

2023年03月11日

一诺威 (834261.BJ): 深耕聚氨酯领域, 浇注型聚氨酯全国制造业单项冠军

——北交所新股申购报告

北交所研究团队

诸海滨 (分析师)

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号: S0790522080007

● 国内聚氨酯原材料龙头企业, 浇注型聚氨酯弹性体全国制造业单项冠军

一诺威主要从事聚氨酯原材料及 EO、PO 其他下游衍生物系列产品的研发、生产与销售及承接塑胶跑道等体育场地工程的施工, 产品被广泛应用于轻工、建筑、机械、纺织、冶金、运输、水利、印刷、医疗器械、石化、矿山、体育等众多行业。2019-2022H1 弹性体以及聚酯、聚醚及组合聚醚两类产品销售收入合计占主营业务收入比重分别为 81.95%、82.04%、87.92%和 92.44%, 2021 年两类产品分别收入 25.19 亿元、29.59 亿元。2021 年实现营收 79.77 亿元(+56.21%), 归母净利润 2.35 亿元(+15.19%), 2022H1 毛利率/净利率分别增长至 7.38%/3.43%。

● 我国为全球最大的聚氨酯生产基地, 2021 年市场规模达 1796 亿元

我国目前已成为全球最大的聚氨酯原材料和制品的生产基地及应用领域最全的地区。根据 QYResearch 数据显示, 2021 年我国聚氨酯市场规模达 1796 亿元, 同比 2020 年增长 10.75%。预计国内市场 2027 年有望达 2379 亿元, 年复合增长率 (CAGR) 为 4.80%。国内聚氨酯各细分行业发展较不均衡, 总体呈现前端寡头垄断、中后端竞争较为充分。聚氨酯年生产量与消费量二者均保持稳步上升, 根据中国化工行业协会、前瞻产业研究院数据显示, 2020 年, 我国聚氨酯的产量与消费量分别为 1470 万吨与 1240 万吨, 分别同比增长 7.61%、4.64%。预计国内聚氨酯消费量 2026 年有望达 1523 万吨, 年复合增长率 (CAGR) 为 3.49%。

● 技术储备+产业链完备共建竞争优势, 多款产品国内市占率领先

一诺威已获授权并在有效期内的发明专利达到 420 余项, 主持或参与起草了 20 项国家标准及多项行业标准并取得 40 余项省、市级科技成果鉴定。CPU 产品为全国制造业单项冠军, 组合聚醚产品为山东省制造业单项冠军, 铺装材料和防水材料(灌浆料)销售占比位居行业前列, 在聚氨酯行业的细分领域具备一定的领先优势。研发团队通过加强对生产技术及生产工艺的改进, 成功研发制得游离 TDI 单体含量小于 0.10%、硬度、拉伸强度、回弹等性能可调以及高回弹(回弹率可达 60%以上)、耐酸碱、慢凝胶等技术指标的弹性体产品。本次拟募资 3.34 亿元, 募集资金扣除发行费用后, 拟用于“年产 34 万吨聚氨酯系列产品扩建项目”。

● 一诺威对应 2022 年归母净利润 PE (发行后) 为 16.40X

一诺威公开发行底价 10.81 元/股, 2022 EPS 为 0.73 元, 行业平均 PE TTM 为 14.29X, 考虑到以上因素及发行后 EPS 稀释, 并且一诺威属于行业龙头企业, 应享受估值溢价, 因此我们判断一诺威发行价格合理区间为 10.8-12.5 元/股。公司专注于聚氨酯原材料领域, CPU 产品为全国制造业单项冠军, 组合聚醚产品为山东省制造业单项冠军, 铺装材料和防水材料(灌浆料)销售占比位居行业前列, 在聚氨酯行业的细分领域具备一定的领先优势。考虑到公司技术及品牌优势, 有望进一步提高行业渗透率, 建议关注。

● 风险提示: 产能过剩风险、压降产量影响经营业绩风险、新股破发风险

相关研究报告

《收购芯贝尔完善产品结构, 子公司欲投资项目加深半导体领域布局——北交所信息更新》-2023.3.9

《北交所消费新势力崭露头角, 营收增速超 20%, 估值偏低——北交所行业主题报告》-2023.3.8

《安达科技 830809.BJ: 磷酸铁锂头部企业, 跟随下游龙头扩张产能——北交所首次覆盖报告》-2023.3.8

目 录

1、 公司情况：高分子材料专家，深耕聚氨酯原材料领域.....	4
1.1、 业务概要：聚氨酯龙头企业，浇注型聚氨酯全国制造业单项冠军.....	4
1.2、 财务变化：2021 年营收 79.77 亿元(+56.21%)，盈利能力有所上升.....	8
2、 行业看点：我国聚氨酯生产量、消费量保持逐年上升趋势.....	10
2.1、 概念解析：聚氨酯被誉为“第五大塑料”，逐步成为传统材料替代品.....	10
2.2、 行业布局及规模：国内聚氨酯产业中后端呈结构分化的竞争格局.....	11
3、 核心看点：募投增 34 万吨产品产能，继续扩大市占率优势.....	13
3.1、 竞争优势：技术储备+产业链完备共建竞争优势.....	13
3.2、 市场地位：聚氨酯行业龙头企业，CPU 全国制造业单项冠军.....	16
3.3、 募投项目：拟使用 3.34 亿元于新增 34 万吨聚氨酯系列产品产能.....	17
4、 估值对比：一诺威 2022 PE（发行后）为 16.40X.....	19
5、 风险提示.....	20

图表目录

图 1： 产品被广泛应用于轻工、建筑、机械、纺织、冶金、体育等行业.....	4
图 2： 2021 年前两类产品共营收 54.78 亿元（万元）.....	7
图 3： 2022H1 弹性体占比主营业务收入 45.57%.....	7
图 4： 2021 年公司营收达 79.77 亿元(+56.21%).....	9
图 5： 2022H1 终端厂商销售占比达 78%以上（亿元）.....	9
图 6： 2022Q1-Q3 毛利率上升至 7.48%.....	9
图 7： 2022Q1-Q3 期间费用率下降至 3.16%.....	9
图 8： 2021 年实现归母净利润 2.35 亿元（+15.19%）.....	10
图 9： 2022Q1-Q3 净利率增长至 3.43%.....	10
图 10： 目前我国聚氨酯产业布局呈“四足鼎立”态势.....	11
图 11： 2021 年我国聚氨酯市场规模达 1796 亿元，同比增长 10.75%.....	12
图 12： 万华化学国内 TDI 市场占有率为 25%.....	12
图 13： 万华化学国内 MDI 市场占有率为 54%.....	12
图 14： 预计国内聚氨酯消费量 2026 年有望达 1523 万吨，CAGR 为 3.49%.....	13
表 1： 公司主要产品分为聚氨酯弹性体类等三大类.....	5
表 2： 弹性体以及聚酯、聚醚及组合聚醚两类产品为公司收入主要来源.....	7
表 3： 一诺威下游客户分散，2022H1 向前五大客户销售占比仅为 5.93%.....	8
表 4： 聚氨酯产品具有低温柔顺性好、抗冲击性高等诸多优良性能.....	10
表 5： 聚氨酯材料可分为前端材料类、泡沫类、弹性体类等类别.....	11
表 6： 一诺威将旗下的 CPU、铺装材料、防水材料及组合聚醚界定为高端产品.....	13
表 7： 一诺威 CPU 产品整体呈现出凝胶时间长、拉伸强度较高、磨耗较低的特点.....	15
表 8： 一诺威 CPU 产品市场占有率为 34.61%，全国排名第一.....	16
表 9： 我国 CPU 行业产能相对集中.....	17
表 10： 拟使用 3.34 亿元于“年产 34 万吨聚氨酯系列产品扩建项目”.....	18
表 11： 本次募投拟新增 34 万吨聚氨酯系列产品产能.....	18
表 12： 完全达产后，预计新增年销售收入 38.82 亿元、净利润 2.15 亿元.....	18
表 13： 选取汇得科技、美瑞新材、隆华新材及沈阳化工作为同行业可比公司.....	19

表 14: 一诺威收入、产品销量均高于同行业可比公司.....	19
表 15: 行业算术平均值 PE TTM 为 14.29X.....	20
表 16: 一诺威对应 2022 年归母净利润 PE (发行后) 为 16.40X.....	20

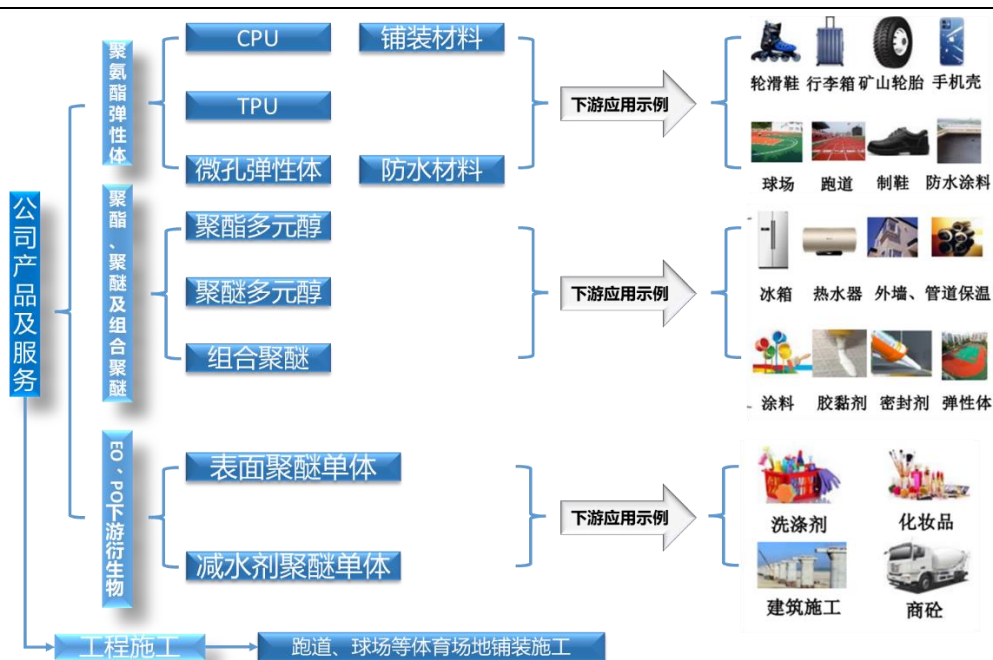
1、 公司情况：高分子材料专家，深耕聚氨酯原材料领域

1.1、 业务概要：聚氨酯龙头企业，浇注型聚氨酯全国制造业单项冠军

一诺威为国内专业的聚氨酯原材料及 EO、PO 其他下游衍生物系列产品规模化生产企业，主要从事聚氨酯原材料及 EO、PO 其他下游衍生物系列产品的研发、生产与销售及承接塑胶跑道等体育场地工程的施工。基于丰富的产品牌号及特殊的产品性能，产品被广泛应用于轻工、建筑、机械、纺织、冶金、运输、水利、印刷、医疗器械、石化、矿山、体育等众多行业。公司已获授权并在有效期内的发明专利达到 420 余项，主持或参与起草了 20 项国家标准及多项行业标准并取得 40 余项省、市级科技成果鉴定。

凭借卓越的研发和产品优势，一诺威被评为国家高新技术企业、全国制造业单项冠军示范企业、国家知识产权示范企业、国家体育产业示范单位、山东省瞪羚企业、山东省制造业高端品牌培育企业、山东省知名品牌、山东省新材料领军企业 50 强、淄博市工业 50 强、淄博市“专精特新”示范中小企业等。下属子公司一诺威新材料为山东省制造业单项冠军企业、东大化学为工信部第三批专精特新“小巨人”企业、东大聚氨酯为上海市“专精特新”示范中小企业。

图1：产品被广泛应用于轻工、建筑、机械、纺织、冶金、体育等行业



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

旗下产品分为三大类，一类是聚氨酯弹性体类系列产品，包括浇注型聚氨酯弹性体(又称预聚体，英文简称 CPU)、热塑性聚氨酯弹性体(英文简称 TPU)、微孔弹性体、铺装材料及防水材料等；一类是聚酯多元醇、聚醚多元醇(英文简称 PPG)及聚氨酯组合聚醚等；一类是 EO、PO 其他下游衍生物，包括表活聚醚单体、减水剂聚醚单体等。

“浇注型”是指制品在成型前物料体系为液体，可浇筑，反应固化直接成型制品的一种化学加工方法，而且该物料体系中原则上不含挥发性液体。因为成型前该物

料体系为液体，而 TPU 和 MPU 制品在成型前为固体，所以也可把 CPU 称为液体橡胶或液体弹性体。与 TPU 和 MPU 相比，CPU 的原材料选择范围更大，产品硬度范围更宽，特别适合于大中型产品的生产，弥补了 TPU 和 MPU 制品加工工艺的局限和不足，可最大限度发挥聚氨酯弹性体的性能优势，拓宽聚氨酯弹性体的应用领域。

表1：公司主要产品分为聚氨酯弹性体类等三大类

产品大类	产品小类	代表牌号	产品图示	性能及应用领域	应用图示
	CPU	D3140、DS1648-B 等		CPU 是一定比例多异氰酸酯和多元醇在特定温度下生成的可反应性半成品。CPU 具备优良的综合力学性能、优异的机械性能，具有抗撕裂强度高、负载支撑容量大、耐磨、耐油、耐老化，硬度可调节范围大等特点。这些优异的综合性能是其他很多种商品化橡胶和塑料所不具备的，故此，CPU 产品广泛应用于轻工、建筑、机械、纺织、冶金、运输、水利、印刷、医疗器械、石化、矿山、体育等行业。	
弹性体	TPU	T3695、T3390 等		TPU 是一种新型的有机高分子合成材料，突出的特点是耐磨性优异、耐臭氧性极好、硬度大、强度高、弹性好、耐低温，有良好的耐油、耐化学药品和耐环境性能，被国际上称为新型聚合物材料。TPU 广泛应用于鞋类、成衣类、医药类、国防用品、运动用品、工业用品等面料及内里贴合材料、面料复合材料等。	
	微孔弹性体	DG5412H、DXD-3119B 等		聚氨酯微孔弹性体是指一种带特殊微孔的聚氨酯弹性材料。聚氨酯微孔弹性体的弹性好、变形大，能吸收较大冲击和震动能量。主要用作防震橡胶、气流调节器、过滤材料、鞋底、电缆外套、汽车保险杠。其特点是质轻、耐磨、耐油、使用寿命长。	
	铺装材料	DN1670CW+、DSPU-201 等		聚氨酯铺装材料是一类用于各种场所地面铺设的塑胶材料。聚氨酯铺装材料具有优良的防滑、阻燃、吸震性能优、抗静电、色彩美观等特点，主要用于耐磨要求较高的场所，尤其用于运动场地如塑胶跑道、球场等。	

