

利安隆 (300596.SZ)

长期看好公司未来发展

事件：公司发布 2024 年三季报，公司 2024 年前三季度实现营收 42.65 亿元，同比增长 10.57%，归母净利润 3.14 亿元，同比增长 10.95%，其中三季度实现营收 14.45 亿元，同比增长 6.93%，归母净利润 0.94 亿元，同比下降 6.47%

- 利安隆深耕行业二十多年，已发展成为国内唯一、全球两家之一的高分子材料抗老化行业产品门类配套最完整的公司。产品覆盖了主抗氧化剂 (Primary Antioxidants)、辅抗氧化剂 (Secondary Antioxidants)、紫外线吸收剂 (UVA)、受阻胺类光稳定剂 (HALS)、复配定制 (U-pack)，是全球高分子材料抗老化助剂全系列产品的主要生产商与供应商。公司多年来从产品配套和技术创新两个角度持续聚焦全球高分子材料行业发展趋势，紧盯客户需求做好应用技术研发和客户服务提升，分别于天津、宁夏、常山、衡水、内蒙古、珠海设立的六大生产基地为全球客户的稳定供应保驾护航，成为全球唯一一家几乎所有产品都有备份工厂的公司，拥有坚实的供货保障。
- 公司秉持着核心业务锅里有饭，战略业务仓里有粮，新兴业务田里有稻的长期可持续发展理念。公司秉持长期可持续发展理念，打造百年利安隆，规划布局了三大板块业务，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。公司第一、第二、第三生命曲线清晰，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，二期新产能已于 2023 年投产，2024 年稼动率持续上行，该领域未来增量发展提速确定性高。第三曲线生命科学领域广阔无垠，公司本着立足未来，在全球开启“生物造物新征程”中，先发从基础布局，快速完善产品配套，为未来打开了无限的发展空间。管理层多层次发展的战略思维和卓越的运营能力，成为利安隆可持续发展的名片。
- 借助并购快速进入高端电子化学品业务领域，形成中韩研发生产双格局。2024 年初公司发布公告拟以自有资金 20,000 万元向宜兴创聚电子材料有限公司增资，增资完成后将持有宜兴创聚 51.18% 股权，宜兴创聚将全资并购韩国 IPI100% 股权。通过本次交易，公司将增资控股宜兴创聚、宜兴创聚将取得韩国 IPI100% 股权并建设国内产能、国内研发基地，形成韩国研发中心和国内研发中心、韩国产能和中国产能并行的研发生产格局。根据沃克森（北京）国际资产评估有限公司出具的《估值报告》，在满足有关经营预期的前提下，宜兴创聚公司（包括其 100% 控股的 IPI 公司）估值为 3.913 亿元，其中韩国 IPI 的估值为 1.862 亿元。公司本次增资并购公司产品属于“卡脖子”进口替代类电子级 PI 材料，广泛应用于柔性 OLED 显示屏幕、柔性电路板 (FPC)、高端热绝缘和散热、半导体包装、移动设备等领域，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，公司借助并购有望快速进入高端电子化学品领域。公司具有全球运营优势，在接近客户的地区设立仓库，确保满足全球客户 72 小时供应、快速反应和本土服务的诉求。经过二十余年的积累与发展，公司品牌在全球具有较高知名度，客户资源丰富，几乎涵盖

强烈推荐（维持）

周期/化工

目标估值：NA

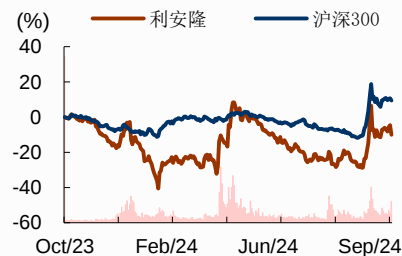
当前股价：28.28 元

基础数据

总股本（百万股）	230
已上市流通股（百万股）	214
总市值（十亿元）	6.5
流通市值（十亿元）	6.1
每股净资产（MRQ）	18.9
ROE（TTM）	9.0
资产负债率	48.0%
主要股东	天津利安隆科技集团有限公司
主要股东持股比例	14.14%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	12	5
相对表现	11	2	-7



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《利安隆（300596）—上半年业绩稳步增长，盈利能力持续增强》2024-08-25
- 《利安隆（300596）—新兴业务助推公司开启新征程》2024-04-28
- 《利安隆（300596）—拟全资并购韩国 IPI，进军电子级聚酰亚胺业务领域》2024-01-03

