

# 业绩持续增长，助剂国产替代趋势拉升需求

## 呈和科技(688625)

评级:	增持	股票代码:	688625
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	60.85/35.84
目标价格:		总市值(亿)	51.74
最新收盘价:	38.23	自由流通市值(亿)	31.46
		自由流通股数(百万)	82.28

### 事件概述

2023年8月18日，公司发布2023年半年报，2023年上半年公司实现营业收入3.70亿元，同比+11.86%；实现归母净利润1.09亿元，同比+10.59%；扣非后净利润1.03亿元，同比+20.08%。其中2023年Q2实现营业收入2.00亿元，同比+14.29%，环比+17.65%，实现归母净利润0.58亿元，同比+11.54%，环比+13.73%。

### 分析判断:

#### ▶ 新收购业务实现放量，营收利润双增长

2023年上半年公司市占率持续提升，完成对科奥化学（抗氧化剂）和信达丰收收购，拓宽了产品品种并扩大了业务规模，销售收入稳步增长，净利润同比提升，实现销售毛利率44.83%，同比+0.9pct，环比+0.2pct，具体来看，上半年公司主营产品成核剂/合成水滑石/抗氧化剂/复合助剂/贸易商品分别实现销售2.04/0.48/0.38/0.22/0.56亿元。上半年公司期间费用率有所下降，为11.11%，同比-1.8pct，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为3.77%/9.97%/-2.63%，分别同比+0.81%/+1.33%/-3.94pct。此外，公司积极扩大研发支出，2023年上半年研发费用为0.16亿元，同比+13.13%，研发费用率为4.28%，同比+0.04pct。我们认为，随着公司新领域业务放量，叠加原有业务支撑，公司业绩有望迈上新台阶。

#### ▶ 助剂国产替代趋势拉升需求增速，国内龙头玩家尤为受益

据华西化工团队之前报告《国产成核剂实现0-1，塑料高端化助力业绩再上新台阶》，随着5G通信、物联网、人工智能和3D打印等技术的快速发展以及智能家居、新能源汽车等领域兴起，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，2025年我国改性塑料总需求有望达到3485万吨，进而带动成核剂需求增长。据公司公告，2017年-2022年，我国成核剂进口替代率由19%提升至28%。但是随着市场需求增速不断加快，我国成核剂产量仍远低于需求量，未来我国成核剂产量有望快速增长，进口替代率进一步提升，预计2025年达到34%，届时国内成核剂市场仍呈供不应求状态。据公司公告，合成水滑石可以作为聚氯乙烯高效、无毒、廉价的热稳定剂，也可以有效吸收PVC在加工和使用过程中分解产生的HCl，提高PVC的加工条件和热稳定剂。随着国家行业标准的实施，合成水滑石作为绿色、无毒、环保助剂，对含毒性热稳定剂具有较大的替代空间。据公司公告，截至2022年底，公司拥有成核剂产能、合成水滑石1.93万吨、2.35万吨/年，在建产能1.14、1.69万吨/年，预计2023年建成。我们认为，公司作为国内成核剂龙头，产能和销售均位列行业领先地位，在塑料助剂国产替代率和渗透率提升的趋势下，未来市场份额将不断提升，实现业绩的持续增长。

### 投资建议

基于公司产品下游景气变化，我们调整之前的盈利预测，预计2023-2025年公司营业收入分别为9.99/13.17/16.78亿元（此前2023-2024年分别为11.00/13.46亿元），归母净利润分别为2.45/3.31/4.48亿元（此前2023-2024年分别为3.23/4.23亿元），EPS分别为1.81/2.44/3.31元（此前2023-2024年分别为2.42/3.17元），对应2022年8月22日收盘价38.23元PE分别为22/16/12倍。公司作为国内成核剂龙头，产能和技术均处于国内领先地位，在塑料高端化的浪潮下，塑料助剂需求和国产替代率将不断提升，公司核心产品成核剂和水滑石收入有望持续增长，同时新收购的公司将为公司业绩提供新增量，维持“增持”评级。

## 风险提示

下游需求不及预期，项目投产不及预期。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	576	695	999	1,317	1,678
YoY (%)	25.2%	20.6%	43.7%	31.9%	27.4%
归母净利润(百万元)	157	195	245	331	448
YoY (%)	34.8%	24.3%	25.7%	34.8%	35.4%
毛利率 (%)	44.2%	41.9%	43.4%	43.0%	43.0%
每股收益 (元)	1.35	1.46	1.81	2.44	3.31
ROE	17.3%	18.5%	17.6%	19.2%	20.6%
市盈率	29.33	27.12	21.84	16.20	11.96

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

研究助理：董宇轩

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

邮箱：dongyx1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

SAC NO:

联系电话:

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	695	999	1,317	1,678	净利润	195	245	331	448
YoY (%)	20.6%	43.7%	31.9%	27.4%	折旧和摊销	16	17	19	20
营业成本	404	566	751	956	营运资金变动	111	-492	485	-653
营业税金及附加	8	9	12	14	经营活动现金流	296	-232	835	-184
销售费用	26	35	43	55	资本开支	-76	-50	-54	-55
管理费用	36	80	92	101	投资	-1,057	100	-90	-250
财务费用	-8	13	15	0	投资活动现金流	-1,123	71	-122	-288
研发费用	29	45	59	76	股权募资	0	92	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	864	105	105	-45
投资收益	9	20	20	20	筹资活动现金流	786	180	84	-66
营业利润	228	285	385	521	现金净流量	-40	19	797	-538
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	227	285	385	521	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	32	40	54	73	<b>成长能力</b>				
净利润	195	245	331	448	营业收入增长率	20.6%	43.7%	31.9%	27.4%
归属于母公司净利润	195	245	331	448	净利润增长率	24.3%	25.7%	34.8%	35.4%
YoY (%)	24.3%	25.7%	34.8%	35.4%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.46	1.81	2.44	3.31	毛利率	41.9%	43.4%	43.0%	43.0%
					净利率	28.1%	24.6%	25.1%	26.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	8.2%	9.9%	9.4%	13.1%
货币资金	268	287	1,084	546	净资产收益率 ROE	18.5%	17.6%	19.2%	20.6%
预付款项	9	14	19	24	<b>偿债能力</b>				
存货	63	93	115	150	流动比率	0.58	0.95	1.03	1.22
其他流动资产	424	613	600	774	速动比率	<b>0.50</b>	<b>0.80</b>	<b>0.94</b>	<b>1.06</b>
流动资产合计	763	1,007	1,818	1,494	现金比率	0.20	0.27	0.61	0.44
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	55.8%	43.4%	50.8%	36.5%
固定资产	115	124	135	146	<b>经营效率</b>				
无形资产	41	43	43	43	总资产周转率	0.39	0.41	0.44	0.48
非流动资产合计	1,626	1,460	1,694	1,932	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	2,390	2,467	3,512	3,426	每股收益	1.46	1.81	2.44	3.31
短期借款	868	968	1,068	1,018	每股净资产	7.93	10.32	12.76	16.07
应付账款及票据	384	-26	563	56	每股经营现金流	2.22	-1.71	6.17	-1.36
其他流动负债	73	116	136	154	每股股利	0.00	0.60	0.00	0.00
流动负债合计	1,325	1,058	1,767	1,228	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	5	10	15	PE	27.12	21.84	16.20	11.96
其他长期负债	7	7	7	7	PB	6.17	3.84	3.10	2.46
非流动负债合计	7	12	17	22					
负债合计	1,333	1,071	1,785	1,251					
股本	133	135	135	135					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,057	1,396	1,727	2,175					
负债和股东权益合计	2,390	2,467	3,512	3,426					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 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。

董宇轩：化学工程与工艺本科，金融硕士，2022年加入华西证券研究所。

### 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>

## 华西证券免责声明

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。

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。