

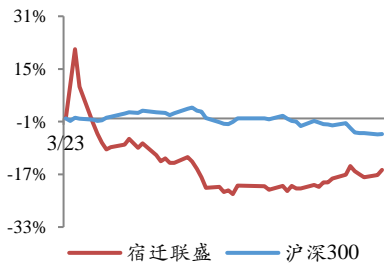
国内受阻胺光稳定剂龙头，两大基地拓展产业链布局

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-05-30

| | |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元） | 15.41 |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 22.10/14.06 |
| 总股本（百万股） | 419 |
| 流通股本（百万股） | 42 |
| 流通股比例（%） | 10.00 |
| 总市值（亿元） | 65 |
| 流通市值（亿元） | 6 |

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 受阻胺类光稳定剂龙头企业，布局全产业链服务平台

公司是国内受阻胺类光稳定剂龙头，现有产能 3.4 万吨，位居行业首位，预计 2024 年新增 0.8 万吨产能。2021 年公司受阻胺光稳定剂系列产品在全球受阻胺光稳定剂市场的占有率约为 19%，在全球光稳定剂市场的占有率约为 13%，位居行业前列。目前，公司主要产品已具备“关键中间体→光稳定剂产品→防老化解决方案”完整产业链条的生产服务能力，并已形成以光稳定剂为核心，向高分子材料防老化助剂产业链上下游延伸拓展业务的产业格局，不断提高自身市场竞争力和整体盈利能力。

● 高分子材料市场稳定增长，光稳定剂需求不断攀升

光稳定剂能够提高高分子材料耐光性并延长使用寿命，目前受阻胺类光稳定剂已成为最主流的光稳定剂产品。近年来全球及中国的塑料、橡胶、化纤等行业均呈现良好的增长态势，成为拉动光稳定需求增长的强劲动力。从光稳定剂的需求来看，近年来全球光稳定剂市场规模正在逐年扩大，复合增长率达到 3.65%。根据 MarketsandMarkets 发布的相关研究报告，2021 年全球高分子材料助剂市场容量预计约 1,103 亿美元，自 2016 年以来年均复合增长率为 8.0%。2020 年全球光稳定剂（受阻胺光稳定剂、紫外线吸收剂、猝灭剂）市场规模约为 11.95 亿美元，2021 年至 2026 年全球光稳定剂市场仍将保持快速增长，预计 2026 年全球光稳定剂市场规模将达到 16.49 亿美元，年复合增长率为 5.6%。

● 横纵双向拓宽产业链布局，降本增量助力公司成长

公司以受阻胺光稳定剂系列产品为核心，纵向拓展产业链，横向丰富产品系列，不断巩固与扩大公司现有业务优势。纵向方面，公司已成功量产三丙酮胺、四甲基哌啶醇等关键中间体，已攻克了己二腈/己二胺、癸二酸/癸二酸二甲酯等中间体的关键技术，并取得相关发明专利，1.5 万吨癸二酸二甲酯预计 2023 年 5 月投产，3 万吨己二腈、己二胺预计 2024 年 1 月投产；横向方面，公司已突破紫外线吸收剂、阻聚剂等高关联系列产品的核心技术，产品筹建工作已进入实施阶段，2.7 万吨耐候助剂系列产品预计 2024 年 3 月投产。此外，公司新建 2 万吨复配助剂预计 2024 年 1 月投产。未来随着产业链结构逐步完善以及新增产能陆续落地，公司有望降本增量进入发展快车道。

● 投资建议

公司作为受阻胺类光稳定剂龙头企业，纵向拓展己二腈/己二胺、癸二酸/癸二酸二甲酯业务，完善公司产业链；横向拓展紫外线吸收剂、阻聚剂等高关联产品。产业链上各环节环环相扣，上下游相互依托，一体化生产带来的成本优势和规模优势明显，预计公司 2023 年-2025 年分别实

现营业收入 19.34、26.93、36.80 亿元，实现归母净利润 2.56、4.08、5.84 亿元，对应 PE 分别为 25X、16X、11X。首次覆盖给予公司“买入”评级。

● **风险提示**

- 市场竞争加剧的风险；
- 原材料价格波动风险；
- 技术创新风险；
- 快速成长导致的管理风险；
- 国际贸易摩擦的风险；
- 新产能投产不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1792 | 1934 | 2693 | 3680 |
| 收入同比 (%) | 3.4% | 7.9% | 39.3% | 36.6% |
| 归属母公司净利润 | 246 | 256 | 408 | 584 |
| 净利润同比 (%) | 5.2% | 3.8% | 59.5% | 43.2% |
| 毛利率 (%) | 28.9% | 27.2% | 29.1% | 30.2% |
| ROE (%) | 15.1% | 11.3% | 15.2% | 17.9% |
| 每股收益 (元) | 0.65 | 0.61 | 0.97 | 1.39 |
| P/E | 0.00 | 25.25 | 15.83 | 11.05 |
| P/B | 0.00 | 2.84 | 2.41 | 1.98 |
| EV/EBITDA | 1.47 | 14.73 | 10.77 | 7.75 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1 光稳定剂龙头企业，布局全产业链服务平台 | 6 |
| 1.1 公司深耕光稳定剂行业，成就光稳定剂龙头企业 | 6 |
| 1.2 以光稳定剂产品为核心，上延下拓多业务协调发展 | 6 |
| 1.3 股权激励提供动力，核心团队技术成熟 | 8 |
| 1.4 盈利能力持续增强，营收利润逐年递增 | 10 |
| 2 高分子材料市场稳定增长，光稳定剂需求不断攀升 | 13 |
| 2.1 光稳定剂下游应用广泛，受阻胺类光稳定剂为主流 | 13 |
| 2.2 高分子材料市场稳定增长，光稳定剂需求不断攀升 | 18 |
| 2.3 国内光稳定剂供给较为分散，公司产能处龙头地位 | 24 |
| 3 横纵双向拓宽产业链布局，降本增量助力公司成长 | 27 |
| 4 投资建议 | 31 |
| 风险提示: | 33 |
| 财务报表与盈利预测 | 34 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图表 1 宿迁联盛发展历程 | 6 |
| 图表 2 宿迁联盛主要产品及用途 | 7 |
| 图表 3 公司生产服务完整产业链条 | 8 |
| 图表 4 宿迁联盛股权结构 | 8 |
| 图表 5 宿迁联盛子公司体系 | 9 |
| 图表 6 宿迁联盛核心人员 | 10 |
| 图表 7 宿迁联盛营业收入 (亿元) 及增速 | 11 |
| 图表 8 宿迁联盛归母净利润 (亿元) 及增速 | 11 |
| 图表 9 宿迁联盛销售净利率 (%) 及销售毛利率 (%) | 11 |
| 图表 10 宿迁联盛 ROE (%) 及 ROA (%) | 11 |
| 图表 11 宿迁联盛主营产品均价变化 (万元/吨) | 12 |
| 图表 12 宿迁联盛三费率 (%) | 12 |
| 图表 13 宿迁联盛主营业务收入产品结构 (%) | 13 |
| 图表 14 宿迁联盛主营业务收入毛利率结构 (%) | 13 |
| 图表 15 光稳定剂上下游产业链 | 14 |
| 图表 16 光稳定剂品种表 | 14 |
| 图表 17 光稳定剂产品应用领域 | 15 |
| 图表 18 不同牌号光稳定剂应用领域 | 15 |
| 图表 19 不同牌号光稳定剂应用领域 (续) | 16 |
| 图表 20 2020 年全球光稳定剂主要产品结构 | 17 |
| 图表 21 2019 年中国光稳定剂主要产品结构 | 17 |
| 图表 22 2020 年全球光稳定剂销售区域分布 | 18 |
| 图表 23 高分子材料防老化助剂下游产品 | 19 |
| 图表 24 全球塑料产量 (百万吨) 及增速 (%) | 19 |
| 图表 25 中国及其他地区塑料产量对比 (万吨) | 19 |
| 图表 26 中国塑料制品产量 (万吨) 及增速 (%) | 20 |
| 图表 27 中国树脂及共聚物产量 (万吨) 及增速 (%) | 20 |
| 图表 28 炼油行业新增产能情况 (常减压一次加工能力, 万吨/年) | 20 |
| 图表 29 全球合成橡胶产量 (万吨) 及增速 (%) | 21 |
| 图表 30 中国合成橡胶产量 (万吨) 及增速 (%) | 21 |
| 图表 31 中国化纤产量 (万吨) 及增速 (%) | 22 |
| 图表 32 2020 年中国化纤产品结构 (%) | 22 |
| 图表 33 全球涂料销售规模 (亿美元) 及增速 (%) | 23 |
| 图表 34 2021 年全球涂料市场地区分布 | 23 |
| 图表 35 全球胶粘剂市场规模 (亿美元) 及增速 (%) | 24 |
| 图表 36 2020 年全球胶粘剂消费市场地区分布 | 24 |
| 图表 37 光稳定剂市场规模 (万吨) 及增速 (%) | 24 |
| 图表 38 2020-2026 年全球光稳定剂市场规模 (亿美元) | 24 |
| 图表 39 2019 年全球光稳定剂市场份额占比 | 25 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 40 2019 年中国光稳定剂主要生产企业的产能占比 | 25 |
| 图表 41 全球防老化助剂行业主要龙头企业的基本情况 | 25 |
| 图表 42 中国大陆主要光稳定剂生产企业的基本情况 | 26 |
| 图表 43 2022 年中国主要光稳定剂企业的产能 (万吨) | 26 |
| 图表 44 宿迁联盛受阻胺光稳定剂的产销量 (万吨) | 26 |
| 图表 45 光稳定剂 944 的工艺流程图 | 27 |
| 图表 46 光稳定剂 622 的工艺流程图 | 27 |
| 图表 47 光稳定剂生产流程各主要产品关系 | 28 |
| 图表 48 己二腈上下游产业链 | 29 |
| 图表 49 己二腈生产工艺对比 | 29 |
| 图表 50 宿迁联盛电化学合成制备己二腈技术 | 29 |
| 图表 51 癸二酸的用途 | 30 |
| 图表 52 宿迁联盛电解法合成癸二酸技术 | 31 |
| 图表 53 公司分业务业绩预测 | 32 |

1 光稳定剂龙头企业，布局全产业链服务平台

1.1 公司深耕光稳定剂行业，成就光稳定剂龙头企业

宿迁联盛成立于 2010 年，前身为成立于 1997 年的温州塑化厂。公司主要从事高分子材料防老化剂研发与销售，包括光稳定剂、抗氧化剂和紫外线吸收剂产品等，产品广泛应用于塑料、化学纤维、涂料等高分子材料。2014 年公司已经成为亚洲最大光稳定剂制造商之一。2018 年 11 月 28 日，联盛有限通过整体变更方式变更为股份有限公司。2019 年 8 月，公司位于四川南充的生产基地南充联盛新材料有限公司成立，主要负责扩产光稳定剂 622 产能，以及中间体己二胺、癸二酸等产品产能的建设。2021 年公司受阻胺光稳定剂系列产品在全球受阻胺光稳定剂市场的占有率约为 19%，在全球光稳定剂市场的占有率约为 13%，位居行业前列。2022 年公司光稳定产能达到 3.4 万吨，位居行业首位。

图表 1 宿迁联盛发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 以光稳定剂产品为核心，上延下拓多业务协调发展

“关键中间体→光稳定剂产品→防老化解决方案”完整产业链条的生产服务商。自从事塑料化工添加剂生产起，公司不断扩大产能、合理规划产品布局，生产经营架构丰富完善。目前，公司主要产品已具备“关键中间体→光稳定剂产品→防老化解决方案”完整产业链条的生产服务能力，并已形成以光稳定剂为核心，向高分子材料防老化助剂产业链上下游延伸拓展业务的产业格局，提高了自身市场竞争力和整体盈利能力。

光稳定剂方面：2022 年公司光稳定剂的产能达到 3.4 万吨，位居全国光稳定剂主要生产企业之首。光稳定剂属于高分子材料防老化助剂中的一类，被广泛应用于塑料、化纤、涂料等化工材料生产中，应用场景丰富，下游市场广阔，被称为“工业味精”。2019 年以来，随着联盛助剂、南充联盛等子公司的建立，公司继续扩大各个型号的光稳定剂产能供应，在光稳定剂的供应能力和市场份额上的优势将助力公司进一步加强行业地位。

中间体方面：在扩张光稳定剂产能的同时，联盛也在努力向产业链上游延伸，积极从事关键中间体研发生产，中间体以自用为主，并适当对外销售，拓宽了营业渠道。在联盛的光稳定剂生产工艺中，己二腈/己二胺是光稳定剂 944 的中间体，也是尼龙 66、尼龙 610 等重要原料；癸二酸/癸二酸二甲酯是光稳定剂 770 的中间

体；四甲基哌啶醇是光稳定剂 622、770、701 的中间体等。目前，公司主要中间体产品为三丙酮胺、四甲基哌啶醇等，2022 年产能达到 59,575 吨。同时联盛已经攻克己二腈/己二胺、癸二酸/癸二酸二甲酯等中间体的关键技术，并取得相关发明专利，未来随着募投项目和南充基地完成建设，将逐步实现己二胺和癸二酸二甲酯自给，有利于联盛应对日益激烈的市场竞争和提升产品议价能力、产品利润率。

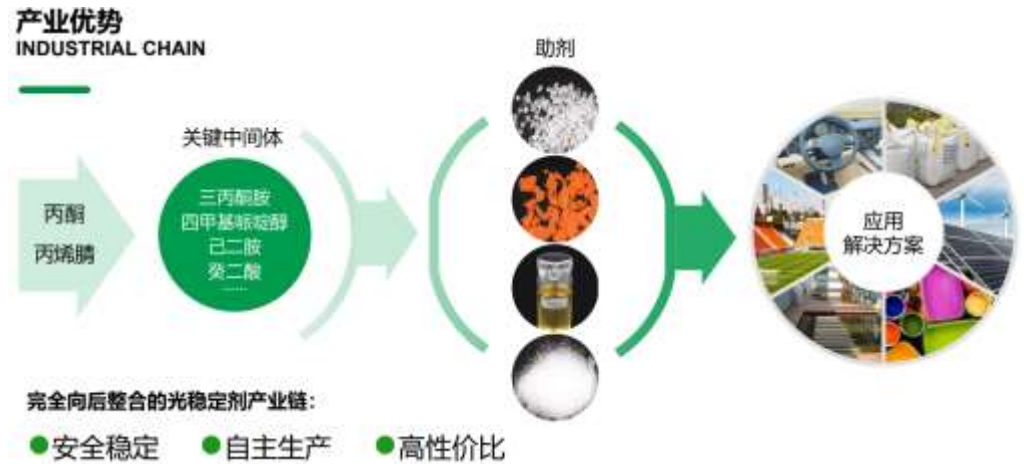
阻聚剂方面：阻聚剂是公司利用现有中间体（如四甲基哌啶醇）生产的协同延伸品，通常用于苯乙烯、甲基丙烯酸等产品的储存和运输过程，以防止其发生聚合反应。公司将投产以受阻胺光稳定剂中间体产品为基础的协同衍生系列产品如阻聚剂 702、706 等，近年来产能持续增加，2022 年公司产能达 5112.5 吨。

