

呈和科技(688625)

报告日期: 2025 年 04 月 07 日

关税政策下受益标的，国产成核剂龙头乘势而上

——呈和科技更新报告

投资要点

□ 核心逻辑

呈和科技是中国最大的成核剂生产工厂，目前中国成核剂国产率不到 30%，海外成核剂占据主流市场。由于本次中美关税问题，海外成核剂可能逐步在中国市场失去竞争力，国产成核剂有望加速替代海外产品，呈和科技是成核剂国产化率加速的最大受益者。

□ 超预期的点

之前全市场对于国产成核剂增量的预期为每年新增 20%，但由于本次中美关税问题，海外成核剂厂商可能通过涨价的方式将关税往下游传递，导致下游采购成本变高；同时中国也可能更加重视对于类似于成核剂这样的产品进行国产替代的重要性；海外产品涨价的同时叠加国产化大趋势，国产成核剂有望加速替代海外产品；呈和科技作为中国最大的成核剂生产厂家有望受益。

□ 股价是否已经反应了预期，反应了多少

由于中美关税事发突然，并且都超出了之前市场对于两个国家的政策预期；所以当前股价完全没有反应过该事件对于公司和行业的影响

□ 未来三年业绩预测，现在的估值水平

从公司的基本面上来看，公司业绩过去 5 年年均增速超过 30%，展望未来公司 25-27 年由于南沙项目产能释放，核心产品价格增长，业绩有望翻倍，但目前股价仍处于 2021 年上市以来中下部位置，属于被低估状态。

□ 目标空间及测算依据

我们假设海外成核剂将关税通过涨价 30% 的方式向下游传导，国产成核剂跟涨海外产品；同时成核剂国产化率加速，增长由 20% 年增长提高到 40% 年增长；根据盈利预测，我们预计 2025 年公司业绩有望达到 4.64 亿元；根据所在行业给予 25 倍市盈率估值，目标市值 116 亿元，较当前仍有 96.6% 的涨幅空间。

□ 盈利预测与估值

关税政策变动，公司有望迎来量价齐升上调公司业绩。预计 24-26 年营业收入分别为 8.85/13.70/16.36 亿元，归母净利润分别为 2.5/4.64/5.55 亿元，对应 EPS 分别为 1.85/3.43/4.10 元，对应 PE 分别为 23.38/12.62/10.55，上调至“买入”评级。

□ 风险提示

产品价格涨价不及预期；公司南沙工厂新增投产不及预期

投资评级：买入(上调)

分析师：李辉

执业证书号：S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

分析师：李佳骏

执业证书号：S1230524090001

lijiajun@stocke.com.cn

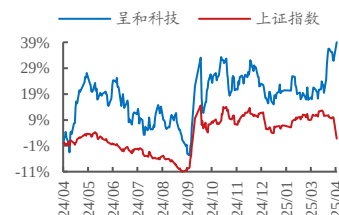
基本数据

收盘价 ¥43.27

总市值(百万元) 5,855.63

总股本(百万股) 135.33

股票走势图



相关报告

1 《业绩线性增长符合预期，后续项目保障公司长期发展》2024.10.27

2 《业绩保持稳定增长，看好成核剂行业长期发展》2024.08.21

3 《业绩再度新高，募投项目投产看好长期发展》2024.05.07

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	800	885	1,370	1,636
(+/-) (%)	15.07%	10.71%	54.79%	19.41%
归母净利润	226	250	464	555
(+/-) (%)	15.84%	10.77%	85.27%	19.56%
每股收益(元)	1.67	1.85	3.43	4.10
P/E	25.90	23.38	12.62	10.55

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 呈和科技：关税政策下受益标的，国产成核剂龙头乘势而上	5
1.1 中美关税政策受益者，成核剂国产进程有望加速	5
1.2 深耕高分子材料助剂领域，不断突破成就行业领先	5
1.3 南沙项目扩建，公司产能迎来增长	7
2 风险提示	7

图表目录

图 1： 公司进入成熟快速发展阶段.....	6
图 2： 公司产品处在产业链中游.....	6
表 1： 公司产品品类介绍.....	6
表 2： 公司产能情况.....	7
表附录： 三大报表预测值.....	8

1 呈和科技：关税政策下受益标的，国产成核剂龙头乘势而上

1.1 中美关税政策受益者，成核剂国产进程有望加速

根据美国官方消息以及中国官方信息。美国东部时间 2025 年 4 月 2 日，美国总统特朗普宣布对所有贸易伙伴设立 10% 的“最低基准关税”，并对中国商品加征 34% 的额外关税；北京时间 2025 年 4 月 4 日，经国务院批准，国务院关税税则委员会发布公告，中国自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起，对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税。中美两国贸易战进一步加剧；

关税的变动对于商品的进出口、供需、价格造成较大的影响，部分行业 and 商品可能迎来较大难题，但对于部分产品和行业却是另一种利好；

根据呈和科技公司公告，以及 LP information 公司的研究报告显示，全球主要的成核剂厂商有美利肯、艾迪科、巴斯夫等，全球前三大厂商占有约 61% 的市场份额；其中北美是全球最大的成核剂市场，占有约 33% 的市场份额，之后是中国和日本，两者合计占有约 40% 市场份额；同时 2023 年中国的成核剂进口替代率仅为 30%，预计到 2025 年国产替代率仅为 34%，国产替代仍有较大增长空间；同时由于差异化竞争的原因，国产成核剂价格一直低于进口成核剂价格。

由于突发的关税问题，海外成核剂厂商出于维护利润的考量可能将会将新增的 34% 关税通过涨价的方式向下游进行传导；同时下游厂商由于海外成核剂涨价以及顺应核心产品国产化的趋势，将加大对于国产成核剂的采购，从而加速成核剂的国产化替代；

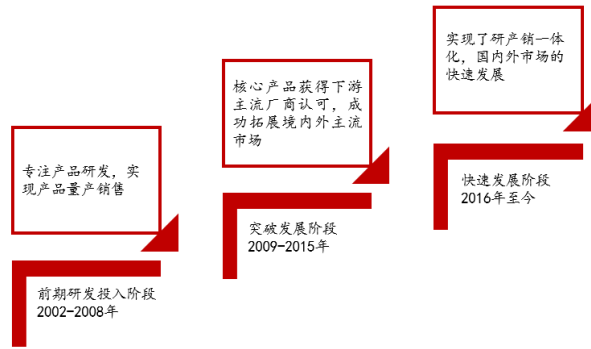
我们认为：

- 1、由于海外成核剂可能通过涨价的方式向下传导关税，国产成核剂有望跟涨；
- 2、下游厂商由于价格、国产化趋势等因素加大国产产品采购，成核剂国产化率有望加速提升；

1.2 深耕高分子材料助剂领域，不断突破成就行业领先

高分子助剂应用广泛，公司高速发展。呈和科技主营产品包括成核剂、合成水滑石和 NDO 复合助剂三大类型高分子材料助剂产品，是高性能树脂材料和改性塑料的关键添加材料。产品因具有安全和环保特性被广泛应用，包括食品接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿用品等领域。公司业务历经三个发展阶段：（1）2002 年至 2008 年：通过自主研发，公司成功开发和量产销售成核剂产品，（2）2009 年至 2015 年：公司实现了成核剂、合成水滑石等重要产品的研发生产突破，并成功拓展中石化、中海壳牌、北欧化工等境内外企业客户（3）2016 年至今：公司实现三大系列产品的研产销一体化。

图1: 公司进入成熟快速发展阶段



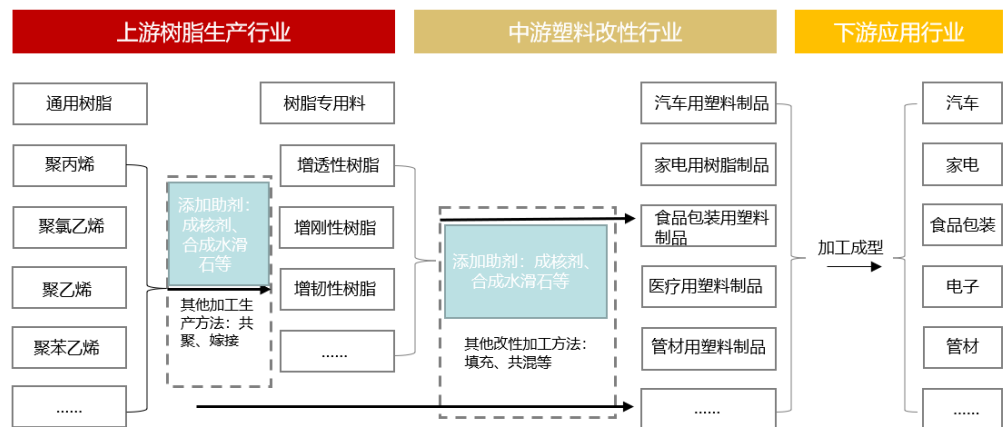
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表1: 公司产品品类介绍

产品大类	产品系列	直接下游	终端应用领域
成核剂	透明成核剂	能源化工企业、树脂改性加工企业等	食品接触材料、医疗器械、婴幼儿用品、家居家电用品等
	增刚成核剂		汽车部件、家居家电用品等
	β晶型增韧成核剂		医疗器械、汽车部件、锂电池材料、家具家电用品、建筑材料等
合成水滑石	通用合成水滑石	PVC热稳定剂加工企业、树脂改性加工企业、能源化工企业	食品接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿用品、建筑材料等
	高透明合成水滑石	PVC热稳定剂加工企业、树脂改性加工企业	食品接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿用品、家居家电用品等
	阻燃合成水滑石	阻燃剂生产企业	
NDO复合助剂	多种类型复合助剂	能源化工企业、树脂改性加工企业	多种应用领域

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图2: 公司产品处在产业链中游



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.3 南沙项目扩建，公司产能迎来增长

根据公司 2023 年年报，当前公司白云厂区拥有产能 35400 吨，其中成核剂 28660 吨，合成水滑石 19140 吨，抗氧剂 5800 吨，NDO 复核助剂 9800 吨；同时为了满足下游市场日益增长的需求，公司投建南沙工厂合计产能 22200 吨，其中成核剂 16900 吨，合成水滑石 5300 吨；南山工厂完成后，公司将合计拥有 57600 吨产能（2024 年投产）；

表2：公司产能情况

主要厂区和项目	产品	设计产能	合计产能
广州白云工厂	成核剂	28660	57600
	合成水滑石	19140	
	NDO 复核助剂	9800	
广州南沙工厂	成核剂	16900	22200
	合成水滑石	5300	
科澳化学	抗氧剂	5800	5800

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

我们认为：

- 1、公司是国内成核剂龙头企业，是成核剂国产化率提高的最大受益标的；
- 2、南沙项目投产，为公司提供稳定的成核剂生产线，有望大量承接新订单；
- 3、海外成核剂如果涨价，公司产品同样也具备跟涨的潜力；

2 风险提示

- 1、产品价格涨幅不及预期：如果海外成核剂公司为了保障市场份额，不通过涨价的方式向下游传导，那么国产成核剂将失去涨价逻辑，从而导致业绩低于预期。
- 2、公司新增工厂产能投放不及预期：如果呈和科技南沙项目投产低于预期，产量不能如期释放，销量将会低于预期，从而导致公司业绩受损。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,549	1,651	2,756	3,406
现金	638	687	1,501	2,207
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	163	295	532	489
其它应收款	6	8	13	12
预付账款	6	10	12	14
存货	71	71	119	104
其他	666	579	579	579
非流动资产	1,762	1,840	1,926	2,009
金融资产类	105	105	105	105
长期投资	0	0	0	0
固定资产	154	172	189	200
无形资产	47	49	52	54
在建工程	140	190	248	307
其他	1,316	1,324	1,333	1,342
资产总计	3,311	3,492	4,682	5,415
流动负债	2,026	2,102	2,828	3,007
短期借款	1,509	1,709	2,167	2,569
应付款项	358	243	483	239
预收账款	0	0	0	0
其他	159	150	179	198
非流动负债	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0
其他	7	7	7	7
负债合计	2,034	2,110	2,836	3,014
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,277	1,382	1,846	2,401
负债和股东权益	3,311	3,492	4,682	5,415

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	159	165	552	519
净利润	226	250	464	555
折旧摊销	23	33	39	45
财务费用	(19)	64	78	95
投资损失	(3)	(6)	(7)	(8)
营运资金变动	(68)	(177)	(23)	(168)
其它	1	0	1	1
投资活动现金流	(477)	(106)	(118)	(121)
资本支出	(111)	(111)	(125)	(129)
长期投资	(411)	0	0	0
其他	45	6	7	8
筹资活动现金流	677	(10)	381	308
短期借款	641	200	458	402
长期借款	0	0	0	0
其他	37	(210)	(78)	(95)
现金净增加额	360	49	814	706

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	800	885	1,370	1,636
营业成本	452	498	661	775
营业税金及附加	11	11	17	20
营业费用	32	27	44	54
管理费用	48	44	71	87
研发费用	34	31	55	74
财务费用	(21)	6	14	15
资产减值损失	(0)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	3	6	7	8
其他经营收益	14	14	22	26
营业利润	263	288	537	645
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	263	288	537	645
所得税	37	37	72	90
净利润	226	250	464	555
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	226	250	464	555
EBITDA	262	321	583	698
EPS（最新摊薄）	1.67	1.85	3.43	4.10

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	15.07%	10.71%	54.79%	19.41%
营业利润	15.55%	9.34%	86.34%	20.26%
归属母公司净利润	15.84%	10.77%	85.27%	19.56%
获利能力				
毛利率	43.53%	43.72%	51.74%	52.64%
净利率	28.28%	28.29%	33.86%	33.91%
ROE	17.71%	18.13%	25.14%	23.11%
ROIC	7.35%	8.10%	11.72%	11.28%
偿债能力				
资产负债率	61.43%	60.42%	60.57%	55.66%
净负债比率	68.51%	74.22%	36.28%	15.25%
流动比率	0.76	0.79	0.97	1.13
速动比率	0.44	0.47	0.72	0.90
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.26	0.34	0.32
应收账款周转率	5.44	5.55	5.50	5.51
应付账款周转率	18.80	21.00	20.52	20.37
每股指标(元)				
每股收益	1.67	1.85	3.43	4.10
每股经营现金	1.18	1.22	4.08	3.83
每股净资产	9.44	10.21	13.64	17.74
估值比率				
P/E	25.90	23.38	12.62	10.55
P/B	4.59	4.24	3.17	2.44
EV/EBITDA	23.60	21.45	11.19	8.92

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>