

公司研究

离子交换树脂龙头企业，新产能投产在即，国产替代主力军

——争光股份（301092.SZ）首次覆盖报告

要点

深耕离子交换与吸附树脂三十载，技术攻坚引领行业发展。公司成立于 1996 年，近三十年深耕离子交换与吸附树脂领域，形成集研发、生产及销售于一体的全方位布局。公司现有控股子公司 6 个，主要生产基地 3 个。目前，公司已稳居国内离子交换与吸附树脂行业一线地位，主导或参与起草多项国家及行业标准，并作为中国膜工业协会离子交换树脂分会高级副会长单位，持续引领行业技术升级。此外，公司作为国际水质协会(WQA)成员单位，技术实力与品牌影响力获国际权威认可。依托国产替代趋势及高端领域产能扩张战略，公司正加速推进成为全球吸附分离材料领域的领军企业。

荆门项目投产在即，公司竞争优势有望扩大。公司目前拥有年产 19750 吨离子交换与吸附树脂、2300 吨大孔吸附树脂以及 15000 吨食品级精处理树脂的设计产能。公司正积极布局未来发展，在湖北荆门投资建设功能性高分子新材料项目，总投资额达 10 亿元人民币。该项目主要生产离子交换与吸附树脂，规划总产能达 54,880 吨/年。该项目一期产能为 3.9 万吨/年，预计将于 2025 年下半年投产。随着新产能的逐步释放，公司在离子交换与吸附树脂领域的市场地位有望进一步提升，为未来业绩增长提供有力支撑。

公司竞争优势显著，有望在电子、核工业等领域持续推进国产替代。据博研咨询，中国电子级抛光树脂行业近年来快速发展，市场需求持续增长。2018 年-2023 年，我国电子级抛光树脂市场规模从 27 亿元增长至 45 亿元，复合年增长率约 10.5%。预计到 2025 年，我国电子级抛光树脂市场规模将增长至 60 亿元。公司在电子级抛光树脂领域产品系列丰富，持续推进产品在半导体等高端领域的国产替代进程。2023 年全球核级树脂市场规模大约为 1.29 亿美元，预计 2030 年核级树脂市场规模将达到 1.64 亿美元，2023-2030 期间年复合增长率（CAGR）为 3.49%。公司在核级树脂领域竞争优势显著，是国内同行业首家获得核电领域准入资格的企业，并经中核集团评审列入中核集团总部合格供应商名录。其核级树脂填补了国内空白，代表了中国离子交换技术的发展水平。

盈利预测、估值与评级：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.17、1.96、2.65 亿元，折算 EPS 分别为 0.87、1.46、1.98 元/股。公司是国内领先的能够规模化生产离子交换与吸附树脂的企业，并实现了对部分国外进口离子交换与吸附树脂的替代。随着荆门新产能投产在即，公司有望在电子、核工业、新能源、生物医药等多领域持续发展，高端细分领域持续推进国产替代，未来发展空间广阔。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，市场竞争风险，环境保护和安全生产风险，产能建设不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	526	572	618	944	1,196
营业收入增长率	-22.16%	8.67%	8.10%	52.68%	26.72%
归母净利润（百万元）	109	103	117	196	265
归母净利润增长率	-38.82%	-5.33%	13.20%	67.78%	35.55%
EPS（元）	0.81	0.77	0.87	1.46	1.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.98%	5.46%	5.92%	9.19%	11.36%
P/E	37	39	34	20	15
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-05-12

买入（首次）

当前价：29.88 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebcn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

021-52523800

caijiahao@ebcn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

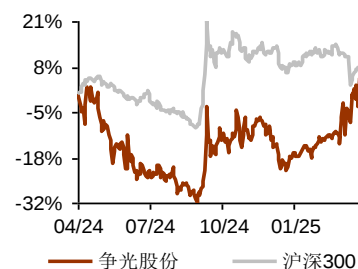
021-52523675

zhoujianuo@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.34
总市值(亿元):	40
一年最低/最高(元):	19.12/31.88
近 3 月换手率:	144.46%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.21	18.57	-2.24
绝对	7.31	17.68	1.88

资料来源：Wind

目 录

1、离子交换与吸附树脂领军企业，产能扩张彰显竞争优势	4
1.1 深耕离子交换与吸附树脂三十载，技术攻坚引领行业发展	4
1.2 多元化产品矩阵，助力国产替代进程提速	5
1.3 业绩整体稳健增长，产品结构维持稳定	6
2、离子交换树脂下游应用领域快速发展，国产替代未来可期	10
2.1 离子交换树脂应用领域广泛，行业发展空间广阔	10
2.2 新兴领域需求快速增长，国产替代未来可期	12
2.3 杜邦被施行反垄断调查，超纯水领域国产替代空间广阔	14
3、公司竞争优势显著，有望在电子、核工业等领域持续推进国产替代	16
4、盈利预测与估值	19
4.1 关键假设及盈利预测	19
4.2 相对估值	20
4.3 估值结论	21
5、风险分析	22

图目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构.....	5
图 3：公司营业收入及同比变化.....	7
图 4：公司归母净利润及同比变化.....	7
图 5：公司营业收入结构（亿元）.....	7
图 6：公司毛利结构（亿元）.....	7
图 7：离子交换与吸附树脂产品收入结构（亿元）.....	8
图 8：离子交换与吸附树脂产品毛利结构（亿元）.....	8
图 9：公司毛利率.....	8
图 10：公司研发费用.....	9
图 11：离子交换树脂下游应用领域广泛.....	10
图 12：离子交换树脂发展历程.....	11
图 13：离子交换树脂湿法冶金应用领域.....	12
图 14：EDI 工作原理图.....	13
图 15：核电站用水工作原理图.....	14
图 16：公司离子交换树脂应用领域演变.....	16

表目录

表 1：公司主要生产基地.....	4
表 2：公司产品主要应用领域.....	5
表 3：公司产品引领国产替代.....	6
表 4：离子交换树脂行业竞争格局.....	11
表 5：公司部分电子级树脂产品.....	17
表 6：公司部分核级树脂产品.....	17
表 7：争光股份关键项目预测（万元）.....	20
表 8：可比公司估值比较.....	21
表 9：公司盈利预测与估值简表.....	21

1、离子交换与吸附树脂领军企业，产能扩张彰显竞争优势

1.1 深耕离子交换与吸附树脂三十载，技术攻坚引领行业发展

浙江争光实业股份有限公司（以下简称争光股份或公司）成立于 1996 年，近三十年来始终深耕离子交换与吸附树脂领域，形成集研发、生产及销售于一体的全方位布局。公司现有控股子公司 6 个，主要生产基地 3 个。2021 年，公司在深交所创业板上市。目前，公司已稳居国内离子交换与吸附树脂行业一线地位，主导或参与起草多项国家及行业标准，并作为中国膜工业协会离子交换树脂分会高级副会长单位，持续引领行业技术升级。此外，公司作为国际水质协会(WQA)成员单位，技术实力与品牌影响力获国际权威认可。依托国产替代趋势及高端领域产能扩张战略，公司正加速推进成为全球吸附分离材料领域的领军企业。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

三大生产基地战略布局，协同构筑产能护城河。公司目前拥有三大生产基地，分别是宁波争光树脂有限公司、宁波汉杰特液体分离技术有限公司和荆门争光新材料科技有限公司。宁波争光树脂是公司成立最早的核心生产基地，主要聚焦于研发、生产、销售各类离子交换与吸附树脂，是国内离子交换树脂行业综合实力较强、自动化程度较高的企业之一。宁波汉杰特专注于中高端领域用树脂的处理，并建有智能化立体仓库，为特殊储存要求的树脂提供专业环境。荆门争光新材料于 2021 年成立，第一期工程为“年产 3.9 万吨离子交换树脂”项目，将成为公司未来主要生产基地，为公司实现“全球一流离子交换与吸附树脂制造商”的战略目标奠定坚实基础。

表 1：公司主要生产基地

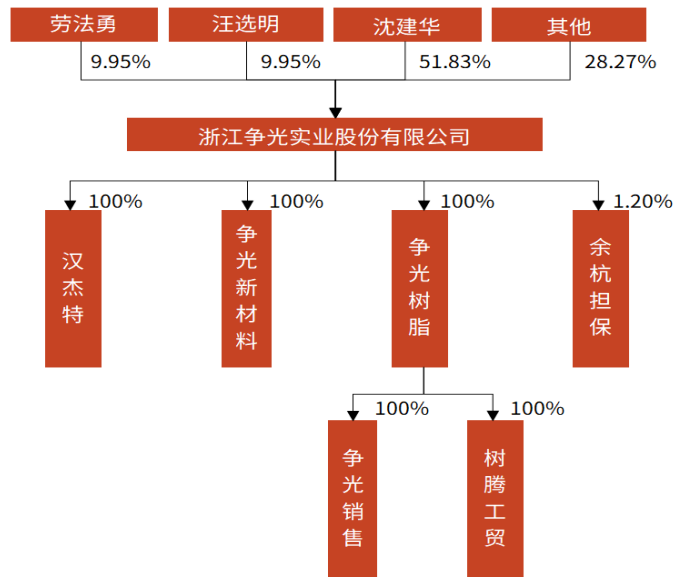
生产基地	成立年份	占地面积	注册资本	主要业务
宁波争光树脂	2006 年 11 月	47 亩	6000 万元	研发、生产、销售各类离子交换与吸附树脂。
宁波汉杰特	2016 年 10 月	61 亩	3000 万元	生产食品饮料、饮用水、核工业、电子工业、生物医药等中高端领域用树脂。
荆门争光新材料	2021 年 12 月	320 亩	8000 万元	一期年产 3.9 万吨离子交换树脂项目。

