

康普化学 (834033.BJ) 稀贵金属湿法冶炼技术龙头，新能源金属萃取稀缺性标的

2022年12月21日

—北交所首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期 2022/12/19

当前股价(元) 16.50

一年最高最低(元) 16.50/11.29

总市值(亿元) 14.75

流通市值(亿元) 4.80

总股本(亿股) 0.89

流通股本(亿股) 0.29

近3个月换手率(%) 0.0

● 深耕湿法稀贵金属萃取的技术龙头，2022前三季度业绩已超去年全年

康普化学成立于2006年，自2012年开始进入贵金属萃取剂生产领域；2017年涉足新能源材料金属萃取剂，并成为主要铜矿产国如智利等头部企业的萃取剂主要供应商；2022Q3营收2.6亿，净利润7800万，已超2021全年水平。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为1.03/1.24/1.67亿元，对应EPS分别为1.15/1.39/1.87元/股，对应当前股价的PE分别为14.4/11.9/8.8倍，可比公司PE 2022E均值26.7X，公司估值水平较低，标的稀缺性较强，首次覆盖并给予“买入”评级。

● 当前亮点：比肩国际化工巨头，全球市占率超20%国内55%-60%，服务必和必拓、宁德时代、洛阳钼业等知名企业，议价能力强

主营产品为铜萃取剂，康普化学、巴斯夫、索尔维“三足鼎立”全球金属萃取剂市场，公司占据超20%份额，产品性能达到国际先进水平。国内炼铜工艺起步晚，工艺落后，当前湿法规模较小，公司市占率55-60%。萃取剂因矿的不同具有定制化特征，在销售的前、中、后期均需康普化学主导行动，终端客户重视产品与技术服务品质，价格敏感度不高，因此2022Q3毛利率、净利率分别达到37.26%与29.69%。

● 未来看点：新能源金属萃取剂的业绩增量，扩产后酸雾抑制剂等产品的扩张

钴、镍、锂、锰、钒是新能源电池的主要金属成分，未来5到15年，预计需求的复合增长率20%至49%不等；铜需求量预计2050年增长至4890万吨，对比2020年全球铜产量2451万吨翻倍，近年新增矿产多采取湿法路线。康普化学各分类研发目标明确且已取得一定进展，锂、钒等新能源金属萃取剂的新产品开发预计将于近年陆续完成。当前产能利用率饱和，募投专注扩产研发，达产乐观。

● 风险提示：毛利率波动的风险、疫情后生产风险、业务拓展风险
财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	216	225	330	457	595
YOY(%)	62.2	4.3	46.6	38.4	30.2
归母净利润(百万元)	59	51	103	124	167
YOY(%)	283.0	-13.4	101.4	20.9	34.8
毛利率(%)	40.2	34.9	40.5	39.0	40.0
净利率(%)	27.3	22.6	31.1	27.1	28.1
ROE(%)	35.1	23.3	14.2	14.8	16.8
EPS(摊薄/元)	0.66	0.57	1.15	1.39	1.87
P/E(倍)	25.1	28.9	14.4	11.9	8.8
P/B(倍)	8.8	6.7	2.0	1.8	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

北交所研究团队

目 录

1、 写在前面：康普化学，技术导向型的高成长企业.....	4
2、 当前亮点：高技术水平、稀缺性、服务优质客户.....	7
2.1、 全球三强，技术水平比肩巴斯夫、索尔维，全球市场占有率超 20%.....	7
2.2、 稀缺性标的，国内市占率 55%-60%，尚无上市公司竞争.....	8
2.3、 定制化一站式服务必和必拓、宁德时代、洛阳钼业等知名客户.....	9
3、 财务指标：2022Q3 业绩再度高增，3 年 CAGR 203.92%.....	10
3.1、 规模与成长性：2022 前三季度实现 2.64 亿营收，处于高速增长阶段.....	10
3.2、 盈利能力：2022Q3 毛利率、净利率分别为 36.61%与 29.67%.....	10
3.3、 期间费用：2022Q3 期间费用率之和仅 2%，受益营收快速增长.....	11
3.4、 非标项目：2022H1 新增订单 3.5 亿，在手 2.4 亿，增幅大.....	12
4、 未来看点：各萃取剂与酸雾抑制剂的业绩拉动.....	13
4.1、 铜萃取剂营收的持续扩张.....	13
4.2、 新能源电池金属萃取剂的业绩高增量空间.....	14
4.3、 募投项目如酸雾抑制剂等产品的产能释放.....	16
5、 盈利预测与投资建议.....	17
6、 风险提示.....	18
附：财务预测摘要.....	19

图表目录

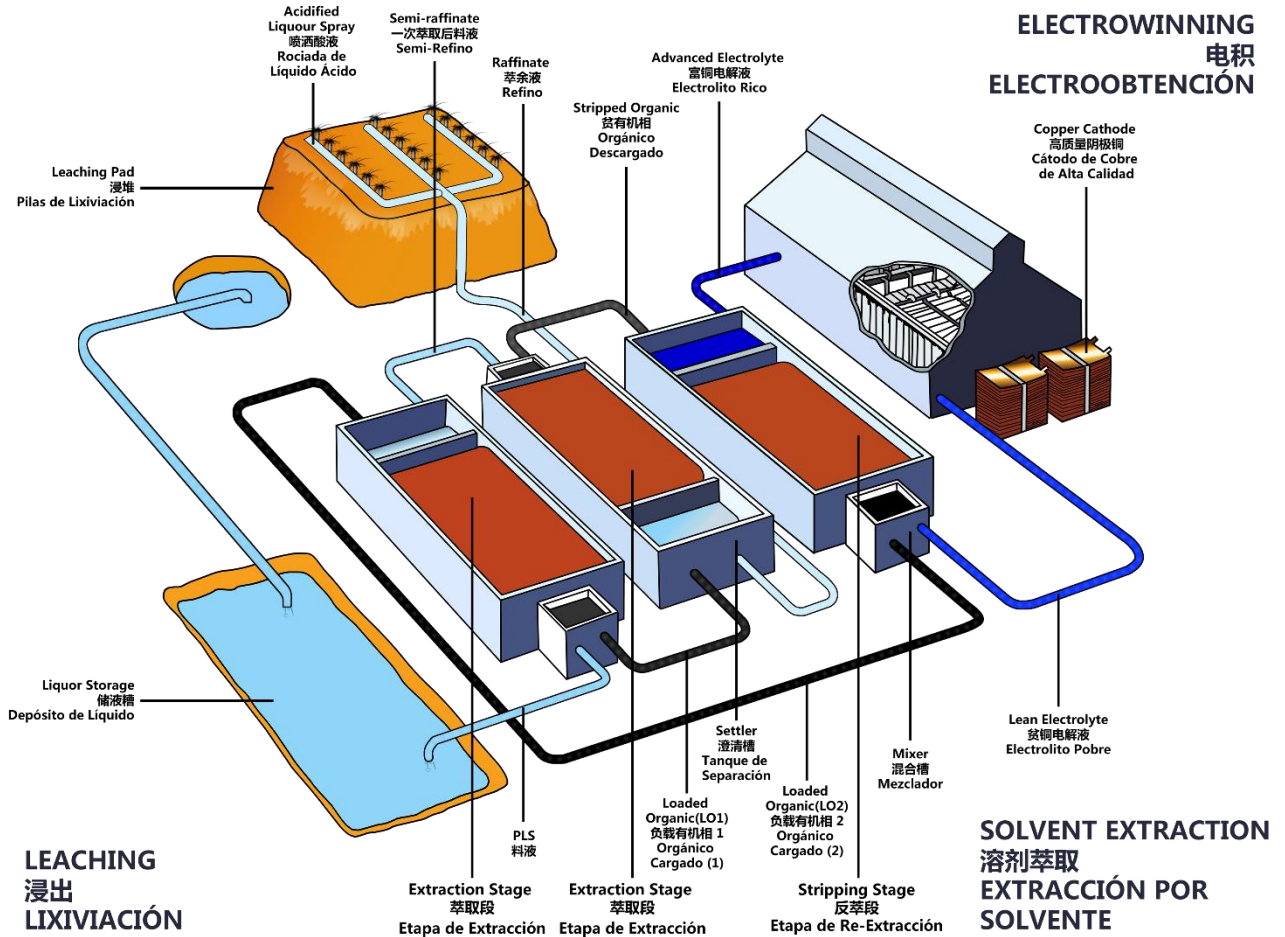
图 1： 康普化学萃取流程示意图，经历浸出、萃取、电积等过程.....	4
图 2： 2012 年进入金属萃取剂领域，产量、品类、市场历经二次爬坡，享誉全球.....	6
图 3： 金属（铜+新能源电池金属）萃取剂占比超 95%.....	7
图 4： 主营收入 2019-2021CAGR 30.1%（单位：百万元）.....	7
图 5： 可比公司从事业务与康普化学产品及应用领域关联小.....	9
图 6： 终端客户有宁德时代、必和必拓、洛阳钼业等知名企业.....	9
图 7： 2022 前三季度 2.64 亿，已超去年全年.....	10
图 8： 2022 前三季度实现归母净利润 7823 万.....	10
图 9： 盈利能力强，2021 年、2022Q3 ROE 分别为 26.38%与 31.27%.....	10
图 10： 当前毛利率 35%-40%波动，2022Q3 36.61%.....	11
图 11： 净利率呈上升趋势，2022Q3 29.67%.....	11
图 12： 营收大比例提升稀释销售费用率.....	11
图 13： 营收大比例提升稀释管理费用率.....	11
图 14： 受益汇兑损益和补助 2022Q3 财务费用率负值.....	12
图 15： 研发费用率被营收高速增长稀释.....	12
图 16： 2019-2021 年均新增订单超 2 亿，2022H1 3.5 亿.....	12
图 17： 最新在手订单爬坡至 2.4 亿元，需求强劲.....	12
图 18： 以外销为主，销往金属资源集中的国家.....	13
图 19： 季节性特征，四季度销售占比较高.....	13
图 20： 对比 2020 年全球铜产量 2451 万吨，2050 年预计铜需求量 5300 万吨接近两倍.....	13
图 21： 铜萃取剂 2020 年、2021 年收入达成近 2 亿.....	14
图 22： 以销量计，趋势相同，价格维稳.....	14