图表 2 宿迁联盛主要产品及用途

| 产品类别 | 主要产品 | 产能 (吨) | 在建产能 (吨) | 主要用途 |
|---------|--|----------|------------------------------|--|
| 受阻胺光稳定剂 | 光稳定剂 944 光稳定剂 622 光稳定剂 770 光稳定剂 119 | 34008.33 | 8000 | 抑制或削弱塑料、合成纤维、粘胶剂等高分子材料制品因光照引发的老化降解。 |
| 复配助剂 | 混料系列母粒系列 | - | 20000 | 用于满足客户的特定需求，通过将光稳定剂、抗氧化剂或其他化学助剂产品进行特定比例的组合，以达到客户设定的预期效果。 |
| 中间体 | 三丙酮胺 四甲基哌啶醇 | 59575 | 15000 吨癸二酸二甲酯、30000 吨己二腈、己二胺 | 生产光稳定剂、阻聚剂等产品过程中的收要中间产品。 |
| 阻聚剂 | 阻聚剂 701 | 5112.5 | - | 主要用于防止或减弱苯乙烯、丁二烯等烯烃类单体在加工、精制、存储和运输等过程中发生聚合。 |
| 紫外线吸收剂 | 目前均为外购品，自产项目正在推进中 | - | 27000 吨耐候助剂系列产品 | 抑制或减弱塑料、合成纤维、粘胶剂等高分子材料制品因紫外线辐射而引发的降解。 |
| 抗氧化剂 | 目前均为外购品 | - | | 抑制或延缓塑料、合成纤维、粘胶剂等高分子材料制品因热或氧的作用而引发的氧化降解。 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 公司生产服务完整产业链条

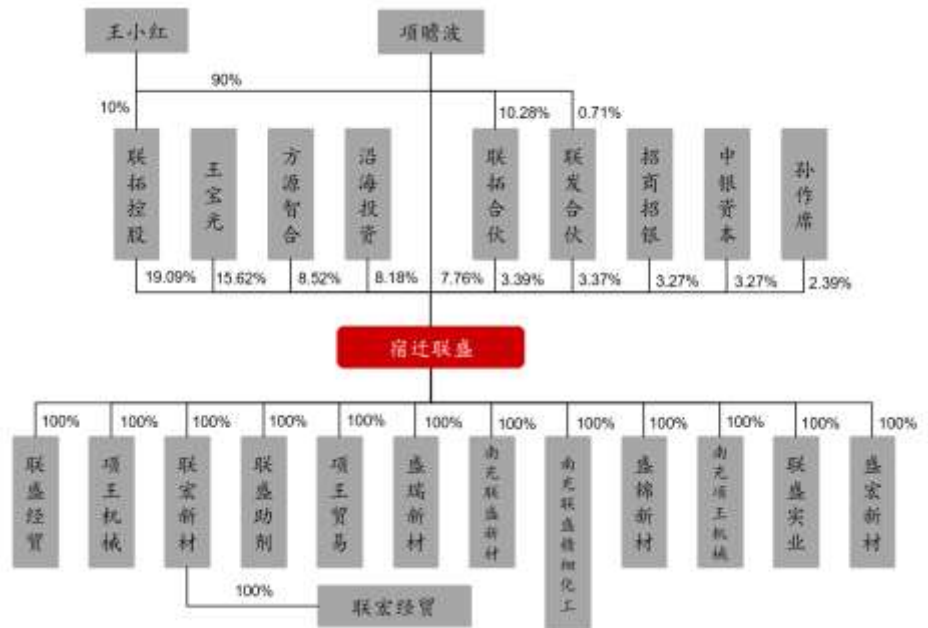


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 股权激励提供动力，核心团队技术成熟

公司实控人为项瞻波、王小红夫妇，实施了切实可行的股权激励计划为公司发展提供动力。截至 2023 年 3 月 31 日，公司的实际控制人为项瞻波、王小红夫妇，控股股东为联拓控股。项瞻波与王小红合计持有公司控股股东联拓控股 100% 股权，合计持有公司 27.22%。公司第二大股东为王宝光，持有公司 15.62% 股本。同时公司还设置了可行的股权激励计划。设立了联拓合伙、联发合伙等员工持股平台。2018 年以来，股东大会同意通过公司实际控制人股份转让、持股平台认购公司新发行股份、新增注册资本发行股份由持股平台认购等形式，实现了对员工持股平台的股权激励。截至目前，联拓合伙、联发合伙分别持有公司 3.39% 和 3.37% 的股份。持股计划彰显了管理层和员工对公司未来长期发展的信心，构建了促进公司长久发展的成果共享机制，也保障了公司的持续创新。

图表 4 宿迁联盛股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 5 宿迁联盛子公司体系

| 类型 | 公司名称 | 各子公司发展定位及业务关系 | 与公司主营业务关系 |
|-------|------|--|--------------------------------|
| 生产型公司 | 联盛助剂 | 以生产为主，主要产品包括光稳定剂 622/944、阻聚剂 701、复配助剂 783 等，为联宏新材提供产品、直接对外销售或通过销售子公司对外销售 | 主要从事光稳定剂、复配助剂、阻聚剂的生产，与公司主营业务相同 |
| | 联宏新材 | 以生产为主，使用母公司及其他子公司的产品生产母粒等复配助剂，直接对外销售或通过销售子公司对外销售 | 主要从事复配助剂的生产，与公司主营业务相同 |
| | 盛瑞新材 | 以生产为主，包括阻聚剂 701 扩产能、生产中间体癸二酸二甲酯及新牌号的光稳定剂、阻聚剂等产品，直接对外销售或通过销售子公司对外销售 | 主要从事光稳定剂、复配制剂、阻聚剂的生产，与公司主营业务相同 |
| | 南充联盛 | 以生产为主，位于四川南充生产基地：包括光稳定剂 622 扩产能、生产中间体己二胺等产品，直接对外销售或通过销售子公司对外销售；目前处于建设当中 | 主要从事光稳定剂、关键中间体的生产，与公司主营业务相同 |
| | 联盛精细 | 以生产为主，位于四川南充生产基地，生产紫外线吸收剂等产品，直接对外销售或通过销售子公司对外销售；目前尚未开工建设 | 产品延伸至紫外线吸收剂等其他抗老化助剂，与公司主营业务相同 |
| | 盛锦新材 | 以生产为主，成核剂等其他材料助剂的生产基地，直接对外销售或通过销售子公司对外销售；目前处于建设当中 | 产品延伸至其他材料助剂，与母公司主要产品同属于化学助剂 |
| | 盛宏新材 | 以生产为主，阻燃剂等其他材料助剂的生产基地，直接对外销售或通过销售子公司对外销售；目前尚未开工建设 | 产品延伸至其他材料助剂，与母公司主要产品同属于化学助剂 |
| 制造型公司 | 项王机械 | 以设备制造为主，为宿迁生产基地的各子公司生产化工设备、环保设备 | 为其他生产型子公司生产配套设备及环保设备 |
| | 南充项王 | 以设备制造为主，为四川南充生产基地的各子公司生产化工设备、环保设备，目前处于建设当中 | 为其他生产型子公司生产配套设备及环保设备 |
| 研发型公司 | 联盛上海 | 以研发为主，为吸引国内外高端人才，在上海设立研发中心；为公司及其他子公司提供新技术、新工艺等 | 以研发为主，与公司主营业务相同 |
| 销售型公司 | 联盛经贸 | 位于宿迁，主要承担对外销售职能 | 主要从事进出口业务及外购产品的采购与销售，与公司主营业务相同 |
| | 温州贸易 | 位于温州，主要承担对外销售职能 | 主要从事销售业务，与公司主营业务相同 |
| | 联宏经贸 | 位于上海，主要承担对外销售职能；同时，吸引高端人才，进一步开拓国内市场 | 主要从事销售业务，与公司主营业务相同 |
| | 联盛德国 | 位于德国，主要承担对外销售职能；同时，吸引高端人才，进一步开拓全球市场 | 主要从事销售业务，与公司主营业务相同 |
| | 联盛美国 | 位于美国，主要承担对外销售职能；同时，吸引高端人才，进一步开拓全球市场；目前尚处于筹备阶段 | 主要从事销售业务，与公司主营业务相同 |

资料来源：宿迁联盛招股说明书，华安证券研究所

公司的核心团队技术成熟，具备出色的创新思维与经营理念。团队领头人项瞻波先生是国内较早从事受阻胺光稳定剂研究的人员之一，长期专注于高分子材料光稳定剂的研发，具备深厚的化工行业背景和技术产业化经验，拥有 20 年以上的光稳

定剂合成、应用技术经验。团队核心成员林俊义、缪克汤、项有和等人均具有 10 年以上的光稳定剂行业生产、推广、技术研发等经验。公司管理团队形成了积极、严谨、务实、高效的工作作风，始终保持团结互助、开拓创新的进取状态，并实施骨干员工持股计划，包括研发人员在内的一百多名骨干员工，均直接或间接持有公司股权，为公司的人才创新提供强大的激励动力，也为公司上市后快速发展提供坚实的人才保障。

图表 6 宿迁联盛核心人员

| 姓名 | 职位 | 从业经历 |
|-----|---------|---|
| 项瞻波 | 董事长、总经理 | 1974 年 5 月出生，财经专业，专科学历。曾任温州市龙湾沙城液压阀门二厂员工，温州市环球轻工机械制造有限公司生产主管，温州塑化助剂厂技术员、厂长、法定代表人，曾创办安徽联盛化学制品有限公司、宿迁联盛化学有限公司等企业并任董事长或执行董事，于 2011 年 3 月创办万康新材，2016 年 7 月至今，历任公司执行董事、董事长 |
| 王小红 | 总经理 | 1974 年 4 月出生，会计学专业，专科学历。曾任安徽联盛化学制品有限公司董事长助理，宿迁联盛化学有限公司执行董事助理，2011 年 3 月至今，历任公司执行董事助理、董事长助理 |
| 林俊义 | 总裁 | 1971 年 9 月出生，安全工程专业，专科学历。1993 年 6 月至 2007 年 3 月，就职于温州娄桥俊义复合材料厂，任厂长；2007 年 3 月至 2008 年 12 月，就职于安徽联盛化学制品有限公司，任总经理；2009 年 1 月至 2017 年 12 月，就职于宿迁联盛化学有限公司，任经营负责人；2009 年 10 月至 2018 年 7 月，任公司经营负责人；2018 年 7 月至今，任公司总裁、董事 |
| 缪克汤 | 副总裁 | 1975 年 2 月出生，法学专业，本科学历。1998 年 1 月至 2004 年 12 月，任蒙城县城关镇人民政府员工；2004 年 12 月至 2007 年 4 月，任安徽联盛化学制品有限公司副总经理；2007 年 5 月至 2011 年 6 月，就职于宿迁联盛化学有限公司，任副总经理；2011 年 7 月至 2016 年 7 月，任公司执行董事；2016 年 7 月至 2018 年 7 月，任公司总裁；2018 年 7 月至今，任公司董事；2018 年 12 月至今，任公司副总裁 |
| 谢胜利 | 应用研发总监 | 1987 年 8 月出生，高分子材料与工程专业，本科学历。2010 年 6 月至 2012 年 5 月，就职于上海日之升新技术发展有限公司，任研发工程师；2012 年 6 月至今，任公司应用研发总监。 |

资料来源：宿迁联盛招股说明书，华安证券研究所

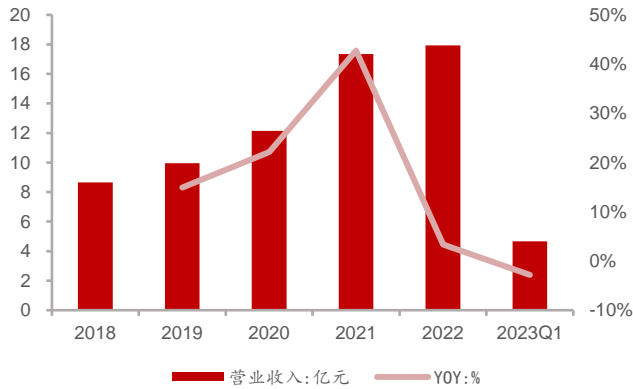
1.4 盈利能力持续增强，营收利润逐年递增

公司自股改以来盈利能力持续增强，营业收入、归母净利润等绝对盈利财务指标均逐年增加。公司主营业绩的快速增长得益于高分子材料防老化助剂需求的扩张以及自身业务、技术的良好发展。2018 年-2023 年 Q1，公司分别实现营业收入 8.66 亿元/9.95 亿元/12.15 亿元/17.34 亿元/17.92 亿元/4.66 亿元。2019-2022 年度增长率依次为 14.89%/22.14%/42.74%/3.36%，五年营业收入的年复合增速 15.67%；2019 年-2023 年 Q1 实现归母净利润 1.30 亿元/1.79 亿元/2.34 亿元/2.46 亿元/0.45 亿元，2019-2022 年度增长率依次为 285.58%/38.30%/30.65%/5.21%，2018-2022 年五年归母净利润的年复合增速为 48.94%。

从销售毛利率、净利率等相对盈利财务指标来看，2018-2023 年 Q1 销售毛利率依次为：27.3%/31.24%/27.52%/29.09%/28.92%/20.64%，销售净利率依次为：3.88%/13.03%/14.75%/13.50%/13.74%/9.64%。公司的抗氧化剂产品毛利率水平在 2017 年之前相对稳定，但由于 2018 年原材料成本上升，产品价格并未进行上调，因此抗氧化剂毛利率出现了一定幅度的下降；与此同时，由于光稳定剂近年来销售

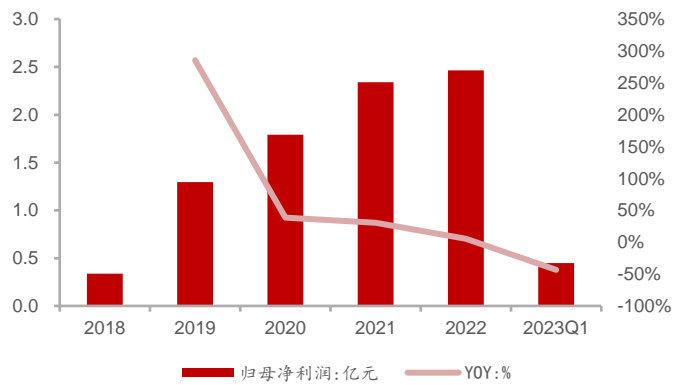
价格逐年上升,且公司近年来持续针对光稳定剂产品进行了产能扩张、产品结构优化、技术升级改造等举措,降低了生产成本。从公司的 ROE 和 ROA 表现来看,公司的 ROE 从 2018 年的 7.88% 增长至 2022 年的 16.36%,ROA 从 2018 年的 8.96% 增加至 2022 年的 12.43%。公司 ROE 的增长主要由于产品销量的增加,而公司 ROE 与 ROA 的差距有扩大趋势,这主要是因为疫情期间的 2020 年,公司的资产负债率降至最低点 21.87% 后,随着主营业务和利润的改善,公司举债能力增强,资产负债率又逐渐提高至 2022 年的 41.77%,超过了疫情之前的负债水平。

图表 7 宿迁联盛营业收入(亿元)及增速



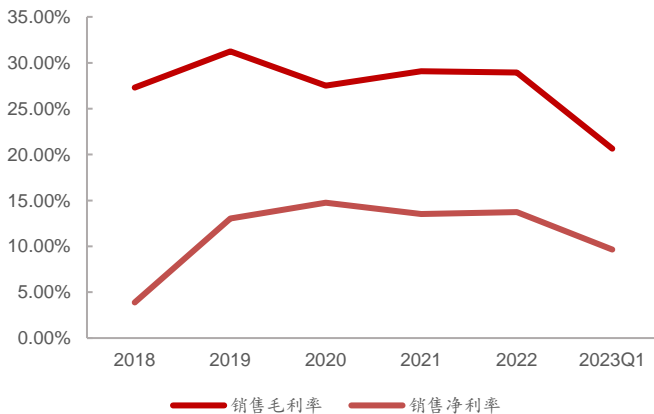
资料来源: iFind, 华安证券研究所

图表 8 宿迁联盛归母净利润(亿元)及增速



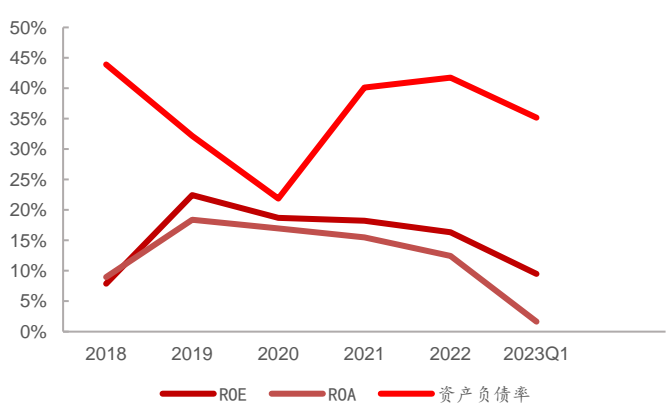
资料来源: iFind, 华安证券研究所

图表 9 宿迁联盛销售净利率(%)及销售毛利率(%)



资料来源: iFind, 华安证券研究所

图表 10 宿迁联盛 ROE(%)及 ROA(%)

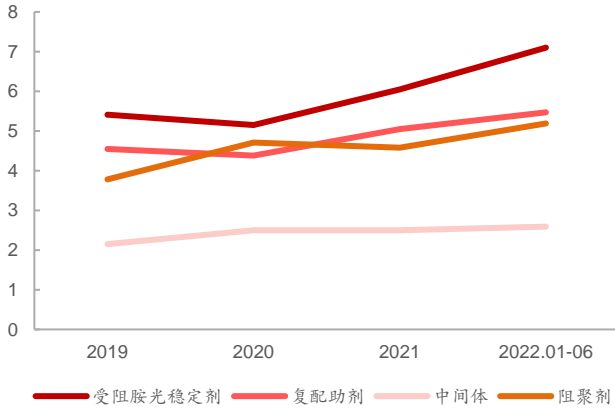


资料来源: iFind, 华安证券研究所

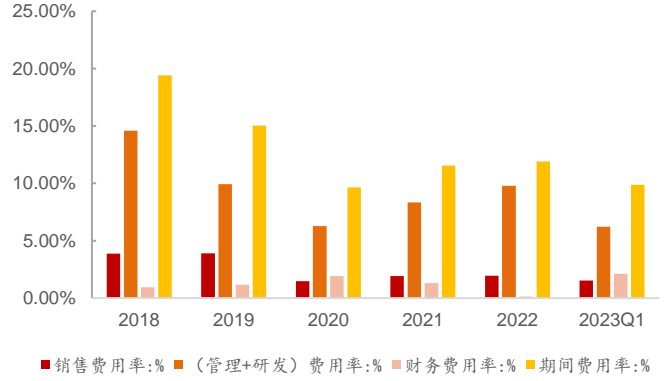
公司经营成本端控制良好,费用率稳中有降。2018-2023 年 Q1 公司销售费用率分别为: 3.88%/3.91%/1.47%/1.91%/1.96%/1.54%, 2020 年公司销售费用率较低的主要原因是公司自 2020 年开始执行新收入准则,将运输费用重分类至营业成本。同时期管理+研发费用率分别为: 14.58%/9.94%/6.27%/8.34%/9.80%/6.23%, 2020 年研发费用率较低主要因为公司当年研发试制品对外销售金额较大,对应的相关支出转入营业成本所致; 财务费用率分别为: 0.95%/1.18%/1.91%/1.31%/0.14%/2.11%, 财务费用及财务费用率均高于 2019 年, 主要是因为 2020 年人民币对外币总体呈升值趋势,公司产生了金额较大的汇兑损失。

2022 年上半年销售费用、管理费用、研发费用率较 2021 年保持稳定，财务费用率有所下降，主要由于 2022 年上半年人民币较美元贬值幅度较大，使得公司产生较大的汇兑收益。2023 年一季度以来，人民币对美元总体保持升值趋势，故一季度公司产生较大的汇兑损失，财务费用再次上升。

图表 11 宿迁联盛主营产品均价变化 (万元/吨)



图表 12 宿迁联盛三费率 (%)



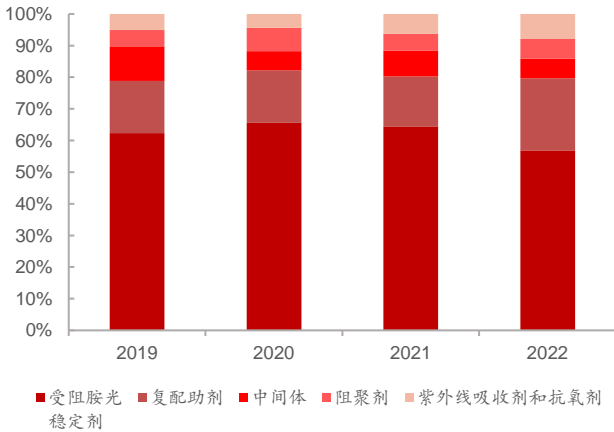
资料来源：宿迁联盛招股说明书，华安证券研究所

资料来源：iFind，华安证券研究所

公司产品主营业务收入产品结构多元，其中光稳定剂占比较高，光稳定剂毛利率水平大幅提高。公司主营业务收入结构相对稳定，销售规模呈上升态势，业务发展趋势良好。2018-2022 年公司受阻胺光稳定剂主营业务收入分别为：55900 万元、61089 万元、76116 万元、108879 万元、101000 万元，同比分别增长了 9.28%，24.60%、43.04%和 16.53%，-7.23%。公司受阻胺光稳定剂及其复配助剂营业额实现快速增长，一方面是由于全球下游市场（如塑料、塑编、涂料等高分子材料）需求稳定增长，带动了对防老化助剂的需求；另一方面，公司产能增加、技术改进、应对后疫情时代的价格调整等因素也促进了主营产品收入的增加。从产品收入结构来看，报告期间，抗氧化剂及光稳定剂的收入占比较高，合计维持在 90%以上，光稳定剂一直为公司的主要产品，收入占比维持在 60%以上。

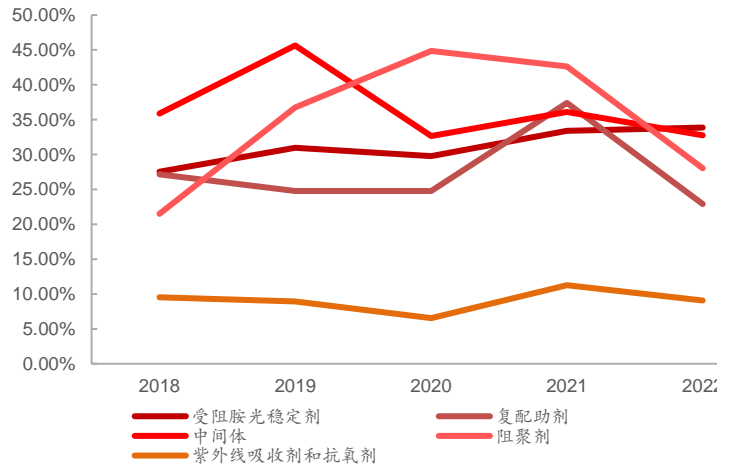
从主营业务毛利率结构来看，受阻胺光稳定剂毛利率保持增长态势。到 2022 年，受阻胺光稳定剂的毛利率已经居于各产品之首（33.86%），中间体（32.73%）和阻聚剂次之（28.02%）。受阻胺光稳定剂和复配助剂毛利率自 2021 年以来的提高，是由于在 2020 年受疫情影响公司下调了此类产品的售价以应对市场冲击，而后由于疫情常态化，全球需求回暖，该产品价格的逐年提高，加之产品原料丙酮价格回落，降低了成本端费用。而在 2022 年上半年，受阻胺光稳定剂毛利率进一步提高，主要由于主要原材料己二胺哌啶、丙酮价格下降明显，另一方面防老化助剂行情向好，公司顺应市场趋势继续上调了销售价格。阻聚剂和其他类产品的毛利率则总体呈现下降趋势。阻聚剂在 2020 年疫情期间的毛利率逆势上升，位列首位，主要由于疫情期间部分阻聚剂厂家停产，但下游需求的持续增长，导致供应紧张、市场价格大幅上涨（销售均价同比上涨 24.37%）。2021-2022 年阻聚剂毛利率下降明显，主要由于其他厂家生产恢复，供应增加，销售均价回落。抗氧化剂和紫外线吸收剂的毛利率则变化相对较为平稳。

图表 13 宿迁联盛主营业务收入产品结构 (%)



资料来源: iFind, 华安证券研究所

图表 14 宿迁联盛主营业务收入毛利率结构 (%)



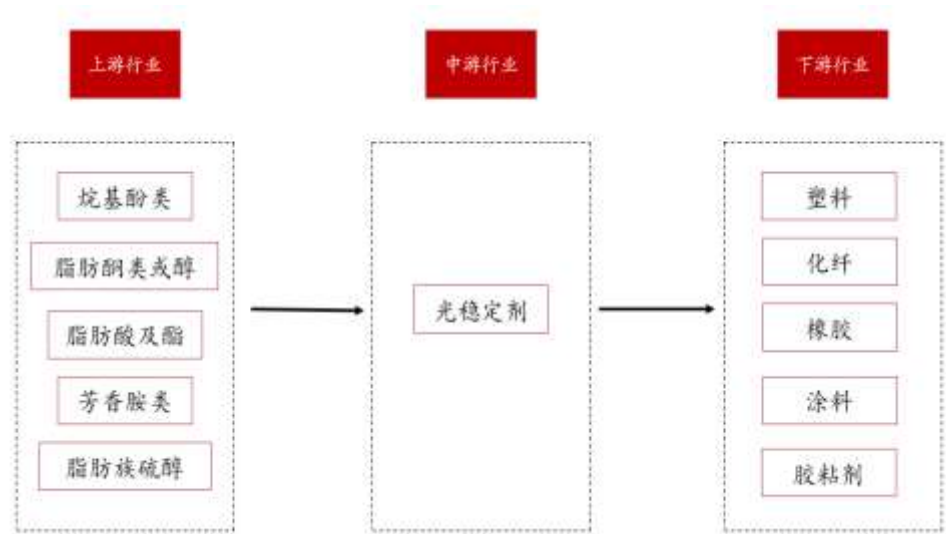
资料来源: iFind, 华安证券研究所

2 高分子材料市场稳定增长，光稳定剂需求不断攀升

2.1 光稳定剂下游应用广泛，受阻胺类光稳定剂为主流

光稳定剂能够提高高分子材料耐光性并延长使用寿命。光稳定剂是一种能够抑制或减弱光照对高分子材料的降解作用，提高高分子材料耐光性的化学物质，通常将光稳定剂与抗氧化剂协同使用以抑制高分子材料的光氧化降解，添加量在0.01%-0.5%之间。光稳定剂通常按照作用机理可以分为自由基捕获剂（主要为受阻胺光稳定剂 HALS）、紫外线吸收剂（UVA）、猝灭剂等。受阻胺类光稳定剂(HALS)是通过捕获自由基、分解氢过氧化物、捕获重金属、猝灭单线态氧的协同作用达到光防护效果，属于灭失型光稳定剂。光稳定剂的上游原材料主要为烷基酚类、脂肪酮类或醇、脂肪酸及酯、芳香胺类、脂肪族硫醇等。紫外线吸收剂（UVA）通过吸收大范围波长的紫外光，并将其转变为无害的热和荧光释放，从而对易变色材料起防护作用，属于预防型光稳定剂。