资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

公司股权结构清晰，实际控制人为沈建华。截至 2025 年 Q1，沈建华先生直接持有公司股份 51.83%，为公司第一大股东，劳法勇、汪选明均持有 9.95% 股份。其他股东持股比例均不超过 1%，合计持股 28.27%。公司全资控股汉杰

特、争光新材料及争光树脂三家子公司，并持有余杭担保 1.20% 股权。其中，争光树脂下设全资子公司争光销售和树腾工贸，形成了完整的产业链布局。

图 2：公司股权结构



资料来源：ifind，光大证券研究所整理，截至 2025 年 Q1

1.2 多元化产品矩阵，助力国产替代进程提速

多元化产品布局，支撑全球化销售格局。公司专注于离子交换与吸附树脂领域，拥有完整的产品体系，包括苯乙烯系、丙烯酸系两大系列，覆盖强酸、弱酸、强碱、弱碱、两性、螯合和惰性七大类型共 400 多个品种的离子交换树脂，以及非极性、中等极性和极性三大类型数十个品种的吸附树脂。公司的产品主要应用于工业水处理、食品饮料、饮用水、湿法冶金、石油化工、核工业、电子半导体、环保、生物医药、新能源等领域。此外，“争光”、“Hydrolite”品牌产品凭借可靠质量和稳定性能远销德国、瑞士、俄罗斯、意大利、韩国、美国及非洲等多个国家和地区。这些高性能分离及吸附功能材料通过离子交换和吸附作用，实现物质的分离、提纯、浓缩、富集等功能，有效帮助下游客户提升产品品质、减少环境污染、促进工艺革新、降低生产成本，为客户创造核心竞争优势。

荆门项目投产在即，公司竞争优势有望扩大。截至 2024 年底，公司拥有 19750 吨离子交换与吸附树脂、2300 吨大孔吸附树脂以及 15000 吨食品级精处理树脂的设计产能。公司正积极布局未来发展，在湖北荆门投资建设功能性高分子新材料项目，总投资额达 10 亿元人民币。该项目主要生产离子交换与吸附树脂，规划总产能达 54,880 吨/年。该项目一期产能为 3.9 万吨/年，预计将于 2025 年下半年投产。随着新产能的逐步释放，公司在离子交换与吸附树脂领域的市场地位有望进一步提升，为未来业绩增长提供有力支撑。

表 2：公司产品主要应用领域

分类	用途
工业水处理领域	在普通工业水处理领域，主要用于硬水软化和纯水制备
	在高端工业水处理领域，主要用于中大型发电厂凝结水精处理及发电机组内冷水处理等
食品及饮用水领域	应用于饮用水及糖、酒、乳品、油脂、果汁、饮料的除盐、脱色、分离、提纯、去味、催化等方面

核工业领域	应用于核电站核反应堆一回路冷却水和发电机组二回路循环水的净化处理，化学除盐水处理，放射性废液的处理，放射性元素的分离提纯等
电子领域	应用于半导体及大规模集成电路行业超纯水处理等
生物医药领域	应用于西药原料药、中药及植物有效成分的提取、抗生素的提取、血液净化、多肽及蛋白合成等
环保领域	应用于高浓度、难降解有机物和重金属污染的工业废水处理，VOCs 废气处理
湿法冶金领域	应用于贵金属、稀散金属及稀土金属的分离提取
新能源领域	应用于金属锂、镍、钴提取回收，萃余液和反萃液中油的去除，钴/镍/锰产品中杂质（铜、铁、锌、镉、铅、有机物等）的去除，盐湖卤水中锂的提取和杂质的去除等

资料来源：公司 23 年年报，光大证券研究所整理

稳步实现技术突破，国产替代进程加速推进。凭借完善的化工基础设施、自主研发的专利技术和丰富的生产流程控制经验，公司已成为国内领先的离子交换与吸附树脂规模化生产企业，在高端工业水处理、食品和饮用水、核工业等领域，公司产品性能稳定可靠，成本优势明显，逐步实现了对部分国际品牌的进口替代。随着国产化进程的深入推进，公司有望在更多细分领域取得突破，为国内产业升级贡献力量。

表 3：公司产品引领国产替代

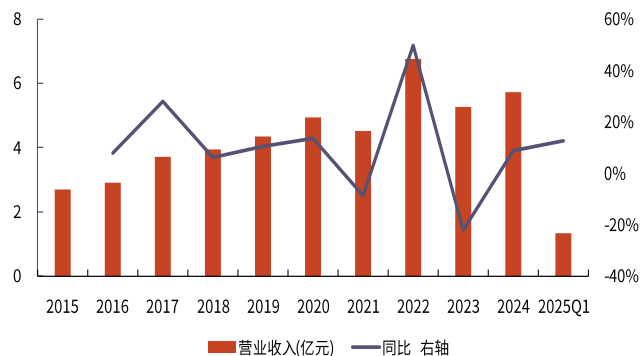
产品	用途
ZGC650、ZGC650G、ZGA550、ZGA550G 等产品可替代美国杜邦同类产品	用于火电、核电、超临界、超超临界等大型发电机组
ZGSPC106Ca 等色谱分离系列树脂可用于部分替代美国杜邦产品	用于各种糖醇有机酸的分离
ZGCNR50Li、ZGCNR80、ZGANR140、ZGCNR170 等产品可部分替代美国杜邦及英国漂莱特产品	用于核工业系列树脂
SD300 系列大孔吸附树脂可部分代替美国杜邦及英国漂莱特同类产品	用于食品行业脱除异味
ZGC650U、ZGA550U、ZGUP8040 等产品可部分替代美国杜邦及朗盛同类产品	用于电子半导体行业纯水制备以及终端超纯水制备。

资料来源：公司 24 年半年报，光大证券研究所整理

1.3 业绩整体稳健增长，产品结构维持稳定

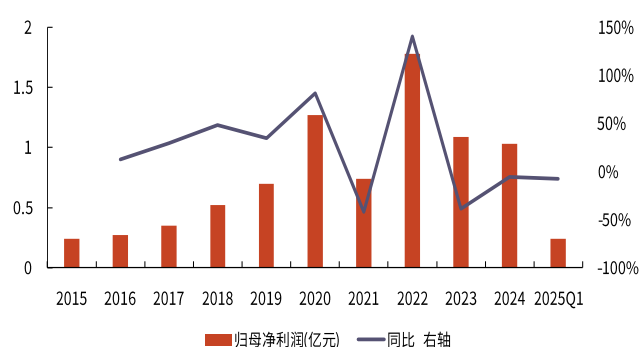
多元化产品优势凸显，业绩保持稳健。过去十年间，公司营业收入总体保持稳健增长态势，从 2015 年的 2.69 亿元增长至 2024 年的 5.72 亿元，年均复合增长率达 9%；归母净利润从 2015 年的 0.24 亿元增长至 2024 年的 1.03 亿元，年均复合增长率达 18%。2021 年后受全球经济下行影响，公司业绩出现一定程度的波动。2024 年，公司实现营业收入 5.72 亿元，同比+9%；实现归母净利润 1.03 亿元，同比-5%，主要原因是 2024 年原材料价格较 2023 年明显上涨，而产品价格未能相应提高，成本上升与售价稳定的双重压力导致利润空间收窄。2025 年 Q1，公司实现营业收入 1.33 亿元，同比+13%；实现归母净利润 0.24 亿元，同比-7%。公司业绩短期小幅下滑，但随着公司新增产能逐步投产，未来业绩有望得到提升。

