仅供内部参考，请勿外传

财通证券 CAITONG SECURITIES

传统业务稳健增长，电子材料打开第二成长曲线

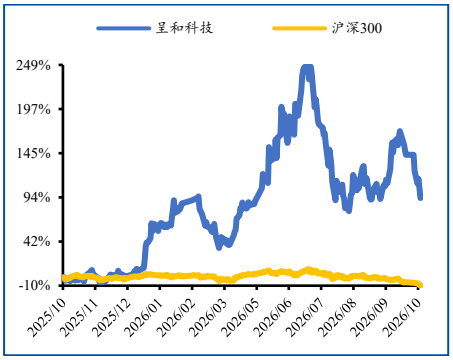
呈和科技（688625）

证券研究报告

投资评级:买入（首次）

基本数据	2026-10-15
收盘价（元）	52.70
流通股本（亿股）	2.60
每股净资产（元）	6.26
总股本（亿股）	2.60

最近 12 月市场表现



分析师 王明辉
SAC 证书编号：S0160526070009
wangmh02@ctsec.com

分析师 陈屹
SAC 证书编号：S0160526070004
chenyi05@ctsec.com

相关报告

核心观点

- **传统业务稳健增长，高端产品持续升级：**传统主业方面，公司的产品包括成核剂、合成水滑石、抗氧剂等，公司规划建设 2 万吨高端合成水滑石产能，推动合成水滑石由通用产品向高端产品升级，进一步开拓高端应用市场。
- **电子级 PPO 放量，切入高频高速 CCL 上游：**公司积极拓展电子材料业务，公司电子级 PPO、电子级阻燃剂已实现向头部高频高速覆铜板厂商批量供应。产能方面，根据公司公告，公司电子级 PPO 产能一期技改已基本完成，相关产品自 2026 年三季度起逐步放量；同时规划建设 2,500 吨/年电子级 PPO 树脂产能，有望推动电子材料业务进入规模化放量阶段。
- **前瞻布局碳氢树脂，完善电子材料产品矩阵：**随着高频高速 CCL 向 M9、M10 等更高性能等级升级，公司前瞻布局碳氢树脂等高端电子材料，与 PPO、电子级阻燃剂形成协同，进一步完善 CCL 上游材料布局。
- **投资建议：**公司主业地位稳固，随着水滑石项目投产，其市场份额逐步提升，电子材料方面公司前瞻布局树脂材料并切入头部覆铜板厂家，随着产品的持续放量，将为公司打开新的成长空间。我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 14.09/24.78/35.02 亿元，归母净利润 3.51/6.87/10.35 亿元。对应 PE 分别为 39.0/19.9/13.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险；电子材料业务放量不及预期风险；行业竞争加剧风险；新增产能消化不及预期风险；原材料价格波动风险；技术迭代及产品升级风险

盈利预测

币种（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	873	977	1,409	2,478	3,502
收入增长率（%）	9.2	11.9	44.1	75.9	41.3
归母净利润（百万元）	250	276	351	687	1,035
净利润增长率（%）	10.7	10.2	27.1	96.0	50.7
EPS（元）	1.35	1.49	1.35	2.65	3.99
PE	28.3	27.7	39.0	19.9	13.2
ROE（%）	18.4	18.3	22.5	32.1	34.4
PB	3.8	5.2	8.8	6.4	4.5

数据来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 10 月 15 日收盘价计算）

内容目录

1 公司简介：深耕高分子材料助剂领域，打造国产替代领先企业 4
2 公司业务 6
2.1 成核剂：聚丙烯高端化与国产替代共振，行业需求稳健增长 6
2.2 合成水滑石：PVC 环保稳定剂替代打开需求空间，高端产品进口替代加速 9
2.3 抗氧剂：产销快速放量，产能利用率处于高位 10
3 拓展 CCL 上游新材料领域，打开第二成长曲线 11
3.1 高频高速 PCB 持续升级，CCL 材料体系向低介电演进 11
3.2 公司布局 PPO 树脂，切入高频高速 CCL 材料领域 12
3.3 前瞻布局碳氢树脂，把握 CCL 材料进一步升级机遇 13
3.4 布局电子级无卤阻燃剂，受益高频高速 CCL 材料升级 14
4 盈利预测 14
5 风险提示 17

图表目录

图 1：公司主营产品应用场景广泛 4
图 2：成核剂和水滑石贡献主要收入（亿元） 5
图 3：成核剂和水滑石贡献主要毛利（亿元） 5
图 4：公司营业收入持续增长 5
图 5：公司归母净利润持续增长，26H1 有所下滑 5
图 6：成核剂和水滑石毛利率相对稳定 6
图 7：公司外销占比逐步提升 6
图 8：全球成核剂市场规模稳定增长 6
图 9：公司市场份额持续提升 7
图 10：国内成核剂进口替代率在稳步提升 8
图 11：公司成核剂销售量持续增长（吨） 8
图 12：全球环保 PVC 热稳定剂全球市场规模稳定增长 9
图 13：公司合成水滑石销售量相对平稳（吨） 10
图 14：抗氧化剂种类丰富，应用场景广泛 11
图 15：公司抗氧剂销售量相对稳定（吨） 11
图 16：呈和科技与其他公司相比营收较少（亿元） 17
图 17：呈和科技营收增速稳定为正（%） 17

图 18：呈和科技毛利率占优（%） 17

表 1: PPO 树脂、碳氢树脂具有良好介电性能 12
表 2：费用率及税率假设 15
表 3：公司各项收入及毛利拆分 16
表 4：可比公司估值对比 16

1 公司简介：深耕高分子材料助剂领域，打造国产替代领先企业

呈和科技股份有限公司（688625.SH）成立于 2002 年，是一家专注于高分子材料助剂研发、生产及销售的科技型企业。目前，公司主要产品包括成核剂、合成水滑石、复合助剂及抗氧剂等，产品广泛应用于聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）、聚氯乙烯（PVC）等高分子材料领域。此外，公司通过收购聚讯新材料积极布局电子新材料领域，主要定位 CCL 上游材料，包括高频高速覆铜板用树脂、阻燃剂等。

图1: 公司主营产品应用场景广泛



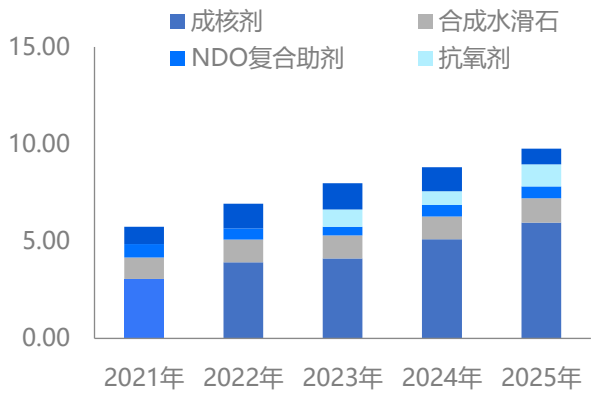
数据来源：公司公告，财通证券研究所

从产品收入结构来看，公司传统主业方面，以成核剂为核心，合成水滑石、NDO 复合助剂和抗氧剂协同发展的产品矩阵。

2025 年，公司成核剂实现收入约 5.96 亿元，同比增长 16.58%，占主营业务收入约 56%；合成水滑石实现收入约 1.26 亿元，同比增长 7.97%；NDO 复合助剂实现收入约 0.60 亿元，同比增长 3.71%；抗氧剂实现收入约 1.14 亿元，同比增长 61.36%。其中，成核剂仍然贡献公司最主要的收入和利润，而抗氧剂成为近年来增长最快的产品。

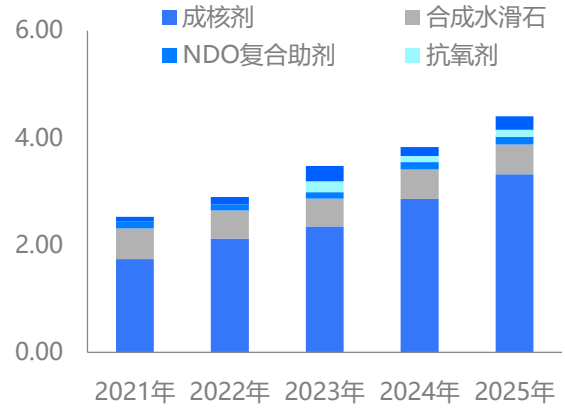
公司正在向电子材料等更高附加值领域延伸。2025 年公司年报披露，旗下广东呈和电子材料有限公司聚焦电子级树脂和阻燃剂两大产品系列，目前聚苯醚树脂、高频高速阻燃剂已经实现向头部覆铜板厂商批量供应，产品供不应求，公司正在积极扩产。

