

公司研究

抗老化助剂龙头持续扩增产能，加速布局润滑油添加剂领域

——利安隆（300596.SZ）动态跟踪报告

要点

深耕抗老剂产品近三十年，铸就国内高分子抗老化助剂龙头。公司成立于1994年，至今已在抗老剂行业深耕三十余年。在这期间公司扎实经营主营业务，凭借U-pack产品搭建个性化服务，同时构建全球销售物流网络，以72小时内快速响应客户需求等核心竞争力建立了庞大的全球客户群，为公司的业绩增长奠定了基石。公司重视研发，自创立以来研发投入逐年提升，推动了公司产品种类、性能的提升。公司业绩持续高速增长，整体盈利能力较高，是国内抗老化助剂领域的龙头。

立足主营抗老化助剂业务，扩建产能提升市场规模。抗老化助剂是指能够改善高分子材料的原有性能，并可赋予高分子材料抗老化功能的化学助剂，主要包括抗氧化剂、光稳定剂两大类。近年来，我国政府高度重视先进高分子材料行业的健康发展，颁布一系列政策促进以新材料为基础的制造业发展。目前下游橡胶、塑料等主流高分子产品保持高度景气。公司目前已形成天津、中卫、衡水、常山、珠海、内蒙古六大生产基地布局，拥有94900吨/年抗氧剂助剂产能、21700吨/年光稳定剂产能和16000吨/年U-pack产能，同时公司在光稳定剂、U-pack、水分散抗氧剂、合成水滑石等领域均有大规模的在建/规划产能，为公司主业未来成长提供保障。

拟并购康泰股份切入润滑油添加剂领域，拓宽公司成长空间。公司拟以发行股份及支付现金的方式购买锦州康泰润滑油添加剂股份有限公司92.2109%股权，切入润滑油添加剂领域。虽然润滑油添加剂全球市场整体规模趋于稳定，但国内由于机动车保有量的大幅上升以及重工机械的快速发展，润滑油添加剂市场增速较快，目前已成为仅次于北美的全球第二大市场。康泰股份是国内润滑油添加剂行业内的龙头企业之一，以提供“润滑应用解决方案”作为技术服务模式，是我国润滑油添加剂行业经营规模最大、技术实力最强的企业。此次并购有望借力公司康泰股份的行业龙头优势，助力公司切入润滑油添加剂市场，打开业绩天花板。此外公司还进一步规划有生物医药方面的业务，公司与苏州吉玛基因股份有限公司等共同出资设立天津奥瑞美生物医药有限公司，主营核酸药物单体业务。公司还联合天津大学进行聚谷氨酸等医美产品的研发，为公司提供新的增长动能。

盈利预测、估值与评级：我们暂不考虑公司收购康泰股份所带来的业绩增量，仍维持公司的盈利预测，预计2022-2024年期间公司归母净利润分别为5.26、6.76、7.84亿元，折算EPS分别为2.57、3.30、3.83元/股。我们维持公司“买入”评级。

风险提示：资产重组风险，产能建设风险，原材料价格波动，下游需求不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,483	3,445	4,266	5,093	6,400
营业收入增长率	25.50%	38.74%	23.86%	19.38%	25.66%
净利润（百万元）	293	418	526	676	784
净利润增长率	11.70%	42.53%	25.94%	28.46%	16.11%
EPS（元）	1.43	2.04	2.57	3.30	3.83
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.59%	16.57%	17.62%	18.87%	18.41%
P/E	32	22	18	14	12
P/B	4.3	3.7	3.1	2.6	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-03-11

买入（维持）

当前价：45.43元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：周家诺

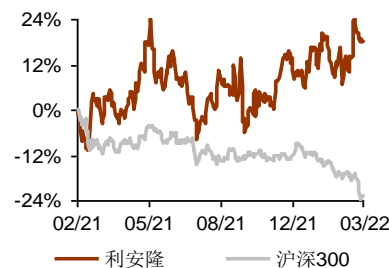
021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.05
总市值(亿元)	93.14
一年最低/最高(元)	35.08/48.29
近3月换手率	51.74%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	16.19	24.10	29.64
绝对	10.80	8.81	15.73

资料来源：Wind

相关研报

21年业绩略超预期，持续推进康泰股份收购切入润滑油添加剂领域——利安隆（300596.SZ）2021年年度报告点评（2022-02-27）
 新增产能释放业绩提升近40%，横向扩张巩固抗老化助剂龙头优势——利安隆（300596.SZ）2021年半年度报告点评（2021-08-23）
 2020年业绩符合预期，关注募投项目产能放量——利安隆（300596.SZ）2020年度报告点评（2021-03-09）

目 录

1、利安隆：抗老剂行业的“隐形冠军”	5
1.1、深耕抗老剂产品近三十年，铸就 A 股抗老剂龙头.....	5
1.2、营收与利润持续增长，抗老剂高速发展.....	6
1.3、公司发展的“三驾马车”：个性化服务、全球营销网络、国际客户群.....	7
1.4、公司股权结构稳定，控股股东具备创新基因.....	9
2、立足主营抗老化助剂业务，扩建产能增大市场规模	11
2.1、抗老剂：改善材料抗热、光、氧化等性能.....	11
2.2、竞争格局与市场规模.....	13
2.2.1、下游产品市场持续扩大，抗老剂市场景气度高涨.....	13
2.2.2、先进的供应链模式提升效率，产量提升争夺市场份额.....	15
3、并购康泰股份切入润滑油添加剂领域，公司未来业绩有望增厚	17
3.1、润滑油的“灵魂”——润滑油添加剂.....	17
3.2、添加剂市场稳定增长，产品高端绿色发展成未来趋势.....	17
3.2.1、全球市场趋于稳定，龙头企业优势突出.....	17
3.2.2、高端添加剂市场集中度高，国内市场呈现稳定增长态势.....	19
3.2.3、拟收购康泰股份切入润滑油添加剂市场，构筑未来新增长极.....	21
4、盈利预测与估值	22
4.1、关键假设与盈利预测.....	22
4.2、相对估值.....	23
4.3、投资建议.....	24
5、风险分析	24

图目录

图 1: 公司业务结构图	5
图 2: 公司发展历程图	5
图 3: 2016-2021 年公司营收情况	6
图 4: 2016-2021 年公司归母净利润情况.....	6
图 5: 2016-2021 年公司营收结构变化图.....	6
图 6: 2016-2021 年公司盈利能力指标变动情况.....	7
图 7: 高分子助剂行业主要企业 2016-2021 年毛利水平.....	7
图 8: 2016-2021 年公司研发支出变化图.....	7
图 9: 2016-2021 年公司三费情况变化图.....	7
图 10: 公司 U-pack 产品定制流程图.....	8
图 11: 2021 年公司销售及物流网络布局	8
图 12: 公司股权结构图	10
图 13: 抗老化助剂作用	11
图 14: 高分子材料抗老化剂下游应用.....	13
图 15: 2002-2021 年中国塑料制品年产量情况	14
图 16: 2002-2021 年中国合成纤维年产量情况	14
图 17: 2002-2020 年中国橡胶年产量情况.....	14
图 18: 2007-2020 年中国胶粘剂年产量情况.....	14
图 19: 2012-2021 年公司国际市场营收状况 (万元)	14
图 20: 2013-2025 年全球润滑油添加剂需求量 (万吨) 和市场规模 (亿美元) 及预测	18
图 21: 2021 年全球润滑油添加剂需求量按功能分布情况	18
图 22: 2021 年全球润滑油添加剂需求量按应用领域分布情况	18
图 23: 2018 年全球主要润滑油添加剂公司市场份额.....	19
图 24: 润滑油添加剂产业链图	19
图 25: 2020 年中国润滑油添加剂产品结构	20
图 26: 2020 年中国润滑油添加剂消费结构	20
图 27: 2013-2020 中国润滑油添加剂产量及进出口量、需求量.....	20
图 28: 2012-2021 年康泰股份营收 (万元) 及增速	21
图 29: 2012-2021 年康泰股份归母净利润 (万元) 及增速	21

表目录

表 1: 公司实际控制人、董事会成员履历	9
表 2: 高分子助剂种类	11
表 3: 高分子抗老化剂种类.....	12
表 4: 高分子材料有关的行业政策	12
表 5: 全球抗老化剂竞争厂商	15
表 6: 国内市场抗老化剂竞争厂商	15
表 7: 公司现有产能和在建/规划产能 (单位: 吨/年)	16
表 8: 润滑油添加剂分类.....	17

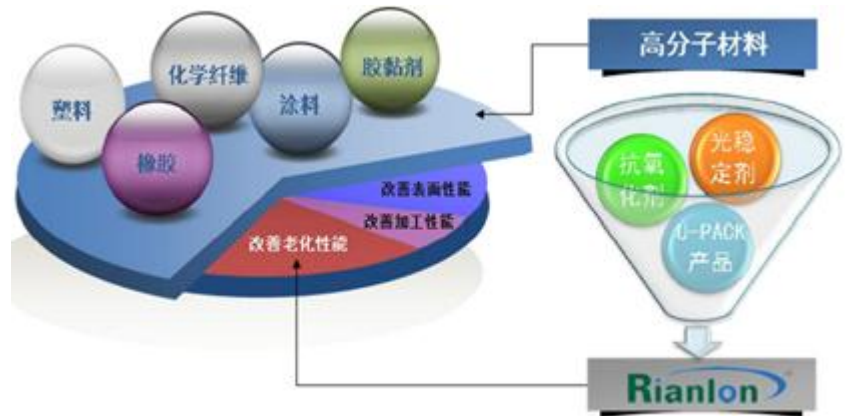
表 9: 全球四大润滑油添加剂公司介绍.....	18
表 10: 康泰股份产能状况.....	22
表 11: 关键项目预测 (百万元)	23
表 12: 可比公司估值	24

1、利安隆：抗老剂行业的“隐形冠军”

1.1、深耕抗老剂产品近三十年，铸就 A 股抗老剂龙头

天津利安隆新材料有限公司是全球领先的高分子材料抗老化助剂产品和技术供应商，主要产品包括抗氧化剂、光稳定剂和整体解决方案产品（U-PACK），下游广泛应用于塑料、橡胶、化学纤维、涂料、胶黏剂等各领域。随着当下高分子产品在生活中渗透率的提高以及高性能、高品质的高分子产品的大量应用，聚合物抗老剂市场愈发扩大并在聚合物中发挥着更为重要的作用。

图 1：公司业务结构图



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

公司成立于 1994 年，从成立起便从事抗老化助剂产品的研发、生产和销售。业务稳定后以天津为核心进行产能布局：2003 年公司在天津滨海新区建设生产基地并设立研发中心，2011 年公司建设宁夏中卫基地并设立技术工程中心、开启 U-pack 品牌解决方案的业务，在 2017 年 1 月公司登陆 A 股市场，进入产业和资本协调发展的新阶段。2017 年 9 月公司并购浙江常山科润并扩充产能，同时在常山设立院士工作站，2018 年开始公司投资广东珠海基地项目同时发起并购河北衡水生产基地补充 HALS 产能。2020 年 12 月，公司发布公告，拟以发行股份及支付现金方式购买锦州康泰润滑油添加剂股份有限公司 92.2109% 股权，切入润滑油添加剂领域，该交易已于 2021 年 9 月 22 日获创业板并购重组委员会 2021 年第 1 次审议会议审核通过。2021 年上半年，公司与吉玛基因等共同出资设立天津奥瑞英生物医药有限公司，主营核酸药物单体。并联合天津大学合作研发医美产品聚谷氨酸，目前处于中试阶段。

