

## 利安隆 (300596.SZ)

## 强烈推荐 (维持)

## 公司度过艰难时期，新项目开始发力

事件：公司发布 2024 年年报，公司 2024 年实现营收 56.87 亿元，同比增长 7.74%，归母净利润 4.26 亿元，同比增长 17.61%，其中四季度实现营收 14.22 亿元，同比略增长，归母净利润 1.12 亿元，同比增长 41.32%，环比增长 19.75%。

□ 2024 年，公司调整全球营销策略，实现营收、利润双增长。公司克服了经济下行以及国际营商环境变化所带来的影响，始终保持战略定力，灵活调整营销策略，在连续十四年营业收入复合增长率达 24.59% 的基础上，继续以“2.0 战略目标”作为行动指引。公司采取行之有效的低成本保生存、差异化求发展措施，积极筹划产品和产能双出海的双轨发展模式，拥抱 AI 和自动化应用，在确保员工安全、健康的前提下，全力组织公司的各项生产经营活动，力争实现“大 3+1”目标。在全体员工的共同努力下，2024 年实现营业收入 56.87 亿元，归属于上市公司股东的净利润 4.26 亿元，扣除非经常性损益后的归母净利润 4.11 亿元。

□ 利安隆是具有自主研发和持续创新能力的高新技术企业。公司秉承着化学和生物技术可持续发展的理念，致力于打造百年利安隆品牌。在深耕主业的同时，公司不断强化技术和产品资源的内生和外延扩展，推进业务多元化。公司规划布局了三大业务曲线：第一生命曲线高分子材料抗老化业务，作为公司锅里的饭为企业注入坚实的能量；第二生命曲线润滑油添加剂业务，作为公司仓里的粮为企业提供新生规模效益；第三生命曲线生命科学业务，作为公司田里的稻持续推陈出新。2024 年，公司引进韩国电子级聚酰亚胺 (PI) 材料技术，填补国内电子级 PI 材料的产品和技术空白。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。预计公司 2025-2027 年收入分别为 61.13 亿元、66.03 亿元和 75.93 亿元，归母净利润分别为 4.95 亿元、5.05 亿元和 6.36 亿元，EPS 分别为 2.16 元、2.20 元和 2.77 元。当前股价对应 PE 分别为 12.9 倍、12.6 倍和 10.0 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5278	5687	6113	6603	7593
同比增长	9%	8%	7%	8%	15%
营业利润(百万元)	411	477	553	564	708
同比增长	-31%	16%	16%	2%	26%
归母净利润(百万元)	362	426	495	505	636
同比增长	-31%	18%	16%	2%	26%
每股收益(元)	1.58	1.86	2.16	2.20	2.77
PE	17.6	14.9	12.9	12.6	10.0
PB	1.5	1.4	2.0	2.8	2.3

资料来源：公司数据、招商证券

周期/化工

目标估值：NA

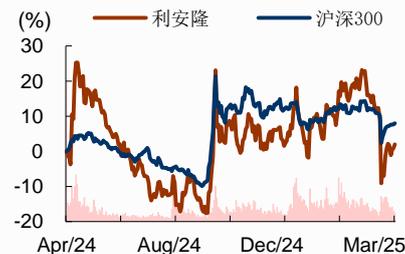
当前股价：27.71 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	230
已上市流通股 (百万股)	225
总市值 (十亿元)	6.4
流通市值 (十亿元)	6.2
每股净资产 (MRQ)	19.4
ROE (TTM)	9.6
资产负债率	48.3%
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	-15	-5	2
相对表现	-11	-1	-5



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《利安隆 (300596) — 长期看好公司未来发展》2024-10-30
- 《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

周铮 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

赵晨曦 S1090523010001

zhaochenxi@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、 公司持续稳步发展 .....	4
1、 第一生命曲线—高分子材料抗老化业务 .....	4
(1) 公司产品 .....	4
(2) 全球行业情况 .....	5
(3) 公司行业地位 .....	6
2、 第二生命曲线—润滑油添加剂业务 .....	6
(1) 主要业务及产品 .....	6
(2) 全球行业情况 .....	7
(3) 公司行业地位 .....	7
3、 第三生命曲线—生命科学业务 .....	8
(1) 主要业务及产品 .....	8
(2) 行业概况 .....	8
(3) 公司行业地位 .....	9
4、 新兴业务拓展布局-聚酰亚胺 (PI) 等新材料领域 .....	9
(1) 主要业务及产品 .....	9
(2) 行业概况 .....	10
(3) 公司行业地位 .....	10
二、 公司核心竞争力 .....	11
1、 研发能力领先，知识产权体系完整，技术创新优势明显 .....	11
2、 业务层次清晰，产品种类齐全，一体化技术服务优势明显 .....	11
3、 双基地生产保供，产品品质优质可控，生产规模及成本优势明显 .....	12
4、 供应链体系高效成熟，营销网络覆盖全球，品牌及大客户群优势明显 .....	12
5、 管理团队躬身入局，激励措施健全有效，管理及人才优势明显 .....	12
三、 风险提示 .....	13
1、 项目进度不及预期 .....	13
2、 原材料价格波动 .....	13

## 图表目录

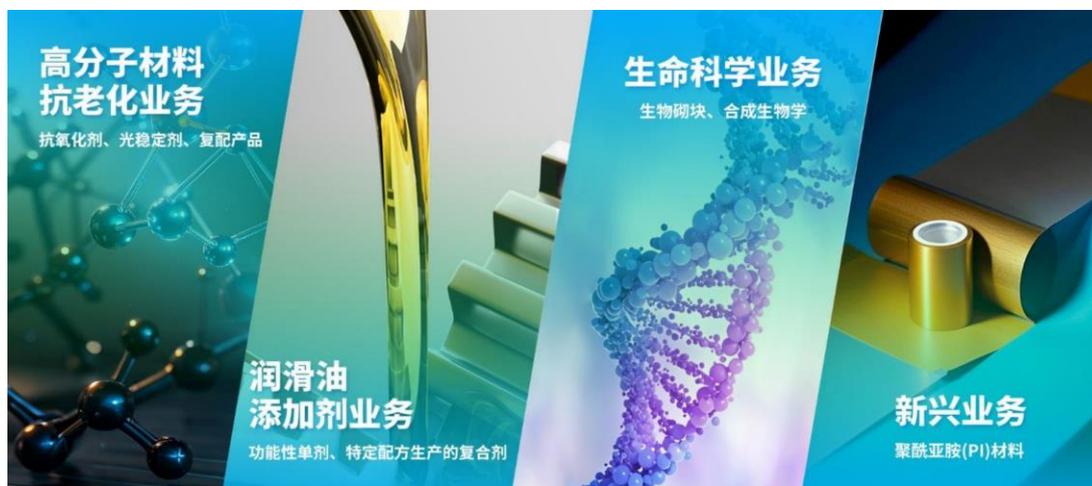
图 1: 公司主要业务 .....	4
-------------------	---

图 2: 高分子材料抗老化业务 .....	5
图 3: 润滑油添加剂用途 .....	6
图 4: 利安隆历史 PEBand .....	13
图 5: 利安隆历史 PBBand .....	13
附: 财务预测表 .....	14

## 一、公司持续稳步发展

利安隆是具有自主研发和持续创新能力的高新技术企业。公司秉承着化学和生物技术可持续发展的理念，致力于打造百年利安隆品牌。在深耕主业的同时，公司不断强化技术和产品资源的内生和外延扩展，推进业务多元化。公司规划布局了三大业务曲线：第一生命曲线高分子材料抗老化业务，作为公司锅里的饭为企业注入坚实的能量；第二生命曲线润滑油添加剂业务，作为公司仓里的粮为企业提供新生规模效益；第三生命曲线生命科学业务，作为公司田里的稻持续推陈出新。2024年，公司引进韩国电子级聚酰亚胺（PI）材料技术，填补国内电子级PI材料的产品和技术空白。用化学和生物创造多彩生活，公司致力于成为客户信赖、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，人类文明和社会发展，贡献利安隆的智慧和力量。

图 1：公司主要业务



资料来源：公司 2024 年年报、招商证券

### 1、第一生命曲线—高分子材料抗老化业务

#### (1) 公司产品

经过二十多年的精耕细作，利安隆已发展成为国内唯一、全球两家之一的高分子材料抗老化全系列产品和应用技术的平台型公司。抗老化产品是高分子材料性能表达的关键成分，抗老化应用技术的核心价值是精准对应客户需求，使材料充分表达性能，防止材料性能退化，进而延长其使用寿命，这不仅有助于资源节约，也是减少碳排放的有效技术手段之一。

公司高分子材料抗老化产品覆盖抗氧化剂、光稳定剂以及复配定制（U-pack®）产品：抗氧化剂可以延缓或抑制材料在聚合、储存、运输、加工、使用过程中受大气中氧或臭氧作用而降解，从而阻止材料老化并延长使用寿命。公司的抗氧化剂主要包括主抗氧化剂及辅抗氧化剂；光稳定剂能够抑制或减弱光对高分子材料降解作用，提高高分子材料耐光性，公司的光稳定剂主要包括紫外线吸收剂及受阻胺类光稳定剂；复配定制（U-pack®）产品是公司通过技术团队在高分子材料化学

敬请阅读末页的重要说明

助剂的研发、制造、应用方面积累的丰富技术和经验，以及和下游客户的密切合作，开发出的一系列个性化配方产品，旨在一站式解决客户的实际材料应用需求。

图 2：高分子材料抗老化业务



资料来源：公司 2024 年年报、招商证券

“空气之中，阳光之下，概莫例外”，充分诠释了下游应用领域之广，公司产品和技术的广泛应用于塑料、涂料、橡胶、纤维、胶黏剂等几乎所有种类的高分子材料的生命周期，多维度覆盖人类生活所需，为各行各业高分子材料提供了强有力的耐用性支持和应用场景解决方案。

## （2）全球行业情况

随着全球产业升级和经济发展，对各种高分子材料的需求不断增长，推动精细化工产业的发展已经成为世界各国调整化学产业结构、扩大经济效益的战略重点，这促进了全球化学助剂行业的持续发展。我国在“十四五规划”中也明确指出要加快推动新材料产业高质量发展。此外，还出台了《中国制造 2025》、《新材料产业发展指南》、《新材料中试平台建设指南(2024—2027 年)》、《精细化工产业创新发展实施方案（2024—2027 年）》等一系列政策，将高分子材料及其化学助剂作为我国化工产业的发展重点之一，鼓励和支持相关项目的实施，以优越的政策环境推动行业的升级和转型。

根据 Marketsandmarkets 数据，全球塑料添加剂市场规模预计将从 2023 年的 435 亿美元增加到 2028 年的 570 亿美元，年复合增长率为 5.6%；全球涂料添加剂市场将从 2024 年的 87.2 亿美元增长到 2029 年的 110.4 亿美元，年复合增长率为 4.8%。2022 年全球合成橡胶市场规模为 230 亿美元，预计到 2027 年将达到 289 亿美元，2022 年至 2027 年的年复合增长率为 4.6%。根据 Statista 数据，2022 年，合成纤维的全球市场价值估计约为 639.3 亿美元，到 2030 年将达到约 930.3 亿美元。国际厂商凭借较早的起步、技术与规模优势，在全球市场中占据主导地位，以巴斯夫为代表的海外企业仍占据全球主要市场份额。与国际企业相比，国内高分子化学助剂产业起步较晚。然而，经过近年来的发展，我国已成为当前及未来化工领域的主要投入和消费市场，国内市场参与者数量较多，企业面临完全的市场竞争。以利安隆为首的国内企业通过技术创新和市场拓展，在产品结构、产品质量、生产规模和生产工艺等方面取得了显著进步。未来，高分子材料抗老化行业将朝着高端化、绿色化、复合化和国产替代的方向发展。公司也将把握政策支持和市场机遇，加强技术创新，开发绿色、环保、复合化的新型

产品，以进一步满足市场需求。

### (3) 公司行业地位

利安隆作为国内高分子材料抗老化行业的龙头企业，已全面掌握高分子材料抗老化单剂，如抗氧化剂和光稳定剂等抗老化助剂产品的核心技术，并持续向 U-pack 应用技术领域和高分子材料其他助剂领域进行技术研发拓展。研发方面，公司是国家高新技术企业，拥有业内一流的研发团队和完善的知识产权保护体系，具有雄厚的科技研发能力；生产方面，利安隆在天津、宁夏、常山、衡水、内蒙古、珠海等地建立了六大生产基地，实现了每个产品系列双基地生产的布局。公司以严格的质量标准和稳定的供应能力，确保为全球客户提供可靠的产品和服务；销售方面，凭借优质的产品、稳定的供应和良好的服务，经过二十余年的客户关系积累，目前已经拥有相当数量的全球知名的高分子材料客户群。经过多年的不懈努力和持续发展，利安隆凭借全系列产品配套、双基地保供、优质稳定的产品品质、快速反应的全球营销网络以及紧贴客户需求的应用技术等综合优势，已经成长为国内抗老化行业的龙头企业，在 高分子材料抗老化这一全球价值链中，利安隆已经成为一支不可忽视的重要力量。

## 2、第二生命曲线—润滑油添加剂业务

### (1) 主要业务及产品

为充分利用公司的研发和全球营销网络优势，完善产业链平台布局，实现打造精细化化工领域平台型企业的战略目标。公司积极进取，战略性并购锦州康泰，开启第二生命曲线润滑油添加剂业务。锦州康泰专注润滑油添加剂的研发、生产、销售及服务，是国内润滑油添加剂产品系列最为齐全的公司之一。润滑油添加剂产品种类百余种，主要包括功能性单剂及按照特定配方生产的复合剂。单剂为具有单一特性的添加剂产品，主要包括清净剂、分散剂、抗氧抗腐剂、增粘剂等；复合剂为根据应用领域的不同，由多种单剂按一定比例进行调合从而具有多种特性的产品。公司产品服务于交通运输业、加工制造业、钢铁业、医药卫生、电力、精密电子等行业，是润滑油的“液体芯片”。

图 3：润滑油添加剂用途



资料来源：公司 2024 年年报、招商证券

## （2）全球行业情况

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 年代底至 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。

根据 QYResearch《2024-2030 全球与中国润滑油添加剂市场现状及未来发展趋势》的数据显示，2023 年全球润滑油添加剂市场销售额达到了 159.9 亿美元，预计 2030 年将达到 182.1 亿美元，2024 年至 2030 年年复合增长率（CAGR）为 1.9%。作为全球润滑油添加剂主要消费国之一，我国 2021 年润滑油添加剂表观需求量达 95.01 万吨，2013-2021 年复合增长率为 2.99%。全球润滑油添加剂市场集中度较高，四大国际添加剂公司路博润、润英联、雪佛龙奥伦耐和雅富顿介入润滑油添加剂领域时间较早，在产品系列、规模、品牌效应、研发和专利等方面具备较强优势，占据约 85% 的全球市场份额。国内润滑油添加剂生产企业除了外资在国内的工厂以及中石油、中石化等国营企业外，仅有利安隆、瑞丰新材和无锡南方三家企业初具规模，其中外资大部分为复合剂产能，而国产以单剂居多，高端产品仍需依赖进口。

近年来，虽然全球经济增长乏力，国际贸易摩擦加剧，但在碳中和的大背景下，随着环保、节能等方面的要求逐渐提高，同时叠加新能源产业体系的国产化，我国润滑油添加剂企业有望凭借成本优势、物流优势和本土配套服务优势逐步打破国外企业的强势垄断，占据市场竞争主动权，从而获得更多的成长空间。另外，我国有望凭借“一带一路”良好契机及中阿友好关系的发展，大型工程机械及运输设备输出能力增加，进一步拓展东盟和中东市场，助力润滑油添加剂企业的国产突围。

## （3）公司行业地位

公司控股子公司锦州康泰专注于多种润滑油添加剂及润滑材料的研发与生产，是国内润滑油添加剂行业中仅有的三家规模化运营的民营企业之一，拥有成熟的产品线布局、领先的人力资源、技术储备以及广泛的客户群资源，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，并与国际四大润滑油添加剂公司建立了产业链合作。

经过二十多年稳步发展，锦州康泰已经发展成为国家科学技术部认定的“精细化工技术研发公共服务平台”，同时也是上海市润滑油品行业协会的副会长单位和添加剂专业委员会的副主任单位。此外，锦州康泰还是中国发动机创新联盟的理事单位，参与了我国柴油发动机 D1 标准的制定工作。锦州康泰亦是中国 CP3

联盟的成员，积极参与并推动了中国低速早燃测试标准的建立，并在台架评定测试中发挥了重要作用。在国内市场上，锦州康泰与瑞丰新材、无锡南方等企业共同构成了国内润滑油添加剂行业的第一梯队。尽管与国际企业相比尚存差距，但锦州康泰在单剂产品领域已经赢得了显著的市场份额。锦州康泰计划借助国内行业标准的制定、新能源汽车技术的创新应对，以及实现碳达峰和碳中和目标等战略机遇，在供应链自主可控的道路上迅速崛起，成为行业领先企业。

### 3、第三生命曲线—生命科学业务

#### (1) 主要业务及产品

公司在确保高分子材料抗老化业务和润滑油添加剂业务稳定运营及持续发展的前提下，为了探索新的业务领域和发展方向、充分利用公司团队在精细化学品研发技术产业化放大和生产精细化管理的综合优势以及成熟的精细化工技术平台和人才储备，成立了生命科学事业部，开启了第三生命曲线的征程。生命科学事业部涉及生物砌块和合成生物学两个产业方向，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，且为目前全球前沿学科。

生物砌块赛道，公司先后投资设立了奥瑞芙与奥利芙两家生物医药公司，实现了完整的生物砌块产品布局。奥瑞芙聚焦于修饰核苷、亚磷酸胺单体、合成载体、递送载体等小核酸药物原料系列产品；奥利芙聚焦于 NTP、dNTP、ddNTP、加帽试剂与荧光试剂等 mRNA 核酸药物原料、体外诊断、基因测序等生物砌块系列产品。奥瑞芙与奥利芙两个平台为公司实现了完整的生物砌块产品布局。在合成生物学赛道，公司成立合成生物研究所，建立了专业研发团队，并先后与天津大学和天津科技大学等科研院所建立产、学、研合作关系，促进创新成果产业化，就合成生物学基础科学和产品应用开展研究攻关。利安隆致力于用现代合成生物学技术，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) 行业概况

小核酸药物是一类创新药物，它们通过作用于细胞内的信使核糖核酸(mRNA)，调控蛋白质的表达水平，从而达到治疗疾病的目的。生物砌块，包括 NTP、dNTP、ddNTP 等，是合成生物分子所必需的化学或生物成分，它们构成了小核酸药物的基础。这些生物砌块不仅决定了药物的质量和疗效，还在药物的修饰、优化以及递送系统构建中扮演着至关重要的角色，有助于提升药物的递送效率和安全性。近年来，小核酸药物的发展势头迅猛，未来有望与小分子化学药物、抗体类药物并驾齐驱。随着小核酸药物领域的发展，市场对高质量生物砌块的需求也在持续增长。自 2002 年起，Alnylam 公司作为行业的先驱，率先涉足小核酸领域。2018 年，该公司研发的小干扰 RNA(siRNA)药物获得美国食品药品监督管理局(FDA)的批准，标志着全球首款 siRNA 药物的诞生。截至报告期末，全球已有十多款小核酸药物获得批准上市，这些药物均来自跨国制药企业。与国际先进水平相比，中国在小核酸药物研发方面尚处于追赶阶段。然而，在国家的大力支持下，中国的高校和科研机构正在积极开展小核酸的基础研究工作，推动产学研一体化发展，多家企业已在小核酸药物领域取得了显著成就。尽管国内企业在小核酸药物研发方面起步较晚，但随着技术障碍的逐渐消除和供应链的持续优化，国内企

业在小核酸药物研发方面在时间和经济成本上展现出显著优势，有望在特定治疗领域实现跨越式发展。

合成生物学诞生于 21 世纪初期，随着传统石化和化工产业对化石资源的不断消耗，环境污染和安全风险问题也逐渐成为社会关注的焦点。同时，基因组学和系统生物学的兴起，科学家们开始尝试将工程学的理念和方法应用于现代生物学和系统生物学，从而诞生了前沿交叉学科--合成生物学，为解决资源和环境问题提供了新的思路和方法。根据 MarketsandMarkets 的数据，2023 年全球合成生物学市场价值 119.7 亿美元，预计将以 20.6% 的强劲复合年增长率增长，到 2024 年将达到 123.3 亿美元，到 2029 年将达到 315.2 亿美元。全球合成生物学市场分成北美、欧洲、亚太地区、拉丁美洲以及中东和非洲几个地区，北美在全球市场中占据主导地位，亚太地区将以显著的复合年增长率发展，而中国、日本、澳大利亚和新加坡等国家将成为亚太地区合成生物市场的主要贡献者。

### （3）公司行业地位

生物砌块领域，尽管小核酸药物与抗老化添加剂在应用领域存在差异，但它们均根植于生物学和化学的原理，尤其是分子生物学和基因表达调控的知识。公司在精细化学品的产业化放大、综合管理、技术以及人才方面拥有显著优势。吉玛基因在核酸药物原材料的实验室研发和小规模生产工艺方面，积累了深厚的经验。公司在生物砌块领域与吉玛基因进行合作，将充分利用两家公司的核心优势，有助于公司把握国家新兴战略产业的发展机遇，加速公司生命科学业务研发项目的产业化进程，稳步前进。在合成生物学领域，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，具有多年分子改造、发酵优化和分离纯化等生物学专业背景。公司与天津大学、南开大学、天津科技大学、中国科学院天津工业生物技术研究所等国内一流的高校和研究所建立了紧密的合作关系。凭借在精细化工领域产业化放大和生产方面的综合管理优势，公司为科研院校的早期研发项目提供放大和产业化实现的强大支持。随着新项目的不断涌现和研发项目的产业化进程推进，利安隆有望在未来在合成生物领域占据一席之地。

## 4、新兴业务拓展布局-聚酰亚胺（PI）等新材料领域

### （1）主要业务及产品

公司基于三条业务曲线扎实的基本盘，持续扩展新业务的管理能力、实体经济运营能力和全球营销能力，自 2018 年起持续向“国产替代”、“卡脖子”业务领域进行探索。近两年来，公司将目光投向了国内“卡脖子”技术中的高端电子级聚酰亚胺（PI）材料领域。经过长时间深入调研，公司于 2024 年并购完成处于 PI 材料领域技术前沿的韩国企业 IPITECHINC.，切入电子级 PI 材料业务，向柔性 OLED 显示屏幕、柔性电路板（FPC）、芯片封装、新能源汽车等制造使用的核心材料产业延伸。

韩国 IPI 公司成立于 2015 年，截至报告期末已掌握先进的 YPI 和 TPI 技术，柔性显示材料、柔性线路板材料以及半导体先进封装材料已经实现量产及销售。其中，柔性显示材料主要用于生产柔性 OLED 显示屏幕所需的 PI 衬底浆料（YPI），

最终应用于笔记本电脑、平板电脑、电视等下游产品；柔性线路板材料则主要为柔性线路板 FPC 所用的 2L-FCCL 材料 TPI（即 FTPI），其最终应用领域主要集中在智能手机、可穿戴等消费电子产品；半导体先进封装材料则为半导体和电子产品封装用的热贴膜 TPI（即 PTPI），主要应用于 QFN 封装中，具有优异的粘着性、耐高温性和热稳定性。通过实施并购策略，利安隆得以迅速且高效地将聚酰亚胺（PI）材料的研发和生产技术引入国内市场，这一举措不仅加强了公司在该领域的技术实力，而且能够缩短与国际先进水平的差距，为国内相关产业提供更为可靠和先进的材料解决方案，从而加速国内产业的自主创新和升级换代。

## （2）行业概况

聚酰亚胺（Polyimide, PI）是指分子结构主链中含有酰亚胺环的高分子聚合物，是目前综合性能最好和工业应用最为成功的特种高分子材料之一。电子级聚酰亚胺拥有优异的电气绝缘性能、机械性能、耐老化性能、耐辐照性能和-269°C到 400°C 的耐高低温性能，以薄膜、纤维、工程塑料、树脂、涂层和气凝胶等多种产品形态广泛应用柔性屏幕、可穿戴设备、轨道交通、航空航天、防火阻燃、光刻胶、电子封装、风机叶片、汽车等诸多领域。未来，随着柔性电子、新能源汽车、光伏等新兴领域的蓬勃发展，聚酰亚胺材料的应用场景不断丰富，发展前景广阔。根据 MarketsandMarkets 的数据，2023 年全球聚酰亚胺薄膜市场价值 13 亿美元，预计到 2028 年将达到 18 亿美元，2023 年至 2028 年的复合年增长率为 8.7%。柔性显示器、柔性太阳能电池和柔性印刷电路板等应用对电子级聚酰亚胺薄膜的需求不断增长，预计将推动电子级聚酰亚胺薄膜市场。

目前，全球电子级聚酰亚胺薄膜的研发和制造技术主要由美国、日本和韩国企业掌握，美国杜邦、日本宇部兴产、日本钟渊化学和韩国 PIAM 等厂商占据全球 80% 以上的市场份额。我国的聚酰亚胺材料产业发展相对滞后，技术起步较晚，大部分产品仍停留在低端领域，高性能聚酰亚胺薄膜产品严重依赖进口，这影响了我国高技术产业链的安全。然而，在国家《中国制造 2025》、《新材料产业发展指南》等政策的大力支持下，我国行业的进步和产业升级步伐加快，越来越多有实力的大型企业和科研院所开始参与解决这些关键问题，积极进行技术源头创新，推动技术攻关，提升产品质量。因此，在我国产业结构升级、关键材料国产化的背景下，高性能聚酰亚胺（PI）薄膜进口替代的市场空间巨大。

## （3）公司行业地位

目前，全球能够实现 TPI（热塑性聚酰亚胺）大规模量产的企业主要包括钟渊化学、宇部兴产以及杜邦。尽管部分中国企业已经通过引进国外先进的化学法聚酰亚胺薄膜生产设备来开发 TPI 产品，但目前尚未达到大规模商业化的水平。与此同时，韩国 IPI 公司已经成功实现了 TPI 的商业化量产。利安隆于 2024 年度完成对宜兴创聚的增资，持股比例达到 51.1838%，并通过宜兴创聚完成了对韩国 IPI 公司 100% 股权的并购。

未来，公司计划以韩国 IPI 已建立的“先进半导体材料研发中心和制造中心”为基础，利用韩国 IPI 公司在该领域的技术积累，进一步在国内建立 PI 材料研发中心和国产化生产基地。公司通过构建韩国与中国的双研发中心与双生产运营中心，加速国内自主研发技术的进程，率先占据潜在市场。

## 二、公司核心竞争力

### 1、研发能力领先，知识产权体系完整，技术创新优势明显

公司始终以市场需求为导向，以技术创新引领产业发展。公司拥有业内一流的技术研发团队和完善的知识产权体系，通过持续关注业内领先技术及未来的发展趋势并进行长期的研发投入，积累了丰富的核心技术。公司在高分子材料抗老化领域已经实现了多项重大技术突破，成为国内高分子材料抗老化助剂技术领域的领军企业，并在此基础上不断向其他高分子材料助剂、生命科学等领域拓展技术研发。

截止报告期末，公司新材料事业部拥有专利总量 271 项，其中发明专利 199 项，实用新型专利 72 项；其中国内专利 266 项，国际专利 5 项；其中已授权发明专利 120 项，已授权实用新型专利 70 项。2024 年度新增专利 21 项，其中发明专利 19 项，实用新型专利 2 项；新增授权专利 13 项，其中发明专利 12 项，实用新型专利 1 项。

公司润滑油添加剂事业部不仅拥有一支实力强大、经验丰富、专业性强的科研团队，同时配备了国内领先的实验设备。公司在长期的研究和实践探索的基础上，通过自主研发、持续改进和创新，掌握了包括磺酸盐、硫化烷基酚生产技术、无灰分散剂生产技术、抗氧抗腐剂、通用内燃机油复合剂复配技术、长链重烷基苯合成技术在内的多项核心技术，并构建了完善的知识产权体系。截至报告期末，公司润滑事业部拥有国内专利总量 21 项，其中已授权发明专利 17 项。

在生命科学领域，公司凭借高校的研发创新优势，整合产业、学术、研究和资本资源，促进研发项目的产业化实施，持续为公司注入研发创新的活力。生物砌块业务已经搭建了分子构建、核苷酸修饰、分离纯化以及分析检测等技术平台，产品的核心技术通过新专利和专有技术的布局的方式得到保护。截至报告期末，生命科学事业部拥有专利总量 9 项，其中发明专利 9 项，已授权发明专利 2 项。

### 2、业务层次清晰，产品种类齐全，一体化技术服务优势明显

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，二期工程已于 2023 年投产，2024 年稼动率快速上行，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。高分子电子材料领域并购完成，国内研发中心及生产运营中心正在建设过程中，未来发展空间广阔。

在高分子材料抗老化剂领域，经过有计划的产能扩建和战略并购，公司已成为国内唯一一家能够全面覆盖塑料、橡胶、纤维、胶黏剂、涂料等高分子材料领域的供应商，并且在全球范围内成为产品系列配套最为齐全的两家企业之一。通过 U-pack 产品，公司可以为客户提供额外的技术价值，有效降低客户的管理成本、减少人为错误以及质量控制成本；在润滑油添加剂领域，公司控股子公司锦州康

泰不仅为客户提供从基础单剂到复合剂的“一站式采购”服务，还可以根据客户需求向提供润滑油添加剂相关的咨询和技术支持服务，从而消除客户在产品应用方面的后顾之忧。公司的一体化服务模式不仅加深了与客户的合作关系，提升了客户的满意度和忠诚度，也构建了一种独特的竞争优势，为竞争对手设立了难以逾越的客户壁垒，为新业务的发展奠定坚实的基础。

### 3、双基地生产保供，产品品质优质可控，生产规模及成本优势明显

为更加深入地满足客户对于产品配套和稳定供应的核心需求，公司建立覆盖天津、河北、宁夏、内蒙古、浙江、广东等地区的六大生产基地，致力于实现每系列产品的双基地生产模式，确保客户供应的稳定性。在生产过程中，公司始终坚守并积极践行绿色发展的核心理念，不断地强化和提升对各种污染物排放的严格管理措施，持续提高对能源的高效利用，降低碳排放。随着生产规模的持续扩大，公司资源的综合利用水平得到了显著提升，节能减排和规模经济效益也变得越来越明显。在产品品质方面，公司始终坚持“顾客至上、质量为本、合规守法、持续改进”的质量方针，严格遵守质量管理标准，管控产品各项指标，确保每项产品从研发设计、产品交付到售后服务的全流程质控管理，以确保产品的卓越、稳定的品质。

### 4、供应链体系高效成熟，营销网络覆盖全球，品牌及大客户群优势明显

公司在国内外多个地区设立全资或控股子公司，包括天津、宁夏、河北、广东、浙江、内蒙古、香港以及德国、美国、日本、迪拜等地，具备整合国内外供应链资源的能力，并拥有全球化运营模式下的快速交付、风险管控与合规经营的能力。公司能够积极应对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。通过十多年的战略布局，公司已建立了以中国总部、中国香港国际总部双核驱动，美国公司、德国公司、日本公司、迪拜公司、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，并累积了众多全球知名的高分子材料客户。公司一方面利用现有客户的推荐，获取其体系内其他关联企业的订单；另一方面，依靠系列化产品的集成供应能力，逐步向现有客户扩展增加供应的产品种类，为公司新业务的市场开拓奠定坚实基础。

### 5、管理团队躬身入局，激励措施健全有效，管理及人才优势明显

公司致力于打造核心人才团队，通过建立规范的企业内控制度和完善激励机制，实现高效管理。公司 1.0 管理团队成員李海平、孙春光、毕作鹏、孙艾田、韩伯睿等，是我国早期从事化工技术创新与产业化的专业团队之一。1.0 团队拥有超过 20 年的抗老化技术研发、应用及客户服务经验，依托于高校资源、自主研发能力、项目产业化以及外延并购整合经验，规划并实施了公司的第二、第三增长曲线，为企业的可持续发展奠定了坚实的基础。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公司十年以上，在各业务领域都具有较强的综合能力，可以紧跟公司的发展节奏和步伐，灵活运用科学管理工具指导实践，提高公司管理和运营效能，是公司各业务曲线未来可持续发展的中坚力量。

为保持核心员工的稳定性，不断吸引和凝聚优秀人才，公司实施了多期员工持股计划。员工持股计划的参与对象涵盖管理、研发、市场营销等多层级人员。员工持股计划的实施在提升参与对象工作热情和责任感的基础上也吸引了更多的人才加入，在保持核心员工稳定的基础上为公司注入了新鲜血液；在完善公司激励机制的同时，进一步推进了公司业务的发展。

### 三、风险提示

#### 1、项目进度不及预期

公司新项目可能会由于政府审批、当地施工进度等问题受到影响。

#### 2、原材料价格波动

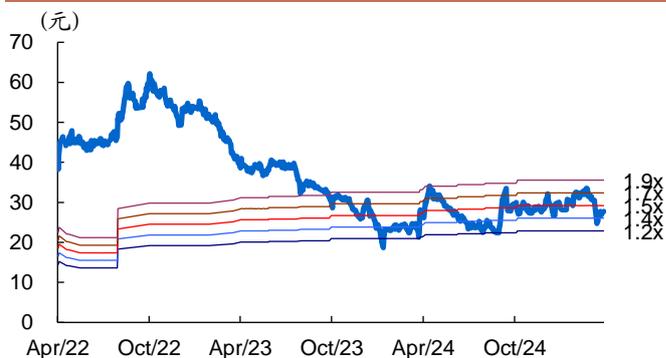
公司原材料属于化工品，原油价格大幅波动会影响这些化工品价格，进而影响公司利润。

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	3732	4350	4071	4355	4992
现金	947	1068	562	579	694
交易性投资	93	163	163	163	163
应收票据	421	413	444	479	551
应收款项	939	1108	1191	1286	1479
其它应收款	13	21	23	25	28
存货	1142	1330	1423	1537	1747
其他	177	248	266	287	329
<b>非流动资产</b>	4482	4784	4901	5004	5098
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3163	3413	3637	3837	4017
无形资产商誉	879	1063	957	861	775
其他	440	308	307	306	305
<b>资产总计</b>	<b>8214</b>	<b>9134</b>	<b>8972</b>	<b>9360</b>	<b>10089</b>
<b>流动负债</b>	2673	2818	3920	5241	5504
短期借款	566	860	2235	3449	3515
应付账款	926	902	965	1042	1184
预收账款	29	11	12	13	15
其他	1152	1045	708	737	790
<b>长期负债</b>	1261	1590	1590	1590	1590
长期借款	1176	1475	1475	1475	1475
其他	85	114	114	114	114
<b>负债合计</b>	<b>3934</b>	<b>4408</b>	<b>5510</b>	<b>6831</b>	<b>7094</b>
股本	230	230	230	230	230
资本公积金	1709	1709	1709	1709	1709
留存收益	2169	2521	1271	353	837
少数股东权益	173	267	253	238	220
归属于母公司所有者权益	4107	4459	3209	2291	2775
<b>负债及权益合计</b>	<b>8214</b>	<b>9134</b>	<b>8972</b>	<b>9360</b>	<b>10089</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	173	464	831	867	861
净利润	358	414	481	491	618
折旧摊销	286	348	459	471	482
财务费用	43	46	90	125	144
投资收益	(4)	0	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	(499)	(318)	(139)	(161)	(323)
其它	(11)	(27)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(621)	(528)	(516)	(516)	(516)
资本支出	(574)	(255)	(575)	(575)	(575)
其他投资	(47)	(274)	60	60	60
<b>筹资活动现金流</b>	687	32	(821)	(334)	(230)
借款变动	2437	2207	1014	1214	66
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0	0
股利分配	(1727)	(2177)	(1745)	(1424)	(152)
其他	(24)	2	(90)	(125)	(144)
<b>现金净增加额</b>	239	(33)	(506)	17	116

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	5278	5687	6113	6603	7593
营业成本	4234	4479	4793	5176	5884
营业税金及附加	36	42	45	49	56
营业费用	137	165	177	191	220
管理费用	185	233	250	270	311
研发费用	233	247	266	287	330
财务费用	38	26	90	125	144
资产减值损失	(50)	(79)	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	1	1	1
其他收益	42	58	58	58	58
投资收益	4	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>营业利润</b>	411	477	553	564	708
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	3	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	408	471	547	558	702
所得税	51	56	66	67	84
少数股东损益	(5)	(12)	(14)	(14)	(18)
<b>归属于母公司净利润</b>	362	426	495	505	636

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	9%	8%	7%	8%	15%
营业利润	-31%	16%	16%	2%	26%
归母净利润	-31%	18%	16%	2%	26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.8%	21.2%	21.6%	21.6%	22.5%
净利率	6.9%	7.5%	8.1%	7.7%	8.4%
ROE	9.1%	10.0%	12.9%	18.4%	25.1%
ROIC	6.4%	6.3%	7.7%	8.3%	9.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	47.9%	48.3%	61.4%	73.0%	70.3%
净负债比率	27.1%	29.5%	41.4%	52.6%	49.5%
流动比率	1.4	1.5	1.0	0.8	0.9
速动比率	1.0	1.1	0.7	0.5	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	3.5	3.6	3.5	3.5	3.6
应收账款周转率	4.3	3.9	3.9	3.9	4.0
应付账款周转率	4.2	4.9	5.1	5.2	5.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.58	1.86	2.16	2.20	2.77
每股经营净现金	0.75	2.02	3.62	3.77	3.75
每股净资产	17.89	19.42	13.98	9.98	12.09
每股股利	6.28	7.60	6.20	0.66	0.83
<b>估值比率</b>					
PE	17.6	14.9	12.9	12.6	10.0
PB	1.5	1.4	2.0	2.8	2.3
EV/EBITDA	16.0	14.0	10.5	10.0	8.7

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。

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。