

呈和科技 (688625.SH)

三季度利润继续创单季度历史新高

事件：公司发布 2024 年三季报，2024 年前三季度实现营收 6.48 亿元，同比增长 10.85%，归母净利润为 1.98 亿元，同比增长 18.07%，扣非后归母净利润为 1.94 亿元，同比增长 20.34%，其中三季度单季度实现营收 2.34 亿元，同比增长 8.84%，归母净利润 7025 万元，同比增长 19.35%，扣非后归母净利润 6744 万元，同比增长 16.09%，环比增长 2.33%，单季度利润再创历史新高，公司将保持持续发展。

□ 收购科澳化学，丰富公司产品布局，提升公司综合竞争实力。公司以现金方式收购唐山科澳化学和天津信达丰 100% 股权，并向科澳化学增资 5000 万。其中科澳化学交易作价 8830 万元，信达丰交易作价 1970 万元。科澳化学主要生产及销售高端特种抗氧化剂，同时还开展与抗氧化剂相关的复配和造粒等加工业务。主要产品为中间体 3,5 甲酯、抗氧化剂系列产品、橡塑助剂、复合抗氧化剂等复配产品。2021 年科澳化学实现净利润 3201 万元。信达丰主要经营抗氧化剂、紫外线吸收剂、光稳定剂的国内销售和出口业务，主要采购和销售科澳化学的产品。信达丰在化工销售领域深耕多年，在抗氧化剂行业中形成了良好的口碑和信誉，积累并服务了一批长期稳定合作客户资源。2021 年信达丰实现净利润 374 万元。我们认为公司以极低的价格收购高端特种抗氧化剂公司，丰富了公司产品种类，有利于进一步扩大和优化公司在高分子助剂业务布局，实现多业务协同发展。

□ 公司凭借其产品优势，进口替代顺畅。由于良好的竞争格局以及产品结构的持续优化，公司 roe 持续保持高水平。我们预计 2024 年四季度业绩环比大概率提升。成核剂主要竞争对手就是美国美利肯公司，国内还有两家企业各方面和公司都有较大差距，水滑石主要竞争对手是日本协和，90% 以上进口依存度，国内主要就呈和科技，公司一方面以潜在市场需求为导向进行前瞻性研发，一方面以客户需求为中心进行定制化研发，满足客户需求的同时保持了公司技术的前瞻性和先进性。目前公司已具备超过 180 种不同型号的成核剂、合成水滑石及复合助剂规模化生产能力，拥有为下游优质客户提供一站式原料供应的能力。公司研发能力突出。新产品 β 成核剂以及三元水滑石属于创新型产品，性能更为突出，未来空间广阔。另外在新产品研发方面储备品种较多。比如农膜用水滑石、电线电缆用水滑石、聚丙烯膜料吸酸剂等新品已完成并验收，产品居于国内领先地位。公司是首家通过美国 FDA 食品接触物质审批的国内企业，且为目前通过该项审批最多的中国企业。核心产品取得了全球聚丙烯主流工艺装置 Novolen 以及 Unipol 的技术准入资格，体现了公司的产品技术及质量已达到国际先进水平。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。我们预测未来预计公司 2024-2026 年收入分别为 10.32 亿元、12.69 亿元和 15.73 亿元，归母净利润分别为 2.73 亿元、3.31 亿元和 4.07 亿元，EPS 分别为 2.02 元、2.45 元和 3.01 元。当前股价对应 PE 分别为 19.5 倍、16.1 倍和 13.1 倍，维持“强烈推荐”投资评级

□ 风险提示：新产能投放进度低于预期，原材料价格上涨过多。

强烈推荐（维持）

周期/化工

目标估值：NA

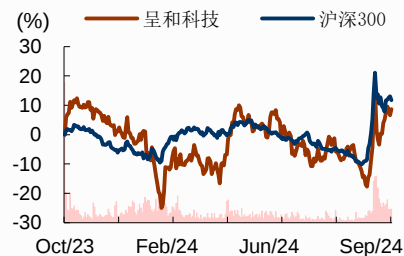
当前股价：39.4 元

基础数据

总股本（百万股）	135
已上市流通股（百万股）	135
总市值（十亿元）	5.3
流通市值（十亿元）	5.3
每股净资产（MRQ）	9.6
ROE（TTM）	19.7
资产负债率	58.6%
主要股东	赵文林
主要股东持股比例	34.03%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	32	17	18
相对表现	15	5	5