图 2：公司发展历程图

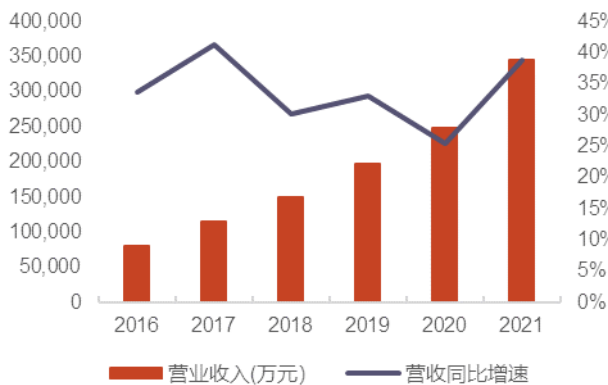


资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

1.2、 营收与利润持续增长，抗老剂高速发展

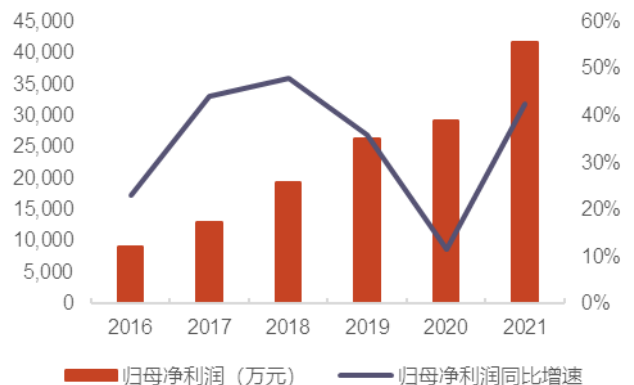
2011 年以来公司收入和净利润持续增长。尤其是在过去五年间，公司体现出优异的成长性，营收和归母净利润始终维持正增长，营业收入由 2016 年 8.08 亿元增长至 2021 年 34.45 亿元，复合增长率约为 33.63%；归母净利润由 2016 年 0.91 亿元增长至 2021 年 4.18 亿元，复合增长率约为 35.75%。2021 年受益于下游市场的持续扩大，公司主营产品销售数量扩增，公司整体产品销量为 6.62 万吨。其中光稳定剂销量 2.13 万吨，同比增长 7.04%；抗氧化剂销量 3.38 万吨，同比增长 9.17%；U-PACK 销量 1.11 万吨。公司通过稳定的产品品质和快速的服务响应，在巩固原有老客户的同时不断扩展新客户，抗老剂持续放量。

图 3：2016-2021 年公司营收情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 4：2016-2021 年公司归母净利润情况

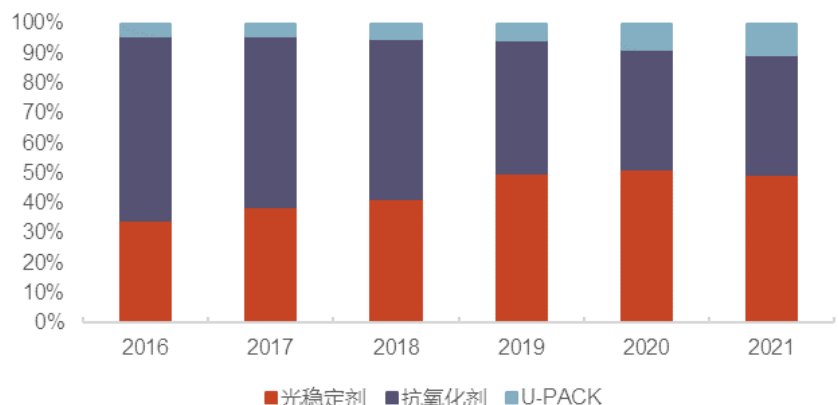


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

主营产品营收高速增长，公司盈利能力显著提升

光稳定剂业务营收由 2016 年的 2.7 亿元增长至 2021 年的 16.24 亿元，复合增长率为 42.68%；抗氧化剂业务营收由 2016 年的 5.0 亿元增长至 2021 年的 13.03 亿元，复合增长率为 21.32%；U-pack 产品也由 2016 年 0.35 亿元营收增长至 2021 年 3.51 亿元，复合增长率为 58.51%。在增长过程中，公司光稳定剂业务占比快速提升，由 2016 年的 34% 上升到 2021 年的 47%，与此同时，光稳定剂产品毛利占比也从 2016 年的 21.06% 上升到 2021 年的 36.56%。高毛利的光稳定剂业务占比的提升有助于公司利润水平的提升。

图 5：2016-2021 年公司营收结构变化图

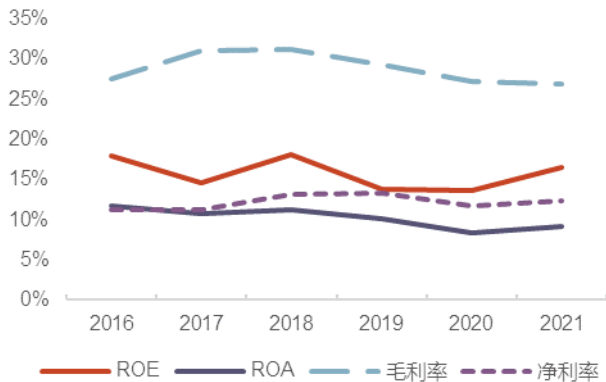


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

在保持高营收增长的同时，公司的盈利能力也始终保持在一个相对较高的水平。2016-2021 年期间公司 ROE 保持在 15% 左右的水平，ROA 维持在 10% 左右。2016-2021 年期间，公司销售毛利率略有波动但整体波动幅度不大，

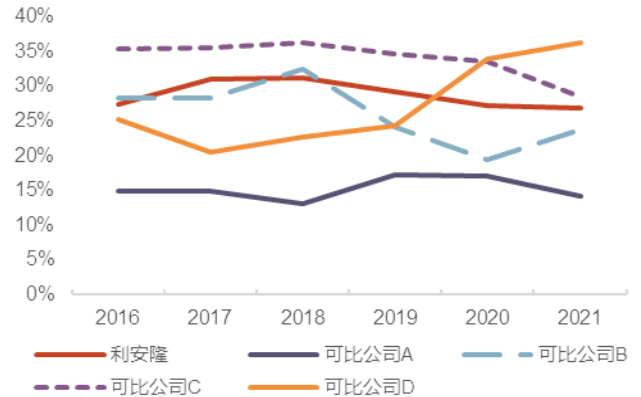
2016-2021 年期间公司销售毛利率均值约为 28.8%。公司销售净利率则相对平稳，在 12%左右进行小幅波动。此外，与高分子助剂行业内其他公司相比，公司整体盈利能力在行业中也处于较高水平。

图 6：2016-2021 年公司盈利能力指标变动情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 7：高分子助剂行业主要企业 2016-2021 年毛利水平

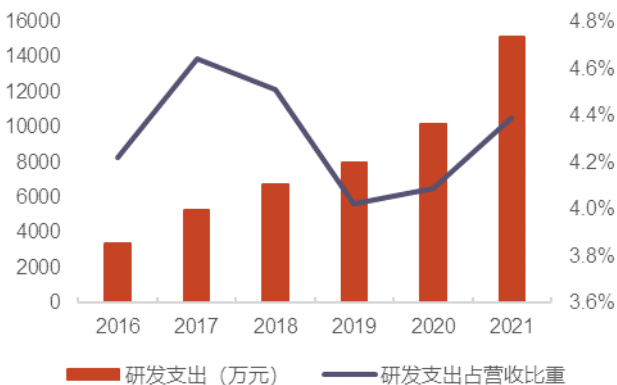


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

高研发投入助力产品创新，减费增效成果显著

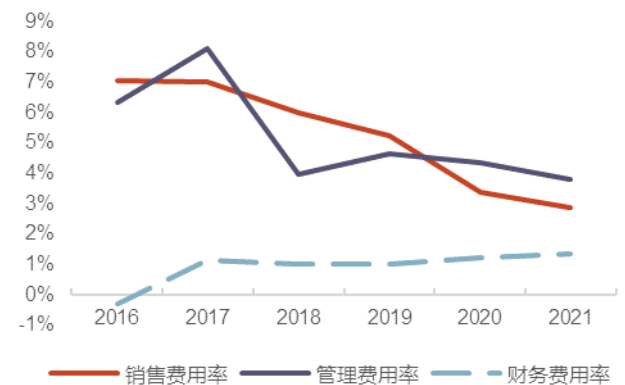
公司研发投入力度持续加大，研发支出逐年上升，由 2016 年的 0.34 亿上升至 2021 年的 1.51 亿，年复合增长率为 34.7%。2019-2021 年期间，公司研发支出的营收占比也在逐步提升，为公司提供源源不断的成长动力，不断巩固公司护城河。在三费结构上看，近五年来公司销售费用率大幅下降，由 2016 年 7% 下降至 2021 年 2.88%。公司整合各个子公司的市场渠道、客户资源，并进行统一管理 and 客户开发，提高销售统筹性，增强公司综合营销能力和客户服务能力。

图 8：2016-2021 年公司研发支出变化图



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 9：2016-2021 年公司三费情况变化图

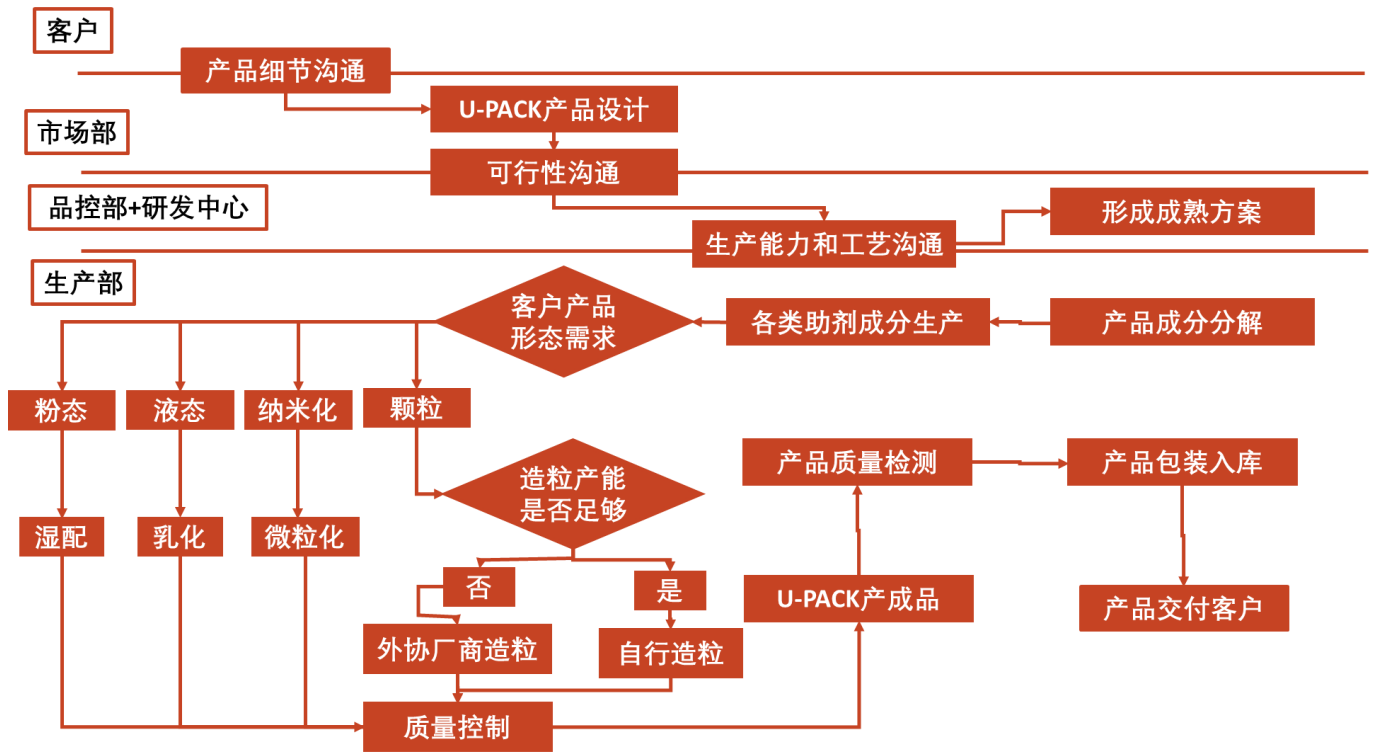


资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：由于会计准则变更 2016-2017 年公司管理费用中包括研发费用

1.3、公司发展的“三驾马车”：个性化服务、全球营销网络、国际客户群

U-pack 产品强化公司竞争力，打造一站式个性化服务。 U-pack 产品是公司的核心竞争力，为匹配下游客户定制化需求，适应行业特异性、功能性、环保性发展趋势，公司专注研发定制型抗老化功能助剂包，为客户提供 U-PACK 定制化服务，有效提高了客户对公司技术的粘性和公司产品的定价能力。公司通过 U-pack 产品不仅整合了自身技术资源，简化客户作业流程，还进一步深化与客户的合作关系，带来更好的客户满意度与忠诚度。目前公司 U-pack 产品已供应中石油、中石化、朗盛等高分子材料行业巨头。

图 10: 公司 U-pack 产品定制流程图



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 11: 2021 年公司销售及物流网络布局



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

构建全球销售物流网络, 72 小时快速响应客户需求。公司立足天津总部, 辐射海内外优质客户, 能实现 72 小时快速响应。借力欧洲、美国、香港、日本四家海外子公司服务海外客户, 已逐步建立起完善的全球销售及物流网络。物流

仓储方面,公司已经在欧洲安特卫普、美国俄亥俄州、新加坡、日本、泰国等海外地区以及广州、上海、宁夏等国内中转地区设立仓库,保证在 72 小时内迅速配送,降低产品损耗及物流成本。

此外,凭借高性价比的产品和服务以及高效的国际大客户营销网络,公司与巴斯夫、DSM、朗盛、英威达、LG 化学、PPG、旭化成、科莱恩、苏威等国际知名高分子材料制造企业以及中石化、中国神华、万华化学、金发科技等国内高分子行业巨头建立了良好的合作关系。为公司日后的业务拓展以及规模扩张打下了坚实的基础。

1.4、公司股权结构稳定,控股股东具备创新基因

公司拥有一支非常稳定的管理团队,具有深厚的行业背景和技术产业化经验。其中,核心团队李海平、孙春光、毕作鹏、孙艾田等人曾任天津大学化学学院教师,具有深厚的化学研究基础,是我国较早从事化工技术创新和产业化的专业团队之一,对高分子材料的抗老化技术具备长期的行业应用经验和深度的行业理解,拥有 20 年以上的抗老化技术研发、应用和客户服务经验。公司研究院拥有超过 150 人规模的本硕博创新团队,2019 年被认定为国家级企业技术中心,公司还聘请来自美国、日本、欧洲的一批国际尖端人才,在抗老化产品结构创新、应用技术创新方面成果显著。

表 1: 公司实际控制人、董事会成员履历

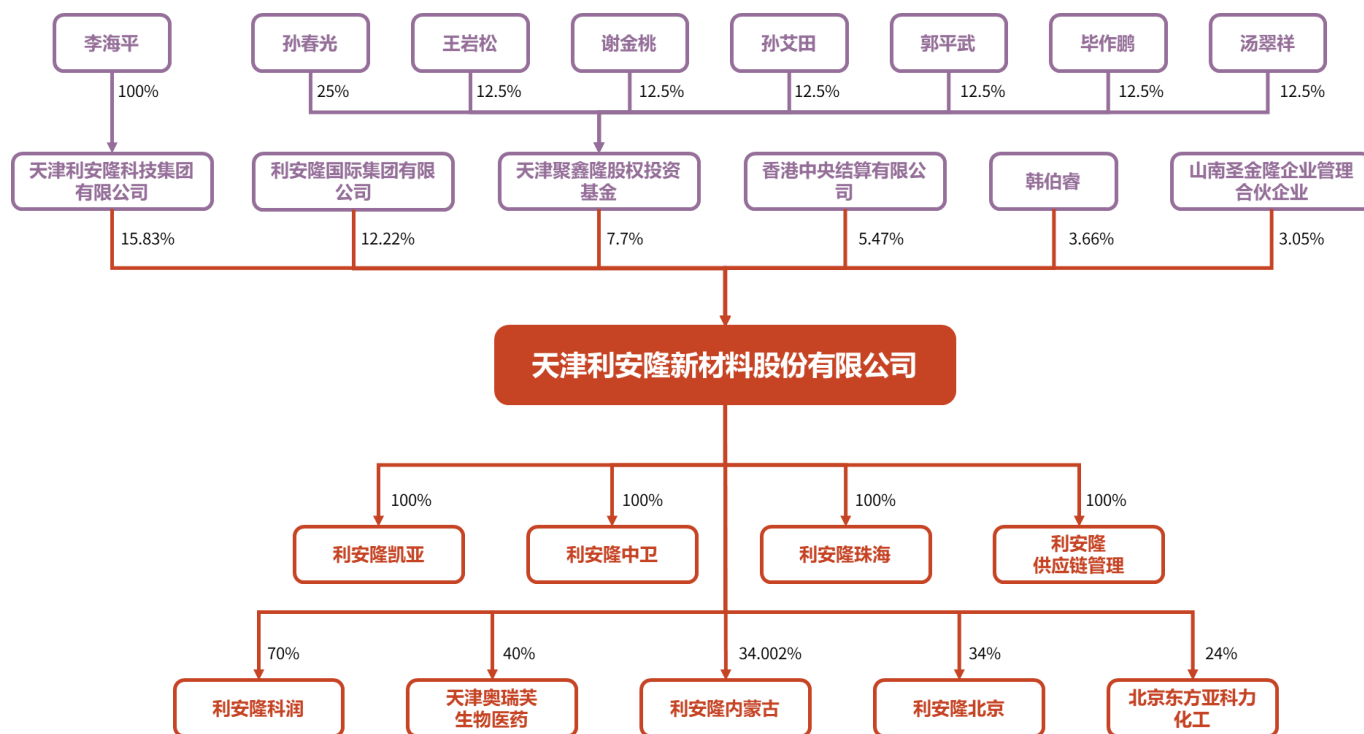
	姓名	职务	履历情况
实际控制人	李海平	董事长	男,中国国籍,无境外永久居留权。1963 年生,中共党员,研究生学历,化工专业背景。1986 年至 2013 年曾任天津大学化学学院教师,天津大学天海精细化工总经理,天津天大天海科技董事长,利安隆(天津)实业总经理,2003 年至今任利安隆新材料董事长。
董事会成员	孙春光	董事 总经理	男,中国国籍,无境外永久居留权,1962 年生,中共党员,研究生学历,高级工程师,化工专业背景。1983 年至 2003 年曾任河北省唐山市前进化工厂技术工程师,天津大学化学学院教师,天津大学天海精细化工技术副总经理,利安隆(天津)实业副总经理,总工程师,2003 年至今任天津利安隆新材料总经理,董事,现兼任利安隆(中卫)新材料董事,利安隆(珠海)新材料董事兼总经理。
	毕作鹏	董事 副总经理	男,中国国籍,无境外永久居留权,1963 年生,中共党员,本科学历,化学工程专业硕士学位,化工专业背景。1987 年至 2003 年曾任天津大学化学学院教师,天津天大天海科技总经理,天津天大天海精细化工总经理,2003 年至今先后任天津利安隆新材料物资部经理,副总经理,现兼任利安隆(中卫)新材料董事长,浙江常山科润新材料董事长。
	孙艾田	董事 副总经理	男,中国国籍,无境外永久居留权,1965 年生,中共党员,本科学历,天津大学 MBA,化工专业背景。1987 年至 2004 年曾任天津大学应用化学系教师,中国新兴天津进出口公司进出口科科长,长城国际经济技术合作公司经理部副经理,利安隆(天津)实业市场部经理,2003 年至今先后任天津利安隆新材料市场部经理,副总经理。现任利安隆新材料副总经理。
	毕红艳	董事	女,中国国籍,无境外永久居留权,1976 年生,学士学位,管理专业背景。1998 年至 2003 年曾任天津天大凯泰化工科技采购经理,2003 年至今先后任天津利安隆新材料销售经理,营销中心中国区总监,董事,现兼任利安隆(珠海)新材料董事,利安隆供应链管理有限公司经理。
	谢金桃	董事 财务总监 董事会秘书	女,中国国籍,无境外永久居留权,1975 年生,本科学历,会计学专业背景。1998 年至 2003 年曾任利安隆(天津)实业财务部会计,2003 年至今先后任天津利安隆新材料财务部经理,财务总监,董事,现兼任利安隆(中卫)新材料董事,利安隆科润(浙江)新材料董事,利安隆(珠海)新材料董事。
	韩伯睿	董事	男,中国国籍,无境外永久居留权,1962 年生,中国共产党党员,硕士研究生,化工机械专业,高级工程师。1996 年至 2001 年曾任河北冀衡药业总经理,2001 年至 2007 年曾任河北冀衡化学副董事长,总经理,2007 年至 2011 年曾任东北助剂化工总经理,2011 年至今现任利安隆凯亚(河北)新材料总经理。

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

公司控股股东天津利安隆科技集团有限公司目前持股比例为 15.83%,公司实际控制人为李海平,100%控股天津利安隆科技集团有限公司,股权结构稳定。李海平先生具有化工专业背景,原为天津大学化学学院教师,于上世纪 80 年代末开始自主创业,对高分子材料的抗老化领域具备长期的行业应用经验和深度的行

