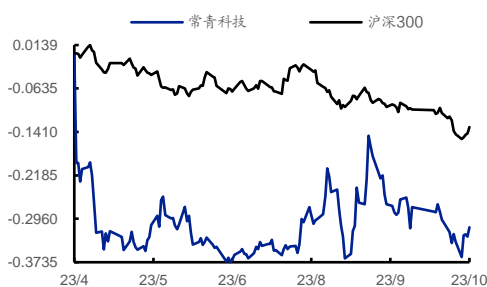


研究所  
 证券分析师：李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人：陈云 S0350122060052  
 chenyl7@ghzq.com.cn

## 高油价拖累业绩，积极扩产打开成长空间

### ——常青科技（603125）2023年三季度点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

2023/10/27

表现	1M	3M	12M
常青科技	0.3%	6.0%	
沪深300	-3.7%	-8.7%	

#### 市场数据

2023/10/27

当前价格(元)	30.64
52周价格区间(元)	26.98-54.00
总市值(百万)	5,899.73
流通市值(百万)	1,475.01
总股本(万股)	19,255.00
流通股本(万股)	4,814.00
日均成交额(百万)	102.74
近一月换手(%)	6.11

#### 事件：

2023年10月27日，常青科技发布三季报：2023年前三季度，公司实现营业收入7.45亿元，同比+6.89%；实现归母净利润1.65亿元，同比+16.81%；实现扣非归母净利润1.62亿元，同比+15.01%。销售毛利率为33.17%，同比增加2.73pct；销售净利率为22.19%，同比增加1.89pct。

2023Q3，公司实现营业收入2.47亿元，同比-3.18%，环比-5.73%；实现归母净利润0.56亿元，同比+9.02%，环比-11.11%；实现扣非归母净利润0.54亿元，同比+5.10%，环比-12.90%。销售毛利率为31.58%，同比增加0.23pct，环比减少4.40pct；销售净利率为22.69%，同比增加2.54pct，环比减少1.44pct。

#### 投资要点：

##### ■ 高油价有所拖累，2023Q3业绩同比微增

2023Q3，公司实现营业收入2.47亿元，同比-3.18%，环比-5.73%；实现归母净利润0.56亿元，同比+9.02%，环比-11.11%。一方面，随着2022年新增产能的爬坡及新产品的推广，公司产品销量提升。三季度，高分子新材料特种单体、高分子新材料专用助剂分别外售7264、5023吨，环比分别+6.47%、+33.25%。另一方面，公司毛利率由2023Q2的35.98%环比下降4.40个百分点至31.58%。主要系公司的主要采购原料苯、乙烯、苯酚等均为原油下游产品，2023Q3油价上行，OPEC一揽子原油价格由Q2的78.07美元/桶环比上行12.27%至Q3的87.65美元/桶，公司原材料成本有所上涨所致。另外，三季度下游需求相对疲软，导致产品均价略有下滑。展望四季度，随着油价企稳及新产品持续推广，公司业绩有望环比改善。

期间费率方面，2023Q3公司销售/管理/财务费用率分别为0.88%/3.21%/-1.96%，同比分别+0.14%/+0.29%/-0.27%，环比分别-0.01%/-1.39%/+1.03%，整体变化不大。

##### ■ 产品品类丰富，进口替代空间广阔

公司为高分子新材料特种单体和专用助剂领先企业，产品涉及下游

广泛，合计需求空间广阔。其中，高分子新材料特种单体包括二乙烯苯、 $\alpha$ -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，主要用于聚氯乙烯塑料改性、聚氨酯热塑性弹性体、SBS 热塑性弹性体等领域。此外，公司的募投项目引入大量新品，下游涉及光刻胶、尼龙 66、风电核电橡圈等多个急需进口替代的重要领域。

#### ■ 核心技术领先，利润水平稳定

公司通过持续研发，掌握了包括“特种单体中间体一步法合成技术”、“同分异构体择型反应和分离技术”等核心工艺，不仅能够生产出高纯度产品，还能够精准控制同分异构体间对比，在低萘且间对比可控的高纯度二乙烯苯、低含水量且无酚酮醛的高纯度 $\alpha$ -甲基苯乙烯、间对比可控的高纯度甲基苯乙烯等多领域填补国内空白、实现进口替代。由于核心产品较高的产品质量和技术壁垒，公司在下游多领域切入头部客户，如蓝晓科技、纳微科技、德国熊牌、美国杜邦等，且 2018 年至今，始终维持较高的利润水平，毛利率在 30% 左右波动。

#### ■ 产能积极扩张，打开成长空间

公司定位于国际先进、国内空白领域，围绕核心技术，不断实施新品的开拓和产能的扩张。2022 年，完成了二异丙苯、二异丙烯基苯等新产品的工业化生产，填补了国内新材料领域的空白。募投项目拟新增高分子新材料特种单体产能 6.5 万吨，中间体 1 万吨及专用助剂 6 万吨，且除现有产品外，还新增对叔丁基苯乙烯、2-乙烯基萘、PL-30 等多种卡脖子新品，不断拓宽产品品类。同时，公司还公告了特种高分子单体二期项目，随着新增产能的释放，和下游应用的不断拓展，公司将充分打开成长空间。

■ **盈利预测和投资评级** 公司为高分子新材料特种单体和专用助剂领先企业，已在下游多领域实现进口替代并切入头部客户，其核心技术优势显著且成长性强。我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 2.24、2.99、4.19 亿元，对应 PE 为 26、20、14 倍，考虑到其较高的成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示** 新产能扩张不及预期；下游需求不及预期；新产品推广不及预期；原材料大幅波动；行业竞争加剧；研发进程不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	964	1017	1303	1973
增长率 (%)	27	6	28	51
归母净利润 (百万元)	191	224	299	419
增长率 (%)	33	17	33	40
摊薄每股收益 (元)	1.32	1.16	1.55	2.18
ROE (%)	23	20	21	23
P/E	-	26.35	19.73	14.07
P/B	-	5.31	4.18	3.22
P/S	-	5.80	4.53	2.99
EV/EBITDA	-0.86	19.58	15.66	10.40

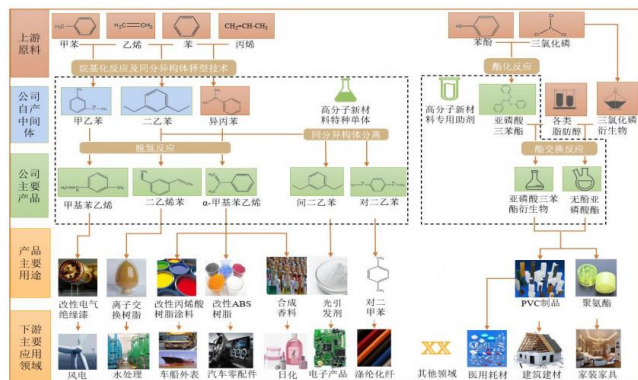
资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 公司主营产品产能情况 (万吨)

项目	2021	2022	2023	2024	2025
高分子新材料特种单体 (合计)	2	3.5	3.5	3.5	9.55
特种单体中间体 (合计)	2	5	5	5	6
专用助剂 (合计)	2.8	2.8	2.8	2.8	8.8
亚磷酸三苯酯衍生物	1.4				+1
无酚亚磷酸酯					+1
亚磷酸三苯酯					+1
PL-30亚磷酸酯					+3

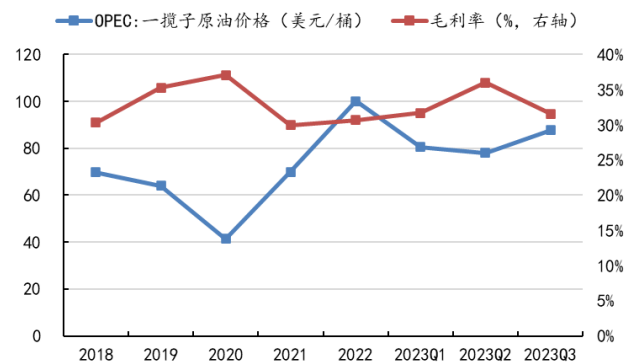
资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

图 1: 公司主要产品产业链



资料来源: 公司招股说明书

图 2: 公司毛利率与油价负相关



资料来源: wind, 国海证券研究所

附表：常青科技盈利预测表

证券代码:	603125				股价:	30.64		投资评级:	买入		日期:	2023/10/27	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	23%	20%	21%	23%	EPS	1.32	1.16	1.55	2.18				
毛利率	31%	33%	33%	33%	BVPS	5.79	5.77	7.33	9.51				
期间费率	3%	3%	5%	5%	<b>估值</b>								
销售净利率	20%	22%	23%	21%	P/E	0.00	26.35	19.73	14.07				
<b>成长能力</b>					P/B	0.00	5.31	4.18	3.22				
收入增长率	27%	6%	28%	51%	P/S	0.00	5.80	4.53	2.99				
利润增长率	33%	17%	33%	40%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
总资产周转率	0.99	0.82	0.83	0.97	营业收入	964	1017	1303	1973				
应收账款周转率	5.68	5.87	5.77	5.82	营业成本	668	680	876	1331				
存货周转率	9.72	8.98	9.40	9.09	营业税金及附加	6	6	8	12				
<b>偿债能力</b>					销售费用	10	10	17	23				
资产负债率	14%	11%	10%	10%	管理费用	33	36	44	65				
流动比	6.04	8.28	9.08	8.72	财务费用	-9	-11	8	4				
速动比	5.15	7.20	7.96	7.48	其他费用/(-收入)	32	37	52	75				
					营业利润	221	260	348	488				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业外净收支	0	0	0	0				
现金及现金等价物	213	403	523	605	利润总额	221	260	348	488				
应收款项	327	352	447	680	所得税费用	30	36	49	68				
存货净额	99	113	139	217	净利润	191	224	299	419				
其他流动资产	76	80	101	149	少数股东损益	0	0	0	0				
<b>流动资产合计</b>	<b>716</b>	<b>948</b>	<b>1209</b>	<b>1651</b>	归属于母公司净利润	191	224	299	419				
固定资产	171	187	218	234									
在建工程	3	0	15	16	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
无形资产及其他	84	109	121	139	经营活动现金流	114	225	165	139				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	191	224	299	419				
<b>资产总计</b>	<b>974</b>	<b>1243</b>	<b>1562</b>	<b>2039</b>	少数股东损益	0	0	0	0				
短期借款	13	0	0	0	折旧摊销	20	32	37	42				
应付款项	41	49	59	93	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-98	-34	-122	-304				
其他流动负债	64	65	75	96	投资活动现金流	-10	-69	-45	-57				
<b>流动负债合计</b>	<b>119</b>	<b>115</b>	<b>133</b>	<b>189</b>	资本支出	-10	-70	-46	-58				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0				
其他长期负债	18	18	18	18	其他	0	0	0	0				
<b>长期负债合计</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	筹资活动现金流	-18	35	0	0				
<b>负债合计</b>	<b>137</b>	<b>133</b>	<b>151</b>	<b>208</b>	债务融资	-2	-13	0	0				
股本	144	193	193	193	权益融资	0	48	0	0				
股东权益	837	1110	1411	1832	其它	-16	0	0	0				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>974</b>	<b>1243</b>	<b>1562</b>	<b>2039</b>	现金净增加额	96	190	120	82				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

汤永俊，化工行业分析师，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，2年半化工行业研究经验。

陈雨，化工行业研究助理，天津大学材料学本硕，2年半化工央企实业工作经验。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。