图 3：公司营业收入及同比变化



资料来源：ifind，光大证券研究所整理

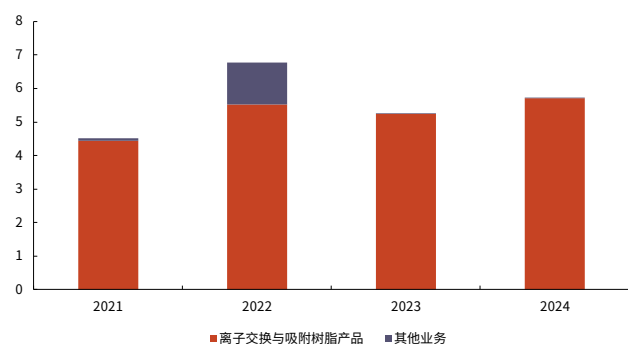
图 4：公司归母净利润及同比变化



资料来源：ifind，光大证券研究所整理

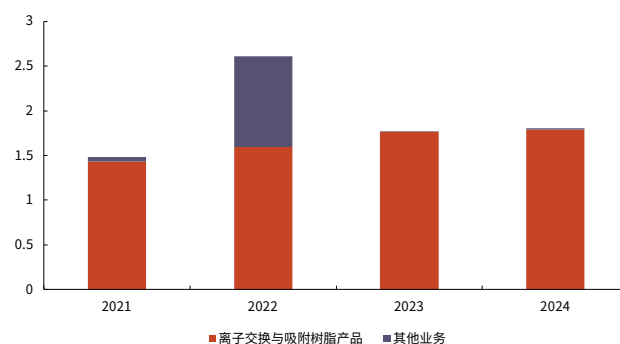
基本盘业务稳定，离子交换与吸附树脂贡献主要收入和利润。长期以来，离子交换与吸附树脂板块一直为公司业绩增长的主要来源。2023 年-2024 年，离子交换与吸附树脂均贡献绝大部分营业收入和毛利。

图 5：公司营业收入结构（亿元）



资料来源：ifind，光大证券研究所整理

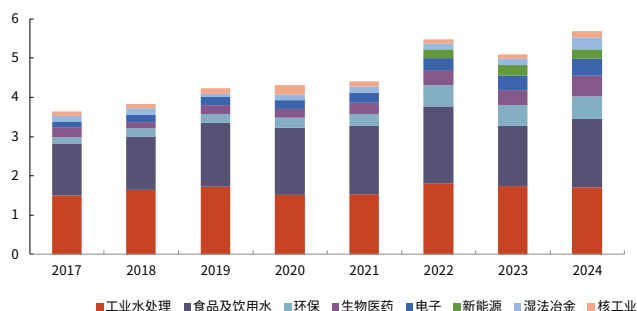
图 6：公司毛利结构（亿元）



资料来源：ifind，光大证券研究所整理

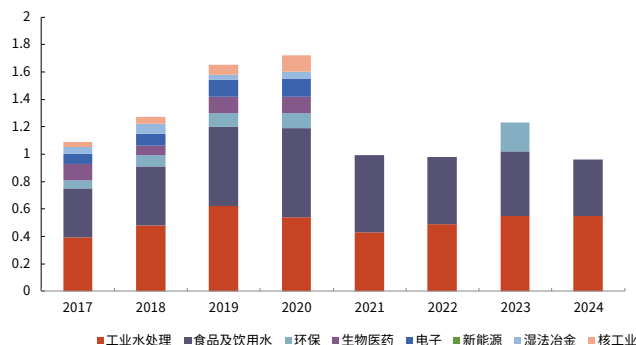
工业水处理与食品及饮用水两大应用领域占比较高。2017-2024 年，公司离子交换与吸附树脂应用于工业水处理与食品及饮用水两大领域的营业收入和毛利贡献率稳定维持在 60%以上，彰显公司在传统优势领域的市场“护城河”，随着公司业务领域持续拓展，生物医药、电子、新能源等领域营业收入占比持续提升。

图 7：离子交换与吸附树脂产品收入结构（亿元）



资料来源：ifind，光大证券研究所整理

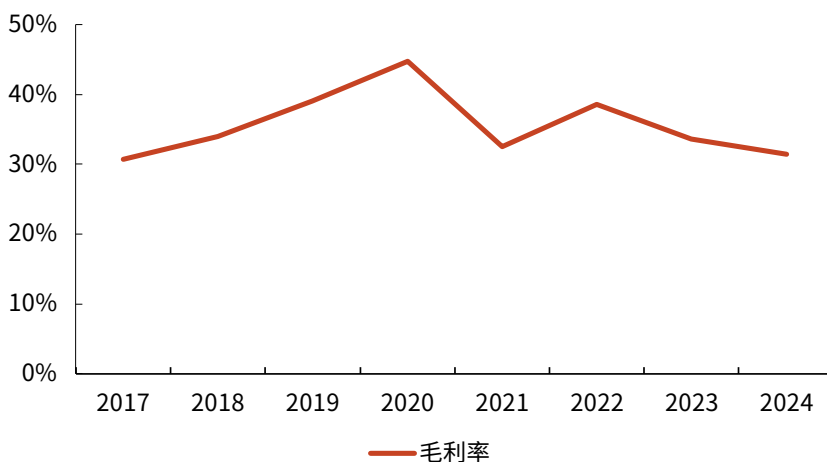
图 8：离子交换与吸附树脂产品毛利结构（亿元）



资料来源：ifind，光大证券研究所整理 注：仅包含公司已披露具体板块数据的部分

公司毛利率总体维持在较高水平，显示出较强的产品竞争力和定价能力。2017 年至 2024 年，公司毛利率在 30%-45% 区间波动，总体维持在较高水平。其中，2020 年毛利率达到峰值 45%，2022 年亦维持在较高水平。近两年呈现逐步回落态势，从 2022 年的 39% 降至 2023 年的 34%，2024 年进一步回落至 31%。这一变化趋势主要因为目前行业正面临原材料成本上升、市场竞争加剧等问题，但公司 30% 以上的毛利率仍处于较高水平。

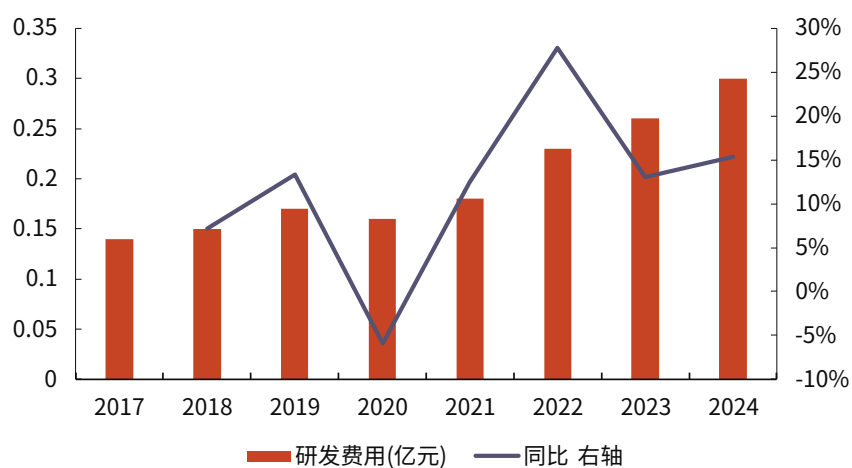
图 9：公司毛利率



资料来源：ifind，光大证券研究所整理

注重研发投入，科技创新助力转型升级。公司一直注重研发，致力于功能性差别化产品的研发，研发费用的投入逐年提高，2024 年达到 0.3 亿元。公司是最早一批通过国家级高新技术企业评审的企业，并后续每年均通过复审。截至 2024 年末，公司研发及技术人员共 84 人，占员工总数 378 人的 21.31%。通过多年的研发积累，公司形成多项行业领先的核心技术，公司共拥有 22 项专利，包括 14 项发明专利和 8 项实用新型专利。公司先后承担火电超临界发电机组中压系统凝结水精处理用混床树脂、ZGNR 系列核级离子交换树脂、ZGFD 系列食品级离子交换树脂三项国家级火炬计划项目，为公司自主创新提供强劲动力。

图 10：公司研发费用



资料来源：ifind，光大证券研究所整理

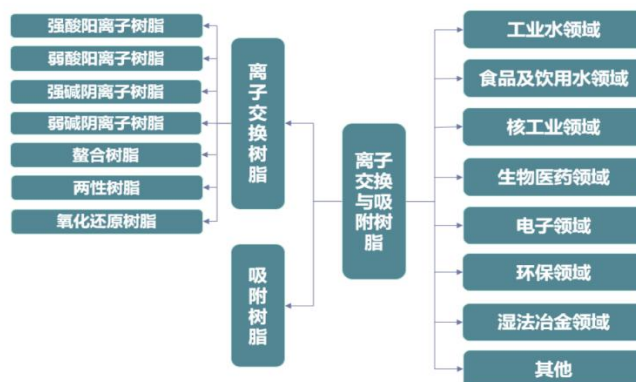
2、离子交换树脂下游应用领域快速发展，国产替代未来可期

2.1 离子交换树脂应用领域广泛，行业发展空间广阔

离子交换树脂是一类带有活性基团的网状结构的有机高分子化合物，当离子交换树脂与溶液接触的时候，溶液中的可交换离子与离子交换树脂上的抗衡离子发生交换实现分离和纯化作用，从而达到浓缩、分离、提纯、净化等目的，可广泛应用于**工业水、食品及饮用水、核工业、生物医药、电子、环保、湿法冶金**等领域。离子交换树脂根据可交换离子为阴离子或阳离子，可分为阴离子交换树脂和阳离子交换树脂两大类；根据所带活性基团的性质，可分为强酸阳离子树脂、弱酸阳离子树脂、强碱阴离子树脂、弱碱阴离子树脂、螯合树脂、两性树脂及氧化还原树脂；根据离子交换树脂的孔结构，可分为凝胶型树脂和大孔型树脂。