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《呈和科技（688625）一、二季度业绩环比持续提升，市场优质的稀缺标的》2024-08-19
- 《呈和科技（688625）一单季度利润再创历史新高，公司盈利能力持续增强》2024-04-24
- 《呈和科技（688625）一公司业绩稳步增长，看好公司长期发展》2024-02-28

周铮 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

赵晨曦 S1090523010001

zhaochenxi@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	695	800	1032	1269	1573
同比增长	21%	15%	29%	23%	24%
营业利润(百万元)	228	263	318	386	474
同比增长	25%	16%	21%	21%	23%
归母净利润(百万元)	195	226	273	331	407
同比增长	24%	16%	21%	21%	23%
每股收益(元)	1.44	1.67	2.02	2.45	3.01
PE	27.3	23.6	19.5	16.1	13.1
PB	5.0	4.2	3.8	3.2	2.7

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司介绍	4
1、 公司是成核剂和合成水滑石国内龙头企业	4
2、 公司持续保持快速发展	4
二、 成核剂和合成水滑石未来需求广阔	5
三、 公司竞争优势	8
1、 公司拥有完备的产品体系与优越的产品性能	8
2、 公司拥有雄厚的研发实力与强大的持续创新能力	8
3、 公司拥有专利技术和配方优势	9
4、 公司拥有绿色高效的生产工艺和技术优势	9
5、 公司拥有优质且稳定可靠的客户资源	9
6、 全面和高规格的资质认证	10
四、 风险提示	11

图表目录

图 1: 公司主要产品应用情况	4
图 2: 公司 2017-2024 年营收情况	5
图 3: 公司 2017-2024 年归母净利润情况	5
图 4: 2018-2024 公司毛利率和扣非净利率情况	5
图 5: 2017-2024 单季度归母净利润情况	5
图 6: 2018-2024 年改性塑料产量	6
图 7: 2018-2023 年氨纶产能	7
图 8: 呈和科技历史 PEBand	11
图 9: 呈和科技历史 PBBand	11
表 1: 盈利预测简表	7
表 2: 公司专利数量	9
表 3: 公司在研项目情况	10
附: 财务预测表	12

一、公司介绍

1、公司是成核剂和合成水滑石国内龙头企业

公司是一家生产制造环保、安全、高性能的特种高分子材料助剂的高新技术企业，经认定为国家级“专精特新”小巨人企业。主营产品处于高性能树脂及改性塑料制造行业上游核心环节，可显著改善通用树脂产品的光学、力学性能并提升树脂产品稳定性，制成的高性能树脂产品可满足食品包装接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿、汽车部件、家电家居用品、新型建筑材料、农业设施等关系国计民生行业的安全和环保需求。公司的技术、产品处于国内领先、国际先进的地位。

