

新瀚新材 (301076) \ 化工

基于核心傅克反应的芳香酮类化学品龙头

投资要点:

十三五期间, 由于较严的化工行业综合整治, 公司DFBP、HAP等核心产品行业供给扩张受限, 而需求侧PEEK和化妆品市场需求的持续增长, 令公司产能逐渐捉襟见肘; 上市后, 公司募投了8000吨产能现即将投产, 在解决行业供给紧张的同时, 使公司产能规模得到成倍扩张。

公司基本情况

公司深耕芳香族酮类精细化学品十余年, 在核心傅克反应领域有较强的技术积累, 主要产品为DFBP、HAP以及光引发剂, 均取得了较为突出的市场领先地位, 并拥有一定的技术及工艺壁垒。公司现有产能合计4200吨, 另有8000吨募投产能即将投放, 成长空间广阔。

DFBP行业格局向好致景气高涨

汽车、航天、医疗等领域快速发展拉动特种工程塑料PEEK及其原料DFBP持续高速增长; 而十三五期间在化工行业严格整治之下, DFBP产能扩张受限, 行业供给持续收紧致DFBP景气持续上行; 且DFBP产能集中在公司和营口兴福, 公司作为业内领军企业, 已成为全球主要PEEK厂商的核心供应商, 充分受益DFBP景气上行。

化妆品原料业务有较大成长空间

甲基异噻唑啉酮等传统化妆品防腐原料存致敏致癌风险, 在全球范围内逐渐被禁止或限制使用, 而HAP作为新型化妆品防腐原料, 安全、无毒且具有抗氧化、舒缓、乳液稳定等多重功效, 其顺应国内消费升级趋势, 有着较大的成长空间。公司为国内HAP龙头, 深度绑定化妆品原料国际巨头德之馨, 未来有望在化妆品行业的高端化、安全化和规模化发展中受益。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年收入分别为6.2/8.1/10.0亿元, 对应增速分别为56%/31%/22%, 归母净利分别为1.62/2.09/2.51亿元, 对应增速分别为52%/29%/20%, EPS分别为1.57/2.02/2.43元, 3年CAGR为33%。鉴于公司DFBP、HAP产品行业格局向好, 且产能大幅扩张, 并参考可比公司估值, 我们给予公司24年20倍PE, 目标价40.4元, 给予“买入”评级。

风险提示: 在建项目推进不及预期, 竞争加剧风险, 环保成本提升

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	342	398	622	814	996
增长率 (%)	18.80%	16.39%	56.32%	30.77%	22.42%
EBITDA (百万元)	85	126	232	318	394
净利润 (百万元)	66	107	162	209	251
增长率 (%)	-7.25%	61.32%	51.54%	28.67%	20.40%
EPS (元/股)	0.64	1.03	1.57	2.02	2.43
市盈率 (P/E)	49.7	30.8	20.3	15.8	13.1
市净率 (P/B)	3.3	3.0	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	-8.0	-5.5	11.7	8.7	7.0

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2023年2月20日收盘价

投资评级:

行业:

化学制品

投资建议:

买入/ (首次评级)

当前价格:

31.85元

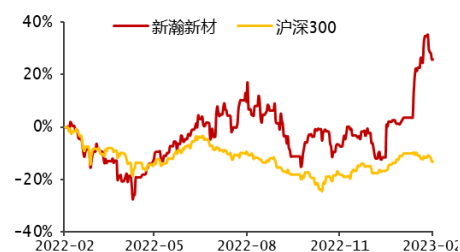
目标价格:

40.40元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	103/52
流通A股市值 (百万元)	1661
每股净资产 (元)	10.45
资产负债率 (%)	13.68
一年内最高/最低 (元)	35.96/17.93

股价相对走势



分析师: 柴沁虎

执业证书编号: S0590522020004

邮箱: chaihq@glsc.com.cn

联系人: 申起昊

邮箱: shenqh@glsc.com.cn

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

十三五期间国内化工行业综合整治较严，公司DFBP、HAP等产品扩张均受到一定限制，而需求端持续增长，DFBP下游PEEK作为特种工程塑料维持较高增速，HAP作为安全、无毒的新型化妆品原料顺应消费升级趋势，市场亦持续打开，公司主要产品景气持续向好。

目前，公司8000吨产能扩张项目有望于23年初落地投产，届时公司产能将实现成倍扩张，充分受益行业景气上行。

不同于市场的观点

DFBP产品的市场供需紧张格局或被市场低估；傅克反应的技术及工艺壁垒并未被市场充分认知。

核心假设

- 1) 特种工程塑料核心原料：下游PEEK行业快速增长，DFBP价格有望持续上涨并推动板块毛利率上行；3400吨募投产能于23年初投产并有望较快放量。
- 2) 化妆品原料：2950吨募投产能于23年初投产，产销量逐年提升；与此同时，随着疫情及检修等因素的消退，化妆品原料板块毛利率逐步恢复。
- 3) 光引发剂及其他业务：光引发剂500吨产能扩张于23年中投放，整体维稳增长；1150吨的农药或医药中间体等其他产品产能于23年中投放，规模持续扩大，毛利率维稳。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年收入分别为6.2/8.1/10.0亿元，对应增速分别为56%/31%/22%，归母净利分别为1.62/2.09/2.51亿元，对应增速分别为52%/29%/20%，EPS分别为1.57/2.02/2.43元，3年CAGR为33%。鉴于公司DFBP、HA业务行业格局向好，且公司产能大幅扩张，并参考可比公司估值，我们给予公司24年20倍PE，目标价40.4元，给予“买入”评级。

正文目录

1.	公司是芳香酮类精细化学品生产企业	5
1.1.	公司实控人持股比例较高	5
1.2.	专注于芳香族酮类化合物	5
1.3.	业绩整体稳步向上	7
2.	PEEK 应用前景存在超市场预期可能	8
2.1	DFBP 是公司特种工程塑料板块核心产品	8
2.2	PEEK 快速发展拉动 DFBP 需求上行	9
2.3	公司为全球 DFBP 中间体核心供应商	11
3.	HAP 打开化妆品原料高端应用市场	12
3.1	HAP 市场空间大且成长快	13
3.2	公司稳居 HAP 细分领域龙头	14
4.	光引发剂运行稳健，中间体空间广阔	15
4.1	光引发剂业务稳健运行	15
4.2	中间体业务或有较大成长空间	19
5.	技术优势及 8000 吨募投增量保障长期成长	20
5.1	深厚技术底蕴贡献核心竞争力	20
5.2	募投 8000 吨芳香族酮类化合物推动成长	21
6.	盈利预测、估值与投资建议	23
6.1	盈利预测	23
6.2	估值与投资建议	24
7.	风险提示	24

图表目录

图表 1:	公司当前股权结构	5
图表 2:	公司主要产品简介	6
图表 3:	公司主要产品及主要客户示意图	6
图表 4:	公司业务上下游产业链	7
图表 5:	公司营业收入变动情况 (百万元)	8
图表 6:	公司归母净利润变动情况 (百万元)	8
图表 7:	公司盈利能力变动情况 (%)	8
图表 8:	各业务毛利率情况 (%)	8
图表 9:	DFBP (4,4'-二氟二苯甲酮) 的化学结构式	9
图表 10:	全球 PEEK 市场规模 (亿美元)	10
图表 11:	我国 PEEK 市场消费量情况 (吨)	10
图表 12:	2021 年全球 PEEK 厂商产能情况	11
图表 13:	公司 HAP 产品产业链示意图	13
图表 14:	限额以上单位化妆品零售额	13
图表 15:	中国及部分发达国家人均化妆品消费金额	13
图表 16:	全球逐步禁止或限制甲基异噻唑啉酮、甲基氯异噻唑啉酮的使用	14
图表 17:	光引发剂产业链	16
图表 18:	全球 PCB 市场规模及增长情况	17

图表 19: 中国 PCB 市场规模及全球占比.....	17
图表 20: 光引发剂企业的生产工艺、原料、产品及应用比较.....	18
图表 21: 公司 2021 年光引发剂产品毛利率处于业内较高水平.....	18
图表 22: 公司的核心技术及其来源和应用.....	20
图表 23: 8000 吨募投项目具体产品及产能情况.....	22
图表 24: 公司营收测算汇总 (百万元).....	23
图表 25: 可比公司估值对比表.....	24

本报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用, 未经许可, 不得外传。

1. 公司是芳香酮类精细化学品生产企业

公司总部位于江苏南京，前身可以追溯到成立于 2008 年江苏新瀚有限公司，15 年 7 月新瀚有限进行股份制改造，15 年 12 月新瀚新材在股转系统挂牌并公开转让，21 年 10 月公司在深交所上市。