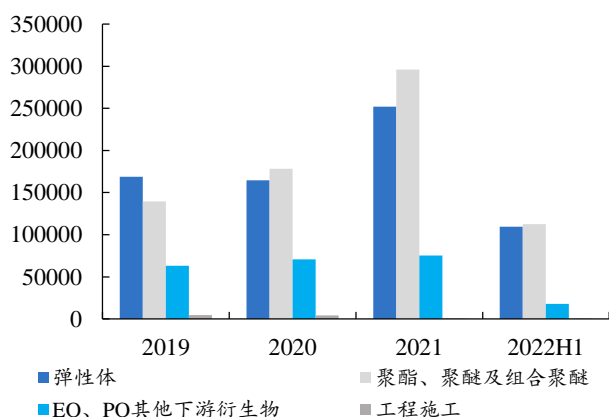
产品大类	产品小类	代表牌号	产品图示	性能及应用领域	应用图示
	防水材料	DTPU-101、 DTPU-401 等		聚氨酯防水材料主要用于建筑屋顶、外墙、厨房、卫生间、公路、铁路桥梁和涵洞等混凝土防水涂层。	
	聚酯	PE-2020T、 PE-2020D 等		有机物，通常是由有机二元羧酸(酸酐或酯)与多元醇(包括二醇)缩合(或酯交换)或由内酯与多元醇聚合而成，可用于生产 CPU、TPU、铺装材料等弹性体。	见 CPU、TPU、铺装材料等示例图
聚酯、聚醚及组合聚醚	聚醚	INOVOL F5631、 INOVOL 4502 等		分子主链含有醚键，其端基或侧基含有两个或者两个以上羟基聚合物的统称，是 PU 制品的主要原材料。通常情况下，PPG 是由起始剂(含活性氢基团的化合物)与 EO、PO 等在催化剂作用下经过聚合反应制得，可用于生产 CPU、TPU、铺装材料等弹性体以及泡沫塑料、保温材料等。	
	组合聚醚	Inovfoam C3114、 Inovfoam C3101 等		组合聚醚由 PPG、催化剂、泡沫稳定剂、发泡剂、阻燃剂等原料组合而成，是生产聚氨酯硬质泡沫塑料的重要原料。聚氨酯硬泡以其优良的保温、防水、抗风压、抗冲击等性能，采用喷涂、浇注、板材贴面等多种施工形式，广泛应用于冰箱冷柜、建筑保温隔热、管道保温、太阳能热水器等。	
	表活聚醚单体	Donol PEG4000、 Donol PEG6000 等		非离子表面活性剂在水中不是呈离子状态，稳定性高，不受酸碱影响，与其他类型的表面活性剂相容性好。非离子表面活性剂主要用作洗涤剂、匀染剂、乳化剂、消泡剂、柔软剂等。	
EO、PO 其他下游衍生物	减水剂聚醚单体	DD-424、 DD-524 等		减水剂聚醚单体主要作为生产减水剂的原料。减水剂是在混凝土和易性及水泥用量不变条件下，能减少拌合用水量、提高混凝土强度;或在和易性及强度不变条件下，节约水泥用量的外加剂。可明显降低混凝土收缩，显著提高混凝土体积稳定性及耐久性。广泛应用于高铁、桥梁及民用建筑等领域。	

产品大类	产品小类	代表牌号	产品图示	性能及应用领域	应用图示
工程施工				结合公司生产的铺装材料，延伸产业链，为塑胶跑道、足球场、排球场、篮球场、健身步道等体育场地提供铺装服务。	

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

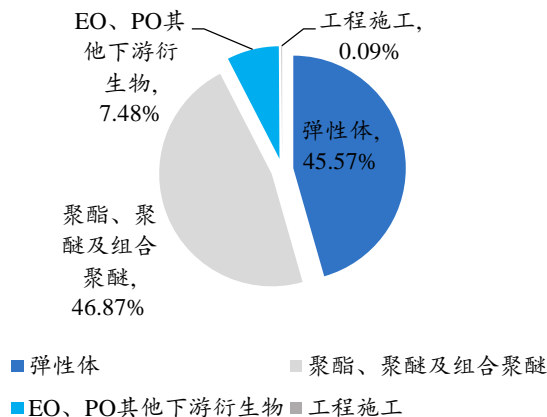
2019-2022H1，弹性体以及聚酯、聚醚及组合聚醚两类产品销售收入合计占主营业务收入比重分别为 81.95%、82.04%、87.92%和 92.44%，2021 年两类产品分别收入 25.19 亿元、29.59 亿元，为主要收入来源。其他产品及服务主要为 EO、PO 其他下游衍生物以及工程施工，2021 年营收分别为 7.51 亿元、139.96 万元，占比主营业务收入 12.6%、0.02%。

图2：2021 年前两类产品共营收 54.78 亿元（万元）



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图3：2022H1 弹性体占比主营业务收入 45.57%



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

表2：弹性体以及聚酯、聚醚及组合聚醚两类产品为公司收入主要来源

产品大类	小类	2019 年度		2020 年度		2021 年度		2022 年 1-6 月	
		金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
弹性体	CPU	66473.45	17.67	71883.59	17.19	100123.62	16.07	43776.97	18.25
	TPU	51735.42	13.75	46455.75	11.11	78467.60	12.59	37132.31	15.48
	微孔弹性体	11105.22	2.95	8,715.43	2.08	12,509.36	2.01	6,541.49	2.73
	铺装材料	29481.19	7.84	26,207.46	6.27	32,697.15	5.25	10,634.60	4.43
	防水材料	10039.61	2.67	11,469.83	2.74	28,102.14	4.51	11,228.63	4.68
	小计	168834.90	44.88	164732.07	39.40	251899.87	40.43	109314.01	45.57
聚酯、聚醚及组合聚醚	聚酯	12361.14	3.29	16,045.17	3.84	24,479.76	3.93	10,699.37	4.46
	聚醚	47900.37	12.73	71,487.07	17.10	145,604.18	23.37	52,477.42	21.87
	组合聚醚	79201.47	21.05	90,756.75	21.71	125,803.65	20.19	49,268.69	20.54
	小计	139462.98	37.07	178288.99	42.64	295887.58	47.49	112445.48	46.87
EO、PO其他下游	表活聚醚单体	20058.32	5.33	25,359.94	6.07	33,252.90	5.34	14,660.70	6.11

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

产品大类	小类	2019 年度		2020 年度		2021 年度		2022 年 1-6 月	
衍生物	减水剂聚醚	43265.16	11.50	45524.64	10.89	41,866.04	6.72	3276.29	1.37
	单体								
	小计	63323.48	16.83	70884.58	16.95	75118.94	12.06	17937.00	7.48
	工程施工	4595.00	1.22	4192.30	1.01	139.96	0.02	208.46	0.09
	合计	376216.35	100.00	418097.94	100.00	623046.35	100.00	239904.95	100.00

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

一诺威基于“以销定产、先款后货”的业务模式建立了从签订销售订单到原材料采购再到产品交付的一整套供应链解决方案，形成了主要采取“先款后货”的销售模式、“以产定购、合理库存”的采购模式以及“以销定产”的生产模式，严格控制经营风险。一诺威产品被广泛应用于轻工、建筑、机械、纺织、体育等行业，销售遍及全国，并远销东南亚、中东、欧美等 60 多个国家和地区。2021、2022H1 向前五大客户的销售金额分别为 4.85 亿元、1.90 亿元，占当期销售总额的比例分别为 6.08%、5.93%，下游客户极为分散，不存在严重依赖于少数客户的情况。

表3：一诺威下游客户分散，2022H1 向前五大客户销售占比仅为 5.93%

序号	客户名称	销售内容	销售收入 (万元)	销售占比 (%)
2022 年 1-6 月				
1	FORM SuNGER VE YATAK SAN. TIC.A.S.	聚醚	5007.58	1.56
2	FORTUNE EMIRATES GENERAL TRADING	聚醚、组合聚醚	4333.36	1.35
3	Vitafoam Nigeria Plc	聚醚、组合聚醚	3329.49	1.04
4	Baspar Foam Gharb Co	组合聚醚	3267.40	1.02
5	兴邦新材料(山东)有限公司	聚酯	3066.18	0.96
	合计		19004.02	5.93
2021 年度				
1	科思创及其关联公司	聚醚	16109.19	2.02
2	FORM SuNGER VE YATAK SAN. TIC.A.S.	聚醚	10761.15	1.35
3	山东优力恩新材料有限公司	组合聚醚、异氰酸酯等	9242.65	1.16
4	Ravago Chemicals Netherlands B.V.及其关联公司	聚醚、组合聚醚、异氰酸酯等	6189.02	0.78
5	“Egida+” Ltd 及其关联公司	聚醚	6176.03	0.77
	合计		48478.05	6.08