图 1：公司主要产品应用情况



资料来源：公司 2023 年半年报、招商证券

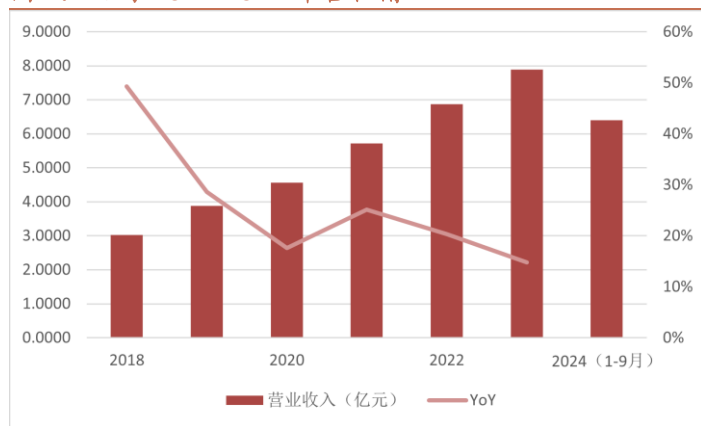
公司拥有国内领先、国际先进的技术和产品，是成核剂领域国内规模最大的领先企业，是国际技术领先的合成水滑石和复合助剂生产厂商。随着国家“双碳”政策引领，在整车、医用耗材及器械方面对于聚丙烯性能有更高的要求，高端聚丙烯需求量不断提升。在此背景下，以公司为代表的国产成核剂厂商陆续成为了中国石化、中国石油、中海壳牌、延长石油等国内主要的大型能源化工企业的成核剂供应商，加快了进口替代的实现进程。在合成水滑石领域，公司研发的三元高透明合成水滑石正逐渐在高端市场中替代进口产品；另外，公司的合成水滑石产品是中国石化在使用进口合成水滑石外，唯一指定使用的国产合成水滑石，推动了合成水滑石进口替代进程。随着市场对更加环保、安全的产品需求量快速增加，下游应用需求的不断扩大，我国合成水滑石市场发展势头日益强劲，公司行业景气度将持续提升。

2、公司持续保持快速发展

公司发布 2024 年三季报，2024 年前三季度实现营收 6.48 亿元，同比增长 10.85%，归母净利润为 1.98 亿元，同比增长 18.07%，扣非后归母净利润为 1.94 亿元，同比增长 20.34%，其中三季度单季度实现营收 2.34 亿元，同比增长 8.84%，归母净利润 7025 万元，同比增长 19.35%，扣非后归母净利润 6744 万元，同比增长 16.09%，环比增长 2.33%，单季度利润再创历史新高，公司将保持持续发

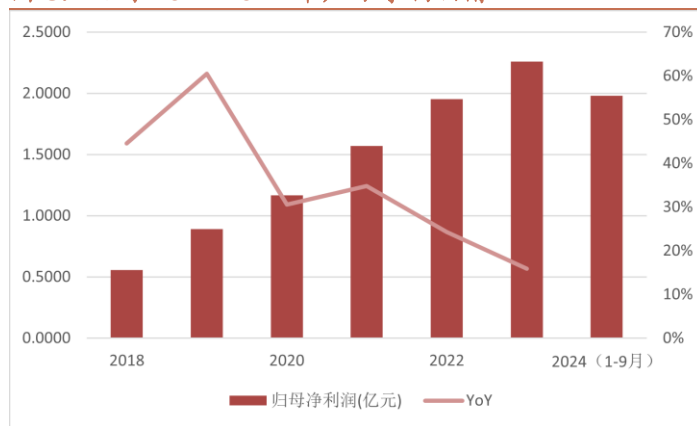
展。

图 2：公司 2017-2024 年营收情况



资料来源：wind、招商证券

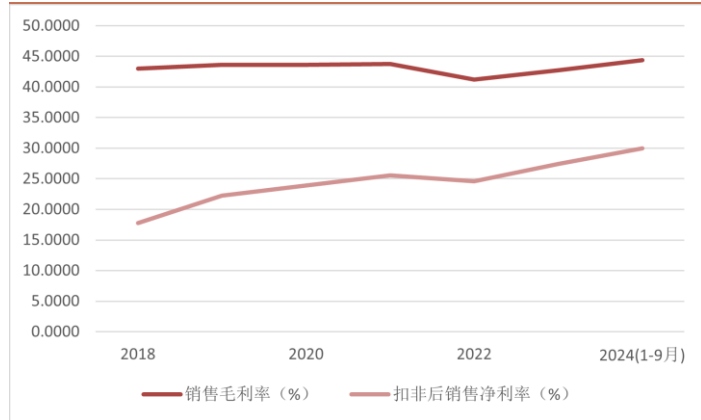
图 3：公司 2017-2024 年归母净利润情况



资料来源：wind、招商证券

公司盈利能力非常强，毛利率常年保持在 44% 左右，即使 2022 年受疫情影响，毛利率有短暂下跌，2023 年立刻创下新高，凸显公司成本把控能力以及产品研发能力之强。从 2017-2024 年扣非净利率可以看出，公司净利率一直在稳步攀升，除去规模化效应带来的期间相关费用降低的影响，公司对于期间费用的控制也是十分突出。目前扣非后销售净利率已经达到 30%，在化工行业中十分优秀。同时公司单季度净利润持续走高，2024 年 Q3 再次创下历史新高。

