

公司研究

Q3 业绩超市场预期，抗老剂与润滑油添加剂双线稳定快速成长

——利安隆（300596.SZ）2022年三季度报点评

要点

事件：10月24日晚，公司发布2022年三季度报。2022年前三季度，公司实现营业收入35.94亿元，同比增长42.33%；实现归母净利润4.35亿元，同比增长45.16%；实现扣非后归母净利润4.25亿元，同比增长49.26%。2022年Q3，公司单季度实现营业收入13.27亿元，同比增长45.99%，环比增长5.5%；实现归母净利润1.61亿元，同比增长41.72%，环比增长8.5%。

抗老剂稳定放量，润滑油添加剂持续突破，22Q3业绩稳定高速增长。受益于利安隆珠海基地6万吨/年抗氧化剂产能的持续爬坡，以及利安隆中卫与利安隆科润两大生产基地前期新增产能的持续放量，公司抗老化剂主业在报告期内实现稳步快速增长。同时，公司润滑油添加剂业务主体锦州康泰于2022年5月正式纳入合并报表范围，并于2022Q3贡献完整季度业绩，为公司整体业绩的稳步增长提供了额外动力。此外，公司在业绩持续稳定快速成长的情形下，也在持续加大研发投入。2022Q3，公司单季度研发费用达到6559万元，同比增长44%，环比增长25%；研发费用率同比基本持平，环比提升0.77pct。

抗老化助剂新产能陆续投产，助力公司长期成长。截至目前，公司分别拥有抗氧化剂、光稳定剂、U-pack产能9.49万吨/年、2.17万吨/年、1.6万吨/年。根据公司规划，2022年1月新增的6万吨/年抗氧化剂产能将于2023年完全达产。截至2022年9月，公司5.15万吨/年U-pack产能正处于试生产状态，3200吨/年光稳定剂现已处于投料试车状态，这两项产能均将于2023年内达产。此外，公司5000吨/年水分散抗氧剂产能将于2022年年内建成投产，20000吨/年合成水滑石产能将于2024年释放产能。

康泰生产情况逐步优化，二期项目即将建成。伴随着利安隆的入主，锦州康泰润滑油添加剂产品的经营情况逐步好转。一方面，凭借利安隆产品营销网络的优势布局，使得锦州康泰润滑油添加剂产品向下游客户的导入过程明显加快。同时，利安隆自身强大的研发实力，也将使得康泰方面生产工艺、技术得到优化。康泰二期5万吨/年润滑油添加剂产能将于2022年四季度建成投产。二期产能的建成将显著优化康泰整体的产能结构，有望促使康泰整体产能利用率大幅提升。

盈利预测、估值与评级：受益于抗老剂产能的持续释放，叠加锦州康泰的并表，公司2022Q3业绩维持稳定快速增长，超出市场此前预期。我们维持公司盈利预测，预计2022-2024年公司归母净利润分别为6.05/7.90/9.28亿元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，产能建设不及预期，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 | 4,829 | 6,017 | 7,601 |
| 营业收入增长率 | 25.50% | 38.74% | 40.20% | 24.59% | 26.32% |
| 净利润(百万元) | 293 | 418 | 605 | 790 | 928 |
| 净利润增长率 | 11.70% | 42.53% | 44.92% | 30.52% | 17.49% |
| EPS(元) | 1.43 | 2.04 | 2.64 | 3.44 | 4.04 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 13.59% | 16.57% | 17.39% | 18.90% | 18.61% |
| P/E | 43 | 30 | 23 | 18 | 15 |
| P/B | 5.8 | 5.0 | 4.0 | 3.4 | 2.8 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-24，2020-2021年公司总股本为2.05亿股，2022年及以后公司总股本为2.30亿股。

买入（维持）

当前价：61.03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) | 2.30 |
| 总市值(亿元) | 140.14 |
| 一年最低/最高(元) | 37.77/62.31 |
| 近3月换手率 | 67.73% |

股价相对走势



收益表现

| % | 1M | 3M | 1Y |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | 13.57 | 48.92 | 79.23 |
| 绝对 | 8.27 | 35.17 | 53.23 |

资料来源：Wind

相关研报

产能释放带动业绩稳步增长，康泰股份并表开启第二增长曲线——利安隆（300596.SZ）2022年半年度业绩预告（2022-07-12）

抗老剂放量 Q1 业绩大增，康泰过户完成打造第二成长曲线——利安隆（300596.SZ）2022年一季报点评（2022-04-26）

收购康泰股份获批，公司润滑油添加剂业务扬帆起航——利安隆（300596.SZ）公告点评（2022-03-31）

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 | 4,829 | 6,017 | 7,601 |
| 营业成本 | 1,806 | 2,520 | 3,593 | 4,442 | 5,689 |
| 折旧和摊销 | 108 | 132 | 175 | 217 | 254 |
| 税金及附加 | 16 | 16 | 22 | 28 | 35 |
| 销售费用 | 84 | 99 | 139 | 173 | 219 |
| 管理费用 | 108 | 131 | 184 | 229 | 289 |
| 研发费用 | 102 | 151 | 212 | 264 | 334 |
| 财务费用 | 30 | 47 | 4 | 10 | 17 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 343 | 479 | 699 | 909 | 1,066 |
| 利润总额 | 336 | 476 | 690 | 900 | 1,057 |
| 所得税 | 47 | 50 | 77 | 102 | 121 |
| 净利润 | 290 | 426 | 614 | 798 | 937 |
| 少数股东损益 | -3 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 归属母公司净利润 | 293 | 418 | 605 | 790 | 928 |
| EPS(元) | 1.43 | 2.04 | 2.64 | 3.44 | 4.04 |