周锋 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

赵晨曦 S1090523010001

✉ zhaochenxi@cmschina.com.cn

- 了全球主要的高分子材料企业。通过本次交易有望实现公司与宜兴创聚、韩国 IPI 的资源整合，进一步打通全球产业链，增强公司的持续盈利能力。
- 维持“强烈推荐”投资评级。预计公司 2024-2026 年收入分别为 60.21 亿元、65.19 亿元和 69.11 亿元，归母净利润分别为 4.27 亿元、5.49 亿元和 6.02 亿元，EPS 分别为 1.86 元、2.39 元和 2.62 元。当前股价对应 PE 分别为 15.2 倍、11.8 倍和 10.8 倍。
- 风险提示：项目进度不及预期、原材料价格波动

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4843	5278	6021	6519	6911
同比增长	41%	9%	14%	8%	6%
营业利润(百万元)	592	411	484	621	681
同比增长	23%	-31%	18%	28%	10%
归母净利润(百万元)	526	362	427	549	602
同比增长	26%	-31%	18%	29%	10%
每股收益(元)	2.29	1.58	1.86	2.39	2.62
PE	12.4	17.9	15.2	11.8	10.8
PB	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司是分子助剂领域龙头企业	4
1、 第一生命曲线——高分子材料抗老化业务	4
(1) 公司是国内唯一抗老化剂产品门类配套最完整的公司	4
(2) 抗老化剂在生活中必不可少	5
(3) 公司是国内抗老化行业的龙头企业	6
2、 第二生命曲线——润滑油添加剂业务	6
(1) 公司涉足润滑油添加剂领域	6
(2) 润滑油添加剂国产替代进度加速	7
(3) 公司收购的锦州康泰处于国内第一梯队	8
3、 布局生物医药	8
(1) 公司积极拓展新的产业方向	8
(2) 小核酸药物正在引领第三代药物革命浪潮	9
(3) 公司利用自身优势，同大学院所积极合作	9
二、 公司竞争优势	10
1、 管理团队优势	10
2、 业务层次清晰，可持续发展优势明显	10
3、 技术创新优势	10
4、 产品配套优势	11
5、 全球运营优势	11

图表目录

图 1: 公司在全球布局	4
图 2: 公司抗老化业务	5
图 3: 润滑油添加剂主要用途	7
图 4: 利安隆历史 PEBand	12
图 5: 利安隆历史 PBBand	12
附: 财务预测表	13

一、公司是分子助剂领域龙头企业

公司秉持长期可持续发展理念，打造百年利安隆，规划布局了三大板块业务，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。田里有稻不断培育收获，仓里有粮不断推陈出新，锅里有饭不断滋养能量，用化学和生物创造多彩生活，成为客户信赖、员工自豪、社会尊重、可持续发展的世界一流企业，为实现中国的伟大复兴，人类文明社会发展，贡献利安隆的智慧和力量。

图 1：公司在全球布局



资料来源：公司官网、招商证券

1、第一生命曲线——高分子材料抗老化业务

（1）公司是国内唯一抗老化剂产品门类配套最完整的公司

公司深耕行业二十多年，已发展成为国内唯一、全球两家之一的高分子材料抗老化行业产品门类配套最完整的公司。产品覆盖了主抗氧化剂（Primary Antioxidants）、辅抗氧化剂（Secondary Antioxidants）、紫外线吸收剂（UVA）、受阻胺类光稳定剂（HALS）、复配定制（U-pack），是全球全系列产品的主要生产商与供应商。公司多年来从产品配套和技术创新两个角度持续聚焦全球高分子材料行业发展趋势，紧盯客户需求做好应用技术研发和客户服务提升。分别于天津、宁夏、常山、衡水、内蒙古、珠海设立的六大生产基地为全球客户的稳定供应保驾护航。成为全球唯一一家几乎所有产品都有备份工厂的公司，拥有坚实的供货保障。

图 2：公司抗老化业务



资料来源：2023 公司半年报、招商证券

公司产品应用广泛，“空气之中，阳光之下，概莫例外”，全面应用于塑料、涂料、橡胶、纤维、胶黏剂等所有种类的高分子材料。经过二十多年的积累和发展，公司客户遍布全球，几乎涵盖了所有高分子材料及各个应用领域全球著名的高分子材料公司，包括全球涂料 10 强其中 9 家，全球化工 50 强其中 35 家，全球主要高分子材料企业为公司提供了 60%以上的销售收入占比。凭借着全系列产品配套、双基地保供、快速反应的全球营销网络、应用技术紧贴客户需求等综合优势，2011-2022 年，公司连续 12 年销售收入复合增长率 27.52%，归母净利润复合增长率 31.47%。利安隆已成为高分子材料抗老化全球价值链中一支重要的力量，“做高分子材料抗老化技术的全球领导者”是公司第一生命曲线的发展愿景。

（2）抗老化剂在生活中必不可少

没有高分子材料抗老化技术，很多材料就失去使用价值。抗老化技术的核心价值是防止高分子材料老化，延长高分子材料使用寿命，为人类节约资源，是减少碳排放最有效的技术解决方案，因此是高分子材料发展的核心技术之一。作为高分子材料提升性能的必添辅助剂，随着下游的塑料、橡胶、涂料、化学纤维、胶黏剂等高分子材料性能要求的提高，并在未来很长一段时间保持较快增速，抗老化助剂行业也将在较长时期内保持稳定的增长。

全球高分子材料市场稳定增长。根据泛欧塑料工业协会及 Markets and Markets 发布的相关数据，2020 年塑料制品市场规模约为 4,683 亿美元，至 2025 年市场规模将达到 5,961 亿美元，年均复合增长率 6.0%。根据 Statista 和 Eurostat 发布的相关数据，2019 年全球合成纤维产量为 7,000 万吨，自 2010 以来年均复合增长率为 4.4%。根据 Markets and Markets 发布的相关数据，2020 年全球胶黏剂和密封胶市场规模达到 630 亿美元，至 2025 年市场规模将达到 800 亿美元，年均复合增长率为 4.8%。根据 Statista 和 Markets and Markets 发布的相关数据，2020 年涂料市场规模约为 1,472 亿美元，至 2025 年市场规模将达到 1,794 亿美元，年均复合增长率为 4.0%，2020 年合成橡胶市场规模约为 288.8 亿美元，至 2025 年市场规模将达到 378.2 亿美元，年均复合增长率 5.5%。因此，到 2025 年全球高分子材料市场有望接近一万亿美元市场，且处于增长的趋势。

中国已成为全球高分子材料市场的增长中心。根据立鼎产业研究中心发布的相关数据，2017 年塑料等五大高分子材料全球合计产量接近 5 亿吨，其中国内产量近 1.7 亿吨，约占全球产量的三分之一。根据国家统计局统计数据，国内塑料制品年产量由 2010 年的 5830.60 万吨增加至 2020 年的 7603.20 万吨，复合增长率为 2.69%；中国化纤产业已形成完整的产业链配套体系，成为产品覆盖面及应用范围最广的国家。

（3）公司是国内抗老化行业的龙头企业

利安隆已发展为国内抗老化行业的龙头企业，是系列产品型、创新服务型企业的领导者，在覆盖下游各行业广度、产品配套、经营规模、技术创新和技术服务能力、全球运营能力方面都呈现出突出优势，提供行业高标准的产品和技术服务。依托多种产品全球产能优势和客户群优势，与全球行业的先进代表 BASF、SI、SONGWON 等全球行业巨头的运营能力、创新能力水平正在迅速靠近，可以预判在不远的未来，利安隆必将成为全球行业头部的一员。

2021 年是我国“十四五”规划的开局之年，遏制高耗能、高排放项目盲目发展，是“十四五”时期推进碳达峰、碳中和工作的重中之重，公司在安全环保的投入一直以来居国内同行业之首。此外，近年来我国开展了较为严厉的安全环保核查，部分抗老化助剂企业由于地理位置原因或安全环保投资不符合国家标准，且集约发展程度低、生产过程粗放、生产设备工艺落后、产品质量和技术水平相对较低、安全环保条件和安环设施投入不足，随着行业发展和国家政策落实已进入逐步淘汰时期。该类企业的逐步淘汰，为符合法规或产业升级的头部企业释放了市场空间。在本次“洗牌”过程中，公司以多年的安全环保投入积累紧抓契机，通过持续提高项目建设水平，提升工艺装备自动化水平，积极进行产能升级和产品结构调整，在发展中赢得了先机和竞争优势，市占率持续攀升，公司过去十二年业务年复合增长率达到 27.52%，远高于行业增长率的良好发展趋势。

2、第二生命曲线——润滑油添加剂业务

（1）公司涉足润滑油添加剂领域

2022 年，公司完成对锦州康泰的并购重组，主营业务新增润滑油添加剂业务，在中国大力提倡“供应链自主可控”的关键窗口期，公司顺利开启第二生命曲线，为公司持续高速增长奠定基础。

锦州康泰在润滑油添加剂领域稳步发展二十余年，专注润滑油添加剂的研发、生产、销售及服务。主要产品包括功能性单剂及根据应用领域的不同、按照特定配方生产的复合剂。产品广泛应用于润滑油、润滑脂、石油助剂、燃料油及乳化炸药等领域，并最终应用于海陆空交通运输、各种工业设备、各类金属加工环境以及特种作业领域等。产品销售覆盖全国并出口至全球 20 多个国家和地区，其中主要市场份额集中于国内区域，国际市场主要分布在亚太地区，已积累 3,000 余家国内外客户，是国内润滑油添加剂行业第一梯队供应商。

图 3：润滑油添加剂主要用途



资料来源：2023 公司半年报、招商证券

（2）润滑油添加剂国产替代进度加速

润滑油添加剂行业是近年来迅猛发展的行业。20 世纪 30 年代前润滑油使用少，基本上一般的矿物油即可满足工业润滑需求。20 世纪 30 年代底-90 年代末，随着汽车、航空、船舶等产业的发展，对润滑油的需求快速增大，同时对润滑油的性能要求也在提高，因此刺激了润滑油添加剂的使用。21 世纪之后，随着环保意识的提高，各国政府都在呼吁节能减排，不仅传统发动机对润滑油性能的要求在不断提升，新能源汽车、风力发电、高铁、航空、机器人等市场更提出了前所未有的个性化性能要求，进而推动润滑油往高品质方向发展，添加剂的配方也变得更为复杂，给润滑油添加剂行业的创新发展带来重大机遇。

据全球咨询和研究公司克莱恩（Kline & Co）及上海市润滑油品行业协会的数据显示，全球润滑油添加剂市场规模 2019 年已增长至 151 亿美元，预计至 2023 年将达到 185 亿美元，按照我国润滑油添加剂需求量全球占比超过 20%保守预测，国内规模达 38 亿美元。全球润滑油添加剂市场集中度较高，路博润、润英联、雪佛龙奥伦耐和雅富顿这四大润滑油添加剂公司占据了全球 85%以上的市场份额。国内润滑油添加剂生产企业仅有锦州康泰、瑞丰新材和无锡南方三家第一梯队企业初具规模，其主要功能性单剂品种门类已经齐全，但产品质量和经营规模仍有差距，成长潜力巨大。而国内一些小规模复合剂企业主要在工业润滑领域发展，仍处于起步发展阶段，高端润滑油添加剂市场当前仍然为国际四大所占据，单剂和复合剂生产厂商都在围绕中国乃至全球各国“供应链自主可控”做产业布局调整。

当前全球的润滑油行业的增量发展重心正在向以中国、印度为代表的亚太发展中国家转移，根据 Frost & Sullivan 的研究，亚太国家的迅速发展已成为推动 2014 年至 2020 年全球润滑油市场发展的两大主要驱动力之一。鉴于主要需求市场增量从欧美向亚洲转移，且按照国家部署急需推进供应链自主可控，国内润滑油添加剂骨干生产企业将凭借成本优势、物流优势和本土配套服务优势逐步占据市场竞争主动权，从而获得更多的成长空间。

（3）公司收购的锦州康泰处于国内第一梯队

锦州康泰专业从事多种润滑油添加剂及润滑材料的生产及研发，是国家科学技术部认定的“精细化工技术研发公共服务平台”；上海市润滑油品行业协会副会长单位，上海市润滑油品行业协会添加剂专业委员会副主任单位；中国发动机创新联盟的理事单位，参与中国柴油发动机 D1 标准的制定；同时也是中国 CP3 联盟成员，建立中国低速早燃测试标准的发起和参与台架评定测试单位之一。以锦州康泰为代表的少数具有自主知识产权的民营企业，包括瑞丰新材、无锡南方等公司在单剂产品上已经取得了一定的市场份额，并在部分高端复合剂产品市场开始参与市场竞争。从国内市场角度分析，锦州康泰与瑞丰新材、无锡南方等形成国内润滑油添加剂行业第一梯队企业。从国际市场角度分析，公司整体实力对比国际四大仍有较大差距，虽然在国际市场占有率逐步提高，但在人才、技术、产能和下游技术服务方面还需要长期积累。从发展趋势来看，未来大型润滑油添加剂企业的垄断格局将逐渐被打破，更多国内民营企业将参与到中高端应用领域的竞争中，锦州康泰也将利用国内行业标准制定、应对新能源汽车的技术创新、实现碳达峰、碳中和目标等发展契机，在供应链自主可控的进程中快速发展成为国内领先企业。

3、布局生物医药

（1）公司积极拓展新的产业方向

公司开始培育第三生命曲线。生命科学事业部目前涉及两个产业方向，分别是生物砌块赛道与合成生物学赛道。事业部两大支柱产业方向既有独立性，又在商业逻辑与产业相关度方面高度联合，均为国家新兴战略产业，是目前全球最前沿的学科，公司与全球头部同台竞技，争取开创具有国际领先技术和产品，拓展广阔的成长空间。

生物砌块赛道，2021 年 4 月，公司与吉玛基因合作成立奥瑞芙生物医药有限公司，2022 年 7 月公司投资建成配套甲类车间及仓库各一座，2023 年 1 月奥瑞芙在公司已建成甲类车间内建成中试研发装置并投产运行，该装置采用先进工业化流程设计，购置先进设备，采用 DCS 控制系统，该装置运行后能有效解决目前国内核酸单体的试验性生产装置存在工艺技术和装备水平低、大部分溶剂不回收、分离提纯工艺落后、几乎没有自控等问题，同时确保产品品质，降低生产成本，增强生产过程安全控制，在细分行业取得竞争优势。装置设计年产能 6000kg，配有 100L 到 5000L 不同规格反应釜，可满足客户不同批量定制化生产需求。奥瑞芙公司主要从事修饰核苷、DNA 和 RNA 亚磷酸胺单体、核苷酸、核酸药物合成载体、核酸药递送载体、核酸药物、IVD 诊断试剂盒等合成用辅助材料等研发、生产、销售，构筑了公司第三生命曲线雏形。奥瑞芙公司股东明确将由吉玛基因公司持续开发核酸单体、核酸药物载体及核酸药物辅助材料新产品新工艺，持续给奥瑞芙注入新产品，利安隆公司利用自身工程建设人才、生产管理人才的积淀，为奥瑞芙的发展提供全方位的支持，并在利安隆研究院设置生物砌块原料研发部门进行持续的工艺和工程优化，奥瑞芙公司愿景目标是做生物砌块及相关产业全球领先水平的生产和服务商，深入研发生物砌块原材料生产技术并实现工业化

合成生物学赛道，公司成立合成生物研究所，建立了以公司首席科学家孙春光为核心的研发团队，团队成员分别来自天津大学、大连理工大学、天津科技大学等国内合成生物学领域的知名高校，成员具有多年分子改造、发酵优化和分离纯化等生物专业背景。实验室已配备菌种改造、摇瓶优化、5L-100L 发酵、分离纯化、干燥和检测等实验室设备，实验室已具备酵母菌、大肠杆菌和枯草芽孢杆菌等不同底盘的小试全流程开发条件。公司先后与天津大学和天津科技大学建立产、学、研合作关系，创新成果的产业化，并就合成生物学基础科学和产品应用开展研究攻关。公司致力于用现代合成生物学技术，生物制造珍稀动植物有效成分，保护自然，造福人类，争取未来在全球合成生物学领域占一席之地。

（2）小核酸药物正在引领第三代药物革命浪潮

药物领域经过了小分子化药、抗体药物发展的历程，目前小核酸药物正在引领第三代药物革命浪潮的爆发，核酸类药物将发展成为与小分子化药、抗体类药物三分天下的新型药物，将带来医药的革命性创新。截止 2022 年底美国 FDA 已批准 15 个小核酸药物，全球有超过 100 个小核酸药物处于临床阶段。

DNA 合成是生物砌块的重要应用之一，随着 DNA 测序技术的发展和合成生物学、DNA 存储等技术的发展，DNA 合成的应用越来越广泛，存在巨大的发展前景。

（3）公司利用自身优势，同大院所积极合作

生命科学作为公司第三生命曲线，自开展业务以来，抢抓国家新兴战略产业的发展机遇，加快研发项目产业化和市场布局，内强管理，踏实前行。公司团队在精细化学品大规模放大和生产方面的综合管理优势和综合技术优势在国内领先，利安隆研究院有成熟的各种精细化工技术平台和人才储备；吉玛基因公司近二十年在核酸药物原材料的实验室研发和小规模生产工艺方面积累了丰富的丰富经验，且吉玛公司熟悉全球核酸药物研发和药物生产的各个行业内企业。利安隆公司与苏州吉玛基因公司的合作，将充分发挥两家公司的特长，有机会打造出世界上最先进的核酸药物原材料生产工艺及最完善的产品种类，这样的结合将构成我们的核心竞争优势。经过两年来的筹备、开发、建设，组建了约 60 人的研发和运营团队，2023 年 1 月，年产 6 吨核酸药物原材料中试研发装置投产，截至 2023 年 7 月，已完成主要产品的试生产，试生产样品已外送至下游企业验证且验证合格，产品品质达到国际领先地位。公司高水平的生产装置奠定了可以规模化生产并保证产品质量稳定的基础，必将成为生物砌块产业的重要供应商和服务商

在合成生物学领域，天津市具有天津大学、南开大学、中国科学院天津工业生物技术研究所和天津科技大学等国内一流的高校和研究所，利安隆公司与以上高校和研究所具有紧密的合作关系，可以利用公司在精细化工领域大规模放大和生产方面的综合管理优势，为科研院校的早期研发项目放大和实现产业化提供最强助力。公司合成生物学团队经过一年多精心研究，截至 2023 年 7 月，红景天苷项目已成功完成吨级中试放大，发酵指标已达到国际报道最高水平，产品质量满足化妆品、保健品质量要求，达到国际一流水平，已具备产业化条件。聚谷氨酸项目已成功完成 100L 发酵和分离纯化工艺的开发，分子量和产量均达到国内报道最高水平，达到国际一流水平，已具备中试放大条件。透明质酸和特种氨基酸及其衍生物等项目已完成技术引进，目前正在实验室进行技术验证和发酵工艺、分离纯化工艺优化。

二、公司竞争优势

公司成立以来，始终以向全球高分子材料客户提供高品质抗氧化剂、光稳定剂产品及抗老化技术为主要业务，并不断发展代表高分子材料抗老化行业发展趋势的 U-pack 个性化定制产品业务。随着珠海基地抗氧剂新增产能、衡水基地内蒙基地光稳定剂新增产能投产达产，加上具有全球产能和市场优势的特殊抗氧剂、紫外线吸收剂产品，公司产品竞争能力和供应保障能力进一步提升，为实现全球抗老化头部的目标奠定了坚实的基础。报告期内，公司完成润滑油添加剂业务二期试生产，完成生命科学业务年产 6 吨 RNA 中间体投产，使得公司的业务规模在化学和生物平台的支持下多线驱动快速增长，品牌影响力和知名度持续增强，产品和技术不断发展。公司在管理团队、技术、产品配套、品质、客户服务及营销等各个领域形成了良好的竞争优势：

1、管理团队优势

公司已完成各年龄阶段核心管理梯队的构建。以 60 后为主的 1.0 创业团队成员李海平、孙春光、毕作鹏、孙艾田、韩伯睿、叶强等人是我国较早从事化工技术创新和产业化专业团队之一，对高分子材料的抗老化技术具备长期的行业应用经验和深度的行业理解，均拥有 20 年以上的抗老化技术研发、应用和客户服务经验。1.0 团队凭借高校资源、自身研发能力、项目产业化和外延并购整合经验，具备了行业内极具竞争力的扩品能力，规划了公司第二、第三生命曲线，为企业可持续发展开疆拓土。

锦州康泰的核心团队禹培根、甘淼、李洪涛、吴亚文、刘明、曹宇、韩玉凤等均在润滑油添加剂领域长期深耕，积累了宝贵而丰富的行业经验，公司正在投资提升康泰研发中心的配置和创新能力，建设国内一流的润滑油添加剂研发机构。公司以 80 后为主体的 2.0 管理团队已全面接手公司日常运营和创新工作，其中大部分成员已经入职十年以上，以企业经营目标实现为己任，躬身入局，是公司未来可持续发展的中坚力量。

2、业务层次清晰，可持续发展优势明显

公司第一、第二、第三生命曲线清晰，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广阔无垠，公司本着立足未来，在全球开启“生物造物新征程”中，先发从基础布局，为未来打开了无限的发展空间。管理层多层次发展的战略思维和卓越的运营能力，成为利安隆可持续发展的名片。

