

2023年3月15日

国产成核剂绝对龙头，塑料高端化助力业绩 再上台阶 ——呈和科技（688625）深度报告

评级： 增持

上次评级： 首次覆盖

目标价格：

最新收盘价： 50.47

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SACNO：S1120519100007

联系电话：

- **公司业绩高速增长，近三年销售毛利率均维持高位43%以上，近五年净利润CAGR达39%，核心产品毛利率均值均高于50%。**据业绩快报显示，公司2022年实现营业收入6.95亿元，同比+21%，2017-2022年五年CAGR达28%；实现归母净利润1.96亿元，同比增长25%，2017-2022年五年CAGR达39%。2021年核心产品成核剂和合成水滑石毛利润合计占比约91%，成核剂占比约69%，毛利率近三年均值超过55%；合成水滑石占比约23%，毛利率近三年均值超过53%。随着公司产品结构持续优化，公司毛利率有进一步提升空间。
- **塑料高端改性化步伐刺激成核剂和合成水滑石等助剂市场需求增长。**据中商研究院数据，2016-2021年，中国改性塑料行业的总产量稳定上涨，2021年产量为2193万吨，同比+6%，较2016年产量增加630万吨，2016-2021年五年CAGR超过7%；改性化率由2016年的19%升至2021年的24%，但与全球近50%的改性化率相比还有较大的提升空间。我们测算2025年成核剂单剂需求量有望达到1.5万吨，2021-2025年四年CAGR14.22%；合成水滑石产量年均增长率约保持在15%，到2025年有望达到14万吨。
- **公司为国内成核剂和合成水滑石主要玩家，国产市场占比大但进口替代率低。**据公司招股说明书，2017年-2019年，公司成核剂销量（单剂和复合剂）占国产成核剂比重分别为51.01%、59.73%、68.54%，占国内市场份额由9.52%提升到15.12%；公司合成水滑石是中国石化在使用进口合成水滑石外，目前唯一指定使用的国产合成水滑石，2021年公司实现销售0.63万吨，市占率仅7.90%。成核剂和水滑石当前国内拥有充分的国产替代空间。
- **募投和技改项目满足下游需求，横向布局抗氧化剂实现降本增效。**公司现有成核剂和合成水滑石9200吨，其中成核剂3200吨，合成水滑石6000吨/年；复合助剂产能7800吨/年。IPO募投项目拟建设成核剂6400吨、合成水滑石10200吨、复合助剂20000吨/年，预计2023年建成投产。技改项目将现有产线合计产能提升至3.5万吨/年。项目全部建成投产将拥有助剂产能共7.15万吨/年。公司近期拟收购的科澳化学为抗氧化剂生产厂商，收购完成后将实现公司产品线从复合助剂到单一抗氧化剂产品延伸，有助于公司对成本进一步管控，实现降本增效。

➤ 投资建议:

我们预计2022-2024年公司营业收入分别为6.95/11.00/13.46亿元，归母净利润分别为1.96/3.23/4.23亿元，EPS分别为1.47/2.42/3.17元，对应2023年3月15日收盘价50.02元PE分别为34/21/16倍。公司为成核剂行业龙头，随着下游高端改性塑料需求增加，成核剂和合成水滑石需求量将持续增长，公司国产替代进程加速，我们看好公司未来的成长，首次覆盖，给予“增持”评级。

➤ 风险提示:

募投项目和技改项目投产不及预期、下游需求萎缩风险、原材料涨价风险、行业竞争加剧风险、资产注入不及预期风险。

呈和科技

contents

- 01 深耕助剂材料二十载，业绩持续高增长
- 02 高端塑料改性趋势不变，推升助剂市场需求
- 03 扩产满足下游需求，横向布局实现降本增效
- 04 盈利预测&风险提示

1.1 深耕助剂材料二十载，技术产品均为国内领先

- 呈和科技股份有限公司（688625）成立于2002年，于2021年6月科创板上市。公司自设立以来深耕高分子材料助剂领域，主营产品成核剂、合成水滑石和复合助剂是制造高性能树脂的关键材料，技术、产品处于国内领先、国际先进的地位。公司业务发展可分为三个阶段：

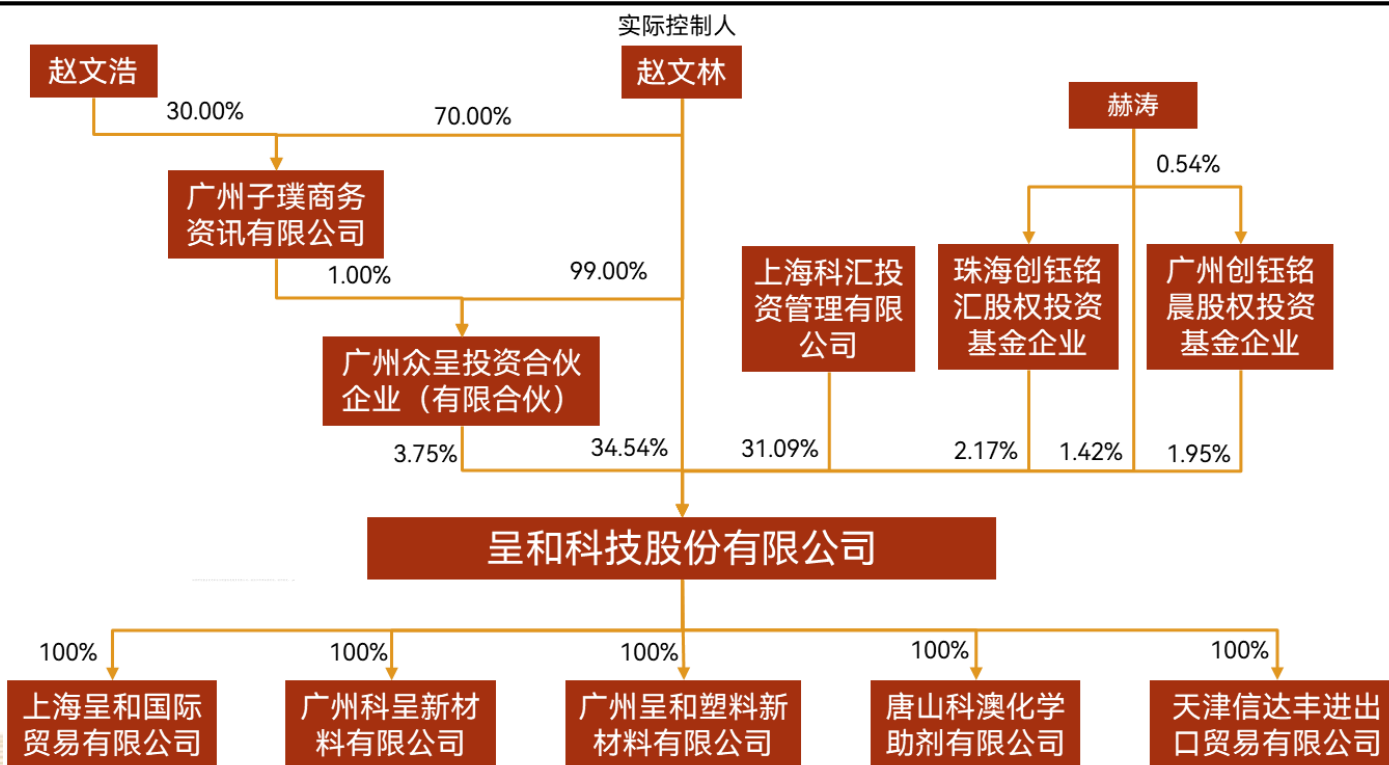
图 公司的发展历程



1.2 股权结构稳定，实控人引领相关产品实现0-1

- 公司创始人和第一大股东赵文林合计持有公司38.29%的股权，为公司实控人。此外，赵文林为公司核心技术人员，其从事高分子材料助剂研发三十年，创建了广东省塑料助剂工程技术研究中心、广州市塑料助剂工程技术研究开发中心，带领公司在成核剂、合成水滑石和复合助剂产品领域形成了自主核心技术，填补了国内相关产品技术空白，推进产品国产化进程。股权结构稳定，有利于创始人对公司决策权的控制，保证长久稳定发展。

