

2026年05月15日

呈和科技 (688625.SH)

投资评级：买入（首次）

——成核剂龙头量利齐升，电子材料蓄势启航

证券分析师

李辉

SAC: S1350526010001

lihui01@huayuanstock.com

张峰

SAC: S1350525120003

zhangfeng03@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

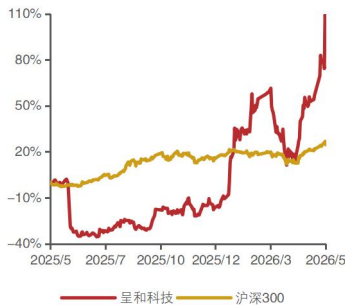
李佳骏

SAC: S1350526010004

lijiajun@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年05月14日

收盘价(元)	94.19
一年内最高/最低(元)	97.18/29.35
总市值(百万元)	17,737.95
流通市值(百万元)	17,737.95
总股本(百万股)	188.32
资产负债率(%)	50.18
每股净资产(元/股)	8.43

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **报告导读：**呈和科技发布 2025 年度报告，2025 年全年实现营业总收入 9.77 亿元，同比+11.94%，实现扣非归母净利润 2.64 亿元，同比+12.25%；其中 2025Q4 单季度实现营业收入 2.37 亿元，同比+5.54%，环比-11.70%，实现归母净利润 0.48 亿元，同比-8.31%，环比-40.41%，实现扣非归母净利润 0.47 亿元，同比-2.90%，环比-39.23%。同时，公司发布 2026 一季报，2026Q1 实现营业收入 2.49 亿元，同比+13.90%，环比+4.94%，实现归母净利润 0.9 亿元，同比+26.20%，环比+87.90%，实现扣非归母净利润 0.78 亿元，同比+13.92%，环比+65.61%。公司业绩符合市场预期。
- **公司 2025 年产销量保持增长趋势，带动业绩上涨。**2025 年公司主营产品成核剂、合成水滑石、NDO 复合助剂、抗氧剂产量为 1.41/0.81/0.22/0.59 万吨，同比+30.5%/+17%/+39%/+28.4%；销量分别为 1.16/0.71/0.23/0.49 万吨，同比+19.4%/+1.1%/+41%/+11.6%；营收分别为 5.96/1.26/0.60/1.14 亿元，同比+16.58%/+7.97%/+3.71%/+61.36%。我们认为 2025 年公司营收利润双增，核心驱动有三：一是主要产品产销规模持续扩张，南沙厂区募投项目顺利结项投产，产能有效扩充，为收入规模增长提供有力支撑；二是产品结构持续优化，高毛利的成核剂收入占比提升至 61%，海外市场多点突破。此外，公司战略布局高端电子材料新赛道，设立全资子公司广东呈和电子材料有限公司，聚苯醚树脂、高频高速阻燃剂系列产品已实现批量供应头部 CCL 厂商，培育长期第二增长曲线。
- **推出 2026 年限制性股票激励计划，深度绑定核心团队利益。**根据公司公告，公司于 2026 年 4 月 30 日披露《2026 年限制性股票激励计划（草案修订稿）》。公司正处于电子材料第二增长曲线培育及南沙产能释放的关键阶段，推出本次激励计划旨在建立长效激励机制，吸引和留住核心技术与业务人才，将员工利益与公司长远发展深度绑定。本次激励对象不超过 62 人，占公司员工总数（303 人）的 20.46%，涵盖董事、高管及核心技术（业务）人员；拟授予限制性股票（第二类）480 万股，约占公告日公司总股本的 2.55%，股票来源为定向增发。授予价格为 30.00 元/股，激励力度充分。本次激励计划预计摊销总费用约 1.84 亿元，其中 2026/2027/2028 年分别摊销 0.97/0.73/0.14 亿元，对当期利润存在一定摊销压力，尤其 2026 年摊销金额相对较大，建议关注其对归母净利润的扰动。公司层面以营业收入为考核指标，第一归属期（2026 年）要求营收同比增速不低于 15%；第二归属期（2027 年）要求 2026-2027 年营收均值较 2025 年增速不低于 20%，考核目标具有一定挑战性，隐含公司对未来业绩增长的信心。限制性股票自授予日起分两批归属，有效期最长不超过 36 个月，归属前不得转让或质押。整体来看，本次激励计划授予价格折价幅度较高、覆盖人员较广，有助于稳定核心团队、激发经营活力，同时内嵌的营收增长考核目标亦对公司持续扩张形成正向约束。
- **2025 年度不派现金红利，转增股本彰显长期发展信心。**根据公司公告，鉴于公司处于电子材料业务产业扩张及研发投入的关键阶段，资金需求较大，董事会决定 2025 年度末不派发现金红利、不送红股，拟以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4

股，转增后公司总股本由 1.88 亿股扩大至约 2.63 亿股。值得关注的是，公司已于 2025 年 8 月实施中期分红，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.30 元（含税），合计派发 4,265.96 万元，2025 年度现金分红总额合计 4,265.96 万元，占当年归母净利润的比例为 15.47%，较 2024 年度（分红比例 31.76%）明显下降。对比来看，公司近三个会计年度累计现金分红总额 3.03 亿元，占同期平均净利润的 120.73%，整体回报力度仍属较高水平。年末以转增替代派现，一方面表明公司将更多资源优先投入电子材料第二增长曲线的建设，另一方面转增有助于提升股票流动性、降低每股价格，具有一定的市值管理意义。展望后续，电子材料业务能否如期放量、贡献实质性利润增量，预计将是决定公司未来分红空间及股东回报可持续性的核心变量，建议投资者重点跟踪该业务的产能建设与客户拓展进展。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 3.52/4.37/5.12 亿元，同比增速分别为 27.50%/24.19%/17.29%，当前股价对应的 PE 分别为 50.44/40.62/34.63 倍。我们选择利安隆/东材科技/圣泉集团为可比公司。公司是国内成核剂、合成水滑石龙头，技术壁垒深厚，国产替代逻辑持续兑现，南沙产能释放支撑中期量增，成长空间清晰。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**产能投放不及预期；产品价格大幅波动；全球政策变动风险；新产品开发风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	873	977	1,236	1,476	1,696
同比增长率（%）	9.20%	11.94%	26.42%	19.42%	14.91%
归母净利润（百万元）	250	276	352	437	512
同比增长率（%）	10.68%	10.20%	27.50%	24.19%	17.29%
每股收益（元/股）	1.33	1.46	1.87	2.32	2.72
ROE（%）	18.39%	18.32%	20.59%	22.28%	22.71%
市盈率（P/E）	70.88	64.32	50.44	40.62	34.63

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	660	124	148	170
应收票据及账款	397	451	538	618
预付账款	4	8	9	10
其他应收款	8	9	11	12
存货	88	95	110	124
其他流动资产	354	1,030	1,230	1,413
流动资产总计	1,511	1,716	2,045	2,348
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	375	441	563	737
在建工程	27	222	251	213
无形资产	43	40	36	32
长期待摊费用	11	21	24	20
其他非流动资产	1,101	1,101	1,101	1,101
非流动资产合计	1,557	1,825	1,975	2,103
资产总计	3,068	3,541	4,020	4,452
短期借款	854	1,099	1,219	1,248
应付票据及账款	538	503	581	658
其他流动负债	133	192	222	252
流动负债合计	1,525	1,794	2,022	2,158
长期借款	3	4	4	4
其他非流动负债	35	35	35	35
非流动负债合计	38	39	39	38
负债合计	1,563	1,833	2,060	2,197
股本	188	188	188	188
资本公积	496	496	496	496
留存收益	821	1,024	1,276	1,571
归属母公司权益	1,505	1,708	1,960	2,255
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,505	1,708	1,960	2,255
负债和股东权益合计	3,068	3,541	4,020	4,452

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	276	334	419	494
折旧与摊销	39	52	70	92
财务费用	-18	41	50	53
投资损失	-18	-12	-12	-12
营运资金变动	-1	-717	-197	-174
其他经营现金流	6	21	21	21
经营性现金净流量	284	-280	351	475
投资性现金净流量	597	-312	-212	-212
筹资性现金净流量	-703	56	-115	-242
现金流量净额	171	-536	24	22

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	977	1,236	1,476	1,696
营业成本	537	610	704	798
税金及附加	11	16	20	23
销售费用	40	52	62	71
管理费用	56	73	87	100
研发费用	40	51	61	70
财务费用	-18	41	50	53
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-2	-3	-4	-5
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	18	12	12	12
公允价值变动损益	-1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	4	12	12	12
营业利润	329	412	512	600
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	6	2	2	2
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	323	410	510	598
所得税	48	59	73	86
净利润	276	352	437	512
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	276	352	437	512
EPS(元)	1.46	1.87	2.32	2.72

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	11.94%	26.42%	19.42%	14.91%
营业利润增长率	12.90%	25.25%	24.07%	17.22%
归母净利润增长率	10.20%	27.50%	24.19%	17.29%
经营现金流增长率	33.77%	-198.62%	225.21%	35.38%
盈利能力				
毛利率	45.02%	50.63%	52.29%	52.94%
净利率	28.22%	28.46%	29.59%	30.21%
ROE	18.32%	20.59%	22.28%	22.71%
ROA	8.99%	9.93%	10.86%	11.51%
估值倍数				
P/E	64.32	50.44	40.62	34.63
P/S	18.15	14.35	12.02	10.46
P/B	11.78	10.39	9.05	7.87
股息率	0.24%	0.84%	1.04%	1.22%
EV/EBITDA	21	35	29	24

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。