图表 15 光稳定剂上下游产业链



资料来源：宿迁联盛招股说明书，华安证券研究所

图表 16 光稳定剂品种表

| 机理类型 | 品类 | 性能特点 |
|--------|--------|--|
| 自由基捕获剂 | 受阻胺类 | 毒性小、不会使树脂着色、价格低廉和出色的光稳定性能等优点；其光稳定效果优于紫外线吸收剂、猝灭剂等传统光稳定剂；是目前使用最为广泛、增长速率最快、市场占有率最高的一类光稳定剂。 |
| 紫外线吸收剂 | 二苯甲酮类 | 用于聚乙烯、聚丙烯、聚氯乙烯、ABS、聚苯乙烯、聚酰胺等高分子材料中，与大多数高分子材料具有良好的相容性，及良好的光、热稳定性。 |
| | 苯并三唑类 | 品种最多、产量最大，在塑料光稳定剂中仅次于受阻胺光稳定剂（HALS）的第二大品种；能强烈地吸收 310-385nm 的紫外光，而对 400nm 以上的可见光几乎不吸收，因此制品不会泛色；其稳定性较好。 |
| | 三嗪类 | 具有高效率（添加量少且效果佳）：低色泽（使其应用面更广）；高加工温度；较好的相容性（分散性好，且分子本身容易进行化学修饰）；优异的广谱性（在 UVA 及 UVB 的紫外光范围内具有较高的摩尔吸光系数）。但因其吸收波段较宽会吸收少量可见光从而影响涂层颜色；价格较高。 |
| | 水杨酸酯类 | 原料易得，制备工艺简单便捷，与树脂相容性好，并且无毒，对环境污染小。吸收率低，而且吸收波段较窄，本身对紫外光不稳定，光照后发生重排会吸收可见光使制品带色。 |
| 猝灭剂 | 镍有机络合物 | 由于在恶劣的气候条件下能够承受紫外线，猝灭剂可以用于农业薄膜和温室大棚应用，而且可以保护薄膜免受农用杀虫剂的影响。除此以外，镍有机紫外线吸收剂也可在聚烯烃纤维中应用。但因其含有重金属，并且会使塑料和一些高分子材料产品呈现棕褐色或绿色，所以并未广泛应用于其他领域，市场份额较低。 |

资料来源：宿迁联盛招股说明书，华安证券研究所

光稳定剂下游应用领域广泛，不同牌号光稳定剂使用领域有所区别。光稳定剂主要应用在塑料农膜、橡胶、注塑型材、涂料、化纤、通用拉丝、家电面板、光伏、胶粘剂等化工烯制品，具备应用范围广、专业化和差异化程度高，有较高的附加价

值等特点。随着下游高分子材料的更新换代以及环保政策的日趋严格，光稳定剂对未来高分子材料的渗透率将逐步提升，其下游应用需求将具备良好的增长前景。

图表 17 光稳定剂产品应用领域



资料来源：宿迁联盛招股说明书，华安证券研究所

图表 18 不同牌号光稳定剂应用领域

| 产品类型 | 牌号 | PE | | | | PP | | | | EVA | PVC | PS | ABS |
|------|------|----|----|----|------|----|----|----|----|-----|-----|----|-----|
| | | 薄膜 | 注塑 | 管材 | 电线电缆 | 薄膜 | 纤维 | 注塑 | 管材 | | | | |
| LS | 944 | ▲ | ▲ | ▲ | △ | △ | ▲ | ▲ | ▲ | | | △ | |
| | 622 | △ | △ | ▲ | ▲ | △ | △ | △ | △ | ▲ | | | |
| | 770 | | | | | ▲ | | △ | △ | | | ▲ | ▲ |
| | 119 | ▲ | △ | △ | △ | △ | △ | △ | △ | △ | △ | △ | ▲ |
| | 2020 | △ | ▲ | ▲ | ▲ | △ | ▲ | △ | ▲ | ▲ | △ | | |
| | 3853 | | △ | △ | | | | ▲ | | | | ▲ | ▲ |
| | 292 | | | | | | | △ | | | | △ | △ |
| | 123 | | | | | | | △ | | | | △ | △ |
| | 114 | | | | | | | | | | | △ | |
| | 783 | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | | | | △ |
| | 791 | | | | | ▲ | | ▲ | | ▲ | | △ | |
| | 610 | ▲ | △ | △ | △ | △ | △ | ▲ | ▲ | | | | |
| | 611 | ▲ | △ | △ | △ | △ | △ | ▲ | ▲ | | | | |
| UV | 531 | ▲ | ▲ | ▲ | △ | △ | | △ | △ | ▲ | △ | ▲ | ▲ |
| | UV-P | | | | | | | △ | △ | | ▲ | ▲ | ▲ |
| | 326 | ▲ | ▲ | ▲ | | ▲ | | ▲ | △ | | ▲ | | ▲ |
| | 328 | △ | | | | ▲ | | ▲ | | | ▲ | ▲ | ▲ |

| | | | | | | | | | | | | | |
|----|-------|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 329 | | | | | ▲ | | ▲ | ▲ | ▲ | △ | ▲ | ▲ |
| | 234 | | | | | △ | | | | | △ | ▲ | |
| | 360 | | | | | | | | | | | | |
| | 1577 | △ | ▲ | | | | | | | | | | |
| | 1164 | △ | | | | △ | | △ | | | | | △ |
| | 1130 | | | | | | | | | | | | |
| | 2908 | △ | ▲ | ▲ | △ | ▲ | △ | ▲ | | ▲ | ▲ | | △ |
| | 400 | | | | | | | | | | △ | | |
| AO | 1010 | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | △ | ▲ | △ | △ |
| | 1076 | ▲ | △ | | | | | △ | | | ▲ | ▲ | ▲ |
| | 3114 | △ | ▲ | △ | | | | △ | ▲ | △ | | △ | △ |
| | 1098 | | | | △ | | | △ | | | | | |
| | 1035 | | | | ▲ | | | | | | | △ | ▲ |
| | 1024 | | | △ | ▲ | | | | △ | | | | |
| | 168 | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | | ▲ | |
| | 626 | △ | ▲ | | | | | | | △ | ▲ | ▲ | ▲ |
| | DSTDP | | △ | △ | △ | | | | △ | | | | △ |
| | DLTDP | | | △ | ▲ | | | | △ | | | | △ |
| | B215 | ▲ | ▲ | ▲ | | | ▲ | | ▲ | | ▲ | | △ |
| | B225 | ▲ | ▲ | ▲ | | | ▲ | | ▲ | | ▲ | | △ |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：▲推荐使用；△可以使用。LS：受阻胺类光稳定剂；UV：紫外线吸收剂；AO：抗氧剂。

图表 19 不同牌号光稳定剂应用领域（续）

| 产品类型 | 牌号 | SBS/SIS | TPE | TPU | TPO | PU | PA | PC | POM | PET/PBT | PMMA | 涂料 |
|------|------|---------|-----|-----|-----|----|----|----|-----|---------|------|----|
| LS | 944 | | ▲ | | ▲ | ▲ | ▲ | | | | | |
| | 622 | | ▲ | △ | ▲ | ▲ | ▲ | | ▲ | | | |
| | 770 | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | | ▲ | | ▲ | |
| | 119 | ▲ | △ | | △ | ▲ | ▲ | | ▲ | | ▲ | |
| | 2020 | | | | | | ▲ | | | | | |
| | 3853 | | | | ▲ | ▲ | | | △ | | | |
| | 292 | △ | △ | △ | | ▲ | | | | | | ▲ |
| | 123 | | | △ | | △ | △ | | △ | △ | | ▲ |
| | 114 | | | | | | ▲ | | | | | |
| | 783 | | △ | | | △ | △ | | | | | |
| | 791 | △ | △ | △ | △ | ▲ | ▲ | | △ | | | |
| | 610 | | | | △ | ▲ | ▲ | | | | ▲ | |
| | 611 | | | | △ | ▲ | ▲ | | △ | | ▲ | |
| UV | 531 | | △ | ▲ | △ | ▲ | | △ | | | | △ |
| | UV-P | △ | | | | △ | | | | | | |
| | 326 | | △ | ▲ | | | | △ | | | △ | |
| | 328 | ▲ | | ▲ | ▲ | | | | | | | |

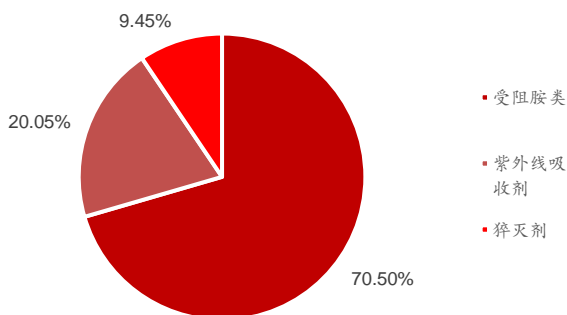
| | | | | | | | | | | | | |
|----|-------|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 329 | △ | ▲ | | △ | | | ▲ | | | ▲ | |
| | 234 | | ▲ | ▲ | △ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | |
| | 360 | | | | | | △ | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | |
| | 1577 | | △ | | | | ▲ | ▲ | | ▲ | ▲ | |
| | 1164 | | | | △ | | ▲ | ▲ | | ▲ | ▲ | |
| | 1130 | | | | | △ | | | | | | ▲ |
| | 2908 | | △ | | ▲ | | | ▲ | | ▲ | | |
| | 400 | | | | | | | | | | △ | ▲ |
| AO | 1010 | | △ | ▲ | △ | △ | ▲ | | ▲ | ▲ | | △ |
| | 1076 | | ▲ | ▲ | ▲ | | | △ | ▲ | | ▲ | △ |
| | 3114 | | | | | ▲ | | | | | | |
| | 1098 | | | | △ | | ▲ | | | | | |
| | 1035 | △ | | | | ▲ | △ | | | △ | | |
| | 1024 | | △ | △ | | △ | ▲ | | | | | |
| | 168 | ▲ | △ | △ | ▲ | △ | ▲ | ▲ | | ▲ | ▲ | |
| | 626 | | ▲ | | | | ▲ | ▲ | | △ | | △ |
| | DSTDP | | △ | | | | △ | | | △ | | |
| | DLTDP | | | | | | △ | | | | | |
| | B215 | | | ▲ | | | | | | | | ▲ |
| | B225 | | | ▲ | | | | ▲ | | | | ▲ |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

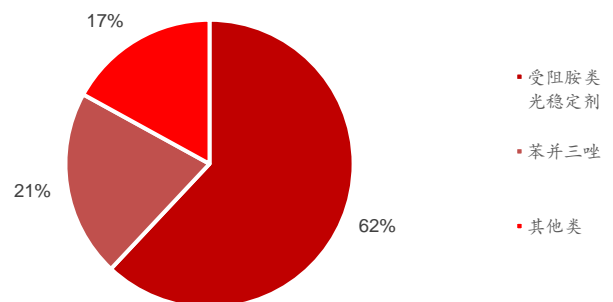
注：▲推荐使用；△可以使用。LS：受阻胺类光稳定剂；UV：紫外线吸收剂；AO：抗氧剂。

受阻胺类光稳定剂已成为最主流的光稳定剂产品。在全球光稳定剂市场中，受阻胺光稳定剂占据最主要的市场份额，其次是紫外线吸收剂、猝灭剂。根据MarketsandMarkets统计,2020年全球光稳定剂中受阻胺光稳定剂、紫外线吸收剂、猝灭剂销售规模分别为8.43亿美元、2.40亿美元、1.13亿美元,比重分别为70.50%、20.05%、9.45%；根据华经产业研究院数据,2019年中国光稳定剂市场上受阻胺光稳定剂占比为62%。由此可见，无论是在国内市场还是国际市场，受阻胺类光稳定剂都已成为最主流的光稳定剂产品。

图表 20 2020 年全球光稳定剂主要产品结构



图表 21 2019 年中国光稳定剂主要产品结构

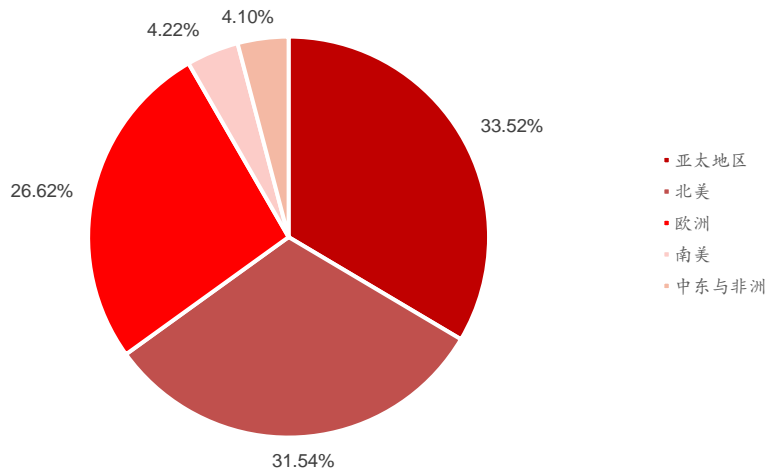


资料来源：MarketsandMarkets，华安证券研究所

资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

我国是光稳定剂消费量增长最快的地区。从光稳定剂的地域消费结构来看, 根据 MarketsandMarkets 发布的相关研究报告, 2020 年全球光稳定剂销售区域主要分布在亚太地区、北美与欧洲, 销售比重分别为 33.52%、31.54%、26.62%, 其次是南美、中东与非洲。我国在全球光稳定剂的生产 and 消费方面均处于领先地位, 从销售规模来看, 中国 2020 年在亚太地区光稳定剂总市场比重为 55.9%, 市场规模达到了 2.24 亿美元, 是光稳定剂增长最快的市场之一。根据 MarketsandMarkets 统计, 预计 2021 年至 2026 年亚太地区、北美、欧洲复合增长率分别为 7.0%、5.4%、3.9%, 中国复合增长率达到 7.4%, 是光稳定剂消费量增长最快的地区。

图表 22 2020 年全球光稳定剂销售区域分布

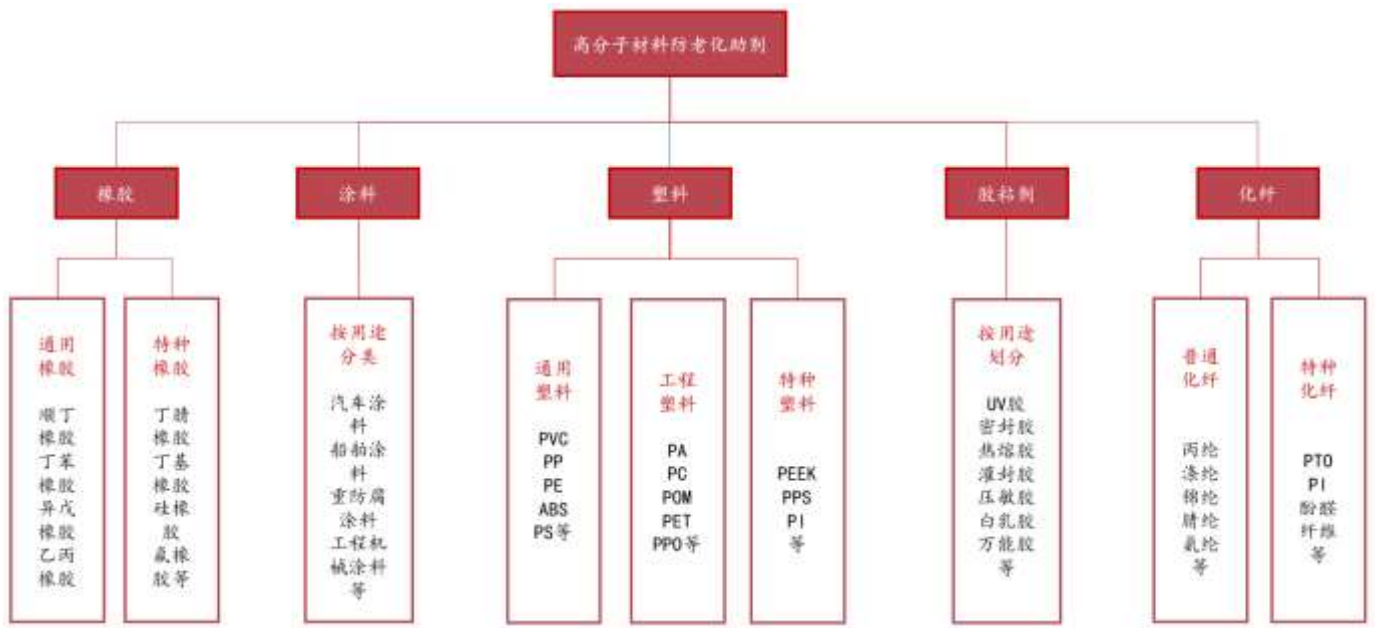


资料来源: MarketsandMarkets, 华安证券研究所

2.2 高分子材料市场稳定增长, 光稳定剂需求不断攀升

高分子材料是光稳定剂主要的下游市场。高分子材料也称聚合物材料, 它是一类以高分子化合物为基体, 再配以其他添加剂所构成的材料, 通常包括塑料、合成纤维、胶黏剂、涂料、合成橡胶五大类材料, 以及其他高分子基复合材料。由于化学作用, 所有与空气、光照接触的高分子材料都将以一定的速度老化, 导致物理性能和化学性质发生变化进而影响材料正常工作。在化工生产中, 需要在高分子材料中添加抗氧化剂和光稳定剂以起到延缓、抑制材料老化的作用。因此, 高分子材料是光稳定剂的重要下游市场, 光稳定剂的发展在很大程度上依赖于塑料、橡胶、涂料、化学纤维及胶黏剂等高分子材料的发展。

图表 23 高分子材料防老化助剂下游产品

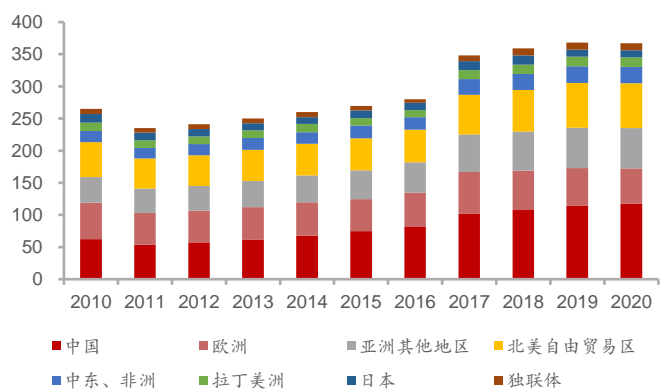
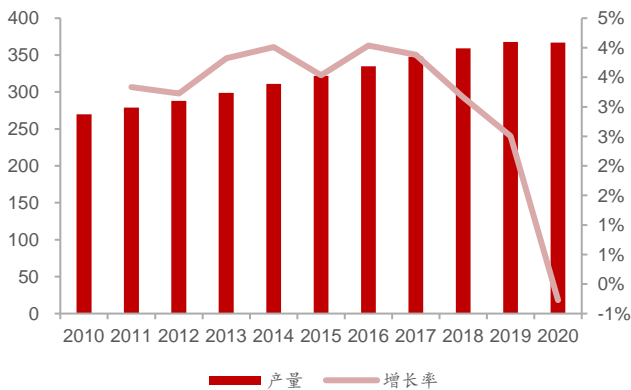


资料来源：宿迁联盛招股说明书，华安证券研究所

全球塑料产量持续增长，防老化助剂下游市场广阔。塑料具有重量轻、成本低、功能广泛等优良材料特点，被广泛应用于交通、信息、能源、工业、农业等国民经济各领域，是重要基础原料。近年来，全球塑料需求量不断攀升。根据欧盟统计局数据，2010年-2020年全球塑料产量从2.70亿吨增至3.67亿吨，年复合增长率3.1%。从塑料生产的地区分布来看，我国2010-2021年塑料材料产量在全球占比不断攀升，2010年初仅为0.62亿吨，占比23%左右，到2020年末已超过30%，稳居全球首位。

图表 24 全球塑料产量（百万吨）及增速（%）

图表 25 中国及其他地区塑料材料产量对比（百万吨）



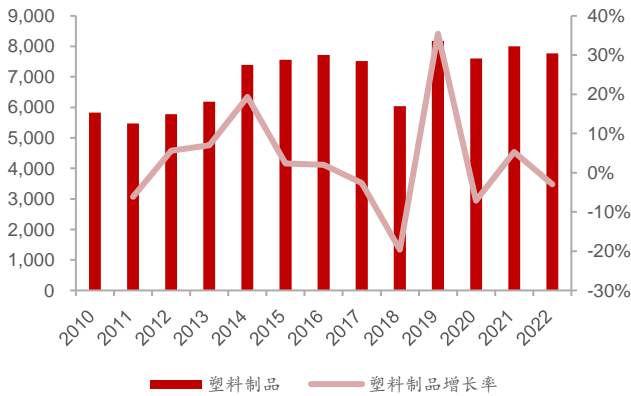
资料来源：欧盟统计局，华安证券研究所

资料来源：欧盟统计局，华安证券研究所

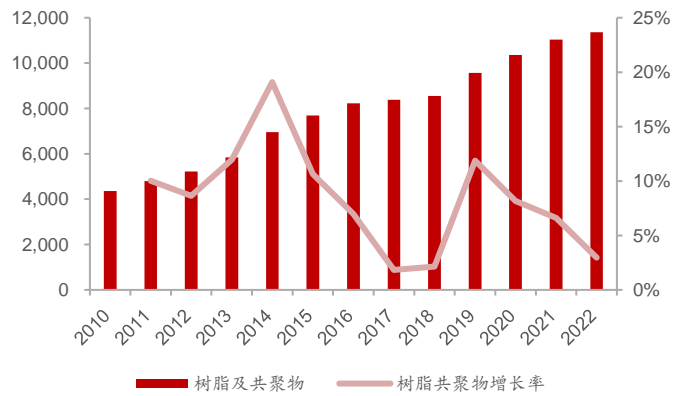
作为全球第一大塑料生产国，中国的防老化助剂需求预期良好。中国塑料产量的增速高于全球平均水平。在2010-2020年期间，除了在2018年受中美贸易摩擦影响，以及2020年以来受疫情影响中国塑料产量增速为负以外，其余年份均保持

正增长。树脂和共聚物是重要化工产品，其产量在此期间保持逐年递增趋势。尽管近年来中国塑料产量增速有所放缓，但整体仍维持稳步增长的态势。另外，近年来国内规划了众多炼化项目，将推动国内烯烃产能的迅速增长，未来我国塑料产量有望继续保持较高的增速，而高分子防老化助剂在这些塑料产品的生产过程中不可或缺。因此，防老化助剂在未来化工行业发展中具有良好的需求增长前景。

图表 26 中国塑料制品产量 (万吨) 及增速 (%)



图表 27 中国树脂及共聚物产量 (万吨) 及增速 (%)



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 28 炼油行业新增产能情况 (常减压一次加工能力, 万吨/年)

| 2022 年新增产能 | |
|------------------------|------|
| 盛虹炼化 (东方盛虹) | 1600 |
| 2023 年预计新增产能 (万吨) | |
| 广东石化 (中石油) | 2000 |
| 裕龙石化 (一期) | 2000 |
| 2024 年预计新增产能 (万吨) | |
| 宁波大榭石化 (中海油) | 600 |
| 镇海炼化 (中石化) | 1100 |
| 2025-2030 年预计新增产能 (万吨) | |
| 华锦石化 | 1500 |
| 裕龙石化 (二期) | 2000 |
| 旭阳炼化 | 1500 |
| 古雷石化 | 1600 |

资料来源：隆众资讯，中国石油与化工网，公司公告，华安证券研究所整理

橡胶是国民经济传统的重要基础性产业之一，广泛应用于采掘、轨道交通、建筑、机械、航空、电子、军工等工业领域。按照制成方式的不同，橡胶可以分为合成橡胶和天然橡胶两类，其中合成橡胶占橡胶整体的产量一半以上，也是光稳定剂的重点应用领域。根据 statista 发布的相关数据，2020 年全球合成橡胶产量 1,435.3 万吨。其中亚太地区的合成橡胶产量占全球比例约为 57.9%。

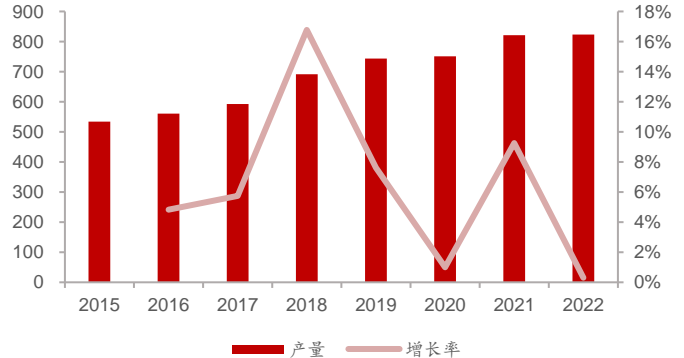
橡胶产量的持续增长是光稳定剂需求的重要推动力量。中国在 2015-2022 年间合成橡胶产量保持增长态势，2022 年我国合成橡胶年产量 823.3 万吨，自 2015 年以来年均复合增长率为 6.88%。在未来，合成橡胶是减少橡胶产业对国际天然橡胶

市场的过度依赖、缓解天然橡胶供需矛盾的必需品，推动合成橡胶替代天然橡胶也符合产业政策发展方向。此外，未来几年我国还有丁苯橡胶、顺丁橡胶、SBS、乙丙橡胶等 4 个品种的合成橡胶装置计划扩建或新建。因此，可以预见未来国内合成橡胶的产量将会稳步增加，这也将拉动光稳定剂需求量。

图表 29 全球合成橡胶产量 (万吨) 及增速 (%)



图表 30 中国合成橡胶产量 (万吨) 及增速 (%)



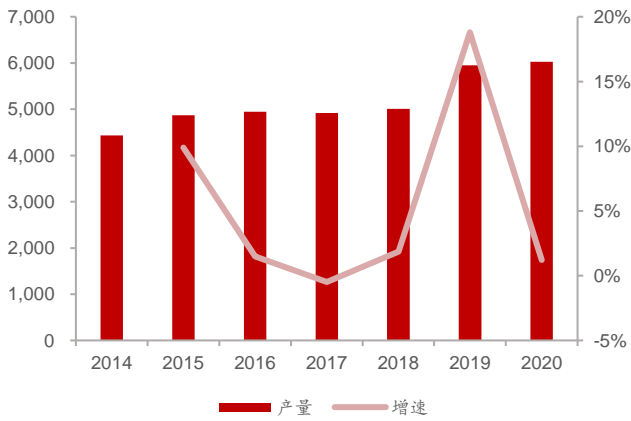
资料来源: statista, 华安证券研究所

资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

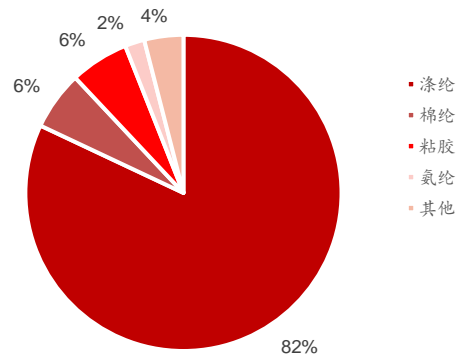
化学纤维是用天然高分子化合物或人工合成的高分子化合物为原料。经过制备纺丝原液、纺丝和后处理等工序制得的具有纺织性能的纤维，具备耐光、耐磨、易洗易干、不霉烂、防蛀等优良特性。化纤具体可分为涤纶、腈纶、锦纶、丙纶、维纶、氨纶等类。当下化学纤维高分子材料在各种终端行业的应用不断增长，被广泛用于制造衣着织物、滤布、运输带、水龙带、绳索、渔网、电绝缘线、医疗缝线、轮胎等。根据华经产业研究院发布的产业数据，2014-2018 年间，中国化学纤维产量保持稳定低速增长。2014 年中国化纤产量仅 4433 万吨，随后缓慢增长，到 2019 年产量增幅明显，当年增速达到 18.79%，2020 年底已达 6025 万吨。根据 Textile Exchange 的统计数据，2021 年全球的纤维产量约为 1.13 亿吨，创下历史新高。在全球不断增长的纤维产量中，最高的是合成纤维，其中以近 6100 万吨的聚酯类合成纤维增长趋势最为明显，高于 2020 年的 5700 万吨。棉花是产量第二高的纤维，在 2021 年达到 2470 万吨，占全球纤维产量 22%。

化纤需求的良好预期是光稳定剂需求的又一关键动力。根据日本化学纤维工业协会 (JCFA) 预计，2017-2025 年全球化学纤维复合年均增长率约为 2.6%，亚洲地区增长率将达 3.3%。化纤行业 (涤纶、棉纶等) 的下游纺织和服装制造企业是国民经济的重要组成部分，随着全球疫情防控形势转变，我国及全球纺织行业的生产将继续恢复增长态势，我国纺织服装出口会继续保持增长，国内消费市场仍将持续回升，化纤行业的需求预期良好，这也将为光稳定剂等防老化助剂提供增长动力。

图表 31 中国化纤产量 (万吨) 及增速 (%)



图表 32 2020 年中国化纤产品结构 (%)



