

业绩稳步增长，看好长期成长

核心观点

- **业绩稳步增长：**公司发布 22 年三季度报告，前三季度实现营收 35.94 亿元，同比增长 42.33%，其中 Q3 实现营收 13.27 亿元，同比增长 45.99%，环比增长 5.54%。公司前三季度实现归母净利润 4.35 亿元，同比增长 45.16%，其中 Q3 实现归母净利润 1.61 亿元，同比增长 41.72%，环比增长 8.53%，公司盈利规模持续增长。
- **抗老化剂新产能将陆续释放，关注新材料需求和全球市场机会：**报告期内，公司抗老化剂各基地新产能项目稳步建设中，珠海基地一期 6 万吨抗氧化剂项目以及配套 5.15 万吨 U-pack、凯亚 3200 吨光稳定剂预计将于 2023 年达产，公司抗老化剂业务规模不断增长。同时，下游光伏、风电、5G、电动车轻量化等新兴领域也在不断创造抗老化剂解决方案新需求，公司作为国内抗老化产品门类配套最完整的企业，深耕行业二十余年，将凭借技术创新优势与下游新材料市场共同成长。除了国内的增量市场外，公司也持续关注欧洲短气机会下的欧洲市场以及材料业务蓄势待发的印度-南亚市场，全球化的营销网络及技术创新优势将帮助其抓住海外市场机会。新产能释放配合积极市场开拓，看好公司抗老化剂板块未来的持续成长。
- **把握第二曲线业务的供应链自主可控的关键窗口期机会：**国内润滑油添加剂行业正值供应链自主可控的关键窗口期，国内企业迎来发展机会。公司入主康泰后，两条业务线在营销体系、技术、产品、供应链、日常运营管理等充分协同，第二曲线业务经营向好发展。康泰二期项目 5 万吨单剂预计年内投料试车并在 2023 年实现达产，各产线之间协同性将有望增强，带动新老产线产能利用率提升。此外，公司计划在锦州建设国内硬件和软件一流的润滑油添加剂研发中心，对润滑油添加剂研发的重视也展现了公司积极发展第二曲线业务的决心。

盈利预测与投资建议

- 尽管短期公司抗老化剂业务受到一定下游传统领域需求疲软影响，但第二曲线业务向好发展，我们调整预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 2.64/3.38/3.90 元（原 22-24 年预测 2.68/3.23/3.84 元），按照 22 年可比公司平均 25 倍市盈率，给予目标价 66.0 元，维持买入评级。

风险提示

原料及产品价格波动；产品需求不及预期；产能爬坡进度不及预期；新业务项目推进不及预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,483	3,445	4,975	6,446	7,115
同比增长(%)	25.5%	38.7%	44.4%	29.6%	10.4%
营业利润(百万元)	343	479	707	913	1,052
同比增长(%)	19.3%	39.8%	47.4%	29.2%	15.2%
归属母公司净利润(百万元)	293	418	605	777	895
同比增长(%)	11.7%	42.5%	44.9%	28.4%	15.1%
每股收益(元)	1.28	1.82	2.64	3.38	3.90
毛利率(%)	27.3%	26.8%	26.1%	25.6%	26.0%
净利率(%)	11.8%	12.1%	12.2%	12.1%	12.6%
净资产收益率(%)	14.4%	17.9%	19.1%	18.7%	18.3%
市盈率	48.7	34.1	23.6	18.3	15.9
市净率	6.6	5.7	3.7	3.2	2.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年10月28日）	62.1元
目标价格	66.0元
52周最高价/最低价	64.75/37.77元
总股本/流通A股（万股）	22,962/19,938
A股市值（百万元）	14,259
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2022年10月29日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.05	13.54	33.9	59.42
相对表现	7.44	21.05	50.09	86.62
沪深300	-5.39	-7.51	-16.19	-27.2



证券分析师

倪吉 021-63325888*7504
nijig@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517120003

联系人

顾雪莹 guxueying@orientsec.com.cn

相关报告

主业稳步增长，第二曲线业务拓展提速	2022-08-23
业绩符合预期，多项目齐进助力成长	2022-03-04
业绩稳步增长，全产品线“双基地”生产达成	2021-10-27

表 1：可比公司估值表（2022/10/28）

公司	收盘价	每股收益（元）			市盈率		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
彤程新材	34.23	0.58	0.90	1.29	58.90	38.06	26.53
万盛股份	11.52	0.91	1.20	1.67	12.65	9.63	6.91
回天新材	14.58	0.75	1.01	1.34	19.54	14.38	10.84
阳谷华泰	11.65	1.49	1.84	2.18	7.82	6.34	5.35
瑞丰新材	149.98	3.91	6.36	8.60	38.40	23.57	17.45
呈和科技	45.56	1.53	2.15	2.84	29.82	21.19	16.01
调整后平均					25.11	17.19	12.80

