



呈和科技 (688625.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

主业小而美，蓄势 AI 阻燃剂+AI 树脂

AI-PCB 持续迭代，上游材料同步升级

AI-PCB 持续迭代，整体价值量提升和上游材料升级同步确定：① PCB 板数量在增加，单机柜/GPU 对应 PCB 价值量在增加，②PCB 上游材料同步升级，树脂/填料性能影响覆铜板质量。产业趋势向着高景气度的方向演绎。

扩产积极，发力高频高速电子材料

全资子公司呈和电子拟投资不超过 13 亿元，规划高频高速阻燃剂 2500 吨+PP0 树脂 2500 吨+高端合成水滑石 2 万吨。

AI 磷系阻燃剂国产替代加速。常见阻燃剂分为卤系、磷系等，受环保等因素驱动、无卤化是长期不可逆趋势。2026 年 1 月子公司呈和电子完成对广东聚讯新材料 76.78%股权的收购，广东聚讯已完成低介电无卤阻燃剂的开发、并实现工业化，算力升级推动阻燃剂产业重构，高端市场随 M8/M9 等级材料升级而爆发，国内企业有望加速突破高端林夕阻燃剂认证并实现批量供货。

PP0 树脂突破 AI-CCL 客户，电子级树脂全球产能集中于 SABIC、三菱瓦斯、旭化成等海外龙头，公司 PP0 树脂产品已批量供应头部 CCL 厂商。

主业小而美，成核剂/水滑石稳步放量

在周期波动背景下、最近 10 年的年收入增速均为双位数，受益国产替代，26Q1 经营数据加速。公司是成核剂、合成水滑石国内龙头，合计贡献超 80%毛利，打破海外长期垄断。①成核剂可显著改善聚丙烯性能，产品广泛应用于食品、包装等领域，下游直接客户为石油/能源化工企业。②合成水滑石主要应用于 PVC 以及聚烯烃树脂行业，公司产品在中石油、中海壳牌实现进口替代。

盈利预测、估值和评级

我们看好公司①发力高频高速电子材料，AI 驱动阻燃剂/树脂升级迭代，第二曲线带动业绩与估值重塑，②主业国产替代新材料，成核剂/水滑石稳步放量。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 3.7、5.17 和 6.85 亿元，现价对应动态 PE 分别为 56x、40x、30x，给予 2027 年 51 倍估值，目标价 100 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级

风险提示

新项目扩产不及预期；算力需求不及预期；高速高频材料竞争格局恶化；主业成核剂/水滑石业务波动。

建筑建材组

分析师：李阳 (执业 S1130524120003)

liyang10@gjzq.com.cn

分析师：赵铭 (执业 S1130524120004)

zhaoming@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：79.00 元

目标价 (人民币)：100.00 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	882	977	1,274	1,932	2,383
营业收入增长率	10.31%	10.81%	30.30%	51.72%	23.34%
归母净利润(百万元)	250	276	370	517	685
归母净利润增长率	10.68%	10.20%	34.21%	39.58%	32.67%
摊薄每股收益(元)	1.849	1.464	1.410	1.968	2.611
每股经营性现金流净额	1.07	1.51	2.43	3.21	4.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.39%	18.32%	21.02%	24.95%	27.61%
P/E	20.64	28.13	56.03	40.14	30.26
P/B	3.80	5.15	11.78	10.01	8.35

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 AI 驱动阻燃剂/树脂升级迭代，蓄势高频高速电子材料	4
1.1 AI-PCB 持续迭代，整体价值量提升和上游材料升级同步确定	4
1.2 AI 磷系阻燃剂国产替代加速	6
1.3 PPO 树脂突破 AI-CCL 客户	7
2 成核剂/水滑石稳步放量，国产替代新材料	8
2.1 高分子材料助剂，近 10 年收入增速均是双位数起步	8
2.2 成核剂国内龙头，突破海外长期垄断	10
2.3 水滑石国产替代空间广阔	12
3 盈利预测与投资建议	14
3.1 盈利预测	14
3.2 投资建议及估值	15
风险提示	16

图表目录

图表 1：英伟达 Rubin144-PCB 潜在的 PCB 架构设计图	4
图表 2：CCL 基材产品结构图	5
图表 3：电子树脂对覆铜板及 PCB 关键特性的影响	5
图表 4：电子树脂对覆铜板/PCB 性能影响	5
图表 5：5G 高频通讯用常见高分子材料的介电特性	6
图表 6：电子树脂对覆铜板及 PCB 关键特性的影响	6
图表 7：阻燃剂四大分类	6
图表 8：DiDOP 分子结构	7
图表 9：电子树脂供货流程	8
图表 10：电子树脂行业主要企业	8
图表 11：呈和科技处于高性能树脂与改性塑料产业链关键位置	9
图表 12：公司 2018-2025 分业务营收构成	9
图表 13：公司 2018-2025 分业务毛利润	9
图表 14：公司 2018-2026Q1 营收及 yoy	10
图表 15：公司 2018-2026Q1 归母净利润及 yoy	10
图表 16：成核剂在聚合物中的作用机制	10
图表 17：成核剂国内外企业情况	11
图表 18：全球成核剂市场空间	11



图表 19: 公司成核剂产品	12
图表 20: 成核剂销量	12
图表 21: 合成水滑石结构示意图	13
图表 22: 水滑石分类和应用领域	13
图表 23: 公司合成水滑石分类	13
图表 24: 水滑石行业国外主要竞争对手	14
图表 25: 公司盈利预测拆分	15
图表 26: 可比公司估值比较（市盈率法）	16



1 AI 驱动阻燃剂/树脂升级迭代，蓄势高频高速电子材料

AI 迭代升级驱动高端电子材料高景气，公司战略布局新赛道，打造第二增长曲线。公司设立全资子公司呈和电子专注低介电、低损耗高频高速树脂及功能材料，聚焦电子级树脂与阻燃剂两大核心产品，布局高端覆铜板（CCL）上游关键环节。目前核心团队已就位，聚苯醚树脂、高频高速阻燃剂已批量供应头部 CCL 厂商，产品供不应求。我们认为随着 AI PCB 迭代升级，带动上游材料行业景气上行，有望打开公司第二曲线成长空间。

2026 年 6 月 2 日公司公告，全资子公司呈和电子拟投资不超过 13 亿元（含土地出让金、建筑物、构筑物及附属设施、设备投资等，具体以实际投资金额为准），规划高频高速阻燃剂 2500 吨+PP0 树脂 2500 吨+高端合成水滑石 2 万吨。

1.1 AI-PCB 持续迭代，整体价值量提升和上游材料升级同步确定

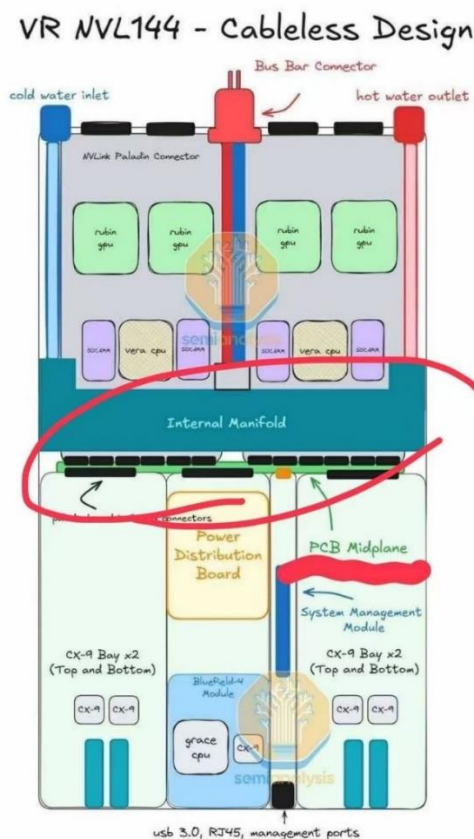
市场高度关注 Rubin 架构采用哪一类 PCB 方案，产业信息高频变化，但我们认为，3 个关键性结论未变：①架构迭代下 PCB 用量持续增长，单机柜/单 GPU 对应的 PCB 价值量稳步提升；②PCB 上游材料同步迭代升级。整体来看，行业长期成长趋势明确，短期波动仅源于硬件搭配方案的不确定性扰动。

