

新瀚新材（301076.SZ）/化工

证券研究报告/公司深度报告

2022年5月12日

**评级：买入（首次）**

市场价格：29.65

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

电话：021-20315125

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

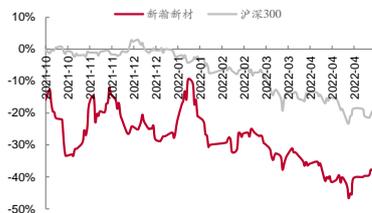
**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	288	342	532	815	851
增长率 yoy%	-1%	19%	56%	53%	4%
净利润（百万元）	71	66	97	148	164
增长率 yoy%	-4%	-7%	47%	53%	11%
每股收益（元）	0.90	0.83	1.22	1.87	2.06
每股现金流量	0.91	0.95	0.35	1.29	2.98
净资产收益率	18%	7%	9%	12%	11%
P/E	33.0	35.6	24.3	15.9	14.4
P/B	6.0	2.3	2.1	1.8	1.6

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄

**基本状况**

总股本(百万股)	80
流通股本(百万股)	20
市价(元)	29.65
市值(百万元)	2,360
流通市值(百万元)	593

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 相关报告一
- 2 相关报告二
- 3 相关报告二

**报告摘要**

- 公司打造芳香族酮类产品群，有望成为全球领先的专业化学品生产商。** 公司是国内精细化工隐形冠军，以“傅克反应”为核心，打造了芳香族酮类产品群，涵盖特种工程塑料核心原料（DFBP）、光引发剂（MBP、PBZ、ITF）和化妆品原料（HAP）等三大业务。公司现有芳香酮类产品产能4,200吨/年。2021年，公司上市募资投建8,000吨/年芳香酮及其配套项目，投产后总产能将达12,200吨/年，助力公司实现“世界领先的精细化工企业”和“世界傅克反应主要生产基地之一”的目标。
- DFBP是PEEK的核心原材料，充分受益PEEK需求快速增长。** DFBP的下游主要用途是生产PEEK和脑血管扩张药物等。其中PEEK的合成路线有亲核取代和亲电取代两种，一般采用亲核取代路线。DFBP是亲核路线的必需原材料，生产PEEK的单吨单耗为0.8。PEEK具有耐热等级高、耐辐射等优异性能，在氢能、风电等领域有广泛应用前景，下游市场迎来快速扩张。供给方面，新瀚新材计划扩产包括DFBP在内的特种工程塑料核心原料3,400吨/年，计划于2022年年中投产，新增产能的投放有望受益下游PEEK行业的快速发展。
- 光引发剂是光固化剂的核心材料，终端需求呈现稳步增长态势。** 供给端，光引发剂种类众多，不同企业光引发剂品种具备差异性。经过十多年的充分竞争，行业并购整合不断推进，生产企业数量逐步减少，龙头企业市场份额不断提升。需求端，光引发剂主要用于UV油墨和UV涂料，辐射固化涂料和辐射固化油墨替代技术分别被统计局和生态环境部列为新型功能涂层制造材料和大气污染预防技术。从2003年到2018年，我国UV涂料行业产量年均增速为12%；我国UV油墨市场产量也从2015年的4.23万吨增长到2019年的7.73万吨，年均复合增速为16%。
- HAP作为化妆品添加剂，下游需求快速增长。** HAP具有一定的防腐作用，相对于传统防腐体系而言，更加安全高效。由于其具有温和、无刺激、抗氧化等特性，全球主要国家和地区均允许HAP作为化妆品添加剂使用。HAP是国内儿童化妆品中主要防腐剂之一，也在美国诸多主流化妆品种类中均有添加。随着居民消费升级、消费意识苏醒，我国化妆品市场规模快速增长，有望继续保持增长态势，带动对HAP需求增长。
- 公司产品通过下游一线客户认证，募投项目打开未来成长空间。** 公司产品具有完备性和独创性，且主要客户为下游一线厂商，实力强大。2018年到2020年，索尔维、德之馨和艾坚蒙是一直牢牢位列公司销售额前三名的客户，公司向三家公司的销售额占比为30%到50%之间。公司计划募资投建特种工程塑料核心原料3,400吨/年、光引发剂500吨/年、化妆品原料2,950吨/年和其他（医药或农药中间体）产品1,150吨/年，募投项目有望帮助公司进一步抢占市场份额，打开企业发展新空间。
- 盈利预测、估值及投资评级：** 我们预测公司2022-2024年公司归母净利润分别为0.97亿元、1.48亿元和1.64亿元，EPS分别为1.22元/股、1.87元/股和2.06元/股。我们选取中欣氟材、新和成、凯盛新材、天奈科技作为可比公司，可比公司在2022年、2023年和2024年的平均PE为33.00倍、21.50倍和17.43倍（对应2022年5月12日收盘价），当前股价对应公司在2022年、2023年和2024年的PE分别为24.26倍、15.89倍和14.37倍。我们认为公司未来发展空间有望打开，给予“买入”评级。
- 风险提示：** 产品价格不及预期的风险，产能投放不及预期的风险、信息滞后或更新不及时的风险、环保、研发技术等相关业务风险。

## 投资主题

### 报告亮点

报告对公司所处三大行业的产业链进行了详细分析。

**1) DFBP 行业:** DFBP 是 PEEK 的核心原材料, PEEK 的优良性能使其终端使用量不断增长。DFBP 主要用于生产 PEEK 和脑血管扩张药物等。其中 PEEK 的合成路线有亲核取代和亲电取代两种, 由于亲电路线存在产物易支化、催化剂和溶剂用量大且环境不友好等缺点, 一般采用亲核取代路线, DFBP 是亲核路线的必需原材料, 生产 PEEK 的单吨单耗为 0.8, 全球 PEEK 产能共 1.34 万吨, 对 DFBP 需求拉动约 1.05 万吨, 国内需求约 2000 吨。PEEK 具有耐热等级高、耐辐射等优异性能, 市场迎来快速扩张。从 2013 年到 2018 年, PEEK 市场规模每年同比增速几乎都保持在 8.2% 左右。供给方面, 新瀚新材计划扩产包括 DFBP 在内的特种工程塑料核心原料 3,400 吨/年, 预计于 2022 年年中投产, 新增产能投放将进一步推动下游 PEEK 行业的快速发展。

**2) 光引发剂行业:** 光引发剂是光固化剂的核心材料, 终端需求呈现稳步增长态势。供给端, 光引发剂种类众多, 差异化竞争特征明显。经过十多年的充分竞争, 行业并购整合不断推进, 生产企业数量逐步减少, 龙头企业市场份额不断提升。需求端, 光引发剂主要用于 UV 油墨和 UV 涂料, 辐射固化涂料和辐射固化油墨替代技术分别被统计局和生态环境部列为新型功能涂层制造材料和大气污染预防技术。从 2003 年到 2018 年, 我国 UV 涂料行业产量年均增速为 12%; 我国 UV 油墨市场产量也从 2015 年的 4.23 万吨增长到 2019 年的 7.73 万吨, 年均复合增速为 16%。

**3) HAP 行业:** HAP 具有一定的防腐作用, 相对于传统防腐体系而言, 更加安全高效。由于其具有温和、无刺激、抗氧化等特性, 全球主要国家和地区均允许 HAP 作为化妆品添加剂使用。HAP 是国内儿童化妆品中主要防腐剂之一, 也在美国诸多主流化妆品种类中均有添加。随着居民消费升级、消费意识苏醒, 我国化妆品市场规模快速增长, 有望继续保持增长态势, 带动对 HAP 需求增长。

### 投资逻辑

公司是具备完备芳香酮生产体系的厂商, 募投项目助力公司成长。公司围绕傅克反应生产各种芳香族酮类产品, 主要产品包括特种工程塑料核心原料 (DFBP)、光引发剂 (MBP、PBZ、ITF) 和化妆品原料 (HAP) 等, 这三大业务的销售收入占公司主营业务收入的比例合计超过 80%。公司产品具有完备性和独创性, 且主要客户为下游一线厂商, 实力强大。2018 年到 2020 年, 索尔维、德之馨和艾坚蒙是一直牢牢位列公司销售额前三名的客户。其中索尔维是特种工程塑料核心原料最大客户, 2018 年到 2020 年期间, 占公司总销售额的比例在 20% 左右, 占特种原料业务总销售额的比例在 50% 以上; 德之馨占据公司化妆品原料业务总销售额的比例在 60% 到 80% 之间; 两家公司分别贡献了公司工程塑料核心原料和化妆品原料业务的半壁江山; 光引发剂业务略有分散, 但客户主要仍然是艾坚蒙等龙头企业。此外, 公司计划募资投建特种工程塑料核心原料 3,400 吨/年、光引发剂 500 吨/年、化妆品原料 2,950 吨/年和其他 (医药或农药中间体) 产品 1,150 吨/年, 最终使得公司芳香族酮类产品的生产规模达到 12,200 吨/年的水平。募投项目有望帮助公司进一步抢占市场份额, 增厚公司业绩及利润, 打开新的成长空间, 并在主营产品上升周期中享受业绩弹性。

### 关键假设、估值与盈利预测

假设公司募投项目能于 2022 年年中如期投放, 我们预测公司 2022-2024 年公司归母净利润分别为 0.97 亿元、1.48 亿元和 1.64 亿元, EPS 分别为 1.22 元/股、1.87 元/股和 2.06 元/股, 对应 PE 分别为 24.26 倍、15.89 倍和 14.37 倍。我们选取中欣氟材、新和成、凯盛新材、天奈科技作为可比公司, 可比公司在 2022 年、2023 年和 2024 年的平均 PE 为 33.00 倍、21.50 倍和 17.43 倍 (对应 2022 年 5 月 12 日收盘价), 当前股价对应公司在 2022 年、2023 年和 2024 年的 PE 分别为 24.26 倍、15.89 倍和 14.37 倍。我们认为公司未来发展空间有望打开, 给予“买入”评级。

## 内容目录

<b>1 新瀚新材：芳香酮产品齐头并进，整体业绩稳中有升</b> .....	<b>- 6 -</b>
1.1 公司简介：围绕傅克反应，立志成为全球主要生产基地 .....	- 6 -
1.2 股权结构：严氏夫妇为实控人，股权相对集中 .....	- 7 -
1.3 盈利情况：三大业务并驾齐驱，整体盈利较为稳定 .....	- 8 -
<b>2 DFBP 行业：供给有望放量，PEEK 拉动行业成长</b> .....	<b>- 11 -</b>
2.1 需求端：PEEK 核心原材料，技术突破推动市场快速发展 .....	- 11 -
2.2 供给端：厂商数量有限，行业总产能保持增长 .....	- 15 -
<b>3 光引发剂行业：光固化剂核心材料，终端稳步增长</b> .....	<b>- 16 -</b>
3.1 供给端：产品差异化竞争，供给格局不断优化 .....	- 16 -
3.2 需求端：光固化剂核心材料，因节能环保受到政策支持 .....	- 18 -
<b>4 HAP 行业：应用于中高端化妆品，下游需求快速增长</b> .....	<b>- 21 -</b>
4.1 简介：主要应用于中高端化妆品 .....	- 21 -
4.2 需求端：多种化妆品中均有添加，终端市场蓬勃发展 .....	- 22 -
<b>5 竞争优势：一线客户认证通过，募投项目打开成长空间</b> .....	<b>- 25 -</b>
5.1 公司产品完备，核心技术独创 .....	- 25 -
5.2 产品获一线厂商认证，募投项目打开成长空间 .....	- 25 -
<b>6 盈利预测及估值</b> .....	<b>- 27 -</b>
<b>7 风险提示</b> .....	<b>- 29 -</b>

## 图表目录

图表 1: 公司三大业务布局 .....	- 6 -
图表 2: 公司三大业务历年产量 (吨) .....	- 7 -
图表 3: 严氏夫妇是公司实际控制人 .....	- 7 -
图表 4: 实控人具备化工专业背景 .....	- 8 -
图表 5: 公司营收较为稳定 .....	- 8 -
图表 6: 公司归母净利较为稳定 .....	- 8 -
图表 7: 公司三大业务齐头并进 .....	- 9 -
图表 8: 公司毛利率和净利率均较为稳定 .....	- 9 -
图表 9: 公司三费支出 (万元) .....	- 10 -
图表 10: 三费支出的营收占比 .....	- 10 -
图表 11: 公司研发费用稳中略有增长 .....	- 10 -
图表 12: 公司专利成果丰硕 .....	- 10 -
图表 13: DFBP 主要用于制作 PEEK .....	- 11 -
图表 14: 亲电取代工艺 (×) .....	- 11 -
图表 15: 亲核取代工艺 (√) .....	- 11 -
图表 16: 常用工程塑料金字塔图 .....	- 12 -
图表 17: PEEK 应用广泛 .....	- 12 -
图表 18: PEEK 是受政策支持的重要化工新材料 .....	- 12 -
图表 19: 我国 PEEK 市场快速发展 .....	- 13 -
图表 20: 全球 PEEK 材料市场规模不断扩张 .....	- 14 -
图表 21: 全球 PEEK 在各领域消费量及增速 .....	- 14 -
图表 22: 全球 PEEK 厂商产能与对应需求量 .....	- 14 -
图表 23: DFBP 已有及新增产能不完全统计 .....	- 15 -
图表 24: 光引发剂主要生产企业及相应类型 .....	- 16 -
图表 25: 我国光引发剂生产企业日益集中 .....	- 17 -
图表 26: 我国光引发剂产量保持快速增长态势 .....	- 17 -
图表 27: 我国光引发剂产值规模不断增长 .....	- 17 -
图表 28: 光引发剂主要用于 UV 油墨和 UV 涂料等 .....	- 18 -
图表 29: 光引发剂在光固化材料成本占比 .....	- 18 -
图表 30: 光固化材料受到政策支持 .....	- 19 -
图表 31: UV 涂料行业快速发展 .....	- 19 -
图表 32: UV 油墨市场快速发展 .....	- 20 -
图表 33: 中国大陆 PCB 行业产值规模稳步扩张 .....	- 20 -

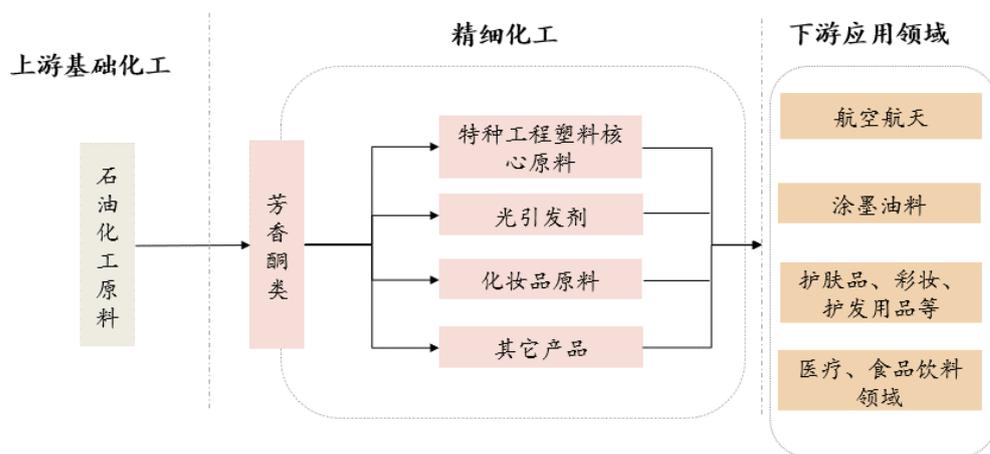
图表 34: HAP 主要用于化妆品生产.....	- 21 -
图表 35: 新型和传统防腐剂对比.....	- 21 -
图表 36: 全球主要国家均允许 HAP 作为化妆品添加剂使用.....	- 22 -
图表 37: 国内儿童化妆品中各防腐剂使用频次统计.....	- 23 -
图表 38: HAP 在美国各类化妆品中使用频次.....	- 23 -
图表 39: 我国化妆品市场规模快速增长.....	- 24 -
图表 40: 我国化妆品行业未来几年也将继续保持快速增长态势.....	- 24 -
图表 41: 公司与竞争对手产品不同.....	- 25 -
图表 42: 三大客户销售额占比.....	- 26 -
图表 43: 公司历年主要产品产量 (单位: 吨).....	- 26 -
图表 44: 主营业务拆分 (基于产能利用率的敏感性测试).....	- 28 -
图表 45: 可比公司估值.....	- 29 -
图表 46: 盈利预测.....	- 30 -

## 1 新瀚新材：芳香酮产品齐头并进，整体业绩稳中有升

### 1.1 公司简介：围绕傅克反应，立志成为全球主要生产基地

- 公司主营业务为生产销售基于傅克反应的各种芳香族酮类产品。主要产品包括特种工程塑料核心原料（DFBP）、光引发剂（MBP、PBZ、ITF）和化妆品原料（HAP）等三大业务，呈现多元化发展态势。三大业务的销售收入占公司主营业务收入的比例合计超过 80%，下游主要用于航空航天、环保型油墨涂料、化妆品、医药及食品等领域。

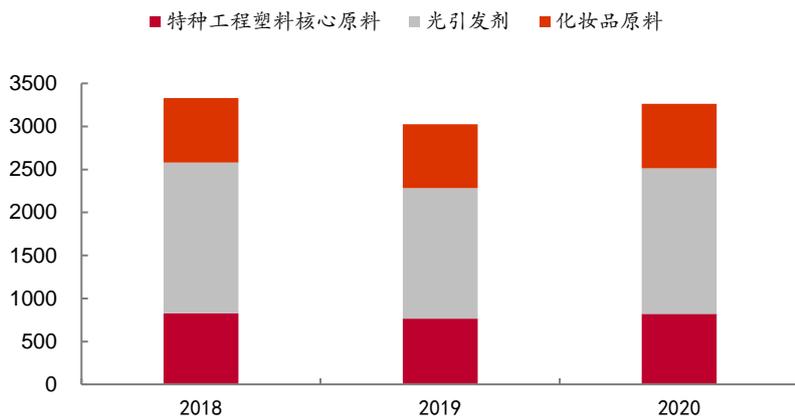
图表 1：公司三大业务布局



资料来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

- 公司的长期发展目标是成为世界傅克反应主要生产基地之一。国内生产芳香族酮类产品的大多数企业生产规模较小，且多数仅能生产个别或部分产品，产品线单一，产品质量稳定性较差。公司生产线可以基于傅克反应生产各类芳香族酮类产品，产品品种规格齐全，掌握了芳香族酮类产品的核心生产工艺。公司中长期发展的目标，是成为“世界领先的精细化工企业”以及“世界傅克反应主要生产基地之一”。
- 公司目前具备 4,200 吨芳香酮类产品的产能，并募资投建“年产 8,000 吨芳香酮及其配套项目”。新建项目包括特种工程塑料核心原料 3,400 吨/年、光引发剂 500 吨/年、化妆品原料 2,950 吨/年和其他（医药或农药中间体）产品 1,150 吨/年，新增项目有望促使公司主营业务规模进一步增长，助力公司长期发展目标的实现。

图表 2: 公司三大业务历年产量 (吨)

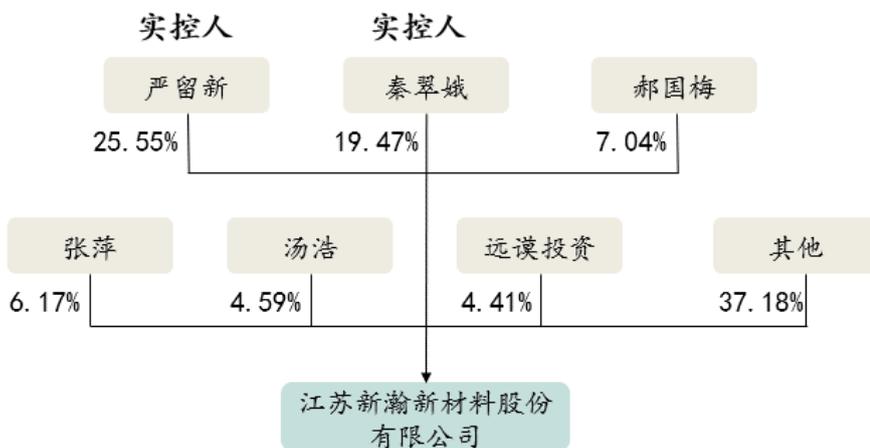


来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

### 1.2 股权结构: 严氏夫妇为实控人, 股权相对集中

- 严留新、秦翠娥夫妇为控股股东和实控人。截至 2022 年 4 月 25 日公司 2021 年年报及 2022 年一季报发布之日, 严留新先生直接持有本公司 25.55% 股权, 秦翠娥女士直接持有本公司 19.47% 股权。两人合计持股 45.02%, 为公司的实控人。此外, 郝国梅、张萍、汤浩分别持股 7.04%、6.17% 和 4.59%, 远谟投资及其他共同持股约 42%。

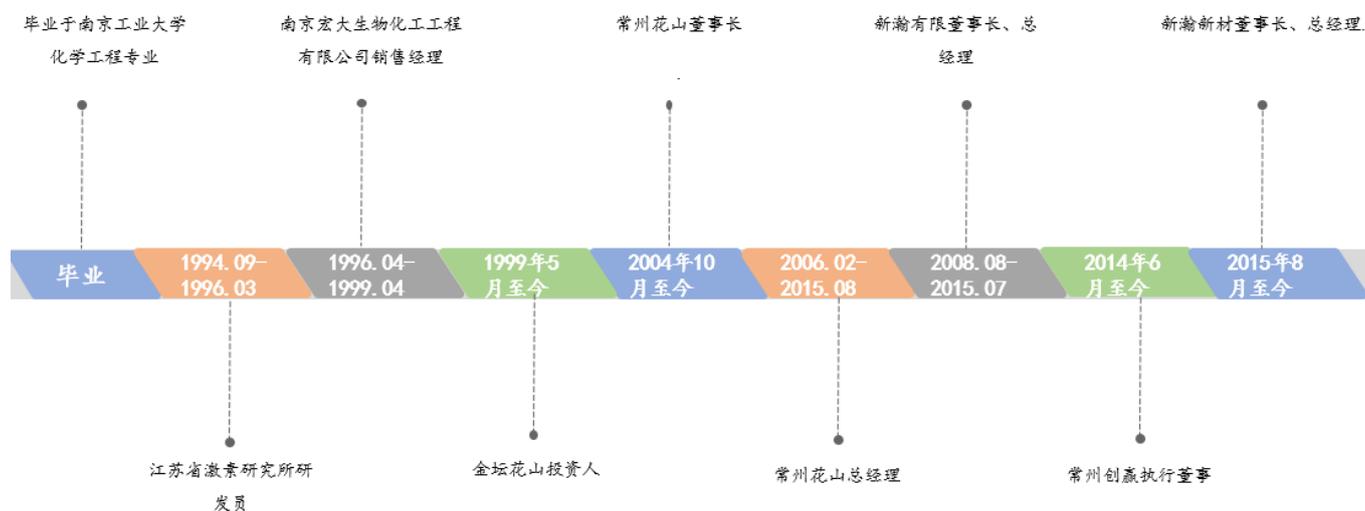
图表 3: 严氏夫妇是公司实际控制人



资料来源: Wind、中泰证券研究所 (注: 持股比例截至 2022 年 4 月 25 日)

- 实控人严留新先生是公司核心技术人员之一。严留新先生毕业于南京工业大学化学工程专业, 2015 年 8 月至今任新瀚新材董事长、总经理, 且在常州花山、新瀚有限均承担确定研发技术方向和技术路线工作。严先生及其他两位核心技术人员汤浩先生、陈年海先生长期在精细化工行业工作, 具备丰富的研发经验, 主导了公司研发体系的建设与完善。

图表 4: 实控人具备化工专业背景

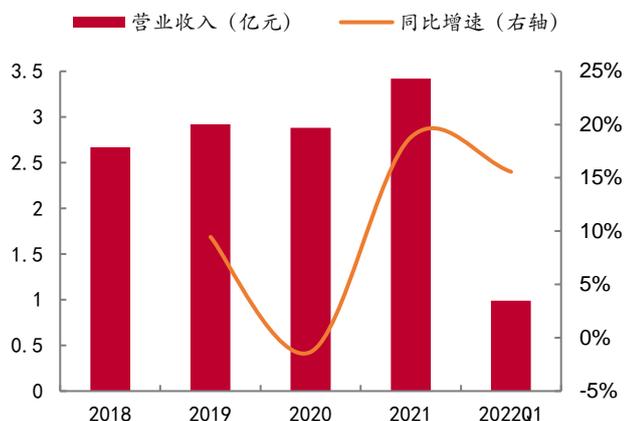


资料来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

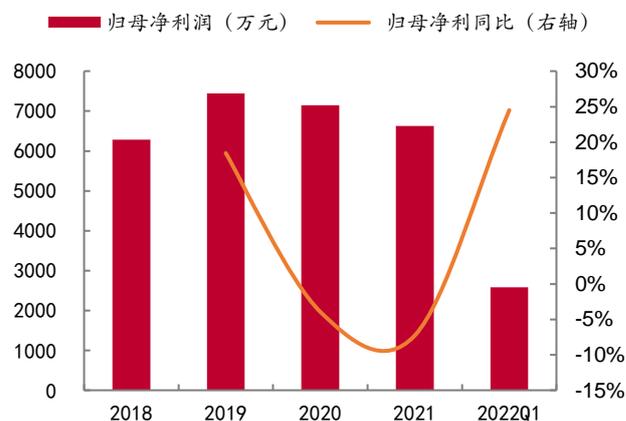
### 1.3 盈利情况: 三大业务并驾齐驱, 整体盈利较为稳定

- 公司业绩整体稳定发展, 受疫情影响, 2020 年业绩增速放缓。从 2018 年到 2021 年, 公司营业收入复合增长率为 13.27%, 归母净利的复合增长率为 2.73%。2020 年, 由于公共卫生事件, 公司营业收入同比下降 1.33%, 扣非净利润分别同比下降 3.93%和 5.60%。疫情好转后, 海外复工复产, SOLVAY 等下游需求增长, 2021 实现营收 3.42 亿元, 同比增长 18.8%, 实现归属母公司净利润 0.66 亿元, 同比下降 7.25%, 主要原因是本年产品销售量增加、主要原材料采购价格上涨、以及公司根据新收入准则要求将商品“控制权”转移前的运费由销售费用调整至营业成本等因素的影响。2022Q1 实现营业收入 0.99 亿元, 同比增长 15.56%, 实现归母净利润 0.26 亿元, 同比增长 24.51%。随着海外疫情形势的进一步好转, 来自海外的需求复苏有望进一步提升公司的盈利空间。

图表 5: 公司营收较为稳定



图表 6: 公司归母净利润较为稳定

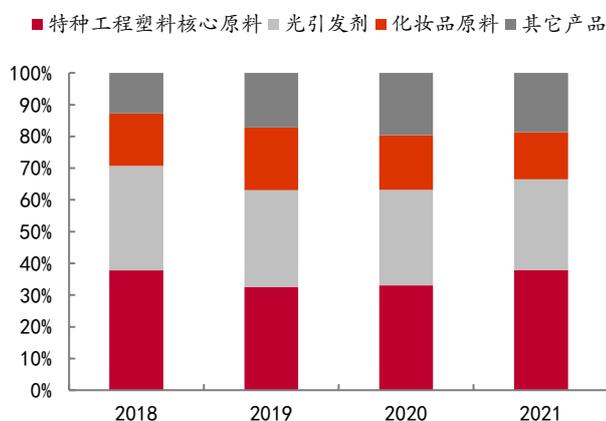


来源：公司招股说明书、公司公告、中泰证券研究所

来源：公司招股说明书、公司公告、中泰证券研究所

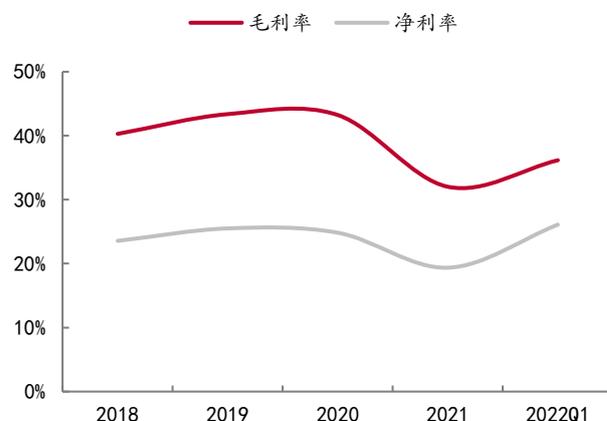
- 公司三大业务齐头并进，整体毛利率和净利率均较为稳定。**公司业务较为多元化，营收和利润主要来自特种工程塑料核心原料、光引发剂和化妆品原料三大业务的生产销售，三者累计占据每年营收的80%以上。据公司招股说明书，2018年到2021年，各类产品营收占比稍有波动，但总体稳定处于上述区间范围。2018年到2021年，公司毛利率和净利率基本分别维持在30%~40%和20%~25%的区间内。虽然公司产品受市场价格波动影响显著，但受益于公司较为成熟的业务发展模式，公司近三年的毛利率和净利率都非常稳定，未出现随市场价格大幅度波动的情况。

图表 7：公司三大业务齐头并进



来源：公司招股说明书、公司公告、中泰证券研究所

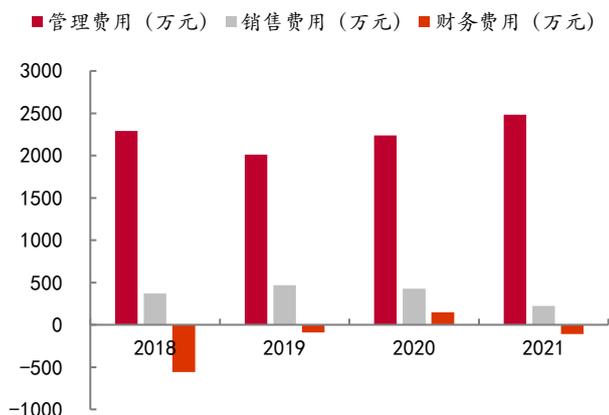
图表 8：公司毛利率和净利率均较为稳定



来源：公司招股说明书、公司公告、中泰证券研究所

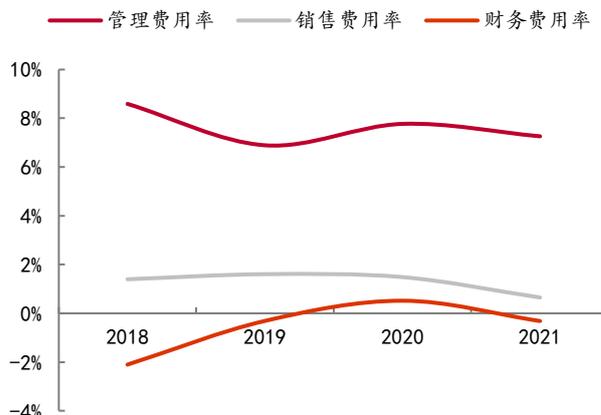
- 公司三费支出稳中略有上升，美元贬值导致公司财务费用上行。**2018年到2021年，公司三费的营收占比保持在8%到10%之间，其中管理费用和财务费用上涨较明显，财务费用呈现出由负到正的转变，而销售费用基本保持平稳。公司财务费用主要由汇兑损益构成，和汇率升降密切相关。2018年，财务费用较低甚至出现负值，是由于美元升值导致当期汇兑收益增多。2021年销售费用下降，是由于运费统调至主营业务成本导致销售费用下降；财务费用为负数，则是募集资金到账后相应的利息收入金额增加；汇率波动造成本期汇兑损失减少所致。

图表 9: 公司三费支出 (万元)



来源: 公司招股说明书、公司公告、中泰证券研究所

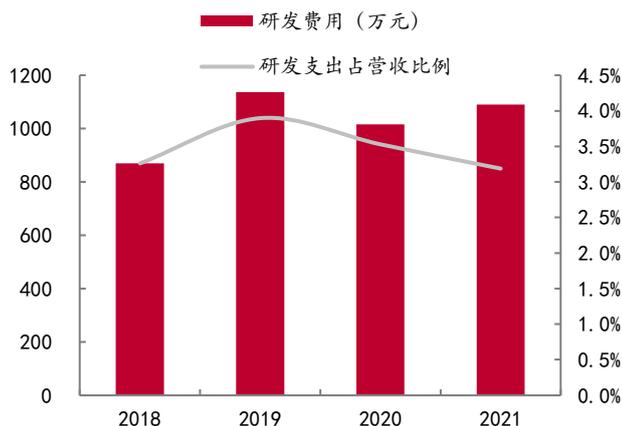
图表 10: 三费支出的营收占比



来源: 公司招股说明书、公司公告、中泰证券研究所

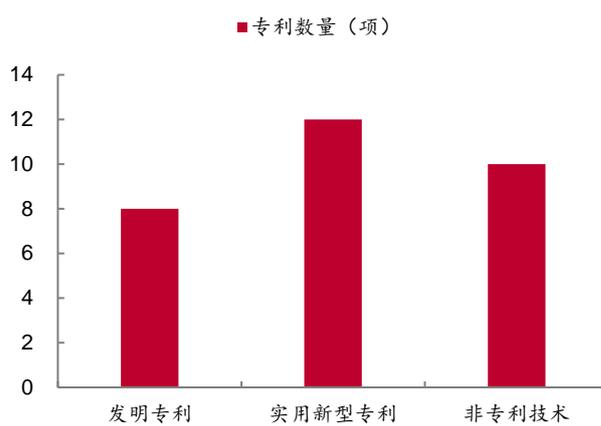
- 公司研发费用稳中略有增长, 研发投入不断取得专利成果。**2018 年到 2021 年, 公司研发费用的营收占比基本稳定在 3%到 4%之间。影响公司研发费用的主要因素包括研发人员薪酬及直接材料, 少量研发支出用于购置先进仪器设备。公司深耕芳香酮领域十余年, 形成了从实验室到工业化生产的系列产品研发及生产体系, 截至招股说明书发布之日, 公司已经积累了 8 项发明专利、12 项实用新型专利与 10 项非专利技术。此外, 公司特种工程塑料核心原料 DFBP、光引发剂 ITF、化妆品原料 HAP、MAP 均被江苏省科学技术厅认定为高新技术产品。公司自身也先后获得江苏省高新技术企业资格、并被认定为南京市工程技术研究中心, 及南京市 2020 年环保示范性企事业单位。

图表 11: 公司研发费用稳中略有增长



来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 12: 公司专利成果丰硕



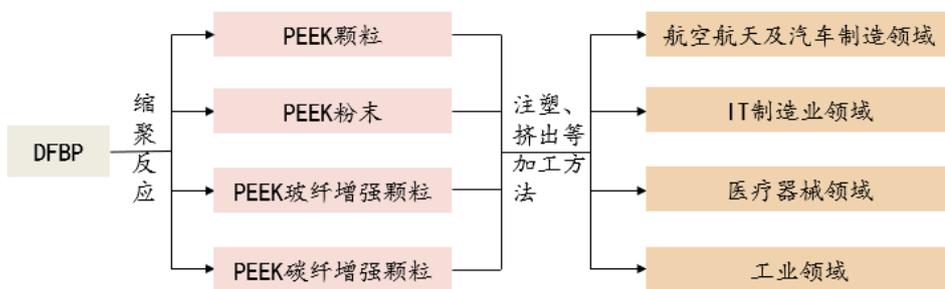
来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

## 2 DFBP 行业：供给有望放量，PEEK 拉动行业成长

### 2.1 需求端：PEEK 核心原材料，技术突破推动市场快速发展

- **DFBP 主要用于生产 PEEK 和脑血管扩张药物等。**DFBP 全称为 4,4'-二氟二苯甲酮，是新一代特种工程塑料聚醚醚酮（PEEK）的原材料之一。PEEK 广泛应用于航空航天、汽车制造、IT 制造、医疗等领域。此外，DFBP 亦可作为医药中间体用于生产脑血管扩张药物“氟苯桂嗪”、治疗老年性精神痴呆症的新药“都可喜”等药物。

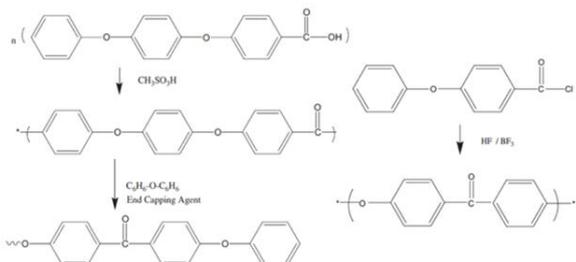
图表 13：DFBP 主要用于制作 PEEK



资料来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

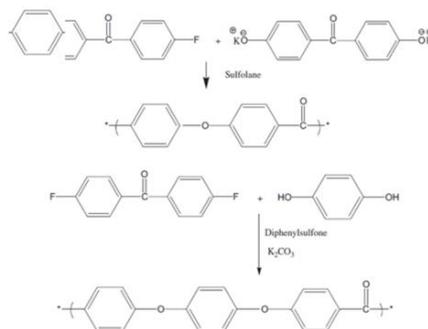
- **DFBP 是 PEEK 的核心原材料。**PEEK 的合成路线有亲核取代和亲电取代两种工艺路线。由于亲电取代路线存在产物易支化、催化剂和溶剂用量大且环境不友好等缺点，目前国际上一般采用亲核取代路线。大部分国外企业制备 PEEK 树脂原料采用的是英国威格斯的工艺方法，国内则主要采用吉林大学的工艺方法。亲核取代技术，即 4,4'-二氟二苯甲酮和对苯二酚在碱金属盐存在的条件下进行缩聚反应，然后再通过丙酮和水去除残留的溶剂和盐，经过双锥干燥工艺获得高分子量的聚醚醚酮。

图表 14：亲电取代工艺 (×)



来源：高分子网、中泰证券研究所

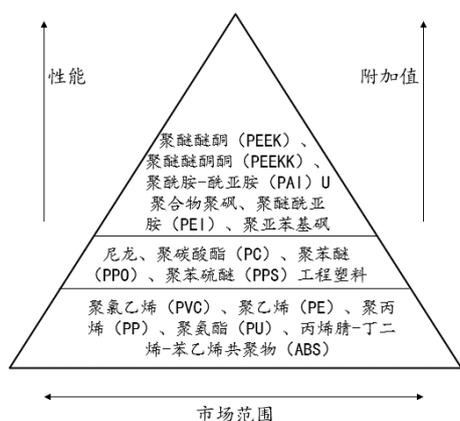
图表 15：亲核取代工艺 (✓)



来源：高分子网、中泰证券研究所

- **聚醚醚酮 (PEEK) 是应用广泛、性能最好的特种工程塑料之一。** PEEK 是一种线性芳香族高分子材料，具有耐热等级高、耐辐射、耐腐蚀、尺寸稳定性好、电性能优良等不可替代的优异性能，是综合性能最优的特种工程塑料之一，处于工程塑料金字塔的顶尖位置，属于超高性能工程塑料。PEEK 的优良性能使其在诸多终端都有应用，包括但不限于航空航天（金属螺旋桨和叶轮）、医疗器械（类人体植入材料）、汽车制造（轴承、垫片、密封件、离合器齿环等零部件）、电子电气（晶片承载片绝缘膜、印刷电路板、高温接插件等）、石油化工（井下测量、石油开采）、3D 打印（树脂专用料）等领域。

图表 16: 常用工程塑料金字塔图



来源：华经产业研究院、中泰证券研究所

图表 17: PEEK 应用广泛

应用领域	具体用途	应用价值
航空航天	飞机轮毂罩、吊架整流罩、控制系统叶轮、波音787卡箍、A350管道、雷达天线罩	用于轮毂罩、整流罩、环境控制系统叶轮、连接器线缆管道等，可替代金属部件，从而降低航空器重量，提升经济性及其它性能，同时耐极端温度，具有阻燃性。
汽车制造	传动齿轮、轴承	用作传动部件等，一次成型、密度低且较为轻质，可提升燃油经济性，适宜在汽车制造领域中替代传统塑料和金属部件，并具有自润滑性，能够减少润滑油的使用。
IT 制造	电气连接器、接插件、晶圆卡匣	用作连接器、承接部件等，可通过一次成型制造合并零件并简化结构，低收缩率及低吸湿性有利于保障零件高精度。

来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

- **国家层面不断颁布政策支持 PEEK 行业的技术进步与产业升级。** 我国将聚醚醚酮树脂的研发连续列入“七五”、“八五”、“九五”、“十五”国家重点科技攻关计划和“863”计划，同时，PEEK 被工信部列为新材料产业在航空航天等诸多领域的重点产品，其在下游领域的应用还享受“应用保险补偿机制”的政策支持。

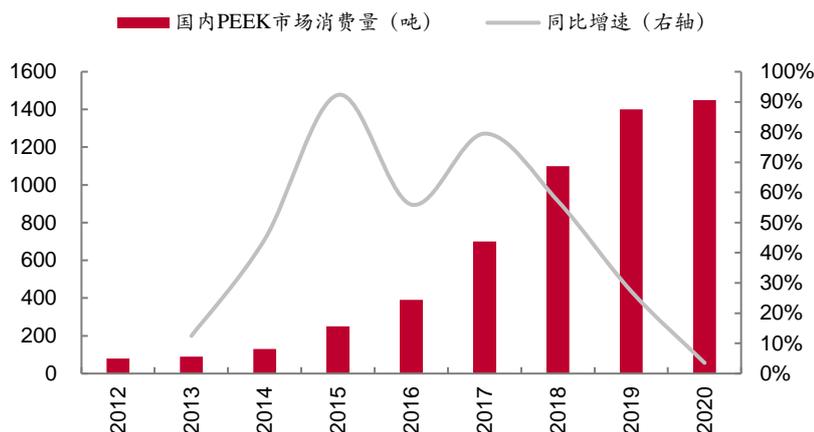
图表 18: PEEK 是受政策支持的重要化工新材料

部门	文件	政策
工信部	《新材料产业“十二五”发展规划》及其附件《新材料产业“十二五”重点产品目录》	将聚醚醚酮材料列为我国新材料产业在航空航天、汽车工业、电子电气和医疗器械等领域的重点产品；将聚醚醚酮纤维列为我国新材料产业在航空航天、汽车工业、电子电器、医疗机械等领域的重点产品；将碳纤维增强 PEEK 列为我国新材料产业在汽车部件、能源等领域的重点产品。
工信部	《石化和化学工业发展规划（2016-2020 年）》	提升聚芳醚酮/腈等材料的生产技术，加快开发 3D 打印用光敏树脂以及聚醚醚酮等耐高温高强度工程塑料。
工信部	《重点新材料首批次应用示范指导目录（2019 年版）》	PEEK 材料属于《新材料产业发展指南》及“中国制造 2025”所支持发展的先进化工材料，其在下游领域的应用享受“应用保险补偿机制”的政策支持。

资料来源：工信部、公司招股说明书、中泰证券研究所

- 技术进步和政策支持推动 PEEK 市场迎来快速发展。**2016 年以前，我国国内的聚醚醚酮纯树脂在质量上还达不到尖端领域的使用要求。2016 年后，PEEK 树脂方面长期的研发和产业化，使其质量显著提高，缩短了与国外知名品牌产品的差距，率先打破了国外公司在这一应用领域的垄断。技术进步叠加政策支持，行业迎来快速发展。从 2012 年到 2020 年，PEEK 市场的消费量从 80 吨增长至 1,450 吨，年均复合增速为 44%。

图表 19: 我国 PEEK 市场快速发展



资料来源：中国化工信息中心、公司招股说明书、中泰证券研究所

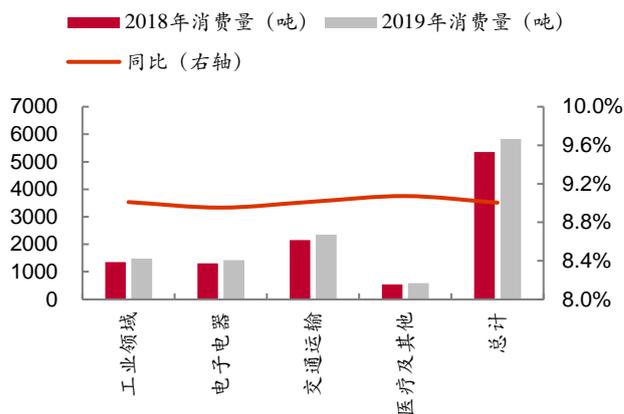
- PEEK 全球市场同样步入快速扩张期，且在各个领域内增速基本保持一致。**2013 年，全球 PEEK 材料市场规模已达 5.6 亿美元。并呈现逐年快速增长态势。2018 年，全球 PEEK 材料迎来需求高峰，市场规模突破八亿大关，为 8.31 亿美元。从 2013 年到 2018 年，PEEK 市场规模每年同比增速几乎都保持在 8.2% 左右。2018 年到 2019 年，全球 PEEK 市场在各个领域内基本都保持 9% 左右的消费增速。PEEK 终端主要应用在工业、电子电器、交通运输、医疗及其他领域，从 2018 年到 2019 年，全球 PEEK 市场的总消费量、及 PEEK 在各个领域内的消费量均保持 9% 左右的速度增长。随着技术的突破，以及 PEEK 在越来越多的高尖端及特殊行业如航空航天、能源、医疗、石油开采等领域得到应用，市场空间有望进一步扩张。

图表 20: 全球 PEEK 材料市场规模不断扩张



来源: 前瞻产业研究院、中泰证券研究所

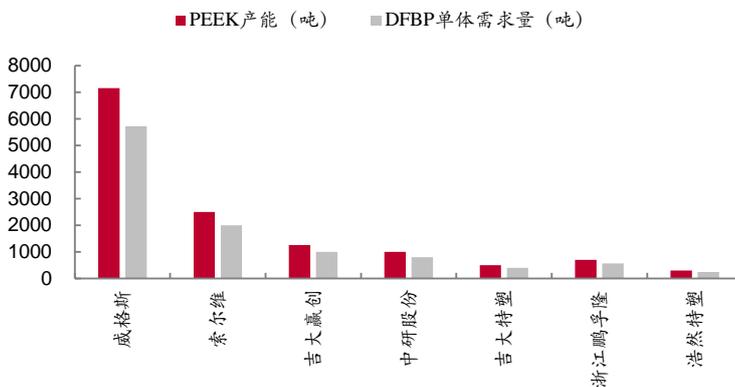
图表 21: 全球 PEEK 在各领域消费量及增速



来源: 高分子网、中泰证券研究所

- 全球 PEEK 产能对 DFBP 单体的需求量超过 1 万吨。**国内外 PEEK 的主要生产商包括 VICTREX (威格斯)、SOLVAY (索尔维)、EVONIK (赢创)、中研股份、吉大特塑及鹏孚隆等企业, PEEK 产能共 1.34 万吨, 按照 PEEK 对 DFBP 单吨消耗 0.8 计算, 对 DFBP 需求拉动约 1.048 万吨, 国内需求约 2,000 吨。另外, 据中国化工经济技术发展中心, 未来五年我国 PEEK 产能将持续扩张, 目前威格斯和兴福化工已宣布在盘锦建立合资企业, 预计将建设 1,500 吨/年 PEEK 产能; 中研股份拟新建 5,000 吨/年 PEEK 深加工产能, 新建产能将进一步拉动对 DFBP 的需求。
- 我国 PEEK 的生产技术和产能规模与国外相比均有一定差距。**全球 PEEK 产能最大的企业是威格斯, 产能全球占比一半以上。其次是索尔维和赢创, 产品分别供应苹果手机和欧洲市场。我国 PEEK 技术开发起步较晚产能规模较小, 相关产能主要集中在中研股份、浙江鹏孚隆与长春吉大特塑等。其中中研股份产能达 1,000 吨/年, 居全国首位。但是, 与国际龙头相比, 在实际产量和产品品质方面还存在一定差距。随着国内电子电气、航空航天和汽车工业等需求领域的不断发展, 带动 PEEK 材料的市场需求高速增长, 中国的 PEEK 市场的规模和产品品质有望得到扩张和提升。

图表 22: 全球 PEEK 厂商产能与对应需求量



资料来源: 公司招股说明书、前瞻产业研究院、中国化工经济技术发展中心、中泰证券研究所

## 2.2 供给端：厂商数量有限，行业总产能保持增长

- 国内 DFBP 生产商为新瀚新材和营口兴福，行业总产能保持增长。**据新瀚新材招股说明书，国内 DFBP 生产商仅新瀚新材一家上市公司和营口兴福一家非上市公司。营口兴福 DFBP 设计年产能为 2,000 吨/年；新瀚新材方面，由于几项主要产品产品均是基于傅克反应生产的芳香族酮类系列产品，生产过程相近，因此公司可根据具体需求灵活调整公司产能使用，2018 年到 2020 年，公司 DFBP 年均产量为 805 吨。据相关公司招股说明书及公司公告，新瀚新材和中欣氟材分别计划扩产 3,400 吨/年包括 DFBP 在内的特种工程塑料核心原料和 5,000 吨/年的 DFBP，分别计划于 2022 年年中及 2022 年年底投产，新增产能的投放将进一步支持下游 PEEK 行业的快速发展。

图表 23：DFBP 已有及新增产能不完全统计

公司	已有产能	新增产能	预计投产日期
新瀚新材	公司产品均是基于傅克反应生产的芳香族酮类系列产品，生产过程相近，因此公司可根据具体需求灵活调整公司产能使用，几项产品总产能4,200吨，特种工程塑料核心原料历史年均产量805吨。	特种工程塑料核心原料 3,400吨/年	预计2022年年中投产
营口兴福	产能2,000吨/年	/	/
中欣氟材	/	5,000吨/年DFBP	预计2022年年底投产

资料来源：公司招股说明书、公司公告、中泰证券研究所

### 3 光引发剂行业：光固化剂核心材料，终端稳步增长

#### 3.1 供给端：产品差异化竞争，供给格局不断优化

- 光引发剂种类众多，不同企业光引发剂品种具备差异性。光引发剂产品主要包括 184、1173、TPO/TPO-L、TX 系列（ITX/DETX）等，不同企业生产光引发剂各有所长：扬帆新材是 907 产品的龙头，市占率达全球 60% 以上，此外还有久日新材、北京英力等企业生产 907；184、1173 等产品的国内主要生产商有久日新材、扬帆新材、常州华钛、北京英力等，国外生产商有巴斯夫、柏迪、沙多玛等；BP、651 等产品则主要由浙江一带的精细化工厂生产；新瀚新材则是少有的生产 MBP、PBZ 和 ITF 的企业。

图表 24：光引发剂主要生产企业及相应类型

光引发剂主要生产企业	光引发剂类型
新瀚新材	MBP、PBZ、ITF
久日新材	184、TPO、1173、907、ITX 等
扬帆新材	907、ITX、369、TPO、184、1173、BMS
北京英力（被 IGM 收购）	TPO、1173、184、907、369
常州华钛（被久日新材收购）	1173、184
德国巴斯夫	651、184、907、369、819、784、1173、2959
意大利宁柏迪	BP、651、184、1173、ITX、KIP150
美国沙多玛（被 Arkema 收购）	651、184、1173、ITX
英国大湖	ITX、CTX、CPTX、BMS
德国科宁	BP、51、81

资料来源：公司招股说明书、立鼎产业研究院、中泰证券研究所

- 光引发剂市场竞争激烈，集中趋势日益明显。国内光引发剂市场经过十多年的充分竞争，行业并购整合不断推进，生产企业数量逐步减少。据辐射固化专业委员会，2011 年，光引发剂企业仅有 17 家；2013 年集中至 13 家；2014 年，久日新材收购常州华钛；2018 年，强力新材收购长沙新宇，集中趋势逐渐形成。国际方面，IGM 并购北京英力、宁柏迪光引发剂业务和巴斯夫 1173 系列光引发剂业务，并购同样成为行业趋势。随着国内对化工企业环保要求的逐步严格、以及下游应用领域向更高精尖端的方向发展，国内行业集中度有望进一步提升。龙头企业市场份额有望进一步提升。

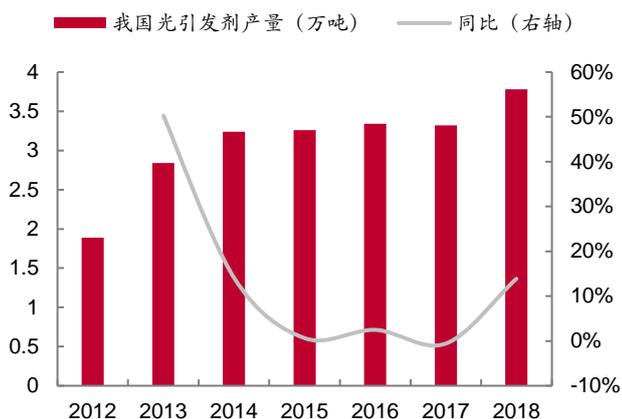
图表 25: 我国光引发剂生产企业日益集中



资料来源: 中国感光学会辐射固化专业委员会、中泰证券研究所

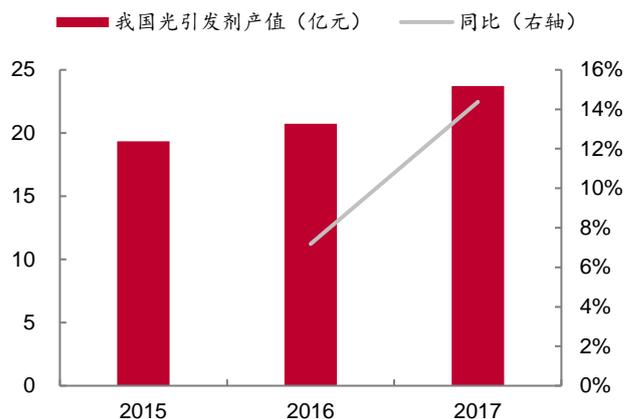
- 过去几年我国光引发剂产量和产值规模均保持不断增长态势。光引发剂始于西方国家，其生产长期垄断在巴斯夫、汽巴-嘉基 (Ciba) 等欧美企业手中，大部分品种均被其专利保护。且国外企业在国内销售价格昂贵，制约了我国光固化技术及相关产业的发展。后来随着相关专利权先后到期失效，国内企业自主生产迎来快速发展。据中国感光学会辐射固化专业委员会，2012年-2018年，我国光引发剂产量由 1.89 万吨增长至 3.78 万吨，实现增幅 100%，年复合增长率达 12.25%。从 2000 年起，我国光引发剂生产和出口跃居世界第一，成为世界上最大的光引发剂生产国和出口国。21 世纪以来，我国已成为继美国、日本之后，全球第三大光固化产品的生产地区。2017 年起，我国光引发剂产值规模达 23.70 亿元，同比增长 14.57%。

图表 26: 我国光引发剂产量保持快速增长态势



来源: 中国感光学会辐射固化专业委员会、中泰证券研究所

图表 27: 我国光引发剂产值规模不断增长

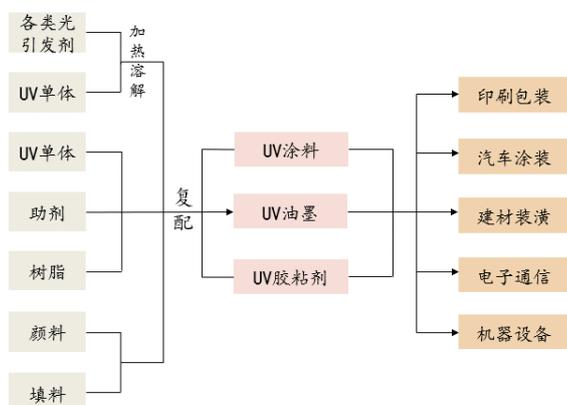


来源: 中国感光学会辐射固化专业委员会、中泰证券研究所

### 3.2 需求端：光固化剂核心材料，因节能环保受到政策支持

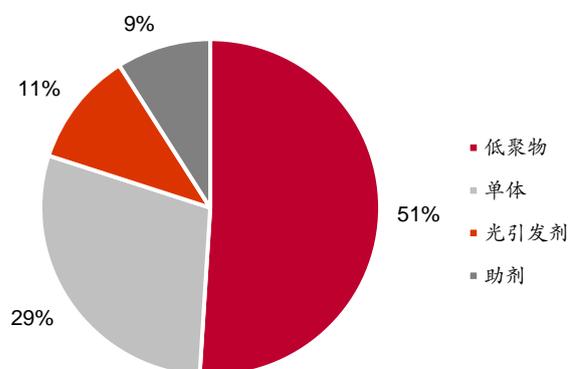
- **光引发剂是制备光固化产品的关键材料。**光固化材料主要包括 UV 涂料、UV 油墨、UV 胶粘剂等，主要由光引发剂、单体、低聚物和助剂混合而成，光引发剂的性能对光固化材料的固化速度和固化程度起关键性作用。光引发剂与活性稀释剂、低聚物、助剂等原材料形成配方产品，再应用至终端用户。光引发剂在光固化剂中的用量虽然不大，但在光固化体系中占有重要地位。光引发剂的使用量在光固化产品中的占比为 1-5%，由于光引发剂价格昂贵，其成本占到光固化产品整体成本的 10-15%。光引发剂具有环境友好、生产高效、相对节能等特性，终端应用于香烟、食品包装的印刷、电器/电子涂装、装修建材涂装、汽车涂装及机器设备涂装等领域。

图表 28：光引发剂主要用于 UV 油墨和 UV 涂料等



来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 29：光引发剂在光固化材料成本占比



来源：华经产业研究院、中泰证券研究所

- **国家和当地政府均对行业发展给予支持和鼓励。**UV 光固化涂料由于具有固化速度快、VOCs 排放少、固化温度低、节能环保及涂层性能佳等优点，得到了国家和江苏政府的鼓励支持。国家层面，统计局将辐射固化涂料列为新型功能涂层制造材料；生态环境部将辐射固化油墨替代技术作为大气污染防治技术之一，还表态将使用低 VOCs 含量涂料、胶粘剂等纳入政府采购装修合同环保条款。省政府层面，根据《江苏省化学工业发展规划（2016-2020 年）》，“十三五”期间，江苏省化学工业重点发展石油化工、化工新材料、高端专用化学品、化工节能环保等四大产业。随着我国环保法规政策的完善和实施、以及用户环保意识的增强，UV 光固化涂料有望得到进一步发展。

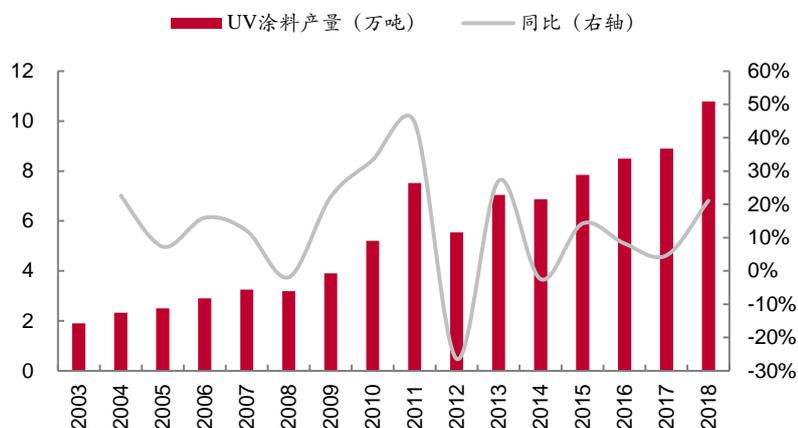
图表 30: 光固化材料受到政策支持

年份	主体	文件名称	内容
2018年	国家统计局	《战略性新兴产业分类(2018)》	将辐射固化涂料列为新型功能涂层制造材料。
2019年	发改委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	将“水性木器、工业、船舶用涂料,高固体分、无溶剂、辐射固化涂料,低VOCs含量的环境友好、资源节约型涂料”和“水性油墨、紫外光固化油墨、植物油油墨等节能环保型油墨生产”列为鼓励类项目。
2020年	生态环境部	《印刷工业污染防治可行技术指南》	将辐射固化油墨替代技术作为大气污染防治技术之一。
2020年	生态环境部	《2020年挥发性有机物治理攻坚方案》	将低VOCs含量产品纳入政府采购名录,并在政府投资项目中优先使用;引导将使用低VOCs含量涂料、胶粘剂等纳入政府采购装修合同环保条款。

资料来源: 发改委、生态环境部、国家统计局、中泰证券研究所

- **UV 固化技术进步, 推动 UV 涂料行业迎来快速发展。** UV 固化技术传入中国不足 20 年的时间里, 便快速显示出其在饰材行业里的颠覆性优势, 技术进步推动行业规模不断扩张, 从 2003 年到 2018 年, UV 涂料行业产量年均增速为 12%。尽管落后于北美等发达地区十多年, 但我国是世界上光固化产品发展最快的新兴地区。根据中国感光学会辐射固化专委会, 2011 年, 我国辐射固化配方产品产量已超越美国, 目前已经成为世界上光固化产品产量和消耗量最大的国家。

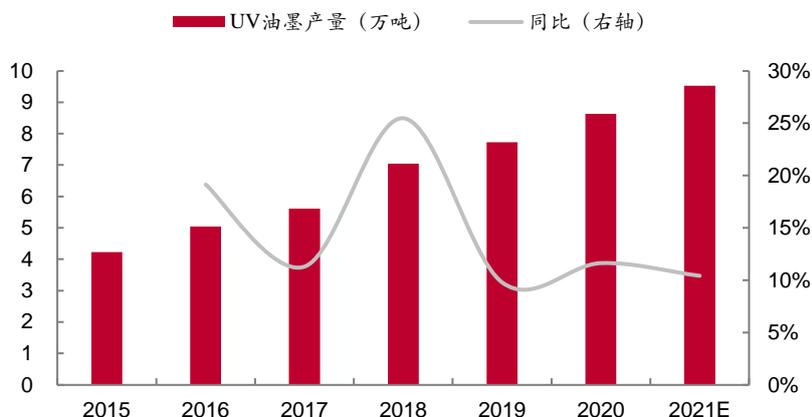
图表 31: UV 涂料行业快速发展



资料来源: 中国产业信息网、中国感光学会辐射固化专业委员会、中泰证券研究所

- **节能环保性能突出, UV 油墨渗透率提升、市场规模不断扩张。** 据中国感光学会辐射固化专业委员会, 我国 UV 油墨市场产量从 2015 年的 4.23 万吨增长到 2019 年的 7.73 万吨, 年均复合增速为 16%; 与之相比, 我国印刷油墨行业同期整体增长率仅为 3.2%。基于 UV 油墨良好的节能环保性能, 我国 UV 油墨产量占国内油墨总产量的比重整体呈上升趋势, 已由 2012 年的 5.24% 提升至 2018 年的 9.17%。随着 UV 油墨在多个领域的持续增长及对于传统胶印油墨替代效应的逐步加深, 未来市场空间可期。

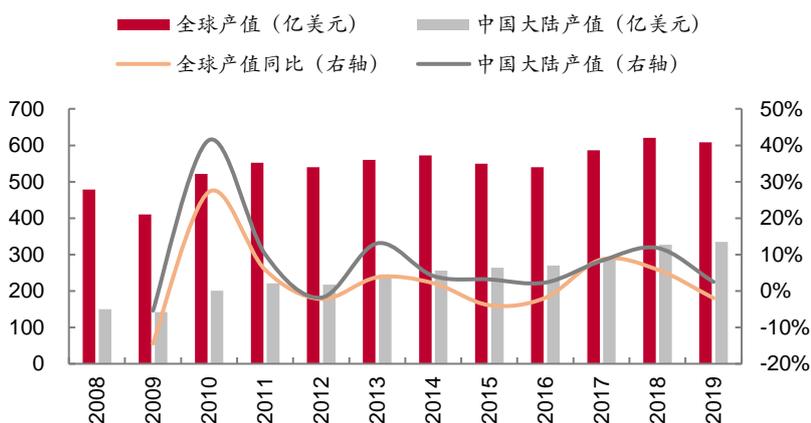
图表 32: UV 油墨市场快速发展



资料来源: 中国感光学会辐射固化专业委员会、中商产业研究院、中泰证券研究所

- **UV 油墨的终端领域 PCB 行业呈稳步增长态势。**据智研咨询, 2022 年, 全球 UV 油墨市场规模有望达到 72.30 亿美元, 我国市场规模有望达到 53.12 亿元。UV 油墨从用途上可分为 UV 印刷油墨和 UV 印刷电路板油墨, UV 印刷电路板油墨主要用于电子行业中 PCB 的印制, 是我国 UV 油墨的最大终端应用领域。近年来, PCB 应用几乎渗透于电子产业的各个终端领域; 据 PrismaMark, 2019 年, 我国 PCB 市场规模达 335.07 亿美元, 占全球 PCB 总产值 54.66%, 预计到 2023 年, 我国 PCB 产值将达到 405.56 亿美元。随着 PCB 的不断放量, UV 印刷电路板油墨的需求亦将随之增长。

图表 33: 中国大陆 PCB 行业产值规模稳步扩张



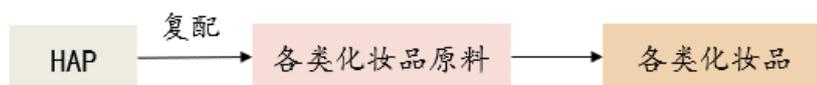
资料来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

## 4 HAP 行业：应用于中高端化妆品，下游需求快速增长

### 4.1 简介：主要应用于中高端化妆品

- **HAP 作为功能性化妆品原料，主要应用于中高端化妆品。**HAP 即化妆品原料对羟基苯乙酮，它是一种天然中药提取物，存在于菊科绿色植物滨蒿的茎、叶中。HAP 分子结构特异性弱、抗高温，可以增加在高温标准下其他物质成分的保存期，最初作为医药中间体制作利胆药，后来逐步作为功能性原料用于化妆品生产中。

图表 34：HAP 主要用于化妆品生产



资料来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

- **HAP 是传统防腐剂的重要替代品。**根据《化妆品安全技术规范（2015 年版）》，防腐剂是以抑制微生物在化妆品中的生长为目的而在化妆品中加入的物质。从化妆品的生产、运输到使用过程中，不可避免地会有微生物侵入，从而产生腐败、变质等问题，防腐剂能有效延展化妆品的保存期限，但也可能引发过敏、红肿等不良反应。防腐体系主要分为传统防腐剂体系和无防腐剂体系，无防腐剂体系相对于传统防腐体系而言，更加安全高效，但成本也相对更高。HAP 是其中的典型代表，高效、温和、光谱抗菌。

图表 35：新型和传统防腐剂对比

防腐剂	类别	代表	特点
传统防腐体系	酚类防腐剂	苯甲醇	苯甲醇在欧盟被列为香精过敏源，稍微有芳香气味，在化妆品组成成分中，最大允许用量为1%。
		苯氧乙醇	整体比较安全，部分人存在不耐受。
	酸类防腐剂	苯甲酸	对皮肤危害较小，但防腐能力相对较弱，通常需要搭配其他防腐剂一起使用，不耐高温，易变质腐败。
		山梨酸	无色、无味，抗真菌活性较高，长期放置易被氧化。
	异噻唑啉酮类防腐剂	甲基异噻唑啉酮	广谱防腐剂，易引起接触性皮炎，对儿童影响更大。我国《化妆品安全技术规范》（2015版）中规定最大允许使用浓度为0.01%，但没有禁止用于驻留型化妆品中。
无防腐体系	羟苯酯类防腐剂	尼泊金酯	抗菌活性高，稳定性强，过量使用可能引起接触性皮炎，和紫外线接触可能加快皮肤老化，不能使用于3岁以下小孩的停留类产品中。
	多元醇	戊二醇等	可防腐或辅助防腐，通过复配协同增效，除抑菌外可用于保湿等。
	天然等同物	对羟基苯乙酮	多功能（防腐增效、抗刺激、抗氧化）；广谱防腐（有效对抗细菌、酵母菌、霉菌）；温和安全（无刺激性）。
	发酵产物	明串球菌/萝卜根发酵产物滤液	由细菌或者酵母菌发酵之后得到，产物中有可能有天然抗菌肽，因此具备杀菌功能。

资料来源：山东药科院、福瑞达集团、中泰证券研究所

- 由于 HAP 温和、无刺激、抗氧化等特性，全球主要国家和地区均允许 HAP 作为化妆品添加剂使用。HAP 属于天然等同物，是一款柔和、无添加、无刺激、无致敏的添加剂，而且具有替代防腐。抗氧化、抗敏、镇定缓解等功效，与别的添加剂混配也有协作提质增效功效。根据 CNKI，HAP 作为化妆品原料在一定使用浓度下，引起皮肤刺激、眼刺激以及皮肤致敏的风险很低。由于种种优良特性，HAP 在全球范围内得到广泛使用。根据我国药监局发布的最新版《已使用化妆品原料目录》，HAP 可用作抗氧化剂及皮肤调理剂用于化妆品中。

图表 36: 全球主要国家均允许 HAP 作为化妆品添加剂使用

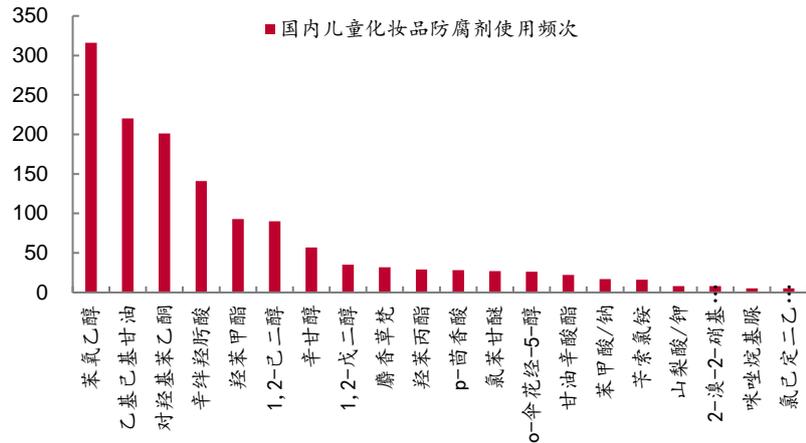
国家/地区	法规状态
中国	该原料已被《已使用化妆品原料名称目录》(2021年版)收录,可用作抗氧化剂、皮肤调理剂应用于普通化妆品以及特殊化妆品中
美国	在化妆品中可以使用, 2014年被美国环保总局(美国EPA)认定为环保清洁成分
日本	在化妆品可以使用
韩国	在化妆品可以使用
加拿大	在化妆品可以使用
欧盟	在化妆品可以使用
澳大利亚	在化妆品可以使用

资料来源: 桑普生化、国家药品监督管理局、中泰证券研究所

#### 4.2 需求端: 多种化妆品中均有添加, 终端市场蓬勃发展

- HAP 是国内儿童化妆品中主要防腐剂之一。据桑普生化, 通过对国内 2019 年至 2020 年 626 份儿童护肤产品的防腐剂使用频次统计, 防腐剂共使用约 30 种, 传统防腐剂苯氧乙醇占据榜首; 乙基己基甘油一般与苯氧乙醇复配使用, 占据第二位; 而对羟基苯乙酮 (HAP) 的使用频次为第三高, 由于“替代防腐剂”、“无防腐宣传”等广受厂商青睐。

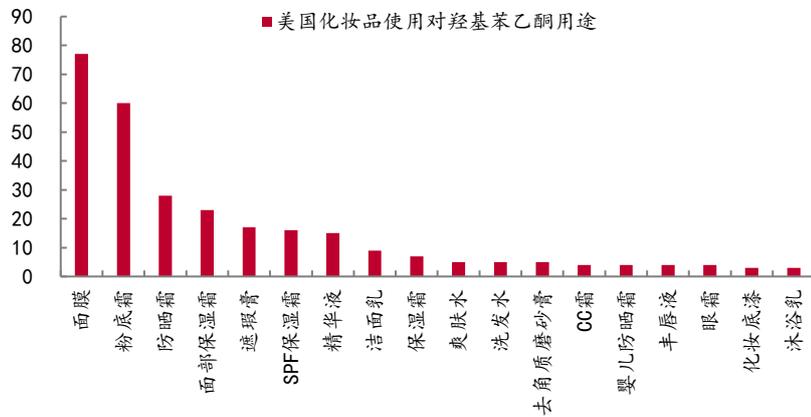
图表 37: 国内儿童化妆品中各防腐剂使用频次统计



资料来源: 桑普生化、中泰证券研究所

- **HAP 在美国诸多主流化妆品种类中均有添加。**在美国, HAP 广泛应用于面膜、粉类产品及防晒产品中。根据桑普生化, 通过对美国 311 份使用对羟基苯乙酮的化妆品的产品类型使用频次统计可知, HAP 可以应用于超过 30 类的化妆品产品中, 目前面膜中 HAP 使用频次占据榜首, 粉底霜、防晒霜、保湿乳液、遮瑕膏等则紧随其后。

图表 38: HAP 在美国各类化妆品中使用频次

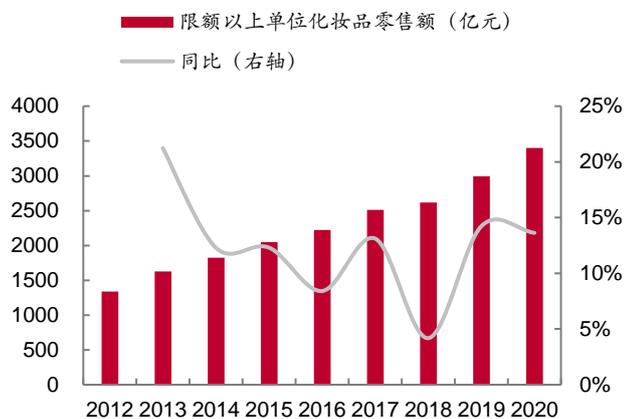


资料来源: 桑普生化、中泰证券研究所

- **随着居民消费升级、消费意识苏醒, 我国化妆品市场规模快速增长, 未来有望继续保持增长态势。**据 Euromonitor, 2013 年, 中国超越日本成为世界第二大化妆品消费国; 2020 年, 我国化妆品市场规模为 5,078 亿元, 同比增长 6.30%, 我国中高端化妆品占据 30% 左右的市场份额。根据国家统计局, 2020 年, 我国限额以上单位化妆品零售额达到 3,400.20 亿元, 同比增长 13.64%, 远高于同期限额以上单位消费品零售总额的 -3.16% 增速。据 Euromonitor 预测, 我国化妆品行业未来几年也将继续保持快速增长态势。预计 2023 年, 我国化妆品市场规模将达

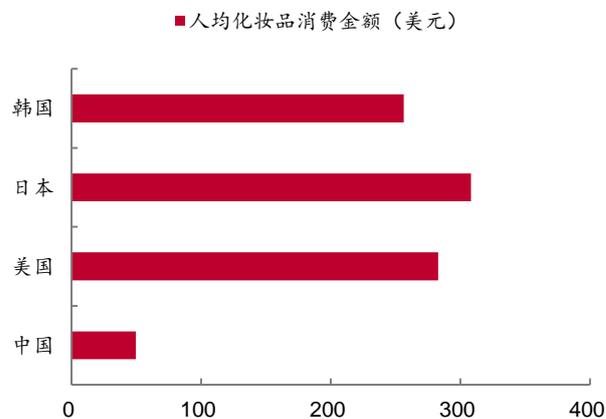
到 6,200 亿元，2018 年至 2023 年年均复合增长率为 8.6%。2019 年，国内人均化妆品支出仅为 49.60 美元/人，远不及日本 308.50 美元/人；对标日本市场，国内的化妆品市场有望发展到万亿以上的市场规模。

图表 39: 我国化妆品市场规模快速增长



来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 40: 我国化妆品行业未来几年也将继续保持快速增长态势



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

## 5 竞争优势：一线客户认证通过，募投项目打开成长空间

### 5.1 公司产品完备，核心技术独创

- **公司主要围绕傅克反应生产芳香酮产品，产品本身具备完备性。**通过对催化剂、纯化技术等关键技术节点进行创新性改造或调整，形成了围绕“羰基化试剂的原子经济反应技术”等7个创新方向的、共计8项发明专利、12项实用新型专利与10项非专利技术。此外，公司将逐步扩大公司芳香族酮类产品的生产规模，在当前4,200吨/年芳香酮产能基础上，最终使得公司芳香族酮类产品的生产规模达到12,200吨/年的水平，以满足日益增长的市场需求；同时通过建设研发中心项目，将使公司研发能力进一步提升。
- **公司核心技术具备独创性，且与竞争对手存在技术差异。**因生产工艺及未来主要产品的布局不同，公司的核心技术与国内主要竞争对手的技术存在差异。公司发明专利和实用新型专利均为公司生产过程中独创的技术，其中8项发明专利已获得授权、12项实用新型专利已获得授权。公司与国内同行业可比公司的技术路线不同，且该技术系公司生产过程中积淀的技术秘密，在短期内被国际、国内市场上其他技术替代、淘汰的风险较小。

图表 41：公司与竞争对手产品不同

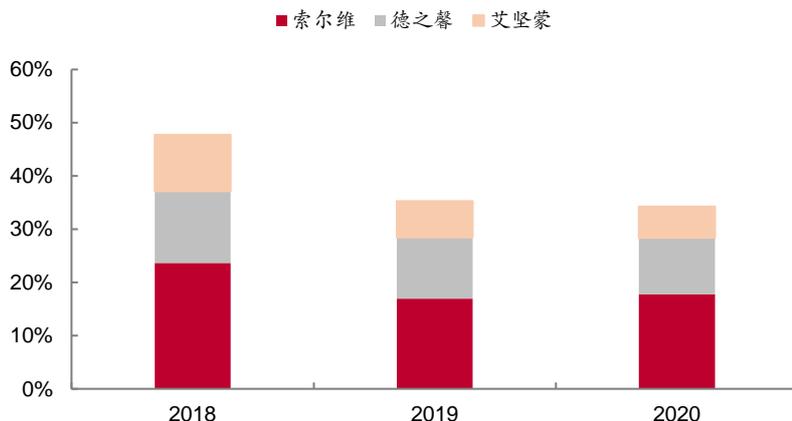
公司	工艺	技术水平
久日新材	酸-酸缩合一步连续法、缩合反应	酸-酸缩合一步连续法摆脱了传统工艺中对易燃易爆原料的使用，产生更少的废水及危废，生产过程更为安全环保；高温高压缩合反应技术可使用相对廉价的原料氯苯产出光引发剂类目标产品（ITX、369），收率高、三废少、气味低。
强力新材	有机合成反应两步反应连续操作法工艺技术等	有机合成反应两步反应连续操作法工艺技术使产品收率提高了50%、产品纯度提升至99%以上、降低了成本、减少了三废。
扬帆新材	巯基烷基化、氧化、取代、还原、酰化、高温气相连续化反应等	提高了产品的纯度和光引发活性；氯代反应中的催化剂降低了反应温度、缩短了反应时间、提高了产物转化率，降低了生产成本；二氧化碳羰基化绿色合成工艺降低了三废排放、提高了生产的安全性。

资料来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

### 5.2 产品获一线厂商认证，募投项目打开成长空间

- **公司主要客户为下游一线厂商，实力强大。**2018年到2020年，索尔维、德之馨和艾坚蒙一直牢牢位列公司销售额前三名客户。其中索尔维是特种工程塑料核心原料最大客户，2018年到2020年期间，占公司总销售额的比例在20%左右，占特种原料业务总销售额的比例在50%以上；德之馨占据化妆品原料业务总销售额的比例在60%到80%之间；两家公司分别贡献了公司工程塑料核心原料和化妆品原料业务的半壁江山；光引发剂业务略有分散，但客户主要仍然是艾坚蒙、久日新材、华泓新材等几家企业，几大客户的业务体量高且稳定。

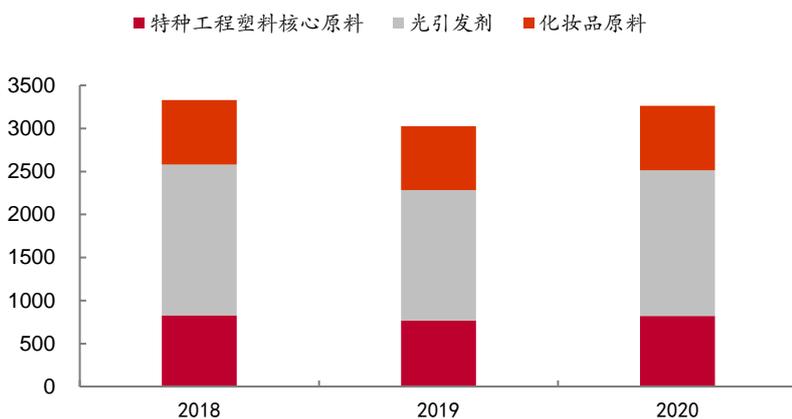
图表 42: 三大客户销售额占比



资料来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

- 募投项目有利于公司扩大市场份额, 打开成长空间。2018 年到 2020 年, 公司原有三大产品产能共计 4,200 吨, 产能利用率在 95% 到 102% 之间。公司计划募资投建年产 8,000 吨芳香酮及配套项目, 包括特种工程塑料核心原料 3,400 吨/年、光引发剂 500 吨/年、化妆品原料 2,950 吨/年和其他 (医药或农药中间体) 产品 1,150 吨/年, 最终使得公司芳香族酮类产品的生产规模达到 12,200 吨/年的水平。募投项目有望帮助公司进一步抢占市场份额, 增厚公司业绩及利润, 打开新的成长空间, 并在主营产品上升周期中享受业绩弹性。

图表 43: 公司历年主要产品产量 (单位: 吨)



资料来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

## 6 盈利预测及估值

### ■ 假设:

- 1) 公司新增产能特种工程塑料核心原料 3,400 吨/年、光引发剂 500 吨/年、化妆品原料 2,950 吨/年和其他（医药或农药中间体）产品 1,150 吨/年于 2022 年年中起逐步投放,2022 年和 2023 年各投放一半新增产能。此外，由于公司 2018-2020 年平均产能利用率和产销率分别约为 97% 和 99%，我们预计公司新增产能的产销率可达到历史平均水平，并基于新增产能的产能利用率作敏感性测试，分别取 95%、90%、85%，以 85% 的产能利用率作为公司盈利预测及估值的依据；
- 2) 随着新增产能的逐步释放，行业供给增加，预计特种工程塑料核心原料、光引发剂、化妆品原料未来三年的单位销售价格在 11.7 万元/吨、4.8 万元/吨、5.8 万元/吨上下波动；
- 3) 预计上述三项主营业务的毛利率围绕 28%、39%、31%上下波动；
- 4) 期间费用率取过去五年均值。

图表 44: 主营业务拆分 (基于产能利用率的敏感性测试)

业务		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
产能利用率为95%							
特种工程塑料核心原料	收入 (万元)	8,990.40	9,152.64	12,957.81	28,308.52	46,635.96	48,915.59
	YOY		2%	42%	118%	65%	5%
	成本 (万元)	5972.28	6260.50	6757.73	20804.17	33719.68	35021.58
	毛利率	34%	32%	48%	27%	28%	28%
光引发剂	收入 (万元)	8400.04	8347.85	9770.09	9003.82	10423.96	10765.05
	YOY		-1%	17%	-8%	16%	3%
	成本 (万元)	4424.50	4494.54	4913.54	5686.17	6449.17	6406.06
	毛利率	47%	46%	50%	37%	38%	40%
化妆品原料	收入 (万元)	5,444.46	4,766.25	5,063.39	12,443.74	19,152.52	20,009.52
	YOY		-12%	6%	146%	54%	4%
	成本 (万元)	3210.27	2805.38	2811.51	8660.41	13822.05	13323.20
	毛利率	41%	41%	44%	30%	28%	33%
产能利用率为90%							
特种工程塑料核心原料	收入 (万元)	8,990.40	9,152.64	12,957.81	27,324.37	44,683.22	46,867.40
	YOY		2%	42%	111%	64%	5%
	成本 (万元)	5972.28	6260.50	6757.73	20080.92	32307.78	33555.16
	毛利率	34%	32%	48%	27%	28%	28%
光引发剂	收入 (万元)	8400.04	8347.85	9770.09	8947.86	10310.15	10645.77
	YOY		-1%	17%	-8%	15%	3%
	成本 (万元)	4424.50	4494.54	4913.54	5647.56	6371.78	6326.14
	毛利率	47%	46%	50%	37%	38%	41%
化妆品原料	收入 (万元)	5,444.46	4,766.25	5,063.39	12,220.77	18,666.22	19,477.67
	YOY		-12%	6%	141%	53%	4%
	成本 (万元)	3210.27	2805.38	2811.51	8468.67	13408.69	12876.44
	毛利率	41%	41%	44%	31%	28%	34%
产能利用率为85%							
特种工程塑料核心原料	收入 (万元)	8,990.40	9,152.64	12,957.81	26,340.23	42,730.48	44,819.21
	YOY		2%	42%	103%	62%	5%
	成本 (万元)	5972.28	6260.50	6757.73	19357.67	30895.87	32088.74
	毛利率	34%	32%	48%	27%	28%	28%
光引发剂	收入 (万元)	8400.04	8347.85	9770.09	8891.90	10196.35	10526.49
	YOY		-1%	17%	-9%	15%	3%
	成本 (万元)	4424.50	4494.54	4913.54	5608.94	6294.40	6246.23
	毛利率	47%	46%	50%	37%	38%	41%
化妆品原料	收入 (万元)	5,444.46	4,766.25	5,063.39	11,997.81	18,179.92	18,945.82
	YOY		-12%	6%	137%	52%	4%
	成本 (万元)	3210.27	2805.38	2811.51	8276.92	12995.33	12429.69
	毛利率	41%	41%	44%	31%	29%	34%

资料来源: wind、中泰证券研究所 (注: 历史数据按最新股本计算)

- 我们预测公司 2022-2024 年公司归母净利润分别为 0.97 亿元、1.48 亿元和 1.64 亿元, EPS 分别为 1.22 元/股、1.87 元/股和 2.06 元/股, 对应 PE 分别为 24.26 倍、15.89 倍和 14.37 倍。我们选取中欣氟材、新

和成、凯盛新材、天奈科技作为可比公司，可比公司在 2022 年、2023 年和 2024 年的平均 PE 为 33.00 倍、21.50 倍和 17.43 倍（对应 2022 年 5 月 12 日收盘价），当前股价对应公司在 2022 年、2023 年和 2024 年的 PE 分别为 24.26 倍、15.89 倍和 14.37 倍。我们认为公司未来发展空间有望打开，给予“买入”评级。

图表 45: 可比公司估值

股票代码	简称	总市值 (亿元)	总股本 (亿)	股价 2022/5/12	EPS				PE			
					21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002915.SZ	中欣氟材	53.88	2.34	23.00	0.81	1.02	1.33	1.16	28.50	22.54	17.32	19.81
002001.SZ	新和成	687.40	25.78	26.66	1.68	1.98	2.32	2.62	15.87	13.45	11.51	10.17
301069.SZ	凯盛新材	147.69	4.21	35.11	0.51	0.74	1.22	1.71	68.20	47.17	28.76	20.56
688116.SH	天奈科技	306.24	2.32	131.87	1.28	2.70	4.65	6.88	103.02	48.85	28.38	19.17
	平均	298.80	8.66	54.16	1.07	1.61	2.38	3.09	53.90	33.00	21.50	17.43
301076.SZ	新瀚新材	23.60	0.80	29.65	0.83	1.22	1.87	2.06	35.60	24.26	15.89	14.37

资料来源: wind、中泰证券研究所（注: 历史数据按最新股本计算）

## 7 风险提示

- **产品价格不及预期的风险:** 如果产品价格不及预期, 可能会给公司的盈利情况带来负面影响。
- **产能投放不及预期的风险:** 计划新增产能的投放可能不及预期, 从而影响公司的盈利预测。
- **信息滞后或更新不及时的风险:** 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。
- **环保、研发技术等相关业务风险:** 如果环保政策约束开工, 或研发技术推进不及预期, 可能会影响公司业绩。

图表 46: 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	187	609	803	1,118	营业收入	342	532	815	851
应收票据	0	8	7	4	营业成本	233	362	553	560
应收账款	63	96	155	153	税金及附加	2	5	9	9
预付账款	0	2	4	4	销售费用	2	7	11	11
存货	39	56	89	93	管理费用	25	41	60	64
合同资产	0	0	0	0	研发费用	11	18	27	29
其他流动资产	536	212	282	285	财务费用	-1	-8	-10	-5
流动资产合计	824	983	1,340	1,658	信用减值损失	-1	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
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	36	139	161	148	投资收益	6	5	6	6
在建工程	158	158	148	148	其他收益	0	0	0	0
无形资产	58	52	47	42	营业利润	77	113	172	190
其他非流动资产	17	17	18	18	营业外收入	-1	-1	-1	-1
非流动资产合计	270	367	373	356	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	1,094	1,350	1,713	2,014	利润总额	76	112	171	189
短期借款	0	97	226	335	所得税	10	15	23	25
应付票据	12	4	7	8	净利润	66	97	148	164
应付账款	46	69	117	118	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	2	2	2	归属母公司净利润	66	97	148	164
合同负债	5	3	5	7	NOPLAT	65	90	140	160
其他应付款	3	1	1	1	EPS (按最新股本摊薄)	0.83	1.22	1.87	2.06
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	13	24	35	39					
流动负债合计	80	198	393	510					
长期借款	0	20	40	60					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1	1	1	1					
非流动负债合计	1	21	41	61					
负债合计	81	219	434	571					
归属母公司所有者权益	1,013	1,131	1,279	1,443					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,013	1,131	1,279	1,443					
负债和股东权益	1,094	1,350	1,713	2,014					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	76	28	103	237	成长能力				
现金收益	75	103	172	197	营业收入增长率	18.8%	55.6%	53.2%	4.4%
存货影响	-8	-17	-33	-3	EBIT增长率	-10.8%	38.5%	54.6%	14.5%
经营性应收影响	-9	-44	-60	4	归母公司净利润增长率	-7.3%	46.7%	52.6%	10.6%
经营性应付影响	23	13	52	3	获利能力				
其他影响	-5	-27	-28	36	毛利率	32.0%	31.9%	32.2%	34.3%
投资活动现金流	-437	250	-68	-54	净利率	19.4%	18.3%	18.2%	19.3%
资本支出	-113	-110	-40	-20	ROE	6.5%	8.6%	11.6%	11.4%
股权投资	0	0	0	0	ROIC	15.9%	9.8%	12.2%	11.7%
其他长期资产变化	-324	360	-28	-34	偿债能力				
融资活动现金流	528	144	159	133	资产负债率	7.4%	16.2%	25.3%	28.4%
借款增加	-23	117	149	129	债务权益比	0.1%	10.4%	20.9%	27.4%
股利及利息支付	-2	-46	-77	-89	流动比率	10.3	5.0	3.4	3.2
股东融资	576	0	0	0	速动比率	9.8	4.7	3.2	3.1
其他影响	-23	73	87	93	营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.4
					应收账款周转天数	60	54	56	65
					应付账款周转天数	65	57	60	76
					存货周转天数	54	47	47	59
					每股指标(元)				
					每股收益	0.83	1.22	1.87	2.06
					每股经营现金流	0.95	0.35	1.29	2.98
					每股净资产	12.73	14.20	16.07	18.13
					估值比率				
					P/E	36	24	16	14
					P/B	2	2	2	2
					EV/EBITDA	50	36	22	19

资料来源: 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。