公司主要从事芳香族酮类产品的研发、生产和销售，主要产品包括特种工程塑料核心原料、光引发剂和化妆品原料等产品。

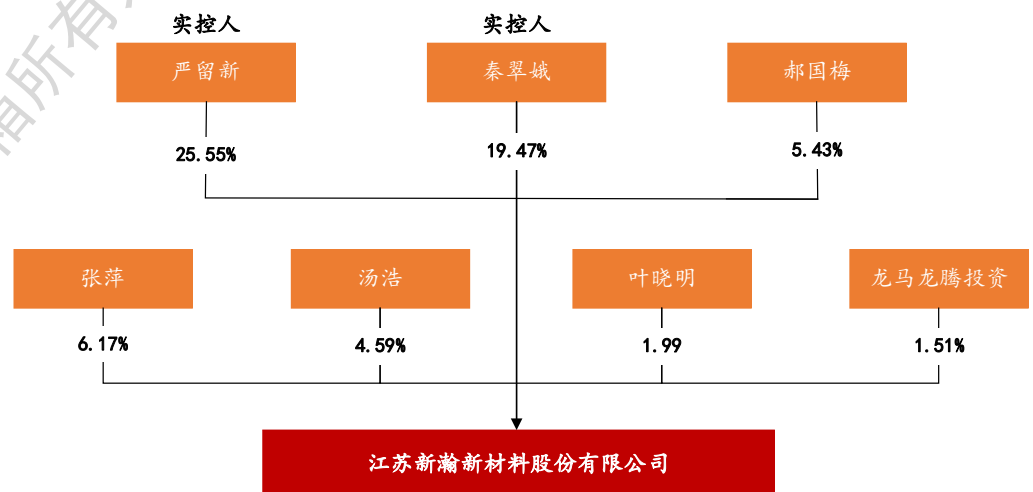
1.1. 公司实控人持股比例较高

公司实际控制人为严留新、秦翠娥夫妇，其合计持有公司股份达 45.03%，股权结构较为集中。

实控人严留新先生是毕业于南京工业大学化学工程专业出身，是公司的核心技术人员，目前兼任公司董事长和总经理的职务。

公司的股权激励机制较为完善，核心的技术人员和管理人员基本都直接持有上市公司的股份。

图表 1: 公司当前股权结构(截至 2023 年 2 月)



来源: wind, 国联证券研究所

1.2. 专注于芳香族酮类化合物

公司的生产集中在南京化学工业园区，分两个厂区。老厂区主要是 5000 吨芳香酮项目，12 年投产，年产量 4200 吨左右。新厂区系公司的募投项目厂区，规划了 8000 吨的芳香族类产品。

公司专注于芳香族酮类产品的生产十余年，系统掌握了基于傅克反应生产各类芳

香族酮类产品的技术，产品品种规格齐全。

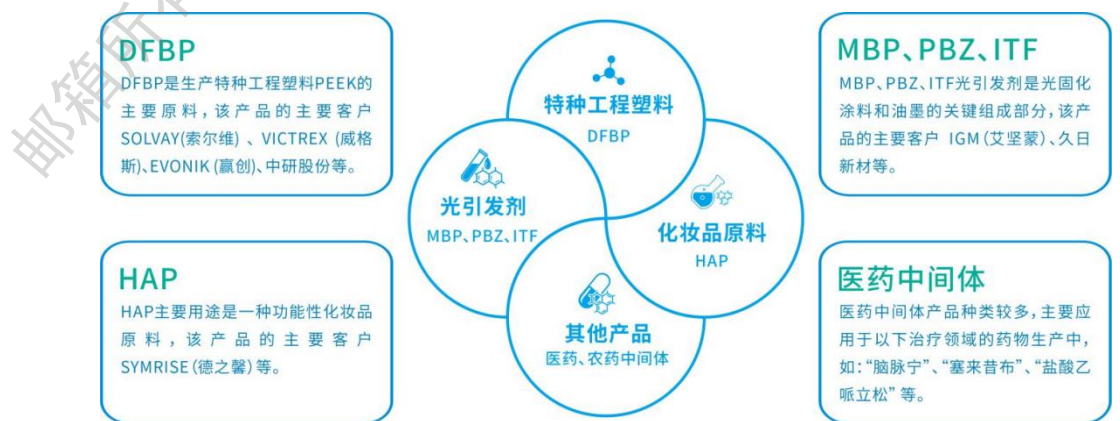
目前，公司的产品大约可以分为特种工程塑料原料、光引发剂、化妆品原料三大类。其中，特种工程塑料原料的核心产品主要是 DFBP；光引发剂产品主要包括 MBP、PBZ 和 ITF；化妆品原料主要产品是 HAP。

图表 2: 公司主要产品简介

主要品类	核心产品	应用领域	终端应用
特种工程塑料核心	DFBP	为新一代特种工程塑料 PEEK 的关键原材料，具有耐热等级高、冲击强度高、耐磨性和耐疲劳性、耐辐射、耐化学药品、阻燃等特点；广泛应用于航空航天、IT 制造、医疗、工业等领域	飞机轮毂罩、整流罩、叶轮、波音 787 卡箍、轴承、牙冠、耐腐蚀滤芯
光引发剂	MBP、PBZ、ITF	作为光引发剂，用于制备光固化涂料和油墨。具有环境友好、生产相对高效、相对节能等特性。应用于香烟、食品的包装印刷、电器/电子涂装、建材涂装、汽车涂装及机器设备涂装等领域	烟包印刷油墨、食品包装印刷油墨、PCB 印刷油墨、电子喷涂涂料、UV 涂料、UV 面漆、设备漆
化妆品原料	HAP	作为更加安全的原料，具有安全、无毒的特性，用于抗氧化、舒缓以及促进防腐，应用于中高端面霜、面膜等化妆品	SKII、LANCOME、essentials、ISOMERS

来源：公司公告，国联证券研究所

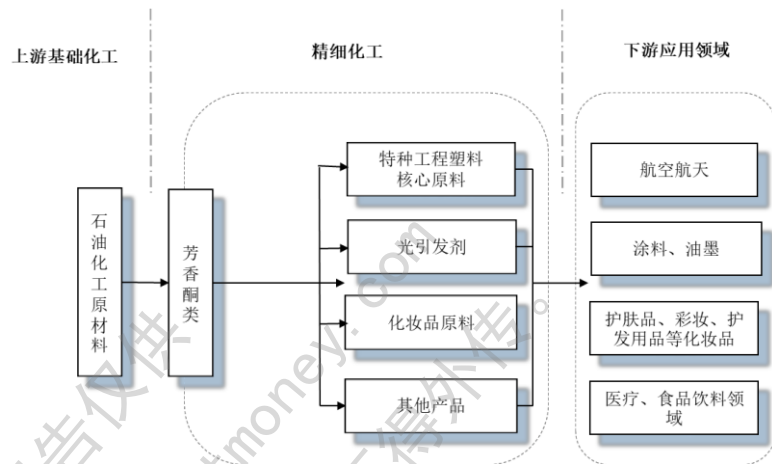
图表 3: 公司主要产品及主要客户示意图



来源：公司公告，国联证券研究所

公司产品属于典型的精细化工产品，关键原料为对氟苯甲酰氯、氟苯、三氯化铝等，国内配套较为齐全，但是“十三五”期间的化工行业综合整治造成原料供给格局逐步收紧。目前，公司募投“年产 8,000 吨芳香酮及其配套项目”有望解决相关领域的供给紧张。

图表 4: 公司业务上下游产业链



来源: 公司公告, 国联证券研究所

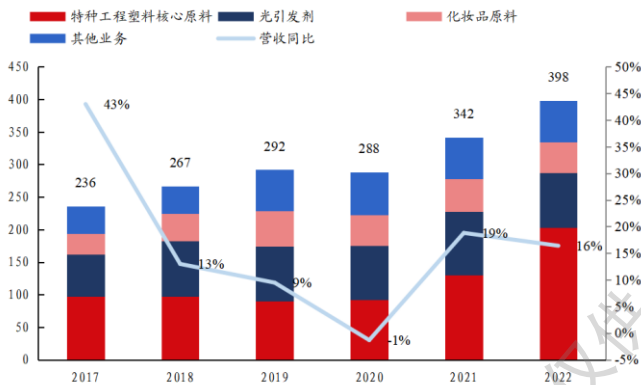
1.3. 业绩整体稳步向上

公司营业收入整体持续向上。2017-2021 年, 公司营收从 2.36 亿元增长至 3.42 亿元, 年均复合增速约 10%。2020 年受到疫情冲击, 营业收入小幅下滑至约 2.88 亿元, 2021 年后形势逐渐好转, DFBP 产品需求提升, 营业收入继续上行, 2022 年公司营收达 3.98 亿元, 同比去年增长了 16.4%。

从收入结构来看, 公司营业收入主要来自特种工程塑料核心原料、光引发剂、化妆品原料三类产品, 2022 年贡献收入占比分别为 51%、21%、12%, 合计收入占比为 84%。

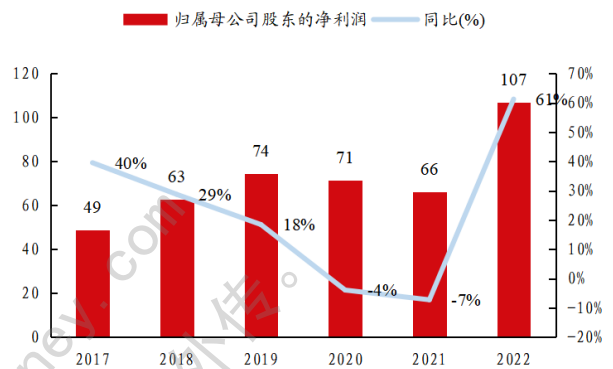
2017-2019 年, 公司归母净利润水平跟随收入不断提升, 从 2017 年的 4878 万元增长至 2019 年的 7440 万元。2020 年及 2021 年公司受到疫情及原材料涨价的冲击, 由于价格向下游传导的滞后性, 公司 2021 年的毛利率和盈利水平均有所下滑。2022 年随着公司 DFBP 需求的持续上行, 以及主营产品价格的调整, 公司盈利扭转上行, 2022 年公司实现归母净利润 1.07 亿元, 同比增长 61.3%。

图表 5: 公司营业收入变动情况 (百万元)



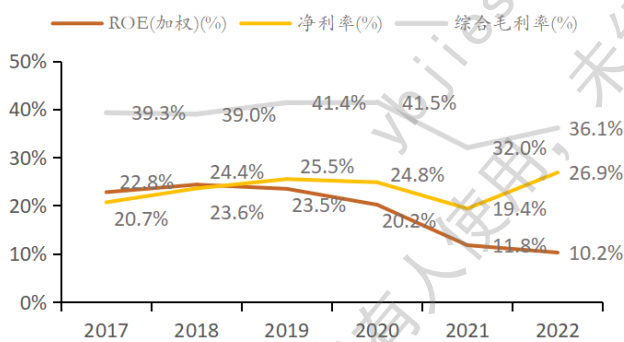
来源: wind, 国联证券研究所

图表 6: 公司归母净利润变动情况 (百万元)



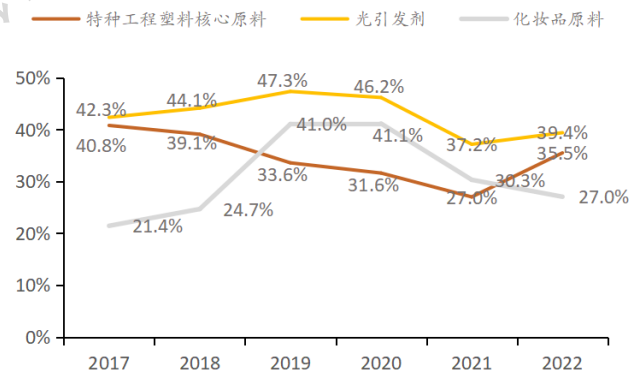
来源: wind, 国联证券研究所

图表 7: 公司盈利能力变动情况 (%)



来源: wind, 国联证券研究所

图表 8: 各业务毛利率情况 (%)



来源: wind, 国联证券研究所

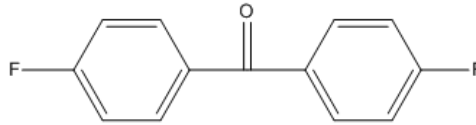
2. PEEK 应用前景存在超市场预期可能

特种工程塑料板块, 公司目前主要生产 DFBP, DFBP 是合成 PEEK 的关键原料。航天航空是 PEEK 的传统应用领域, 近年来, 3D 打印、医疗植入物、消费电子产业开始关注 PEEK 的应用前景。

2.1 DFBP 是公司特种工程塑料板块核心产品

DFBP, 化学名称为 4,4'-二氟二苯甲酮, 为白色结晶粉末。DFBP 产品是生产 PEEK 的主要原材料, 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 9: DFBP (4,4'-二氟二苯甲酮) 的化学结构式

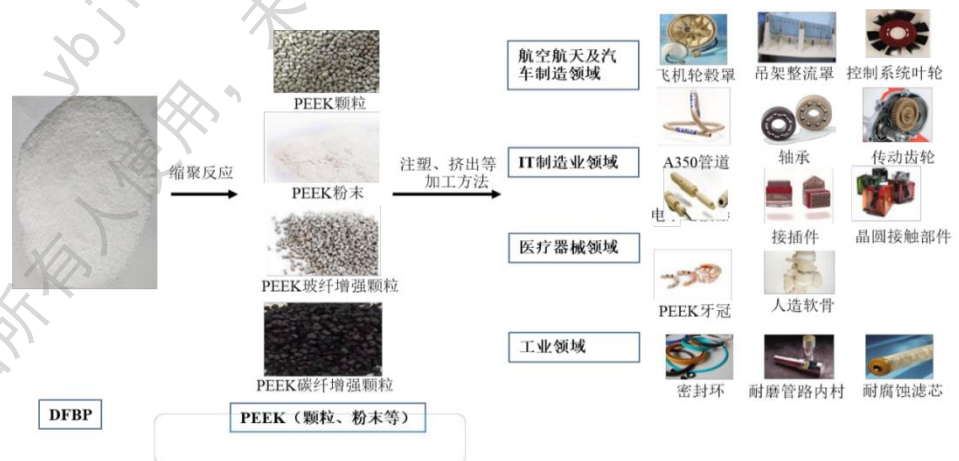


来源: KingDraw, 国联证券研究所

DFBP 是公司特种工程塑料板块的核心产品, 2020 年该产品的营收约占特种工程塑料原料板块的 94.9%。

公司所生产的 DFBP 主要用作特种工程塑料 PEEK (聚醚醚酮) 的单体, 产品的主要客户 VICTREX (威格斯)、SOLVAY (索尔维)、EVONIK (赢创) 分别为全球前三大 PEEK 材料生产商。

图: DFBP-PEEK 产业链示意图



来源: 公司公告, 国联证券研究所

2.2 PEEK 快速发展拉动 DFBP 需求上行

PEEK 是最热门的高性能特种工程塑料之一, 具有耐热等级高、尺寸稳定性好、阻燃、介电性能优异等特点。

PEEK 最早由 ICI (英国帝国化学工业集团) 在 1981 年实现商业化, 军用装备是 PEEK 早期主要的应用领域。近年来, 医疗植入物、消费电子以及 3D 打印等领域开始逐步导入 PEEK 产品。

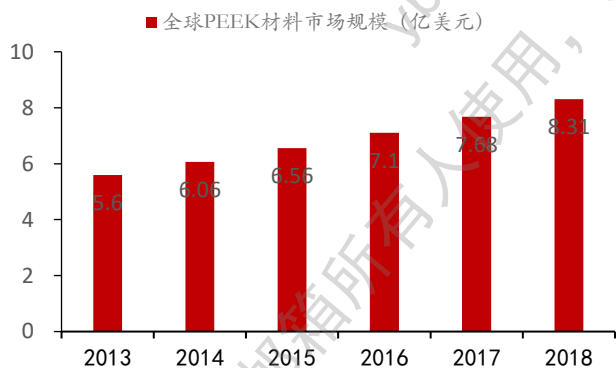
PEEK 及其核心原料的生产、合成及加工产业属于新兴材料产业, 获得了众多应用厂商及政府部门的支持与认可。我国工信部也在 2017 年 9 月、2019 年 12 月发布

的《重点新材料首批次应用示范指导名录（2017年版）》《重点新材料首批次应用示范指导名录（2019年版）》中将PEEK作为先进化工材料中的工程塑料列出，并提倡PEEK在航空航天、环保及新能源汽车等领域的使用。

据前瞻产业研究院统计，2013年全球PEEK材料市场规模为5.60亿美元，2018年该市场规模已增长至8.31亿美元，复合年增长率为8.21%。随着各国对PEEK产品研究与开发应用的不断深入，以及发展中国家对PEEK的需求快速增加，PEEK国际市场的快速发展。据Radiant Insights Analysts估计，2017-2022年全球PEEK市场会以每年10.43%的年复合增长率发展。