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	191	468	348	451	498	营业收入	2,483	3,445	4,975	6,446	7,115
应收票据、账款及款项融资	798	946	1,446	1,822	2,040	营业成本	1,806	2,520	3,677	4,795	5,266
预付账款	25	61	69	102	105	营业税金及附加	16	16	28	33	38
存货	546	893	1,207	1,637	1,763	销售费用	84	99	129	159	175
其他	64	83	82	97	98	管理费用及研发费用	209	282	396	504	569
流动资产合计	1,624	2,452	3,152	4,109	4,505	财务费用	30	47	58	63	53
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	7	30	3	10	3
固定资产	1,012	1,194	2,712	3,099	2,812	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	469	1,227	424	231	602	投资净收益	0	0	0	8	19
无形资产	209	228	224	220	217	其他	13	30	23	23	23
其他	500	477	649	648	648	营业利润	343	479	707	913	1,052
非流动资产合计	2,189	3,126	4,009	4,198	4,277	营业外收入	2	1	1	1	1
资产总计	3,813	5,578	7,161	8,308	8,782	营业外支出	9	4	6	5	6
短期借款	390	656	909	884	513	利润总额	336	476	702	909	1,048
应付票据及应付账款	337	696	851	1,218	1,278	所得税	47	50	74	96	110
其他	498	811	663	746	711	净利润	290	426	628	813	937
流动负债合计	1,225	2,164	2,424	2,848	2,502	少数股东损益	(3)	9	22	36	43
长期借款	366	733	733	733	733	归属于母公司净利润	293	418	605	777	895
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.28	1.82	2.64	3.38	3.90
其他	42	55	55	55	55						
非流动负债合计	408	788	788	788	788	主要财务比率					
负债合计	1,633	2,952	3,212	3,636	3,290		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	25	105	128	164	206	成长能力					
实收资本(或股本)	205	205	230	230	230	营业收入	25.5%	38.7%	44.4%	29.6%	10.4%
资本公积	915	915	1,649	1,649	1,649	营业利润	19.3%	39.8%	47.4%	29.2%	15.2%
留存收益	1,037	1,407	1,949	2,635	3,413	归属于母公司净利润	11.7%	42.5%	44.9%	28.4%	15.1%
其他	(2)	(6)	(6)	(6)	(6)	获利能力					
股东权益合计	2,180	2,626	3,949	4,672	5,492	毛利率	27.3%	26.8%	26.1%	25.6%	26.0%
负债和股东权益总计	3,813	5,578	7,161	8,308	8,782	净利率	11.8%	12.1%	12.2%	12.1%	12.6%
						ROE	14.4%	17.9%	19.1%	18.7%	18.3%
						ROIC	11.6%	13.3%	14.0%	14.5%	15.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	42.8%	52.9%	44.8%	43.8%	37.5%
净利润	290	426	628	813	937	净负债率	28.1%	38.3%	34.5%	26.6%	14.9%
折旧摊销	105	127	234	373	422	流动比率	1.33	1.13	1.30	1.44	1.80
财务费用	30	47	58	63	53	速动比率	0.88	0.71	0.79	0.85	1.08
投资损失	(0)	(0)	0	(8)	(19)	营运能力					
营运资金变动	(99)	59	(801)	(425)	(322)	应收账款周转率	6.0	6.6	6.8	6.4	6.0
其它	(139)	(347)	3	10	3	存货周转率	3.1	3.4	3.4	3.3	3.0
经营活动现金流	187	312	122	826	1,075	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
资本支出	(451)	(1,086)	(941)	(562)	(501)	每股指标(元)					
长期投资	0	13	0	0	0	每股收益	1.28	1.82	2.64	3.38	3.90
其他	109	522	(172)	8	19	每股经营现金流	0.91	1.52	0.53	3.60	4.68
投资活动现金流	(342)	(551)	(1,114)	(554)	(482)	每股净资产	9.39	10.98	16.64	19.63	23.02
债权融资	180	405	(19)	9	(5)	估值比率					
股权融资	0	0	758	0	0	市盈率	48.7	34.1	23.6	18.3	15.9
其他	(87)	70	132	(178)	(542)	市净率	6.6	5.7	3.7	3.2	2.7
筹资活动现金流	93	475	872	(169)	(546)	EV/EBITDA	31.8	23.2	15.2	11.3	9.9
汇率变动影响	(2)	(10)	-0	-0	-0	EV/EBIT	40.7	28.8	19.9	15.6	13.7
现金净增加额	(64)	226	(120)	103	47						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn