

2023年03月20日

常青科技 (603125.SH)

投资要点

- ◆ 本周四（3月23日）有一家主板上市公司“常青科技”询价。
- ◆ **常青科技 (603125)**：公司是一家主要从事高分子新材料特种单体及专用助剂的研发、生产和销售的高新技术企业。公司2020-2022年分别实现营业收入5.63亿元/7.58亿元/9.64亿元，YOY依次为3.65%/34.74%/27.07%，三年营业收入的年复合增速21.07%；实现归母净利润1.28亿元/1.44亿元/1.91亿元，YOY依次为65.86%/11.83%/32.73%，三年归母净利润的年复合增速35.03%。根据初步预测，2023年1-3月公司实现净利润为4,417.90至4,882.94万元，同比变动-4.19%至5.89%。

① **投资亮点：**1、特种单体产品线瞄准进口替代布局，相应细分市场竞争格局良好。高分子新材料特种单体用于合成高分子材料特种基材，但某种特种单体在基材中的用量占比较低，具有用量少、价值高的特点。特种单体的细分品类较多，总体来看，公司所处行业内单个产品生产企业数量较少，竞争格局良好。公司现有特种单体产品包括二乙烯苯、 α -甲基苯乙烯、甲基苯乙烯及特种单体中间体等，其中，公司二乙烯苯、 α -甲基苯乙烯等特种单体、特种单体中间体高纯度间二乙苯均实现了对同类产品的进口替代。在新品研发方面，公司在对甲基苯乙烯(主要应用于特种橡胶改性)、二异丙烯基苯(应用于特种涂料树脂、特种橡胶、军品级材料等)两款特种单体上均已具备工业化生产技术实力，可对美国企业同类产品形成进口替代；此外，公司已具备对叔丁基苯乙烯特种单体及2-乙烯基萘特种单体(可用于高端光刻胶生产)的相应中间体生产能力，将进一步进行中间体制取特种单体的研发试制工作。2、助剂产线做深亚磷酸酯品类，无酚亚磷酸酯系列的成功研发有助于公司实现差异化竞争。1)公司深耕亚磷酸酯系列助剂产品，产品线主要包括亚磷酸三苯酯、亚磷酸三苯酯衍生物以及无酚亚磷酸酯三大品类；公司立足于PVC塑料的改性开发了数十种型号的亚磷酸酯专用助剂产品，产品丰富度较为领先。其中，公司亚磷酸酯PL-30产品为尼龙66国产化“卡脖子”原材料己二腈生产所需的重要助剂，当前我国对于己二腈的进口依赖度较高，公司产品的成功研发助力己二腈实现国产化。2)针对无毒、环保高分子新材料的市场需求，公司自主研发了无酚亚磷酸酯系列专用助剂生产技术，并成功实现了该产品的量产销售，具备了一定的先发优势，且产品已在获得国际市场认可，德国熊牌、韩国KD等PVC稳定剂知名企业均与公司建立了合作。

② **同行业上市公司对比：**选取风光股份、江苏博云、华信新材、濮阳惠成、奇德新材等为常青科技的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021年平均收入规模7.3亿元、可比PE-TTM(剔除因净利润造成估值差异较大的奇德新材/算数平均)为32.36X，销售毛利率为25.82%；相较而言，公司的营收规模及销售毛利率均处于同业的中高位区间。

- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

新股覆盖研究

交易数据

总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
总股本 (百万股)	144.41
流通股本 (百万股)	
12个月价格区间	/

分析师 李蕙
SAC 执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinse.cn

相关报告

科源制药-新股专题覆盖报告 (科源制药)
-2023年第40期-总第237期 2023.3.18
南芯科技-新股专题覆盖报告 (南芯科技)
-2023年第41期-总第238期 2023.3.18
云天励飞-新股专题覆盖报告 (云天励飞)
-2023年第39期-总第236期 2023.3.17
华海诚科-新股专题覆盖报告 (华海诚科)
-2023年第38期-总第235期 2023.3.17
国泰环保-新股专题覆盖报告 (国泰环保)
-2023年第37期-总第234期 2023.3.17



公司近3年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	562.8	758.4	963.6
同比增长(%)	3.65	34.74	27.07
营业利润(百万元)	152.0	171.4	221.0
同比增长(%)	58.36	12.81	28.92
净利润(百万元)	128.4	143.6	190.7
同比增长(%)	65.86	11.83	32.73
每股收益(元)	0.98	0.99	1.32

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、常青科技	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	7
(四) 募投项目投入	8
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	9

