

新 开 源 (300109) \ 基础化工

欧洲能源危机&锂电端需求增长, PVP 迎来供需错配

投资要点:

受益于欧洲能源危机, 叠加锂电正极浆料带动需求快速增长, PVP 产品迎来供需错配窗口期, 产品价格有望上行, 公司实现量价齐升。

公司简介

公司地处河南焦作博爱县, 目前采取精细化工+精准医疗双主业战略。公司是国内首家实现PVP产品国产化的厂商, 现有PVP产能1.3万吨/年, 在建2万吨预计23Q2投产, 届时有望成为全球最大的PVP厂商。

PVP 迎来供需错配窗口期

当前PVP全球供需紧平衡, 巴斯夫德国工厂(约占全球PVP产能的30%)面临天然气供应压力, 生产装置出现不可抗力, 锂电正极浆料对PVP需求持续提升, 在23Q2公司新增产能投放之前市场内无新增供应, PVP迎来供需错配窗口期, 产品价格有望进一步上涨。

欧瑞姿持续放量提升市场份额

欧瑞姿作为牙膏、漱口水、假牙粘合剂的添加剂, 附加值高。公司自2008年开始研发欧瑞姿产品, 以好的质量和更低的价格切入市场, 2019年产品逐步起量、实现营收0.34亿元, 2022H1实现营收0.69亿元, 产品实现市场份额的显著提升, 2018到2022年销售量CAGR有望达到61%。

精准医疗板块逐步减亏

自2020年新冠疫情以来精准医疗业务受较大影响, 随着疫情的逐步缓解, 医疗板块逐步减亏, 我们认为22Q4精准医疗板块有望实现扭亏为盈。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年收入分别为16/27/39亿元, yoy分别为+31%/+68%/+45%, 归母净利润分别为4.92/10.41/12.28亿元, yoy分别为+68%/+111%/+18%, EPS分别为1.43/3.02/3.56元, 3年CAGR为61%。公司充分享受PVP量价利齐升带来的业绩高增长, 采用PE法参考可比公司估值, 给予公司2023年15倍, 对应2023年目标价45.30元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 巴斯夫复产的风险; 在建PVP进度不及预期; 安全生产的风险。

投资评级:

行 业: 化学制品

投资建议: 买入/(首次评级)

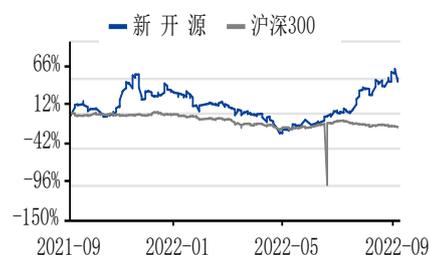
当前价格: 30.58元

目标价格: 45.30元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	345/287
流通A股市值(百万元)	8,802
每股净资产(元)	9.32
资产负债率(%)	14.21
一年内最高/最低(元)	30.58/11.52

股价相对走势



分析师: 柴沁虎

执业证书编号: S0590522020004

邮箱: chaiqh@glsc.com.cn

相关报告

1、《新 开 源 (300109) \ 化工行业布局精准医疗, 前景广阔》2020.03.03

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	979	1220	1595	2675	3885
增长率(%)	6%	25%	31%	68%	45%
EBITDA(百万元)	172	472	684	1343	1562
归母净利润(百万元)	45	293	492	1041	1228
增长率(%)	-64%	558%	68%	111%	18%
EPS(元/股)	0.13	0.85	1.43	3.02	3.56
市盈率(P/E)	236.8	36.0	21.4	10.1	8.6
市净率(P/B)	3.4	3.1	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	28.1	13.2	13.7	6.9	5.7

数据来源: 公司公告、iFind, 国联证券研究所预测; 股价为2022年9月16日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

1) **PVP迎来供需错配窗口期**：当前PVP全球供需紧平衡，巴斯夫德国工厂（约占全球PVP产能的30%）面临天然气供应压力，锂电正极浆料对PVP需求持续大幅提升，在23Q2公司新增产能投放之前市场内无新增供应，PVP迎来供需错配窗口期，产品价格有望进一步上涨。

2) **欧瑞姿持续放量提升市场份额**：公司自2008年开始研发欧瑞姿产品，2019年产品逐步起量、实现营收0.34亿元，2022H1实现营收0.69亿元，产品实现市场份额的显著提升。

3) **精准医疗板块逐步减亏**：自2020年新冠疫情以来精准医疗业务受较大影响，随着疫情的逐步缓解，医疗板块逐步减亏，我们认为22Q4精准医疗板块有望实现扭亏为盈。

不同于市场的观点

市场对公司有两方面的担忧，首先是欧洲能源危机如果缓解，巴斯夫德国工厂进一步提升负荷，会打破当前供给收缩的逻辑；其次担心其他厂商的扩产。

我们认为，从当前时点看，欧洲即将进入冬季供暖季，天然气的需求还将进一步提升，目前各方博弈的结果仍无定论，欧洲能源危机短期内得到解决的可能性较小；其次，我们认为新基地从无到有的扩产周期2年左右，2023年除了公司扩建产线外，行业内难有新增产能。

核心假设

假设PVP产品2022-2024年产销量分别为1.5万吨、2.5万吨和3万吨，产品价格分别为8.5万元/吨，9万元/吨，8万元/吨。

盈利预测、估值与投资建议

我们预计公司2022-24年收入分别为16/27/39亿元，yoy分别为+31%/+68%/+45%，归母净利润分别为4.92/10.41/12.28亿元，yoy分别为+68%/+111%/+185%，EPS分别为1.43/3.02/3.56元，3年CAGR为61%。公司充分享受PVP量价利齐升带来的业绩高速增长，参考2023年可比公司估值，给予公司2023年15倍PE，对应2023年目标价45.30元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

短期看巴斯夫德国工厂是否进一步减产，PVP实现提价；

中长期看PVP下游需求的进一步开拓，以及NMP产品建设进度及精准医疗板块的推进。

正文目录

投资聚焦	2
1. 公司简介	4
1.1 公司简介	4
1.2 股权结构	5
1.3 财务分析	5
2. PVP 产品迎来供需错配窗口期	7
2.1 概况：PVP 是一类应用广泛的助剂产品	7
2.2 需求：药用辅料为主，锂电成为下游最快增长点	9
2.3 供给：集中度高，欧洲能源危机下巴斯夫遭遇不可抗力	11
3. 公司迎来业绩释放期	13
3.1 PVP 迎来量价齐升，业绩弹性大	13
3.2 NMP 接续 PVP，驱动公司 24 年之后的业绩增长	13
3.3 欧瑞姿占比虽小，但业绩增速快	14
4. 盈利预测、估值与投资建议	14
4.1 盈利预测	14
4.2 估值与投资建议	15
5. 风险提示	16

