

呈和科技 (688625.SH)

单季度利润创历史新高，国产替代充分受益中美贸易争端

事件：公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，公司 2024 年实现营收 8.82 亿元，同比增长 10.31%，归母净利润 2.5 亿元，同比增长 10.68%，其中四季度实现营收 2.34 亿元，同比增长 8.83%，归母净利润 5234 万元，同比下降 10.51%。2025 年一季度公司实现营收 2.2 亿元，同比增长 14.97%，归母净利润 7146 万元，同比增长 15.82%，扣非后归母净利润 6819 万元，同比增长 12.15%。公司单季度盈利再创历史新高。

□ 公司盈利能力进一步增强，有望受益于中美贸易争端。公司高分子材料助剂产品市场占有率持续提升，业绩连续第十年实现双位数以上增长。2024 年公司实现营业收入人民币 8.82 亿元，同比增长 10.31%；实现归属于上市公司股东的净利润人民币 2.5 亿元，同比增长 10.68%，同比增长 10.74%，各项业绩指标均创历史新高。成核剂主要竞争对手就是美国美利肯公司，我国成核剂对外依存度接近 70%，水滑石主要竞争对手是日本协和，我国对外进口依存度接近 90%，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。公司积极把握市场机遇，进一步加快产品技术创新，拓宽现有产品应用下游，通过实施差异化竞争策略开拓国内外市场，不断加深和行业客户的合作，进而提升市场份额，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。

□ 并购半导体材料公司，实现协同发展。2025 年 4 月 7 日，公司与映日科技股东张兵、天津美泰真空技术有限公司、罗永春、芜湖映鑫签署了《收购意向协议》，公司及关联方拟以现金方式收购标的公司合计不低于 51% 股权，标的公司 100% 股份的整体估值预计人民币 18 亿元，最终交易价格需在公司及其聘请的中介机构完成尽职调查及审计、评估程序后经各方协商确定，并以最终正式签署的收购协议为准。标的公司是一家专业从事高性能溅射靶材研发、生产及销售的高新技术企业。标的公司生产的高性能溅射靶材作为电子设备制造行业的重要基础材料之一，也是半导体显示面板、触控屏、太阳能电池、半导体集成电路、记录媒体等制造领域所需使用的关键材料，被广泛应用于消费电子、智能家电、光伏、通信照明、计算机、工业控制、汽车电子等多个下游应用领域。目前，标的公司产品种类覆盖陶瓷化合物靶材、金属/非金属单质靶材及合金靶材，持续形成产品种类多样化、产品应用多元化的发展格局。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。预计公司 2025-2027 年收入分别为 11.38 亿元、14 亿元和 17.35 亿元，归母净利润分别为 2.83 亿元、3.37 亿元和 4.12 亿元，EPS 分别为 2.09 元、2.49 元和 3.04 元。当前股价对应 PE 分别为 22.9 倍、19.2 倍和 15.8 倍。

□ 风险提示：原材料价格波动风险，行业竞争加剧的风险。

强烈推荐（维持）

周期/化工

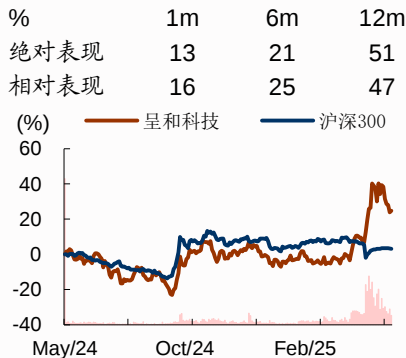
目标估值：NA

当前股价：47.95 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）	6.5
流通市值（十亿元）	6.5
每股净资产（MRQ）	10.2
ROE（TTM）	18.8
资产负债率	58.8%
主要股东	赵文林
主要股东持股比例	34.03%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《呈和科技（688625）—国产替代充分受益中美贸易争端，并购半导体公司实现协同发展》2025-04-09
- 2、《呈和科技（688625）—公司业绩稳步增长》2025-02-28
- 3、《呈和科技（688625）—三季度利润继续创单季度历史新高》2024-10-25

周锋 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

赵晨曦 S1090523010001

✉ zhaochenxi@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	800	882	1138	1400	1735
同比增长	15%	10%	29%	23%	24%
营业利润(百万元)	263	292	330	393	480
同比增长	16%	11%	13%	19%	22%
归母净利润(百万元)	226	250	283	337	412
同比增长	16%	11%	13%	19%	22%
每股收益(元)	1.67	1.85	2.09	2.49	3.04
PE	28.7	25.9	22.9	19.2	15.8
PB	5.1	4.8	4.0	3.4	2.8

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司盈利水平再创新高	4
1、 市场占有率持续提升，业绩创历史新高	4
2、 南沙厂区顺利投产，产能快速提升	4
二、 公司主要产品	5
三、 公司核心竞争力	6
1、 完备的产品体系与优越的产品性能	7
2、 卓越的研发实力与强大的持续创新能力	7
3、 先进的专利技术和配方优势	7
4、 绿色高效的生产工艺和技术优势	8
5、 优质且稳定可靠的客户资源	8
6、 全面和高规格的资质认证	8
四、 风险提示	9
1、 原材料价格上涨或未能及时供应的风险	9
2、 行业竞争加剧的风险	9

图表目录

图 1: 公司 2017-2025 年营收情况	4
图 2: 公司 2017-2025 年归母净利润情况	4
图 3: 布伦特原油价格走势	5
图 4: 聚丙烯拉料价格走势	5
图 5: 公司主营产品	6
图 6: 呈和科技历史 PEBand	10
图 7: 呈和科技历史 PBBand	10
附: 财务预测表	11

一、公司盈利水平再创新高

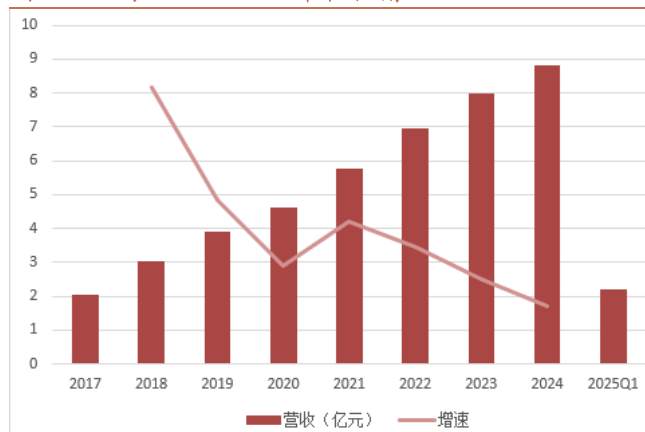
1、市场占有率持续提升，业绩创历史新高

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、国家级制造业单项冠军、国家级“绿色工厂”、国家级博士后科研工作站。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、婴幼儿用品、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。高分子材料助剂产品应用于高性能树脂与改性塑料的制造，是我国化工产业和新材料产业发展的重点之一。

公司高分子材料助剂产品市场占有率持续提升，业绩连续第十年实现双位数以上增长。公司实现营业收入人民币 88,205.21 万元，同比增长 10.31%；实现归属于上市公司股东的净利润人民币 25,027.04 万元，同比增长 10.68%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润人民币 24,245.33 万元，同比增长 10.74%，各项业绩指标均创历史新高。

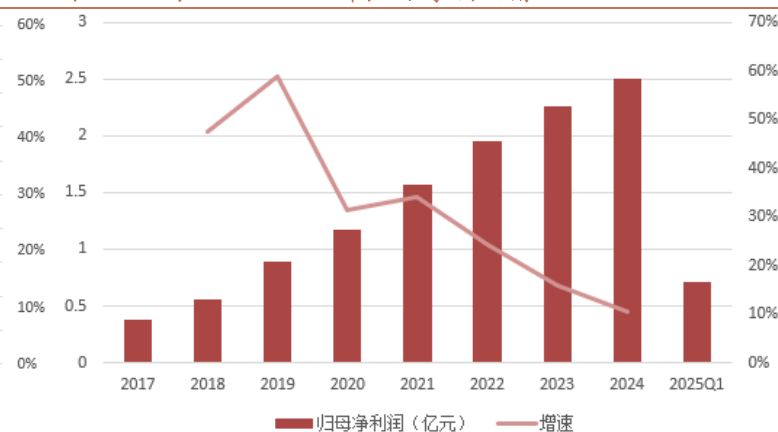
公司高分子材料助剂产品的主要竞争对手是美国、日本等同行业公司。长期以来，上述竞争对手占据着市场主导地位。随着中美贸易摩擦的日益加剧，公司产品迎来国产替代的历史性机遇。公司积极把握市场机遇，进一步加快产品技术创新，拓宽现有产品应用下游，通过实施差异化竞争策略开拓国内外市场，不断加深和行业客户的合作，进而提升市场份额，实现业绩稳步增长。同时，公司持续推进降本增效策略，通过优化生产工艺、强化成本管控等一系列措施，进一步提升精细化管理水平，有效提高了经营效率。

图 1：公司 2017-2025 年营收情况



资料来源：wind、招商证券

图 2：公司 2017-2025 年归母净利润情况



资料来源：wind、招商证券

2、南沙厂区顺利投产，产能快速提升

公司南沙厂区位于广州市南沙区小虎岛，东曹二纵路以东、东曹一横路以北，项目整体于 2024 年末建成并投产，公司产能得到显著提升。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，公司对南沙厂区的部分产品产能进行了调整优化，优化生产资源配置，提高利用效率，有效节省了项目开支、合理降低了项目投入

公司坚持技术创新，共计获得境内外专利授权 14 项，新研究成果共申请专利 8 项； β 成核剂产品获得美国食品药品监督管理局（FDA）食品接触认证。公司经核准设立国家级博士后科研工作站，并持续与广东工业大学、中山大学等知名高校交流研究成果。公司与下游多家石化企业、煤化工企业客户签署战略合作协议，开展前瞻性、战略性、创新性的科研项目。另一方面，公司积极参与行业展会，在 Chinaplas2024 国际橡塑展等重大展会上展出一系列环保高效的产品和创新解决方案，多维度满足市场和客户需求。未来，公司将持续加大研发投入和技术创新，提升高分子材料助剂产品的安全性、环保性和可持续性，引领行业高质量发展。

二、公司主要产品

公司主营产品成核剂、合成水滑石、抗氧剂和复合助剂是国家重点发展的高性能树脂材料实现国产化的关键材料，广泛用于食品包装接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿用品、汽车部件、家电家居用品、建筑材料等领域。

（1）成核剂是一种用于提高聚丙烯、聚乙烯等不完全结晶树脂材料的结晶度，加快其结晶速率的高分子材料助剂。公司成核剂产品包括成核剂单剂产品以及成核剂复合助剂产品，根据功能不同主要分为透明成核剂、增刚成核剂和 β 晶型增刚成核剂。

（2）合成水滑石是一种具有层状结构、不含铅等重金属的化合物，主要作为 PVC 生产用的热稳定剂和聚烯烃树脂生产用的卤素吸收剂。作为热稳定剂时，合成水滑石能提高 PVC 树脂热稳定性和抗老化能力，安全环保，可替代目前用于婴幼儿用品、食品包装、医疗用品和农用设施中的含铅热稳定剂。作为卤素吸收剂时，合成水滑石可以有效消除聚烯烃树脂中的卤素及催化剂残留物，从而避免树脂产生凝胶体、设备被腐蚀，有助于聚烯烃树脂材料制造的提效降本。公司合成水滑石产品包括合成水滑石单剂产品和合成水滑石复合助剂产品，根据功能不同可分为通用合成水滑石、高透明合成水滑石和阻燃合成水滑石。

图 3：布伦特原油价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 4：聚丙烯粒料价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

