

公司研究

技术筑基助力国产替代，产能扩张驱动量效双升

——常青科技（603125.SH）投资价值分析报告

要点

高分子新材料特种单体和专用助剂细分龙头，技术壁垒稳固，产能大幅扩张。常青科技主要从事高分子新材料特种单体及专用助剂的研发、生产和销售业务，得益于公司核心生产技术的突破优化与产能的扩充，2019-2024 年公司营收、现金流稳步提升，2024 年公司实现营业收入 10.80 亿元，同比增长 6.0%，实现归母净利润 2.04 亿元，同比-3.9%，实现经营现金流净额 2.12 亿元，同比+3.3%。公司掌握特种单体一步合成和择型技术，自有工艺形成产品质量优势，自研的二异丙烯基苯等产品打破了外国公司的垄断，实现了特种单体领域的国产替代。公司不断强化研发实力，22-24 年公司研发费用率回升，24 年研发费用率达到 4.6%。公司产能规划清晰，建设募投项目和七期项目扩充生产能力，2024 年公司主要产品总产能 11.3 万吨/年，募投项目、七期项目投产后将新增产品总产能 16.05 万吨/年，项目投产有望打开公司盈利空间。

特种单体：下游应用领域广泛，新项目投产释放盈利空间。公司的特种单体产品主要包括二乙烯苯、 α -甲基苯乙烯、甲基苯乙烯、二异丙烯基苯等，可应用于离子交换树脂、绝缘材料、PX 等多种领域，下游需求广阔。公司特种单体各产品共用生产线，可根据市场需求有针对性地生产相应的单体产品。2019-2024 年，公司特种单体业务产量 CAGR 为 17.9%，营收 CAGR 为 20.1%，表明公司新增产能的市场消化情况良好。公司募投项目、七期项目全部投产后将新增特种单体和中间体产能 9.05 万吨/年，将极大扩充生产能力，助力公司市场地位提升。

专用助剂：亚磷酸酯质量领先，开发 PL-30 切入己二腈产业链。亚磷酸酯作为辅助热稳定剂性能优异，受益于 PVC 产量增长。公司开发出亚磷酸三苯酯及其衍生物的环保生产技术，产品丰富度在行业中处于领先地位。2023-2024 年公司专用助剂产能利用率均超过 100%，表明产能是制约公司专用制剂业务发展的主要因素。随着募投项目投产，公司专用助剂盈利能力有望进一步提升。公司募投项目包括 3 万吨/年 PL-30 产品，为丁二烯法制己二腈的重要催化剂配体，公司已与神马集团签订合作协议，市场开拓前景良好。

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 1.25、1.55、2.01 亿元，折算 EPS 分别为 0.31、0.38、0.50 元/股。公司立足技术创新，加大研发投入，工艺和产品壁垒稳固，随着公司产品市场不断开拓和新增产能逐渐爬坡，公司经营体量和盈利能力有望保持增长，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期，成本波动风险，新增产能爬坡进度不及预期。

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）	1,019	1,080	1,219	1,386	1,553
营业收入增长率	5.75%	5.98%	12.92%	13.67%	12.03%
归母净利润（百万元）	213	204	125	155	201
归母净利润增长率	11.50%	-3.92%	-38.79%	24.00%	29.78%
EPS（元）	1.10	0.73	0.31	0.38	0.50
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.80%	8.76%	5.18%	6.09%	7.41%
P/E	15	23	55	45	34
P/B	1.5	2.0	2.9	2.7	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-06 注：2023 年公司总股本为 192.55 百万股，2024 年公司总股本为 279.20 百万股，2025 年起公司总股本为 404.84 百万股

增持（首次）

当前价：17.09 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

分析师：王礼沫

执业证书编号：S0930524040002

010-56513142

wanglimo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.05
总市值(亿元):	69.19
一年最低/最高(元):	10.01/21.30
近 3 月换手率:	133.17%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.07	7.78	19.06
绝对	1.67	15.13	42.16

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

(1) 产能：2024 年公司特种单体产能 3.5 万吨/年（不含中间体，下同），2025 年 6 月募投项目投产，新增特种单体产能 5.05 万吨/年。七期项目以中间体为主，泰州项目不含特种单体产能，我们预计 25-27 年公司特种单体产能均为 8.55 万吨/年。2024 年公司专用助剂外销产能 1.4 万吨/年（不含中间体亚磷酸三苯酯，下同），2025 年 6 月募投项目投产，新增专用助剂外销产能 3 万吨/年、中间体 3 万吨/年。我们预计 25-27 年公司专用助剂外销产能均为 4.4 万吨/年。

(2) 开工率和产销率：假设 25-27 年公司现有产能的开工率为 100%，募投项目产能的开工率分别为 10%、20%、30%。假设 25-27 年公司特种单体产销率为 105%，专用助剂产销率为 95%。

(3) 价格和毛利率：假设 25-27 年公司特种单体售价为 18000 元/吨，毛利率分别为 18%、20%、22%。25-27 年公司专用助剂售价为 25000 元/吨，毛利率分别为 22%、24%、28%。

我们区别于市场的观点

市场对公司周期性的业绩波动存在疑虑，对公司的技术壁垒缺乏认知，我们认为公司深耕技术创新，产品品类丰富、品质壁垒稳固，有望助力高分子新材料产业链国产替代，实现公司业绩的稳步回升。同时，我们看好公司生产管理和市场开拓能力，随着新增产能不断爬坡，公司发展空间广阔。

股价上涨的催化因素

高分子新材料改性市场扩充，对公司产品的需求增加；己二腈国产替代进程顺利；公司新增产能释放增厚公司经营体量；公司坚持创新研发，产品线取得新突破。

估值与目标价

我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 12.19、13.86、15.53 亿元，对应营收增速分别为 12.92%、13.67%、12.03%。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.25、1.55、2.01 亿元，折算 EPS 分别为 0.31、0.38、0.50 元/股。公司立足技术创新，工艺和产品壁垒稳固，产能规划明确，随着公司产品市场不断开拓和新增产能逐渐爬坡，公司经营体量和盈利能力有望保持增长，业绩有望持续回升。

我们使用 PE 估值为公司进行相对估值。公司主营业务为改性高分子材料的特种单体和专用助剂，我们选取国内高分子改性新材料行业的江苏博云、高分子材料助剂/添加剂行业的濮阳惠成和橡胶助剂行业的彤程新材作为可比公司。截至 2025 年 8 月 6 日，可比公司 25 年 PE 平均值为 25 倍，公司 25 年 PE 为 55 倍，主要由于公司上市时间相对可比公司较短，仍有一定程度的高估，以及公司对未来产能规划较为明确，且产能投放节奏较快，市场对公司定价时已部分考虑公司产能扩充带来的经营规模增长。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

目 录

1、 常青科技：高分子新材料特种单体及专用助剂细分龙头	6
1.1 特种单体和专用助剂细分龙头，扩充产能完善产品品类	6
1.2 聚焦主业，营收和经营现金流稳步提升	8
1.3 公司核心技术壁垒稳固，国产替代前景广阔	9
1.4 产能规划清晰，项目投产打开盈利空间	13
2、 特种单体：产品线丰富，在新材料领域应用领域广泛	15
3、 专用助剂：无酚亚磷酸酯质量领先，开发 PL-30 切入己二腈产业链	20
3.1 亚磷酸酯为 PVC 专用辅助热稳定剂，公司无酚产品具备质量优势	20
3.2 募投项目新增 PL-30 产品，切入己二腈产业链	22
4、 盈利预测、估值和投资建议	24
4.1 关键假设及盈利预测	24
4.2 相对估值	25
4.3 绝对估值	25
4.4 投资建议	27
5、 风险分析	27

图目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司股权结构	7
图 3: 公司历年营收及同比	8
图 4: 公司历年毛利润及同比	8
图 5: 公司历年归母净利润及同比	8
图 6: 公司历年毛利率、归母净利率	8
图 7: 公司历年分业务收入 (百万元)	9
图 8: 公司历年分业务毛利润 (百万元)	9
图 9: 公司历年费用率	9
图 10: 公司历年经营现金流、自由现金流、净现金流 (亿元)	9
图 11: 公司历年研发费用及研发费用率	12
图 12: 公司历史产能变化情况 (吨/年)	13
图 13: 公司特种单体业务营收 (百万元) 及毛利率	14
图 14: 公司特种单体产能 (吨/年) 及产能利用率	14
图 15: 公司专用助剂业务营收 (百万元) 及毛利率	15
图 16: 公司专用助剂产能 (吨/年) 及产能利用率	15
图 17: 公司高分子新材料特种单体及中间体产业链	15
图 18: 离子交换树脂内部结构示意图	16
图 19: 离子交换树脂中添加二乙烯苯单体示意图	16
图 20: 我国离子交换树脂产量及同比变化	17
图 21: 我国丙烯酸产能、产量	17
图 22: 我国 ABS 产量及同比增速	18
图 23: 我国 ABS 表观消费量及同比增速	18
图 24: 我国并网风电装机容量 (万千瓦)	19
图 25: 我国 PX 产能、产量、表观消费量 (万吨)	20
图 26: 我国 PVC 产能、产量、表观消费量 (万吨)	21
图 27: 丁二烯一级氢氰化反应历程	23
图 28: 英威达公司于 2004 年合成的几种亚磷酸酯衍生物配体	23

表目录

表 1: 公司高级管理人员履历	6
表 2: 公司主要产品及下游应用	7
表 3: 公司部分已公开特种单体或中间体生产专利	9
表 4: 公司二乙烯苯产品关键指标	10
表 5: 公司 α -甲基苯乙烯产品主要参数与同行业产品对比	10
表 6: 公司部分特种单体及中间体产品优势汇总	11
表 7: 公司部分产品实现国产替代情况	11
表 8: 公司部分合作研发项目	12

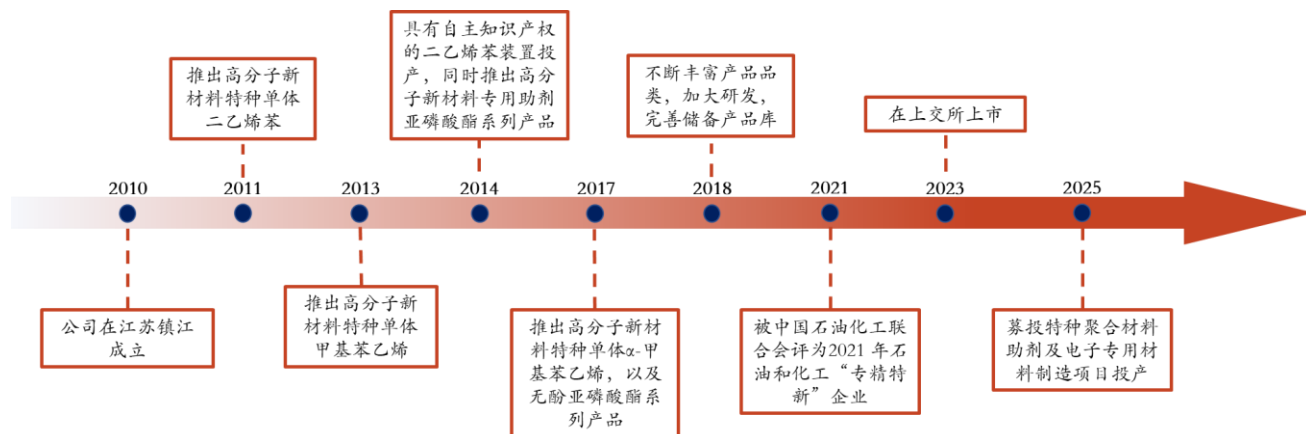
表 9：公司合作研发产生的部分公开专利	12
表 10：公司募投项目建设装置及产能.....	13
表 11：公司泰州园区（一期）规划产品及产能	14
表 12：离子交换树脂的新兴应用领域.....	16
表 13：公司专用助剂板块主要产品及应用	20
表 14：公司专用助剂业务核心生产技术与特点	22
表 15：己二腈不同工艺路线对比	22
表 16：己二腈现有及规划产能（单位：万吨/年）	23
表 17：常青科技关键项目预测	25
表 18：常青科技相对估值表	25
表 19：绝对估值基本假设.....	26
表 20：FCFF 估值简表	26
表 21：敏感性分析表（元/股）	26

1、常青科技：高分子新材料特种单体及专用助剂细分龙头

1.1 特种单体和专用助剂细分龙头，扩充产能完善产品品类

江苏常青树新材料科技股份有限公司（常青科技）是一家主要从事高分子新材料特种单体及专用助剂的研发、生产和销售的高新技术企业，致力于为下游高分子新材料的产品制造、性能改善、功能增强提供支撑。公司于 2010 年 6 月设立，2011 年推出高分子新材料特种单体二乙烯苯进入高分子新材料特种单体行业，2014 年推出亚磷酸酯系列产品进入高分子新材料专用助剂行业。公司不断丰富产品品类，加大研发，完善储备产品库，2020 年改组为股份公司，2023 年在上交所上市。公司是中国石油化工联合会评定的 2021 年石油和化工“专精特新”企业，同时是江苏省 2022 年“专精特新”企业、省级绿色不饱和单体工程技术研究中心。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所整理

常青科技的控股股东、实际控制人为孙秋新、金连琴、孙杰。截至 2025 年一季报，孙秋新持有常青科技 21.16% 的股份，任常青科技董事长兼总经理；金连琴持有常青科技 29.94% 的股份，任常青科技董事；孙杰持有常青科技 12.78% 的股份，任常青科技董事兼董事会秘书，三人合计持股比例为 63.88%。孙秋新、金连琴为夫妻，孙杰为孙秋新、金连琴之子。高管方面，公司大多数高管拥有化工行业从业背景，与公司业务关系较为密切。

表 1：公司高级管理人员履历

姓名	职务	履历
孙秋新	董事长兼总经理	1989 年 7 月至 1997 年 1 月，历任江苏丹化集团有限公司调度、分厂科长；1997 年 1 月至 1999 年 9 月，历任丹阳市延陵外经贸公司经理、企管站站长；1999 年 9 月至 2002 年 9 月，任江阴市金马溶剂化工有限公司总工程师、副总经理；2002 年 9 月至 2005 年 5 月，任丹阳市华丹化工有限公司总经理；2005 年 5 月至今，任宝驹油品执行董事。2010 年 6 月至 2020 年 10 月，历任常青树有限执行董事、副总经理；2020 年 10 月至今，任公司董事长兼总经理。
孙杰	董事兼董事会秘书	2017 年 1 月至 2020 年 10 月，历任常青树有限采购部经理、副总经理、执行董事；2020 年 10 月至今，任公司董事兼董事会秘书。
雷树敏	董事兼副总经理	1992 年 1 月至 2000 年 10 月，任丹阳市宏兴化工有限公司经营厂长；2000 年 10 月至 2004 年 12 月，任江苏联盟化学有限公司销售经理；2005 年 1 月至今，历任镇江宏鸣橡塑有限公司总经理、执行董事；2015 年 1 月至 2020 年 10 月，任常青树有限副总经理。2020 年 10 月至今，任公司董事兼副总经理。
严大景	副总经理	1987 年 7 月至 1991 年 7 月，任溧水县工商局洪蓝工商所协管员，1991 年 8 月至 1996 年 9 月任溧水县洪蓝丝织厂销售经理；1996 年 9 月至 2002 年 4 月，为南京市溧水县安泽化工厂负责人，2002 年 4 月至 2022 年 11 月，任南京安景执行董事。2018 年 8 月至 2020 年 10 月，任常青树有限副总经理；2020 年 10 月至今，任

公司副总经理。

孙白新

副总经理

1993年7月至2000年1月，任常州化工厂农药分厂工段长；2000年1月至2003年9月，任常化集团可灵公司副总经理；2003年9月至2010年9月，任常化集团新东化工氯乙烯厂厂长；2010年9月至2012年8月，任亚邦集团佳麦化工副总经理；2012年9月至2020年10月，历任常青树有限执行董事、副总经理。2020年10月至今，任公司副总经理。

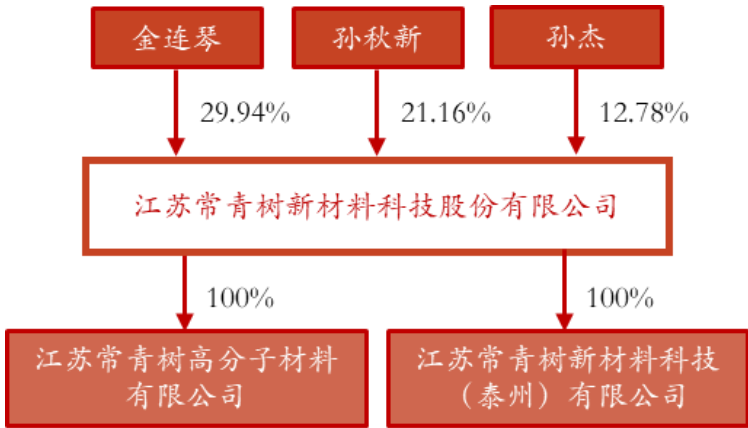
胡建平

财务总监

2003年1月至2005年2月，任丹阳市金屋寝业有限公司会计；2005年3月至2007年3月，任丹阳市天力车业有限公司财务负责人；2007年4月至2012年3月，任镇江市海康光学有限公司财务负责人。2012年4月至2020年10月，任常青树有限财务负责人；2020年10月至今，历任公司财务负责人、财务总监。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 注：截至 25Q1

公司主要产品为高分子新材料特种单体和高分子新材料专用助剂。(1) 高分子新材料特种单体包括二乙烯苯、 α -甲基苯乙烯、甲基苯乙烯、二异丙烯基苯等，主要用于离子交换树脂、改性丙烯酸树脂涂料、高温改性 ABS 树脂、高品质合成香精、改性绝缘浸渍漆、环保涂料及特种橡胶等领域。(2) 高分子新材料专用助剂包括亚磷酸三苯酯系列、亚磷酸三苯酯衍生物系列、无酚亚磷酸酯系列，主要用于 PVC 塑料改性、TPU、SBS 热塑性弹性体等领域。公司其他产品包括炼油助剂、催干剂等，主要用于石油炼化、涂料油墨等行业。截至 2024 年，公司主要产品总产能可为 11.3 万吨/年。

表 2：公司主要产品及下游应用

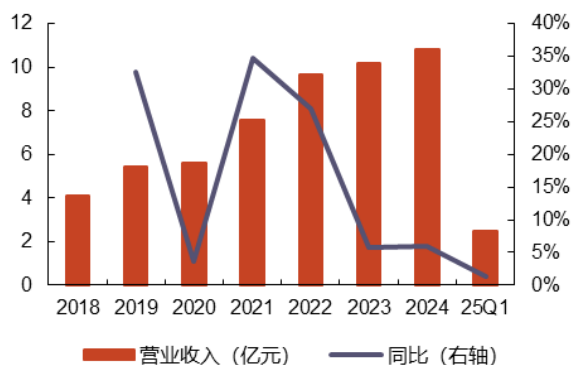
类别	产品名称	产能 (2024 年, 万吨/年)	产品应用	终端产品应用
高分子新材料特种单体	二乙烯苯	3.5	主要用于生产离子交换树脂，少量应用于生	纯水制造、软化硬水、葡萄糖脱色、精制氨基酸
	α -甲基苯乙烯		产吸附树脂及特种橡塑等特种高分子材料	和抗生素、湿法冶金、污水处理等
	甲基苯乙烯		主要用于改性丙烯酸树脂涂料、高温改性 ABS 树脂、合成香精的生产。除此以外，还可以用于塑料增塑剂以及有机硅	汽车、家电、家具等表面涂料及零配件的生产；日化用品的调和香精配制；
	二异丙烯基苯		主要用于电机漆包线上改性渍漆、环保涂料	风电、核电、光电、高铁辅助电机，特种涂料树脂、特种橡胶等
	特种单体中间体	5	二异丙烯基苯和二乙烯苯产品相似，均为苯环上接入两个烯基官能团，因此下游主要也是作为交联剂使用	特种工程塑料、特种橡胶、特种树脂等高端领域
高分子新材料专用助剂	亚磷酸三苯酯系列	1.4	包括乙苯、甲乙苯、间/对二乙苯等，主要用于公司特种单体生产，部分销售用于下游对二甲苯、光引发剂等的生产	UV 涂料和 UV 油墨、涤纶化纤、电子产品等
	亚磷酸三苯酯衍生物系列	1.4	主要作为螯合剂与 PVC 热稳定剂并用，用于 PVC 塑料加工，增强塑料的热稳定性及	建筑建材、医用耗材等需要用到 PVC 塑料的领域。
	无酚亚磷酸酯系列		抗老化性能，还可用作 SBS、TPU 的辅助抗氧化剂	日用品、塑胶跑道等需要用到弹性体的领域
其他	炼油助剂		在石油炼化过程中起到阻垢、缓蚀、提高收率等作用	石油炼化
	催干剂		用于油漆、油墨的催干剂、不饱和聚酯树脂的固化促进剂、石化催化剂等	涂料、油墨等

资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所整理

1.2 聚焦主业，营收和经营现金流稳步提升

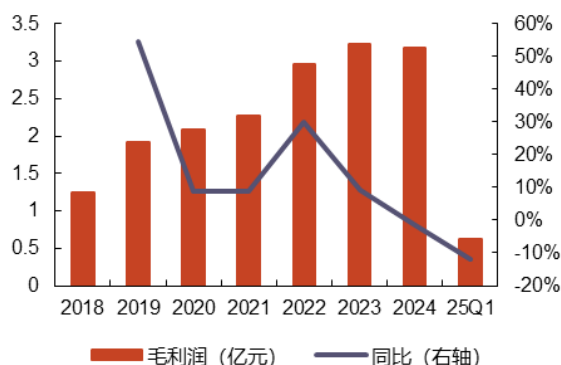
营收稳步增长，原材料价格上升致盈利能力承压。2020-2022 年，得益于公司核心生产技术的突破优化与产能的扩充，公司营收保持较快增长，2023-2024 年产能瓶颈限制了公司营收的增速，2024 年公司实现营业收入 10.80 亿元，同比增长 6.0%，2025Q1 实现营业收入 2.46 亿元，同比增长 1.4%。2024 年，公司主要原材料纯苯采购价格同比上涨 13%，乙烯采购价格上涨 10%，使得公司盈利能力受到影响，毛利率、净利率下降，2024 年实现归母净利润 2.04 亿元，同比-3.9%，25Q1 实现归母净利润 0.35 亿元，同比-23.8%。

图 3：公司历年营收及同比



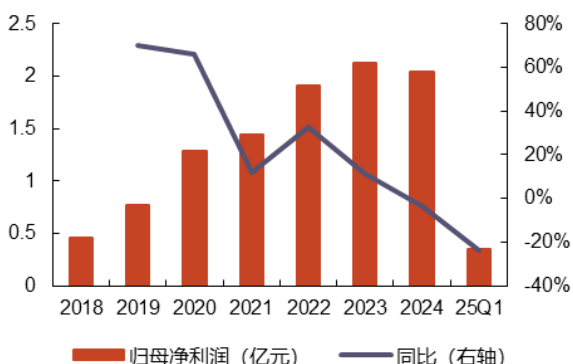
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 4：公司历年毛利润及同比



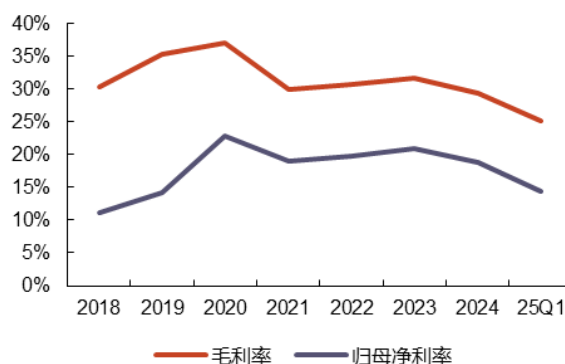
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 5：公司历年归母净利润及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

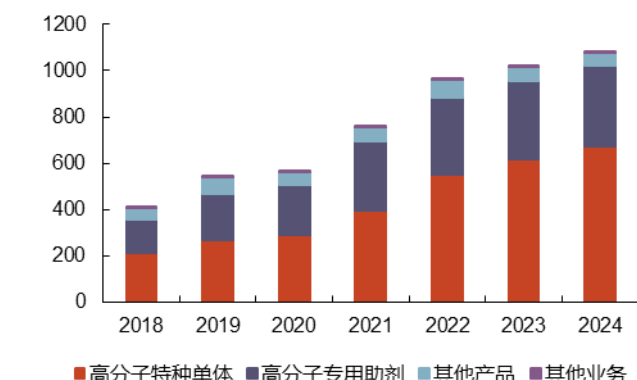
图 6：公司历年毛利率、归母净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