业理解。公司通过并购以及开设子公司等各种方式，控股多家子公司并开展抗氧化剂、抗老剂、生物材料等多项业务，公司控股子公司包括利安隆凯亚、利安隆中卫、利安隆珠海、天津奥瑞芙生物等。

图 12：公司股权结构图



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2022.03.14

2、立足主营抗老化助剂业务，扩建产能增大市场规模

2.1、抗老剂：改善材料抗热、光、氧化等性能

高分子材料化学助剂是指为改善塑料、合成橡胶、化学纤维、涂料及胶黏剂等高分子材料加工性能，改进物理机械性能、增强功能，或赋予高分子材料某种特有的应用性能，而加入目标材料高分子体系中的各种辅助物质。高分子材料所能实现的各种特殊性能，直接决定了工业体系所能实现的技术复杂度和最终工业产品的质量性能；而化学助剂直接决定了高分子材料所能实现各种特殊性能的范围和程度，是高分子材料性能表达的关键成分。按照作用功能，目前高分子材料化学助剂主要品种包括改善老化性能类、改善加工性能类、改善安全性能类、改善表面性能类、改善机械性能类等。

表 2：高分子助剂种类

分类	品种	作用	特点
改善加工性能类	增塑剂	赋予制品柔韧性和伸长性	有机酯类为主，原料成本低、使用效率高
	润滑剂	改善聚合物加工性和表观性能	易分散、具有较长碳链结构
改善老化性能类	抗氧化剂	延缓高聚物受氧化而老化	分为主抗氧化剂和辅助抗氧化剂
	热稳定剂	防止聚合物受热发生降解、交联	用于 PVC 及其共聚物
	光稳定剂	吸收、减少紫外辐射	种类多样、能吸收紫外线、猝灭激发态分子或捕获自由基
改善安全性能类	阻燃剂	增加材料耐燃性	添加剂型致然剂和反应型阻燃剂
改善表面性能类	抗静电剂	降低表面电阻、阻止静电积累	可涂覆可添加，易渗到表面形成亲水导电层
改善机械性能类	交联剂	受热放出自由基促使高分子链交联	多为有机过氧化物
	偶联剂	改善填料与高分子材料之间的界面，增强无机物与有机高分子之间的结合力	硅烷偶联剂为常见品种

资料来源：华经情报网，光大证券研究所整理

图 13：抗老化助剂作用



资料来源：利安隆新材料公众号，光大证券研究所整理

抗老化助剂是指能够改善高分子材料的原有性能,并可赋予高分子材料抗热氧化、抗光氧化功能等抗老化功能的化学助剂,主要包括抗氧化剂、光稳定剂两大类。抗氧化剂主要作用为延缓或抑制高分子材料在聚合、储存、运输、加工、使用过程中受大气中氧或臭氧作用而发生氧化反应导致抗冲击强度、抗绕曲强度、抗张强度和伸长率等使用性能的大幅降低,阻止材料老化并延长使用寿命的化学物质。光稳定剂是一种能够抑制或减弱光对高分子材料降解作用,提高高分子材料耐光性的化学添加剂,其通常与抗氧化剂协同使用以抑制高分子材料的光氧化降解。目前,光稳定剂终端产品中,紫外线吸收剂(UVA)和受阻胺类光稳定剂(HALS)最为常见。公司在应对材料抗老化问题上,有着成熟的方案与丰富的经验。尤其针对透明材料的黄变问题,更是推出了一系列的独特配方。

表 3: 高分子抗老化剂种类

抗老剂种类		作用机理	
抗氧化剂	主抗氧化剂	芳香胺类、受阻酚类	终止氧化工程中自由基传递与增长,提供长期稳定性和热稳定性
	辅抗氧化剂	亚磷酸酯类、含硫类	分解过氧化物以组织聚合物加工时热氧降解反应
光稳定剂	紫外线吸收剂	二苯甲酮类、苯并三唑类	羟基进行分子重排从而将紫外光能转化为热能
	自由基捕获剂	受阻胺类	降解烷基自由基、烷氧自由基、自动捕捉新产生的自由基
	光屏蔽剂	炭黑、氧化锌、二氧化钛	改变高分子材料的凝聚态结构和力学特性

资料来源:《高分子材料概论》(高长有著),光大证券研究所整理

政府政策支持高分子材料发展,下游行业高景气

近年来,我国政府高度重视先进高分子材料行业的健康发展,颁布一系列政策促进以新材料为基础的制造业发展。例如 2015 年国务院颁布的《中国制造 2025》中明确指出将新材料列为大力推动的重点领域并突破发展,要求以特种金属功能材料、高性能结构材料、功能高分子材料加快基础材料升级换代。又如“十四五”规划中强调,要加快壮大新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等产业。高分子助剂行业作为高分子材料的上游领域,也将迎来快速发展期。

表 4: 高分子材料有关的行业政策

时间	发布单位	政策名称	相关内容
2011 年 12 月	国务院	《工业转型升级规划(2011-2015 年)》	将加快发展工程塑料、特种橡胶、功能膜塑料和复合功能高分子材料列为重点领域
2012 年 1 月	工信部	《新材料产业“十二五”发展规划》 《新材料产业“十二五”重点产品目录》	将特种橡胶、工程塑料、功能性纤维材料等列为新材料领域发展重点
2012 年 7 月	国务院	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	将新材料产业列为重点发展的战略性新兴产业,要求着力扩大丁基橡胶、丁腈橡胶等特种橡胶及高端热塑性弹性体生产规模
2013 年 2 月	国务院	《国家重大科技基础设施建设中长期规划(2012-2030 年)》	将材料学列为重点领域,要求以材料表征与调控、工程材料实验等为重点,布局和完善相关领域重大科技基础设施,推动科学技术向功能化、复合化、智能化、微型化及与环境相协调方向发展
2015 年 5 月	国务院	《中国制造 2025》	将新材料列为大力推动的重点领域并突破发展,要求以特种金属功能材料、高性能结构材料、功能高分子材料加快基础材料升级换代
2016 年 11 月	国务院	《十三五国家战略性新兴产业发展规划》	将新材料作为其中重要组成部分,提出提高新材料基础支撑能力,顺应新材料高性能化、多功能化、绿色化发展趋势,推动(稀土、钨钼、钒钛、锂、石墨等)特色资源新材料可持续发展;加强前沿材料布局
2017 年 11 月	发改委	《增强制造业核心竞争力三年行动计划(2018-2020 年)》	重点发展高性能碳纤维、对位芳纶、超高分子量聚乙烯纤维、聚酰亚胺纤维、碳化硅纤维等高性能纤维材料
2020 年 11 月	国务院	《十四五规划和 2030 远景目标建议》	加快壮大新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等产业。

资料来源:国务院、发改委、工信部等政府官网,光大证券研究所整理

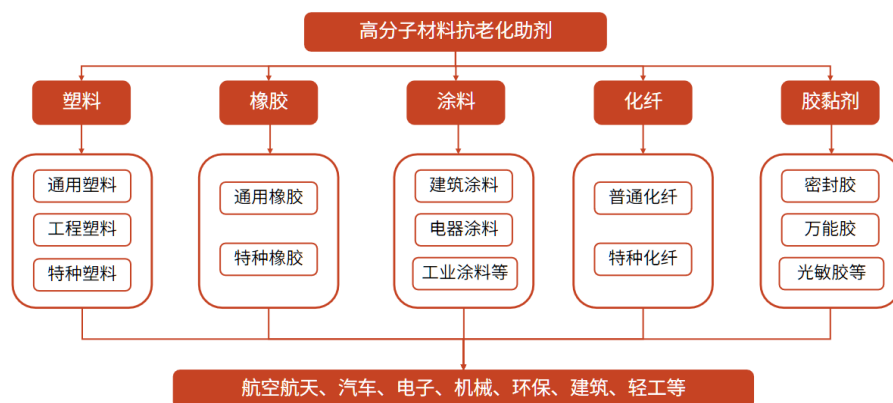
2.2、竞争格局与市场规模

2.2.1、下游产品市场持续扩大，抗老剂市场景气度高涨

下游应用广泛，需求支撑强劲

公司的抗老剂产品主要应用于塑料、涂料、橡胶、化学纤维、胶粘剂五大高分子材料以及其他特种高分子材料。塑料、化纤、橡胶等高分子材料已经成为日常生活用品、建筑、汽车、工业生产等国民经济各领域不可缺少的工业材料。与此同时，随着全球产业升级和工业发展水平的提高，各个应用领域对于各种高性能高分子材料需求不断增加，直接带动了抗老化化学助剂的发展。此外，对于高分子材料特殊新能、多样化性能、质量和使用寿命的要求，进一步推动了抗老化助剂的应用，促进了抗老化助剂在下游的渗透率，也促进了行业的整体发展。

图 14：高分子材料抗老化剂下游应用



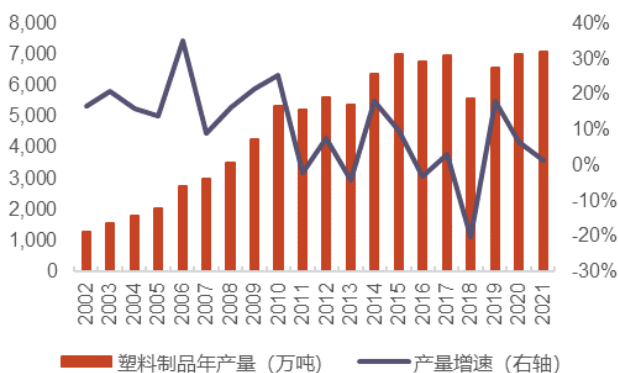
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

随着下游高分子产品市场景气度的持续提升，带动高分子添加剂市场景气度上行。

根据泛欧塑料工业协会（PlasticEurope）及 MarketsandMarkets 发布的相关数据，2020 年全球塑料制品市场规模约为 4683 亿美元，至 2025 年市场规模将达到 5961 亿美元，年均复合增长率 5.0%。根据 Statista 和 Eurostat 发布的相关数据，2019 年全球合成纤维产量为 7000 万吨，自 2010 年以来年均复合增长率为 4.4%。根据 Statista 和 MarketsandMarkets 发布的相关数据，2020 年全球合成橡胶市场规模约为 288.8 亿美元，至 2025 年市场规模将达到 378.2 亿美元，年均复合增长率 5.5%。因此，全球高分子材料市场处于稳定增长的态势中，并且到 2025 年全球高分子材料市场规模有望接近一万亿美元。