图 公司的股权结构



1.3 外部因素扰动影响下，业绩仍保持较高速增长

- 公司业绩保持高速增长，近五年净利润CAGR超过39%。2021年，公司实现营业收入5.76亿元，同比+25%；实现归母净利润1.57亿元，同比高增35%。
- 2022年受疫情反复、原材料和能源价格高企影响，公司增速略有下滑，但仍保持较高水平。据业绩快报显示，公司实现营业收入6.95亿元，同比+21%，2017-2022年五年CAGR达28%；实现归母净利润1.96亿元，同比增长25%，2017-2022年五年CAGR达39%。

图 公司历年营业收入（百万元；%）

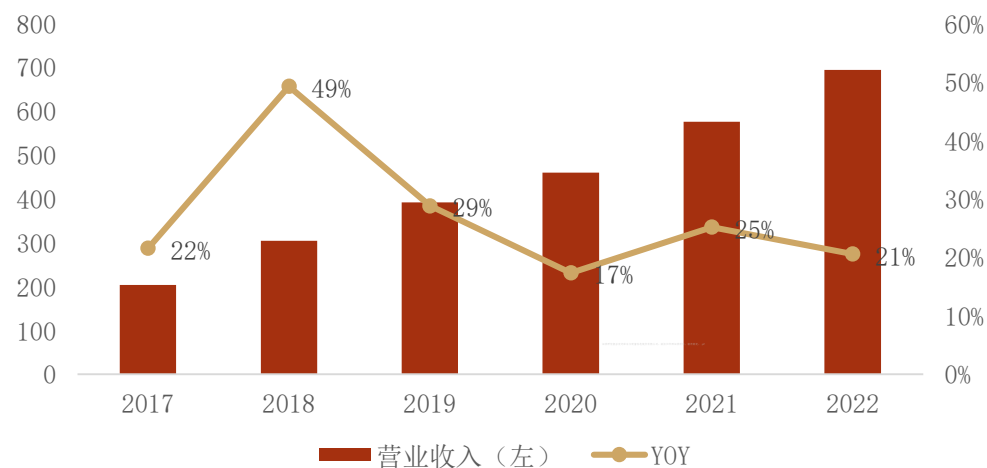
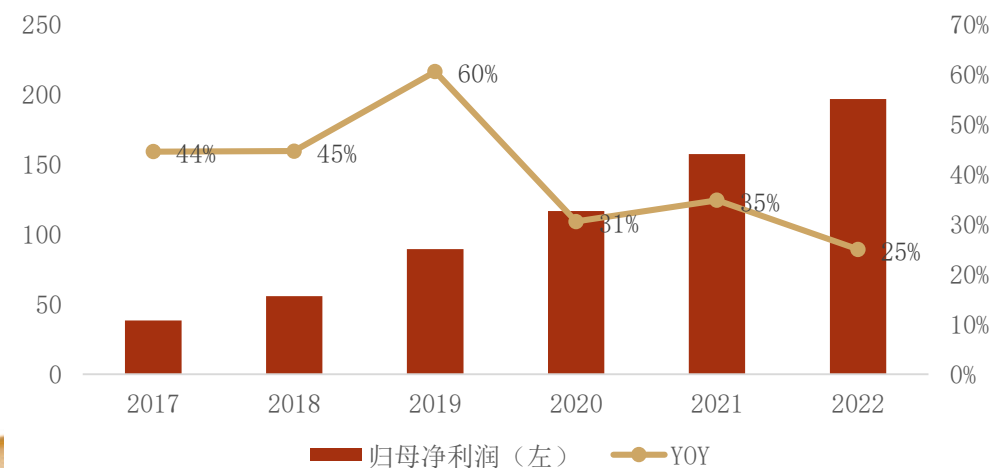


图 公司历年归母净利润入（百万元；%）



1.4 销售毛利率维持高位，净利率逐年增长

- 近三年公司销售毛利率均维持高位43%以上，净利率逐年增长。公司净利率2018年因融资需求支付财务费用略有下降，但自2018年以来逐年上涨，2021年公司实现毛利率为44.22%，净利率27.25%，较2017年+8.37pct。
- 随着公司业务规模扩张，期间费用上升但占营业收入比例有所下降，规模效益开始体现。2021年公司期间费用率为9.15%，较2017年-8.06pct。具体来看，2021年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为3.47%、5.51%、0.18%，分别较2017年-4.02、-3.20、-0.84pct。
- 2022年前三季度，公司实现销售毛利率43.38%，净利率进一步提升至29.08%，期间费用率维持9.15%。

图 公司历年利润率（百万元；%）

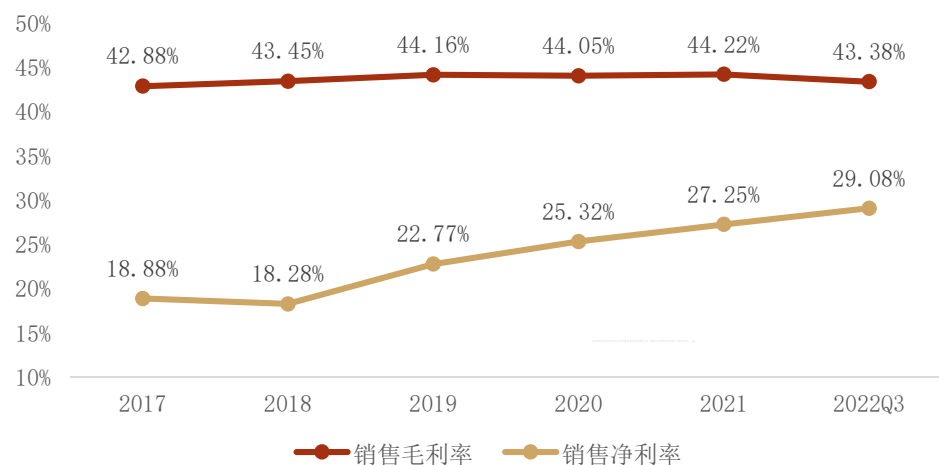
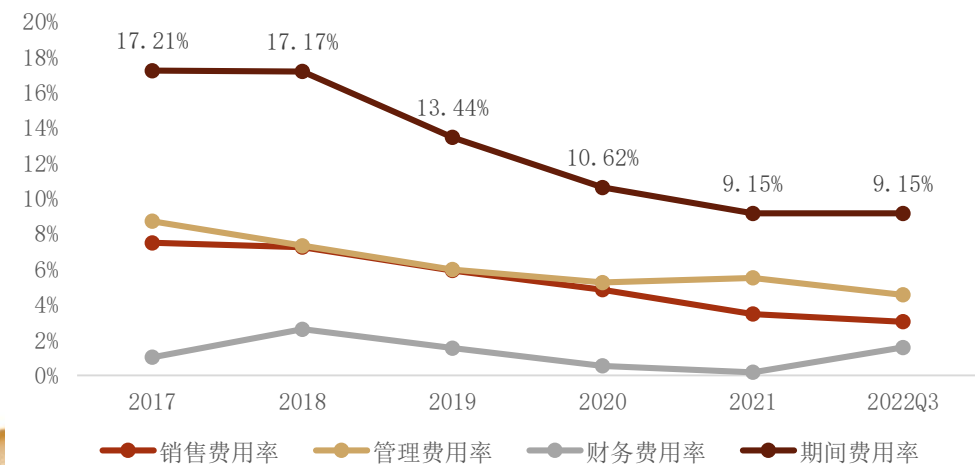