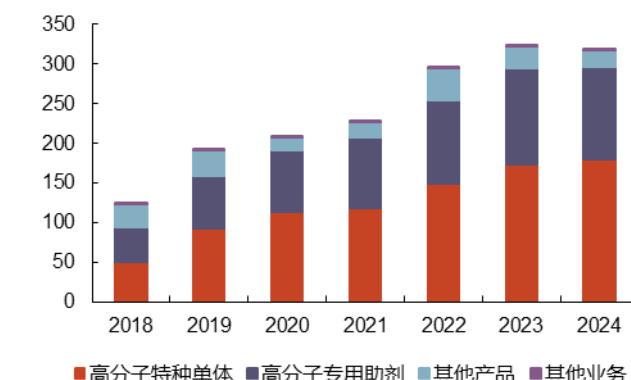
营收和毛利分布方面，公司两大主营业务贡献了绝大部分营收和毛利。2024 年，高分子特种单体、高分子专用助剂两大板块分别贡献了营收的 62%、32%，毛利的 57%、37%。

图 7：公司历年分业务收入（百万元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

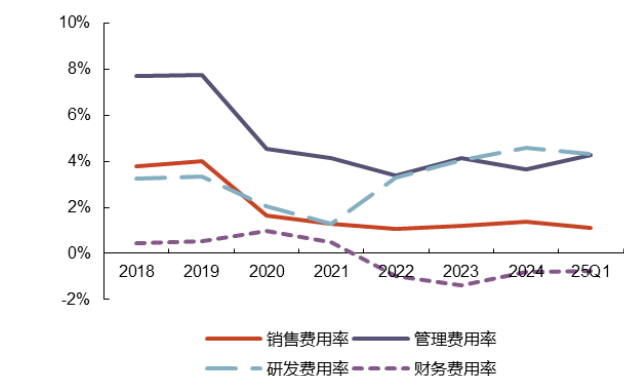
图 8：公司历年分业务毛利润（百万元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

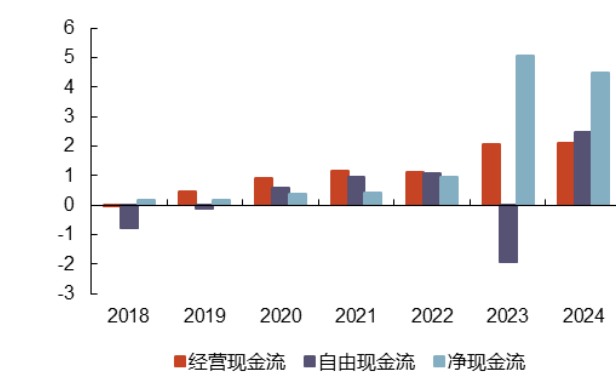
费用率管控良好，经营现金流稳步提升。费用管控方面，由于公司处于上市初期，新增融资需求较小，使得财务费用率为负数，此外公司加强期间费用管理，销售费用率、管理费用率均显著低于上市前。现金流方面，公司 2023 年上市募资使得净现金流较为充裕，经营现金流方面，公司 2023、2024 年的经营活动现金流净额分别为 2.06、2.12 亿元，现金流规模稳步提升。

图 9：公司历年费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 10：公司历年经营现金流、自由现金流、净现金流（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.3 公司核心技术壁垒稳固，国产替代前景广阔

公司掌握特种单体一步合成和择型技术，具备核心技术壁垒。公司通过持续研发，掌握了高分子新材料特种单体及中间体生产技术，主要包括特种单体中间体一步法合成、同分异构体择型反应和分离、特种单体阻聚分离和提纯，已取得“一种乙烯与苯一步法合成二乙苯的方法”、“一种乙苯和乙醇烷基化反应应用催化剂及其制备方法”、“一种利用甲苯和乙烯制取对甲乙苯的方法”、“一种用于离子交换树脂的二乙烯苯的生产方法”等多项重要发明专利和数十项实用新型专利，形成了多项关键核心技术和工艺。

表 3：公司部分已公开特种单体或中间体生产专利

专利名称	对应特种单体或中间体	公开时间	专利内容
一种间、对甲基苯乙烯的生产方法	甲基苯乙烯	2014/6/24	利用间、对二乙苯脱氢生产二乙烯苯的副产品间、对二乙苯脱氢液直接进行分馏，提取得到超过 99% 的高纯度间、对甲基苯乙烯产品，避免了传统的间、对甲乙苯的生产和脱氢两个环节，生产成本显著降低，产品收率显著提高。
甲乙苯和二乙苯混合生	二乙烯苯、甲基苯乙烯	2015/1/30	采用一套反应系统，一步同时得到富含二乙烯苯和甲基苯乙烯的脱氢液，再经过后处理进行组

产二乙烯基苯和甲基苯 乙烯的方法			分分离，从而分别得到目的产品。避免了传统的生产过程需要两套独立装置分别进行生产，整个反应过程方便快捷。
一种乙烯与苯一步法合 成二乙苯的方法	二乙苯	2015/3/2	反应物预处理，进入烷化反应器，进入苯回收系统、乙苯精馏系统、二乙苯精馏系统，得到一定纯度的混合二乙苯，为了充分利用苯的利用率，可以再次回收间位二乙苯富集液和对位二乙苯富集液，主产品为高间对比混合二乙苯，一系列副产品为乙苯，间位二乙苯富集液和对位二乙苯富集液，本发明的有益效果：本方法工艺生产过程简单，原料利用率高，能够降低二乙苯的生产成本。
一种乙苯和乙醇烷基化 反应用催化剂及其制备 方法	二乙苯	2015/10/9	本发明的催化剂用于乙苯和乙醇烷基化反应制备对二乙苯中，能够在获得较高的乙苯(乙醇)转化率的同时，极大的抑制烷基转移等副反应，提高反应产物二乙苯或对二乙苯的选择性。
一步法同时合成甲乙苯 和二乙苯的方法	甲乙苯、二乙苯	2016/1/6	采用一套反应系统，经过烷基化反应后再经过后处理进行组分分离，得到目的产品，从而实现一步法同时合成二乙苯和甲乙苯。避免了传统的生产过程需要两套独立装置分别进行生产，整个反应过程方便快捷。
一种超交联聚合物负载 分子筛和 Fe 催化剂的 制备方法及其在生产二 乙烯苯的应用	二乙烯苯	2021/4/30	本发明通过以超交联聚合物为载体，负载 ZSM-5 分子筛和 Fe，制备出的催化剂对催化乙苯和碳酸二乙酯合成二乙烯苯的反应具有较高的活性和选择性，乙苯和碳酸二乙酯制备二乙烯苯在固定床反应器中进行，整个催化反应具有能耗低，选择性高，活性高等特点。
一种利用甲苯和乙烯制 取对甲乙苯的方法	对甲乙苯	2021/12/30	本发明烷基化反应采用五段进料，升温后再降温使每段反应初始温度和温升相同，避免了反应温升过高，又能使反应进行的更彻底，提高了催化剂使用寿命及提高了反应转化率，减少了副反应。
一种对甲乙苯反应制对 甲基苯乙烯工艺方法	甲基苯乙烯	2022/3/16	本发明提供的制备方法中的原料为高纯度对甲乙苯，不含反应有害物质，提高了催化剂单位质量的有效收率；并且在工艺中水蒸汽的加入，在一定程度上保护了催化剂和稀释了反应，降低了分压，有利用提高反应的转化率。
一种用于离子交换树脂 的二乙烯苯的生产方法	二乙烯苯	2023/3/15	相较于传统的在高温下直接脱氢的方法，该法反应条件温和、能耗低、产率高、操作简便，得到的二乙烯苯纯度高，几乎不含未反应完全的杂质乙基乙烯苯。

资料来源：国家知识产权局，光大证券研究所整理

自有工艺形成产品质量优势，技术储备助力市场开发。以公司核心产品二乙烯苯为例，其最重要的原材料是中间体二乙苯。传统工艺生产的二乙苯为乙苯生产厂家副产提纯的产品，同分异构体（间二乙苯、对二乙苯、邻二乙苯）含量参差不齐，且由于沸点相近，分离难度较大、分离成本高，因此用于脱氢生产二乙烯苯时难以控制间二乙烯苯、对二乙烯苯的比例（间对比）和邻二乙苯在脱氢时转化成的杂质萘含量。**公司通过研发和技术创新，开发出乙烯与苯一步法合成二乙苯技术**，并通过同分异构体择型技术和分离技术、提纯技术等，可精准控制间二乙苯、对二乙苯的比例，大幅降低邻二乙苯的含量，不仅极大提高了二乙烯苯产品的品质，还可生产出高纯度间二乙苯、对二乙苯产品，为其他高分子新材料提供了重要原材料。同样地，公司 α -甲基苯乙烯特种单体、甲基苯乙烯特种单体也采用相同或类似的技术。

表 4：公司二乙烯苯产品关键指标

产品关键指标	产品纯度规格						
	50%	55%	57%	63%	80%	82%	96%
外观	无色或淡黄色透明液体，无机械杂质，无游离水，无色透明						
二乙烯苯 ≥, %	50	55	57	63	80	82	96
(同分异构体) 间对比	2.0-	2.0-2.2	2.0-2.2	2.0-2.2	2.0-2.2	2.0-2.2	-
二乙苯 ≤, %	2.5	2.5	2	1.5	1	0.08	-
萘 ≤, %	按客户要求，最低可以满足小于 0.003						
聚合物含量 ≤, mg/kg	10	10	10	15	15	15	15

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

表 5：公司 α -甲基苯乙烯产品主要参数与同行业产品对比

产品主要参数	国内外副产提纯	公司
苯酚	含 1-5ppm	不含
苯乙酮	含 1-5ppm	不含
醛类物质	含 1-5ppm	不含

水分	大于 250ppm	小于 160ppm
----	-----------	-----------

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

二乙烯苯分子中含有两个乙烯基，形成邻、间、对三种异构体。精制二乙烯苯，提高混合物中间、对位体的含有率，获得不同纯度等级的产品成为市场价格的主要控制因素。公司储备了“一种乙醇和乙苯为原料制备二乙烯苯的方法”，在一步实现二乙烯苯合成的同时，显著提高了二乙烯苯混合物中间、对位单体含量，有助于公司的二乙烯苯产品拓展高端光学材料市场（制备过程要求原料中邻二乙烯苯含量低至 1%），夯实公司未来发展的基础。

表 6：公司部分特种单体及中间体产品优势汇总

产品名称	主要优势
二乙烯苯	公司基于一法合成关键中间体二乙苯技术，并通过同分异构体择型技术和分离技术、提纯技术等，在产品品质和品类丰富度等方面达到国际先进水平。
α -甲基苯乙烯	传统工艺生产的 α -甲基苯乙烯源自“苯酚-丙酮”联产装置的副产物，不可避免会存在酚、酮、醛等杂质，进而影响下游产品品质：如在丙烯酸树脂涂料、ABS 树脂等应用中会影响生产环境及使用环境；在合成香精应用中会带来异味，影响产品品质和人体健康。相较于传统“苯酚-丙酮”联产的副产物 α -甲基苯乙烯，公司采用异丙苯脱氢直接合成 α -甲基苯乙烯，含水量低，酚、酮、醛等杂质可控。
二乙苯	传统工艺生产的二乙苯为乙苯生产厂家副产提纯的产品，同分异构体（间二乙苯、对二乙苯、邻二乙苯）含量参差不齐，且由于沸点相近，分离难度较大、分离成本高。公司采用一步法合成二乙苯技术，并通过同分异构体择型技术和分离技术、提纯技术等，可精准控制二乙苯同分异构体的比例。
甲基苯乙烯	公司甲基苯乙烯产品最突出的优势是在高纯度标准下精准控制同分异构体间对比，被中国石油和化学工业联合会评为化工新材料 2021 年度创新产品。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

自主研发二异丙烯基苯产品，实现特种单体国产替代。间二丙烯基苯（1,3-二异丙烯基苯）是工业领域重要的交联剂，在制备高性能超分子聚合物方面表现优异，主要应用于特种橡胶制备，多种高分子材料改性，以及水溶性涂料高分子组分的合成等领域。此前我国尚未实现间二丙烯基苯的产业化生产，相关市场被国外企业垄断。公司历经数年研发，成功实现间二丙烯基苯及原料间二异丙苯的产业化生产，1 万吨/年间二丙烯基苯装置于 2022 年 9 月进入稳定量产状态，产品纯度大于 98.5%，产品质量处于国际领先水平。此外，公司前瞻性地储备了二甲苯基乙烯、对叔丁基苯基乙烯、2-乙烯基萘等多种高品质产品，上述储备产品亦为填补国内空白、实现进口替代的重要产品。

