

2024年01月09日

利安隆 (300596.SZ)

公司快报

拟增资并购韩国 IPI，切入电子级 PI 市场打造新增长点

投资要点

- ◆ **事件：**利安隆近日发布公告，拟以 2 亿元自有资金增资宜兴创聚。增资完成后利安隆将持有宜兴创聚 51.18% 股权，宜兴创聚将全资并购韩国 IPI 公司 100% 股权。本次交易完成后，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。
- ◆ **增资控股宜兴创聚，并购韩国 IPI 公司 100% 股权。**根据交易方案：1) 公司及其他增资合作投资方合计投资 3.21 亿元，合计持有宜兴创聚 82.15% 股权，其中公司投资 2 亿元持有 51.18% 股权，对应宜兴创聚 100% 股权价值为 3.91 亿元。2) 宜兴创聚应将从本次交易中获得的 not 高于人民币 2 亿元增资款专项用于支付取得韩国 IPI 100% 股权的对价及相关税费，并向韩国 IPI 提供不超过 0.2 亿元人民币股东借款以供其回购注销韩国产业银行持有的韩国 IPI 优先股。获得的剩余增资款专项用于宜兴创聚建设 YPI 生产线和 TPI 涂覆线以及补充宜兴创聚、韩国 IPI 的流动资金。3) 韩国 IPI 在 2022 年实现收入 1933 万元净利润-2204 万元，2022 年末总资产 8252 万元净资产 3655 万元；2023 年上半年实现收入 478 万元净利润-897 万元，2023 年 6 月 30 日总资产 7489 万元净资产 2758 万元。4) 宜兴创聚成立于 2023 年 9 月 11 日，自成立以来除与韩国 IPI 各股东签署收购韩国 IPI 股权的股权转让协议、与韩国 IPI 签署股东借款协议以回购韩国产业银行持有的韩国 IPI 优先股，以及签署其他与本次交易有关的协议之外，无其他实质经营行为，尚无财务数据。交易完成后，宜兴创聚将持有韩国 IPI 100% 股权。
- ◆ **切入电子级 PI 产业，布局中韩双基地。**韩国 IPI 公司拥有聚酰亚胺 (PI) 成熟的生产技术和量产工艺，创始团队拥有 PI 领域十余年的研发应用经验，对 PI 材料的特性、应用方向有非常深刻的探索。2010 年开始，韩国 IPI 创始人在韩国研究机构 GS Caltex 从事 PI 材料研发工作，2015 年，三位创始人将 PI 有关的设备和开发成果从 GS Caltex 剥离，并创立韩国 IPI 公司。目前 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，以及其他若干技术和产品方向储备。韩国 IPI 的产品已通过三星电子、联茂电子等公司的验证，并已经开始批量供应。本项目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在中国研发中心、韩国产能和中国产能并行的研发生产格局。公司经过对市场消费趋势的研判，结合自身技术能力和人力资源条件，逐步向柔性 OLED 显示屏幕、柔性电路板 (FPC)、芯片封装等制造使用的核心材料产业延伸，本项目相关产品聚酰亚胺膜和浆料材料属于“卡脖子”进口替代类

基础化工 | 其他化学制品 III

投资评级

增持-B(首次)

股价(2024-01-09)

26.90 元

交易数据

总市值 (百万元)	6,176.77
流通市值 (百万元)	5,768.14
总股本 (百万股)	229.62
流通股本 (百万股)	214.43
12 个月价格区间	55.42/26.86

一年股价表现



资料来源：聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-2.37	-9.91	-32.41
绝对收益	-5.51	-20.67	-49.7

分析师

骆红永

 SAC 执业证书编号: S0910523100001
 luohongyong@huajinsec.com

相关报告



电子级 PI 材料。通过本次交易实现公司与宜兴创聚、韩国 IPI 的资源整合，进而增强公司的持续盈利能力。

- ◆ **内生外延并重，三条生命曲线推动可持续发展。**自公司上市以来，并购了利安隆科润、利安隆凯亚、锦州康泰、增资扩股利安隆赤峰并于 2023 年扩大持股比例。四个标的公司通过协同发展均呈现了优秀的业绩，整合取得了显著成效。公司规划布局三大板块业务推动可持续发展，形成了核心业务锅里有饭的第一生命曲线高分子材料抗老化业务，战略业务仓里有粮的第二生命曲线润滑油添加剂业务，新兴业务田里有稻的第三生命曲线生命科学业务，业务层次清晰。第一曲线高分子材料抗老化领域已深耕多年，基本盘扎实稳健，技术和人才储备充分，未来发展预期确定。第二曲线润滑油添加剂正值供应链自主可控的关键窗口期，二期新产能的投产，该领域未来增量发展提速确定性大。第三曲线生命科学领域空间广阔，公司本着立足未来，在全球开启“生物造物新征程”中，先从基础布局，为未来打开了发展空间。
- ◆ **投资建议：**利安隆为国内抗老化助剂龙头企业，2022 年并购锦州康泰开启润滑油添加剂第二生命曲线，设立生命科学部进入分子砌块和合成生物学领域培育第三生命曲线，通过本次交易快速切入 PI 等高端电子材料领域，看好公司业绩持续增长。由于交易事项尚在推进中，暂不考虑本次交易影响，预计公司 2023-2025 年收入分别为 52.71 /62.47 /71.58 亿元，同比增长 8.8% /18.5% /14.6% ，归母净利润分别为 3.91 /5.23 /6.25 亿元，同比增长-25.6% /33.6% /19.5% ，当前股价对应 PE 分别为 15.8x /11.8x /9.9x；首次覆盖，给予“增持-B”评级。
- ◆ **风险提示：**交易整合不确定性；标的公司业绩波动风险；应用开拓和客户导入不及预期；项目建设和产能释放不及预期；需求不及预期；市场竞争超预期。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,445	4,843	5,271	6,247	7,158
YoY(%)	38.7	40.6	8.8	18.5	14.6
净利润(百万元)	418	526	391	523	625
YoY(%)	42.5	25.9	-25.6	33.6	19.5
毛利率(%)	26.8	24.3	21.7	22.5	22.7
EPS(摊薄/元)	1.82	2.29	1.70	2.28	2.72
ROE(%)	16.2	13.4	9.2	11.1	11.9
P/E(倍)	14.8	11.7	15.8	11.8	9.9
P/B(倍)	2.5	1.6	1.5	1.3	1.2
净利率(%)	12.1	10.9	7.4	8.4	8.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测及业务分拆

抗氧化剂：产能爬坡销量稳步增长，结构优化提升毛利率水平。预计 2023-2025 年收入增速分别为-0.08%、16.77%、18.13%，毛利率分别为 19.51%、21.32%、21.72%。

光稳定剂：价格下行承压后企稳，产销量稳步释放，预计 2023-2025 年收入增速分别为-0.78%、21.67%、14.60%，毛利率分别为 32.90%、32.63%、32.45%。

U-pack：随着价格企稳和销量稳步提升，预计 2023-2025 年收入增速分别为 12.50%、15.00%、13.00%，毛利率分别为 7.00%、7.00%、7.00%。

润滑油添加剂：锦州康泰 2022 年 5 月并表，产能爬坡利用率提升，预计 2023-2025 年收入增速分别为 62.62%、21.41%、12.31%，毛利率分别为 16.70%、17.05%、17.52%。

表 1：公司业务分拆和预测

利安隆	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
合计					
收入(百万元)	3445	4843	5271	6247	7158
YoY (%)	38.74%	40.59%	8.84%	18.51%	14.59%
毛利(百万元)	925	1175	1144	1404	1628
毛利率 (%)	26.84%	24.26%	21.71%	22.48%	22.74%
抗氧化剂					
收入(百万元)	1303	1646	1645	1920	2269
YoY (%)	36.07%	26.32%	-0.08%	16.77%	18.13%
毛利(百万元)	271	333	321	410	493
毛利率 (%)	20.80%	20.24%	19.51%	21.32%	21.72%
光稳定剂					
收入(百万元)	1624	1868	1853	2255	2584
YoY (%)	31.26%	15.01%	-0.78%	21.67%	14.60%
毛利(百万元)	594	682	610	736	839
毛利率 (%)	36.56%	36.52%	32.90%	32.63%	32.45%
U-pack					
收入(百万元)	351	518	583	670	757
YoY (%)	70.63%	47.49%	12.50%	15.00%	13.00%
毛利(百万元)	34	49	41	47	53
毛利率 (%)	9.76%	9.43%	7.00%	7.00%	7.00%
润滑油添加剂					
收入(百万元)		606	985	1196	1343
YoY (%)		16.22%	62.62%	21.41%	12.30%
毛利(百万元)		103	165	204	235
毛利率 (%)		17.05%	16.70%	17.05%	17.52%
其他					
收入(百万元)	166	205	205	205	205

利安隆	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
YoY (%)	102.73%	23.44%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	26	7	8	8	8
毛利率 (%)	15.41%	3.57%	4.00%	4.00%	4.00%

资料来源: wind, 华金证券研究所; 润滑油添加剂业务锦州康泰于 2022 年 5 月并表, 2022 年为并表业绩

二、估值对比

我们选择高分子材料助剂和润滑油添加剂的宿迁联盛(高分子材料助剂)、鼎际得(高分子材料助剂)、瑞丰新材(润滑油添加剂)作为可比公司, 2023-2025 平均 PE 分别为 33.2x/22.5x/11.3x, 利安隆对应 PE 分别为 15.8x /11.8x /9.9x。利安隆高分子抗老化助剂、润滑油添加剂、生命科学业务三大板块齐头并进, 并购韩国 IPI 切入聚酰亚胺等电子材料领域, 推动公司业绩持续增长。

表 2: 可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603065.SH	宿迁联盛	16.00	67	0.45	0.67	0.96	35.7	23.9	16.7
603255.SH	鼎际得	35.68	48	0.78	1.19	5.82	45.9	30.0	6.1
300910.SZ	瑞丰新材	42.69	123	2.38	3.13	3.88	17.9	13.6	11.0
可比公司平均值							33.2	22.5	11.3
300596.SZ	利安隆	26.90	62	1.70	2.28	2.72	15.8	11.8	9.9

资料来源: 数据截止日期 2024 年 1 月 9 日, wind (可比公司采用 wind 一致预期), 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2452	3445	3440	4360	4488	营业收入	3445	4843	5271	6247	7158
现金	468	819	749	948	1117	营业成本	2520	3668	4127	4842	5530
应收票据及应收账款	919	1069	1273	1443	1669	营业税金及附加	16	20	22	26	30
预付账款	61	117	77	153	111	营业费用	99	122	155	178	200
存货	893	1282	1181	1650	1422	管理费用	131	173	208	240	272
其他流动资产	110	156	160	166	169	研发费用	151	208	237	275	315
非流动资产	3126	4138	4814	5462	6132	财务费用	47	49	49	50	52
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-30	-36	-28	-38	-50
固定资产	1194	2326	2784	3122	3567	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	228	305	333	363	390	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1704	1507	1697	1977	2175	营业利润	479	592	445	596	709
资产总计	5578	7583	8254	9822	10620	营业外收入	1	0	2	1	1
流动负债	2164	2485	2686	3535	3638	营业外支出	4	10	6	7	7
短期借款	656	639	700	800	900	利润总额	476	582	441	590	703
应付票据及应付账款	696	1103	922	1454	1259	所得税	50	56	48	66	75
其他流动负债	811	743	1064	1280	1478	税后利润	426	526	392	524	629
非流动负债	788	1169	1327	1583	1714	少数股东损益	9	0	1	1	4
长期借款	733	1102	1260	1516	1647	归属母公司净利润	418	526	391	523	625
其他非流动负债	55	67	67	67	67	EBITDA	689	886	761	981	1164
负债合计	2952	3655	4013	5118	5352	主要财务比率					
少数股东权益	105	111	112	114	118	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	205	230	230	230	230	成长能力					
资本公积	915	1707	1707	1707	1707	营业收入(%)	38.7	40.6	8.8	18.5	14.6
留存收益	1407	1870	2203	2648	3182	营业利润(%)	39.8	23.4	-24.9	34.1	18.9
归属母公司股东权益	2521	3817	4129	4591	5151	归属于母公司净利润(%)	42.5	25.9	-25.6	33.6	19.5
负债和股东权益	5578	7583	8254	9822	10620	获利能力					
						毛利率(%)	26.8	24.3	21.7	22.5	22.7
						净利率(%)	12.1	10.9	7.4	8.4	8.7
						ROE(%)	16.2	13.4	9.2	11.1	11.9
						ROIC(%)	12.3	10.8	7.2	8.2	8.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	52.9	48.2	48.6	52.1	50.4
						流动比率	1.1	1.4	1.3	1.2	1.2
						速动比率	0.7	0.8	0.8	0.7	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	4.1	4.9	4.5	4.6	4.6
						应付账款周转率	4.9	4.1	4.1	4.1	4.1
						估值比率					
						P/E	14.8	11.7	15.8	11.8	9.9
						P/B	2.5	1.6	1.5	1.3	1.2
						EV/EBITDA	10.6	8.2	10.3	8.3	7.1

现金流量表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	312	514	486	754	930
净利润	426	526	392	524	629
折旧摊销	132	209	237	294	353
财务费用	47	49	49	50	52
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-327	-324	-192	-115	-104
其他经营现金流	33	53	-0	-0	-0
投资活动现金流	-551	-501	-913	-942	-1022
筹资活动现金流	475	258	357	387	262
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.82	2.29	1.70	2.28	2.72
每股经营现金流(最新摊薄)	1.36	2.24	2.12	3.28	4.05
每股净资产(最新摊薄)	10.98	16.62	17.98	19.99	22.43

资料来源: 聚源、华金证券研究所

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

骆红永声明，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