

主业盈利稳步回升，新业务打开成长空间

核心观点

- 盈利能力稳步回升。**公司近期发布 2024 年半年报，上半年实现营业收入 28.2 亿元，同比+12.5%；实现归母净利润 2.2 亿元，同比+20.5%。单二季度来看，公司实现营业收入 14.7 亿元（同比+11.1%，环比+8.2%），实现归母净利润 1.1 亿元（同比+13.3%，环比+5.5%）。公司 Q2 毛利率 21.43%，环比增长 0.05pct。公司毛利率从去年 Q4 开始触底回升，通过技改和提升次新基地稼动率逐步降低成本，同时根据市场情况进行产品结构调整，后续盈利能力有望继续回升。
- 预计第一第二曲线业务盈利能力将持续改善。**公司 24H1 光稳定剂和抗氧化剂毛利率分别为 34.2%和 19.8%，较去年下半年分别增长 0.7pct、1.8pct，盈利底部已过。24H1 珠海基地亏损 0.15 亿，环比减亏 0.12 亿，后续伴随珠海技改项目逐步投产达产，预计整体稼动率的提升将带来单位成本的下降，从而有望逐步改善基地盈利。同时，公司长期研发储备新应用领域产品技术，根据市场情况调整产品结构，预计也将对抗老化剂板块的整体盈利能力有所助益。此外，未来润滑油添加剂二期项目稼动率的逐步提升预计也将改善第二曲线业务的盈利能力。
- 新兴业务打开成长空间。**公司通过间接并购韩国企业 IPITECH INC. 切入高端电子级聚酰亚胺（PI）材料领域，同时将在国内建设研发基地及产能，以此奠定未来国内市场发展基础。目前全球 PI 市场被美日韩企业垄断，国产化替代需求紧迫。通过借助韩国公司相对成熟的技术积累，以及公司自身丰富的并购整合经验及国内市场基础，公司有望冲刺该领域成为先锋者，并打开成长空间。

盈利预测与投资建议

- 公司第一第二曲线业务仍处于触底后逐步复苏阶段，故适当下调营收并上调费用率。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.62、5.75、6.68 亿元（原 24-25 年预测 5.47、6.79 亿元），按照 24 年可比公司平均 16 倍市盈率，给予目标价 32.16 元，维持买入评级。

风险提示：原料及产品价格波动；产品需求不及预期；产能爬坡进度不及预期；新业务项目推进不及预期；宏观经济不确定性风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,843	5,278	6,037	6,854	7,362
同比增长(%)	40.6%	9.0%	14.4%	13.5%	7.4%
营业利润(百万元)	592	411	543	680	788
同比增长(%)	23.4%	-30.5%	32.1%	25.2%	16.0%
归属母公司净利润(百万元)	526	362	462	575	668
同比增长(%)	25.9%	-31.0%	27.4%	24.5%	16.2%
每股收益(元)	2.29	1.58	2.01	2.50	2.91
毛利率(%)	24.3%	19.8%	21.2%	21.9%	22.5%
净利率(%)	10.9%	6.9%	7.7%	8.4%	9.1%
净资产收益率(%)	16.6%	9.1%	10.7%	12.2%	12.7%
市盈率	11.0	15.9	12.5	10.0	8.6
市净率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年09月03日）	25.13元
目标价格	32.16元
52周最高价/最低价	35.45/17.85元
总股本/流通A股（万股）	22,962/21,443
A股市值（百万元）	5,770
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2024年09月04日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	5.72	3.16	-16.69	-26.68
相对表现%	6.69	6.44	-7.9	-13.02
沪深300%	-0.97	-3.28	-8.79	-13.66



证券分析师

倪吉	021-63325888*7504 niji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517120003
顾雪莹	guxueying@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080005

相关报告

业绩短期承压，但规模增长趋势不变，看好长期成长	2023-10-26
业绩稳步增长，看好长期成长	2022-10-29

表 1：可比公司估值（截至 2024/9/3）

公司	收盘价	每股收益（元）			市盈率		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
宿迁联盛	7.29	0.20	0.28	0.38	37.25	25.89	19.21
回天新材	7.54	0.53	0.63	0.74	14.10	11.96	10.23
阳谷华泰	7.04	0.82	1.01	1.17	8.63	6.98	6.02
瑞丰新材	38.27	2.47	3.12	3.82	15.50	12.25	10.01
呈和科技	34.60	1.96	2.42	2.87	17.61	14.32	12.05
调整后平均					15.74	12.84	10.76