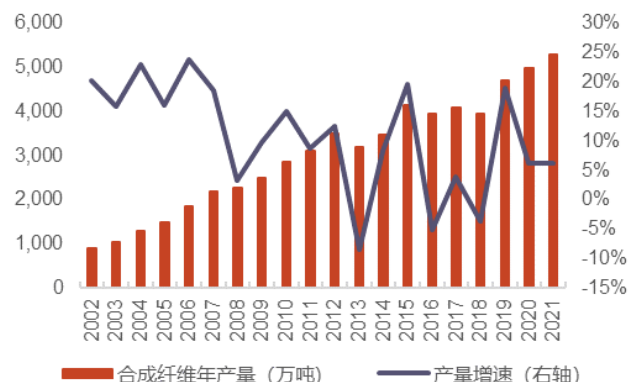
国内方面，根据 iFind 数据，国内高分子材料主要产品产量近二十年来大幅增长：2021 年塑料产品出货量为 7104.46 万吨，近 20 年复合增长率为 9.45%；合成纤维 2021 年产量为 5287 万吨，近 20 年复合增长率也高达 9.75%；橡胶 2020 年产量为 82.63 万吨，2001 年至 2020 年的复合增长率为 2.93%；胶粘剂 2020 年产量为 923 万吨，近 13 年复合增长率为 8.17%。但近年来，受环保政策收紧的影响，增速逐渐放缓。2010 年至 2020 年主流高分子产品如塑料和橡胶的全球用量增速约保持在 3% 左右，考虑到高分子材料中抗老剂渗透率的提升，我们预计抗老剂行业市场规模增速将保持在约 5% 左右。

图 15: 2002-2021 年中国塑料制品年产量情况



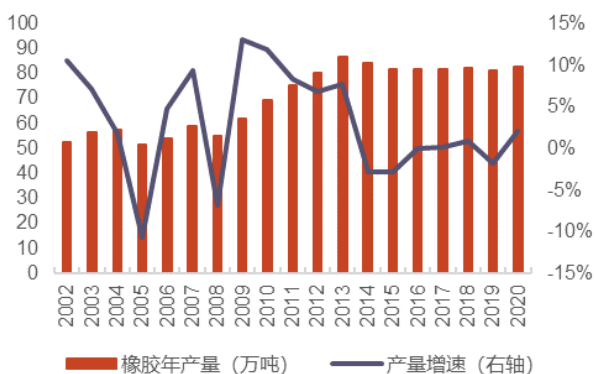
资料来源: iFind, 光大证券研究所整理

图 16: 2002-2021 年中国合成纤维年产量情况



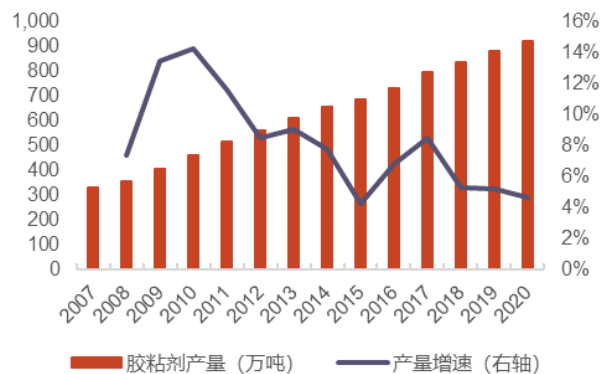
资料来源: iFind, 光大证券研究所整理

图 17: 2002-2020 年中国橡胶年产量情况



资料来源: iFind, 光大证券研究所整理

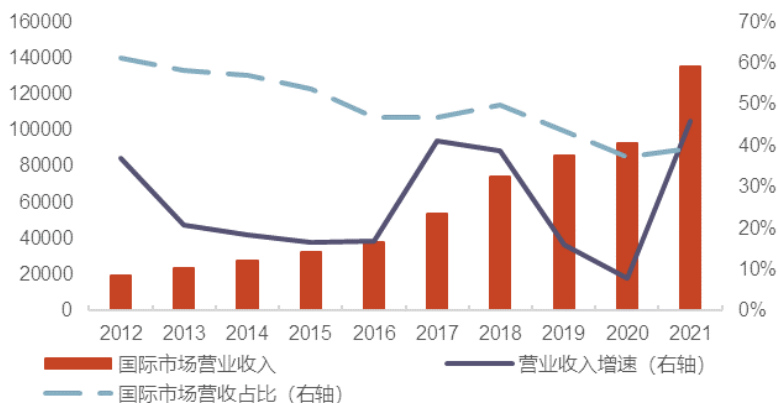
图 18: 2007-2020 年中国胶粘剂年产量情况



资料来源: iFind, 光大证券研究所整理

此外, 公司拥有广阔的国际市场, 利安隆经过长期的全球市场布局以及上市之后一系列的收购、绿地投资和产能布局, 已经成为全球同行业公司中产品门类配套最齐全的企业之一, 并且持续引进全球高端技术人才, 在产品创新方面快速提升, 在全球市场中享有较高的声誉。近 10 年来, 公司在国际市场上的营业收入持续增长, 且增速始终保持在 7% 以上。2021 年, 受益于国内疫情好转、复工复产加速, 公司在国际市场上的营业收入迅速增至 13.55 亿元, 在总营收中的占比提升至 39.33%。

图 19: 2012-2021 年公司国际市场营收状况 (万元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

国内市场集中度较低，公司成长空间广阔

高分子材料种类、性能、应用环境较为复杂，对抗老剂生产技术的专业性、针对性要求较高，因此抗老化助剂行业具备一定的技术壁垒；同时作为配方型产品，下游客户具有较强的产品依赖性，易于形成较为稳定的合作关系。巴斯夫、addivant 等海外企业由于起步较早，因此在我国抗老化剂市场中具有明显的优势。而国内抗老化剂企业普遍起步较晚，行业集中度较低，单个企业规模较小，同时在产品质量、研发能力、管理水平等方面存在不足，市场占有率较低。但是随着我国高分子材料工业和化工工业的快速发展，相关技术的不断积累，国内化学助剂产业正呈现集聚式发展态势，国内企业产品的市场竞争力逐步增强。

表 5：全球抗老化剂竞争厂商

生产产品	地区	公司
抗氧化剂与光稳定剂	德国	巴斯夫
	韩国	松原集团
	日本	城北化学
	美国	addivant
抗氧化剂	美国	雅宝化工
	台湾	妙春实业
	台湾	三晃股份
光稳定剂	台湾	永光化学
	美国	氟特
	日本	chemipro

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

表 6：国内市场抗老化剂竞争厂商

生产产品	公司名称	产能规划情况
光稳定剂	利安隆	2019 年光稳定剂产能约 2.1 万吨，同时公司在 2019 年收购凯亚化工，已具有 1.7 万吨/年的 HALS 中间体产能，并向下游扩产。
	元利化学集团股份有限公司	2021 年 12 月公告称拟建设 35000 吨/年受阻胺类光稳定剂产品，项目预计 2023 年 12 月投产。
	杭州帝盛进出口有限公司	截至 2020 年 Q3 总产能 16300 吨/年，福建帝盛年产量达 15,000 吨紫外线吸收剂及其中间体生产基地，一期项目已建成投产。
	北京天罡助剂有限责任公司	前身为成立于 1991 年的“北京市朝阳区花山助剂厂”，2015 年设计光稳定剂年产能 10,000 吨。2017 年 11 月，与科莱恩成立合资企业，新建生产基地，扩建产能。
抗氧化剂	北京极易化工有限公司	截至 2015 年底，拥有年产 10,000 余吨抗氧化剂生产能力。
	利安隆	中国同行业第一家 A 股上市公司，在天津、宁夏、浙江、河北等地具有生产基地，2021 年抗氧化剂产能约 3.45 万吨，并在珠海扩产 12.5 万吨/年的抗氧化剂产能（一期 6 万吨已于 2022 年 1 月建成投产）。
	营口市风光新材料有限公司	主要生产受阻酚类抗氧化剂、亚磷酸酯类抗氧化剂，截至 2021H1，其装置生产能力 18,000 吨/年。募投项目 2024 年建成达产后，将新增 6.67 万吨抗氧化剂产能。
	山东省临沂市三丰化工有限公司	产品覆盖烷基酚、受阻酚类抗氧化剂、亚磷酸酯类抗氧化剂，截至 2015 年底拥有抗氧化剂 22,000 吨/年的生产能力。

资料来源：公司招股说明书，相关公司公告，光大证券研究所整理

2.2.2、先进的供应链模式提升效率，产量提升争夺市场份额

公司生产基地南北均有分布，并且分区逐级搭建物流网络，从而扩大物流服务范围，因此能够做出 72 小时快速反应的承诺。与此同时，公司实现了单产品双基地生产的布局，大大提升了保供能力，减小了疫情、环保、季节性因素等对于供给稳定性的影响。此外，公司已按计划推进新一轮供应链迭代升级，建设高效数据化供应链体系，协同供应商、物流商及客户联动合作，为客户持续创造更多价值。另一方面，公司凭借系列产品形成的集成供应能力，不仅可以减低整体的供应链成本，还能提升客户黏性，成为公司的核心竞争力之一。

公司珠海基地 60000 吨/年抗氧化剂产能项目已于 1 月投产，目前公司拥有抗氧化剂产能 94900 吨/年。公司光稳定剂产能为 21700 吨/年，在建产能 3200 吨/年。U-PACK 产能 16000 吨/年，在建产能 51500 吨/年。同时，公司在抗老化水分散技术领域取得突破，已于天津工厂启动年产 5000 吨水分散抗氧化剂项目，同时公司也联合日本技术人才开发出不同纳米级别的水滑石技术，以珠海基地为载体的年产 20000 吨合成水滑石项目也处于建设审批程序中。

表 7：公司现有产能和在建/规划产能（单位：吨/年）

产品	现有产能	在建/规划产能	备注
抗氧化剂	94900		
光稳定剂	21700	3200	2022 年建成投产
U-PACK	16000	51500	2022 年建成投产
水分散抗氧化剂		5000	
合成水滑石		20000	

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：产能数据截至 2022 年 1 月

目前公司已形成天津、中卫、衡水、常山、珠海、内蒙古六大生产基地布局。同时，公司将继续建设珠海基地二期项目、常山基地二期项目、衡水基地 HALS 产能项目，扩大产能以满足市场需求。此外，2021 年 7 月，公司以自有资金 3780 万元向内蒙古优尼克材料科技有限公司进行增资，并取得优尼克 34% 股权，打造 HALS 产品线第二基地，进而使得公司全线产品均有两个生产基地覆盖，巩固公司产品稳定供应的良好基础。

3、并购康泰股份切入润滑油添加剂领域，公司未来业绩有望增厚

3.1、润滑油的“灵魂”——润滑油添加剂

润滑油由基础油和添加剂两部分组成，润滑油添加剂在成品润滑油中的含量占比约为 2%-35%，可以显著改变润滑油的物理化学特性，提高润滑油在机械系统中的效率。润滑油添加剂是润滑油中技术含量最高的部分。

添加剂按照组成可分为单剂和复剂两大类。其中单剂是指具有单一性能的添加剂产品，包括清洁剂、分散剂、抗氧化剂、抗腐剂、抗磨剂、摩擦改进剂和泡沫抑制剂等九个主要类型和气味掩盖剂、染色剂等其他类型，而复剂是由不同的润滑油添加剂根据一定比例配置而成，具备更佳的综合性能，常见的包括内燃机油复合剂、齿轮油复合剂以及液压油复合剂。

表 8：润滑油添加剂分类

	类型	性能	用途
单剂	清洁剂	清洁、防锈、抗氧化和碳中和	调制内燃机油、船舶用油和金属加工油
	分散剂	分散、增溶	调制内燃机油，也可用于制备石油化工助剂
	抗氧化剂	抗氧化	调制内燃机油、齿轮油、金属加工油
	粘度指数改进剂	提高润滑油的黏度以及黏度指数	调节内燃机油、液压油、齿轮油
	降凝剂	降低润滑油凝点，改善油品低温流动性	调节齿轮油、液压油、金属加工油和液压油
	抗腐剂	保护表面不受氧气、水、酸、碱、盐类侵蚀	调节齿轮油、液压油、金属加工油和液压油
	抗磨剂	降低表面摩擦、延长设备和部件使用寿命	调节齿轮油、液压油、金属加工油和液压油
	摩擦改进剂	在金属表面形成持久的低阻力润滑油膜以减少摩擦与磨损	调节齿轮油、液压油、金属加工油和液压油
	泡沫抑制剂	抑制泡沫产生	调节齿轮油、液压油、金属加工油和液压油
复合剂	内燃机油复合剂	提高发动机清洁性、分散性和抗氧化抗磨性	调节内燃机润滑油
	齿轮油复合剂	提高齿轮油的抗磨性、抗氧化性、防锈性等性能	调节齿轮润滑油
	液压油复合剂	提高液压油的抗磨性、抗氧化性和防锈性等	调节液压润滑油

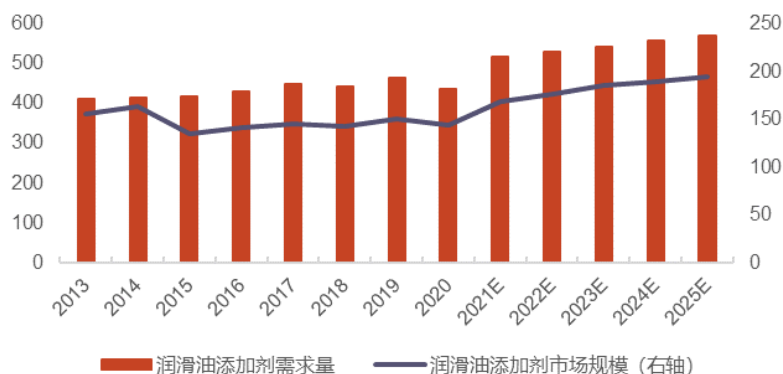
资料来源：《国内外润滑油添加剂市场分析》（安军信），光大证券研究所整理

3.2、添加剂市场稳定增长，产品高端绿色发展成未来趋势

3.2.1、全球市场趋于稳定，龙头企业优势突出

自 20 世纪 30 年代以来，全球润滑油添加剂行业已逐步发展至相对成熟的阶段，市场规模较大且稳定增长。2017 年以来，全球润滑油添加剂需求量进入平稳波动阶段，市场规模趋于稳定。2020 年受到新冠疫情的冲击，全球润滑油添加剂需求量下降至 435 万吨，市场规模下滑至 144 亿美元。考虑到疫情之后全球经济快速复苏，以及高端制造业的快速发展，润滑油添加剂年需求量及市场规模未来可能呈现稳定增长趋势。同时，随着全球润滑油市场重心向亚太区域转移，润滑油添加剂的实际消耗量也有望进入新一轮的增长周期。根据《国内外润滑油添加剂市场分析》（安军信著）一文的预测，2025 年全球润滑油添加剂消耗量将增至 570 万吨，对应市场规模将达到 195 亿美元，消耗量对应 2020-2025 年 CAGR 约为 5.6%，市场规模对应 2020-2025 年 CAGR 约为 6.3%。

图 20: 2013-2025 年全球润滑油添加剂需求量 (万吨) 和市场规模 (亿美元) 及预测



资料来源: 智研咨询、《国内外润滑油添加剂市场分析》(安军信) 预测, 光大证券研究所整理

具体来看, 如按润滑油添加剂的功能分类, 分散剂和乳化剂、黏度指数改进剂、清净剂是较常使用的 3 大功能剂, 合计占润滑油添加剂总需求量的 80% 左右; 其余添加剂中, 抗磨剂占 10% 左右, 抗氧化剂及摩擦改进剂各占 4% 左右。如按润滑油添加剂的主要应用领域分类, 2021 年全球约有 70% 的润滑油添加剂应用于机动车领域 (主要包括乘用车发动机润滑油、重负荷发动机润滑油及其他车用润滑油), 其中用于 PCMO (乘用车发动机润滑油) 和 HDMO (重负荷发动机润滑油) 的润滑油添加剂占到全球润滑油添加剂需求量的 60%; 其次是金属加工液和工业发动机润滑油, 两者添加剂用量相当; 还有一小部分用于通用工业润滑油以及润滑脂等。

图 21: 2021 年全球润滑油添加剂需求量按功能分布情况

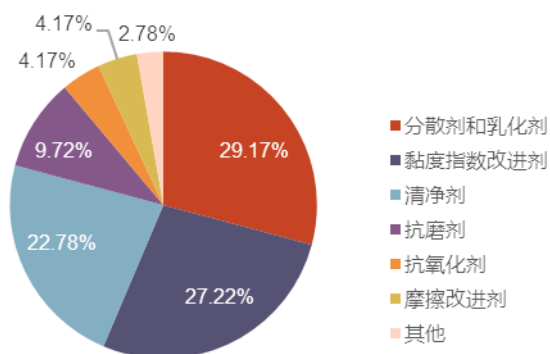
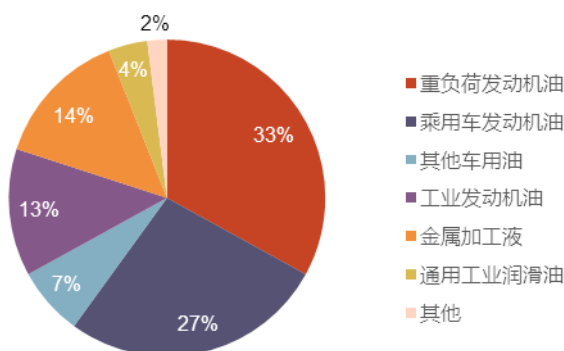
资料来源: Mordor Intelligence, 光大证券研究所整理
注: 以销售收入计算

图 22: 2021 年全球润滑油添加剂需求量按应用领域分布情况

资料来源: 《国内外润滑油添加剂市场分析》(安军信), 光大证券研究所整理
注: 按使用量口径进行计算

全球润滑油添加剂供应高度集中, 2018 年, 前四大企业路博润、瑞英联、雪佛龙奥伦耐、雅富顿等垄断了全球约 85% 的市场份额 (销售额口径), 主要销售复合剂产品, 其生产的单剂一般都是自用, 同时会向外部单剂厂商采购其不生产或者产能不足的单剂产品。这四家企业介入润滑油添加剂领域时间较早, 在产品系列、规模、品牌效应、研发及专利等方面具备较强优势。除此之外, 国外还有科聚亚、巴斯夫、范德比尔特、罗曼克斯等部分以生产单剂为主的润滑油添加剂公司, 虽然受规模限制产能较小, 但由于其在各自专业领域也具备较强研发实力, 因此也在全球市场中占据一定的市场份额。

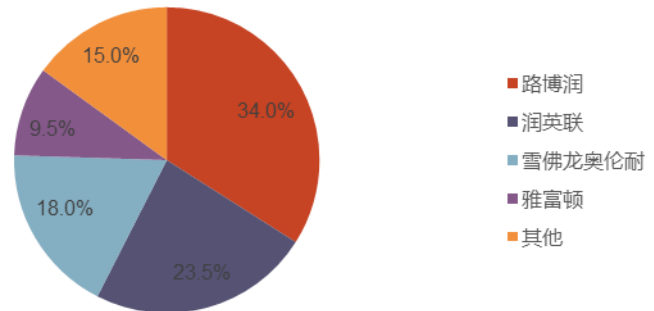
表 9: 全球四大润滑油添加剂公司介绍

公司	简介
路博润	成立于 1928 年, 是世界上最大的添加剂专业生产商之一, 2011 年被伯克希尔·哈撒韦公司收购。2013 年 8 月, 路博润在珠海的独资添加剂生产工厂正式投产。路博润的主要

	产品有发动机油复合剂、车辆传动系统用油复合剂、液压油复合剂、工业齿轮油复合剂、汽轮机油复合剂以及金属加工油剂等。
润英联	成立于 1999 年，由埃克森美孚 (ExxonMobil) 和壳牌 (Shell) 将各自的添加剂业务进行合并后成立的合资公司，主要产品有发动机油复合剂、船用油复合剂、车辆传动系统用油复合剂等。
雪佛龙奥伦耐	始建于 1917 年，主要生产基地位于新加坡，主要产品有发动机油复合剂、铁路机车及船用油复合剂、车辆传动系统用油复合剂；液压油复合剂、工业齿轮油复合剂等。
雅富顿	成立于 2004 年，前身为 Ethyl (乙基) 公司，负责原乙基公司的石油添加剂业务，主要产品有发动机油复合剂、车辆传动系统用油复合剂、液压油复合剂、工业齿轮油复合剂等。

资料来源：智研咨询，光大证券研究所整理

图 23：2018 年全球主要润滑油添加剂公司市场份额

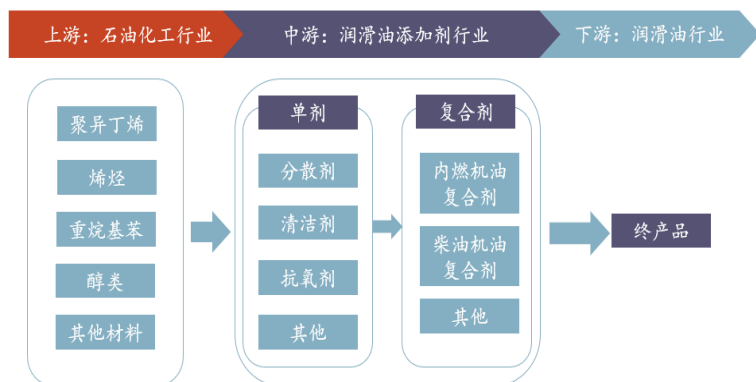


资料来源：《国内外润滑油添加剂市场分析》(安军信)，光大证券研究所整理，注：统计口径为销售额

3.2.2、高端添加剂市场集中度高，国内市场呈现稳定增长态势

由于上游石油化工厂的原料品质水平直接决定了单剂和复合剂的最终性能，因此在润滑油产业链中上游企业具有极强的议价能力。来自于石油化工行业的原料包括有聚异丁烯、烯烃、重烷基苯、醇类等。原料成本约占到润滑油添加剂成本的 90%。我国当前存在高端原材料产品生产能力不强，对进口产品依赖性高的问题，同时也存在着低端产能过剩的问题。

图 24：润滑油添加剂产业链图

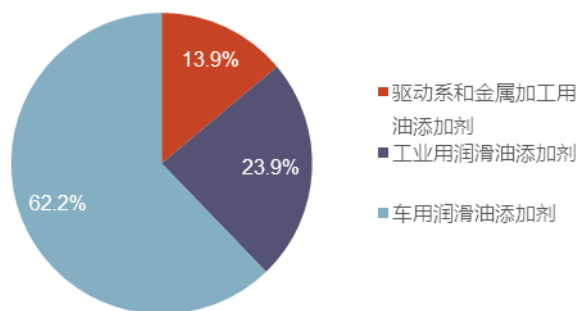


资料来源：头豹研究院，光大证券研究所整理

产业链中游主要是润滑油添加剂的制造企业。单剂生产的核心壁垒来自于苛刻的化工工艺，而复合剂的生产壁垒则同时需要工艺和生产规模，当企业生产单剂具有一定规模后会切入复合剂生产。

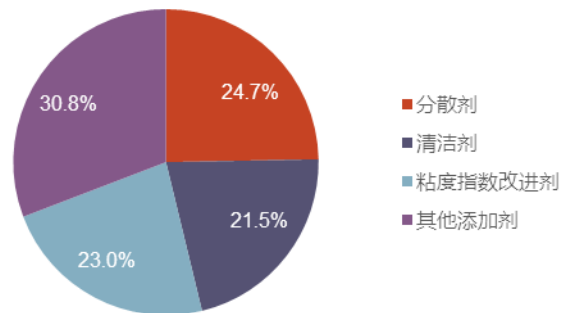
我国润滑油添加剂市场主要参与者包括全球四大润滑油添加剂公司、国有润滑油添加剂企业、民营润滑油添加剂企业。国有润滑油添加剂企业包括中石化、中石油等，主要商业策略是与全球四大添加剂公司设立合资公司以借鉴其技术开发经验，典型的有中石油兰州润滑油研究开发中心。通常开发一款润滑油添加剂产品需数百万人民币，同时为了更好的满足市场需求，产品种类需要多元化，因此整体产品开发费用较高。在产品研发方面，国有企业具有充足的资金优势有望在研发实力上逐渐追赶全球四大润滑油添加剂公司。而民营企业迫于资金压力其商业策略则与国有企业相反，由于对科研投入不足，更多的民营企业采用了简单模仿市场主流产品并“打价格战”的策略，民营企业在中低端润滑油添加剂产品的市场占有率超过 70%。

图 25: 2020 年中国润滑油添加剂产品结构



资料来源：智研咨询，光大证券研究所整理
注：按消费量口径进行计算

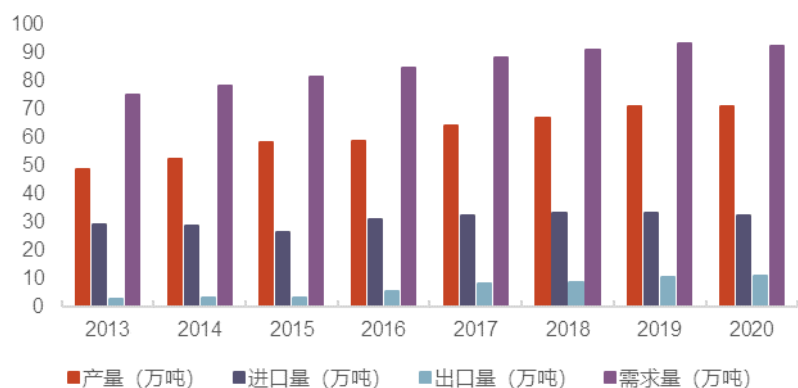
图 26: 2020 年中国润滑油添加剂消费结构



资料来源：智研咨询，光大证券研究所整理
注：按消费量口径进行计算

我国润滑油添加剂市场下游的终端应用包含驱动系和金属加工用油添加剂、工业用润滑油添加剂以及车用润滑油添加剂，其中车用润滑油添加剂为主，2020 年车用润滑油添加剂占比达 62%。在单剂产品下游消费结构中，分散剂、清洁剂、粘度指数改进剂三种单剂消费量最大，2020 年其在总消费量中的占比接近 70%。

图 27: 2013-2020 中国润滑油添加剂产量及进出口量、需求量



资料来源：中国海关、智研咨询，光大证券研究所整理

根据智研咨询数据，全球润滑油添加剂市场规模自 2016 年以来进入平稳波动的阶段，整体市场规模在 145 亿美元上下波动，而中国润滑油添加剂市场则在逐步扩大，表现需求量呈逐年上升态势，2013-2019 年 CAGR 为 3.8%，2020 年由于疫情影响表现需求量小幅下跌 1.1%。在润滑油添加剂总产量方面，国内也呈现逐年递增态势，至 2020 年国内润滑油添加剂总产量已达到 71 万吨，

2013-2020年CAGR为5.6%。在进出口方面，中国海关总署的统计数据显示，2013-2020年，我国润滑油添加剂进口量略有波动但总体稳定在30万吨上下，出口量方面则增长迅速，由2013年的2.5万吨增长至2020年的10.6万吨，2013-2020年润滑油添加剂出口量CAGR为22.9%。

3.2.3、拟收购康泰股份切入润滑油添加剂市场，构筑未来新增长极

公司于2020年12月发布公告，将以发行股份及支付现金的方式购买锦州康泰润滑油添加剂股份有限公司92.2109%股权，切入润滑油添加剂领域。此次交易标的资产定价为59584.43万元，其中以现金方式支付30%，以上市公司股票支付70%，预计发行股票1487.22万股。此次交易对应的业绩承诺为标的公司2021-2023年平均净利润数为5650万元。2021年康泰股份实现营收5.26亿元，同比增长18.3%；实现净利润4450万元，同比增长33.5%。2021年12月31日，深交所曾因上述标的公司的财报资料及评估资料已过有效期而对上述资产重组中止审核。目前，标的资产的最新财报资料及评估资料已重新编制完成并对外披露。

康泰股份原为新三板挂牌企业，是国内经营添加剂产品种类最为齐全的公司之一，目前经营260多种添加剂产品，分为单剂和复合剂两大类。单剂产品主要是清净剂、分散剂、抗氧抗腐剂、极压抗磨剂、抗氧剂、增粘剂、防锈剂、降凝剂等具有单一特性的添加剂产品；复合剂产品主要包括内燃机油复合剂、齿轮油复合剂、液压油复合剂、金属加工油复合剂等具有复合效应的添加剂产品。2012年公司被辽宁省科技厅指定为省级企业技术中心，2012年公司被辽宁省科学技术厅、辽宁省财政局、辽宁省国家税务局、辽宁省地方税务局认定为高新技术企业，2013年公司被辽宁省科技厅评定为辽宁省创新型中小企业。公司如顺利收购康泰股份，有望协同部分客户资源，输出先进管理经验，从而发挥康泰的现有产能，打开康泰销售渠道，打造公司的第二增长曲线。

图 28：2012-2021 年康泰股份营收（万元）及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 29：2012-2021 年康泰股份归母净利润（万元）及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

康泰股份是润滑油添加剂行业内的为数不多的规模化生产企业之一，以提供“润滑应用解决方案”作为技术服务模式，是我国经营规模较大、技术实力较强的润滑油添加剂企业。康泰在国内拥有最大数量客户群，截至2021年H1有3000多家全球客户，广泛地分布在中国以及中东、南美、东南亚和非洲地区。康泰股份拥有高档润滑油、脂添加剂年产能8000吨，磺酸盐清洁剂年产能5000吨，烷基苯磺酸年产能10000吨，ZDDP年产能10000吨，无灰分散剂和复合剂年产能各30000吨，近两年充足的产能能确保满足未来的市场需求，实现经济效益最大化，大幅提升公司的盈利能力。此外，康泰股份规划了年产5万吨润滑油

添加剂（3万吨/年磺酸盐清洁剂和2万吨/年ZDDP）的建设项目，目前该项目已取得了环境影响评价批复等除节能审批手续外的全部开工前置审批。

表 10：康泰股份产能状况

产品	现有产能（吨/年）	规划新增产能（吨/年）
润滑油、脂添加剂	8000	
磺酸盐清洁剂	5000	30000
烷基苯磺酸	10000	
ZDDP	10000	20000
无灰分散剂	30000	
复合剂	30000	

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，截至 2021 年年底

4、盈利预测与估值

4.1、关键假设与盈利预测

(1) 光稳定剂

截至 2021 年年底，公司拥有光稳定剂产能 21700 吨/年，2021 年全年产能利用率约为 98.03%，在产销率为 100% 的假设下可得 2021 年公司光稳定剂产品的销售单价约为 7.63 万元/吨。此外，2022 年公司将新增 3200 吨/年光稳定剂产能。我们预计 2022-2024 年期间公司原有 21700 吨/年产能利用率将保持在 100%，新增 3200 吨/年产能的利用率分别为 20%、50%、80%，如产销率为 100%，则 2022-2024 年期间公司光稳定剂产品的销量分别为 22340 吨、23300 吨、24260 吨。我们假设 2022-2024 年期间公司的产品单价仍可维持在较高水平，预计产品价格为 7.5 万元/吨。2022-2024 年期间伴随着原材料成本的降低，公司光稳定产品的毛利率将有所提升，预计分别为 37.2%、38.3%、38.5%。

(2) 抗氧化剂

2021 年公司抗氧化剂产品总产能为 34900 吨/年，抗氧化剂产能利用率约为 96.7%，在产销率为 100% 的假设下可得 2021 年公司抗氧化剂产品的单价约为 3.86 万元/吨。2022 年 1 月，公司新增 60000 吨/年抗氧化剂产能，我们预计 2022-2024 年期间公司原有 34900 吨/年抗氧化剂产能满产满销，新增 60000 吨/年产能的利用率分别为 30%、60%、90%，同样假设产品产销率为 100%，则 2022-2024 年期间公司抗氧化剂产品的销量分别为 52900 吨、70900 吨、88900 吨。我们假设 2022 年公司抗氧化剂产品价格相较于 2021 年略微下降至 3.5 万元/吨。2023-2024 年期间，我们假设公司抗氧化剂产品价格将下降至 3.2 万元/吨的水平。毛利率方面，我们预计原料价格将有所回落，但由于新增产能利用率较低，故预计 2022 年毛利率较 2021 年小幅提升，约为 21.5%。2023-2024 年期间，同样受益于原料价格的进一步回落，叠加产能利用率提升所带来的单位固定资产折旧降低，预计 2023-2024 年期间公司抗氧化剂产品毛利率可达 25.0%。

(3) U-pack

2021 年公司 U-pack 产品总产能为 16000 吨/年，U-pack 产品产能利用率约为 69.6%，在产销率为 100% 的假设下可得 2021 年公司 U-pack 产品的单价约为 3.15 万元/吨。2022 年年内公司将新增 51500 吨/年的 U-pack 产能。我们预计 2022-2024 年期间公司原有 16000 吨/年 U-pack 产能的产能利用率保持在 80%，新增的 51500 吨/年 U-pack 产能的产能利用率分别为 10%、30%、70%，对应 2022-2024 年 U-pack 产品销量分别为 17950 吨、28250 吨、48850 吨。

