

# 呈和科技 (688625.SH)

## 高端塑料助剂成核剂、水滑石行业龙头，国产替代主力军

增持

### 核心观点

二十年来专注高端塑料助剂研发，现已成长为成核剂、合成水滑石行业龙头。自2002年成立以来，公司一直致力于高端塑料助剂的研发、生产，目前公司已具备超过200种不同型号的成核剂、合成水滑石及复合助剂规模化生产能力。公司核心产品已取得全球主流的聚丙烯树脂生产工艺技术 Novolen(巴斯夫开发)和 Unipol(壳牌和美国 UCC 联合开发)的准入认证，是国内唯一取得认证的成核剂、合成水滑石产品。公司多年来始终坚持研发创新，在产品配方、生产技术、资质认证、客户拓展方面打造出自身独特竞争优势。

**成核剂是一种高端聚烯烃助剂，公司是国产替代主力。**成核剂可以改善聚烯烃性能，起到增透、增刚、增韧等作用，是一种高端塑料助剂，公司的透明成核剂及增刚成核剂性能比肩国际先进品牌，并首创四氢苯酐β晶型增韧成核剂。2017-2021年，成核剂的国产化率从9.52%提升至27.1%，2019年公司在国内供应商中的市场份额近7成，构成国产替代主力。目前公司已成为中国石化、中国石油、中海壳牌等大型能源化工企业的合格供应商。

**合成水滑石是环保型PVC热稳定剂，公司龙头地位稳固。**合成水滑石作为环保型PVC热稳定剂对含毒性热稳定剂具有较大的替代空间，公司生产的高透明合成水滑石性能居国际领先地位，已规模供应世界知名热稳定剂生产企业艾迪科、百尔罗赫等，同时也是中国石化唯一指定使用的国产合成水滑石，推动了合成水滑石进口替代进程。目前国内合成水滑石新增产能有限，公司IPO募投项目投产后将进一步巩固行业龙头地位。

**IPO募投项目投产后公司产能将成倍增长。**公司成核剂、合成水滑石、复合助剂等产品现有产能为2.1万吨，IPO募投项目产能为3.66万吨，计划2024年9月投产，届时公司主营产品总产能将达到5.76万吨，产能实现成倍增长，进一步巩固公司成核剂、合成水滑石的行业龙头地位。

**投资建议：**我们认为，公司是国内成核剂、合成水滑石的龙头企业，并且所处行业存在广阔的进口替代空间，随着公司在建产能的逐步释放，看好公司在未来持续稳定成长。我们预计公司2023-2025年归母净利润为2.28/2.91/3.67亿元，摊薄EPS为1.71/2.18/2.75元，当前股价对应PE为23.6/18.4/14.6x，看好公司长期稳健成长，维持“增持”评级。

**风险提示：**市场开拓风险；原材料价格上涨或未能及时供应的风险；公司业务拓展受下游客户影响较大的风险；市场竞争加剧的风险；募投项目产能消化的风险等。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	576	695	824	1,061	1,316
(+/-%)	25.2%	20.6%	18.5%	28.8%	24.1%
净利润(百万元)	157	195	228	291	367
(+/-%)	34.8%	24.3%	16.6%	28.0%	25.9%
每股收益(元)	1.18	1.46	1.71	2.18	2.75
EBIT Margin	30.3%	27.7%	36.0%	34.9%	34.4%
净资产收益率(ROE)	17.3%	18.5%	18.7%	20.5%	21.9%
市盈率(PE)	33.8	27.2	23.6	18.4	14.6
EV/EBITDA	30.3	32.8	21.2	16.7	13.3
市净率(PB)	5.85	5.03	4.41	3.78	3.20

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 基础化工·化学制品

证券分析师: 杨林

联系人: 王新航

010-88005379

0755-81981222

yanglin6@guosen.com.cn

wangxinhang@guosen.com.cn

S0980520120002

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	44.79 - 51.30元
收盘价	39.86元
总市值/流通市值	5394/3280百万元
52周最高价/最低价	56.72/33.98元
近3个月日均成交额	11.87百万元

#### 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《呈和科技(688625.SH)-三季度业绩创新高,回购股份彰显发展信心》——2023-10-29

《呈和科技(688625.SH)-业绩稳健增长,在建产能可期》——2022-08-23

《呈和科技(688625.SH)-国内高分子材料助剂龙头公司,进口替代空间广阔》——2022-06-28

## 内容目录

<b>公司概况：二十年来专注高端助剂研发，现已成长为细分行业龙头</b> .....	<b>6</b>
公司历史沿革及主营业务概况 .....	6
公司经营概况：国产替代进程加速，公司业绩稳健增长 .....	9
行业壁垒颇高，公司多年来坚持研发和创新，打造出自身独特竞争优势 .....	10
<b>成核剂：高端聚烯烃助剂，公司是国产替代主力</b> .....	<b>13</b>
需求侧：改性塑料需求增长、聚烯烃产能快速扩张，成核剂需求有望稳步增长 .....	17
供给侧：国内成核剂新增产能有限，公司龙头地位稳固 .....	22
布局 $\beta$ 晶型成核剂，向更高端应用迈进 .....	23
<b>合成水滑石：性能卓越的 PVC 热稳定剂，公司龙头地位稳固</b> .....	<b>24</b>
合成水滑石可用作热稳定剂、卤素吸收剂，下游应用场景广泛 .....	24
PVC 热稳定性差催生热稳定剂需求，合成水滑石有望逐步替代其他含毒性热稳定剂 .....	25
国内合成水滑石新增产能有限，公司龙头地位稳固 .....	27
<b>其他业务概况</b> .....	<b>28</b>
NDO 复合助剂：公司为丰富产品线而推出的复合助剂产品 .....	28
贸易业务：根据实际业务灵活开展，风险控制能力较强 .....	29
收购科澳化学、信达丰，补齐抗氧剂产品布局 .....	30
<b>公司财务数据简析</b> .....	<b>31</b>
<b>盈利预测与投资建议</b> .....	<b>35</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>38</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>39</b>

## 图表目录

图 1: 呈和科技发展历程	6
图 2: 公司股权结构	7
图 3: 高性能树脂与改性塑料产业示意图	7
图 4: 公司营业收入及增速	9
图 5: 公司归母净利润及增速	9
图 6: 公司营收构成（分产品）	10
图 7: 公司营收构成（分地区）	10
图 8: 公司毛利构成（分产品）	10
图 9: 公司主营产品毛利率	10
图 10: 公司历年获得的知识产权数	11
图 11: 聚合物添加成核剂结晶过程	13
图 12: 成核剂可以改善塑料制品的透明性、力学性能	14
图 13: 山梨醇类成核剂、复合助剂生产工艺流程图	15
图 14: 呈和科技与美利肯主要成核剂产品	16
图 15: 2022 年公司成核剂成本构成	17
图 16: 成核剂主要原料价格	17
图 17: 全球成核剂市场销售额及增速	17
图 18: 全球成核剂消费市场份额	17
图 19: 改性塑料在汽车中的应用	18
图 20: 我国新能源汽车产量及渗透率	18
图 21: 中国汽车领域改性塑料需求量	19
图 22: 中国汽车单车改性塑料用量	19
图 23: 改性塑料在家用电器中的应用	19
图 24: 我国四大家用电器产量	19
图 25: 我国 PP 产量、表观消费量	20
图 26: 2022 年我国 PP 下游消费结构	20
图 27: 我国 PE 产量、表观消费量	20
图 28: 2022 年我国 PE 下游消费结构	20
图 29: 我国 PP 年度产能及规划产能投产进度	21
图 30: 我国 PE 年度产能及规划产能投产进度	21
图 31: 国内聚乙烯、聚丙烯月度产量	21
图 32: 国内聚乙烯、聚丙烯现货价格	21
图 33: 国内成核剂供需、进口替代率	23
图 34: 公司市场份额与成核剂市场国产化程度变化趋势	23
图 35: 合成水滑石结构示意图	24
图 36: 2022 年公司合成水滑石成本构成	25
图 37: 合成水滑石主要原料价格	25

图 38: 我国 PVC 产能、产量	25
图 39: 中国 PVC 产能结构	25
图 40: 中国 PVC 粉表观消费量	26
图 41: 2022 年 PVC 粉下游需求结构	26
图 42: 中国房屋竣工面积	26
图 43: 我国热稳定剂市场份额	26
图 44: 国内合成水滑石供应量 (万吨)	27
图 45: 国内合成水滑石市场空间 (亿元)	27
图 46: 公司 NDO 复合助剂业务主要财务指标	29
图 47: 公司贸易业务主要财务指标	30
图 48: 科澳化学主要财务指标	30
图 49: 信达丰主要财务指标	30
图 50: 抗氧剂出口价格指数	31
图 51: 抗氧剂出口数量指数	31
图 52: 公司销售毛利率与销售净利率	31
图 53: 公司期间费用率	31
图 54: 公司 ROE 与 ROIC	32
图 55: 公司 ROE 杜邦拆分	32
图 56: 公司总资产周转率	32
图 57: 公司资产构成	32
图 58: 公司负债构成	33
图 59: 公司债权投资与短期借款	33
图 60: 公司资产负债率	33
图 61: 公司短期/长期偿债能力	33
图 62: 公司资产构成	34
图 63: 公司负债构成	34
图 64: 公司利息收入利息支出	34
图 65: 公司现金流量	34
图 66: 公司在建工程与固定资产	34
图 67: 公司上市以来分红情况	34

表1: 公司主营产品的应用情况 .....	8
表2: 公司南沙厂区环评指标 .....	8
表3: 公司产品线及产能结构 .....	9
表4: 公司 8 项核心技术及其特点 .....	11
表5: 三种主流聚丙烯工艺简介 .....	12
表6: 常见成核剂分类 .....	14
表7: 2022 年我国四大家用电器改性塑料用量 .....	19
表8: 中国 PP 拟在建产能 .....	21
表9: 中国 PE 拟在建产能 .....	22
表10: 成核剂主要生产企业产能统计 .....	23
表11: 组成合成水滑石的金属离子的有效组合 .....	24
表12: 聚氯乙烯热稳定剂分类 .....	27
表13: 国内外主要合成水滑石生产企业 .....	27
表14: 呈和科技业务盈利预测表 .....	35
表15: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	36
表16: 资本成本假设 .....	37
表17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	37
表18: 同类公司估值比较 .....	38

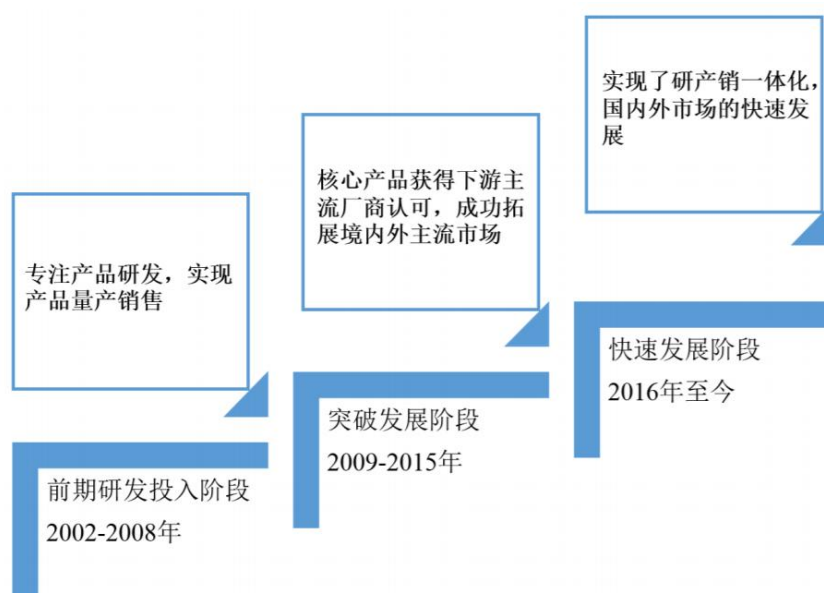
## 公司概况：二十年来专注高端助剂研发，现已成长为细分行业龙头

### 公司历史沿革及主营业务概况

公司自设立以来重点专注于高分子材料助剂领域,业务发展主要经历三个阶段:1)前期研发投入阶段(2002年至2008年):专注产品研发,实现产品量产销售。2)突破发展阶段(2009年至2015年):核心产品获得下游主流厂商认可,成功拓展境内外主流市场。3)快速发展阶段(2016年至今):实现了研产销一体化,国内外市场的快速发展。

截至目前,公司通过自主研发,已具备超过200种不同型号的成核剂、合成水滑石及复合助剂规模化生产能力。公司核心产品取得全球主流的聚丙烯树脂生产工艺技术Novolen(巴斯夫开发)和Unipol(壳牌和美国UCC联合开发)的准入认证,是国内唯一取得认证的成核剂、合成水滑石产品。

图1: 呈和科技发展历程

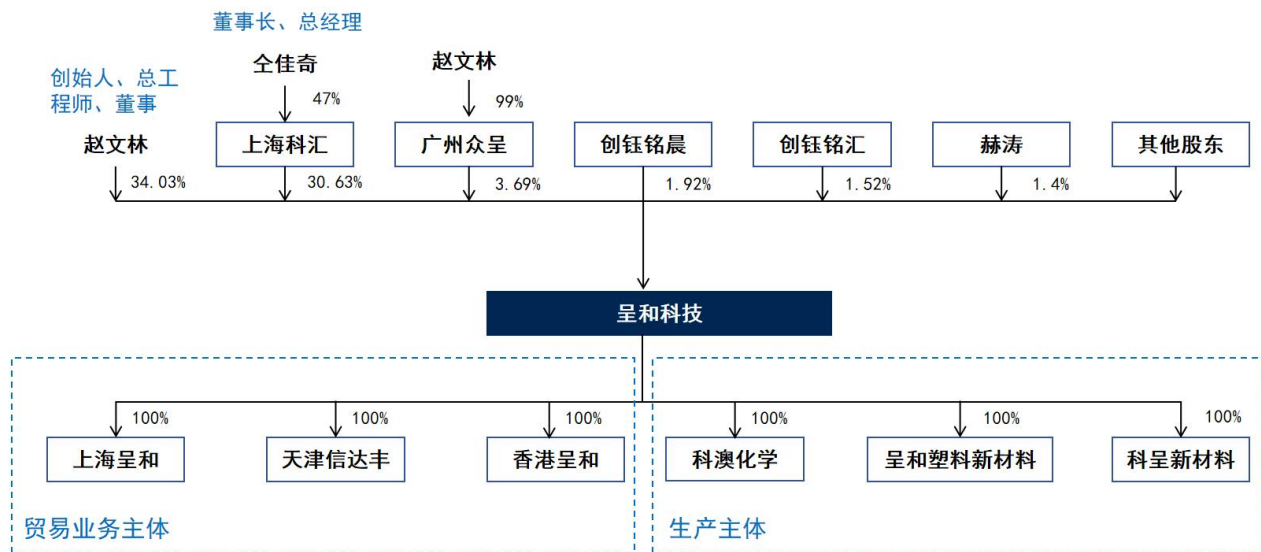


资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

**公司股权结构:** 公司实控人为赵文林先生, 直接持有公司 34.03% 股权, 并通过广州众呈间接持有公司 3.65% 股权, 赵文林先生拥有化工类专业本科学历、高级工程师职称, 2002 年作为创始人设立公司前身呈和有限, 曾任公司董事长, 现任公司总工程师、董事。



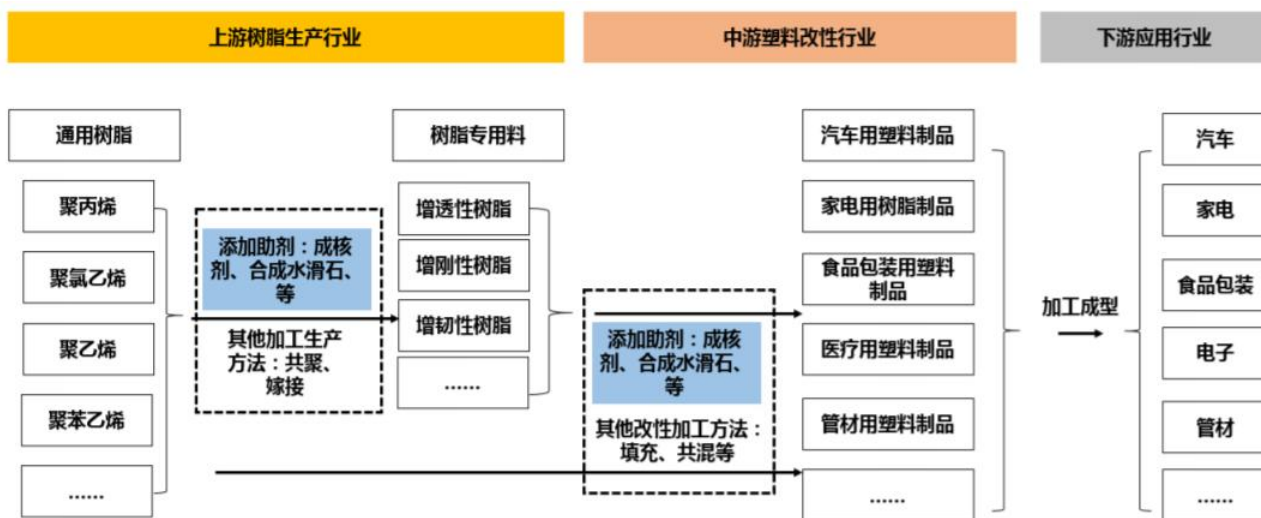
图2: 公司股权结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司主营产品处于高性能树脂及改性塑料制造行业的上游核心环节。公司主营产品成核剂、合成水滑石和复合助剂主要运用在高性能树脂材料和改性塑料的制造, 可显著改善通用树脂产品的光学、力学性能并提升树脂产品稳定性, 处于高性能树脂及改性塑料制造行业的上游核心环节。而高性能树脂材料和改性塑料广泛应用于食品接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿用品、汽车部件、锂电池材料、家居家电用品、建筑材料等行业。

图3: 高性能树脂与改性塑料产业示意图



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

表1: 公司主营产品的应用情况

产品大类	产品系列	直接下游	终端应用领域
成核剂	透明成核剂	能源化工企业、树脂改性加工企业等	食品接触材料、医疗器械、婴幼儿用品、家居家电用品等
	增刚成核剂		汽车部件、家居家电用品等
	β晶型增韧成核剂		医疗器械、汽车部件、锂电池材料、家居家电用品、建筑材料等
合成水滑石	通用合成水滑石	PVC热稳定剂加工企业、树脂改性加工企业、能源化工企业	食品接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿用品、建筑材料等
	高透明合成水滑石	PVC热稳定剂加工企业、树脂改性加工企业	食品接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿用品、家居家电用品等
NDO复合助剂	多种类型复合助剂	能源化工企业、树脂改性加工企业	多种应用领域

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**IPO募投项目投产后公司产能将实现成倍增长。**公司IPO募集资金主要用于建设广州科呈年产36600吨高分子材料助剂建设项目(南沙项目)一期,并对现有特种高分子材料助剂生产线进行技术改造。随着今年7月公司技改项目新增4000吨综合产能,公司成核剂、合成水滑石、复合助剂等产品现有产能达到2.1万吨,IPO募投项目计划2024年9月投产,届时公司主营产品总产能将达到5.76万吨,产能实现成倍增长,进一步巩固公司成核剂、合成水滑石的行业龙头地位。

表2: 公司南沙厂区环评指标

序号	产品名称	每批次产量 t	每天生产批次	运行时间(天)	产量 t/a	备注	
第一期建设							
1	透明成核剂	10	1	350	3500	/	
2	增刚成核剂	增刚成核剂 1	3	2	340	2040	/
		增刚成核剂 2	5	1	72	360	粉碎包装即成产品
3	β成核剂	2	1	250	500	/	
4	合成水滑石	二元水滑石	30	1	240	7200	溶解、反应、压滤、漂洗等设备共用
		三元水滑石	30	1	100	3000	
5	复合助剂	10	8	250	20000	混料、造粒、包装即成成品	
第二期建设							
6	复合钙铝水滑石	30	2	340	20400	/	
7	改性塑料	14.29	1	350	5000	/	
合计		/	/	/	62000	/	

资料来源: 广州科呈新材料有限公司新建高分子材料助剂建设项目环境影响报告书, 国信证券经济研究所整理

注: 一期项目为IPO募投项目



表3: 公司产品线及产能结构

		现有产能 (吨/年)	拟在建产能 (吨/年)	设计产能 (吨/年)
分厂区	广州白云厂区	21000	14000	35000
	广州南沙厂区 (一期)	0	36600	36600
分产品	成核剂	7900	11400	19300
	合成水滑石	10600	10200	23500
	NDO 复合助剂	2500	26300	28800

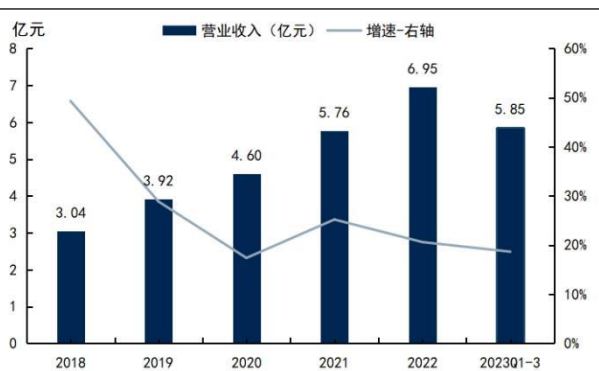
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 成核剂、合成水滑石产能是指单剂和含单剂的复合助剂的合计产能

## 公司经营概况: 国产替代进程加速, 公司业绩稳健增长

**公司营收、业绩稳健增长, 主营产品盈利水平优秀。**2018-2022年, 公司营业收入从3.04亿元增长至6.95亿元, CAGR为22.92%; 同期归母净利润从0.56亿元增长至1.68亿元, CAGR为36.86%, 营收、业绩均保持较快速度增长。从营收及毛利构成看, 成核剂、合成水滑石两大产品贡献了公司绝大部分营收和毛利, 2022年成核剂贡献了公司营收的56.27%、毛利的72.86%; 而合成水滑石则贡献了公司营收的16.89%、毛利的18.34%。从业务地区看, 受益于高端聚烯烃国产替代进程加快, 公司近些年营收的增长主要来自国内业务, 国内营收从2018年的2.07亿元增长至2022年的5.61亿元, CAGR达28.31%, 而同期国外业务的CAGR仅为8.41%。近年公司业绩的快速增长和公司主营产品的较高毛利率密不可分, 2018年以来公司成核剂的毛利率始终维持在55%左右, 2022年为54.24%, 而合成水滑石的毛利率则一直维持在45%以上, 2022年为45.49%。

图4: 公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 世界钢铁协会, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司归母净利润及增速



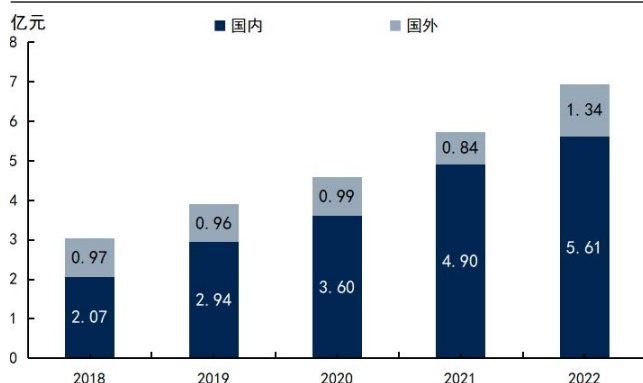
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司营收构成 (分产品)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司营收构成 (分地区)



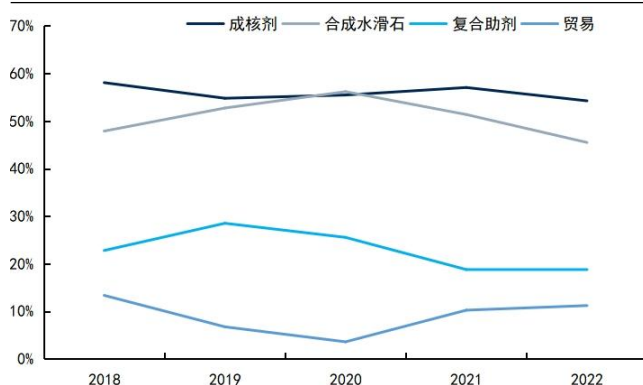
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司毛利构成 (分产品)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司主营产品毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 行业壁垒颇高, 公司多年来坚持研发和创新, 打造出自身独特竞争优势

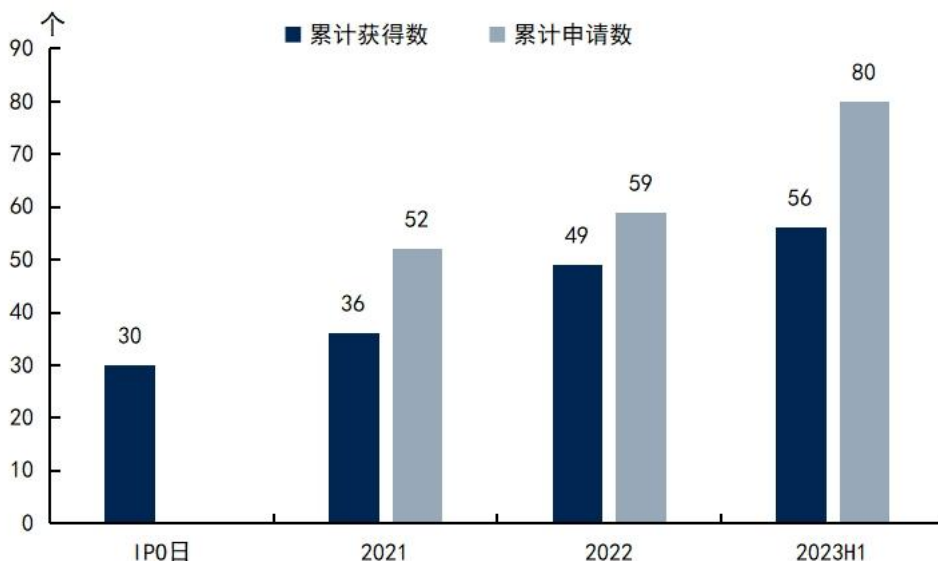
### 1、技术及生产工艺壁垒

高分子材料助剂行业作为特殊的化工技术行业, 具有技术复杂性、针对性、专业性较强的行业特点。高分子材料助剂的核心技术主要包括产品配方、化学反应工艺路线、生产中的反应机理和过程控制等。这些关键技术均需要多年的研究开发和工艺经验的积累才能有效运用, 从而生产出具备优质的、满足客户需求的产品。

公司多年来一直注重产品生产技术的革新与工艺的改进优化, 在配方、生产技术以及专利方面形成了领先优势。1) 生产技术方面, 公司围绕反应工序优化、反应操作简化、反应条件精细控制等核心工艺, 实现了在提高产品投入产出率及产品质量的同时降低原料和能源的消耗。以成核剂和合成水滑石的生产为例, 公司两大产品均实现了在常温常压 (加热温度为 90-95°C, 压滤漂洗的控制压力约为 0.8-0.9Mpa) 下生产, 能耗水平在行业内处于领先地位, 产品性能已达到国际先进水平。2) 专利方面, 公司形成了 8 大类核心技术, 具有全球化的专利布局, 截至 2023 年 6 月 30 日, 公司共计获得现行有效的境内外专利 56 项, 其中包括发明

专利 49 项，实用新型专利 7 项，公司累计申请的知识产权数量也达到 80 个。多年研发产出的各项专利有效提升了公司的技术水平和行业影响力。3) 配方方面，复合助剂配方的形成需要反复试验，配方开发能力需要长期、持续的研发投入。此外，配方不是一成不变的，需要根据客户的生产条件及时进行相应的调整和再开发。针对配方的以上特点，公司组织技术人员及销售人员对下游客户的使用进行研究分析，为客户开发树脂材料专用料提供配方技术支持，并帮助客户解决生产过程中的助剂使用问题，从而拓展了产品应用领域并增加了客户的粘性。

图10: 公司历年获得的知识产权数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表4: 公司 8 项核心技术及其特点

技术名称	对应专利	特点
β 晶型增韧成核剂生产技术	《四氢苯酐的羧酸金属盐作为聚丙烯 β 晶型成核剂的应用》 《一种聚丙烯 β 晶型成核剂组合物及其应用》	四氢苯酐金属盐作为 β 晶型增韧成核剂是行业首创，可以高效诱导 β 晶型聚丙烯的生成
增刚增韧成核剂生产技术	《聚丙烯增刚增韧成核剂组合物》	实现了在材料韧性基本维持不变的情况下，材料刚性提升在 25%以上
高纯度颗粒状成核剂生产技术	《一种颗粒状成核剂及其制备方法》	仅使用微量粘接剂实现颗粒状物质的转化，能保持原有成核剂的高纯度状态，安全、环保
透明成核剂生产技术	《一种包含微量芳醛、山梨醇二缩醛和山梨醇三缩醛的成核剂组合物》 《一种提高聚丙烯亮度、降低聚丙烯雾度的组合物及其用途》 《一种山梨醇缩醛聚丙烯透明成核剂的生产方法》 《聚丙烯透明成核剂的生产方法》 《一种包含山梨醇三缩醛和单缩醛的透明成核剂组合物》	以环保材料代替有毒溶剂，能够满足婴幼儿用品、医疗用品、食品包装等食品药品接触材料的生产需求，打破了国际垄断
增刚成核剂生产技术	《聚丙烯增刚成核剂组合物》	添加公司增刚成核剂的材料具备与钢材相似的机械性能但更加轻盈，可以满足以塑代钢需求
高透明合成水滑石生产技术	《一种用于聚合物中的水滑石及其制备方法》	安全无毒、高透明及稳定性强的特点，可将 PVC 材料的用途拓宽至护目镜、血浆袋、输液管、药品泡罩等医疗器械、医疗用品
通用合成水滑石生产技术	《一种用于聚合物中的水滑石及其制备方法》	吸酸能力是硬脂酸钙的 4-6 倍，且产品粒径更小，比表面积达国际先进水平的

复合助剂生产技术	《塑料添加剂加工设备》	2 倍以上 已为中石化、中石油等重要能源化工企业提供超过 100 种满足不同高性能树脂材料开发生产需要的复合助剂产品
----------	-------------	---

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

## 2、资质壁垒

国内外能源化工企业在关注产品品质的同时，也非常注重供应商企业的资质情况。在食品接触类方面，供应商往往需要通过美国 FDA、日本 JHOSPA 等全球主要国家或地区颁布的食品接触法规与标准。此外，大型企业普遍要求助剂供应商通过自身产品严格检测评估后才能进入供应商体系获得供应资格。对于新进入的助剂供应商而言，需要投入的人力物力巨大且耗时漫长，才有可能取得前述资质。因此，资质成为进入本行业的一大壁垒。

**公司已取得广泛的产品认证和工艺包认证，有助于将产品推向国内外大型能源化工企业。**1) **产品认证方面**，公司相关产品广泛应用于食品包装，核心产品符合全球主要国家与地区的食品接触材料标准与法规，包括我国国家卫生与健康委员会、美国 FDA、日本 JHOSPA、韩国 K-REACH、欧盟 REACH 等机构颁布的标准与法规；同时公司是首家通过美国 FDA 食品接触物质审批的国内企业，且为目前通过该审批最多的中国企业。2) **工艺包认证方面**，公司取得全球主流聚丙烯生产工艺技术——Novolenn（巴斯夫开发）和 Unipol（壳牌和美国 UCC 联合开发）准入认证；公司已通过全球知名能源化工公司联合建立的 TFS 评估认可，达到了国际领先的能源化工行业供应链标准。

表5：三种主流聚丙烯工艺简介

	特点	国内厂商
Novolenn 工艺	Novolenn 工艺可以生产包括均聚物、无规共聚物、抗冲共聚物、超抗冲共聚物等在内的全部产品	福建炼化、锦西石化、台塑聚丙烯（宁波）、神华宁夏煤业等。
Unipol 工艺	工艺路线较短，对材质没有特殊要求，占地面积少，装置生产潜力很大，产品成本低，性能好。该工艺主要应用于煤化工行业。	抚顺石化、神华煤制油化工包头煤化工、大唐内蒙古多伦煤化工、四川石化、陕西延长、中煤榆林能源化工、东莞巨正源、广东石化等。
Spheripol 工艺	产品品种多，牌号全，加工性能和机械性能突出。最有代表性的产品有医疗用透明料、高模量汽车改性料等。Spheripol 工艺指定的成核剂为美利肯的成核剂。	大庆石化、齐鲁石化、上海石化、镇海炼化、茂名石化、蒲城清洁能源、中韩石化、延长榆林能化、兰州石化、独山子石化等

资料来源：中塑在线，国信证券经济研究所整理

## 3、客户壁垒

高分子材料助剂产品具有用量比例小但对下游厂商的生产和产品质量影响较大的特点。因此，树脂材料生产制造领域的大型企业，尤其是中国石化、中国石油、北欧化工、博禄化工等国内外大型企业对高分子材料助剂产品质量的认可需建立在长期考察和业务合作的基础上，对供应商的技术服务、管理团队、稳定生产、品牌等综合素质要求较高。这种基于长期合作而形成的客户忠诚度和品牌效应是后来者进入行业的主要壁垒之一。

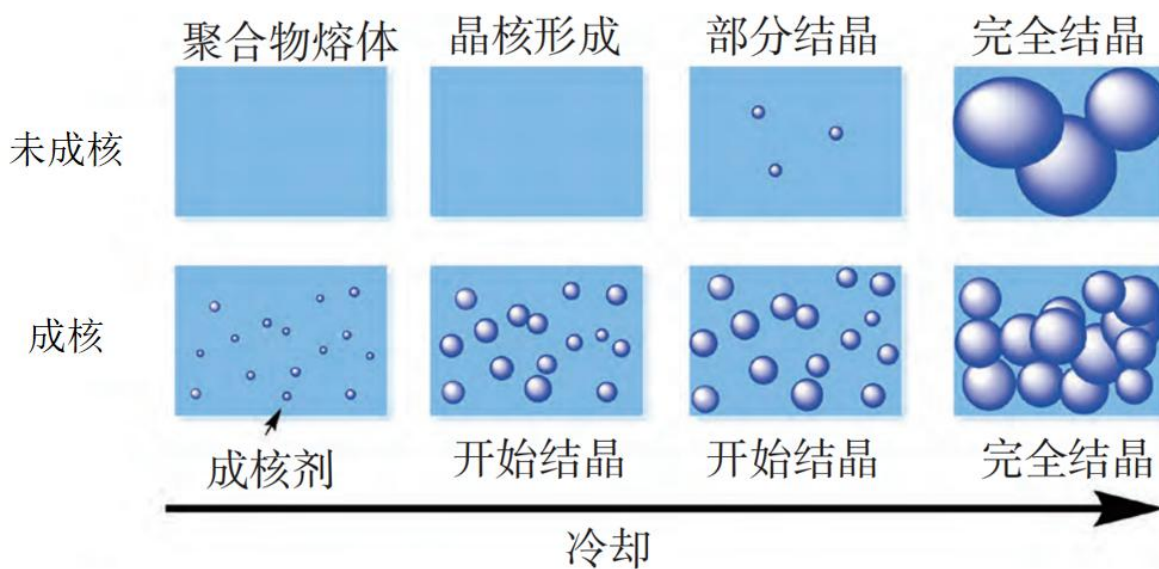
**公司已进入多家国内外知名能源化工供应链。**凭借先进的技术水平和领先的产品性能，公司的成核剂、合成水滑石已陆续进入中国石化、中国石油、中海壳牌、延长石油、北欧化工、博禄化工、利安德巴塞尔、TPC、HMC 等国内外主要高性能树脂产品制造企业的供应链。公司的合成水滑石更是中国石化在使用进口合成水滑石外，唯一指定使用的国产合成水滑石。

## 成核剂：高端聚烯烃助剂，公司是国产替代主力

**成核剂可以改善聚烯烃性能，起到增透、增刚、增韧等作用。**成核剂是一种可在聚丙烯、聚乙烯等聚烯烃树脂材料结晶过程中影响其结晶行为的物质，能增加树脂材料结晶过程中的成核数量、提高结晶温度、细化球晶或改变晶型，进而调整树脂材料制品的透明度、光泽度、强度、刚度、耐热性和成型周期，使得树脂材料制品具备足够的刚性、韧性、尺寸稳定性或透明度等特定的性能。在聚丙烯中，成核剂的添加比例一般为千分之一至千分之三。

**成核原理：**聚合物结晶需要经过晶核形成及晶体生长两个阶段。在晶核形成过程中，熔体中原本无序的聚丙烯分子链需要通过热运动定向排列形成有序的晶核，因此熔体内部形成晶核能垒较高，晶核形成难度较大。当成核剂加入熔体中后，可以为聚合物提供晶核，避免了晶核形成过程的高能垒，聚合物可依附于成核剂表面，进入晶体生长阶段，这样可以加速聚合物结晶过程，使球晶数量更多、尺寸更均一。

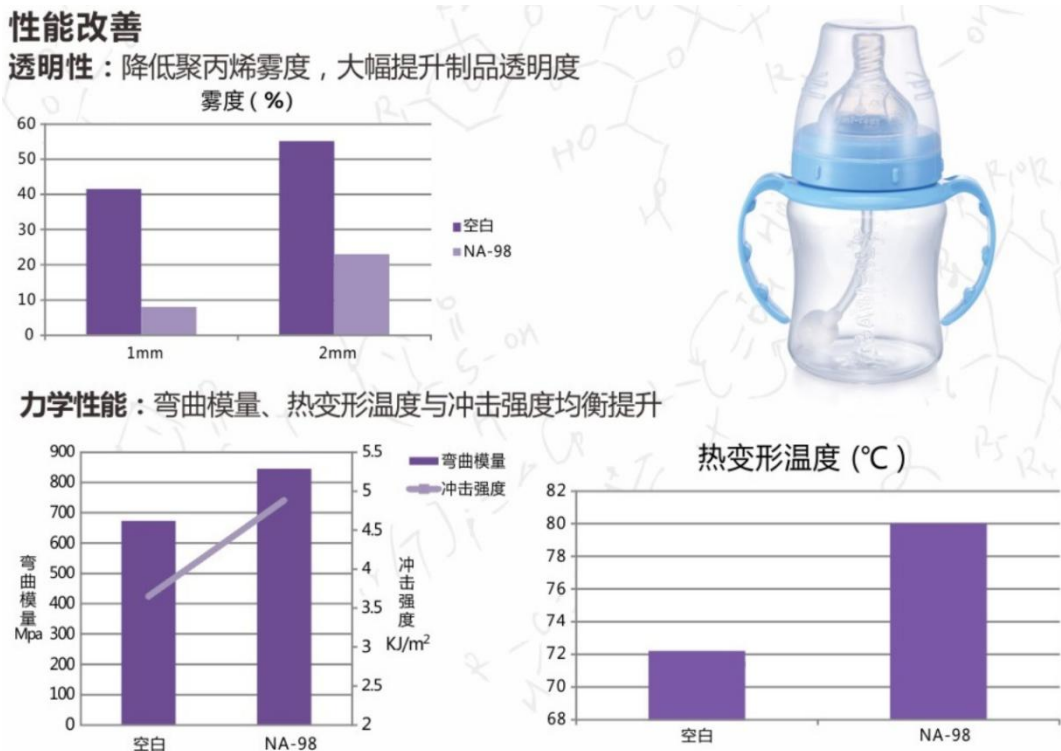
图11：聚合物添加成核剂结晶过程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



图12: 成核剂可以改善塑料制品的透明性、力学性能



资料来源：呈和科技公司官网，国信证券经济研究所整理

按化学性质分，成核剂可以分为无机成核剂与有机成核剂，其中有机成核剂尤其是山梨醇类成核剂是目前应用最广泛的成核剂。无机成核剂与PP存在相容性差、分散不均匀等问题，对PP的改性效果不如有机成核剂，因此逐步退出市场。而有机成核剂的品种繁多，主要包括山梨醇类(DBS类)、有机磷酸盐类、羧酸盐类及其金属盐类等。当前研究和应用较多的是山梨醇类类和有机磷酸盐类，前者主要用于增加PP的透明性，后者主要用于PP刚性的改善。

表6: 常见成核剂分类

	代际	代表产品	化学名称	特点
山梨醇类成核剂	第一代	美利肯 Millad 3905	1,3:2,4-二亚苄基山梨醇	成核效果不够理想，高温条件下产生母体醛，市场应用受限
	第二代	美利肯 Millad 3940	1,3:2,4-二(对乙基亚苄基)山梨醇	增透效果优于第一代，气泡较多，气味大，应用受限
	第三代	美利肯 Millad 3988	1,3:2,4-二(3,4-二甲基亚苄基)山梨醇(DMDBS)	成核效果好，加工性能好，无异味，可用于通用条件下的透明制品
	第四代	美利肯 Millad NX8000	双-1,3,2,4(4'-丙基亚苄基)1-丙基山梨醇(TBPMN)	目前山梨醇类成核剂中性能最好，几乎可以用于任何条件下透明制品的制备
磷酸盐类成核剂	第一代	旭电化 NA-11	双(2,4-二叔丁基苯基)磷酸钠	不析出，无异味，成本低，成核效果一般
	第二代	旭电化 NA-21	2,2-亚甲基-二(4,6-二正丁基苯酚)磷酸钠	成核效果显著提高，熔点高，超过400°C，分散性差



	第三代	旭电化 NA-71	2,2-亚甲基双(4,6-二叔丁基苯基)磷酸酯羟基铝	复配混合物, 熔点低, 分散性好, 成核效果好, 价格昂贵
松香型成核剂	/	/	脱氢枞酸	与山梨醇类和有机磷酸盐类成核剂相比, 松香型成核剂增透效果略差, 价格与山梨醇类透明成核剂相当, 没有异味。
羧酸盐类	/	/	己二酸, 己二酸钠、己二酸铝	对 PP 透明性等性能改善效果差
芳香酸金属盐类	/	/	苯甲酸钠、对叔丁基苯甲酸铝	价廉, 改善 PP 的透明性, 与 PP 相容性差, 易在塑料加工设备中结垢

资料来源: 康文倩等. 聚丙烯成核剂的研究进展 [J]. 合成树脂及塑料, 2022, 39 (04): 82-87., 国信证券经济研究所整理

**公司的成核剂打破国际垄断, 在国内市场逐步实现进口替代。**根据美利肯公司产品的迭代进程, 山梨醇类成核剂大致可以分为四代, 第四代成核剂 NX8000 是目前增透效果最好的山梨醇类成核剂, 且较前几代山梨醇成核剂具有更好的 PP 相容性。2015 年, 美利肯曾与公司达成合作, 约定美利肯委托公司生产第二代 Millad 3940 成核剂, 并出售给美利肯; 而近些年美利肯陆续推出了第三、第四代产品, 且目前美利肯主要推广第四代产品, 因此美利肯实际向公司下发的委托生产订单较少。与美利肯的合作说明彼时公司便已掌握第二代山梨醇类成核剂的生产技术。而据公司 2007 年申请的专利《高性能聚丙烯透明成核剂的合成中试》, 彼时公司的成核剂产品便已达到第三代透明成核剂性能水平。另据公司公告, 公司的透明成核剂及增刚成核剂性能比肩国际先进品牌, 增刚增韧成核剂有效解决了刚韧平衡这一行业难题。公司自主研发的四氢苯酚 β 晶型增韧成核剂是行业首创, 较传统 β 晶型增韧成核剂性能有较大提升, 在国内市场逐步实现进口替代。

**公司成核剂、水滑石核心生产工艺均在温和条件下进行, 技术、成本优势显著。**据公司环评公告及相关专利, 公司的增刚成核剂合成反应的 pH 值和加热温度、压力都在较为温和的条件下进行, 而同行业其他公司的反应过程大多在温度、压力等反应条件上比公司严格, 因此我们认为公司的生产工艺在能耗指标上有一定优势, 且公司产品的合成过程不使用有机溶剂作反应介质, 避免了有机溶剂回收和造成环境污染。值得一提的是, 公司多年来一直注重产品生产技术的革新与工艺的改进优化, 围绕反应工序优化、反应操作简化、反应条件精细控制等核心工艺, 公司实现了在提高产品投入产出率及产品质量的同时降低原料和能源的消耗。公司目前采用的生产装置、设施、设备、中试装置和化学反应釜等均根据生产线特点自主设计, 部分自主研发的生产设备取得了实用新型专利。

图13: 山梨醇类成核剂、复合助剂生产工艺流程图



资料来源: 公司招股说明书、公司公告、利安隆环评公告, 国信证券经济研究所整理

公司产品与国际竞争对手保持一定价差，性价比高助力公司拓展市场。技术上的诸多优势体现在成本上便是公司的综合生产成本低于部分其他企业，使得公司产品可以通过性价比扩展市场，据公司招股说明书披露，公司核心产品性能已等同或部分优于国外竞争对手产品，但鉴于国外竞争对手品牌影响力、市场知名度等竞争优势，公司相关产品定价能力及售价与国际竞争对手有一定差距，同时考虑到公司成核剂产品多年来的毛利率均在 55%左右的较高区间，我们认为公司在技术以及成本控制方面均有较强的竞争优势。

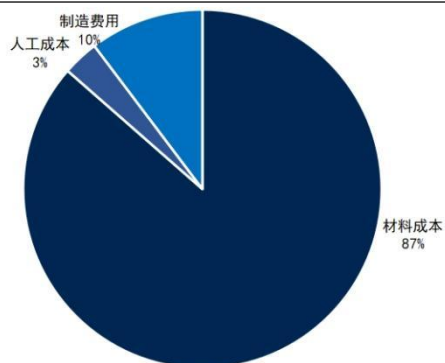
图14: 呈和科技与美利肯主要成核剂产品



资料来源：美利肯、呈和科技公司官网，国信证券经济研究所整理

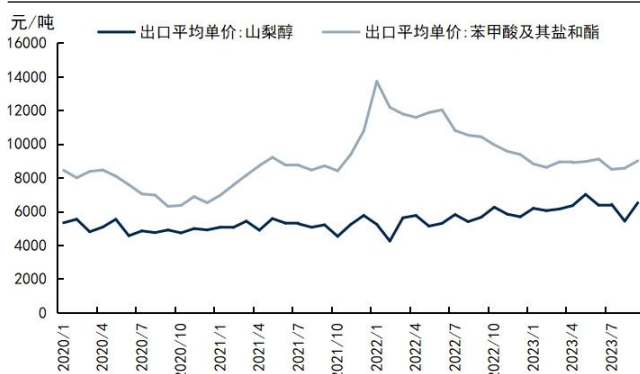
公司成核剂原料成本占比较大，但原料价格波动较小。公司成核剂产品的主要原料有芳香醇、芳香醛、芳香羧酸、山梨醇等，2022 年材料成本占比达 87%，以上原料国内外厂商供应充足，近年来价格波动幅度不大，且公司还在积极研发采用清洁环保原料的生产技术，废水回收苯甲醛技术等方式来加强对原料成本的管控，因此，我们认为原料价格波动对公司成核剂产品的生产影响有限。

图15: 2022 年公司成核剂成本构成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 成核剂主要原料价格



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 需求侧: 改性塑料需求增长、聚烯烃产能快速扩张, 成核剂需求有望稳步增长

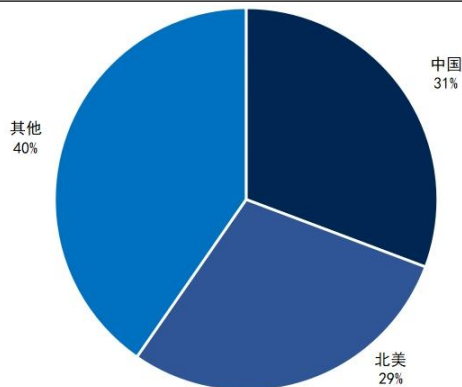
高性能聚丙烯拉动成核剂需求增长, 成核剂市场规模持续扩大。随着国内聚丙烯生产逐步向高端化发展, 成核剂作为我国高性能聚丙烯生产升级的重要原材料, 需求量在快速增长。根据卓创资讯统计, 2019 年国内成核剂的总需求量为 6800 吨, 2017-2019 年国内增刚成核剂需求量平均增速为 13.27%, 而同期国内聚丙烯产量平均增速为 5.79%。国内成核剂需求量增长速度高于国内聚丙烯产量的增长速度, 反映了国内聚丙烯生产在发生结构性的变化, 需要添加成核剂的高性能聚丙烯的产量增幅要高于聚丙烯的整体增幅, 2021 年国内市场需求量已经增长至 8600 吨。另据 QYResearch 数据, 2020 年全球成核剂市场销售额达到 7.85 亿美元, 预计 2027 年将达到 11.12 亿美元, 年均复合增长率 (CAGR) 为 4.27%。消费方面, 全球消费分布主要集中在北美和中国, 2020 年中国市场份额为 30.72%, 其次是北美地区, 市场份额为 28.94%。

图17: 全球成核剂市场销售额及增速



资料来源: QYresearch, 国信证券经济研究所整理

图18: 全球成核剂消费市场份额



资料来源: QYresearch, 国信证券经济研究所整理

下游应用行业：家电、汽车领域改性塑料需求稳健，支撑成核剂需求

汽车轻量化可以降低燃油车油耗，增加电动车续航里程，改性塑料是汽车轻量化所需重要材料。据《轻量化背景下改性塑料在汽车上的应用》一文，汽车轻量化是节能减排的有效途径，燃油车整备质量每降低 10%，油耗可下降 6%~8%，排放能减少 4%；而电动车整备质量每降低 10 kg，续航里程可增加 2.5km，轻量化可以有效解决电车里程焦虑问题。此外，新能源汽车车身结构中还增加了电池组模块、充电桩及充电枪等部件，目前单台新能源车电池组模块工程塑料的使用量约 30kg。根据中国汽车工程学会发布的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，到 2025、2030、2035 年我国燃油乘用车将分别较 2020 年实现整车轻量化系数降低 10%、18%、25%，纯电动乘用车将分别实现整车轻量化系数降低 15%、25%、35%，而减重最直接的方式就是汽车零部件的塑料化，比如在保险杠、大灯、仪表盘、车窗等零部件中均可使用 PP、ABS、PVC 等改性塑料。目前单车改性塑料用量最多的是德国，乘用车平均用量达 340~410 kg，使用率超过 25%。而我国乘用车单车改性塑料用量约 160~180kg，尚低于美国 250~310kg 的水平，因此我国汽车领域改性塑料的需求还有很大的增长空间，进而也将对成核剂、合成水滑石这类高端塑料助剂的需求形成支撑。

图19：改性塑料在汽车中的应用



资料来源：金发科技官网，国信证券经济研究所整理

图20：我国新能源汽车产量及渗透率



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

新能源汽车渗透率快速提升，拉动改性塑料及上游成核剂等助剂需求增长。据国家统计局数据，近些年我国汽车总产量相对稳定，2022 年产量达 2747.6 万辆，其中新能源汽车产量 721.9 万辆，渗透率从 2016 年的 1.61% 提升至 26.27%，提前 3 年实现《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》所提出的“到 2025 年，新能源汽车新车销量占比达到 20% 左右”的目标。2023 年前三季度我国汽车产量 2090.5 万辆，其中新能源汽车产量 609 万辆，渗透率进一步提升至 29.13%。汽车领域的“以塑代钢”以及新能源汽车渗透率的提升推动了汽车改性塑料市场需求，据国家统计局与前瞻产业研究院数据，我国平均单车使用改性塑料数量从 2014 的 123 千克提升至 2020 年的 175 千克左右，汽车领域改性塑料需求量也达到 500 万吨/年左右。我们认为，汽车领域的轻量化趋势有望提振改性塑料及其上游成核剂等助剂的需求。

成核剂改性的锂电隔膜性能突出。聚烯烃微孔膜是生产高端锂电池隔膜的重要原材料。随着我国高端锂电池隔膜供应能力的提升，聚烯烃微孔膜的需求也在不断提升。经过添加成核剂改性的聚烯烃微孔膜，具有理想的孔隙率和孔隙结构，性能效果突出，具有广阔的应用前景。



图21: 中国汽车领域改性塑料需求量



资料来源: 国家统计局、前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图22: 中国汽车单车改性塑料用量



资料来源: 国家统计局、前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

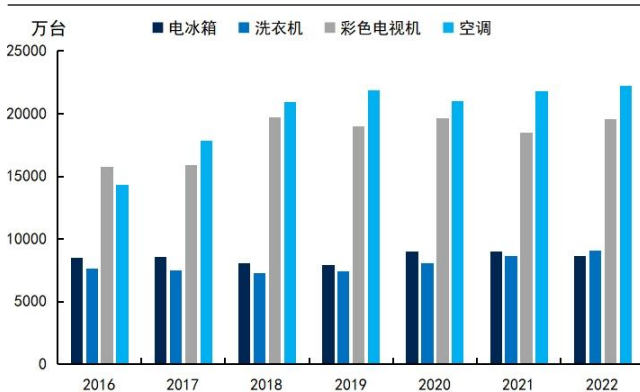
**家电行业对改性塑料的需求对成核剂等产品需求形成支撑。**塑料被广泛应用家电的各个零部件中, 家电用塑料大多数为改性塑料, 同时家电也是最大的改性塑料消费领域, 目前约占改性塑料消费量的 34%左右。近年来, 中国家电消费不断转型升级, 冰箱、洗衣机、空调等产品的产量稳中有升, 在对改性塑料需求量提升的同时, 也对家电中塑料制品的透明度、刚性、韧性等质量方面的要求有所提升。据国家统计局和卓创资讯数据, 我们测算 2022 年我国四大家用电器对改性塑料的需求量约 518-959 万吨。考虑到近年来我国家电产量趋于稳定, 而产品质量在不断提升, 因此我们认为家电领域将对成核剂这种高端助剂的需求提供有力支撑。

图23: 改性塑料在家用电器中的应用



资料来源: 禾昌聚合官网, 国信证券经济研究所整理

图24: 我国四大家用电器产量



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

表7: 2022 年我国四大家用电器改性塑料用量

	电冰箱	洗衣机	彩色电视机	空调
2022 年产量 (万台)	8664	9106	19578	22247
每台含量	35%-50%	30%-40%	23%-25%	11%
每台用量 (千克)	24-30	20	2-10	4-10
总消耗量 (万吨)	208-260	182	39-195	89-222
总计	518-959			

资料来源：国家统计局、卓创资讯，国信证券经济研究所整理

### 直接应用行业：聚烯烃产能快速扩张，成核剂需求稳步增长

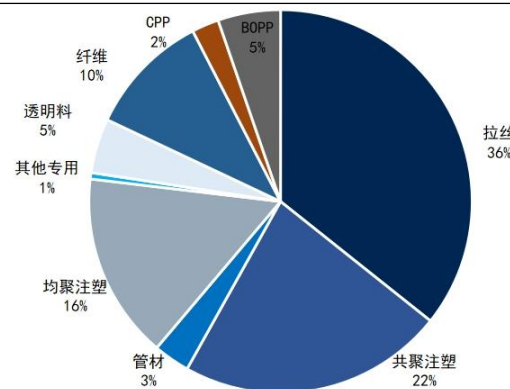
国内聚烯烃在建产能充足，为公司产品开拓市场带来机会。公司主营产品成核剂、合成水滑石以及复合助剂主要销售给能源化工企业，满足不同高性能树脂材料开发生产需要。据卓创资讯，近年来我国聚烯烃需求量不断增长，产能持续扩张，同时产能利用率也多年维持在 85%以上的高位。**聚丙烯方面**，2018-2023 年我国聚丙烯产能增加 1610 万吨，5 年复合增速达 11.44%，近五年产能利用率均在 90%左右的高位；2023 年我国聚丙烯在产产能达 3849 万吨/年，年内新增产能 90 万吨/年，此外，据我们不完全统计，目前国内规划的聚丙烯项目产能已超过 3000 万吨，而据卓创资讯数据，当前国内聚丙烯在建产能已达 1490 万吨/年，预计将在未来五年内逐步投产。**聚乙烯方面**，我国聚乙烯产能从 2018 年的 1813 万吨增长至 2023 年的 3151 万吨，5 年复合增速 11.69%，产能利用率维持在 85%左右，另有超 1000 万吨/年的规划产能，其中当前在建产能约 512 万吨/年，预计将在 2025 年前逐步投产。此外，目前我国 PS、EVA、POE、PMMA 等其他聚烯烃各自的规划产能也分别达到 342、210、287、49 万吨/年。我们认为，目前国内聚烯烃在建产能充足，为公司成核剂、合成水滑石等产品的市场拓展带来很大的发展机会，公司有望凭借在 Novolen、Unipol 准入认证、TFS 评估认可等专业资质切入国内能源化工企业供应链，不断提升国内市场占有率。

图25: 我国 PP 产量、表观消费量



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图26: 2022 年我国 PP 下游消费结构



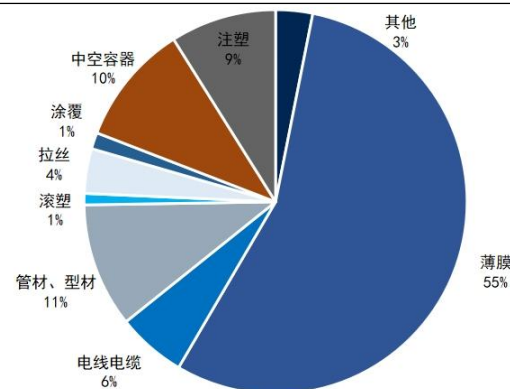
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图27: 我国 PE 产量、表观消费量



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图28: 2022 年我国 PE 下游消费结构



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理



图29: 我国 PP 年度产能及规划产能投产进度



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图30: 我国 PE 年度产能及规划产能投产进度



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图31: 国内聚乙烯、聚丙烯月度产量



资料来源: 隆众资讯, 国信证券经济研究所整理

图32: 国内聚乙烯、聚丙烯现货价格



资料来源: 大连商品交易所, 国信证券经济研究所整理

表8: 中国 PP 拟在建产能

企业	拟在建产能 (万吨/年)	投产时间	工艺路线
山东裕龙石化	190	2024 年	乙烯裂解_聚合
永荣新材料	190	2024 年 80 万吨, 2026 年 110 万吨	PDH_聚合
开金蓝天	180	2024 年 90 万吨, 2026 年 90 万吨	PDH_聚合
埃克森美孚惠州	95	2024 年	乙烯裂解_聚合
金能化学	90	2023 年 45 万吨, 2024 年 45 万吨	PDH_聚合
东华能源	80	2024 年	PDH_聚合
宁波金发	80	2024 年 40 万吨, 2026 年 40 万吨	PDH_聚合
中景石化	60	2024 年	PDH_聚合
园锦新材料	60	2025 年	PDH_聚合
镇海炼化	50	2024 年	乙烯裂解_聚合
塔河炼化	50	2025 年	乙烯裂解_聚合
国亨化学	45	2023 年	PDH_聚合

利华益维远	40	2024 年	PDH_聚合
大美煤业	40	2028 年	MTO_聚合
钦州石化	40	2025 年	乙烯裂解_聚合
山焦飞虹	30	2023 年	CTO_聚合
晋能控股煤业	30	2024 年	CTO_聚合
中煤陕西公司	30	2025 年	CTO_聚合
惠州立拓	30	2023 年	外采丙烯_聚合
齐鲁石化	25	2025 年	乙烯裂解_聚合
广东石化	20	2024 年	乙烯裂解_聚合
华亭煤业	20	2024 年	CTO_聚合
安徽天大	15	2023 年	外采丙烯_聚合
总计	1490		

资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

表9：中国 PE 拟在建产能

企业	拟在建产能（万吨/年）	投产时间	工艺路线
山东裕龙石化	140	2025 年	乙烯裂解_聚合
塔河炼化	105	2024 年	乙烯裂解_聚合
埃克森美孚	47	2023 年	乙烯裂解_聚合
广西中石化	45	2025 年	乙烯裂解_聚合
天津渤化	30	2024 年	乙烯裂解_聚合
山焦飞虹	30	2024 年	MTO_聚合
中煤陕西榆林	30	2024 年	CTO_聚合
大美煤业	30	2023 年	MTO_聚合
晋能控股煤业	30	2024 年	MTO_聚合
山西潞宝	25	2024 年	CTO_聚合
总计	512		

资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

## 供给侧：国内成核剂新增产能有限，公司龙头地位稳固

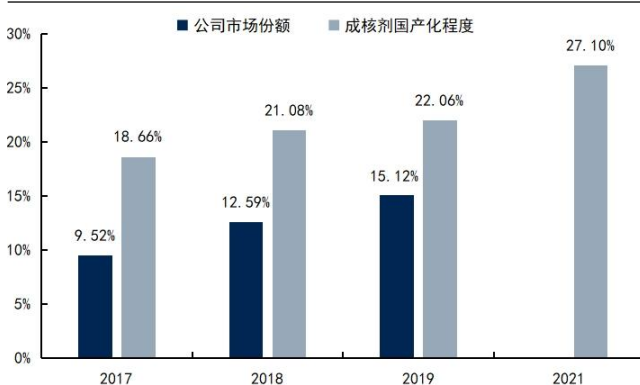
公司在市场占有率方面领先于国内同行，是国产替代的主力。国外先进厂商对成核剂开发使用存在先发优势，长期占据我国成核剂市场的主导地位，但近年来国产成核剂发展迅速。根据卓创资讯数据，2019 年国内成核剂需求量为 6800 吨，国产化程度约为 22.06%，而公司 2019 年的国内销售量占前述需求量比例为 15.12%，构成国产成核剂的主要市场份额。公司成核剂国内市场份额从 2017 年的 9.52% 提升到 2019 年的 15.12%，而同期成核剂市场国产化程度从 18.66% 提升到 22.06%。公司市场地位快速提高的同时，带动整个成核剂市场国产程度进一步提高，推动整个行业进口替代的进程。

图33: 国内成核剂供需、进口替代率



资料来源: 公司公告, 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图34: 公司市场份额与成核剂市场国产化程度变化趋势



资料来源: 公司公告, 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

**国内成核剂新增产能有限, 公司龙头地位稳固。**据 QYResearch 数据, 美利肯与艾迪科是我国进口成核剂的主要供应商, 其中美利肯 2020 年全球成核剂销量达到 5160 吨, 约占全球市场的 25.35%。国内目前实现规模化生产及供应的成核剂生产企业主要包括呈和科技、上海齐润以及只楚化学。另据公开报道, 湖北新南化年产 2000 吨山梨醇类聚烯烃成核剂(单剂)于 2023 年上半年竣工。考虑到成核剂行业存在产品配方、生产工艺、客户忠诚度、资质认证等诸多壁垒, 我们认为公司作为国内成核剂行业的国产替代的主力, 有望抓住国内需求快速提升的机会, 实现公司成核剂市场份额的继续提升。

表10: 成核剂主要生产企业产能统计

生产企业	产能 (吨/年)	在建产能 (吨/年)	产品剂型
呈和科技	1800	6400	山梨醇类、羧酸盐类、磷酸酯类
只楚化学	700		山梨醇类
上海齐润	未公开		羧酸盐类、磷酸酯盐类
湖北新南化	2000 (2023 年建成)		山梨醇类
美利肯	5160 (2020 年产量)		山梨醇类、羧酸盐类
艾迪科			磷酸酯盐类
新日本理化			

资料来源: 公司公告, 卓创资讯, QYResearch, 国信证券经济研究所整理

注: 产能指成核剂单剂

## 布局 β 晶型成核剂, 向更高端应用迈进

**按晶型分, 成核剂可以分为 α 晶型成核剂和 β 晶型成核剂。**α 晶型和 β 晶型是 PP 的常见晶型, 商品化的 PP 以 α 晶型为主, β 晶型稳定性不如 α 晶型, 需要特定的条件(如迅速将熔体冷却到一定温度下进行结晶, 振动诱导结晶, 结晶过程中进行剪切和拉伸, 或者加入 β 晶型成核剂)才能形成。据此可以将 PP 成核剂分为 α 晶型成核剂和 β 晶型成核剂。α 晶型成核剂能够提高 PP 的刚性和透明性, β 晶型成核剂能够改善 PP 的韧性和负荷变形温度。

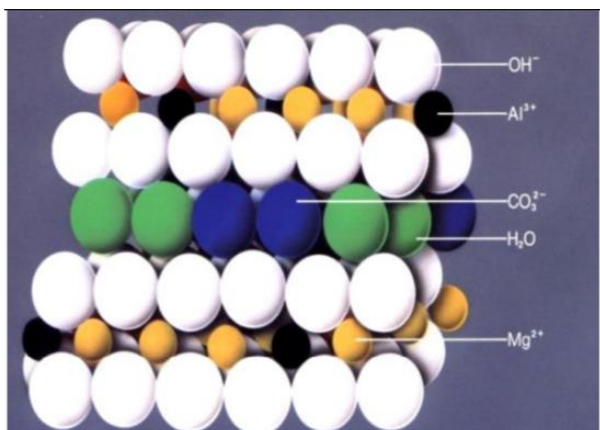
IPO 项目布局  $\beta$  晶型成核剂，可用于汽车部件、锂电材料等高端应用领域。据公司相关  $\beta$  晶型成核剂专利及文献信息，经公司自主研发的  $\beta$  晶型成核剂组合物改性的聚丙烯， $\beta$  晶型的含量达 87%以上，PP 的冲击强度可提高 2-4 倍，并且大幅提高 PP 热变形温度，有效缓解了聚丙烯制品的冲击强度和热变形温度二者之间的矛盾。目前已在 PPR 管材和 PPH 板材、大注件制品以及锂电池隔膜方面得到广泛的应用。根据公司 IPO 项目环评公告，公司正在南沙厂区中建设 500 吨/年  $\beta$  晶型成核剂，预计将于 2024 年建成投产。目前我国  $\beta$  晶型增韧成核剂主要进口供应商是新日本理化，公司  $\beta$  晶型成核剂投产后将可以对其实现国产替代。

## 合成水滑石：性能卓越的 PVC 热稳定剂，公司龙头地位稳固

### 合成水滑石可用作热稳定剂、卤素吸收剂，下游应用场景广泛

合成水滑石下游应用场景广泛。天然的水滑石通常杂质多且成分复杂，在使用上具有较大的局限性。商业应用的水滑石多为人工合成的类水滑石材料。合成水滑石是一种具有层状结构的、不含铅等重金属的化合物，主要作为 PVC 生产用的热稳定剂和聚烯烃树脂生产用的卤素吸收剂。作为热稳定剂时，合成水滑石不仅能提高 PVC 树脂热稳定性和抗老化能力，无毒无害，安全环保，可替代目前用于婴幼儿用品、食品包装和医疗用品中的含铅热稳定剂。作为卤素吸收剂时，合成水滑石可以有效消除聚烯烃树脂中的卤素及催化剂残留物，从而避免树脂产生凝胶体、设备被腐蚀，有助于聚烯烃树脂材料制造的提效降本。此外，合成水滑石还可以应用于在涂料等领域作为杀菌材料、紫外线吸收和阻隔材料，在橡胶领域也可作为紫外吸收和阻隔材料等。

图35：合成水滑石结构示意图



资料来源：公司公告，世界钢铁协会，国信证券经济研究所整理

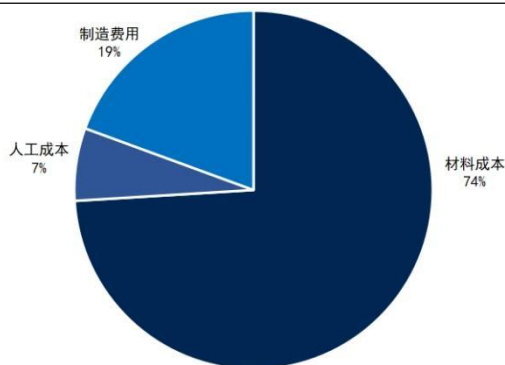
表11：组成合成水滑石的金属离子的有效组合

		M <sup>2+</sup> 金属阳离子							
		Mg	Fe	Co	Ni	Cu	Zn	Ca	Li
M <sup>3+</sup> 金属 阳离子	Al	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Cr			✓	✓	✓	✓	✓	
	Fe	✓	✓	✓		✓	✓	✓	
	Co		✓	✓	✓				
	Ni				✓				
	Ga	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	Ln				✓				✓
	Ti			✓					

资料来源：赵宁. 水滑石类化合物及其制备、应用的研究进展[J]. 材料导报, 2011, 25 (S1) :543-548, 国信证券经济研究所整理

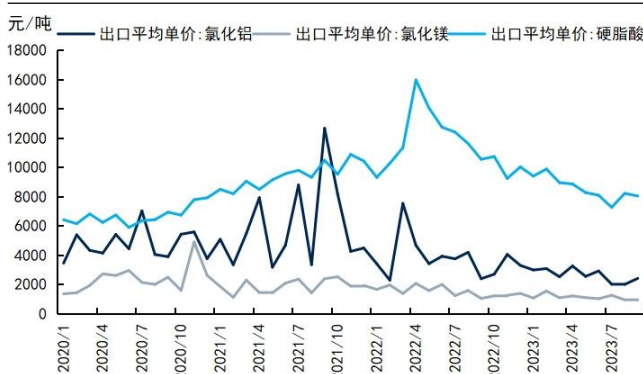
合成水滑石材料成本占比较大，原料价格较为稳定。合成水滑石主要合成方法为共沉淀法，即在一定温度和碱性条件下，用相应的可溶性盐在碱作用下发生共沉淀。2022 年公司合成水滑石成本构成中材料成本占比约 74%，主要原材料铝盐、镁盐的价格波动幅度不大。

图36: 2022 年公司合成水滑石成本构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图37: 合成水滑石主要原料价格



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### PVC 热稳定性差催生热稳定剂需求，合成水滑石有望逐步替代其他含毒性热稳定剂

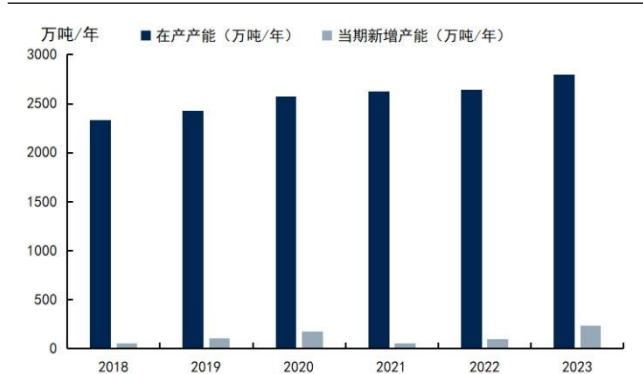
PVC 是第二大合成树脂，在房地产中应用广泛。聚氯乙烯（PVC）由在机械和耐化学品等方面具有优异性能，且价格低廉，广泛应用于建筑材料、工业制品、日用品等领域，是全球第二大通用合成树脂。据卓创资讯，2022 年国内 PVC 行业有效产能为 2796 万吨，产量 2301 万吨，产能利用率 82.32%，另有 100 万吨/年的在建产能。PVC 粉主要用于生产管材、型材、板材等建材，因此房地产是 PVC 最主要需求领域，我国 PVC 粉的表观消费量与房屋竣工面积走势大致相同。据国家统计局数据，2023 年前三季度国内房屋竣工面积累计 4.87 亿平方米，同比增加 19.14%，PVC 需求量有一定提升。

图38: 我国 PVC 产能、产量



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理  
注：数据包括 PVC 粉与 PVC 糊

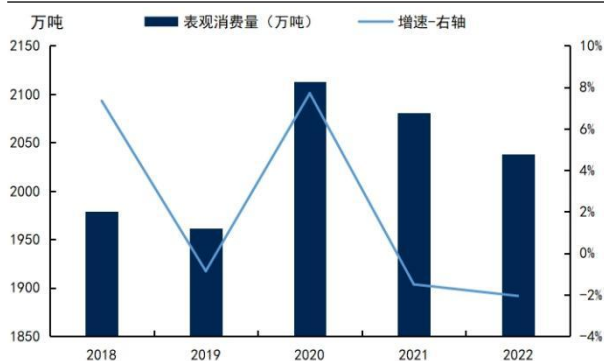
图39: 中国 PVC 产能结构



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

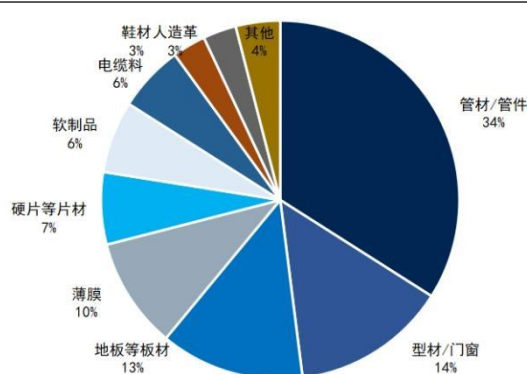


图40: 中国 PVC 粉表观消费量



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图41: 2022 年 PVC 粉下游需求结构



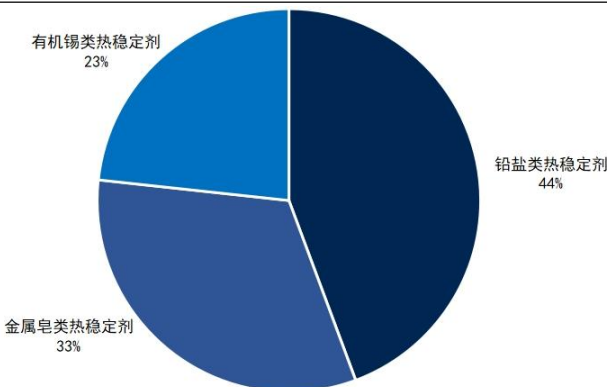
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图42: 中国房屋竣工面积



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图43: 我国热稳定剂市场份额



资料来源: 公司公告、塑料助剂, 国信证券经济研究所整理

**PVC 热稳定性差, 催生热稳定剂需求。**PVC 分子链上含不稳定氯原子, 热稳定性差, 在加工成型 (150°C 以上) 时发生分解反应, 易引起变色和物理化学性能降低。热稳定剂可极大抑制和减缓 PVC 材料分解, 是加工过程能够顺利进行的重要助剂。目前国内聚氯乙烯热稳定剂主要包括铅盐类产品、有机锡类、金属皂类热稳定剂等。合成水滑石作为金属皂热稳定剂的辅助稳定剂, 具有无毒、环保特性。

**合成水滑石作为环保型热稳定剂对含毒性热稳定剂具有较大的替代空间。**根据中国塑料加工工业协会塑料助剂专业委员会会刊《塑料助剂》统计, 铅盐类、金属皂类、有机锡类热稳定剂占比分别为 42.10%、30.74%、22.11%。铅盐类和有机锡类热稳定剂均为含有毒性的热稳定剂, 尤其铅盐类热稳定剂, 对环境有较大的破坏作用, 该两种类型的热稳定剂占比达到 64.21%。我国热稳定剂种类消费结构与欧美发达国家相比差异巨大, 目前美国已从技术上替代了含铅热稳定剂; 欧盟则于 2016 年开始全面禁止使用铅盐类重金属热稳定剂。而随着我国绿色、无毒、环保型助剂在塑料制品的应用越来越受到全社会的关注, 合成水滑石作为环保型热稳定剂对含毒性热稳定剂具有较大的替代空间。



表12: 聚氯乙烯热稳定剂分类

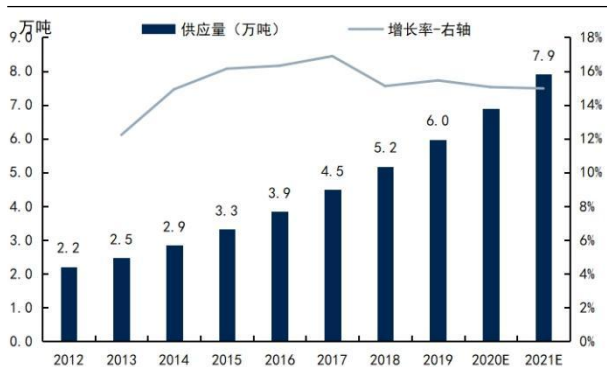
种类	特点
铅盐类热稳定剂	具有较好的长期热稳定效能, 适用于各类 PVC 制品的加工, 是目前国内主要使用的 PVC 热稳定剂, 最大的缺点是其具有毒性。
金属皂类热稳定剂	代表品种包括硬脂酸钙及硬脂酸锌等金属盐类, 硬脂酸钙和硬脂酸锌作为主热稳定剂单独使用效果较差, 与辅助热稳定剂使用具有良好的耐热效果, 且兼具无毒、环保特性。
有机锡类热稳定剂	适用于高透明性制品, 但价格昂贵, 且具有一定的毒性

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 国内合成水滑石新增产能有限, 公司龙头地位稳固

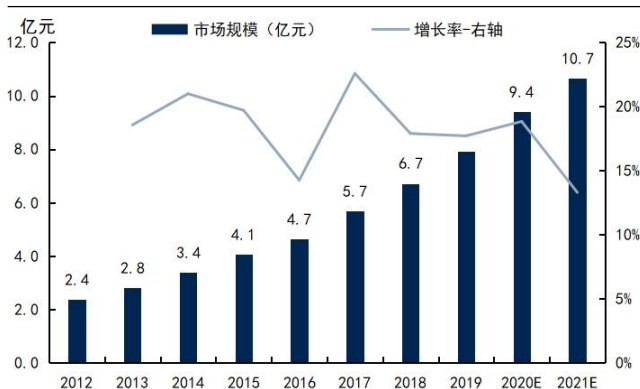
公司产能规模稳居内资企业的第一梯队, 市场占有率稳步提升。据公司公告, 2022年末公司合成水滑石产能 6600 吨/年, 今年 7 月白云技改项目新增 4000 吨产能中也包含部分合成水滑石产能。另外, 公司 IPO 募投项目中还有 10200 吨/年合成水滑石在建产能, 预计将于 2024 年 9 月投产, 项目投产后公司合成水滑石产能规模稳居内资企业的第一梯队。据智研咨询和中国塑料加工工业协会塑料助剂专业委员会会刊《塑料助剂》统计, 2012 年到 2019 年, 我国合成水滑石市场规模保持 15% 以上增速的高速增长, 市场规模从 2.37 亿元增长至 7.91 亿元, 年均复合增长率 18.79%, 2021 年将达到 10.65 亿元。全国产量也从 2012 年的 2.21 万吨增长到 2019 年的 5.98 万吨, 7 年复合增长率 15.28%, 2021 年, 我国合成水滑石产量预计达 7.91 万吨。结合公司合成水滑石国内销量, 2017-2019 年公司合成水滑石国内市场占有率分别为 3.57%、4.86% 和 6.33%, 公司市场占有率稳步提升。

图44: 国内合成水滑石供应量 (万吨)



资料来源: 公司招股说明书、智研咨询、塑料助剂, 国信证券经济研究所整理

图45: 国内合成水滑石市场空间 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书、智研咨询、塑料助剂, 国信证券经济研究所整理

表13: 国内外主要合成水滑石生产企业

生产企业	产能规模 (吨/年)	在建产能 (吨/年)
协和化学	30000	
丹东松元化学有限公司 (协和化学在国内的子公司)	10000	
呈和科技	10600	10200

邵阳天堂助剂化工有限公司	3000	
世京（衡水）新型材料有限公司（韩国世京集团在国内的子公司）	3000	
山东万新威纳材料科技有限公司	1500	
中山华明泰科技股份有限公司	1000	
利安隆		20000（暂缓）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 其他业务概况

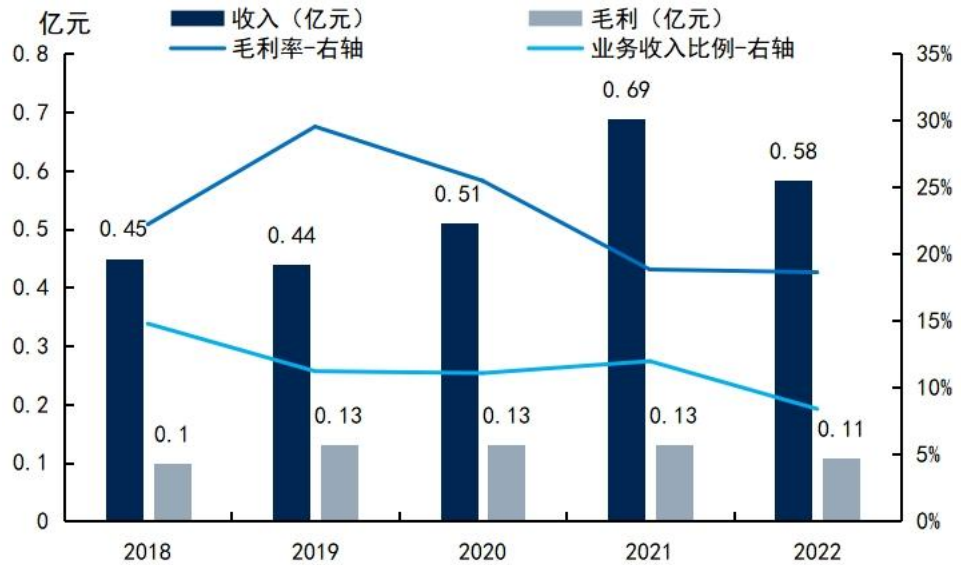
### NDO 复合助剂：公司为丰富产品线而推出的复合助剂产品

**NDO 复合助剂是不含公司自产的成核剂或合成水滑石的复合助剂。**复合助剂是由多种单一助剂，如成核剂、合成水滑石、抗氧剂、分散剂等，根据客户的生产工艺特点及其性能需求，按一定配方比例物理混合，采用特殊生产工艺生产的预混高分子材料助剂产品。除了生产以自主生产的成核剂、合成水滑石为关键成分的复合助剂产品外，为发挥技术优势、满足客户需求，公司还开发生产未添加自产单一助剂的复合助剂产品，即 NDO 复合助剂。“NDO”为公司注册商标名称，即 Non-Dust One-step。公司的 NDO 复合助剂是指一种无尘、一站式添加的，且不含公司自产的成核剂或合成水滑石的复合助剂。

**配方设计的先进性以及加工工艺控制的先进性构成公司复合助剂领域的竞争优势。**物理混合的特点决定了其基本生产原理属于行业共性技术，进入行业的技术门槛相对较低，市场竞争仍较为激烈。国内复合助剂市场较为分散，市场参与者主要是国内各类助剂生产企业，如成核剂、抗氧剂、吸酸剂等助剂生产企业。目前，公司复合助剂生产技术的独特性及核心竞争力具体体现在公司产品配方设计的先进性以及加工工艺控制的先进性，该先进性特点形成了公司的技术壁垒，从而具有良好的市场竞争力。公司 NDO 复合助剂客户涵盖中国石化、中国石油、中海壳牌、延长石油、国家能源集团宁夏煤业等国内主要能源化工企业。

**NDO 复合助剂盈利能力一般，业务占比呈下降趋势。**2019 年以来，公司 NDO 复合助剂业务的毛利率呈下降趋势，2022 年毛利率为 18.64%。NDO 复合助剂业务体量较小，近几年每年的营收在 5000 万元左右，毛利率在 1000 万左右。近三年 NDO 复合助剂营收占比分别为 11.08%、11.97%、8.40%，毛利占比分别为 6.40%、5.10%、3.78%，占比均较低且呈现下降趋势。

图46: 公司 NDO 复合助剂业务主要财务指标



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 贸易业务：根据实际业务灵活开展，风险控制能力较强

公司贸易业务主要包括自主销售以及代理采购两种方式。为了维护客户关系和开拓潜在客户，公司还进行部分大宗化工原料贸易业务，贸易商品主要包括聚乙烯、聚丙烯、芥酸酰胺、抗氧化剂等化工材料。公司贸易业务的开展包括为赚取商品进销差价的自主销售和以根据客户要求，代客户进行采购并赚取交易代理费用的代理采购两种具体方式。

公司贸易业务的毛利占比不高，风险可控。公司贸易业务收到的现金、支付的现金分别是公司销售商品收到的现金、采购商品支付的现金的主要组成部分，各年度占比均高于 50%。但由于贸易业务的周转速度较快，且毛利率较低，现金净流量占公司同期销售收款和采购付款现金净流量的比例较小，对公司整体经营活动现金流量的影响较小。此外，贸易商客户主要为从事化工产品贸易的企业，与公司之间是买断式销售，产品交付后的风险由贸易商自行承担，风险可控。近三年公司贸易业务营收占比分别为 15.78%、15.38%、18.39%，公司贸易业务的毛利率总体较低，近三年分别为 3.58%、10.23%、11.20%，毛利占比分别为 1.48%、3.53%、4.81%。

图47: 公司贸易业务主要财务指标

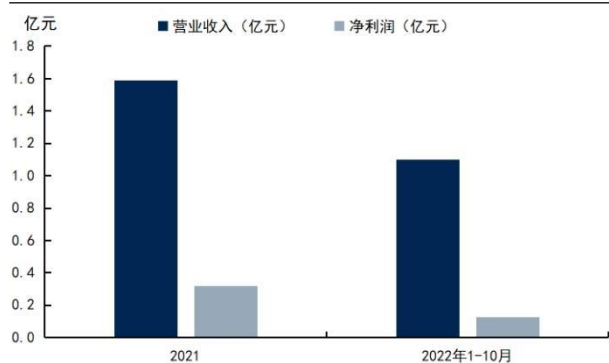


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 收购科澳化学、信达丰, 补齐抗氧化剂产品布局

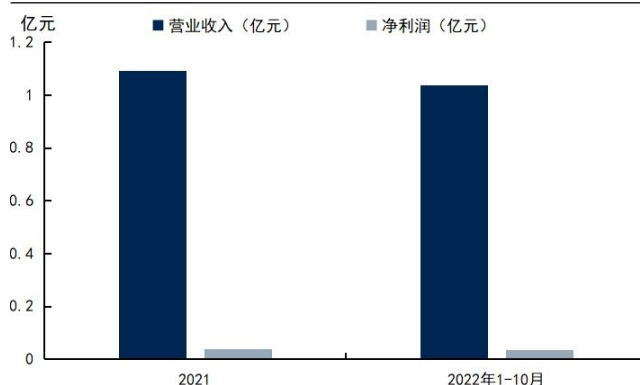
**收购科澳化学、信达丰, 完善高分子材料领域布局。**公司通过简易程序向特定对象发行人民币普通股股份已于 2023 年 6 月 30 日在完成登记, 募集资金净额 9203 万元, 用于收购科澳化学 100% 股权并增资、收购信达丰 100% 股权。公司与两家标的公司的主营产品均属于高分子材料助剂, 标的公司的优势在于抗氧化剂特别是特种抗氧化剂的研发、生产和销售能力较强, 收购完成后将保障公司现有产品的特种抗氧化剂原材料需求, 同时丰富高分子材料助剂产品种类, 更好地挖掘并满足现有客户对成核剂、水滑石、特种抗氧化剂以及各类复合助剂需求, 进一步拉动现有产品销售。

图48: 科澳化学主要财务指标



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图49: 信达丰主要财务指标



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图50: 抗氧剂出口价格指数



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图51: 抗氧剂出口数量指数

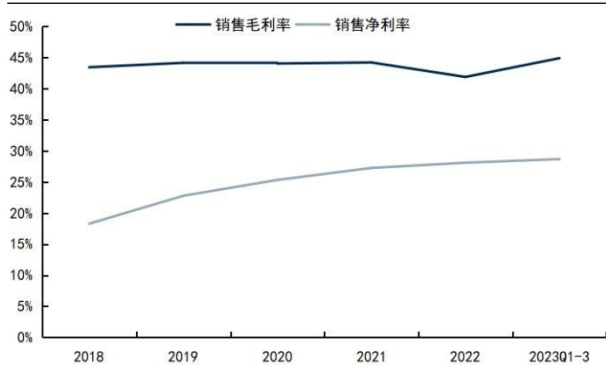


资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

## 公司财务数据简析

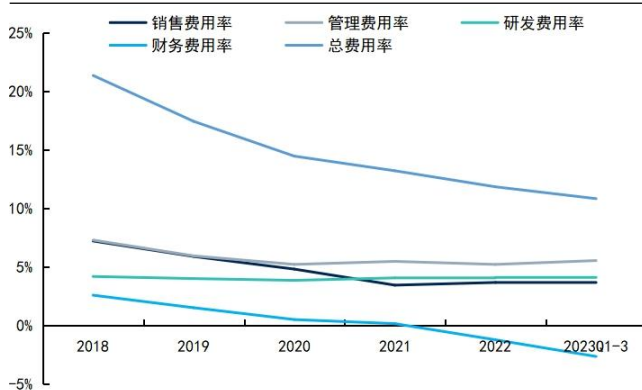
**盈利能力持续保持高位, 整体费用率持续下降。**公司是国内成核剂、合成水滑石领域的领军企业, 产品定位高端, 是中石油、中石化、北欧化工等多家国内外大型能源化工企业的制定供应商, 产品盈利水平多年来始终保持高位。2018年以来, 公司的销售毛利率大致维持在45%左右的高位区间, 2023年前三季度公司的销售毛利率为44.91%。上市以来, 公司的费用控制能力持续提升, 得益于切入国际大型公司供应链, 公司的销售费用显著降低, 同时管理费用率也有一定降低, 利息收入增加使得公司财务费用率有所下降。研发费用率方面, 公司重视新产品的研发, 近些年研发费用率始终保持在4%上下, 有望持续助力公司长期成长。毛利水平维持高位, 费用率持续下降, 公司的销售净利率也从2018年的18.28%提升至2023年前三季度的28.67%。整体来看, 公司的盈利能力非常优秀。

图52: 公司销售毛利率与销售净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

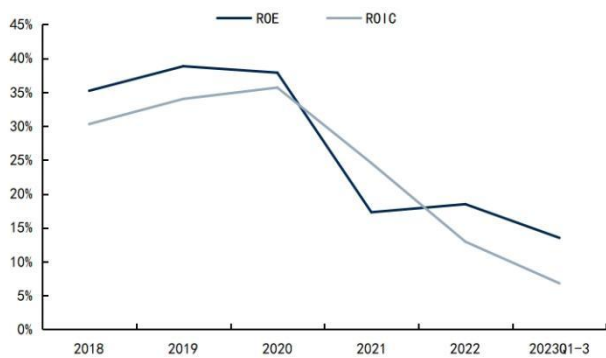
图53: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

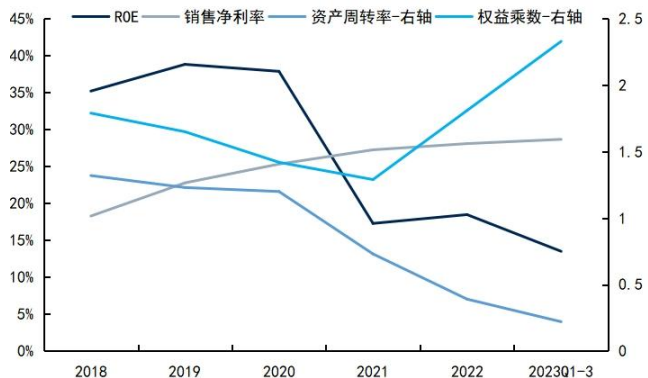


图54: 公司 ROE 与 R01C



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

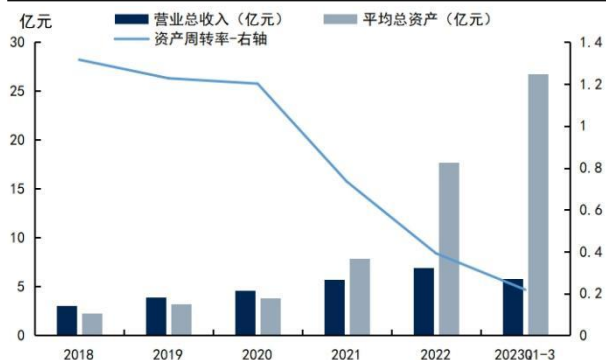
图55: 公司 ROE 杜邦拆分



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

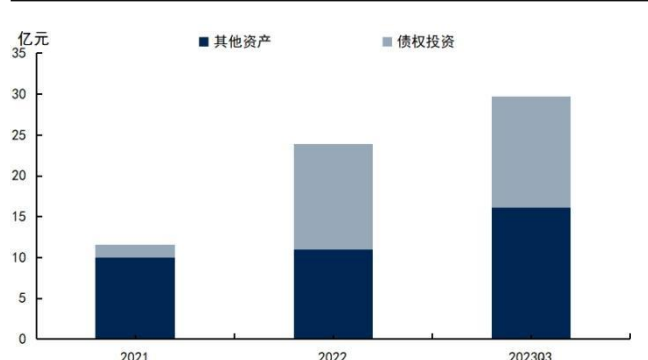
**ROE 走低主要系开展贸易业务所致。**2021 年上市以来, 公司的 ROE 不断走低, 我们将公司 ROE 进行杜邦拆分, 可以看出, 公司的销售净利率和权益乘数呈上升趋势, 对 ROE 的贡献为正, 公司 ROE 水平的降低由资产周转率降低所致。进一步地, 将公司的资产构成进行拆分, 可以看出上市以来公司的平均总资产快速提升, 资产的提升源自公司债权投资水平的快速增长, 相应的公司的短期借款水平也快速提升, 2022 年至今公司的债权投资和短期借款大致相匹配。短期借款、债权投资等资产增幅较大, 主要是随着公司业务规模进一步扩大和资金实力增强, 为满足客户需要扩大了代理贸易业务规模, 根据企业会计准则相关规定, 代理贸易业务应按照净额法确认为公司营业收入。体现在现金流量表中, 公司的投资活动现金净流量和筹资活动现金净流量变化趋势大致相反。

图56: 公司总资产周转率



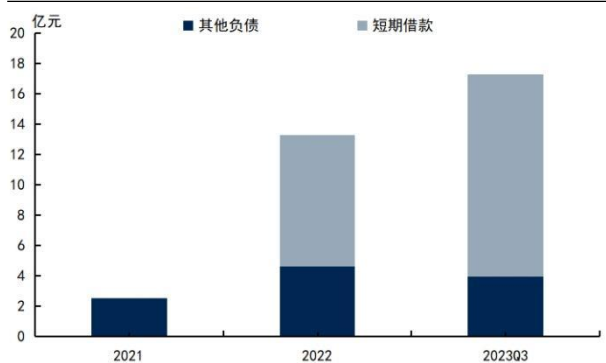
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图57: 公司资产构成



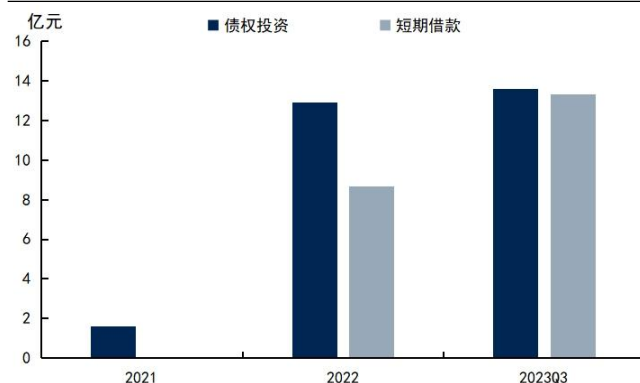
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图58: 公司负债构成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图59: 公司债权投资与短期借款



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司总资产和总负债规模有所增加, 与公司贸易业务带来的流动资产与流动负债增加同步。上市以来, 公司的资产负债率提升至 2023 年三季度末的 58.2%, 公司的短期偿债能力和长期偿债能力走势大致相符, 说明公司的负债水平的增长主要源于流动负债水平的增长, 2023 年三季度末公司的流动资产 11.77 亿, 流动负债 17.25 亿。在业务过程中, 公司根据现金情况将部分票据贴现所得货币资金进行大额存单和定期存款管理, 为到期需兑付票据提供稳定的资金保障, 因此公司的总资产和总负债规模相应增加。为严控风险和提高资金使用效率, 对于贸易业务公司主要采用银行承兑汇票结算, 并将获得的票据进行银行贴现, 对于附追索权的用于贴现的票据, 公司未终止确认。

总的来说, 公司 ROE 下降、资产负债率提升、偿债能力下降均源自公司的贸易业务带来的现金流量以及资产结构的变化, 而公司的贸易业务是围绕着主营业务展开的, 有实际订单交易作为保障, 同时公司对于资金风险的管控力度较强, 整体看因贸易业务带来的相应财务指标恶化的风险处于可控范围。因此, 如果不考虑公司贸易业务带来的报表数据调整, 我们认为公司整体的财务指标均比较优秀, 与公司近些年较高的销售毛/净利率和快速增长的业绩的相匹配。

图60: 公司资产负债率



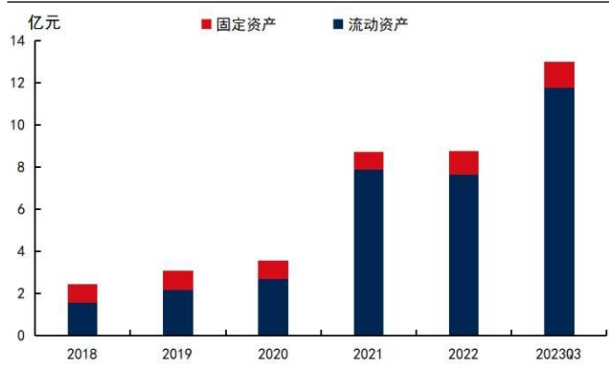
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图61: 公司短期/长期偿债能力



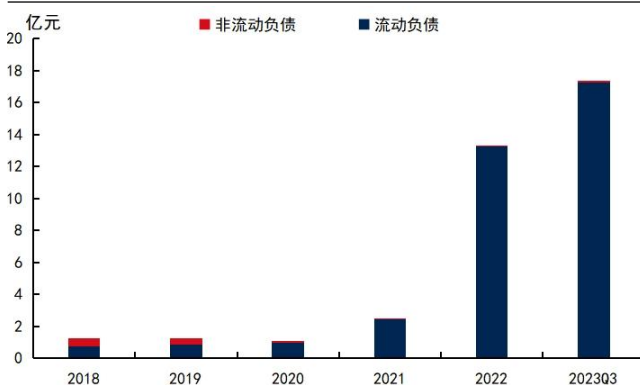
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图62: 公司资产构成



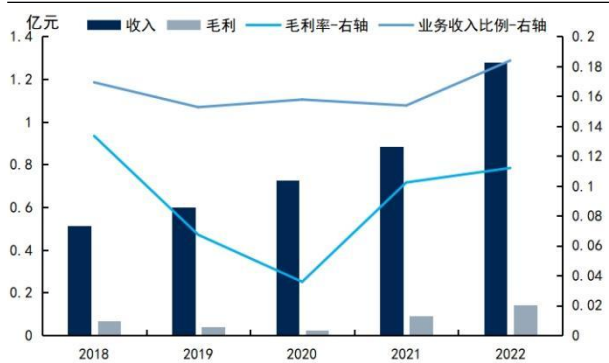
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图63: 公司负债构成



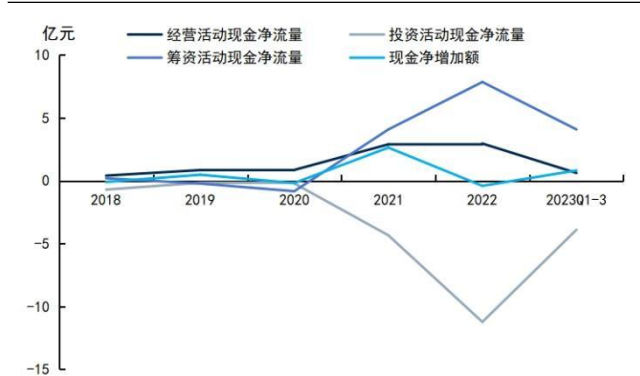
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图64: 公司利息收入利息支出



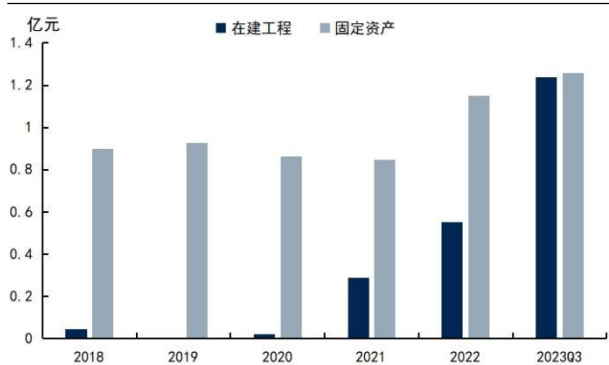
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图65: 公司现金流量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图66: 公司在建工程与固定资产



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图67: 公司上市以来分红情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注:

以除权除息日计

**多年来持续稳定分红，股利支付率较高。**自 2021 年上市以来，公司连续三年实施分红来回报股东，上市以来公司累计实现净利润 6.36 亿，同期累计分红 1.71 亿元，上市以来分红率达到 26.9%，其中 2023 年半年度现金分红总额 0.81 亿元，股利支付率达 48.44%。

**回购股份用于股权激励，彰显公司发展信心。**10 月 26 日晚，公司发布关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告，公司将以自有资金不低于 5000 万元（含）、不超过人民币 1 亿元回购股份，回购股份拟在未来适宜时机用于股权激励及/或员工持股计划，并在股份回购实施结果暨股份变动公告日后三年内转让。此次拟回购的股份数量占公司总股本的比例预计将为 1%-2%。此次回购计划彰显出公司管理层对于未来公司发展富有信心，且股权激励计划也有利于充分调动员工积极性，使公司的发展战略有效实施。

## 盈利预测与投资建议

**我们的盈利预测基于以下假设条件：**

**成核剂业务：**考虑到下游对成核剂的价格敏感性不高，我们假设 2023-2025 年公司成核剂产品的售价与 2022 年持平，销量方面，2022 年受各种因素影响公司积累了 749.4 吨库存，而今年以来下游需求良好，公司产能利用率也维持高位，因此 2023 年销量较 2022 年有一定提升，2024 年公司 IPO 项目投产后公司将新增 6400 吨/年成核剂产能，随着产能的爬坡预计公司 2024、2025 年成核剂的产销量均会有一定提升。成本方面，今年以来公司成核剂主要原料山梨醇、芳香醛等价格下降，产品毛利提升，我们假设公司成核剂业务的毛利率恢复至 2021 年水平。

**合成水滑石业务：**今年 7 月公司技改项目新增 4000 吨/年合成水滑石产能，公司今年合成水滑石的产销量较去年有一定提升。成本方面，今年以来公司合成水滑石主要原料铝盐、镁盐等价格下降，产品毛利提升，我们假设合成水滑石的成本降至 2021 年的水平。售价方面，我们假设合成水滑石的售价与 2022 年大致持平。

**其他业务：**我们假设公司 NDO 复合助剂、贸易业务经营情况与 2022 年相比大致持平，同时今年公司完成对科澳化学、信达丰的收购，两家公司并表后开始贡献业绩，对公司其他业务的毛利修复形成正向贡献。

**预计 2023-2025 年公司归母净利润为 2.28/2.91/3.67 亿元。**

表 14: 呈和科技业务盈利预测表

	2022A	2023E	2024E	2025E
成核剂				
营业收入（亿元）	3.91	4.76	5.88	6.72
营业成本（亿元）	1.79	2.00	2.47	2.82
毛利润（亿元）	2.12	2.76	3.41	3.90
毛利率	54.24%	58.00%	58.00%	58.00%
合成水滑石				
营业收入（亿元）	1.17	1.62	2.09	3.04
营业成本（亿元）	0.64	0.72	0.94	1.36
毛利润（亿元）	0.53	0.89	1.16	1.68
毛利率	45.49%	55.26%	55.26%	55.26%

NDO 复合助剂				
营业收入 (亿元)	0.58	0.56	0.65	0.65
营业成本 (亿元)	0.47	0.45	0.52	0.52
毛利润 (亿元)	0.11	0.11	0.13	0.13
毛利率	18.64%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务				
营业收入 (亿元)	1.28	1.30	1.99	2.76
营业成本 (亿元)	1.13	0.99	1.56	2.17
毛利润 (亿元)	0.15	0.31	0.44	0.59
毛利率	11.49%	23.86%	21.97%	21.25%
合计				
营业收入 (亿元)	6.95	8.24	10.61	13.16
营业成本 (亿元)	4.04	4.16	5.48	6.87
毛利润 (亿元)	2.91	4.08	5.13	6.29
毛利率	41.89%	49.48%	48.38%	47.81%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理并预测

### 绝对估值：每股股价 44.79-99.15 元

上市以来，公司的费用控制能力持续提升，得益于切入国际大型公司供应链，公司的销售费用显著降低，同时管理费用率也有一定降低。研发费用率方面，公司重视新产品的研发，近些年研发费用率始终保持在4%上下。我们假设未来三年公司的管理、研发、销售费用大致维持稳定。基于行业供需格局以及公司在建产能投放进度，我们预计公司未来收入、业绩端保持一定增长，未来三年估值假设条件见下表：

表15：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	17.37%	25.19%	20.60%	18.53%	28.78%	24.06%
营业成本/营业收入	55.95%	55.78%	58.11%	50.52%	51.62%	52.19%
管理费用/营业收入	4.99%	5.24%	5.02%	5.00%	5.00%	5.00%
研发费用/营业收入	3.88%	4.09%	4.13%	4.00%	4.00%	4.00%
销售费用/销售收入	4.84%	3.47%	3.70%	3.30%	3.30%	3.30%
营业税及附加/营业收入	0.82%	0.87%	1.10%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	14.06%	13.62%	14.18%	14.00%	14.00%	14.00%
股利分配比率	36.76%	25.72%	36.77%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测



**表16: 资本成本假设**

项目	值	项目	值
无杠杆 Beta	0.93	T	14.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.55%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.08
公司股价	40.21	Ke	9.53%
发行在外股数	133	E/(D+E)	84.08%
股票市值(E)	5361	D/(D+E)	15.92%
债务总额(D)	1015	WACC	8.74%
Kd	5.30%	永续增长率	2.00%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析:

**表17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)**

	62.05	WACC 变化				
		7.7%	8.2%	8.74%	9.2%	9.7%
永续增长率变化	3.5%	99.15	86.45	76.22	67.80	60.77
	3.0%	90.13	79.45	70.67	63.34	57.12
	2.5%	82.84	73.67	66.02	59.53	53.97
	2.0%	76.81	68.82	<b>62.05</b>	56.25	51.23
	1.5%	71.75	64.69	58.64	53.40	48.82
	1.0%	67.44	61.13	55.66	50.89	46.69
	0.5%	63.73	58.03	53.05	48.67	44.79

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 44.79-99.15 元, 在 2%的永续增长率以及 8.74%的 WACC 假设前提下公司的每股合理价值为 62.05 元。从估值方法特征来看, 以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司, 在成长股预测中存在失真现象。

### 相对估值: 每股股价 42.75-51.3 元

**相对估值方面**, 考虑到公司主营产品成核剂、合成水滑石均属于塑料助剂, 因此我们选取塑料助剂行业的利安隆、鼎际得、风光股份、瑞丰高材、日科化学等企业作为可比公司。利安隆是高分子材料抗老化助剂产品和技术供应商, 主要产品有抗氧化剂、光稳定剂和整体解决方案复配产品 U-pack。鼎际得是国内少数同时具备高分子材料高效能催化剂和化学助剂产品的专业提供商, 主要产品呢有复合助剂、抗氧剂、催化剂等。根据可比公司的行业平均 PE (2023 年) 约 33.39 倍, 公司 2023 年 PE 低于行业平均水平。根据公司产能规划, 我们预计未来 3 年公司业绩仍将保持较快增长, 考虑到公司新产能将逐步释放, 而且产品定位高端, 附加值较高, 所以按 25-30 倍 PE 来估值较合理, 对应股价区间 42.75-51.3 元。

表18: 同类公司估值比较

股票代码	股票名称	主营产品	收盘价 (2023.11.30)	EPS			PE			PB	总市值 (亿元)
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
300596.SZ	利安隆	光稳定剂、抗氧化剂等	30.16	2.29	1.82	2.31	23.83	16.53	13.03	1.72	69.25
603255.SH	鼎际得	复合助剂、抗氧化剂、 催化剂	39.02	0.82	0.78	1.19	54.42	50.25	32.76	3.32	52.47
301100.SZ	风光股份	复合助剂、抗氧化剂	19.15	0.48			46.57			1.79	38.30
300214.SZ	日科化学	抗冲改性剂、增韧剂	6.35	0.42			15.69			1.15	29.64
300243.SZ	瑞丰高材	抗冲改性剂	9.89	0.26			29.37			2.45	23.29
<b>平均值</b>							<b>33.98</b>	<b>33.39</b>	<b>22.90</b>		
688625.SH	呈和科技	成核剂、合成水滑石、 复合助剂	39.86	1.46	1.71	2.18	26.8	22.9	17.9	4.34	53.94

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

### 投资建议: 看好公司长期稳健成长, 维持“增持”评级。

综合绝对及相对方法估值, 我们认为公司股票合理估值区间在 44.79-51.3 元之间, 2023 年动态市盈率 25-30X, 相对于公司目前股价有 12.37%-28.7% 的溢价空间。我们认为, 公司是国内成核剂、合成水滑石的龙头企业, 所处行业存在广阔的进口替代空间, 随着公司在建产能的逐步释放, 我们看好公司长期稳健成长。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 2.28/2.91/3.67 亿元, 摊薄 EPS 为 1.71/2.18/2.75 元, 当前股价对应 PE 为 23.6/18.4/14.6x, 维持“增持”评级。

## 风险提示

**市场开拓风险。**公司核心技术产品  $\beta$  晶型增韧成核剂与高透明合成水滑石对公司整体经营业绩的贡献仍较小, 两项产品尚处于应用推广阶段, 未来市场开拓情况存在不确定性。

**原材料价格上涨或未能及时供应的风险。**公司主要原材料芳香醛、抗氧化剂和芳香羧酸均需要对外采购。如未来主要原材料价格发生大幅上涨, 或供应商未能按照约定时间向公司交付采购的原材料二影响公司生产, 将可能对公司的经营业绩产生不利影响。

**公司业务拓展受下游客户影响较大的风险。**公司高分子材料助剂产品的客户以中国石油、中国石化等大型能源化工企业为主。该类客户行业地位高、生产规模大, 若公司产品未来不能通过下游客户的测试, 导入进度不及预期, 或不能持续、稳定地达到客户质量要求, 则将对公司的业绩造成不利影响。

**市场竞争加剧的风险。**随着市场需求的不断扩大, 行业自身技术的持续进步, 成核剂、合成水滑石产业面临着良好的行业发展机遇, 现有市场参与者扩大产能及新投资者的进入, 将可能使市场竞争加剧, 影响公司业绩。

**募投项目产能消化的风险。**IPO 募集资金投资项目达产后, 公司每年的折旧和摊销金额将有所增长, 若未来市场情况发生不可预见的变化, 或者出现公司不能有效开拓新市场等其他对产品销售不利的因素, 公司将存在新增产能难以消化, 募集资金投资项目无法实现预期盈利的风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	307	268	350	350	350	营业收入	576	695	824	1061	1316
应收款项	123	165	158	174	180	营业成本	321	404	416	548	687
存货净额	50	63	56	73	92	营业税金及附加	5	8	8	11	13
其他流动资产	79	152	99	127	158	销售费用	20	26	27	35	43
<b>流动资产合计</b>	<b>790</b>	<b>763</b>	<b>778</b>	<b>841</b>	<b>896</b>	管理费用	32	36	43	55	67
固定资产	114	170	254	331	382	研发费用	24	29	33	42	53
无形资产及其他	43	41	50	58	66	财务费用	1	(8)	35	35	29
投资性房地产	214	1415	1415	1415	1415	投资收益	4	9	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	11	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1161</b>	<b>2390</b>	<b>2497</b>	<b>2644</b>	<b>2759</b>	其他收入	(21)	(21)	(33)	(42)	(53)
短期借款及交易性金融负债	6	874	1015	922	760	营业利润	182	228	265	339	426
应付款项	178	384	201	220	221	营业外净收支	(0)	(0)	0	0	0
其他流动负债	58	68	57	75	94	<b>利润总额</b>	<b>182</b>	<b>227</b>	<b>265</b>	<b>339</b>	<b>426</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>242</b>	<b>1325</b>	<b>1273</b>	<b>1217</b>	<b>1074</b>	所得税费用	25	32	37	47	60
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	7	7	7	7	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>157</b>	<b>195</b>	<b>228</b>	<b>291</b>	<b>367</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>252</b>	<b>1333</b>	<b>1281</b>	<b>1224</b>	<b>1082</b>	净利润	157	195	228	291	367
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	(0)	0	0	0
股东权益	909	1057	1216	1420	1677	折旧摊销	9	10	18	25	31
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1161</b>	<b>2390</b>	<b>2497</b>	<b>2644</b>	<b>2759</b>	公允价值变动损失	(1)	(11)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	1	(8)	35	35	29
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(64)	(1115)	(126)	(26)	(36)
每股收益	1.18	1.46	1.71	2.18	2.75	其它	(0)	0	(0)	(0)	(0)
每股红利	0.30	0.54	0.51	0.66	0.83	<b>经营活动现金流</b>	<b>102</b>	<b>(921)</b>	<b>119</b>	<b>290</b>	<b>362</b>
每股净资产	6.82	7.93	9.12	10.65	12.58	资本开支	0	(76)	(110)	(110)	(90)
ROIC	29.76%	13.91%	11%	13%	16%	其它投资现金流	(209)	116	0	0	0
ROE	17.28%	18.47%	19%	21%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(209)</b>	<b>40</b>	<b>(110)</b>	<b>(110)</b>	<b>(90)</b>
毛利率	44%	42%	49%	48%	48%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	30%	28%	36%	35%	34%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	32%	29%	38%	37%	37%	支付股利、利息	(40)	(72)	(68)	(87)	(110)
收入增长	25%	21%	19%	29%	24%	其它融资现金流	453	986	141	(93)	(162)
净利润增长率	35%	24%	17%	28%	26%	<b>融资活动现金流</b>	<b>371</b>	<b>842</b>	<b>73</b>	<b>(180)</b>	<b>(272)</b>
资产负债率	22%	56%	51%	46%	39%	<b>现金净变动</b>	<b>264</b>	<b>(39)</b>	<b>82</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
股息率	0.8%	1.4%	1.3%	1.6%	2.1%	货币资金的期初余额	43	307	268	350	350
P/E	33.8	27.2	23.6	18.4	14.6	货币资金的期末余额	307	268	350	350	350
P/B	5.8	5.0	4.4	3.8	3.2	企业自由现金流	0	(1016)	37	207	294
EV/EBITDA	30.3	32.8	21.2	16.7	13.3	权益自由现金流	0	(30)	148	85	107

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032