图2: 成核剂和水滑石贡献主要收入（亿元）



数据来源：iFinD，财通证券研究所

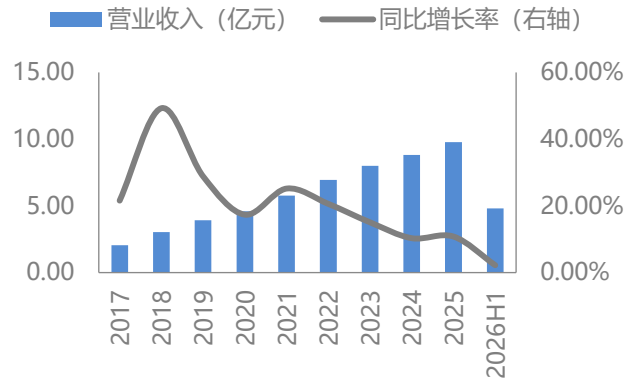
图3: 成核剂和水滑石贡献主要毛利（亿元）



数据来源：iFinD，财通证券研究所

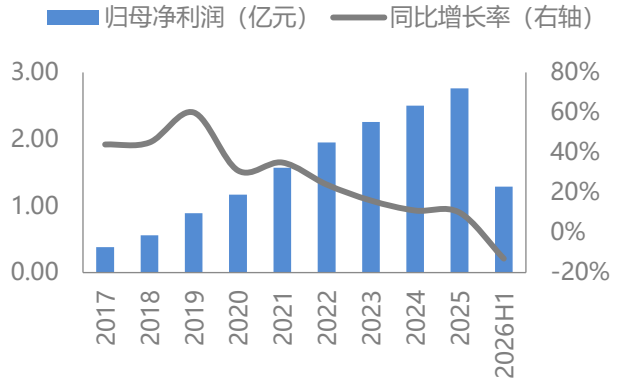
2021 年上市后，公司营业收入由约 5.76 亿元逐步增长至 2025 年的 9.77 亿元，归母净利润由约 1.57 亿元提升至 2.76 亿元，收入和利润规模持续扩大。2026 年上半年，公司实现营业收入 4.82 亿元，同比增长 2.21%；实现归母净利润 1.29 亿元，同比下降 12.57%。分季度来看，公司一季度延续较快增长趋势，实现营业收入 2.49 亿元，同比增长 13.18%；实现归母净利润 9,018.67 万元，同比增长 26.20%，而二季度受阶段性因素影响，单季度归母净利润有所回落，导致上半年利润端承压。公司利润下降主要受股权激励股份支付费用及汇兑损失影响，其中上半年确认股权激励股份支付税后影响约 2,010.81 万元，同时受汇率波动影响产生汇兑损失约 791.34 万元。

图4: 公司营业收入持续增长



数据来源：iFinD，，财通证券研究所

图5: 公司归母净利润持续增长，26H1 有所下滑

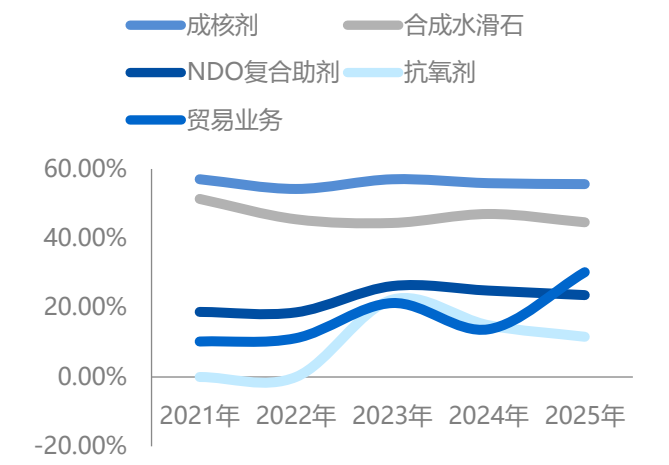


数据来源：iFinD，财通证券研究所

公司整体毛利率长期保持较高水平。2025 年，公司综合毛利率达到 45.02%，同比提升约 2 个百分点；2026 年一季度毛利率进一步达到 45.57%，较 2025Q4 环比提升约 1.84 个百分点，盈利能力保持在较高水平。

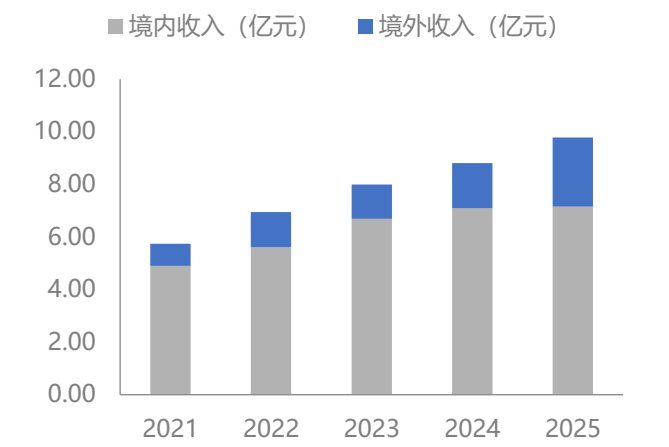
从产品来看，公司核心成核剂产品毛利率明显高于其他产品。2025 年成核剂毛利率达到 55.64%，合成水滑石为 44.63%，NDO 复合助剂为 23.62%，抗氧剂为 11.60%。其中，成核剂高毛利率对公司整体盈利能力形成重要支撑。

图6: 成核剂和水滑石毛利率相对稳定



数据来源：iFinD，财通证券研究所

图7: 公司外销占比逐步提升



数据来源：iFinD，财通证券研究所

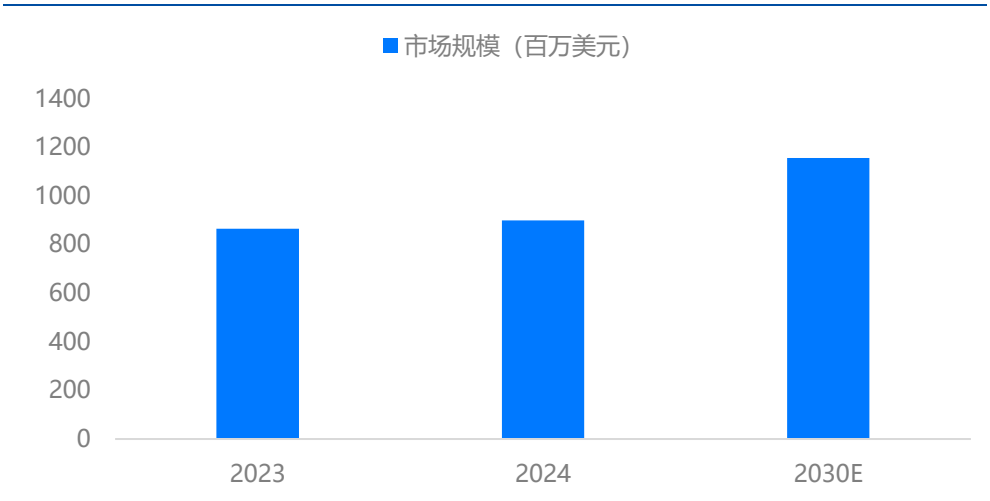
2 公司业务

2.1 成核剂：聚丙烯高端化与国产替代共振，行业需求稳健增长

成核剂是制造高性能树脂及改性塑料的重要功能助剂，通过促进聚合物结晶、优化晶体结构，改善材料的透明性、刚性、耐热性及加工性能，广泛应用于聚丙烯等高分子材料领域。

从全球市场来看，根据 QYResearch（恒州博智）《全球成核剂市场研究报告 2024-2030》预计，2030 年全球成核剂市场规模将达到约 12 亿美元。包装、汽车、消费品等下游领域对高性能聚合物材料需求的持续增长，将为成核剂及澄清剂市场提供稳定的需求支撑。整体来看，成核剂相关市场已进入稳健增长阶段，未来行业增长动力将逐步由聚丙烯总量增长转向高性能材料渗透率提升及下游应用结构升级。