图 4：2018-2024 公司毛利率和扣非净利率情况



资料来源：wind、招商证券

图 5：2017-2024 单季度归母净利润情况



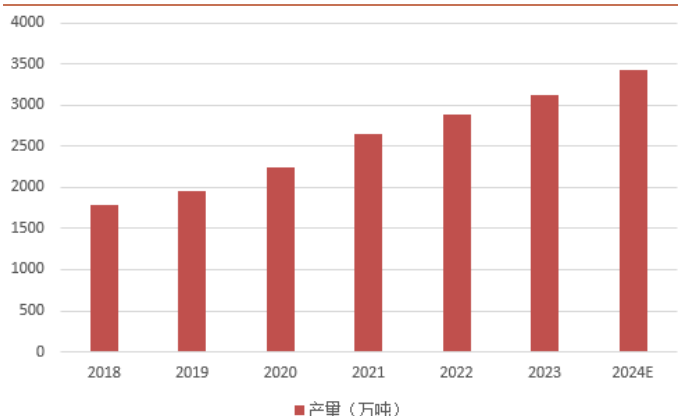
资料来源：wind、招商证券

二、成核剂和合成水滑石未来需求广阔

成核剂是制造改性塑料的关键材料。改性塑料凭借其轻量化、耐腐蚀、阻燃性、耐热性、绝缘等性能，已经越来越多地应用在食品接触材料、医疗器械、婴幼儿用品、汽车内外饰等各个领域。近年来随着国内塑料改性化率持续提高，带动成核剂等添加剂快速增长。根据观研报告网发布的《中国成核剂行业现状深度研究与未来投资预测报告（2023-2030 年）》，2017-2022 年，我国成核剂进口替代率由 19% 提升至 28%。随着市场需求量增长速度不断加快，我国成核剂产量仍远低于需求量，行业处于供不应求状态。未来我国成核剂产量有望快速增长，进口替代率有望进一步提升，预计 2025 年达到 34%，国内成核剂市场仍呈供不应求

求状态。

图 6：2018-2024 年改性塑料产量



资料来源：公司 2024 年半年报、招商证券

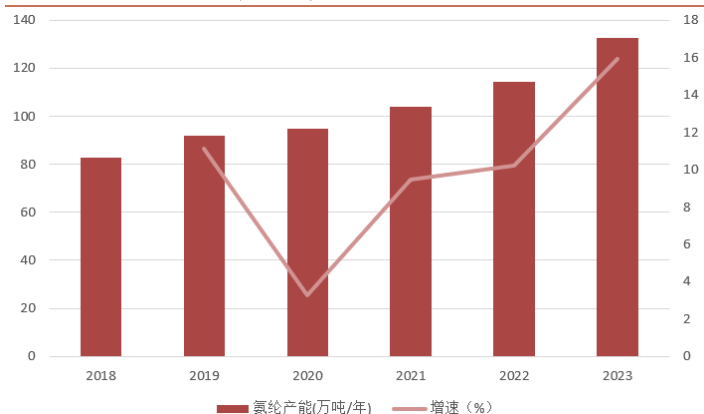
在所有的改性塑料中，聚丙烯产量较大，对于各种添加剂的需求也最大。从百川盈孚数据中可以看出，聚丙烯产量一直在稳步提升。另外随着我国人民对于生活品质要求的提高，对于高端聚丙烯的需求也在逐渐增加，这样带来高端产品结构性的增加会提高成核剂的需求。

近年来，随着国民经济的发展和人们生活水平的提高，对环保材料和功能材料的需求日益增加，高性能树脂迎来了良好的发展机遇。高性能树脂材料凭借其高透明、高刚性、高韧性、高耐热、轻量化等优越性能，已经越来越多的应用在国民经济的各个行业之中。同时，随着人们对材料性能和质量的要求不断提高，以及环保意识的提高和可持续发展的要，高性能树脂行业将更加注重环保和可持续性，推动绿色发展和循环经济。

改性塑料行业市场空间广阔，发展潜力巨大，随着改性塑料在家电和汽车领域的不断渗透，以及改性塑料应用领域的延伸拓展，全球改性塑料规模保持快速增长态势。特别是在我国，随着经济的持续发展和消费结构的升级，改性塑料市场需求不断增长。根据中商情报网分析，2023 年我国改性塑料达 3,125 万吨，2024 年将增至 3,421 万吨，另外改性塑料产品主要以改性 PP 和改性 ABS 为主，其中改性 PP 产量占比 39%，改性 ABS 产量占比 30%。

合成水滑石可以作为聚氯乙烯高效、无毒、廉价的热稳定剂，也可以有效的吸收 PVC 在加工和使用过程中分解产生的 HCl，提高 PVC 的加工条件和热稳定剂，另外也可与有机锡或铅锌共同作为热稳定剂，或其他助剂共同使用，进一步提高 PVC 的热稳定性。作为环保型热稳定剂，随着国家行业标准的实施，对含毒性热稳定剂具有较大的替代空间。我国热稳定剂种类消费结构与欧美发达国家相比差异巨大，美国及欧盟早已实现铅盐类热稳定剂替代的目标。美国已从技术上替代了含铅热稳定剂；欧盟则于 2016 年 1 月 1 日开始全面禁止使用铅盐类重金属热稳定剂。随着国家加大 PVC 材料的绿色转型，目前我国规定了部分产品禁止使用铅盐类热稳定剂，合成水滑石作为绿色、无毒、环保型助剂，在树脂制品领域的应用将越发普及。

图 7：2018-2023 年氨纶产能



资料来源：百川盈孚、招商证券

抗氧剂是一种重要的抗老化剂，能够延缓或抑制材料遇氧分解过程，从而防止材料老化并延长使用寿命，主要用于塑料等高分子材料。近年来，我国抗氧剂市场头部企业加速扩产，市场竞争加剧，并且随着待建产能相继投产，抗氧剂行业即将进入“充分竞争市场”时代。随着我国高分子材料研发水平的提升及相关产能的扩大，抗氧剂市场需求量日益增加。此外，抗氧剂在新兴行业中也有着广泛应用，如新能源汽车、新一代信息技术、生物防护服务、医疗保健服务等，均对抗氧剂有着依赖性，从而推动了行业市场需求。

表 1：盈利预测简表

单位：百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E
营业收入	576	695	800	1032	1269
营业成本	321	404	452	568	703
营业税金及附加	5	8	11	14	17
营业费用	20	26	32	39	48
管理费用	32	36	48	57	70
研发费用	24	29	34	44	54
财务费用	1	(8)	(21)	10	9
资产减值损失	(2)	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	1	11	0	0	0
其他收益	5	10	1	14	14
投资收益	4	9	9	3	3
营业利润	182	228	263	318	386
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	182	227	263	318	386
所得税	25	32	37	45	55
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	157	195	226	273	331
EPS（元）	1.35	1.46	1.67	2.02	2.45

资料来源：wind、招商证券

三、公司竞争优势

1、公司拥有完备的产品体系与优越的产品性能

公司通过自主研发，已具备超过 200 种不同型号的成核剂、合成水滑石及复合助剂规模化生产能力，此外通过并购科澳化学及信达丰，新增了特种抗氧剂研发生产和销售业务，较之国内其他厂家，公司产品线更为齐全，拥有为下游优质客户提供一站式原料供应的能力。

公司产品可显著提高通用树脂产品的光学、力学性能并提升树脂产品稳定性。目前公司核心产品核心指标和应用性能方面已经达到国际先进水平，部分更是达到国际领先水平，公司的部分产品性能具备进口替代的能力，产品质量安全可靠，得到国内外大型能源化工企业的广泛认可。

2、公司拥有雄厚的研发实力与强大的持续创新能力

公司研发技术产业化处于行业领先水平。首先，公司自主研发创新产品生产工艺，覆盖超过 200 种细分产品型号并实现量产；其次，公司通过对传统生产工艺、配方的不断改进完善，能够有效提升产能；另外，公司基于对技术工艺的深入理解，从上游原料、材料助剂生产技术，以及副产物资源化利用方面进行系统性考虑，逐个产品进行工艺革新和提升，提高自动化水平，实现绿色化新工艺；最后，公司具备根据客户个性化需求研发复合助剂产品配方的能力。

公司拥有一批专业技能强、行业经验丰富的高素质管理和研发技术人员。公司总工程师赵文林为化工工艺正高级工程师，多年来致力于聚合物等高分子材料助剂的研究开发工作，是公司多项国内外授权专利的发明人，主持承担了广东省产学研重大项目、广州市产学研重大项目等二十多项科技项目，开发了几十个高技术产品。报告期内，公司两项产品获得广东省名优高新技术产品认定。

公司坚定落实“专注核心、顺势应需、善于发现、勤于研究、勇于试错”的研发创新理念，研究开发投入金额不断提升，满足技术创新和研发项目的资金需求。配备一系列先进实验分析仪器和检测仪器；以行业专家为核心的研发团队，多渠道引进国内外优秀人才，持续保持公司技术创新活力；注重产学研联合攻关，与客户建立长期的技术交流与合作，保证公司研发创新面向市场需求。截至 2023 年 6 月 30 日，公司共计获得现行有效的境内外专利 56 项，其中包括发明专利 49 项，实用新型专利 7 项。本报告期内新增申请发明专利 5 项，及 3 项科研项目已完成验收结题。

公司与中山大学、广东工业大学等高校开展密切合作，通过联合培养人才、开展重点项目攻关等举措，有效促进产学研深度融合，为科研人员工作提供广阔的发展空间。报告期内，公司经广州市人社局核准设立博士后创新实践基地，具备联合流动站招收、培养博士后研究人员资格。未来，呈和科技将依托博士后创新实践基地建设，持续聚焦高分子材料助剂行业，大力支持科研人员开展科技创新，推动科技成果转化。

表 2：公司专利数量

	本期新增		累计数量	
	申请数（个）	获得数（个）	申请数（个）	获得数（个）
发明专利	5	3	79	59
实用新型专利	10	9	20	16
外观设计专利	0	0	0	0
软件著作权	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
合计	15	12	99	75

资料来源：公司 2023 年半年报、招商证券

3、公司拥有专利技术和配方优势

公司始终坚持以技术创新为动力，以前瞻性的战略眼光，对行业相关技术进行高投入的持续研究，形成了大量具有自主知识产权的科研成果，主要包括专利技术和复合助剂配方。公司具有全球化的知识产权布局，并凭借过硬的产品研发创新实力和国际先进的生产工艺，深耕知识产权沃土，扎实推进知识产权强企建设。报告期内，公司的中国发明专利成为第二十四届中国专利优秀奖预获奖项目。

复合助剂配方也是公司核心竞争力的重要体现。复合助剂配方的形成需要反复试验，配方开发能力需要长期、持续的研发投入，体现一个企业的技术和人才积淀。此外，配方不是一成不变的，需要根据客户的生产条件及时进行相应的调整，应对客户需求的快速响应能力、服务能力也体现在复合助剂配方的调整和再开发等方面。公司组织技术人员及销售人員，对下游客户的使用进行研究分析，为客户开发树脂材料专用料提供配方技术支持，并帮助客户解决生产过程中的助剂使用问题，从而拓展了产品应用领域并增加了客户的粘性。

4、公司拥有绿色高效的生产工艺和技术优势

公司致力于建设环境友好的绿色工厂，多年来一直注重产品生产技术的革新与工艺的改进优化，围绕反应工序优化、反应操作简化、反应条件精细控制等核心工艺，公司实现了在提高产品投入产出率及产品质量的同时降低原料和能源的消耗。报告期内，公司顺利通过 GB/T36132-2018《绿色工厂评价通则》认证，并取得 AAAAA 评价，未来将以《工业领域碳达峰实施方案》为引导，凭借核心生产技术创新，提升碳减排能力，增强绿色制造能力，开展绿色制造技术创新，发挥生产技术优势，履行社会责任。

5、公司拥有优质且稳定可靠的客户资源

成核剂、合成水滑石等高分子材料助剂作为树脂材料性能改进的核心关键原料，进入下游优质客户的供应商体系之前，需要经历长期、严格的认证过程。客户为保证自身供应链的稳定，会对供应商的产品质量、持续供货能力、环保达标情况、售后服务等因素进行严格考察。公司以先进的产品，优质的服务赢得了众多大型能源化工公司以及树脂材料制品制造商的信赖。长期的信任合作使公司获得了丰富的大客户资源，并不断通过对现有大型客户的持续拓展获得优势。

在特种抗氧剂业务方面，子公司信达丰在多年的经营中积累了优质的客户资源，包括海内外知名化工公司及上市公司，在业内具有良好的认可度。

6、全面和高规格的材质认证

(1) 公司注重环境保护、社会责任及产品使用安全。公司核心产品符合全球主要国家与地区的食品接触材料标准与法规，包括我国国家卫生与健康委员会、美国食品药品监督管理局、日本厚生劳动省、欧盟等机构颁布的标准与法规。公司是首家通过美国食品药品监督管理局食品接触物质审批的国内企业，且为目前通过该审批最多的中国企业。报告期内，公司取得能源管理体系认证证书。

(2) 聚丙烯工艺装置作为能源化工企业的上游生产装置供应商、技术授权方，对聚丙烯生产过程中添加的助剂有严格的要求及标准。公司核心产品取得了全球聚丙烯主流工艺装置 Novolen 以及 Unipol 的技术准入资格。一方面体现了公司的产品技术及质量已达到国际先进水平，符合聚丙烯主流工艺装置国际性技术标准要求；另外一方面也有利于公司产品在能源化工领域的业务延伸与市场推广。

(3) 公司通过了“携手实现可持续发展”TFS 评估认可，达到了国际领先化工行业的供应链标准。

(4) 公司具备产品境外准入认证，如欧盟 REACH、韩国 K-REACH、土耳其 KKKIK 等，报告期内，公司产品取得清真认证，随着清真产业的进一步发展，清真认证的产品被认为是卫生、安全、纯净和健康的产品，将有助于企业开辟更广阔的国际市场、更好地服务全球客户，为公司提升国际竞争力奠定了坚实的基础。

表 3：公司在研项目情况

序号	项目名称	进展或阶段	技术水平	具体应用前景
1	低黄指羧酸钙盐复合增刚剂的研发	项目完成	国内领先	高端透明薄壁注塑聚丙烯制品
2	复合助剂 GLPP-R02 的研发	项目完成	国内领先	双向拉伸膜、电容膜
3	高阻隔合成水滑石的研究	完成中试	国内领先	PET、聚烯烃保鲜膜
4	聚丙烯增刚增透成核剂的研发	小试进行中	国内领先	大型透明注塑制品、薄壁注塑制品
5	抗冲共聚聚丙烯复合助剂 WH-306J 的研发	小试进行中	国内领先	家电、汽车饰件、儿童车
6	抗黄变 CPP 膜复合助剂的研发	完成中试	国内领先	面包糕点包装薄膜、蔬菜水果防雾薄膜、鲜花包装膜
7	抗紫外合成水滑石的研究	项目完成	国内领先	化妆品、防晒产品、户外 PVC 制品
8	流延膜添加剂颗粒化的研发	项目完成	国内领先	家电音响制品包装薄膜、缠料膜
9	山梨醇类透明剂合成新工艺的研究	项目完成，阶	国内领先	透明聚丙烯制品
10	水杨酸插层合成抗紫外水滑石的研	完成小试并	国内领先	美白产品、防晒产品
11	涂料用合成水滑石的研发	完成小试	国内领先	水性涂料、汽车船舶底漆等弹性体
12	符合 FDA 的液体复配抗氧剂研发	完成小试	行业领先	顺丁橡胶、低顺式聚丁二烯、SBS 等弹性体
合计	/	/	/	/

资料来源：wind、招商证券

四、风险提示

- 1、新产能投放进度低于预期。**新项目容易受审批、政策、调试等多方面因素影响，能否顺利投产存在一定的不确定性。若投产不及预期，将影响公司业绩。
- 2、原材料价格上涨过多。**公司主要原材料对主营业务成本影响较大，若未来公司主要原材料的价格大幅上涨，且同时公司产品销售价格不能同步提高，将对公司业绩产生不利影响。

图 8：呈和科技历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 9：呈和科技历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	763	1549	1247	1533	1809
现金	268	638	75	90	20
交易性投资	116	0	0	0	0
应收票据	15	12	15	19	23
应收款项	143	151	195	240	298
其它应收款	6	6	7	9	11
存货	63	71	89	110	137
其他	152	671	866	1065	1321
非流动资产	1626	1762	1786	1808	1826
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	115	154	185	213	237
无形资产商誉	41	66	60	54	48
其他	1470	1542	1541	1541	1541
资产总计	2390	3311	3034	3340	3636
流动负债	1325	2026	1612	1688	1678
短期借款	868	1509	984	930	752
应付账款	384	358	451	557	693
预收账款	10	3	4	5	6
其他	63	157	173	197	227
长期负债	7	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0	0
其他	7	7	7	7	7
负债合计	1333	2034	1619	1696	1686
股本	133	135	135	135	135
资本公积金	459	525	525	525	525
留存收益	465	617	754	984	1290
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1057	1277	1415	1644	1950
负债及权益合计	2390	3311	3034	3340	3636

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	296	159	147	216	253
净利润	195	226	273	331	407
折旧摊销	11	19	27	30	33
财务费用	(11)	(19)	10	9	8
投资收益	(9)	(3)	(18)	(18)	(18)
营运资金变动	107	(64)	(156)	(147)	(190)
其它	3	2	11	11	13
投资活动现金流	(1123)	(477)	(36)	(36)	(36)
资本支出	(76)	(115)	(54)	(54)	(54)
其他投资	(1047)	(362)	18	18	18
筹资活动现金流	786	677	(674)	(165)	(287)
借款变动	1098	723	(529)	(55)	(178)
普通股增加	0	2	0	0	0
资本公积增加	0	66	0	0	0
股利分配	(315)	(133)	(135)	(101)	(101)
其他	3	20	(10)	(9)	(8)
现金净增加额	(41)	360	(563)	15	(70)

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	695	800	1032	1269	1573
营业成本	404	452	568	703	875
营业税金及附加	8	11	14	17	21
营业费用	26	32	39	48	60
管理费用	36	48	57	70	87
研发费用	29	34	44	54	66
财务费用	(8)	(21)	10	9	8
资产减值损失	(3)	1	0	0	0
公允价值变动收益	11	0	0	0	0
其他收益	10	14	14	14	14
投资收益	9	3	3	3	3
营业利润	228	263	318	386	474
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	227	263	318	386	474
所得税	32	37	45	55	67
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	195	226	273	331	407

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	21%	15%	29%	23%	24%
营业利润	25%	16%	21%	21%	23%
归母净利润	24%	16%	21%	21%	23%
获利能力					
毛利率	41.9%	43.5%	44.9%	44.6%	44.4%
净利率	28.1%	28.3%	26.5%	26.1%	25.9%
ROE	19.9%	19.4%	20.3%	21.7%	22.6%
ROIC	13.2%	8.8%	10.8%	13.6%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	55.8%	61.4%	53.4%	50.8%	46.4%
净负债比率	36.6%	45.7%	32.4%	27.8%	20.7%
流动比率	0.6	0.8	0.8	0.9	1.1
速动比率	0.5	0.7	0.7	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
存货周转率	7.1	6.7	7.1	7.0	7.1
应收账款周转率	5.0	5.0	5.5	5.4	5.4
应付账款周转率	1.4	1.2	1.4	1.4	1.4
每股资料(元)					
EPS	1.44	1.67	2.02	2.45	3.01
每股经营净现金	2.19	1.18	1.09	1.60	1.87
每股净资产	7.81	9.44	10.45	12.15	14.41
每股股利	0.99	1.00	0.75	0.75	0.75
估值比率					
PE	27.3	23.6	19.5	16.1	13.1
PB	5.0	4.2	3.8	3.2	2.7
EV/EBITDA	27.2	24.1	17.5	14.6	12.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。