

呈和科技 (688625.SH)

2023年归母净利润创新高，看好公司稳健成长

增持

核心观点

2023年营业收入稳中有升，业绩延续较快增长。2023年，呈和科技实现营业收入8.00亿元，同比增长15.07%；实现归母净利润2.26亿元，同比增长15.84%，基本符合我们此前预期（2.28亿元）。2024年一季度，公司实现营业收入1.92亿元，同比增长12.4%；实现归母净利润0.62亿元，同比增长20.37%，延续较高增速，并创下公司单季度最高水平。

公司业绩增长主要原因：国产替代率提升、新增抗氧化剂业务、客户范围扩大。2023年以来，高分子材料助剂成核剂、合成水滑石产品市场国产化率继续提升，公司作为两种产品的国产替代主力，市场占有率持续提升。同时，公司通过并购新增特种抗氧化剂研发生产和销售业务，实现公司产品线的纵向延伸和横向拓展。客户方面，公司一方面加大与重点客户的深度合作，一方面积极开发新客户，提升市场占有率，实现业绩稳增长。

应用范围持续扩展，公司主营产品仍具有较大的增长空间。成核剂主要用于通用塑料聚丙烯PP的改性，常见应用有食品包装、医疗器械等安全需求突出的行业，近些年添加成核剂改性的聚丙烯在锂电池材料、汽车部件领域的需求正持续提升，成核剂用于高性能聚烯烃的需求增加。合成水滑石除了作为聚氯乙烯PVC高效、无毒、环保的热稳定剂的一般用途外，还可以提高农膜的透光性能、保温性能和流滴性能等；作为吸酸剂，在氨纶的生产中作为吸酸剂能保持衣物的弹性（抗氧化），延长使用寿命。我们认为，随着应用范围持续扩展，公司主营产品仍具有较大的增长空间。

IPO项目稳步推进，看好公司稳健成长。公司IPO募投项目之一广州科呈新建高分子材料助剂建设项目（一期）设计产能为36600吨/年，其中14400吨/年产能已于2023年12月在广州白云厂区完成建设，剩余22200吨/年产能于广州南沙厂区在建产能，将于2024年年内投产。2023年以来公司新产能相继投产，公司原有产能不足的问题大幅缓解，随着公司新产能的逐渐爬坡以及新客户的不断扩展，我们看好公司营收和业绩继续保持较快水平增长，成长确定性良好。

风险提示：市场开拓风险；业务拓展、在建项目进展不及预期的风险等。

投资建议：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，我们看好公司稳健成长。我们预计2023-2025年公司归母净利润为2.68/3.26/3.87亿元（2024/2025年原值2.91/3.67亿元），摊薄EPS为1.98/2.41/2.86元，当前股价对应PE为17.4/14.3/12.1x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	695	800	979	1,152	1,334
(+/-%)	20.6%	15.1%	22.5%	17.6%	15.8%
净利润(百万元)	195	226	268	326	387
(+/-%)	24.3%	15.8%	18.7%	21.6%	18.5%
每股收益(元)	1.46	1.67	1.98	2.41	2.86
EBIT Margin	27.7%	27.9%	29.6%	30.6%	31.4%
净资产收益率(ROE)	18.5%	17.7%	18.7%	20.0%	20.7%
市盈率(PE)	23.6	20.6	17.4	14.3	12.1
EV/EBITDA	29.3	27.9	21.2	17.3	14.7
市净率(PB)	4.35	3.66	3.25	2.86	2.50

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

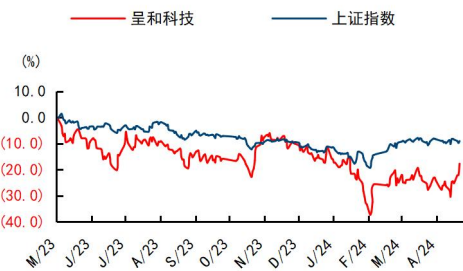
基础化工·化学制品

证券分析师：杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn S0980520120002
 联系人：王新航 0755-81981222 wangxinhang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	36.43元
总市值/流通市值	4930/3070百万元
52周最高价/最低价	46.41/26.20元
近3个月日均成交额	12.23百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

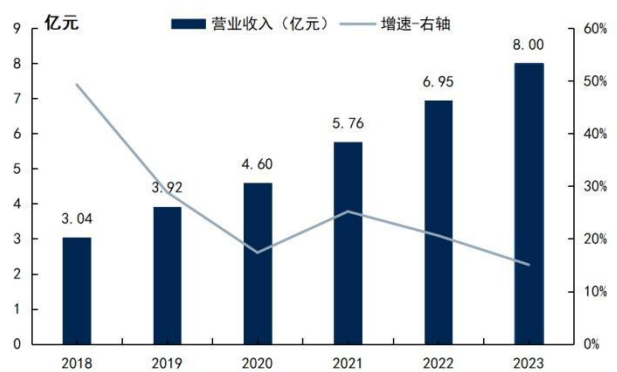
相关研究报告

- 《呈和科技(688625.SH)-高端塑料助剂成核剂、水滑石行业龙头，国产替代主力军》——2023-12-01
- 《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

2023 年营业收入稳中有升，业绩延续较快增长。呈和科技发布《2023 年年度报告》及《2024 年第一季度报告》。2023 年，公司实现营业收入 8.00 亿元，同比增长 15.07%；实现归母净利润 2.26 亿元，同比增长 15.84%，基本符合我们此前预期（2.28 亿元）；实现扣非后归母净利润 2.19 亿元，同比增长 28.19%，增速高于归母净利润增速，主要系 2023 年公司计入当期损益的政府补助下降至 531.13 万元，下降 446.69 万元，降幅 45.68%。2024 年一季度，公司实现营业收入 1.92 亿元，同比增长 12.4%；实现归母净利润 0.62 亿元，同比增长 20.37%，延续较高增速，并创下公司单季度最高水平。

业绩增长主要原因：国产替代率提升、新增抗氧化剂业务、客户范围扩大。2023 年以来，高分子材料助剂成核剂（2023 年国产化率约 30%）、合成水滑石产品市场国产化率继续提升，公司作为两种产品的国产替代主力，持续加大研发投入，推进产品迭代升级，产品竞争力不断提高，市场占有率持续提升。同时，公司通过并购科澳化学和信达丰的方式，整合其特种抗氧化剂研发生产和销售业务，实现公司产品线的纵向延伸和横向拓展。客户方面，公司一方面加大与重点客户的深度合作，一方面积极开发新客户，提升市场占有率，实现业绩稳增长。

图1：呈和科技营业收入及同比增速



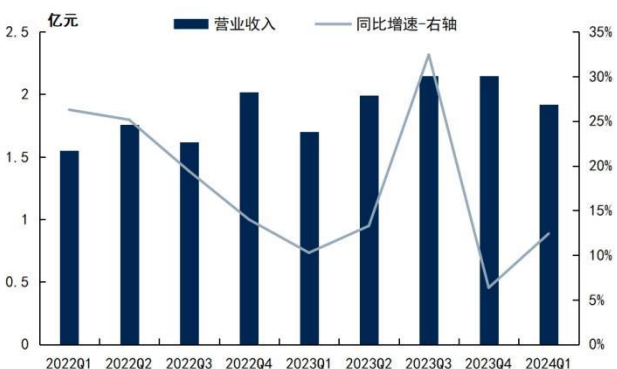
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：呈和科技归母净利润及同比增速



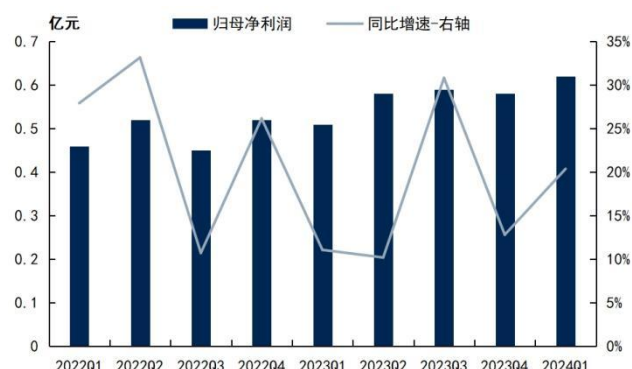
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：呈和科技单季度营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：呈和科技单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

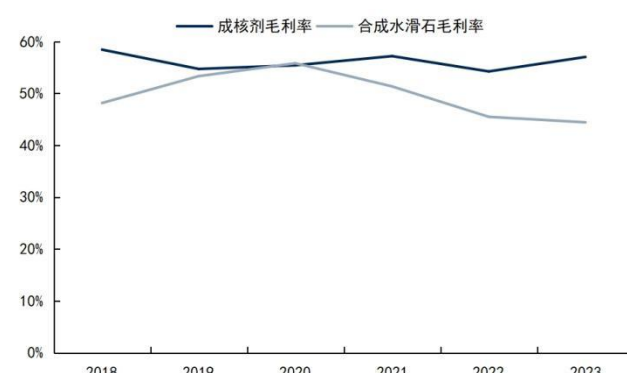
2023 年公司主营业务分产品经营情况：（1）**成核剂：**营业收入 4.12 亿元，同比+5.33%；生产量 8537.40 吨，同比+3.97%，销售量 7367.69 吨，同比+4.46%；销售均价 5.59 万元/吨，同比+0.83%；毛利率 57.03%，同比增加 2.79 pct。 （2）**合成水滑石：**营业收入 1.18 亿元，同比+0.63%；生产量 6946.83 吨，同比+7.79%，销售量 6727.65 吨，同比+6.47%；销售均价 1.76 万元/吨，同比-5.49%；毛利率 44.43%，同比减少 1.06 pct。 （3）**NDO 复合助剂：**营业收入 0.45 亿元，同比-22.90%；生产量 1496.95 吨，同比+20.04%，销售量 1415.00 吨，同比+4.22%；销售均价 3.18 万元/吨，同比-26.03%；毛利率 26.22%，同比增加 7.58 pct。 （4）**抗氧化剂：**营业收入 0.89 亿元，生产量 5482.56 吨，销售量 3825.05 吨，毛利率 22.32%。 （5）**贸易业务：**营业收入 1.35 亿元，同比+6.02%，毛利率 21.33%，同比增加 10.13 pct。

图5：呈和科技成核剂、合成水滑石销量、销售单价



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：呈和科技成核剂、合成水滑石毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

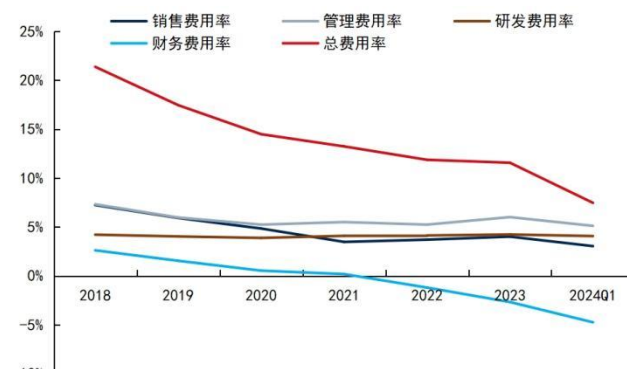
毛利率提升叠加费用率下降，公司盈利能力持续提升。2023 年，公司销售毛利率 43.53%，同比提升 1.64 pct，2024 年一季度，毛利率进一步提升至 45.54%，公司毛利率提升主要得益于公司产能规模扩大带来的规模经济、技改带来生产效率提升以及原材料价格下降。期间费用率方面，随着公司形成稳定的客户源，销售费用持续下降，收购新子公司后业务协调效应良好，管理费用率在 2024 年一季度也开始改善，研发费用率始终维持在 4% 以上。公司根据现金情况将部分票据贴现所得货币资金进行大额存单和定期存款管理，利息收入持续提升，财务费用率不断下降。

图7：呈和科技销售毛利率和销售净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：呈和科技期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

应用范围持续扩展，公司主营产品仍具有较大的增长空间。成核剂是制造改性塑料的关键材料，聚丙烯 PP 是成核剂最主要的消费途径，不仅可应用于食品接触材料、医疗器械、婴幼儿用品、锂电池材料等安全需求突出的行业，而且可满足汽车部件、家居家电用品、建筑材料等领域的环保需求。据百川盈孚统计，2023 年我国聚丙烯新增产能为 345 万吨/年，2024-2025 年继续保持增长。随着新产能的释放，聚烯烃下游应用呈现高端改性化趋势，成核剂用于高性能聚烯烃的需求增加。合成水滑石作为聚氯乙烯 PVC 高效、无毒、环保的热稳定剂，可以有效的吸收聚氯乙烯 PVC 在加工和使用过程中分解产生的 HCl，延长 PVC 的使用寿命。除用于 PVC 的传统用途，合成水滑石还可以提高农膜的透光性能、保温性能和流滴性能等，我国农膜正在向中高端方向快速发展，对合成水滑石的需求将持续增长。此外，合成水滑石还作为吸酸剂，在氨纶的生产中作为吸酸剂能保持衣物的弹性（抗氧化），延长使用寿命。我们认为，公司主营产品成核剂、合成水滑石应用范围持续扩展，未来仍具有较大的增长空间

IPO 项目稳步推进，看好公司稳健成长。公司 IPO 募投项目之一广州科呈新建高分子材料助剂建设项目（一期）设计产能为 36600 吨/年，其中 14400 吨/年产能已于 2023 年 12 月在广州白云厂区完成建设，剩余 22200 吨/年产能为广州南沙厂区在建产能，将于 2024 年年内投产。据卓创资讯，目前我国聚丙烯拟在建项目产能合计 1970 万吨/年，占现有产能的 49.53%，为公司成核剂等产品的市场拓展和新产能的消化提供了较大的发展机会。2023 年以来公司新产能相继投产，公司原有产能不足的问题大幅缓解，随着公司新产能的逐渐爬坡以及新客户的不断扩展，我们看好公司营收和业绩持续保持较快水平增长，成长确定性良好。

图9：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

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，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，我们看好公司中长期稳健成长。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 2.68/3.26/3.87 亿元（2024/2025 年原值 2.91/3.67 亿元），摊薄 EPS 为 1.98/2.41/2.86 元，当前股价对应 PE 为 17.4/14.3/12.1x，维持“增持”评级。

风险提示：市场开拓风险；原材料价格大幅波动风险；业务拓展不及预期的风险；在建项目进展不及预期的风险等。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
300596.SZ	利安隆	27.12	62.27	1.58	2.08	2.54	3.14	18.72	13.00	10.68	8.63	8.83%	1.23	无评级
603255.SH	鼎际得	31.62	42.85	0.67	1.18	6.12		47.06	26.68	5.17		5.72%	0.35	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	268	638	931	1010	1198	营业收入	695	800	979	1152	1334
应收款项	165	169	188	221	256	营业成本	404	452	546	632	726
存货净额	63	71	80	92	106	营业税金及附加	8	11	10	12	13
其他流动资产	152	499	196	230	267	销售费用	26	32	39	46	51
流动资产合计	763	1549	1568	1726	1999	管理费用	36	48	56	64	71
固定资产	170	294	372	420	443	研发费用	29	34	39	46	53
无形资产及其他	41	47	55	63	71	财务费用	(8)	(21)	(20)	(24)	(28)
投资性房地产	1415	1421	1421	1421	1421	投资收益	9	3	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	11	0	0	0	0
资产总计	2390	3311	3415	3630	3934	其他收入	(21)	(19)	(39)	(46)	(53)
短期借款及交易性金融负债	874	1513	1500	1500	1500	营业利润	228	263	312	379	450
应付款项	384	358	395	402	462	营业外净收支	(0)	(0)	0	0	0
其他流动负债	68	156	75	86	99	利润总额	227	263	312	379	450
流动负债合计	1325	2026	1970	1988	2061	所得税费用	32	37	44	53	63
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	7	7	7	7	7	归属于母公司净利润	195	226	268	326	387
长期负债合计	7	7	7	7	7	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1333	2034	1977	1996	2068	净利润	195	226	268	326	387
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	1057	1277	1438	1634	1866	折旧摊销	10	17	24	34	39
负债和股东权益总计	2390	3311	3415	3630	3934	公允价值变动损失	(11)	(0)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(8)	(21)	(20)	(24)	(28)
每股收益	1.46	1.67	1.98	2.41	2.86	营运资本变动	(1115)	(303)	231	(61)	(13)
每股红利	0.54	0.76	0.79	0.96	1.14	其它	0	0	(0)	(0)	(0)
每股净资产	7.93	9.44	10.63	12.07	13.79	经营活动现金流	(921)	(61)	524	299	413
ROIC	13.91%	9.55%	10%	13%	15%	资本开支	0	(139)	(110)	(90)	(70)
ROE	18.47%	17.71%	19%	20%	21%	其它投资现金流	116	(56)	0	0	0
毛利率	42%	44%	44%	45%	46%	投资活动现金流	116	(196)	(110)	(90)	(70)
EBIT Margin	28%	28%	30%	31%	31%	权益性融资	0	95	0	0	0
EBITDA Margin	29%	30%	32%	34%	34%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	21%	15%	22%	18%	16%	支付股利、利息	(72)	(102)	(107)	(131)	(155)
净利润增长率	24%	16%	19%	22%	19%	其它融资现金流	909	736	(13)	0	0
资产负债率	56%	61%	58%	55%	53%	融资活动现金流	766	626	(120)	(131)	(155)
股息率	1.5%	2.2%	2.3%	2.8%	3.3%	现金净变动	(39)	370	293	79	188
P/E	23.6	20.6	17.4	14.3	12.1	货币资金的期初余额	307	268	638	931	1010
P/B	4.4	3.7	3.2	2.9	2.5	货币资金的期末余额	268	638	931	1010	1198
EV/EBITDA	29.3	27.9	21.2	17.3	14.7	企业自由现金流	0	(234)	394	186	317
						权益自由现金流	0	502	398	207	340

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