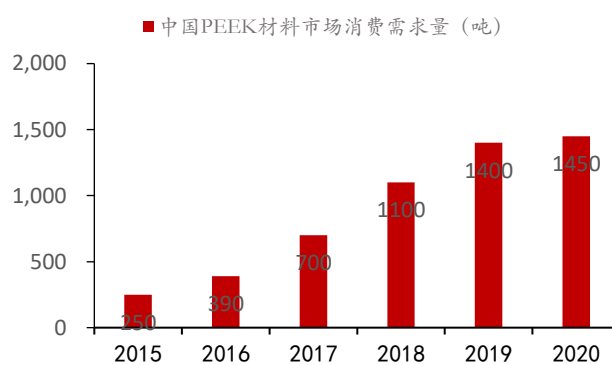
2015年我国PEEK市场消费量仅为250吨，而2020年我国PEEK消费量已经增长至1450吨，年均复合增速达42.1%。根据中国化工信息中心数据，2026年国内PEEK需求量有望达3354吨，对应2020-2026年CAGR达15%。

图表 10: 全球 PEEK 市场规模 (亿美元)



来源：中国化工信息中心，国联证券研究所

图表 11: 我国 PEEK 市场消费量情况 (吨)



来源：中国化工信息中心，国联证券研究所

PEEK属于特种工程塑料，其生产及加工环节存在明显的技术及资金门槛，市场集中度本身较高。截至目前，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，行业呈现威格斯一家独大的特点。

DFBP作为PEEK的关键原材料，按照一般化学反应原理及行业生产经验计算，每生产1吨PEEK需要消耗0.8吨DFBP单体。截至2021年，国内外PEEK产能约11,850吨/年，带动DFBP单体需求量约9480吨/年。

图表 12: 2021 年全球 PEEK 厂商产能情况

公司名称	基本情况	PEEK产能	DFBP单体需求量
VICTREX (威格斯)	威格斯 (VCT.L) 是一家总部位于英国的世界顶级的高性能聚酮解决方案提供商, 在伦敦证券交易所挂牌上市, 2020 年底总市值为 20.80 亿英镑; 威格斯主要从事各种聚合物的生产和销售, 产品范围涵盖能源、航天、医疗、汽车、工业制造等各个板块, 2020 年销售收入 2.66 亿英镑; 其主要产品包括 VICTREX™ PEEK 聚合物和 PEEKAPTIV™ 薄膜及 VICOTE™ 涂料。	7,150 吨/年	5,720 吨/年
SOLVAY (索尔维)	索尔维 (ONZR.L) 集团是一家总部位于比利时的跨国化工集团, 在伦敦证券交易所挂牌上市, 2020 年底总市值为 98.90 亿欧元; 索尔维集团在稀土、白炭黑、工程塑料、聚酰胺和中间体、香料及功能化学品、基础化学品、特种化学品、特种聚合物、新兴生物化学等业务领域占据重要地位, 2020 年实现销售收入 89.65 亿欧元。集团 KetaSpire™ 系列 PEEK 具有业内领先的性能水平, 体现了集团在该领域内的技术优势。	2,000 吨/年	1,600 吨/年
EVONIK (赢创)	赢创 (EVK.DF) 是一家德国的特种化学品行业公司, 在德国证券交易所挂牌上市, 2020 年底总市值为 127.00 亿欧元; 赢创旗下资源效率部门为汽车、粘合剂和建筑行业等环保和节能产品提供物质解决方案, PEEK 材料的生产销售主要由该部门负责, 应用范围主要包括油气能源行业、汽车制造业、航空业、电气半导体行业、医疗特殊器械制造等, 其 2020 年销售收入共 121.99 亿欧元, 为行业龙头企业。	500 吨/年	400 吨/年
中研股份	中研股份 (835017.0C) 主要从事聚醚醚酮 (FD-PEEK) 系列产品的研发、实验、生产及销售。现有产品主要包括纯树脂粉末、颗粒以及增强型复合树脂, 适用于注塑、挤出、模压成型等加工方式。公司 2020 年实现销售收入 15,588.57 万元人民币, 完成了 REACH 正式注册、通过了医用级 PEEK 材料的亚慢性毒性测试, 在该领域实现了突破。	1,000 吨/年	800 吨/年
吉大特塑	吉大特塑成立于 2002 年, 是由吉林大学、长春吉大高科技股份有限公司合资组建的高新技术企业, 主营业务为特种工程塑料聚醚醚酮 (PEEK) 和聚芳醚砜 (PES) 树脂生产、高性能改性专用料研发、生产和销售及二次制品生产和销售。	500 吨/年	400 吨/年
鹏孚隆	鹏孚隆成立于 2011 年, 注册资本 4,000 万元人民币。公司主营业务包括新材料技术研发; 硅树脂涂料、陶瓷涂料、聚醚砜涂料生产、乙醇回收; 特种工程塑料树脂、水性涂料、PES 水性分散液、PES/PEEK 加工制品生产和销售等。	700 吨/年	560 吨/年
合计		11,850 吨/年	9,480 吨/年

来源: 招股说明书, 国联证券研究所

2.3 公司为全球 DFBP 中间体核心供应商

公司为全球主要 PEEK 企业的 DFBP 核心供应商。DFBP 是合成 PEEK 的关键原材料, 其纯度、品质将直接影响 PEEK 的生产加工、应用范围, 公司基于新型薄膜蒸发技术、分步结晶技术等核心技术, 简化生产步骤, 提升产品纯度。凭借较好的产品质量、稳定的供货能力等综合优势, 公司现已成为全球主要 PEEK 生产厂商的核心供应商之一。

DFBP 行业供给格局相对集中, 除威格斯配套的部分自产产能外, 其余主要集中在

在国内，且主要集中在新瀚新材、营口兴福和中欣氟材三家企业。其中营口兴福 DFBP 产能大约在 2000 吨，主要供给威格斯（VICTREX）；中欣氟材产能尚未投放，5000 吨 DFBP 产能仍处于分期建设阶段；公司现有芳香族酮类系列产品 4,200 吨，产能可根据具体需求灵活调整，公司过往每年 DFBP 产量约 820 吨左右。

公司采用委托加工方式，保证原料品质和供给稳定，完善成本控制。2019 年 9 月，公司实控人秦翠娥看好上游原料市场前景，同时考虑到徐玉忠具有多年对氟苯甲酰氯产品的生产、管理经验，与钱晓春（强力新材实控人）、徐玉忠（沐阳金凯、江苏联昌实控人）等 4 人共同投资成立联昌新材。公司采用委托加工的方式向联昌新材等企业采购对氟苯甲酰氯产品，提高生产成本的控制能力，也保证了公司生产的稳定性等。

除 PEEK 外，公司的 DFBP 产品也有少部分流向医药领域，主要通过贸易商客户的方式导入相关领域。

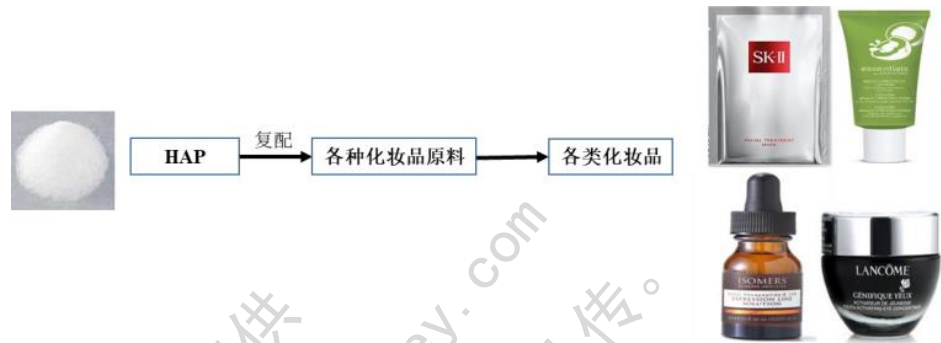
3. HAP 打开化妆品原料高端应用市场

HAP，化学名称为对羟基苯乙酮，呈白色针状结晶，是一种功能性化妆品原料，具有抗氧化、舒缓、乳液稳定等多重功效，已被收录在我国食品药品监管总局颁布的《已使用化妆品原料名称目录》（2015 年版）中。

