

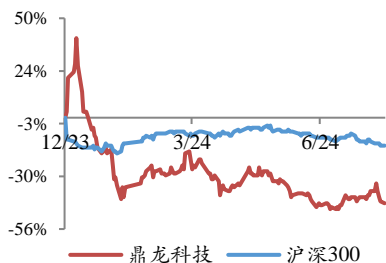
染发剂原料头部企业，特种胺单体材料乘风而起

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-08-13

收盘价(元)	17.02
近12个月最高/最低(元)	45.60/15.85
总股本(百万股)	236
流通股本(百万股)	59
流通股比例(%)	25.00
总市值(亿元)	40
流通市值(亿元)	10

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 深耕精细化学品单体30年，染发剂原料、特种工程单体加速推进

公司在精细化学品行业深耕30年，主要从事染发剂原料、特种工程材料单体、植保材料等精细化学品的研发、生产、销售和贸易，主要客户涵盖化妆品和特种工程材料等应用领域，下游客户主要为欧莱雅、汉高、科蒂/威娜、三井化学、组合化学等全球知名企业，近3年前五大客户收入占比均在50%以上。公司具有鼎龙科技和鼎利科技两大生产基地，发挥协同作用，丰富完善公司产品矩阵。鼎龙科技是公司的第一生产基地，主要负责附加值高、技术密集的最终产品的生产加工，目前具有2020吨产能，募投项目“年产1320吨特种材料单体及美发助剂项目”一期555吨于2024年中旬试生产。鼎利科技作为公司的第二生产基地，职能在于“补短板、弥弱项”，主要负责生产公司产品矩阵中相对基础的产品，单位时间内能获得较大产出。随着募投项目以及内蒙年产5000吨特种材料单体及助剂项目(一期)的投产，公司产业链布局将更加完善，产品矩阵更加齐全。

● 全球染发剂市场超130亿美元，公司和全球主流染发剂客户紧密绑定

染发剂主要由着色剂、耦合剂和氧化剂构成，通过氧化漂白以及染色的方式将不溶性有色染料大分子附着在头发上。全球染发剂市场容量从2009年的116.8亿美元增长至2023年的130.9亿美元，期间虽有震荡，但总体呈现上升趋势。中国市场，染发剂市场的增长势头尤为强劲，从2009年的15.7亿元迅速增长至2023年的45.8亿元。公司产品主要应用于生产不同颜色的染发剂，为染发剂提供着色功能，染发剂原来为公司第一大业务板块，公司是全球主要的染发剂原料生产商之一。欧莱雅为公司第一大客户，2023年上半年，营收占比18.0%，汉高为公司第二大客户，营收占比13.2%，科蒂/威娜为公司第三大客户，占比13.1%，Huwell为公司第五大客户，占比4.3%。此外公司还向Lowenstein、Deimos、Alfa Parf等多家客户供应染发剂原料，与全球主流染发剂客户保持紧密合作。

● 特种工程材料市场高端差异化，公司特种胺单体技术壁垒高客户稳定

我国聚酰亚胺产业发展较晚，随着行业逐步完善核心技术体系，国产替代进程加速进行，瑞华泰、时代华鑫、国风新材等国内公司相继扩增产聚酰亚胺产品。公司主要研发及生产聚酰亚胺材料的有机胺类单体，从合成制备到高品质提纯的全套工艺开发，满足客户对于产品质量和性能的要求，开发了多种聚酰亚胺与高性能纤维等特种工程材料单体，与三井化学等客户建立了良好的合作关系。PBO纤维具有超高强度、超高模量、耐高温和高环境稳定性，是当前公认综合性能的纤维材料。公司自2018年开始与成都新晨开展业务合作，为其供应的聚合级高纯DHAB单体为PBO纤维的成功合成及产品的性能、质量起到了关键性作用，目前PBO单体的主要下游客户包括成都新晨、中科金绮、中蓝晨光等

国内企业。

● **投资建议**

公司作为精细化学品行业中染发剂原料的头部企业，随着募投项目相继投产以及特种工程材料单体的扩展，产业链一体化程度大幅提升，成本与规模优势显著，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.22、2.74、3.19 亿元，同比增速为 27.5%、23.3%、16.6%。当前股价对应 PE 分别为 18、15、13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 项目建设进度不及预期的风险；
- (2) 项目审批进度不及预期的风险；
- (3) 原材料价格大幅波动的风险；
- (4) 产品价格大幅下跌的风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	742	863	1079	1262
收入同比 (%)	-10.7%	16.4%	25.0%	17.0%
归属母公司净利润	174	222	274	319
净利润同比 (%)	15.5%	27.5%	23.3%	16.6%
毛利率 (%)	40.3%	40.7%	41.0%	40.9%
ROE (%)	9.2%	10.8%	11.8%	12.1%
每股收益 (元)	0.99	0.94	1.16	1.35
P/E	36.36	18.07	14.65	12.57
P/B	4.47	1.95	1.72	1.52
EV/EBITDA	30.40	9.81	7.60	6.04

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 以精细化工单体起家，染发剂新材料协同发展	5
1.1 以创新精细管理驱动，深耕精细化学单体 30 年	5
1.2 高管技术背景深厚，股权稳定规划清晰	7
1.3 公司盈利能力稳定增长，持续高研发投入	8
2 染发剂市场稳定增长，下游客户紧密合作	10
3 深耕特种胺精细赛道，特种工程材料乘风而起	16
3.1 聚酰亚胺国产化加速，单体市场有望协同发展	16
3.2 PBO 国产化率加速推进，单体受益 PBO 发展附加值高	21
4 农业刚需差异化路线，植保材料稳定增长	24
5 与下游客户紧密合作，提升技术创新优势	26
投资建议：	28
风险提示：	29
财务报表与盈利预测	30

图表目录

图表 1 鼎龙科技发展历史	5
图表 2 鼎龙科技主要产品及应用	6
图表 3 公司产能及在建产能	7
图表 4 鼎龙科技股权结构图	8
图表 5 鼎龙科技 2019-2024Q1 年收入及增速	9
图表 6 鼎龙科技 2019-2024Q1 年归母净利润及增速	9
图表 7 鼎龙科技 2019-2022Q 毛利率变化	9
图表 8 鼎龙科技 2020-2023 各板块收入占比	9
图表 9 染发剂原料产业链	10
图表 10 染发剂工作原理	11
图表 11 着色剂种类及结构	11
图表 12 2023 年全球护发产品细分种类占有率	12
图表 13 2023 年国内护发产品细分种类占有率	12
图表 14 2009-2027 年全球染发剂市场容量	13
图表 15 2009-2027 年中国染发剂市场容量	13
图表 16 2023 年全球头发护理类公司市场占有率情况	13
图表 17 2023H1 公司下游客户占比结构	13
图表 18 2023 年染发剂原料主要种类占比	14
图表 19 染发剂原料市场需求	14
图表 20 2021 年我国人口年龄结构	15
图表 21 染发剂原料行业供给情况	15
图表 22 2022 全球特种工程塑料消费结构	16
图表 23 2022 全球特种工程塑料消费领域	16
图表 24 特种工程塑料应用领域	16
图表 25 聚酰亚胺下游应用	17
图表 26 特种工程塑料性能及价值	17
图表 27 聚酰亚胺材料性能	17
图表 28 热塑性聚酰亚胺合成路线	18
图表 29 热塑性聚酰亚胺种类	18
图表 30 热塑性聚酰亚胺下游应用	19
图表 31 热塑性聚酰亚胺产品牌号	20
图表 32 PBO 合成路线	22
图表 33 特种工程塑料纤维性能对比	22
图表 34 PBO 纤维应用领域	23
图表 35 PBO 单体销售情况	24
图表 36 全球植保类公司市场份额占比	25
图表 37 全球植保产品市场规模	25
图表 38 中国植保产品行业市场规模	25
图表 39 公司主要研发项目进展	26
图表 40 鼎龙科技主要客户情况	27
图表 41 公司营业预测	28

1 以精细化工单体起家，染发剂新材料协同发展

1.1 以创新精细管理驱动，深耕精细化学单体 30 年

鼎龙科技主要生产染发剂原料、特种工程材料单体、植保材料等精细化学品。浙江鼎龙科技股份有限公司主要从事染发剂原料、特种工程材料单体、植保材料等精细化学品的研发、生产、销售，客户主要涵盖化妆品和特种工程材料等应用领域。公司前身为 2007 年成立的浙江鼎龙科技有限公司（鼎龙有限），2020 年鼎龙有限通过股东会决议变更为股份有限公司，同时股东方由浙江鼎龙新材料有限公司控股 94.34%，杭州鼎越企业管理咨询合伙企业持股 5.65%。公司持续深耕在染发剂原料、特种工程材料单体、植保材料等特种胺类精细化学品的研发及生产，公司研究所被认定为“省级企业研究院”、“省级高新技术企业研究开发中心”，2023 年 1 月，公司被评为专精特新企业。生产基地布局方面，2017 年，公司通过增资取得江苏鼎龙 80% 的股权，2020 年，江苏鼎龙成为公司的全资子公司，2019 年 4 月受“响水 3·21 爆炸事故”及相关政策影响停产，随后于 2019 年底在内蒙古设立子公司鼎利科技，并于 2022 年初开始试生产，对公司整体产能形成了有效补充。2024 年 1 月，公司收购鼎利科技剩下 40% 股权使其成为公司全资子公司，经过 30 余年的发展，公司逐步成为全球领先的单体供应商，并于 2023 年成功在主板上市。

图表 1 鼎龙科技发展历史



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司下游客户主要为欧莱雅、汉高、科蒂/威娜、三井化学、组合化学等全球知名企业，近 3 年前五大客户收入占比均在 50% 以上。公司自成立以来，一直秉承科技创新、绿色环保的发展理念，致力于研发高技术、高附加值、自主创新的精细化工产品，在染发剂原料领域，为染发剂提供着色功能，用于生产不同颜色的染发剂，与全球知名染发剂品牌欧莱雅、施华蔻、威娜等建立了多年稳定的合作关系。在染发剂行业的快速发展下，公司也随之实现快速成长，一方面，公司紧跟市场，配合客户不断开发新产品，推动染发剂品种向系列化方向演进；另一方面，公司积极顺应新时代下的客户需求和消费理念，致力于开发出新一代对人体安全、环保、无毒无刺激的染发剂原料产品。在植保材料领域，主要用于除草剂、杀菌剂等植保产品

的合成，下游主要客户包括组合化学、ARYSTA 等。在特种工程材料单体领域，产品主要用于特种工程材料的合成，主要合成方向为 PBO 纤维与聚酰亚胺，公司结合未来发展战略和自身技术特点，积极开发出了多种特种工程材料单体产品，下游客户产品覆盖电子通信、航空航天、国防军工等领域，客户包括三井化学、新晨新材等。近 3 年，公司前五大客户销售收入占比均为 50% 以上，客户集中度较高。

图表 2 鼎龙科技主要产品及应用

产品种类	代表产品	具体终端应用领域
染发剂原料	DAHE 棕红着色剂)	主要应用于染发剂生产中，用于生产不同颜色的染发剂，主要为染发剂提供着色功能，终端产品示例： 
	EPDA (蓝色着色剂)	
	BHT (红色着色剂)	
	MAHB (红褐色着色剂)	
	BDAMS (黑色着色剂)	
	MDAB (黑色着色剂)	
特种工程材料单体	DHAB (PBO 单体)	主要用于特种工程材料的合成，主要合成方向为 PBO 与聚酰亚胺，终端应用示例： 
	MBP (聚酰亚胺单体)	
植保材料	CMQC (除草剂原料)	主要用于除草剂、杀菌剂等植保产品的合成，终端应用示例： 
	ITH (杀菌剂原料)	

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

公司具有鼎龙科技和鼎利科技两大生产基地，发挥协同作用，丰富完善公司产品矩阵。鼎龙科技是公司第一生产基地，主要负责附加值高、技术密集的终端产品的生产加工，目前具有 2020 吨产能，募投项目“年产 1320 吨特种材料单体及美发助剂项目”一期 555 吨于 2024 年 5 月底试生产。鼎利科技作为公司的第二生产基地，职能在于“补短板、弥弱项”，主要负责生产公司产品矩阵中相对基础的产品，该类生产工艺相对简单，反应步骤较少且反应时长较短，单位时间内能获得较大产

出，一方面能承接江苏鼎龙基地的部分产品产能，弥补相应的生产能力，另一方面能够降低因自身供应不足以贸易形式经营的比例。公司两大生产基地在“扬长”及“避短”方面各自发挥着重要作用，在提升生产能力的同时优化了产能布局，构建了公司更加完整的产业链布局、更加齐全的产品矩阵，共同为满足客户需求、提升产品质量做出贡献。

图表 3 公司产能及在建产能

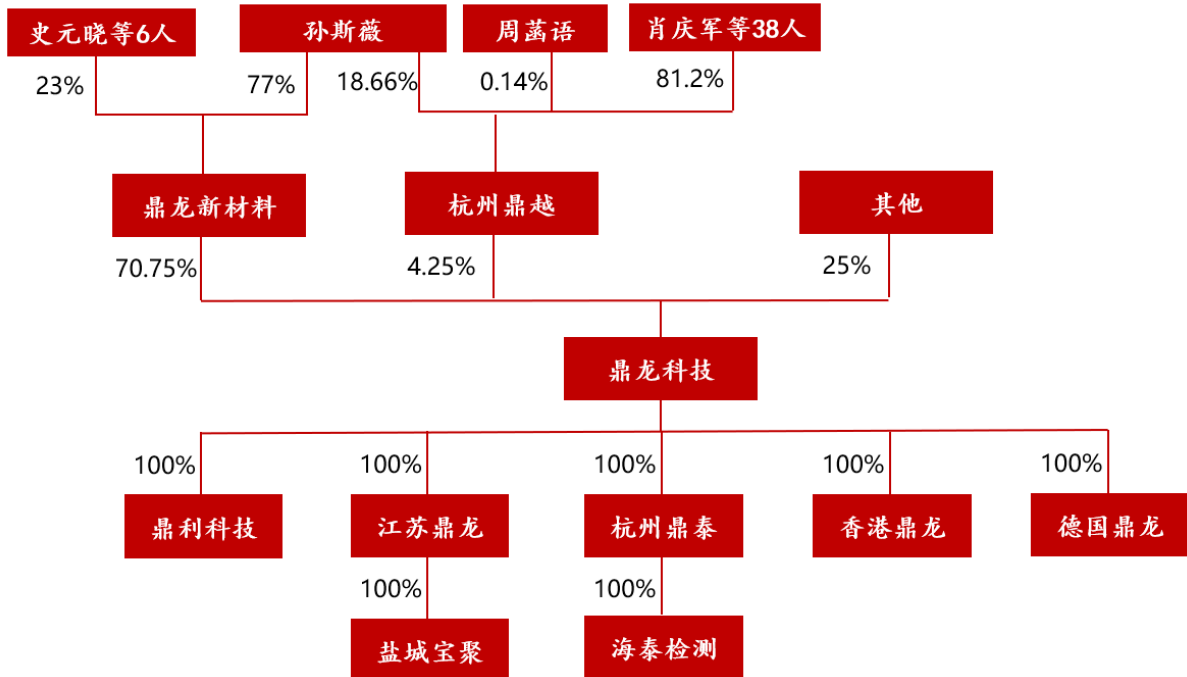
生产厂区	项目	设计产能/吨	在建产能/吨	备注
鼎龙科技	装备提升及产品结构优化技改项目	2020	/	/
	年产 1320 吨特种材料单体及美发助剂项目	1320	860	一期 555 吨于 2024 年 5 月底试生产
鼎利科技	年产 5,000 吨特种材料单体及助剂项目（一期）	3700	1200	在建 1200 吨根据市场情况调整产品、完善设计，预计 2025 年 6 月底试生产

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 高管技术背景深厚，股权稳定规划清晰

公司股权结构清晰，实控人为孙斯薇和周菡语，部分高管持股，保障公司稳定发展。公司股东包括鼎龙新材料持有 70.75% 股权、杭州鼎越持有 4.25% 股权，其中董事长孙斯薇持有鼎龙新材料 77.00% 的股权并担任执行董事，持有杭州鼎越 18.66% 的股权并担任执行事务合伙人。周菡语系孙斯薇之女，持有杭州鼎越 0.14% 股份并担任发行人董事，孙斯薇、周菡语为公司的实际控制人。此外，公司管理层也通过鼎龙新材料持有部分股权，总经理史元晓、副总经理朱炯分别持有鼎龙新材料 9.00%、3.00% 股权，公司管理层持有不同份额股权，显示公司对长期发展的稳定性。2024 年 1 月，公司收购内蒙控股子公司鼎利科技剩余 40% 股权使其成为公司全资子公司。

图表 4 鼎龙科技股权结构图

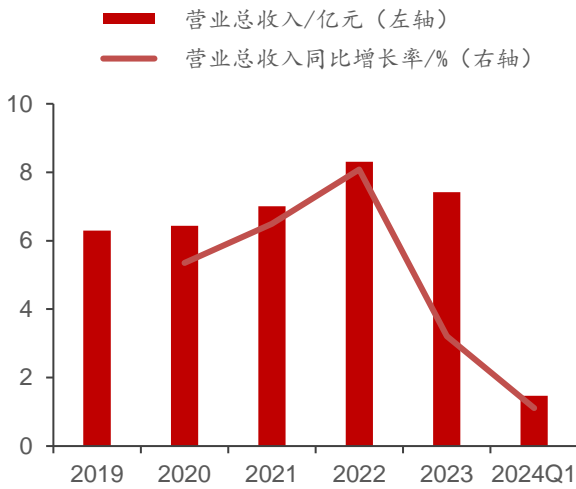


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 公司盈利能力稳定增长，持续高研发投入

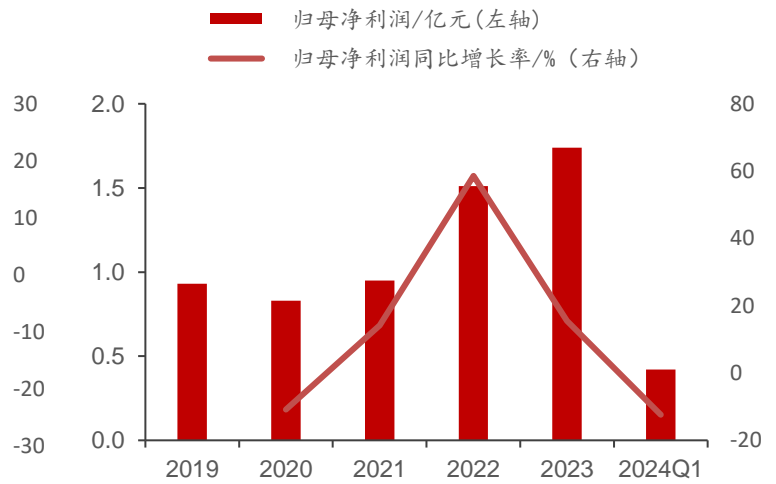
近 5 年，公司营业收入和归母净利润均保持稳定增长。公司下游主要包括染发剂、特种工程材料以及植物保护，需求相对稳。2022 年，公司营收 8.31 亿元，同比增长 18.48%，归母净利 1.51 亿元，同比增长 58.58%，实现较快增长。2023 年公司生产负荷有所降低以及客户削减库存，植保材料和其他材料销量下降，公司营收 7.42 亿元，同比下降 10.74%，归母净利 1.74 亿元，同比增长 15.54%，仍然完成较高质量的业绩增长。2024Q1，因春节放假影响，公司营收 1.74 亿元，同比下降 23.34%，归母净利润 0.42 亿元，同比下降 12.39%。未来随着生产正常以及募投项目的逐步投产，我们预计公司业绩将维持高质量增长。

图表 5 鼎龙科技 2019-2024Q1 年收入及增速



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

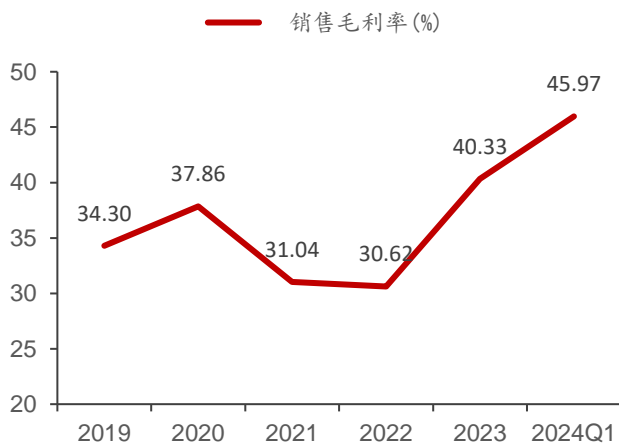
图表 6 鼎龙科技 2019-2024Q1 年归母净利润及增速



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

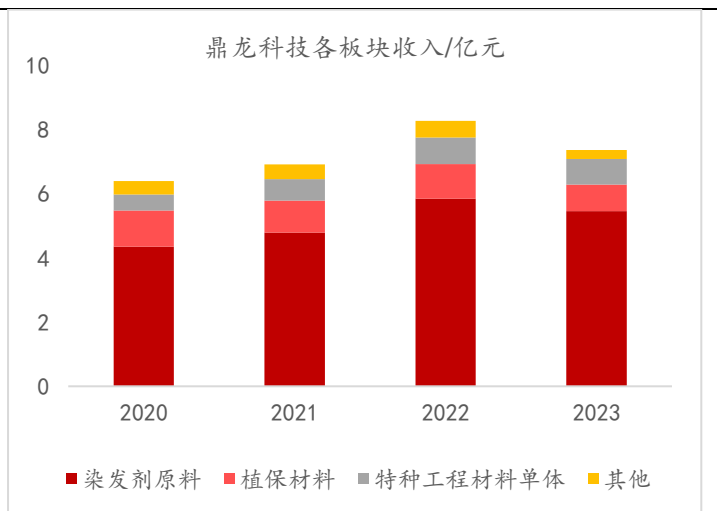
公司与下游主流大客户合作稳定, 积极培育新品, 积极改善产品结构, 销售毛利率稳定提升。公司历来重视新产品、新技术的开发与创新工作, 确保生产技术和创新能力在行业内保持领先地位。近些年, 毛利率保持稳定并逐步提升, 2019-2023 年公司整体毛利率分别为 34.30%、37.86%、31.04%、30.62%、40.33% 以及 45.97%。从主营业务收入贡献来看, 染发剂原料作为公司第一大业务板块, 营收占比分别为 67.99%、69.20%、70.76% 和 74.10%, 呈稳步上涨态势; 特种工程材料单体的收入贡献逐年呈上升趋势, 公司的植保材料的收入贡献逐年降低, 主要受市场需求波动和产能受限的影响。

图表 7 鼎龙科技 2019-2024Q1 毛利率变化



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 8 鼎龙科技 2020-2023 各板块收入占比

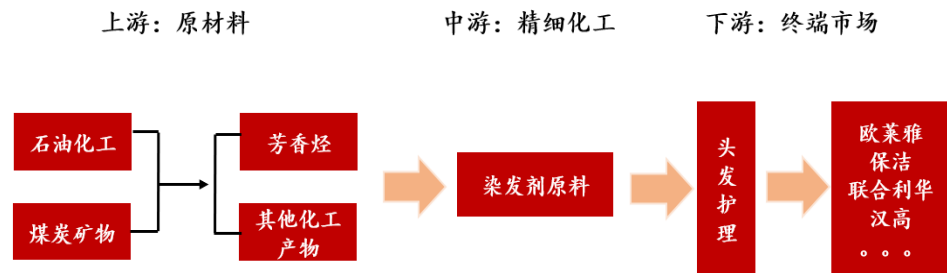


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

2 染发剂市场稳定增长，下游客户紧密合作

染发剂原料主要有芳香烃类物质，下游应用于头发护理。染发剂原料作为一类精细化学品，上游主要为含苯环的芳香烃类，是石油化工的下游产品，下游主要用于生产各种染发产品如染发膏、染发液、染发泡沫等用于改变头发的颜色。此外，染发剂原料用于护发乳、护发精油等护发产品，可以帮助修复受损的头发，增强头发的光泽和弹性，使头发更加健康。染发剂原料的需求和下游染发剂市场的景气度息息相关。

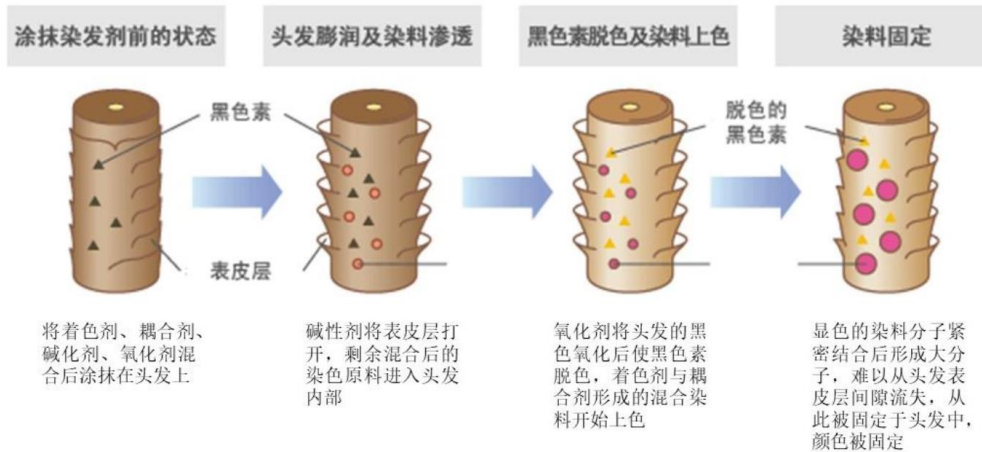
图表 9 染发剂原料产业链



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

染发剂主要由着色剂、耦合剂和氧化剂构成，通过氧化漂白以及染色的方式将不溶性的有色染料大分子附着在头发上。染发剂原料是染发剂的主要成分，一般由着色剂、耦合剂和氧化剂三组分体系构成，通过不同配方组合成染发剂，主要作用于头发皮层，通过渗入发丝并在其中形成大分子结合体后达到染色效果，先使用氧化剂将头发的黑色素氧化生成一种无色的新物质，从而使头发颜色改变漂白，氧化程度越大，头发的颜色越浅，同时碱性剂使头发毛鳞片打开，加速氧化剂的渗入，从而快速有效地漂白头发。头发漂白脱色后，着色剂直接决定所染发色，一般使用相对分子质量较低且子直径较小的分子，在碱性条件下经过一系列反应在皮质层生成有色缩合物，从而将头发染成所需颜色。一端的氨基与头发蛋白作用，另一端则通过氧化剂与耦合剂相连发生氧化和缩合反应，合成的不溶性有色染料大分子附着在头发上，从而使头发呈棕色至黑色，此过程生成的有色缩合物固定在皮质层内部，洗发时不易脱落。

图表 10 染发剂工作原理



资料来源：公司公告，华安证券研究所

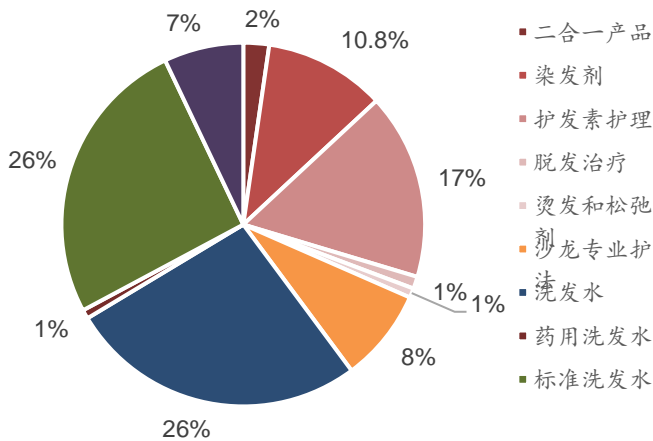
图表 11 着色剂种类及结构

着色剂名称	着色剂	所染发色	着色剂名称	染料中间体	所染发色
对苯二胺		棕色至黑色	对氨基苯酚		淡茶褐色
2-甲氧基对苯二胺		灰黄色	2,4-二氨基酚		淡红棕色
邻苯二胺		黄带金黄色	邻氨基酚		金黄色
3,4-二甲基苯胺		红棕色	2,5-二氨基茴香醇		棕色
3,4-甲苯二胺		亚麻色	4-氯-2-氨基酚		灰黄色
3-甲基苯-1,2-二胺		金色带棕	2,5-二氨基酚		红棕色
联苯胺		棕黑色	间氨基苯酚		深灰色

资料来源：CNKI：从化学视角剖析烫发、染发原理及顺序，华安证券研究所

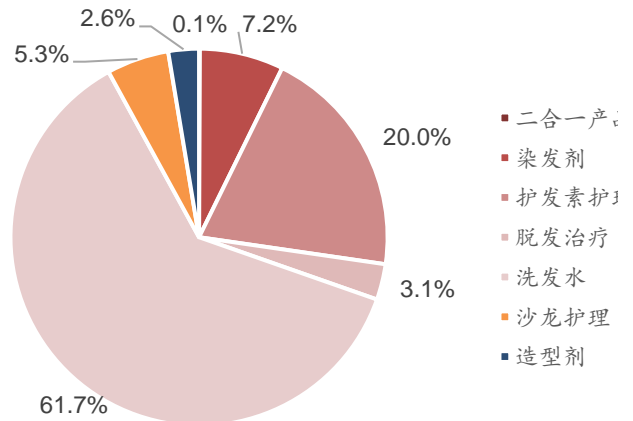
染发剂市场近年来呈现波动增长态势，尤其在中国市场增速显著，显示出强大的增长潜力和市场活力。染发剂是护发产品的重要种类之一，根据 Euromonitor 数据，全球维度看，染发剂占护发产品比例达到 10.8%，国内方面，染发剂市场占护发产品比例达到 7.2%，主要由于海外。而全球染发剂市场在过去十余年间经历了起伏不定的增长历程，根据 Euromonitor 的统计数据，全球染发剂市场容量从 2009 年的 116.8 亿美元增长至 2023 年的 130.9 亿美元，期间虽有震荡，但总体呈现上升趋势。中国市场，染发剂市场的增长势头尤为强劲，从 2009 年的 15.7 亿元迅速增长至 2023 年的 45.8 亿元，复合增长率显著高于全球平均水平，尤其在 2020 年，中国市场迎来爆发式增长，增长率高达 23.90%，主要得益于消费者对美丽和时尚的不断追求以及线上销售渠道的快速发展。2022 年以后，经济状况仍然不确定性以及消费者行为向零售电子商务平台发生重大转变，许多人转向网上购物来满足头发护理需求，导致库存积累。尽管染发剂短期增速放缓，但随着经济持续回暖以及库存的逐步去库，预计在未来几年内将保持稳定的增长态势，这种增长态势不仅体现了中国市场巨大的消费潜力，也预示着染发剂行业在中国市场将迎来更加广阔的发展前景。

图表 12 2023 年全球护发产品细分种类占有率



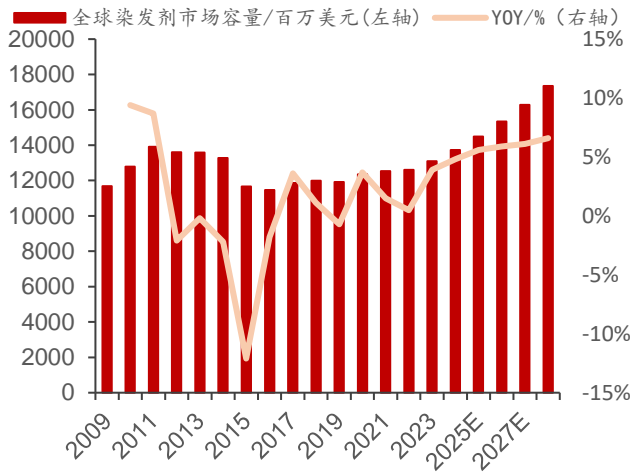
资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 13 2023 年国内护发产品细分种类占有率



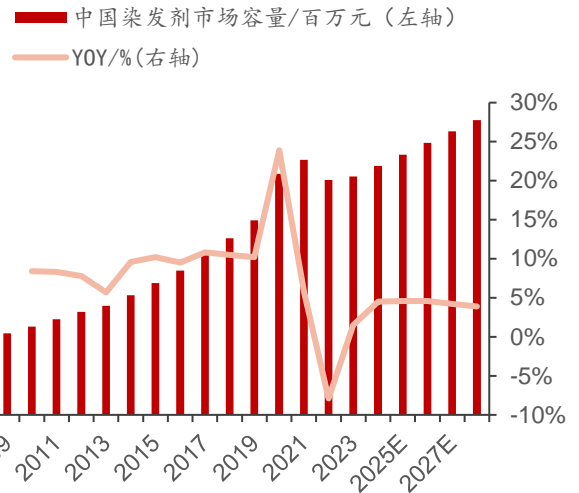
资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 14 2009-2027 年全球染发剂市场容量



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

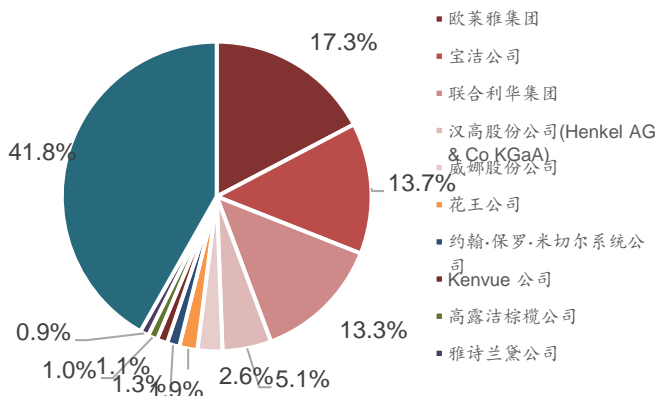
图表 15 2009-2027 年中国染发剂市场容量



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

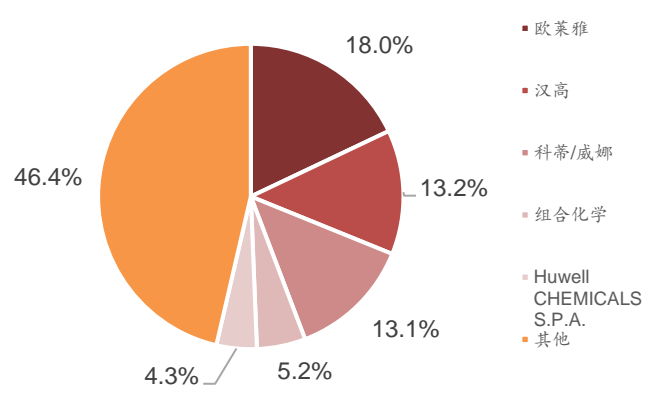
染发剂行业格局稳定, 公司大客户以头部企业为主。染发剂具有染发、护发以及时尚的多重效果, 全球染发剂市场容量超过 130 亿美元, 参与企业众多, 但整体呈现寡头垄断趋势, 市场份额主要被全球主流国际日化公司垄断, 根据 Euromonitor 的统计数据, 2023 年欧莱雅作为全球头发护理的头部公司, 在头发护理市场中的占有率达到 17.3%, 宝洁达到 13.7%, 联合利华达到 13.3%, 施华蔻 (汉高集团旗下品牌) 达到 5.1%, 威娜 (科蒂集团/威娜品牌) 达到 2.6% 等, 这些公司在染发剂市场中占据显著地位, 凭借其丰富的产品线、创新的技术和深入的市场营销, 不断巩固和拓展其市场份额, 成为头发护理产品市场的第一梯队。染发剂市场 CR3 市场份额达到 44.3%, CR5 达到 52.0%, 其他市场份额被众多中小企业划分, 这些品牌各自拥有独特的品牌特色和消费者群体, 通过不断的产品创新和市场拓展, 与主导品牌共同构建染发剂市场的多元竞争格局。公司与全球头部头发护理公司深度绑定, 根据 2023H1 数据, 欧莱雅为公司第一大客户, 营收占比 18.0%, 汉高为公司第二大客户, 营收占比 13.2%, 科蒂/威娜为公司第三大客户, 占比 13.1%, 组合化学为公司第四大客户, 占比 5.2%。此外公司还向 Huwell、Lowenstein、Deimos、Alfa Parf 等多家客户供应染发剂原料, 可合理推测公司染发剂原料占有相对较高的市场份额, 是全球主要的染发剂原料生产商之一。

图表 16 2023 年全球头发护理类公司市场占有率情况



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

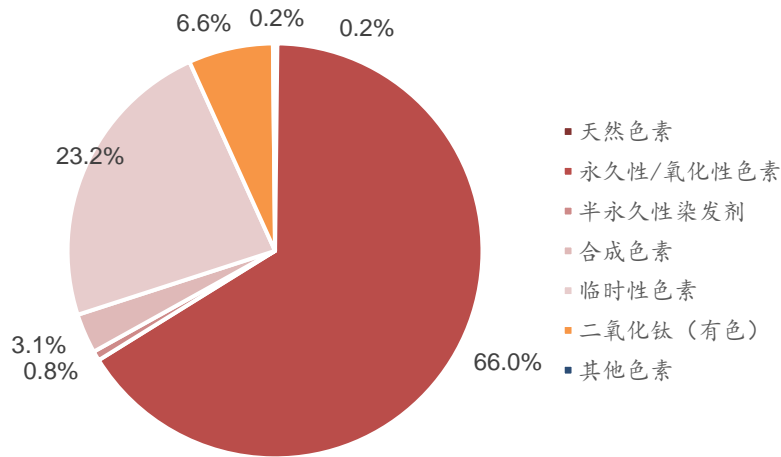
图表 17 2023H1 公司下游客户占比结构



资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

染发剂原料成分中，以永久性/氧化性色素为主，占比达到 66.0%，2018-2023 年行业增速达到 1.84%。染发剂原料成分主要包括永久性/氧化性色素、临时性色素、二氧化钛（有色）、合成色素、半永久性染发剂等色素，根据 Euromonitor 数据，2023 年染发剂原料最大的应用种类为永久性/氧化性色素，占比达到 66.0%，临时性色素作为第二大应用种类，占比达到 23.2%，二氧化钛（有色）作为常用添加剂，占比达到 6.6%。2018 年，全球染发剂原料成分总需求量为 5613.9 吨，2023 年全球染发剂原料成分总需求量达到 6,149.5 吨，近 5 年行业增速为 1.84%。

图表 18 2023 年染发剂原料主要种类占比



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 19 染发剂原料市场需求

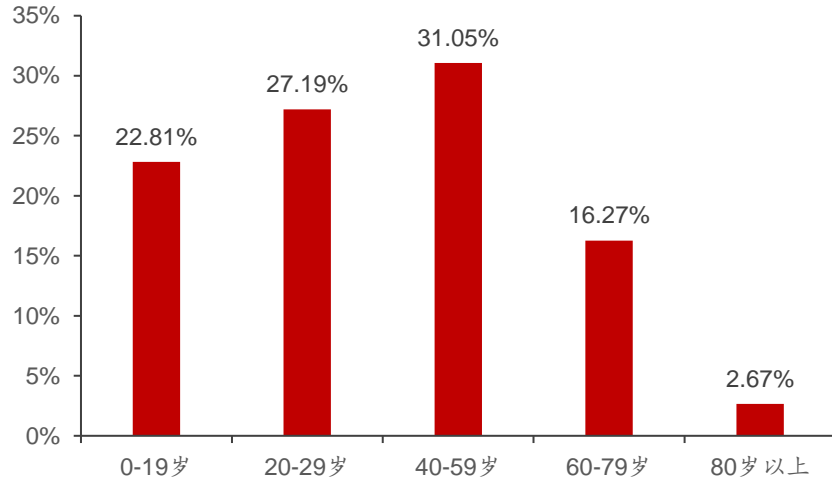
染发剂原料成分/吨	2018	2019	2020	2021	2022	2023
天然色素	10.5	10.7	11.0	11.2	11.1	11.1
永久性/氧化性色素	3,690.0	3,752.0	3,840.0	3,872.2	3,958.7	4,058.0
半永久性染发剂	45.9	45.9	51.5	48.9	47.2	46.6
合成色素	179.1	182.9	184.4	188.0	186.7	190.0
临时性色素	1,309.5	1,326.9	1,349.2	1,361.5	1,394.9	1,428.0
二氧化钛（有色）	368.3	376.1	385.1	394.7	396.8	405.8
其他色素	10.6	10.4	10.2	10.1	10.0	10.1
染发剂原料成分总量	5,613.9	5,704.9	5,831.3	5,886.7	6,005.4	6,149.5

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

人口结构改变使得染发剂需求市场稳定增长。银发阶层人士的逐渐增多和上班族由于工作压力产生的白发危机愈发普遍，因此染发剂市场需求有进一步增加的趋势。40-60 岁人群是染发的主力军，根据艾媒咨询的报告，我国 40-60 岁年龄群在染发上的消费金额占整个染发市场近 80% 的份额，而我国 40-60 岁年龄群占比逐步提升。从 2016 年开始，我国 40-59 岁人群超过 20-39 岁人群成我国人口占比最高的人群，同时 60 岁以上人群也处于不断增长的趋势中。到 2021 年，我国 40 到 59

岁的人群在全国人口占比最高,达到了 31.05%。由于人口结构变化和人们对于自身仪表外貌重视程度的加深,我国染发剂市场规模预计将持续稳定地增长,而染发剂原料也将随着受益。在染发剂市场规模迅速增长并且预期良好的情况下,染发剂原料的市场规模预计将得到大幅提升。

图表 20 2021 年我国人口年龄结构



资料来源:国家统计局,华安证券研究所

染发剂原料行业整体呈现“小而散”的局面,整体行业集中度较低。在染发剂原料领域,目前市场上整体呈现小而散的竞争格局,多数企业仅供应一种或少数几种产品且体量较小,染发剂原料行业整体呈现“小而散”的局面,整体行业集中度较低。随着染发剂市场需求的持续增长,染发剂原料需求相应增长,产品种类齐全、研发能力较强的企业有望获得更大的发展空间。

图表 21 染发剂原料行业供给情况

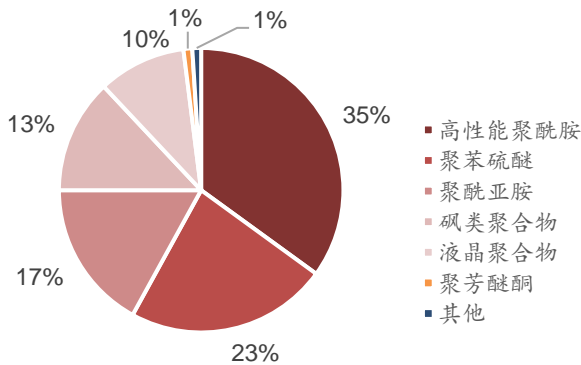
区域	主要竞争对手	基本情况
境内	辽宁新宇生物科技有限公司	系集科研、生产、贸易于一体的毛皮、毛发染料中间体、化妆品原料、医药中间体等高新技术产品的专业生产厂家。
境外	Joseph HLowenstein & Sons Inc	自 1897 年开始为时尚界各个方向需要染料的子行业提供染料产品,包括毛发染料与皮革染料等。可提供用于永久性染发的染料中间体,以及专门配制的基质和显影剂。美发产品覆盖漂白产品、稳定剂/螯合剂、低烯醇表面活性剂等。
境外	DEEPAKNITRITELIMITED	系一家印度的综合化工企业,主要生产和销售基础化学品、精细和特种化学品以及性能产品,产品主要应用于染料及颜料、农用化学品、制药、个人护理等。

资料来源:公司招股书,华安证券研究所

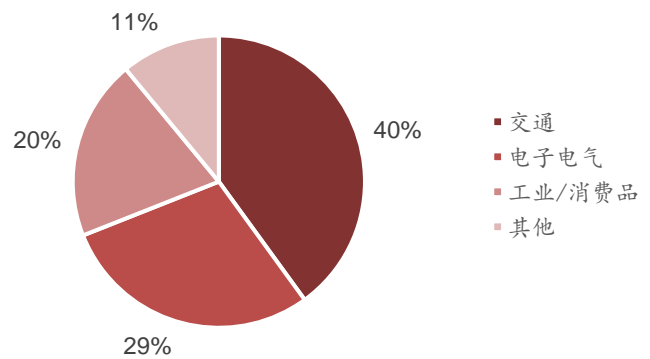
3 深耕特种胺精细赛道，特种工程材料乘风而起

特种工程塑料性能优异，主要用于交通、电子电气等领域。特种工程塑料是综合性能优，长期使用温度在 150°C 以上的一类工程塑料，主要包括聚苯硫醚 (PPS)、高性能聚酰胺 (PPA，也称高温尼龙)、聚砜 (PSF，包括普通双酚 A 型聚砜 PSU、聚亚苯基砜树脂 PPSU、聚醚砜 PESU、聚芳砜 PASF 等)、聚芳醚酮 (PAEK，包括聚醚醚酮 PEEK、聚醚酮酮 PEKK、聚醚酮 PEK 等)、聚对苯撑苯并二噁唑纤维 (PBO) 等。特种工程塑料兼具耐高温、绝缘、耐腐蚀和机械强度高优点，从下游消费结构看，高性能聚酰胺占比 35%，是最大的特种工程塑料，聚苯硫醚占比 23%，是第二大特种工程塑料，聚酰亚胺占比 17%。从下游消费领域看，交通是特种工程材料最大的下游应用领域，占比达到 40%，电子电气占比达到 29%，是第二大应用领域，工业/消费品领域占比 20%，其他领域占比 11%。

图表 22 2022 全球特种工程塑料消费结构



图表 23 2022 全球特种工程塑料消费领域



资料来源：CNCIC，华安证券研究所

资料来源：CNCIC，华安证券研究所

图表 24 特种工程塑料应用领域

应用行业	下游应用领域
电子电器	工程塑料应用于空调、电视、洗衣机及电饭煲、咖啡机等小家电上,此外还可应用于制作电线电缆包覆、线路板、绝缘膜材料与结构件等。
汽车工业	主要用于保险杠、翼子板、燃油箱、仪表板等内饰、车身板、车门、车灯罩、燃油管、散热器以及发动机相关零部件等。
建材行业	可用于各种管材、门窗材料、隔音板材料等。
机械制造	可用于轴承、齿轮、丝杠螺母、密封件等机械零件和壳体、盖板、手轮、手柄、紧固件及管接头等机械结构件上。
包装行业	工程塑料还可应用到旅行杯、奶瓶、微波炉用具和家庭、餐厅食品包装容器等。
化工行业	可用于热交换器、化工设备衬里等化工设备上和管材及管配件、阀门、泵等化工管路等。 研究院
医疗器械	应用在手术器械、注射器、心脏瓣膜、骨骼修复等方面。

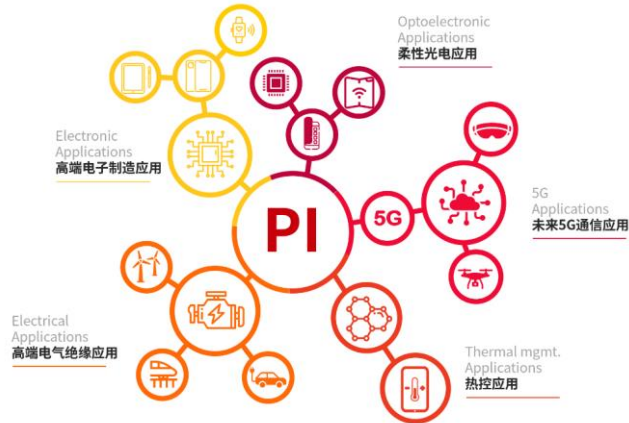
资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

3.1 聚酰亚胺国产化加速，单体市场有望协同发展

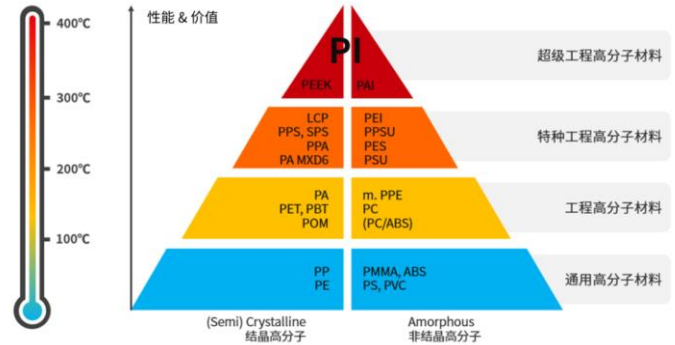
聚酰亚胺 (PI) 是耐热性高，介电性能优异的一类特种工程塑料。聚酰亚胺 (PI) 指主链上含有酰亚胺环 (-CO-NR-CO-) 的一类聚合物，是综合性能最佳的有机高

分子材料之一，其耐高温达 400°C 以上，长期使用温度范围-200~300°C，部分无明显熔点，高绝缘性能，103 赫兹下介电常数 4.0，介电损耗仅 0.004~0.007，属 F 至 H 级绝缘。航空航天、先进制造等行业的发展对关键材料轻质高强、耐磨能够自润滑、尺寸稳定等要求较高，目前面临关键材料国产化率低的问题，聚酰亚胺已广泛应用于电子通信、航天航空、新能源、电气绝缘、汽车工业等各个领域，被誉为“二十一世纪最有希望的工程塑料之一”。

图表 25 聚酰亚胺下游应用



图表 26 特种工程塑料性能及价值



资料来源：瑞华泰官网，华安证券研究所

资料来源：瑞华泰官网，华安证券研究所

图表 27 聚酰亚胺材料性能

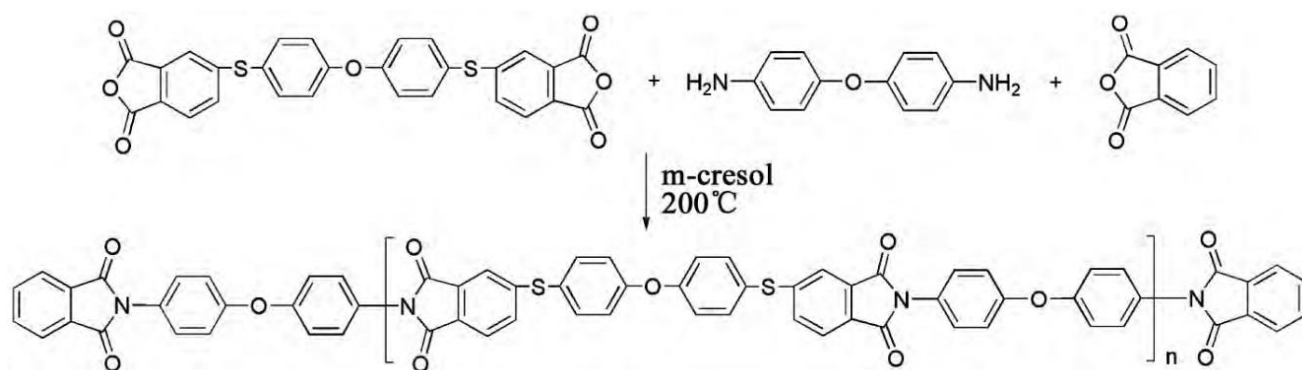
性能	特点
绝缘和介电性能	介电常数通常为 3.4 左右，通过改良后，可降到 2.5 左右，介电强度为 100-300kv/mm，在宽广的温度范围和频率范围内仍能保持性能稳定。
耐高低温	长期使用温度-269°C-400°C。高温部分：无明显熔点，全芳香聚酰亚胺的分解温度一般在 500°C 左右，改良后可达到更高水平；低温部分：在-269°C 的液态氮中不会脆裂。
低热膨胀系数	热膨胀系数在 $2 \times 10^{-5} \sim 3 \times 10^{-5}/^{\circ}\text{C}$ ，联苯型 PI 可达 $10^{-6}/^{\circ}\text{C}$ ，与金属处于同一水平，个别品种可达 $10^{-7}/^{\circ}\text{C}$ 。
机械性能优异	未填充的抗张强度都在 1 00MPa 以上，均苯型 PI 薄膜为 250MPa，而联苯型 PI 薄膜 (Upilex) 达到 530MPa。作为工程塑料，其弹性模量通常为 3-4GPa。
高稳定性	一些品种不溶于有机溶剂，对稀酸稳定，一般不耐水解，回收率可达 80%-90%。
耐辐射	具有很高的耐辐照性能，其薄膜在 $5 \times 10^9 \text{rad}$ 快电子辐照后强度保持率为 90%。
自熄性	发烟率低，具有阻燃性能。
无毒性	无毒，可用来制造餐具和医用器具，并经得起数千次消毒。

资料来源：瑞华泰招股说明书，华安证券研究所

热塑性聚酰亚胺 (TPI) 具有熔融和注塑加工性能，储存成本和生产成本低，有利于实现大规模生产。聚酰亚胺根据能否进行多次加工，可分为热固性聚酰亚胺和热塑性聚酰亚胺。热固性 PI 分子链段中带有不饱和基团，在外界条件下交联固化形成空间网络结构。TPI 分子链呈现出线性结构，既有标准型 PI 材料所共有的特征，如刚性的酰亚胺环共轭结构，也具备热塑性高分子材料的结构特征，如含有醚键、

亚甲基等柔性链节，能够正常熔融软化，具备注塑加工能力的聚酰亚胺，玻璃化温度通常在 250°C 以下。此外热塑性 PI 相较于热固性 PI 够制成大分子量的产品长期保存，因此降低了其储存成本和生产成本，有利于实现大规模生产。聚酰亚胺由二酐单体和二胺单体在非质子极性溶剂 N,N'-二甲基乙酰胺(DMAC)、N-甲基吡咯烷酮(NMP)等溶剂中低温缩聚，得到聚酰胺酸溶液，然后高温下脱水环化或者加入酸酐脱水剂和胺类催化剂化学亚胺化，得到聚酰亚胺树脂。为了改善聚酰亚胺树脂的柔韧性，往往对二酐或者二胺单体进行改性，比如打破单体的对称结构、引入醚酮键等柔性链段或者延长分子链，按所用芳香族二酐单体结构的不同，热塑性聚酰亚胺可分为均酐型、酮酐型醚酐型、联苯酐型 TPI 等。

图表 28 热塑性聚酰亚胺合成路线



资料来源：CNKI：新型易加工热塑性聚酰亚胺的合成及性能研究，华安证券研究所

图表 29 热塑性聚酰亚胺种类

种类	原料	优点	缺点	典型品牌及生产厂商
双酚 A 型 TPI	双酚 A 型二酐(BPADA)与芳二胺	加工性能优异,价格较低	Tg 很低,耐热性较差	Ultem®(GE)
均酐型 TPI	均苯四甲酸二(PMDA)与芳二胺	耐热性能优异	芳二胺单体成本较高	Aurum® (日本三井东亚公司)
联苯酐型 TPI	3,3',4,4'-联苯四酸二酐(s-BPDA)与芳二胺	结晶能力较强,T 较高	结晶速度缓慢	UPIMOL (日本宇部公司)
醚酐型 TPI	二苯醚四酸二(ODPA)或三苯二醚四甲酸二酐与芳二胺	反应活性高,溶解性好,加工性能好,成本低,原料来源广	Tg 和结晶能力相对较低	aRCTM-IA(NASA); YS20(上海合成树脂所); YHPI(中国科学院长春应用化学研究所)
酮酐型 TPI	二苯甲酮四酸二酐(BTDA)与二胺	熔融加工性好,粘结性能优良	单体价格较高,成本昂贵	LaRCTM-TPI(NASA)
氟酐型 TPI	六氟二酐(6FDA)与芳二胺	耐热性和氧化稳定性好	含氟二酐的制备成本昂贵	NR-150 系列材料 (美国杜邦公司)

资料来源: CNKI: 热塑性聚酰亚胺的研究及应用进展, 华安证券研究所

TPI 下游广泛应用于机械工业、电子通信、航天航空、电力等领域。柔性印制电路板 (FPCB) 生产过程对电子产品的性能和外观有很大影响, 传统的制备多层柔性基底材料时, 涂抹基于环氧或丙烯酸的热固性粘合剂与铜箔粘合固化。但 FPCB 的制备过程中焊接温度很高, 环氧类粘合剂或丙烯酸的热稳定性较差, TPI 具有较高的耐热性, 代替丙烯酸或环氧树脂之类的热固化粘合剂来制备具有优异热稳定性的 FPCB。此外, 在制造 FPCB 过程中, 粘合剂经常导致成品的尺寸稳定性差, 而使用 TPI 直接覆盖铜箔可以很好地解决问题。TPI 具有热稳定性、耐摩擦性、抗腐蚀性和可加工性等优点, 可以将其加工成型或者与其他材料复合制造出性能优异的产品, 应用于医疗、电子、化工等领域。

图表 30 热塑性聚酰亚胺下游应用

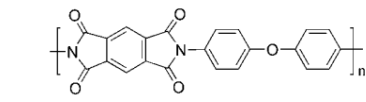
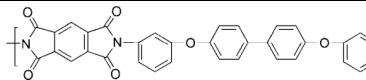
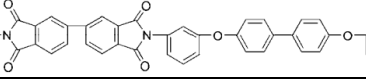
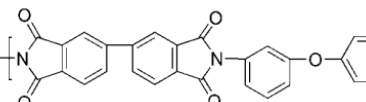
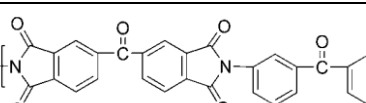
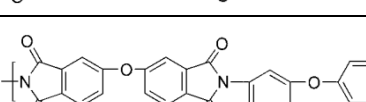
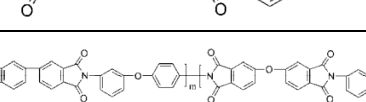
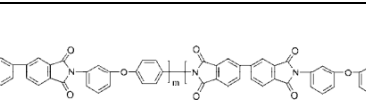
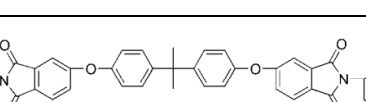
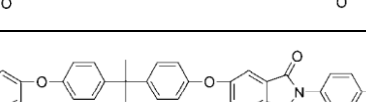
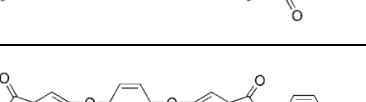
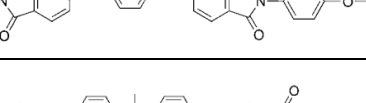
应用领域	用途
机械工业	TPI 具有优异的力学性能与耐摩擦性, 可替代钛合金用于制造各种零件, 例如发动机内盖、致密零件、离合器齿圈等。
航空航天	TPI 具有良好的阻燃性能, 用来生产飞机的零部件, 可以减少飞机因火灾而导致的损害。
电子通信	TPI 在高温、高压和高湿度等恶劣的工作环境下可以保持良好的电气绝缘性, 通常用于制造晶圆载体、电子绝缘膜片和各种连接的设备。
医疗	由 TPI 树脂制成的人造骨具有质轻、无毒、抗腐蚀性强的优点
电力	TPI 具有良好的热稳定性与介电性, 可以用来生产电线电缆等各种电力装备。
涂料	在金属表面覆盖 TPI 的细粉涂料可获得具有优异绝缘性、较强耐腐蚀性、耐热性和耐水性的 TPI 粉末金属涂料产品, 广泛用于化学防腐、家用电器、电子产品、机械等领域。

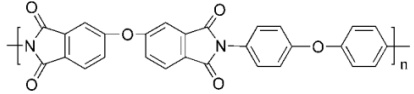
资料来源: CNKI: 热塑性聚酰亚胺的研究及应用进展, 华安证券研究所

热塑性聚酰亚胺产品商业化进程缓慢, 目前仍以海外公司为主, 新型单体合成难度高、加工难度大, 产业链仍需国产化的渗透突破。热塑性 PI 树脂最早由杜邦公司由原料均苯四甲酸二酐 (PMDA) 和 4,4'-二氨基二苯醚 (ODA) 合成, 但是分子链结构刚性大, 加工性能较差, 不能通过熔融加工的方式成型, 限制其使用。NASA 后来研制了能够实现熔融加工的 LaRC 系列聚酰亚胺产品, 典型产品有 LaRC-SCI、LaRC-IA 以及 LaRC-TPI 等, 被用于制作航空航天飞行器的多种结构部件, 能够在 200-300°C 的高温下连续使用, 又进一步研发出 LaRC-8515 和 LaRC-SI, 在之前均聚体系的基础上开发出共聚体系, 进一步优化了加工性能。此外美国通用电气公司在 1982 投产的一种聚酰亚胺 (PEI), 商品名为 Ultem, 此类树脂加工性能优异, 在较宽的温度范围内能够满足挤出注塑等成型方法进行加工, 并且价格相对较低, 在许多领域被广泛运用。2006 年, 通用电气公司在 Ultem 的基础上, 研制了耐热性更好的 Extem 系列树脂, 在化学结构中引入砷基, 能够耐受大多数有机溶剂腐蚀, 并且玻璃化温度达到 267°C 依然具有熔体加工性, 缩小了耐高温树脂在高性能与加工性之间难以兼容的“鸿沟”。日本三井公司在上世纪 80 年代末研发了

结晶性热塑性聚酰亚胺 Aурum, 是目前能够实现注射成型的玻璃化温度最高的聚合物, 玻璃化温度为 250°C, 采用了刚性较大的 PMDA 单体, 因此具有较好的耐热性和耐溶剂性。三井公司在后续研究中又推出 Super Aурum 树脂, 玻璃化温度为 190°C, 在 210°C 实现了快速结晶, 结晶后的制品能够在 350°C 高温条件下长期使用。

图表 31 热塑性聚酰亚胺产品牌号

研发机构	牌号	结构	Tg/°C
Dupont	Vespel		385
三井化学	Aurum		250
	Super Aurum		190
NASA	LaRC-SCI		278
	LaRC-TPI		242
	LaRC-IA		230
	LaRC-SI		250
	LaRC-8515		248
通用电气	Ultem		217
	Extem		267
长春高琦	YHPI		230
上海市合成树脂所	Ratem YS-30		211

	Ratem YS-20		250
--	-------------	------------------------------------------------------------------------------------	-----

资料来源：CNKI：低热膨胀热塑性聚酰亚胺树脂设计合成研究，华安证券研究所

聚酰亚胺行业国产化趋势增强，公司聚酰亚胺单体快速迭代。我国聚酰亚胺产业起步较晚，但随着国家政策支持，行业内相关企业正逐步完善核心技术体系，国产替代进程加速进行，瑞华泰、时代华鑫、国风新材等国内公司相继扩增产聚酰亚胺产品，促进了国内聚酰亚胺行业的发展。公司主要研发及生产聚酰亚胺材料的有机胺类单体研究开发，从合成制备到高品质提纯的全套工艺开发，满足客户对于产品质量和性能的要求，重视研发创新，以既有产品为基础，不断拓展产品线，开发了多种聚酰亚胺与高性能纤维等特种工程材料单体，与三井化学等客户建立了良好的合作关系。

3.2 PBO 国产化率加速推进，单体受益 PBO 发展附加值高

PBO 纤维具有超高强度、超高模量、耐高温和高环境稳定性，是当前公认综合性能的纤维材料。聚对苯撑苯并二噁唑纤维（PBO 纤维）是由重复单元苯并双噁唑环和苯环构成的一类新型高分子纤维材料，分子结构高度共轭且无弱键，刚性极强，具有优良的力学性能和耐热性。PBO 纤维强度可达 5.8 GPa，模量可达 280 GPa，极限氧指数为 68，最高分解温度为 650 °C，并且拥有优良的耐化学腐蚀性和抗冲击性，综合性能为有机纤维之最，被誉为新一代超级纤维。PBO 纤维具有优异的物理机械性能和化学性能：

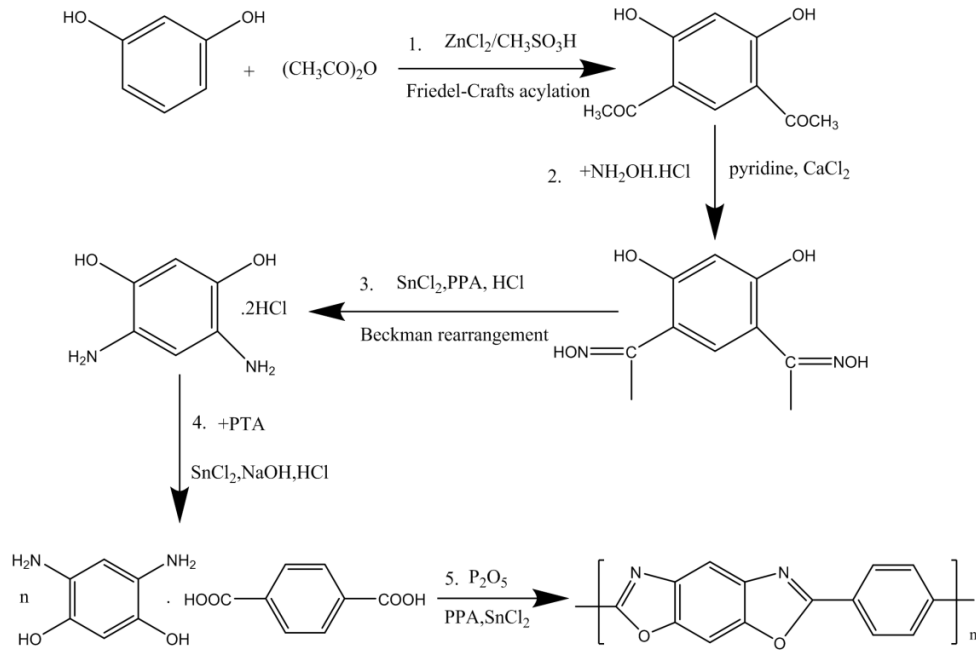
1) 强度和模量高：PBO 强度可超过钢纤维，甚至可凌驾于碳纤维之上，模量非常高，一根直径为 1 毫米的 PBO 细丝可吊起 450 千克的重量，强度是钢丝纤维的 10 倍以上。

2) 耐热性好：PBO 耐热温度达到 600°C，极限氧指数 68，在火焰中不燃烧、不收缩，耐热性和难燃性高于其它任何一种有机纤维。

3) 耐冲击性好：PBO 耐摩擦性和尺寸稳定性均很优异，并且质轻而柔软，是极其理想的纺织原料。

但 PBO 分子链高度对称，无极性侧基，分子链间作用力弱，纤维压缩强度较差。同时 PBO 纤维表面光滑，呈现出极强的惰性，与树脂基体的界面粘结性能较差。PBO 纤维受紫外光照射易老化降解，导致各项性能下降。为了改善 PBO 纤维的上述性能缺陷，需对其进行改性处理。根据改性的方法不同，PBO 纤维改性可分为表面改性、物理共混和共聚改性。表面改性包括辐射改性、化学试剂处理、等离子体表面处理、纳米粒子涂敷或表面接枝等。

图表 32 PBO 合成路线



资料来源: CNKI: 聚对苯撑苯并二噁唑的合成及可行性研究, 华安证券研究所

图表 33 特种工程塑料纤维性能对比





纤维种类	密度/ (g·m ⁻³)	拉伸强度 /GPa	拉伸模量 /GPa	断裂伸长率/%	裂解温度/°C	LOI/%	回潮率/%
AS Zylon	1.54	5.8	180	3.5	650	68	2
HM Zylon	1.56	5.8	280	2.5	650	68	0.6
PIPD	1.7	3.5	330	2.5	500	>50	4.5
Kevlar-49	1.44	3.6	130	2.8	550	28	4.5
Nomex 450	1.38	0.65	17	22	400	32	4.5
Technora	1.39	3.4	71	4.5	500	25	3.5
Spectra 1000	0.97	3.1	105	2.5	150	16	-
steel	7.8	2.8	200	1.4	-	-	-
Carbon fiber(T800)	1.80	5.6	300	1.4	-	-	-
PBI	1.40	0.4	5.6	30	550	41	15
Vectran	1.4	2.85	65	3.3	400	>30	<0.1

资料来源: CNKI: PBO 纤维表面改性处理的研究进展, 华安证券研究所

PBO 纤维以其卓越的性能在多个关键领域发挥着不可或缺的作用。PBO 纤维在航空航天领域, 被用作火箭发动机壳体、宇宙飞船及军用飞机的结构增强复合材料, 为这些高精尖设备提供了出色的强度和耐久性。同时, PBO 纤维还用于飞机黑匣子、火星轨道探测器的空气袋以及火箭发动机的隔热、绝缘和燃料油箱等关键部件, 确保了太空探索任务的安全与成功。在交通运输领域, PBO 纤维被用于制造汽车、轮船等交通工具的零部件和增强材料, 以提高其强度和耐久性。在耐温材料领域, PBO 纤维凭借其优异的耐热性成为舰艇发动机绝热层、耐烧蚀材料的首选材料。同时, 它还被应用于高温辊筒、高温毡等耐温材料, 以及铝合金和玻璃加工业的耐

高温垫毡和高温滤材，为高温环境下的工作提供了可靠的支持。此外，PBO 纤维还被用于制造耐热难燃材料、超级纤维复合材料等，以应用于铝型材及铝合金、玻璃制品成型时的衬垫保护、新型高速交通工具、宇宙空间器材和深层海洋的开发等领域。

图表 34 PBO 纤维应用领域

PBO 应用领域	PBO 应用部位	示意图
航天航空	复合材料被广泛应用于火箭发动机壳体、飞机结构、飞艇蒙皮、雷达天线罩等多个关键部位，既能最大限度的提高材料强度，同时又可以保证材料的轻量化	
防护制品	阻燃性能，遇到火焰不燃烧、不收缩、不硬化，且仍然非常柔软，常被用来制作阻燃防护服、消防服、电缆防护套管等。又因其具有超高强度和模量等特性，在防弹领域也有着广泛的应用，如防弹衣、防弹头盔、轻型装甲车辆防护等	
耐温材料	PBO 纤维凭借其优异的耐热性成为舰艇发动机绝热层、耐烧蚀材料的首选材料。同时，它还被应用于高温辊筒、高温毡等耐温材料，以及铝合金和玻璃加工业的耐高温垫毡和高温滤材，为高温环境下的工作提供了可靠的支持。	
线缆绳索	因其轻质高强等特性，被广泛用于光缆、电缆、绳索、传输带等多种产品，可有效提高产品的抗拉强度、耐磨性能以及使用寿命，也降低了产品的整体重量。	

资料来源：新晨新材官网，华安证券研究所

全球 PBO 纤维产能以东洋纺为主，国产化趋势加速推进。上世纪 60 年代，美国斯坦福大学研究所成功研制出 PBO 相关专利，而后陶氏化学 (Dow) 得到授权，开启了 PBO 产品的工业化；上世纪 90 年代，日本东洋纺购买了前述专利并逐步实现大规模工业化生产，至今仍是全球最大商业化生产 PBO 纤维的公司，目前东洋纺具有 PBO 产能 1000 吨/年。国内方面，2019 年 3 月，成都新晨年产 380 吨高性能 PBO 装置的顺利投产，标志着我国 PBO 纤维行业取得了突破性的进展。

DHAB 单体的纯度是 PBO 纤维合成的重要因素之一，公司客户主要包括成都新晨、中科金绮、中蓝晨光等国内企业。PBO 纤维由 DHAB 单体与 PTA (对苯二甲酸) 按照一定比例进行聚合纺丝而成，DHAB 单体是制备 PBO 纤维的主要原料之一，其纯度对纤维的质量及成本起到决定性作用。DHAB 单体是二氨基间苯二酚类物质，PBO 纤维合成难度较高，难度主要在于获取优质、纯度高的 DHAB 单体，杂质较多、质量较次的 DHAB 单体将直接影响其产业化。DHAB 单体是有机酚胺，具有极强的还原性，容易被氧化变质，单体中 1 个氨基和 3 个氨基化合物微

量的存在，均可导致 PBO 聚合过程中链终止及非直链化而严重影响其性能。要制得高分子量的聚合物，须先从 4,6-二氨基间苯二酚的合成工艺或提纯结晶入手，得到高纯度的 4,6-二氨基间苯二酚。因此对于合成反应、分离纯化、储存和运输均提出了非常高的要求，若产品质量不合格将无法合成高品质的材料，因而 DHAB 单体对于后续材料的合成制备具有关键影响。公司自 2018 年开始与成都新晨开展业务合作，为其供应的聚合级高纯 DHAB 单体为 PBO 纤维的成功合成及产品的性能、质量起到了关键性作用，目前 PBO 单体的主要下游客户包括成都新晨、中科金绮、中蓝晨光等国内企业。

图表 35 PBO 单体销售情况

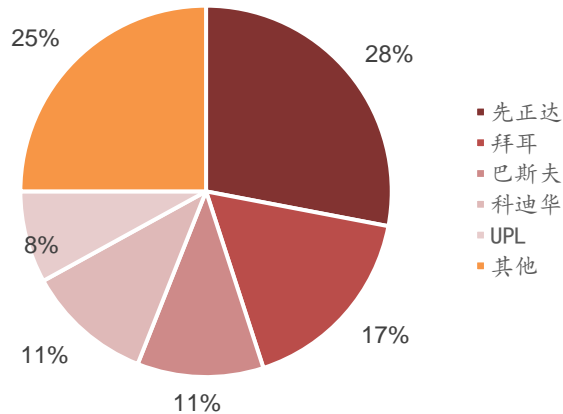
PBO 单体	2020		2021		2022	
	销量/吨	销售额/万	销量/吨	销售额/万	销量/吨	销售额/万
成都新晨	22.80	1,258.76	7.85	389.03	16.23	804.07
中科金绮	8.00	456.64	6.00	307.96	3.30	167.92
中蓝晨光	8.00	601.77	-	-	2.50	139.38
其他	2.60	202.65	2.00	128.76	2.17	154.74
合计	41.40	2,519.82	15.85	825.75	24.20	1,266.12

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 农业刚需差异化路线，植保材料稳定增长

植保材料在农业产量和食品安全方面发挥着至关重要的作用。植保材料是生产植保产品的重要原料，在农业产量及食品安全领域发挥重要作用。我国植保材料行业受下游植保产品行业产业结构调整的影响，也正在逐步走向环保化及精细化。从产品结构看，随着供给侧改革的持续推进，植保材料行业逐渐形成了环保型植保材料快速增长、研发投入逐渐加大、自主创新体系进一步完善趋势。市场中毒性较高、技术含量较低、性能较弱的产品将被高效、低毒、低残留的产品取代，植保材料整体产业趋势向着生产带有高附加值的中高端产品的方向转移。目前全球植保企业主要以海外跨国型企业为主，先正达在植保领域占比达到 28%，拜耳占比达到 17%，巴斯夫和科迪华占比均为 11%，UPL 占比达到 8%，我国植保材料企业目前集中度较低，单个植保材料厂商可覆盖的植保产品有限，因此中间体厂商与下游成品厂商的供需关系相对稳定。随着世界农业产业持续向国内转移，我国植保材料产业规模将不断扩大。

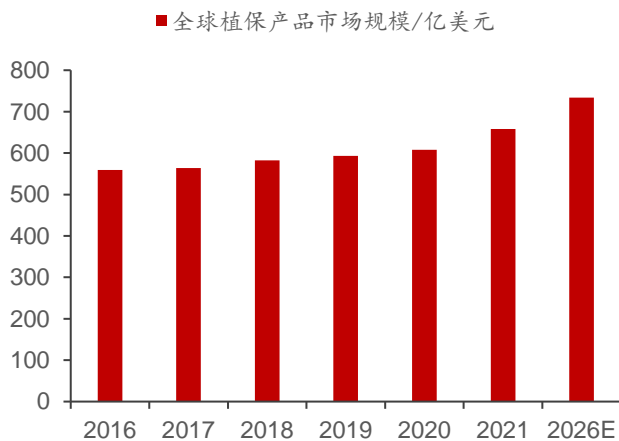
图表 36 全球植保类公司市场份额占比



资料来源：先正达招股书，华安证券研究所

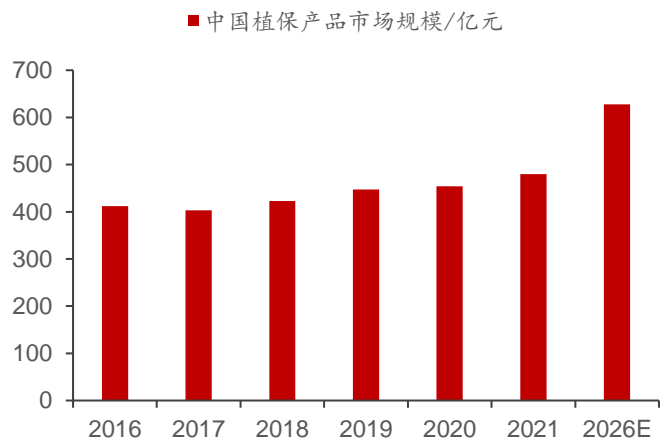
2021 年全球植物保护产品用于农业领域的市场规模为 658 亿美元，自 2016 年来年均复合增长率为 3.3%，主要由于欧美等国家对植物保护产品环保要求提升，导致低端产品用量已呈现出逐步减少的趋势。未来 5 年预计植物保护产品市场的年均复合增长率将达到 2.2%，在新型产品的发现、新技术在新兴市场不断应用、先进且符合环保要求的产品对旧产品的替代等因素影响下，预计植物保护产品行业整体市场价值将不断提升。2021 年我国植物保护产品行业市场规模 480 亿元，同比保持稳定，自 2016 年来年均复合增长率为 3.1%。预计 2026 年整体市场规模将达到 628 亿元，年均复合增长率 5.5%，增长主要得益于逐步采用更为先进且更具可持续性的植物保护产品技术。

图表 37 全球植保产品市场规模



资料来源：先正达招股说明书，华安证券研究所

图表 38 中国植保产品行业市场规模



资料来源：先正达招股说明书，华安证券研究所

公司 CMQC、ITH 分别用于除草剂和杀菌剂的合成，与组合化学、ARYSTA 等全球知名企业建立稳定的合作关系。除草剂是用于防止和控制杂草生长的产品，从而减少杂草在生长过程中和作物争夺养分、光照和水分。除草剂可进一步划分为选择性除草剂和非选择性除草剂，选择性除草剂使用时对特定作物安全有效，而非选

择性除草剂使用时对除杂交育种和生物育种培育的耐除草剂作物外的其余所有植物都有效。杀菌剂是用于防治植物病害的植保产品，杀菌剂的需求在很大程度上取决于当地的天气和农业气候条件，潮湿的环境会加剧植物病害并增加杀菌剂的需求。CMQC 主要用于生产芳基环己二酮类除草剂，系优质的水稻田除草剂。ITH 主要用于生产嘧菌胺类杀菌剂，是目前杀菌剂中主流产品，具有良好的环境相容性，且对授粉昆虫和动物无毒害作用，是理想的综合害物治理用药。公司与组合化学、ARYSTA 等全球知名企业建立了稳定的合作关系，公司植保材料规模相对较小，但公司产品定制化属性较强，具备差异化竞争优势，主要客户均系全球知名企业，未来公司将维护好该领域相关客户，保持并巩固在此领域内的核心竞争力。

5 与下游客户紧密合作，提升技术创新优势

染发剂原料主要为特种胺类小分子，对生产工艺和纯度要求高，从最初原料投入到最终成品产出要经过一系列的工艺步骤，由于精细化工的生产链条较长，经由每个生产步骤产出的产品均为中间产品，既可作为后续生产加工过程的原材料，同时亦是成品生产过程中的半成品。一方面，公司紧跟市场配合客户不断开发新产品，推动染发剂品种向系列化方向演进；另一方面，公司积极顺应新时代下的客户需求和消费理念，致力于开发出新一代对人体安全、环保、无毒无刺激的染发剂原料产品。经过长时间的技术积累，公司产品质量受到客户的广泛认可，多个产品通过了浙江省科技成果鉴定，公司研究所被认定为“省级企业研究院”、“省级高新技术企业研究开发中心”。2023 年 1 月，公司被评为专精特新企业。

图表 39 公司主要研发项目进展

主要研发项目名称	项目目的	项目进展
杂环芳纶系列单体开发	利用优势技术丰富特种纤维单体品类	部分产品完成实验室开发,已经产业化
半永久染发剂系列产品开发	拓展染发剂原料产品矩阵	实验室研究阶段
绿色永久型染发剂原料产品开发	做现有产品迭代储备	实验室研究阶段
化妆品活性成分美白产品原料开发	增加个人护理品原料品类	实验室研究阶段
化妆品活性成分去屑产品原料开发	增加个人护理品原料品类	主要工艺路线已打通,部分环节优化中
高性能聚酰亚胺单体研究与开发	增加聚酰亚胺单体品类	实验室研究阶段
高纯电子材料单体研究开发	增加特种工程材料单体品类	实验室研究阶段;部分产品进入公斤级终端产品验证阶段
材料单体性能验证技术	提升公司对下游客户服务能力,对相关原料开发进行品质验证	实验室研究阶段
连续化工程技术攻关	提升公司全自动生产能力,提升本质安全,降低生产成本	实验室研究阶段;部分产品进入产业化验证

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

公司与下游客户保持紧密合作，为进一步开拓市场创造有利条件。精细化工产业因其特殊性，上游原料的品质对下游产品的影响较大，下游生产企业对供应商在技术、环保、职业健康、质量、生产稳定性等各方面有着严格的综合考评和准入制度。下游公司在供应商选择上非常慎重，在确定业务合作关系前，下游公司通常会会对供货商的生产设备、研发能力、生产管理和产品质量控制能力进行长达数年的严格考察和遴选，一旦建立起业务关系，就会在相当长的时间内保持稳定。公司在染发剂原料领域占据了较大的市场份额，系欧莱雅、汉高、科蒂/威娜等全球知名染发剂制造商的主要原料供应商；公司在特种工程材料领域的客户包含三井化学等国内外知名聚酰亚胺薄膜和高性能纤维制造商；公司植保材料客户主要为组合化学、ARYSTA 等全球知名植保产品公司。公司注重通过持续的工艺优化和产品迭代深化与合作，与国内外主要客户建立了长期稳定的合作关系，为进一步开拓市场创造了有利条件。

图表 40 鼎龙科技主要客户情况

客户名称	情况简介
欧莱雅	欧莱雅是一家总部位于法国巴黎的美发、皮肤护理、化妆品公司，创办于 1909 年，是世界上最大的化妆品集团，也是全球 500 强企业之一。欧莱雅经营地遍及 150 多个国家和地区，在全球拥有多家工厂及代理商。欧莱雅 2022 年度的销售额达到 382.6 亿欧元
汉高	德国汉高拥有 140 多年的历史，业务遍及欧洲、北美洲、亚太区和拉丁美洲，在 70 多个国家生产经营 1 万余种民用和工业用产品。汉高拥有三大业务，洗涤剂及家用护理、化妆/美容用品和粘合剂。1995 年汉高收购汉斯·施华蔻有限责任公司以后，成为世界十大化妆品公司之一。汉高的产品系列包括染发、护发系列、香皂、浴液、护肤产品及口腔卫生等产品。其中在我国销售的主要国际品牌有：高端专业的“施华蔻（Schwarzkopf）”、沙龙品质的“丝蕴（Syoss）”、香体护理品“Fa”。
科蒂/威娜	科蒂由 Francois Coty 于 1904 年在法国巴黎创立，Francois Coty 因开创现代香水业而享誉全球。科蒂是全球最大的香水公司，也是全球美容界公认的领导厂商。在创业精神、激情、创新以及创造力的推动下，科蒂已经开发出了丰富的产品组合，涵盖了众多知名品牌，为全球消费者提供创新产品。威娜（Wella）是德国企业家 Franz Stroher 先生于 1880 年创立的，现如今已遍布世界各地，成为一家主营美发厅专用产品的专业性跨国公司，并在全球的零售市场也占有相当的份额。2003 年，宝洁公司收购威娜公司 77.6% 的股权；2015 年，宝洁公司向科蒂出售旗下品牌威娜；2020 年，科蒂与 KKR 达成合作，把威娜打造成一家独立运营公司，并由 KKR 控股、科蒂参股。发行人主要为其旗下品牌“威娜（Wella）”染发剂提供原料。
三井化学	隶属于三井集团，在东京证券交易所上市（TYO.4183）业务涉及汽车、医疗、食品包装、基础材料等领域
组合化学	组合化学是一家日本化工企业，在东京证券交易所上市（TYO.4996），主要产品包括植保产品和其他精细化工产品。

ARYSTA

全名为 ARYSTA HEALTH AND NUTRITION SCIENCES CORPORATION，总部位于日本东京，业务覆盖全球，主要产品为植保产品与各种生命科学类产品。

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

投资建议：

染发剂原料：染发剂原料为公司第一大板块，下游客户合作绑定稳定，受自有产能限制，公司染发剂原料产品部分外购，随着 2024 年中公司募投项目一期 555 吨项目逐步试运行，预计自产高端高附加值染发剂原料占比逐步提升，此外，随着鼎利科技“年产 5,000 吨特种材料单体及助剂项目(一期)”2025 年试生产，部分外购染发剂原料量逐步下降，自产产品逐步提升。随着染发剂原料规模效应逐步显现，预计公司染发剂原料 2024-2026 年毛利率分别为 44.70%、45.30%、45.39%。

特种功能材料单体：特种功能材料单体是公司增速较快的板块之一，下游 PBO 纤维和 PI 材料作为高性能材料，需求增速较快，公司与下游 PBO 纤维和 PI 材料公司深度绑定，单体材料随着募投项目一期以及鼎利科技项目的逐步投产，未来产销量逐步提升，而鼎利科技项目投产，使得毛利率偏低端的产品产量提升，毛利率小幅回落，预计 2024-2026 年毛利率分别为 38.79%、37.09%、36.32%。

植保材料：植保材料业务不受外购产品影响，毛利率相对稳定，未来随着鼎利科技项目投产，产销量逐步提升。

其他材料及业务：其他材料及业务板块属于非主营业务，收入及毛利率保持稳定。

图表 41 公司营业预测

	亿元	2022A	2023	2024E	2025E	2026E
公司	收入	83076	74155	86299	107857	126220
	成本	57642	44245	51176	63612	74631
	毛利率/%	30.61%	40.33%	40.70%	41.02%	40.87%
染发剂原料	收入	58,475	54,537	59,671	74,275	84,586
	成本	37,897	30,629	33,001	40,632	46,191
	毛利率/%	35.19%	43.84%	44.70%	45.30%	45.39%
特种工程材料 单体	收入	8255	8016	11774	15969	21260
	成本	6693	4966	7207	10045	13537
	毛利率/%	18.92%	38.04%	38.79%	37.09%	36.32%
植保材料	收入	10747	8248	11500	14260	17020
	成本	8401	5879	8197	10165	12132
	毛利率/%	21.83%	28.72%	28.72%	28.72%	28.72%
其他材料	收入	4653	5165	2837	2837	2837
	成本	3836	4278	2291	2291	2291
	毛利率/%	17.57%	17.17%	19.25%	19.25%	19.25%

其他业务	收入	434	518	518	518	518
	成本	373	480	480	480	480
	毛利率/%	14.20%	7.22%	7.22%	7.22%	7.22%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司作为精细化学品行业中染发剂原料的头部企业，随着募投项目相继投产以及特种工程材料单体的扩展，产业链一体化程度大幅提升，成本与规模优势显著，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.22、2.74、3.19 亿元，同比增速为 27.5%、23.3%、16.6%。当前股价对应 PE 分别为 18、15、13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

- (1) 项目建设进度不及预期的风险；
- (2) 项目审批进度不及预期的风险；
- (3) 原材料价格大幅波动的风险；
- (4) 产品价格大幅下跌的风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024	2025	2026	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1601	1745	2018	2322	营业收入	742	863	1079	1262
现金	1195	1309	1463	1678	营业成本	442	512	636	746
应收账款	131	151	189	221	营业税金及附加	7	8	10	12
其他应收款	8	9	11	13	销售费用	14	15	19	22
预付账款	2	3	3	4	管理费用	44	49	62	72
存货	251	258	334	387	财务费用	-13	-15	-16	-18
其他流动资产	14	15	17	19	资产减值损失	-2	3	3	3
非流动资产	529	578	634	684	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-2	-1	-2	-2
固定资产	264	281	282	286	营业利润	213	263	327	380
无形资产	69	68	66	65	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	195	229	285	334	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	2130	2323	2651	3007	利润总额	210	263	327	380
流动负债	159	187	231	266	所得税	37	40	52	60
短期借款	7	12	17	17	净利润	174	223	274	320
应付账款	90	97	123	144	少数股东损益	0	1	1	1
其他流动负债	63	78	91	106	归属母公司净利润	174	222	274	319
非流动负债	60	70	80	80	EBITDA	242	283	347	401
长期借款	52	62	72	72	EPS (元)	0.99	0.94	1.16	1.35
其他非流动负债	8	8	8	8					
负债合计	220	257	311	347					
少数股东权益	13	14	15	16	主要财务比率				
股本	236	236	236	236	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	1233	1218	1218	1218	成长能力				
留存收益	428	598	871	1190	营业收入	-10.7%	16.4%	25.0%	17.0%
归属母公司股东权	1897	2052	2325	2644	营业利润	22.6%	23.5%	24.0%	16.3%
负债和股东权益	2130	2323	2651	3007	归属于母公司净利	15.5%	27.5%	23.3%	16.6%
					获利能力				
					毛利率 (%)	40.3%	40.7%	41.0%	40.9%
					净利率 (%)	23.5%	25.7%	25.4%	25.3%
					ROE (%)	9.2%	10.8%	11.8%	12.1%
					ROIC (%)	8.6%	9.8%	10.7%	11.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	10.3%	11.1%	11.7%	11.5%
					净负债比率 (%)	11.5%	12.5%	13.3%	13.0%
					流动比率	10.06	9.33	8.73	8.71
					速动比率	8.43	7.90	7.24	7.22
					营运能力				
					总资产周转率	0.46	0.39	0.43	0.45
					应收账款周转率	5.40	6.12	6.33	6.14
					应付账款周转率	4.81	5.48	5.77	5.59
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.99	0.94	1.16	1.35
					每股经营现金流 (摊)	0.85	1.07	0.99	1.31
					每股净资产	8.05	8.71	9.87	11.23
					估值比率				
					P/E	36.36	18.07	14.65	12.57
					P/B	4.47	1.95	1.72	1.52
					EV/EBITDA	30.40	9.81	7.60	6.04

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。