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	819	947	1,021	1,223	1,825	营业收入	4,843	5,278	6,037	6,854	7,362
应收票据、账款及款项融资	1,141	1,417	1,709	1,966	2,098	营业成本	3,668	4,234	4,760	5,353	5,708
预付账款	117	75	116	114	132	销售费用	122	137	163	183	197
存货	1,282	1,142	1,428	1,606	1,712	管理费用	173	185	227	255	275
其他	85	152	172	171	175	研发费用	208	233	264	297	321
流动资产合计	3,445	3,732	4,446	5,080	5,943	财务费用	49	38	57	71	64
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	36	49	35	17	11
固定资产	2,325	3,163	3,075	2,934	2,754	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
在建工程	836	275	232	212	203	投资净收益	0	4	4	4	4
无形资产	305	353	347	341	335	其他	5	4	9	(0)	(1)
其他	671	691	798	796	794	营业利润	592	411	543	680	788
非流动资产合计	4,138	4,482	4,452	4,283	4,086	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	7,583	8,214	8,898	9,363	10,029	营业外支出	10	3	3	3	3
短期借款	639	566	759	566	566	利润总额	582	408	540	677	785
应付票据及应付账款	1,103	926	1,236	1,280	1,424	所得税	56	51	67	84	97
其他	743	1,181	968	1,081	1,030	净利润	526	358	473	593	688
流动负债合计	2,485	2,673	2,963	2,928	3,020	少数股东损益	0	(5)	11	18	20
长期借款	1,102	1,176	1,176	1,176	1,176	归属于母公司净利润	526	362	462	575	668
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.29	1.58	2.01	2.50	2.91
其他	67	85	85	85	85						
非流动负债合计	1,169	1,261	1,261	1,261	1,261	主要财务比率					
负债合计	3,655	3,934	4,224	4,189	4,281		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	111	173	184	202	222	成长能力					
实收资本(或股本)	230	230	230	230	230	营业收入	40.6%	9.0%	14.4%	13.5%	7.4%
资本公积	1,707	1,709	1,709	1,709	1,709	营业利润	23.4%	-30.5%	32.1%	25.2%	16.0%
留存收益	1,870	2,153	2,536	3,018	3,571	归属于母公司净利润	25.9%	-31.0%	27.4%	24.5%	16.2%
其他	10	15	15	15	15	获利能力					
股东权益合计	3,928	4,280	4,674	5,174	5,747	毛利率	24.3%	19.8%	21.2%	21.9%	22.5%
负债和股东权益总计	7,583	8,214	8,898	9,363	10,029	净利率	10.9%	6.9%	7.7%	8.4%	9.1%
						ROE	16.6%	9.1%	10.7%	12.2%	12.7%
						ROIC	11.8%	6.4%	7.9%	9.3%	9.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	48.2%	47.9%	47.5%	44.7%	42.7%
净利润	526	358	473	593	688	净负债率	24.7%	30.0%	25.3%	17.3%	4.2%
折旧摊销	281	267	375	405	432	流动比率	1.39	1.40	1.50	1.74	1.97
财务费用	49	38	57	71	64	速动比率	0.86	0.95	1.00	1.17	1.38
投资损失	(0)	(4)	(4)	(4)	(4)	营运能力					
营运资金变动	(250)	(300)	(353)	(401)	(124)	应收账款周转率	6.9	5.9	5.3	5.0	4.9
其它	(92)	(186)	36	17	11	存货周转率	3.3	3.4	3.6	3.4	3.3
经营活动现金流	514	173	585	681	1,068	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
资本支出	(1,089)	(579)	(236)	(236)	(236)	每股指标(元)					
长期投资	(19)	13	0	0	0	每股收益	2.29	1.58	2.01	2.50	2.91
其他	607	(56)	(113)	4	4	每股经营现金流	2.24	0.75	2.55	2.97	4.65
投资活动现金流	(501)	(621)	(348)	(232)	(232)	每股净资产	16.62	17.89	19.55	21.65	24.06
债权融资	335	511	(219)	110	(55)	估值比率					
股权融资	817	2	0	0	0	市盈率	11.0	15.9	12.5	10.0	8.6
其他	(893)	175	57	(357)	(179)	市净率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.0
筹资活动现金流	258	687	(162)	(247)	(234)	EV/EBITDA	8.0	10.3	7.6	6.4	5.8
汇率变动影响	(2)	17	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.5	16.5	12.3	9.8	8.7
现金净增加额	269	256	75	202	602						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。