

确成股份（605183.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	21.31
总市值	88.62亿
PE-TTM	15.97
PB-MRQ	2.53

估值结果

	价值	108.65亿
DDM估值	上行空间	23%
	状态	合理估值
	价值	137.14亿
动态估值	上行空间	55%
	状态	低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

公司是全球第三、亚洲第一的高分散二氧化硅制造商，公司产品主要用于橡胶轮胎和动物饲料工业。

公司成长空间较高，主要系新能源车渗透率提升，新能源车轮胎需求扩大，给公司产品需求带来较高增速；公司盈利趋势一般，主要系公司产品存在一定差异化，与下游客户绑定关系较强，因此盈利能力稳定；公司产业格局优秀，主要在于行业进入壁垒较高，行业竞争激烈度较低，同时几乎没有新进入者和替代品风险；公司护城河较深，主要系行业存在利基市场属性，且下游存在一定转换成本，新企业难以进入，另外公司具备一定技术和规模优势，生产成本较低。

基于公司成本和技术优势，我们认为公司具备持续扩张能力，在假设公司未来持续扩张且盈利能力相对稳健的情况下，公司估值低估。

我们区别于市场的观点

市场观点：公司规划产能有限，未来成长空间有限，盈利存在天花板，因此无法给予更高估值。

我们认为：公司具备成本优势，并且具备海外工厂运营经验，在行业需求没有触及天花板的情况下，公司具备持续扩张能力，盈利规模可以持续扩大。

风险提示

国产轮胎全球份额提升，公司国内客户占比提升，盈利能力可能受到挤压；海外轮胎企业经营压力较大，公司可能被海外客户压价，盈利能力或将承压。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发高端度	5
3.3 营销强度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

公司是沉淀法二氧化硅（白炭黑）的全国龙头。截至2024年底，公司白炭黑年产能38万吨，位居全球第三。

公司主要从事沉淀法二氧化硅产品的研发、制造和销售。公司产品主要用于橡胶工业、饲料添加剂等领域。主要产品为橡胶工业用二氧化硅（高分散型和传统型）、饲料添加剂二氧化硅、其他应用二氧化硅，公司还生产、销售少量硫酸等产品。

2. 业务介绍

对于确成股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

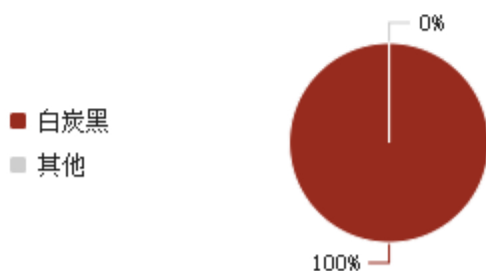
白炭黑：

二氧化硅是一种无机物，按制造方法分类，可分为沉淀法二氧化硅、气相法二氧化硅。沉淀法二氧化硅价格优势明显，在国内市场份额占90%以上，广泛用于橡胶、轮胎、制鞋、橡塑制品及硅橡胶、涂料、化妆品、牙膏、饲料等行业。其在橡胶领域多用于替代炭黑而称作白炭黑。公司主要为产品高分散型白炭黑，高分散型的产品补强性能较高，相应的技术要求也高，可以用于绿色轮胎等领域。我们将公司白炭黑业务界定于全球市场。

其他：

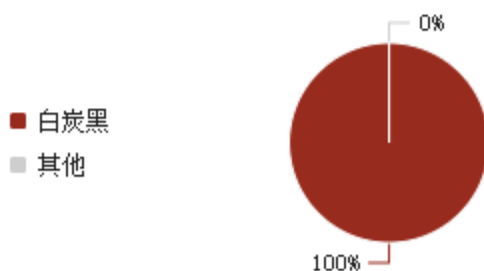
公司的其他业务，该业务占比低。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司是典型制造业，资产属性较重；公司产品存在一定差异化，与下游存在较强绑定关系，因此营销强度低，研发较为高端；公司原材料为类大宗商品，易于获取，供应商集中度较低。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司白炭黑单吨投资额约7000元，单个项目投资额在10亿元左右。公司固定资产占总资产比例为25%，资产强度较高。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 **较高** 高

公司作为行业龙头，持续走高端化路线，不断突破海外技术封锁。公司将于近期投产的产品二氧化硅微球，便是技术长期被发达国家垄断的产品。2024年公司人均研发费用9万元，研发高端度较高。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司产品主要为工业材料，客户多为长期稳定合作的大型企业，无需大量广告和促销投入；公司采用直销模式，销售流程相对简单，无需过多销售费用投入。公司近几年销售费用率在0.5%左右。

3.4 供应商集中度

低 **较低** 中等 较高 高

公司主要原材料为纯碱、石英砂、硫磺，均易于获取，因此公司供应商集中度较低，2024年，公司前五大供应商占比为30%。

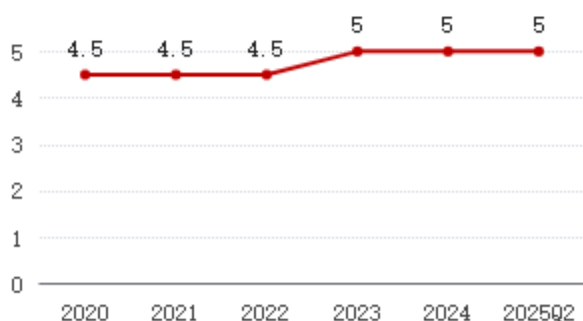
4. 历史经营绩效

公司盈利能力强，成长能力较好，业务控制力及财务健康表现良好，股东回报良好。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



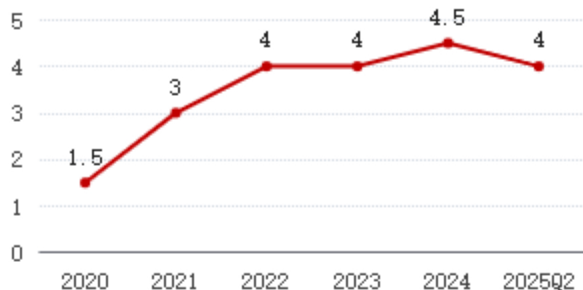
数据来源：公司财报，壹评级

行业存在利基市场属性，进入壁垒较高，竞争烈度低，公司盈利能力强。高分散白炭黑定制化属性强，下游企业认证需1-3年，外来企业难以进入。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



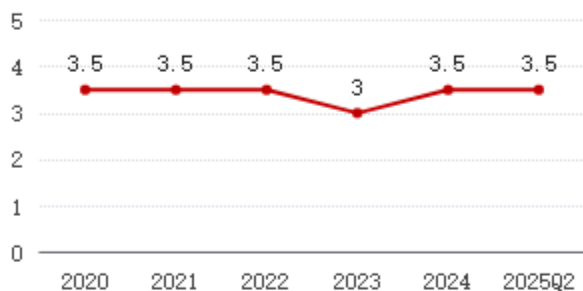
数据来源：公司财报，壹评级

公司业绩主要由产量驱动，产量受产能限制。近年公司产能增长幅度有限，2021-2024年由33万吨增长至38万吨，但是公司产能利用率持续提升，2021-2024年由76%提升至95%。产能利用率的提升，带动公司业绩实现较快增长。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



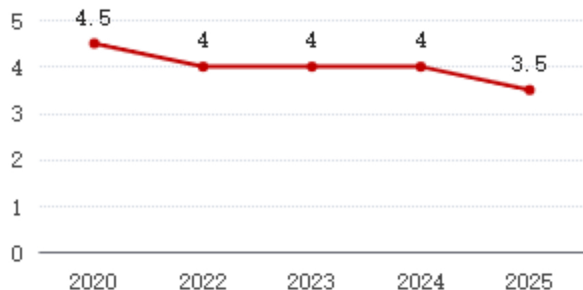
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力强且资产负债率低，长期维持15%以下，财务健康状况良好；公司存在被下游占款情况，2024年公司上下游净占款/营业收入为-18%，业务控制力一般。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近年公司股利支付率维持在30%水平，股息率接近2%，股东回报较好。

5. 四维评级

公司护城河较深，产业格局优秀，成长空间良好，盈利趋势稳定。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司具备持续扩张能力，成长空间良好。近期公司公告，计划投资“年产10万吨（一期年产5万吨）生物质（稻壳）二氧化硅综合利用项目”、“年产3.02万吨松厚剂项目”。

白炭黑(3.5星):

白炭黑需求主要受新能源车胎（绿色轮胎）需求拉动，新能源车胎需求受新能源车渗透率提升驱动，当前国内新能源车渗透率持续提升，白炭黑需求增速良好，预计短期增速可达10%，中长期增速能维持5%-10%。另外公司积极拓展其他应用场景，如牙膏市场，远期可为公司带来增量需求。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

行业特点决定公司盈利周期性较弱，公司盈利趋势稳定。

白炭黑(3星):

高分散白炭黑主要用作轮胎用添加剂材料。海外轮胎企业为保持产品的稳定性和提升产品性能，需要供应商提供质量合格和更高品质的白炭黑产品，因此轮胎企业需要确保供应商能够长期稳定盈利，以维持自身供应链的安全稳健。国产轮胎品牌对白炭黑差异化要求不高，价格贴近于随行就市。随着国产轮胎品牌崛起，公司的客户结构可能出现变化，从而增加业绩波动性。当前，新企业需1-3年时间进行认证才能进入下游客户供应链，并且因“双高”原因，国内对白炭黑产能控制较为严格，因而行业存在一定壁垒，竞争烈度较低，周期性较弱。

5.3 产业格局

★★★★☆

高分散白炭黑具有一定利基市场属性，公司产业格局优秀。

白炭黑(4.5星):

行业进入壁垒较高，竞争烈度低，公司规模全球第三，市占率仅次于德国赢创和比利时索尔维；上下游没有强势企业，由于认证需要1-3年，因此下游企业存在一定转化成本，对公司依赖度较高；行业因为利基市场属性，且国内对白炭黑产能控制较为严格，所以几乎没有新进入者和替代品风险。整体而言产业格局优秀。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，长期而言存在衰退风险，但是衰退后公司仍然具备优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
白炭黑	(4星) 公司是国内白炭黑行业龙头，2024年该业务经壹评级调整后的ROE可达25%，超额优势明显。公司规模优势显著，高分散白炭黑领域市占率或超25%，业务控制力良好。	(4星) 该业务的护城河来源于利基市场垄断、技术优势、规模优势和转换成本，持续性较强。1) 高分散白炭黑市场规模在50-100亿水平，具有利基市场特征；2) 公司凭借技术优势和规模优势，在该行业中有更低的生产成本，公司常年维持20%以上的净利率；3) 下游存在1-3年认证周期，且为了维护供应链安全，并不轻易更换供应商，下游存在转换成本。从持续性来看，由于高分散白炭黑的市场规模在扩张，行业利基市场属性将持续减弱；公司具备低成本扩张能力，规模优势持续性较强；技术护城河存在后发优势，未来存在衰退风险；认证周期1-3属于短期壁垒，长期而言转换成本护城河也会衰退。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司合理估值处于105-140亿元区间内。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务为白炭黑，我们对其进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

- 1) 短期：销量基于公司产能，产能锚定公司规划，因此我们预计2028年前公司维持43万吨年销量；产品价格我们预计维持稳定，单吨价格维持0.6万元水平。
- 2) 长期：划定公司收入天花板，保守估计行业规模330亿元，公司股份16.7%，因此公司长期收入中枢可以达到55亿元。

盈利能力假设：

- 1) 短期：我们预计公司盈利能力稳定，毛利率维持在35%水平。
- 2) 长期：受利基市场属性减弱及技术扩散影响，我们预计公司毛利率逐步下降，远期可维持25%水平。

表2：公司整体业绩预测

确成股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	17.5	18.1	22.0	24.5	25.3	27.4	29.7	32.7
归母净利润(亿)	3.8	4.1	5.4	5.8	6.0	6.5	7.0	7.4
归母净利润增速(%)	26.8	8.4	31.1	7.7	2.9	8.2	7.7	5.3
经营性净利润(亿)	3.6	3.7	5.0	5.7	5.8	6.3	6.8	7.2
经营性净利润增速(%)	25.6	4.3	35.3	12.7	3.0	8.4	7.9	5.4
经营性归母净利润(亿)	3.6	3.7	5.0	5.7	5.8	6.3	6.8	7.2
经营性归母净利润增速(%)	25.6	4.4	35.3	12.6	3.0	8.4	7.9	5.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

白炭黑	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	16.0	18.0	21.6	24.5	25.3	27.4	29.7	32.7
收入增速(%)	14.3	12.5	20.0	13.4	3.3	8.3	8.4	10.0
经营性净利润(亿)	3.5	3.8	5.1	5.7	5.8	6.3	6.8	7.2
经营性净利率(%)	21.6	21.1	23.8	23.2	23.1	23.1	23.0	22.1
经营性净利润增速(%)	30.6	9.4	35.7	10.3	3.0	8.4	7.9	5.4
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.5	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
收入增速(%)	42.3	-92.9	261.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	7.1	-65.8	-28.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润增速(%)	-44.9	-165.8	-58.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
白炭黑	7.0%	中等	非常好	较强	7.5%	19.5	7.1
其他	-	--	一般	一般	7.5%	-	-
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
白炭黑(亿)	21.5	103.4	124.9	12.4	-	-	137.3
其他(亿)	0.3	-	-	-0.2	-	-	-0.2
公司整体测算(亿)	21.8	103.4	124.9	12.2	-	-	137.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
白炭黑(亿)	54.1	42.4	96.4	12.4	-	-	108.8
其他(亿)	0.3	-	-	-0.2	-	-	-0.2
公司整体测算(亿)	54.4	42.4	96.4	12.2	-	-	108.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面：行业信息透明度一般，公司主要产品价格信息透明度一般，高分散白炭黑市场价格信息难获取，公司所处行业相关信息透明度一般；公司信息披露较好，与市场交流频次高，交流充分。业绩预测层面：行业周期性不强，公司业绩预测准确度较高。总体而言，公司估值确定性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。