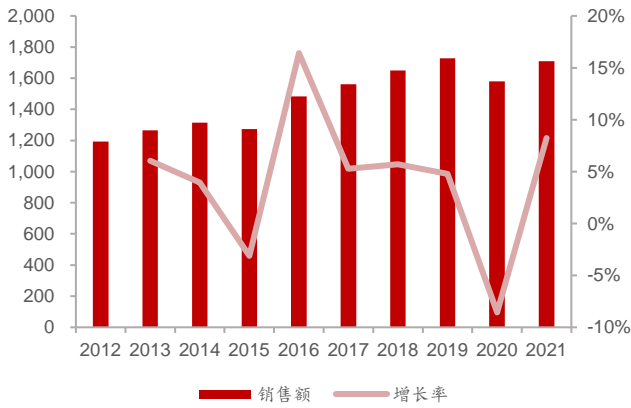
资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

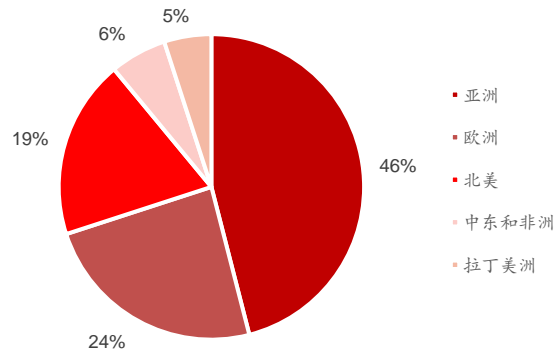
涂料作为重要化工原料，具有良好的需求前景。通常是以树脂、或油、或乳液为主，添加或不添加颜料、填料，添加相应助剂，用有机溶剂或水配制而成的粘稠液体，通常将其应用不同的施工工艺涂覆在物件表面从而形成粘附牢固、具有一定强度、连续的固态薄膜。涂料具有较强的遮盖力、涂膜附着力、粘度、细度、耐冻融、耐洗刷性、耐老化性、耐碱性。涂料按用途可分为建筑涂料、工业涂料、通用涂料及辅助材料等类别，在建筑、交通、化工等领域具有重要地位。

全球涂料销售规模保持波动增长，需求增长预期良好。从市场销售规模来看，2012-2021 年间全球涂料销售额从 1200 亿美元增长至超过 1700 亿美元，总体保持波动增长。2019 年全球涂料需求市场增长主要得益于建筑业投资增长、汽车工业发展、城市人口增加及全球经济改善，销售额达到 1728 亿美元，为报告期峰值，2020 年受疫情影响降至 1580 亿美元，2021 年经济持续复苏，销售规模回升至 1710 亿美元，同比增长 8.23%。从应用分布看，根据世界涂料理事会 (WCC) 发布的数据，2021 年，装饰涂料是第一细分市场领域，应用占比达 48.8%；其次为一般工业涂料，占比为 11%。工业涂料是涂料产业的支柱，涵盖交通涂料、其他涂料等。2021 年全球工业涂料市场规模约为 856 亿美元。从地域分布来看，2021 年亚洲涂料销售额占全球涂料市场份额的 46%，达到 788 亿美元，亚洲最大的涂料生产地为大中华地区，而中国占亚洲涂料市场的 60%。具体而言，亚太地区是一般工业涂料和汽车涂料销售额占有率最高的地区，这和亚太地区住房和汽车需求量增长有密切关系。亚太地区因原材料成本和劳动力成本优势，涂料产品的销售价格相对于欧洲和北美市场更具竞争性。根据 Precedence Research 的估计，到 2030 年全球工业涂料市场规模将超过千亿美元，2021-2030 年复合年增长率约为 3%。涂料需求的增长，也是未来防老化助剂需求的一大利好因素。

图表 33 全球涂料销售规模 (亿美元) 及增速 (%)



图表 34 2021 年全球涂料市场地区分布



资料来源：世界涂料理事会 (WCC)，华安证券研究所

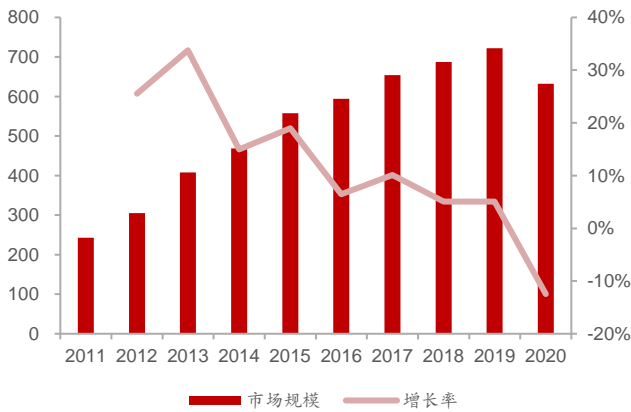
资料来源：Orr&Boss，华安证券研究所

胶粘剂又称粘合剂、粘结剂，是一种具有优良粘合性能的物质。它能在两种物体表面之间形成薄膜，使之粘结在一起，其形态通常为液态和膏状，是工业工程中不可缺少的材料之一。胶粘剂的主要功能是将被粘结材料连接在一起。相比传统的机械紧固，粘结组件的应力分布更均匀，而且粘结的组件结构比机械紧固（铆接、焊接、过盈连接和螺栓连接等方式）强度高、成本低、质量轻。胶粘剂按用途可划分为密封胶粘剂、建筑结构用胶粘剂、汽车用胶粘剂、包装用胶粘剂、电子用胶粘剂、制鞋用胶粘剂等类别，在化工生产过程中具有广泛的应用。

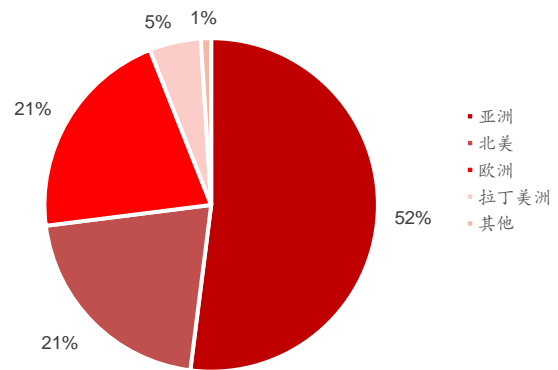
未来胶粘剂需求的增长以及环保质量要求提高，将扩大光稳定剂的需求量并提高渗透率。由于具备优良化工特性，胶粘材料与胶粘剂成为各个新兴领域实现轻量化、高粘接、提质增效的重要产品，胶粘剂市场规模快速放大。2011-2020 年全球胶粘剂市场规模持续扩张，从 2011 年的 243 亿美元增长至 2020 年的 632 亿美元，2020 年全球胶粘剂需求量约 2217 万吨。其中，除了 2020 年因疫情影响胶粘剂生产以外，其余年份市场规模均保持持续增长，2011-2019 年全球胶粘剂市场规模的平均复合增速达到 14.6%。从胶粘剂市场地区分布来看，亚洲地区是全球最大的胶粘剂需求区域，区域需求总量占比从 2007 年的 35.5% 增长至 2020 年的 52%；2020 年北美地区胶粘剂需求占同期全球总量的 21%；欧洲地区需求量占同期全球总量的 21%。中国是胶粘剂生产和消费大国，据中国胶粘剂和胶粘带工业协会统计，2020 年我国胶粘剂行业产量达到 709 万吨，同比增长 4.42%；同年，中国胶粘剂行业销售额约 1006.4 亿元，同比增长 3.58%。

随着新兴技术的发展，5G 通信、新能源汽车、复合材料、智能终端设备等新兴市场对胶粘剂产品的需求强劲增长，为我国胶粘剂开辟了广阔的下游市场。随着我国环境管制的严格化以及环保法规的完善化，延长产品使用寿命、降低环境污染成为这些新兴行业发展的必然要求，水基型、热熔型、无溶剂型、紫外光固化型、高固含量型及生物降解型等环境友好型胶粘剂产品受到市场的青睐和重视，这也为防老化助剂的研发和销售提供了更为广阔的空间。

图表 35 全球胶粘剂市场规模 (亿美元) 及增速 (%)



图表 36 2020 年全球胶粘剂消费市场地区分布

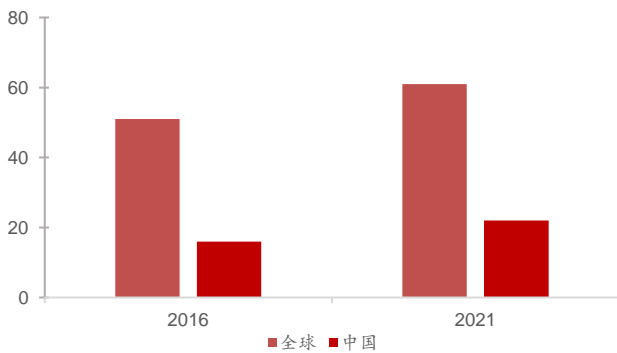


资料来源: ASC, Market of Market, 华安证券研究所

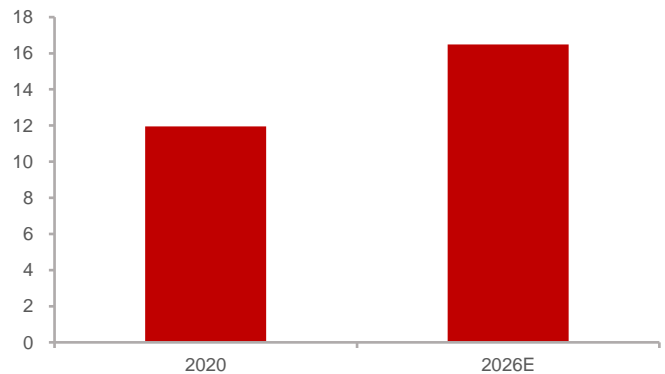
资料来源: 华经产业研究院, 华安证券研究所

综合上述, 近年来全球及中国的塑料、橡胶、化纤等行业均呈现良好的增长态势, 成为拉动光稳定剂需求增长的强劲动力。从光稳定剂的需求来看, 近年来全球光稳定剂市场规模正在逐年扩大。2016 年, 全球光稳定剂的需求量为 51 万吨, 到 2021 年增长到 61 万吨, 复合增长率达到 3.65%。根据 MarketsandMarkets 发布的相关研究报告, 2021 年全球高分子材料助剂市场容量预计约 1,103 亿美元, 自 2016 年以来年均复合增长率为 8.0%。据宿迁联盛招股说明书, 2020 年全球光稳定剂 (受阻胺光稳定剂、紫外线吸收剂、猝灭剂) 市场规模约为 11.95 亿美元, 2021 年至 2026 年仍将保持快速增长, 预计 2026 年将达到 16.49 亿美元, 年复合增长率为 5.6%。

图表 37 光稳定剂市场规模 (万吨) 及增速 (%)



图表 38 2020-2026 年全球光稳定剂市场规模 (亿美元)



资料来源: 华经产业研究院, 华安证券研究所

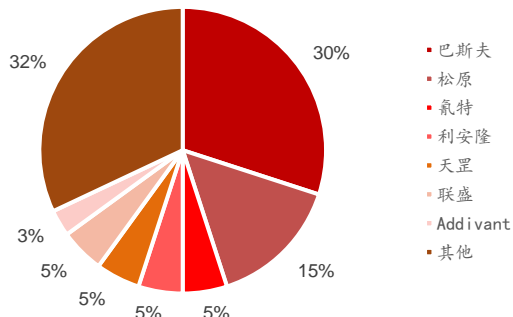
资料来源: 宿迁联盛招股说明书, 华安证券研究所

2.3 国内光稳定剂供给较为分散, 公司产能处龙头地位

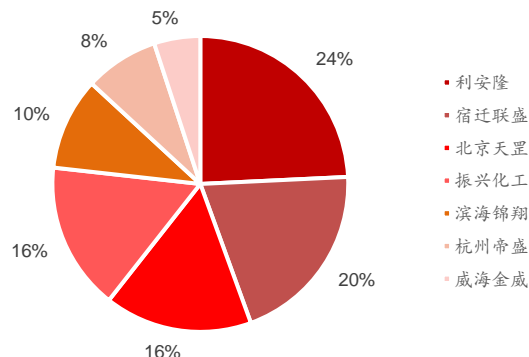
光稳定剂的国际供应市场由海外跨国公司主导, 供应市场相对集中。国际先进企业凭借原料、规模、技术优势以及与大型高分子材料制造商长期的合作关系, 在全球市场份额上占据先发优势。全球光稳定剂主要生产厂家共 30 多家。根据 2019 年的数据, 德国的巴斯夫和韩国的松原两家公司占据全球近一半的市场份额, 美国的氰特(Cvtec)、日本的 Chemipro、中国台湾省永光化学、中国大陆利安隆、天罡、联盛等企业在市占率上呈多足鼎立的均衡态势, 但与巴斯夫、松原等大型

企业存在一定的差距，相较而言市场更分散。整体来看，光稳定剂的国际供应市场相对集中。

图表 39 2019 年全球光稳定剂市场份额占比



图表 40 2019 年中国光稳定剂主要生产企业产能占比



资料来源：中国化工信息中心，华安证券研究所

资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

图表 41 全球防老化助剂行业主要龙头企业基本情况

| 公司 | 国家/地区 | 公司情况 |
|----------|-------|--|
| 巴斯夫 | 德国 | 2021 年度全球化工企业排名首位，化工助剂业务包括原有业务和 2009 年收购的汽巴精化公司，隶属于功能化学品业务，占整体比例较小。 |
| 松原 | 韩国 | 公司始建于 1965 年，为韩国主要的高分子材料化学助剂制造商之一，目前在全球共有 9 家工厂，其中位于韩国 Maeam 的工厂拥有年产 7 万吨的抗氧化剂产能。 |
| ADEKA | 日本 | 公司前身为日本旭电化工业，目前业务包括化工（高分子助剂、电子材料及功能化学品）、食品以及生命科学等，在全球共有 6 家工厂。 |
| 城北化学 | 日本 | 公司成立于 1958 年，是亚磷酸酯类产品的专业制造商，主要产品包括应用于塑料、纤维、橡胶等行业的耐热性剂、抗氧化剂、改性剂，以及润滑油添加剂等。 |
| Addivant | 美国 | SKCapital 在 2012 年收购了 Chemtura (科聚亚) 的抗氧化剂和光稳定剂业务，并于 2013 年成立 Addivant (亚帝凡特)，是抗氧化剂、中间体与抑制剂、聚合物改性剂和光稳定剂解决方案的供应商，2018 年与 SIGroup 合并。 |
| SIGroup | 美国 | SIGroup 总部位于纽约，为全球领先的性能添加剂和化学中间体生产商，全球拥有 20 家工厂和 2800 名员工，2014 年收购雅宝公司 (Albemarle) 的抗氧化剂业务。2018 年 SIGroup 被 SKCapital 收购，将与 SKCapital 旗下的 Addivant 合并，并继续以 SI 的品牌开展业务。 |
| 妙春实业 | 中国台湾 | 公司成立于 1988 年，主要生产抗氧化剂，定位于塑料和橡胶行业应用。 |
| 三晃股份 | 中国台湾 | 公司业务包含阻燃剂、高分子弹性体、植物保护用药、电子化学品、橡胶塑料添加剂等，2016 年收购国庆化学。 |
| Chemipro | 日本 | 公司成立于 1982 年，总部位于神户市，旗下业务包括化学品及家庭产业产品等。 |
| 氟特 | 美国 | 公司为全球特种化学品的主要生产商之一，从事聚亚氨酯、环氧复合物等特种高分子材料，以及表面活性剂等特殊化学添加剂业务，2015 年被 Solvay 收购。 |
| 永光化学 | 中国台湾 | 成立于 1962 年，主要产品包括紫外线吸收剂、受阻胺光稳定剂、配方型光稳定剂、抗氧化剂、高分子染料等，全球有 6 个生产基地。 |

资料来源：宿迁联盛招股说明书，华安证券研究所

国内企业专注于突破单类产品，公司产能处于领先地位。国内企业依靠技术突破、高性价比产品逐渐抢占市场，产品线较为单一，多专注于一类光稳定剂的

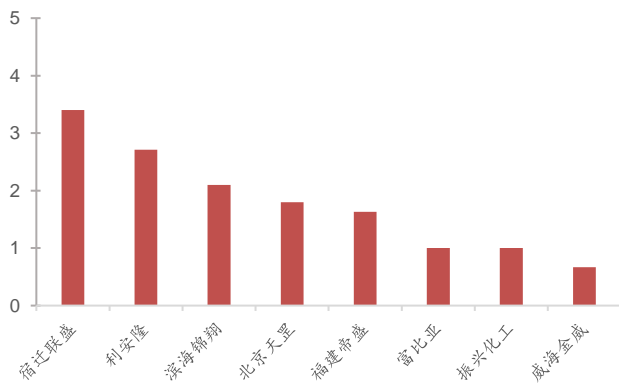
生产，且不具有规模效应。目前国内光稳定剂生产的代表性企业有利安隆、宿迁联盛、杭州帝盛、北京天罡、威海金威。杭州帝盛产品聚焦于高毛利率的紫外线吸收剂，特别是应用最广泛的苯并三氮唑类；宿迁联盛、北京天罡和振兴化工主要以生产受阻胺类为主；利安隆同时涉足紫外线吸收剂和受阻胺两大类。历经数年发展和行业竞争，国内光稳定剂供应和竞争格局发生了变化，宿迁联盛后来居上，在光稳定剂方面取得产能供应的优势。目前宿迁联盛光稳定剂产能达到 3.4 万吨，处于领先地位。

图表 42 中国大陆主要光稳定剂生产企业基本情况

| 公司 | 公司基本情况 |
|------|---|
| 联盛科技 | 公司位于江苏宿迁（省级）生态化工科技产业园区，是一家提供聚合物防老化添加剂综合服务，为亚洲主要受阻胺光稳定剂的供应商，主要产品已具备“丙酮→关键中间体→光稳定剂产品→防老化解决方案”完整产业链条，目前拥有六家全资子公司，工厂总占地 600 余亩，助剂总产能超 6 万吨/年，其中终端产品 3 万吨/年。公司年销售额超 10 亿元，员工人数达 1600 余人。 |
| 利安隆 | 公司在天津、宁夏、浙江、河北、内蒙、珠海具有生产基地，2021 年光稳定剂产能 2.2 万吨，公司在 2019 年收购的凯亚化工目前已具有 8000 吨 HALS 成品产能，2.2 万吨中间体产能，且内蒙赤峰生产基地尚在扩产中。 |
| 杭州帝盛 | 帝盛科技成立于 1995 年，专注于各种紫外线吸收剂和光稳定剂的生产与销售，下设三家工厂，总产能达到 1.0 万吨/年。2018 年 12 月帝盛科技宣布与松原建立合作伙伴关系，将为松原生产 UVA 光稳定剂系列的部分产品。新工厂福建帝盛于 2018 年开始建设，计划产能 1.5 万吨/年。 |
| 威海金威 | 威海金威成立于 1994 年，主要产品包括苯并三氮唑类紫外线吸收剂和磷腈阻燃剂，年综合生产能力 5000 吨，并拥有 1000 吨/年抗氧化剂的产能。 |
| 北京天罡 | 北京天罡前身为成立于 1991 年的北京市朝阳区花山助剂厂，致力于高性能光稳定剂、紫外线吸收剂的研发与生产，现有员工 400 多人，拥有北京大兴和河北固安两个现代化生产基地，设计光稳定剂及中间体年产能 1.6 万吨，未来和瑞士科莱恩合作新建约 3 万吨光稳定剂。 |

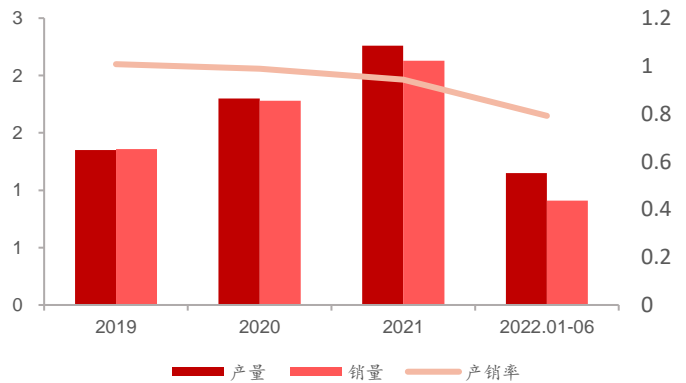
资料来源：宿迁联盛招股说明书，华安证券研究所

图表 43 2022 年中国主要光稳定剂企业产能（万吨）



资料来源：各公司公告，华经产业研究院，华安证券研究所

图表 44 宿迁联盛受阻胺光稳定剂产销量（万吨）



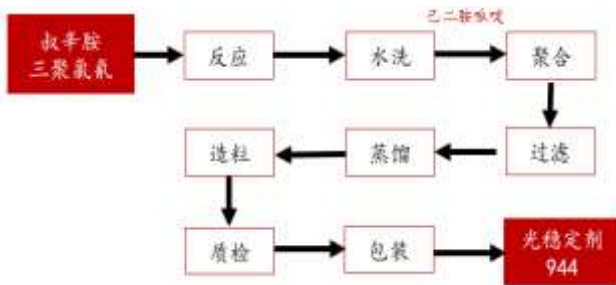
资料来源：宿迁联盛招股说明书，华安证券研究所

3 横纵双向拓宽产业链布局，降本增量助力公司成长

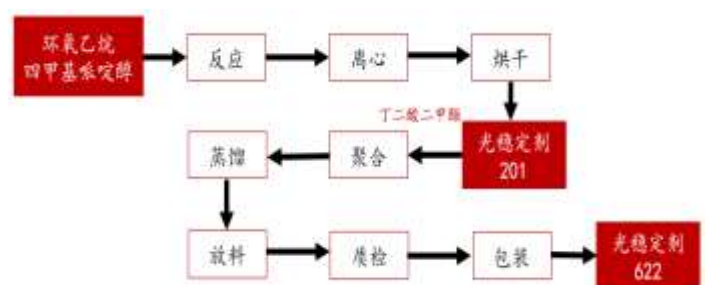
公司掌握光稳定剂产品生产核心技术，构成公司的核心竞争力。在公司的主打产品光稳定剂 944 上，公司掌握了高效受阻胺类光稳定剂 944 的制备方法。传统的光稳定剂 944 制备原理为：将苯酚和 2,6-二甲基苯酚通过氢化反应、甲基化反应、烷化反应、羧化反应、缩合反应等一系列反应生成光稳定剂 944，需要使用大量的有机溶剂，反应条件也较为苛刻，同时产物的纯度也较难保证，需要进行多次纯化和分离。此外，传统制备方法的反应效率较低，反应时间长，造成了较大的时间和能源浪费。

公司的梯度式升温反应技术制备光稳定剂 944 法相比于传统的合成方法，具有以下优点。①产率高。梯度式升温反应技术可以使反应温度得到精确控制，避免了反应物的过度消耗和产物的分解，从而提高了反应的产率。②反应时间短。梯度式升温反应技术采用高效的加热方式，使反应体系中的温度可以快速升高，从而缩短了反应时间。③反应过程易于控制。梯度式升温反应技术可以实现反应过程的精确控制，从而可以得到高质量的产物。④产物纯度高。梯度式升温反应技术可以避免副反应的发生，也避免产生较多的小分子物质，从而提高了产物的纯度。

图表 45 光稳定剂 944 工艺流程图



图表 46 光稳定剂 622 工艺流程图



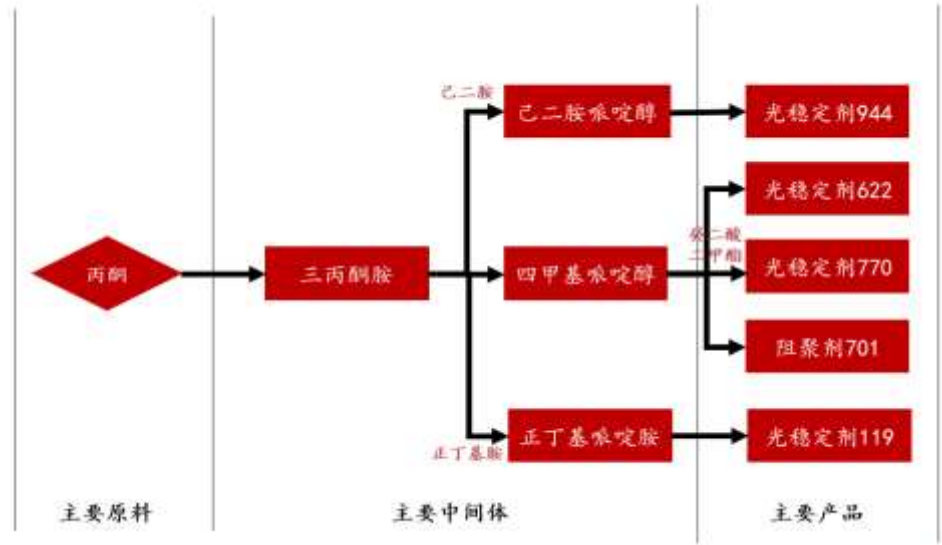
资料来源：宿迁联盛招股说明书，华安证券研究所

资料来源：宿迁联盛招股说明书，华安证券研究所

纵向拓展关键中间体，进一步完善产业链布局。随着市场竞争的日益加剧，关键中间体将在各家厂商的竞争过程中起到越来越重要的作用。一方面拥有关键中间体生产能力，有助于企业向产业链上游延伸，有助于提升产品议价能力和产品利润率，提高企业在产业链中的地位；另一方面部分关键中间体用途广泛，还可作为其他产品的原材料，如四甲基哌啶醇、三丙酮胺可以用于生产电解质、阻聚剂等，癸二酸二甲酯的下游产品可作为塑料、耐寒橡胶的增塑剂，也可用于生产聚酰胺、聚氨酯、合成润滑油、香料、涂料等。

目前公司已成功量产三丙酮胺、四甲基哌啶醇等关键中间体，已攻克了己二腈/己二胺、癸二酸/癸二酸二甲酯等中间体的关键技术，并取得相关发明专利。盛瑞新材“年产 12000 吨光稳定剂、5000 吨阻聚剂及 15000 吨癸二酸二甲酯系列新材料项目”持续稳步推进，南充基地布局生产 10 万吨己二胺生产线，其中一期 3 万吨己二胺生产线预计于 2023 年年内投产，届时公司产业链布局将进一步完善。

图表 47 光稳定剂生产流程各主要产品关系



资料来源：宿迁联盛招股说明书，华安证券研究所

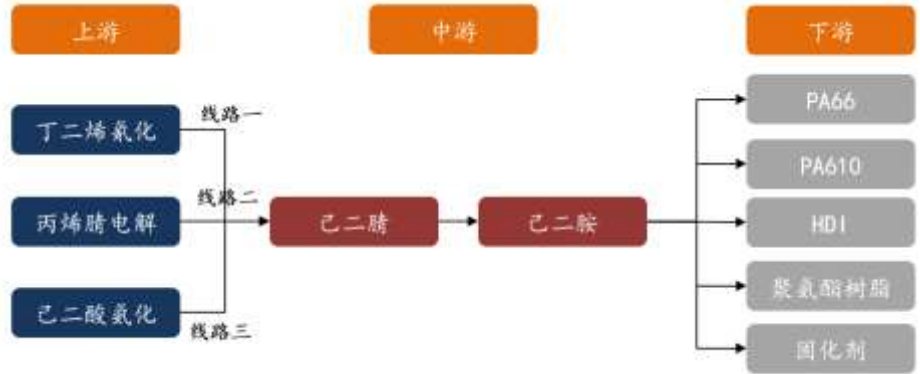
己二胺主要用作有机合成中的中间体，如制造尼龙、聚酰胺、聚氨酯等高分子化合物。己二胺是一种重要的化工中间体，主要用于制备尼龙 66、尼龙 610，也可用于制备 HDI、聚氨酯树脂、固化剂。尼龙 66 是己二胺最重要的下游产品，由己二胺和己二酸缩聚制备而成，在化纤行业、服装纺织行业、电子设备以及航空航天等诸多产业中有着广泛的应用。尤其是随着新能源汽车行业迅速发展，尼龙 66 未来消费将会持续增长，是我国新材料领域的高景气赛道，未来己二胺有望受益于尼龙 66 的需求增长。

己二腈是生产己二胺的关键中间体。己二胺可以由己二腈、己二醇和己内酰胺生产，但几乎所有大规模生产己二胺的方法都是由己二腈出发的。己二腈是合成己二胺的重要化工原料，具备化学稳定性、高沸点和低蒸气压等良好的化学性能，因其生产技术突破难度大，长期依赖进口，被称为“尼龙产业的咽喉”。按照制备工艺不同，己二腈的上游原材料可分为己二酸、丁二烯、丙烯腈等，制备原理分别为：(1) 以己二酸作为原材料：己二酸与 NH₃ 在液相或气相中经过二酰胺中间体的脱水胺化反应。(2) 以丁二烯作为原材料：分为丁二烯与 1,4-二氯丁烯中间体氯化氰化反应和丁二烯与 HCN 的直接氢氰化反应。(3) 以丙烯腈作为原材料：丙烯腈在电化学过程中的氢化二聚反应。