（1）PCB 板数量在增加，单机柜/GPU 对应 PCB 价值量在增加

以 2026 年推出的 Vera Rubin NVL144 CPX 为例，除已有的 computer tray 和 switch tray 外，新增 PCB 板包括：

- Midplane：由于线缆固有的高故障率，且 CPX 组装后盘内的空间不足，因此采用 Midplane 来替代原来的铜线缆，尺寸接近 tray 的高度与宽度，垂直放置在前后端模块中间，用于连接一侧的 Bianca 另一端的 CPX 板，作用类似背板；
- CPX 主板：根据 Semi analysis 分析，Midplane PCB 是通过 paladin board to board connector 将 Bianca 卡与 Rubin CPX 板互联，CPX 对传输速率要求并没有 Rubin GPU 那么苛刻，可能采用 UBB+OAM 的形式。

图表1：英伟达 Rubin144-PCB 潜在的 PCB 架构设计图



来源：Semi analysis，国金证券研究所

此外，Rubin Ultra 有望引入正交背板：NVL72 的计算节点和交换节点都横向放置，两者



之间通过机柜后面的线缆互联。而 NVL576 则将交换节点横向放到了机柜后部，前面的计算节点纵向排列，两者通过中置背板相连。

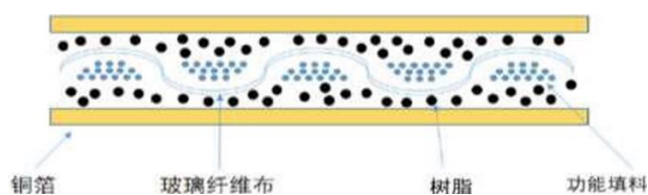
(2) PCB 上游材料同步升级，树脂/填料性能影响覆铜板质量

PCB 作为电子信息系统的核心互联载体，一般由多片覆铜板 (CCL) 经层压工艺加工制成。松下电工 Megtron 系列是覆铜板 (CCL) 领域的行业分级标杆，该系列将高速 CCL 划分为 M2 至 M9 多个等级，其中 M9 为当前最高规格级别：

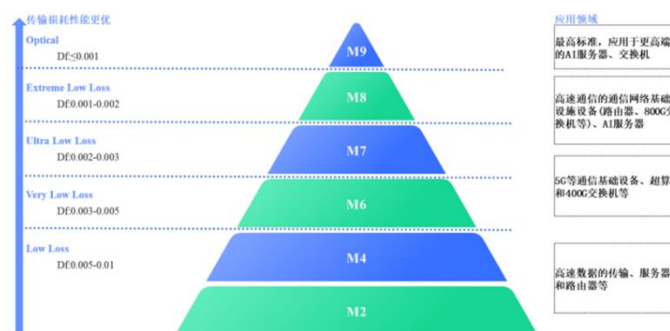
- M2、M4 等级覆铜板，适配高速数据传输、服务器、路由器等应用场景；
- M6 及以上等级可应用于 5G 通信基础设施、超级计算机等领域，介质损耗 Df 值普遍处于 3% - 5% 区间；
- M7、M8 等级板材传输损耗进一步优化，Df 值整体降至 1% - 2%，属于低损耗多层基板核心材料，广泛应用于高速通信网络基建，亦是 AI 服务器、800G 交换机的关键基材；
- M9 为现行最高标准的高频高速覆铜板，主要用于高端 AI 服务器与交换机，适配英伟达 GB300、Rubin 系列、1.6T 交换机等高端产品领域。

覆铜板核心原材料包含铜箔、玻纤布、树脂及填料。树脂/填料是粘结玻纤布和铜箔的关键介质，除具备粘结成型、电气绝缘等基础作用外，还直接决定板材耐热性、介电常数 (Dk)、介质损耗 (Df) 等核心电性能，是制约高频高速覆铜板性能表现的核心要素之一。

图表2: CCL 基材产品结构图



图表3: 电子树脂对覆铜板及 PCB 关键特性的影响



来源: GGII, 公司公告, 国金证券研究所

来源: 中材科技公司公告, 国金证券研究所

图表4: 电子树脂对覆铜板/PCB 性能影响

电子树脂特性	覆铜板对应特性	PCB 应用主要特性
极性基团结构以及固化方式	铜箔剥离强度	PCB 加工可靠性
高苯环密度以及交联密度	玻璃化转变温度、尺寸稳定性、热膨胀系数	
溴类、磷类阻燃元素含量	阻燃等级	PCB 应用场景特性需求
分子结构高度规整对称以及低的极性基团含量	低信号损耗	
高纯度低杂质	绝缘性能、长期耐环境可靠性	

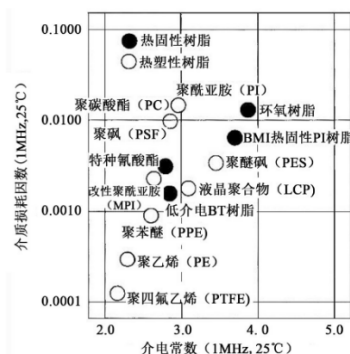
来源: 同宇新材招股说明书, 国金证券研究所

普通 CCL 采用普通的环氧树脂, 高频高速 CCL 采用价格更高、性能更好的特殊性树脂, 行业内以聚四氟乙烯树脂 (PT

- PT 度与辐射, 但需要特殊的加工工艺和 PCB 制程工艺。同时 PT 胀系数高;
- PP0 树脂, 具有高刚性和高模量的特点, 相关板材 Dk 约 3.0-3.8, Df 在 2-7‰ (对应 M4、M6、M7 等不同级别 CCL), 玻璃态转化温度 200-220℃, 低热膨胀系数;
- 碳氢树脂, 以聚丁二烯为代表, 是一类具有优良电性能的化合物。相关板材 DK 在 2.5-3.5, 10GHz 频率下 Df 可低至 2-4‰, 同时拥有高热稳定性, 玻璃态转化温度可达 280℃ 以上, 热膨胀系数低, 在高频 PCB 应用中有明显优势。



图表5: 5G 高频通讯用常见高分子材料的介电特性



图表6: 电子树脂对覆铜板及 PCB 关键特性的影响



来源:《面向 5G 应用需求的低介电高分子材料研究与应用进展》(作者:皇甫梦

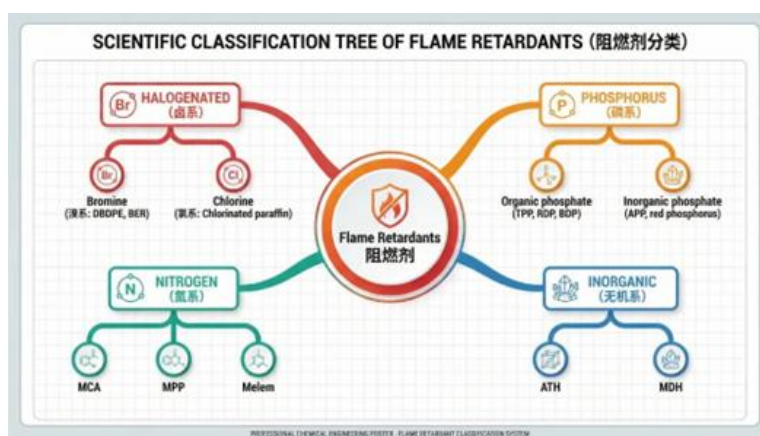
来源:同宇新材招股说明书, 国金证券研究所

鸽等), 国金证券研究所

1.2 AI 磷系阻燃剂国产替代加速

阻燃性在电气/电子产品、通信设备等应用中起防止发热点火和火灾的作用, 无论树脂类型和应用如何, 都应添加阻燃剂。常见阻燃剂有四大类: 卤系、磷系、氮系和无机系, 长期看无卤化是不可逆趋势, 主因系卤系(特别是溴系)阻燃剂在高温燃烧时会生成多溴二噁英/呋喃(PBDD/PBDF)降解。此外卤系是持久性有机污染物(POPs)、在食物链中不断富集, 因此全球阻燃剂法规对卤系阻燃剂不断收紧。

图表7: 阻燃剂四大分类



来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

三类无卤阻燃剂中, 磷系阻燃剂是无卤阻燃剂的主流:

- 氢氧化镁和氢氧化铝等无机阻燃剂由于吸热而具有阻燃作用, 但为达到足够阻燃性、需要添加大量无机阻燃剂, 导致产品其他特性降低;
- 氮系阻燃剂则常常和磷系复配形成"膨胀型阻燃体系"(I 层, 阻燃效率远超各自单独使用, 较少单独使用;
- 因此, 不产生有害物质、且可以添加量相对较少的含磷阻燃剂是当前广泛使用的阻燃剂类型。

根据 Market Research

美元, 其中磷系阻燃剂占据市场最大份额。

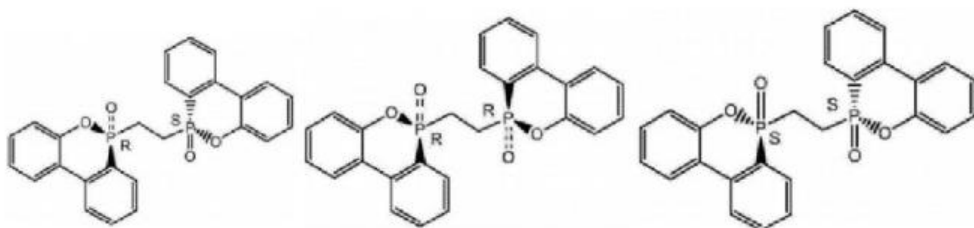
公司已完成无卤磷系阻燃剂量产。2026 年 1 月子公司呈和电子完成对广东聚讯新材料 76.78%股权的收购, 在含磷阻燃剂行业成功实现技术突破。聚讯新材料主营业务为高频高速 CCL 用树脂及阻燃剂, 2025 年营收 2657 万元、净利润为-615 万元, 预计 2025 年阻燃



剂实际出货量偏小，目前公司高频高速阻燃剂、PPO 树脂产品已稳定供应下游 CCL 客户。广东聚讯此前已经完成低介电无卤阻燃剂的开发、并实现工业化，采用的是行业领先的结构对称双 DOPPO 有机化合物，能够使低介电树脂固化体系兼具优异的阻燃性能、热稳定性和机械性能。根据专利信息，该阻燃剂在更低反应温度和更少反应时间下，得到的最高产品收率为 90%；且具有更高反应选择性，保持 P 原子构型，使产物中高温异构比例大，单一熔点高达 295℃。

算力升级推动阻燃剂产业重构，AI 算力需求正驱动高频高速覆铜板树脂及添加剂产业进入产业重构期，高端市场随 M8/M9 等级材料升级而扩需，无卤磷系阻燃剂等添加剂需求激增，同时国产替代迎来黄金窗口，国内企业有望加速突破高端认证并实现批量供货。

图表8: DiDOPPO 分子结构



来源：《低介电树脂用磷系阻燃剂的现状及展望》（作者：徐培琦等），国金证券研究所

1.3 PPO 树脂突破 AI-CCL 客户

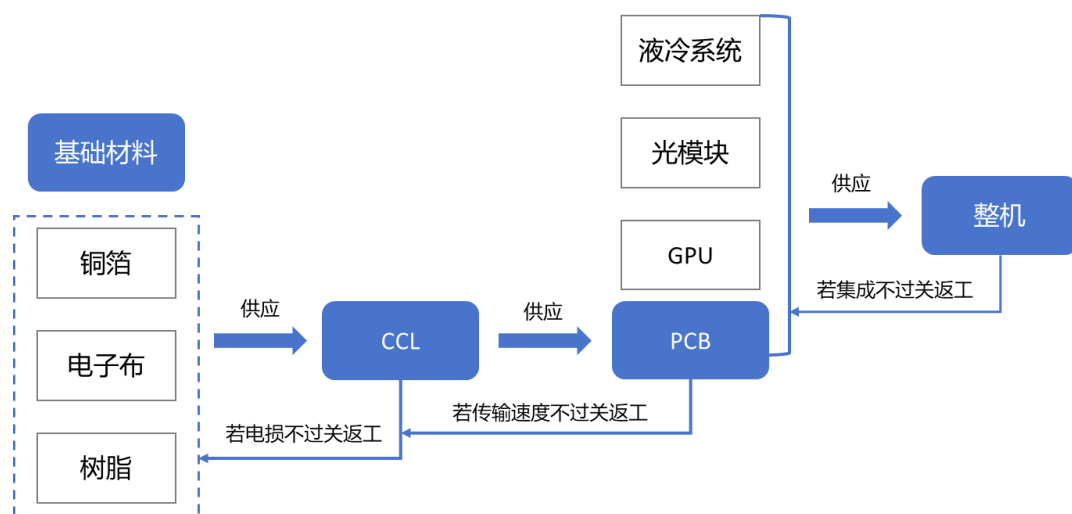
高性能树脂行业具备较高的客户认证与技术工艺壁垒：

（1）客户认证壁垒：电子树脂的客户认证壁垒较高，其供货与验证流程需经过多环节、长周期的反复打磨。电子树脂作为 CCL 的核心基材，需与铜箔、玻纤布协同，向台光、生益科技、韩国斗山等 CCL 厂商送样，完成配方匹配与制板工艺开发。待 CCL 介电常数(Dk)、介电损耗(Df)等关键指标验证通过后，再供给 PCB 厂商进行线路制作与多层板加工，最终 PCB 需与 GPU/光模块/液冷系统等关键部件集成，送至 AI 服务器整机厂完成系统装配。

配方一旦通过 CCL 厂商验证，电子树脂供应商被替代可能性较小，其化学配比、添加剂体系与玻纤布、铜箔及制板工艺形成高度耦合的稳定匹配关系。更换树脂供应商，意味着需重启从配方适配、性能测试到整机验证的全流程，因此量产系列通常不会轻易更换供应商，认证通过的企业将获得长期稳定的订单保障。



图表9：电子树脂供货流程



来源：观研天下，国金证券研究所

(2) 技术工艺壁垒：未改性 PP0 树脂存在加工温度高（需 $\geq 300^{\circ}\text{C}$ ）、流动性差、耐溶剂性不足的短板，无法直接用于覆铜板、PCB 等电子场景，必须通过改性优化性能。而改性技术是行业核心壁垒，海外龙头企业通过定向调控分子反应位点，实现差异化性能定制；同时电子级 PP0 量产需精准控制分子量分布，现有工艺存在高温、长周期的缺陷，且改性反应路径复杂、产物结构可控性弱，进一步推高了工业化生产的难度与不确定性。

电子级树脂行业格局呈现“全球集中、国内突破”的特点，全球产能高度集中于 SABIC、三菱瓦斯、旭化成等海外龙头，国内仅少数企业实现电子级 PP0 量产并进入国际供应链。公司凭借在高分子材料行业的技术积淀，突破 PP0 聚合与改性工艺壁垒。长期看，随着国内企业持续突破，高端电子树脂国产替代将成为行业最确定的主线之一。公司 PP0 树脂产品已批量供应头部高频高速覆铜板厂商、并积极扩产，持续强化高端电子材料供给能力。

图表10：电子树脂行业主要企业

供应商	国家	主要产品	年产能（吨）
SABIC	美国	Nory1 SA9000 树脂，电子级 PPO	PPE 产能 2520 吨
旭化成	日本	主链烯丙基化产品	-
三菱瓦斯化学	日本	OPE-2ST，双乙烯基苯基端基改性	-
东材科技	中国	BMI 树脂	24 年销量约 800 吨
同宇新材	中国	PPO 树脂	1000 吨
呈和科技	中国	聚苯醚树脂（PPO/OPE），无卤磷系阻燃剂	-

来源：ICIS 2026 年全球特种树脂报告，上海证券报，同宇新材投资者交流，国金证券研究所

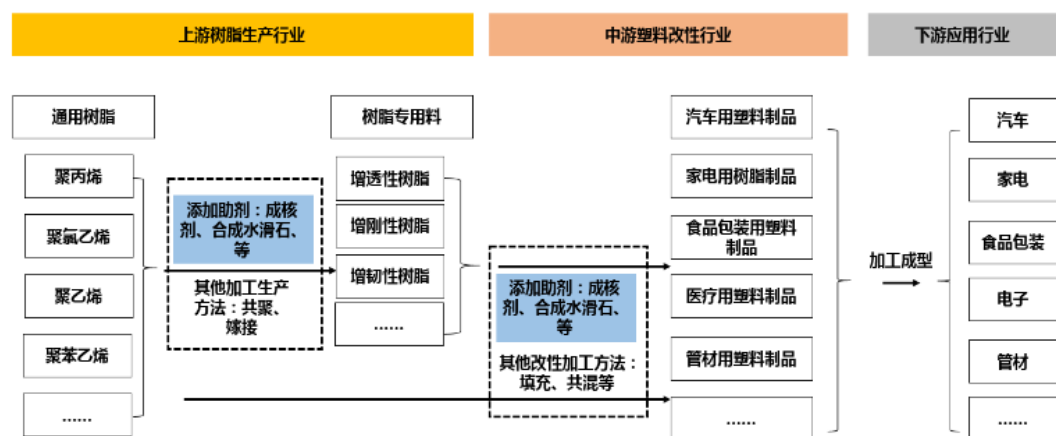
2 成核剂/水滑石稳步放量，国产替代新材料

2.1 高分子材料助剂，近 10 年收入增速均是双位数起步

呈和科技，2002 年成立于广州、2021 年创业板上市，主要业务为生产制造环保、安全、高性能的特种高分子材料助剂的高新技术企业，经认定为国家级专精特新“小巨人”企业、国家级制造业单项冠军、国家级“绿色工厂”。公司主要产品是成核剂、水滑石、抗氧剂、复合助剂等产品，高分子材料助剂主要在聚烯烃等塑料/下游改性塑料加工过程中小比例添加，起到改善材料的力学/光学性能、老化性能等作用，在产业链中作为各类聚烯烃材料或是改性材料的添加剂使用。



图表11：呈和科技处于高性能树脂与改性塑料产业链关键位置

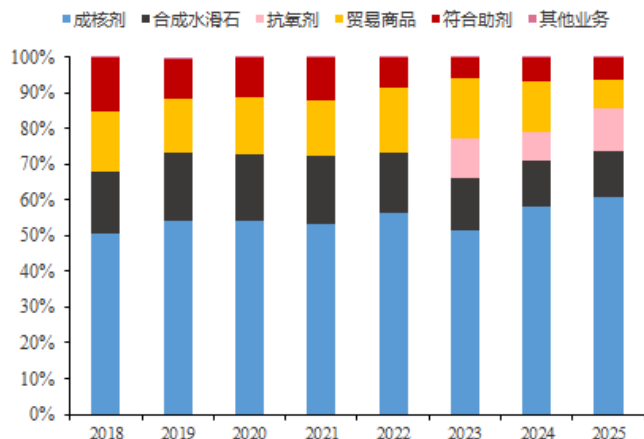


来源：呈和科技招股说明书，国金证券研究所

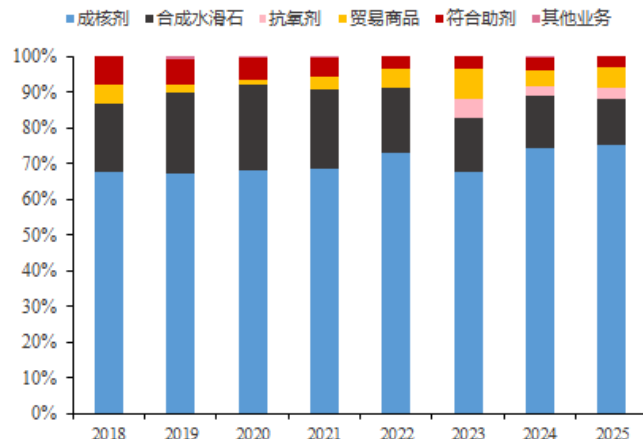
成核剂和水滑石业务是公司主要产品，合计提供超80%毛利，其中：

- 成核剂是公司核心产品，是收入与利润的主要来源，公司主营的成核剂、合成水滑石及复合助剂，可有效满足下游厂商生产高熔融指数聚丙烯、新型高刚性/高韧性/高结晶聚丙烯、高耐环境老化改性聚丙烯、车用薄壁改性聚丙烯材料、新型改性聚氯乙烯材料等高性能树脂材料和改性塑料的需求。2025年公司成核剂收入为5.96亿元、占比达61%，毛利占比提升至76%；
- 2025年水滑石为1.26亿元、占比为13%，毛利占比为13%。

图表12：公司2018-2025分业务营收构成



图表13：公司2018-2025分业务毛利贡献



来源：wind，国金证券研究所

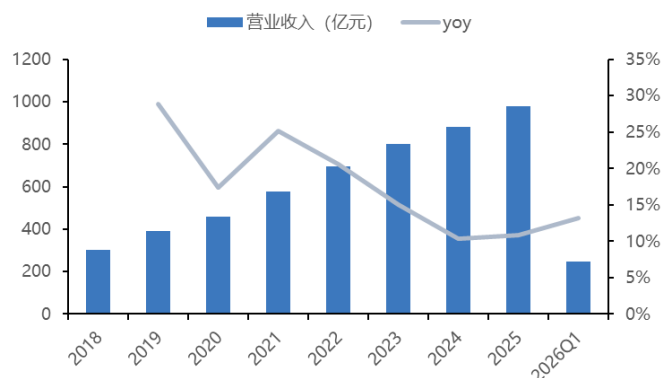
来源：wind，国金证券研究所

公司营收从2018年的3.04亿元提升至2025年的9.77亿元，CAGR达18.1%，且在周期波动背景下、最近10年的年收入增速均为双位数，归母净利从2018年的0.56亿元提升至2025年的2.76亿元，CAGR达25.7%。受益国产替代，26Q1经营数据加速，26Q1公司收入2.49亿元、同比+13%，归母净利0.9亿元、同比+26%：

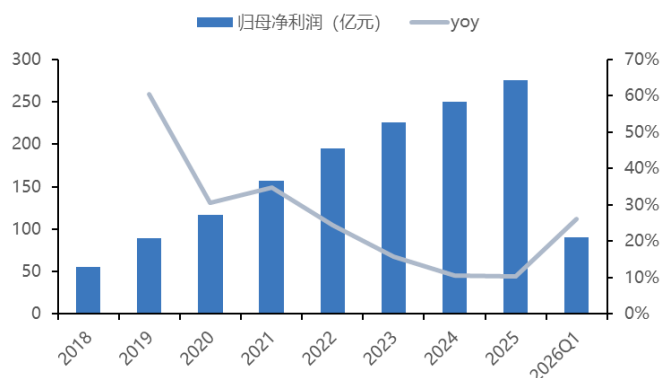
- 成核剂领域，公司自主研发的高性能聚丙烯透明成核剂、增刚成核剂、β晶型成核剂质量均达到国际先进水平，在同行业中处于领先地位；
- 水滑石领域，公司通用合成水滑石已规模化供应艾迪科、百尔罗赫、开米森集团、三益集团等世界知名热稳定剂生产企业，并成为中国石化、中国石油、中海壳牌、天津中沙石化等能源化工企业指定使用的国产合成水滑石产品。



图表14：公司 2018–2026Q1 营收及 yoy



图表15：公司 2018–2026Q1 归母净利润及 yoy



来源：wind，国金证券研究所

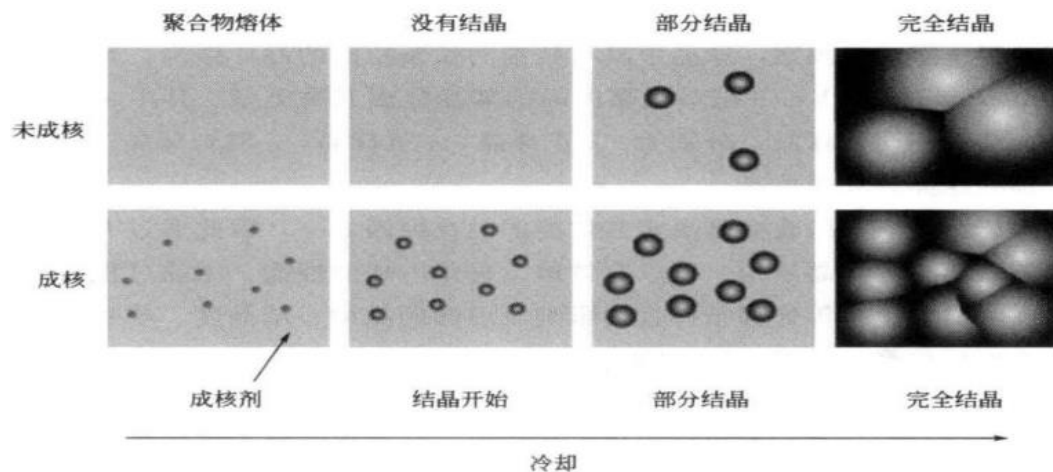
来源：wind，国金证券研究所

激励落地，绑定核心人员利益。2026 年 3 月，公司推出 2026 年限制性股票激励计划（已授予），拟授予 62 名激励对象（占公司 2025 年底员工总数的 20.46%）限制性股票 480 万股（占激励计划草案公告日股本总额的 2.55%），首次授予的股票期权行权价格为 30 元/股。根据限制性股票激励计划，要求①2026 年营收增长率不低于 15%，②2026–2027 年营收的平均值较 2025 年增长率不低于 20%。

2.2 成核剂国内龙头，突破海外长期垄断

成核剂能够调控聚合物结晶过程，优化材料性能。未添加成核剂的聚合物熔体冷却时，晶核生成缓慢且数量稀少，晶体以有限晶核为中心生长，最终形成粗大球晶结构；添加成核剂后，成核剂颗粒可作为异相晶核，在熔体冷却初期诱导大量晶核快速形成，大幅提升晶核密度。随着冷却推进，晶核同步生长为尺寸更小、分布更均匀的微细球晶，避免了大球晶的形成，进而显著提升聚合物的刚性、韧性、透明度与加工性能，是高性能改性塑料生产中不可或缺的关键助剂。

图表16：成核剂在聚合物中的作用机制



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

成核剂行业长期由外企主导。该产品起源于 20 世纪 70 年代，早期由日本研究人员发现二苄叉山梨醇（DBS）可显著改善聚丙烯性能，经过 40 余年发展，以美利肯为代表的境外厂商技术已趋于成熟，产品广泛应用于全球食品、包装等领域，早年国内市场基本被进口品牌占据。进入 21 世纪后，以公司为代表的少数国内厂商逐步实现技术突破与商业化量产，但当前以美利肯、艾迪科、新日本理化为代表的国际厂商，凭借大规模综合业务与多样化解决方案，仍在全球及国内成核剂市场供应中占据主导地位。

根据智研咨询数据，2024 年全球成核剂行业市场规模 9.68 亿美元，公司 2024 年成核剂收入 5.11 亿元、全球市占率仅 7.7%。



图表17：成核剂国内外企业情况

公司名称	成立时间	主要产品	市场地位
美利肯 Milliken	1865	透明成核剂：Millad 3988、Millad NX8000（山梨醇类）；增刚成核剂：HPN 20E（羧酸盐类）	美利肯为全球最早实现成核剂商业化应用的企业之一，长期占据全球成核剂市场的主导地位。
艾迪科 Adeka	1915	增刚成核剂：NA-11、NA-21（磷酸酯盐类）	艾迪科经营的聚氯乙烯稳定剂为公司同行业产品下游产品，处于全球先进水平。
新日本理化 New Japan Chemical	1919		新日本理化的成核剂为公司同行业产品，为全球先进的成核剂产品。
只楚化学	2002	增刚成核剂：Maxstab RY 501（羧酸盐类）、Maxstab RY 511（磷酸酯盐类）；透明成核剂：Maxlear RY 698（山梨醇类）	只楚化学为国内少数实现成核剂商业化量产的企业。
上海齐润	2003	透明成核剂：ZC-3（山梨醇类）	上海齐润为国内少数实现成核剂商业化量产的企业

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表18：全球成核剂市场空间



F咨询，国金证券研究所

公司作为国内成核剂领域的优势龙头企业，在行业长期被外资品牌主导的背景下逐渐突破，成核剂销量从2021年的0.44万吨增长至2025年的1.16万吨。公司已被列入多个主流聚烯烃工艺包的推荐供应商名单，打破早期工艺包对外资品牌的指定依赖，公司核心产品系LyondellBasell、Novolen及Unipol全球聚丙烯装置主流工艺技术指定添加的助剂。依托成熟的产品性能与持续的应用测试推广，公司不仅成为中国石化、中国石油、中海壳牌、延长石油等国内大型能源化工企业的合格供应商并达成深度合作，更成功进入北欧化工等国际知名石化企业的供应链体系，在国际市场与先进品牌企业展开直接竞争，实现了国产成核剂从工艺包准入到国内外主流客户覆盖的全方位突破。

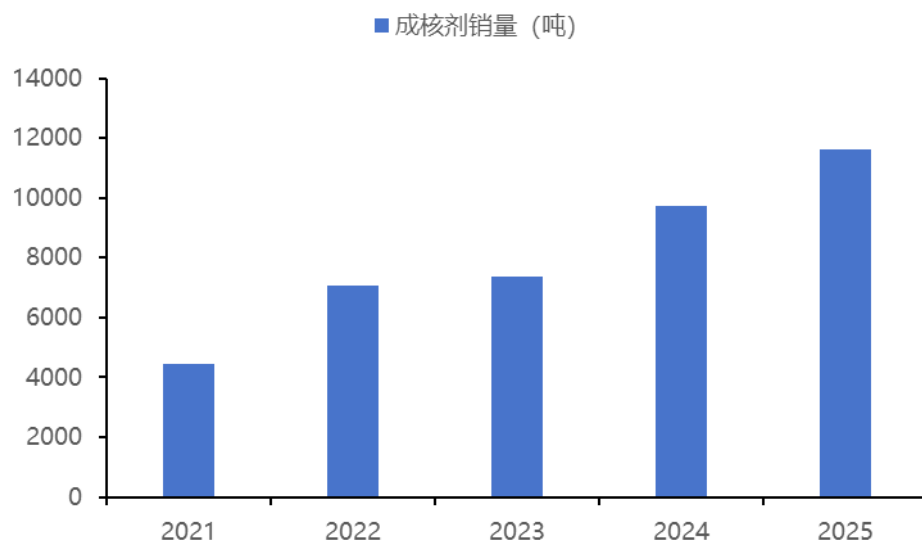


图表19：公司成核剂产品

成核剂类型	具体型号	产品用途
聚烯烃透明成核剂	NA-98	降低聚丙烯雾度、提升透明度与光泽，无异味、适配高温加工并缩短成型周期，同时增强材料力学性能与耐热性，广泛用于家居、医疗、包装、文具等领域。
	NA-98G	显著提高聚丙烯薄膜、片材及模塑制品的透明性、光泽度、刚性、弯曲模量及拉伸强度；提高制品的热变形温度和尺寸稳定性，缩短成型周期，提高生产效率，适用于食品包装材料、高档聚丙烯制品。
	NAP-62	用于聚丙烯制品改性，可提高制品刚性、耐热性与透明性，加快结晶速率并缩短成型周期，适用于家居用品、包装材料、医疗用品、汽车部件等领域。
	NAE-23	用于 LLDPE 挤出吹膜，可解决成核剂低温熔融分散问题，通过增加晶核数目、减小球晶尺寸，提高薄膜透光率与表面光洁度，同时改善撕裂强度和抗冲性能，提升生产效率。
聚烯烃增刚成核剂	NAA-613/NAA-615	用于聚丙烯改性，可赋予制品良好的刚性与透明性，提高结晶温度并缩短成型周期，适用于汽车配件、家用电器、家居用品及包装材料等领域。
	NAA-325	用于聚丙烯改性，可提高结晶温度、缩短成型周期，提升制品外观与色泽，实现刚性和韧性的平衡，改善翘曲变形，适用于食品包装材料、瓶盖、汽车零部件、生活电器及家居用品等领域。
	NAP-50	高效提升聚丙烯的刚性、韧性、弯曲模量与热变形温度，优化尺寸稳定性并缩短成型周期，适用于汽车保险杆、内饰件、家电产品及薄壁注塑用品等领域，配合水滑石 AC-207 使用效果更佳。
	NAR-6	
	NAP-61	可取代芳基磷酸酯盐类成核剂，用于聚丙烯改性，能提高制品刚性与耐热性，加快结晶速率并缩短成型周期，适用于家居用品、生活电器、玩具用品及汽车部件等领域。
聚烯烃增韧成核剂	NAB-82	提升制品韧性与热变形温度，改善抗冲击性能并实现多孔性，适用于 β -PPR/ β -PPH 管材、锂电池隔膜及大件注塑制品等领域。
尼龙快速结晶成核剂	CHB-3C	促进尼龙结晶、提高结晶温度和脱模性，形成均匀晶体结构，缩短成型周期、提升生产效率，同时改善制品尺寸稳定性、减少后收缩与应力开裂，提升拉伸强度和弯曲模量，适用于未增强及增强型尼龙制品的注塑、挤出加工。

来源：公司官网，国金证券研究所

图表20：成核剂销量



来源：呈和科技招股说明书，国金证券研究所

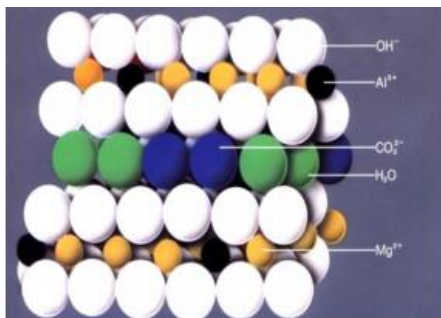
2.3 水滑石国产替代空间广阔

合成水滑石是一种具有层状结构、不含铅等重金属的化合物，其主要作用体现在两大应用



场景：作为 PVC 生产用热稳定剂，它无毒无害、安全环保，可提升 PVC 树脂的热稳定性与抗老化能力，替代含铅热稳定剂，适用于婴幼儿用品、食品包装及医疗用品等对安全性要求较高的领域；同时作为聚烯烃树脂生产用的卤素吸收剂，它能有效消除树脂中的卤素及催化剂残留物，避免树脂产生凝胶体、防止设备被腐蚀，助力聚烯烃树脂材料制造实现提效降本。

图表21：合成水滑石结构示意图



图表22：水滑石分类和应用领域

分类	下游应用领域
通用合成水滑石	聚氯乙烯用合成水滑石主要供给聚氯乙烯热稳定剂生产厂家、聚氯乙烯加工企业等； 聚烯烃用合成水滑石主要供给能源化工企业等
高透明合成水滑石	聚氯乙烯热稳定剂生产厂家、聚氯乙烯加工企业等
阻燃剂用合成水滑石	阻燃剂生产厂家等

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司合成水滑石产品覆盖市场主流品类，是国内少数具备与国际厂商直接竞争能力的企业，产品已达到国际领先水平并实现规模化产销，而国内其他同行规模普遍偏小。目前公司产品，按功能可划分为通用型、高透明型与阻燃型合成水滑石，产品在中石油、中海壳牌实现了对协和化学 DHT-4A 合成水滑石的替代，同时也是中国石化唯一指定使用的国产合成水滑石。

图表23：公司合成水滑石分类

产品	所含金属元素	功能说明	应用的重点产品方向
通用合成水滑石	包括镁、铝两种金属元素	在聚氯乙烯树脂中可作为热稳定剂，提高聚氯乙烯加工稳定性。相比传统铅锌类热稳定剂，合成水滑石具有无毒无害，绿色环保的特性在聚烯烃树脂生产中作为卤素吸收剂，可以消除掉树脂中的卤素及树脂中残留的催化剂，防止生产过程中出现凝胶体和腐蚀设备等情况，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	包括镁、铝、锌三种金属元素	相比通用合成水滑石，高透明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	包括镁、铝两种金属元素	合成水滑石作为阻燃剂，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

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

合成水滑石行业目前仍由海外企业主导，其中日本企业凭借先发优势占据行业领先地位，日本协和化学早在 20 世纪 80 年代初便发表了合成水滑石作为聚氯乙烯热稳定剂的专利，长期在该领域的研发、生产与应用中保持领先，国内能源化工企业的聚丙烯树脂及高透明聚氯乙烯生产等高端领域，仍主要进口日本协和化学、堺化学等企业的产品。相比之下，我国合成水滑石的研究开发及商业化应用起步较晚，行业整体呈现企业多而散的格局，多数企业集中于技术含量较低的助剂产品，中高端产品竞争力不足，与国际先进水平仍存在差距。

公司作为国内规模最大的合成水滑石内资企业、产能处于内资企业第一梯队，是少数具备与国际厂商直接竞争能力的企业，随着国产替代进程加速，公司未来市占率有望持续提升，发展空间广阔。



图表24：水滑石行业国外主要竞争对手

公司名称	成立时间	主营业务	市场地位	生产、销售情况
协和化学 Kyowa-Chem	1947	主营业务产品包括氧化镁、氢氧化镁、合成水滑石等化工产品，可应用于工业用途与医药、食品添加剂用途，为全球知名的化工生产企业	协和化学的合成水滑石为公司的同行业产品协和化学为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	协和化学的合成水滑石产品涵盖通用与高透明两大类型，是我国高端合成水滑石的主要进口供应商
堺化学 Sakai	1932	主营业务板块包括电子材料、树脂添加剂、触媒、医疗药品及器械、医药中间体、化妆品材料等	堺化学的合成水滑石为公司的同行业产品，为全球先进的合成水滑石产品	堺化学的合成水滑石包括聚氯乙烯用通用合成水滑石与高透明合成水滑石客户涵盖全球知名的聚氯乙烯热稳定剂生产企业

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

成核剂：公司作为国内成核剂领域的优势龙头企业，在行业长期被外资品牌主导的背景下逐渐突破，成核剂销量从 2021 年的 0.44 万吨增长至 2025 年的 1.16 万吨。国产替代大背景下，我们预计公司成核剂继续保持双位数以上量增，假设公司 2026-2028 年成核剂销量分别为 1.34、1.52、1.71 万吨，2026-2028 年单价分别为 5.2、5.3、5.3 万元/吨，稳中略有提升，对应 2026-2028 年公司成核剂收入分别为 6.95、8.07、9.04 亿元，收入同比增速分别为 17%、16%、12%。2025 年公司成核剂业务毛利率达 55.6%，我们假设 2026-2028 年毛利率稳定在 56%。

合成水滑石：公司作为国内规模最大的合成水滑石内资企业、产能处于内资企业第一梯队，是少数具备与国际厂商直接竞争能力的企业，随着国产替代进程加速，公司未来市占率有望持续提升。假设公司 2026-2028 年合成水滑石销量分别为 0.75、0.8、0.86 万吨，2026-2028 年单价稳定在 1.8 万元/吨，对应 2026-2028 年公司合成水滑石收入分别为 1.35、1.44、1.55 亿元，收入同比增速分别为 7%、7%、8%。2025 年公司合成水滑石业务毛利率达 44.6%，我们假设 2026-2028 年毛利率稳定在 45%。

AI 高速高频材料，阻燃剂以及树脂：AI 迭代升级驱动高端电子材料高景气，公司战略布局新赛道，打造第二增长曲线。公司设立全资子公司呈和电子专注低介电、低损耗高频高速树脂及功能材料，目前核心团队已就位，PPO 树脂、高频高速阻燃剂已批量供应头部 CCL 厂商。公司已公告其 AI 高速高频材料扩产规划，全资子公司呈和电子规划建设高频高速阻燃剂 2500 吨+PPO 树脂 2500 吨，我们合理预计 2026-2028 年 AI 高速高频材料合计分别为 600、2400、4000 吨（阻燃剂+PPO 树脂合计），单吨价格稳定在 29.2 万元/吨（根据微信公众号“环氧树脂交流与交易”数据，PPO 树脂含税价格估计在 50-60 万元/吨，阻燃剂市场过于细分、无明确数据，此处我们保守测算，假设合计不含税价格略低于 30 万元/吨），对应 2026-2028 年公司 AI 高速高频材料收入分别为 1.75、7.01、11.68 亿元。AI 高速高频材料目前利润率较高，我们假设 2026-2028 年毛利率分别为 50%、55%、57%。

费用率：①2025 年公司销售费用率为 4.12%，我们预计 2026-2028 年公司销售费用率均为 4%；②2024-2025 年公司管理费用率分别为 5.84%、5.71%，考虑到股权激励、我们预计 2026-2027 年管理费用绝对值有一预期增 2026-2028 年公司管理费用率分别为 5.9%、5.9%、5.5%；③2024-2025 年公司研发费用分别为 4.01%、4.04%，我们预计 2026-2028 年公司研发费用率分别为 5%、5.5%、5.5%。


图表25：公司盈利预测拆分

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成核剂					
收入 (亿元)	5.11	5.96	6.95	8.07	9.04
YoY		17%	17%	16%	12%
销量 (吨)	9728	11614	13357	15227	17054
单价 (万元/吨)	5.25	5.13	5.2	5.3	5.3
毛利率	55.91%	55.64%	56.00%	56.00%	56.00%
合成水滑石					
收入 (亿元)	1.17	1.26	1.35	1.44	1.55
YoY		8%	7%	7%	8%
销量 (吨)	7037	7113	7500	8000	8600
单价 (万元/吨)	1.66	1.77	1.80	1.80	1.80
毛利率	47.02%	44.63%	45.00%	45.00%	45.00%
AI 阻燃剂+树脂					
收入 (亿元)	0.00	0.00	1.75	7.01	11.68
YoY				300%	67%
销量 (吨)			600	2400	4000
单价 (万元/吨)			29.20	29.20	29.20
毛利率			50.00%	55.00%	57.00%
费用率					
销售费用率	4.36%	4.12%	4%	4%	4%
管理费用率	5.86%	5.71%	5.9%	5.9%	5.5%
研发费用率	4.01%	4.04%	5%	5.5%	5.5%
整体					
收入 (亿元)	8.82	9.77	12.74	19.32	23.83
YoY		11%	30%	52%	23%
毛利率	43.53%	45.02%	46.41%	49.54%	53.81%

来源：wind，国金证券研究所

根据以上假设，我们预计 2026-2028 年公司整体营收分别为 12.74、19.32、23.83 亿元，同比增速分别为 30%、52%、23%，2026-2028 年归母净利润分别为 3.7、5.17 和 6.85 亿元，同比增速分别为 34%、40%、33%。

3.2 投资建议及估值

同行业可比上市公司包括中材科技（电子布，AI-CCL 核心原材料包括电子布/铜箔/树脂/硅微粉/阻燃剂等）、铜冠铜箔（主营业务为铜箔）、联瑞新材（主营业务为硅微粉）。可比公司股价对应 2026-2028 年平均 PE 分别为 117x、84x、61x，公司目前股价对应 2026-2028 年 PE 在 56x、40x、30x，估值水平低于可比公司。

投资建议：我们看好公司①发力高频高速电子材料，AI 驱动阻燃剂/树脂升级迭代，第二曲线带动业绩与估值重塑，②主业国产替代新材料，成核剂/水滑石稳步放量。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 3.7、5.17 和 6.85 亿元，现价对应动态 PE 分别为 56x、40x、30x，给予 2027 年 51 倍估值（公司 AI 阻燃剂+树脂预计 2027 年逐步投产，释放收入及利润，聚讯新材料业绩边际变化大概率发生在 2027 年，因此我们采用 2027 年业绩给以估值），目标价 100 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。


图表26：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS					PE		
			2024	2025	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002080.SZ	中材科技	61.92	0.53	1.08	1.71	2.20	2.59	36	28	24
301217.SZ	铜冠铜箔	141.8	-0.19	0.08	0.71	1.07	1.66	200	133	85
688300.SH	联瑞新材	188.06	1.35	1.21	1.62	2.08	2.60	116	90	72
平均值								117	84	61
688625.SH	呈和科技	79.00	1.85	1.49	1.41	1.97	2.61	56	40	30

来源：Wind，国金证券研究所

注：股价基准日为 2026 年 6 月 12 日收盘价；中材科技、铜冠铜箔采用国金预测数据，联瑞新材采用 wind 一致预期（180 天）

风险提示

新项目扩产不及预期：若扩产项目受建设进度、审批或行业景气度影响，投产延迟或利用率不足，将制约公司供应能力与业绩增长。

算力需求不及预期：如果 AI 应用落地不及预期，导致海外大厂算力 CAPEX 不及预期，可能导致 PCB 需求量不及预期，进而导致以上 PCB 上游材料需求不及预期。

高速高频材料竞争格局加剧：目前阻燃剂/PP0 树脂竞争格局较好，但后续如果有更多中国企业切入以上新材料领域，可能会导致行业竞争格局恶化，甚至出现价格下滑风险。

成核剂/水滑石业务波动：公司作为国内成核剂领域的优势龙头企业，在行业长期被外资品牌主导的背景下逐渐突破，主业收入每年保持双位数增长。但如果下游需求放缓/国产替代进展变慢，可能导致公司主业成核剂/水滑石业务收入增速下滑。此外，成核剂/水滑石业务毛利率明显高于传统化工品，例如成核剂业务 2024-2025 年毛利率分别为 55.91%、55.64%，水滑石业务 2024-2025 年毛利率分别为 47.02%、44.63%，后续如果国产玩家进入、竞争加剧，可能导致毛利率下滑。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	800	882	977	1,274	1,932	2,383
增长率		10.3%	10.8%	30.3%	51.7%	23.3%
主营业务成本	-452	-498	-537	-683	-975	-1,101
%销售收入	56.5%	56.5%	55.0%	53.6%	50.5%	46.2%
毛利	348	384	440	591	957	1,282
%销售收入	43.5%	43.5%	45.0%	46.4%	49.5%	53.8%
营业税金及附加	-11	-13	-11	-14	-21	-26
%销售收入	1.4%	1.5%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-32	-38	-40	-51	-77	-95
%销售收入	4.0%	4.4%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-48	-52	-56	-75	-114	-131
%销售收入	6.0%	5.9%	5.7%	5.9%	5.9%	5.5%
研发费用	-34	-35	-40	-64	-106	-131
%销售收入	4.2%	4.0%	4.0%	5.0%	5.5%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	223	246	293	387	638	899
%销售收入	27.9%	27.8%	30.0%	30.4%	33.0%	37.7%
财务费用	21	29	18	10	8	8
%销售收入	-2.7%	-3.3%	-1.8%	-0.8%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	1	-6	-3	-1	0	0
公允价值变动收益	0	2	-1	0	0	0
投资收益	3	5	18	20	20	20
%税前利润	1.2%	1.7%	5.5%	4.7%	3.0%	2.1%
营业利润	263	292	329	416	666	927
营业利润率	32.9%	33.1%	33.7%	32.7%	34.5%	38.9%
营业外收支	0	0	-6	10	10	10
税前利润	263	292	323	426	676	937
利润率	32.9%	33.0%	33.1%	33.5%	35.0%	39.3%
所得税	-37	-41	-48	-51	-95	-131
所得税率	14.1%	14.1%	14.7%	12.0%	14.0%	14.0%
净利润	226	250	276	375	581	805
少数股东损益	0	0	0	5	65	120
归属于母公司的净利润	226	250	276	370	517	685
净利率	28.3%	28.4%	28.2%	29.1%	26.7%	28.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	226	250	276	375	581	805
少数股东损益	0	0	0	5	65	120
非现金支出	22	32	42	40	62	85
非经营收益	-21	-37	-32	-25	-27	-27
营运资金变动	-68	-101	-1	66	-11	-41
经营活动现金净流	159	145	284	457	605	822
资本开支	-111	-110	-66	-413	-526	-426
投资	-411	85	557	-115	0	0
其他	45	25	106	20	20	20
投资活动现金净流	-477	0	597	-508	-506	-406
股权募资	95	0	0	55	0	0
债权募资	727	-116	-539	138	411	4
其他	-145	-203	-164	-173	-210	-277
筹资活动现金净流	677	-320	-703	21	201	-273
现金净流量	360	-172	171	-30	300	144

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	638	467	660	629	929	1,072
应收款项	255	333	405	441	688	863
存货	71	73	88	100	142	162
其他流动资产	585	1,334	358	214	216	217
流动资产	1,549	2,207	1,511	1,383	1,975	2,313
%总资产	46.8%	67.1%	49.2%	40.3%	43.9%	44.6%
长期投资	1,395	605	961	1,076	1,076	1,076
固定资产	294	397	394	760	1,106	1,333
%总资产	8.9%	12.1%	12.9%	22.2%	24.6%	25.7%
无形资产	68	65	74	206	334	459
非流动资产	1,762	1,081	1,557	2,048	2,523	2,874
%总资产	53.2%	32.9%	50.8%	59.7%	56.1%	55.4%
资产总计	3,311	3,288	3,068	3,432	4,497	5,187
短期借款	1,513	1,397	859	1,025	1,436	1,440
应付款项	398	387	549	578	816	940
其他流动负债	115	110	117	57	100	131
流动负债	2,026	1,894	1,525	1,660	2,352	2,511
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	34	38	5	5	4
负债	2,034	1,928	1,563	1,666	2,357	2,515
普通股股东权益	1,277	1,361	1,505	1,761	2,071	2,482
其中：股本	135	135	188	188	188	188
未分配利润	532	683	824	1,046	1,356	1,767
少数股东权益	0	0	0	5	70	190
负债股东权益合计	3,311	3,288	3,068	3,432	4,497	5,187

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.671	1.849	1.464	1.410	1.968	2.611
每股净资产	9.436	10.055	7.993	6.708	7.889	9.456
每股经营现金净流	1.175	1.069	1.510	2.427	3.214	4.367
每股股利	2.550	0.950	0.230	0.786	1.097	1.456
回报率						
净资产收益率	17.71%	18.39%	18.32%	21.02%	24.95%	27.61%
总资产收益率	6.83%	7.61%	8.99%	10.79%	11.49%	13.21%
投入资本收益率	6.86%	7.63%	10.56%	12.21%	15.35%	18.79%
增长率						
主营业务收入增长率	15.07%	10.31%	10.81%	30.30%	51.72%	23.34%
EBIT 增长率	15.93%	9.97%	19.45%	32.06%	64.86%	40.75%
净利润增长率	15.84%	10.68%	10.20%	34.21%	39.58%	32.67%
总资产增长率	38.53%	-0.67%	-6.69%	11.83%	31.06%	15.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	67.1	75.4	91.9	78.1	81.8	84.0
存货周转天数	54.1	52.7	54.7	53.8	53.7	54.1
应付账款周转天数	19.4	20.5	32.0	24.0	25.5	27.1
固定资产周转天数	70.4	164.3	137.3	181.5	166.1	169.3
偿债能力						
净负债/股东权益	68.51%	61.56%	13.23%	22.41%	23.68%	13.78%
EBIT 利息保障倍数	-10.4	-8.4	-16.5	-38.7	-79.4	-111.5
资产负债率	61.43%	58.62%	50.94%	48.54%	52.40%	48.49%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	6	7	9
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.14	1.13	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究