图 公司历年各项费用率（%）



1.5 核心产品毛利率超50%，收入规模迅速提升

- 成核剂为公司核心产品，近年来收入占比均在50%左右。2021年，公司主要产品成核剂/合成水滑石/复合助剂*/贸易商品分别实现收入3.05/1.11/0.69/0.89亿元，同比+23%/+29%/+35%/+22%。其中，成核剂为公司核心产品，2021年收入占比达53%，且2018年以来收入占比均超过50%，2017-2021年四年销售收入CAGR达33%，规模增长迅速；合成水滑石为公司第二大产品，收入占比稳中略升，2021年收入占比19%，2017-2021年四年销售收入CAGR达32%。

*注：此处复合助剂为NDO复合助剂，即未添加自产单一助剂的复合助剂产品，后文未标注同理。

图 公司历年分产品收入（百万元）

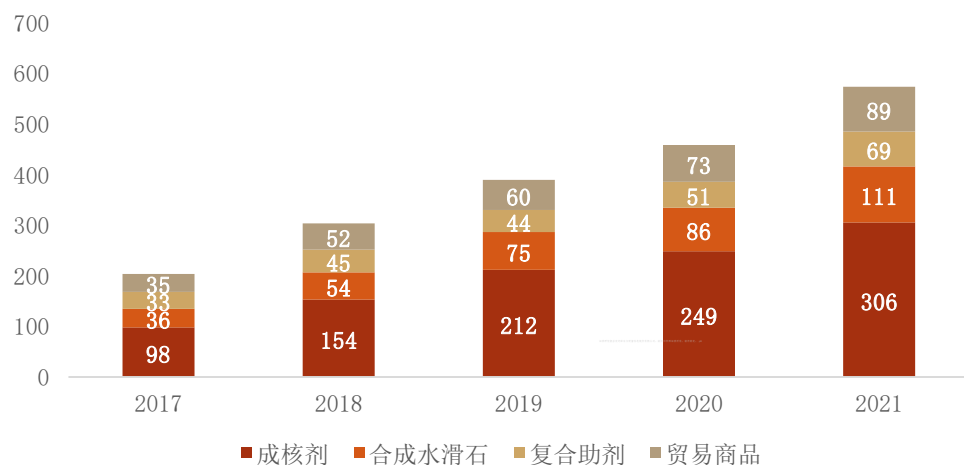
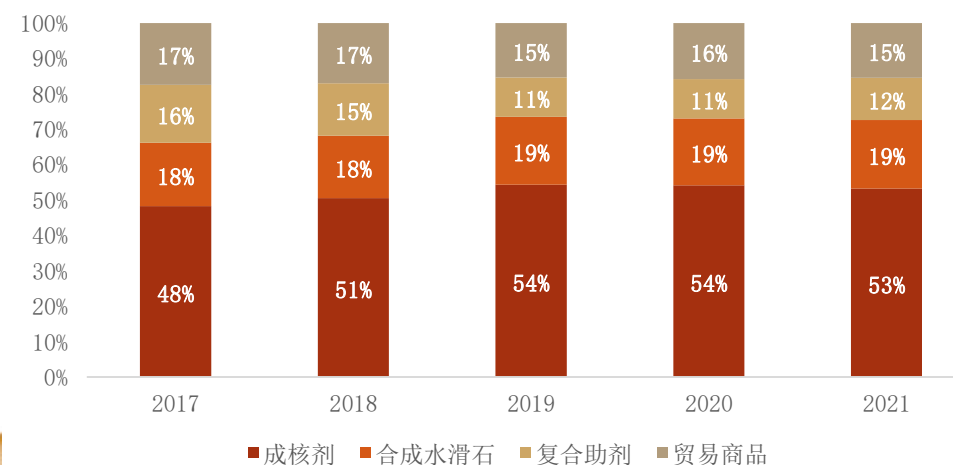


图 2 公司历年分产品收入占比（%）



1.5 核心产品毛利率超50%，收入规模迅速提升

- 成核剂和合成水滑石均为高毛利率产品，公司毛利结构逐渐向两者倾斜。2021年，公司主要产品成核剂/合成水滑石/复合助剂/贸易商品分别实现毛利润1.74/0.57/0.13/0.09亿元，同比+26%/+18%/-1%/+248%；毛利率分别为57%/51%/19%/10%。具体来看，成核剂和合成水滑石毛利润合计占比约91%，为毛利润主要贡献产品：其中成核剂占比约69%，毛利率近三年均值超过55%；合成水滑石占比约23%，毛利率近三年均值超过53%；此外复合助剂2021年由于原材料价格上涨幅度较大，2021年毛利率略有下滑，为19%。

图 公司历年分产品毛利润和占比（百万元；%）

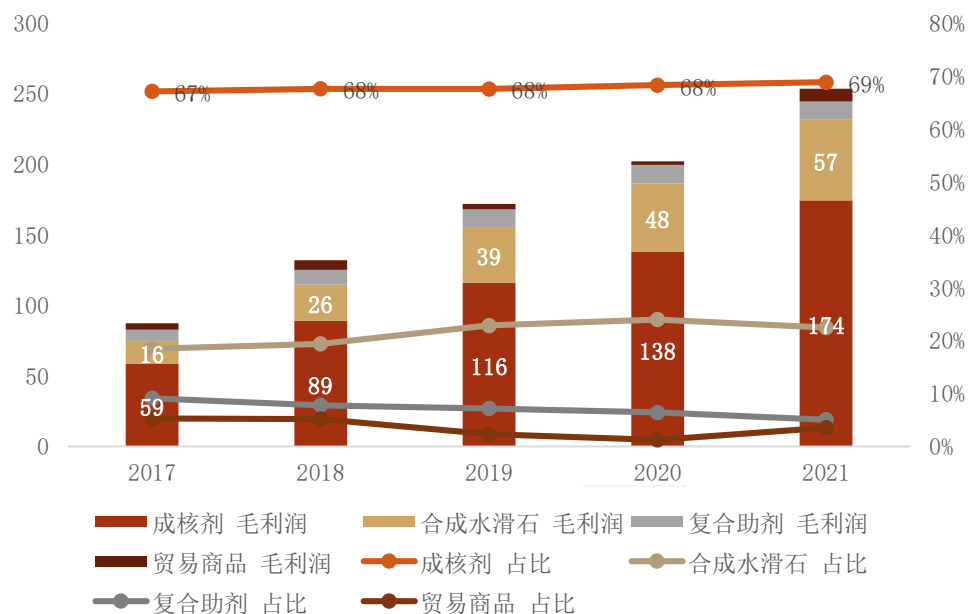
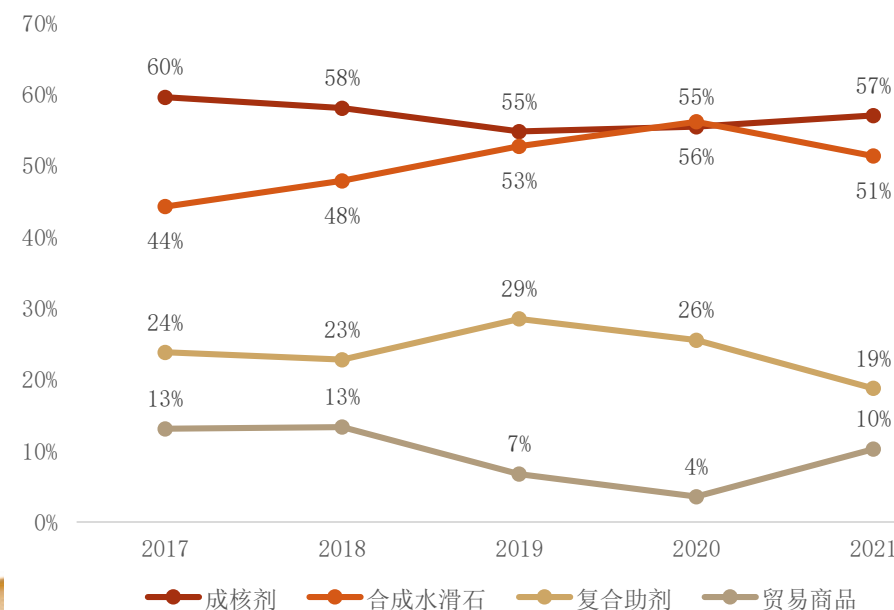


图 公司分产品毛利率（%）



呈和科技

contents

01 深耕助剂材料二十载，业绩持续高增长

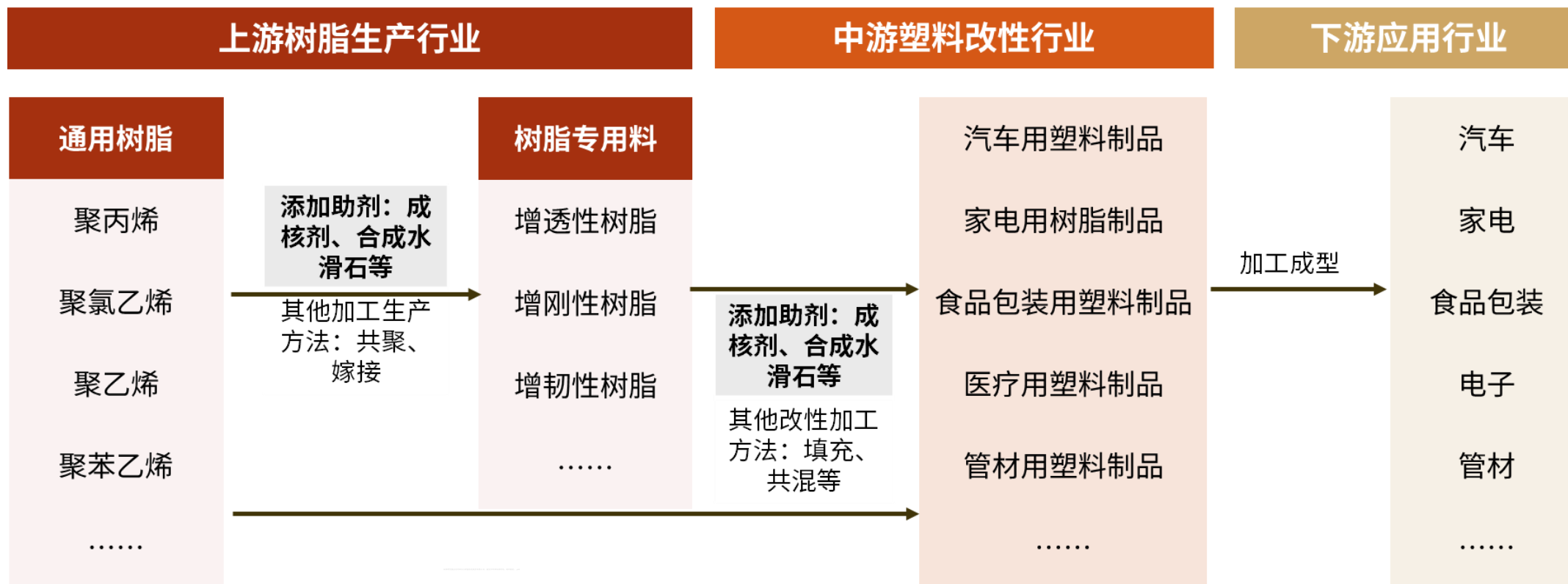
02 高端塑料改性趋势不变，推升助剂市场需求

03 扩产满足下游需求，横向布局实现降本增效

—04 盈利预测&风险提示

2.1 改性塑料需求与日俱增，我国改性化率仅为全球一半

➤ 成核剂、合成水滑石在改性塑料产业链的运用



2.1 改性塑料需求与日俱增，我国改性化率仅为全球一半

- ▶ 高性能树脂，是指在通用树脂基础上，通过添加高分子材料助剂并加工改进后，形成的具备高透明性、高刚性、高韧性、高稳定性、高耐热性、强抗冲击性等优越特性的树脂材料，主要为大型能源化工企业生产。而中游改性塑料厂商也可根据各细分应用场景客户的具体需求，在高性能树脂中添加强化特定功能的高分子材料助剂，进一步进行定制化改性加工，最终运用到各个领域。
- ▶ 高性能树脂及改性塑料材料的高分子材料助剂是指为实现增强特定性能而加入目标树脂及改性塑料材料中的各种性能增进物质。主要包括成核剂、合成水滑石、吸酸剂、增塑剂等较多品种。
- ▶ 复合助剂是由多种单一助剂（如成核剂、合成水滑石、抗氧化剂、分散剂等），根据客户的生产工艺特点及其性能需求，按一定配方比例物理混合，采用特殊生产工艺生产的预混高分子材料助剂产品。

表 部分高分子材料助剂

品种	作用
成核剂	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
合成水滑石	PVC生产用的热稳定剂和聚烯烃树脂生产用的卤素吸收剂
吸酸剂	吸收聚烯烃残存催化剂中的氯离子和酸性物质
增塑剂	赋予制品柔韧性和延展性
润滑剂	改善制品加工性能和表观性能
抗氧化剂	延缓制品受氧化并出现老化现象
热稳定剂	吸收聚氯乙烯在加工和使用过程中分解产生的HCL，改善聚氯乙烯的加工条件和热稳定性
光稳定剂	吸收或减少紫外线透射
...	...

2.1 改性塑料需求与日俱增，我国改性化率仅为全球一半

- **改性塑料需求与日俱增，2021年改性化率与全球相差约26%。**随着国民经济的稳定健康发展和消费升级使中国的汽车、电子电器等产业进入高速增长期，我国对改性塑料产品的需求与日俱增，成为全球改性塑料最大的应用市场和主要需求增长动力。据中商研究院数据，2016-2021年，中国改性塑料行业的总产量稳定上涨，2021年产量为2193万吨，同比+6%，较2016年产量增加630万吨，2016-2021年五年CAGR超过7%；改性化率也由2016年的19%升至2021年的24%，但与全球近50%的改性化率相比还有较大的提升空间。
- **家电和汽车为改性塑料下游主要应用领域，2021年占比合计达53%。**据智研资讯，从改性塑料下游运用来看，家电为改性塑料下游运用占比最大的领域，占比达34%；其次是汽车，占此约19%；此外办公设备、电动工具、电线电缆分别占比7%、3%、2%。

图 中国改性塑料产量及改性化率（万吨；%）

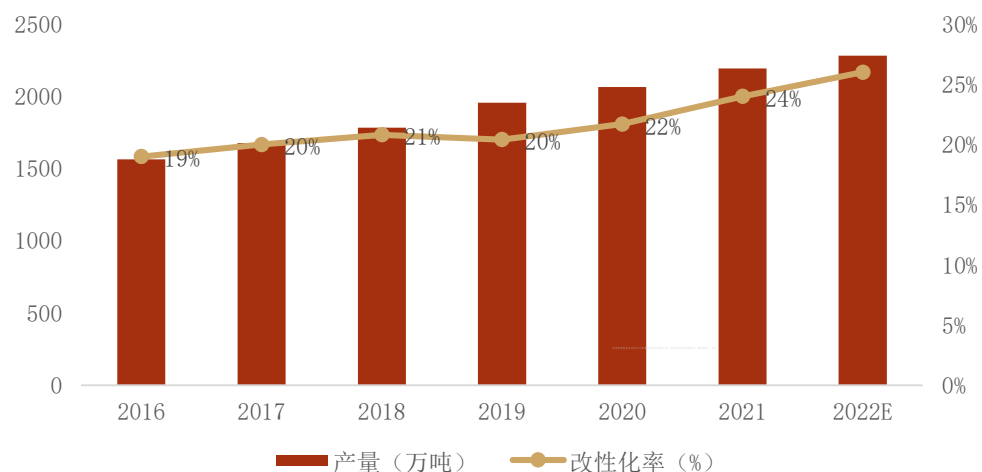
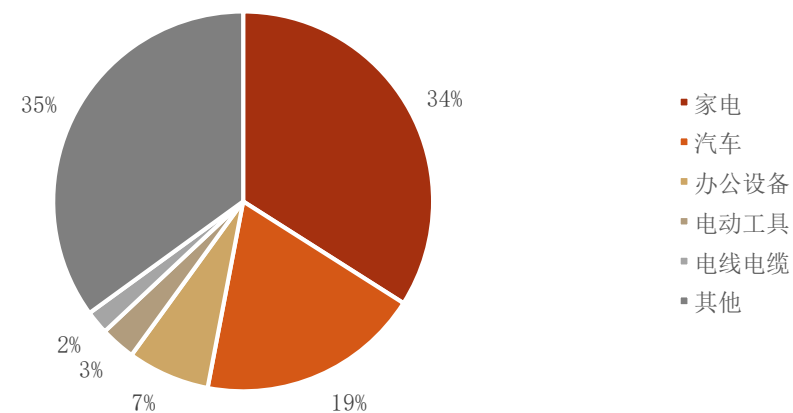


图 2021年改性塑料下游运用占比（%）



2.2 改性塑料高端化发展，成核剂亟待国产替代

- 成核剂是一种用于提高聚乙烯、聚丙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，可改善树脂制成品的光学性能，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。产品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。
- 随着国内聚丙烯生产逐步向高端化发展，高性能聚丙烯占聚丙烯整体比重在逐步提升，成核剂作为我国聚丙烯生产升级的重要原材料，需求量也在快速增长。当前美利肯与艾迪科为我国进口成核剂的主要供应商，占据我国成核剂市场主要份额。据呈和科技招股说明书，2017-2019年成核剂国产替代率由18.66%提升至22.06%，未来每年将增长2%。

图 我国成核剂进口替代率 (%)

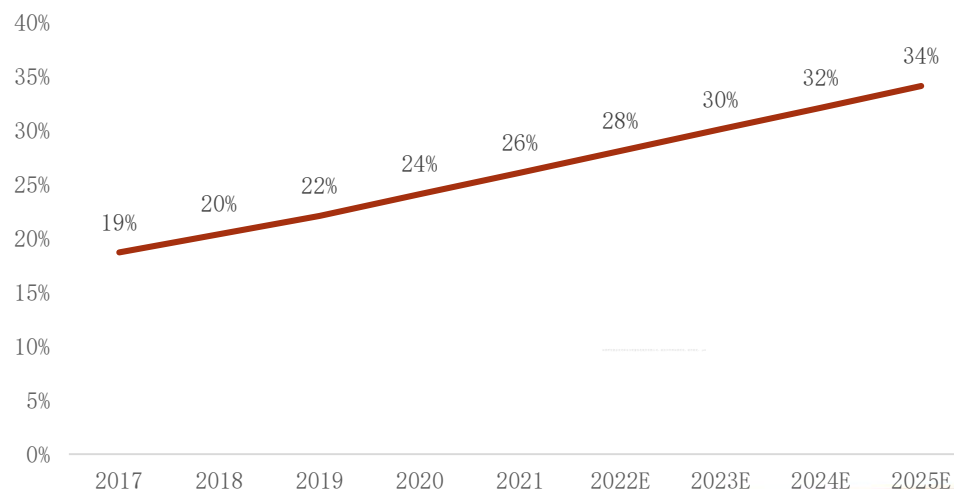


表 成核剂的种类和功能

产品系列	功能说明	应用的重点产品方向
透明成核剂	可显著提高树脂的透明性，雾度降低60%以上，同时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	高熔融指数聚丙烯
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、冲击强度等冬方面均有全方位的均衡提升，平衡收缩，降低制品翘曲变形	高熔融指数聚丙烯、新型高刚性高韧性高结晶聚丙烯、车用薄壁改性聚丙烯材料
β晶型增韧成核剂	可以高效诱导β晶型聚丙烯的生成，β晶型转化率达80%以上，可显著提高聚丙烯树脂的抗冲击强度，提升幅度可达3倍以上	高熔融指数聚丙烯、新型高刚性高韧性高结晶聚丙烯、β晶型聚丙烯

2.3 疫情影响逐渐消退，可选消费需求复苏在即

- 我们测算，2025年成核剂单剂需求量有望达到1.5万吨，较2021年增长超过0.6万吨，2021-2025年四年CAGR达14.22%。公司年报数据显示，我国塑料的改性化率由2011年的16.09%上升至2019年的20.42%。我们预计，随着5G通信、物联网、人工智能、3D打印等技术的快速发展，智能家居、新能源汽车等的兴起，市场对材料性能要求不断提升，改性塑料行业创新发展力度将会持续增加，塑料改性化率尤其是高端改性塑料占比会逐渐提高，从而带动成核剂市场快速崛起。

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
改性化率 (%)	24%	26%	28%	30%	32%
家电					
彩电产量 (万台)	18497	19578	19382	19188	18997
彩电改性塑料需求量 (万吨)	111	148	158	192	203
空调产量 (万台)	21836	22247	22915	23602	24310
空调改性塑料需求 (万吨)	153	169	187	207	227
冰箱产量 (万台)	8992	8664	8838	9014	9195
冰箱改性塑料需求量 (万吨)	243	263	289	316	343
洗衣机产量 (万台)	8619	9106	9744	10036	10337
洗衣机改性塑料需求量 (万吨)	172	230	265	293	322
其他家电改性塑料需求量 (万吨)	67	76	86	96	108
家电改性塑料需求合计 (万吨)	746	886	985	1103	1202
汽车					
汽车产量 (万辆)	2626	2748	2803	2859	2916
单车改性塑料用量 (千克)	159	160	180	195	210
汽车改性塑料用量 (万吨)	417	440	504	557	612
其他领域改性塑料需求 (万吨)	1031	1172	1326	1491	1670
改性塑料总需求量 (万吨)	2193	2498	2815	3152	3485
添加成核剂改性塑料占比 (%)	20%	20%	20%	21%	21%
成核剂添加比例 (%)	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
成核剂需求量 (万吨)	0.9	1.0	1.1	1.3	1.5

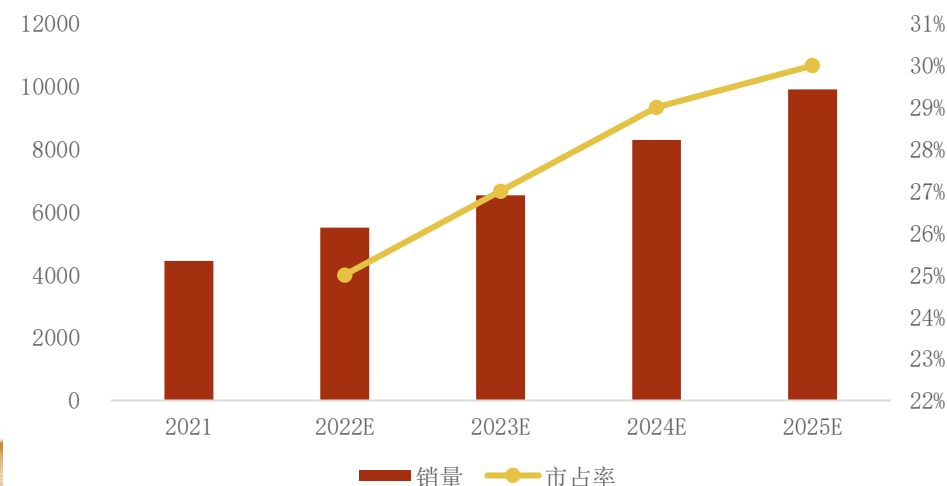
2.4 成核剂主要玩家，四年销量CAGR有望达22%

- 公司为国产生核剂主要玩家，国产份额占比位列首位。据呈和科技招股说明书，公司已经进入包括中国石化、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等国内外大型能源化工企业的供应链体系。2017年-2019年，公司成核剂销量（单剂和复合剂）占国产生核剂比重分别为51.01%、59.73%、68.54%，占国内市场份额由9.52%提升到15.12%。国内同业竞争对手中，只楚化学以及上海齐润也在逐步实现进口替代，且以透明成核剂为主，与公司相比产能规模相对较小。
- 公司近年来复合助剂占比逐渐上升。我们认为，随着国内成核剂尤其是复合助剂需求量不断增加，公司市占率有望进一步提升，预计2022-2025年分别达约25%、26%、28%、39%，以单剂：复合助剂销量=1：1.2计算，成核剂共实现销量5500、6534、8294、9900吨，2021-2025年四年CAGR约22%。

表 国内成核剂主要生产企业（截止2019年）

生产企业	产能规模（吨）	透明成核剂	增刚成核剂	β晶型增韧成核剂
呈和科技	1800	√	√	√
只楚化学	700	√	无	无
上海齐润	未公开	√	√	无

图 预期公司市占率和销售量（吨）



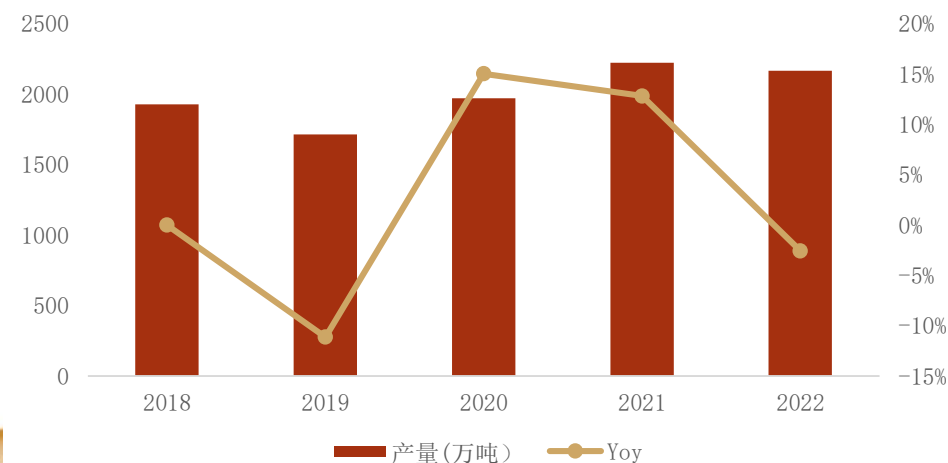
2.5 下游需求逐渐回暖，PVC发展带动水滑石需求增长

- 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，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。水滑石终端运用较为广泛，包括食品接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿用品、建筑材料等多种领域。
- 作为合成水滑石的主要应用领域，PVC的稳定发展将带来合成水滑石需求的增长。近年来聚氯乙烯行业景气度较高，据百川数据，2021年我国PVC产量2223万吨，同比+12.82%；2022年受部分装置检修、泊车以及降负荷、疫情影响，开工率有所下降，产量随之下降至 2166万吨，同比-2.57%；2018-2022年PVC产量由1928万吨增长至2165万吨，四年CAGR约2.95%。我们认为，随着疫情恢复和经济企稳回升，PVC行业有望回到原有景气水平。

表 合成水滑石分类

产品系列	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、铝两种金属元素	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	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：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

图 我国PVC产量（万吨；%）



2.6 下游需求逐渐回暖，PVC发展带动水滑石需求增长

- 合成水滑石产量年均增长率约为15%，2025年有望达到14万吨。近年来我国合成水滑石需求量在不断提升，国内的供给量也在不断提升。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，2021年国内合成水滑石总产量约为8万吨，2016-2021年国内合成水滑石供应量CAGR为15.49%。我们预计，随着合成水滑石下游应用不断普及，未来合成水滑石将保持15%的年均增长率，到2025年产量有望达14万吨。
- 根据公司招股说明书，目前国内其他合成水滑石生产企业由于产品性能的原因，仍难以进入能源化工的供应体系中。公司合成水滑石是中国石化在使用进口合成水滑石外，目前唯一指定使用的国产合成水滑石。2021年公司实现销售0.63万吨，经我们测算市占率达7.90%，我们预计随着进口替代加速和扩产完成，公司市占率有望进一步提升，产量也随之增长，公司实现满产满销，2022年-2025年预计实现销售分别为1.14、1.59、1.95、2.38万吨。

图 全国合成水滑石产量（万吨）

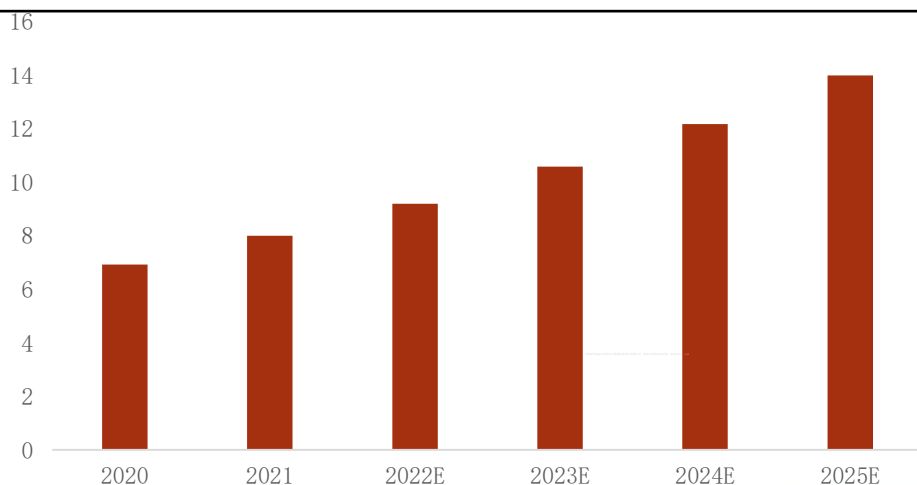
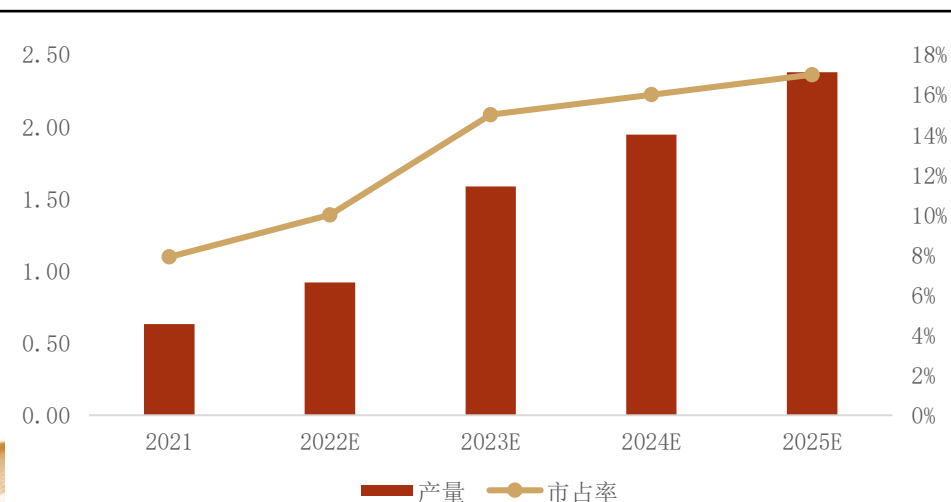


图 预期公司市占率和销售量（万吨）



呈和科技

contents

01 深耕助剂材料二十载，业绩持续高增长

02 高端塑料改性趋势不变，推升助剂市场需求

03 扩产满足下游需求，横向布局实现降本增效

—04 盈利预测&风险提示

3.1 接续公告募投和技改项目，国产替代有望加速实现

- 公司现有成核剂和合成水滑石9200吨，其中成核剂3200吨，合成水滑石6000吨/年；复合助剂产能7800吨/年。公司IPO募投项目拟建设成核剂6400吨、合成水滑石10200吨、复合助剂20000吨/年，预计2023年建成投产。此外公司于2022年4月27日发布《关于使用超募资金支付公司高分子材料助剂生产技术改造项目部分投资款的公告》，将现有生产线进行技改，将各类助剂产能提升至3.5万吨/年。我们预计，项目建成投产将更好满足下游高端塑料改性需求，提升公司市占率水平，加快实现国产替代。

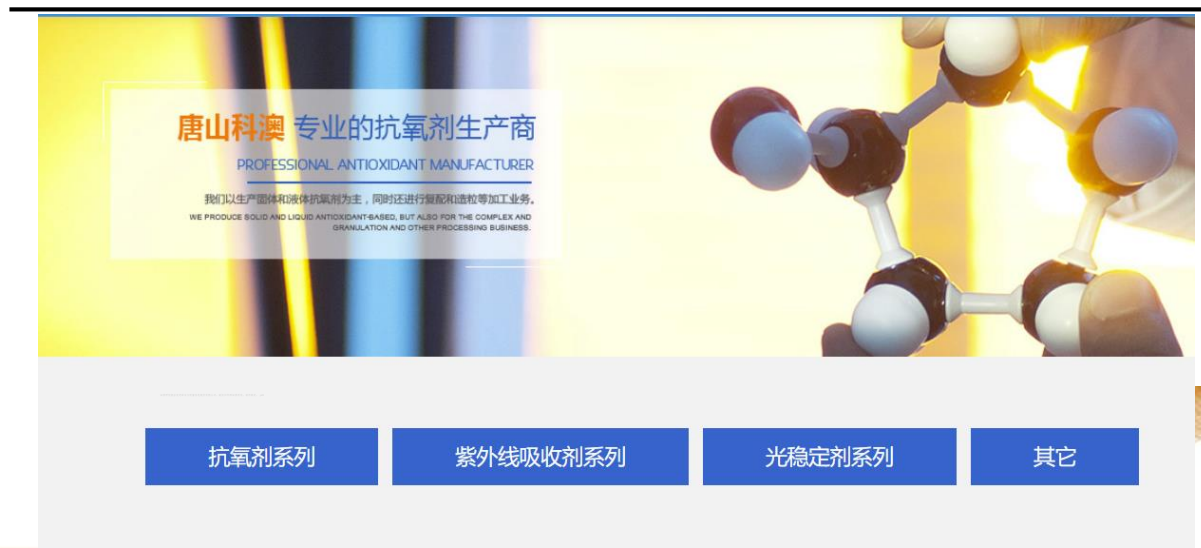
表 公司产能及规划（吨）

	现有产能	在建产能	备注	技改项目
成核剂和合成水滑石	9200			
其中：				
成核剂	3200	6400	IPO募投项目，预计2023年建成投产	现有产能增产至3.5万吨，预计2024年年中投产
合成水滑石	6000	10200		
复合助剂	7800	20000		

3.2 横向收购抗氧化剂公司，助力公司降本增效

- 2023年3月4日，公司发布以简易程序向特定对象发行A股股票预案（修订稿），以简易程序向特定对象发行A股股票拟募集1.5亿元，主要用于“收购科澳化学100%股权并增资”、“收购信达丰100%股权”等项目。其中，科澳化学主要生产和销售特种抗氧化剂系列产品，同时还开展与抗氧化剂相关的复配和造粒等加工业务，主要产品为中间体 3,5甲酯、抗氧化剂 1098、抗氧化剂 1024、抗氧化剂 MD-697、抗氧化剂 1035 等，年生产总量达到6000吨。信达丰主要经营特种抗氧化剂的国内销售和出口业务，主要采购和销售科澳化学的产品。
- 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，实现公司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。

图 科澳化学主要产品



呈和科技

contents

- 01 深耕助剂材料二十载，业绩持续高增长
- 02 高端塑料改性趋势不变，推升助剂市场需求
- 03 扩产满足下游需求，横向布局实现降本增效
- 04 盈利预测&风险提示**

业绩拆分

- **基本假设：** 2022-2025年，销量同前文数据，售价回到疫情前水平
 - 成核剂销量分别为5500、6534、8294、9900吨，均价分别为6.5 、7.2 、7.2、7.3万元/吨；
 - 合成水滑石销量分别为1.14、1.59、1.95、2.38万吨，均价分别为1.75、1.75、1.75、1.75万元/吨；
 - NDO复合助剂销量分别为2336、2803、3364、4037 吨，均价3.6、3.6、3.6、3.6万元/吨；
 - 新购资产科澳参照历史业绩，2023年开始贡献收入1.5亿元，净利润约2000万元。

	项目	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
成核剂	营业收入（百万元）	306	358	457	597	723
	营业成本（百万元）	131	187	216	274	317
	毛利（百万元）	174	171	255	323	406
	毛利率(%)	57%	48%	54%	54%	56%
合成水滑石	营业收入（百万元）	111	165	296	362	441
	营业成本（百万元）	54	80	142	174	212
	毛利（百万元）	57	85	149	184	224
	毛利率(%)	51%	51%	51%	51%	51%
贸易商品	营业收入（百万元）	89	89	93	98	103
	营业成本（百万元）	80	80	84	88	93
	毛利（百万元）	9	9	9	10	10
	毛利率(%)	10%	10%	10%	10%	10%
NDO复合助剂	营业收入（百万元）	69	82	101	121	145
	营业成本（百万元）	56	65	78	94	113
	毛利（百万元）	13	16	22	27	32
	毛利率(%)	19%	20%	22%	22%	22%
其他	营业收入（百万元）	2	2	152	168	184
	营业成本（百万元）	1	1	91	95	100
	毛利（百万元）	1.34	1	62	72	84
	毛利率(%)	71%	66%	40%	43%	46%
合计	营业收入（百万元）	576	695	1,100	1,346	1,596
	营业成本（百万元）	321	413	611	725	834
	毛利润（百万元）	255	282	489	621	762
	毛利率(%)	44%	41%	44%	46%	48%

盈利预测与估值

- 可比公司估值：**选取彤程新材、利安隆、瑞丰新材作为可比公司估值，三家公司与呈和新材料产品结构，下游运用和成长阶段与公司相近，其中彤程新材为橡胶助剂龙头、利安隆为抗老化助剂龙头、瑞丰新材为润滑油助剂龙头，三家可比公司2022-2024年Wind一致预期均值为42/27/20倍。我们认为，相对可比公司，呈和科技盈利能力突出，成核剂和合成水滑石国产替代需求较大，安全边际较高，行业国内其他竞争者较少，因此给予一定溢价的PE具有合理性。
- 投资建议：**我们预计2022-2024年公司营业收入分别为6.95/11.00/13.46亿元，归母净利润分别为1.96/3.23/4.23亿元，EPS分别为1.47/2.42/3.17元，对应2023年3月15日收盘价50.02元PE分别为34/21/16倍。公司为成核剂行业龙头，随着下游高端改性塑料需求增加，成核剂和合成水滑石需求量将持续增长，公司国产替代进程加速，我们看好公司未来的成长，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	460	576	695	1,100	1,346
YoY（%）	17.4%	25.2%	20.6%	58.3%	22.4%
归母净利润（百万元）	117	157	196	323	423
YoY（%）	30.5%	34.8%	25.1%	64.4%	31.0%
毛利率（%）	44.0%	44.2%	44.2%	45.2%	47.0%
每股收益（元）	1.17	1.35	1.47	2.42	3.17
ROE	37.9%	17.3%	18.6%	23.4%	23.5%
市盈率	43.49	37.05	33.94	20.64	15.76

表 可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值		EPS				PE			
		亿元	2021	2022E	2023E	2024E	TTM	2022E	2023E	2024E	
603650.SH	彤程新材	227.84	0.40	0.55	0.86	1.18	78.28	69.49	44.31	32.46	
300596.SZ	利安隆	113.16	2.02	2.59	3.36	4.10	20.46	19.01	14.62	12.05	
300910.SZ	瑞丰新材	205.16	2.42	3.63	6.18	8.49	47.82	37.64	22.15	16.11	
平均值							48.85	42.05	27.03	20.21	
688625.SH	呈和科技	66.69	1.35	1.47	2.42	3.17	37.05	33.94	20.64	15.76	

- **募投项目和技改项目投产不及预期：**公司募投项目和技改项目均为满足下游改性塑料需求而建设，若项目建设不及预期，将会影响公司市占率和业绩。
- **下游需求萎缩风险：**公司产品下游主要为改性PVC、聚丙烯等，若因为终端需求下降导致改性塑料需求萎缩，将传导至上游成核剂和合成水滑石产品，从而对公司业绩造成影响。
- **原材料涨价风险：**原材料为公司成本主要组成部分，若原材料持续涨价，将会削减公司利润。
- **行业竞争加剧风险：**公司为国内头部生产厂商，若未来出现新的竞争对手，将会对公司市占率造成挤压，从而影响公司业绩。
- **资产注入不及预期：**公司近期拟实施股权收购涉及唐山科澳化学、信达丰股权，若资产注入不及预期，将会减少公司当期利润。

财务报表和主要财务比率

财务报表和主要财务比率									
利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	576	695	1,100	1,346	净利润	157	196	323	423
YoY (%)	25.2%	20.6%	58.3%	22.4%	折旧和摊销	13	11	12	13
营业成本	321	388	602	713	营运资金变动	120	-118	27	-132
营业税金及附加	5	6	9	12	经营活动现金流	290	83	355	294
销售费用	20	29	36	44	资本开支	-69	-55	-46	-49
管理费用	32	37	59	72	投资	-368	0	0	0
财务费用	1	-9	-9	-18	投资活动现金流	-433	-52	-43	-42
研发费用	24	28	45	55	股权募资	507	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	-40	7	5	3
投资收益	4	6	7	10	筹资活动现金流	408	-41	5	3
营业利润	182	229	375	492	现金净流量	264	-10	317	255
营业外收支	0	0	0	0	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	182	229	375	492	成长能力 (%)				
所得税	25	32	52	69	营业收入增长率	25.2%	20.6%	58.3%	22.4%
净利润	157	196	323	423	净利润增长率	34.8%	25.1%	64.4%	31.0%
归属于母公司净利润	157	196	323	423	盈利能力 (%)				
YoY (%)	34.8%	25.1%	64.4%	31.0%	毛利率	44.2%	44.2%	45.2%	47.0%
每股收益	1.35	1.47	2.42	3.17	净利率	27.3%	28.3%	29.4%	31.4%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率ROA	13.5%	16.1%	17.7%	20.4%
货币资金	307	297	613	868	净资产收益率ROE	17.3%	18.6%	23.4%	23.5%
预付款项	14	13	22	26	偿债能力 (%)				
存货	50	64	108	95	流动比率	3.27	5.22	3.13	6.00
其他流动资产	419	430	630	593	速动比率	2.98	4.70	2.82	5.53
流动资产合计	790	803	1,373	1,582	现金比率	1.27	1.93	1.40	3.30
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	21.7%	13.4%	24.5%	13.2%
固定资产	85	100	105	111	经营效率 (%)				
无形资产	43	52	58	64	总资产周转率	0.73	0.58	0.72	0.69
非流动资产合计	370	418	456	495	每股指标 (元)				
资产合计	1,161	1,221	1,829	2,077	每股收益	1.35	1.47	2.42	3.17
短期借款	1	8	13	16	每股净资产	6.82	7.93	10.35	13.53
应付账款及票据	178	46	303	111	每股经营现金流	2.17	0.62	2.66	2.21
其他流动负债	63	99	123	136	每股股利	0.38	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	242	154	439	263	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	37.05	33.94	20.64	15.76
其他长期负债	10	10	10	10	PB	8.24	6.31	4.83	3.70
非流动负债合计	10	10	10	10					
负债合计	252	164	449	273					
股本	133	133	133	133					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	909	1,057	1,380	1,804					
负债和股东权益合计	1,161	1,221	1,829	2,077					

➤ 分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

➤ 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

- 华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。
- 本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。
- 在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。
- 本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。
- 所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。