离子交换树脂的基体主要有苯乙烯和丙烯酸（酯）两大类，它们分别与交联剂二乙烯苯产生聚合反应，形成具有长分子主链及交联横链的网络骨架结构的聚合物。苯乙烯系树脂最先广泛使用，而后丙烯酸系树脂逐渐开始应用。**丙烯酸系树脂**能交换吸附大多数离子型色素，脱色容量大，而且吸附物较易洗脱，便于再生，在糖厂可用作主要的脱色树脂。**苯乙烯系树脂**擅长吸附芳香族物质，善于吸附糖汁中的多酚类色素（包括带负电的或不带电的），但在再生时较难洗脱。因此，糖液先用丙烯酸树脂进行粗脱色，再用苯乙烯树脂进行精脱色，可充分发挥两者的长处。除上述苯乙烯系和丙烯酸系这两大系列以外，离子交换树脂还可由其他有机单体聚合制成。如酚醛系（FP）、环氧系（EPA）、乙烯吡啶系（VP）、脲醛系（UA）等。

图 11：离子交换树脂下游应用领域广泛



资料来源：争光股份招股说明书

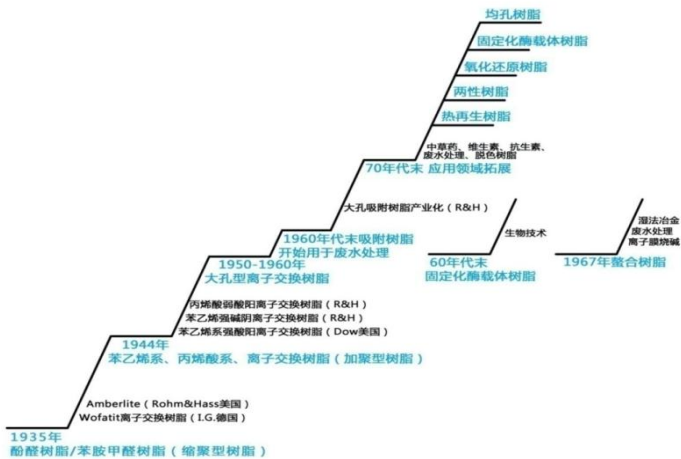
离子交换树脂最早被应用于工业水处理领域，经过几十年的发展，普通工业水处理成为树脂使用量最大、应用最成熟的应用领域，世界领先的树脂生产商美国罗门哈斯、德国朗盛和日本三菱等跨国公司在此领域的研究及产业化已经非常成熟，并长期垄断了高端工业水处理树脂的合成和应用技术。

中国对离子交换树脂材料的研究起步于上世纪五十年代。我国离子交换树脂行业的创始者何炳林院士组建了南开大学高分子化学专业，仅用两年时间就成功合成出当时世界上已有的全部主要离子交换树脂品种，在其后的产业化发展中，主要应用于普通工业水处理领域。经过长期发展，国内大多数树脂生产商均掌握

了技术含量较低的普通工业水处理离子交换树脂生产技术，实现了工业化生产。中国已成为全球最大的离子交换树脂生产国。

离子交换树脂广泛应用于工业水处理后，在新兴领域需求带动下，领先的吸附分离树脂提供商持续加大研发投入和市场开拓，合成出大量具有交换、吸附、螯合、催化等特殊功能的新型树脂，在不同领域的生产工艺中实现了脱盐、分离、纯化、脱色、催化等多种应用效果，并成功应用于制药、食品加工、化工、环保、湿法冶金等领域。

图 12：离子交换树脂发展历程



资料来源：蓝晓科技招股说明书

目前市场参与竞争的企业主要分为三个梯队：首先，以美国陶氏化学、德国朗盛、英国漂莱特、日本三菱化学为代表的跨国企业凭借产品线完整、技术领先、研发能力强、历史悠久等优势，占据高端市场大部分市场份额。其次，国内形成了以蓝晓科技、争光股份、江苏苏青及淄博东大等企业为代表的国产阵营，部分自主核心产品性能已达到行业领先水平，具备较强市场竞争力，在逐步实现国内市场进口替代同时，凭借产品可靠的质量和稳定的性能，在国际市场上的品牌影响力和美誉度不断扩大，在行业中占据重要地位。最后，国内外仍有较多中小规模离子交换与吸附树脂生产企业，资金和技术实力有限，整体竞争能力较弱，主要提供配套服务，部分也以自有品牌对外销售，大多分布在中国及印度等国家。

表 4：离子交换树脂行业竞争格局

竞争格局	企业类型	代表企业	简介	市场布局	竞争特点
第一梯队	国际厂商	美国陶氏化学	国际上品种最齐全的离子交换与吸附树脂制造商，其产品广泛应用于各主要领域，在集成电路用超纯水、核电领域具有较强竞争力	全球布局	技术研发实力雄厚、工艺先进，生产规模较大，在高端工业水处理、大规模集成电路及核工业的超纯水、生物医药等领域具有较高的市场占有率，依靠其技术和品牌在市场上具有较强竞争力，其树脂价格也远高于国产树脂价格
		德国朗盛	产品品种丰富，专注于高端领域，在螯合树脂和均匀粒度技术方面具有优势		
		英国漂莱特	专门生产离子交换树脂的企业，产品主要用于电力、电子、化工等行业的水处理，此外还广泛运用于冶金、医药、食品加工、催化等行业		
		日本三菱化学	产品品种较多，具备多类离子交换与吸附树脂的合成及应用技术，在大孔吸附树脂、酶载体和螯合树脂领域具有较大优势		
第二梯队	国内优势厂商	蓝晓科技	国内吸附分离树脂的领军企业，在湿法冶金、制药、食品加工、环保和化工等五大新兴应用领域实现了产业化发展	以自有品牌对外销售，市场以国内为主，不断开拓境外市场	研发实力较强，工艺成熟，生产规模较大，产品种类齐全，具有较强的供货能力，竞争优势明显，为行业领先企业
		争光股份	国内离子交换与吸附树脂产品种类最丰富、新兴领域产业化应用跨度最大生产商之一，在工业水处理具有较高的市场份额，已在食品及饮用水、核工业、电子、生物医药、环保、湿法冶金等应用领域实现了产业化发展		
		江苏苏青	国内最大的离子交换树脂生产厂商之一，产品以离子交换树脂为主，也生产吸附树脂、螯合树脂等其他种类的特种树脂		

		淄博东大	国内最大的离子交换树脂制造商之一，已开发生产强酸、弱酸、强碱、弱碱以及螯合、吸附树脂等，主要市场在水处理领域		
第三梯队	区域性中小企业	企业数量较多，主要分布在中国及印度		主要为第二梯队配套生产，部分也以自有品牌对外销售	生产规模较小、产品种类较单一，产品应用领域主要集中在工业水处理领域

资料来源：争光股份招股说明书 注：本报告中罗门哈斯、陶氏化学、杜邦的离子交换树脂目前为同一口径，其中陶氏化学 2009 年收购了罗门哈斯，2015 年陶氏化学和杜邦合并，树脂型号逐渐更新为杜邦型号

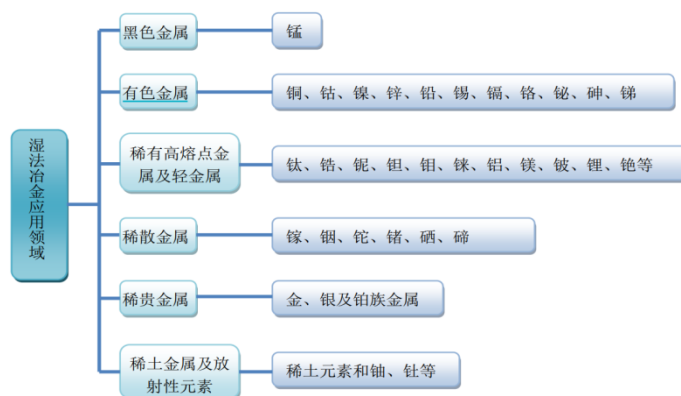
2.2 新兴领域需求快速增长，国产替代未来可期

吸附分离树脂在新兴领域的拓展，是由材料自身的合成和应用技术发展以及下游应用领域的需求带动。在湿法冶金、制药、食品加工、化工和环保等领域的生产工艺流程中，迫切需要新的分离纯化等工艺，替代原有工艺，这些领域对新型吸附分离树脂的需求巨大。随着吸附分离树脂行业快速发展，下游新型领域市场需求快速增长，国内龙头企业产品持续向高端化发展，进口替代空间广阔。

湿法冶金应用领域

树脂法作为湿法冶金技术中一种重要的工艺，主要用于从低浓度的溶液中分离纯化有用物质，与传统的重结晶、沉淀等分离方法相比，具有很高的提取效率和经济性。树脂法可应用于有色金属、稀有稀散金属、贵金属以及稀土金属、核工业用金属的分离纯化生产。

图 13：离子交换树脂湿法冶金应用领域



资料来源：蓝晓科技招股说明书

生物医药领域

在生物医药方面，离子交换与吸附树脂可用于众多生物药物如抗生素、维生素、氨基酸、有机酸、酶、蛋白质、核酸、重组药物，以及中药如生物碱、黄芪黄酮、黄芪皂苷、香豆素类、蒽醌类、内酯等的分离纯化。由于离子交换与吸附树脂提取、分离技术设备简单，操作方便，生产连续化程度高，且得到的产品纯度较高，因此在医药工业中应用广泛。在制药领域，吸附分离树脂的应用重点体现在抗生素提取、酶载体技术和中药有效成份提取三方面。

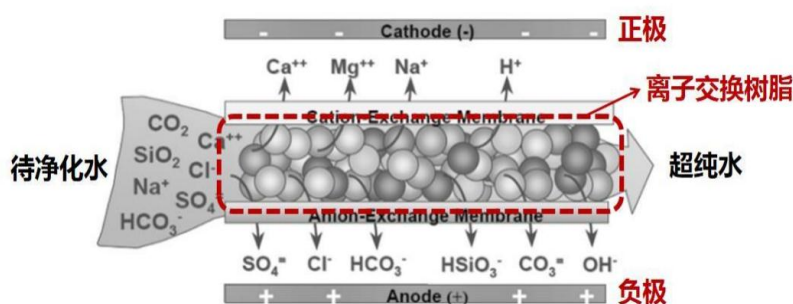
电子领域

在电子元器件的生产过程中无论是清洗用水，还是溶液、浆料，都需要使用超纯水。超纯水是除了水分子外，几乎没有其他杂质、没有病毒、细菌以及有机物质，电阻率为 18 (MΩ×cm) 的水。集成电路的生产工艺是蚀刻和清洗反复进行，每生产一片集成块需要消耗超纯水 3~5 升，平均 6 英寸的晶片需消耗 1.2

吨的超纯水。超纯水的纯度直接影响到电子元器件的产品质量及生产成品率，所以超纯水的制备技术在半导体工业的发展中是重要的一环。随着半导体技术的发展，元器件尺寸的缩小和精细程度的提高，对超纯水的水质要求日趋严格。

我国电子工业部将电子级水质技术分为 I 级、II 级、III 级、IV 级、V 级五大行业等级，离子交换树脂应用于超纯水生产中的 EDI (ElectroDeionization) 装置或 CDI (CapacitiveDeionization) 装置中，可获得电阻率为 $18\text{M}\Omega/\text{cm}$ 的 I 级电子级超纯水。常用的超纯水制备方法有：离子交换法、一次蒸馏冷凝法、电渗析法、超滤+反渗透+混床、超滤+反渗透+EDI 等。随着双膜法的快速发展和新技术的应用，超滤+反渗透+混床和超滤+反渗透+EDI 的处理技术越来越多地在超纯水制备中得到广泛应用。EDI 是一种将电渗析与离子交换有机结合的膜分离技术，EDI 高脱盐性能得益于高质量的混合离子交换树脂、高品质的阴(阳)膜和昂贵的电极板。阴、阳离子交换树脂按不同的比例搭配而成的离子交换混床系统是用于制取超纯水的终端工艺，也是不可替代的手段。

图 14: EDI 工作原理图

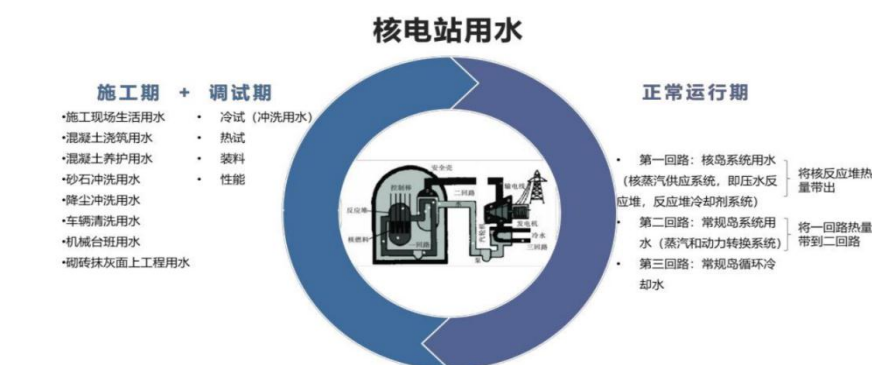


资料来源：争光股份招股说明书

核工业领域

核级树脂主要用于反应堆一回路和二回路的给水和水处理系统。向蒸汽发生器二回路提供质量可靠的超纯水是保证其稳定运行以及提供品质合格蒸汽的关键技术，核级超纯水可以降低二回路侧的污垢沉积，降低一回路向二回路传热的热阻，提高蒸汽产量，同时超纯水可以减少污垢在发电机透平叶片上的沉积。另外，应用于核电站一回路水处理系统的核级树脂必须具备很高的再生转型率、很低的杂质含量、良好的抗辐照分解能力，并要求树脂能够在较高运行流速和较高温度下工作，使用过程中系统释放出的有机或无机杂质应在允许范围内。

图 15：核电站用水工作原理图



资料来源：争光股份招股说明书

2.3 杜邦被施行反垄断调查，超纯水领域国产替代空间广阔

根据新华社 25 年 4 月 4 日消息，因杜邦中国集团有限公司涉嫌违反《中华人民共和国反垄断法》，市场监管总局依法对杜邦中国集团有限公司开展立案调查。

亚太地区为杜邦最大销售区域，电子和水处理等业务为杜邦主要增长领域。根据杜邦公司官网数据，2023 财年公司销售额为 121 亿美元，其中亚太地区销售额占比高达 43%，而北美地区销售额占比约为 35%。杜邦主要聚焦于五大增长领域，分别为电子（29%，2023 年销售额占比，后同）、水处理（12%）、防护（21%）、工业技术（28%）和下一代智驾（10%）。根据杜邦 2024 年 5 月以及 2025 年 1 月公告，杜邦计划将在 2025 年 11 月 1 日前将其旗下电子业务进行拆分，从而实现电子业务的独立运营。此外，原计划予以拆分的水处理业务则将继续保留在杜邦的业务组合中。

中国对杜邦开展涉嫌反垄断调查，有望推动离子交换树脂国产替代进程。2023 年，杜邦公司水处理与防护业务（包括反渗透、超滤、离子交换和纳滤等技术）实现销售额 56 亿美元，其中水处理业务销售额约 15 亿美元，占比 26%。2024 年，杜邦公司水处理与防护业务实现销售额 54 亿美元，同比-4%，其中水处理业务销售额低个位数下降主要由于上半年经销商库存去化，2024 年下半年杜邦公司水处理业务销售额同比增长 7%。亚太地区作为杜邦公司主要销售领域，其水处理与防护业务中离子交换树脂业务一定程度上依赖中国市场消化其产能，此次中国对杜邦开展反垄断调查，我们认为有望加速离子交换树脂（尤其是工业水处理领域）国产替代进程。虽然我国离子交换树脂出口量远高于进口量，但部分高端离子交换树脂产品仍依赖进口，此次反垄断调查事件有望成为以工业水处理离子交换树脂为代表的产品加快国产替代进程的契机，国内以争光股份为代表的离子交换树脂龙头企业有望受益。

超纯水处理领域国产替代空间较大，下游应用于半导体、核工业等高端市场。根据 QYR（恒州博智）的统计及预测，2023 年全球超纯水生产用离子交换树脂市场销售额达到了 13.4 亿美元，预计 2030 年将达到 23 亿美元，年复合增长率为 8%（2023-2030）。地区层面来看，中国市场在过去几年增长较快。海外超纯水生产用离子交换树脂主要厂商包括杜邦、朗盛、三菱化学等，国内厂商包括

争光股份、蓝晓科技等。超纯水处理领域离子交换树脂下游可应用于半导体、核工业等高端市场，如半导体领域晶圆清洗、蚀刻后清洗、光刻胶去除、化学机械抛光(CMP)后清洗等环节均需用到超纯水，超纯水的纯度直接影响到电子元器件的产品质量及生产成品率，核工业领域核级树脂主要用于反应堆一回路和二回路的给水和水处理系统。国内离子交换树脂厂商一直以来在持续推动高端领域的离子交换树脂国产替代进程。此次杜邦反垄断调查，有望加速半导体等高端领域的超纯水生产树脂国产替代进程。

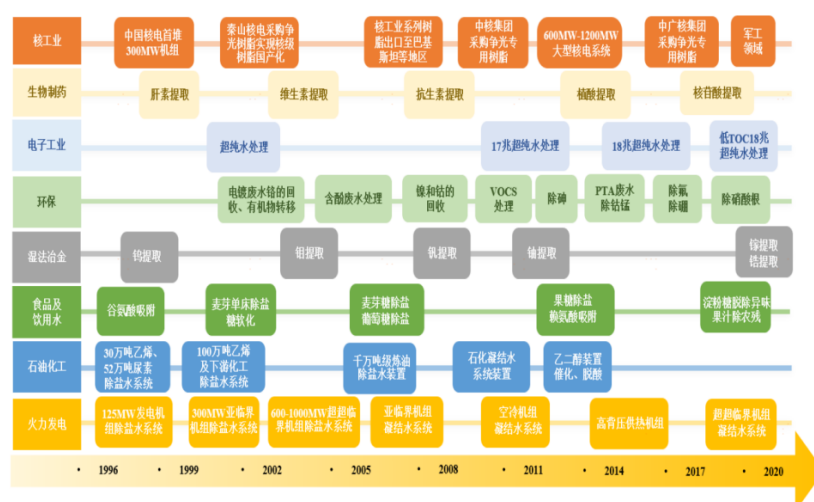
超纯水需求快速增长，超纯水设备市场空间有望快速增长，公司有望适时布局超纯水设备业务。在半导体、核工业等领域带动超纯水需求快速增长的背景下，超纯水设备市场空间有望随之快速增长，持续看好超纯水设备未来发展空间。杭州科百特过滤器材有限公司（Cobetter）成立于 2003 年，以技术为核心驱动，致力于各种过滤分离纯化膜和流体管理系统研究和开发，为全球集成电路制造和生物制药产业以及工业新能源产业提供创新的过滤、分离、纯化和流体解决方案。在关键的集成电路芯片制造工艺中，科百特可以提供广泛的解决方案覆盖从厂务系统的**超纯水系统**、化学输送系统、抛光液输送系统、气体系统到制程端的各个工艺点，薄膜沉积、光刻工艺、化学机械研磨、湿法刻蚀和清洗、电镀、离子注入等工艺。我们认为公司未来有望通过与科百特等布局超纯水设备公司的合作，逐步切入超纯水设备领域。

3、公司竞争优势显著，有望在电子、核工业等领域持续推进国产替代

公司凭借完善的化工基础设施、自行研发的专利技术以及丰富的生产工艺流程控制经验，是国内领先的能够规模化生产离子交换与吸附树脂的企业，并实现了对部分国外进口离子交换与吸附树脂的替代。除国内市场外，公司产品还销往德国、瑞士、俄罗斯、意大利、韩国、美国、非洲等多个国家和地区。公司主要客户包括众多上市公司与国内外大型企业，如德国 BRITA、日本三菱化学、瑞士 AQUIS、三花智控、韩国 BORN-CHEMICAL、中粮集团、中国石化、中广核集团、中国核电、厦门钨业、美国嘉吉、益海嘉里、格林美、湖南中伟、新和成等。

公司先后获得“国家火炬计划重点高新技术企业”、“国家高新技术企业”、“国家级专精特新‘小巨人’企业”，2024 年上半年被认定为“国家级制造业单项冠军示范企业”。公司是国内少数几家掌握核级树脂、粉末树脂、均粒树脂、抛光树脂、生物医药用树脂、凝结水树脂及食品级树脂等中高端离子交换与吸附树脂生产技术的企业，是国内同行业中第一家获得国内核电领域准入资格的企业，并经中核集团评审列入中核集团总部合格供应商名录。

图 16：公司离子交换树脂应用领域演变



资料来源：争光股份招股说明书

据博研咨询，中国电子级抛光树脂行业近年来快速发展，市场需求持续增长。2018 年-2023 年，我国电子级抛光树脂市场规模从 27 亿元增长至 45 亿元，年复合增长率约 10.5%。预计到 2025 年，我国电子级抛光树脂市场规模将增长至 60 亿元。电子级抛光树脂主要应用于半导体制造、集成电路封装、LED 芯片制造等领域，半导体制造是最大的应用领域，占总市场份额的 60%以上。2023 年，我国半导体制造领域的电子级抛光树脂需求量达到 27 万吨，同比增长 15%，集成电路封装和 LED 芯片制造分别占国内市场份额的 25%、15%，需求量分别为 11 万吨、7 万吨。

在电子工业中，从各种电子元器件的清洗到一系列工艺溶液的配制，都需要用到高质量的纯水，特别是半导体器件和大规模集成电路的生产，几乎每道工序都要用到超纯水清洗。超纯水在电子工业中的重要作用日益突出，已成为影响电子元件产品质量及生产成本的重要因素之一。离子交换树脂适用于离子含量较低的水的处理，它能将水中的离子彻底去除，尤其适用于超纯水的抛光阶段。公司

在电子级抛光树脂领域产品系列丰富，持续推进半导体等高端领域国产替代进程。

表 5：公司部分电子级树脂产品

应用	产品	主要用途及特性
高纯度、电子级抛光树脂	ZGER8410 ZGER8415 ZGER8420	专用于特殊电子行业的超纯水制备，如生产磁盘驱动器、显示设备、CD-ROM、独立的半导体设备、低密集成电路，或者用于后级集成电路的分块和配件操作中超纯水制造，第一次营运出水就能达到 17MΩ·cm，另外，争光电子级混合树脂高精度的后处理和高水平的再生度，同样可应用于其它一些普遍超纯水制造行业中。具有运营出水水质上升快、出水电阻率稳定等特点。
高纯度、低 TOC、电子级抛光树脂	低 TOC 系列 ZGER8410LT ZGER8415LT ZGER8420LT	专用于特殊电子行业的超纯水制备，如生产磁盘驱动器、显示设备、CDROM、独立的半导体设备、低密集成电路，或者用于后级集成电路的分块和配件操作中超纯水制造，第一次营运出水就能达到 17MΩ·cm，当进水 TOC 小于 20ppb 时出水 TOC 含量小于 5ppb。另外，争光电子级混合树脂高精度的后处理和高水平的再生度，同样可应用于其它一些普遍超纯水制造行业中。具有运营出水水质上升快、出水电阻率稳定等特点。
EDI 专用树脂	ZGC108-EDI ZGA307-EDI	适用于 EDI 电再生模块用混床系统，只要水处理设计合理，能制取电阻率 15MΩ·cm 以上的高纯无硅脱盐水，具有耐渗透性能好、抗氧化性能强、极快交换速度和高机械强度等特点。
EDI 专用树脂	ZGC650-EDI ZGA550-EDI	一种均粒树脂、适用于 EDI 电再生模块用混床系统，只要水处理设计合理能制取电阻率 17MΩ·cm 以上的高纯无硅脱盐水，具有耐渗透性能好、抗化性能强、极快交换速度和高机械强度等特点。

资料来源：公司官网

核级树脂是一种特殊精制加工工艺生产和转型处理后的树脂，全称为核级离子交换树脂，主要用于核工业领域，特别是核电站、核反应堆以及核废料处理等核能相关设施的水处理系统。核级树脂具备高辐射耐受性、化学稳定性、机械强度高、耐酸碱等特殊性能。

随着全球对清洁能源需求的增加，核能作为一种低碳、高效的能源形式，核能工业的发展将带动核级树脂需求的增长。据共研产业研究院，2023 年全球核级树脂市场规模大约为 1.29 亿美元，预计 2030 年核级树脂市场规模将达到 1.64 亿美元，2023-2030 期间年复合增长率（CAGR）为 3.49%。

公司在核级树脂领域竞争优势显著。公司是国内同行业首家获得核电领域准入资格的企业，其核级树脂填补了国内空白，代表了中国离子交换技术的发展水平。公司不断投入研发，新研发的加氢除氧催化树脂、高交联核级阳树脂、99.99% 锂型核级阳树脂和除银、除铯能力更强的核级树脂等，进一步提升了产品性能，满足了核电领域更高的技术要求。