目前已二腈的生产工艺中，丁二烯法和丙烯腈法占据 97%。丁二烯制备法又分为氯化氰化法与直接氢氰化法。丁二烯直接氢氰化法由美国杜邦公司在 1951 年提出，主要有三大技术难点：催化剂的循环再生使用、己二腈和其他戊烯腈混合液的精馏提纯、氢氰酸合成的纯度和生产。丁二烯直接氢氰化法合成己二腈使用的催化剂具有中毒失活、受热易分解、遇水易分解等问题，如果催化剂无法循环利用，会导致己二腈生产成本过高。而丁二烯直接氢氰化法采用氢氰酸作为生产原料，反应结束后物流中仍有少量氢氰酸，因为氢氰酸剧毒性，会导致催化剂中毒失活。氢氰酸去除、避免液相氢氰酸长时间高温下聚合、避免氢氰酸聚合后对管路及设备造成堵塞是主要需要考虑的问题。而催化剂遇水易水解的特性，更需要对生产原料水分进行严格控制。丙烯腈电解二聚法中，影响己二腈选择性和电流效率的因素较多，如丙烯腈浓度、电解液配方、温度、腐蚀控制等。丙烯腈

法最大优势是其反应可以一步完成，此法可行的关键在于相对低廉的电价和丙烯腈原料。

图表 48 己二腈上下游产业链



资料来源：华安证券研究所整理

图表 49 己二腈生产工艺对比

| 项目 | 丙烯腈法 | | 丁二烯法 | | 己二酸法 | |
|------|------|------|-------|-------|------|------|
| | 隔膜法 | 无隔膜法 | 氯化氰化法 | 直接氰化法 | 液相法 | 气相法 |
| 原料来源 | 广泛 | 广泛 | 广泛 | 广泛 | 广泛 | 广泛 |
| 原料成本 | 高 | 高 | 高 | 低 | 高 | 高 |
| 工艺过程 | 一般 | 一般 | 复杂 | 一般 | 复杂 | 复杂 |
| 能耗 | 高 | 较低 | 高 | 较低 | 一般 | 一般 |
| 规模生产 | 规模小 | 规模小 | 规模大 | 规模大 | 规模适中 | 规模适中 |
| 产品质量 | 一般 | 高 | 一般 | 高 | 一般 | 一般 |
| 收率 | 较低 | 高 | 较高 | 高 | 较低 | 较低 |
| 环保 | 污染大 | 污染大 | 严重污染 | 污染一般 | 污染一般 | 污染一般 |

资料来源：《己二腈生产工艺比较》，华安证券研究所

公司掌握电化学合成制备己二腈方法，工艺水平优于传统的丙烯腈电解法。宿迁联盛为保证中间体己二胺的供应，长期致力于研发己二腈生产技术。目前已掌握电化学合成制备己二腈的核心技术，公司技术相比传统的丙烯腈电解法制备己二腈，具有以下优点。首先是反应效率高，等离子体能够提供高能量的激发态粒子，从而促进丙烯腈的裂解和反应，提高反应效率；其次是反应选择性好，等离子体反应器内的高温、高压等条件有利于戊烯腈的合成，同时可以减少杂质的生成；再次是工艺简单，该方法不需要高压、高温等特殊条件，反应器结构简单，易于操作和维护，这也降低了生产成本。最后是环保性好，该方法不需要使用有害的溶剂和催化剂，生成的废物排放量少，对环境污染小。己二腈生产技术的突破使公司突破行业技术壁垒，形成核心竞争力。目前，该技术处于工业化试生产阶段，公司南充基地一期3万吨有望于2024年实现量产。

图表 50 宿迁联盛电化学合成制备己二腈技术

| 核心技术名称 | 公司核心技术特点及创新性 | 所处阶段 | 主要应用产品 |
|--------|--------------|------|--------|
|--------|--------------|------|--------|

| | | | |
|------------|---|--------|---------------|
| 电化学合成制备己二腈 | 1、研发设计出高转化率的极板材料，流体分布均匀的电解槽，原材料非剧毒物质： 2、电解液纯化工艺简便，收率较高 | 工业化试生产 | 合成受阻胺光稳定剂重要原料 |
|------------|---|--------|---------------|

资料来源：宿迁联盛招股说明书，华安证券研究所

癸二酸是生产光稳定剂 770 的重要中间体。癸二酸属于脂肪族二元酸，是一种无色片状可燃结晶，分子式为 $C_{10}H_{18}O_4$ ，熔点 $134-134.4^{\circ}C$ ，沸点 $294.5^{\circ}C$ ($13.3kPa$)， $243.5^{\circ}C$ ($2.0kPa$)，可溶于酒精和乙醚，微溶于水。制备癸二酸的主要原材料为天然的蓖麻油或己二酸单酯，目前世界上工业生产的癸二酸大多数用蓖麻油作原料。蓖麻油裂解法制备癸二酸的工艺流程如下。首先蓖麻油在碱作用下加热水解生成蓖麻油酸钠皂，再加入硫酸发生酸解，生成蓖麻油酸；在稀释剂甲酚的存在下，加碱加热到 $260-280^{\circ}C$ 进行裂解，生成癸二酸双钠盐及仲辛醇和氢气，裂解物经水稀释后，加热加酸中和，把双钠盐变成单钠盐；再用活性炭脱色后的中和液煮沸加酸，使癸二酸单钠盐变成癸二酸结晶析出，干燥之后即得成品。癸二酸具有广泛的化工用途，其下游市场主要包括：癸二酸酯类增塑剂、特殊树脂、橡胶软化剂、表面活性剂、耐高温润滑油的原料、涂料及香料原料等。

图表 51 癸二酸用途

| 序号 | 用途 | 简介 |
|----|----------------|--|
| 1 | 生产尼龙类塑料 | 如尼龙 9、尼龙 11、尼龙 211、尼龙 610、尼龙 612、尼 810 尼龙 1010 等的主要原料之一。 |
| 2 | 增塑剂 | 癸二酸的酯类产品，如癸二酸二丁酯、癸二酸二辛酯、癸二酸二异辛酯等，由于低毒、耐寒、耐高温的良好特性，被作为增塑剂而广泛使用； |
| 3 | 生产香料、涂料、化妆品 | 癸二酸乙酯化产品可用于生产香料、涂料或化妆品。 |
| 4 | 高温润滑油 | 癸二酸是生产二乙基己酯 (高温润滑油) 的原料。 |
| 5 | 表面涂料、增塑硝酸纤维素涂料 | 癸二酸是生产醇酸树脂、以及纤维素树脂、乙烯基树脂、聚氨酯甲酸酯橡胶的原料。 |
| 6 | 表面活性剂 | 癸二酸还被运用于生产表面活性剂以及一些添加剂中 |
| 7 | 医药行业及液晶材料制备 | 高纯度的癸二酸还可用于医药行业以及液晶材料的制备 |

资料来源：《癸二酸制备工艺改进的研究》，华安证券研究所

掌握癸二酸电解法合成技术，助力公司稳定中间体供应。传统的蓖麻油裂解制备法生产过程复杂、高温条件严格，且使用苯酚、邻甲酚等有毒试剂，造成污染环境风险，严重制约着蓖麻油裂解法生产十碳二元酸产业的发展。联盛研发出的癸二酸电解法合成技术是对蓖麻油裂解法的改善。电解法制备的癸二酸通常具有较高的化学纯度，可以达到 99% 以上。相比于传统的裂解法制备，电解法反应条件相对温和，不需要高温高压条件下进行。此外，电解法反应过程易控制，可以根据需要调整反应参数，如电流、电压、反应时间等。电解法在环保方面也独具优势，电解法制备癸二酸的过程不需要使用有毒试剂，反应废液的处理相对简单，符合环保要求。目前，该项技术处于试生产工业化阶段，但根据招股说明书披露，该项高效、节能、环保的癸二酸生产技术将稳定光稳定剂中间体的供应，并助力联盛实现关键中间体自产，从而疏通上下游产业链，扩大产业优势。

图表 52 宿迁联盛电解法合成癸二酸技术

| 核心技术名称 | 公司核心技术特点及创新性 | 所处阶段 | 主要应用产品 |
|----------|--------------------------------------|--------|---------------|
| 电解法合成癸二酸 | 研试筛选副反应的抑制剂,添加后可提高电解稳定性及转化率,减少废盐与废水。 | 工业化试生产 | 合成受阻胺光稳定剂重要原料 |

资料来源: 宿迁联盛招股说明书, 华安证券研究所

横向筹建紫外线吸收剂、阻聚剂等高关联系列产品,丰富公司产品系列。从光稳定剂产品系列来看,公司已具备生产光稳定剂 944、光稳定剂 622、光稳定剂 770 等型号主流品种的能力,并已投产光稳定剂 119、光稳定剂 2020、光稳定剂 3853、光稳定剂 292 等具有更优化工应用特性的新型产品;从其他防老化助剂来看,公司已突破紫外线吸收剂、阻聚剂等高关联系列产品的核心技术,产品筹建工作已进入实施阶段。此外,公司还实现了紫外线吸收剂、抗氧剂等产品的外购配套销售,基本实现了高分子材料防老化助剂领域产品的全覆盖,产品种类得到极大丰富。公司年产 27000 吨耐候助剂系列产品项目预计于 2024 年 3 月投产,解释公司产品结构进一步丰富。

4 投资建议

基本假设:

1. 受阻胺类光稳定剂板块

公司深耕光稳定剂行业,是受阻胺类光稳定剂龙头,现有产能 3.4 万吨/年,新增 0.8 万吨/年光稳定剂产能预计于 2024 年 1 月投产,同时公司 3 万吨己二胺产能预计 24 年达产、1.5 万吨癸二酸二甲酯预计 2023 年 5 月投产,主要用于公司光稳定剂原材料使用,公司光稳定剂成本有望下降,预计 2023-2025 年该板块总的营收增长率分别为 8%/24%/15%,毛利率分别为 31%/33%/35%。

2. 复配助剂板块

公司复配助剂主要为光稳定剂 783,新增复配助剂产能 2 万吨/年,预计将于 2024 年投产。预计 2023-2025 年该板块总的营收增长率分别为 6%/70%/60%,毛利率分别为 22%/28%/32%。

3. 中间体板块

公司现有中间体产能约 6 万吨/年,主要用于公司光稳定剂产品生产,同时公司 3 万吨己二胺产能预计 24 年达产、1.5 万吨癸二酸二甲酯预计 2023 年 5 月投产,预计 2023-2025 年该板块总的营收增长率分别为 12%/69%/73%,毛利率分别为 31%/30%/29%。

4. 阻聚剂板块

公司现有阻聚剂产能 5112.5 吨/年,预计 2023-2025 年该板块总的营收增长率分别为 9%/8%/8%,毛利率分别为 27%/29%/30%。

5. 紫外线吸收剂、抗氧剂等板块

预计公司 2024 年 3 月投产 2.7 万吨耐候助剂系列产品,预计 2023-2025 年该板块总的营收增长率分别为 6%/67%/74%,毛利率分别为 10%/11%/10%。

6.化工设备

预计 2023-2025 年该板块总的营收增长率分别为 10%/10%/10%，毛利率分别为 18%/18%/18%。

7.其他板块

预计 2023-2025 年该板块总的营收增长率分别为 50%/50%/50%，毛利率分别为 50%/50%/50%。

综上，公司作为受阻胺类光稳定剂龙头企业，纵向拓展己二腈/己二胺、癸二酸/癸二酸二甲酯业务，完善公司产业链；横向拓展紫外线吸收剂、阻聚剂等高关联产品。产业链上各环节环环相扣，上下游相互依托，一体化生产带来的成本优势和规模优势明显，预计公司 2023 年-2025 年分别实现营业收入 19.34、26.93、36.80 亿元，实现归母净利润 2.56、4.08、5.84 亿元，对应 PE 分别为 25X、16X、11X。首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 53 公司分业务业绩预测

| | | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| 受阻胺类光稳定剂 | 营业收入(百万元) | 1001 | 1081 | 1346 | 1550 |
| | 营收增速 | -8% | 8% | 24% | 15% |
| | 毛利率(%) | 34% | 31% | 33% | 35% |
| | 毛利(百万元) | 339 | 335 | 446 | 540 |
| 复配助剂 | 营业收入(百万元) | 400 | 425 | 721 | 1152 |
| | 营收增速 | 51% | 6% | 70% | 60% |
| | 毛利率(%) | 23% | 22% | 28% | 32% |
| | 毛利(百万元) | 92 | 96 | 201 | 365 |
| 中间体 | 营业收入(百万元) | 110 | 123 | 207 | 358 |
| | 营收增速 | -21% | 12% | 69% | 73% |
| | 毛利率(%) | 33% | 31% | 30% | 29% |
| | 毛利(百万元) | 36 | 38 | 62 | 103 |
| 阻聚剂 | 营业收入(百万元) | 110 | 119 | 128 | 138 |
| | 营收增速 | 24% | 9% | 8% | 8% |
| | 毛利率(%) | 28% | 27% | 29% | 30% |
| | 毛利(百万元) | 31 | 33 | 37 | 41 |
| 紫外线吸收剂、抗氧剂等 | 营业收入(百万元) | 138 | 146 | 244 | 424 |
| | 营收增速 | 31% | 6% | 67% | 74% |
| | 毛利率(%) | 9% | 10% | 11% | 10% |
| | 毛利(百万元) | 13 | 15 | 26 | 44 |
| 化工设备 | 营业收入(百万元) | 27 | 30 | 33 | 36 |
| | 营收增速 | -27% | 10% | 10% | 10% |
| | 毛利率(%) | 18% | 18% | 18% | 18% |
| | 毛利(百万元) | 5 | 5 | 6 | 6 |
| 其他 | 营业收入(百万元) | 6 | 10 | 14 | 21 |

| | | | | | |
|----|-----------|------|------|------|------|
| | 营收增速 | 73% | 50% | 50% | 50% |
| | 毛利率(%) | 60% | 50% | 50% | 50% |
| | 毛利(百万元) | 4 | 5 | 7 | 11 |
| 总计 | 营业收入(百万元) | 1792 | 1934 | 2693 | 3680 |
| | 同比增长 | 3% | 8% | 39% | 37% |
| | 毛利(百万元) | 518 | 526 | 785 | 1110 |
| | 毛利率(%) | 29% | 27% | 29% | 30% |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

市场竞争加剧的风险；
 原材料价格波动风险；
 技术创新风险；
 快速成长导致的管理风险；
 国际贸易摩擦的风险；
 新产能投产不及预期。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。