图8: 全球成核剂市场规模稳定增长



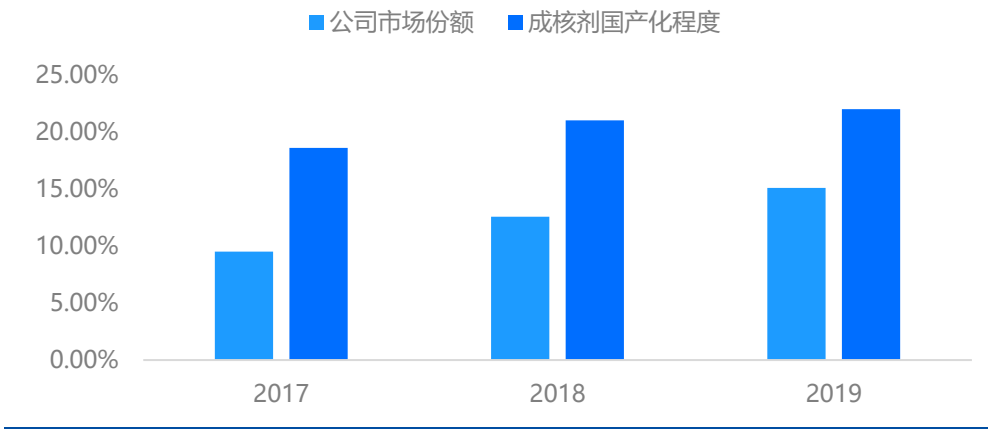
数据来源：QYResearch，公司公告，财通证券研究所

成核剂行业具有较高的技术及客户认证壁垒，全球市场长期由美利肯（Milliken）、艾迪科（ADEKA）等国际企业占据重要地位。目前国内具备规模化生产和供应能力的企业主要包括呈和科技、上海齐润、只楚化学等。

大型能源化工企业对成核剂供应商通常需要经历产品测试、小试、中试以及长期运行验证等环节，认证周期较长，产品性能稳定性及供应能力均是客户选择供应商的重要考量。因此，技术研发能力、产品认证周期以及长期客户关系共同构成成核剂行业的重要进入壁垒。

与此同时，国内成核剂企业经过多年技术研发和产业化积累，产品性能与海外品牌的差距逐步缩小，部分高性能产品已达到国际先进水平，行业正处于国产替代持续推进阶段。根据公司招股书披露的数据，2019 年我国成核剂国产化率约为 22.06%，较 2017 年提升 3.40 个百分点，反映出国产成核剂在国内市场的渗透率持续提升。

图9: 公司市场份额持续提升

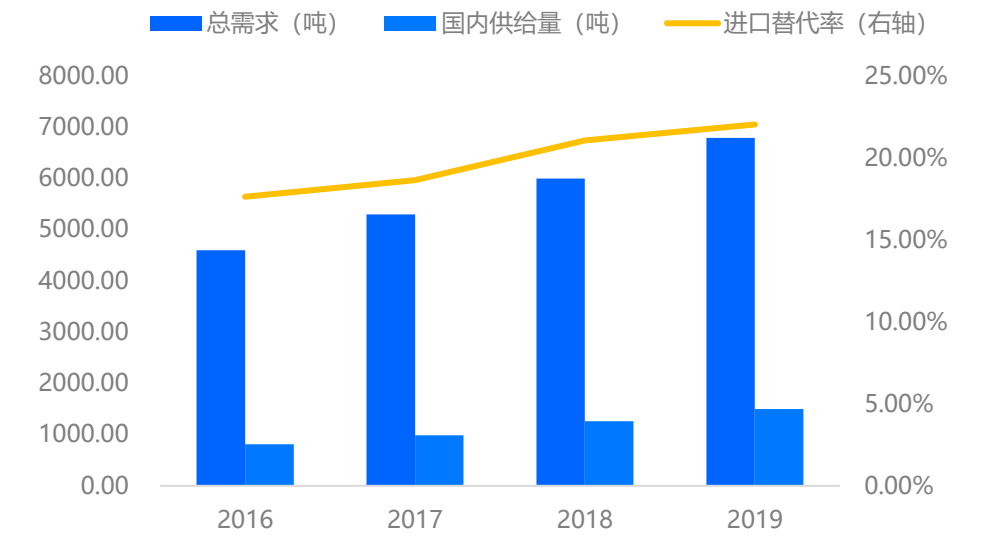


数据来源：卓创资讯，公司招股书，财通证券研究所

公司在成核剂领域具备较强的研发和产业化能力，公司自主研发的透明成核剂、增刚成核剂及β晶型成核剂等产品性能达到国际先进水平，并形成了较为完整的产品体系。公司已进入中国石化、中国石油、中海壳牌、延长石油等大型能源化工企业供应体系，并逐步拓展海外市场，已进入北欧化工、博禄化工、利安德巴塞尔等国际石化企业供应链。

根据公司招股书披露的历史数据，2019 年公司成核剂国内市场份额达到 15.12%，同期公司销售量占国产成核剂国内市场份额的 68.54%，在国内成核剂企业中处于领先地位。2017-2019 年，公司成核剂国内市场份额由 9.52%提升至 15.12%，同期我国成核剂国产化率由 18.66%提升至 22.06%，公司市场份额提升速度快于行业整体国产化进程，体现出较强的进口替代能力。上述数据属于公司上市前历史数据，主要用于反映公司在国产成核剂市场中的先发优势及进口替代进程。

图10：国内成核剂进口替代率在稳步提升

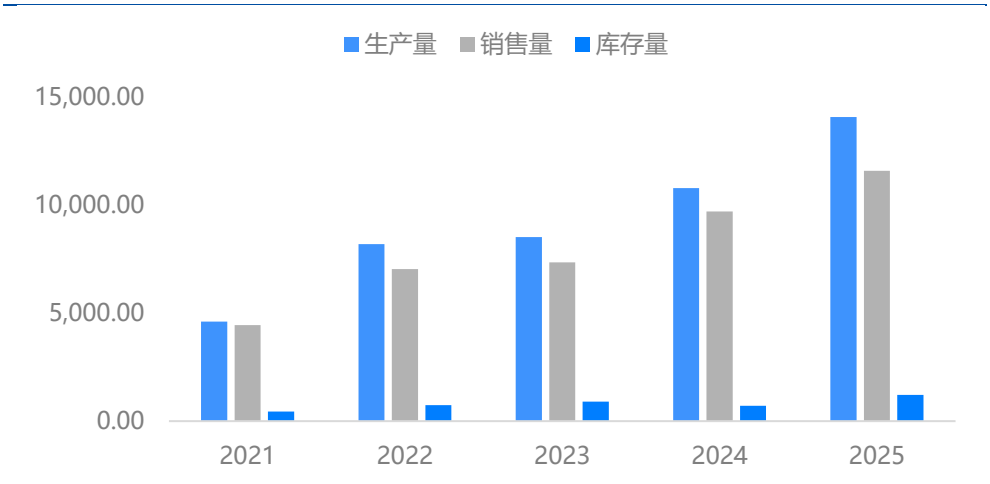


数据来源：卓创资讯，公司招股书，财通证券研究所

从近年来实际产销情况来看，公司成核剂业务仍保持较快增长。2021-2025 年，公司成核剂销量由 4,448.29 吨提升至 11,614.42 吨，增长约 1.6 倍，期间复合增长率约 27%。其中，2024 年公司成核剂销量达到 9,727.54 吨，同比增长 32.03%；2025 年销量进一步增长至 11,614.42 吨，同比增长 19.40%，延续较快增长态势。与此同时，公司成核剂产量由 2021 年的 4,620.51 吨提升至 2025 年的 14,096.93 吨，前期产能释放进一步增强了公司的规模化供应能力。

2025 年公司成核剂产量同比增长 30.50%，高于同期销量 19.40%的增速，期末库存达到 1,216.62 吨，同比增长 70.24%。随着前期产能逐步释放，公司当前成核剂生产能力已能够较好满足现阶段业务需求，短期内行业及公司发展的重点有望由产能扩张逐步转向产能利用率提升和销售市场拓展。

图11：公司成核剂销售量持续增长（吨）



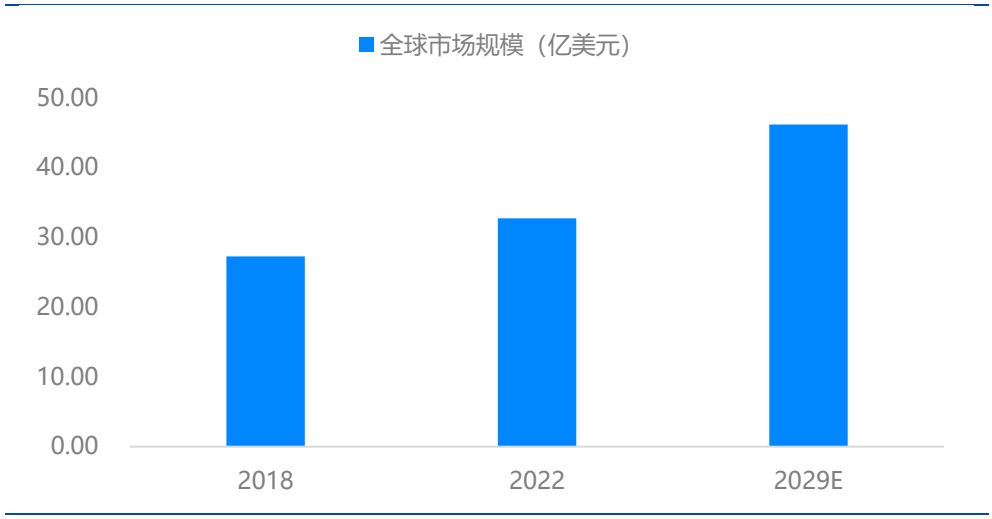
数据来源：iFinD，财通证券研究所

2.2 合成水滑石：PVC 环保稳定剂替代打开需求空间，高端产品进口替代加速

合成水滑石是一类功能性无机材料，主要作为 PVC 热稳定剂的辅助稳定剂，吸收 PVC 加工及使用过程中产生的氯化氢，提升材料热稳定性及抗老化能力，主要应用于 PVC 管材、型材、板材、电线电缆、人造革、装饰材料及薄膜等领域。从下游行业规模来看，PVC 行业仍具备较大的存量市场。据中国氯碱协会统计，2025 年国内 PVC 行业进入产能扩张收官及存量竞争阶段，新增产能约 220 万吨，净增 205 万吨，年末总产能达到 2,993 万吨，同比增长 7.35%，约占全球 PVC 总产能的 47%。庞大的 PVC 生产及加工规模为热稳定剂提供了较为稳定的需求基础。

合成水滑石的长期需求逻辑并非单纯依赖 PVC 产量增长，而是由 PVC 存量需求、环保型稳定剂替代以及高端 PVC 材料渗透率提升共同驱动。根据 QYResearch《全球环保 PVC 热稳定剂市场报告 2023-2029》，预计 2029 年全球环保 PVC 热稳定剂市场规模将达到 46.2 亿美元，2022 至 2029 年复合增长率约 5.0%。合成水滑石作为环保型 PVC 热稳定剂体系的重要辅助稳定剂，有望受益于环保型热稳定剂渗透率提升。

图12：全球环保 PVC 热稳定剂全球市场规模稳定增长



数据来源：QYResearch，公司公告，财通证券研究所

合成水滑石行业整体呈现通用产品竞争与高端产品进口替代并存的竞争格局。国内企业经过多年发展，已经具备较为成熟的通用合成水滑石生产能力，并逐步进入国际热稳定剂企业供应链；但在高透明 PVC、聚丙烯树脂等高端应用领域，国内企业与海外厂商仍存在一定差距，高端市场仍主要由进口产品供应。

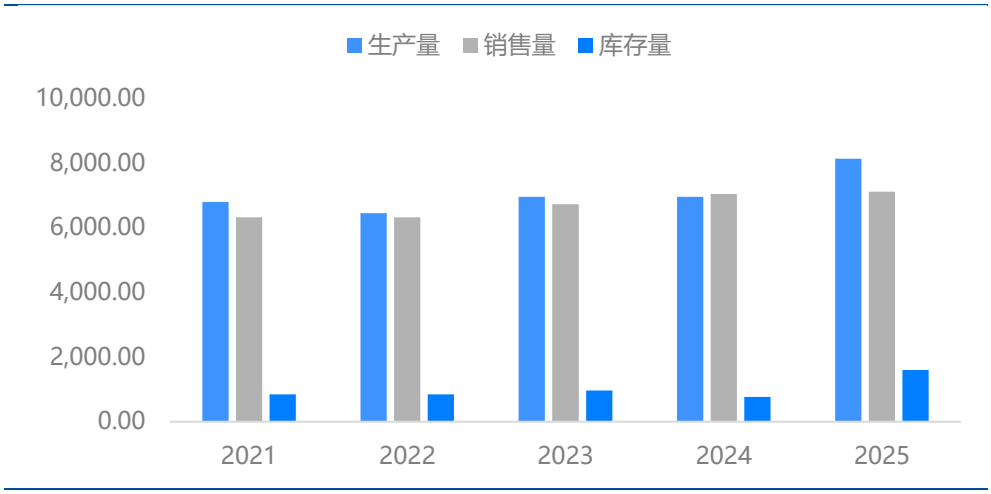
在通用合成水滑石领域，国内企业已经具备一定的规模化供应能力，公司的通用合成水滑石已规模化供应艾迪科、百尔罗赫、开米森集团、三[illegible]集团等世界知名热稳定剂生产企业，体现出国产产品在性能、质量稳定性及供应能力方面已经获得国际客户认可。

而在高端应用领域，竞争壁垒更为明显。国内聚丙烯树脂生产及高透明 PVC 生产领域使用的合成水滑石仍以进口产品为主。高端产品对透明度、吸酸能力、产品稳定性等指标要求较高，同时下游客户认证周期较长，因此海外企业凭借长期技术积累及客户认证优势，在高端市场仍具备较强竞争力。

国内企业则正在通过技术研发推动进口替代。公司研发的三元高透明合成水滑石正逐步进入高端市场，并已实现涂料领域应用；公司产品同时获得中国石化、中国石油、中海壳牌、天津中沙石化等大型能源化工企业认可。随着国产企业高端产品性能持续提升，合成水滑石行业有望由通用产品国产化进一步向高端产品进口替代演进。

2021-2025 年，公司合成水滑石产量由 6,796.50 吨提升至 8,128.17 吨，产量提升明显；销量由 6,320.81 吨提升至 7,113.24 吨，销量稳步增长。

图13: 公司合成水滑石销售量相对平稳（吨）



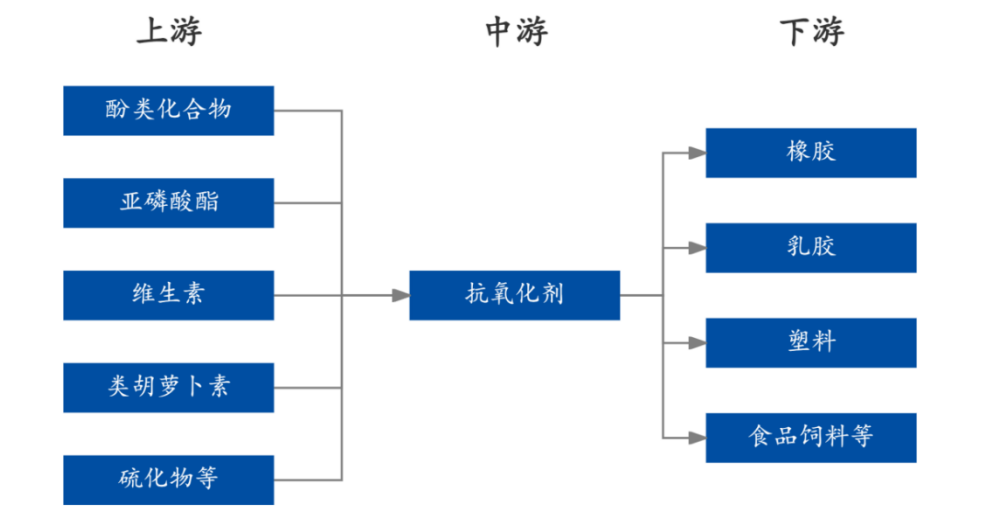
数据来源：iFinD，财通证券研究所

公司未来扩产方向将进一步向高端产品领域延伸。2026 年 6 月，公司董事会已审议通过高频高速电子材料及高端助剂项目，规划建设 2 万吨高端合成水滑石产能。目前国内高端合成水滑石市场仍以进口产品为主，主要来自日本协和化学、堺化学等企业，国产替代空间较为广阔。公司研发的三元合成水滑石已逐步进入高端市场并实现涂料领域应用，随着高端产品持续放量，2025 年公司合成水滑石产品收入同比增长 7.97%，高于销量增速，体现出高附加值产品占比提升趋势。未来随着公司高端合成水滑石产能逐步释放，有望进一步提升国产替代能力，公司整体市占率，尤其是高端合成水滑石的市占率将进一步提升，打开高端市场增长空间。

2.3 抗氧剂：产销快速放量，产能利用率处于高位

抗氧剂是能够延缓或抑制高分子材料氧化降解、延长材料使用寿命的重要助剂，主要应用于塑料、橡胶等领域，按作用机理分为主抗氧剂（受阻酚类、芳香胺类等）与辅助抗氧剂。抗氧剂的市场需求与塑料、橡胶等高分子材料产量及产品结构密切相关。随着新能源汽车、电子通信、电线电缆等高端应用领域发展，下游对材料耐热性、耐候性及长期稳定性的要求不断提高，推动高性能抗氧剂需求增长。与此同时，塑料制品使用周期延长及可持续发展趋势强化，也使抗老化技术的重要性进一步提升。

图14: 抗氧化剂种类丰富，应用场景广泛

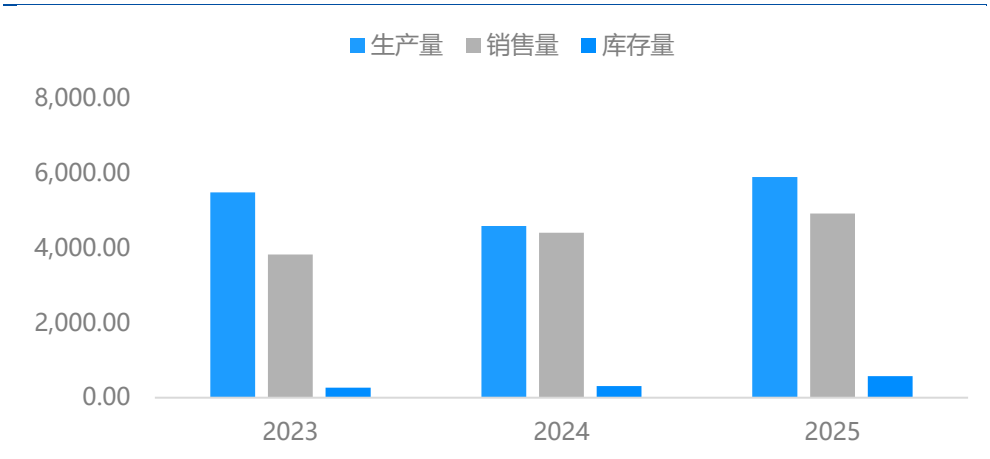


数据来源：华经产业研究院，公司公告，财通证券研究所

公司主要生产特种抗氧剂，产品应用覆盖尼龙、聚烯烃、电线电缆材料、橡胶弹性体、聚醚聚氨酯等领域，并已进入中国石化、中海壳牌、艾迪科、SI（圣莱科特国际集团）等企业供应体系。

公司抗氧剂业务自 2023 年推出后快速放量，销量由 2023 年的 3,825.05 吨提升至 2025 年的 4,922.12 吨，两年增长约 29%。

图15: 公司抗氧剂销售量相对稳定（吨）



数据来源：iFinD，财通证券研究所

根据公司目前产能情况，抗氧剂设计产能约为 5,800 吨，产能利用率达到 101.59%，已经处于超负荷运行状态。结合抗氧剂销量持续增长以及高端产品需求不断提升，我们预计公司抗氧剂的盈利水平有望提升。

3 拓展 CCL 上游新材料领域，打开第二成长曲线

3.1 高频高速 PCB 持续升级，CCL 材料体系向低介电演进

传统服务器主要采用中低阶 PCB 材料，而 AI 服务器对 PCB 的层数、传输频率及材料损耗性能要求更高，高频高速 PCB 成为服务器领域的重要发展方向。随着高速信号传输速率不断提升，CCL 材料持续向更低介电损耗方向升级，产业链通常以松下 MEGTRON 系列产品为参照，将 M6、M7、M8 作为高频高速 CCL 的典型性能等级，并进一步向 M9、M10 等更高性能等级演进。

CCL 主要由铜箔、树脂体系及玻纤布等增强材料组成，其中树脂体系是影响介电性能、耐热性能及加工性能的关键因素。在高速信号传输场景下，较高的介电损耗会导致信号衰减和传输效率下降，高频高速 CCL 需要更低的介电常数（Dk）和介电损耗因子（Df），传统环氧树脂体系已难以完全满足高端高速 CCL 需求，行业逐步向低介电、高耐热、高可靠性的特种树脂方向发展。其中，聚苯醚（PPO/PPE）、碳氢树脂等材料凭借优异的电气性能，成为高频高速 CCL 的重要树脂体系，高性能电子树脂材料需求有望持续扩大。

表1: PPO 树脂、碳氢树脂具有良好介电性能

树脂品类	介电损耗因子 Df	信号传输损耗等级
环氧树脂、改性环氧树脂	≥0.013	常规损耗
特种环氧树脂、苯并噁嗪树脂、双马来酰亚胺树脂（BMI）等	0.008～0.013	中损耗
聚苯醚树脂（PPO）、BMI 等	0.005～0.008	低损耗
改性聚苯醚树脂（PPE）、碳氢树脂（PCH/ODV）、聚苯乙烯基苯并噁嗪树脂	0.002～0.005	甚低损耗
聚四氟乙烯（PTFE）等	＜0.002	超低损耗

数据来源：艾邦高分子，财通证券研究所

3.2 公司布局 PPO 树脂，切入高频高速 CCL 材料领域

电子级聚苯醚（PPO/PPE）是面向电子信息领域开发的高性能特种高分子材料，通过对聚苯醚树脂进行改性，实现低介电常数、低介电损耗、高耐热性及高尺寸稳定性等性能，主要应用于高频高速覆铜板（CCL）、IC 封装基板、连接器等高端电子材料领域。随着高频高速 CCL 向 M6、M7、M8 及更高等级持续升级，电子级 PPO 作为低介电树脂体系的重要组成部分，应用需求有望持续提升。

目前全球 PPO/PPE 树脂市场仍以海外企业为主，主要厂商如沙比克是全球 PPO/PPE 树脂龙头，电子级 PPO 产能规模约 4000 吨/年。国内 PPO 产业起步较早，2005 年南通星辰建成我国首套万吨级 PPO 工业化生产装置，实现 PPO 材料国产化。经过多年发展，国内已有多家企业布局 PPO 产能，但从产品结构来看，国内 PPO 行业仍存在通用产品产能较多、电子级 PPO 产能相对有限的特点。目前能够明确面向高频高速 CCL 应用进行电子级 PPO 产业化布局的国内企业相对较少，电子级 PPO 仍处于国产替代加速阶段。

电子级 PPO 具有较高的技术及客户认证壁垒：产品主要用于高频高速 CCL，对纯度、介电性能、耐热性能及稳定性要求较高，需经 CCL 厂商及下游终端客户多环节验证，认证周期较长；普通 PPO 树脂难以直接满足高频高速 CCL 要求，需通过分子结构设计、功能化改性及纯化等工艺提升性能。

公司积极布局电子级 PPO 树脂，产品性能已覆盖 M6~M9 等级高频高速 CCL 应用需求。公司电子级 PPO 树脂具有溶液黏度低、耐热温度高、介电损耗低等特点，可满足 M6~M9 等级高频高速覆铜板的使用需求。公司采用水性催化体系制备低分子量聚苯醚，实现低分子量双官能化聚苯醚的连续化生产，并通过精确的反应过程控制及纯化技术降低杂质残留，在提高生产效率及产品质量稳定性的同时，满足高频高速 CCL 对低介电树脂的严苛要求。

根据公司 2026 年半年报，公司电子级聚苯醚树脂、电子级阻燃剂产品已批量供应头部高频高速覆铜板厂商，相关产品持续向头部客户稳定供货，市场需求旺盛。随着 AI 算力、高性能服务器、车载电子及 5G 通信等领域长期需求增长，公司电子材料业务有望进一步扩大市场份额，并受益于高频高速 CCL 材料国产替代进程。

产能方面，公司持续推进高频高速电子材料产业化布局。公司董事会已审议通过由全资子公司广东呈和电子材料有限公司投资建设高频高速电子材料及高端助剂项目，项目选址于东莞市沙田镇，主要用于高频高速电子材料及高端助剂的研发与生产，其中规划建设 2,500 吨/年电子级 PPO 树脂产能。在项目完全建成投产前，公司通过技术改造、产线租赁等方式落实过渡期产能安排，以保障现阶段产品交付能力，截至 2026 年 6 月底一期技改已基本完成，相关产品自 2026 年三季度起逐步实现产能及出货放量。同时，公司持续推进电子材料生产工艺优化及产品客户认证，电子级 PPO 树脂已向头部高频高速覆铜板厂商稳定供货。公司 2,500 吨规划产能的逐步落地有望进一步增强电子级 PPO 的规模化供应能力，推动产品由前期客户验证及小规模供货向规模化放量过渡，并有望成为公司传统高分子材料助剂业务之外新的增长点。

3.3 前瞻布局碳氢树脂，把握 CCL 材料进一步升级机遇

碳氢树脂是一类主要由碳、氢元素构成的低聚物热塑性树脂，分子量通常在 300-3000 之间，具有优异的介电性能，其介电损耗因子低于 PPO 树脂，已成为高频高速覆铜板领域重要的电子级树脂材料之一。但由于传统碳氢树脂在固化后仍存在热膨胀系数、耐热性及剥离强度等方面的性能限制，难以单独满足高端覆铜板的综合性能要求，因此其生产及改性技术难度较高，通常需要与 PPO、PPE 等树脂复配使用。

随着覆铜板材料由 M6-M8 向 M9 及更高等级升级，对树脂体系的介电性能提出了进一步要求。根据松下工业披露的 MEGTRON 9 相关性能信息，相较 M8 级覆铜板，M9 级产品进一步降低了信号传输损耗，对树脂材料的低介电损耗性能提出更高要求。在 M9 级材料体系中，单纯依靠传统 PPO/PPE 树脂已较难满足进一步降低 Df 的需求，碳氢树脂的使用比例有望提升。其中，PCH/ODV 等碳氢树脂可通过与 PPO 等树脂复配满足高阶覆铜板的电性能需求，而随着覆铜板继续向 M10 等更高等级演进，具备更优介电性能及耐热性能的特种碳氢树脂有望进一步提升应用价值。

BCB（苯并环丁烯）树脂是其中具有代表性的高性能碳氢树脂。BCB 既可形成热塑性树脂，也可形成热固性树脂，具有低介电常数、低介电损耗、低吸水率、低热膨胀系数及优异耐热性能等特点。根据相关文献数据，BCB 树脂介电常数 Dk 约为 2.58、介电损耗因子 Df 约为 0.0027，同时具备较高的热稳定性，适用于高性能低介电覆铜板及电子封装材料等领域。相较 ODV 等传统碳氢树脂，BCB 在综合性能方面更具优势，有望随着 M9 级及未来更高等级覆铜板材料升级逐步提升应用比例，并在下一代 M10 材料体系中获得更广阔的发展空间。

从竞争格局来看，高端电子级碳氢树脂尤其是 BCB 树脂仍具有较高技术壁垒，国际市场长期由陶氏、日本化药、三菱化学、旭化成、日铁化学等海外企业占据，国内高端 BCB 单体及树脂的规模化生产仍处于发展初期，国产供应能力相对有限。

在当前海外企业仍占据技术及市场优势、国内高端产能相对有限的背景下，公司提前布局高端电子材料，有望依托自身在高分子材料领域的技术积累，把握高频高速 CCL 材料升级及高端电子树脂国产替代带来的长期发展机遇。

3.4 布局电子级无卤阻燃剂，受益高频高速 CCL 材料升级

电子级阻燃剂是高频高速覆铜板的重要功能助剂，主要用于提升树脂体系的阻燃性能及整体安全性。

随着 5G 通信、AI 服务器、新能源汽车及消费电子等下游快速发展，PCB、覆铜板（CCL）等电子材料对低介电损耗、耐高温及环保阻燃性能的要求持续提升，电子级无卤阻燃剂有望成为阻燃材料的重要增量方向。根据 QYResearch 数据，2025 年全球阻燃剂市场规模约 124.6 亿美元，预计 2026-2032 年 CAGR 为 5.1%；据 Mordor Intelligence 于 2026 年 2 月发布的数据，2025-2031 年全球阻燃剂市场 CAGR 为 4.94%，其中电子电气领域 CAGR 达 5.24%，高于行业整体水平。与此同时，随着高频高速 PCB 由传统 FR-4 向高性能材料持续升级，以及全球电子材料环保要求不断提高，无卤阻燃体系凭借低烟、低毒及优异的电气性能，渗透率有望持续提升，电子级无卤阻燃剂市场空间有望伴随高端 CCL 需求增长和材料体系升级进一步扩大。

从竞争格局来看，电子级阻燃剂的竞争壁垒主要体现在产品性能、工艺技术及下游客户认证等方面。相较普通阻燃剂，高频高速 CCL 用阻燃剂不仅需要满足基本的阻燃性能，还需要兼顾低介电损耗、耐热性、低吸水率等多项指标，因此产品开发及工艺控制要求更高。

产能方面，公司规划建设高频高速电子材料及高端助剂项目，其中电子级阻燃剂规划产能为 2,500 吨/年。目前，公司已通过技术改造、产线租赁等方式落实过渡期产能安排，一期技改已于 2026 年 6 月底基本完成，相关产品自 2026 年三季度起逐步实现产能及出货放量。随着后续产能释放及客户认证持续推进，公司电子级阻燃剂业务有望进一步提升规模，并与电子级 PPO、碳氢树脂等产品形成协同，持续完善高频高速 CCL 上游材料布局。

4 盈利预测

成核剂业务：公司成核剂业务经过多年发展，已形成较为成熟的生产及销售体系，预计未来随着下游聚丙烯等高分子材料需求增长以及国内外市场持续拓展，成核剂销量稳步增长，带动业务收入持续提升。毛利率方面，考虑公司成核剂业务产品及客户结构相对稳定，预计未来整体保持稳定，2026-2028 年毛利率均按 55.5%预测。

合成水滑石业务：公司现有合成水滑石产能持续释放，同时高端合成水滑石产品加快市场拓展，预计随着下游客户认证推进及应用领域不断拓展，公司合成水滑石销量有望稳步增长。此外，公司规划建设高端合成水滑石项目，未来新增产能逐步释放将进一步带动业务收入增长。毛利率方面，随着高端产品占比提升，预计业务盈利能力有望稳中有升，2026-2028 年毛利率分别按 44.5%、45.0%和 45.0%预测。

抗氧剂业务：公司抗氧剂业务 2025 年收入有所恢复，预计未来随着客户拓展及产品结构优化，销量有望保持增长，带动收入持续提升。毛利率方面，考虑当前抗氧剂业务盈利能力仍处于较低水平，预计随着产品结构改善及规模效应逐步体现，毛利率有所修复，2026-2028 年毛利率分别按 12.5%、13.5%和 14.5%预测。

复合助剂业务：公司复合助剂业务依托成熟的助剂研发与生产平台，具备极高的定制化开发能力，可根据下游客户不同配方、工艺及性能需求，精准定制差异化复配助剂产品，高度匹配细分场景需求，客户粘性极强。经过多年深耕，公司已积累一批长期合作、高度稳定的优质存量客户，客源结构稳固，订单持续性强。

受益于高定制化属性带来的绑定优势与稳定的客户资源，行业周期波动对业务影响较小，未来公司复合助剂销量平稳有序，业务收入具备一定的稳定性和确定性。毛利率方面，公司定制化复配工艺成熟、产品结构稳定，无激烈同质化价格竞争，盈利体系平稳，整体盈利能力保持恒定，2026-2028 年毛利率均按 23%预测。

电子材料业务：公司电子材料业务主要包括电子级聚苯醚及电子级阻燃剂等产品，目前相关产品已实现向头部高频高速覆铜板厂商批量供应。随着 AI 服务器、高性能服务器等下游需求持续增长，以及公司客户认证不断推进，预计电子材料业务进入快速放量阶段。公司一期技改已于 2026 年 6 月底基本完成，相关产品自 2026 年三季度起逐步实现产能及出货放量，后续随着规划产能逐步释放，公司电子材料收入有望持续增长。毛利率方面，电子材料业务处于产业化放量初期，现阶段以客户送样及小批量验证订单为主，产品具备较高附加值。假设后续高端产品结构保持稳定、客户报价体系未发生显著变化，随着产能利用率提升摊薄单位制造费用，产品毛利率基本维持当前水平，2026-2028 年毛利率分别按 53.43%、53.18%、52.87%预测。

费用率及所得税率假设：从费用结构看，2023-2025 年销售、管理、研发三项费用率合计分别为 14.25%、14.37%、13.87%，整体运行平稳；2026E 三项费用率合计升至 18.40%，主要因当年完成股权收购并表后管理费用刚性抬升，以及电子级 PPO 树脂等新产品线投产前的研发与人员前置投入。随着电子材料业务放量、收入规模快速扩张，管理费用与研发费用被收入摊薄，三项费用率预计在 2027E、2028E 回落至 17.30%、16.00%。所得税率方面，2023-2025 年实际税率区间 14.11%~14.74%，低于法定 25%，受益于高新技术企业 15%优惠税率及研发费用加计扣除；2026-2028E 统一假设为 15.00%。

表2: 费用率及税率假设

项目	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
销售费用率	4.01%	4.40%	4.12%	5.30%	4.90%	4.50%
管理费用率	6.01%	5.92%	5.71%	8.30%	7.40%	6.50%
研发费用率	4.23%	4.05%	4.04%	4.80%	5.00%	5.00%
所得税率	14.11%	14.14%	14.74%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源：iFinD，财通证券研究所

表3: 公司各项收入及毛利拆分

各项业务	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成核剂					
收入（亿元）	5.11	5.96	6.10	6.40	6.72
收入增速（%）	-	16.63	2.35	4.92	5.00
毛利率（%）	55.91	55.64	55.50	55.50	55.50
合成水滑石					
收入（亿元）	1.17	1.26	1.32	1.60	1.95
收入增速（%）	-	7.69	4.76	21.21	21.88
毛利率（%）	47.02	44.63	44.50	45.00	45.00
抗氧剂					
收入（亿元）	0.71	1.14	1.19	1.19	1.25
收入增速（%）	-	60.56	4.39	0.00	5.04
毛利率（%）	14.93	11.60	12.50	13.50	14.50
复合助剂					
收入（亿元）	0.58	0.60	0.61	0.64	0.68
收入增速（%）	-	3.71	2.29	5.00	5.00
毛利率（%）	24.92	23.62	23.00	23.00	23.00
电子材料					
收入（亿元）	-	-	4.47	14.55	24.02
收入增速（%）	-	-	-	225.50	65.09
毛利率（%）	-	-	53.43	53.18	52.87
总收入	7.57	8.96	13.69	24.20	34.18
收入增速（%）	-	19.60	56.46	80.12	42.19
综合毛利率（%）	48.37	46.35	48.59	50.16	50.34

数据来源：iFinD，财通证券研究所

整体而言：公司传统成核剂业务预计保持稳健增长，合成水滑石业务受益于高端产品拓展及新增产能释放，抗氧剂业务盈利能力逐步修复；同时，电子材料业务随着电子级 PPO、阻燃剂等产品持续获得客户认证并逐步放量，有望成为公司未来新的业绩增长点。我们预计公司 2026-2028 年收入及利润将保持增长。

我们选取利安隆、圣泉集团、东材科技作为可比公司，三家的可比逻辑各有侧重：利安隆同属塑料助剂赛道，客户与应用端重合度最高，为一级可比；圣泉集团以酚醛树脂为基础向 PPO、碳氢树脂等电子化学品延伸，可比的是树脂平台型公司的成长路径；东材科技由绝缘材料向 PCB 用树脂转型，可比的是传统材料切入电子材料的盈利弹性。

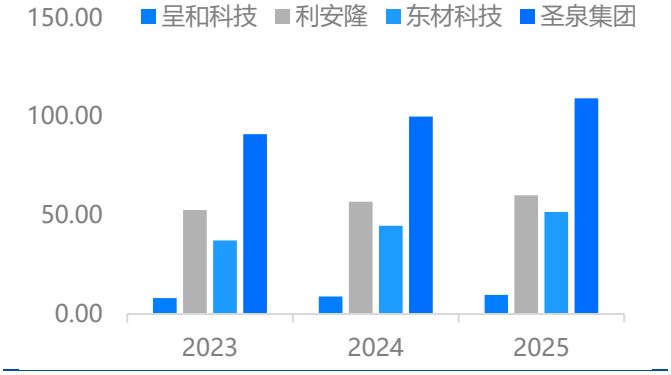
表4: 可比公司估值对比

股票代码	股票名称	股价（元）	EPS（iFinD 一致预期）					PE（iFinD 一致预期）				
			2024	2025	2026E	2027E	2028E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
300596.SZ	利安隆	36.42	1.86	2.16	2.71	3.18	3.71	16.43	19.52	14.03	11.92	10.23
601208.SH	东材科技	43.15	0.20	0.28	0.73	1.22	1.78	37.35	96.63	63.17	37.73	25.86
605589.SH	圣泉集团	31.74	1.03	1.19	1.53	1.95	2.42	23.00	23.80	22.14	17.32	13.94
	平均数	37.10	1.03	1.21	1.66	2.12	2.64	25.59	46.65	33.11	22.32	16.68
688625.SH	呈和科技	52.70	1.35	1.49	1.35	2.65	3.99	28.3	27.7	39.0	19.9	13.2

数据来源：iFinD，财通证券研究所，数据截止 10 月 15 日收盘后数据

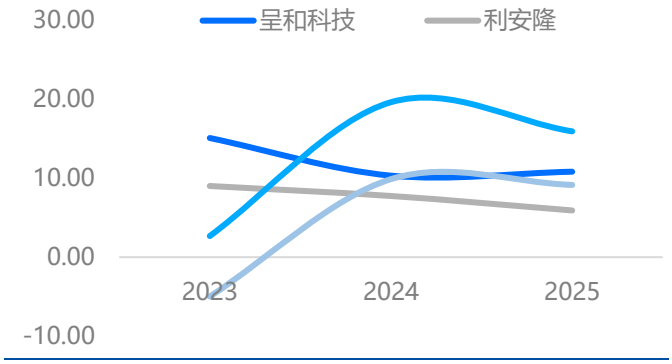
四家公司营收情况见图 16，呈和体量最小，规模不占优。但从增长的持续性看，呈和 2023-2025 年营收增速为 15.07% / 10.31% / 10.81%，三年复合 10.51%，是四家中唯一未出现负增长或增速大幅波动的公司——圣泉 2023 年营收下滑 4.98%，东材增速在 2.67% 与 19.60% 之间大幅摆动，利安隆则由 9.00% 逐年降至 5.91%。

图16: 呈和科技与其他公司相比营收较少（亿元）



数据来源：iFinD，财通证券研究所

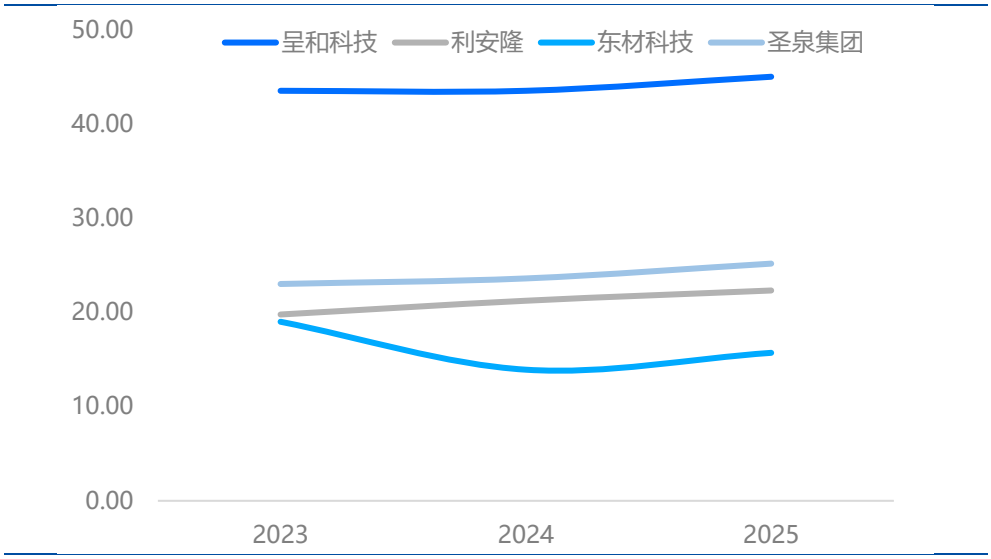
图17: 呈和科技营收增速稳定为正（%）



数据来源：iFinD，财通证券研究所

盈利能力上差距更为显著：2023-2025 年呈和毛利率 43.53% / 43.53% / 45.02%，三年单调抬升、无回撤，2025 年 45.02%的水平较第二名圣泉集团高出 19.84pct，而同期东材毛利率累计下滑 3.30pct、2024 年一度跌至 13.92%。综合来看，呈和的相对优势不在规模与增速的绝对水平，而在于盈利能力的绝对水平与跨周期稳定性：它是四家中唯一连续三年毛利率不下滑、营收增速不失速的公司，每 1 元收入中留存的毛利约为可比公司的 1.8—2.9 倍。

图18: 呈和科技毛利率占优（%）



数据来源：iFinD，财通证券研究所

5 风险提示

下游需求不及预期风险：公司传统业务主要应用于高分子材料领域，电子材料业务主要面向高频高速覆铜板等下游市场。若宏观经济波动或下游需求增长不及预期，可能导致公司产品销量及收入增长低于预期。

电子材料业务放量不及预期风险：公司电子级 PPO、电子级阻燃剂等产品目前处于产业化放量及客户拓展阶段，若下游客户认证、订单获取或产能爬坡进度不及预期，可能导致电子材料业务收入及利润贡献低于预期。

行业竞争加剧风险：高频高速电子材料市场成长性较好，国内外企业持续加大研发及产能布局。若行业竞争加剧，可能导致产品价格下降或盈利空间收窄，并对公司市场份额提升造成一定影响。

新增产能消化不及预期风险：公司持续推进高端合成水滑石及高频高速电子材料等项目建设，若未来市场需求增长、客户拓展或产品出货不及预期，可能导致新增产能利用率不足，对公司经营业绩产生不利影响。

原材料价格波动风险：公司生产所需原材料主要为化工原料，若主要原材料价格出现较大幅度上涨，而公司产品价格无法及时向下游传导，可能对公司毛利率及盈利能力产生不利影响。

技术迭代及产品升级风险：高频高速覆铜板材料技术迭代较快，M6、M7、M8 向 M9、M10 等更高等级产品持续升级，对电子树脂及功能助剂性能提出更高要求。若公司未来技术研发及产品升级进度不及预期，可能影响公司在高端电子材料领域的市场竞争力。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**873.18**	**977.42**	**1408.85**	**2478.06**	**3501.70**
减:营业成本	498.05	537.43	723.98	1226.34	1717.19
营业税费	12.99	11.06	16.20	28.50	40.27
销售费用	38.45	40.27	74.67	121.42	157.58
管理费用	51.68	55.86	116.93	183.38	227.61
研发费用	35.37	39.54	67.62	123.90	175.09
财务费用	-29.20	-17.78	18.04	22.08	9.96
资产减值损失	-0.12	-0.08	0.00	0.00	-5.00
加:公允价值变动收益	**1.98**	**-1.02**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
投资和汇兑收益	13.70	17.72	12.68	21.06	28.01
营业利润	**291.70**	**329.33**	**412.52**	**808.37**	**1218.04**
加:营业外净收支	-0.20	-5.87	0.00	0.00	0.00
利润总额	**291.50**	**323.46**	**412.52**	**808.37**	**1218.04**
减:所得税	41.23	47.68	61.88	121.26	182.71
净利润	**250.27**	**275.79**	**350.65**	**687.11**	**1035.33**

资产负债表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	466.93	659.84	518.22	900.92	1259.20
交易性金融资产	92.52	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	213.17	279.07	469.62	791.60	1069.97
应收票据	38.14	76.76	109.58	178.97	243.17
预付账款	6.54	3.76	5.07	8.58	12.02
存货	72.85	88.35	120.66	200.98	281.43
其他流动资产	104.46	150.38	150.38	160.38	170.38
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	397.01	367.54	494.90	600.44	662.31
在建工程	0.00	26.92	50.77	30.23	10.05
无形资产	45.05	43.30	46.12	48.70	51.03
其他非流动资产	0.00	114.43	1.73	1.73	1.73
资产总额	**3288.31**	**3068.48**	**3467.40**	**4564.31**	**5537.24**
短期债务	1392.52	854.00	997.37	977.72	572.33
应付账款	29.11	65.07	88.49	143.07	190.80
应付票据	309.75	472.88	637.51	1056.02	1454.84
其他流动负债	60.85	50.59	30.59	20.59	10.59
长期借款	0.00	0.00	2.91	2.91	2.91
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债总额	**1927.58**	**1563.16**	**1910.89**	**2426.97**	**2524.72**
少数股东权益	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
股本	135.33	188.32	259.67	259.67	259.67
留存收益	750.82	904.46	1192.39	1773.22	2648.41
股东权益	**1360.73**	**1505.32**	**1556.51**	**2137.34**	**3012.52**

现金流量表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	250.27	275.79	350.65	687.11	1035.33
加:折旧和摊销	26.13	39.20	55.55	70.12	80.99
资产减值准备	6.19	2.55	0.00	0.00	5.00
公允价值变动损失	-1.98	1.02	0.00	0.00	0.00
财务费用	-29.16	-11.15	27.94	29.85	23.47
投资收益	-13.70	-17.72	-12.68	-21.06	-28.01
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金的变动	-24.18	-0.80	-81.33	-0.61	20.50
经营活动产生现金流量	**212.52**	**284.29**	**332.12**	**765.41**	**1137.28**
投资活动产生现金流量	**-67.59**	**597.17**	**-292.74**	**-226.94**	**-189.99**
融资活动产生现金流量	**-203.23**	**-164.24**	**-315.89**	**-136.13**	**-183.62**

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入增长率	9.2%	11.9%	44.1%	75.9%	41.3%
营业利润增长率	10.8%	12.9%	25.3%	96.0%	50.7%
净利润增长率	10.7%	10.2%	27.1%	96.0%	50.7%
EBITDA 增长率	4.2%	22.3%	45.5%	85.3%	45.4%
EBIT 增长率	3.5%	19.4%	46.0%	92.9%	47.9%
NOPLAT 增长率	3.5%	18.6%	45.6%	92.9%	47.9%
投资资本增长率	-0.8%	-14.4%	8.4%	21.9%	15.0%
净资产增长率	6.6%	10.6%	3.4%	37.3%	40.9%
利润率					
毛利率	43.0%	45.0%	48.6%	50.5%	51.0%
营业利润率	33.4%	33.7%	29.3%	32.6%	34.8%
净利润率	28.7%	28.2%	24.9%	27.7%	29.6%
EBITDA/营业收入	31.3%	34.2%	34.5%	36.3%	37.4%
EBIT/营业收入	28.3%	30.2%	30.6%	33.5%	35.1%
运营效率					
固定资产周转天数	114	141	110	80	65
流动营业资本周转天数	**336**	**261**	**81**	**66**	**45**
流动资产周转天数	774	685	428	334	327
应收账款周转天数	75	91	96	92	96
存货周转天数	52	54	52	47	51
总资产周转天数	1360	1171	835	583	519
投资资本周转天数	1145	945	631	414	346
投资回报率					
ROE	18.4%	18.3%	22.5%	32.1%	34.4%
ROA	7.6%	8.7%	10.7%	17.1%	20.5%
ROIC	7.7%	10.6%	14.3%	22.6%	29.0%
费用率					
销售费用率	4.4%	4.1%	5.3%	4.9%	4.5%
管理费用率	5.9%	5.7%	8.3%	7.4%	6.5%
财务费用率	-3.3%	-1.8%	1.3%	0.9%	0.3%
三费/营业收入	7.0%	8.0%	14.9%	13.2%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	58.6%	50.9%	55.1%	53.2%	45.6%
负债权益比	141.7%	103.8%	122.8%	113.6%	83.8%
流动比率	1.17	0.99	0.99	1.16	1.45
速动比率	0.47	0.70	0.63	0.84	1.10
利息保障倍数	10.22	17.04	15.41	27.82	52.31
分红指标					
DPS(元)	0.60	0.23	0.21	0.41	0.62
分红比率	0.32	0.15	0.15	0.15	0.15
股息收益率	1.6%	0.6%	0.4%	0.8%	1.2%

业绩和估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS(元)	1.35	1.49	1.35	2.65	3.99
BVPS(元)	10.06	7.99	5.99	8.23	11.60
PE(X)	28.3	27.7	39.0	19.9	13.2
PB(X)	3.8	5.2	8.8	6.4	4.5
P/FCF					
P/S	5.9	7.9	9.7	5.5	3.9
EV/EBITDA	22.4	23.8	29.2	15.3	9.9
CAGR(%)					
PEG	2.6	2.7	1.4	0.2	0.3
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 10 月 15 日收盘价计算）

仅供内部参考，请勿外传

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
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。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
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。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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邀请或向他人作出邀请。
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价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。