| 现金流量表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|------|------|--------|-------|--------|
| 经营活动现金流 | 187 | 312 | 206 | 613 | 647 |
| 净利润 | 293 | 418 | 605 | 790 | 928 |
| 折旧摊销 | 108 | 132 | 175 | 217 | 254 |
| 净营运资金增加 | 148 | 21 | 714 | 531 | 719 |
| 其他 | -362 | -258 | -1,289 | -924 | -1,254 |
| 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 | 359 | -20 | -138 |
| 股本变化 | 0 | 0 | 25 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 178 | 672 | 9 | 83 | -1 |
| 无息负债变化 | 243 | 647 | 140 | 226 | 331 |
| 净现金流 | -64 | 226 | 15 | 119 | 158 |

主要指标

| 盈利能力 (%) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 27.3% | 26.8% | 25.6% | 26.2% | 25.2% |
| EBITDA 率 | 20.2% | 20.7% | 18.6% | 19.1% | 17.8% |
| EBIT 率 | 15.8% | 16.9% | 14.9% | 15.5% | 14.5% |
| 税前净利润率 | 13.5% | 13.8% | 14.3% | 15.0% | 13.9% |
| 归母净利润率 | 11.8% | 12.1% | 12.5% | 13.1% | 12.2% |
| ROA | 7.6% | 7.6% | 9.2% | 10.4% | 10.6% |
| ROE (摊薄) | 13.6% | 16.6% | 17.4% | 18.9% | 18.6% |
| 经营性 ROIC | 10.9% | 13.3% | 12.6% | 14.2% | 14.6% |

| 偿债能力 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 43% | 53% | 46% | 44% | 42% |
| 流动比率 | 1.33 | 1.13 | 1.37 | 1.50 | 1.69 |
| 速动比率 | 0.88 | 0.72 | 0.87 | 0.94 | 1.05 |
| 归母权益/有息债务 | 2.68 | 1.71 | 2.35 | 2.67 | 3.19 |
| 有形资产/有息债务 | 4.02 | 3.37 | 4.07 | 4.48 | 5.19 |

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 | 6,695 | 7,711 | 8,858 |
| 货币资金 | 191 | 468 | 483 | 602 | 760 |
| 交易性金融资产 | 8 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 474 | 576 | 867 | 1,080 | 1,364 |
| 应收票据 | 268 | 343 | 483 | 602 | 760 |
| 其他应收款 (合计) | 13 | 24 | 29 | 36 | 45 |
| 存货 | 546 | 893 | 1,179 | 1,463 | 1,879 |
| 其他流动资产 | 99 | 86 | 86 | 86 | 86 |
| 流动资产合计 | 1,624 | 2,452 | 3,194 | 3,952 | 5,002 |
| 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 | 3,101 | 3,410 | 3,740 |
| 短期借款 | 390 | 656 | 666 | 748 | 747 |
| 应付账款 | 271 | 398 | 539 | 666 | 853 |
| 应付票据 | 66 | 298 | 278 | 344 | 440 |
| 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 | 2,325 | 2,634 | 2,964 |
| 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 | 3,594 | 4,301 | 5,118 |
| 股本 | 205 | 205 | 230 | 230 | 230 |
| 公积金 | 969 | 977 | 1,422 | 1,422 | 1,422 |
| 未分配利润 | 983 | 1,345 | 1,834 | 2,532 | 3,341 |
| 归属母公司权益 | 2,155 | 2,521 | 3,480 | 4,178 | 4,987 |
| 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% | 2.88% | 2.88% | 2.88% |
| 管理费用率 | 4.35% | 3.80% | 3.80% | 3.80% | 3.80% |
| 财务费用率 | 1.21% | 1.36% | 0.09% | 0.17% | 0.23% |
| 研发费用率 | 4.09% | 4.39% | 4.39% | 4.39% | 4.39% |
| 所得税率 | 14% | 11% | 11% | 11% | 11% |

| 每股指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股红利 | 0.22 | 0.31 | 0.40 | 0.52 | 0.61 |
| 每股经营现金流 | 0.91 | 1.52 | 0.90 | 2.67 | 2.82 |
| 每股净资产 | 10.51 | 12.30 | 15.16 | 18.20 | 21.72 |
| 每股销售收入 | 12.11 | 16.80 | 21.03 | 26.20 | 33.10 |

| 估值指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE | 43 | 30 | 23 | 18 | 15 |
| PB | 5.8 | 5.0 | 4.0 | 3.4 | 2.8 |
| EV/EBITDA | 26.8 | 19.7 | 17.6 | 13.7 | 11.7 |
| 股息率 | 0.4% | 0.5% | 0.7% | 0.9% | 1.0% |

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