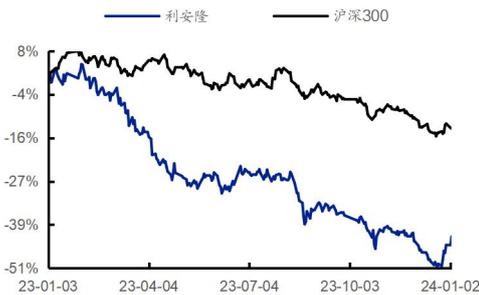


研究所：  
 证券分析师：李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人：杨丽蓉 S0350122080038  
 yanglr@ghzq.com.cn

## 拟收购韩国 IPI，进军电子级 PI 材料市场

### ——利安隆（300596）点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现 2024/01/03

表现	1M	3M	12M
利安隆	2.6%	-9.1%	-42.5%
沪深 300	-3.0%	-8.4%	-13.1%

#### 市场数据 2024/01/03

当前价格(元)	30.83
52周价格区间(元)	25.91-57.00
总市值(百万)	7,079.17
流通市值(百万)	6,610.85
总股本(万股)	22,961.97
流通股本(万股)	21,442.91
日均成交额(百万)	231.60
近一月换手(%)	1.07

#### 相关报告

- 《利安隆（300596）三季度业绩点评报告：Q3 业绩环比持平，润滑油添加剂二期即将放量（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2023-10-25
- 《利安隆（300596）2023 年中报点评报告：2023Q 业绩环比改善，康泰二期完成试生产（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2023-08-29
- 《利安隆(300596.SZ)2022 年报点评：2022 年业绩同比+26%，看好两大主业持续放量（买入）\*化学制品\*董伯骏，李永磊》——2023-04-09
- 《利安隆（300596）点评报告：发布第三期员工持

#### 事件：

2024 年 1 月 2 日，利安隆发布公告，拟以自有资金 2 亿元向宜兴创聚增资。增资完成后，公司将持有宜兴创聚 51.18% 股权，宜兴创聚将全资并购韩国 IPI 100% 股权，交易完成后，宜兴创聚将成为公司控股子公司，宜兴创聚和韩国 IPI 将纳入公司合并报表范围。

#### 投资要点：

##### 拟收购韩国 IPI，进军电子级 PI 材料市场

聚酰亚胺膜和浆料材料属于“卡脖子”进口替代类电子级 PI 材料。韩国 IPI 公司已有成熟量产产品 FCCL 用 TPI 膜和 QFN 封装用 TPI 膜、Film heater，以及具备量产基础的使用无害溶剂的 YPI 产品，且产品已通过三星电子、联茂电子等公司的验证，并已批量供应。

此次公司向宜兴创聚增资 2 亿元，资金用途主要有两方面：1) 用于宜兴创聚并购韩国 IPI 100% 股权对价及相关税费；2) 剩余增资款项用于宜兴创聚建设 YPI 生产线和 TPI 涂覆线，将在江苏宜兴快速建设中国产能和研发中心，形成韩国研发中心和国内研发中心、韩国产能和中国产能并行的研发生产格局。通过此次并购，公司有望快速进入高端电子化学品业务领域，逐步向柔性 OLED 显示屏幕和柔性电路板（FPC）、芯片封装及动力电池等制造使用的上游核心材料产业延伸。

##### 新建产能进入放量期，多元化布局促发展

据公司 2023 年中报，康泰二期 5 万吨/年润滑油添加剂已完成试生产，康泰二期产能放量在即，有望补齐一期产品短板，一期和二期项目产能形成合力。此外，公司布局生命科学和合成生物学领域，年产 6 吨核酸单体中试已投产，试生产样品已通过下游验证；红景天苷已完成吨级中试放大，已具备产业化条件；聚谷氨酸已完成 100L 发酵和分离纯化工艺开发，已具备中试放大条件。透明质酸和特种氨基酸及其衍生物等项目已完成技术引进，目前正在技术验证和发酵分离纯化工艺优化。

股计划，未来成长动力充足（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2023-01-04

《利安隆深度报告：利安隆(300596.SZ) 深度报告：抗老化助剂龙头，多线业务驱动发展（买入）

\*化学制品\*董伯骏，李永磊》——2022-12-29

**盈利预测和投资评级** 受行业景气度波动影响，公司抗老化助剂行业下游需求较弱，产品价格有所下滑，叠加公司康泰二期前期试生产周期长于预期，产能释放进度低于预期，我们调整公司业绩。基于审慎性原则，暂不考虑本次收购对于公司业绩影响，预计 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 3.81、4.95、6.49 亿元，EPS 为 1.66、2.15、2.82 元/股，对应 PE 为 19、14、11 倍。我们看好公司新建项目在近两年进入产能集中释放期，叠加公司前瞻布局生命科学和高端电子材料领域，维持“买入”评级。

**风险提示** 并购业务整合不及预期、高端电子材料下游应用开拓不及预期、下游需求低于预期、项目建设放量低于预期、主营产品价格下降、主要原材料价格波动、汇率波动。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4843	5485	6645	7830
增长率(%)	41	13	21	18
归母净利润（百万元）	526	381	495	649
增长率(%)	26	-28	30	31
摊薄每股收益（元）	2.40	1.66	2.15	2.82
ROE(%)	14	9	11	12
P/E	22.77	18.60	14.31	10.91
P/B	3.28	1.69	1.51	1.33
P/S	2.59	1.29	1.07	0.90
EV/EBITDA	15.42	8.97	7.31	5.71

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：利安隆盈利预测表（暂不考虑本次收购影响）

证券代码:	300596		股价:	30.83	投资评级:	买入	日期:	2024/01/03	
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	14%	9%	11%	12%	EPS	2.40	1.66	2.15	2.82
毛利率	24%	20%	21%	22%	BVPS	16.62	18.28	20.43	23.26
期间费率	7%	7%	7%	7%	<b>估值</b>				
销售净利率	11%	7%	7%	8%	P/E	22.77	18.60	14.31	10.91
<b>成长能力</b>					P/B	3.28	1.69	1.51	1.33
收入增长率	41%	13%	21%	18%	P/S	2.59	1.29	1.07	0.90
利润增长率	26%	-28%	30%	31%					
<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	0.64	0.70	0.76	0.80	营业收入	4843	5485	6645	7830
应收账款周转率	6.41	6.29	6.34	6.34	营业成本	3668	4368	5268	6139
存货周转率	3.78	3.60	3.61	3.65	营业税金及附加	20	32	39	43
<b>偿债能力</b>					销售费用	122	141	171	200
资产负债率	48%	45%	45%	44%	管理费用	173	197	239	274
流动比	1.39	1.63	1.73	1.86	财务费用	49	51	56	58
速动比	0.82	0.93	1.00	1.11	其他费用/（-收入）	208	240	291	342
					<b>营业利润</b>	<b>592</b>	<b>454</b>	<b>590</b>	<b>773</b>
<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	-10	-10	-10	-10
现金及现金等价物	859	793	1044	1475	<b>利润总额</b>	<b>582</b>	<b>445</b>	<b>580</b>	<b>763</b>
应收款项	1069	1290	1530	1813	所得税费用	56	63	84	111
存货净额	1282	1523	1842	2144	<b>净利润</b>	<b>526</b>	<b>382</b>	<b>496</b>	<b>653</b>
其他流动资产	233	248	304	349	少数股东损益	0	1	1	4
<b>流动资产合计</b>	<b>3445</b>	<b>3854</b>	<b>4720</b>	<b>5781</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>526</b>	<b>381</b>	<b>495</b>	<b>649</b>
固定资产	2326	2319	2206	2059					
在建工程	836	544	485	445	<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	976	1124	1294	1457	经营活动现金流	514	633	699	853
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	526	381	495	649
<b>资产总计</b>	<b>7583</b>	<b>7839</b>	<b>8706</b>	<b>9742</b>	少数股东损益	0	1	1	4
短期借款	639	200	189	194	折旧摊销	232	350	378	393
应付款项	1103	1278	1556	1808	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	1	1	1	1	营运资金变动	-324	-178	-244	-272
其他流动负债	742	881	985	1111	<b>投资活动现金流</b>	<b>-501</b>	<b>-208</b>	<b>-389</b>	<b>-379</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2485</b>	<b>2360</b>	<b>2731</b>	<b>3113</b>	资本支出	-291	-199	-377	-368
长期借款及应付债券	1102	1102	1102	1102	长期投资	-210	-8	-12	-11
其他长期负债	67	67	67	67	其他	0	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>1169</b>	<b>1169</b>	<b>1169</b>	<b>1169</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>258</b>	<b>-492</b>	<b>-59</b>	<b>-43</b>
<b>负债合计</b>	<b>3655</b>	<b>3529</b>	<b>3900</b>	<b>4283</b>	债务融资	112	-439	-11	5
股本	230	230	230	230	权益融资	424	0	0	0
股东权益	3928	4310	4806	5459	其它	-277	-52	-48	-48
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7583</b>	<b>7839</b>	<b>8706</b>	<b>9742</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>269</b>	<b>-67</b>	<b>251</b>	<b>431</b>

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。

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。

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视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。