图表目录

图表 1：公司发展的历史沿革	4
图表 2：公司股权结构（2022 半年报）	5
图表 3：公司营收及其增速	5
图表 4：公司归母净利润及其增速	5
图表 5：公司各项费用率	6
图表 6：公司利润率	6
图表 7：公司 2022H1 收入占比	7
图表 8：公司 2022H1 毛利占比	7
图表 9：乙炔法 PVP 合成工艺简图	8
图表 10：乙炔法 PVP 合成工艺简图	8
图表 11：PVP 下游需求	9
图表 12：2018 年我国 PVP 消费结构	10
图表 13：未添加分散剂的 Sample A 电池循环衰减更快	11
图表 14：添加 10wt%PVP 的 NaV6015 纳米棒团聚效应有效改善	11
图表 15：全球主流 PVP 厂商名义产能	12
图表 16：欧洲天然气价格达到历史高位	12
图表 17：公司 PVP 产品收入及增速	13
图表 18：公司 PVP 产品毛利率变化	13
图表 19：PVP 与 NMP 同属 BDO 下游产业链	14
图表 20：公司营收测算汇总（百万元）	15
图表 21：可比公司估值对比表	16

1. 公司简介

1.1 公司简介

博爱新开源制药股份有限公司是由博爱新开源制药有限公司整体变更而来。新开源有限是 2003 年 2 月 28 日经博爱县人民政府博政文(2003)10 号文批准,由博爱县开源精细化工厂等四家法人单位和 20 位自然人组建而成,初始注册资本 800 万元。

自 1987 年新开源率先在中国开创 PVP 产品生产以来,已经成长为全球 PVP 系列产品的主要供应商之一,产品种类齐全。

公司于 2010 年 8 月 25 日在深圳证券交易所挂牌上市。

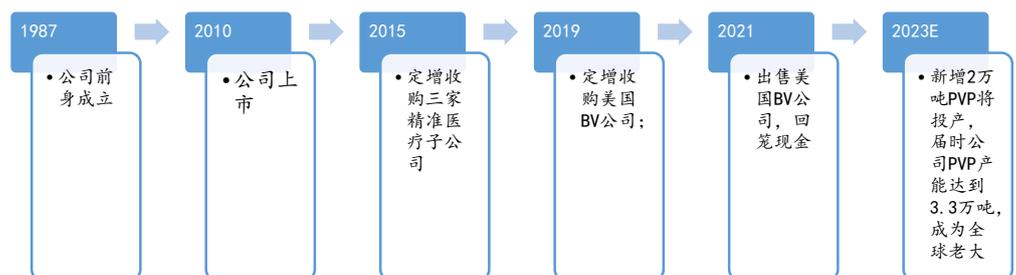
2015 年 8 月,公司通过定增购买武汉呵尔、长沙三济、上海晶能三家精准医疗业务的公司 100% 股权,实施精细化工和精准医疗双主业战略。

2018 年 2 月,公司名称由“博爱新开源制药股份有限公司”变更为“博爱新开源医疗科技集团股份有限公司”。

2019 年设立全资子公司上海新开源精准医疗有限公司。

2019 年公司通过定增收购美国 BioVision 公司 100% 股权, BioVision 公司是一家从事生命科学研究试剂的研发、生产、销售并且专业提供药效学研究、药物代谢研究等药物筛选评估服务的生物科技公司。但收购 BV 导致公司商誉高企,加之海外疫情未能有效控制,对国际交流和旅程造成了一些障碍,不利于 BioVision 相关产品与技术的后续转化工作,公司经过审慎考虑,于 2021 年出售 BV 公司,获得 32,209.65 万美元的充沛现金。

图表 1: 公司发展的历史沿革



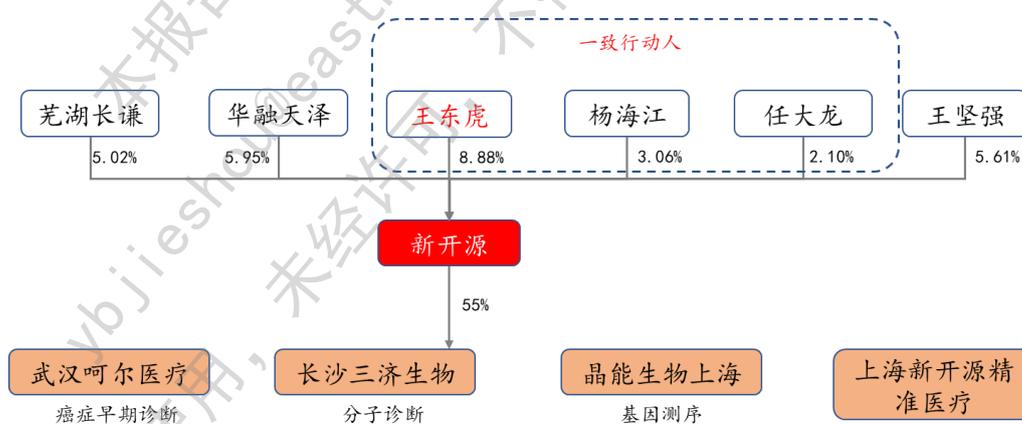
来源: 公司招股书, 公司公告, 国联证券研究所

1.2 股权结构

公司最初由王东虎、杨海江、王坚强三人创立，上市之前三人对公司持股比例分别为 26.59%、12.93%、12.93%。

经多年资本运作，截至 2022 年中报，王东虎、杨海江、任大龙为一致行动人，三人持股比例分别为 8.88%、3.06%、2.10%，合计 14.04%，为公司实控人。

图表 2: 公司股权结构 (2022 半年报)



来源: wind, 国联证券研究所

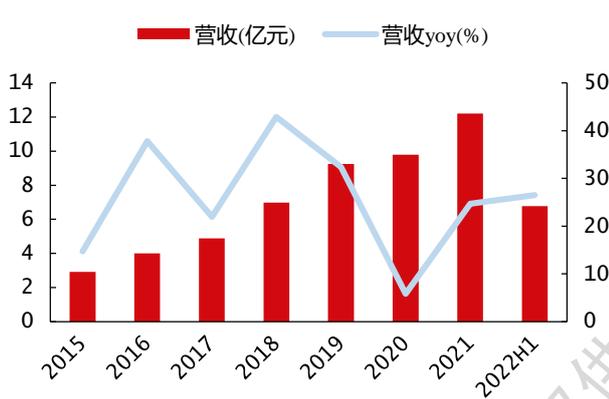
2021 年公司针对主要高管和其他核心员工实施一轮股权激励, 授予人数 323 人, 授予价格 5.81 元/股, 授予数量 2055 万股, 占公司总股本比例的 6.98%。

1.3 财务分析

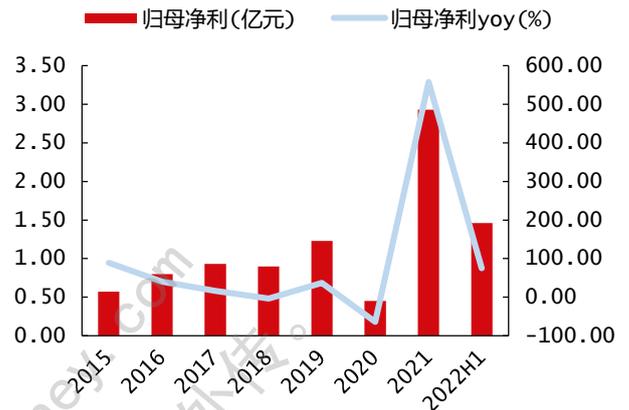
公司近年来营收持续稳健增长, 2021 年实现营收 12.2 亿元, 2015 年至 2021 年 CAGR 为 27%。经营业绩 2020 年受疫情影响, 医疗板块出现亏损和商誉减值, 业绩有所下滑, 2021 年化工板块 PVP 和欧瑞姿持续放量, 叠加出售境外子公司的处置收益 2.99 亿元, 归母净利实现 2.93 亿元, 2015 至 2021 年 CAGR 为 31.4%。

图表 3: 公司营收及其增速

图表 4: 公司归母净利润及其增速



来源: wind, 国联证券研究所

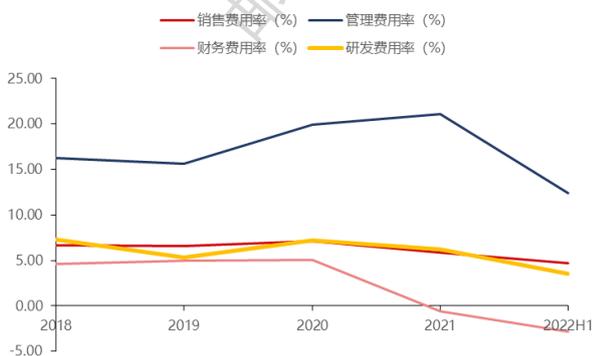


来源: wind, 国联证券研究所

2020 年以来费用率整体有所下降。从费用角度看，2020 年以来，公司销售费用率保持稳定下降的趋势主要是产品价格持续提升带来的收入高基数；2021 年管理费用率的提升主要是股权激励费用的分摊；财务费用方面由于 2021 年处置境外子公司收到大量现金，通过现金管理实现利息收入；研发费用率略有下滑主要是出售境外子公司略有拖累。整体看公司的费用率 2020 年以来呈下降趋势，进一步增强业绩弹性。

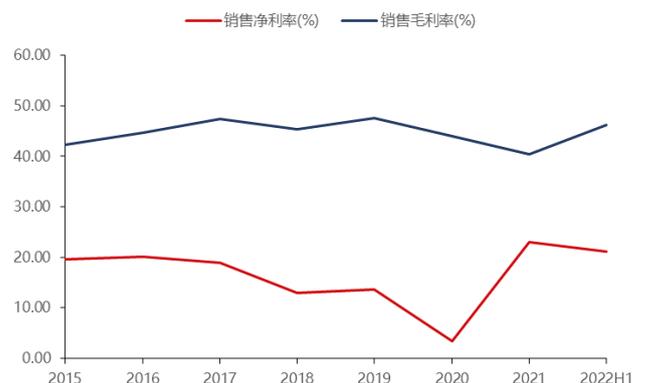
利润率方面，公司的毛利率 2015 年以来基本维持在 40%-47% 的区间，但净利润受成本变动等因素影响出现较大波动，从 2020 年至今来看，净利率已经恢复至历史较好水平。

图表 5: 公司各项费用率



来源: wind, 国联证券研究所

图表 6: 公司利润率



来源: wind, 国联证券研究所

从业绩占比来看，2022 年中报 PVP 产品收入占比 77%、毛利占比 78%，是公司最重要的业绩来源。医疗服务板块虽然收入占比超过欧瑞姿达到 13%，但毛利较低，占比 8%。

展望后市，鉴于疫情的逐步常态化，医疗服务有望逐步走出亏损的局面，2023 年

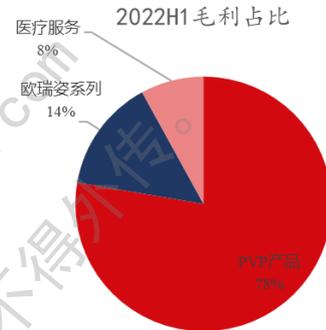
实现盈利，考虑到盈利占比较小，且目前公司边际催化主要在于 PVP 产品，本文着重展开介绍 PVP 产品情况。

图表 7: 公司 2022H1 收入占比



来源: wind, 国联证券研究所

图表 8: 公司 2022H1 毛利占比



来源: wind, 国联证券研究所

2. PVP 产品迎来供需错配窗口期

PVP 产品下游应用领域分散，其中作为锂电添加剂的下游应用领域在快速增加，同时供给端受欧洲能源危机的影响，巴斯夫德国工厂装置遭遇不可抗力，约 30% 的供应受到限制，PVP 产品迎来供需错配窗口期。

2.1 概况：PVP 是一类应用广泛的助剂产品

PVP (聚乙烯吡咯烷酮)，也称聚维酮，是一种水溶性高分子化合物，是 N-乙烯基酰胺类聚合物中最具特色，且被研究得最深、最广泛的精细化学品品种。

PVP 已发展成为非离子、阳离子、阴离子 3 大类，按照产品纯度可分为工业级、医药级、食品级 3 种规格。主要产品品种按分子量可分为 K-15、K-30、K-60、K-90 等，通常 K 值越大，粘度越大，粘结性越强。其中 PVP K30 是 K 系列中主要的产品，在医药上有广泛的应用，为国际倡导的三大药用新辅料之一。

➤ 从 PVP 制备工艺上看，高温高压长流程构筑乙炔法 PVP 工艺壁垒

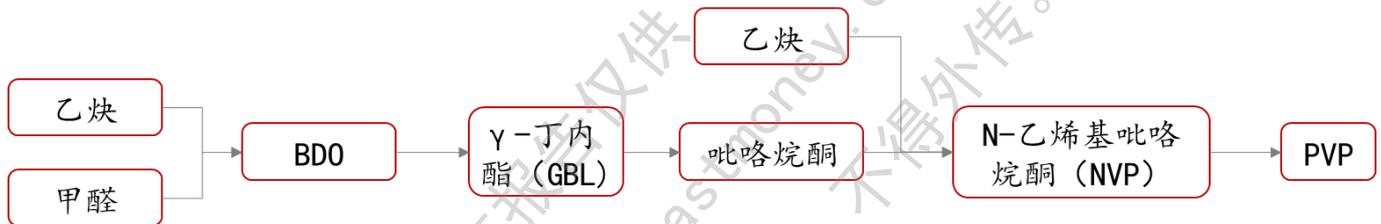
乙炔法即 Reppe 合成法，由 Reppe 于 20 世纪 30 年代发明。该法是最早、也是发展至今最为成熟的合成及生产 N-乙烯基吡咯烷酮的方法。20 世纪 50 年代开始，美国 ISP 公司和德国 BASF 公司就用 Reppe 法生产 PVP。

该法以乙炔和甲醛为原料，经过乙炔和醛的加成、催化加氢、催化脱氢成环、氨

解，加成乙炔**五步反应**，得到产物 N-乙烯基吡咯烷酮。乙炔法反应过程中，温度最高可达 250°C，压力最高可达 11MPa，属于高温高压操作。

乙炔法虽然存在高温、高压操作，有爆炸危险，流程长等不足，但该方法工艺成熟、原料简单、经济性好，依然是目前工业化生产 N-乙烯基吡咯烷酮的主导方法。

图表 9：乙炔法 PVP 合成工艺简图



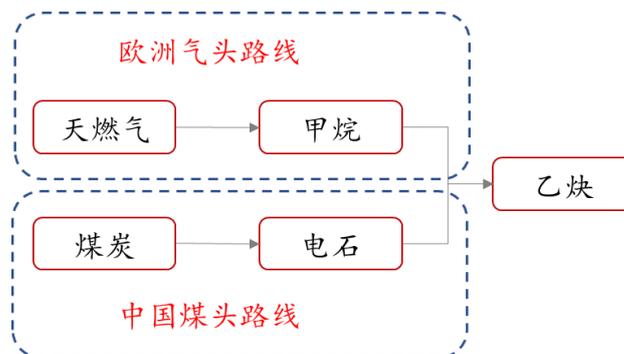
资料来源：国联证券研究所

- 从产业链角度看，国内 PVP 产能以煤化工下游产业为主，欧洲 PVP 产能为气头路线

产业链分歧点在于乙炔来源：PVP 是由 N-乙烯基吡咯烷酮（NVP）单体经均聚、共聚、交联聚合等方法得到的一系列性能优异的高分子精细化工产品。NVP 是由 γ-丁内酯经催化脱水制得，而 γ-丁内酯则是由 BDO 催化脱氢制得。BDO 的主流合成路线为炔醛法，从这个角度看，乙炔是生产 PVP 绕不开的中间体。

中国是富煤贫油少气的国家，乙炔主要是沿着煤炭-电石-乙炔工艺路线制备，而欧洲国家历史上凭借相对低廉的天燃气，沿着天然气-甲烷-乙炔路线制备乙炔。由此可以看出，国内 PVP 产能以煤化工下游产业为主，而欧洲 PVP 产能则主要是气头路线。

图表 10：乙炔法 PVP 合成工艺简图



资料来源：国联证券研究所

2.2 需求：药用辅料为主，锂电成为下游最快增长点

PVP 是一种合成水溶性高分子化合物，具有溶解性能、生理相容性、胶体保护作用、成膜性、粘结性、吸湿性等作用，因此 PVP 下游应用范围较广，主要应用于医药、食品、日用化工等众多现代工业领域。随着科学技术的发展，PVP 的应用领域越来越广泛，已在光固化树脂、光导纤维、激光视盘、减阻材料等高科技领域得到应用，其他方面如建材、冶金、炼钢、电镀等领域的应用研究也已开展，可以说，PVP 已渗透到国民经济及人们生活的各个领域。

图表 11: PVP 下游需求

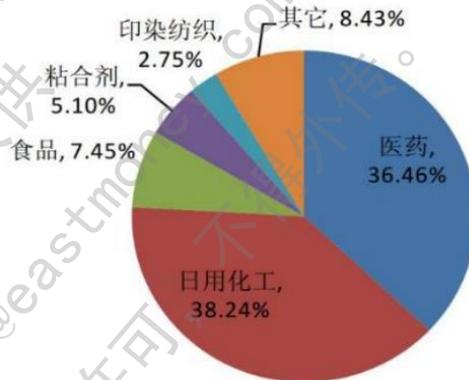
需求领域	简介
药用辅料	国际倡导的三大药用新辅料之一，可用做片剂、颗粒剂的粘结剂、注射剂的助溶剂、胶囊的助流剂；眼药的去毒剂，延效剂，润滑剂和包衣成膜剂，液体制剂的分散剂和酶及热敏药物的稳定剂，还可做低温保存剂。用于隐形眼镜、可增加其亲水性和润滑性。PVP 碘消毒剂。
食品加工	PVP 本身不会致癌，有良好的食物安全性，能与特定多酚化合物(如单宁)形成络合物，使其在果汁饮料中起到澄清作用和防凝作用，在食品加工方面主要作为啤酒、果汁、葡萄酒等食品澄清剂和稳定剂。
日用化妆品	PVP 具有极低的毒性和生理惰性，它对皮肤、眼睛无刺激，PVP 及共聚物具有良好分散性及成膜性，PVP 在乳液中有保护胶体的作用，可用于脂肪性和非脂肪性膏体中，用作定型液、喷发胶及摩丝的定型剂、护发剂的遮光剂、香波的泡沫稳定剂、波浪定型剂及染发剂中的分散剂和亲合剂。在雪花膏、防晒霜、脱毛剂中添加 PVP，可增强湿润和润滑效果。
洗涤剂	PVP 具有抗污垢再沉淀性能，用于配制透明液体或重污垢洗涤剂，在洗涤剂中添加 PVP 有很好的防转色效果，而且可以增强净洗能力，洗涤织物时可防止合成洗涤剂对皮肤的刺激，尤其对合成纤维，此性能比羧甲基纤维素(CMC)类洗涤剂更为突出。PVP 可与硼砂复配，作为含酚消毒清洁剂配方中的有效成分。PVP 与过氧化氢固体复配的洗涤剂中，具有漂白、杀灭病菌的作用。
纺织印染	PVP 与许多有机染料有很好的亲和力，它可以与聚丙烯腈、酯、尼龙和纤维性材料等疏水性合成纤维结合，提高染色力和亲水性。
涂料/颜料	用 PVP 包覆的油漆、涂料成膜透明而不影响本色，改善涂料和颜料的光泽和分散性，提高热稳定性并能改善油墨和墨水的分散性等。
其他	作为活性剂稳定胶粒，用于核壳催化剂的制备过程。聚乙烯基吡咯烷酮作为高分子表面活性剂，在不同的分散体系中，可作为分散剂、乳化剂、增稠剂、流平剂、粒度调节剂、抗再沉淀剂、凝聚剂、助溶剂和洗涤剂。PVP 可作为三次采油的胶凝剂，提高油田的采油率。作为感光材料的助剂有助于降低乳胶度和增强显影图像的覆盖能力。在聚合物聚合过程中作为增稠剂、分散稳定剂和粘结调节剂等。在造纸行业作为分散剂，在丙烯腈气化反应中作为助催化剂。PVP 在分离膜、光固化树脂、激光视盘、减阻涂料、建材、炼钢和电镀等领域的应用也在兴起。

来源：上海环盟咨询，国联证券研究所

医药是最重要的 PVP 下游消费市场。根据智研咨询的统计，2016 年我国 PVP 的消费量为 3.62 万吨，净进口量约 0.65 万吨。2021 年，我国 PVP 需求量增长至 5.4 万吨。医药行业和日化行业是 PVP 产品的主要应用领域，2018 年，医药行业和日化行业合计占比约 75%，其中医药占比为 36.46%，2021 年，受新能源领域的影响，新能源

领域占比提高至 10%，医药占比为 30%。PVP 应用领域不断扩展是促进 PVP 行业发展的重要因素。根据 QYResearch 研究中心的预计，到 2026 年 PVP 市场将达到 10.34 亿美元。

图表 12：2018 年我国 PVP 消费结构

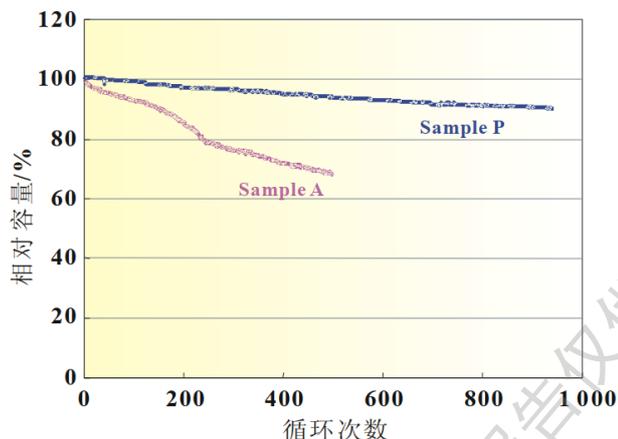


资料来源：QYResearch，国联证券研究所

PVP 作为磷酸铁锂正极浆料的分散剂，能够起到显著提高电池性能的作用。 PVP 应用领域中增长较快是新能源领域。在新能源领域中，PVP 作为分散剂加入到电池正极浆料中可以提高电池性能，增加电池的充放电容量，降低电池在放电过程中的温升。根据刘文刚等在《电源技术》上发表的研究结果，将正极材料 LiFePO_4 、导电剂 SP、粘结剂 PVDF 和分散剂 PVP 以 $\text{LiFePO}_4 : \text{SP} : \text{PVDF} : \text{PVP} = (90-x) : 6 : 4 : x$ (其中 $x=0, 0.1, 0.2, 0.4, 0.8$ 和 1.6) 的(质量比)比例混合，根据实验结果，随着 PVP 加入量的提高，浆料的黏度呈现下降的趋势，浆料的粒度则先减小后增大，PVP 加入量在 0.4%~0.8%时，可达到优异的浆料分散效果。用 PVP 含量 0.6%的 LiFePO_4 正极浆料制作出的电池高倍率放电及循环性能显著优于未使用 PVP 分散剂的传统磷酸铁锂电池。

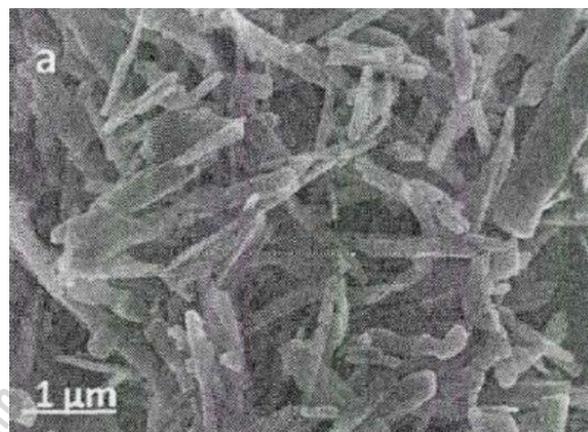
PVP 作为锂电分散剂的全球市场规模到 2025 年有望达到 3.3 万吨。 PVP 作为分散剂的添加方案尚未有明确的技术资料，根据公司在互动易上的回复，单 GWh 用 PVP 约 15 吨，按照 2021 年中国锂电池生产规模 324GWh 来计算，对应 PVP 中国需求规模约 4900 吨。按照研究机构 EVTank 的白皮书显示，2021 年全球锂电池出货量为 562GWh，对应 PVP 全球需求规模约 8400 吨。根据高工锂电的预测数据，2025 年全球锂电产量有望达到 2.2TWh，届时 PVP 作为锂电分散剂市场规模将达到 3.3 万吨。

图表 13: 未添加分散剂的 Sample A 电池循环衰减更快



资料来源:《PVP 分散剂对高倍率 LiFePO4 锂离子蓄电池性能作用》, 国联证券研究所

图表 14: 添加 10wt%PVP 的 NaV6015 纳米棒团聚效应有效改善



资料来源:《钠离子电池电极材料 NaV6015 的合成及电化学性能研究》, 国联证券研究所

钠电池有望成为继锂电之后另一重要的新能源应用领域。2021 年 7 月宁德时代发布首款钠电池, 钠电池有望在 2023 年实现量产, 作为具有前景的技术方案, 其材料配方也值得关注。PVP 在钠电池中同样充当表面活性剂的角色, (合肥工业大学材料科学与工程学院的) 王晓艳等 4 人在 2016 年发表《PVP 辅助水热合成钠离子电池正极材料 NaV6015 及电化学性能研究》的研究成果, 以 NH₄VO₃ 和 NaCl 为原料, 采用 PVP 辅助水热合成前驱体, 通过充放电及交流阻抗等实现表明, PVP 辅助水热合成的 NaV6015 纳米棒作钠离子电池正极材料具有较好的循环稳定性和倍率性能, 具有潜在应用价值。

此外, PVP 依靠其表面活性提高氧化石墨和石墨烯的分散性, 在锂电负极材料中也有应用潜力。

2.3 供给: 集中度高, 欧洲能源危机下巴斯夫遭遇不可抗力

全球 PVP 产能 CR3 高达 80%。根据智研咨询的数据, 2021 年全球 PVP 产能不足 10 万吨, 其中最大生产商主要有德国巴斯夫 (BASF)、美国亚什兰 (Ashland)、中国新开源等, 巴斯夫产能 3 万余吨, 全球占比约 30%, 全球第一, 考虑到部分梯队靠后企业开工率不足的问题, 我们推算 PVP 产量全球 CR3 实际达到 80%左右。

新开源是国内最大 PVP 厂家。2021 年我国 PVP 名义产能在 3 万吨左右, 其中新开源产能为 1.3 万吨, 焦作中卫特品药业产能 6500 吨, 建华南杭药业 5000 吨, 黄山邦森新材料 3000 吨, 山河药辅产能 1000 吨。新开源的产能规模是中国第一、世界第三, 也是最早实现 PVP 产业化的企业, 产品线多, 产品应用范围广。随着新能源领域

对 PVP 的长期需求，新开源计划扩大 2 万吨产能，预计到 2023 年二季度，产能将达到 3.3 万吨。

图表 15: 全球主流 PVP 厂商名义产能

厂商	现有年产能	拟在建产能
德国巴斯夫	3万余吨	
美国亚什兰	2-3万吨	
新开源	1.3	2
焦作中维特品药业	0.65	
衢州建华南杭药业	0.5	
黄山邦森新材料	0.3	
山河药辅	0.1	
合计	9万吨左右	2

来源：公司公告，爱企查，国联证券研究所

巴斯夫产能遭遇不可抗力，约 30% 供应短缺，产品价格有望进一步上涨。巴斯夫在德国的路德维希港 PVP 装置采用天然气为原料的工艺，由于欧洲能源危机，天然气价格持续高位，且受俄罗斯输气管道的影响，欧洲天然气面临供应不稳定的风险，近日我们观察到巴斯夫向客户发出中间体 GBL 遭遇不可抗力，导致 PVP 难以交付的通知。巴斯夫德国工厂产能占比约 30%，这部分产能的减少预计将对 PVP 供应市场造成较大的冲击，我们认为 PVP 价格有进一步上涨的空间。

图表 16: 欧洲天然气价格达到历史高位 (IPE 英国天然气期货结算价 (连续))



来源：wind，国联证券研究所

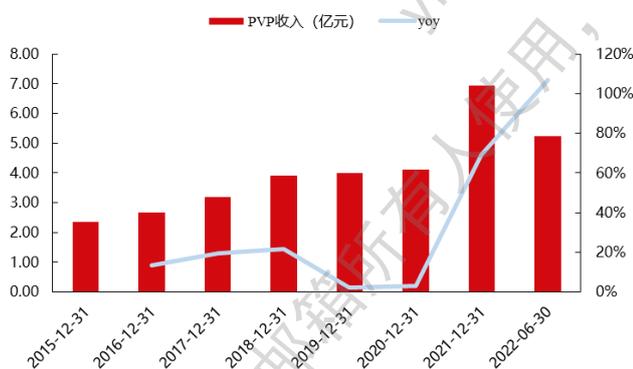
3. 公司迎来业绩释放期

3.1 PVP 迎来量价齐升，业绩弹性大

公司上市以来 PVP 产品出货量持续提升，2007 年产销约 1400 吨，到 2021 年稳步提升至 1.3 万吨的产能，从板块收入看，2015 年实现 PVP 收入 2.36 亿元，到 2021 年实现 PVP 收入 6.95 亿元，CAGR 达到 20%。

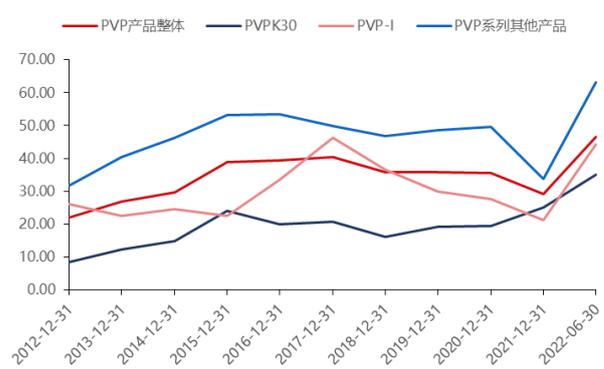
2022 年 PVP 供需错配，业绩迎来历史新高。由于欧洲能源危机的影响，欧洲 PVP 产能持续将负荷，叠加锂电端带动 PVP 需求的快速增长，2022 年 PVP 市场迎来高景气，公司上半年实现收入 5.23 亿元，为历史新高，同比增长 107%，同时从毛利率看 PVP 产品整体毛利率达到 46.58%，同样是历史最高。我们认为短期内 PVP 供需矛盾仍将加剧，PVP 价格具有进一步上行的空间，在此假设下，公司营收和利润率有望进一步创新高。

图表 17: 公司 PVP 产品收入及增速



资料来源: wind, 国联证券研究所

图表 18: 公司 PVP 产品毛利率变化



资料来源: wind, 国联证券研究所

在建 2 万吨产能预计 23Q2 投产，公司有望收获量价齐升。目前公司 PVP 产能为 1.3 万吨，现正在建设焦作中站区 2 万吨 NVP 单体的生产项目，根据公司的披露，预计 2022 年第四季度设备安装，2023 年第一季度试生产，2023 第二季度形成产能，届时公司 PVP 产能将达到 3 万余吨。

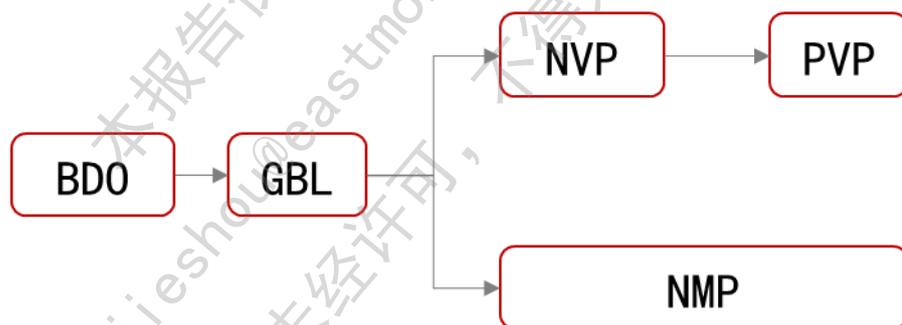
3.2 NMP 接续 PVP，驱动公司 24 年之后的业绩增长

N-甲基吡咯烷酮 (NMP) 在锂离子电池领域可用作正极材料溶剂，在电子工业中可用作半导体、集成电路清洗剂，在环保领域可用在 PVC 尾气回收方面。此外 NMP 可以广泛应用在化工、树脂塑料、涂料、油墨、染料、农药等行业中。

NMP 产品与公司核心产品 PVP 同属 BDO 下游产业链，在工艺和客户上均可实现协

同，公司基于这个思路，拟建 NMP 配套 BDO，项目总投资预计为 13.5 亿元，共分为两期，一期计划于 2023 年 6 月-2024 年 6 月完成，总投资预计 7 亿元，主要建设：6 万吨/年 BDO、10 万吨/年 GBL、10 万吨/年 NMP，二期计划于 2025 年 6 月-2026 年 6 月完成，总投资预计 6.5 亿元，主要建设：6 万吨/年 BDO、5 万吨/年 2-P。项目建设完成后有望优化公司上下游一体化结构，进一步巩固公司行业地位，提升公司的盈利能力。

图表 19: PVP 与 NMP 同属 BDO 下游产业链



来源：国联证券研究所

3.3 欧瑞姿占比虽小，但业绩增速快

欧瑞姿是乙烯基甲醚/马来酸酐共聚物的商品名，具有良好的化学稳定性，良好的粘合性、聚结性、保水性、成膜性(所成膜易剥离)，而且对人体无毒，因此得到广泛应用。在医药领域，欧瑞姿因具有生物粘性，被用作吻合术的粘合剂；牙齿、牙托固定剂等口腔护理产品。

公司欧瑞姿产品近四年产销量 CAGR 有望达到 61%。公司研发十余年，欧瑞姿产品不含苯环，较同行来说更健康，近年来快速放量。2018 年公司实现欧瑞姿产品销售 150 余吨，贡献利润 1300 余万元，到 2022 年上半年实现收入 6900 万元，参考欧瑞姿毛利水平推算 22H1 欧瑞姿贡献利润约 3500 万元。按照公司披露的数据，预计 2022 全年实现欧瑞姿产品销售 1000 吨左右，产销量有望实现 4 年增长 5.6 倍，CAGR 高达 61%。

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

PVP 产品: 假设在建 PVP 产能如期在 23Q2 投产, PVP 产品 2022-2024 年产销量分别为 1.5 万吨、2.5 万吨和 3 万吨, 产品价格分别为 8.5 万元/吨, 9 万元/吨, 8 万元/吨。

欧瑞姿系列: 假设欧瑞姿产品 2022-2024 年产销量分别为 1000 吨、1500 吨和 2000 吨, 产品价格维持 15 万元/吨, 毛利率维持 70%。

医疗服务: 剔除生命科学试剂研究 (已出售的 BV 公司业务), 不受疫情影响的 2019 年医疗服务板块收入约 3 亿元, 我们假设 2022 年下半年收入与上半年持平, 2023 年恢复到疫情前 2/3 的水平, 2024 年恢复至疫情前的水平, 即 2022-24 年医疗服务板块收入分别为 1.7 亿、2 亿、3 亿元。根据测算 2019-2022H1 医疗服务板块整体毛利率分别为 41%、22%、21%、23%, 由于疫情影响逐步削弱, 我们假设 2022-24 年医疗服务板块毛利率分别为 30%、35%、40%。

图表 20: 公司营收测算汇总 (百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	978.53	1,220.28	1,595.00	2,675.00	3,884.96
YOY	5.85%	24.71%	30.71%	67.71%	45.23%
毛利率	43.93%	40.39%	56.80%	64.58%	55.85%
PVP 产品					
收入	410.58	695.30	1,275.00	2,250.00	2,400.00
YOY	2.95%	69.35%	83.37%	76.47%	6.67%
毛利率	35.56%	29.25%	58.82%	66.67%	63.75%
欧瑞姿系列					
收入	35.77	49.91	150.00	225.00	300.00
YOY	5.24%	39.53%	200.54%	50.00%	33.33%
毛利率	76.63%	69.55%	70.00%	70.00%	70.00%
精准医疗					
收入	532.18	475.06	170.00	200.00	300.00
YOY	8.24%	-10.73%	-64.22%	17.65%	50.00%
毛利率	48.20%	53.63%	30.00%	35.00%	40.00%
NMP					
收入					884.96
YOY					
毛利率					35%

资料来源: wind, 国联证券研究所

4.2 估值与投资建议

可比公司选择: A 股中仅新开源一家主营 PVP 产品的上市公司, 我们选择跟 PVP

产品赛道相近的公司，共同特点都是在下游作为添加剂/成本占比较小，其次下游需求又有持续提升，最后产品格局较好，反映到可比公司自身，有量的不断释放和业绩的持续增长，基于以上的考量，我们选择高分子助剂龙头利安隆、减水剂龙头苏博特和气相法白炭黑龙头确成股份作为新开源的可比公司。

采用 PE 法估值：当前股价下可比公司 2022-24 年 PE 平均值分别为 18.93/15.20/12.58 倍，公司充分享受 PVP 量价利齐升带来的业绩高增长，3 年 CAGR 高达 61%，参考 2023 年可比公司估值，给予公司 2023 年 15 倍 PE，对应 2023 年目标价 45.30 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 21：可比公司估值对比表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300596.SZ	利安隆	132	57.31	2.51	3.14	3.82	22.83	18.25	15.00
603916.SH	苏博特	78	18.46	1.4	1.74	2.12	13.19	10.61	8.71
605183.SH	确成股份	87	20.77	1	1.24	1.48	20.77	16.75	14.03
							18.93	15.20	12.58
300109.SZ	新开源	106	30.58	1.43	3.02	3.56	21.43	10.13	8.59

数据来源：Wind，国联证券研究所；注：股价参考 2022 年 9 月 16 日收盘价，可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

5. 风险提示

巴斯夫德国 PVP 工厂复产的风险：天然气作为 PVP 的核心原材料，在欧洲面临能源危机大背景下，巴斯夫德国 PVP 工厂遭遇不可抗力，PVP 供应格局影响较大，但如果欧洲能源危机缓解，巴斯夫德国 PVP 工厂重新启动，将会对 PVP 价格造成冲击。

在建 PVP 产能投产进度不及预期的风险：公司在建 2 万吨/年 nvp 装置，作为 PVP 单体直接决定 PVP 生产能力，公司预期 23Q2 投产，如果投产进度不及预期，将对公司 23 年出货量造成负面影响。

安全生产的风险：PVP 生产过程涉及高压，如果操作不当引起安全事故，不仅对当前公司的订单交付造成影响，更可能面临员工生命安全和停产自查等监管措施。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	232	1162	1098	1366	1776	营业收入	979	1220	1595	2675	3885
应收账款+票据	325	346	503	843	1224	营业成本	549	727	689	948	1715
预付账款	57	41	85	142	206	营业税金及附加	10	11	16	28	40
存货	186	230	238	327	592	营业费用	70	72	80	134	194
其他	291	411	596	863	1162	管理费用	195	257	225	325	472
流动资产合计	1091	2190	2519	3540	4960	财务费用	49	-7	-1	-3	-4
长期股权投资	21	17	15	13	11	资产减值损失	-44	-67	0	0	0
固定资产	540	512	599	541	486	公允价值变动收益	9	15	0	0	0
在建工程	71	219	78	81	82	投资净收益	-2	302	-2	-2	-2
无形资产	117	116	101	85	68	其他	-5	-10	6	6	6
其他非流动资产	2305	936	919	902	890	营业利润	65	400	589	1248	1472
非流动资产合计	3055	1800	1711	1622	1537	营业外净收益	2	3	2	2	2
资产总计	4145	3990	4230	5163	6497	利润总额	67	403	591	1250	1474
短期借款	655	39	0	0	0	所得税	34	122	89	188	221
应付账款+票据	156	188	147	202	366	净利润	33	281	502	1063	1253
其他	190	274	231	327	571	少数股东损益	-12	-12	10	21	25
流动负债合计	1001	502	379	529	937	归属于母公司净利润	45	293	492	1041	1228
长期带息负债	32	54	41	28	16	主要财务比率					
长期应付款	3	0	0	0	0		2020	2021	2022E	2023E	2024E
其他	32	34	34	34	34	成长能力					
非流动负债合计	68	88	75	62	50	营业收入	5.85%	24.71%	30.71%	67.71%	45.23%
负债合计	1069	590	453	591	987	EBIT	-43.25%	240.77%	49.09%	111.32%	17.83%
少数股东权益	(3)	(12)	(2)	20	45	EBITDA	-31.34%	173.77%	44.97%	96.21%	16.33%
股本	323	345	345	345	345	归属于母公司净利润	-63.70%	557.59%	68.00%	111.49%	17.93%
资本公积	2262	2410	2410	2410	2410	获利能力					
留存收益	493	658	1024	1798	2711	毛利率	43.93%	40.39%	56.80%	64.58%	55.85%
股东权益合计	3076	3400	3776	4571	5509	净利率	3.34%	23.02%	31.50%	39.73%	32.26%
负债和股东权益总计	4145	3990	4230	5163	6497	ROE	1.45%	8.59%	13.04%	22.88%	22.48%
						ROIC	1.39%	7.56%	23.15%	40.96%	38.90%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债	25.79%	14.78%	10.72%	11.45%	15.20%
净利润	33	281	502	1063	1253	流动比率	1.1	4.4	6.7	6.7	5.3
折旧摊销	56	76	94	95	92	速动比率	0.8	3.8	5.7	5.7	4.3
财务费用	49	-7	-1	-3	-4	营运能力					
存货减少	-2	-45	-7	-89	-265	应收账款周转率	3.0	3.5	3.2	3.2	3.2
营运资金变动	80	-106	-477	-603	-601	存货周转率	3.0	3.2	2.9	2.9	2.9
其它	51	-156	11	92	268	总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
经营活动现金流	267	43	123	556	743	每股指标(元)					
资本支出	-104	-230	-7	-9	-9	每股收益	0.1	0.8	1.4	3.0	3.6
长期投资	-11	2	0	0	0	每股经营现金流	0.8	0.1	0.4	1.6	2.2
其他	8	1758	-1	-1	-1	每股净资产	8.9	9.9	10.9	13.2	15.8
投资活动现金流	-106	1530	-8	-10	-10	估值比率					
债权融资	-241	-594	-53	-13	-12	市盈率	236.8	36.0	21.4	10.1	8.6
股权融资	0	21	0	0	0	市净率	3.4	3.1	2.8	2.3	1.9
其他	83	-64	-126	-265	-311	EV/EBITDA	28.1	13.2	13.7	6.9	5.7
筹资活动现金流	-159	-637	-178	-278	-323	EV/EBIT	41.7	15.8	15.9	7.4	6.1
现金净增加额	-3	938	-64	268	410						

数据来源:公司公告、iFind, 国联证券研究所预测; 股价为2022年9月16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