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

1.2、财务变化：2021 年营收 79.77 亿元(+56.21%)，盈利能力有所上升

2019-2021 营业收入呈增长态势, 2021 年实现营收 79.77 亿元, 同比增长 56.21%。2021 年度营业收入较上年增长较大, 主要原因为国内疫情缓解, 消费行业复苏带动下下游客户需求量增加, 而境外由于疫情反复, 部分聚氨酯生产企业停工, 导致海外订单转移至国内, 同时上游原材料价格大幅上涨, 产品价格亦同步上涨。2022 前三季度营收 48.30 亿元, 较上年同期下降 19.84%。主要原因为受国内新冠疫情影响, 产品销量有所减少, 同时部分原材料价格下调, 公司下调相关产品售价。终端厂商为产品的主要销售群体, 2022 上半年销售占比达 78% 以上。

图4: 2021 年公司营收达 79.77 亿元(+56.21%)

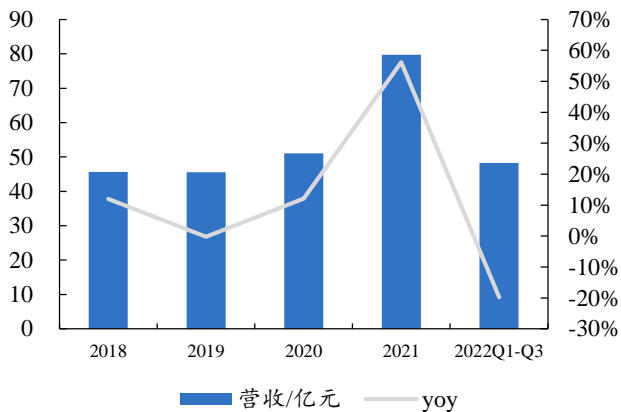
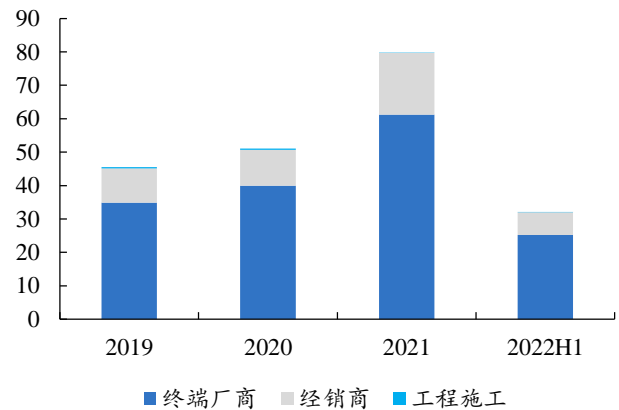


图5: 2022H1 终端厂商销售占比达 78% 以上 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

2022 年前三季度毛利率上升至 7.48%，期间费用率整体下滑。2021 年、2022 年前三季度综合毛利率分别为 6.84%、7.48%。2021 年综合毛利率下降主要原因为部分主要原材料价格上涨, 产品单位成本增加, 虽然根据市场行情上调了部分产品销售价格, 但销售价格的增加幅度小于单位成本的增加幅度, 导致综合毛利率小幅下降。2022 年前三季度综合毛利率小幅上涨, 主要原因为其他业务收入中的异氰酸酯贸易业务单吨毛利上涨。2019 年-2022 年前三季度的期间费用率分别为 6.34%、4.45%、3.52%、3.16%，其中 2021-2022H1 研发费用率均为 0.77%。公司期间费用率整体下降, 成本管控能力较强。

图6: 2022Q1-Q3 毛利率上升至 7.48%

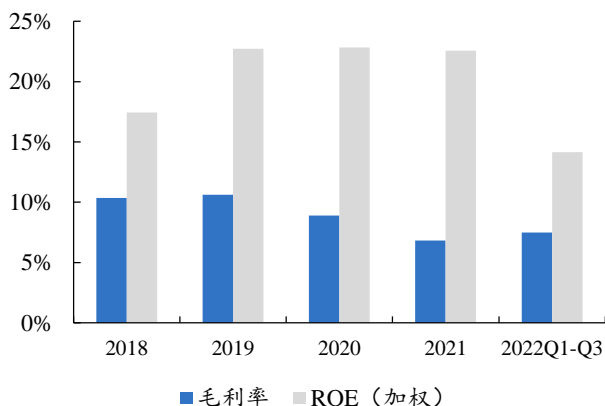
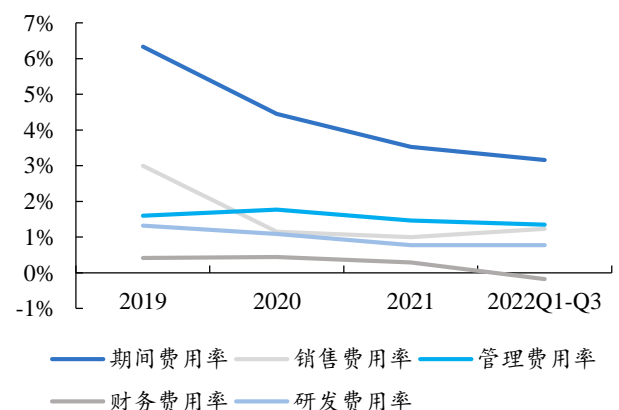


图7: 2022Q1-Q3 期间费用率下降至 3.16%



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

2022 年前三季度净利率增长至 3.43%，2021 年实现归母净利润 2.35 亿元，同比增长 15.19%；2022 前三季度实现归母净利润 1.66 亿元，同比下降 17.97%。2020 年、2021 年归母净利润增长幅度较大主要系公司营收规模持续扩大所致。

图8：2021 年实现归母净利润 2.35 亿元（+15.19%）

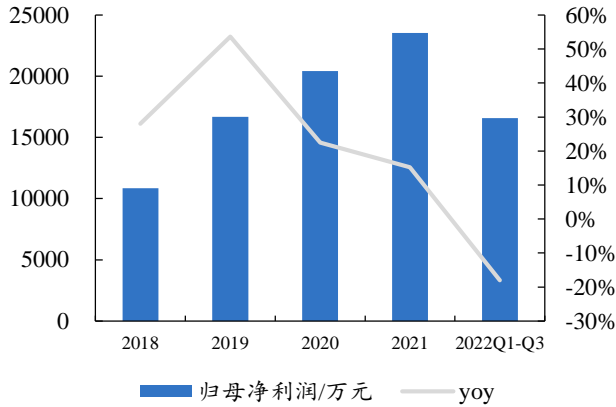
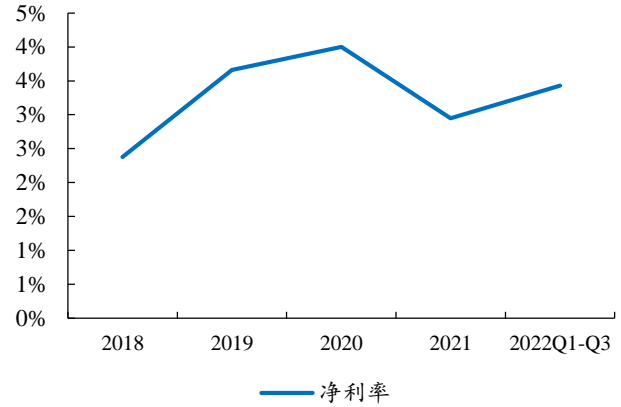


图9：2022Q1-Q3 净利率增长至 3.43%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业看点：我国聚氨酯生产量、消费量保持逐年上升趋势

2.1、概念解析：聚氨酯被誉为“第五大塑料”，逐步成为传统材料替代品

聚氨酯化学名称为聚氨基甲酸，简称“PU”，是一种由异氰酸酯以及多元醇聚合物(聚醚或者聚酯)为主要原料，并在相关化学助剂作用下反应并具有多个氨基甲酸酯链段的有机高分子材料。

聚氨酯材料可通过改变不同原料化学结构、规格指标、品种、配方比例制造出具有各种性能和用途的变化多端的制品，被誉为继聚乙烯、聚氯乙烯、聚丙烯、聚苯乙烯之后的“第五大塑料”。聚氨酯材料是在目前所有高分子材料中唯一一种在塑料、橡胶、泡沫、纤维、涂料、胶粘剂和功能高分子七大领域均有应用价值的合成高分子材料，由此也决定了聚氨酯材料是高分子材料中品种最多、用途最广、发展最快的一种特种有机合成材料。

聚氨酯产品具有低温柔顺性好、抗冲击性高、耐辐射、回弹范围广、粘结性好等诸多优良性能。与传统塑料、橡胶，甚至金属相比，具有明显的性能优势；随着经济发展和消费升级，将逐渐成为传统材料的理性替代品。

表4：聚氨酯产品具有低温柔顺性好、抗冲击性高等诸多优良性能

相比较材料	聚氨酯性能优越之处
金属材料	重量轻、耐腐蚀、加工费用低、耐损耗、噪音低
塑料	耐磨、不发脆、具有弹性记忆
橡胶	耐切割、耐撕裂、高承载性、耐臭氧、透明或半透明、耐磨、可溢封、可浇注

资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

目前我国尚没有对聚氨酯材料的种类进行官方口径的划分。参照中国聚氨酯工业协会对下属专业委员会的划分并结合其基本应用，可以对聚氨酯材料划分为以下

种类。

表5：聚氨酯材料可分为前端材料类、泡沫类、弹性体类等类别

物性类型	二级分类	具分种类	一诺威涉及的主要产品
前端材料类	异氰酸酯类	TDI、MDI、HDI、IPDI 等	
	多元醇类	聚醚、聚酯等	聚醚、聚酯、组合聚醚等
泡沫类	泡沫塑料类	PU 软泡、半硬泡、硬泡类	
弹性体类	弹性体类	CPU、TPU、MPU 等	CPU、TPU 等
	防水及铺装材料类	PU 铺装材料、PU 防水材料等	PU 铺装材料、PU 防水材料等
	鞋底原液类	鞋底原液等	微孔弹性体等
人造革类	革用树脂产品	合成革浆料等	
涂料类	聚氨酯水性材料	PU 涂料等	
粘合剂类	泡沫填缝剂	密封胶、胶黏剂等	粘合剂等
纤维类		氨纶等	
助剂类	催化剂、发泡剂、扩链剂、稳定剂、抗氧化剂、阻燃剂和脱模剂等		
其他		其他	表活聚醚单体、减水剂聚醚单体

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

2.2、行业布局及规模：国内聚氨酯产业中后端呈结构分化的竞争格局

➤ 产业布局

国内聚氨酯产业布局呈“四足鼎立”。目前，我国聚氨酯产业布局呈地区性集中态势，已基本形成以上海为中心的长三角地区、以烟台-淄博-黄骅-天津为中心的环渤海地区、以广州为中心的珠三角地区、以兰州为中心的西北地区以及正在形成的以重庆为中心的西南地区、以福建泉州为中心的海西地区等聚氨酯产业聚集地区的产业布局。

图10：目前我国聚氨酯产业布局呈“四足鼎立”态势

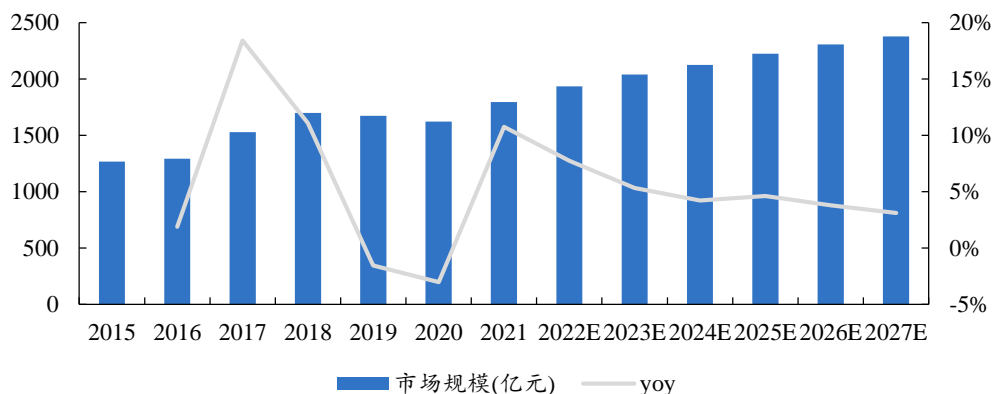


资料来源：公司招股书

➤ 市场规模

我国目前已成为全球最大的聚氨酯原材料和制品的生产基地及应用领域最全的地区。根据 QYResearch 数据显示，2021 年我国聚氨酯市场规模达 1796 亿元，同比增长 10.75%。预计国内市场 2027 年有望达 2379 亿元，年复合增长率(CAGR)为 4.80%。

图11：2021 年我国聚氨酯市场规模达 1796 亿元，同比增长 10.75%

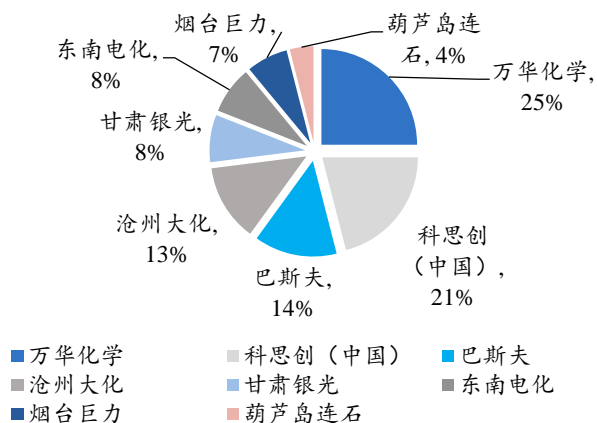


数据来源：QYResearch、开源证券研究所

竞争格局及市场化程度

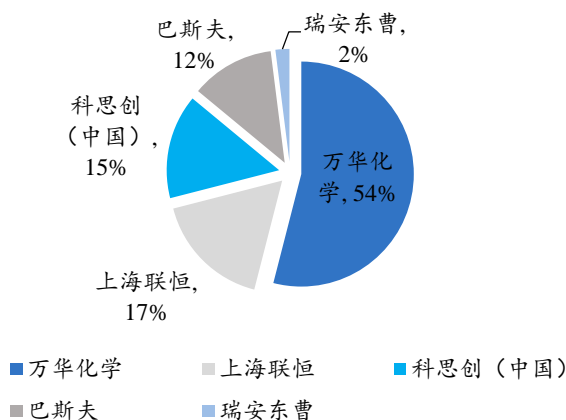
聚氨酯原材料及制品涉及种类较多，国内聚氨酯各细分行业发展较不均衡，总体呈现前端寡头垄断、中后端结构分化的竞争格局。上游原材料的生产，特别是异氰酸酯的生产，由于具备较高的技术和资金壁垒，产业集中度较高，以万华化学为代表的异氰酸酯生产企业，主导了国内 MDI、TDI 的生产，形成寡头垄断局面。行业中后端呈现结构分化，竞争较为充分。

图12：万华化学国内 TDI 市场占有率为 25%



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图13：万华化学国内 MDI 市场占有率为 54%



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

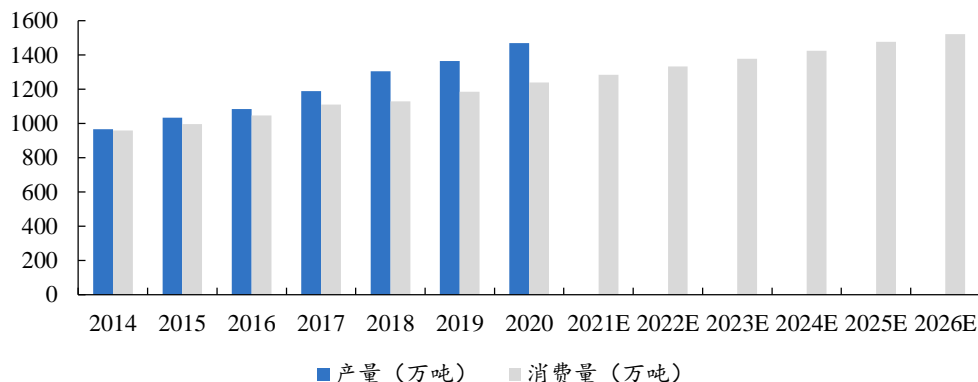
供求关系

我国聚氨酯年生产量与消费量二者均保持稳步上升。基于国内聚氨酯各细分行业发展较不均衡，总体呈现前端寡头垄断、中后端结构分化竞争格局的特点，我国聚氨酯原材料及制品供求关系也存在相对不平衡的情况。

根据中国化工行业协会、前瞻产业研究院数据显示，2020 年，我国聚氨酯的产

量与消费量分别为 1470 万吨与 1240 万吨，分别同比增长 7.61%、4.64%。预计国内聚氨酯消费量 2026 年有望达 1523 万吨，年复合增长率（CAGR）为 3.49%。

图14：预计国内聚氨酯消费量 2026 年有望达 1523 万吨，CAGR 为 3.49%



数据来源：中国化工行业协会、前瞻产业研究院、开源证券研究所

3、核心看点：募投增 34 万吨产品产能，继续扩大市占率优势

3.1、竞争优势：技术储备+产业链完备共建竞争优势

➤ 产品优势

一诺威将旗下的 CPU、铺装材料、防水材料及组合聚醚界定为高端产品；将 TPU、聚酯及聚醚、表活聚醚单体界定为中端产品；将微孔弹性体、减水剂聚醚单体界定为低端产品。

表6：一诺威将旗下的 CPU、铺装材料、防水材料及组合聚醚界定为高端产品

类别	产品名称	技术含量	品质	竞争力及 2021 年市占率
高端	CPU	公司 CPU 产品具有凝胶时间长、拉伸强度较高、磨耗较低的特点，具有优良的技术特性。凝胶时间越长，表明游离异氰酸酯含量越少，分子结构越规整，弹性体拥有更强的耐疲劳性和更低的内生热，动态性能更优异，耐磨和耐老化水平更高；拉伸强度、磨耗等是弹性体主要的力学性能指标，直接决定了产品的使用寿命。公司目前已形成较为完善的 CPU 系列产品技术体系，取得多项发明专利，主持起草多项国家标准，多项科研成果荣获行业、省市级重要奖项。	被评为山东名牌产品，品质稳定，且形成众多牌号，可满足下游客户多样化、个性化的需求。	国家制造业单项冠军产品，市场份额占比较高，行业竞争力较强 占比约 34.61%
	铺装材料	公司铺装材料产品具有机械性能高、耐候性好、耐黄变优异的特点，施工时无需添加溶剂，简单易操作，可满足绿色、环保要求。已形成较为完善的铺装材料系列产品技术体系，取得多项发明专利，主持起草多项国家标准。	被评为山东省知名品牌，公司依托该产品被选为中国聚氨酯工业协会聚氨酯防水及铺装材料专业委员会主任单位，并被评为国家	市场份额占比较高，行业竞争力较强 占比约 10.57%

类别	产品名称	技术含量	品质	竞争力及 2021 年市占率
			体育产业示范单位,该产品品质稳定,绿色、环保。	
	防水材料	公司防水材料产品具有固含量高、VOC 含量低、力学性能优异、储存稳定性好、环保、堵水效果好等特点。已形成较为完善的防水材料系列产品技术体系,取得多项发明专利,参与起草《聚氨酯灌浆材料》行业标准。	品质稳定,防水堵漏效果较好,公司依托该产品被选为中国聚氨酯工业协会聚氨酯防水及铺装材料专业委员会主任单位,在聚氨酯防水材料(灌浆料领域具有一定影响力。	细分领域市场份额占比较高,竞争力较强 占比约 28.67%
	组合聚醚	公司组合聚醚产品主要应用于保温领域,目前已在多个细分场景形成技术积累,如在家电类产品领域形成“三低一快”即低密度、低填充、低导热,快速脱模的技术工艺:在管道类产品领域形成喷涂缠绕和一体成型浇筑发泡、高温输送介质保温材料工艺:在板材类产品领域形成解决阻燃性低的技术工艺:在建筑喷涂产品领域形成泡沫层之间粘接性好,不烧心开裂技术工艺:在煤矿用低温聚氨酯加固等产品领域形成解决内部反应热过高,提高矿下施工安全的技术工艺等。公司已形成较为完善的组合聚醚技术体系,取得多项发明专利并主持起草多项国家标准。	被评为山东名牌产品,品质稳定,且形成众多牌号,可满足下游保温领域客户多样化、个性化的需求。	山东省制造业单项冠军产品,市场份额占比较高,行业竞争力较强 占比约 8.31%
	TPU	公司通过对工艺、配方的调整,解决了挤出、薄膜、热熔胶等产品存在晶点、不熔物等技术问题,建立了相对完善的 TPU 产品体系,目前已形成气动管系列、手机护套系列、鞋材系列、薄膜系列、热熔胶系列等产品体系,取得多项发明专利并主持起草多项行业标准。	品质稳定,产品不存在晶点和不熔物,耐黄变较好。	市场份额占比适中,主要用于气动管、手机护套等领域,特殊领域应用较少,与万华化学、浙江华峰、美瑞新材第一梯队企业尚存在一定差距,行业竞争力一般 占比约 8.29%
中端	聚酯	围绕下游应用开发出耐低温、酸度低、色度低、分子量可控、窄分子量分布等聚酯产品体系,形成较为完善的技术体系,形成多项发明专利。	品质稳定,产品体系较为丰富,可满足公司弹性体多个牌号产品的应用。	聚酯属于公司弹性体产品的主要原料之一,以自用为主,兼顾外销,故市场份额占比不高,市场竞争力一般。 占比约 2.02%
	聚醚	公司通过研发已在多个聚醚类别领域形成技术积累,如在硬泡用聚醚形成高戊烷互溶性硬泡聚醚合成技术、快速脱模聚醚生产工艺、全水发泡用聚醚等配方和工艺:在软泡用、CASE 用聚醚形成高分子量、低不饱和度、低气味、低 VOC 聚醚技术工艺等,取得多项发明专利并主持起草多项国家标准。	品质稳定,产品体系较为丰富,既可满足公司弹性体、组合聚醚多个牌号产品的应用也可满足下游客户多样化、个性化的需求。	聚醚属于公司弹性体产品、组合聚醚的主要原料之一,公司生产的聚醚兼顾自用和外销。与万华化学、沈阳化工、隆华新材等头部企业相比,市场份额占比尚存在一定差距,竞争力一般。 占比约 2.02%
	表活聚醚单体	公司通过研发开发出低电导率($<10 \mu s/cm$)且低色值、低残留单体浓度($<5ppm$)等技术指标的产品,形成了自主	品质稳定,形成一定的产品体系,可满足塑料	总体市场份额占比较低,与头部企业皇马科技、三江化工

类别	产品名称	技术含量	品质	竞争力及 2021 年市占率
		创新技术体系并取得多项发明专利。	改性、水性涂料、水性皮革、MS 密封胶、难燃液压液和水基淬火液、PAG 润滑油添加等多领域客户需求。	等尚存在一定差距，部分牌号产品在细分领域具有一定的竞争优势。占比约 2.77%
微孔弹性体		通过研发开发出了低密度快脱模、耐低温高弹、中低密度功能性产品，形成了一定的技术积累并取得多项发明专利。	品质稳定，销量较少，市场逐步推广中。	市场份额占比较低，与头部企业华峰化学、旭川化学等尚存在不小差距，市场竞争力较弱。占比约 1.20%
低端				
	减水剂聚醚单体	公司通过研发开发出多种牌号的减水剂聚醚单体产品，形成了一定的产品体系，取得了多项发明专利。	开发出的 GPEG 系列产品应用于混凝土中具有和易性好的特点。	业奥克股份、佳化化学、科隆股份等尚存在不小差距，市场竞争力较弱。占比约 2.24%

资料来源：问询回复、开源证券研究所

从指标参数对比来看，一诺威 CPU 产品整体呈现出凝胶时间长、拉伸强度较高、磨耗较低的特点。凝胶时间越长，表明游离异氰酸酯含量越少，分子结构越规整，弹性体拥有更强的耐疲劳性和更低的内生热，动态性能更优异，耐磨和耐老化水平更高；拉伸强度、磨耗等是弹性体主要的力学性能指标，直接决定了聚氨酯弹性体的使用寿命。

表7：一诺威 CPU 产品整体呈现出凝胶时间长、拉伸强度较高、磨耗较低的特点

指标参数	PTMEG 型		MDI 型	
	一诺威(D2162)	华天橡塑(H1264)	一诺威(D3590)	华天橡塑(H3290)
NCO 含量(%)	6.2±0.2	6.4±0.2	9.0±0.2	9.0±0.2
常温物态	白色固体	无色或淡黄色透明固体	白色固体	白色固体
100g 预聚体固化剂用量(g)	18	18.9	9.3	9.4
粘度(mPa·s)	480	300	1,000	500
混合温度(预聚体/MOCA) (°C)	80/120	75/115	80/40	80/35
凝胶时间(min)	6	4.7	7	5-12
后硫化温度(°C)	100	100	110	100
后硫化时间(h)	10	16	48	16
硬度(shoreA)	95±1	96	95±2	95
拉伸强度(MPa)	48	45	55	48
扯断伸长率(%)	350	360	530	500
直角撕裂强度(KN/m)	95	125	132	128
回弹率(%)	47	43	39	48
常温密度(g/cm ³)	1.13	1.15	1.24	1.18

指标参数	PTMEG 型		MDI 型	
磨耗(mm ³)	38	49	38	46

数据来源：问询回复、开源证券研究所

➤ 技术储备优势

一诺威已获授权并在有效期内的发明专利达到 420 余项，主持或参与起草了 20 项国家标准及多项行业标准并取得 40 余项省、市级科技成果鉴定。

2018 年 12 月 15 日，中国聚氨酯工业协会组织专家对公司完成的“新型功能化聚氨酯弹性体的可控制备及产业化”成果进行鉴定，认为该项目产品的综合性能指标达到国内外同类产品先进水平，综合技术达到国际先进水平。

研发团队通过加强对生产技术及生产工艺的改进，成功研发制得游离 TDI 单体含量小于 0.10%、硬度、拉伸强度、回弹等性能可调以及高回弹(回弹率可达 60%以上)、耐酸碱、慢凝胶等技术指标的弹性体产品;实现解决 TPU 挤出、薄膜、热熔胶等产品存在晶点、不熔物等问题的技术突破;开发出高环保性、机械强度高、耐候性优异、耐黄变性优异、施工简单的铺装材料产品等，形成自主创新技术体系。

➤ 产业链优势

一诺威拥有聚醚-弹性体、聚酯-弹性体、聚醚-组合聚醚三大产业链，产品种类涵盖聚氨酯弹性体类，包括 CPU、TPU、微孔弹性体、铺装材料及防水材料等系列产品;聚酯、聚醚及组合聚醚等系列产品;EO、PO 其他下游衍生物，包括表面活性剂单体、减水剂聚醚单体等系列产品。种类丰富、牌号众多，具备一定的产业链优势。

3.2、市场地位：聚氨酯行业龙头企业，CPU 全国制造业单项冠军

凭借稳定的产品性能，产品得到了市场的广泛认可，产销量实现了稳步提升，一诺威已成为我国聚氨酯行业细分领域龙头企业之一。

公司旗下 CPU 产品为全国制造业单项冠军，组合聚醚产品为山东省制造业单项冠军，铺装材料和防水材料(灌浆料)销售占比位居行业前列，在聚氨酯行业的细分领域具备一定的领先优势。

表8：一诺威 CPU 产品市场占有率为 34.61%，全国排名第一

	CPU	TPU	微孔弹性体	铺装材料	防水材料(聚氨酯灌浆料)	聚酯(己二酸型)	聚醚	组合聚醚	减水剂聚醚单体	表面活性剂聚醚单体
行业整体产能(万吨)	27.43	102.50	106.00	65.00	8.00	249.00	675.00	195.00	424.50	240.60
行业整体产量(万吨)	15.83	63.00	56.00	28.00	6.00	110.75	430.20	135.00	267.00	133.60
行业整体产能利用率	57.71%	61.46%	52.83%	43.08%	75%	44.48%	63.73%	69.23%	62.90%	52.33%
行业整体消费量(万吨)	18.00	56.00	55.00	23.00	6.00	110.00	479.45	122.00	267.00	128.60
目标市场容量及未来增长趋势	预计 2026 年消费量约为 30 万	预计 2022-2026 年年均复	2021 年消费量为 55 万吨, 2021	2021 年消费量为 23 万吨, 2021	2021 年消费量为 6 万吨, 2021	预计 2026 年需求量为 139	预计 2022 年消费量为 507	2021 年消费量为 90 万吨, 2021	预计 2022 年消费量为 287	预计 2022 年需求量为

CPU	TPU	微孔弹性体	铺装材料	防水材料(聚氨酯灌浆料)	聚酯(己二酸型)	聚醚	组合聚醚	减水剂聚醚单体	表面活性剂聚醚单体	
吨	合增长率为9.78%，预计2026年消费约为110万吨	年-2026年将保持3%的增长率	年-2026年将保持7%的增长	年-2026年将保持7%的增长率	万吨	万吨	年-2026年将保持7%的增长率	万吨	162.20万吨	
2021年CPU产品	2021年TPU产品	2021年微孔弹性体	2021年铺装材料	2021年防水材料(聚氨酯灌浆料)	2021年聚酯产品	2021年聚醚产品	2021年组合聚醚产品	2021年减水剂聚醚单体	2021年表面活性剂聚醚单体	
一诺威产品在目标市场占有率和排名情况	销量为6.23万吨，市场占有率约为34.61%，排名第一	销量为4.64万吨，市场占有率约为8.29%，排名适中	销量为0.66万吨，市场占有率约为1.20%，排名较低	销量为2.43万吨，市场占有率约为10.57%，排名较靠前	销量为1.72万吨，市场占有率约为28.67%，排名位于行业前列	销量为2.22万吨，市场占有率约为2.02%，排名较低	销量为9.69万吨，市场占有率约为2.02%，排名较低	销量为10.14万吨，市场占有率约为8.31%，排名较靠前	销量为5.99万吨，市场占有率约为2.24%，排名较低	销量为3.56万吨，市场占有率约为2.77%，排名较低

数据来源：问询回复、开源证券研究所

2021年度，我国CPU总产能约27.43万吨，行业内呈现两极分化的竞争格局。以一诺威为代表的少数CPU规模化生产企业占据了行业内的大部分产能，行业产能相对集中。

表9：我国CPU行业产能相对集中

序号	厂家名称	产能(万吨)	占比
1	一诺威	6.53	23.81
2	淄博华天橡塑科技有限公司	5.00	18.23
3	淄博亚华信橡塑有限责任公司	3.00	10.94
4	黎明化工研究设计院有限责任公司	2.00	7.29
5	万华化学(北京)有限公司	2.00	7.29
6	朗盛化学(中国)有限公司	1.90	6.93
7	其他企业	7.00	25.52
	合计	27.43	100.00

数据来源：问询回复、开源证券研究所

3.3、募投项目：拟使用3.34亿元于新增34万吨聚氨酯系列产品产能

本次拟募资3.34亿元，募集资金扣除发行费用后，拟全部用于“年产34万吨聚氨酯系列产品扩建项目”。本项目达产后，将新增聚酯16万吨/年、TPU 6万吨/年、微孔弹性体2万吨/年、粘合剂4万吨/年、CPU 5万吨/年、分离TDI 1万吨/年产能。

表10: 拟使用 3.34 亿元于“年产 34 万吨聚氨酯系列产品扩建项目”

序号	项目名称	拟投入资金总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	年产 34 万吨聚氨酯系列产品扩建项目	50000.00	33400.00
合计			33400.00

数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

聚氨酯为 TPU、粘合剂及 CPU 的主要原材料之一, 一诺威已规划 7.03 万吨/年聚氨酯用于进一步配套生产聚氨酯弹性体类产品, 剔除自用部分聚氨酯后, 本次募投项目达产后最终产品理论产量预计为 26.97 万吨年。

表11: 本次募投拟新增 34 万吨聚氨酯系列产品产能

募投项目名称	产品类别	新增产能 (万吨/年)
年产 34 万吨聚氨酯系列产品扩建项目	聚氨酯	16.00
	TPU	6.00
	微孔弹性体	2.00
	粘合剂	4.00
	CPU	5.00
	分离 TDI	1.00
合计		34.00

数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

项目计划建设期为 24 个月, 投产后连续生产 13 年, 计划建成后第 1 年产能释放 30%、第二年释放 60%, 第三年释放 80%, 第四年及以后年度满产。完全达产后, 预计新增年销售收入 38.82 亿元、净利润 2.15 亿元。

表12: 完全达产后, 预计新增年销售收入 38.82 亿元、净利润 2.15 亿元

项目	单价 (元)	达产后销量 (万吨)	新增销售收入 (万元)				达产后新增净利润 (万元)
			第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年及以后	
产能释放率	-	-	30%	60%	80%	100%	
聚氨酯	0.83	16.00	39840.00	79680.00	106240.00	132800.00	
TPU	1.37	6.00	24660.00	49320.00	65760.00	82200.00	
微孔弹性体	1.53	2.00	9180.00	18360.00	24480.00	30600.00	
粘合剂	1.39	4.00	16680.00	33.36	44480.00	55600.00	
CPU	1.40	5.00	21000.00	42000.00	56000.00	70000.00	
分离 TDI	1.70	1.00	5100.00	10200.00	13600.00	17000.00	
合计		34	116460.00	232920.00	310560.00	388200.00	21513.62

数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

4、估值对比：一诺威 2022 PE（发行后）为 16.40X

一诺威目前选取汇得科技、隆华新材及万华化学作为同行业可比公司。一诺威主营业务为聚氨酯原材料及 EO、PO 其他下游衍生物系列产品的研发、生产与销售及承接塑胶跑道等体育场地工程的施工，产品线条较为丰富，目前无完全相同产品的 A 股可比上市公司。上述企业部分主营产品与公司旗下产品相重叠，存在相对较高的可比性，因此选取上述企业作为同行业可比公司具有客观性。

表13：选取汇得科技、美瑞新材、隆华新材及沈阳化工作为同行业可比公司

序号	名称	主营业务	备注
1	汇得科技	聚氨酯树脂产品的研发、生产、销售与技术服务，主要产品为合成革用聚氨酯(PU浆料)，以及聚氨酯弹性体原液和热塑性聚氨酯弹性体(TPU)、聚酯等。	国内聚氨酯树脂产品龙头企业之一
2	隆华新材	聚醚系列产品的研发、生产与销售。	国内软泡用聚醚龙头企业之一
3	万华化学	包括三大板块，一是聚氨酯业务板块，包括异氰酸酯和聚醚多元醇两部分；二是石化业务板块，包括 C2、C3 和 C4 烯烃衍生物；三是精细化学品及新材料业务板块，包括脂肪族异氰酸酯、特种胺、香料、特种化学品、热塑性聚氨酯弹性体 (TPU) 和聚甲基丙烯酸甲酯 (PMMA) 和膜材料、环保型表面材料及新能源材料、PC 树脂、改性 PP、改性 PC、改性 PMMA 等产品。	国际聚氨酯化工龙头企业之一

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

一诺威营业收入、产品销量均高于同行业可比公司，主要原因为旗下产品线较为丰富，产品种类较多，总体产品产销量较高，营收规模较大。

表14：一诺威收入、产品销量均高于同行业可比公司

年度	项目	汇得科技	隆华新材	均值	一诺威
2022年1-6月		16.28	16.31	16.30	23.97
2021年度	营业收入(亿元)	30.29	42.75	36.52	62.29
2020年度		14.25	24.13	19.19	41.39
2019年度		13.57	20.26	16.92	37.16
2022年1-6月					18.40
2021年度	产品销量(万吨)	21.43	28.97	25.20	47.28
2020年度		14.34	22.39	18.37	40.08
2019年度		13.2	20.46	16.83	34.10
2022年1-6月			8.99	7.25	8.12
2021年度	毛利率(%)	11.11	6.76	8.935	7.71
2020年度		19.74	7.80	13.77	9.78
2019年度		22.85	9.15	16.00	11.53

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

选取证监会行业分类-化学原料和化学制品制造业、中证指数-化学原料及同行业可比上市公司三个基准，算得行业 PE TTM 分别为 14.82X、12.86X、15.67X，进一步算得行业总体 PE TTM 算术平均值为 14.29X。

表15：行业算术平均值 PE TTM 为 14.29X

选取行业	筛选方法	样本家数	PE TTM
证监会行业分类—化学原料和化学制品制造业	剔除市盈率小于 0 大于	285	14.82
中证指数-化学原料	100 的样本	86	12.86
同行业可比上市公司		3	15.67
算术平均值			14.29

数据来源：Wind、开源证券研究所

一诺威此次公开发行底价为 10.81 元/股，2022 EPS 为 0.73 元，行业平均 PE TTM 为 14.29X，考虑到以上因素及发行后 EPS 稀释为发行前的 83%，并且一诺威属于行业龙头企业，应享受估值溢价，因此我们判断一诺威发行合理区间为 10.8-12.5 元/股。公司专注于聚氨酯原材料领域，CPU 产品为全国制造业单项冠军，组合聚醚产品为山东省制造业单项冠军，铺装材料和防水材料(灌浆料) 销售占比位居行业前列，在聚氨酯行业的细分领域具备一定的领先优势。考虑到公司技术及品牌优势，有望进一步提高行业渗透率，建议关注。

表16：一诺威对应 2022 年归母净利润 PE（发行后）为 16.40X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE 2021	PE TTM	2021 年营收/亿元	2021 年归母净利润/万元	2021 年毛利率	2021 年研发费用率
汇得科技	603192	29.72	23.76	32.36	31.91	11775.79	10.73%	3.54%
隆华新材	301149	48.68	26.73	35.20	42.75	19401.07	6.77%	0.16%
万华化学	600309	3170.83	11.46	16.05	1455.38	2464874.81	26.26%	2.18%
均值		1083.07	20.65	27.87	510.01	832017.22	14.59%	1.96%
中值		48.68	23.76	32.36	42.75	19401.07	10.73%	2.18%
一诺威	834261	31.47	13.38	16.40	79.77	23523.34	6.84%	0.77%

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至 20230310

5、风险提示

产能过剩风险、子公司压降产量影响经营业绩的风险、新股破发风险

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（underperform）	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（underperform）	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