图 23: 2021-2025 年全球动力电池用锂需求预测 CAGR 36% (万吨 LCE)	15
图 24: 2021-2030 年全球电池用钴需求预测 CAGR 26%	15
图 25: 2021-2030 年全球电池用镍需求预测 CAGR 20%	15
图 26: 2021-2035 年全球锂电池用锰需求预 CAGR 20%	15
图 27: 2020-2030 年全球储能电池用钒预测 CAGR 26%	15
图 28: 产能利用率已饱和, 消化扩产需至少 17.08% 增长率, 而 2019-2021 年销量复合增速已达 31.15%, 高于临界...	17
图 29: 酸雾抑制剂产品附加值高 (右轴: 收入)	17
图 30: 矿物浮选剂扩产空间大 (右轴: 收入)	17
表 1: 不同项目横向对比, 湿法盈利能力强于火法.....	4
表 2: 总体评价: 湿法中羟肟类 (康普化学路线) 优于磷酸类萃取剂; 两者同时优于火法	5
表 3: 铜、新能源金属萃取剂、酸雾抑制剂等产品效果好.....	6
表 4: 全球三大主要矿产区域参与者均认定市场主要参与者为: 巴斯夫、索尔维、康普化学	7
表 5: 对比产品 10 项关键指标, 康普化学与巴斯夫、索尔维产品近乎相同	7
表 6: 产能超过 5000 吨湿法治铜企业 5 家中 4 家选取康普化学为供应商.....	8
表 7: 中性假设湿法治铜占比温和增长, 铜萃取剂市场规模预计每 5 年增量 1 万吨	14
表 8: 钴、镍已实现收入, 锂、钒有序推进.....	16
表 9: 募投扩产研发, 投资效益预计年产 10 亿, 对比 2021 年 4 倍空间.....	16
表 10: 酸雾抑制剂已初具销售规模, 矿物浮选剂 2019 年初试后再度精探.....	17
表 11: 可比公司盈利预测与估值 (亿元、元/股)	18

1、写在前面：康普化学，技术导向型的高成长企业

技术路线的绝对优势：康普化学的湿法冶炼及萃取方式成本低、污染小。新增矿产多采用湿法冶炼萃取技术，取代传统火法的技术路线。

图1：康普化学萃取流程示意图，经历浸出、萃取、电积等过程



资料来源：公司公告

对于铜、锂、钴、镍、锰、钒等金属，其主要制备来源包括金属冶炼和金属回收两大类，具体技术路线包括火法和湿法，湿法主要表现为萃取法，又包括磷酸类萃取剂和羟肟类萃取剂。

湿法优于火法；因成本低，盈利能力强。湿法冶铜设备成本低、人力投入少、能耗低。

表1：不同项目横向对比，湿法盈利能力强于火法

企业/项目	工艺	盈利能力
江西铜业、云南铜业、紫金矿业、铜陵有色	火法	三年平均毛利率 4.04%
必和必拓、嘉能可、智利国家铜业、自由港、南方铜业	火法	2019-2021 年，平均毛利率为 40.40%，平均净利率为 10.68%
必和必拓下属埃斯康迪达铜矿	湿法	2019-2021 年平均毛利率 76.80%
某哈萨克斯坦湿法冶铜项目	湿法	三年平均净利率可达 21.33%

资料来源：capital IQ、Deloitte.kz 《Construction of a leaching plant for cathode copper production》、开源证券研究所

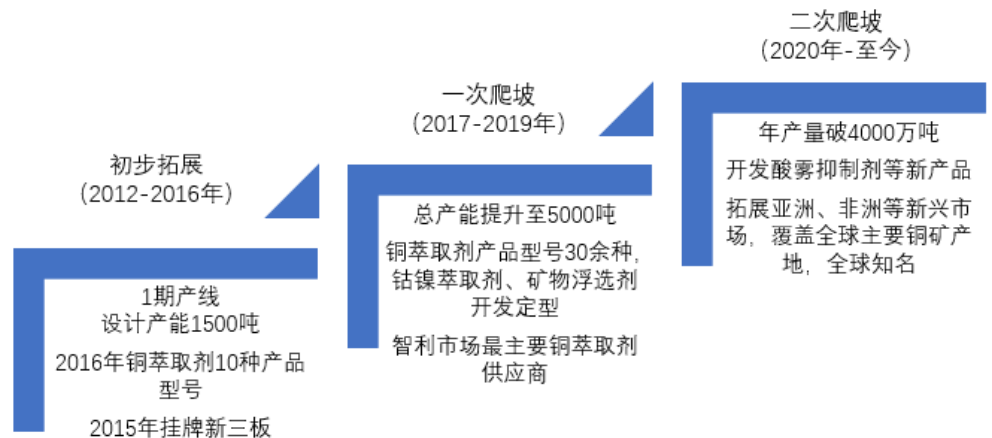
羟肟类萃取剂（康普化学路线）优于现有磷酸类萃取剂；因工艺路线更短、成本更低。下表比较三类技术路线：

表2：总体评价：湿法中羟肟类（康普化学路线）优于磷酸类萃取剂；两者同时优于火法

项目	湿法冶金		
	火法冶金	磷酸类萃取剂	羟肟类萃取剂
技术路线	在火法冶炼装置中完成，通过对目标金属矿石或金属制品进行高温灼烧，去除杂质，实现金属提纯，进而完成金属冶炼/回收	包括“浸出-溶剂萃取-电积”三个环节，向含有目标金属的溶液中加入酸性萃取剂，通过多次萃取和反萃，实现金属提纯，进而完成金属冶炼/回收	与磷酸类萃取剂的技术路线总体类似，但工艺路线更精简，萃取剂的具体类型为羟肟类萃取剂
核心技术	通过高温灼烧，控制温度，使得金属与脉石或其他杂质分离	磷酸类萃取剂具有羟基结构，羟基上的氢与目标金属阳离子发生交换作用，生成易溶于有机溶液的萃合物，实现金属提纯和分离	羟肟类萃取剂中的肟基结构，可以与金属离子配位结合，形成稳定的络合物或螯合物，实现金属提纯和分离
环保能耗	高温灼烧耗能、造成碳的排放，同时对矿石中硫、氮等杂质的灼烧还会造成空气污染	与火法相比，能耗较低，亦不会造成大规模污染，但是磷酸副产品会造成磷污染	能耗低、无污染
适用范围	适用于纯度较高、杂质较少的矿石或金属制品，以及对冶炼或回收场所的环保要求较低、对提纯后金属的纯度要求较低、处理规模较大、处理成本较低的冶炼/回收场景	由于其对矿石中钙、镁、锰等杂质或伴生物物的提纯能力差，适合于对上述杂质含量较少或对金属纯度要求不高的冶炼/回收场景	原则上适用于各种品位和金属纯度要求的冶炼场景，特别适用于杂质含量高、矿石品位低或对环保要求高的冶炼/回收场景
市场	技术成熟，应用广泛	技术成熟，有一定应用场景	技术已经逐渐成熟，市场处于快速推广阶段
处置成本	原材料成本较低，处理量大、规模化处理可以降低综合运营成本	萃取剂价格较低，但是萃取工艺相对复杂，流程多，萃取工艺一次性投入较大，具有一定的综合运营成本	萃取剂价格较高，处理的原材料成本较高，但萃取流程有所简化，降低了综合运营成本