我们假设 2022-2024 年期间公司 U-pack 产品价格约为 3.1 万元/吨，受益于原料价格的回落外加产能利用率的逐步提升，我们预计公司 U-pack 产品的毛利率将逐步回升，预计 2022-2024 年期间公司 U-pack 产品的毛利率分别为 12.5%、14.0%、15.0%。

(4) 其他主营业务

2021 年公司其他主营业务实现收入 1.66 亿元，同比增长 102.73%，对应毛利率约为 15.4%。我们预计 2022-2024 年期间公司其他主营业务的营收同比增速保持在 10%，业务毛利率与 2021 年水平持平约为 15%。

表 11: 关键项目预测 (百万元)

主营业务情况		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
光稳定剂	营收	1,237	1,624	1,676	1,748	1,820
	YOY	28.9%	31.3%	3.2%	4.3%	4.1%
	毛利率	36.3%	36.6%	37.2%	38.3%	38.5%
抗氧化剂	营收	958	1,303	1,852	2,269	2,845
	YOY	12.1%	36.1%	42.1%	22.5%	25.4%
	毛利率	20.2%	20.8%	21.5%	25.0%	25.0%
U-pack	营收	206	351	556	876	1,514
	YOY	90.0%	70.6%	58.5%	57.4%	72.9%
	毛利率	/	9.8%	12.5%	14.0%	15.0%
其他主营业务	营收	82	166	183	201	221
	YOY	48.1%	102.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	/	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	营收	2,483	3,445	4,266	5,093	6,400
	YOY	25.5%	38.7%	23.9%	19.4%	25.7%
	毛利率	27.3%	26.8%	26.2%	27.3%	26.1%

资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

我们暂不考虑公司收购康泰股份以及水分散抗氧化剂、合成水滑石等新规划产能所带来的业绩增量。基于上述假设，我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 42.66、50.93、64.00 亿元，对应营收增速分别为 23.9%、19.4%、25.7%，对应毛利率分别为 26.2%、27.3%、26.1%。预计 2022-2024 年期间公司归母净利润分别为 5.26、6.76、7.84 亿元，折算 EPS 分别为 2.57、3.30、3.83 元/股。

4.2、相对估值

我们采用相对估值法对公司进行估值，公司当前的主营业务为抗老化助剂，包括光稳定剂、抗氧化剂及 U-pack 等产品，公司后续的主要业绩增长点在于抗老化助剂的产能扩增，此外公司还拟收购润滑油添加剂企业康泰股份，并布局部分生物医药相关业务。因此我们主要选择了国内高分子助剂领域的龙头公司和拥有润滑油添加剂业务的公司来作为可比公司，包括主营防焦剂和促进剂等产品的阳谷华泰，主营特种橡胶助剂等产品的彤程新材，主营 PVC 塑料改性剂的日科化学，主营磷系阻燃剂产品的万盛股份，以及主营油品添加剂等产品的瑞丰新材。我们选择使用 2022 年作为相对估值的参考年份。截至 2022 年 3 月 11 日，可比公司 2022 年的平均 PE 约为 17.8 倍，公司 2022 年的 PE 为 17.7 倍。

我们认为公司当前股价处于被低估状态，其一是因为公司未来在主业抗老化助剂方面拥有较大规模的产能规划，公司作为国内抗老化助剂领域龙头仍具有很强的成长性；其二，公司自 2020 年开始就积极推进对于康泰股份的收购，在经历了数次的审批资料准备与沟通后，我们认为此次收购交易的落实前景更为明晰。此外，康泰股份自身的 5 万吨/年的润滑油添加剂产能扩增项目也在推进中，

未来公司如顺利完成对康泰股份的收购，公司业务版图将得到进一步拓展，助力公司切入润滑油添加剂市场。

表 12：可比公司估值

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E (x)			P/B (x)		
			21E/A	22E	23E	21E/A	22E	23E	21E/A	22E	23E
300121.SZ	阳谷华泰	9.75	0.91	1.22	1.44	10.7	8.0	6.8	1.8	1.5	1.2
603650.SH	彤程新材	38.88	0.77	1.12	1.47	50.3	34.6	26.4	8.4	7.4	6.2
300214.SZ	日科化学	8.09	0.34	0.54	0.68	24.1	15.0	11.9	/	/	/
603010.SH	万盛股份	20.42	1.78	2.15	2.63	11.5	9.5	7.8	4.2	2.8	2.2
300910.SZ	瑞丰新材	52.24	1.56	2.40	3.37	33.4	21.8	15.5	3.4	2.9	2.4
平均值							17.8	13.7		/	/
300596.SZ	利安隆	45.43	2.04	2.57	3.30	22.3	17.7	13.8	3.7	3.1	2.6

资料来源：Wind，利安隆 EPS 为光大证券研究所测算，阳谷华泰、彤程新材、日科化学、万盛股份、瑞丰新材 2021-2023 年的数据均为 Wind 一致预期，利安隆 2021 年数据为实际财务数据，日科化学无 Wind 一致预期下的 P/B 数据，股价时间为 2022.03.11。

4.3、投资建议

公司为国内抗老化助剂行业龙头，持续扩增自身抗氧化剂、光稳定剂、U-pack 等传统主营产品的产能，受益于产能规模的提升、市场份额占比的提高，公司的龙头地位有望进一步提升。同时伴随着原料价格的下降和公司新增产能利用率的提升，公司整体盈利能力有望逐步提高。此外，公司积极推动对于康泰股份的收购，拟切入润滑油添加剂市场，同时公司还布局部分生物医药业务，新业务领域拓展有望为公司打造新的成长曲线。我们暂不考虑公司收购康泰股份所带来的业绩增量，维持公司的盈利预测，预计 2022-2024 年期间公司归母净利润分别为 5.26、6.76、7.84 亿元，折算 EPS 分别为 2.57、3.30、3.83 元/股，维持公司“买入”评级。

5、风险分析

资产重组风险

公司正在持续推进对于康泰股份的收购事宜，但此次交易目前暂未取得相关部门的审批，同时康泰股份自身的产能扩建项目也仍处于申请能评的环节中。因此公司对于康泰股份的收购事宜仍存在一定的不确定性，如收购事宜不被相关部门批准或收购进展进一步推迟，一定程度上会对公司未来的整体规划发展造成影响。

产能建设风险

公司目前有多个在建或规划新增产能项目，如相关新增产能建设进度不及预期，将会影响公司后续产品的销售节奏，对公司未来整体业绩造成影响。

原材料价格波动

如原材料价格出现大幅上涨，公司可能短时间内难以有效将生产成本传导至下游客户端，从而使得公司产品利润率被压缩，影响公司整体的盈利能力。

下游需求不及预期

公司在建/规划产能全部释放后，整体产能将成倍增长。如果下游需求增速不及公司产能增速，将使得公司产能释放节奏变缓，同时也将影响公司的产品定价，进而影响公司整体的销售节奏和盈利能力。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,483	3,445	4,266	5,093	6,400
营业成本	1,806	2,520	3,148	3,703	4,728
折旧和摊销	108	132	175	217	254
税金及附加	16	16	24	29	36
销售费用	84	99	133	159	200
管理费用	108	131	174	207	261
研发费用	102	151	181	216	271
财务费用	30	47	9	20	25
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	343	479	618	788	912
利润总额	336	476	609	779	903
所得税	47	50	74	95	110
净利润	290	426	535	684	793
少数股东损益	-3	9	9	9	9
归属母公司净利润	293	418	526	676	784
EPS(元)	1.43	2.04	2.57	3.30	3.83

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	187	312	331	637	609
净利润	293	418	526	676	784
折旧摊销	108	132	175	217	254
净营运资金增加	148	21	458	366	593
其他	-362	-258	-828	-622	-1,022
投资活动产生现金流	-342	-551	-550	-475	-350
净资本支出	-333	-513	-550	-450	-350
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-9	-38	0	-25	0
融资活动现金流	93	475	178	-79	-129
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	178	672	250	20	-1
无息负债变化	243	647	22	148	272
净现金流	-64	226	-41	83	131

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	27.3%	26.8%	26.2%	27.3%	26.1%
EBITDA 率	20.2%	20.7%	19.1%	20.3%	18.8%
EBIT 率	15.8%	16.9%	15.0%	16.0%	14.9%
税前净利润率	13.5%	13.8%	14.3%	15.3%	14.1%
归母净利润率	11.8%	12.1%	12.3%	13.3%	12.3%
ROA	7.6%	7.6%	8.5%	9.6%	9.8%
ROE (摊薄)	13.6%	16.6%	17.6%	18.9%	18.4%
经营性 ROIC	10.9%	13.3%	11.6%	13.2%	13.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	43%	53%	51%	48%	45%
流动比率	1.33	1.13	1.15	1.27	1.45
速动比率	0.88	0.72	0.73	0.81	0.91
归母权益/有息债务	2.68	1.71	1.73	2.05	2.44
有形资产/有息债务	4.02	3.37	3.29	3.67	4.20

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	3,813	5,578	6,321	7,094	8,056
货币资金	191	468	427	509	640
交易性金融资产	8	0	0	0	0
应收账款	474	576	766	914	1,149
应收票据	268	343	427	509	640
其他应收款 (合计)	13	24	25	30	38
存货	546	893	1,030	1,216	1,558
其他流动资产	99	86	86	86	86
流动资产合计	1,624	2,452	2,820	3,335	4,200
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,012	1,194	1,518	1,753	1,893
在建工程	469	1,227	1,183	1,097	980
无形资产	209	228	273	317	360
商誉	353	353	353	353	353
其他非流动资产	108	97	97	97	97
非流动资产合计	2,189	3,126	3,501	3,759	3,855
总负债	1,633	2,952	3,223	3,392	3,663
短期借款	390	656	906	927	925
应付账款	271	398	472	556	709
应付票据	66	298	244	287	366
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	196	315	315	315	315
流动负债合计	1,225	2,164	2,448	2,616	2,888
长期借款	366	733	733	733	733
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	30	40	40	40	40
非流动负债合计	408	788	776	776	776
股东权益	2,180	2,626	3,098	3,702	4,393
股本	205	205	205	205	205
公积金	969	977	1,018	1,018	1,018
未分配利润	983	1,345	1,767	2,363	3,045
归属母公司权益	2,155	2,521	2,984	3,580	4,262
少数股东权益	25	105	114	122	131

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	3.37%	2.88%	3.12%	3.12%	3.12%
管理费用率	4.35%	3.80%	4.07%	4.07%	4.07%
财务费用率	1.21%	1.36%	0.22%	0.38%	0.39%
研发费用率	4.09%	4.39%	4.24%	4.24%	4.24%
所得税率	14%	11%	12%	12%	12%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.22	0.31	0.39	0.50	0.58
每股经营现金流	0.91	1.52	1.62	3.11	2.97
每股净资产	10.51	12.30	14.56	17.46	20.79
每股销售收入	12.11	16.80	20.81	24.84	31.22

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	32	22	18	14	12
PB	4.3	3.7	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	20.4	15.3	13.9	10.9	9.4
股息率	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE