂		汽车部件、家居家电用品等
	β晶型增韧成核剂		医疗器械、汽车部件、锂电池材料、家具家电用品、建筑材料等
合成水滑石	通用合成水滑石	PVC 热稳定剂加工企业、树脂改性加工企业、能源化工企业	食品接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿用品、建筑材料等
	高透明合成水滑石	PVC 热稳定剂加工企业、树脂改性加工企业	食品接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿用品、家居家电用品等
	阻燃合成水滑石	阻燃剂生产企业	
NDO 复合助剂	多种类型复合助剂	能源化工企业、树脂改性加工企业	多种应用领域

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图2： 公司产品处在产业链中游



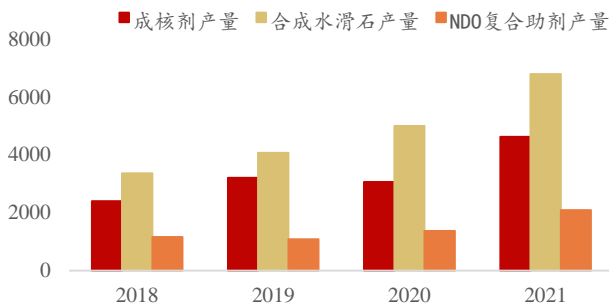
资料来源：公司公告，浙商证券研究所



## 1.2 公司产销双增，驱动业绩高速增长

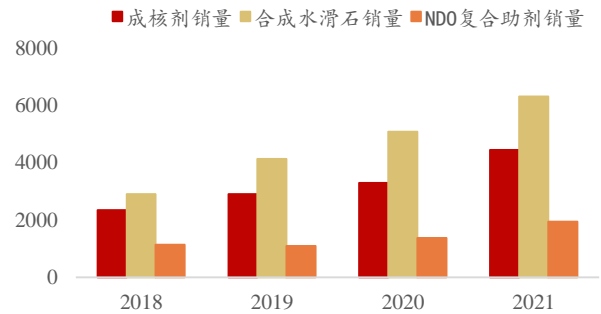
三大核心产品产销量不断提高，驱动业绩高速增长。2018 年成核剂/合成水滑石/NDO 复合助剂实现销量 2348.91/2907.21/1140.39 吨，截止到 2021 年实现 4448.29/6320.81/1946.8 吨，年复合增速分别为 23.72%/29.55%/19.52%，销量的高增速拉动公司业绩增长；营业收入从 2018 年的 3.04 亿元增长到 2022 年的 6.95 亿元，年复合增长率达到 22.92%。归母净利润从 2018 年的 0.55 亿元增长至 2022 年的 1.96 亿元，年复合增速为 37.04%。

图3： 公司成核剂/合成水滑石产量上涨明显(吨)



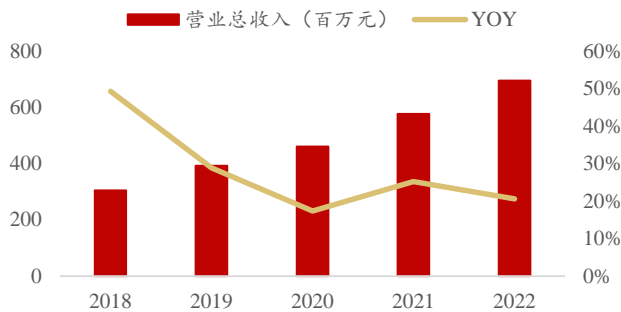
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图4： 公司成核剂/合成水滑石销量上涨速度快(吨)



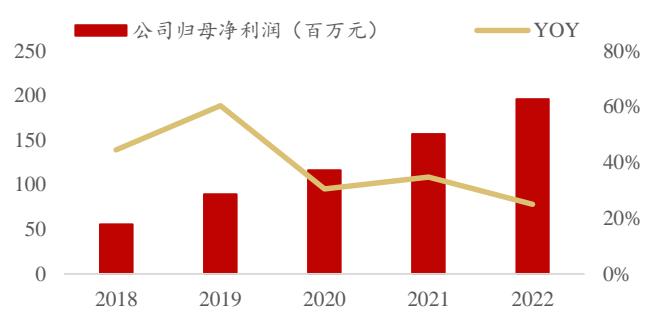
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图5： 2018-2022 年公司营业收入保持高增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

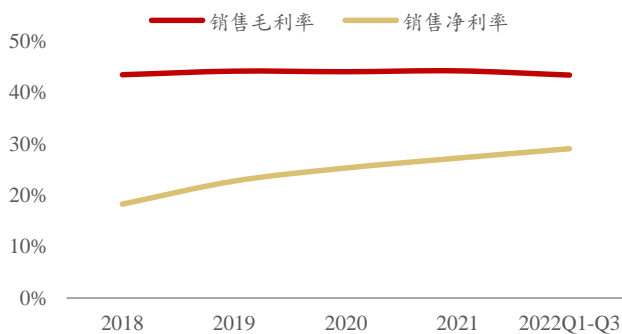
图6： 2018-2022 年公司归母净利润保持高增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

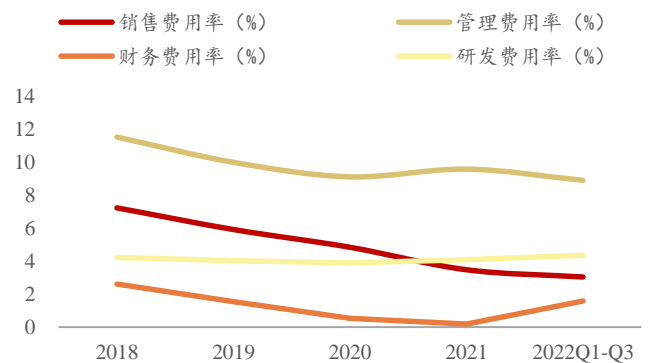
公司盈利水平高，费用管控能力较强。公司的毛利率常年稳定维持在 40%以上，且近年来销售净利率出现逐步上涨的态势；公司的三费率从 2018 年的 21.38%降至 2021 年的 13.24%，同时公司的研发费率常年超过4%，高于市场平均值，表明公司对于技术研发的重视。

图7： 销售毛利率稳定，净利率不断提高



资料来源：wind，浙商证券研究所

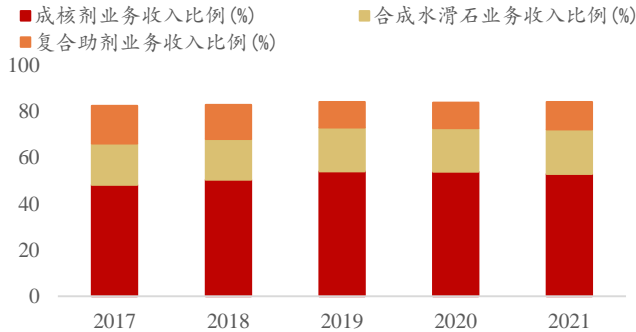
图8： 三费率下降，研发费率占比高且稳定



资料来源：wind，浙商证券研究所

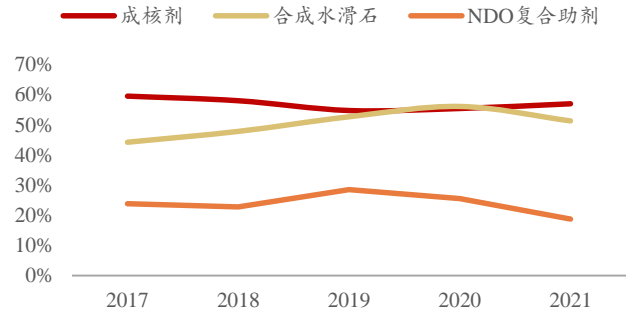
成核剂是公司核心产品，高毛利贡献主要业绩。成核剂为公司第一大核心产品，2021年营收占比为53.08%，2017年-2021年营收的年均复合增长率为32.76%；2021年成核剂实现毛利润1.74亿元，2017-2021年毛利年复合增长率为31.32%。

图9：成核剂贡献主要营收



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图10：成核剂/水滑石毛利率高，NDO复合助剂毛利出现下滑



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

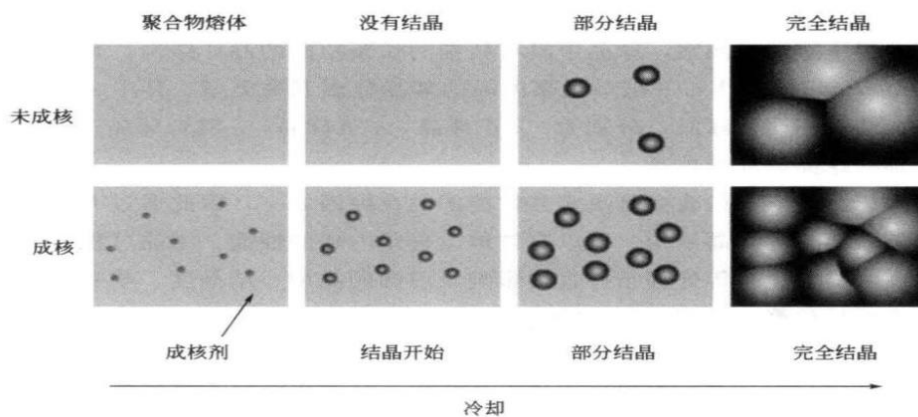
呈和科技是我国高分子助剂领军企业，业绩成长速度快，产品盈利水平可观，具备技术客户双壁垒；公司未来产能大幅增长，驱动公司快速发展。

## 2 成核剂：改性塑料核心原料，进口替代前景广阔

### 2.1 提高树脂性能关键材料，种类应用场景丰富

成核剂是一种用于提高聚丙烯、聚乙烯等不完全结晶树脂材料的结晶度，加快其结晶速率的高分子材料助剂。此类助剂可改善树脂制品的光学性能，提升产品可视性和美观度；改善力学性能，增强产品的刚性或抗冲击性等；改善热变形温度，确保产品的稳定性。成核剂不仅可应用于食品接触材料、医疗器械、婴幼儿用品、锂电池材料等安全需求突出的行业，而且可满足汽车部件、家居家电用品、建筑材料等领域的环保需求。

图11：聚合物添加成核剂结晶过程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

目前市场上的成核剂品种主要包括山梨醇类、羧酸盐类、磷酸酯盐类成核剂，市场主流的成核剂类型为透明成核剂和增刚成核剂。其中透明成核剂可显著提高树脂的透明性，使雾度降低60%以上，同时使树脂的热变形温度和结晶温度提升5~10℃，弯曲模量提升10%~15%，缩短成型周期，提高生产效率，保持产品尺寸稳定性。增刚成核剂可显著提高树脂的机械性能，弯曲模量和弯曲强度可提高20%以上，热变形温度可提高15~25℃，结晶温度、冲击强度等各方面均有全方位的均衡提升，降低制品翘曲变形的程度。

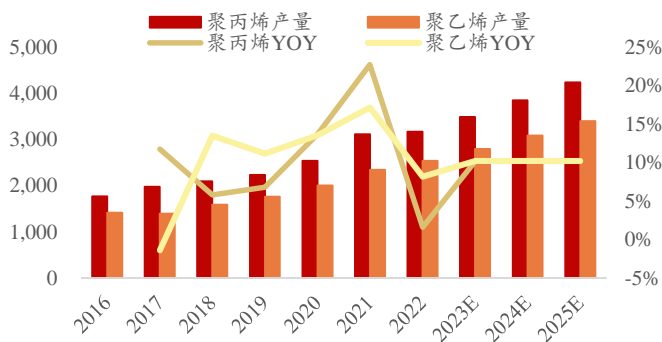


## 2.2 改性塑料应用广阔，“以塑代钢”趋势打开成核剂成长空间

### 2.2.1 聚烯烃产量加大，支撑原料端成核剂需求增长

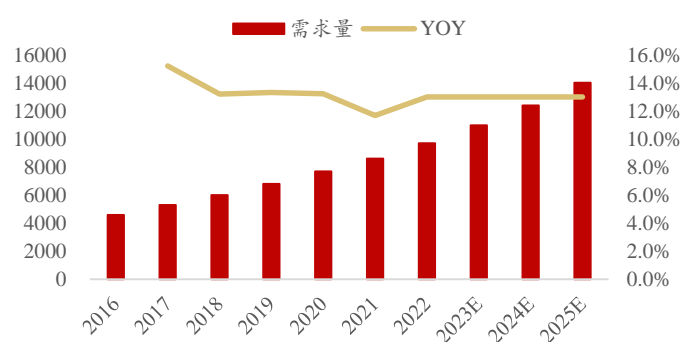
聚烯烃产量快速增长，拉动成核剂需求量。根据 Datayes!的数据，2016 年我国聚丙烯/聚乙烯产量为 1770.19/1418.1 万吨，2022 年达到 3169.81/2540.58 万吨，年复合增长率为 10.20%/10.21%，聚烯烃产量增加拉动成核剂需求量；根据公司公告，2016 年我国成核剂需求量为 4600 吨，2021 年达到了 8600 吨，年复合增长率为 13.33%；未来随着聚烯烃产量保持高速增长，我们预计其上游成核剂需求的年复合增长率有望维持在 13%，2025 年成核剂需求量有望增加到 14000 吨以上。

图12： 中国聚丙烯/聚乙烯产量保持高增速(万吨)



资料来源：DataYes!，浙商证券研究所测算

图13： 中国成核剂需求量保持高增速(吨)

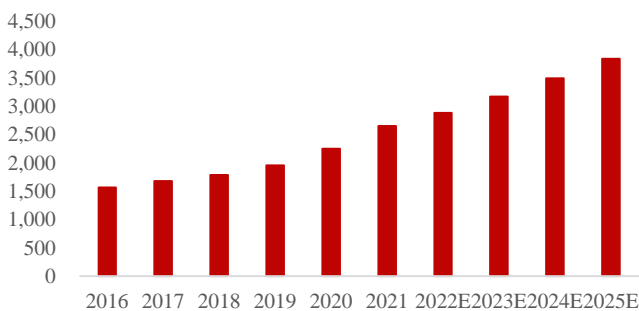


资料来源：公司公告，浙商证券研究所测算

### 2.2.2 改性塑料市场前景广阔，我国塑料改性率仍具发展空间

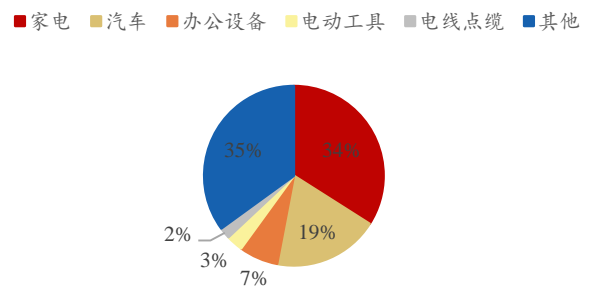
改性塑料产量不断上行，家电汽车贡献主要增长。改性塑料凭借耐高温性、阻燃性等优越的性能，被应用于多个领域。我国改性塑料产量由2016年的1563万吨增长至2021年的2650万吨，年复合增长率为11.14%。改性塑料主要应用于家电领域和汽车领域，2021年二者分别占据了改性塑料下游需求的34%和19%；随着改性塑料在家电和汽车领域的渗透，以及改性塑料应用的延伸，预计改性塑料产量仍将保持高速增长，从而带动原材料成核剂的需求上行。

图14： 2016-2025 改性塑料产量稳步增长(万吨)



资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所测算

图15： 2021 年改性塑料主要下游为家电、汽车



资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

鼓励高性能材料发展政策频传，支撑改性塑料高速发展。高分子材料助剂产品应用于高性能树脂与改性塑料的制造，是我国化工产业和新材料产业发展的重点之一。从13年发布的《国家重大科技基础设施建设中长期规划（2012—2030年）》到21年出台的《“十四五”医疗装备产业发展规划》，国家已将各类高性能材料作为优先发展的鼓励项目并制定了一系列扶持政策。在政策推动下，预计改性塑料能获得更加高速、高质量的发展，进而支撑成核剂的需求继续增长。

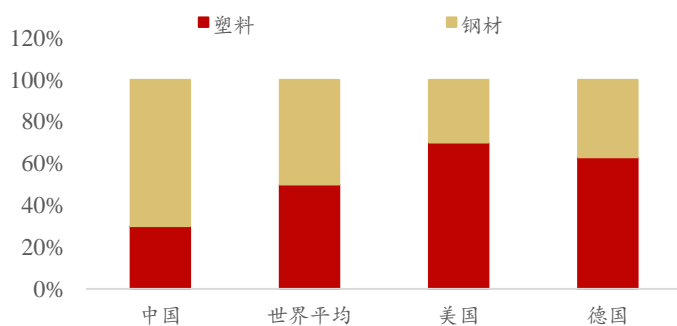
表2：我国鼓励高性能材料优先发展的政策

政策	发布时间	内容
《国家重大科技基础设施中长期规划(2012—2030年)》	2013年2月	将材料学列为重点领域，要求“以材料表征与调控、工程材料实验等为研究重点，布局和完善相关领域重大科技基础设施，推动材料科学技术向功能化、复合化、智能化、微型化及与环境相协调方向发展。”
《产业结构调整指导目录》	2019年11月	“改性型、水基型胶粘剂和新型热熔胶，环保型吸水剂、水处理剂，分子筛固汞、无汞等新型高效、环保催化剂和助剂，纳米材料，功能性膜材料，超净高纯试剂、光刻胶、电子气、高性能液晶材料等新型精细化学品”为鼓励类产业。
《塑料加工业“十四五”发展规划指导意见》	2021年6月	坚持“功能化、轻量化、精密化、生态化智能化”技术进步方向，其中功能化：大力开发用于航空、航天、国防军工及汽车、高铁、家电、通讯、现代农业及日常生活及节能环保、新能源、高端装备制造业等领域所需要的具有高强、高韧、高阻隔、高透明、耐高温、阻燃、耐磨、耐腐蚀、导电、绝缘、导热等性能的薄膜、容器、零配件、日用品工程塑料等塑料制品。
《广东省制造业高质量发展“十四五”规划》	2021年8月	大力实施制造业高质量发展“强核”“立柱”“强链”“优化布局”“品质”“培土”六大工程，提升产业基础高级化、产业链现代化水平，加快先进制造业和现代服务业深度融合，深度融入全球产业链。实施强核工程。构建完善全省制造业协同创新体系，打造全球重要的制造业创新聚集地。其中特别提到，要加快关键核心技术攻关，大力实施广东“强芯行动”和“铸魂工程”，加快发展集成电路、新材料、工业软件、高端装备等产业关键核心技术，以揭榜制等方式持续支持关键核心技术产业化协作攻关，着力解决“卡脖子”问题。
《“十四五”医疗装备产业规划》	2021年12月	医疗装备要实现产品性能和质量水平提升，以此为国内各大透明聚丙烯生产企业提出更高质量要求，才能在医用领域使用范围得到更多提升。目前国内医用器械多采用进口器械，主要是国内医用器械使用性能及质量方面跟国外还存在一定差距，在提高国内医用透明材料质量前提下，提高医用器械使用寿命，为此给国内各大透明聚丙烯生产企业提出更高质量性能要求。
《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	2022年4月	加快推进传统行业改造提升，大力发展化工新材料和精细化学品，加快产业数字化转型，提高本质安全和清洁生产水平，加速石化化工行业质量变革。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

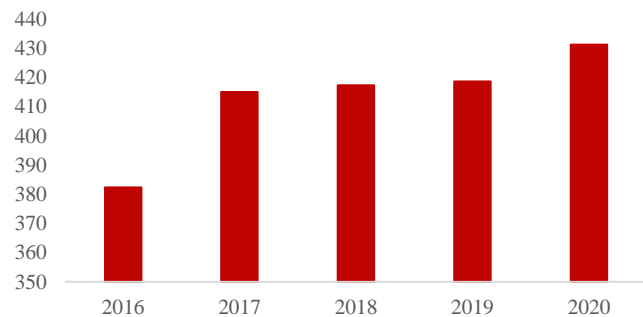
我国“塑钢比”远低于其他国家，具备发展潜力。“塑钢比”是衡量一个国家塑料工业发展水平的重要指标。根据公司公告，当前我国塑钢比仅为30:70，不及世界平均的50:50，更远不及发达国家如美国的70:30和德国的63:37。未来我国“以塑代钢”仍有很大的发展潜力和市场空间。汽车行业是“以塑代钢”最具增长潜力的应用领域之一。由于轻量化是降低汽车能耗、提高汽车性能的有效手段，因此轻量化是未来汽车行业的重要发展方向。2016年我国汽车用改性塑料需求量为382.4万吨，2020年增长至431.3万吨，年复合增长率为3.05%，根据前瞻产业研究院预测，到2026年我国汽车用改性塑料需求量将增长到598万吨。从内饰件到电器件，改性塑料在传统燃油车和新能源汽车的应用范围和应用程度都将不断增广增深，有望带动成核剂需求增长。

图16：中国塑钢比较国际水平仍有提升空间



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图17：我国汽车用改性塑料市场需求量稳步提升(万吨)



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

表3：改性塑料在汽车领域的应用

类别	制品	应用的改性塑料
内饰件	仪表板、杂物箱、杂物盒、烟灰盒、方向盘、立柱装饰、扶手、车门、地板护板、手套箱	PP、ABS/PC、ABS/PA、PU等
外饰件	保险杠、扰流板、挡泥板、挡泥板衬板、车门把手	PP/EPDM或POE、ABS/PC、ABS/PA等
发动机室零部件	气门室罩盖、冷却风扇、燃油箱、散热器水箱、油泵壳体、进气歧管	PA、PBT等
电器件	前大灯组件、速度表、配线、蓄电池、音箱	-

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

白色家电行业是“以塑代钢”另外一个主要应用领域。目前家电制造领域呈现原材料安全环保化、低成本化、轻量化、以塑代钢等趋势。聚丙烯凭借其质量轻、强度高、电绝缘性能优异、化学稳定性能优良等特性，已成为白色家电行业仅次于钢材的第二大类原材料。2000年，我国冰箱、空调、洗衣机总产量为4489万台，到2022年攀升至34,243万台，年复合增长率为9.7%。随着我国经济不断复苏，预计白色家电产量会进一步上行，从而拉动聚丙烯的增长，进而支撑原材料成核剂需求的增加。

图18：中国主要白色家电产量长期保持增长趋势（万台）



资料来源：wind，浙商证券研究所

### 2.3 成核剂外企占据主导，公司技术追赶提高国产化率

成核剂市场仍由外资主导，市场份额较为集中。由于国内对成核剂的研究开发起步较晚，国外厂商存在先发优势，因此目前成核剂市场仍由外资主导，其中美利肯生产的成核剂在我国成核剂市场中占据主要地位。由于成核剂技术壁垒高、下游客户对产品性能要求高、产品替代过程较长，故国外少数玩家占据了主要市场，市场份额较为集中。

表4：成核剂市场国外玩家占据主导

公司名称	国别	成立时间	可比业务板块市场地位	同类型产品生产、销售情况
Milliken&Company 美利肯	美国	1865年	化工产品为美利肯业务板块之一，美利肯为全球最早实现成核剂商业化应用的企业之一，长期占据全球成核剂市场的主导地位	美利肯产品包括透明成核剂、增刚成核剂等，部分型号的成核剂产品为中国石化指定使用的产品。客户包括全球大型能源化工生产企业，改性塑料加工企业等，为我国成核剂主要进口供应商美利肯的成核剂在我国成核剂市场中占据主导地位
Adeka 艾迪科 (4401.T)	日本	1915年	艾迪科经营的聚氯乙烯稳定剂为公司下游产品，成核剂为公司同行业产品艾迪科上述产品均处于全球先进水平	艾迪科成核剂具有良好的增透和增刚性能，能有效提高聚丙烯的机械性能客户涵盖大型能源化工生产企业，改性塑料加工企业等，为我国成核剂主要进口供应商之一
New Japan Chemical 新日本理化	日本	1919年	新日本理化的成核剂为公司同行业产品，为全球先进的成核剂产品	新日本理化成核剂产品包括透明成核剂以及β晶型增韧成核剂等，为我国β晶型增韧成核剂主要进口供应商
只楚化学	中国	2002年	只楚化成核剂为公司同行业产品只楚化学与公司均为国内少数实现成核剂商业化量产的企业	只楚化成核剂产品以透明成核剂为主，下游客户主要包括国外大型能源化工企业及国内改性塑料加工企业
上海齐润	中国	2003年	上海齐润的成核剂为公司同行业产品上海齐润与公司均为国内少数实现成核剂商业化量产的企业	上海齐润成核剂包括透明成核剂与增刚成核剂，下游客户主要以国内大型能源化工企业为主

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司掌握核心技术，多种产品实现进口替代。公司通过自主研发与不断创新，目前对透明成核剂、增刚成核剂以及β晶型增韧成核剂均实现了部分进口替代，通用合成水滑石也可作为协和化学的替代产品，充分证明了公司产品的优异品质，也验证了国产替代的可

行性。在合成水滑石领域，公司已规模供应世界知名热稳定剂生产企业艾迪科、百尔罗赫等，且是中国石化唯一指定使用的国产合成水滑石。

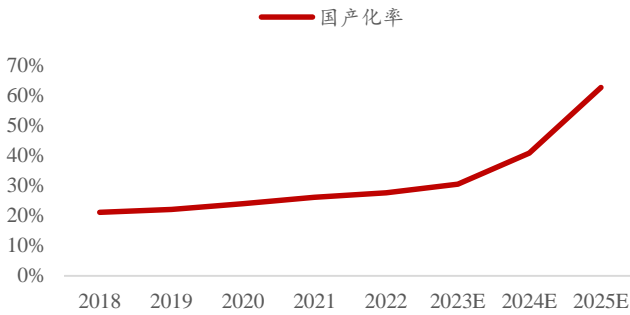
表5：公司实现进口替代的产品

产品类别	具体产品	实现进口替代的产品	所依靠的核心技术
成核剂	透明成核剂	美利肯所产的透明成核剂	透明成核剂生产技术、高纯度颗粒状成核剂生产技术、复合助剂生产技术
	增刚成核剂	美利肯所产的增刚成核剂	增刚成核剂生产技术、增刚增韧成核剂生产技术、高纯度颗粒状成核剂生产技术、复合助剂生产技术
	β晶型增韧成核剂 可用于聚丙烯生产的通用合成水滑石	新日本理化所产的β晶型成核剂 协和化学所产的合成水滑石	β晶型增韧成核剂生产技术、高纯度颗粒状成核剂生产技术、复合助剂生产技术 通用合成水滑石生产技术、复合助剂生产技术

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

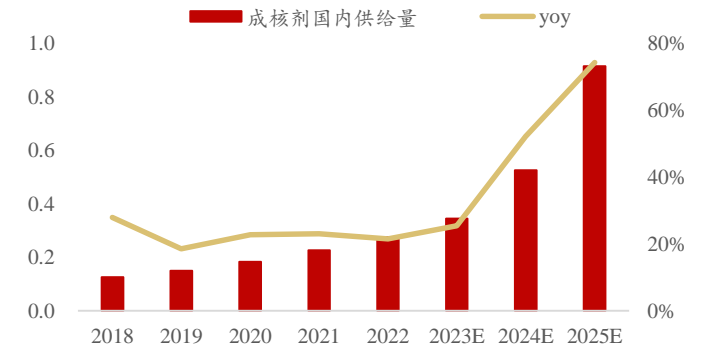
**国产替代初具成效，未来仍具备高速增长空间。**2016年国内成核剂供给量为812吨，国产化率为17.65%，2019年攀升至1500吨，国产化率22.06%，2016-2019年供给量复合增长率为22.70%，进口替代初具成效。我们预计到2025年成核剂供给量将增长至9200吨，国产化率62.52%，2022-2025年产量复合增长率为49.25%，国产替代仍具高速发展空间。

图19：成核剂市场国产化程度不断提高



资料来源：公司公告，浙商证券研究所测算

图20：2018-2025国内成核剂总供给快速增加（万吨）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所测算

## 2.4 改性塑料需求增长拉动成核剂需求，国内产量提高加速进口替代

受益于改性塑料需求增长，国内产能加码有望实现快速替代。根据 DataYes 的数据，2022年我国聚丙烯、聚乙烯产量分别为3169.81/2540.58万吨。改性塑料产量预计为2884万吨；展望成核剂未来需求，随着汽车家电行业的快速发展，塑料改性化率提高，改性塑料产量不断提高，我们预计成核剂需求量有望维持13%的增速。根据公司公告，2019年我国成核剂国产化率为22.06%，随着国产替代相关政策出台，以成核剂生产厂家不断扩充产能，行业进口替代加速，国产化率快速提升，截止到2025年国产成核剂市场依然保持供小于求，但以呈和科技为首的国内厂家市场份额将不断提高，届时成核剂国产化率有望超过62%。

表6：成核剂国产化率提升快，国产供需缺口减小

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成核剂国内需求量 (万吨)	0.87	1.00	1.13	1.29	1.46
成核剂国内供给量 (万吨)	0.23	0.28	0.35	0.53	0.92
新增：呈和科技（单剂+复合助剂）			0.07	0.18	0.39
国产化率	26.44%	27.57%	30.43%	40.75%	62.52%
国产供需缺口	(0.64)	(0.72)	(0.79)	(0.76)	(0.55)

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

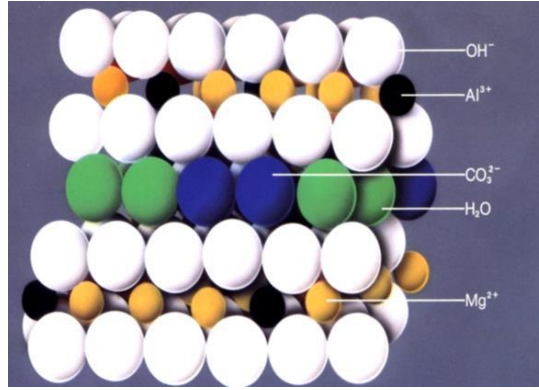


### 3 合成水滑石：“绿色”趋势支撑下游需求，生产趋于集中

#### 3.1 合成水滑石是“绿色”的热稳定剂和卤素吸收剂

合成水滑石是一种具有层状结构的、不含铅等重金属的化合物，主要作为 PVC 生产用的热稳定剂和聚烯烃树脂生产用的卤素吸收剂。作为热稳定剂时，合成水滑石不仅能提高 PVC 树脂热稳定性和抗老化能力，且具有无毒无害、安全环保的特性，可替代目前用于婴幼儿用品、食品包装和医疗用品中的含铅热稳定剂。作为卤素吸收剂时，合成水滑石可以有效消除聚烯烃树脂中的卤素及催化剂残留物，从而避免树脂产生凝胶体、设备被腐蚀，有助于聚烯烃树脂材料制造的提效降本。

图21：合成水滑石结构示意图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

根据功能不同可分为通用合成水滑石、高透明合成水滑石和阻燃合成水滑石。高透明合成水滑石由于添加了锌元素在聚氯乙烯应用中透明性更为优异，比通用合成水滑石提升 30%至 50%。

表7：合成水滑石系列产品介绍

产品分类	所含金属元素	功能说明	应用的重点产品方向
通用合成水滑石	包括镁、铝两种元素	在聚氯乙烯树脂中可作为热稳定剂，提高聚氯乙烯加工稳定性。相比传统铅锌类热稳定剂，合成水滑石具有无毒无害，绿色环保的特性在聚烯烃树脂生产中作为卤素吸收剂，可以消除掉树脂中的卤素及树脂中残留的催化剂，防止生产过程中出现凝胶体和腐蚀设备等情况，吸酸能力是传统吸酸剂硬脂酸钙的 4-6 倍	高耐环境老化改性聚丙烯、新型改性聚氯乙烯材料
高透明合成水滑石	包括镁、铝、锌三种金属元素	相比通用合成水滑石，高透明合成水滑石与聚氯乙烯树脂相容性更加优异，适用于高透明聚氯乙烯中，具有行业领先的透明度，透明度比通用合成水滑石提升 30%~50%	新型改性聚氯乙烯材料
阻燃合成水滑石	包括镁、铝两种金属元素	合成水滑石作为阻燃剂，具有无卤、无毒、不产生有毒和腐蚀性气体、阻燃和抑烟性能优良等突出优点	新型无卤阻燃材料

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

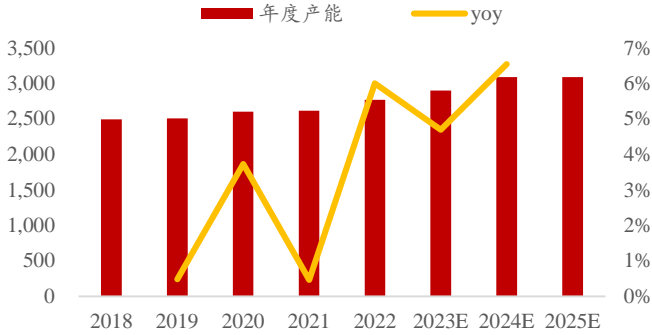
#### 3.2 下游应用不断拓宽，带动合成水滑石需求增长

##### 3.2.1 聚氯乙烯产量增长，政策促进环保型热稳定剂加速替代

聚氯乙烯产能稳定增长，带动合成水滑石市场空间不断增加。据百川盈孚的数据显示，2018 年中国聚氯乙烯产能为 2496.5 万吨，截止到 2022 年产能为 2771 万吨，2018-2022 年复合增速为 2.64%。据华经产业研究院的数据显示，2015-2021 年合成水滑石市场空间的年复合增速达到 17.39%，每年的增速稳定维持在 15%左右。根据百川盈孚部分生产企业披露的新增产能数据，2025 年聚氯乙烯产能有望达到 3091 万吨，2022-2025 年复合增速为

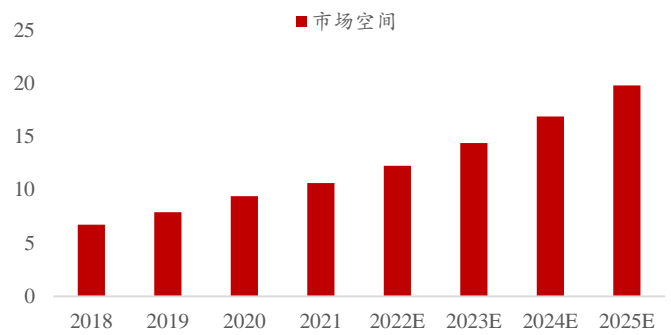
3.71%，有望拉动合成水滑石市场空间实现稳定增长，我们预计未来合成水滑石市场空间将会维持 15% 的增速，到 2025 年将达到 19.81 亿元。

图22：中国聚氯乙烯产能稳定增长(万吨)



资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所

图23：中国合成水滑石市场空间逐年增加(亿元)



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

**合成水滑石是“绿色”稳定剂，未来具有较大替代空间。**根据中国塑料加工工业协会塑料助剂专业委员会会刊《塑料助剂》统计，铅盐类、金属皂类、有机锡类热稳定剂占比分别为 42.10%、30.74%、22.11%。铅盐类和有机锡类热稳定剂均为含有毒性的热稳定剂，尤其铅盐类热稳定剂，对环境有较大的破坏作用。根据 2016 年《塑料加工业“十三五”发展规划指导意见》，“十三五”期间要推动无铅 PVC 异型材和管材的生产和应用，推动绿色转型。绿色、无毒、环保型助剂在塑料制品的应用越来越受到全社会的关注。合成水滑石作为金属皂类环保热稳定剂，对含毒性热稳定剂具有较大的替代空间。

表8：金属皂类热稳定剂占比较少，仍有替代空间

种类	特点	占比
铅盐类热稳定剂	具有较好的长期热稳定效能，适用于各类 PVC 制品的加工，是目前国内主要使用的 PVC 热稳定剂，最大的缺点是其具有毒性	42.10%
金属皂类热稳定剂	代表品种包括硬脂酸钙及硬脂酸锌等金属盐类，硬脂酸钙和硬脂酸锌作为主热稳定剂单独使用效果较差，与辅助热稳定剂使用具有良好的耐热效果，且兼具无毒、环保特性	30.74%
有机锡类热稳定剂	适用于高透明性制品，但价格昂贵，且具有一定的毒性	22.11%

资料来源：公司公告，中国知网，浙商证券研究所

表9：聚氯乙烯热稳定剂绿色转型的政策支持

时间	政策	内容	发布机关
2016年	《塑料加工业“十三五”发展规划指导意见》	推动无铅 PVC 异型材和管材的生产和应用，推动绿色转型	中国塑料加工工业协会
2016年	《国家鼓励的有毒有害原料（产品）替代品目录（2016年版）》	鼓励钙基复合稳定剂及锌基稳定剂及钡镉锌稳定剂，并明确钙基复合热稳定剂主要成分为水滑石	工业和信息化部、科学技术部、环境保护部

资料来源：公司公告，工业和信息化部，浙商证券研究所

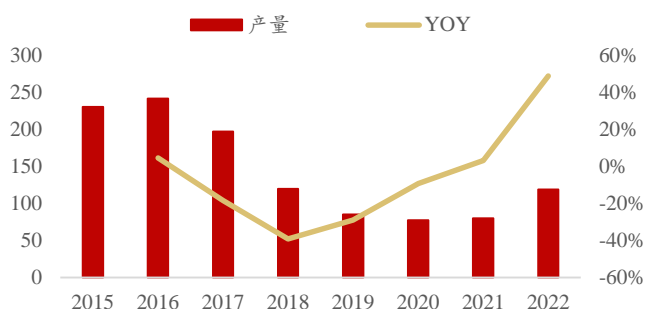
### 3.3.2 终端应用趋于高端化，合成水滑石品类逐渐丰富

**农用薄膜产量回暖，高端农膜应用比例不断扩大。**农膜是应用于农业生产的塑料薄膜的总称，包括顶棚覆盖和地膜。过去由于农用薄膜缺乏有效的回收处理，在“禁塑令”推动下，我国农用薄膜产量也随之不断下降。而随着可降解、使用期限更长等功能的高端农用薄膜的应用比例不断提升，农膜总产量有所回暖；2022 年我国农用薄膜产量 118.97 万吨，同比增长 48.95%。目前，我国农用薄膜市场中，高档农膜仅占 2%，中档农膜占 20%，低档产品占 78%，低档农膜产品供过于求，产品结构存在优化空间。据中国农用塑料应用技



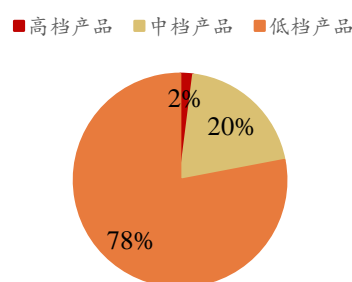
术学会数据,到2025年,中国农用薄膜高、中、低端产品占比将到10%/40%/50%,中高端农膜仍然具备大幅发展潜力

图24: 中国农用薄膜产量出现反转趋势(万吨)



资料来源:百川盈孚,华经产业研究院,浙商证券研究所

图25: 中国农膜行业仍以低档产品为主



资料来源:华经产业研究院,浙商证券研究所

**公司积极向外拓展合成水滑石应用,行业仍具发展空间。**为了提高农膜流滴性能和透光性能,生产企业希望能有一种缓释性能好、透光性能好、保温性能好的助剂,在农膜中采用水滑石作为缓释、保温剂,已经取得了良好的效果。公司目前对于农膜用水滑石及电线电缆用水滑石的研发已经完成并验收,产品性能国内领先,随着高端农膜需求的不断扩大,公司的农膜用水滑石未来极具发展空间。

表10: 合成水滑石在农膜、电线电缆上的应用

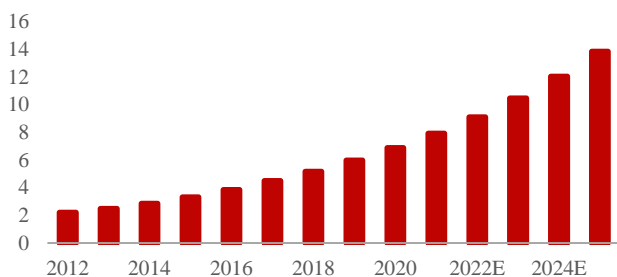
项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	具体水平	具体应用前景
农膜用水滑石的研发	完成并已验收	通过控制反应浓度和反应速度,制得粒径小,比表面积大,具有高热稳定性、优异保温性能的农膜专用水滑石	国内领先	用于PVC农膜保温
电线电缆用水滑石的研发	完成并已验收	改进产品性能结构,使得产品粒径细小,分布窄,并通过特殊的表面处理,提高绝缘性	国内领先	用于90度以上电线电缆的钙锌稳定剂

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

### 3.3 合成水滑石产量增长迅速,市占率有望进一步提高

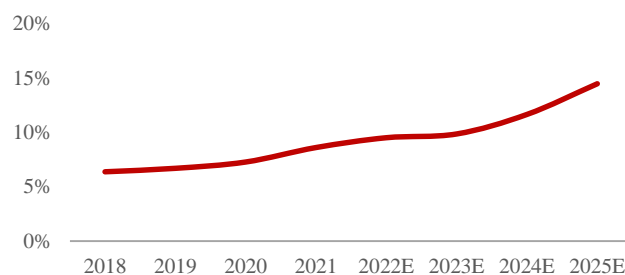
根据《塑料助剂》统计,2012年国内合成水滑石总产量为2.21万吨,截止到2021年总产量约为7.91万吨,2012年-2021年复合增长率为15.22%。随着合成水滑石下游应用不断普及,产量年复合增速有望继续维持在15%,我们预计到2025年产量有望达到14万吨。公司2021年合成水滑石产量约为0.68万吨,占2021年国内总产量的8.60%,随着公司技改及新建项目完成,我们预计2025年合成水滑石的产量将达到2万吨,公司的市占率有望提高至14.5%,市占率进一步集中。

图26: 合成水滑石国内产量稳步提升(万吨)



资料来源:《合成水滑石在高分子材料中的应用》,浙商证券研究所测算

图27: 公司市合成水滑石占率不断提高



资料来源:公司公告,中国知网,浙商证券研究所测算

### 3.4 下游需求回升拉动合成水滑石市场增长,公司市占率不断提高

**聚氯乙烯景气度有望回升,促进公司合成水滑石市占率提高。**2022国内聚氯乙烯产量为2165.83万吨;展望未来,受益于房地产景气复苏,基建投资回暖等原因,国内聚氯乙烯

产量有望快速增长，叠加氨纶及农膜产品高端化发展趋势，协同带动合成水滑石市场空间上升，我们预计到 2025 年合成水滑石市场空间有望达到 19.81 亿元；2021 年公司合成水滑石产量 0.68 万吨，市占率为 8.6%，随着公司 2025 年产能扩增至 2 万吨，我们认为届时公司市占率将进一步提升到 14.5%，成为国内合成水滑石龙头生产企业，提高公司市场竞争地位。

## 4 客户优势明显，新进入抗氧化剂领域提高产业链覆盖度

### 4.1 中石化国内水滑石唯一供应商，客户认可度高

**客户遍布国内外，高度绑定大客户。**凭借先进的技术水平和领先的产品性能，公司已陆续进入国内外主要高性能树脂产品制造企业的供应链，包括中国石化、中国石油、中海壳牌、延长石油、北欧化工、博禄化工、利安德巴塞尔、TPC、HMC 等。根据中国石化的招标投标信息、《中国聚烯烃行业调查报告》和客户出具的说明，公司合成水滑石是中国石化唯一指定使用的国产合成水滑石，并且在中国石油、中海壳牌分别实现了对协和化学 DHT-4A 合成水滑石的进口替代。

**公司产品性能达到国际领先水平，利于高端合成水滑石实现进口替代。**公司是首家通过美国 FDA 食品接触物质审批的国内企业，同时也取得了欧盟 REACH、韩国 K-REACH 等产品准入认证，为目前通过该审批最多的中国企业。同时根据公司公告，公司高透明合成水滑石产品在各方面性能都优于国际先进产品，未来有望大幅进行进口替代。

表 11：公司合成水滑石性能优于国外产品

合成水滑石类型	产品	雾度%	热空气老化
高透明合成水滑石	国际先进品牌	9.70	测试 60 分钟时样品大面积碳化变黑
	公司产品	4.60	测试 60 分钟时样品为深褐色
合成水滑石类型	产品	平均粒径 $\mu\text{m}$	比表面积 $\text{m}^2/\text{g}$
通用合成水滑石	国际先进品牌	5.875	10.3
	公司产品	0.465	33.63

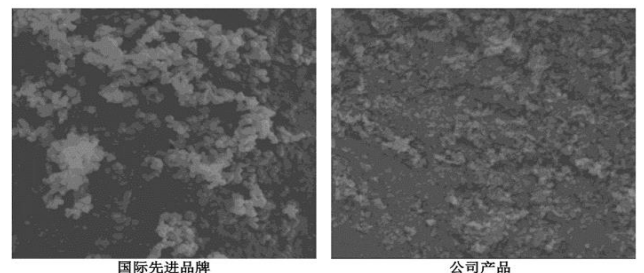
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 28：公司产品的热稳定性更优越

时间(分钟)	0	10	20	30	40	50	60
公司产品							
国际先进品牌							

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 29：公司的合成水滑石粒径更小



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 4.2 收购科澳化学、信达丰，完善高分子化学助剂领域布局

**收购科澳化学、信达丰，实现抗氧化剂生产、销售一体化。**抗氧化剂是公司采购的主要化学原料之一，主要用于复合助剂的生产。根据公司公告，2023 年 3 月 25 日，公司以简易程序向特定对象发行 A 股股票拟募集资金约 1.2 亿元，用于收购科澳化学 100% 股权并增资、收购信达丰 100% 股权及补充流动资金。科澳化学具有多种成熟的抗氧化剂配方和生产经验；信达丰具有较为完善国内外客户网络，具备多家石化厂和境外客户认证资质，具备丰富进

出口和国内销售经验。通过收购科澳化学、信达丰，公司将整合其抗氧化剂研发生产和销售业务，实现产品线从复合助剂到单一抗氧化剂产品延伸，降低公司生产成本，提高产能和资产利用率，进一步完善业务和产品布局，提高公司市场竞争力和抗风险能力。

**表12： 公司收购科澳化学、信达丰**

时间	发布公告	具体内容
2023.01.10	《关于公司以现金方式收购科澳化学 100% 股权并增资、收购信达丰 100% 股权的公告》	拟以现金方式收购唐山科澳化学助剂有限公司 100% 股权，收购对价为人民币 8,830 万元并向科澳化学增资人民币 5,000 万元、收购天津信达丰进出口贸易有限公司 100% 股权，收购对价为人民币 1,970 万元。
2023.01.31	《关于收购科澳化学 100% 股权、信达丰 100% 股权完成工商变更的公告》	公司已按照约定分别向转让方支付完毕首期、第二期股权收购款，本次工商变更完成后，公司直接持有科澳化学、信达丰 100% 的股权，科澳化学、信达丰成为公司的全资子公司，纳入公司合并报表范围。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 4.3.8 大类核心技术，自主创新加筑公司护城河

公司具备八大核心技术，技术先进性打造行业壁垒。公司在成核剂、合成水滑石和复合助剂产品领域形成了 8 大类核心技术，拥有近 50 项境内外发明专利。公司生产的高分子材料助剂产品性能已达到国际先进水平，可在确保自身品质安全无毒、绿色环保的前提下，显著提高树脂产品的光学、力学性能，并提升树脂产品的稳定性。

**表13： 公司 8 项核心技术**

技术名称	对应专利	特点
β 晶型增韧成核剂生产技术	《四氢苯酐的羧酸金属盐作为聚丙烯 β 晶型成核剂的应用》 《一种聚丙烯 β 晶型成核剂组合物及其应用》	四氢苯酐金属盐作为 β 晶型增韧成核剂是行业首创，可以高效诱导 β 晶型聚丙烯的生成
增刚增韧成核剂生产技术	《聚丙烯增刚增韧成核剂组合物》	实现了在材料韧性基本维持不变的情况下，材料刚性提升在 25% 以上
高纯度颗粒状成核剂生产技术	《一种颗粒状成核剂及其制备方法》	仅使用微量粘接剂实现颗粒状物质的转化，能保持原有成核剂的高纯度状态，安全、环保
透明成核剂生产技术	《一种包含微量芳醛、山梨醇二缩醛和山梨醇三缩醛的成核剂组合物》 《一种提高聚丙烯亮度、降低聚丙烯雾度的组合物及其用途》 《一种山梨醇缩醛聚丙烯透明成核剂的生产方法》 《聚丙烯透明成核剂的生产方法》 《一种包含山梨醇三缩醛和单缩醛的透明成核剂组合物》	以环保材料代替有毒溶剂，能够满足婴幼儿用品、医疗用品、食品包装等食品药品接触材料的生产需求，打破了国际垄断
增刚成核剂生产技术	《聚丙烯增刚成核剂组合物》	添加公司增刚成核剂的材料具备与钢材相似的机械性能但更加轻盈，可满足“以塑代钢”需求
高透明合成水滑石生产技术	《一种用于聚合物中的水滑石及其制备方法》	安全无毒、高透明及稳定性强的特点，可将 PVC 材料的用途拓宽至护目镜、血浆袋、输液管、药品泡罩等医疗器械、医疗用品
通用合成水滑石生产技术	《一种用于聚合物中的水滑石及其制备方法》	吸酸能力是硬脂酸钙的 4-6 倍，且产品粒径更小，比表面积达国际先进水平的 2 倍以上
复合助剂生产技术	《塑料添加剂加工设备》	已为中国石化、中国石油等重要能源化工企业提供超过 100 种满足不同高性能树脂材料开发生产需要的复合助剂产品

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

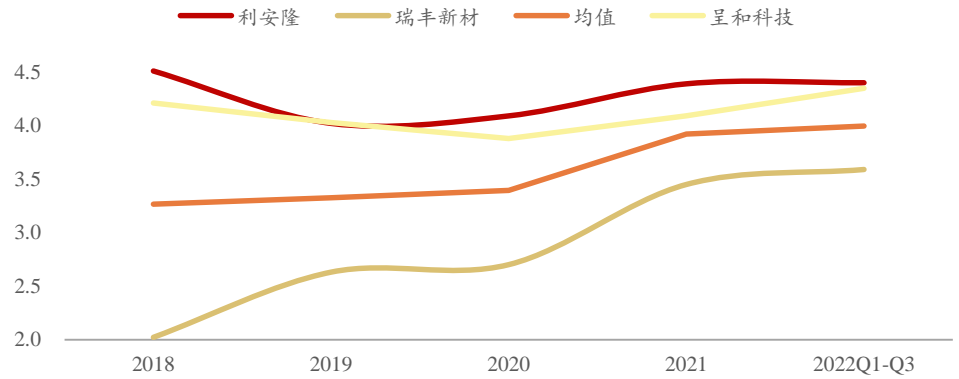
专利数量领先国内同行，研发创新能力强。国内可比公司对比，公司发明专利数量遥遥领先；研发费率高于可比公司平均水平，技术研发创新能力突出。

**表14： 公司专利个数领先国内同行**

公司名称	授权发明专利数量
呈和科技	49
上海齐润	5
只楚化学	无

资料来源：智慧芽全球专利数据 (<https://www.zhishuiya.com>)，公司公告，浙商证券研究所

图30: 公司研发费率同行业领先



资料来源: wind, 浙商证券研究所

#### 4.4 技改募投贡献新增产能, 驱动业绩高速增长

公司在广州白云厂区现有产能 17000 吨, 其中成核剂单剂与合成水滑石单剂共计 9200 吨, 复合助剂 7800 吨。为了迎合市场的需求变化, 公司决定在原有的生产基础上进行技术改造, 此外, 预计 2023 年公司在广州南沙厂区的募投项目落地, 届时公司总产能有望达到 70000 吨以上。随着技改和募投项目下公司产能逐步投放, 预计公司业绩有望高速增长。

表15: 公司未来规划品类多, 设计产能大

主要厂区或项目	设计产能	在建产能	产品线	设计产能	在建产能预计完工时间
广州白云厂区	17000 吨	-	成核剂单剂与合成水滑石单剂	9200 吨	-
			复合助剂	7800 吨	
广州南沙厂区 (一期)	36600 吨	36600 吨	成核剂单剂与合成水滑石单剂	-	2023-2024 年
			复合助剂	-	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 5 盈利预测

### 5.1 业务拆分与盈利预测

综合历史数据以及未来经营情况预测, 我们做出以下假设:

- 成核剂:** 公司 22-24 年产能为 3100/7100/13700 吨, 由于产能投放存在爬坡问题, 预计 22-24 年产量为 4750/5400 /7200 吨, 公司以销定产, 预计满产满销。我们预计, 由于未来产品供需较好, 随着改性塑料市场空间的扩大及进口替代的加速, 毛利率上涨, 均价有所少量提高, 给予 22-24 年毛利率为 55.0%/58.0%/58.5%, 均价为 7.8/7.85/7.9 万元/吨;
- 合成水滑石:** 公司 22-24 年产能为 6100/12100 /22100 吨, 由于产能投放存在爬坡问题, 预计 22-24 年产量为 6600 /9300 /14000 吨, 公司以销定产, 预计满产满销。产品的准入壁垒较高叠加公司的主要下游客户较为稳定, 未来随着氨纶及农膜等应用的拓宽及海外市场的开拓, 预计毛利率会有所回升, 价格小幅上涨, 给予 22-24 年毛利率为 52.0%/54.0%/54.5%, 均价为 2.0/2.05/2.10 万元/吨;
- NDO 复合助剂:** 公司 22-24 年产能为 7800/12800/32800, 由于产能投放存在爬坡问题, 预计 22-24 年产量为 2717 /4076 /6113 吨, 公司以销定产, 预计满产满销。由于公司在 NDO 复合助剂的生产上具备配方优势及稳定的客户资源, 随着后续产能

的释放及规模效应带来的提效降本，我们预计未来产品的毛利率及价格略有提升，给予 22-24 年毛利率为 21.0%/25.0%/26.0%，均价为 3.4/3.5/3.55 万元/吨；

- 4、**抗氧剂**：公司收购科澳化学和信达丰以布局抗氧剂领域，于 2023 年纳入合并报表范围。产品集中在特种抗氧剂，市场竞争力较大，业务平稳后产品及客户渠道间的协同作用预计会使得科澳化学及信达丰未来毛利率水平较原来有所上升，给予科澳化学 23-24 年毛利率为 30.0%/30.0%，给予信达丰 23-24 年毛利率为 15.0%/15.0%。
- 5、**其他业务**：包括化工产品贸易业务及部分物业出租所产生的收入，我们预计该部分业务未来将保持稳定的毛利水平，22-24 年毛利率维持在 10.0%。

表16：收入拆分

总表-收入拆分				
		2022E	2023E	2024E
合计	营业收入(百万元)	695	1,251	1,663
	YOY		80%	33%
	营业成本(百万元)	393	755	980
	毛利率	43.4%	39.7%	41.1%
收入拆分-分业务				
成核剂	营业收入(百万元)	371	424	569
	YOY		14%	34%
	营业成本(百万元)	167	178	236
	毛利率	55.0%	58.0%	58.5%
合成水滑石	营业收入(百万元)	132	191	294
	YOY		44%	54%
	营业成本(百万元)	63	88	134
	毛利率	52.0%	54.0%	54.5%
NDO 复合助剂	营业收入(百万元)	92	143	217
	YOY		54%	52%
	营业成本(百万元)	73	107	161
	毛利率	21.0%	25.0%	26.0%
科澳化学&信达丰	营业收入(百万元)	321	394	484
	YOY	-	23%	23%
	营业成本(百万元)	237	292	360
	毛利率	26.1%	25.9%	25.6%
其他业务	营业收入(百万元)	100	100	100
	YOY	-	-	-
	营业成本(百万元)	90.0	90.0	90.0
	毛利率	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所预测

## 5.2 估值分析与投资建议

公司是国内成核剂、合成水滑石领先企业，随着进口替代的加快及公司募投项目的顺利达产，公司盈利有望实现高速增长。选取利安隆、瑞丰新材、彤程新材作为可比公司估值，其中利安隆为抗老化助剂龙头、瑞丰新材为润滑油添加剂龙头、彤程新材为特种橡胶



助剂龙头。根据 iFinD 数据，2023 年可比公司平均 PE 为 28.97，呈和科技为 20.82，略低于可比公司平均水平；预计 2022 年-2024 年营业收入分别为 6.95 /12.51/16.63 亿元，归母净利润分别为 1.95 /2.96 /3.97 亿元，对应 EPS 分别为 1.47 /2.22 /2.98 元，对应 PE 分别为 31.53/20.82 /15.53，首次给予“增持”评级。

表 17：可比公司估值

证券代码	可比公司	2023/4/18 总市值 (亿元)	PE			PB	EPS		
			2022E	2023E	2024E		2022E	2023E	2024E
300596.SZ	利安隆	96	23.83	14.59	12.01	2.53	2.29	2.91	3.53
300910.SZ	瑞丰新材	158	31.45	16.15	11.57	5.76	3.92	6.53	9.11
603650.SH	彤程新材	237	61.64	56.16	43.01	7.94	0.5	0.73	0.95
	平均值	160	38.97	28.97	22.20	5.41			
688625.SH	呈和科技	60	31.53	20.82	15.53	5.68	1.47	2.22	2.98

资料来源：iFinD，浙商证券研究所

## 6 风险提示

**原材料价格上涨风险：**公司自主产品营业成本中材料成本为主要部分，且需对外采购，若未来主要原材料价格发生大幅上涨，将可能对公司的经营业绩产生不利影响。

**下游行业景气度下降风险：**公司的经营情况、业务发展与下游高性能树脂材料领域发展状况息息相关。若未来下游高性能树脂材料产业景气度下降，下游客户需求萎靡，将传导至上游成核剂及合成水滑石产品，对公司业绩造成不利影响。

**技改及募投项目达产不及预期：**项目能否顺利投产存在一定不确定性，如果后续项目不能顺利达产，将影响公司产品的正常销售，影响业绩预期。

**技术和产品研发风险：**终端应用领域需求的多样化，以及终端应用产品升级换代，都要求高分子材料助剂生产企业必须具备产品创新能力和定制化服务能力。如果公司不能保持持续创新能力，无法及时研制出业内领先的新技术，无法适时为客户推出定制化的高品质创新产品，将对公司的市场竞争地位和盈利能力产生不利影响。

**数据测算偏差风险：**由于行业及公司相关产销量存在不确定性，报告中测算存在数据偏差的风险，如果行业和公司产销变动可能会影响行业的供需，产品价格可能波动，从而影响公司业绩。



## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	790	812	1,407	1,598
现金	307	303	530	746
交易性金融资产	231	231	231	231
应收账款	119	190	452	442
其它应收款	4	5	12	11
预付账款	14	13	28	36
存货	50	65	150	129
其他	65	4	4	4
<b>非流动资产</b>	370	415	448	484
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	85	100	105	111
无形资产	43	52	58	64
在建工程	29	43	59	77
其他	214	219	226	233
<b>资产总计</b>	1,161	1,226	1,855	2,082
<b>流动负债</b>	242	162	495	326
短期借款	1	31	33	36
应付款项	178	61	356	159
预收账款	0	1	1	1
其他	63	69	106	130
<b>非流动负债</b>	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0
其他	10	10	10	10
<b>负债合计</b>	252	172	505	336
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	909	1,054	1,350	1,747
<b>负债和股东权益</b>	1,161	1,226	1,855	2,082

### 现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	290	68	267	254
净利润	157	195	296	397
折旧摊销	13	11	12	13
财务费用	3	1	1	1
投资损失	(4)	(5)	(6)	(8)
营运资金变动	120	(135)	(36)	(148)
其它	1	(0)	(0)	(0)
<b>投资活动现金流</b>	(433)	(51)	(40)	(41)
资本支出	(69)	(55)	(46)	(49)
长期投资	0	0	0	0
其他	(364)	5	6	8
<b>筹资活动现金流</b>	408	(21)	(0)	2
短期借款	(45)	30	1	3
长期借款	0	0	0	0
其他	454	(51)	(1)	(1)
<b>现金净增加额</b>	264	(3)	227	215

### 利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	576	695	1251	1663
营业成本	321	393	755	980
营业税金及附加	5	6	11	14
营业费用	20	21	40	55
管理费用	32	35	65	88
研发费用	24	24	50	75
财务费用	1	3	7	14
资产减值损失	(0)	0	0	0
公允价值变动损益	1	0	0	0
投资净收益	4	5	6	8
其他经营收益	5	7	12	16
<b>营业利润</b>	182	225	342	461
营业外收支	(0)	0	0	0
<b>利润总额</b>	182	225	342	461
所得税	25	29	46	65
<b>净利润</b>	157	195	296	397
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	157	195	296	397
EBITDA	191	234	355	480
EPS (最新摊薄)	1.18	1.47	2.22	2.98

### 主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	25.19%	20.59%	80.07%	32.94%
营业利润	33.71%	23.51%	52.28%	34.90%
归属母公司净利润	34.75%	24.43%	51.41%	34.12%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.22%	43.43%	39.68%	41.08%
净利率	27.25%	28.12%	23.64%	23.85%
ROE	17.28%	18.53%	21.91%	22.71%
ROIC	16.60%	17.63%	21.25%	22.35%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	21.70%	14.05%	27.23%	16.12%
净负债比率	27.71%	16.35%	37.43%	19.22%
流动比率	3.27	5.00	2.84	4.90
速动比率	2.98	4.49	2.47	4.39
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.73	0.58	0.81	0.84
应收账款周转率	6.09	6.58	6.51	6.46
应付账款周转率	25.03	24.77	24.82	24.84
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.18	1.47	2.22	2.98
每股经营现金	2.17	0.51	2.00	1.91
每股净资产	6.82	7.91	10.13	13.10
<b>估值比率</b>				
P/E	39.23	31.53	20.82	15.53
P/B	6.78	5.84	4.56	3.53
EV/EBITDA	37.72	25.26	15.98	11.39

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>