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

公司阶段爬坡式发展，始于湿法冶铜，抓住新能源先机，已成全球知名金属萃取剂制造商。康普地处重庆，成立于2006年，自2012年开始进入金属萃取剂生产领域，从铜萃取剂开始拓展业务，2017年起扩建产能，正式进入新能源电池金属萃取领域，丰富产品型号，通过与Ixom(后更名为Pochteca)合作，成为智利市场头部萃取企业，并借助其渠道优势通过必和必拓、智利国家铜业、嘉能可等大型国际矿业公司的供应商资格认证。2020年起产能继续爬坡，并开发酸雾抑制剂等高附加值环保属性产品，切入非洲、亚洲等新兴市场，覆盖全球主要产地，成为全球知名金属萃取剂制造商。

图2：2012年进入金属萃取剂领域，产量、品类、市场历经二次爬坡，享誉全球


资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

主营产品：铜萃取剂、新能源电池金属萃取剂、酸雾抑制剂、矿物浮选剂等特种表面活性剂。

适用范围：湿法冶金、电池金属回收、城市矿山资源处置、污水中的重金属处理以及矿物浮选等行业。

表3：铜、新能源金属萃取剂、酸雾抑制剂等产品效果好

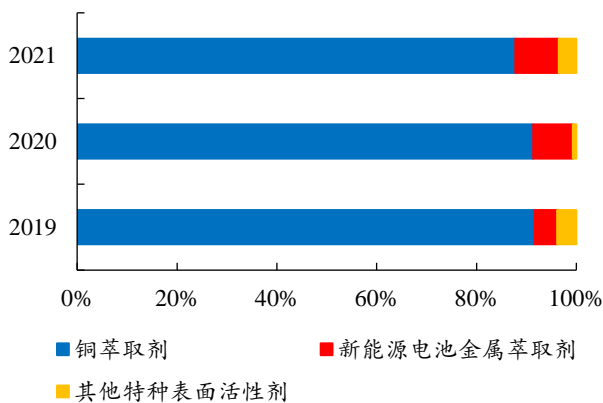
图例	产品类型	名称	产品描述
	铜萃取剂	Mextral 984H	高效铜萃取剂，稳定性好，兼具萃取能力强和反萃性能好的优点，净铜传递能力强，比较适合用于中等酸度条件下铜的萃取。
	铜萃取剂	Mextral 860H	萃取能力很强的铜萃取剂，特别适合于低 pH 值条件下对铜的提取。与 Mextral 84-IC 或 Mextral 84H 协同使用，可满足多种浸出液萃取铜的需要。
	新能源电池金属萃取剂	Mextral 3936H	适用于从低镁（钙）锂含量比盐湖卤水、矿石浸出液、含锂废水以及废旧锂电池中提锂。
	新能源电池金属萃取剂	Mextral 6104H	可用于钴、镍与钙、镁、锰等杂质的分离，钴、镍反萃性能好，简化分离工艺，可获得高纯度镍、钴产品，是新一代镍、钴特效萃取剂。
	酸雾抑制剂	Famigo® FS-101	减少电积过程中硫酸等酸雾的排放，防止职业危害和环境污染，对溶剂萃取和电积工艺不产生任何不利影响。
	矿物浮选剂	Flotilla 103	氧化矿整合类阴离子捕收剂，适合于钨矿、锡矿、萤石、钛矿等氧化矿，选择性和常规烷基羟膦酸钠一致，但捕收能力提高，且泡沫不粘稠，易消泡。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

主营业务突出，2019-2021年 CAGR 30.1%。2019-2022H1，主营业务收入分别为 13,289.20 万元、21,580.08 万元、22,496.00 万元和 14,437.55 万元。

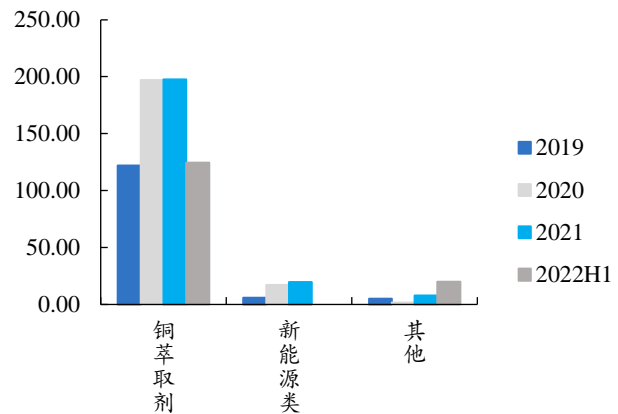
金属萃取剂是公司主要营收来源，占比超 95%。包含铜萃取剂和新能源电池金属萃取剂，销售收入 2019-2021 年合计占主营业务收入的比例分别为 96.15%、99.30%、96.47%。

图3: 金属（铜+新能源电池金属）萃取剂占比超 95%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 主营收入 2019-2021CAGR 30.1% (单位: 百万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、当前亮点: 高技术水平、稀缺性、服务优质客户

2.1、全球三强, 技术水平比肩巴斯夫、索尔维, 全球市场占有率超 20%

康普化学、BASF(巴斯夫)、Solvay(索尔维)三分金属萃取剂市场。细分到主要矿产与矿场地区(哈萨克斯坦、智利、非洲), 哈萨克斯坦投资和发展部与哈萨克斯坦东方有色金属采矿冶金研究院于 2019 年联合发表的《关于科内拉特矿的氧化矿石处理的行业工作报告》, 智利矿山知名贸易商 Pochteca 和非洲萃取贸易商 Vimmart 给出相同观点: 该领域仅巴斯夫、索尔维和康普化学三家。

以 2020 年全球铜萃取剂市场规模 1.6 万吨计算(公司问询函回复数据), 2020 和 2021 年康普化学铜萃取剂销量分别为 4,006.24 吨和 4,088.92 吨, 公司市场占有率超 20%。

表4: 全球三大主要矿产区域参与者均认定市场主要参与者为: 巴斯夫、索尔维、康普化学

名称	位置	研究对象	观点
萨克斯坦投资和发展部与哈萨克斯坦东方有色金属采矿冶金研究院	哈萨克斯坦	金属萃取剂	全球金属萃取剂供应商包括 BASF (巴斯夫)、Solvay (索尔维) 和中国制造的 Kopper Chemical (康普化学)
Pochteca	智利	矿山 金属萃取剂	领域主要供应商为巴斯夫、索尔维和康普化学三家
Vinmart	非洲	铜萃取剂	全球铜萃取剂厂商仅巴斯夫、索尔维和康普化学三家

资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

共同代表先进水平, 产品性能几无差异。结合产品的具体技术参数和性能指标, 选取康普化学销售规模最大的 Mextral 984H-C 型铜萃取剂与巴斯夫同类型的 LIX 984N-C 型铜萃取剂进行对比; 另选取公司的 Mextral 5910H 型铜萃取剂(和索尔维共同在智利市场销售广泛)与索尔维同类型的 ACORGA M5910 型铜萃取剂进行对比, 判断性能差异。

表5: 对比产品 10 项关键指标, 康普化学与巴斯夫、索尔维产品近乎相同

参数	指标含义	对比巴斯夫	对比索尔维
最大铜负载 (g/l Cu)	单位铜含量, 指标越高, 单位萃取剂萃取铜的量越高, 萃取效率越高	一致	一致
比重 (25°C)	有机溶液密度与水溶液密度的比,	0.94-0.96 /	一致

参数	指标含义	对比巴斯夫	对比索尔维
	指标越高，与水溶液密度越相近，越难以和水溶液分离	0.935-0.955	
萃取等温点 (g/l Cu)	萃取完成后，每升有机溶液的铜含量， 指标越高，单位溶液中含铜量越高，铜的产出越高	一致	一致
萃取动力学， 30 秒 (%)	萃取过程中，30s 萃取的铜含量与总萃取铜含量的比值， 指标越高，萃取速度越快，萃取效率越高	一致	一致
萃取相分离 (秒)	萃取过程中，水溶液与有机溶液分离所需时间， 指标越低，水溶液与有机溶液分离越快，萃取效率越高	一致	一致
反萃等温点 (g/l Cu)	反萃完成后，每升有机溶液含残铜量， 指标越低，代表更多的铜进入了水溶液中并送往下一步的电积环节，铜产出量越高	一致	一致
反萃动力学， 30 秒 (%)	反萃过程中，30s 反萃的铜含量与总反萃铜含量的比值， 指标越高，反萃速度越快，反萃效率越高	一致	一致
反萃相分离 (秒)	反萃过程中，水溶液与有机溶液分离所需时间， 指标越低，水溶液与有机溶液分离越快，反萃效率越高	一致	一致
萃取 Cu/Fe 选择性	萃取完成后，有机溶液中铜与铁含量的比值， 指标越高，杂质铁含量越低，萃取剂对铜的针对性越强，萃取剂性能越好	一致	一致
铜净传递量 (g/l Cu)	反萃完成后，送往下一步电积环节的水溶液的含铜量， 指标越高，代表最终送去电积车间的水溶液中含铜量越高，最终产铜量越高	一致	-

资料来源：康普化学、巴斯夫、索尔维产品数据表、开源证券研究所（注：索尔维产品数据表不列示铜净传递量指标）

2.2、稀缺性标的，国内市占率 55%-60%，尚无上市公司竞争

康普化学已覆盖四家国内最大厂商。国内市场依据 2021 年数据，大型湿法冶铜企业合计产能 85,000 吨，国内产量规模总计 100,000 吨，公司市场占有率约为 55-60%。与天津茂联、河南灵宝、玉龙铜业、华友钴业等四家都具有合作关系。福建紫金专供大股东紫金矿业，对外销售少。

表6：产能超过 5000 吨湿法冶铜企业 5 家中 4 家选取康普化学为供应商





厂家名称	萃取剂供应商	铜产能情况
天津市茂联科技有限公司	康普化学	产能 25,000 吨
紫金矿业集团股份有限公司	福建紫金	产能 25,000 吨
河南灵宝黄金股份有限公司	康普化学、巴斯夫	产能 15,000 吨
玉龙铜业	康普化学	产能 10,000 吨
浙江华友钴业股份有限公司	康普化学、巴斯夫	产能 10,000 吨

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

国内尚无上市公司竞争。金属萃取剂等产品隶属精细化工项下，表面活性剂领域中的特种表面活性剂产品。市场上主营业务和主要产品可归类或与表面活性剂相关的公司共有 20 家。

优先考虑产品种类的相似性，结合产品应用领域、核心工艺、单价等因素，选取中触媒、争光股份、皇马科技为对比公司。但因产品及下游应用领域不同，均无法与康普化学进行精细化比较，领域内最大竞争对手仍仅为国际厂商巴斯夫与索尔维，共同代表行业先进技术水平。

图5：可比公司从事业务与康普化学产品及应用领域关联小

 中触媒 中触媒股份 CHINA CATALYST HOLDINGS	中触媒 • 产品：特种分子筛及催化新材料产品特种分子筛及催化剂、非分子筛催化剂、催化应用工艺及化工技术服务 • 下游应用领域：环境保护、能源化工
 争光股份 ZHENG GUANG	争光股份 • 产品：具备高性能分离及吸附功能材料 • 下游应用领域：工业水处理、食品及饮用水、核工业、电子、生物医药、环保、湿法冶金
 皇马科技 Huangma 皇马	皇马科技 • 产品：表面活性剂 • 下游应用领域：印染助剂、涂料、农化助剂、润滑油、减水剂、个人护理
 康普化学 KOPPERCHEM	康普化学 • 产品：铜萃取剂、新能源电池金属萃取剂以及其他特种表面活性剂 • 下游应用领域：湿法冶金、电池金属回收、城市矿山资源处置、污水中的重金属处理以及矿物浮选

资料来源：各公司官网、招股说明书、开源证券研究所

2.3、定制化一站式服务必和必拓、宁德时代、洛阳钼业等知名客户

金属萃取剂具有定制化特征，康普化学“前、中、后”期为客户持续提供一站式服务。金属萃取剂为具有特定用途的工业助剂。通常需要与具体用途及工业环境相结合，属于非标准化产品，不同产品性能参数等有所不同。售前阶段，开发设计合适产品；售中阶段，匹配客户变化需求；售后阶段，持续性技术服务。上述工作均需由康普化学主导行动，进而持续开展工艺优化以及配方升级。

目前全系列产品均已注册了 Mextral®的特定商标，在国际上树立了良好的品牌知名度。远销智利、刚果（金）、赞比亚、缅甸、墨西哥以及东亚、西亚等国家和地区，终端客户涵盖了世界前五大铜矿企业 BHP（必和必拓）、CODELCO（智利国家铜业）、Glencore（嘉能可）、Freeport-McMoRan（自由港）、SCCO（南方铜业）以及其他境内外知名矿业集团，此外公司客户还包括宁德时代、华友钴业、洛阳钼业、盛屯矿业等知名的新能源电池相关企业。

图6：终端客户有宁德时代、必和必拓、洛阳钼业等知名企业


资料来源：各公司官网

3、财务指标：2022Q3 业绩再度高增，3 年 CAGR 203.92%

3.1、规模与成长性：2022 前三季度实现 2.64 亿营收，处于高速成长阶段

规模端：2022 前三季度业绩 2.64 亿，已超去年全年，同比增长 124%。

成长性：3 年营收 CAGR 39.91%，3 年归母净利润 CAGR 203.92%。各条线业务具备高成长性。

图7：2022 前三季度 2.64 亿，已超去年全年

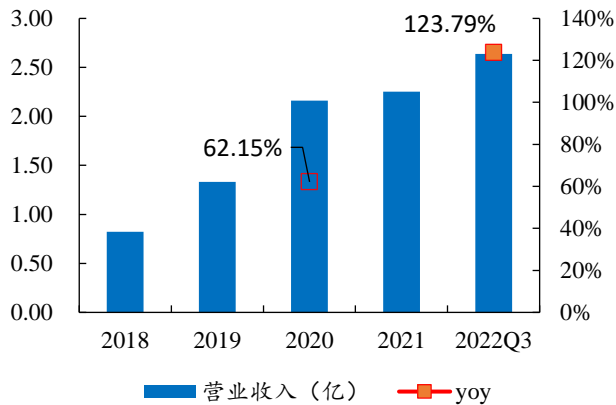
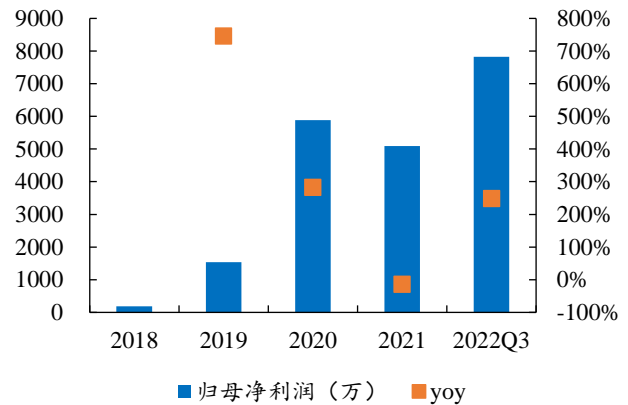


图8：2022 前三季度实现归母净利润 7823 万



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

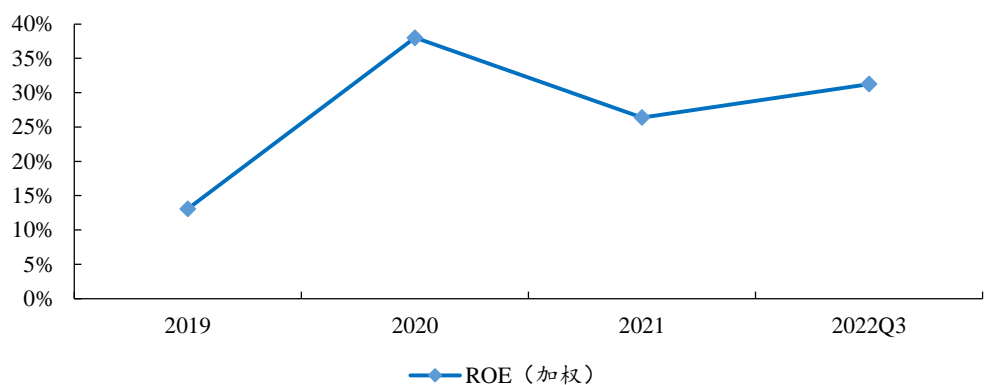
3.2、盈利能力：2022Q3 毛利率、净利率分别为 36.61% 与 29.67%

毛利率：2019-2022Q3 分别为 25.91%、40.18%、34.93% 与 36.61%，上升趋势。

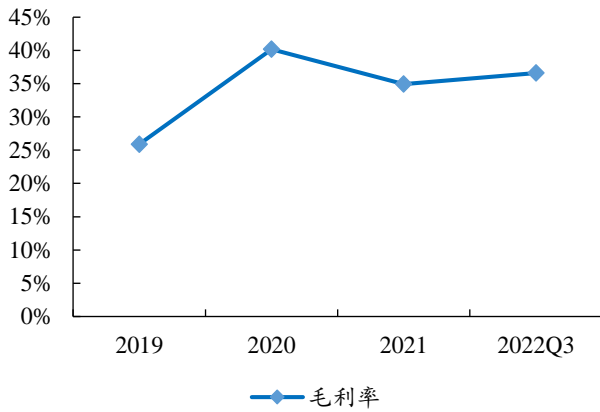
净利率：2019-2022Q3 分别为 11.54%、27.25%、22.62% 与 29.67%，上升趋势。

因康普化学技术实力强，下游客户重质量轻价格，商品销售定制化程度高，获得高议价水平，带来强盈利能力。

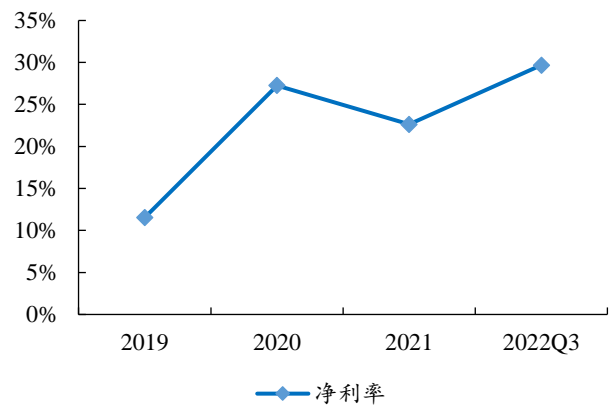
图9：盈利能力强，2021 年、2022Q3 ROE 分别为 26.38% 与 31.27%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10: 当前毛利率 35%-40%波动, 2022Q3 36.61%


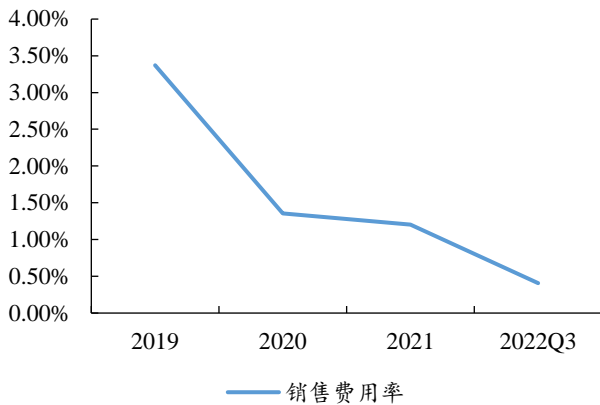
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 净利率呈上升趋势, 2022Q3 29.67%


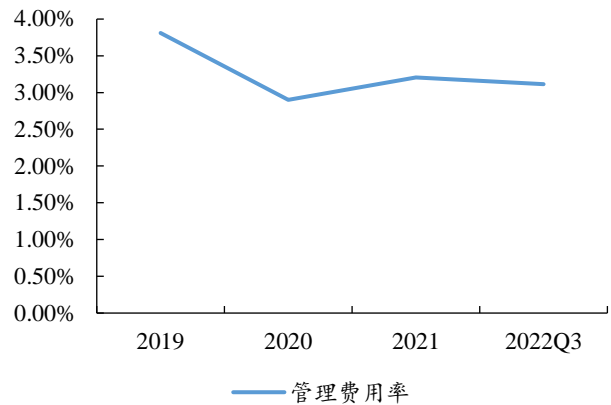
数据来源: Wind、开源证券研究所

3.3、期间费用: 2022Q3 期间费用率之和仅 2%, 受益营收快速增长

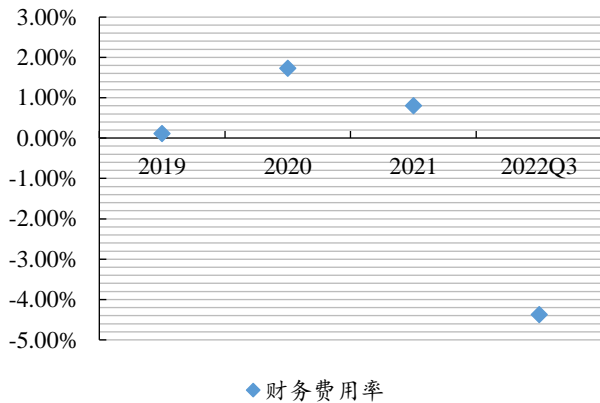
营收水平提高降低费用比例, 整体受益低人工成本。公司因近年营收爬坡, 地处西部受益员工薪酬, 销售费用率和 2022Q3 财务费用率分别额外受惠于销售模式 (互联网联络境外客户) 和汇兑损益与补助。

图12: 营收大比例提升稀释销售费用率


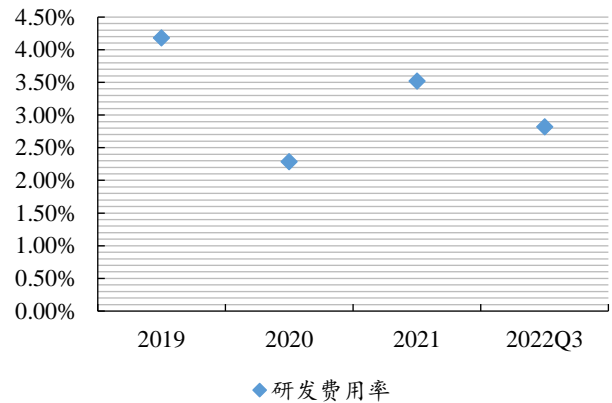
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 营收大比例提升稀释管理费用率


数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 受益汇兑损益和补助 2022Q3 财务费用率负值


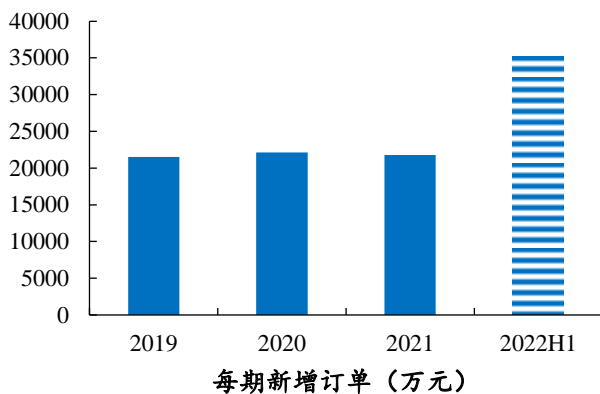
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 研发费用率被营收高速增长稀释


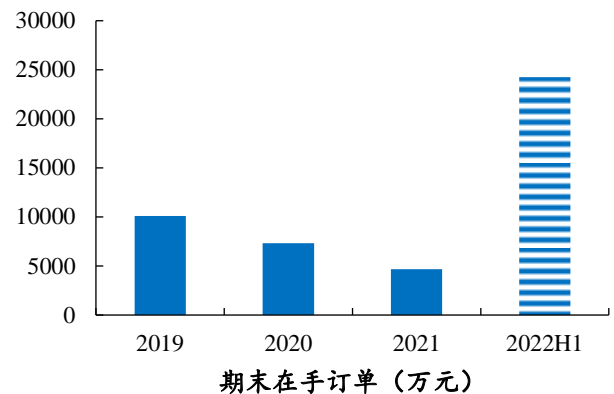
数据来源: Wind、开源证券研究所

3.4、非标项目: 2022H1 新增订单 3.5 亿, 在手 2.4 亿, 增幅大

订单: 2019-2021 年新增皆超 2 亿, 2022H1 达 3.5 亿, 在手订单爬坡至 2.4 亿, 需求强。2019-2021 年, 公司新增订单金额保持稳定, 分别为 21,512.86 万元、22,124.77 万元与 21,783.57 万元, 2022H1 新增订单 35,256.70 万元, 期末在手订单达到 24,254.31 万元, 下游存大量需求, 订单获取良好。

图16: 2019-2021 年均新增订单超 2 亿, 2022H1 3.5 亿


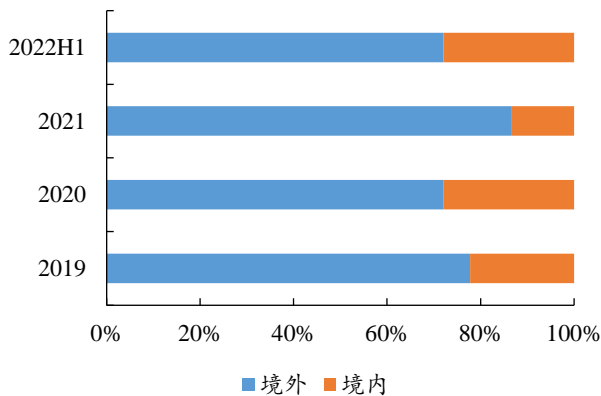
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 最新在手订单爬坡至 2.4 亿元, 需求强劲


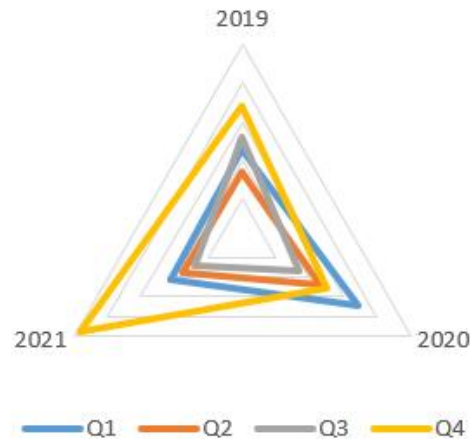
数据来源: Wind、开源证券研究所

销售区域: 外销为主, 占各期主营比例分别为 77.78%、72.04%、86.54%和 72.08%。客户集中分布于智利、非洲(刚果(金)和赞比亚)、墨西哥和缅甸等金属资源集中的国家及地区。

季节性: 第四季度占比较高, 2019 年、2020 年、2021 年分别为 34.13%、25.29%和 47.73%。

图18：以外销为主，销往金属资源集中的国家


数据来源：Wind、开源证券研究所

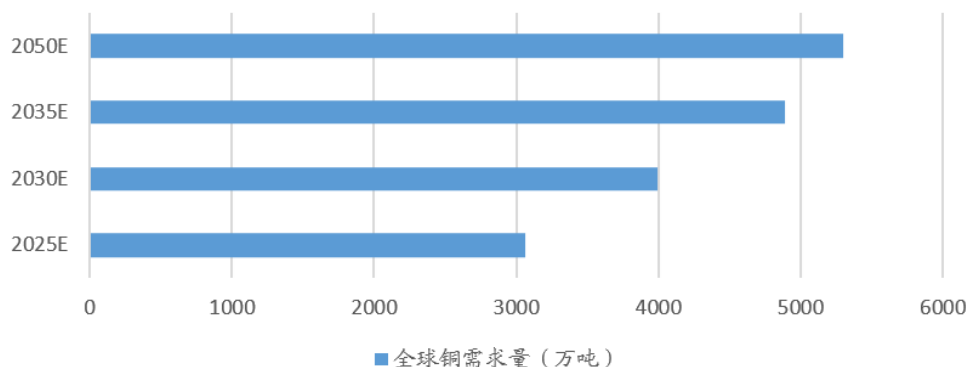
图19：季节性特征，四季度销售占比较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、未来看点：各萃取剂与酸雾抑制剂的业绩拉动

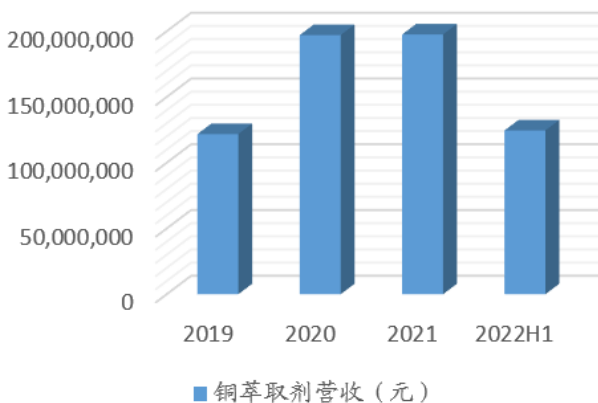
4.1、铜萃取剂营收的持续扩张

铜需求量的快速增长推升康普化学的业务扩展。全球工业化进程加快特别是电动车、风力发电等对铜使用量较大的新能源产业的发展，带动铜的需求量较大提升。根据 ICSG 报告，2020 年全球铜产量为 2451 万吨；根据世界权威金融分析机构 S&P 标准普尔《铜的未来》(2022 年 7 月)中的预测，到 2025 年和 2030 年全球铜需求量将分别增长至 3060 万吨和 3,990 万吨，而到 2050 年可能增长至 4,890 万吨，接近于 2020 年全球铜产量的 2 倍，较大的市场供需缺口为未来数十年铜矿的大规模开采以及由此带来的铜冶炼规模提升奠定了基础。

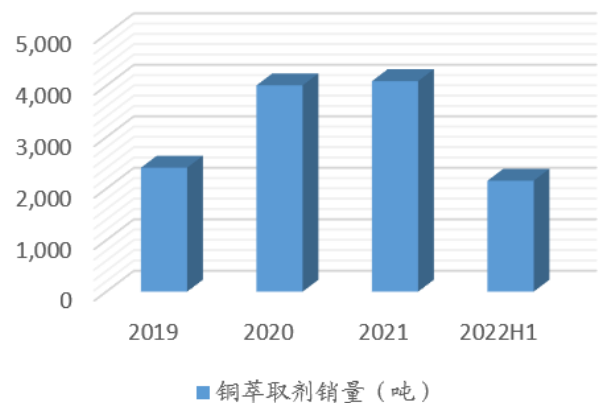
图20：对比 2020 年全球铜产量 2451 万吨，2050 年预计铜需求量 5300 万吨接近两倍


数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

铜萃取剂已产生近 2 亿年营收且呈上升趋势。2019-2022H1，铜萃取剂销售额分别为 12,181.00 万元、19,711.40 万元、19,754.48 万元和 12,453.30 万元；按销量计分别为 2,407.29 吨、4,006.24 吨、4,088.92 吨和 2,154.59 吨。

图21：铜萃取剂 2020 年、2021 年收入达成近 2 亿


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图22：以销量计，趋势相同，价格维稳


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

湿法冶铜规模：中性假设到 2025 年、2030 年、2035 年增加 31.25%、100%、175%至 2.1 万吨、3.2 万吨、4.4 万吨。根据国际铜业协会（ICSG）报告，2020 年全球铜产量中，采用“浸出-溶剂萃取-电积”工艺的湿法冶铜产量已达 390 万吨，约占全球铜总产量的 16%，即当前阶段全球铜产量 2,451 万吨（2020 年数据），铜萃取剂市场规模在 1.2-2 万吨之间，平均为 1.6 万吨。

表7：中性假设湿法冶铜占比温和增长，铜萃取剂市场规模预计每 5 年增量 1 万吨

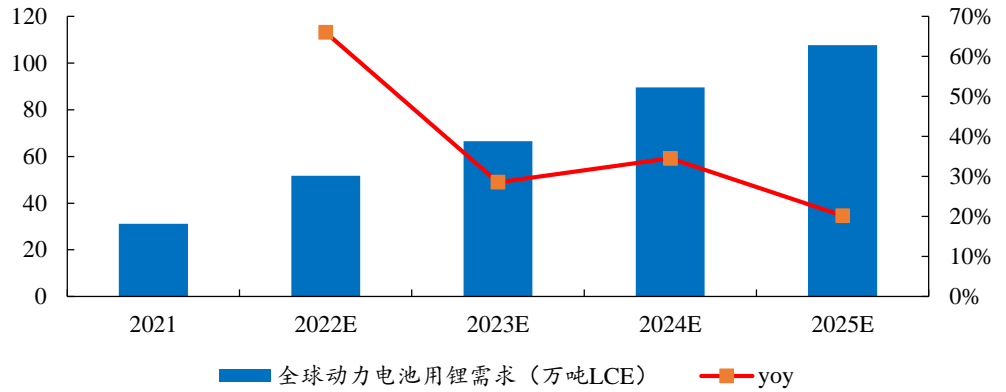
年份	铜需求量 (万吨)	湿法冶铜占比	湿法冶铜产量	萃取剂消耗量 (kg/t Cu)	铜萃取剂市场空间 (吨)
2025 年	3,060.00	17.50%	535.5	4	21,420.00
2030 年	3,990.00	19%	758.1	4.2	31,840.20
2035 年	4,890.00	20.50%	1,002.45	4.4	44,107.80

数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

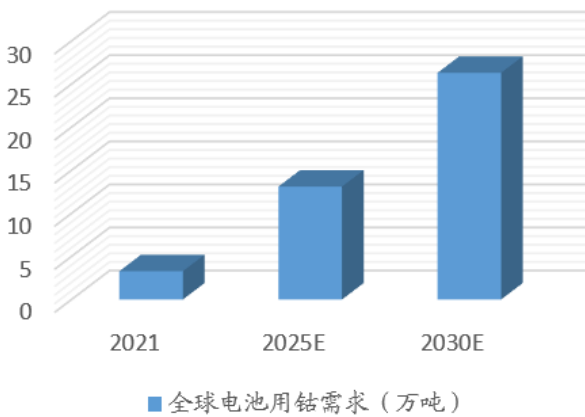
4.2、新能源车金属萃取剂的业绩高增量空间

未来 5 到 15 年，预计增长率锂 36%、钴 26%、镍 20%、锰 20%、钒 49%。新能源车电池主要通过金属离子的有序流动传导电流，实现电力的存储和释放，上述成分发挥了电流传导、电力存储等关键作用，近年来相关金属价格高企、开采和冶炼火热，成为市场热点。

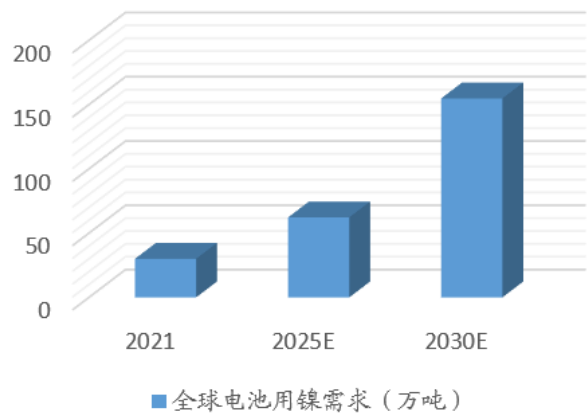
根据 IEA（国际能源署）发布的《2021 年全球电动汽车展望》，2020 年底全球电动车保有量 1,080 万辆，到 2030 年将增加至 1.45 亿辆（保守估计）或 2.3 亿辆（乐观估计），年均复合增长率达 30% 或 36%，未来几年，动力电池用锂，全球电池用钴、镍，动力电池用锰以及储能电池用钒的具体需求预测如下：

图23：2021-2025 年全球动力电池用锂需求预测 CAGR 36%（万吨 LCE）


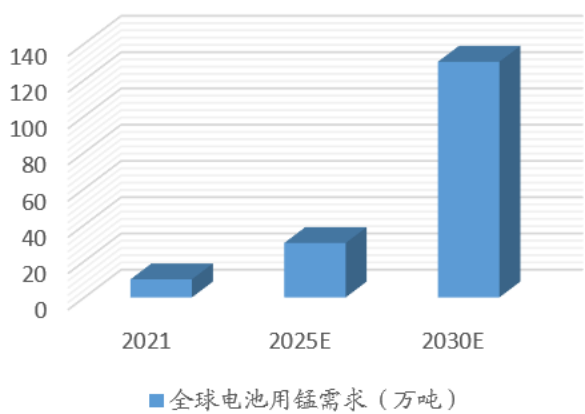
数据来源：美国地质勘探局、智利矿业化工、赣锋锂业、开源证券研究所（注：LCE 是碳酸锂当量的缩写，指锂矿中能够实际生产的碳酸锂折含量。）

图24：2021-2030 年全球电池用钴需求预测 CAGR 26%


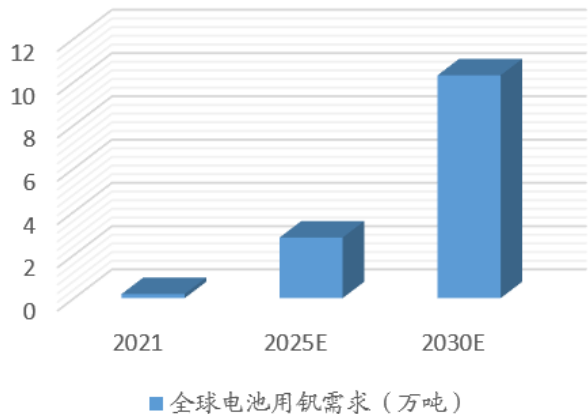
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图25：2021-2030 年全球电池用镍需求预测 CAGR 20%


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图26：2021-2035 年全球锂电池用锰需求预测 CAGR 20%


数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

图27：2020-2030 年全球储能电池用钒预测 CAGR 26%


数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

康普化学钴镍萃取剂已具市场规模，2019-2021 年分别实现销售收入 597.03 万元、1,717.94 万元和 1,948.45 万元，量产后将带来高收益提升。从新产品看，公司

的锂萃取剂已经完成中试，钒萃取剂通过实验室验证。相关产品已向全球最大的钴锌锰湿法分离冶炼企业 Boleo、非洲知名中资矿企亿特集团、全球钴行业龙头华友钴业等进行了供货。此外，还在智利、美国等地积极拓展市场，并已向数家潜在客户进行了送样接洽。

表8：钴、镍已实现收入，锂、钒有序推进

金属种类	阶段	进展
钴、镍	量产	Mextral 63H、Mextral 632-1、Mextral 6103H 共 3 种型号的钴镍萃取剂定型并面向市场销售， 2019-2021 年分别实现销售收入 597.03 万元、1,717.94 万元和 1,948.45 万元。
锂	完成中试	制备工艺已取得 6 项实用新型专利，目前正在向美国客户送样
钒	通过实验室	在钒渣中成功提取了钒并制备出五氧化二钒、偏钒酸铵、硫酸氧钒等，该工艺已取得 2 项发明专利，6 项实用新型专利

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.3、募投项目如酸雾抑制剂等产品的产能释放

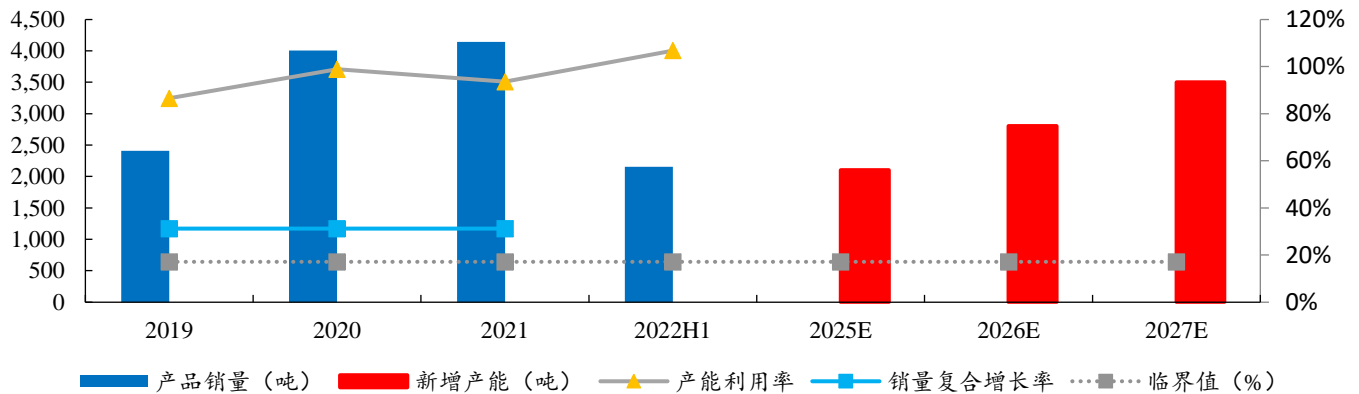
本次上市募集资金聚焦扩产与研发，建成后年营收最高可达 10 亿。（注：2021 年营收 2.25 亿）。拟募集 23,000.00 万元按照轻重缓急分别投入“年产 2 万吨特种表面活性剂建设项目”与“建设康普化学技术研究院”。前者达产后，预计可实现年营业收入 102,411.42 万元，项目投资回收期（税后）为 6.01 年（含建设期 2 年），至少将保持当前超 20% 的市场占有率水平。（公司问询函回复）

表9：募投扩产研发，投资效益预计年产 10 亿，对比 2021 年 4 倍空间

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	建设期	简介
1	年产 2 万吨特种表面活性剂建设项目	13,000.00	13,000.00	2 年	预计总投资为 13,000 万元，项目达产后，可实现年营业收入 102,411.42 万元，项目投资财务内部收益率（税后）为 35.39%，项目投资回收期（税后）为 6.01 年（含建设期 2 年）。
2	康普化学技术研究院	10,000.00	10,000.00	1 年	1、金属溶剂萃取工程技术研究中心 2、矿物浮选工程技术研究中心 3、酸雾抑制剂工程技术研究中心 4、特种表面活性剂工程技术研究中心 5、中南大学校企合作共建人才培养基地
	合计	23,000.00	23,000.00		

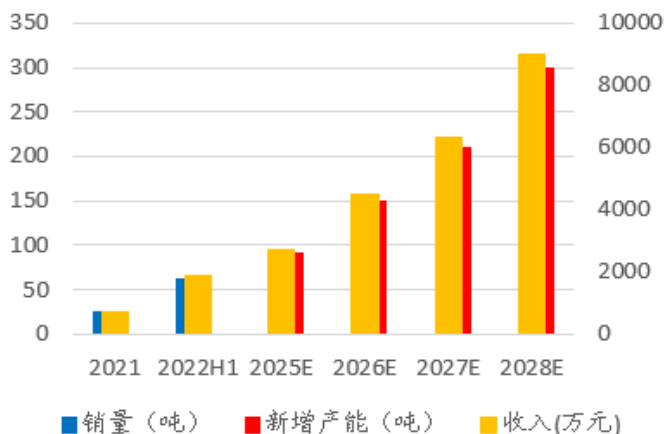
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

当前产能利用率已饱和，扩产规模谨慎，消纳成功率高，达产乐观。根据产能爬坡进度，2027 年达到满产状态下，产能若要全部消化，其较 2019 年销量的复合增长率仅需达到 17.08%，低于已实现的增长率 31.15%。

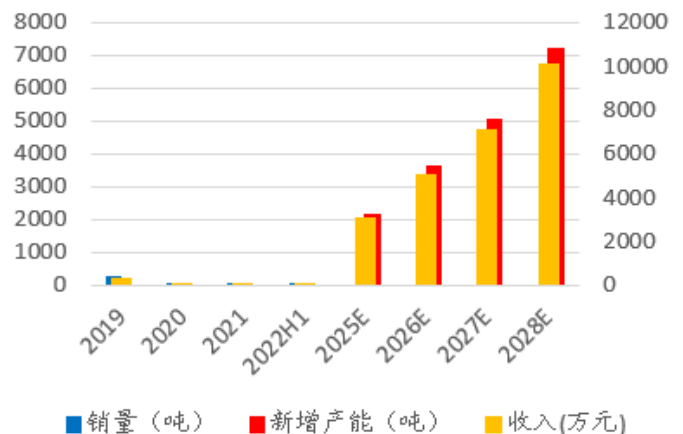
图28：产能利用率已饱和，消化扩产需至少 17.08% 增长率，而 2019-2021 年销量复合增速已达 31.15%，高于临界


数据来源：Wind、公司问询函回复、开源证券研究所

酸雾抑制剂与矿物浮选剂达成扩产后盈利前景良好。酸雾抑制剂产品附加值较高：2021 年及 2022 年 1-6 月，平均销售单价分别为 28.39 万元/吨、31.01 万元/吨，显著高于同期铜萃取剂平均销售单价 4.83 万元/吨、5.78 万元/吨；矿物浮选剂因金属回收市场空间大，大规模生产后，两产品均有良好效益空间。下图 2025-2028 年收入假设以酸雾抑制剂产品价格 30 万元/吨，矿物浮选剂 1.4 万元/吨为基础。

图29：酸雾抑制剂产品附加值高（右轴：收入）


数据来源：Wind、公司问询函回复、开源证券研究所

图30：矿物浮选剂扩产空间大（右轴：收入）


数据来源：Wind、公司问询函回复、开源证券研究所

表10：酸雾抑制剂已初具销售规模，矿物浮选剂 2019 年初试后再度精探

报告期	产品名称	销售情况
2019 年	矿物浮选剂	233.03 吨
2021 年	酸雾抑制剂	24.08 吨 (683.53 万元)
2022 年 1-6 月	酸雾抑制剂	61.00 吨 (1,891.60 万元)

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

近年来新能源金属价格高企，开采和冶炼火热。康普化学具备湿法冶炼和金属萃取路线的绝对技术优势，全球三强水平，服务必和必拓、宁德时代、洛阳钼业等知名企业。铜萃取剂稳固公司营收根基，新能源电池金属萃取剂和酸雾抑制剂等在

研产品增量可期，配合产能的不断提升，处在初期高成长阶段；叠加公司独特的行业属性、尚无可比上市公司竞争的稀缺性标的属性，推动业绩增长。我们预计公司2022-2024年的归母净利润分别为1.03/1.24/1.67亿元，对应EPS分别为1.15/1.39/1.87元/股，对应当前股价的PE分别为14.4/11.9/8.8倍，可比公司PE 2022E均值26.7X，公司估值水平较低，首次覆盖并给予“买入”评级。

表11：可比公司盈利预测与估值（亿元、元/股）

公司名称	股票代码	最新收盘价	最新总市值	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
中触媒	688267.SH	36.45	64.22	1.02	1.65	2.28	37.6	23.4	16.9
争光股份	301092.SZ	27.45	36.60	-	-	-	-	-	-
皇马科技	603181.SH	13.70	80.65	0.84	0.99	1.24	15.8	13.6	10.8
均值				0.93	1.32	1.76	26.7	18.5	13.9
康普化学	834033.BJ	-	-	1.15	1.39	1.87	14.4	11.9	8.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：可比公司盈利预测均来自于Wind一致预测，收盘日为20221219）

6、风险提示

毛利率波动的风险、疫情后生产风险、业务拓展风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	170	257	735	850	992
现金	77	122	572	628	756
应收票据及应收账款	29	54	72	85	101
其他应收款	2	2	2	5	4
预付账款	4	2	7	6	11
存货	57	77	80	126	120
其他流动资产	0	1	1	1	1
非流动资产	57	58	85	106	126
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	47	43	67	88	109
无形资产	7	7	7	6	6
其他非流动资产	3	8	12	12	12
资产总计	227	315	820	956	1119
流动负债	59	96	100	119	123
短期借款	3	7	7	7	7
应付票据及应付账款	41	72	75	94	96
其他流动负债	16	17	18	18	19
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	59	96	100	119	123
少数股东权益	0	0	-0	-0	-0
股本	57	57	89	89	89
资本公积	43	43	426	426	426
留存收益	66	116	210	321	467
归属母公司股东权益	167	219	720	837	996
负债和股东权益	227	315	820	956	1119

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	46	30	82	93	171
净利润	59	51	103	124	167
折旧摊销	6	7	8	11	15
财务费用	4	2	-4	1	1
投资损失	-2	-2	-1	-1	-2
营运资金变动	-19	-29	-23	-40	-8
其他经营现金流	-1	1	-1	-1	-2
投资活动现金流	19	-6	-34	-31	-34
资本支出	0	8	35	32	35
长期投资	17	0	0	0	0
其他投资现金流	2	2	1	1	2
筹资活动现金流	-24	4	402	-7	-9
短期借款	1	4	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	32	0	0
资本公积增加	0	0	383	0	0
其他筹资现金流	-25	-0	-13	-7	-9
现金净增加额	41	28	450	55	128

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	216	225	330	457	595
营业成本	129	147	196	279	357
营业税金及附加	2	1	4	5	6
营业费用	3	3	2	4	5
管理费用	6	7	10	14	18
研发费用	5	8	10	15	18
财务费用	4	2	-4	1	1
资产减值损失	0	-0	0	0	0
其他收益	0	1	2	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	2	1	1	2
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	69	59	114	141	190
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	1	0
利润总额	69	59	114	141	190
所得税	10	8	11	17	23
净利润	59	51	103	124	167
少数股东损益	0	0	-0	0	0
归属母公司净利润	59	51	103	124	167
EBITDA	73	62	112	134	184
EPS(元)	0.66	0.57	1.15	1.39	1.87

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	62.2	4.3	46.6	38.4	30.2
营业利润(%)	282.5	-15.4	95.1	23.7	34.7
归属于母公司净利润(%)	283.0	-13.4	101.4	20.9	34.8
获利能力					
毛利率(%)	40.2	34.9	40.5	39.0	40.0
净利率(%)	27.3	22.6	31.1	27.1	28.1
ROE(%)	35.1	23.3	14.2	14.8	16.8
ROIC(%)	61.1	46.2	60.4	50.1	60.4
偿债能力					
资产负债率(%)	26.2	30.6	12.2	12.4	11.0
净负债比率(%)	-44.3	-52.4	-78.5	-74.1	-75.2
流动比率	2.9	2.7	7.3	7.1	8.1
速动比率	1.8	1.8	6.4	6.0	7.0
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.6	0.5	0.6
应收账款周转率	6.9	5.5	5.3	5.8	6.4
应付账款周转率	6.2	6.3	8.0	9.0	10.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.57	1.15	1.39	1.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.34	0.92	1.04	1.92
每股净资产(最新摊薄)	1.87	2.45	8.05	9.36	11.14
估值比率					
P/E	25.1	28.9	14.4	11.9	8.8
P/B	8.8	6.7	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	19.2	21.8	8.1	6.4	3.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn