



公司研究 | 深度报告 | 呈和科技 (688625.SH)

“呈”势向上，再攀高峰

报告要点

公司深耕高分子材料助剂领域，是国内成核剂与合成水滑石龙头，在抗氧剂以及 NDO 复合助剂等领域也具有较强竞争力。目前国产成核剂和合成水滑石渗透率不高，公司主业有望持续成长。预计 2025/2026/2027 年公司归属净利润分别为：3.60/4.39/5.18 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002

SFC: BUT911



孙国铭

呈和科技（688625.SH）

2025-07-25

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

“呈”势向上，再攀高峰

公司概况：国内成核剂与合成水滑石龙头

公司深耕高分子材料助剂领域，是国内成核剂与合成水滑石龙头，在抗氧剂以及 NDO 复合助剂等领域也具有较强竞争力。公司发展主要经历三个阶段：在前期研发投入阶段，公司专注产品研发，成功开发成核剂产品；在突破发展阶段，公司核心产品获得下游主流厂商认可，并成功拓展境内外主流市场，包括中国石化、北欧化工等；在快速发展阶段，公司形成了成核剂、合成水滑石两大拳头产品，实现了研产销一体化，市场规模快速增长。

成核剂：发展潜力巨大，国产替代加速

需求端，成核剂是生产高端聚烯烃不可或缺的助剂，随着国内聚烯烃生产逐步向高端化发展，改性塑料需求不断扩大，生产高性能聚烯烃材料所需的助剂需求不断增加，成核剂渗透率持续提升。2016~2022 年，国内成核剂需求量从 4600 吨增长至 9520 吨，复合增速达 12.9%。2023 年，中国成核剂需求约占全球的 27%，仅次于北美。

供给端，国产替代加速。外资企业凭借长期积累的技术工艺和市场认知度优势，占据国内约 7 成市场份额。国内成核剂价格普遍低于进口产品，构成国产替代核心竞争力。国产成核剂价格普遍比进口产品低 1/3~1/2，其核心价差一方面源于技术壁垒和市场策略，以美利肯为代表的海外厂商依靠原创专利技术，研发投入成本叠加国际认证费用，形成显著溢价；另外，进口品牌需承担跨境物流、关税等加价，进一步拉大价差。

合成水滑石：技术自主加速扩容，绿色材料赛道突围

合成水滑石主要作为 PVC 生产用的热稳定剂和聚烯烃树脂生产用的卤素吸收剂。近十年来合成水滑石需求维持高速增长，国内头部企业实现了技术突破，开始推动进口替代。近年来 PVC 无铅替代进程加速推进，合成水滑石渗透率持续增长；合成水滑石下游应用场景持续扩展，农用薄膜、氨纶等新兴领域不断涌现，未来行业空间广阔。供给侧，海外企业占据了主要市场份额，公司实现了技术突破，成为国内头部企业，正逐步打破日韩厂商在聚丙烯树脂、医疗级水滑石等高端领域的垄断，推动进口替代。

抗氧剂：应用广泛的防老化助剂，补全高分子助剂产品线

2023 年，公司通过收购科澳化学和信达丰两家公司，正式进军抗氧剂领域，补全了高分子助剂产品线。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。其中科澳化学专注于特种抗氧剂研发与生产，主要产品包括抗氧剂 1098 等，广泛应用于尼龙、聚氨酯、润滑油等领域。2024 年公司抗氧剂业务实现营收 0.71 亿元，占公司总营业收入的 8.0%。

投资建议：给予“买入”评级

公司深耕高分子材料助剂领域，是国内成核剂与合成水滑石龙头，在抗氧剂以及 NDO 复合助剂等领域也具有较强竞争力。目前国产成核剂和合成水滑石渗透率不高，公司主业有望持续成长。预计 2025/2026/2027 年公司归属净利润分别为：3.60/4.39/5.18 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、原材料价格波动风险；
- 2、市场竞争加剧风险；
- 3、技术迭代风险；
- 4、募投项目产能消化不畅的风险；
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	30.98
总股本(万股)	18,832
流通A股/B股(万股)	18,832/0
每股净资产(元)	10.24
近12月最高/最低价(元)	56.89/29.35

注：股价为 2025 年 7 月 23 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

公司概况：国内成核剂与合成水滑石龙头	7
公司简介：深耕高分子助剂领域二十余年	7
股权结构：赵文林先生为公司实际控制人	8
财务分析：业绩稳健增长，成核剂表现亮眼	10
成核剂：发展潜力巨大，国产替代加速	13
成核剂简介：制造高性能树脂的关键材料	13
需求端：聚烯烃生产高端化，助剂需求增长	14
供给端：海外供给主导，自主可控逐步加速	17
公司亮点：技术和客户双重壁垒下加速国产替代	22
合成水滑石：技术自主加速扩容的绿色材料	25
合成水滑石简介：绿色高分子材料的核心添加剂	25
需求端：环保政策与新兴应用双轮驱动下高速增长	27
供给端：国内产能扩张，国产替代加速	31
公司亮点：合成水滑石生产技术全球领先	33
抗氧剂：应用广泛的防老化助剂	35
投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	38
风险提示	39

图表目录

图 1：公司已进入快速发展阶段	7
图 2：公司产品可满足下游高性能树脂材料和改性塑料的生产需求	8
图 3：公司股权结构（截止 2025 年一季报）	9
图 4：全佳奇工作经历及公司发展历程	9
图 5：公司营收呈持续增长趋势	10
图 6：公司业绩稳健增长	10
图 7：公司营收结构（按产品）	11
图 8：公司毛利润结构（按产品）	11
图 9：公司主要产品销量持续增长（单位：吨）	11
图 10：公司毛利率处于高水平	12
图 11：公司费用结构持续优化	12
图 12：公司维持较高的研发支出	12
图 13：公司 ROE 维持在较高水平	12
图 14：聚合物添加成核剂结晶过程	13
图 15：添加成核剂可显著提升产品透明度	13
图 16：国内成核剂消费量快速增长	14
图 17：国内成核剂渗透率持续提升	14
图 18：全球成核剂市场分布结构（2023A）	15

图 19: 国内聚丙烯、聚乙烯产量增长较快.....	15
图 20: 国内成核剂需求增速整体高于聚烯烃产量增速.....	15
图 21: 中国塑料改性化率仍低于全球平均水平.....	16
图 22: 中国“塑钢比”远低于其他国家.....	16
图 23: 改性塑料被广泛应用于家电、汽车等各个领域（2023A）.....	16
图 24: 中国改性塑料产量不断增长.....	17
图 25: 中国四大家电总产量呈增长趋势（单位：万台）.....	17
图 26: 近年来中国汽车产量平稳增长.....	17
图 27: 国外企业在成核剂市场竞争中占据主导地位（2021A）.....	18
图 28: 国内成核剂自给率不断提升.....	18
图 29: 2022 年美利肯透明剂超级工厂在美国南卡罗来纳州正式投产.....	19
图 30: 国内成核剂单剂产量持续增长.....	21
图 31: 使用国产成核剂将降低塑料生产成本.....	22
图 32: 国内成核剂供应量远低于需求量.....	22
图 33: 成核剂主要原材料价格趋于稳定.....	23
图 34: 不同增压条件影响成核剂性能.....	24
图 35: 公司成核剂（单剂）产能持续扩张（单位：吨/年）.....	25
图 36: 合成水滑石结构示意图.....	26
图 37: 合成水滑石图片.....	26
图 38: 呈和科技合成水滑石工艺流程图.....	26
图 39: PVC 用钙锌复合稳工艺流程图.....	27
图 40: 国内合成水滑石需求维持高速增长.....	28
图 41: 国内合成水滑石渗透率持续提升.....	28
图 42: PVC 热稳定剂结构（2020A）.....	29
图 43: PVC 需求结构（2024A）.....	29
图 44: 合成水滑石与铅盐类稳定剂的单吨塑料成本.....	29
图 45: 国内 PVC 产量和需求量整体呈增长趋势.....	30
图 46: 合成水滑石在 PVC 领域渗透率持续提升.....	30
图 47: 农用薄膜产量有所下降.....	31
图 48: 国内氨纶需求量高增长.....	31
图 49: 国内合成水滑石行业集中度较高（2021A）.....	31
图 50: 国内合成水滑石产量持续维持高增长.....	32
图 51: 呈和科技合成水滑石产能持续扩张.....	33
图 52: 合成水滑石毛利率较高，是公司业绩增长引擎之一.....	34
图 53: 抗氧剂添加前后对比.....	35
图 54: 抗氧剂作用机理.....	36
表 1: 公司主营产品的应用情况.....	8
表 2: 公司部分董事和高级管理人才任职情况.....	10
表 3: 成核剂可用于提高树脂产品性能.....	13
表 4: 成核剂主要可分为 α 晶型成核剂和 β 晶型成核剂.....	14
表 5: 国内外主要成核剂生产企业情况.....	18

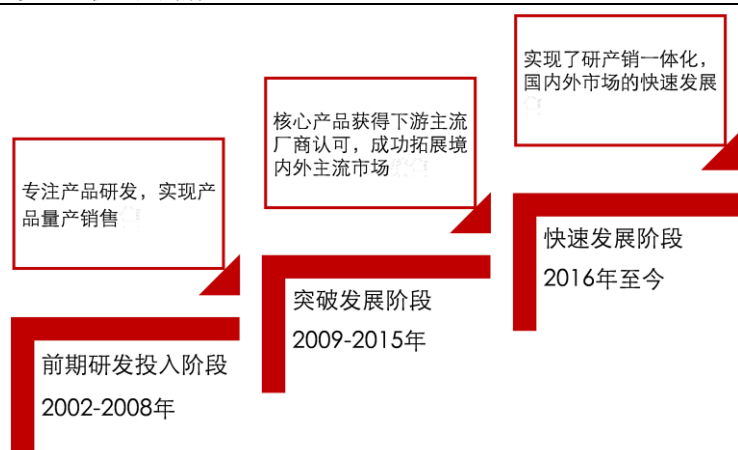
表 6：国家出台一系列高分子材料助剂扶持政策	20
表 7：主要成核剂价格参考	21
表 8：公司成核剂相关核心技术	23
表 9：公司 β 晶型增韧成核剂性能优异	24
表 10：公司自主产品前五大客户情况（2020A）	25
表 11：合成水滑石主要制备方法	26
表 12：合成水滑石可分为通用合成水滑石、高透明合成水滑石和阻燃合成水滑石	27
表 13：PVC 热稳定剂种类	28
表 14：国内 PVC 产能稳定扩张	30
表 15：国内外主要合成水滑石生产企业情况	32
表 16：公司合成水滑石相比同类产品性能优异	33
表 17：公司自主产品前五大客户情况（2020A）	34
表 18：抗氧剂主要可分为主抗氧剂和辅助抗氧剂	36
表 19：公司主要抗氧剂种类	37
表 20：公司收入和利润敏感性分析（百万元）	39

公司概况：国内成核剂与合成水滑石龙头

公司简介：深耕高分子助剂领域二十余年

公司深耕高分子材料助剂领域，是国内成核剂与合成水滑石龙头，在抗氧剂以及 NDO 复合助剂等领域也具有较强竞争力。公司成立于 2002 年，并于 2016 年在新三板挂牌，于 2021 年在上交所上市，目前已成为成核剂、合成水滑石国产品牌龙头企业。公司发展主要经历三个阶段：在前期研发投入阶段，公司成功开发和量产销售成核剂产品，实现国产同类产品突破；在突破发展阶段，公司核心产品获得下游主流厂商认可，并成功拓展境内外主流市场，包括中国石化、北欧化工等；在快速发展阶段，公司形成了成核剂、合成水滑石以及 NDO 复合助剂三大系列产品，实现了研产销一体化，经营规模快速增长。

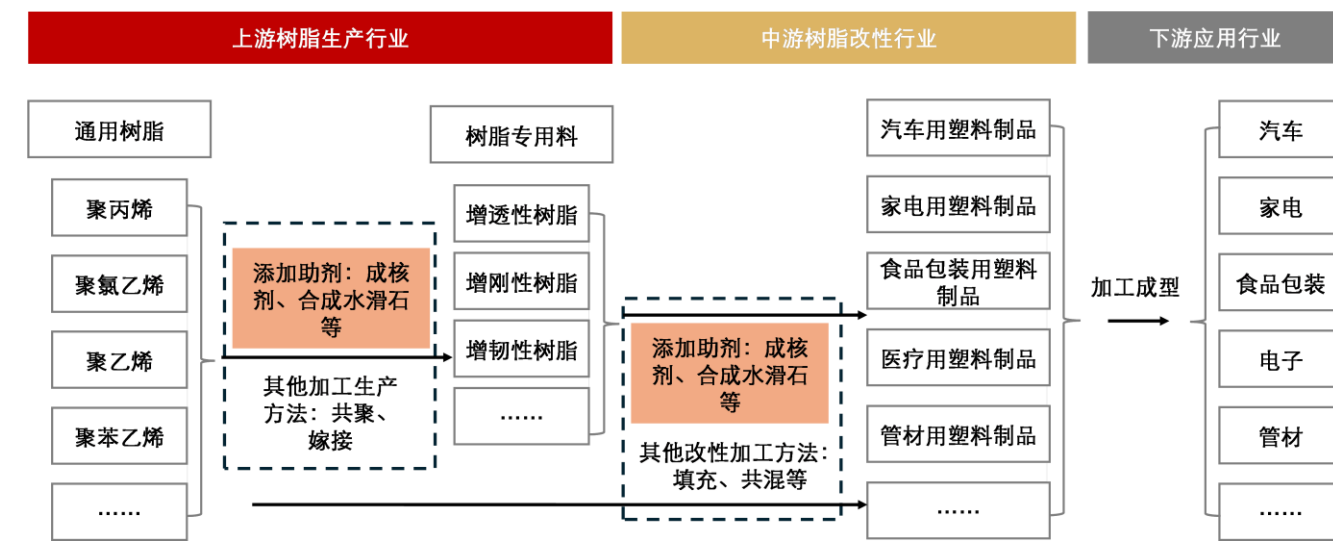
图 1：公司已进入快速发展阶段



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

公司拥有完善的产品体系，能够有效满足下游厂商生产高性能树脂材料和改性塑料的需求。公司主营产品成核剂、合成水滑石和复合助剂是制造高性能树脂的关键材料，可显著改善通用树脂产品性能并提升其稳定性，制成品可满足食品包装接触材料、医疗器械等行业的安全和环保需求。公司核心产品已取得全球主流的聚丙烯树脂生产工艺技术 Novolen 和 Unipol 的准入认证，且公司已成为首家通过美国 FDA 食品接触物质审批的中国企业，进而与中石化、北欧化工等大型能源化工企业建立了合作关系。

图 2：公司产品可满足下游高性能树脂材料和改性塑料的生产需求



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 1：公司主营产品的应用情况

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、家居家电用品、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
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

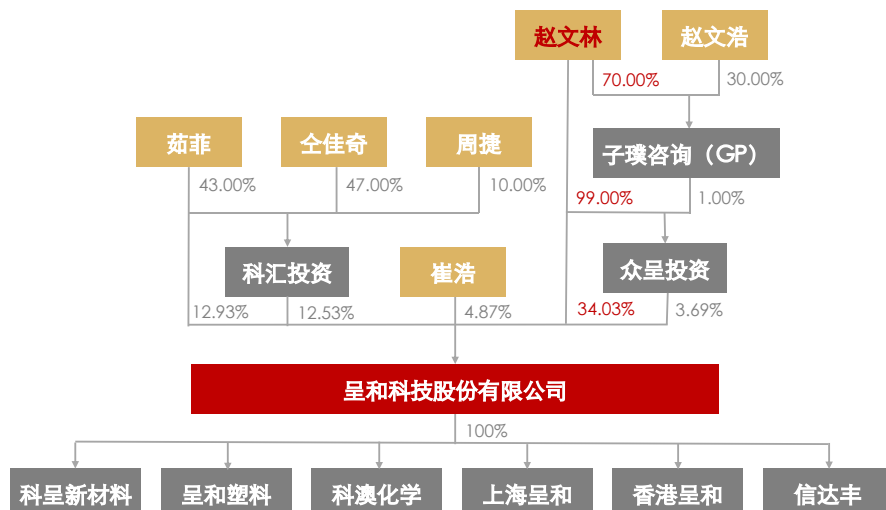
资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

股权结构：赵文林先生为公司实际控制人

公司控股股东赵文林控制公司 37.72% 的股份，为公司实际控制人。公司控股股东、实际控制人赵文林直接持有 34.03%，通过众呈投资间接控制 3.69%，合计控制公司 37.72% 的股份；公司第二大股东为茹菲，直接持有公司 12.93% 的股份；公司董事长全佳奇通过科汇投资控制公司约 12.53% 的股份。茹菲和科汇投资为一致行动人，合计控制公司 25.46% 的股份。

公司名下子公司呈和塑料、科澳化学负责部分产品的生产。呈和塑料是公司早期的主要生产主体，承担成核剂、合成水滑石等核心产品的生产任务，而科呈新材料、上海呈和、香港呈和则主要负责协助公司开展销售及采购业务；2023 年公司收购科澳化学和信达丰，新增特种抗氧剂的研发生产和销售业务，进一步完善了公司产品线，增强了产业链配套服务能力。

图 3：公司股权结构（截止 2025 年一季报）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

赵文林和仝佳奇承担核心领导责任。赵文林作为创始人，设立了公司前身呈和有限，目前担任公司名誉董事长、总工程师与核心技术人员，负责技术研发和生产管理的相关事务；仝佳奇曾就职于中化集团，现担任公司董事长和总经理，负责客户和销售有关事务。这种“双核心”架构有利于实现技术研发和市场拓展的互补，从而加快推进国产替代与公司业绩增长。

仝佳奇在中化集团任职期间积累了丰富的石化产业链资源。1994 年至 1997 年，仝佳奇就职于中国中化集团有限公司；1999 年至 2007 年，仝佳奇历任中国中化集团有限公司下属中化国际（控股）股份有限公司办公室主任、塑料事业部总经理、总经理助理，中化香港化工国际有限公司及中化塑料有限公司总经理。这一工作经历为其积累了丰富的行业资源。仝佳奇于 2008 年进入公司，而公司从 2009 年开始进入快速发展阶段，成功拓展包括中国石化在内的境内外主流的重要能源化工企业客户。

图 4：仝佳奇工作经历及公司发展历程



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司管理团队和技术人员经验丰富、实力雄厚。公司董事、高管均有丰富的相关工作经历，积累了雄厚的实力以及资源，且具有技术储备的人才占比大，符合公司高新技术企业的定位。经验丰富的管理和技术人才团队有利于提升公司决策效率和创新力，增强风险管理，吸引人才和客户等资源，推动公司持续发展。

表 2：公司部分董事和高级管理人才任职情况

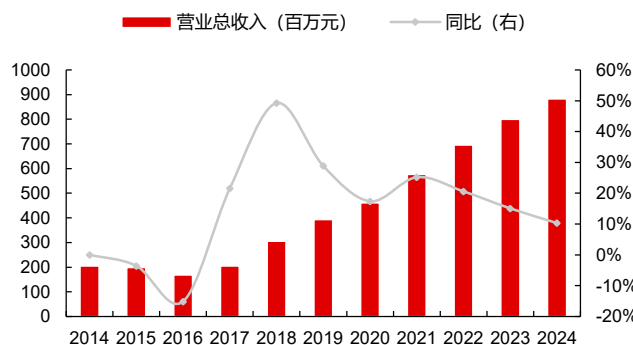
姓名	职务	主要工作经历
赵文林	名誉董事长、总工程师、核心技术人员	曾任广州华立颜料化工有限公司技术员，广州源丰塑料助剂有限公司副总经理、总经理
全佳奇	董事长	曾就职于对外贸易经济合作部（现国家商务部）国外经济合作司、香港第一太平银行、中化集团等
张旭	总经理	曾就职于液化空气、中国能源工程集团，曾任盈德气体集团有限公司业务发展中心总经理、上海湃通智能科技有限公司业务总经理
赵文声	董事	曾就职于广东省长大公路工程有限公司、广东粤路勘察设计院有限公司等，历任项目总工程师、项目经理等
赵文浩	董事	曾任佛山顺通公路桥梁运输安装工程有限公司工程主管，公司工程设备部主管、监事、董事
何洁冰	监事会主席、核心技术人员、职工监事	曾历任广州同济化工厂技术员、助理工程师、化工工程师、科研科副科长，公司研发中心主任、监事等
胡志毅	董事会秘书	曾任时代周报记者、证券时报记者、歌力思高级证券事务专员、大族激光证券事务代表等
余志亮	财务总监	曾任公司董事会秘书、财务主管等
魏永权	核心技术人员	曾任公司工程部副经理（现任经理）、公司监事等

资料来源：公司公告，长江证券研究所

财务分析：业绩稳健增长，成核剂表现亮眼

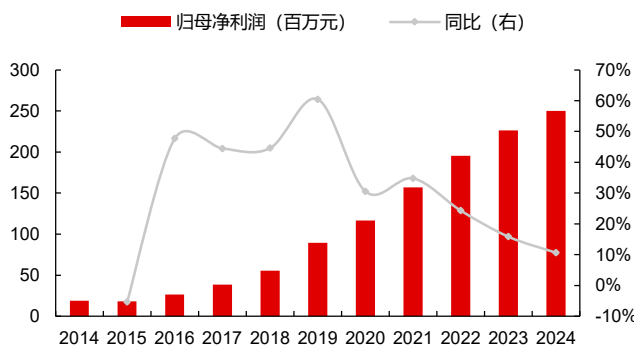
公司业绩呈稳健增长趋势，其中自主产品尤其是成核剂对业绩增长贡献巨大。2016 年开始，公司逐步实现研产销一体化，市场规模扩大，营业收入和归母净利润逐年增长，盈利表现优异。公司自主产品即成核剂、合成水滑石、NDO 复合助剂是毛利润的主要构成，而从 2016 年公司进入快速发展阶段形成成核剂、合成水滑石、NDO 复合助剂三大系列产品后，其对营收增长贡献大幅提升。其中成核剂为最大推动力，且其毛利和营收占比仍呈持续扩大趋势，公司业绩稳健增长态势有望保持。

图 5：公司营收呈持续增长趋势



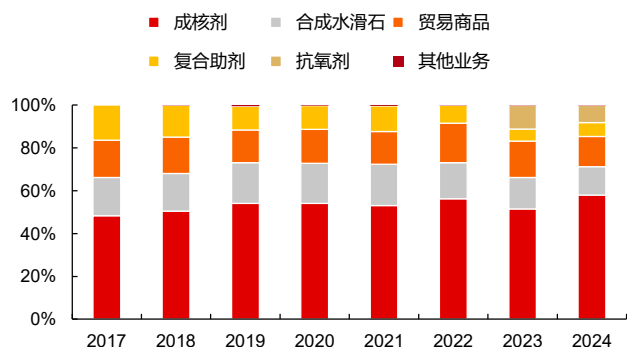
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：公司业绩稳健增长



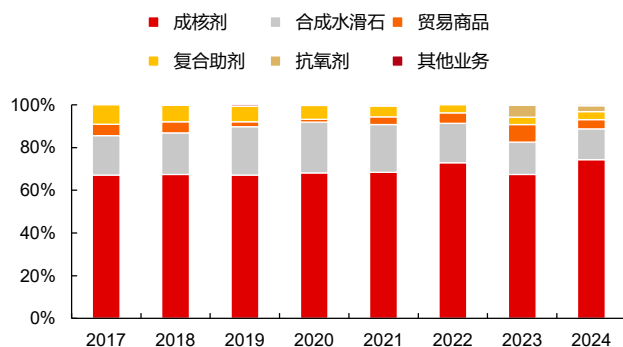
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：公司营收结构（按产品）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

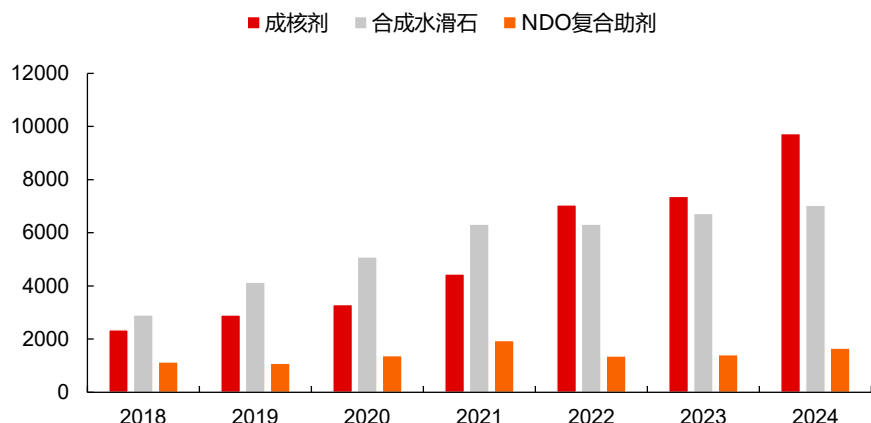
图 8：公司毛利润结构（按产品）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司成核剂、合成水滑石、NDO 复合助剂产销双增，驱动业绩稳健增长。从 2018 年到 2024 年，公司成核剂销量由 2349 吨增长至 9728 吨¹，增长率超过 314%；合成水滑石销量由 2907 吨增长至 7037 吨，增长 142%；NDO 复合助剂销量由 1140 吨增长至 1654 吨，增长约 45%。公司三大主营产品的销量增长驱动着业绩的持续增长。

图 9：公司主要产品销量持续增长（单位：吨）

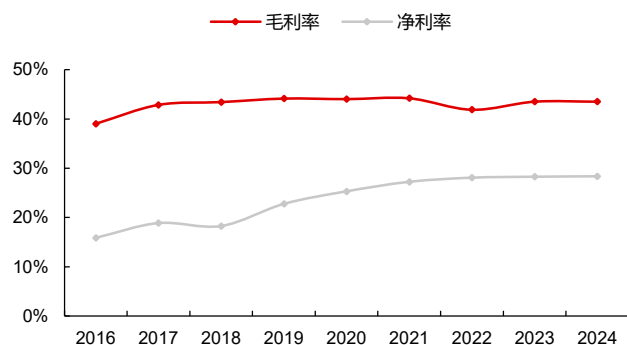


资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司毛利率维持较高水平，费用结构持续优化，盈利能力强。2016 年以后，公司毛利率就一直稳定在 40% 以上，净利率呈持续增长趋势；公司销售、管理、财务费用率呈现逐年下降的趋势，财务状况运行良好，而研发费用率几乎一直维持在 4% 以上，费用结构持续优化。高水平的毛利率和持续优化的费用结构使得公司不断增强市场竞争力和盈利能力。

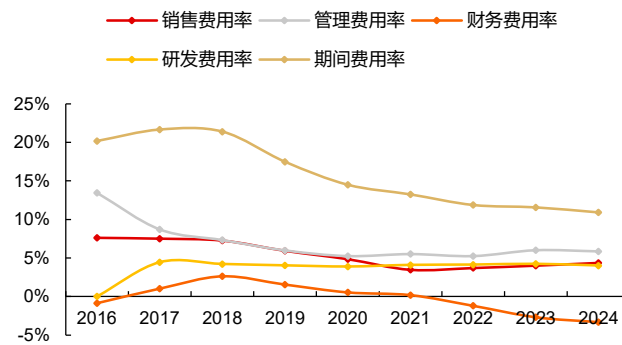
¹ 此处成核剂包括单剂和复合剂，每吨成核剂单剂可生产约 3 吨成核剂复合剂。公司年报不披露销量中单剂和复合剂的占比，根据招股说明书，2020 年公司销售的 3301.7 吨成核剂中，单剂占 57.4%，复合剂占 42.6%

图 10：公司毛利率处于高水平



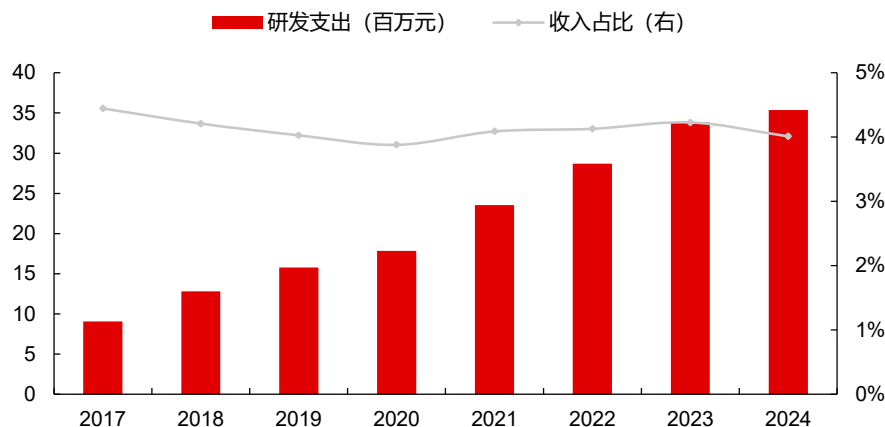
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：公司费用结构持续优化



资料来源：Wind，长江证券研究所

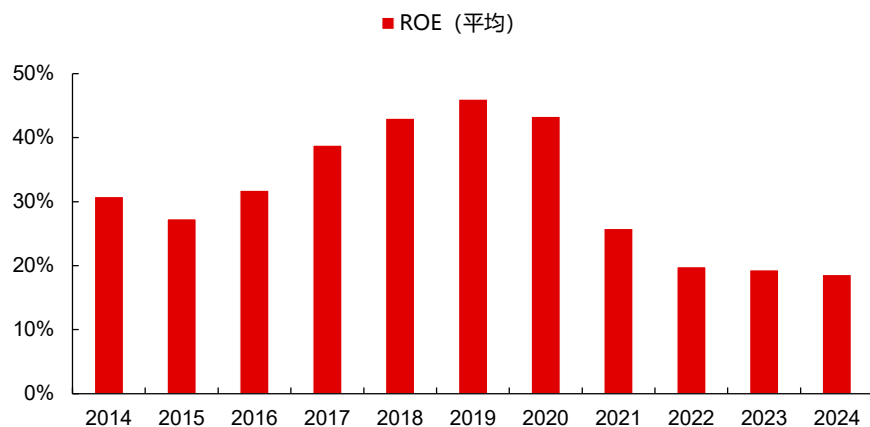
图 12：公司维持较高的研发支出



资料来源：Wind，长江证券研究所

公司 ROE 维持在较高水平。公司 ROE 最高的时候接近 50%，近几年虽有所下滑，但得益于核心产品成核剂带来的高毛利率以及国产替代带来的市场红利，以及杠杆的利用，ROE 维持在 20%左右，在化工板块属较高水平。

图 13：公司 ROE 维持在较高水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

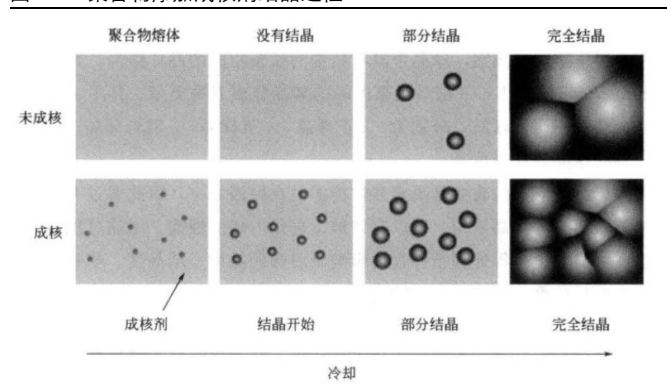
成核剂：发展潜力巨大，国产替代加速

公司凭借自身特有的技术和客户资源优势，在**高分子助剂产品不断实现国产替代的趋势中加速发展**。公司作为国内领先、国际先进的成核剂和合成水滑石生产企业，核心产品不仅在国内市场逐步实现进口替代，而且可在国际市场上与大型跨国企业正面竞争。凭借先进的技术和优质的产品，公司已融入行业国际供应链，与国内外主要的高性能树脂生产企业建立了密切的合作关系。在技术和客户的双重优势下，公司将在成核剂国产替代趋势下进一步抢占市场份额，加速发展。

成核剂简介：制造高性能树脂的关键材料

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。成核剂从 20 世纪 70 年代开始逐渐成为研究重点。此类助剂可改善树脂制品的光学性能，提升产品可视性和美观度；改善力学性能，增强产品的刚性或抗冲击性等；改善热变形温度，确保产品的稳定性。产品不仅可应用于食品接触材料、医疗器械、婴幼儿用品、锂电池材料等安全需求突出的行业，而且可满足汽车部件、家居家电用品、建筑材料等领域的环保需求。

图 14：聚合物添加成核剂结晶过程



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

图 15：添加成核剂可显著提升产品透明度



资料来源：和颜悦色塑胶颜料助剂公司官网，长江证券研究所

表 3：成核剂可用于提高树脂产品性能

改善的性能	具体作用	下游产品应用领域
光学	提升产品可视性和美观度	食品接触材料、医疗器械、婴幼儿用品、锂电池材料等安全需求突出的行业；满足汽车部件、家居家电用品、建筑材料等领域的环保需求
力学	增强产品的刚性或抗冲击性等	
热变形温度	确保产品的稳定性	

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

成核剂按诱导形成的晶型可分为 α 晶型成核剂和 β 晶型成核剂。 α 晶型成核剂诱导形成热力学稳定的紧密晶型，紧密的分子堆积降低了体系自由能，使 α 晶型在热力学上处于最低能量状态，因此具有更高的稳定性，可用于提高制品的透明性、表面光泽、刚性、热变形温度等。其按结构又可分为无机类、有机类和高分子类，主要包括二苯山梨醇(dbs)及其衍生物、芳香基磷酸酯盐类和取代苯甲酸盐等，其中 dbs 类应用最为广泛。 β 晶型成核剂诱导生成亚稳态的松散晶型，其结构允许晶片滑移和微裂纹分叉，从而提升材料的韧性和抗冲击性。 β 晶型成核剂按组成主要可分为少数具有准平面结构的稠环化合物和第 IIA 族金属元素的盐类及其二元羧酸复合物两类。

表 4：成核剂主要可分为α晶型成核剂和β晶型成核剂

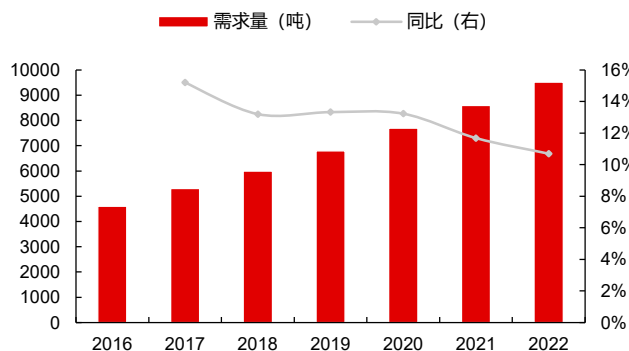
种类	细分	构成	特点	应用
α晶型成核剂	无机类	滑石粉、氧化钙、炭黑、碳酸钙等	热力学稳定性高，但其冲击韧性差	高透明包装与医疗器材、耐高温工程部件等
	有机类	羧酸金属盐类、山梨醇苄叉衍生物等		
	高分子类	聚乙烯基环硅烷等高熔点聚合物		
β晶型成核剂	少数具有准平面结构的稠环化合物		亚稳态，冲击韧性较高，尤其是低温冲击韧性方面	汽车抗冲击部件、管材与建材、功能性薄膜与锂电池隔膜等
	第 IIA 族金属元素的盐类及其二元羧酸复合物			

资料来源：链塑网，公司招股说明书，长江证券研究所

需求端：聚烯烃生产高端化，助剂需求增长

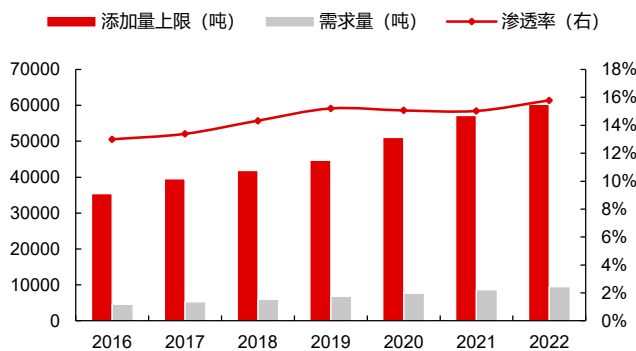
近年来成核剂需求量和渗透率持续增长。成核剂应用的重点方向为聚丙烯、聚乙烯等高性能聚烯烃产品，其中聚丙烯占绝对主导地位，而高性能聚烯烃产品是改性塑料的重要原材料。随着国内聚烯烃生产逐步向高端化发展，及高性能树脂下游改性塑料行业的市场需求不断扩大，生产高性能聚烯烃材料所需的助剂需求不断增加，成核剂渗透率持续提升。2022 年，中国成核剂需求量已从 2016 年的 4600 吨增长至 9520 吨²，复合增速达 12.9%；按照 0.2% 的添加比例以及主要下游聚丙烯产量测算，2022 年成核剂渗透率已提升至 15.8% 左右。2023 年，中国成核剂需求约占全球的 27%，仅次于北美。随着技术革新和消费升级，下游高性能树脂与改性塑料行业快速发展，预计成核剂需求和渗透率将进一步增长。

图 16：国内成核剂消费量快速增长



资料来源：观研天下，长江证券研究所

图 17：国内成核剂渗透率持续提升

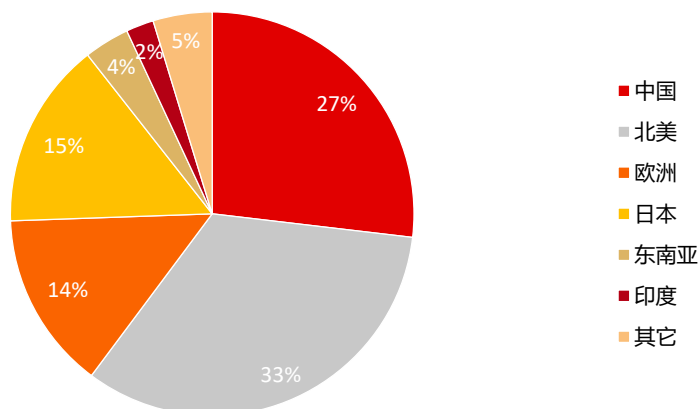


资料来源：公司官网，卓创资讯，观研天下，长江证券研究所

注：“添加量上限”=成核剂添加比例（0.2%）×PP 产量

² 此处的需求量是成核剂单剂口径。成核剂包括单剂和复合剂，每吨成核剂单剂可生产约 3 吨成核剂复合剂

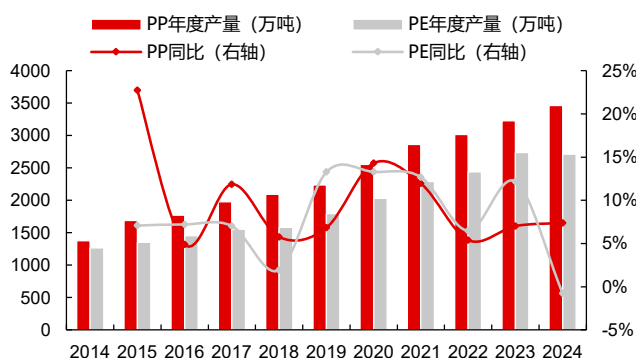
图 18：全球成核剂市场分布结构（2023A）



资料来源：聚亿信息咨询，长江证券研究所

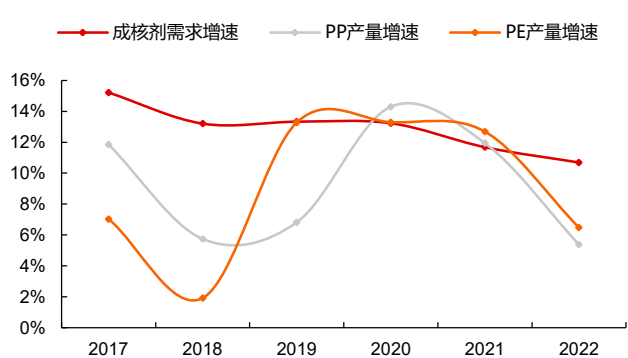
国内聚烯烃产量较快增长，且生产逐步向高端化发展，拉动成核剂需求增长。国内聚丙烯、聚乙烯产量 2019~2024 年的复合增速分别为 9.2%、8.6%，产量增长较快。与此同时，国内聚丙烯生产结构性的变化，即其正逐步向高端化发展，需要添加成核剂生产的高性能聚烯烃占比逐渐增大，成核剂需求整体增速明显高于聚烯烃，且差距呈扩大趋势。

图 19：国内聚丙烯、聚乙烯产量增长较快



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

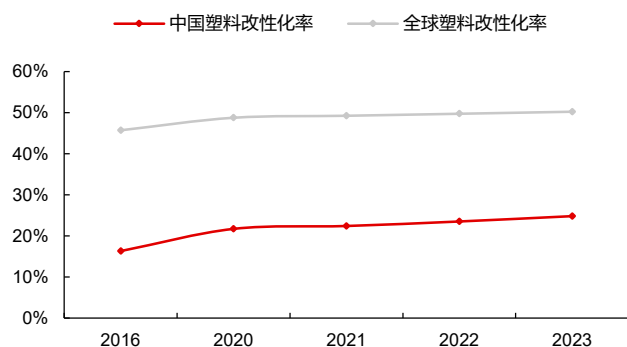
图 20：国内成核剂需求增速整体高于聚烯烃产量增速



资料来源：卓创资讯，观研天下，长江证券研究所

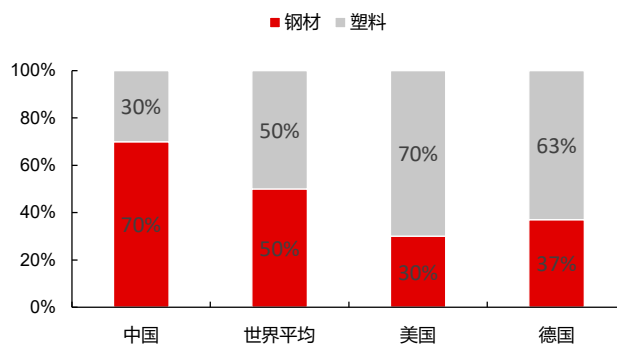
塑料改性化率快速上升，“以塑代钢”趋势下改性塑料国内发展空间巨大。改性塑料是高性能树脂的进一步加工产品，目前中国塑料改性化率呈快速增长趋势，在 2022 年已逼近 25%，但仍远低于全球约 50% 的平均水平。而且，根据“塑钢比”这一衡量国家塑料工业发展水平的重要指标来看，中国 30:70 的水平远低于世界其他国家，“以塑代钢”趋势下改性塑料具有广阔的市场空间。

图 21：中国塑料改性化率仍低于全球平均水平



资料来源：中商产业研究院，智研资讯，长江证券研究所

图 22：中国“塑钢比”远低于其他国家

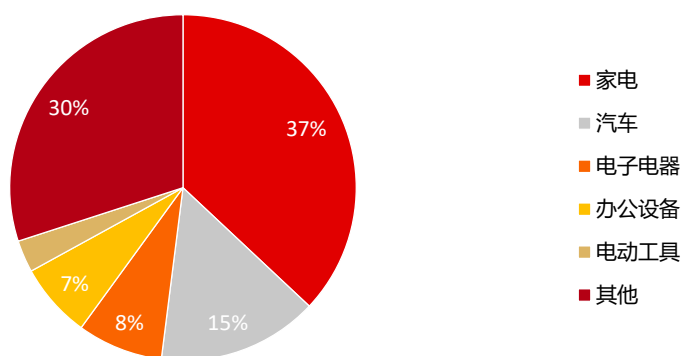


资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

注：公司招股说明书于 2021 年发布

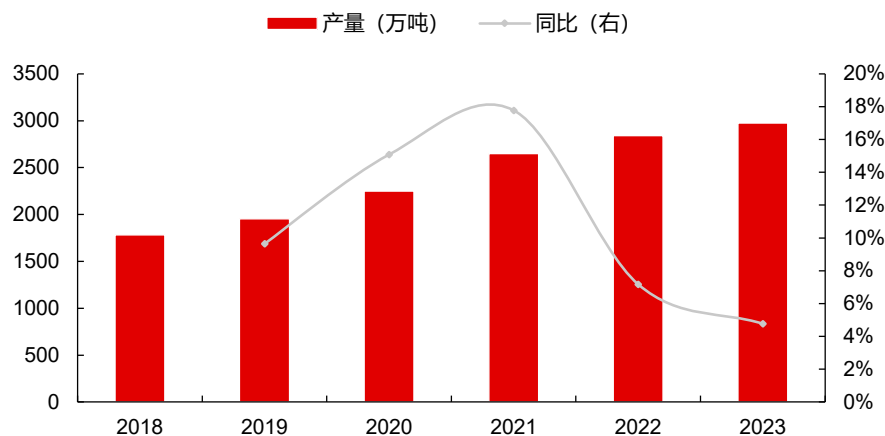
改性塑料应用领域不断延伸，产量不断增长。改性塑料凭借其阻燃、耐热等方面的优异性能，已被广泛应用于家电（占比约为 37%）、汽车（占比约为 15%）等各个领域。2023 年中国改性塑料产量约 2976 万吨，随着家电安全环保化、汽车轻量化等需求的不断增长，以及改性塑料在其他应用领域的渗透，改性塑料产量将持续保持快速增长，从而带动上游高性能树脂所需原材料成核剂的需求上行。

图 23：改性塑料被广泛应用于家电、汽车等各个领域（2023A）



资料来源：中商产业研究院，长江证券研究所

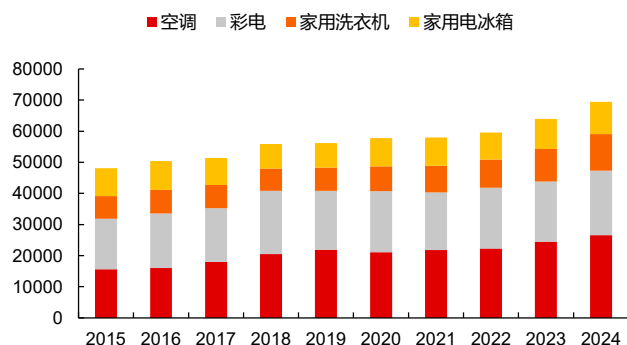
图 24：中国改性塑料产量不断增长



资料来源：中商情报网，长江证券研究所

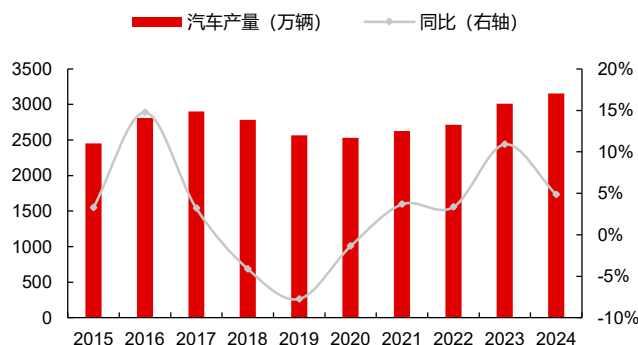
家电和汽车行业是改性塑料实现“以塑代钢”的核心应用领域。在家电领域，改性塑料凭借安全环保、抗菌性及轻量化优势，成为仅次于钢材的第二大原材料，其中聚丙烯因轻质高强、电绝缘性优异而被广泛应用于空调、冰箱等产品。政策推动的家电以旧换新将刺激改性塑料需求增长，进而带动上游成核剂需求。根据中国粉体网³报道，汽车领域方面，1kg 塑料可以替代 2-3kg 钢等更重的材料，而汽车每减重 10%，油耗可降低 6%-8%，排放量可降低 5%-6%，尤其新能源汽车减重 10kg 可提升续航 2.5km。随着轻量化技术发展和新能源汽车渗透率提升，预计 2026 年单车改性塑料用量将达 210kg，总需求增至 598 万吨左右。

图 25：中国四大家电总产量呈增长趋势（单位：万台）



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 26：近年来中国汽车产量平稳增长



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

供给端：海外供给主导，自主可控逐步加速

➤ 外资占优，国产突进

目前国外企业在成核剂市场竞争中占据主导地位。外资企业如美利肯、艾迪科和新日本理化，凭借长期积累的技术工艺和市场认知度优势，成为中国进口成核剂的主要供应商，占据了国内成核剂市场主要份额，2021 年美利肯、艾迪科等国外企业市场份额占比达

³ <https://news.cnpowder.com.cn/20240229/75494.html>

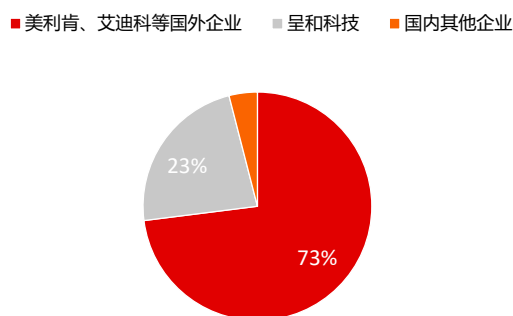
到 73%, 远超国内企业。而国内企业由于起步较晚, 技术经验和客户资源等均处于劣势, 市场份额占比不足 30%。

表 5: 国内外主要成核剂生产企业情况

企业	国家	成立时间	主要成核剂产品	市场地位
美利肯	美国	1865	透明成核剂、增刚成核剂	全球成核剂市场的绝对领导者, 长期占据中国市场主要份额
艾迪科	日本	1915	增刚成核剂	成核剂产品技术处于全球先进水平, 与美利肯共同垄断中高端市场
新日本理化	日本	1919	透明成核剂、β晶型增韧成核剂	
呈和科技	中国	2002	透明成核剂、增刚成核剂、β晶型增韧成核剂	国内成核剂行业第一梯队, 唯一通过全球主流聚丙烯生产工艺认证的国产企业
湖北新南化	中国	1996	透明成核剂、增刚成核剂	国内重要成核剂生产商
只楚化学	中国	2002	透明成核剂	
上海齐润	中国	2003	透明成核剂、增刚成核剂	

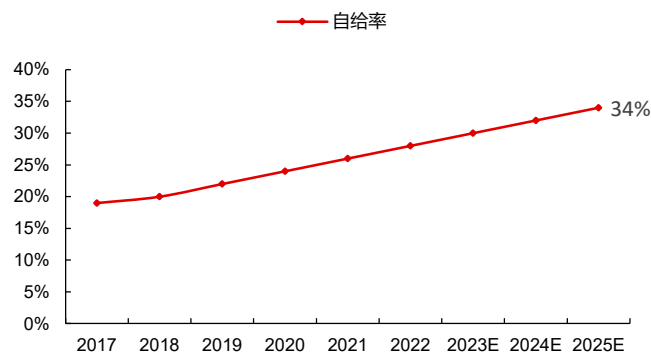
资料来源: 公司招股说明书, 湖北新南化公司官网, 长江证券研究所

图 27: 国外企业在成核剂市场竞争中占据主导地位 (2021A)



资料来源: 华经产业研究院, 长江证券研究所

图 28: 国内成核剂自给率不断提升



资料来源: 观研天下, 长江证券研究所

海外龙头美利肯成核剂主要在美国本土生产。2022 年 9 月, 美利肯公司在南卡罗来纳州布莱克斯堡(Blacksburg)新建的透明剂生产工厂正式投产。美利肯公司化工总裁 Cindy Boiter 表示: “我们非常高兴地宣布这家工厂已经启动生产, 并计划于 2022 年底实现满负荷运作, 届时 Millad 产能将提升 50% 以上。这是美利肯公司迄今为止投资最大的透明剂生产工厂项目。”

图 29：2022 年美利肯透明剂超级工厂在美国南卡罗来纳州正式投产



资料来源：Milliken & Company，长江证券研究所

国家扶持政策不断出台，高分子材料助剂产品已成优先发展鼓励项目。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，是中国化工产业和新材料产业发展的重点之一。在 2024 年的《产业结构调整目录》中，国家已将各类高分子材料助剂以及高性能树脂作为优先发展的鼓励项目，并陆续制定了一系列扶持政策。

表 6：国家出台一系列高分子材料助剂扶持政策

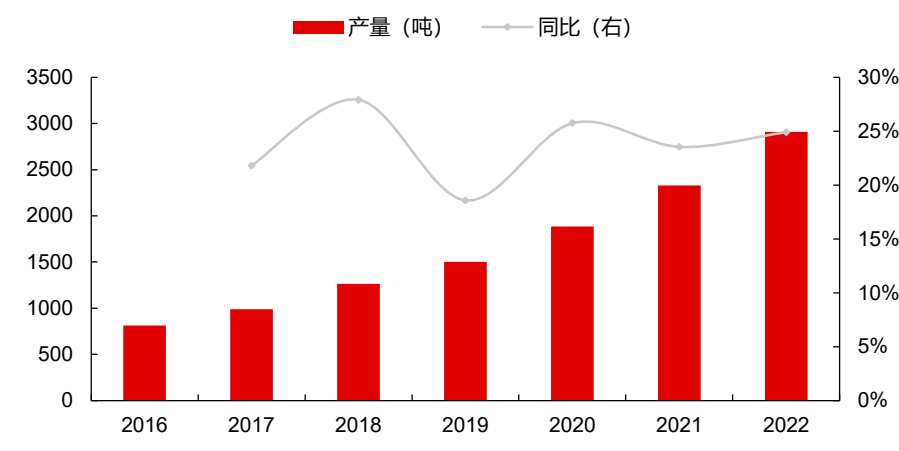
发布时间	政策	内容
2006 年 2 月	《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020 年）》	重点研究开发满足国民经济基础产业发展需求的高性能复合材料及大型、超大型复合结构部件的制备技术，高性能工程塑料，轻质高强金属和无机非金属结构材料，高纯材料……具有环保和健康功能的绿色材料
2013 年 2 月	《国家重大科技基础设施建设中长期规划（2012—2030 年）》	将材料学列为重点领域，要求“以材料表征与调控、工程材料实验等为研究重点，布局和完善相关领域重大科技基础设施，推动材料科学技术向功能化、复合化、智能化、微型化及与环境相协调方向发展
2017 年 10 月	《“十三五”战略性新兴产业发展规划》	顺应新材料高性能化、多功能化、绿色化发展趋势……到 2020 年，力争使若干新材料品种进入全球供应链，重大关键材料自给率达到 70%以上，初步实现中国从材料大国向材料强国的战略性转变
2021 年 1 月	《石油和化学工业“十四五”发展指南》	攻克一批产业关键共性技术和重大技术装备，在化工新材料、高端专用化学品等领域，提高核心技术装备自主可控能力。完善行业绿色标准体系，加快推广绿色工艺和绿色产品，推进绿色工厂、绿色供应链建设，提升本质安全水平。加快落后产能淘汰和无效产能退出，加快发展高端石化产品、化工新材料、专用化学品和生产性服务业
2021 年 6 月	《塑料加工业“十四五”发展规划指导意见》	提出“到 2025 年，塑料加工业主要产品及配件能够满足国民经济和社会发展尤其是高端领域的需求，部分产品和技术达到世界领先水平”等目标
2022 年 4 月	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	加快推进传统行业改造提升，大力发展化工新材料和精细化学品，实现化工新材料保障水平达到 75%以上，加快产业数字化转型，提高本质安全和清洁生产水平，加速石化化工行业质量变革等
2023 年 12 月	《产业结构调整指导目录》	鼓励高性能阻隔树脂以及新型高效、环保催化剂和助剂，功能性膜材料，超净高纯试剂、光刻 24 胶、电子气体、新型显示和先进封装材料等电子化学品及关键原料的开发与生产

资料来源：中国政府网，中国石油和化学工业联合会，中国塑料加工工业协会，长江证券研究所

自主可控逐步加速。近年来国内企业如公司逐渐突破国外技术垄断，不断扩大生产规模并拓展下游客户，成核剂进口替代率也逐年提升。国内成核剂产量持续快速增长，2016 到 2022 年，国内成核剂产量从 812 吨增长至 2910 吨⁴，年均复合增速达到 23.7%，中国成核剂自主供应能力不断增强。而国内市场需求也在持续增长，巨大的供需缺口将驱动国内厂商不断改进生产技术和工艺、扩大生产规模，未来成核剂产量将持续快速增长。

⁴ 此处的产量是成核剂单剂口径。成核剂包括单剂和复合剂，每吨成核剂单剂可生产约 3 吨成核剂复合剂

图 30：国内成核剂单剂产量持续增长



资料来源：观研天下，长江证券研究所

国内成核剂价格普遍低于进口产品，构成国产替代核心竞争力。进口有机膦酸成核剂约为 260 元/千克，而国产约为 140 元/千克，国产成核剂价格普遍比进口产品低 1/3~1/2。其核心价差一方面源于技术壁垒和市场策略，以美利肯为代表的海外厂商依靠原创专利技术，研发投入成本叠加国际认证费用，形成显著溢价；另外，进口品牌需承担跨境物流、关税等加价，进一步拉大价差。未来，随着国产技术迭代及国际认证突破，价差或将逐步收窄，但短期内性价比优势仍是国产替代的核心竞争力。

表 7：主要成核剂价格参考

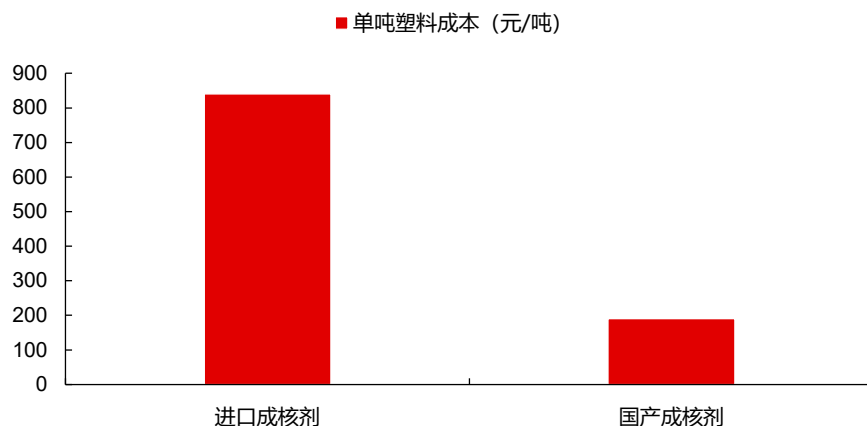
种类	型号	价格（元/千克）	品牌
透明成核剂	Millad 3988	410	美利肯
	Millad NX8000	420	
	HPN 20E	430	
增刚成核剂	NA-21	280	艾迪科
	NA-11	340	
	NU100	450	日本新理化
	WBG-II	1260	麦克林
综合	有机膦酸盐成核剂	140	国产
		260	进口
	山梨醇类透明成核剂	95	国产

资料来源：1688，爱采购，浩钶生物材料，长江证券研究所

注：价格为 2025 年 4 月 5 日报价

使用国产成核剂将降低塑料生产成本。透明成核剂领域，据贸易平台报价，美利肯主要产品 Millad NX8000 约 420 元/千克，而国产山梨醇类成核剂约 95 元/千克，国产成核剂价格显著低于进口产品。按照 0.2% 的添加量计算，即 1 吨塑料约添加 2 千克成核剂，国产透明成核剂每吨塑料生产可节约 650 元左右的成本。

图 31：使用国产成核剂将降低塑料生产成本

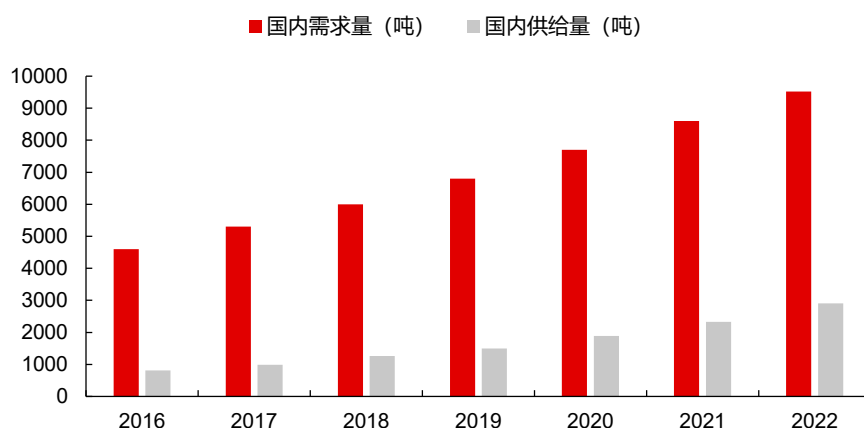


资料来源：Chemical Book，长江证券研究所

注：成核剂添加比例按照 0.2% 计算，成核剂价格为 2025 年 4 月 5 日贸易网站报价

国内成核剂依赖进口，海外成核剂龙头美利肯工厂设在美国本土，关税战或导致进口成核剂成本大幅上升。2022 年国内成核剂需求量已达到 9520 吨，而国内产量仅有 2910 吨⁵，依赖进口。若中对美反制关税落地，国内企业使用进口成核剂的成本或大幅提升。考虑到成核剂在塑料中的添加比例较低，下游企业接受关税成本的可能性相对较高，本轮关税战最终结果很可能是涨价而非断供。那么国产的产品性价比更加突出，贸易摩擦之下，成核剂进口替代或提速。

图 32：国内成核剂供应量远低于需求量



资料来源：观研天下，长江证券研究所

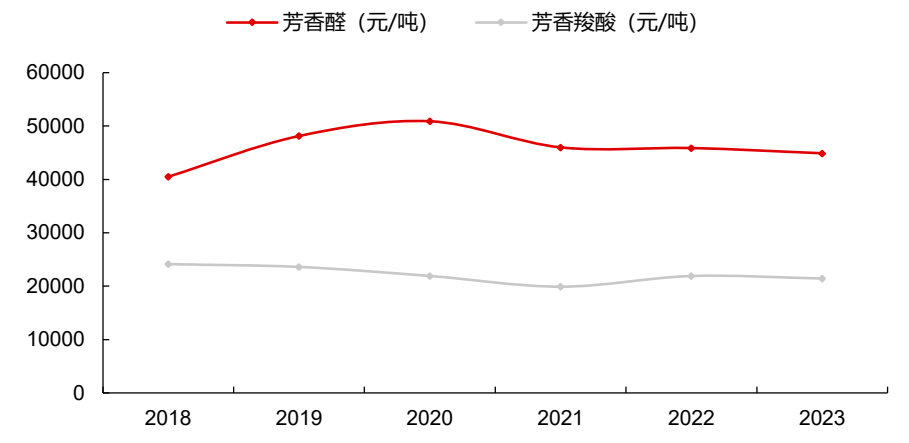
公司亮点：技术和客户双重壁垒下加速国产替代

原材料价格基本稳定，毛利率波动小。公司成核剂产品的主要原材料包括芳香醛、芳香羧酸和山梨醇，其上游主要是石油化工衍生物以及淀粉等农产品加工产物，整体供应链存在一定周期性波动。早期公司核心原材料主要依赖日本三菱的进口供应，但后面为了防止单一供应商依赖，也开发了国产供应商，并依据国产产品性能差异调整了工艺流程，

⁵ 此处的需求量和产量是成核剂单剂口径。成核剂包括单剂和复合剂，每吨成核剂单剂可生产约 3 吨成核剂复合剂

目前已经实现完全适配。基于稳定的国产原料性能及成熟的工艺控制方案，预计未来原材料价格波动对成本影响可控，成核剂产品毛利率将维持稳定水平。

图 33：成核剂主要原材料价格趋于稳定



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司强大的研发实力构建起核心技术壁垒。公司凭借强大的自主研发能力掌握了多项产品生产核心工艺，覆盖超过多种细分产品型号并实现量产。公司独特的生产技术国内领先，如将四氢苯酐金属盐作为 β 晶型增韧成核剂为行业首创，且此类产品相比国际先进品牌，不仅 β 晶型含量更高，而且增韧效果更好。目前公司已取得全球主流聚丙烯生产工艺技术 Novolen 和 Unipol 的准入认证，通过了美国 FDA 食品接触物质审批；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，形成了强大的技术壁垒与行业竞争优势。

表 8：公司成核剂相关核心技术

产品类别	技术名称	技术来源	对应专利	成熟程度
β 晶型增韧成核剂	β 晶型增韧成核剂生产技术	自主研发	《四氢苯酐的羧酸金属盐作为聚丙烯 β 晶型成核剂的应用》《一种聚丙烯 β 晶型成核剂组合物及其应用》	量产
聚丙烯增刚增韧成核剂	增刚增韧成核剂生产技术	自主研发	《聚丙烯增刚增韧成核剂组合物》	量产
颗粒状成核剂	高纯度颗粒状成核剂生产技术	自主研发	《一种颗粒状成核剂及其制备方法》	量产
透明成核剂	透明成核剂生产技术	自主研发	《一种包含微量芳香醛、山梨醇二缩醛和山梨醇三缩醛的成核剂组合物》《一种提高聚丙烯亮泽度、降低聚丙烯雾度的组合物及其用途》等	量产
增刚成核剂	增刚成核剂生产技术	自主研发	《聚丙烯增刚成核剂组合物》	量产

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

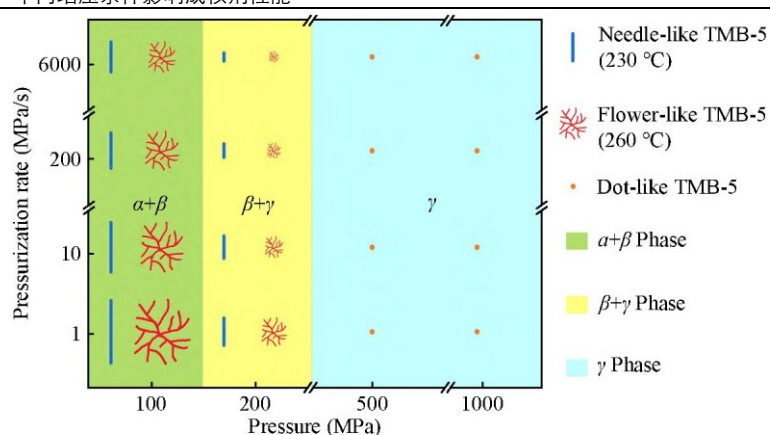
表 9：公司β晶型增韧成核剂性能优异

产品	23℃冲击强度 (KJ/m ²)	0℃冲击强度 (KJ/m ²)	β晶型含量%
不添加成核剂	2.9	0.99	--
国际先进品牌	3.7	1.01	90.91
公司产品	4.8	1.68	94.97

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

技术壁垒为公司带来明显成本优势，从而保证高毛利率水平。公司采用常温常压的生产工艺，相比海外龙头的高温高压法，在提高产品投入产出率及产品质量的同时也明显降低了能源动力成本和后期环保成本。目前工业上选用的成核剂通常存在制作成本高且成核效果较差的问题，公司常温常压法下生产的成核剂价格低廉又兼具优异性能，给公司带来巨大成本优势，从而持续维持高毛利率水平。

图 34：不同增压条件影响成核剂性能



资料来源：魏聪等《可控增压条件下等规聚丙烯/β-成核剂的结晶行为研究》，长江证券研究所

公司成核剂产品获下游主流厂商认可，客户壁垒逐渐构建。高分子材料助剂产品虽然用量比例小但对下游厂商的生产和产品质量影响较大，因此，中国石化、中国石油等国内外大型树脂材料生产厂商，对助剂产品质量的认可需建立在长期考察和业务合作的基础上，对供应商的技术服务、管理团队、稳定生产、品牌等综合素质要求较高。而公司凭借先进的产品，优质的服务已经获得众多下游主流厂商认可，进入包括中国石化、中国石油、中海壳牌、延长石油、北欧化工等国内外大型能源化工企业的供应链体系，并不断开拓海内外新客户，逐渐构建起基于长期合作而形成的客户忠诚度和品牌效应形成的自身客户壁垒。

表 10：公司自主产品前五大客户情况（2020A）

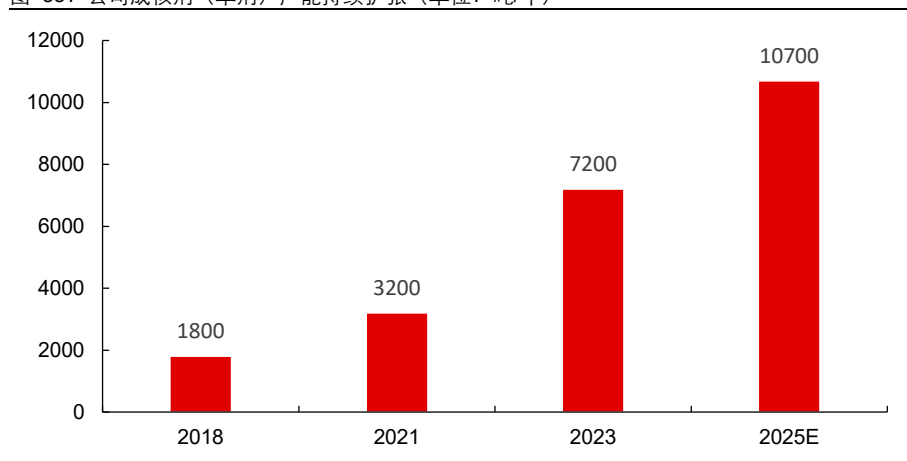
销售产品类型	中国石化	延长石油	中海壳牌	中国石油	HMC	福建联合石化
成核剂单剂	✓		✓	✓		✓
成核剂复合助剂	✓	✓	✓	✓	✓	
合成水滑石单剂	✓		✓	✓		
合成水滑石复合助剂	✓	✓		✓		
NDO 复合助剂	✓		✓	✓		✓
收入占比	15.5%	9.6%	7.0%	4.7%	3.4%	3.4%

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

注：HMC 指的是 HMC Polymers Co.,Ltd.，位于泰国，是东南亚领先的聚丙烯生产企业

公司持续扩张成核剂产能，不断推进国产替代进程。公司 2018 年单剂年产能 1800 吨，后续通过持续的产线技改优化与工艺升级，借助 IPO 募投的广州科呈高分子材料助剂建设项目一期，叠加设备共用与产线调整策略，2023 年年产能已达 7200 吨，预计 2025 年募投项目投产后将突破 1 万吨，产能扩张速度行业领先。

图 35：公司成核剂（单剂）产能持续扩张（单位：吨/年）



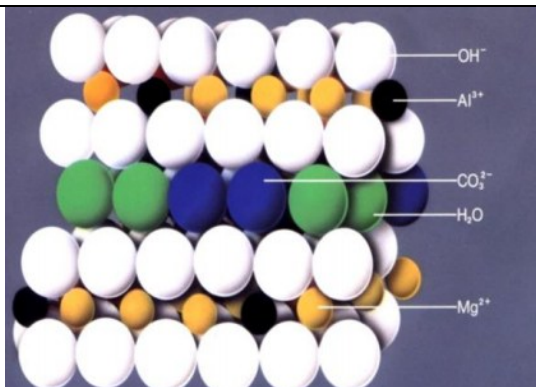
资料来源：公司公告，长江证券研究所

合成水滑石：技术自主加速扩容的绿色材料

合成水滑石简介：绿色高分子材料的核心添加剂

合成水滑石主要作为 PVC 生产用的热稳定剂和聚烯烃树脂生产用的卤素吸收剂。合成水滑石是一种具有特殊层状结构的无毒双羟基化合物，拥有如带电性质、阴离子可交换性等物理化学性质，在树脂材料领域具有广泛的应用空间。作为热稳定剂时，合成水滑石不仅能提高 PVC 树脂热稳定性和抗老化能力，无毒无害，安全环保，可替代目前用于婴幼儿用品、食品包装和医疗用品中的含铅热稳定剂；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提效降本。

图 36：合成水滑石结构示意图



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

图 37：合成水滑石图片



资料来源：粉体技术网，长江证券研究所

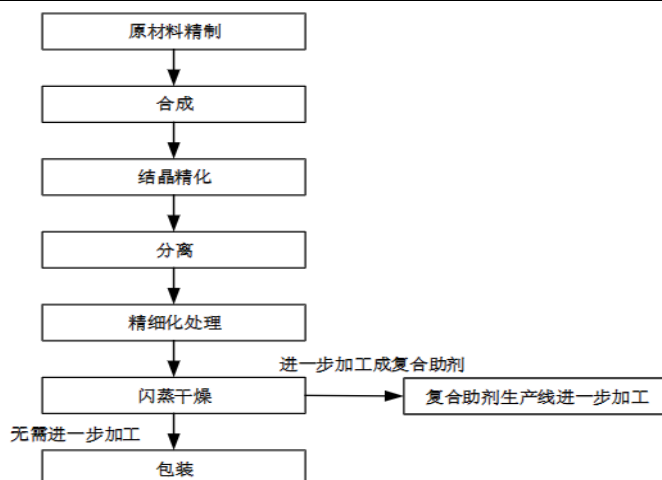
合成水滑石制备方法主要有共沉淀法、水热合成法、离子交换法。共沉淀法工艺流程简单，适用范围广，但可能会造成水滑石颗粒分布不均匀、粒径的范围较大，目前是合成水滑石最常用、最基本的方法；水热合成法操作方法简便，得到的水滑石晶体结构更完整并且粒子比较小，形貌会更加规整，样品的粒径分布更窄；离子交换法是合成特殊水滑石类化合物常用的方法，可制备含大尺寸或复杂阴离子的水滑石，保持原有晶体结构，适用于特殊功能设计。

表 11：合成水滑石主要制备方法

方法	特点
共沉淀法	工艺流程简单，适用范围广，但可能会造成水滑石颗粒分布不均匀、粒径的范围较大，目前是合成水滑石最常用、最基本的方法
水热合成法	操作方法简便，得到的水滑石晶体结构更完整并且粒子比较小，形貌会更加规整，样品的粒径分布更窄
离子交换法	是合成特殊水滑石类化合物常用的方法，可制备含大尺寸或复杂阴离子的水滑石，保持原有晶体结构，适用于特殊功能设计

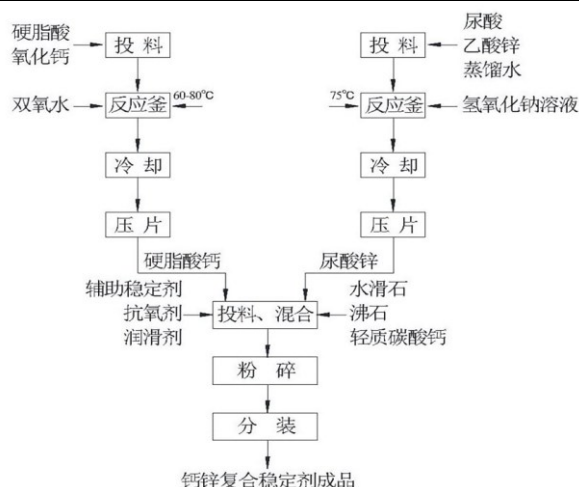
资料来源：粉体价格指数，长江证券研究所

图 38：呈和科技合成水滑石工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

图 39: PVC 用钙锌复合稳定剂工艺流程图



资料来源：X 技术，长江证券研究所

按照产品形态与用途，合成水滑石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。通用合成水滑石包括镁、铝两种金属元素，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，具有无毒无害，绿色环保、吸酸能力强的特性；高透明合成水滑石包括镁、铝、锌三种金属元素，相比通用合成水滑石，其与聚氯乙烯树脂相容性更加优异，适用于高透明聚氯乙烯中，透明度比通用合成水滑石提升 30%~50%；阻燃合成水滑石包括镁、铝两种金属元素，具有无卤、无毒、不产生有毒和腐蚀性气体、阻燃和抑烟性能优良等突出优点。

表 12: 合成水滑石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

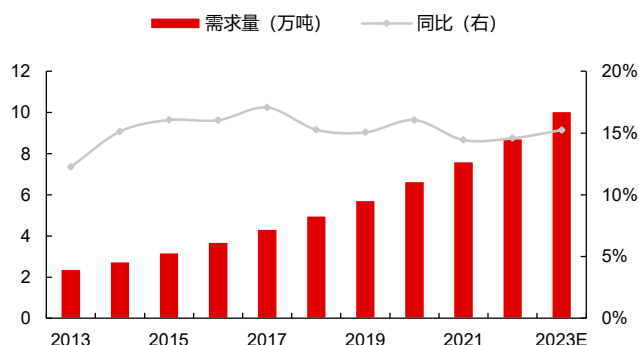
产品系列	所含金属元素	功能	应用重点产品方向
通用合成水滑石	镁、铝	在聚氯乙烯树脂中可作为热稳定剂，提高其加工稳定性，相比传统铅锌类热稳定剂，具有无毒无害，绿色环保的特性；在聚烯烃树脂生产中作为卤素吸收剂，防止生产过程中出现腐蚀设备等情况，吸酸能力是传统吸酸剂硬脂酸钙的 4-6 倍	高耐环境老化改性聚丙烯、新型改性聚氯乙烯材料
高透明合成水滑石	镁、铝、锌	相比通用合成水滑石，与聚氯乙烯树脂相容性更加优异，适用于高透明聚氯乙烯中，具有行业领先的透明度，透明度比通用合成水滑石提升 30%~50%	新型改性聚氯乙烯材料
阻燃合成水滑石	镁、铝	具有无卤、无毒、不产生有毒和腐蚀性气体、阻燃和抑烟性能优良等突出优点	新型无卤阻燃材料

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

需求端：环保政策与新兴应用双轮驱动下高速增长

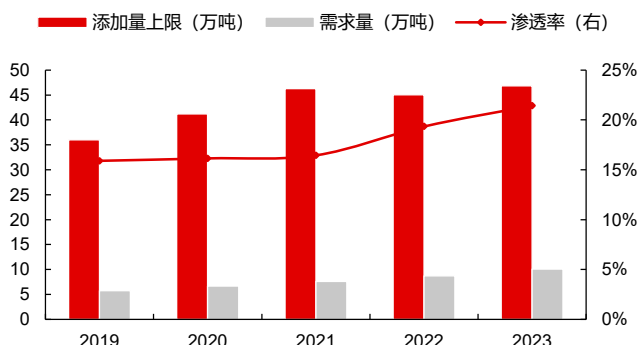
近十年来合成水滑石需求维持高速增长，渗透率持续提升。合成水滑石下游主要面向医药制造和工业等领域，主要作为 PVC 热稳定剂、聚烯烃卤素吸收剂以及塑料、建材领域阻燃剂被广泛应用，同时逐渐拓展至农膜、氨纶等新兴领域。随着环保政策推动下 PVC 无铅替代加速，聚烯烃高端化发展以及下游应用场景的不断拓展，合成水滑石作为绿色高分子材料的核心添加剂，其需求量从 2013 年 2.4 万吨增长至 2022 年的 8.7 万吨，复合增速达到 15.2%。

图 40：国内合成水滑石需求维持高速增长



资料来源：智研咨询，长江证券研究所

图 41：国内合成水滑石渗透率持续提升



资料来源：卓创资讯，百川盈孚，智研咨询，化工智库等公众号，长江证券研究所
注：“添加量上限”=PVC、功能性农膜、氨纶各自乘以合成水滑石添加比例之和

PVC 无铅替代加速推进，带动环保型助剂合成水滑石发展。PVC 热稳定剂主要可分为铅盐、金属皂、有机锡三类，近年来环保政策趋严，PVC 无铅替代进程加速推进：2023 年中国发布的《无压埋地排污、排水用硬聚氯乙烯（PVC-U）管材》中明确规定，PVC-U 管材不应使用含铅类助剂；同年欧盟发布法规，自 2024 年 11 月 29 日起禁止在 PVC 产品中使用浓度为 0.1% 或更高的铅。热稳定剂是 PVC 领域的必需品，且其需求结构中管材、管件占比达 32%，在强制性无铅替代趋势下，环保型助剂合成水滑石作为含铅助剂的主流替代品，在改性 PVC 的渗透率将持续提升。**合成水滑石价格平均约比传统铅盐类助剂高 5000~7000 元/吨，按照 2% 的助剂添加比例测算，则 1 吨 PVC 产品使用合成水滑石替代含铅助剂需支付的合规成本约 100~140 元。**但值得注意的是，合成水滑石在热稳定性能、抗老化能力和透明度等方面具有优势，实际应用中其添加比例可低于铅盐类助剂，合规成本将有效降低。

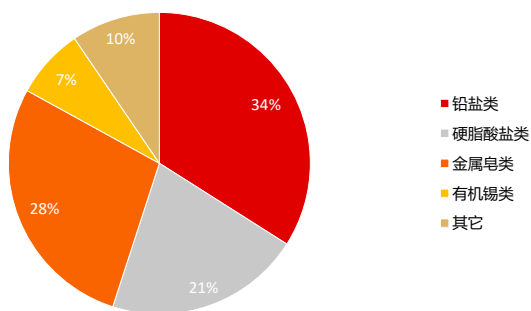
表 13：PVC 热稳定剂种类

种类	优点	缺点	应用场景	价格（万元/吨）
铅盐类热稳定剂	热稳定性优良，电气绝缘性能优良，耐候性好，部分品种耐光性、润滑性好；价格低廉	环保性能较差，容易引起环境污染；重金属毒性、硫化污染性、透明性和分散性差	特别适用于高温加工，广泛用于各种不透明硬、软制品以及电缆料中，如各类管材、板材、室内外异型材、泡沫塑料、人造革以及电线、电缆、焊条等	0.7~0.8
金属皂类热稳定剂	与辅助热稳定剂（如 合成水滑石 ）一起使用具有良好的耐热效果，透明性良好，且兼具无毒、环保特性	单独使用效果较差，热稳定性不如铅盐类；抗冲击性能较差	可作为无毒稳定剂，用在食品包装与医疗器械、药品包装等领域	1.3~1.4
有机锡类热稳定剂	热稳定性超群，透明性好，大都无毒	价格高，部分具有一定毒性，且大都无润滑性	特别适用于医药及食品包装，硬质 PVC 用于引水用的管道等	2.8~7.1

资料来源：公司招股说明书，定成新科技，开晓实业，长江证券研究所

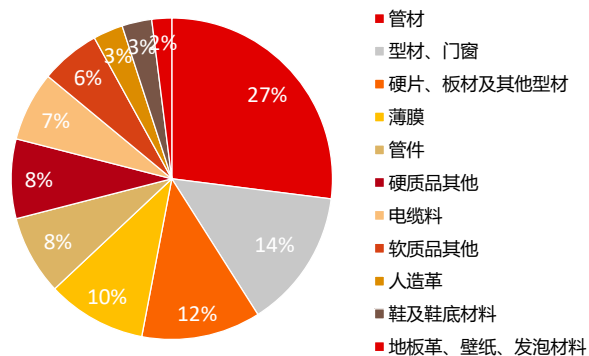
注：铅盐类热稳定剂价格主要参照其主要类型三盐基硫酸铅，金属皂类热稳定剂价格主要参照工业类合成水滑石（水滑石主要类型），价格数据截至 2025 年 3 月 17 日

图 42: PVC 热稳定剂结构 (2020A)



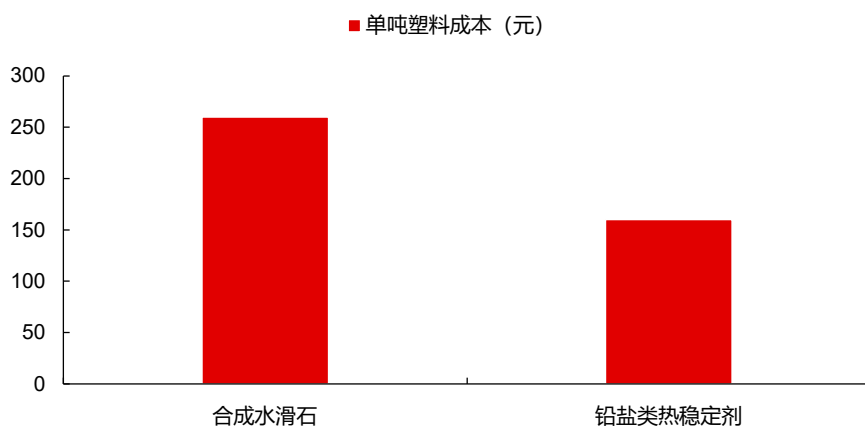
资料来源：观研天下，长江证券研究所

图 43: PVC 需求结构 (2024A)



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

图 44: 合成水滑石与铅盐类稳定剂的单吨塑料成本

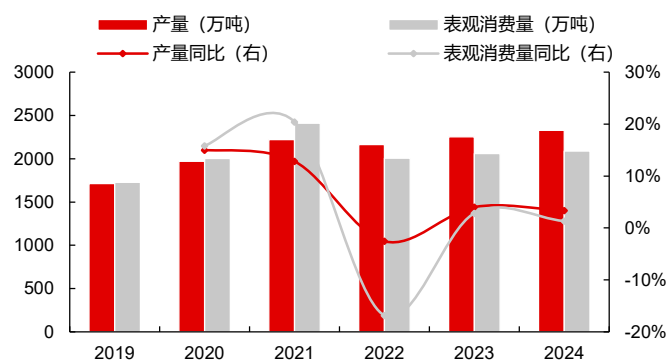


资料来源：定成新科技，开晓实业，长江证券研究所

注：合成水滑石、铅盐类热稳定剂价格分别按 1.3、0.8 万元/吨计算

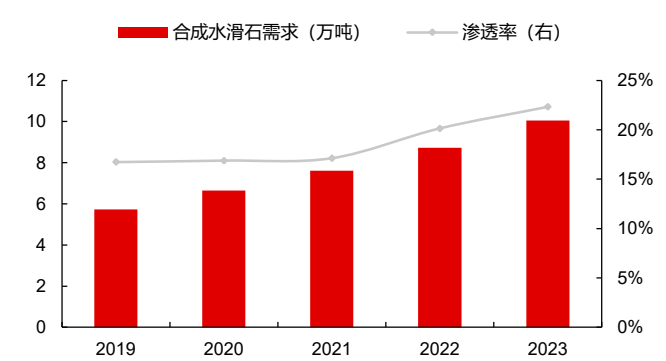
PVC 产量和需求量整体呈增长趋势，合成水滑石存在发展空间。作为合成水滑石的主要应用领域，PVC 自身增速叠加渗透率提升将带来合成水滑石需求的增长。PVC 广泛应用于建材、电线电缆、人造革等生产领域，终端需求较稳固。2022 年受下游房地产需求疲软影响，PVC 表观消费量同比下滑 16.9%，产量同比下滑 2.6%，但合成水滑石需求凭借渗透率提升保持稳定增长。近两年 PVC 开始恢复正向增速，呈稳定增长趋势。据百川统计，预计国内 2025 年投产的 PVC 在建产能有 360 万吨/年，考虑到中国铅盐类 PVC 热稳定剂仍有不小的市场份额，合成水滑石的未来发展空间广阔。

图 45：国内 PVC 产量和需求量整体呈增长趋势



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

图 46：合成水滑石在 PVC 领域渗透率持续提升



资料来源：百川盈孚，智研咨询，长江证券研究所

注：渗透率 = 需求量 / (PVC 产量 * 合成水滑石添加比例)

表 14：国内 PVC 产能稳定扩张

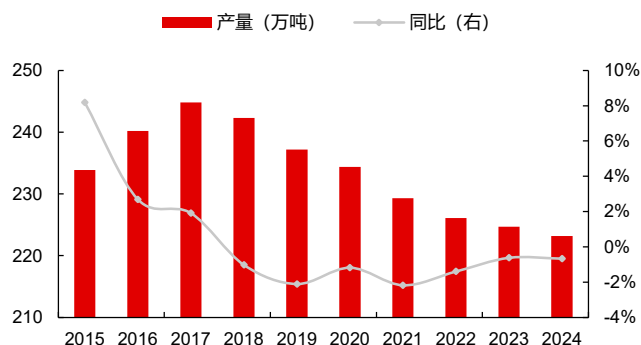
企业	在建产能 (万吨/年)	预计投产时间
新疆金晖兆丰能源股份有限公司	100	2025-12
连云港石化有限公司	80	2025-12
天津渤化化工发展有限公司	40	2025-12
万华化学(福建)有限公司	60	2025-06
浙江嘉化能源化工股份有限公司	30	2025-06
甘肃耀望化工有限公司	30	2025-06
青岛海湾化学股份有限公司	20	2025-06
合计	360	--

资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

合成水滑石下游应用场景持续扩展，农用薄膜、氨纶等新兴领域带动需求增长。随着农业种植技术升级、环保要求提高，农用薄膜逐渐向中高端方向快速发展，功能性薄膜将成为未来重点发展方向，核心原材料合成水滑石将得到越来越广泛的应用。虽然农膜产量近几年有轻微下降，且目前功能性棚膜占比超过 60%，未来假设其占比增长至 80%，合成水滑石添加量 1%，国内农膜行业有望拉动 6650 吨需求增量。

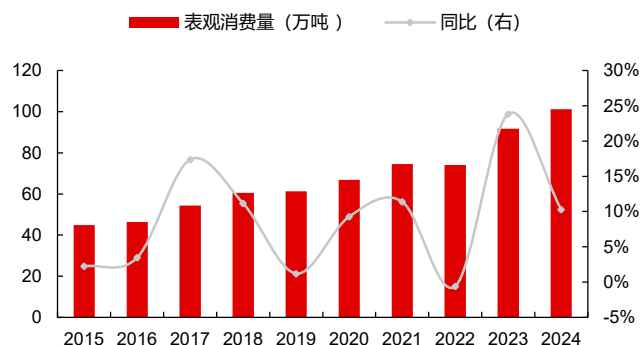
水滑石作为吸酸剂，在氨纶的生产中作为吸酸剂能保持衣物的弹性，延长使用寿命。随着国民经济水平的提高及消费观念的转变，氨纶需求量持续提升，其中 2024 年国内氨纶产能约 135.8 万吨/年，产量 104.5 万吨。考虑到合成水滑石在氨纶中的添加比例通常为 1%，氨纶领域潜在水滑石需求或有万吨。

图 47：农用薄膜产量有所下降



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 48：国内氨纶需求量高增长



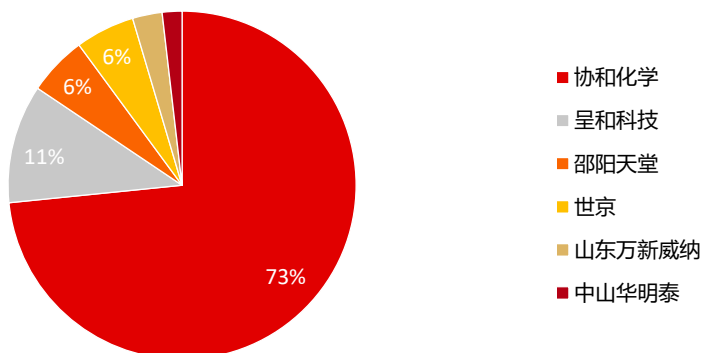
资料来源：中纤网，海关总署，长江证券研究所

注：表观消费量 = 产量 + 进口量 - 出口量

供给端：国内产能扩张，国产替代加速

合成水滑石行业集中度较高，具备规模化产能和客户壁垒的企业占据主导。全球水滑石主要厂商有协和、克莱恩、呈和科技和 Doobon 等，全球前三大厂商共占有大约 65% 的市场份额；在中国市场，协和化学及其子公司丹东松元基本控制了国内 50% 以上的水滑石供给。2021 年协和化学合成水滑石产能达到 40000 吨，呈和科技达到 6000 吨，其他企业均不超过 3000 吨，行业产能向头部企业高度集中。未来随着环保政策推动及国内企业技术升级，行业集中度或进一步向具备研发与产能优势的头部企业倾斜。

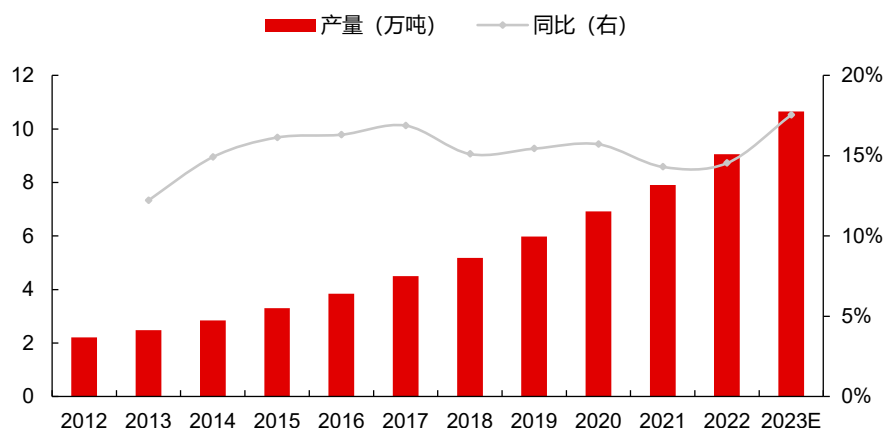
图 49：国内合成水滑石行业集中度较高（2021A）



资料来源：华经产业研究院，公司公告，长江证券研究所

国内合成水滑石产量持续维持高增长，2012 年到 2022 年，国内合成水滑石产量从 2.2 万吨增长至 9.1 万吨，年均复合增速达到 15.2%。我国合成水滑石的自主供应能力不断增强，目前国内企业技术突破加快，产能跃升，高端合成水滑石的国产替代率不断提升。

图 50：国内合成水滑石产量持续维持高增长



资料来源：智研咨询，长江证券研究所

高端合成水滑石依赖进口，中低端国内竞争激烈。相比于日本，我国对合成水滑石的研究开发及商业化应用起步较晚。目前我国聚丙烯树脂等水滑石的高端应用领域仍以进口为主，协和化学、堺化学等国外企业占绝大部分市场份额，但国内企业如呈和科技的三元高透明合成水滑石已逐步替代进口；中低端通用合成水滑石技术门槛较低，产品同质化严重，厂商为抢占市场普遍采取低价策略，价格竞争激烈。

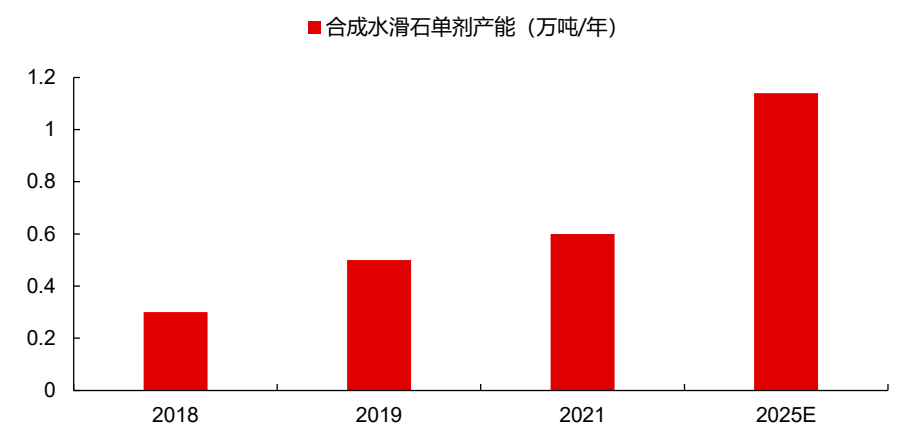
表 15：国内外主要合成水滑石生产企业情况

企业	国家	成立时间	主要合成水滑石产品	市场地位
协和化学	日本	1947	通用合成水滑石、高透明合成水滑石	全球最早从事合成水滑石商业化应用的企业，长期占据全球合成水滑石市场的主导地位
堺化学	日本	1932	聚氯乙烯用通用合成水滑石、高透明合成水滑石	全球水滑石市场主要参与者，国内高端应用合成水滑石主要进口供应商
呈和科技	中国	2002	通用合成水滑石、高透明合成水滑石、阻燃合成水滑石	国内合成水滑石先进生产企业
丹东松元	中国	2002	通用合成水滑石、高透明合成水滑石	协和化学在国内的子公司，市场份额占比大
邵阳天堂	中国	2004	通用合成水滑石	国内主要合成水滑石生产企业之一

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

国内合成水滑石产能逐渐扩张，国产替代加速。国内合成水滑石头部企业如呈和科技依靠通用合成水滑石生产技术、复合助剂生产技术已逐渐实现对协和化学产品替代，成为中石化唯一指定国产供应商，推动高端领域进口依赖度下降。呈和科技合成水滑石单剂产能 2017 年约 3000 吨/年，2025 年募投项目结项后其产能将超过 1 万吨/年，国内企业正逐步打破日韩厂商在聚丙烯树脂、医疗级水滑石等领域的垄断。

图 51：呈和科技合成水滑石产能持续扩张



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司亮点：合成水滑石生产技术全球领先

公司合成水滑石技术全球领先，实现绿色工艺与高端产品创新双突破。公司目前已经掌握了高透明合成水滑石生产工艺，并通过独特的表面处理工艺，使得其粒径比国际上同类产品更小，表面积更大，透明性比通用合成水滑石提升 30%-50%，为行业内透明度最高的合成水滑石，在聚氯乙烯中的相容性更加优异，更加适用于高透明聚氯乙烯的生产。同时，公司合成水滑石吸酸能力是传统吸酸剂硬脂酸钙的 4-6 倍，具有优异的应用效果，达到国际领先水平。

表 16：公司合成水滑石相比同类产品性能优异

产品类别	雾度 (%)	热空气老化	平均粒径 (μm)	表面积 (m ² /g)
国际先进品牌	9.7	测试 60 分钟时样品 大面积碳化变黑	5.875	10.3
公司高透明合成水滑石	4.6	测试 60 分钟时样品 为深褐色	--	--
公司通用合成水滑石	--	--	0.465	33.63

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

凭借技术优势与资质壁垒，公司深度绑定国内外头部客户，奠定国产替代核心地位。公司合成水滑石是中国石化在使用进口合成水滑石外，唯一指定使用的国产合成水滑石，并且在中国石油、中海壳牌分别实现了对协和化学 DHT-4A 合成水滑石的替代，逐渐打破外资品牌垄断格局。同时，公司凭借领先的产品性能，逐渐切入艾迪科、百尔罗赫等国际热稳定剂龙头供应体系，形成自身从国内标杆向海外突破的持续增长动能。

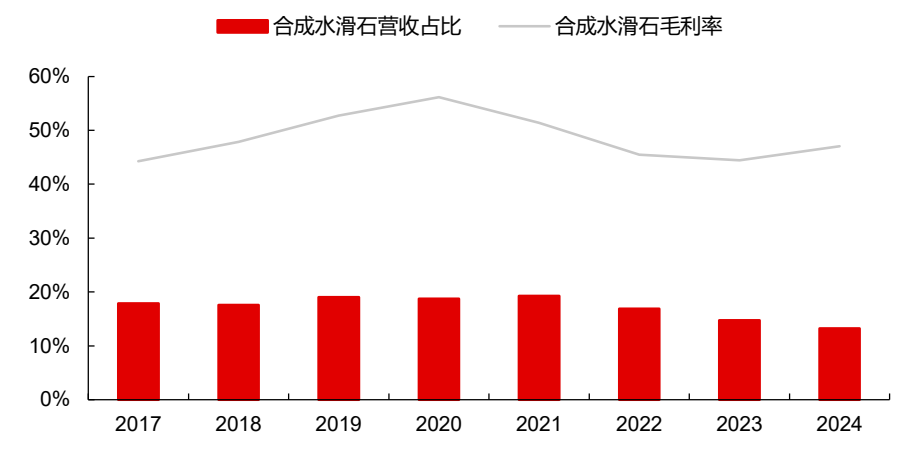
表 17：公司自主产品前五大客户情况（2020A）

客户名称	销售产品类型	收入占比	备注
中国石化	成核剂单剂及复合助剂、合成水滑石单剂及复合助剂、NDO 复合助剂	15.54%	公司是其唯一指定使用的国产合成水滑石供应商
延长石油	成核剂复合助剂、NDO 复合助剂	9.57%	--
中海壳牌	成核剂单剂及复合助剂、合成水滑石单剂、NDO 复合助剂	7.00%	--
中国石油	成核剂单剂及复合助剂、合成水滑石单剂及复合助剂、NDO 复合助剂	4.65%	--
HMC	成核剂单剂	3.39%	--
福建联合石化	成核剂复合助剂、NDO 复合助剂	3.39%	--

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

公司合成水滑石同样维持较高的毛利率水平，是业绩增长的重要动力之一。合成水滑石业务作为公司核心增长引擎之一，近年来持续贡献稳健收益，毛利率稳定于 40%-50% 区间，毛利润占比约 20%，是公司业绩的第二大支柱。公司凭借自主研发的合成水滑石技术优势及全球资质认证壁垒，正主导国内高端市场替代并逐步融入全球供应链体系。

图 52：合成水滑石毛利率较高，是公司业绩增长引擎之一

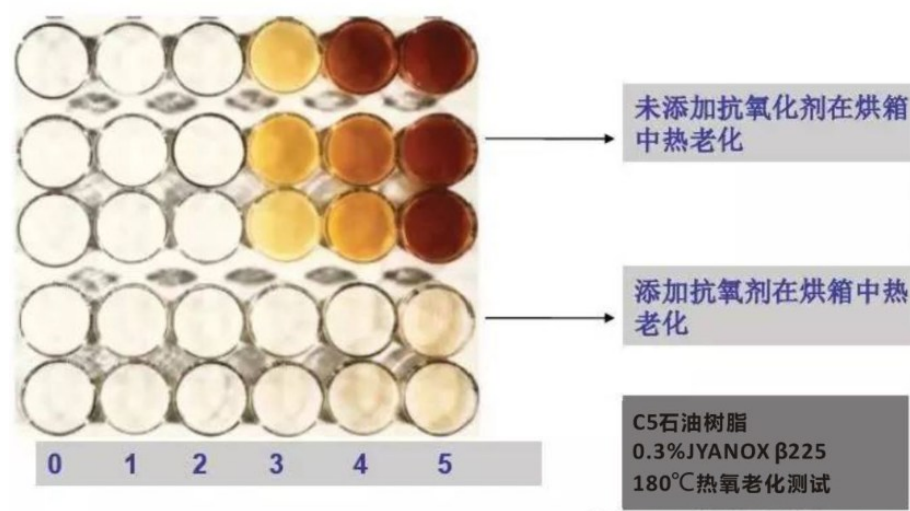


资料来源：公司公告，长江证券研究所

抗氧化剂：应用广泛的防老化助剂

抗氧化剂是使用广泛的一种防老化助剂。抗氧化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。其是使用较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。塑料通常在光照、氧气及热的作用下会快速发生老化，从而导致强度、刚度、韧性及表面光泽的下降等不良现象，抗氧化剂可有效克服该现象。

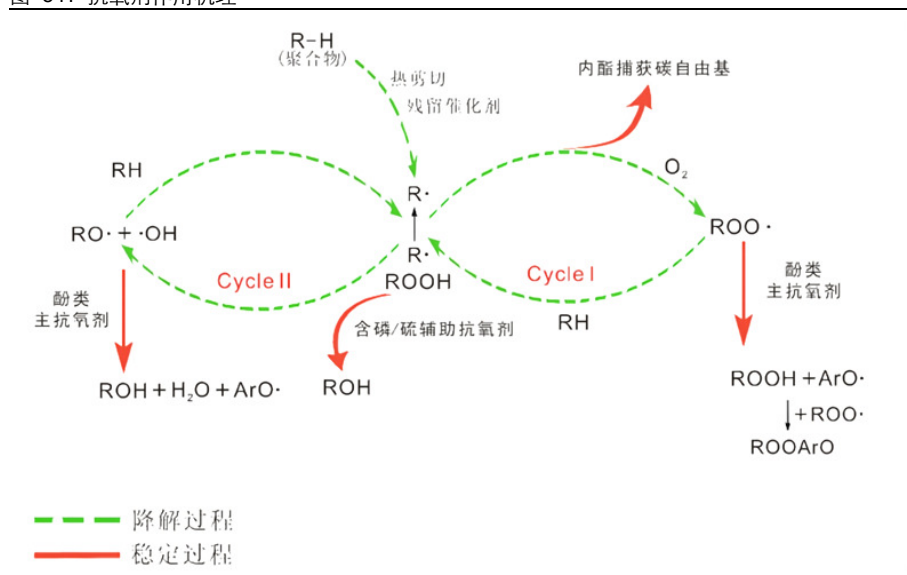
图 53：抗氧化剂添加前后对比



资料来源：蓝亚化工，长江证券研究所

抗氧化剂主要可分为主抗氧化剂、辅助抗氧化剂。有机化合物的热氧化过程是一系列的自由基链式反应，在热、光或氧的作用下，有机分子的化学键发生断裂，生成活泼的自由基和氢过氧化物。自由基之间可以发生一系列的自由基链式反应，产生新的物质或新的结构，使原有机化合物的结构、性质等发生根本变化。抗氧化剂的作用就是消除刚刚产生的自由基，或者促使氢过氧化物的分解，阻止链式反应的进行。能消除自由基的抗氧化剂有芳香胺和受阻酚等化合物及其衍生物，称为主抗氧化剂；能分解氢过氧化物的抗氧化剂有含磷和含硫的有机化合物，称为辅助抗氧化剂。

图 54：抗氧化剂作用机理



资料来源：试剂仪器网，长江证券研究所

表 18：抗氧化剂主要可分为主抗氧化剂和辅助抗氧化剂

种类	细分	典型产品	特点	应用领域
主抗氧化剂	芳香胺类	抗氧化剂 5057	生产数量最多的一类，价格低廉，抗氧化效果显著，但会使制品变色，限制了其在浅色和白色制品方面的应用	橡胶工业和聚氨酯制品
	受阻酚类	抗氧化剂 1010、1076 等	抗氧化效能一般较胺类抗氧化剂弱，但没有污染性	塑料和浅色橡胶制品
辅助抗氧化剂	亚磷酸酯类	抗氧化剂 168 等	使用最广泛的辅助抗氧化剂，具有不易挥发、低毒性、污染小、耐热性等优点	聚烯烃（与酚类抗氧化剂并用）
	硫代二丙酸双酯类	抗氧化剂 DLTDP 等	常与受阻酚类抗氧化剂并用，效果显著	

资料来源：试剂仪器网，余姚塑博会，长江证券研究所

2023 年，公司通过收购科澳化学和信达丰两家公司，正式进军抗氧化剂领域，补全了高分子助剂产品线。公司抗氧化剂产品为特种抗氧化剂系列，主要属于受阻酚类抗氧化剂。其中科澳化学专注于特种抗氧化剂研发与生产，主要产品包括抗氧化剂 1098 等，广泛应用于尼龙、聚氨酯、润滑油等领域。2024 年公司抗氧化剂业务实现营收 0.71 亿元，占公司总营业收入的 8.0%；获得毛利 0.11 亿元，占公司毛利的 2.7%。

表 19：公司主要抗氧化剂种类

产品名称	功能	应用的重点产品方向
抗氧化剂 1024	具有受阻酚和酰肼的双重结构，同时具有抗氧化和金属减活的功能；作为金属减活剂，可单独也可与其他通用抗氧化剂并用，具有优异协同作用	聚乙烯、聚丙烯、聚苯乙烯、聚酰胺、聚酯，尤其适用于酚醛树脂的抗氧化剂
抗氧化剂 1098	优良的抗抽提、低挥发性阻滞酚类抗氧化剂，抗氧化性和热稳定性优于通用的抗氧化剂 1010，性能稳定	尼龙 6、尼龙 66 等聚酰胺树脂材料
抗氧化剂 1135	具有低挥发性和良好相容性优点，在单一液体、乳液、悬浊液或溶液聚合物制造加工过程使用	PVC 稳定剂、橡胶、润滑油等材料
抗氧化剂 1035	抗氧化性能高，无污染，工艺先进，副产物少，与硫代酯类抗氧化剂、苯并三唑配合使用效果显著	各种塑料、橡胶、油漆等领域，如含碳黑的电线电缆树脂等

资料来源：公司 2023 年年报，长江证券研究所

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司深耕高分子材料助剂领域，是国内成核剂与合成水滑石龙头，在抗氧剂以及 NDO 复合助剂等领域也具有较强竞争力。目前国产成核剂和合成水滑石渗透率不高，公司主业有望持续成长。预计 2025/2026/2027 年公司归属净利润分别为：3.60/4.39/5.18 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、原材料价格波动风险。公司主要原材料芳香醛、抗氧化剂和芳香羧酸均需要对外采购，若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。
- 2、市场竞争加剧风险。随着市场需求扩大，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。若公司不能准确把握行业发展规律，改善经营管理以开发创新产品与工艺，则可能对公司的盈利能力造成不利影响。
- 3、技术迭代风险。随着成核剂行业技术迭代加速，若企业无法持续突破工艺创新与核心专利布局，现有技术壁垒可能被打破，将对公司经营产生不利影响。
- 4、募投项目产能消化不畅的风险。公司募投项目达产后，年度折旧摊销成本将显著上升，若未来市场情况发生变化，或出现公司不能有效开拓新市场等其他对产品销售不利的因素，则可能出现募投项目无法实现预期盈利的风险。
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们预计公司产品价格保持稳定，随着公司新投产产能放量，公司业务有望保持快速增长。基于以上假设，我们预测 2025-2027 年营收分别为 11.03/13.12/15.74 亿元，同比增速分别为 25.0%/19.0%/20.0%，归属净利润分别为 3.60/4.39/5.18 亿元，同比增速分别为 43.8%/22.0%/18.0%。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若产品市场价格低于预期，或公司新产能放量不及预期，则公司未来收入/业绩增速可能会有所下滑。假设悲观情况下，2025-2027 年公司营业收入同比增速分别降低至 12.5%/9.5%/10.0%，毛利率分别降低至 43.2%/44.8%/46.7%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降低至 21.9%/11.0%/9.0%。

表 20：公司收入和利润敏感性分析（百万元）

	基准情形				悲观情形			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	882	1103	1312	1574	882	992	1087	1195
同比	10.3%	25.0%	19.0%	20.0%	10.3%	12.5%	9.5%	10.0%
毛利率	43.5%	48.1%	49.8%	51.9%	43.5%	43.2%	44.8%	46.7%
归母净利润	250	360	439	518	250	305	339	369
同比	10.7%	43.8%	22.0%	18.0%	10.7%	21.9%	11.0%	9.0%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	882	1103	1312	1574	货币资金	467	645	905	1241
营业成本	498	573	659	757	交易性金融资产	93	93	93	93
毛利	384	530	653	817	应收账款	213	266	317	381
%营业收入	44%	48%	50%	52%	存货	73	84	96	111
营业税金及附加	13	14	18	22	预付账款	7	8	9	10
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	1355	1394	1422	1458
销售费用	38	44	54	66	流动资产合计	2207	2489	2842	3293
%营业收入	4%	4%	4%	4%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	52	63	77	91	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	6%	6%	6%	6%	固定资产合计	397	415	432	434
研发费用	35	45	54	64	无形资产	45	45	45	45
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	19	19	19	19
财务费用	-29	-26	-29	-30	递延所得税资产	3	4	4	4
%营业收入	-3%	-2%	-2%	-2%	其他非流动资产	617	630	636	627
加: 资产减值损失	0	0	0	0	资产总计	3288	3602	3979	4422
信用减值损失	-6	0	0	0	短期贷款	1393	1393	1393	1393
公允价值变动收益	2	0	0	0	应付款项	29	33	38	44
投资收益	5	11	10	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	292	419	512	604	应付职工薪酬	21	24	28	32
%营业收入	33%	38%	39%	38%	应交税费	24	31	36	44
营业外收支	0	0	0	0	其他流动负债	427	482	544	617
利润总额	292	419	512	604	流动负债合计	1894	1963	2040	2129
%营业收入	33%	38%	39%	38%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	41	59	72	85	应付债券	0	0	0	0
净利润	250	360	439	518	递延所得税负债	5	4	4	4
归属于母公司所有者的净利润	250	360	439	518	其他非流动负债	29	30	30	30
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	1928	1997	2074	2163
EPS (元)	1.85	1.91	2.33	2.75	归属于母公司所有者权益	1361	1606	1905	2259
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	0	0	0	0
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	1361	1606	1905	2259
经营活动现金流净额	145	366	466	550	负债及股东权益	3288	3602	3979	4422
取得投资收益收回现金	2	11	10	0	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-110	-76	-76	-50	每股收益	1.85	1.91	2.33	2.75
其他	109	-8	0	0	每股经营现金流	1.07	1.94	2.47	2.92
投资活动现金流净额	0	-74	-66	-50	市盈率	20.64	16.21	13.28	11.26
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.80	3.63	3.06	2.58
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	21.66	15.04	11.85	9.50
银行贷款增加 (减少)	1393	0	0	0	总资产收益率	7.6%	10.4%	11.6%	12.3%
筹资成本	-121	-114	-140	-165	净资产收益率	18.4%	22.4%	23.1%	22.9%
其他	-1591	2	0	0	净利率	28.4%	32.6%	33.5%	32.9%
筹资活动现金流净额	-320	-113	-140	-165	资产负债率	58.6%	55.4%	52.1%	48.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-175	179	260	336	总资产周转率	0.27	0.32	0.35	0.37

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。