（3）抗氧剂是一种可延缓或抑制材料在聚合、储存、运输、加工、使用过程中

敬请阅读末页的重要说明

受大气中氧或臭氧作用而降解的过程，从而阻止材料老化并延长使用寿命的化学物质。其是使用最为广泛的一种防老化助剂，可用于树脂聚合及贮存、材料加工以及制品使用的全周期过程。根据作用机理不同分为主抗氧剂和辅助抗氧剂。能消除自由基的抗氧化剂为主抗氧剂，主要有受阻酚类抗氧剂和芳香胺类抗氧剂等；能分解氢过氧化物的抗氧剂为辅助抗氧剂，有亚磷酸酯类抗氧剂和含硫抗氧剂等。公司抗氧剂产品为特种抗氧剂系列，主要属于受阻酚类抗氧剂，广泛应用于塑料（尼龙）、橡胶、化纤等高分子材料领域。

（4）复合助剂是由多种单一助剂，如成核剂、合成水滑石、抗氧剂、分散剂等，根据客户的生产工艺特点及其性能需求，按一定配方比例物理混合，采用特殊生产工艺生产的预混高分子材料助剂产品。物理混合的特点决定了其基本生产原理属于行业共性技术。

尽管如此，在具体的生产环节上，不同生产企业在配方设计、工艺特点、加工能力等方面有所差异。相应地，复合助剂生产企业核心竞争力具体体现在生产过程中的配方设计及加工工艺、工序方面，包括工艺路线、工艺流程、工艺步骤、工艺指标、操作要点、工艺控制等，并最终体现为产品质量、产品性能及生产效率等方面的优势。公司复合助剂生产技术的独特性及核心竞争力具体体现在公司产品配方设计的先进性以及加工工艺控制的先进性，该先进性特点形成了公司的技术壁垒。相较于客户采购多种单一助剂后可自行混合。公司提供的复合助剂既有利于客户简化生产流程，提高生产效率，保障其不同批次产品的性能稳定，也有利于降低生产过程中的粉尘污染，保护工人健康。除了生产以自主生产的成核剂、合成水滑石为关键成分的复合助剂产品外，为发挥技术优势、满足客户需求，公司还开发生产未添加自产单一助剂的复合助剂，即 NDO 复合助剂产品。

图 5：公司主营产品



资料来源：公司 2024 年报、招商证券

三、公司核心竞争力

呈和科技一直致力于实现我国高分子材料的高端化与自主化，是一家生产制造环保、安全、高性能的特种高分子材料助剂产品的高新技术企业。公司以科技创新、绿色低碳、高质量可持续发展为重心，以创新力、渠道力、品牌力和产品力巩固和构建产品细分赛道的护城河和竞争壁垒，同时坚持可持续与业务融合发展，为客户提供高品质的产品与服务，并通过多种方式拓展公司产品线，完善业务和产

品布局。公司的核心竞争力具体表现如下：

1、完备的产品体系与优越的产品性能

公司通过自主研发，具备超过 300 种不同型号的成核剂、合成水滑石、抗氧剂及复合助剂规模化生产能力，较之国内其他同类型厂家，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，主营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，公司更取得工信部制造业单项冠军企业称号。公司凭借国内领先、国际先进的技术和产品，实现了核心技术产品的销售持续增长，有效推进我国成核剂、合成水滑石、复合助剂等高分子材料助剂产品的发展及进口替代。

2、卓越的研发实力与强大的持续创新能力

作为中国高分子材料助剂领军企业，公司始终以科研创新作为发展的第一驱动力。凭借深厚的技术积累和丰富的产品实践经验，为客户提供技术领先的高性能高分子材料助剂产品，同时结合市场趋势、树脂特性，协助客户开发、生产新品种高性能树脂。公司在不断优化产品结构的同时，加大产品新应用领域的研发工作，丰富产品研发成果储备。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。公司创始人、总工程师赵文林为化工工艺正高级工程师、广州市科技局专家库专家、广州市高层次人才，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多项科技项目。

公司研发中心经广东省科技厅及广州市科创委认定为“广东省塑料助剂工程研究开发中心”“广州市塑料助剂工程研究开发中心”，公司与中山大学、广东工业大学等高等院校搭建产学研高端科研平台，设立产学研合作基地。公司在高层次人才培养和科研创新平台建设上取得新的突破，获批设立国家级博士后科研工作站，公司将以此为契机，进一步加快高层次人才的引进和孵化，发挥高层次人才在科研攻关中的引领作用，为公司的高质量发展提供持续驱动力。

3、先进的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，经认定为广东省知识产权示范企业、中国石油和化工行业知识产权示范企业。截至 2024 年 12 月 31 日，公司共计获得现行有效的境内外专利共 76 项，其中发明专利 59 项，实用新型 17 项；计算机软件著作权 3 项。

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、绿色高效的生产工艺和技术优势

公司围绕工业化、信息化融合，秉承低碳、环保、节能理念，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，公司及属下三家子公司均为市级清洁生产企业，呈和科技更获得国家级、市级“绿色工厂”、市“无废工厂”、市级节水型企业称号，大力推动了绿色经济发展，取得了良好的社会与生态效益。

5、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。公司以先进的产品和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，公司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、全面和高规格的资质认证

(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。公司 β 成核剂产品获 FDA 食品接触认证，也是公司自主申请并获批的第五个 FDA 认证。

(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。公司核心产品系 Novolen、Unipol 及 LyondellBasell 的全球聚丙烯装置主流工艺技术制定添加助剂。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) 公司建立了严格的生产管理体系，通过 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、ISO45001 职业健康安全管理体系认证、ISO50001 能源管理体系认证、国家认可委员会(CNAS)实验室认证。公司持续开展温室气体、碳足迹核查相关工作，取得主营产品碳足迹证书。

(4) 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；公司持续围绕公司环境、劳工和人权、商业道德、可持续采购等方面进行完善提升，并荣获 ECOVADIS 企业社会责任“银牌”评级。

(5) 公司具备产品境外准入认证，如欧盟 REACH、韩国 K-REACH、土耳其 KKDIK、清真 IFRC 认证等，有助于开拓更广阔的国际市场、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。

四、风险提示

1、原材料价格上涨或未能及时供应的风险

公司主要原材料芳香醛、芳香羧酸均需要对外采购。受环保监管趋严和上游原料扩产需要一定周期等因素影响，公司部分主要原料价格有所上涨。如未来主要原材料价格发生大幅上涨，而公司未能通过技术创新等方式应对，将可能对公司的经营业绩产生不利影响。此外，公司自主产品的采购模式为“以销定产，以产定采”。在销售和生 产计划排定的情况下，若供应商未能按照约定时间向公司交付采购的原材料，这将会影响到公司的生产销售计划，亦将对公司的生产经营产生不利影响。

2、行业竞争加剧的风险

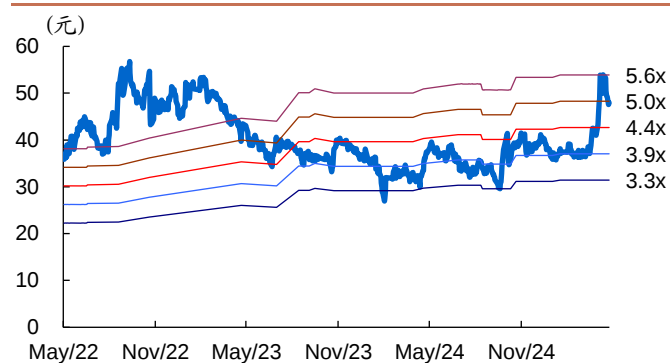
公司产品属于新兴的精细化工领域，技术门槛高，部分主营产品国内市场以进口产品为主，国内具备规模化生产能力的企业较少。但随着市场需求的不断扩大，行业自身技术的持续进步，产业面临着良好的行业发展机遇，现有市场参与者扩大产能及新投资者的进入，将可能使市场竞争加剧。如果公司不能准确把握行业发展规律，并持续技术创新，改善经营管理以开发创新产品与工艺，提升产品质量，降低生产成本，则可能对公司的盈利能力造成不利影响。公司特种高分子材料助剂产品的客户以中国石油、中国石化、中海壳牌等大型能源化工企业为主。该类客户行业地位高、生产规模大，对原材料的性能具有较高的要求。面对前述客户，公司经营的高分子材料助剂通常不仅需要经过长期审慎的论证、测试后，才能应用于客户的生产中，而且需要持续、稳定地达到客户质量要求。因此，公司业务拓展受下游客户影响较大。

图 6: 呈和科技历史 PEBand



资料来源: 公司数据、招商证券

图 7: 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1549	2207	2299	2812	3461
现金	638	467	83	107	128
交易性投资	0	93	93	93	93
应收票据	12	38	49	61	75
应收款项	151	213	275	338	419
其它应收款	6	6	8	9	12
存货	71	73	92	114	142
其他	671	1318	1700	2091	2592
非流动资产	1762	1081	1290	1474	1637
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	154	397	612	802	971
无形资产商誉	66	64	58	52	47
其他	1542	620	620	620	620
资产总计	3311	3288	3588	4286	5098
流动负债	2026	1894	1944	2339	2773
短期借款	1509	1393	1343	1612	1892
应付账款	358	339	427	531	661
预收账款	3	4	5	6	8
其他	157	159	170	189	212
长期负债	7	34	34	34	34
长期借款	0	0	0	0	0
其他	7	34	34	34	34
负债合计	2034	1928	1978	2372	2806
股本	135	135	135	135	135
资本公积金	525	449	449	449	449
留存收益	617	777	1026	1330	1707
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1277	1361	1610	1914	2292
负债及权益合计	3311	3288	3588	4286	5098

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	159	145	(34)	54	47
净利润	226	250	283	337	412
折旧摊销	19	21	52	76	97
财务费用	(19)	(29)	25	29	34
投资收益	(3)	(5)	(23)	(23)	(23)
营运资金变动	(64)	(92)	(371)	(365)	(473)
其它	2	(1)	0	0	0
投资活动现金流	(477)	0	(237)	(237)	(237)
资本支出	(115)	(111)	(260)	(260)	(260)
其他投资	(362)	111	23	23	23
筹资活动现金流	677	(320)	(113)	207	212
借款变动	846	(265)	(54)	269	279
普通股增加	2	0	0	0	0
资本公积增加	66	(76)	0	0	0
股利分配	(256)	(34)	(34)	(34)	(34)
其他	20	56	(25)	(29)	(34)
现金净增加额	360	(175)	(384)	23	21

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	800	882	1138	1400	1735
营业成本	452	498	627	781	972
营业税金及附加	11	13	17	21	26
营业费用	32	38	50	61	76
管理费用	48	52	67	82	102
研发费用	34	35	46	56	70
财务费用	(21)	(29)	25	29	34
资产减值损失	1	(6)	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	2	2	2
其他收益	14	16	16	16	16
投资收益	3	5	5	5	5
营业利润	263	292	330	393	480
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	263	292	330	393	480
所得税	37	41	47	56	68
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	226	250	283	337	412

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	15%	10%	29%	23%	24%
营业利润	16%	11%	13%	19%	22%
归母净利润	16%	11%	13%	19%	22%
获利能力					
毛利率	43.5%	43.5%	44.9%	44.2%	44.0%
净利率	28.3%	28.4%	24.9%	24.1%	23.7%
ROE	19.4%	19.0%	19.1%	19.1%	19.6%
ROIC	8.8%	8.1%	10.7%	11.2%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	61.4%	58.6%	55.1%	55.3%	55.0%
净负债比率	45.7%	42.5%	37.4%	37.6%	37.1%
流动比率	0.8	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.7	1.1	1.1	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	6.7	6.9	7.6	7.6	7.6
应收账款周转率	5.0	4.3	4.0	3.9	3.9
应付账款周转率	1.2	1.4	1.6	1.6	1.6
每股资料(元)					
EPS	1.67	1.85	2.09	2.49	3.04
每股经营净现金	1.18	1.07	-0.25	0.40	0.35
每股净资产	9.44	10.06	11.90	14.14	16.93
每股股利	0.00	0.25	0.25	0.25	0.25
估值比率					
PE	28.7	25.9	22.9	19.2	15.8
PB	5.1	4.8	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA	32.6	29.9	20.6	16.8	13.7

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。