表 6：公司部分核级树脂产品

应用	产品	主要用途及特性
核级阳树脂	ZGCNR50 ZGCNR80	专用于核工业用水中去除包括放射性元素在内的阳离子，在使用中可保证离子的最低平衡泄漏。此树脂经过高精度的后处理和高效的再生度，具有优良的动力学性能、极高的交换容量和极佳的抗渗透强度等特点。
⁷ Li 型核级阳树脂	ZGCNR50 ⁷ Li	专用于核工业 RCV 系统交换去除杂质阳离子。此树脂经过高精度的后处理和高效的再生度，具有优良的动力学性能、极高的交换容量和极佳的抗渗透强度等特点。
核级阴树脂	ZGANR140 ZGANR170	专用于核工业用水中去除包括放射性元素在内的阴离子，在使用中可保证离子的最低平衡泄漏。此树脂经过高精度的后处理和高效的再生度，具有优良的动力学性能、极高的交换容量和极佳的抗渗透强度等特点。
硼型核级阴树脂	ZGANR140B ZGANR170B	专用于核工业 ZBR 系统控制硼酸浓度、去除碘和杂质阴离子。此树脂经过高精度的后处理和高效的再生度，具有优良的动力学性能、极高的交换容量和极佳的抗渗透强度等特点。
核级混合树脂	ZGNR8710 ZGNR8715 ZGNR8720	用于核电站一回路冷却剂的净化、除锂、钾、硼；一回路辅助系统的净化、除硼，以及乏燃料净化系统、化学和容积控制系统的水质净化，放射性元素、钠、氯、氟等杂质的去除和净化，快处理效率高，出水水质好，此树脂经过高精度的后处理和高效的再生度，具有优良的动力学性能、极高的交换容量和极佳的抗渗透强度等特点。
核级混合树脂	ZGNR8410 ZGNR8415 ZGNR8420	用于核电站一回路冷却剂的净化、除锂、钾、硼；一回路辅助系统的净化、除硼，以及乏燃料净化系统、化学和容积控制系统的水质净化，放射性元素、钠、氯、氟等杂质的去除和净化，快处理效率高，出水水质好，此树脂经过高精度的后处理和高效的再生度，具有优良的动力学性能、极高的交换容量和极佳的抗渗透强度等特点。
	ZG A NR 210 大孔强碱性阴树脂	从水溶液中去除包括硼酸、放射性元素在内的阴离子。
核级混合树脂	ZG NR 8415Li 核级混床树脂	适用于压水反应堆回路冷却剂及废液的净化。

核级混合树脂	ZG ER 8715 电子级混床树脂	电子工业中超纯水的制备及精处理，能制取电阻率大于 $15\text{M}\Omega\cdot\text{cm}$ 以上的高纯无硅脱盐水。
核级混合树脂	ZG ER 8720 电子级混床树脂	电子工业中超纯水的制备及精处理，能制取电阻率大于 $15\text{M}\Omega\cdot\text{cm}$ 以上的高纯无硅脱盐水。
核级混合树脂	ZG ER 6010 大孔电子级混床树脂	电子工业中超纯水的制备及精处理，能制取电阻率大于 $15\text{M}\Omega\cdot\text{cm}$ 以上的高纯无硅脱盐水。
核级混合树脂	ZG ER 6015 大孔电子级混床树脂	电子工业中超纯水的制备及精处理，能制取电阻率大于 $15\text{M}\Omega\cdot\text{cm}$ 以上的高纯无硅脱盐水。
核级混合树脂	ZG ER 6020 大孔电子级混床树脂	电子工业中超纯水的制备及精处理，能制取电阻率大于 $15\text{M}\Omega\cdot\text{cm}$ 以上的高纯无硅脱盐水。

资料来源：公司官网

4、盈利预测与估值

4.1 关键假设及盈利预测

公司主要产品为离子交换与吸附树脂,可应用于工业水处理、食品及饮用水、环保、生物医药、电子、新能源等多个领域。由于公司并未详细披露过各个应用领域具体的产品产销量情况,因此我们针对离子交换与吸附树脂业务及其他业务进行假设和盈利预测。

(1) 离子交换与吸附树脂产品

根据公司公告,公司目前拥有离子交换与吸附树脂产能 22050 吨/年,其中包括公司上市前所拥有的 19750 吨/年树脂产能,以及公司 IPO 募投建设的 2300 吨/年大孔吸附树脂产能(于 2022 年年底建成),公司 15000 吨食品级精处理树脂实质上是对宁波产能的精加工,因此不单独考虑该项目增量产能。此外,公司还在建有湖北荆门争光 5.5 万吨/年功能性高分子新材料项目,其中一期 3.9 万吨/年产能预计将于 2025 年下半年建成投产。

根据公司招股说明书,公司离子交换与吸附树脂产品产量可分为自产和外协加工两部分。根据公司年报,公司 2022-2024 年外协加工量分别为 11657 吨、8710 吨、16706 吨。我们预计 2025-2027 年公司外协加工情况仍然存在,保守预计 2025-2027 年期间公司外协加工量保持在 2022-2024 年均值左右,预计为 11000 吨。

自产产量方面,根据公司 2023 年年报,公司原 19750 吨/年树脂产能和新增的 2300 吨/年大孔吸附树脂产能已处于满产状态。我们预计该部分产能在 2025-2027 年期间仍然保持满产状态,对应产量为 22050 吨。同时,我们预计公司湖北荆门一期项目 3.9 万吨/年产能将于 2025 年下半年开始逐步释放产能,预计 2025-2027 年该项目产量分别为 3900 吨、23400 吨、38500 吨。

综上所述,我们预计 2025-2027 年公司离子交换与吸附树脂产品总产量(包括自产产量和外协加工产量)分别为 3.70 万吨、5.65 万吨、7.16 万吨。同时,根据公司历史情况我们假设公司产销率为 100%,对应产品销量和产品总产量一致。

价格方面,2022 年-2024 年公司离子交换与吸附树脂产品销售均价分别为 1.73 万元/吨、1.75 万元/吨、1.54 万元/吨。公司离子交换与吸附树脂产品价格上市以来保持在 1.54-1.75 万元/吨区间波动,产品价格保持相对稳定,我们预计 2025-2027 年公司离子交换与吸附树脂产品销售均价保持在 2022 年-2024 年平均价格水平左右,预计为 1.67 万元/吨。

毛利率方面,2024 年公司整体毛利率为 31.4%,同比下降 2.4pct。我们认为公司毛利率的降低主要是因为 2023 年年末新增的 15000 吨/年食品级树脂处理装置产能利用率较低所致。随着对应装置产能利用率的上升,公司整体毛利率也有望得到修复,此外荆门项目产品结构以新能源、生物医药等毛利率更高产品为主,投产后公司毛利率也有望提升。我们预计 2025-2027 年公司离子交换与吸附树脂产品毛利率分别为 32%、35%和 37%。

(2) 其他业务

2024 年,公司其他业务营收为 107 万元,对应毛利率为 69.4%。我们预计 2025-2027 年公司其他业务营收和毛利率与 2024 年保持一致。

(3) 期间费用率

销售、管理费用率方面，2023 年-2024 年公司销售费用率分别为 5.5%和 5.1%，2023 年-2024 年公司管理费用率分别为 5.0%和 5.0%，我们预计公司销售、管理费用率将保持相对稳定。我们预计 2025-2027 年公司销售费用率分别为 5.1%、5.1%、5.1%，管理费用率分别为 5.0%、5.0%、5.0%。

研发费用率方面，公司产品可应用于下游多个领域，为了拓展公司离子交换和吸附树脂产品在新领域中的应用，公司仍将保持较高强度的研发。因此，我们预计 2025-2027 年公司研发费用率维持在 5.0%。

财务费用率方面，2024 年公司财务费用率为-2.7%。结合公司后续投资和现金流估算，预计后续公司财务费用率保持相对稳定，我们预计 2025-2027 年公司财务费用率分别为-2.7%、-2.7%、-2.7%。

表 7：争光股份关键项目预测（万元）

主营业务	财务数据类型	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
离子交换与吸附树脂产品	营收	52,416	57,077	61,707	94,272	119,489
	yoy	-5.0%	8.9%	8.1%	52.8%	26.7%
	毛利率	33.6%	31.3%	32.0%	35.0%	37.0%
其他业务	营收	204	107	107	107	107
	yoy	-98.4%	-47.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	71.6%	69.4%	69.4%	69.4%	69.4%
合计	营收	52,620	57,184	61,813	94,378	119,595
	yoy	-22.2%	8.7%	8.1%	52.7%	26.7%
	毛利率	33.8%	31.4%	32.1%	35.0%	37.0%
期间费用率	销售费用率	5.5%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
	管理费用率	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	研发费用率	5.0%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	财务费用率	-3.5%	-2.7%	-2.7%	-2.7%	-2.7%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

基于上述假设，我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 6.18、9.44、11.96 亿元，对应营收增速分别为 8.1%、52.7%、26.7%。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.17、1.96、2.65 亿元，折算 EPS 分别为 0.87、1.46、1.98 元/股。