表 7：公司部分产品实现国产替代情况

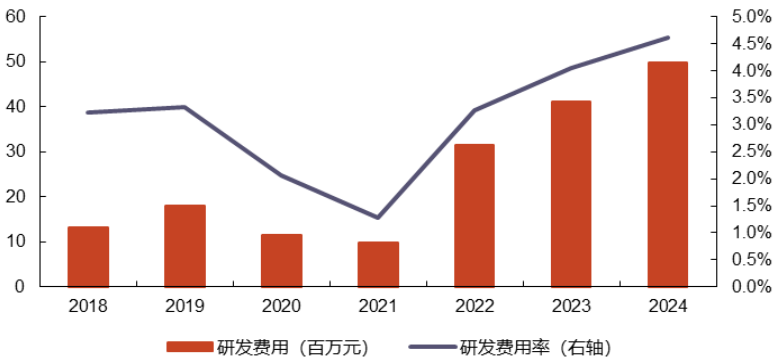
产品名称	国产替代情况
二乙烯苯	产品品质和品类丰富度等方面达到国际先进水平，不仅实现了高品质二乙烯苯的进口替代，还进入国际市场，成为美国杜邦、漂莱特集团和德国朗盛等全球树脂巨头的供应商
甲基苯乙烯	公司产品打破了美国戴科公司的技术垄断，达到国际先进水平
二乙苯	公司高纯度间二乙苯实现了对日本企业产品的进口替代
二异丙烯基苯	公司成功实现间二丙烯基苯及原料间/对二异丙苯的产业化生产，为国内首次

资料来源：公司招股说明书，界面新闻等，光大证券研究所整理

研发能力优秀，合作研发模式提升自身实力。公司将研发方向定位于国际先进、国内空白领域，积极响应国家发展战略战略性新兴产业的号召，结合公司的发展战略，以市场为导向，以客户为中心，不断进行关键核心技术的突破和产品创新。基于持续的研发和技术积累，公司成功掌握了从纯苯、甲苯、乙烯、丙烯直接合成到高品质二乙苯、甲乙苯、异丙苯、二异丙苯等关键中间体的生产技术，以及从苯酚、三氯化磷到亚磷酸三苯酯及其衍生物的苯酚回用环保生产技术。研发费用方面，公司 19-21 年研发费用率逐年下降，但 22-24 年公司研发费用率回升，24 年公司研发费用率达到 4.6%。长期来看，公司的研发能力将充分助力公司产品品质的提升。此外，为进一步提升公司科研实力，公司积极与国内高校及科研

院所等单位建立深度合作，组成优势互补、产学研相结合的攻关队伍，形成信息共享、基础研究、技术攻关、技术推广、产业化应用互相联动的研发格局。

图 11：公司历年研发费用及研发费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表 8：公司部分合作研发项目

课题名称	合作单位	合作协议主要内容	成果归属
异丙苯脱氢制 α-甲基苯乙烯技术研发	华东理工大学	开发异丙苯脱氢制 α-甲基苯乙烯技术催化剂和反应器，实现目标要求的选择性、转化率和催化剂寿命。研究和优化催化剂制备路线，反应器结构的影响，研究反应温度、压力、空速、水烃分子比等工艺条件对催化剂反应性能的影响规律，确立工业化工艺参数。	技术成果公司独家使用 20 年，满 20 年后优先使用。
生产超低邻二异丙苯催化剂及反应技术	北京工业大学	研究 Beta 分子筛 Si/Al 比、酸性质、孔结构、改性等，二异丙苯中邻位生产的规律；反应条件对异丙苯和二异丙苯选择性影响；催化剂成型条件对催化剂性能的影响；工业催化剂工业放大制备；工业反应器条件优化。开发分子筛上丙烯与苯烷基化反应生产异丙苯和二异丙苯过程中，重点研究超低邻二异丙苯催化剂及反应技术。	技术成果公司独家使用 20 年。
低邻位二乙苯催化剂开发	中科院大连化学物理研究所	根据公司提出的技术课题优化并确定相关催化剂的制备路线，研究并向公司提供实验室条件下相关催化剂的反应性能及规律、稳定性数据、产物分布、反应工艺条件影响规律、公司享有相关催化剂应用于催化剂再生性能及再生条件、催化剂指标、性能及原料要求等，协助公司进行催化剂应用的中试放大研发及稳定性试验，并由公司进行催化剂的工业化应用。在技术开发协议约定的保密期限内，双方均不得向第三方透露技术信息。	产品中试生产和工业化生产带来的全部收益权。
甲苯与乙烯烷基化制对甲苯催化剂			
乙苯和异丁烷烷基化制叔丁基乙苯催化剂开发			
异丙苯与丙烯烷基化制二异丙苯催化剂开发			
多异丙苯与苯烷基化转移催化剂开发			
新型择形乙基化催化剂及技术开发			
烷基苯和多甲基乙苯催化剂研发			
合成叔丁基乙苯的烷基化催化剂开发			

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

表 9：公司合作研发产生的部分公开专利

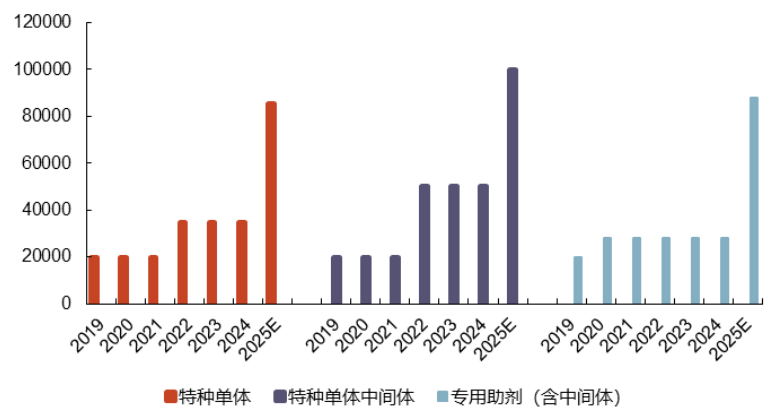
专利名称	合作单位	公开时间	专利内容
一种核壳结构的 Beta@ZSM-12 分子筛合成方法及其合成的分子筛	中科院大连化学物理研究所	2024/11/29	本申请公开了一种核壳结构的 Beta@ZSM-12 分子筛合成方法及其合成的分子筛，该合成方法突破了核壳结构难以实现合成的瓶颈。通过老化，使分子筛核与模板剂更好地结合，促进了核壳结构的晶化；通过改变合成参数，可以制备不同 ZSM-12 分子筛比例的分子筛，可以根据反应需求调整核壳比例，在许多反应过程中有潜在应用前景。
一种甲苯与丙烯合成异丙基甲苯的方法	中科院大连化学物理研究所	2024/11/29	本申请公开了一种甲苯与丙烯合成异丙基甲苯的方法，催化剂制备方法简单、易于工业化，在烷基化合成异丙基甲苯反应中表现出可调控的反应活性以及低的邻位产品选择性，邻异丙基甲苯在异丙基甲苯中的选择性小于 4%。有利于促进异丙基甲苯生产技术的发展。
一种乙苯与异丁烷基化制备叔丁基乙苯的方法	中科院大连化学物理研究所	2024/11/29	本申请公开了一种乙苯与异丁烷基化制备叔丁基乙苯的方法，使催化剂在乙苯与异丁烷液相烷基化反应中表现优异的催化性能。催化剂制备过程操作简单、易于工业化生产。有利于促进对叔丁基乙苯生产技术的发展。

资料来源：国家知识产权局，光大证券研究所整理

1.4 产能规划清晰，项目投产打开盈利空间

产能规划清晰，募投项目于 2025 年 6 月投产。公司 2022 年以来加大项目建设投入：（1）2022 年建设高分子新材料特种单体项目，新增特种单体产能 1.5 万吨/年，其中二异丙烯基苯 1 万吨/年；（2）2023 年 IPO 募投特种聚合材料助剂及电子专用材料制造项目（以下简称募投项目），计划使用募集资金 8.5 亿元，新增特种单体产能 5.05 万吨/年、特种单体中间体产能 1 万吨/年、亚磷酸三苯酯产能 2 万吨/年、其他专用助剂产能 2 万吨/年；（3）2023 年建设公司七期（特种高分子单体二期）项目（以下简称七期项目），计划投资 1.8 亿元，新增特种单体中间体产能 4 万吨/年。截至 2025 年 7 月，募投项目已投产，七期项目处于试生产阶段。公司持续投资扩建新产品线和产能，有助于扩充和完善公司产品结构，将增强公司在高分子新材料特种单体和专用助剂领域的竞争优势和市场地位。

图 12：公司历史产能变化情况（吨/年）



资料来源：公司公告，公司招股说明书，光大证券研究所整理

表 10：公司募投项目建设装置及产能

建设装置	产能（吨/年）	计划分配产能（吨/年）
特种单体生产装置	50,500	间/对/混甲基苯乙烯、α-甲基苯乙烯
		50,000
特种单体中间体生产装置	10,000	间/对/混二甲苯、1/2-乙炔苯、对叔丁基苯、间/对/混二乙烯苯
		500
亚磷酸三苯酯生产装置	40,000	甲乙苯、二乙苯等
		10,000
亚磷酸三苯酯生产装置	40,000	PL-30
		30,000
亚磷酸三苯酯生产装置	40,000	亚磷酸三苯酯
		10,000
亚磷酸三苯酯衍生物及无酚亚磷酸酯生产装置	20,000	亚磷酸三苯酯衍生物
		10,000
二异丙苯分离精馏装置		无酚亚磷酸酯
		10,000
二异丙苯分离精馏装置		对二异丙苯
		5,000
		间二异丙苯
		5,000
		混二异丙苯
		5,600

资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所整理，注：二异丙苯分离精馏装置不新增产能，系对原生产装置生产的二异丙苯同分异构体进行分离精馏

远期来看，公司将通过全资子公司江苏常青树新材料科技（泰州）有限公司投资建设泰州生产基地（一期）项目，规划投资 30 亿元，建设偏苯三酸酐 8 万吨/年等装置，利用现有技术优势向芳香族含氧高分子新材料特种单体领域延伸，为公司向生物基含氧化学品等关键领域深化布局提供基础，加强公司在高分子新材料特种单体领域的创新和转化能力。

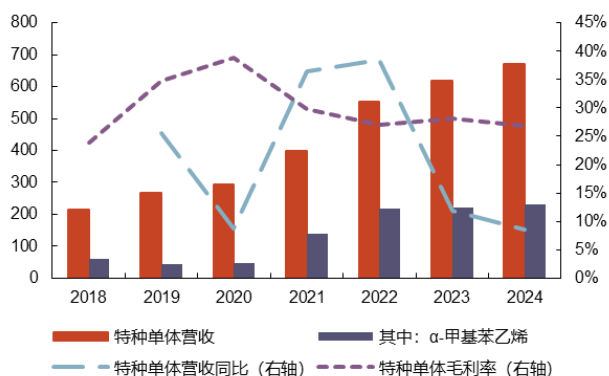
表 11：公司泰州园区（一期）规划产品及产能

产品名称	产能（万吨/年）
偏苯三酸酐	8
均苯三甲酸	1
二异丙苯系列产品	11
间/对苯二酚	8
间甲酚	2
芳香基二元叔碳醇	2
3,4-二甲基苯甲醛	0.5
甲基异丁基甲醇	2

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

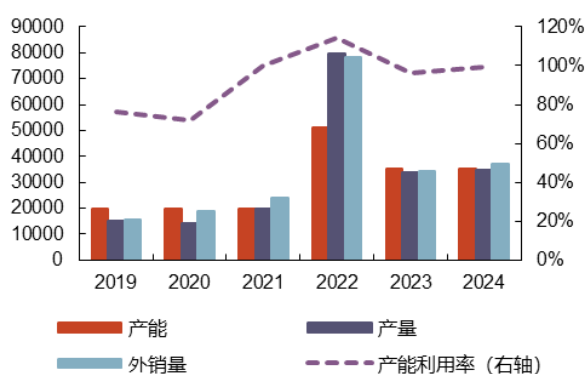
公司产能消化情况良好，新项目有望助力盈利空间提升。2019-2024 年，公司特种单体业务营业收入和产销量稳步增长，产量 CAGR 为 17.9%，营收 CAGR 为 20.1%，表明公司新增产能的市场消化情况良好。2024 年公司拥有特种单体产能合计 3.5 万吨/年，各产品共用生产线，可根据市场需求柔性化调节，有针对性地生产相应的单体产品。募投项目、七期项目全部正式投产后，公司特种单体产能有望扩充至 12.55 万吨/年，将大幅扩充公司的生产能力，满足市场需求，有助于公司竞争优势的发挥和市场的进一步拓展。