3、技术创新优势

作为国内高分子材料抗老化技术领域的领先者，公司以全面掌握材料抗老化单剂抗氧化剂和光稳定剂等抗老化助剂产品的核心技术为基础，持续向 U-pack 技术领域和高分子材料其他助剂领域进行技术研发拓展。通过长期的技术研发投入，

已积累了大量核心技术，并构建了业内一流的技术研发团队，形成了符合行业特征的技术研发和客户服务体系。这不仅使公司在抗老化技术领域取得了多项重大技术突破，还使公司能够针对下游行业需求和应用不断开发出一些前瞻、高效、成熟的新技术。未来，公司将进一步从组织结构上强化公司创新驱动发展的经营模式，优化科研激励机制，并加大创新研发人才的引进，不断提升公司在新结构物开发、新工艺创新、应用技术能力等方面的技术研发实力

4、产品配套优势

由于高分子材料抗老化助剂在下游客户添加量少、品类繁多的特点，产品的系列化完整程度、配套能力和应用技术服务水平是大型高分子材料制造商降低管理成本并选择供应商的重要影响因素。近年来，公司经过有计划的扩建产能和外延并购，已经成为全球同行业产品系列配套最齐全的两家企业之一。并通过国内六大生产基地构建了每一个产品有两条生产线的“备用生产线”模式，深度满足客户对于产品配套、稳定供应的核心需求，并以此为基础，通过技术创新为客户提供更多满足其个性化定制需求的 Upack 产品，从而对竞争对手形成产品配套竞争壁垒。公司已成为国内唯一一家塑料、橡胶、纤维、胶黏剂、涂料的高分子材料全域客户覆盖供应商。

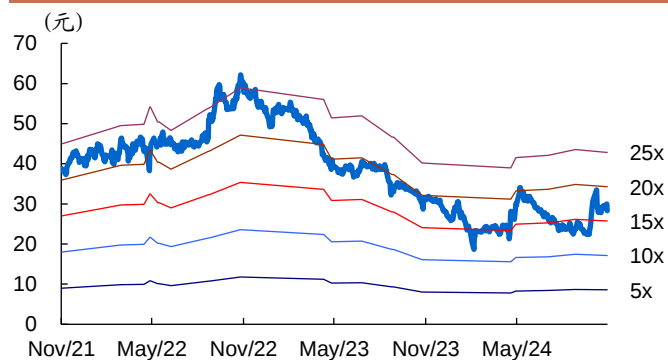
由于生产润滑油所需的添加剂种类繁多，下游客户分散采购成本高、耗时长，质量也难以保障。锦州康泰针对上述行业特点，配套不同种类的单剂，将长期发展目标定位做中国最好的单剂，利用二十多年来掌握的添加剂应用技术和积累为客户提供单剂到复配剂的“一站式采购”的服务。

5、全球运营优势

基于在德国、美国、日本、中国香港的子公司和遍及全球的供应链资源整合，公司已具备全球化运营模式下的快速交付、风险管控与合规经营能力，遍布全球的仓库供应链体系已运营成熟，高效的全球供应链体系可积极应变各种局势对全球供应链的冲击，确保客户订单的及时交付，努力实现全球业务的高效协同，公司凭借完善的供应链优势经历了近三年环境剧烈冲击的考验。在不确定的环境下实现了确定的持续高速增长。

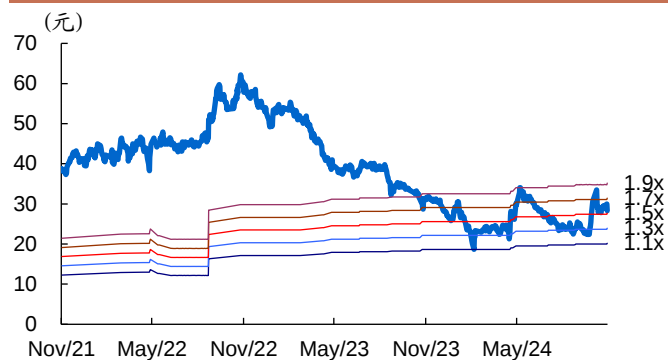
公司致力于构建覆盖全球每一个角落，直销和分销有机结合的全球营销网络。通过十多年的战略布局，以中国总部、中国香港国际总部双核驱动，美国公司、德国公司、日本公司、国内华南办事处、华东办事处、西北办事处，以及遍布全球的分销网络，为遍布全球的客户id提供快捷的产品和技术服务。在全球经济环境的严峻考验下，公司各分支机构在全球市场竞相发展，推动公司市场拓展和业绩销量稳步发展。随着锦州康泰二期的产能释放，润滑油添加剂业务也将凭借公司强大的全球营销网络高速发展，在客户开拓方面实现质的飞跃。

图 4: 利安隆历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 5: 利安隆历史 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	3445	3732	3622	3942	3619
现金	819	947	495	594	83
交易性投资	40	93	93	93	93
应收票据	314	421	480	519	551
应收款项	756	939	1071	1159	1229
其它应收款	25	13	15	17	18
存货	1282	1142	1268	1345	1419
其他	208	177	200	214	227
非流动资产	4138	4482	5129	5700	6203
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2326	3163	3900	4551	5125
无形资产商誉	831	879	791	712	641
其他	981	440	438	437	437
资产总计	7583	8214	8751	9642	9821
流动负债	2485	2673	2867	3295	2959
短期借款	639	566	1109	1452	1035
应付账款	1103	926	1027	1090	1150
预收账款	35	29	32	34	36
其他	708	1152	698	719	738
长期负债	1169	1261	1261	1261	1261
长期借款	1102	1176	1176	1176	1176
其他	67	85	85	85	85
负债合计	3655	3934	4128	4556	4220
股本	230	230	230	230	230
资本公积金	1707	1709	1709	1709	1709
留存收益	1880	2169	2517	2988	3512
少数股东权益	111	173	167	160	151
归属于母公司所有者权益	3817	4107	4456	4926	5450
负债及权益合计	7583	8214	8751	9642	9821

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	514	173	652	919	1070
净利润	526	358	421	541	594
折旧摊销	209	286	459	536	604
财务费用	47	43	17	20	21
投资收益	(0)	(4)	(46)	(46)	(46)
营运资金变动	(255)	(499)	(206)	(139)	(108)
其它	(13)	(11)	8	6	5
投资活动现金流	(501)	(621)	(1064)	(1064)	(1064)
资本支出	(293)	(574)	(1110)	(1110)	(1110)
其他投资	(208)	(47)	46	46	46
筹资活动现金流	258	687	(39)	245	(517)
借款变动	(19)	788	56	343	(418)
普通股增加	25	0	0	0	0
资本公积增加	792	2	0	0	0
股利分配	(484)	(78)	(78)	(78)	(78)
其他	(55)	(24)	(17)	(20)	(21)
现金净增加额	272	239	(451)	99	(511)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4843	5278	6021	6519	6911
营业成本	3668	4234	4700	4985	5259
营业税金及附加	20	36	41	44	47
营业费用	122	137	229	248	263
管理费用	173	185	331	359	380
研发费用	208	233	266	288	306
财务费用	49	38	17	20	21
资产减值损失	(39)	(50)	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
其他收益	28	42	42	42	42
投资收益	0	4	4	4	4
营业利润	592	411	484	621	681
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	10	3	3	3	3
利润总额	582	408	480	618	678
所得税	56	51	60	77	84
少数股东损益	0	(5)	(6)	(8)	(8)
归属于母公司净利润	526	362	427	549	602

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	41%	9%	14%	8%	6%
营业利润	23%	-31%	18%	28%	10%
归母净利润	26%	-31%	18%	29%	10%
获利能力					
毛利率	24.3%	19.8%	21.9%	23.5%	23.9%
净利率	10.9%	6.9%	7.1%	8.4%	8.7%
ROE	16.6%	9.1%	10.0%	11.7%	11.6%
ROIC	11.8%	6.4%	6.5%	7.7%	7.9%
偿债能力					
资产负债率	48.2%	47.9%	47.2%	47.3%	43.0%
净负债比率	23.6%	27.1%	26.1%	27.3%	22.5%
流动比率	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2
速动比率	0.9	1.0	0.8	0.8	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.4	3.5	3.9	3.8	3.8
应收账款周转率	4.9	4.3	4.1	4.0	4.0
应付账款周转率	4.1	4.2	4.8	4.7	4.7
每股资料(元)					
EPS	2.29	1.58	1.86	2.39	2.62
每股经营净现金	2.24	0.75	2.84	4.00	4.66
每股净资产	16.62	17.89	19.40	21.45	23.74
每股股利	0.34	0.34	0.34	0.34	0.34
估值比率					
PE	12.4	17.9	15.2	11.8	10.8
PB	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.8	13.7	10.3	8.4	7.6

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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、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。