4.2 相对估值

我们采用相对估值法对公司进行估值，并以 2025 年作为相对估值的参考年度。公司主要产品为离子交换和吸附树脂，因此我们选取同样从事离子吸附树脂的蓝晓科技作为可比公司，同时选取具有高性能树脂相关业务的金发科技、圣泉集团、彤程新材作为可比公司。其中，金发科技主要从事改性塑料、特种工程塑料等业务，为改性塑料行业内的头部企业，下游应用领域宽广；圣泉集团主要从事合成树脂、复合材料业务；彤程新材主要从事酚醛树脂等业务，主要应用于下游轮胎和电子半导体领域。上述可比公司均以高性能树脂（塑料）作为核心产品之一，并具有较为广泛的应用领域。对应的产品地位和应用范围和公司离子交换和吸附树脂的产品特征较为相似，具有可比性。

截至 2025 年 5 月 12 日，4 家可比公司 2025 年的平均 PE 为 24 倍，争光股份 2025 年的 PE 约为 34 倍，高于可比公司的 PE 平均值。我们认为由于争光

股份后续新增产能规模大,当前估值水平部分考虑了新增产能释放后对公司整体业绩的拉动,此外公司未来营业收入和归母净利润增速远高于其他可比公司,处于快速发展阶段,因此公司当前 PE 估值水平高于可比公司估值的平均水平,但考虑到 PEG 估值水平,2026 年争光股份 PEG 约 0.3 倍,远低于可比公司平均水平 0.8 倍,随着公司未来新增产能投放,归母净利润有望快速增长,PEG 估值水平也有望向行业平均靠拢。

表 8: 可比公司估值比较

公司名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)				P/E (X)				PEG (X)
		24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	26E
蓝晓科技	46.30	1.56	2.04	2.54	3.11	30	23	18	15	0.76
金发科技	11.07	0.31	0.54	0.73	0.90	35	21	15	12	0.42
圣泉集团	27.76	1.05	1.44	1.73	2.12	26	19	16	13	0.77
彤程新材	32.49	0.86	1.02	1.23	1.43	38	32	26	23	1.25
平均值						32	24	19	16	0.80
争光股份	29.88	0.77	0.87	1.46	1.98	39	34	20	15	0.30

资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025.05.12

注: 蓝晓科技、金发科技、圣泉集团、彤程新材 2025-2027 年 EPS 为当日 Wind 一致预期, 争光股份为光大证券研究所预测; 考虑到公司新产能于 2025 年末投放, 2026 年逐步释放业绩, 因此 PEG 指标我们选取 2026 年。

4.3 估值结论

公司凭借完善的化工基础设施、自行研发的专利技术以及丰富的生产流程控制经验,是国内领先的能够规模化生产离子交换与吸附树脂的企业,并实现了对部分国外进口离子交换与吸附树脂的替代。随着荆门新产能投产在即,公司有望在电子、核工业、新能源、生物医药等多领域持续发展,高端细分领域持续推进国产替代,未来发展空间广阔。

我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 6.18、9.44、11.96 亿元,对应营收增速分别为 8.1%、52.7%、26.7%。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.17、1.96、2.65 亿元,折算 EPS 分别为 0.87、1.46、1.98 元/股。公司新产能投放在即,未来业绩有望高增长,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 9: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	526	572	618	944	1,196
营业收入增长率	-22.16%	8.67%	8.10%	52.68%	26.72%
归母净利润 (百万元)	109	103	117	196	265
归母净利润增长率	-38.82%	-5.33%	13.20%	67.78%	35.55%
EPS (元)	0.81	0.77	0.87	1.46	1.98
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.98%	5.46%	5.92%	9.19%	11.36%
P/E	37	39	34	20	15
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-05-12

5、风险分析

原材料价格波动风险

公司产品主要原材料有苯乙烯、二乙烯苯、酸、碱等数十种化工原料，原材料成本占营业成本比重较高。其中苯乙烯、二乙烯苯等材料价格与原油价格紧密相关。受国际原油价格及国内外市场供应情况的影响，公司主要原材料采购价格呈现一定幅度的波动，从而影响公司产品毛利率，对公司生产经营产生一定影响。

市场竞争风险

新兴下游应用领域具备良好发展前景，随着国内吸附分离材料产品应用的逐渐普及，未来吸附分离材料市场竞争或将日趋激烈。随着其他生产厂商的竞争强度加大，公司存在市场份额缩小的风险。如果公司不能持续开发出新产品，拓展高附加值产品市场，提升现有产品性能，满足客户的需求，公司将在市场竞争中处于不利地位。

环境保护和安全生产风险

安全生产和环境保护是化工企业生存和发展的基石。公司一直严格执行有关安全、环保方面的法律法规和规章制度，但随着国家在安全环保方面的管理力度不断加强，有关标准和要求可能会发生变化，如果公司不能及时适应相应的变化，可能将对生产和发展产生一定程度影响。

产能建设不及预期风险

公司荆门一期3.9万吨/年离子交换与吸附树脂项目预计于2025年下半年投产，若产能投放进度不及预期，公司未来几年营业收入和归母净利润的增速或将不及预期。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	526	572	618	944	1,196
营业成本	349	392	420	613	753
折旧和摊销	15	25	28	38	48
税金及附加	5	6	7	10	13
销售费用	29	29	31	48	61
管理费用	26	29	31	47	60
研发费用	26	30	31	47	60
财务费用	-18	-15	-17	-25	-33
投资收益	14	8	8	8	8
营业利润	129	119	137	230	312
利润总额	129	119	137	230	312
所得税	20	16	21	35	47
净利润	109	103	117	196	265
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	109	103	117	196	265
EPS(元)	0.81	0.77	0.87	1.46	1.98

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	86	83	97	170	246
净利润	109	103	117	196	265
折旧摊销	15	25	28	38	48
净营运资金增加	-74	-17	38	106	83
其他	36	-29	-86	-170	-150
投资活动产生现金流	-572	-120	-197	-227	-202
净资本支出	-187	-387	-210	-210	-210
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-386	267	13	-17	8
融资活动现金流	11	-38	-27	-1	-20
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	23	3	-10	0	0
无息负债变化	62	101	-3	137	101
净现金流	-475	-74	-128	-59	24

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	33.8%	31.4%	32.1%	35.0%	37.0%
EBITDA 率	21.5%	21.4%	21.7%	24.2%	26.2%
EBIT 率	18.5%	16.9%	17.2%	20.2%	22.2%
税前净利润率	24.5%	20.8%	22.2%	24.4%	26.1%
归母净利润率	20.7%	18.0%	18.9%	20.7%	22.2%
ROA	5.3%	4.7%	5.1%	7.6%	9.2%
ROE (摊薄)	6.0%	5.5%	5.9%	9.2%	11.4%
经营性 ROIC	12.0%	7.7%	6.9%	10.3%	12.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	11%	15%	14%	17%	19%
流动比率	8.34	4.17	3.99	3.02	2.75
速动比率	7.70	3.68	3.44	2.46	2.19
归母权益/有息债务	51.60	49.30	69.90	75.60	82.94
有形资产/有息债务	56.20	56.21	78.50	88.76	99.38

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	2,039	2,210	2,279	2,576	2,884
货币资金	798	578	450	391	415
交易性金融资产	492	395	395	401	407
应收账款	95	112	121	185	235
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	7	5	5	8	10
存货	119	154	165	241	296
其他流动资产	29	52	53	62	68
流动资产合计	1,556	1,311	1,196	1,296	1,442
其他权益工具	1	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	250	272	456	623	774
在建工程	173	545	514	490	473
无形资产	51	50	59	67	76
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1	21	22	22	22
非流动资产合计	483	900	1,083	1,280	1,442
总负债	220	324	311	448	549
短期借款	5	10	0	0	0
应付账款	123	207	222	324	398
应付票据	8	4	4	6	7
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1	3	4	12	19
流动负债合计	187	314	300	429	524
长期借款	28	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	4	5	14	20
非流动负债合计	33	10	11	19	25
股东权益	1,819	1,886	1,968	2,128	2,335
股本	134	134	134	134	134
公积金	1,158	1,169	1,174	1,174	1,174
未分配利润	527	593	669	829	1,036
归属母公司权益	1,819	1,886	1,968	2,128	2,335
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	5.49%	5.09%	5.09%	5.09%	5.09%
管理费用率	5.02%	5.02%	5.02%	5.02%	5.02%
财务费用率	-3.51%	-2.70%	-2.70%	-2.70%	-2.72%
研发费用率	4.97%	5.21%	5.00%	5.00%	5.00%
所得税率	16%	13%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.26	0.26	0.26	0.44	0.59
每股经营现金流	0.65	0.62	0.72	1.26	1.84
每股净资产	13.61	14.07	14.68	15.88	17.42
每股销售收入	3.94	4.27	4.61	7.04	8.92

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	37	39	34	20	15
PB	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	23.1	24.2	22.9	13.9	10.3
股息率	0.9%	0.9%	0.9%	1.6%	2.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP