

呈和科技（688625.SH）

成核剂国产替代有望提速，公司拟收购映日科技

优于大市

核心观点

2024 年营业收入稳中有升，业绩延续较快增长。呈和科技披露《2024 年度业绩快报公告》，2024 年公司预计实现营业收入 8.82 亿元,同比增长 10.31%；实现归母净利润 2.50 亿元，同比增长 10.64%。2024 年，公司通过各种途径提升市场份额，并推进降本增效策略，实现营收和业绩稳健增长。

IPO 募投项目建成投产，公司成核剂产能实现翻倍。公司对募投项目的部分产品产能进行调整优化，将增刚成核剂、β 成核剂和合成水滑石中部分可共用的设备调整至透明成核剂生产线，高附加值的透明成核剂的生产效率将有所提升。14400 吨/年综合产能已通过呈和科技的技改项目于 2024 年 1 月完成环评验收并顺利投产；14500 吨/年综合产能也已于 2024 年 11 月开始进行生产调试，公司成核剂产能实现翻倍。

对美加征关税政策有望推动成核剂国产替代提速。2023 年我国成核剂进口替代率约为 30%，其中呈和科技占据国产成核剂的主要市场份额。公司成核剂的主要竞争对手之一为美国美利肯，而我国将于 2025 年 4 月 10 日对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征 34%关税。我们认为，随着中国对美国加征关税政策的执行，美利肯出口到中国的成核剂产品有望提价，国内塑料生产企业将加速寻求国产供应商，成核剂国产替代率有望加速提高，而公司成核剂产品性能可对标美利肯同代产品，产品售价更低，且公司现有产能充足，有望抓住机遇实现成核剂产品的加速推广。

拟现金收购映日科技，加快业务拓展。公司公告拟以现金方式收购芜湖映日科技股份有限公司不低于 51%股权，映日科技 100%股份的整体估值预计为 18 亿元。映日科技所在的显示领域对有机材料有着广泛且重要的需求，呈和科技成核剂产品具有提升显示面板材料性能的作用，能够应用于显示相关材料及组件。公司实现对映日科技的控股后，可在客户资源共享、品牌影响力相互促进等方面发挥协同效应，有助于公司快速切入显示行业，加快业务拓展。

风险提示：市场开拓风险；业务拓展、在建项目进展不及预期的风险等。

投资建议：公司是国内成核剂、合成水滑石的龙头企业，所处行业存在广阔的进口替代空间，随着公司在建产能的逐步释放，我们看好公司稳健成长。我们维持公司盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 2.68/3.26/3.87 亿元，摊薄 EPS 为 1.98/2.41/2.86 元，当前股价对应 PE 为 23.2/19.1/16.1x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	695	800	979	1,152	1,334
(+/-%)	20.6%	15.1%	22.5%	17.6%	15.8%
净利润(百万元)	195	226	268	326	387
(+/-%)	24.3%	15.8%	18.7%	21.6%	18.5%
每股收益(元)	1.46	1.67	1.98	2.41	2.86
EBIT Margin	27.7%	27.9%	29.6%	30.6%	31.4%
净资产收益率 (ROE)	18.5%	17.7%	18.7%	20.0%	20.7%
市盈率 (PE)	31.4	27.5	23.2	19.1	16.1
EV/EBITDA	36.9	34.4	26.2	21.3	18.1
市净率 (PB)	5.80	4.87	4.33	3.81	3.34

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人：王新航

0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	46.00 元
总市值/流通市值	6225/6225 百万元
52 周最高价/最低价	48.98/29.68 元
近 3 个月日均成交额	33.26 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《呈和科技（688625.SH）-上半年实现增收增利，继续看好公司稳健成长》——2024-08-19

《呈和科技（688625.SH）-2023 年归母净利润创新高，看好公司稳健成长》——2024-04-25

《呈和科技（688625.SH）-高端塑料助剂成核剂、水滑石行业龙头，国产替代主力军》——2023-12-01

《呈和科技（688625.SH）-三季度业绩创新高，回购股份彰显发展信心》——2023-10-29

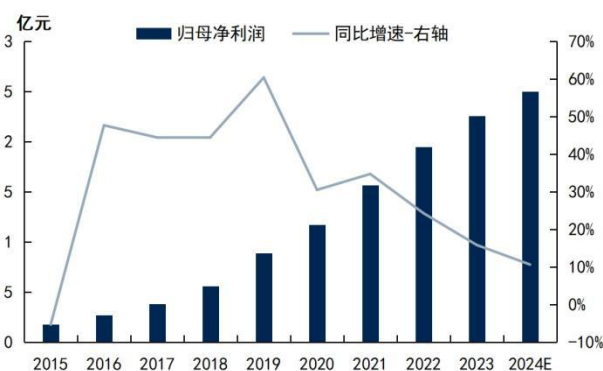
2024 年营业收入稳中有升，业绩延续较快增长。呈和科技披露《2024 年度业绩快报公告》，2024 年公司预计实现营业收入 8.82 亿元，同比增长 10.31%；实现归母净利润 2.50 亿元，同比增长 10.64%。2024 年，高分子材料助剂产品国产化率和市场渗透率持续提升，公司积极把握市场机遇，加快产品技术创新，拓宽现有产品应用下游，通过差异化的竞争策略开拓国内外市场，不断加深和行业客户的合作，从而提升市场份额，实现业绩稳步增长。同时，公司持续推进降本增效策略，通过优化生产工艺、强化成本管控等一系列措施，进一步提升精细化管理水平，有效提高了经营效率，公司盈利水平较 2023 年同期稳步提升。

图1：呈和科技营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：呈和科技归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

IPO 募投项目建成投产，公司成核剂产能实现翻倍。据公司公告，根据公司战略规划和业务发展需要，为提高募集资金使用效率，结合产品生产工艺及设备使用特点，在保证产能充足的前提下，公司拟对募投项目的部分产品产能进行调整优化，将原部分产品生产线的设备调整至募投项目其他产品生产线使用。变更前产能包括 6400 吨成核剂、10200 吨合成水滑石和 20000 吨复合助剂。其中，6400 吨成核剂产能由 3500 吨透明成核剂、2900 吨增刚成核剂和 β 成核剂组成。为进一步提高透明成核剂的生产效率，公司将增刚成核剂、 β 成核剂和合成水滑石中部分可共用的设备调整至透明成核剂生产线。本次调整后，公司募投项目减少了 2900 吨增刚成核剂和 β 成核剂、4800 吨合成水滑石产能，但高附加值的透明成核剂的生产效率将有所提升，募投项目的投资回报率将有所提升。14400 吨综合产能已通过呈和科技的技改项目于 2024 年 1 月完成环评验收并顺利投产；14500 吨综合产能也已于 2024 年 11 月开始进行生产调试，公司成核剂产能实现翻倍。

图3：公司调整部分募投项目产品产能的具体情况

序号	项目名称	变更前产能	变更后产能
1	广州科呈新建高分子材料助剂建设项目一期	6,400 吨成核剂、10,200 吨合成水滑石、20,000 吨复合助剂	3,500 吨成核剂、5,400 吨合成水滑石、20,000 吨复合助剂
合计		36,600 吨	28,900 吨

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

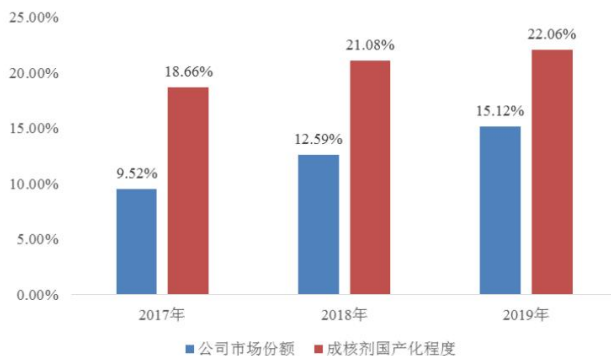
对美加征关税政策有望推动成核剂国产替代提速。据公司招股书援引卓创资讯数据，2019 年国内成核剂需求量为 6800 吨，国产化程度约为 22.04%，而公司 2019 年的国内销售量占国内需求量比例为 15.12%，构成国产成核剂的主要市场份额。另据公司 2023 年年报援引观研报告网数据，2022 年我国成核剂行业需求量达到 9520 吨，2023 年我国成核剂进口替代率为 30%，预计 2025 年全球成核剂市场销售额预计突破 10 亿美元，进口替代率达到 34%。公司成核剂的主要竞争对手为美国美利肯、日本艾迪科、日本新日本理化以及部分国内非上市公司。2025 年 4 月 4 日，国务院关税税则委员会公告称，经国务院批准，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，在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税。我们认为，随着中国对美国加征关税政策的执行，美利肯出口到中国的成核剂产品售价有望提价，国内塑料生产企业将加速寻求国产供应商，成核剂国产替代率有望加速提高，而公司成核剂产品性能可对标美利肯同代产品，产品售价更低，且公司现有产能充足，有望抓住机遇实现成核剂产品的加速推广。

图4：2016–2021 年中国成核剂需求量及国内供给量



资料来源：公司招股说明书、卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图5：公司成核剂市场份额与成核剂市场国产化程度变化趋势



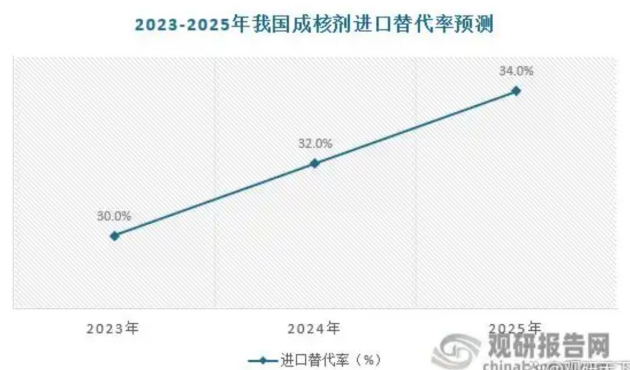
资料来源：公司招股说明书、卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图6：2016–2022 年中国成核剂需求量及增速



资料来源：观研报告网，国信证券经济研究所整理

图7：2023–2025 年我国成核剂进口替代率预测

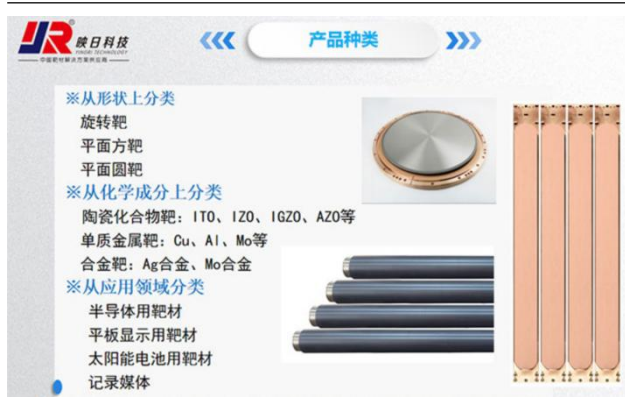


资料来源：公司 2023 年报、观研报告网，国信证券经济研究所整理

拟现金收购映日科技，加快业务拓展。2025 年 4 月 8 日呈和科技披露《关于筹划重大资产重组暨签署《收购意向协议》的提示性公告》，公司拟以现金方式收购芜湖映日科技股份有限公司不低于 51% 股权，本次交易完成后公司预计将实现对映日科技的控股，映日科技 100% 股份的整体估值预计为人民币 18 亿元。据公司公告，映日科技所在的显示领域对有机材料有着广泛且重要的需求，呈和科技成核剂产品具有提升显示面板材料性能的作用，能够应用于显示相关材料及其组件。公司实现对映日科技的控股后，可在客户资源共享、品牌影响力相互促进等方面发挥协同效应，有助于公司快速切入显示行业，加快业务拓展。

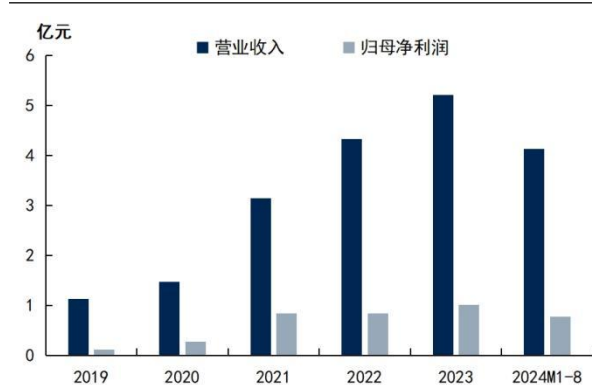
映日科技的蒸镀材料新业务与呈和科技主营产品同属于高分子有机材料，在化学合成工艺上与呈和科技有高度协同性。呈和科技在有机合成、高分子材料制备等方面技术成熟，双方合作可以实现技术上的优势互补，共同攻克显示领域有机材料在制备和应用中的技术难题，加快映日科技在蒸镀材料端的业务进展。呈和科技收购映日科技后，将在供应链协同、成本控制、人才交流等方面共享资源，提高公司核心竞争力，更好的满足下游行业客户需求。据映日科技公告，2023 年映日科技实现营业收入 5.22 亿元，同比增长 20.25%，归母净利润 1.02 亿元，同比增长 21.17%；2024 年 1-8 月，映日科技实现营业收入 4.13 亿元，归母净利润 7799 万元。

图8：映日科技产品种类



资料来源：映日科技官网，国信证券经济研究所整理

图9：映日科技营业收入及归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：我们认为，公司是国内成核剂、合成水滑石的龙头企业，所处行业存在广阔的进口替代空间，随着公司在建产能的逐步释放，我们看好公司稳健成长。我们维持公司盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 2.68/3.26/3.87 亿元，摊薄 EPS 为 1.98/2.41/2.86 元，当前股价对应 PE 为 23.2/19.1/16.1x，维持“优于大市”评级。

风险提示：市场开拓风险；原材料价格大幅波动风险；业务拓展不及预期的风险；在建项目进展不及预期的风险等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	268	638	931	1010	1198	营业收入	695	800	979	1152	1334
应收款项	165	169	188	221	256	营业成本	404	452	546	632	726
存货净额	63	71	80	92	106	营业税金及附加	8	11	10	12	13
其他流动资产	152	499	196	230	267	销售费用	26	32	39	46	51
流动资产合计	763	1549	1568	1726	1999	管理费用	36	48	56	64	71
固定资产	170	294	372	420	443	研发费用	29	34	39	46	53
无形资产及其他	41	47	55	63	71	财务费用	(8)	(21)	(20)	(24)	(28)
投资性房地产	1415	1421	1421	1421	1421	投资收益	9	3	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	11	0	0	0	0
资产总计	2390	3311	3415	3630	3934	其他收入	(21)	(19)	(39)	(46)	(53)
短期借款及交易性金融负债	874	1513	1500	1500	1500	营业利润	228	263	312	379	450
应付款项	384	358	395	402	462	营业外净收支	(0)	(0)	0	0	0
其他流动负债	68	156	75	86	99	利润总额	227	263	312	379	450
流动负债合计	1325	2026	1970	1988	2061	所得税费用	32	37	44	53	63
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	7	7	7	7	归属于母公司净利润	195	226	268	326	387
长期负债合计	7	7	7	7	7	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1333	2034	1977	1996	2068	净利润	195	226	268	326	387
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	(0)	0	0	0
股东权益	1057	1277	1438	1634	1866	折旧摊销	10	17	24	34	39
负债和股东权益总计	2390	3311	3415	3630	3934	公允价值变动损失	(11)	(0)	0	0	0
						财务费用	(8)	(21)	(20)	(24)	(28)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1115)	(303)	231	(61)	(13)
每股收益	1.46	1.67	1.98	2.41	2.86	其它	0	0	(0)	(0)	(0)
每股红利	0.54	0.76	0.79	0.96	1.14	经营活动现金流	(921)	(61)	524	299	413
每股净资产	7.93	9.44	10.63	12.07	13.79	资本开支	0	(139)	(110)	(90)	(70)
ROIC	13.91%	9.55%	10%	13%	15%	其它投资现金流	116	(56)	0	0	0
ROE	18.47%	17.71%	19%	20%	21%	投资活动现金流	116	(196)	(110)	(90)	(70)
毛利率	42%	44%	44%	45%	46%	权益性融资	0	95	0	0	0
EBIT Margin	28%	28%	30%	31%	31%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	30%	32%	34%	34%	支付股利、利息	(72)	(102)	(107)	(131)	(155)
收入增长	21%	15%	22%	18%	16%	其它融资现金流	909	736	(13)	0	0
净利润增长率	24%	16%	19%	22%	19%	融资活动现金流	766	626	(120)	(131)	(155)
资产负债率	56%	61%	58%	55%	53%	现金净变动	(39)	370	293	79	188
股息率	1.2%	1.6%	1.7%	2.1%	2.5%	货币资金的期初余额	307	268	638	931	1010
P/E	31.4	27.5	23.2	19.1	16.1	货币资金的期末余额	268	638	931	1010	1198
P/B	5.8	4.9	4.3	3.8	3.3	企业自由现金流	0	(234)	394	186	317
EV/EBITDA	36.9	34.4	26.2	21.3	18.1	权益自由现金流	0	502	398	207	340

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032