图 13：公司特种单体业务营收（百万元）及毛利率



资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所整理

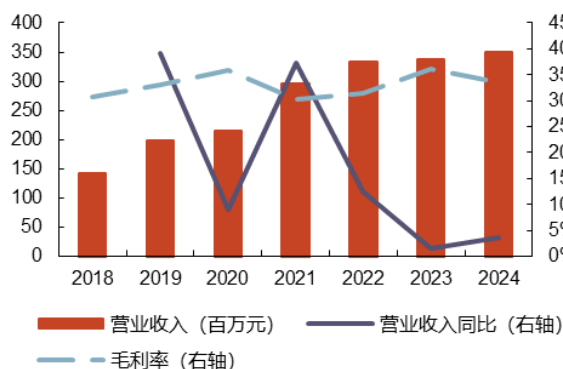
图 14：公司特种单体产能（吨/年）及产能利用率



资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所整理 注：2022 年产销数据包括中间体，该年度产能利用率单独披露

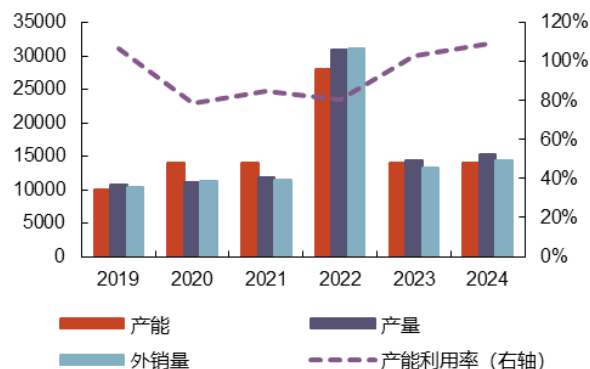
专用助剂方面，受产能制约，2023-2024 年公司专用助剂业务营收增长缓慢，但 2023-2024 年专用助剂产能利用率均超过 100%，表明产能是制约公司专用制剂业务发展的主要因素。随着募投项目投产，公司专用助剂业务盈利能力有望进一步提升。

图 15: 公司专用助剂业务营收 (百万元) 及毛利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 16: 公司专用助剂产能 (吨/年) 及产能利用率

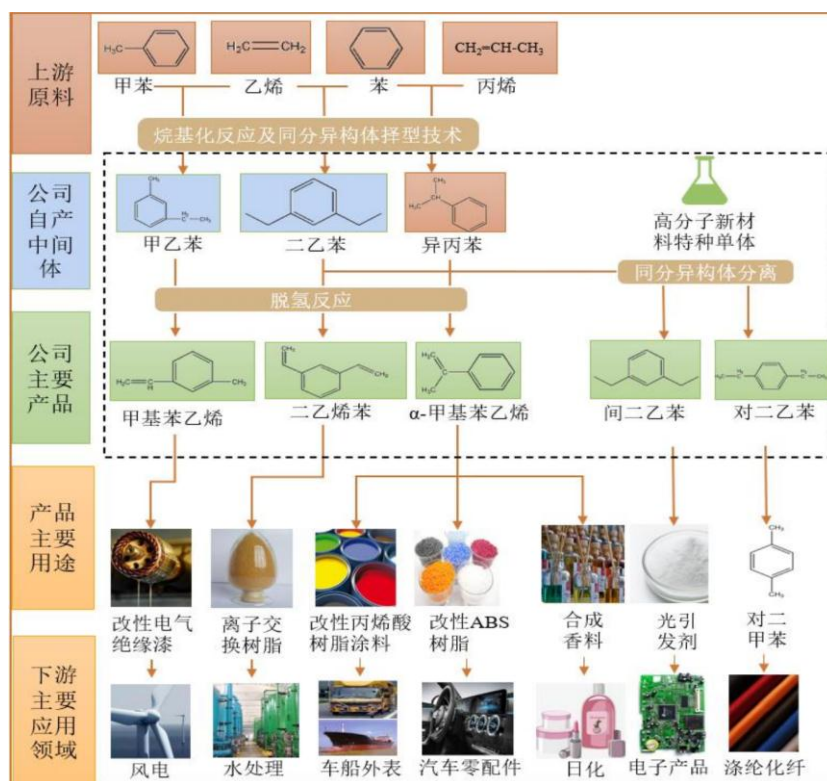


资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所整理 注: 2022 年产销数据包括中间产品亚磷酸三苯酯, 该年度产能利用率单独披露

2、特种单体：产品线丰富，在新材料领域应用领域广泛

公司特种单体应用领域丰富，具有用量少、价值高的特点。公司生产的特种单体主要用于生产特种高分子基材，特种高分子新材料基材由特种单体或特种单体加通用单体共聚生成，往往某种类特种单体在特种高分子新材料基材中用量占比相对较低，但由于其是高分子新材料性能改善、功能增强的关键，因此具有用量少、价值高的特点。

图 17: 公司高分子新材料特种单体及中间体产业链



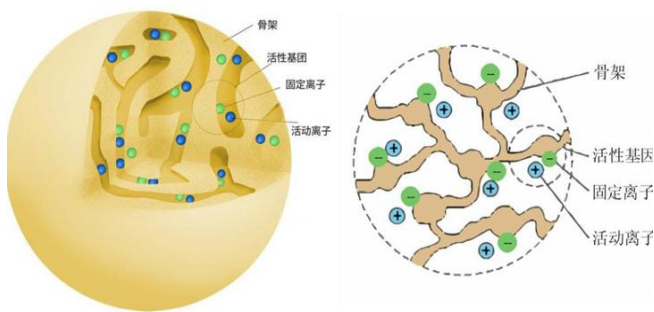
资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所整理

二乙烯苯：离子交换树脂的重要交联剂，受益于离子交换树脂新兴需求拓展

公司二乙烯苯产品主要用于离子交换树脂的生产，是离子交换树脂的重要交联剂。二乙烯基苯具有两个乙烯基，富有反应性，能生成三维结构的不溶聚合物，是重要的交联剂。广泛用于制造离子交换树脂、不饱和聚酯树脂、ABS树脂、聚苯乙烯树脂及改性丁苯橡胶，也用作苯乙烯、丁二烯、丙烯腈、甲基丙烯酸甲酯等共聚及丙烯酸酯乳液聚合的交联剂。

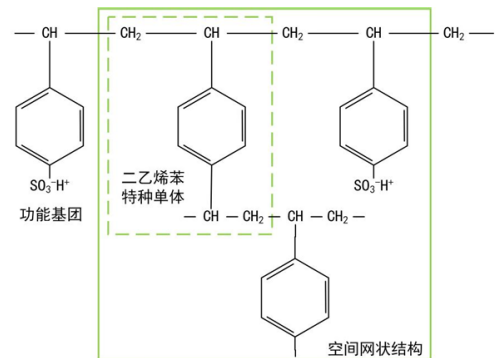
在离子交换树脂的内部结构中，一部分为树脂的高分子新材料骨架，它是由单体经交联聚合成不溶性的三维空间网状骨架，它支撑着整个材料，是离子交换树脂的主要成分，该部分化学性质十分稳定。离子交换树脂的骨架称为白球，主要由通用单体和特种单体交联聚合而成。其中：用量较大的通用单体可使用苯乙烯、丙烯酸等原料；而特种单体则主要使用二乙烯苯，其作为交联剂能在通用单体线性结构分子缩聚时起架桥作用，优化分子骨架与孔道结构，使分子中的基团相互键合成不溶的网状结构骨架，在提升离子交换容量的同时，树脂的机械强度和使用寿命也可得到提升。

图 18：离子交换树脂内部结构示意图



资料来源：公司招股说明书

图 19：离子交换树脂中添加二乙烯苯单体示意图



资料来源：公司招股说明书

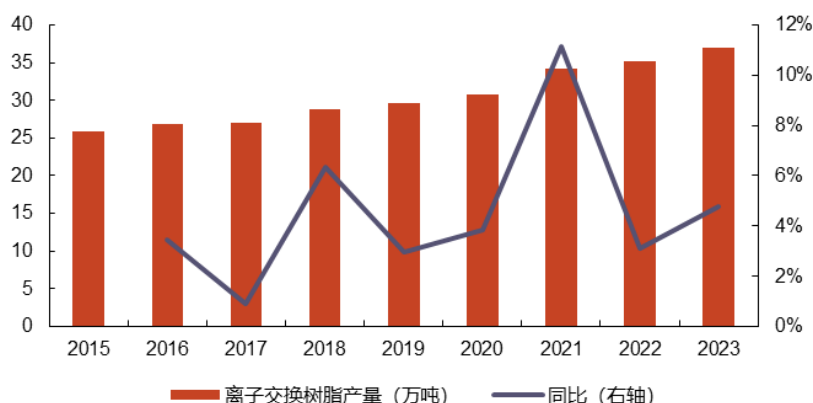
离子交换树脂新兴领域需求快速拓展，行业具有良好的发展前景。我国是世界上离子交换树脂最大的生产国。根据中国膜工业协会离子交换树脂分会数据，我国离子交换树脂产量由 2015 年的 25.90 万吨稳定增长至 2023 年的 36.91 万吨，CAGR 为 4.5%。离子交换树脂广泛应用于工业水处理后，在新兴领域需求带动下，领先的吸附分离树脂提供商持续加大研发投入和市场开拓，合成出大量具有交换、吸附、螯合、催化等特殊功能的新型树脂，在不同领域的生产工艺中实现了脱盐、分离、纯化、脱色、催化等多种应用效果，并成功应用于制药、食品加工、化工、环保、湿法冶金等领域。相较于传统工业水处理领域，新领域对离子交换树脂从材料性能到应用工艺均提出了更高要求，从而为离子交换树脂上游单体、功能基团原材料以及生产工艺等多方面带来了更多的机遇和挑战。

表 12：离子交换树脂的新兴应用领域

领域	应用
湿法冶金	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。
生物医药	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。
电子	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。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 18MΩ/cm 的 I 级电子级超纯水。
核工业	核级树脂主要用于反应堆一回路和二回路的给水和废水处理系统。

资料来源：争光股份招股说明书等，光大证券研究所整理

图 20：我国离子交换树脂产量及同比变化



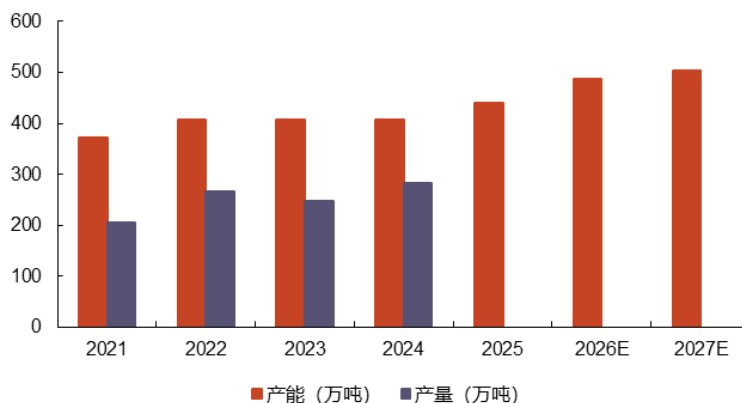
资料来源：公司招股说明书，中国膜工业协会离子交换树脂分会，华经产业研究院，光大证券研究所整理

α-甲基苯乙烯：用于丙烯酸树脂和 ABS 树脂改性，顺应 ABS 树脂产销增长趋势

α-甲基苯乙烯主要用作改性丙烯酸树脂涂料、合成香精的生产。除此以外，还可以用于改性 ABS 树脂、塑料增塑剂以及有机硅等产品中。目前国内市场中，α-甲基苯乙烯特种单体用量最大的领域是替代苯乙烯对丙烯酸树脂涂料进行改性，以增强其耐腐蚀性、耐热性。国际市场中，α-甲基苯乙烯特种单体用量最大的领域是 ABS 树脂的耐热改性，但国内 ABS 树脂产业起步相对较晚，使用 α-甲基苯乙烯特种单体改性的应用率较低。

丙烯酸树脂涂料是指以（甲基）丙烯酸酯、苯乙烯为主体，同其他类型丙烯酸酯共聚所得丙烯酸树脂为主要成膜物质，从而制得的热塑性、热固性或辐射固化树脂涂料。公司生产的 α-甲基苯乙烯具有优异的环保性能，不含苯酚丙酮，可替代苯乙烯对丙烯酸树脂涂料进行改性，在增强其耐腐蚀性、耐热性的同时更符合目前市场的选择趋势。根据百川盈孚，2021-2024 年我国丙烯酸产量由 204 万吨增至 283 万吨，CAGR 为 11.5%，2027 年我国丙烯酸产能将达到 504 万吨，较 2025 年增长 14.5%，我国丙烯酸及下游丙烯酸酯、丙烯酸树脂产业仍有稳定的发展趋势。丙烯酸树脂涂料已广泛应用于航天、航海、汽车、机器机床、电器仪表、高级木器等领域的防护和装饰性涂装，结合丙烯酸树脂改性的便利性和改性后良好的性能表现，公司特种单体将迎来更大的发展空间。

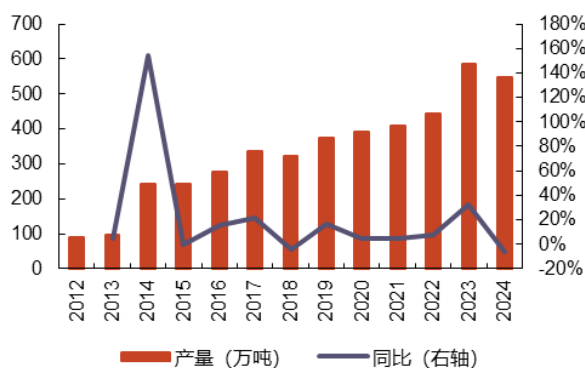
图 21：我国丙烯酸产能、产量



资料来源：百川盈孚预测，光大证券研究所整理

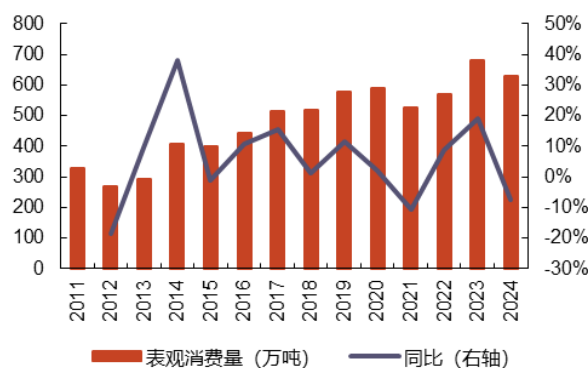
α -甲基苯乙烯特种单体替代苯乙烯形成的 α -甲基苯乙烯-丙烯腈共聚物可以任何比例与 ABS 树脂相互溶，用于提升 ABS 树脂的耐热性和刚性。和通用 ABS 树脂相比，改性后的 ABS 树脂热变形温度可提高 10°C-15°C。根据隆众资讯及 Wind，国内 ABS 树脂产量从 2019 年的 377 万吨，增长至 2024 年的 549 万吨，5 年 CAGR 为 7.8%；国内 ABS 树脂表观消费量从 2019 年的 578 万吨，增长至 2024 年的 629 万吨，5 年 CAGR 为 1.7%。 α -甲基苯乙烯特种单体在国内 ABS 树脂改性方面的应用还有较大的提升空间，也是公司未来重点推广的方向之一。

图 22：我国 ABS 产量及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 23：我国 ABS 表观消费量及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

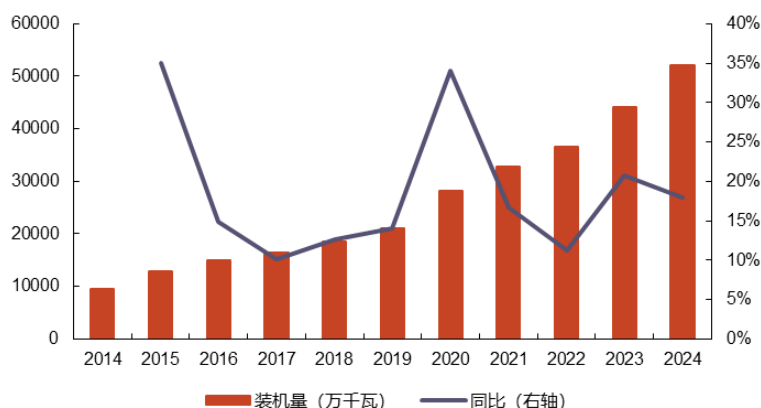
甲基苯乙烯：用于改性绝缘浸渍漆，风电装机高增带动需求增长

绝缘浸渍漆是电气产品主要绝缘材料之一，通过浸渍工序绝缘漆渗透、填充到线圈、线槽或其他绝缘物的空隙和气孔中，然后经过固化将线圈导线粘结为绝缘整体，并在其表面形成连续的绝缘层，提高介电性能、力学性能、导热性能和防护性能，广泛应用于风电、核电、光电、高铁辅助电机等领域。

甲基苯乙烯主要用于改性绝缘浸渍漆的生产，近年来，国内绝缘浸渍漆生产厂商开始推进甲基苯乙烯特种单体代替苯乙烯，用于绝缘浸渍漆的改性。相较于苯乙烯，甲基苯乙烯的闪点、沸点和分子量均更高，因此生产出的改性绝缘浸渍漆环保性能和绝缘性能更好，这主要体现在两方面：一是绝缘浸渍漆在对线圈、线槽完成渗透后需要进行烘干固化，使用甲基苯乙烯可降低烘干过程中低沸点有毒物质苯乙烯的挥发量；二是甲基苯乙烯分子量高，可以直接增加绝缘浸渍漆成膜后的致密性，提升耐候性能和绝缘性能。

公司甲基苯乙烯的主要应用领域是风电电机及高铁辅助电机绝缘系统的处理，其中风电领域的需求最具刚性。绝缘浸渍漆是电气产品主要绝缘材料之一，通过浸渍工序绝缘漆渗透、填充到线圈、线槽或其他绝缘物的空隙和气孔中，然后经过固化将线圈导线粘结为绝缘整体，并在其表面形成连续的绝缘层，提高介电性能、力学性能、导热性能和防护性能，广泛应用于风电、核电、光电、高铁辅助电机等领域。根据国家能源局数据，并网风电装机容量从 2023 年的 44134 万千瓦增长至 2024 年的 52068 万千瓦，2024 年依然维持 18.0% 的高增速。随着我国能源转型进程加速，风电、核电、光电等清洁能源的发展有望进一步提速，从而带动电机绝缘系统以及上游材料需求的持续增长。

图 24：我国并网风电装机容量（万千瓦）



资料来源：公司招股说明书，国家能源局，光大证券研究所整理

绝缘浸渍漆产品的生产对甲基苯乙烯间对比指标方面要求非常严苛。将甲基苯乙烯间对比指标控制在最佳比例可以进一步增加绝缘浸渍漆成膜的致密性，实现强度的提高、使用寿命的延长以及耐高压击穿能力的提升等性能改进目标。

二异丙烯基苯：水溶性涂料用交联剂

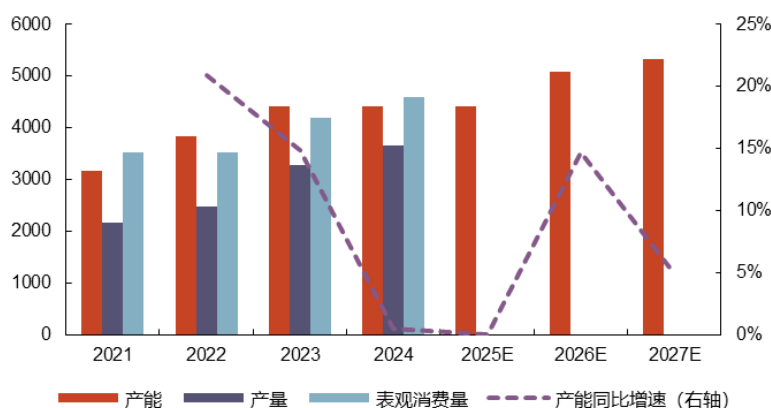
二异丙烯基苯和公司二乙烯苯产品相似，均为苯环上接入两个烯烃官能团，因此下游主要也是作为交联剂使用。相较于二乙烯苯，二异丙烯基苯具有更大的分子量及空间结构，因此可用于特种工程塑料、特种橡胶、特种树脂等高端领域，其参与共聚的工程材料具有更好的加工性能，耐老化，且与添加剂相容性好；参与共聚的橡胶制品，更具弹性，密封性好，密度小，各类添加剂不易渗出。国外主要作为交联剂，用于水溶性涂料的生产，相关涂料用途广泛，环保特性突出，对人体无毒无害，如用于高端家具涂装，使用后可达到立马入住的环保标准。在我国节能降耗、绿色环保的理念及政策日趋盛行的趋势下，该产品未来的市场需求预计将不断增长。

特种单体中间体：部分外售，用于 PX 和光引发剂生产

公司特种单体中间体包括间/对二乙苯、甲乙苯、乙苯等，主要用于公司特种单体生产。公司还可以通过同分异构体择型合成和分离技术，生产部分高纯度对二乙苯、间二乙苯用于下游对二甲苯、光引发剂等的生产。

对二乙苯主要用作基础化工原料对二甲苯（PX）生产的解吸剂。对二甲苯是制备对苯二甲酸（PTA）以及对苯二甲酸二甲酯（DMT），进而生产涤纶树脂（PET）的原材料；涤纶树脂广泛应用于纺织、服装、包装、电子电器、医疗卫生、建筑、汽车等国民经济各领域。对二甲苯生产的关键环节是二甲苯同分异构体的分离，目前主流采用的是模拟移动吸附分离工艺。该工艺中，分离过程中使用的解吸剂即为高纯度对二乙苯。一般情况下，每吨对二甲苯的生产约消耗 0.2kg-0.3kg 对二乙苯。

图 25：我国 PX 产能、产量、表观消费量（万吨）



资料来源：百川盈孚预测，光大证券研究所整理

间二乙苯产品主要用于光固化引发剂 DETX 的生产。光固化是指在光（紫外光或可见光）的照射下，光引发剂吸收特定波长的光子，产生自由基或阳离子，引发单体和低聚物发生聚合和交联反应，在极短的时间里生成网状结构的高分子聚合物，进而实现固化。光引发剂是光固化材料中的核心组成部分，其性能对光固化材料的固化速度和固化程度起关键性作用。一般情况下，光引发剂的使用量在光固化材料中占比为 3%-5%。但由于光引发剂价格相对昂贵，其成本一般占到光固化产品整体成本的 10%-15%。

3、专用助剂：无酚亚磷酸酯质量领先，开发 PL-30 切入己二腈产业链

3.1 亚磷酸酯为 PVC 专用辅助热稳定剂，公司无酚产品具备质量优势

公司高分子新材料专用助剂包括亚磷酸三苯酯系列、亚磷酸三苯酯衍生物系列和无酚亚磷酸酯系列，统称为亚磷酸酯系列，主要作为螯合剂（辅助热稳定剂）与热稳定剂并用，增强 PVC 塑料的热稳定性及抗老化功能，从而提高 PVC 塑料加工过程中的耐热性和透明度并抑制其颜色变化，在 PVC 制品生产过程中是必须使用的助剂；除 PVC 塑料外，亚磷酸酯系列助剂还可用作聚氨酯热塑性弹性体（TPU）、SBS 热塑性弹性体的辅助抗氧剂。

表 13：公司专用助剂板块主要产品及应用

类别	产品名称	产品应用	终端产品应用
高分子新材料专用助剂	亚磷酸三苯酯系列	主要作为螯合剂与 PVC 热稳定剂并用，用于 PVC 塑料加工，增强塑料的热稳定性及抗老化性能，还可用作 SBS、TPU 的辅助抗氧剂。	建筑建材、医用耗材等需要用到 PVC 塑料的领域。日用品、塑胶跑道等需要用到弹性体的领域。
	亚磷酸三苯酯衍生物系列		
	无酚亚磷酸酯系列		

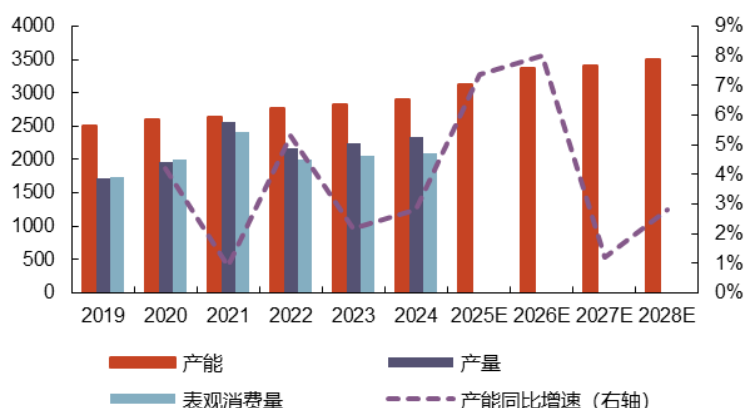
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理 注：亚磷酸三苯酯主要用作中间产品

亚磷酸酯作为辅助热稳定剂性能优异，受益于 PVC 产量增长。PVC 塑料生产加工中的辅助热稳定剂主要是亚磷酸酯、环氧化合物等有机化合物。亚磷酸酯单独使用无明显的热稳定效果，但添加于主稳定剂与金属皂并用后起到螯合作用，能络合金属氯化物、钝化金属离子，防止金属氯化物的析出；同时，亚磷酸

酯自身还具备辅助抗氧作用，与主抗氧剂配合使用也可改善 PVC 塑料的抗氧化性，抗氧化效率优于单独使用主抗氧剂。因此，亚磷酸酯系列助剂在钙锌、钡锌、有机锡类等复合稳定剂中的应用较为广泛，是复合热稳定剂不可或缺的成份，用量根据不同热稳定剂品类在 5%-30%之间。

根据百川盈孚数据，2019-2024 年我国 PVC 产能、产量、表观消费量的年复合增长率分别为 3.1%、6.3%、3.9%，均逐年稳定提升。根据中国塑料加工协会助剂专业委员会统计数据，2019 年至 2021 年全国钙锌、钡锌、有机锡类等热稳定剂合计年产量均在 50 万吨左右，较 2016 年至 2018 年间的年产量 25.80-36.80 万吨实现了大幅提升。随着 PVC 产量和金属热稳定剂产量的提升，亚磷酸酯作为辅助热稳定剂的需求有望进一步增加。

图 26：我国 PVC 产能、产量、表观消费量（万吨）



资料来源：百川盈孚预测，光大证券研究所整理

亚磷酸酯产品应用场景可拓展至 TPU、SBS 等高分子新材料。聚氨酯热塑性弹性体（TPU）性能介于塑料和橡胶之间，具有一般塑料材料所无法比拟的强度高、韧性好、耐磨、耐寒、耐油、耐水、耐老化、耐气候等特性，还具有高防水性、防风、防寒、抗菌、防霉、保暖、抗紫外线等许多优异的功能，因而被广泛应用于医疗卫生、电子电器、工业及体育等领域，是聚氨酯（PU）的三大类别之一。亚磷酸酯系列助剂还可用作聚氨酯热塑性弹性体（TPU）、SBS 热塑性弹性体等高分子新材料的辅助抗氧剂，添加于上述高分子新材料的各类制品中，增强制品热稳定性和光稳定性。

公司掌握核心生产技术，产品丰富度位居行业前列。公司开发出亚磷酸三苯酯及其衍生物的环保生产技术，解决了亚磷酸三苯酯衍生物生产中副产苯酚的处理难题，实现了苯酚的分离、连续精馏提纯并回用于亚磷酸三苯酯的生产，既保护了环境，又降低了产品的生产成本。公司生产的亚磷酸酯系列专用助剂产品相比同行业其他企业产品品质稳定、纯度高、气味轻、杂质少。公司立足于 PVC 塑料的改性，针对终端 PVC 制品在色泽、透明度、润滑度等方面的不同需求，开发了数十种型号的亚磷酸酯专用助剂产品，产品丰富度在行业中处于领先地位。公司还开发出无酚亚磷酸酯生产技术，解决了原材料调配、工艺流程控制等难题，产成品可完全不含苯酚。

持续研发推出亚磷酸酯环保生产技术，开发无酚亚磷酸酯产品。随着国民收入水平和环保、健康意识的不断提升，消费者对材料的安全性和环保性也愈发关注，从需求端推动国内高分子新材料产品质量和环保标准的提升。为打开儿童玩具、厨房用品、办公用品、医疗卫生等领域人体接触材料制品的市场空间，下游行业对无酚亚磷酸酯的需求空间将进一步增加。

表 14：公司专用助剂业务核心生产技术与特点

技术名称	技术特点
苯酚循环工艺	公司运用精馏分离技术，将亚磷酸三苯酯衍生物生产过程中产生的副产苯酚，经过分离和连续精馏提纯，获得高纯度苯酚，作为原材料回用于亚磷酸三苯酯的生产，实现苯酚的循环利用，不仅解决了苯酚处理的环保难题，还降低了产品的生产成本。
低气味产品控制工艺	公司在生产中运用汽提技术，减少了产品中杂质含量，大大降低了轻组分含量；同时，公司通过调整工艺，降低产品生产过程温度，降低了产品高温分解的可能，有效控制了产品的气味，提升了产品品质。
生产废气的环保处理工艺	公司对亚磷酸三苯酯生产过程中产生的盐酸尾气采用降膜吸收、连续洗涤和碱液循环洗涤工艺，有效减少了尾气排放，提高了环保适应能力。
无酚亚磷酸酯生产技术	公司掌握了无酚亚磷酸酯生产技术，通过调整原材料成分、催化技术和工艺流程，开发出无酚亚磷酸酯系列产品。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

3.2 募投项目新增 PL-30 产品，切入己二腈产业链

丁二烯法为己二腈主流工艺，我国丁二烯法己二腈项目投产高峰来临。公司募投项目建设的 3 万吨/年亚磷酸酯 PL-30 产品用于尼龙 66 核心原材己二腈的生产。尼龙 66 作为高强度新材料，主要应用于汽车、飞机、军用防弹衣、降落伞、重要工程材料等领域。目前世界上最有竞争力两种己二腈工艺是丁二烯直接氢氰化法和丙烯腈电解法，其中，丁二烯法具有工艺路线短，原料价廉易得，反应条件温和，产品收率高，能耗低，污染小等优势，为全球主流工艺。

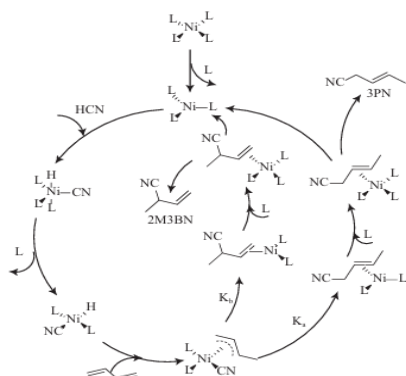
表 15：己二腈不同工艺路线对比

项目	丙烯腈电解法		丁二烯法	
	有隔膜法	无隔膜法	氰化氰化法	直接氰化法
原料来源	广泛	广泛	广泛	广泛
原料成本	高	高	高	低
工艺路线	简单	简单	复杂	简单
能耗	高	一般	高	较低
生产规模	规模小	规模小	规模大	规模大
产品质量	一般	高	一般	高
收率	较低	高	较高	高
环保	污染大	污染大	严重污染	污染一般
投资	较低	较低	高	高

资料来源：《丁二烯氢氰化法制备己二腈工艺的研究与优化》（石广雷）

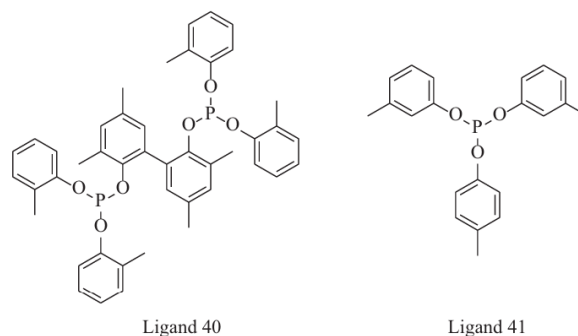
亚磷酸三苯酯衍生物是丁二烯法制己二腈的重要催化剂配体。丁二烯法制己二腈分为一级氢氰化、异构化、二级氢氰化三步，其中两次氢氰化均需要使用零价镍-磷催化剂，反应过程中金属镍的电子与丁二烯的 π 键结合，使氰基转移到碳链的一端。在镍-磷催化剂的配体选择中，配体的空间效应、电子效应会影响它与金属原子的配位能力，配体锥角越大，空间位阻越大，络合物稳定性越高，催化活性越高，因此亚磷酸三苯酯衍生物是该反应的优秀配体，被杜邦、英威达等公司在过去几十年中广泛研究，得到了多种单齿、多齿亚磷酸三苯酯衍生物配体。根据公司披露，公司 PL-30 产品为国内企业研发丁二烯氢氰化合成己二腈生产工艺的重要助剂，消耗量约为己二腈产量的 10%以上。

图 27：丁二烯一级氢氰化反应历程



资料来源：《丁二烯氢氰化法制己二腈催化剂的研究进展》(许凯等) 注：L 表示配体

图 28：英威达公司于 2004 年合成的几种亚磷酸酯衍生物配体



资料来源：《丁二烯氢氰化法制己二腈催化剂的研究进展》(许凯等)

国内己二腈进入投产高峰，为公司打开广阔市场空间。丁二烯法己二腈的工艺长期被国外垄断，英威达公司在全球拥有 112.5 万吨/年己二腈产能，近年来我国企业通过自主研发或英威达授权的方式逐渐获取己二腈的工艺，截至 2025 年 6 月，国内已建成己二腈产能 81 万吨/年，在建或规划己二腈产能高达 289 万吨/年，即便考虑到由于工艺难度造成部分企业产能投放不及时，开车不达标，我国己二腈生产的大面积突破仍将为公司 PL-30 产品带来广阔的市场空间。

表 16：己二腈现有及规划产能（单位：万吨/年）

国别	企业名称	产能	在建产能	工艺
国外	英威达	72.5		丁二烯法
	巴斯夫	26		丁二烯法
	奥升德	58		丙烯腈法
国内	英威达上海	40		丁二烯法
	神马集团		5	丁二烯法
	华峰集团	20	10	己二酸法
	天辰齐翔	20	30	丁二烯法
	华研化学		40	
	新和成		10	
	古雷石化		40	
	永荣集团		30	
	荣盛石化		25	
	玖源集团		50	
	富海润泽		30	
	三宁化工		10	
	山西润恒	1	9	
	现有己二腈产能合计	81		
	在建己二腈产能合计	289		

资料来源：化工在线，中化新网等，光大证券研究所整理

与神马集团签订合作协议，市场开拓前景良好。根据公司募集资金投资项目计划产能分配情况，公司将新增 PL-30 年产能 30,000 吨，用于尼龙 66 核心原材料己二腈的生产，新增亚磷酸三苯酯产能主要用于新增亚磷酸三苯酯衍生物产能的配套供应。公司已与河南神马艾迪安化工有限公司（神马股份全资子公司，己二腈项目实施主体）就尼龙 66 关键原材料己二腈全面国产化项目使用的 PL-30 产品签订了《战略合作协议》。随着公司 PL-30 产品被下游客户接受和认可，公司有望进一步打开 PL-30 的市场空间，盈利能力有望持续增强。

4、盈利预测、估值和投资建议

4.1 关键假设及盈利预测

特种单体业务

(1) 产能：2024 年公司特种单体产能 3.5 万吨/年（不含中间体，下同），2025 年 6 月公司募投项目投产，新增特种单体产能 5.05 万吨/年。七期项目以中间体为主，泰州项目不含特种单体产能，我们预计 25-27 年公司特种单体产能均为 8.55 万吨/年。

(2) 开工率和产量：2024 年公司特种单体开工率达到 99%，表明公司现有项目有能力基本实现满产，我们假设 25-27 年公司 3.5 万吨/年现有产能的开工率为 100%。根据公司募投项目投产公告，募投项目的产能爬坡期较长，我们假设 25-27 年公司 5.05 万吨/年募投项目产能的开工率分别为 10%、20%、30%。根据上述产能和开工率，我们得到 25-27 年公司特种单体产量假设分别为 40050、45100、50150 吨。

(3) 产销率和销量：2023、2024 年，公司特种单体产销率分别为 102%、107%，因包含一部分外购销售量。我们假设 25-27 年公司特种单体产销率为 105%，对应 25-27 年销量分别为 42053、47355、52658 吨。

(4) 价格和毛利率：公司特种单体历史售价较为稳定，2024 年公司特种单体实现价格为 18102 元/吨，我们假设 25-27 年公司特种单体售价为 18000 元/吨。由于公司产能大幅扩张但开工率较低，新增产能的试车成本和折旧费用较高，我们假设公司特种单体销售毛利率较 24 年的 27% 下降，25-27 年毛利率分别为 18%、20%、22%。

专用助剂业务

(1) 产能：2024 年公司专用助剂外销产能 1.4 万吨/年（不含中间体亚磷酸三苯酯，下同），2025 年 6 月公司募投项目投产，新增专用助剂总产能 6 万吨/年，目前暂无法确认新增产能的外销比例，我们根据 2024 年专用助剂已有产能情况（外销产能和中间体产能均为 1.4 万吨），假设募投项目新增专用助剂外销产能 3 万吨/年、中间体产能 3 万吨/年。综上，我们预计 25-27 年公司专用助剂外销产能均为 4.4 万吨/年。

(2) 开工率和产量：2024 年公司专用助剂开工率达到 109%，表明公司现有项目有能力实现满产，我们假设 25-27 年公司 1.4 万吨/年现有产能的开工率为 100%。募投项目开工率假设同特种单体业务，25-27 年分别为 10%、20%、30%。由此得到 25-27 年公司专用助剂可外销量分别为 17000、20000、23000 吨。

(3) 产销率和销量：2023、2024 年，公司专用助剂产销率分别为 93%、94%，我们假设 25-27 年公司专用助剂产销率为 95%，对应 25-27 年销量分别为 16150、19000、21850 吨。

(4) 价格和毛利率：公司专用助剂历史售价较为稳定，2024 年公司专用助剂实现价格为 24393 元/吨，我们假设 25-27 年公司专用助剂售价为 25000 元/吨。由于公司产能大幅扩张但开工率较低，新增产能的试车成本和折旧费用较高，我们假设公司专用助剂销售毛利率较 24 年的 33% 下降，25-27 年毛利率分别为 22%、24%、28%。

其他假设

假设公司其他业务 25-27 年营收、毛利与 24 年相同，分别为 5900 万元、2000 万元。假设公司 25-27 年销售费用率、管理费用率、研发费用率与 24 年相同，分别为 1.39%、3.64%、4.61%。

表 17：常青科技关键项目预测

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计	营收（百万元）	1019	1080	1219	1386	1553
	yoy	5.7%	6.0%	12.9%	13.7%	12.0%
	毛利率	31.7%	29.4%	20.1%	22.0%	24.6%
特种单体业务	营收（百万元）	618	671	757	852	948
	yoy	12.0%	8.6%	12.8%	12.6%	11.2%
	毛利率	28.1%	26.8%	18.0%	20.0%	22.0%
专用助剂业务	营收（百万元）	338	350	404	475	546
	yoy	1.6%	3.6%	15.3%	17.6%	15.0%
	毛利率	36.0%	33.4%	22.0%	24.0%	28.0%
其他业务	营收（百万元）	63	59	59	59	59
	yoy	-20.2%	-7.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	43.1%	34.8%	34.8%	34.8%	34.8%

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 12.19、13.86、15.53 亿元，对应营收增速分别为 12.92%、13.67%、12.03%。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.25、1.55、2.01 亿元，折算 EPS 分别为 0.31、0.38、0.50 元/股。

4.2 相对估值

我们使用 PE 估值为公司进行相对估值。公司主营业务为改性高分子材料的特种单体和专用助剂，我们选取国内高分子改性新材料行业的江苏博云、高分子材料助剂/添加剂行业的濮阳惠成和橡胶助剂行业的彤程新材作为可比公司。截至 2025 年 8 月 6 日，可比公司 25 年 PE 平均值为 25 倍，公司 25 年 PE 为 55 倍，主要由于公司上市时间相对可比公司较短，仍有一定程度的高估，以及公司对未来产能规划较为明确，且产能投放节奏较快，市场对公司定价时已部分考虑公司产能扩充带来的经营规模增长。

表 18：常青科技相对估值表

证券代码	公司名称	总市值	收盘价	EPS (元/股)			PE		
		(亿元)	(元/股)	24A	25E	26E	24A	25E	26E
301003.SZ	江苏博云	34	34.50	1.45	1.66	1.95	24	21	18
300481.SZ	濮阳惠成	45	15.38	0.65	0.77	0.90	24	20	17
603650.SH	彤程新材	200	33.37	0.86	1.01	1.22	39	33	27
平均值							29	25	21
603125.SH	常青科技	69	17.09	0.73	0.31	0.38	23	55	45

资料来源：Wind，光大证券研究所整理 注：股价日期为 2025-08-06；常青科技为光大证券研究所预测，其余为 Wind 一致预期

4.3 绝对估值

关于绝对估值的主要假设：

(1) 长期增长率：公司在泰州基地投产后将进入稳定增长阶段，假设长期增长率为 2%；

(2) β 值选取：采用申万行业分类-其他化学制品的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；

(3) 税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 13.68%；

(4) 目标资本结构：公司 IPO 后资金充裕，暂无银行借款，考虑公司后续项目的银行融资需要，我们预计公司的目标资本结构为 10%。

表 19：绝对估值基本假设

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 R_f	3.17%
β (Blevered)	1.01
$R_m - R_f$	4.33%
K_e (levered)	7.56%
税率	13.68%
K_d	6.03%
V_e (百万元)	4306.35
V_d (百万元)	3.61
目标资本结构	10.00%
WACC	7.41%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

表 20：FCFF 估值简表

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	(672.57)	-10.39%
第二阶段	2421.39	37.41%
第三阶段 (终值)	4723.85	72.98%
企业价值 AEV	6472.67	100.00%
加：非经营性净资产价值	846.14	13.07%
减：少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减：债务价值	3.61	-0.06%
总股本价值	7315.19	113.02%
股本 (百万股)	404.84	
每股价值 (元)	18.07	
PE (2025, 隐含)	58.52	
PE (2025, 动态)	55.35	

资料来源：光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-06

表 21：敏感性分析表 (元/股)

WACC/长期增长率	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
6.41%	19.84	21.24	22.95	25.09	27.87
6.91%	17.84	18.93	20.25	21.87	23.91

7.41%	16.15	17.03	18.07	19.32	20.86
7.91%	14.72	15.43	16.27	17.25	18.44
8.41%	13.50	14.08	14.75	15.54	16.48

资料来源：光大证券研究所预测

基于上述假设，根据 FCFF 法估值得出公司合理价格为 18.07 元/股，相比之下，截至 2025 年 8 月 6 日公司股价为 17.09 元。

4.4 投资建议

我们预计 25-27 年公司营收分别为 12.19、13.86、15.53 亿元，归母净利润分别为 1.25、1.55、2.01 亿元。公司立足技术创新，工艺和产品壁垒稳固，产能规划明确，随着公司产品市场不断开拓和新增产能逐渐爬坡，公司经营体量和盈利能力有望保持增长，业绩有望持续回升。

我们使用 PE 估值为公司进行相对估值。公司主营业务为改性高分子材料的特种单体和专用助剂，我们选取国内高分子改性新材料行业的江苏博云、高分子材料助剂/添加剂行业的濮阳惠成和橡胶助剂行业的彤程新材作为可比公司。截至 2025 年 8 月 6 日，可比公司 25 年 PE 平均值为 25 倍，公司 25 年 PE 为 55 倍，主要由于公司上市时间相对可比公司较短，仍有一定程度的高估，以及公司对未来产能规划较为明确，且产能投放节奏较快，市场对公司定价时已部分考虑公司产能扩充带来的经营规模增长。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

5、风险分析

下游需求不及预期

公司产品下游主要是树脂、涂料、PVC、合成香料等产品，终端需求为水处理、日化、电子产品等领域，如果下游产品需求出现较大波动，可能造成公司产品市场开拓进展不及预期，对公司盈利能力造成影响。

成本波动风险

公司主要采购原材料为苯、乙烯、苯酚等石油化工大宗商品，近年来石化产品的价格受油价波动影响较大，如果原材料价格出现大幅波动，可能造成公司成本上升及产生库存损失，对公司当期业绩造成影响。

新增产能爬坡进度不及预期风险

募投项目和七期项目投产后，公司产能较 2024 年增长超过 100%，远期泰州基地投产后产能还将进一步扩充，产能爬坡需较长周期，考验公司的生产管理能力和。若产能爬坡进度不及预期，可能导致公司费用、折旧压力增大，对公司盈利能力造成影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,019	1,080	1,219	1,386	1,553
营业成本	696	763	974	1,081	1,171
折旧和摊销	27	27	87	141	165
税金及附加	6	3	4	4	5
销售费用	12	15	17	19	22
管理费用	42	39	44	50	56
研发费用	41	50	56	64	72
财务费用	-14	-9	-3	6	14
投资收益	7	20	10	10	11
营业利润	246	237	145	180	233
利润总额	246	237	145	180	233
所得税	33	32	20	25	32
净利润	213	204	125	155	201
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	213	204	125	155	201
EPS(元)	1.10	0.73	0.31	0.38	0.50

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	206	212	143	235	313
净利润	213	204	125	155	201
折旧摊销	27	27	87	141	165
净营运资金增加	311	-359	69	72	73
其他	-345	340	-138	-133	-125
投资活动产生现金流	-804	275	-309	-534	-509
净资本支出	-107	-325	-300	-500	-500
长期投资变化	0	0	-20	-20	-20
其他资产变化	-697	600	10	-15	11
融资活动现金流	1,102	-41	231	39	24
股本变化	48	87	126	0	0
债务净变化	-13	3	270	70	70
无息负债变化	6	90	31	23	20
净现金流	506	448	65	-260	-171

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	31.7%	29.4%	20.1%	22.0%	24.6%
EBITDA 率	24.9%	22.2%	18.0%	22.9%	26.0%
EBIT 率	22.1%	19.7%	10.9%	12.8%	15.4%
税前净利润率	24.1%	21.9%	11.9%	13.0%	15.0%
归母净利润率	20.9%	18.9%	10.3%	11.2%	13.0%
ROA	9.2%	8.0%	4.3%	4.9%	5.9%
ROE (摊薄)	9.8%	8.8%	5.2%	6.1%	7.4%
经营性 ROIC	17.1%	16.1%	8.1%	8.2%	9.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	6%	9%	18%	20%	21%
流动比率	17.34	9.01	4.58	3.94	3.58
速动比率	16.39	8.42	4.22	3.57	3.19
归母权益/有息债务	17210.28	646.50	8.84	7.42	6.57
有形资产/有息债务	17662.83	688.94	10.51	9.02	8.12

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	2,298	2,556	2,939	3,162	3,421
货币资金	721	1,167	1,232	971	800
交易性金融资产	402	127	127	127	127
应收账款	178	212	239	272	305
应收票据	147	175	198	225	252
其他应收款 (合计)	0	0	0	1	1
存货	107	120	153	170	184
其他流动资产	379	30	32	33	35
流动资产合计	1,938	1,834	1,985	1,803	1,708
其他权益工具	10	11	11	11	11
长期股权投资	0	0	20	39	59
固定资产	152	134	682	700	737
在建工程	50	394	30	323	572
无形资产	69	67	66	64	63
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	73	83	83	83	83
非流动资产合计	360	722	954	1,359	1,714
总负债	130	223	524	617	707
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	47	124	159	176	191
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	38	39	40	42	44
流动负债合计	112	204	434	457	477
长期借款	0	3	73	143	213
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	8	8	8	8
非流动负债合计	18	20	90	160	230
股东权益	2,169	2,332	2,416	2,545	2,714
股本	193	279	405	405	405
公积金	1,468	1,404	1,290	1,306	1,326
未分配利润	500	639	710	824	973
归属母公司权益	2,169	2,332	2,416	2,545	2,714
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.18%	1.39%	1.39%	1.39%	1.39%
管理费用率	4.13%	3.64%	3.64%	3.64%	3.64%
财务费用率	-1.39%	-0.80%	-0.25%	0.40%	0.91%
研发费用率	4.04%	4.61%	4.61%	4.61%	4.61%
所得税率	14%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.23	0.15	0.06	0.08	0.10
每股经营现金流	1.07	0.76	0.35	0.58	0.77
每股净资产	11.26	8.35	5.97	6.29	6.70
每股销售收入	5.29	3.87	3.01	3.42	3.84

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	15	23	55	45	34
PB	1.5	2.0	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	9.0	15.0	27.0	19.6	16.1
股息率	1.3%	0.9%	0.4%	0.5%	0.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
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