HAP 是公司化妆品原料板块最核心的产品，2020 年，HAP 产品贡献了公司化妆品原料板块 85.9% 的营业收入。

传统化妆品、食品防腐型原料（如甲基异噻唑啉酮、甲基氯异噻唑啉酮）等虽然抗菌防腐效果突出，但具有一定的致癌性及刺激性。HAP 作为一种更加安全、高效的复合型化妆品新型原料，能够进一步减少传统防腐剂的使用，日益受到市场的认可与欢迎，已经运用到多种中高端化妆品之中。

图表 13: 公司 HAP 产品产业链示意图



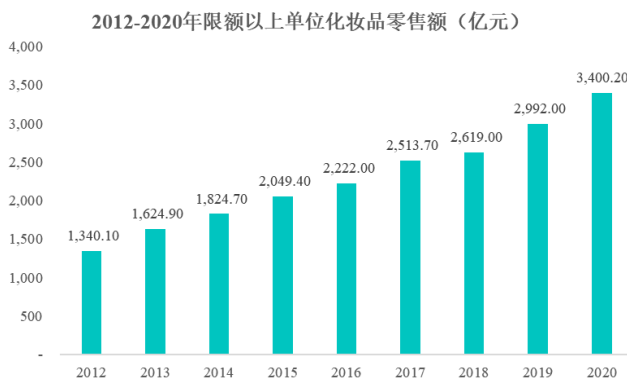
来源: 公司公告, 国联证券研究所

3.1 HAP 市场空间大且成长快

国内外化妆品市场快速发展。化妆品作为一种重要的日常消费品,根据欧睿国际数据,2019 年全球市场规模达到 5,148 亿美元,同比增速达到 5.49%。根据欧睿国际预测,我国化妆品行业也将在未来几年继续保持快速增长态势,预计 2023 年将达到 6,200 亿元,2018 年至 2023 年年均复合增长率为 8.6%。根据国家统计局数据,2020 年我国限额以上单位化妆品零售额达到 3,400.20 亿元,同比增速达 13.64%。

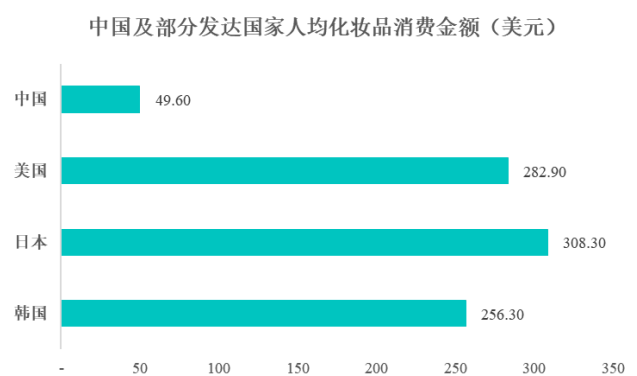
我国化妆品市场远未饱和,或有万亿发展空间。我国化妆品行业近年来发展较快,但需求远未饱和,市场还有很大增长空间。根据欧睿国际数据,2019 年国内人均化妆品支出仅为 49.60 美元/人,远不及日本 308.50 美元/人;对标日本市场,国内的化妆品市场有望发展到万亿以上的市场规模。

图表 14: 限额以上单位化妆品零售额



来源: 国家统计局, 国联证券研究所

图表 15: 中国及部分发达国家人均化妆品消费金额



来源: 国家统计局, 国联证券研究所

传统化妆品防腐原料安全风险凸显, 逐渐被限制使用。

传统化妆品、食品防腐型原料(如甲基异噻唑啉酮、甲基氯异噻唑啉酮、氯咪巴

唑、双咪唑烷基脲、对羟基苯甲酸丙酯、季铵盐-15) 等虽然抗菌防腐效果突出, 但具有一定的致癌性及刺激性。近年来我国、欧盟及美国等地监管部门陆续颁布法规, 禁止或限制甲基异噻唑啉酮、甲基氯异噻唑啉酮等原料的使用。

图表 16: 全球逐步禁止或限制甲基异噻唑啉酮、甲基氯异噻唑啉酮的使用

日期	主体	政策文件	主要内容
2015 年 12 月	中国食品药品监管总局	《化妆品安全技术规范》(2015 年版)	要求甲基异噻唑啉酮在化妆品使用时的最大允许浓度为 0.01%, 甲基氯异噻唑啉酮在化妆品使用时的最大允许浓度为 0.0015%;
2016 年 4 月	欧盟委员会	《关于禁止在驻留类化妆品中使用防腐剂异噻唑啉酮 (MI) 的提案》	防腐剂 MI 只允许用于冲洗类产品, 明确禁止在驻留类化妆品 (如面霜、口红) 中使用甲基异噻唑啉酮;
2017 年 7 月	欧盟委员会	《欧盟化妆品法规的修订法案 2017/1224》	将冲洗类化妆品 (如洗发水、沐浴露) 中甲基异噻唑啉酮的建议使用浓度由 0.01% 降低至 0.0015% 以下;
2018 年 8 月	欧盟消费者安全科学委员会	《关于氯咪巴唑等多种化学物质的意见》	认为氯咪巴唑在面霜、护发素和足部护理产品中用作防腐剂, 最高使用浓度为 0.2%, 在冲洗类洗发香波中用作防腐剂, 最高使用浓度为 0.5%, 在冲洗类洗发香波中用作去屑剂, 最高使用浓度为 2.0%;
2019 年	美国国会	《个人护理产品安全法案》(Personal Care Products Safety Act)	要求美国食品药品监督管理局 (FDA) 加强监管化妆品及个护品原料的安全性, 需要重点关注的配料包括双咪唑烷基脲、对羟基苯甲酸丙酯、季铵盐-15 等防腐剂。
2021 年 1 月	中国国务院	《化妆品监督管理条例》	对化妆品新原料实施批准或备案制度, 其中新的防腐剂、防晒剂、着色剂、染发剂、美白剂以及其他具有较高风险的新原料, 须向国务院食品药品监督管理部门提出申请, 经批准后方可使用。

来源: 公司公告, 国联证券研究所

在化妆品原料方面, 国内消费升级趋势及《化妆品监督管理条例》等法规的实施, 都将对化妆品及化妆品原料的安全性提出更高要求, 将使落后的产品、产品品质不达标生产企业退出市场。同时, 《化妆品监督管理条例》对化妆品新原料规定的批准或备案制度, 也将有效减少存在安全风险的化妆品原料进入市场。

政策驱动之下, HAP 逐渐替代传统化妆品原料, 市场空间持续增长。HAP 等新型功能性化妆品原料具有安全、无毒的特点, 作为甲基异噻唑啉酮、甲基氯异噻唑啉酮等传统防腐剂的替代产品, 应用于中高端化妆品之中。目前, SK-II、兰蔻、珀莱雅、御泥坊等众多国内外品牌均开始在其化妆品中使用 HAP 产品。未来随着化妆品 (尤其是中高端化妆品) 行业的快速发展以及《化妆品监督管理条例》实施, HAP 等新型原料的市场空间也有望持续增长。

3.2 公司稳居 HAP 细分领域龙头

HAP 最初主要作为医药中间体用于生产利胆药等药物。德之馨 (SYMRISE) 注意到

HAP 应用于化妆品领域的可能性，并且开始大力推广该产品。

公司自主研发并运用基于复合型催化剂的一步法合成技术，实现了化妆品级 HAP 的工业化生产，是为数不多的产品在成分含量、外观、溶解度及残留物等方面能够持续符合化妆品的应用标准。

公司深度绑定下游国际巨头德之馨，为其独家供应商。

SYMRISE（德之馨）是功能性化妆品原料的重要生产商，在全球香精、香料、芳香化学品及相关化妆品原材料市场占有率达到 10%，居于全球行业龙头地位。

化妆品产品质量直接关系到下游品牌的发展及消费者的健康安全，下游厂商及目标市场国家均对于原料的品质提出了较高要求，特别是在产品纯度等方面具有严格的检测、认证制度。基于相关核心生产技术的积累及优良的产品品质，公司自 2014 年起便与 SYMRISE（德之馨）建立合作关系，在 HAP 的制备领域开展了长期合作。

2016 年，公司与 SYMRISE（德之馨）共同申请“纯化 4-羟基苯乙酮的方法”的发明专利。根据公司与 SYMRISE（德之馨）签署并于 2021 年 3 月 1 日生效的《合作合同》，公司为 SYMRISE（德之馨）HAP 产品独家供应商。

综合来看，未来随着化妆品行业的快速发展，国内外化妆品原料品质要求亦不断提高，安全、无毒的新型产品 HAP 将逐渐替代传统化妆品原料，并持续打开市场空间。而公司作为细分领域的龙头企业，将在化妆品行业的高端化、安全化和规模化发展中受益。

4. 光引发剂运行稳健，中间体空间广阔

4.1 光引发剂业务稳健运行

光固化是指单体、低聚体或聚合体基质在光（紫外光或可见光）的照射下，产生自由基或阳离子，引发单体和低聚物发生聚合和交联反应，在极短的时间里生成网状结构的高分子聚合物，进而实现固化。

光固化材料主要下游应用领域包括 UV 涂料、UV 油墨、UV 胶粘剂等，相对于涂料及油墨行业传统使用的溶剂，光固化技术是一种高效、环保、节能、适用性广的材料处理和加工技术。

因为光固化技术的环保、高效及节能等特性，光固化技术广泛应用于装修建材涂装、电器/电子涂装、包装/纸张印刷、印刷线路板制造及 3D 打印等不同领域，也带动了对光引发剂的需求。

光引发剂是一类在吸收一定波长能量产生自由基、阳离子等从而引发单体聚合、交联、固化的化合物。光引发剂是光固化材料中的核心组成部分，其性能对光固化材料的固化速度和固化程度起关键性作用。一般情况下，光引发剂的使用量在光固化材料中占比为 3%-5%，成本一般占到光固化产品整体成本的 10%-15%。

图表 17: 光引发剂产业链



来源：公司公告，国联证券研究所

1) 光引发剂市场快速增长

环保观念在国内日益增强，传统油墨行业严重的废气污染问题得到大众和政府的重点关注。我国《轻工业发展规划（2016-2020年）》《关于印发重点行业挥发性有机物削减行动计划的通知》《产业结构调整指导目录》《印刷工业污染防治可行技术指南》《油墨中可挥发性有机化合物(VOCs)含量的限值》等多项政策规划，鼓励光固化油墨对传统油墨的替代。

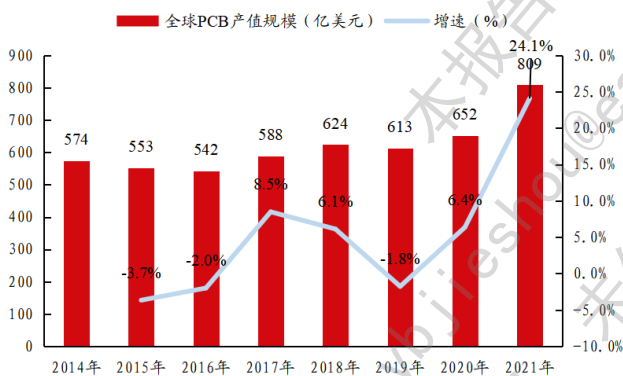
受益于政策推动，我国光引发剂产量保持快速增长态势。根据中国感光学会辐射固化专业委员会统计数据，2012年-2018年我国光引发剂产量由1.89万吨增长至3.78万吨，年复合增长率达12.25%；对于UV涂料和UV油墨两大应用领域，2012年-2018年，我国UV涂料产量年复合增长率达12.74%，我国UV油墨产量年复合增长率达13.92%。

PCB行业稳步提升，拉动光引发剂需求上行。电子行业中PCB的印刷是我国UV

油墨的最大终端应用领域。近年来，我国 PCB 行业也呈稳步增长态势，PCB 应用几乎渗透于电子产业的各个终端领域。

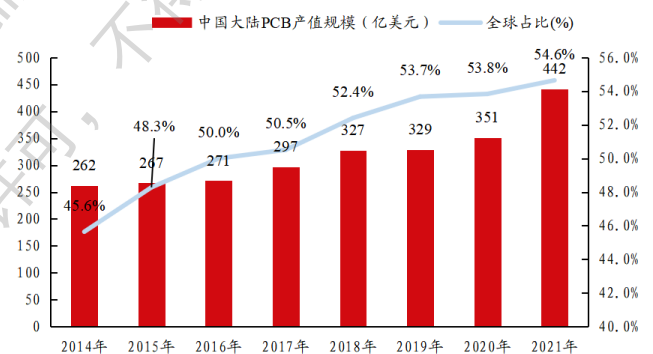
据华经产业研究院的数据，2021 年中国大陆 PCB 行业产值达 442 亿美元，占全球 PCB 总产值 54.6%。据 Prismark 预计，到 2026 年中国大陆 PCB 产值有望达到 546 亿美元，年均复合增速约 4.3%。随着 PCB 行业规模持续扩张，UV 印刷电路板油墨的需求亦将随之增长，进而拉动光引发剂需求持续上行。

图表 18: 全球 PCB 市场规模及增长情况



来源：华经产业研究院，国联证券研究所

图表 19: 中国大陆 PCB 市场规模及全球占比



来源：华经产业研究院，国联证券研究所

2) 公司光引发剂业务稳健运行

公司光引发剂产品主要是 MBP、PBZ 及 ITF，是光固化涂料和油墨的关键组成部分。

公司不断优化生产技术，提升产品性能。公司基于羰基化试剂的原子经济反应技术、傅克酰化反应定向催化技术等系列核心技术，进一步优化了系列光引发剂产品的生产技术。公司 ITF 产品于 2016 年获得了江苏省科学技术厅高新技术产品认证，有利于进一步拓展光固化材料在食品包装等领域的应用。

在光引发剂业务领域，公司的主要客户是 IGM（艾坚蒙）等企业。IGM 是全球领先的光固化材料生产商，公司自 2013 年起即与 IGM 建立合作关系。

业内产品互补、竞争理性。光引发剂行业的主要市场参与者有久日新材、强力新材和扬帆新材等企业，光引发剂产品种类繁多，多种产品须经复配后方可应用于下游领域。各公司的光引发剂产品在具体产品种类上存在差异或互补关系，行业内竞争对

手之间存在普遍的购销关系，整体竞争格局较为理性。

公司产品差异性强，毛利率水平较高。在光引发剂的生产工艺、应用领域和原材料等方面，公司与同行业产品存在明显差异。尤其是公司的主要光引发剂产品 MBP、PBZ、ITF 与行业内其他企业的主要产品不存在明显冲突。相比之下，公司光引发剂产品附加值较高，毛利率水平处于业内较高水平。

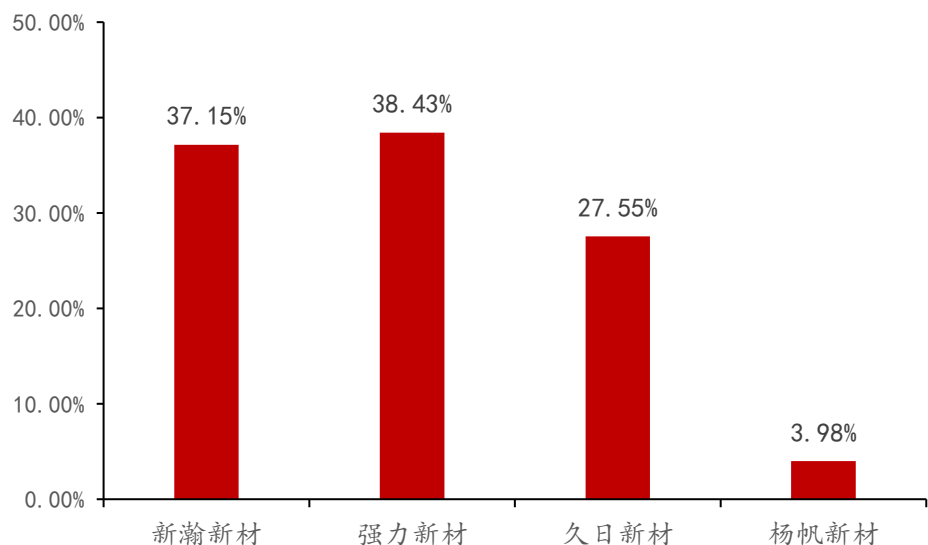
图表 20: 光引发剂企业的生产工艺、原料、产品及应用比较

公司名称	主要生产工艺	主要原材料	主要产品	应用领域
久日新材	酸-酸缩合一步连续法、缩合反应	二苯基氯化磷、环己甲酸、三氯化铝、异丁酸及均三甲苯等	光引发剂 184、TPO、1173、907、ITX 等	UV 涂料、UV 油墨、UV 胶粘剂
强力新材	合成反应、酯化反应、缩合反应、环合反应、聚合反应等	苯偶酰、邻苯甲酰苯甲酸、邻氯苯甲醛、醋酸铵等	PCB 光刻胶专用化学品、LCD 光刻胶专用化学品以及光刻胶树脂等	光刻胶专用化学品
扬帆新材	主要包括巯基烷基化、氧化、取代、还原、酰化、高温气相连续化反应、氯代反应等	溴素、MAP、4-异丙基苯硫酚、二氯蒽醌等	光引发剂 907、ITX、369 等及巯基化合物及其衍生物等	PCB 油墨、UV 涂料、医药中间体、农药中间体
新瀚新材	傅克反应	甲苯、联苯、间甲基苯甲酰氯等	光引发剂 MBP、PBZ、ITF 等	UV 涂料、UV 油墨、UV 胶粘剂

来源：公司公告，国联证券研究所；

注：傅克反应即 Friedel-Crafts 酰基化反应，在质子酸或路易斯酸（如三氯化铝）催化下，芳香性化合物与酰卤或酸酐发生的亲电子取代反应；

图表 21: 公司 2021 年光引发剂产品毛利率处于业内较高水平



来源：各公司公告，国联证券研究所

4.2 中间体业务或有较大成长空间

医药、农药中间体多为芳香族化合物，公司深耕芳香族酮类化学品，产品品类丰富，涉及部分医药、农药中间体产品。

近三年，对甲基苯甲酮、对甲基苯乙酮等医药、农药中间体产品也为公司创造大量营收。

1) 对甲基苯丙酮。对甲基苯丙酮系生产药物脑脉宁（托哌酮）的重要中间体，脑脉宁具有血管扩张作用及中枢性肌肉松弛作用，适用于脑动脉硬化、脑血管意外症。据中研网数据，2014-2017 年我国心脑血管药物市场持续增长，终端市场规模由 2,397.8 亿元上升至 3,694.3 亿元，年复合增长率在 15% 以上。在我国医药总体市场中，心脑血管药物的市场份额仅次于全身用抗感染药物，位居第二。

公司对甲基苯丙酮主要客户相对稳定，境内终端客户主要有济南金达药化、山东智尚化工、湖北美林药业等医药生产企业，境外医药生产商则主要委托境内贸易商进行采购。随着心脑血管药物市场持续增长，公司对甲基苯丙酮业务增速显著，2018-2020 年销售收入分别达 500 万元、1,209 万元和 1,090 万元左右。预计在中国及全球老龄化趋势之下，公司甲基苯丙酮业务将保持增长态势。

2) 对甲基苯乙酮。对甲基苯乙酮可作为医药中间体生产用于生产缓解骨关节炎药品塞来昔布，商品名为西乐葆，是目前全球处方量最大的非甾体抗炎镇痛药。该产品原由辉瑞公司拥有独家专利，中国专利于 2014 年底期满，仿制药原药市场较大。

此外，对甲基苯乙酮可作为农药中间体生产杀菌剂氟霜唑，氟霜唑是一种超级保护型杀菌剂，对晚疫病和霜霉病有极高的防治效果，具有高效、低毒、环保等特点，是进入 2008 北京奥运会蔬菜安全用药政府补贴项目唯一一个化学农药，符合农药产业政策的长远发展，未来还有一定的发展空间。

公司对甲基苯乙酮下游主要客户稳定，第一大客户是 Saltigo GmbH，世界上最大的特种和精细化学品定制生产商之一。近年来，受氟霜唑市场需求增加、塞来昔布仿制药推广影响，公司客户不断拓展，其中不乏榆林成泰恒生物、江西同和药业、江苏开元医药等大客户。相应地，公司对甲基苯乙酮的收入也涨幅明显，2018-2020 年收入分别达 1,334 万元、1,143 万元和 2,178 万元。伴随下游需求的不断提升及客户的拓展，公司甲基苯乙酮产品的增长具有较强的可持续性。

5. 技术优势及 8000 吨募投增量保障长期成长

5.1 深厚技术底蕴贡献核心竞争力

公司深耕芳香族酮领域十余年，持续的技术创新能力是公司维持市场领先地位的核心竞争力。

截至 2022 年中报，公司拥有多项专利及非专利技术，其中发明专利 9 项、非专利技术 10 项。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。

新建研发中心，打造世界傅克反应主要生产基地。公司投资 3500 万元募集资金用于建设研发中心，项目配套精确、先进的实验设备和研发系统，为公司在创新研发、工艺流程改进、原材料及产成品检测方面提供高效的技术支持，成为公司新产品的“孵化器”和产品质量的“检测器”，为公司持续快速增长提供有力的智力支持。研发中心的建设将使公司研发能力进一步提升，有助于保障公司中长期的发展，助力公司成为一家世界领先的精细化工企业及世界傅克反应主要生产基地之一。

图表 22: 公司的核心技术及其来源和应用

技术名称	对应专利/专有技术名称	形成专利或其他保护措施	技术来源	主要应用产品类别
羰基化试剂的原子经济反应技术	固体光气的原子经济反应研究技术	专有技术，内部保密	受让取得	特种工程塑料核心原料/光引发剂/化妆品原料
	一种 2-氯-3-氨基吡啶的制备方法	发明专利	原始取得	
	六烷基胍氯化物的制备及提纯方法	发明专利	继受取得	
	一种 2-氯异烟酸的制备方法	发明专利	原始取得	
	一种 6-氯吡嗪-3-甲酸的制备方法	发明专利	原始取得	
傅克酰化反应定向催化技术	Fe-C 型负载催化剂在高温傅克酰化反应中的应用技术	专有技术，内部保密	自主研发	特种工程塑料核心原料/光引发剂/化妆品原料
	Fe-C 型负载催化剂定向催化效能提升技术		自主研发	
	Fe-C 型负载催化剂回收利用和活化技术		自主研发	
	一种用于傅克酰化反应的碳负载碳化铁催化剂及其制备方法	发明专利申请中	原始取得	
	一种三苯二酮合成用 Fe-C 催化剂回收装置	实用新型	原始取得	
聚合物单体的纯化技术	新型薄膜蒸发器的研制应用技术	专有技术，内部保密	受让取得	特种工程塑料核心原料
	新型分步结晶器的研制应用技术		受让取得	
	一种新型二苯砜生产用分步式结晶器	实用新型	原始取得	
	一种二苯砜合成用薄膜蒸发器		原始取得	
	一种三苯二酮生产用水动风机冷却塔		原始取得	
	一种二苯甲酮生产用多功能一体机		原始取得	

低温水解技术	低温水解反应技术	专有技术，内部保密	受让取得	特种工程塑料核心原料
	羟基二苯甲酮化合物的合成方法	发明专利	继受取得	
无毒、高效的化妆品原料生产技术	一种高纯度对羟基苯乙酮的制备方法	发明专利	原始取得	化妆品原料
	一种羟基酮脱色用活性炭的再生方法	发明专利	原始取得	
	用于纯化 4-羟基苯乙酮的方法注	发明专利申请中	原始取得	
	一种高纯度苯乙酮生产用溶剂连续脱水装置	实用新型	原始取得	
	一种高纯度苯乙酮类合成用新型冷却结晶器		原始取得	
一种苯乙酮生产用活性炭过滤设备	原始取得			
傅克反应体系自动化生产技术	DCS在薄膜蒸发器中的应用技术	专有技术，内部保密	自主研发	特种工程塑料核心原料/光引发剂/化妆品原料
	DCS在傅克反应中的应用技术		自主研发	
新型环保技术在傅克酰化生产体系中的应用	多效蒸发器在废水处理中的应用技术	专有技术，内部保密	自主研发	特种工程塑料核心原料/光引发剂/化妆品原料
	二苯甲酮类傅克反应酸性尾气处理装置		原始取得	
	二苯甲酮类傅克反应体系有机废气处理装置	实用新型	原始取得	
	一种新型三苯二酮生产用多效蒸发器		原始取得	

来源：公司公告，国联证券研究所

5.2 募投 8000 吨芳香族酮类化合物推动成长

2021 年公司募集资金投建“年产 8,000 吨芳香酮及其配套项目”，项目位于南京化学工业园区，总投资 3.19 亿元，主要内容为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。

2022 年 1 月初，项目主要生产用厂房全面结顶，进入设备安装阶段；2022 年末项目完成中交；目前，募投项目一车间、二车间及其配套工程项目已进入试生产阶段，各项投产准备工作亦在加紧推进。

图表 23: 8000 吨募投项目具体产品及产能情况

工程名称	产品名称及规格	设计能力
特种工程塑料核心原料	DFBP	2,500 吨/年
	DPS	800 吨/年
	1,3-(4,4'-二氟)三苯二酮	100 吨/年
	小计	3,400 吨/年
光引发剂	ITF	400 吨/年
	2-氯-4'-苯基二苯甲酮	100 吨/年
	小计	500 吨/年
化妆品原料	HAP	2,000 吨/年
	苯乙酮	500 吨/年
	邻羟基苯乙酮	450 吨/年
	小计	2,950 吨/年
其他（医药或农药中间体）	对甲基苯乙酮	500 吨/年
	对羟基苯丙酮	200 吨/年
	对氯苯乙酮	100 吨/年
	2,4'-二氟二苯甲酮	100 吨/年
	对乙基苯丙酮	100 吨/年
	4-氯-4'-羟基二苯甲酮	100 吨/年
	邻羟基苯丙酮	50 吨/年
	小计	1,150 吨/年
	合计	8,000 吨/年
辅助车间	水处理剂聚合氯化铝	60,000 吨/年

来源：公司公告，国联证券研究所

打破产能瓶颈，提供成长新增量。

公司目前已建项目有年产 5,000 吨芳香酮项目和三氯化铝废液综合利用项目，芳香酮产品生产线实际达产产能为 4,200 吨/年。近年来公司产能利用率维持在较高水平，2021 年产量 4,414.17 吨，产能利用率达 105.10%，但仍然难以满足快速增长的下游需求，产能瓶颈逐渐凸显。

8000 吨芳香酮产品项目将有助于公司打破产能限制，大幅提升公司芳香族酮类产品的生产规模。募投项目在当前 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。尤其是 2500 吨 DFBP、2000 吨 HAP 和 500 吨对甲基苯乙酮等核心产品投产，有望显著提高公司营收，为公司成长带来了较大业绩增量。

6. 盈利预测、估值与投资建议

6.1 盈利预测

核心假设：

1) **特种工程塑料核心原料**：下游 PEEK 行业快速增长，DFBP 价格有望持续上涨并推动板块毛利率上行；3400 吨募投产能于 23 年初投产并有望较快放量。

2) **化妆品原料**：2950 吨募投产能于 23 年初投产，产销量逐年提升；与此同时，随着疫情及检修等因素的消退，化妆品原料板块毛利率逐步恢复。

3) **光引发剂及其他业务**：光引发剂 500 吨新产能 23 年中投放，整体维稳增长；1150 吨农药或医药中间体等产品产能于 23 年中投放，规模持续扩大，毛利率维稳。

我们预计公司 2023-25 年收入分别为 6.2/8.1/10.0 亿元，对应增速分别为 56%/31%/22%，归母净利分别为 1.62/2.09/2.51 亿元，对应增速分别为 52%/29%/20%，EPS 分别为 1.57/2.02/2.43 元，3 年 CAGR 为 33%。

图表 24：公司营收测算汇总（百万元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入合计	342	398	622	814	996
同比增长率	19%	16%	56%	31%	22%
毛利润	109	144	249	324	392
毛利率	32%	36%	40%	40%	39%
特种工程塑料核心原料					
营业收入	130	203	354	504	639
毛利润	35	72	149	207	256
毛利率	27%	35%	42%	41%	40%
化妆品原料					
营业收入	51	46	78	94	111
毛利润	15	13	25	32	39
毛利率	30%	27%	32%	34%	35%
光引发剂					
营业收入	98	85	105	116	127
毛利润	36	33	42	46	51
毛利率	37%	39%	40%	40%	40%
其他业务					
营业收入	64	64	86	100	120
毛利润	23	26	33	39	47
毛利率	36%	40%	39%	39%	39%

资料来源：Wind，国联证券研究所

6.2 估值与投资建议

采用 PE 估值法，2024 年可比公司 PE 平均值为 17 倍。考虑到公司 DFBP、HAP 产品行业格局向好，且公司产能大幅扩张，我们给予公司 2024 年 20 倍 PE，对应 2024 年目标价格为 40.4 元，相比当前股价还有 27% 的上涨空间，给予“买入”评级。

图表 25: 可比公司估值对比表

股票代码	证券简称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)		
				2022A/E	2023E	2024E	2022A/E	2023E	2024E
002915	中欣氟材	72.22	22.02	0.63	1.37	1.91	34.89	16.08	11.52
301069	凯盛新材	130.44	31.01	0.75	1.12	1.47	41.23	27.62	21.12
300856	科思股份	102.51	60.54	2.07	2.54	3.09	29.29	23.88	19.59
平均值							35.14	22.53	17.41
301076	新瀚新材	32.96	31.85	1.03	1.57	2.02	30.82	20.34	15.80

资料来源: Wind, 国联证券研究所; 股价为 2023 年 2 月 20 日收盘价; 可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

7. 风险提示

1) 在建项目推进不及预期

目前，公司年产 8000 吨芳香酮及其配套项目尚处于建设或试生产阶段，如果项目推进不及预期，将对公司业绩产生不利影响。

2) 竞争加剧风险

中欣氟材年产 5000 吨的 DFBP 项目预计在 2023 年 4 月份开始试生产准备，如果项目投产顺利或对行业供给格局产生一定冲击。

3) 环保成本提升

傅克反应会产生一定的金属盐废弃物，存在环境污染的风险，公司的环保成本可能随我国环保政策趋严而提升。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	187	140	62	81	100	营业收入	342	398	622	814	996
应收账款+票据	75	89	130	170	208	营业成本	233	254	373	490	604
预付账款	0	0	3	3	4	税金及附加	2	2	4	5	6
存货	39	48	67	88	108	营业费用	2	3	4	5	6
其他	523	560	564	566	567	管理费用	36	40	62	79	95
流动资产合计	824	836	826	908	986	财务费用	-1	-8	0	2	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	37	169	315	556	729	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	158	153	182	125	140	投资净收益	6	16	9	9	9
无形资产	58	57	47	38	28	其他	0	1	0	0	0
其他非流动资产	17	38	38	37	37	营业利润	77	123	188	241	291
非流动资产合计	270	417	582	756	935	营业外净收益	0	0	0	0	0
资产总计	1094	1253	1407	1664	1921	利润总额	76	123	187	241	290
短期借款	0	0	21	54	56	所得税	10	16	25	32	39
应付账款+票据	58	133	124	163	201	净利润	66	107	162	209	251
其他	22	36	42	55	68	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	80	169	188	273	325	归属于母公司净利	66	107	162	209	251
长期带息负债	0	0	6	11	15	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他	1	2	2	2	2	成长能力					
非流动负债合计	1	2	8	14	17	营业收入	18.80	16.39%	56.32%	30.77%	22.42
负债合计	81	171	196	286	343	EBIT	-	53.01%	62.52%	29.46%	20.61
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBITDA	-	48.66%	84.07%	36.98%	23.95
股本	80	103	103	103	103	归母净利润	-	61.32%	51.54%	28.67%	20.40
资本公积	608	584	584	584	584	获利能力					
留存收益	325	394	523	690	891	毛利率	32.01	36.11%	40.00%	39.80%	39.32
股东权益合计	1013	1081	1211	1378	1579	净利率	19.38	26.87%	26.04%	25.63%	25.20
负债和股东权益总	1094	1253	1407	1664	1921	ROE	6.54%	9.89%	13.38%	15.14%	15.90
						ROIC	29.46	30.40%	42.09%	32.71%	29.92
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债	7.38%	13.68%	13.96%	17.20%	17.83
净利润	66	107	162	209	251	流动比率	10.3	4.9	4.4	3.3	3.0
折旧摊销	9	11	45	75	102	速动比率	9.8	4.7	4.0	3.0	2.7
财务费用	-1	-8	0	2	3	营运能力					
存货减少	-8	-9	-19	-21	-21	应收账款周转率	4.6	4.5	4.8	4.8	4.8
营运资金变动	2	33	-69	-11	-10	存货周转率	6.0	5.3	5.6	5.6	5.6
其它	7	-2	11	13	13	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
经营活动现金流	75	132	130	267	338	每股指标(元)					
资本支出	-113	-91	-210	-250	-280	每股收益	0.6	1.0	1.6	2.0	2.4
长期投资	-330	-65	0	0	0	每股经营现金流	0.7	1.3	1.3	2.6	3.3
其他	6	13	8	8	8	每股净资产	9.8	10.5	11.7	13.3	15.3
投资活动现金流	-437	-143	-202	-242	-272	估值比率					
债权融资	-23	0	28	38	5	市盈率	49.7	30.8	20.3	15.8	13.1
股权融资	20	24	0	0	0	市净率	3.3	3.0	2.7	2.4	2.1
其他	531	-64	-33	-44	-53	EV/EBITDA	(8.0)	(5.5)	11.7	8.7	7.0
筹资活动现金流	528	-40	-5	-6	-48	EV/EBIT	(9.1)	(6.0)	14.6	11.4	9.5
现金净增加额	166	-49	-77	19	18						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2023年2月20日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
弱于大市		相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上	

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695