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 2015-2021 年我国离子交换树脂产量 (万吨)	5
图 6: 2014-2021 年国内并网风电装机容量 (万千瓦)	6
图 7: 2015-2021 年我国 PVC 树脂年产量 (万吨)	7
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	8
表 2: 同行业上市公司指标对比	9

一、常青科技

公司是一家主要从事高分子新材料特种单体及专用助剂的研发、生产和销售的高新技术企业。其中，高分子新材料特种单体包括二乙烯苯、 α -甲基苯乙烯和甲基苯乙烯等，主要用于离子交换树脂、改性丙烯酸树脂涂料、高温改性 ABS 树脂、高品质合成香精、改性绝缘浸渍漆、环保涂料及特种橡胶等领域；高分子新材料专用助剂包括亚磷酸三苯酯系列、亚磷酸三苯酯衍生物系列、无酚亚磷酸酯系列，主要用于聚氯乙烯（PVC）塑料改性、聚氨酯热塑性弹性体（TPU）、SBS 热塑性弹性体等领域。

经过多年发展，公司已构建了成熟高效的研发、生产、销售体系，产品销往中国大陆、韩国、印度、美国、欧洲、中东、非洲等国家和地区，并与中国石油、纳微科技、蓝晓科技、苏青集团、恒逸石化、荣盛石化、德国熊牌、美国杜邦、漂莱特集团等国内外知名企业或其子公司建立了良好的合作关系。

（一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 5.63 亿元/7.58 亿元/9.64 亿元，YOY 依次为 3.65%/34.74%/27.07%，三年营业收入的年复合增速 21.07%；实现归母净利润 1.28 亿元/1.44 亿元/1.91 亿元，YOY 依次为 65.86%/11.83%/32.73%，三年归母净利润的年复合增速 35.03%。

2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为三大板块，分别为高分子新材料特种单体（3.98 亿元，52.52%）、高分子新材料专用助剂（2.95 亿元，38.94%）、其他产品（0.64 亿元，8.41%）。2019 年至 2022 年 1-9 月报告期间，高分子新材料特种单体产品始终为公司的主要业务及首要收入来源，销售收入占比基本维持在 50%以上；此外，专用助剂的销售收入占比呈逐年增长趋势，由 2018 年的 34.69%增至 2021 年的 38.94%。

图 1：公司收入规模及增速变化

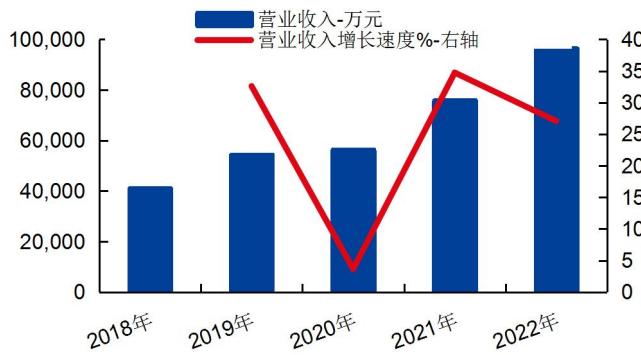
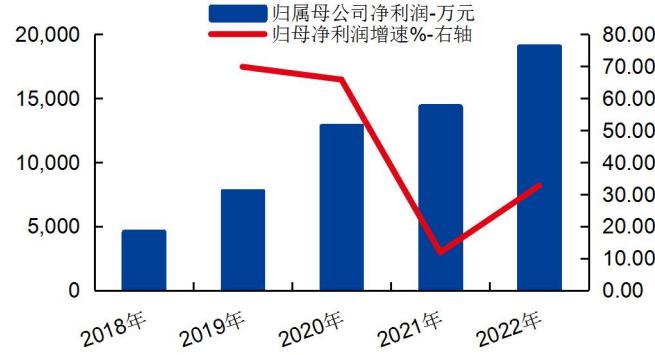


图 2：公司归母净利润及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

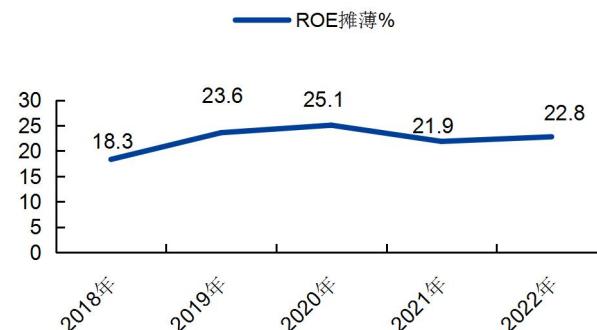
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

(二) 行业情况

公司主营业务为高分子新材料特种单体及专用助剂的研发、生产和销售，属于精细化工行业。根据产品属性，公司高分子新材料特种单体产品业务属于高分子新材料特种单品行业；而公司高分子新材料专用补剂业务属于高分子新材料专用补剂行业。

1、高分子新材料特种单体行业

高分子新材料由基材通过添加专用助剂进行改性之后加工成型。高分子新材料基材是由具有大量不饱和键的单体聚合形成重复结构单元的高分子量化合物，用于生产通用高分子新材料基材的单体称为通用单体，相应地，特种高分子新材料基材由特种单体或特种单体加通用单体共聚生成，往往某种类特种单体在特种高分子新材料基材中用量占比相对较低，但由于其是高分子新材料性能改善、功能增强的关键，因此具有用量少、价值高的特点。新材料高分子特种单品的可细分为二乙烯苯特种单体、 α -甲基苯乙烯特种单体、甲基苯乙烯特种单体、特种单体中间体。

- ① 二乙烯苯特种单体市场：离子交换树脂下游应用广泛，市场需求稳定增长，行业具有良好的发展前景。我国是世界上离子交换树脂最大的生产国。根据中国膜工业协会离子交换树脂分会数据，我国离子交换树脂产量由 2015 年的 25.90 万吨稳定增长至 2021 年的 34.17 万吨。

图 5：2015-2021 年我国离子交换树脂产量（万吨）



资料来源：中国膜工业协会离子交换树脂分会，华金证券研究所

近些年，随着下游应用领域的不断拓宽，离子交换树脂已从传统的工业水处理领域拓展至食品及饮用水、环保、电子、核工业、生物医药、湿法冶金等多个新兴领域。相较于传统工业水处理领域，新领域对离子交换树脂从材料性能到应用工艺均提出了更高要求，从而对离子交换树脂上游单体、功能基团原材料以及生产工艺等多方面带来了更多的机遇和挑战。

- ② α -甲基苯乙烯特种单体市场：目前国际市场中， α -甲基苯乙烯特种单体用量最大的领域是ABS树脂的耐热改性；国内ABS树脂产业起步相对较晚，使用 α -甲基苯乙烯特种单体改性的应用率较低。根据隆众数据，国内ABS树脂产量从2015年的209.7万吨，增长至2019年的376.16万吨，6年间增长了79.38%；根据卓创资讯数据，国内ABS树脂表观消费量从2013年的393.66万吨，增长至2019年的584.33万吨，6年增长了48.44%。因此， α -甲基苯乙烯特种单体在国内ABS树脂改性方面的应用还有较大的提升空间。
- ③ 甲基苯乙烯特种单体市场：目前，公司甲基苯乙烯的主要应用领域是风电电机及高铁辅助电机绝缘系统的处理，其中风电领域的需求最具刚性。近年来，我国风力发电发展迅速，国内并网风电装机容量由2013年的7,548万千瓦增长至2021年的32,848万千瓦，年复合增长率高达20.18%，相较于我国丰富的可开发风能资源储备，还存在很大的提升空间。同时，随着我国“碳达峰、碳中和”承诺的提出，风电、核电、光 电等清洁能源的发展有望进一步提速，从而带动电机绝缘系统以及上游材料需求的持续增长。

图 6：2014-2021 年国内并网风电装机容量（万千瓦）



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

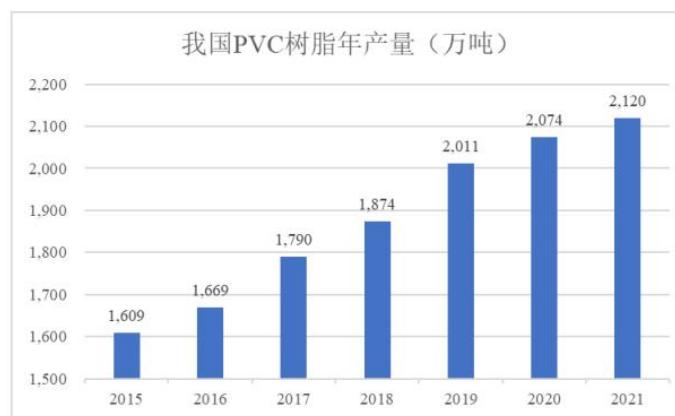
- ④ 特种单体中间体市场：公司可以通过同分异构体择型合成和分离技术，生产部分高纯度对二乙苯、间二乙苯用于下游对二甲苯、光引发剂等的生产。对二乙苯主要用作基础化工原料对二甲苯（PX）生产的解吸剂。间二乙苯产品主要用于光固化引发剂DETX的生产。根据中国感光学会辐射固化专业委员会统计数据，2012年-2018年，我国UV涂料产量年复合增长率达12.74%，UV油墨产量年复合增长率达13.92%。国际UV涂料产量占涂料总产量平均水平约为2.8%-3.2%，而我国UV涂料产量占涂料总产量的比例在2018年以前多年维持在0.4%-0.5%，低于国际平均水平，具有良好的市场前景。

2、高分子新材料专用补剂市场

公司高分子新材料专用助剂包括亚磷酸三苯酯系列、亚磷酸三苯酯衍生物系列和无酚亚磷酸酯系列，统称为亚磷酸酯系列，主要作为螯合剂（辅助热稳定剂）与热稳定剂并用，增强 PVC 塑料的热稳定性及抗老化功能，从而提高 PVC 塑料加工过程中的耐热性和透明度并抑制其颜色变化，在 PVC 制品生产过程中是必须使用的助剂。在高分子新材料专用助剂行业中，行业内企业生产工艺相似度较高，产品的差异化优势、附加值的提升成为影响竞争格局的关键因素。

由于 PVC 树脂优秀的可塑性、难燃性、耐磨性、抗化学腐蚀性、电绝缘性及易加工等特点，使得 PVC 树脂成为我国产量最大的树脂之一，PVC 塑料制品也广泛应用于建材、医疗、农业、日用百货、汽车、电器等多个领域。随着技术水平的不断提高，PVC 塑料的应用领域仍在不断拓展，也逐渐成为电子信息、航空航天、生物技术等领域中不可或缺的材料。我国 PVC 树脂产量从 2015 年的 1,609 万吨增长到 2021 年的 2,120 万吨，年复合增长率约为 4.70%，产量逐年稳定提升。

图 7：2015-2021 年我国 PVC 树脂年产量（万吨）



资料来源：中国塑料加工协会助剂专业委员会，华金证券研究所

除 PVC 塑料外，亚磷酸酯系列助剂还可用作聚氨酯热塑性弹性体（TPU）、SBS 热塑性弹性体等高分子新材料的辅助抗氧剂，添加于上述高分子新材料的各类制品中，增强制品热稳定性和光稳定性。根据国金证券研究报告，2019 年，聚氨酯市场总规模超过 2,200 万吨，亚太地区的聚氨酯产量为 1,044 万吨，占全球产量的近 54%，亚太地区的需求量占总需求的 48%以上；陶氏化学公司预计全球聚氨酯消费量年均增速为 5%左右，将从 2019 年的 2,200 万吨增长至 2025 年的 3,000 万吨。

- ① 无酚亚磷酸酯市场：传统工艺生产亚磷酸酯助剂通常以苯酚和三氯化磷为原材料，因此产品中不可避免地含有少量苯酚杂质。苯酚对人体皮肤、粘膜有强烈的腐蚀作用，会抑制中枢神经或损害肝、肾功能，引起急、慢性中毒，很大程度限制了下游产品在人体接触材料方面的应用。

随着国民收入水平和环保、健康意识的不断提升，消费者对材料的安全性和环保性也愈发关注，从需求端推动国内高分子新材料产品质量和环保标准的提升。为打开儿童玩具、厨房用品、办公用品、医疗卫生等领域人体接触材料制品的市场空间，下游行业对无酚亚磷酸酯的需求空间将进一步增加。

（三）公司亮点

1、特种单体产品线瞄准进口替代布局，相应细分市场竞争格局良好。高分子新材料特种单体用于合成高分子材料特种基材，但某种特种单体在基材中的用量占比较低，具有用量少、价值高的特点。特种单体的细分品类较多，总体来看，公司所处行业内单个产品生产企业数量较少，竞争格局良好。公司现有特种单体产品包括二乙烯苯、 α -甲基苯乙烯、甲基苯乙烯及特种单体中间体等，其中，公司二乙烯苯、 α -甲基苯乙烯等特种单体、特种单体中间体高纯度间二乙苯均实现了对同类产品的进口替代。在新品研发方面，公司在对甲基苯乙烯（主要应用于特种橡胶改性）、二异丙烯基苯（应用于特种涂料树脂、特种橡胶、军品级材料等）两款特种单体上均已具备工业化生产技术实力，可对美国企业同类产品形成进口替代；此外，公司已具备对叔丁基苯乙烯特种单体及2-乙烯基萘特种单体（可用于高端光刻胶生产）的相应中间体生产能力，将进一步进行中间体制取特种单体的研发试制工作。

2、助剂产线做深亚磷酸酯品类，无酚亚磷酸酯系列的成功研发有助于公司实现差异化竞争。
1) 公司深耕亚磷酸酯系列助剂产品，产品线主要包括亚磷酸三苯酯、亚磷酸三苯酯衍生物以及无酚亚磷酸酯三大品类；公司立足于PVC塑料的改性开发了数十种型号的亚磷酸酯专用助剂产品，产品丰富度较为领先。其中，公司亚磷酸酯PL-30产品为尼龙66国产化“卡脖子”原材料己二腈生产所需的重要助剂，当前我国对于己二腈的进口依赖度较高，公司产品的成功研发助力己二腈实现国产化。2) 针对无毒、环保高分子新材料的市场需求，公司自主研发了无酚亚磷酸酯系列专用助剂生产技术，并成功实现了该产品的量产销售，具备了一定的先发优势，且产品在已获得国际市场认可，德国熊牌、韩国KD等PVC稳定剂知名企业均与公司建立了合作。

（四）募投项目投入

公司本轮IPO募投资金拟投入1个项目。

1、特种聚合材料助剂及电子专用材料制造项目：本项目建设的特种单体生产装置、特种单体中间体生产装置、亚磷酸三苯酯生产装置和亚磷酸三苯酯衍生物及无酚亚磷酸酯生产装置将增加公司相关产品产能。项目实施后，按照生产运营期十年，建设完成后前两年生产负荷分别为60%、80%，第三年及以后各年生产负荷为100%进行测算，项目建成达产后所得税后财务内部收益率35.20%，投资回收期5.16年。

表1：公司IPO募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	特种聚合材料助剂及电子专用材料制造项目	121,500.00	85,000.00	-
	总计	121,500.00	85,000.00	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022年度，公司实现营业收入9.64亿元，同比增长27.07%；实现归属于母公司净利润1.91亿元，同比增长32.73%。根据初步预测，公司预计2023年1-3月营业收入为20,600.12万元至22,768.56万元，同比变动-4.20%至5.88%；预计实现净利润4,417.90万元至4,882.94万元，

同比变动-4.19%至5.89%;预计实现扣除非经常性损益后净利润4,420.20万元至4,885.48万元,同比变动-3.83%至6.30%。

公司专注于高分子新材料特种单体及专用助剂领域;根据业务的相似性,选取风光股份、江苏博云、华信新材、濮阳惠成、奇德新材等为常青科技的可比上市公司。从上述可比公司来看,2021年第四季度至2022年第三季度行业平均收入规模7.3亿元、可比PE-TTM(剔除因净利润造成估值差异较大的奇德新材/算数平均)为32.36X,销售毛利率为25.82%;相较而言,公司的营收规模及销售毛利率均处于同业的中高位区间。

表2: 同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	收入-TTM (亿元)	收入增速 -TTM	归母净利润-TTM(亿 元)	净利润增 长率-TTM	销售毛利 率-TTM	ROE摊薄 -TTM
301100.SZ	风光股份	43.62	52.16	7.90	9.15%	0.84	-35.27%	22.87%	4.00%
301003.SZ	江苏博云	24.29	18.26	5.89	-10.52%	1.33	-0.46%	26.73%	11.92%
300717.SZ	华信新材	16.18	40.49	3.59	21.90%	0.40	53.84%	21.88%	6.16%
300481.SZ	濮阳惠成	77.50	18.52	16.24	32.49%	3.97	83.97%	34.88%	17.97%
300995.SZ	奇德新材	17.74	97.78	2.90	-7.67%	0.18	11.73%	22.73%	2.84%
603125.SH	常青科技	/	/	9.64	27.07%	1.91	32.73%	30.68%	22.78%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

备注: 由于可比上市公司尚未披露2022年报, 可比上市公司的收入-TTM、净利润-TTM数据范围为2021Q4-2022Q3; 常青科技的收入-TTM、净利润-TTM数据为2022年全年数据。

(六) 风险提示

应收账款无法收回的风险、应收票据无法收回的风险、技术人员流失风险、税收优惠政策风险、行业监管及国家产业政策调整风险、原材料价格波动风险、安全生产风险、环境保护风险、汇率风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn