

证券研究报告
2025 年 07 月 08 日

内容目录

1. 公司为有机硅和草甘膦业务双龙头	4
1.1. 作物保护、硅基新材料两翼驱动	4
1.2. 盈利周期性特征显著，24 年处利润相对底部区间	6
2. 有机硅业务：25 年行业有望景气改善，重点关注价格弹性	7
2.1. 有机硅：与国民经济息息相关的“工业味精”	7
2.2. 供给：全球有机硅产能增量主要来自中国，海外产能呈缩减趋势	8
2.3. 需求：有机硅应用领域广泛，看好在新能源及电子电力领域需求增长	10
2.4. 行业库存低位，有机硅产品有望迎来价格弹性	11
2.5. 有机硅业务：向上游原料配套延伸，终端布局完善	12
3. 农化业务：草甘膦行业龙头之一，持续丰富产品资源	15
3.1. 草甘膦：全球草甘膦产能集中于我国，总产能增长受到约束	15
3.2. 植保业务：公司围绕“1+2+N”大单品战略，丰富产品资源	17
4. 化工新材料：围绕“磷基、硅基”产业链拓展产品矩阵	18
5. 盈利预测和投资建议	19
6. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司历史沿革	4
图 2：公司业务结构	5
图 3：公司股权结构（截至 25Q1）	5
图 4：2014-2024 年公司营业收入及增速	6
图 5：2014-2024 年公司归母净利润及增速	6
图 6：新安股份营业收入构成（亿元）	6
图 7：新安股份毛利构成（亿元）	6
图 8：新安股份毛利率及净利率	6
图 9：新安股份费用率	6
图 10：有机硅产品产业链情况	7
图 11：我国有机硅下游产品市场占比（2022）	8
图 12：我国有机硅产品终端应用分布情况（2023）	8
图 13：我国 DMC 下游消费结构（折纯）	8
图 14：我国 DMC 年度表观消费量	8
图 15：全球 DMC 产能情况	9
图 16：全球 DMC 新增产能情况	9
图 17：我国 DMC 产能及产量情况	9
图 18：我国有机硅单体产能企业分布情况（2024）	9
图 19：有机硅价差历史分位	11

图 20: 有机硅价差历史分位	11
图 21: DMC 周度库存情况 (万吨)	11
图 22: DMC 周度库存天数 (周)	11
图 23: 公司有机硅业务收入情况	12
图 24: 公司有机硅业务销量情况 (万吨)	12
图 25: 公司有机硅业务价格情况 (万元/吨)	13
图 26: 公司有机硅业务毛利率情况	13
图 27: 全球草甘膦市场销售额 (亿美元)	15
图 28: 各国草甘膦使用量 (2019)	15
图 29: 全球各转基因作物种植面积占比 (2023)	15
图 30: 全球各国转基因作物种植面积占比 (2023)	15
图 31: 甘氨酸法成本构成 (2025.1)	16
图 32: 24 年草甘膦价格低位运行	16
图 33: 中国草甘膦年度供给情况	17
图 34: 中国草甘膦厂家库存情况 (万吨)	17
图 35: 公司农化业务收入和毛利情况	17
图 36: 公司农化产品收入情况 (分类别)	17
图 37: 公司农化业务销量情况	18
图 38: 公司原药和制剂销售单价 (万元/吨)	18
图 39: 公司化工新材料业务收入和毛利率情况	18
图 40: 公司化工新材料业务销量情况 (万吨)	18
表 1: 公司产能情况 (万吨/年)	5
表 2: 全球有机硅主要产能及其对应产品	8
表 3: 部分海外有机硅企业产能退出情况	8
表 4: 我国有机硅单体产能企业分布及未来新增产能情况 (万吨)	9
表 5: 有机硅下游需求拆分-分领域 (单位: 万吨)	10
表 6: 我国 DMC 供需平衡表及预测情况	12
表 7: 公司有机硅产品解决方案	13
表 8: 公司有机硅业务在建项目情况 (截至 2024 年年报)	14
表 9: 我国草甘膦生产企业产能情况 (2024)	16
表 10: 公司农化业务在建项目情况 (截至 2024 年年报)	18
表 11: 公司营业收入预测和毛利预测	19
表 12: 公司主营业务营业收入预测和毛利预测	19
表 13: 可比公司估值	20

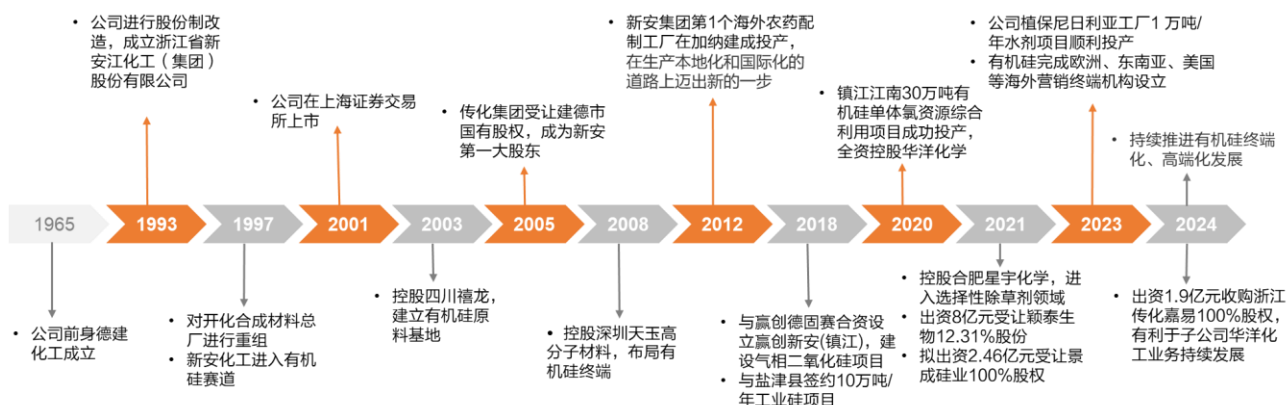
1. 公司为有机硅和草甘膦业务双龙头

1.1. 作物保护、硅基新材料两翼驱动

新安股份创建于 1965 年，2001 年上市，经过 50 多年的行业深耕，公司已形成作物保护、硅基新材料、新能源材料三大产业布局，拥有控股子公司 80 余家，畅销全球 130 多个国家和地区，为国内农化和有机硅产业领域的头部企业之一。

从业务发展历程上看，公司前身浙江省新安江化学工业集团公司由建德化工厂和建德农药厂合并而成，1987 年建德农药厂引入草甘膦生产技术，初步形成农化生产能力。1997 年随着对开化合成材料总厂进行重组，利用氯甲烷循环的发明专利，公司将有机硅纳入发展轨道，改变农药生产单一格局，为公司发展独特的循环经济奠定了基础。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网、公司公告、世界农化网等，天风证券研究所

公司业务协同性强，“氯-硅-磷”循环经济优势明显。公司在全球首创“氯、磷、硅”三元素的绿色循环技术，致力于“成为硅基、磷基新材料和作物保护领域解决方案的全球领先者”。公司当前拥有草甘膦产能 8 万吨，有机硅单体产能 50 万吨（权益产能 40.2 万吨），工业硅产能 15 万吨。

- 作物保护业务：以草甘膦原药及制剂为主导，除草剂（草铵膦、敌草隆等）、杀虫剂（甲维盐）、杀菌剂（多菌灵、百菌清等）、生物防控（信息素、性诱导剂），以及水稻、小麦、玉米等作物的综合植保解决方案。
- 硅基新材料：围绕单体合成，具备硅矿冶炼、硅粉加工、单体合成、下游制品加工完整产业链，形成硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂四大系列产品。
- 新能源材料：聚焦石墨负极、硅基负极、新型负极三大主要方向，提供动力电池、储能电池、3C 消费电子等新能源应用场景负极材料综合解决方案。

[illegible]

**Si 硅元素
利用率提升 84.9% → 96.5%**

产品	子公司/基地	持股比例	已有产能	在建产能	国内市占率	全球市占率
草甘膦	镇江江南	100%	8		10.8%	6.8%
有机硅单体	镇江江南	100%	30			
	新安迈图有机硅	51%	20			
	合计		50		7.9%	5.9%
工业硅	云南、四川、黑河	100%	15		2.5%	1.8%
	新安硅材料（盐津）	100%		10（新增） +5（技改）		

资料来源：公司公告、Wind、智研咨询，天风证券研究所

公司股权结构相对分散。截至 2025Q1，公司实际控制人为徐冠巨，第一大股东传化集团有限公司直接持有公司 10.55%股权，并通过全资子公司传化化学集团有限公司间接持有公司 12.83%股权。公司下辖子公司多，控股子公司超 80 家，业务在全球范围内布局广泛。

注：

- 公司实际控制人
- 有机硅及其上下游业务子公司
- 农药业务子公司
- 其他业务子公司

徐冠巨 徐观宝 徐传化 开化国资委

50.18% 42.75% 7.07%

传化集团

100%

浙江传化化学集团

12.83% 10.55% 5.06%

开化国投

100%

开化国资经营

建德国资投控股集团 开化华控 周启宝 上海国盛资本 闽西兴杭国投

2.52% 1.68% 1.63% 0.91% 0.76%

浙江新安化工集团股份有限公司

100% 100% 100%

新安香港 新安物流 华洋化工

51.84% 80% 67.26% 51% 51%

杭州崇耀 崇耀新材料 崇耀科技 元泰硅业 绥化新安 开化元通 新安迈图 浙江励德

100% 51%

100%

开化合成 阿坝州禧龙 新安天玉 宁夏新安

98.57%

100%

77.91%

60.31%

100%

93.48%

12.31%

新安阳光 农飞客 合肥星宇 江南化工 兴安精细化工 颖泰生物

100%

6.52%

有机硅制品 农化业务

5

1.2. 盈利周期性特征显著，24 年处利润相对底部区间

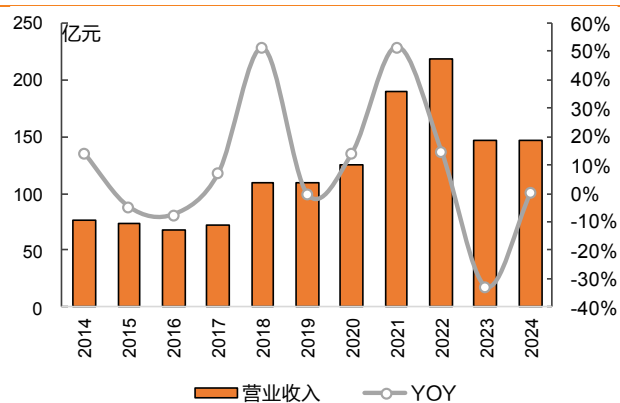
公司在 2018、2022 年达到阶段性收入和盈利峰值，当前处利润相对底部区间

(1) 2018 年，农药和有机硅双业务景气提升，相关产品价格大幅增长，带动公司营收和利润规模显著提升，当年公司实现营业收入 110.01 亿元、归母净利润 12.33 亿元，且毛利率、净利率同步升至 24.1%、11.2%。

(2) 2021-2022 年为历史营收及利润高点。全球公共卫生事件影响下带来产业链供给扰动，能源、原材料价格上涨和出口增长同时拉动产业成本及终端价格，植保产品价格上涨；有机硅受终端产品需求提升，叠加原材料成本支撑，价格亦上涨至高位；二者共同推动公司收入及盈利大幅提升。

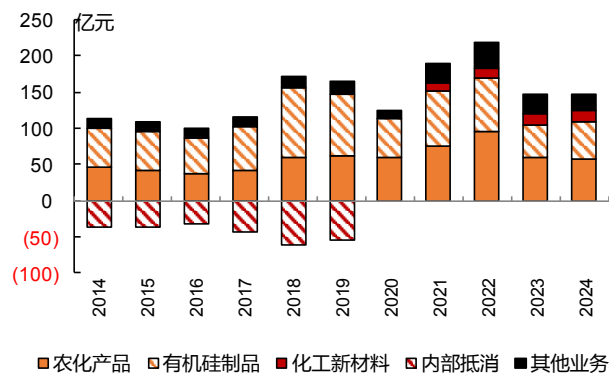
(3) 2023-2024 年伴随行业产能规模扩张（主要为有机硅）、需求疲软、原材料价格支撑走弱等因素，公司主要产品价格回落，收入及利润规模有所收缩，盈利能力落入底部区间。2024 年公司实现营业收入 146.65 亿元，同比增长 0.2%；实现归母净利润为 0.51 亿元，同比减少 63.6%。

图 4：2014-2024 年公司营业收入及增速



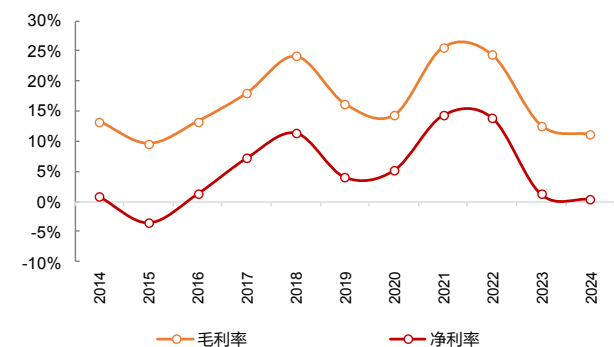
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：新安股份营业收入构成（亿元）



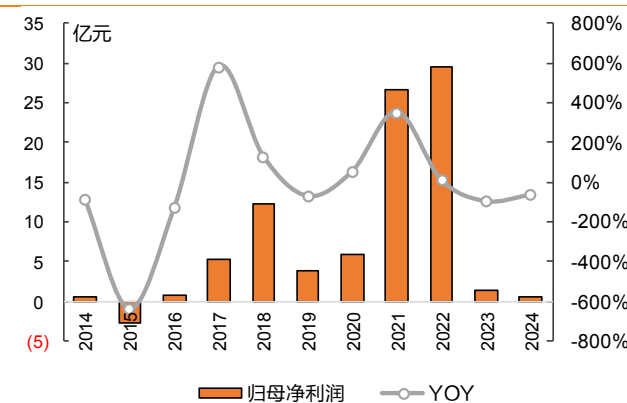
资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所

图 8：新安股份毛利率及净利率



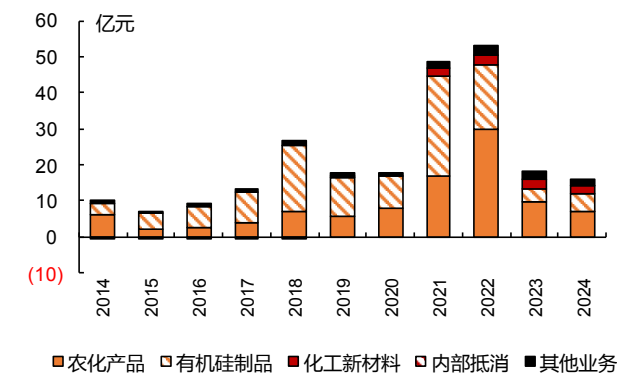
资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所

图 5：2014-2024 年公司归母净利润及增速



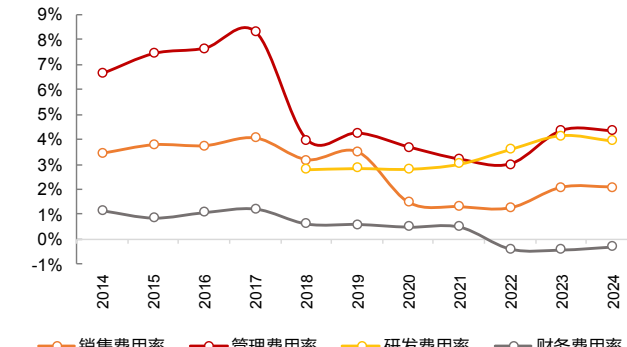
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：新安股份毛利构成（亿元）



资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所

图 9：新安股份费用率



资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所

2. 有机硅业务：25 年行业有望景气改善，重点关注价格弹性

2.1. 有机硅：与国民经济息息相关的“工业味精”

有机硅是指含有 Si-C（硅-碳）键、且至少有一个有机基是直接和硅原子相连的化合物。

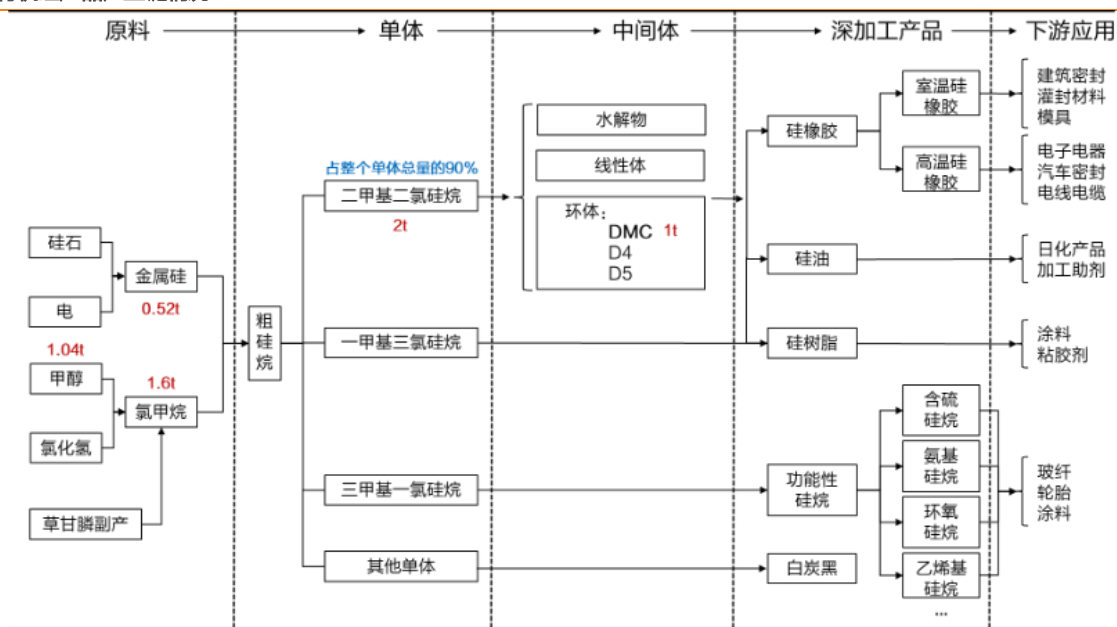
有机硅分为“上游-中游-下游”三个环节：

上游原料：金属硅和氯甲烷为原料，其中金属硅由硅石在电炉内冶炼得到，氯甲烷主要由甲醇和液氯合成。

中游产品：有机硅单体（甲基氯硅烷占比超过 90%）是最主要的初始产成品，但单体由于化学状态不稳定，通常需进一步加工成有机硅中间体或产品以方便储存、运输。有机硅中间体主要为各类硅烷，其中以聚硅氧烷（DMC，后同）为主；故 DMC（二甲基环硅氧烷混合物）为有机硅产业链的最重要的中间体。

下游终端产品：硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂四大类，其中硅橡胶占比最大可达到 60%以上。

图 10：有机硅产品产业链情况



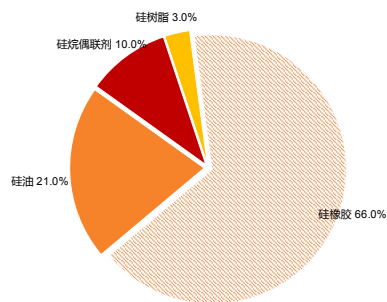
资料来源：新亚强公司公告、百川盈孚等，天风证券研究所

有机硅产品性能优越，应用领域广泛。有机硅产品具备耐高温、耐腐蚀、绝缘性好、使用寿命长等多项优异性能，被称作“工业味精”；下游产品分布广泛，主要应用于建筑、电子电器、电力新能源、个人护理、纺织等领域，客户较为分散且需求多样，行业需求与宏观经济关联密切。

有机硅产品下游以硅橡胶为主。我国有机硅下游产品主要分为 4 种：硅橡胶、硅油、硅烷偶联剂以及硅树脂，分别占有有机硅产品消费市场的 66%、21%、10%和 3%（2022 年）；其中根据硫化方式和硫化温度不同，硅橡胶又可分为室温胶（RTV）、高温胶（HTV）和液体胶（LSR）。

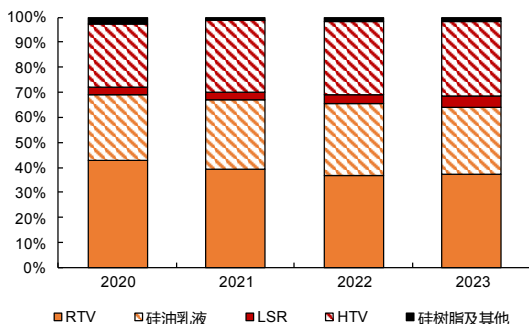
我国近年来需求增量主要来自新能源领域。2022 年全球聚硅氧烷消费量约为 276 万吨，我国占比约 49%。近年来，我国的有机硅产品需求较为旺盛，需求量保持快速增长，我国聚硅氧烷表观消费量由 2008 年的 36 万吨增长至 2024 年的 182 万吨，CAGR 为 10.6%；过去几年的需求量主要来自光伏、新能源等领域。

图 11：我国有机硅下游产品市场占比（2022）



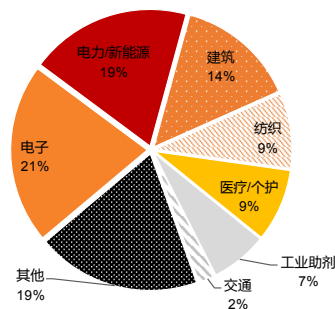
资料来源：SMM 硅世界公众号，天风证券研究所

图 13：我国 DMC 下游消费结构（折纯）



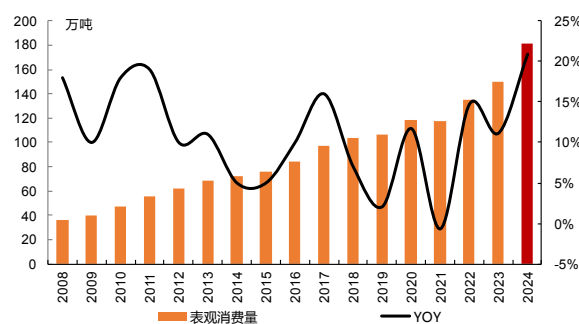
资料来源：SAGSI、天风证券研究所

图 12：我国有机硅产品终端应用分布情况（2023）



资料来源：SAGSI，天风证券研究所

图 14：我国 DMC 年度表观消费量



资料来源：东岳硅材招股说明书、SAGSI、百川盈孚，天风证券研究所

2.2. 供给：全球有机硅产能增量主要来自中国，海外产能呈缩减趋势

目前全球约 70%的 DMC 产能集中在我国。近年来，全球聚硅氧烷产能增量主要来自中国，受原材料、成本和市场等因素影响，海外产能增长缓慢。2008 年，全球 DMC 产能为 150 万吨，我国产能为 24 万吨（占比 16%）。随着我国有机硅生产规模和技术水平的快速提升、市场需求的高速增长以及丰富的金属硅、一氯甲烷等资源优势，2023 年我国聚硅氧烷产能全球占比提升至 71%。

海外有机硅产能处于成本和产业链竞争弱势地位，产能由 2015 年 135 万吨缩减至 2023 年 106 万吨。2008-2016 年，海外有机硅产能扩张基本停滞；且据 SAGSI 统计，从 2015 年到 2023 年约有 29 万吨聚硅氧烷产能退出。目前，美国陶氏等海外巨头的有机硅单体技术与国内领先企业相比优势已不明显，而其成本劣势显著；相比之下，海外巨头的技术优势主要在下端深加工领域，预计未来海外巨头将更加注重于下游产品的深入开发。

表 2：全球有机硅主要产能及其对应产品

公司	装置地址	DMC 产能* (万吨)	公司有机硅产品品类
陶氏	美国、英国、中国江苏	51.7	有机硅业务品类包括有机硅中间体、硅橡胶、硅胶、液体硅橡胶、硅油和混合剂、硅烷和硅酸酯、有机硅乳化剂、有机硅树脂和粘合剂、硅酮橡胶高稠度橡胶等。
埃肯	法国、中国江西	34	埃肯是世界领先的先进硅基材料供应商之一，产品包括氯硅烷、硅油、液态硅橡胶、高温固化硅橡胶、有机硅树脂、有机硅化合物、有机硅润滑脂、有机硅乳液等。
瓦克	德国、中国江苏	28.3	有机硅产品 3000 多种，包括有机硅弹性体、密封胶、硅油及乳液、硅树脂、硅烷、二氧化硅等。
信越	日本、泰国	26.5	1953 年进入有机硅领域，已开发超过 5000 种产品，在有机硅单体及下游产品开发和生产方面占有领先地位。
迈图	日本、韩国、中国浙江	15.3	提供基础硅氧烷聚合物以及一系列添加剂，包括硅烷、特种硅油和聚氨酯添加剂、有机硅弹性体、有机硅涂层材料等。

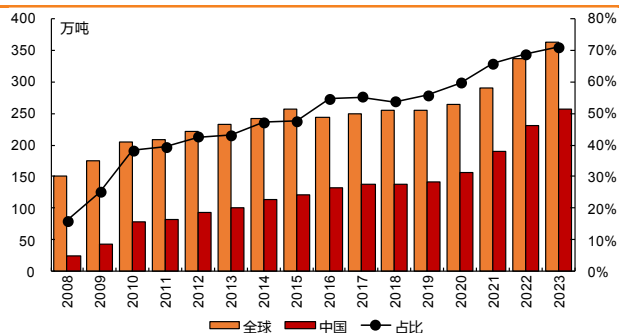
资料来源：东岳硅材招股说明书、SAGSI 等，天风证券研究所；注：海外有机硅生产企业 DMC 产能统计截至 2023 年

表 3：部分海外有机硅企业产能退出情况

公司名称	位置	DMC 退出产能 (万吨)	退出时间
迈图	德国	11.5	2016
	美国	11	2020
陶氏	英国	5.5	2021

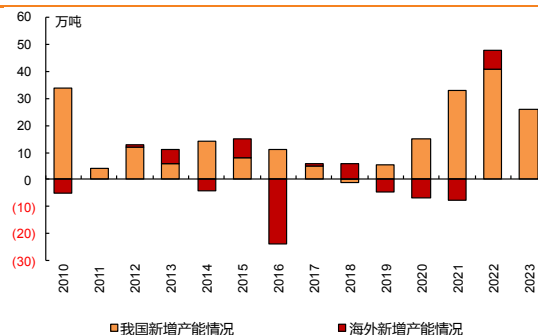
资料来源：SMM、东岳硅材招股说明书、SAGSI 等，天风证券研究所

图 15：全球 DMC 产能情况



资料来源：SMM、前瞻网、SAGSI 等，天风证券研究所

图 16：全球 DMC 新增产能情况



资料来源：SMM、前瞻网、SAGSI 等，天风证券研究所

● 我国有机硅本轮扩产周期接近尾声，未来新增产能有限

2020-2024 年我国有机硅行业产能扩张速度快，当前我国有机硅行业 CR7 约达 80%。2019 年我国有机硅单体产能合计约 314 万吨，到 2024 年增长至 674 万吨，CAGR 为 16.5%。截至 2024 年，我国有机硅单体生产企业合计 13 家，其中合盛硅业、东岳硅材、江西星火为产能最大的主要有机硅单体生产企业，合计占总产能的 47%。

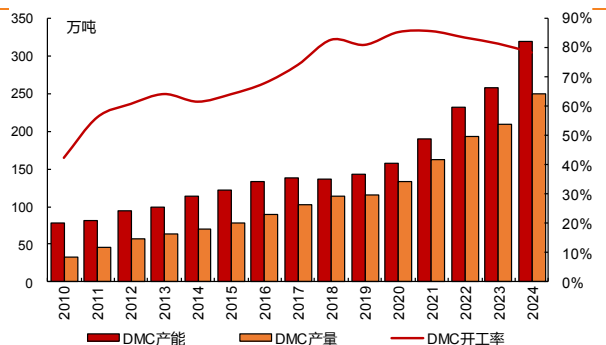
2024 年我国有机硅单体行业新增释放 113 万吨产能，25 年及以后新增产能少，本轮供给扩张接近尾声。由于 2020-2024 年，我国有机硅单体产能新增供给释放较多，对产品价格形成较大压制；23-24 年国内有机硅行业行情疲软，部分新增产能规划长期暂停或暂缓投建，预计 25 年及以后仅有 20 万吨新增产能。

表 4：我国有机硅单体产能企业分布及未来新增产能情况（万吨）

企业		2019	2020	2021	2022	2023	2024	24 年新增	25 年及以后新增
合盛硅业	鄞善	20	20	20	60	100	100		
	泸州	20	20	20	20	20	20		
	浙江	20	20	20	20	20	20		
	西部	0	0	40	40	40	40		
东岳硅材	山东	30	30	30	60	60	70	10	
江西星火	江西	50	50	50	50	50	70	20	
新安股份	浙江	34	49	49	49	55	55		
陶氏有机硅	张家港	40	40	40	40	40	40		
湖北兴瑞（兴发集团）	湖北	20	36	36	36	36	56	20	20
内蒙恒业成	内蒙古	25	25	25	25	25	30	5	
云南能投	云南	0	0	0	20	20	20		
恒星化学	内蒙古	0	0	0	20	20	20		
三友硅业（三友化工）	河北	20	20	20	20	40	40		
金岭化学	山东	15	15	15	15	15	15		
浙江中天	浙江	12	12	12	12	12	30	18	
鲁西化工	山东	8	8	8	8	8	48	40	
合计		314	345	385	495	561	674	113	20

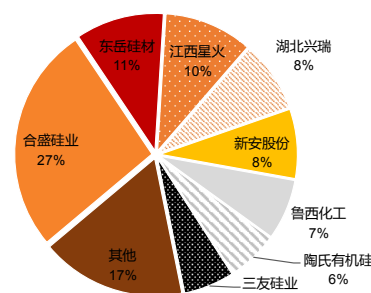
资料来源：各公司公告、百川盈孚、SMM 等，天风证券研究所

图 17：我国 DMC 产能及产量情况



资料来源：各公司公告、百川盈孚、SMM 等，天风证券研究所

图 18：我国有机硅单体产能企业分布情况（2024）



资料来源：各公司公告、百川盈孚、SMM 等，天风证券研究所

2.3. 需求：有机硅应用领域广泛，看好在新能源及电子电力领域需求增长

DMC 下游产品可以分为硅橡胶、硅树脂、硅油和硅烷偶联剂，终端应用领域广泛：

- **建筑领域：**伴随地产周期边际企稳，结合 2025 年我国装配式建筑面积的渗透率超 30%的目标，我们预计 25-26 年建筑领域需求增速分别为 6%/5%。
- **新能源领域：**随着政策组合效应不断释放，有望进一步释放汽车市场潜力；同时，根据“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要，我国要大力提升风电、光伏发电规模；我们 25-26 年该领域需求增速分别为 17%/12%。
- **电子领域：**在 25 年 1 月落地的消费电子“以旧换新”政策，叠加 AI 产品新潮流趋势的带动下，我们预计 25-26 年该领域需求增速分别为 8%/9%。

表 5：有机硅下游需求拆分-分领域（单位：万吨）

下游需求	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
建筑领域	42	49	57	70	86	92	94	91	98	104	109
yoy(%)		15%	16%	24%	22%	8%	2%	-3%	7%	6%	5%
装配式建筑有机硅胶用量	7	10	17	25	38	44	49	46	48	52	57
建筑幕墙用胶量	18	20	21	24	26	24	26	28	32	33	34
中空玻璃用胶量	8	10	8	12	12	13	12	11	12	13	13
建筑装饰及门窗用胶量	9	10	10	10	10	11	8	7	6	6	6
交通-传统汽车	14	15	13	12	12	11	10	10	7	7	6
新能源领域	8	11	14	15	19	32	54	85	100	117	131
yoy(%)		32%	27%	10%	28%	67%	72%	56%	17%	17%	12%
新能源汽车	2	3	4	4	5	12	25	34	43	52	60
光伏	5	8	9	10	12	18	29	50	54	62	68
风电	1	0	1	1	2	1	1	2	2	3	3
电子领域	20	21	22	22	22	27	26	23	25	27	29
yoy(%)		3%	4%	1%	3%	19%	-2%	-12%	7%	8%	9%
PC	3.3	3.6	3.5	3.6	4.1	4.9	4.5	3.5	3.8	4.0	4.3
手机	5.3	4.6	4.3	4.0	3.5	3.5	3.7	3.7	3.8	3.9	4.0
平板电脑	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCB	11	12	14	14	15	18	18	16	17	18	20
合计（单体）	84	95	105	119	139	162	185	210	230	253	275
折算系数	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
对应消耗 DMC 需求量-分领域	44	50	55	62	73	85	97	110	120	133	144
yoy(%)		13%	11%	13%	17%	17%	14%	13%	9%	10%	9%
建筑领域	22	26	30	37	45	48	49	48	51	54	57
交通-传统汽车	7	8	7	6	6	6	5	5	4	3	3
新能源领域	4	6	7	8	10	17	29	45	52	61	69
电子领域	11	11	11	11	12	14	14	12	13	14	15
其他领域 DMC 消费量	43	43	43	44	46	33	38	40	58	66	76
yoy(%)		0%	1%	1%	4%	-29%	16%	6%	43%	15%	15%
实际 DMC 表观消费量	87	93	99	106	119	118	135	150	178	199	220
yoy(%)		6%	6%	8%	12%	-1%	15%	11%	18%	12%	11%
主要领域占比（合计）	51%	54%	56%	59%	61%	72%	72%	73%	68%	67%	65%
建筑领域	25%	28%	30%	35%	38%	41%	37%	32%	29%	27%	26%
交通-传统汽车	8%	8%	7%	6%	5%	5%	4%	4%	2%	2%	1%
新能源领域	5%	6%	7%	7%	8%	14%	21%	30%	29%	31%	31%
电子领域	12%	12%	12%	11%	10%	12%	10%	8%	7%	7%	7%

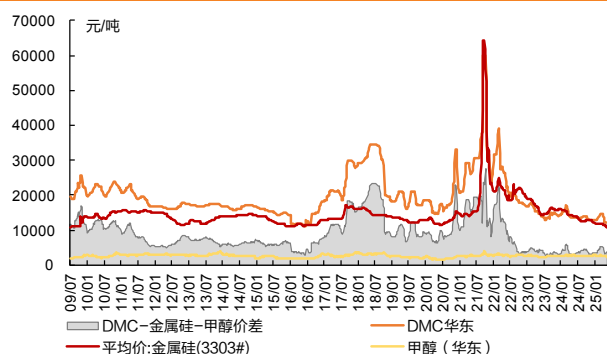
资料来源：ACMI/SAGSI、百川盈孚、住建部、Wind、国家统计局、汽车工业协会等，天风证券研究所测算数据

2.4. 行业库存低位，有机硅产品有望迎来价格弹性

回顾有机硅行业历史价格走势，其价格弹性主要源于市场供需关系的周期性错配；这种供需失衡多由于产能投放节奏与终端需求增长的错位所驱动；

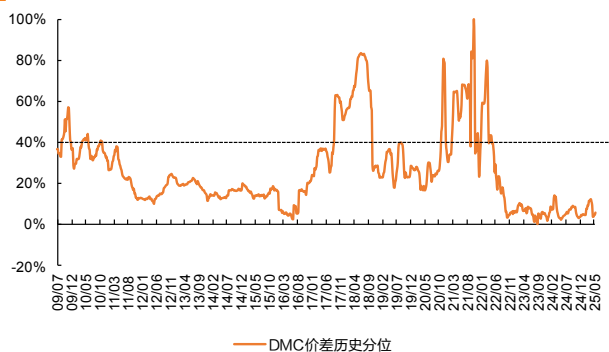
- **供给影响：**2009-2016 年随国内有机硅生产技术进步、产能扩张和进口替代，推动产品价格持续下降，由 2009 年 7 月 19500 元/吨下跌至 2016 年 6 月的 11000 元/吨。
- **需求驱动：**DMC 价格自 2016 年 6 月 11000 元/吨，最高上涨 2018 年 34500 元/吨，涨幅达 314%。涨价原因主要为国内外有机硅强劲需求共振，2016 和 2017 年，我国聚硅氧烷表观消费量同比增长 9.6%和 16.3%；同时，17 年我国初级形状的聚硅氧烷出口量同比大幅增长 53.7%（21.3 万吨），国内外有机硅企业纷纷发布涨价函。
- **需求与成本驱动：**2020 年 6 月-2021 年 10 月，本轮有机硅 DMC 价格自 2020 年 6 月 17000 元/吨，最高上涨 2021 年 60000 元/吨，涨幅达 353%，价格弹性较大。涨价一方面受下游应用需求带动明显增长影响；另一方面在“双碳”及能耗双控的影响下，原料金属硅影响显著，金属硅四川、云南等地方大幅减产，成本不断上涨支撑有机硅价格迅速攀升。
- **供给影响：**2022 年下半年开始 DMC 价差历史分位持续低位运行。从价差上看，DMC-金属硅-甲醇的价差自 22 年下半年开始迅速收窄，价差历史分位降至新低。2023 年在行业较大新增产能投放的压力下，伴随国内下游房地产需求疲软、海外消费能力下滑，有机硅内需不佳，出口回落，行业进入阶段性供应过剩局面。2024 年行业新增产能仍释放较多，压制产品价格，2024 年全年价差维持弱势运行。

图 19：有机硅价差历史分位



资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

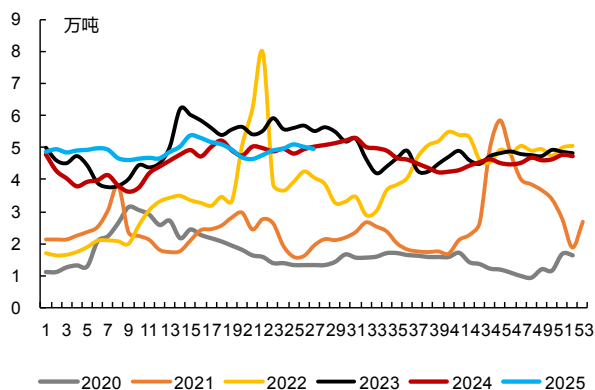
图 20：有机硅价差历史分位



资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

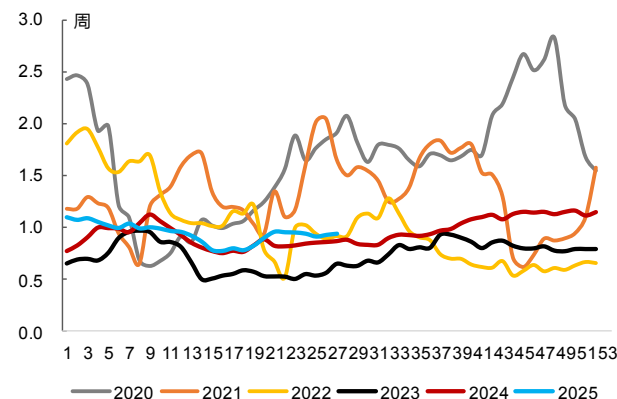
23 年以来国内有机硅厂家库存天数处于历史低位区间（大多少于 1 周）运行，当前价格已运行至底部区间，2025 年边际供需改善，有机硅产品价格有望迎来上行空间。基于上文阐述，2025 年预计行业新增产能增速显著下降至 3.0%，需求领域有望实现 12%的增长率，行业预计将迎来新一轮供需错配。截至 25/6/27，国内 DMC 产品均价为 10800 元/吨，较年初（25/1/1）下跌 2200 元/吨，已跌至 2009 年以来最低历史价格水平。展望 26 年，行业几乎无实质新增产能投放，有机硅行业景气度及企业盈利有望企稳回升。

图 21：DMC 周度库存情况（万吨）



资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

图 22：DMC 周度库存天数（周）



资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

表 6：我国 DMC 供需平衡表及预测情况

单位：万吨	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
产能	137	142	165	193	248	281	337	347	347
yoy(%)	-0.7%	3.9%	16.0%	16.7%	28.6%	13.3%	20.1%	3.0%	0.0%
产量 ⁽¹⁾	113	115	128	142	171	181	222	237	259
开工率%	82%	81%	77%	74%	69%	64%	66%	68%	75%
yoy(%)	11%	2%	11%	11%	20%	6%	23%	7%	9%
进口量 ⁽²⁾	12	14	15	13	10	10	11	12	12
yoy(%)	-1%	14%	11%	-12%	-27%	5%	2%	13%	0%
出口量 ⁽³⁾	26	22	24	38	45	41	55	50	50
yoy(%)	24%	-15%	9%	55%	21%	-10%	35%	-9%	0%
实际表观消费量 ⁽⁴⁾	99	106	119	118	135	150	178	199	220
yoy(%)	6%	8%	12%	-1%	15%	11%	18%	12%	11%
供需缺口 ⁽¹⁺²⁻³⁻⁴⁾	0	1	0	-1	1	0	0	0	1
年均价格（万元/吨）	2.9	1.9	1.9	3.2	2.4	1.5	1.4		
年均价差（万元/吨）	1.8	0.9	1.0	1.6	0.9	0.4	0.4		

资料来源：海关总署、Wind、SAGSI、百川盈孚等、天风化工组预测，天风证券研究所

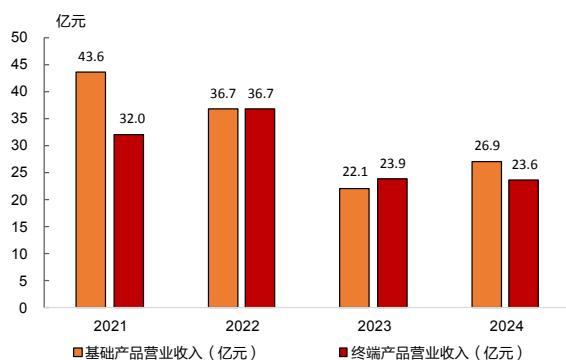
2.5. 有机硅业务：向上游原料配套延伸，终端布局完善

公司有机硅业务分为硅基材料基础产品和硅基终端及特种硅烷产品，产品终端转化率高。公司目前有机硅单体中约 80%用于自用生产下游产品，包括生胶、107 胶等初级加工产品，以及混炼胶、液体胶、密封胶、特种硅油等深加工终端衍生产品。截至 2024 年，公司终端的总产能超过 20 万吨，终端转化率（不包括生胶、107 胶等）超过 45%，终端产品品类达 3000 余种。公司拥有品类众多、应用广泛的系列高性能有机硅终端材料，特别是在人工智能、新能源汽车、电子科技等领域，能够依托硅橡胶、硅树脂、硅油和硅烷偶联剂全产品系列提供综合整体解决方案。

- 硅基材料产品主要为：环体硅氧烷、硅氧烷中间体等。23-24 年有机硅 DMC 价格低迷，公司该业务板块盈利水平较低。
- 硅基终端及特种硅烷产品主要由公司子公司新安天玉、崇耀科技、浙江励德生产经营，产品包括弹性体、改性硅油、硅烷等有机硅终端中高端产品，毛利率水平较基础产品高。2024 年，公司有机硅终端业务板块实现营业收入 23.58 亿元，实现利润总额 2.82 亿元，毛利率为 19.5%，较基础端产品毛利率高 18.5pcts。

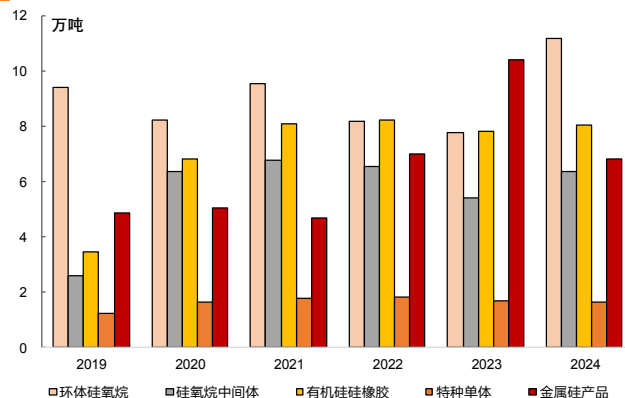
公司有机硅终端产品已在多个领域为头部客户提供整体解决方案。近年来，公司充分利用全产业链优势与多年积累的终端产业基础，为多个行业客户输出有机硅终端产品整体解决方案，获得了众多中高端客户的认可。目前已与宁德时代、比亚迪、丰田、马瑞利集团等新能源汽车产业链头部客户，蓝思科技、华为、OPPO、富士康、歌尔、韶音等电子科技客户，PPG、三棵树、皇冠集团等装饰材料客户建立了合作伙伴关系，并已嵌入部分重点头部客户的前端研发体系，共同进行相关领域新应用技术的整体开发。

图 23：公司有机硅业务收入情况



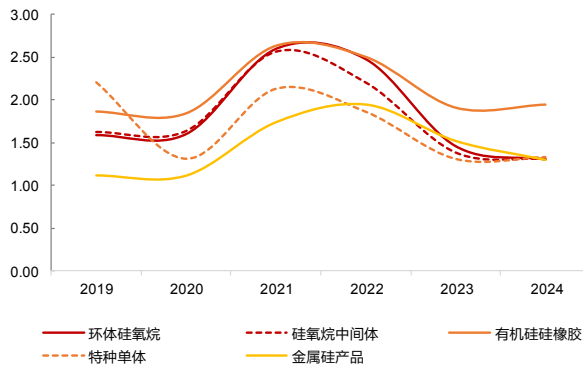
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：公司有机硅业务销量情况（万吨）



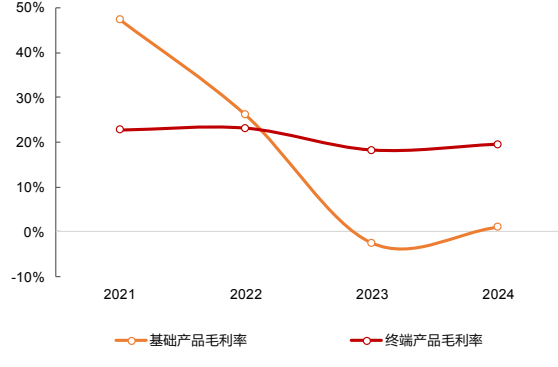
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：公司有机硅业务价格情况（万元/吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：公司有机硅业务毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7：公司有机硅产品解决方案

产品解决方案	功能模块	产品品类	产品功能特性
新能源汽车整体解决方案	汽车动力系统	高压线用硅橡胶系	具有优异的抗撕裂性、柔韧性，制作的线缆弯曲半径小，高温老化性能稳定，可用于各类车内高压线。
		发动机点火系统硅橡胶系列	具有稳定的低压缩永久变形和高抗撕裂强度与优异的耐老化性能和电气性能，可用于保护点火系统中高低压转化。
		耐油氟硅固体胶系	具有良好的耐高低温性能和优异的耐油性能和低压缩永久变形，可保护车体内部或者各元器件之间的密封效果和系统正常运行。
	汽车电气化系统	连接器密封用硅橡胶系列	具有稳定的自渗油与润滑性能、耐温性、密封性、耐老化性，可为各类汽车连接器解决可靠、持久且高效的密封效果。
		有机硅泡棉	具有高弹性、抗压缩、抗蠕变、阻燃等特性，可适用于新能源汽车电池组的密封、减震、缓冲、隔热等应用，提升电池组的安全性能。
	汽车内饰	有机硅皮革	具有区别于真皮、人造革的耐用性、耐污性、舒适性与良好的环保特性，可用于汽车内饰材料。
汽车安全	安全气囊面料涂层	具有耐温度波动、耐老化和耐磨性，满足阻燃要求，使安全气囊保持柔韧性，可用于安全气囊表面涂层。	
电子科技整体解决方案	智能电子产品	移印胶系列	具有良好的流动性、脱泡性、抗静电性，可用于智能电子屏幕玻璃印刷移印胶头，实现高品质、高寿命印刷效果。
		拓印胶系列	具有优良的透明性、力学性、能耐化学腐蚀性，可用于电子配件拓印，提供高寿命、稳定的纹理拓印效果。
		亲肤挤出胶系列	具有优异的柔韧性、耐高低温性、阻燃性和优异的抗撕裂性和耐磨性，可用于电子数据线生产，延长数据线使用寿命。
		有机硅压敏胶系列	具有优异的排气性、耐温耐候性、化学稳定性及电绝缘性，可用于电子产品显示屏幕保护、低表粘接、制程保护及电子排废等领域。
		自粘液体胶系列	具有在较低温度下快速硫化成型并保持良好粘接强度的特性可广泛应用于消费电子的包胶制品。
	可穿戴电子设备	高寿命按键胶系列	具有卓越的抗击打寿命和低挥发份优势，起到保护、防滑、防尘、缓冲等作用，可广泛应用于电子产品的各类按键操控单元。
		轻量化硅橡胶系列	具有空心结构与低质量特性，可实现优良的缓冲、减振性能，可用于各类复杂结构可穿戴电子设备的制作。
		高质感硅橡胶系列	具有高密度、高强度，兼具良好的生物相容性与亲肤感，可用各类可穿戴电子产品的辅材制作。
	电子元器件防护	导热、导电粘接胶系列	具有高精密环境下粘接功能，良好的绝缘导热特性，可用于传感器集成、信号增强、柔性电路与连接器封装、绝缘与电路保护、热管理等各类电子元器件管理系统及芯片与半导体线路板防护及电磁屏蔽。
	电力通信整体解决方案	电缆附件	电缆附件橡胶系列
导电胶系列			具有卓越的导电性、热稳定、强粘结性与优良的力学性能，可用于电缆制造与维护。
自熔有机硅胶带			具有优异的电气绝缘性能、防水防潮性，良好的自熔性、耐温性能和化学稳定性，可为电气设备的安全运行和长期使用提供有力保障。
绝缘硅脂			具有高绝缘性、宽温适应性、导热散热能力、防水密封性及长期稳定性，可用于对耐久性和环境适应性要求极高的场景下电力、电子、通信等设备的生产。
电气设备		有机硅灌封胶系列	具备优异的电气绝缘性能，卓越的耐高低温性，有效防止电气设备内部高压部件的漏电和短路风险；可用于复杂气候条件下户外配电箱、变电站的生产、装配。
开关系统		特种液体硅橡胶系列	具有高绝缘性、耐电弧烧蚀、宽温域适应性，卓越的密封性、抗老化能力，可用于固封极柱和真空灭弧室，显著提升高压开关设备的可靠性、安全性和使用寿命。

医疗健康整体解决方案	呼吸设备	呼吸面罩用硅橡胶系列	具有优异的生物相容性与亲肤性，确保气密性，可用于各类呼吸设备面罩。
		喉罩管用硅橡胶系列	具有优异的生物相容性、耐高温性能与化学稳定性，可用于急救、麻醉等场景下的呼吸道管理支持。
	医疗耗材	显影管	具有良好的柔韧性、抗撕裂性、抗老化性与优异的耐化学腐蚀性，可用于高负荷、高频次医疗环境下耗材生产。
		引流导管	具有高撕裂强度和高穿刺切口抗拉断力，良好的扩张可恢复性，优异的生物相容性，可满足短期植入人体的管路需求。
	医美耗材	硅凝胶系列	具有高透明度，良好的粘附力，无创伤剥离且剥离后无残留，可适用于丰富的医疗与医美场景。
	医药研发	蠕动泵管用硅橡胶系列	具备优异的柔韧性和回弹性，耐磨损、耐撕裂，良好的化学惰性可耐受多种酸碱、油脂及溶剂腐蚀，可广泛适用于医疗、食品、化工等高洁净度或腐蚀性介质输送场景。
	仿生皮肤	超低硬度硅橡胶系列	具有良好的生物相容性，优异的柔韧性和亲肤性，可模拟人类皮肤质感，与温度、压力等各种传感器顺利集成。
人工智能整体解决方案	柔性传感	介电活性聚合物材料	具有优异的电性能、柔韧性、生物相容性，可实时捕捉压力、温度变化，可优化机器人抓握、抚摸等交互动作的精准度。
	深度摄影与激光雷达	光学有机硅材料	具有高透光性、近红外波段的低吸收特性、优异的介电性能、可塑性，可用于智能机器人高精度和深度感知模块。
	智能控制	有机硅导热凝胶、导热硅脂、电子灌封胶、屏蔽胶、电子粘接胶系列	具有高精密环境下粘接功能，良好的绝缘导热特性，可用于传感器集成、信号增强、柔性电路与连接器封装、绝缘与电路保护、热管理等各类电子元器件管理系统及芯片与半导体线路板防护及电磁屏蔽。
	交互执行	阻尼硅橡胶、自析油硅橡胶、线缆用硅橡胶	可应用于弹性关节与缓冲减震系统、内部信号传输，实现机器人核心零部件的密封防护、柔性适配、高效散热、智能传感等关键功能。
	热管理	硅油冷却液	具有导热制冷性强与高效散热的特性，可用于算力中心浸没式液冷，以及电动汽车超充、储能系统、医疗设备等领域。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司向上布局工业硅及硅矿，实现原材料配套；且综合利用草甘膦副产物氯甲烷，原材料自供带来成本优势。公司目前拥有工业硅产能 15 万吨，其中 2021 年完成景成硅业的年产 5.4 万吨工业硅收购项目。公司有机硅单体产能 50 万吨（权益产能 40.2 万吨），国内行业产能占比为 7.9%。通常情况下，公司有机硅产品年均消耗工业硅约 13 万吨，对应需要消耗硅石约 32-33 万吨，公司位于云南盐津 8000 万吨储量的硅矿，于 2021 年中达产，一期产能 29 万吨，充分保障原材料自给和供应安全。此外，公司在云南盐津新增投产 15 万吨工业硅产能，于 24 年 11 月底点火；该产能开满公司工业硅配套产能将达到 30 万吨。在产业协同上，公司草甘膦生产过程中副产氯甲烷，可全部用于有机硅单体生产。同时，有机硅生产过程的副产稀盐酸又可作为草甘膦生产原料。

未来新建有机硅项目：公司年产 3.56 万吨/年高纯聚硅氧烷项目稳步建设、开化合成公司绿色硅基新材料产品开发中心孵化项目处试生产阶段，同时投建年产 30 万吨特种有机硅新材料项目、有机硅光伏及高性能终端材料项目，有助于进一步提升终端高附加值产品收入及利润占比。

表 8：公司有机硅业务在建项目情况（截至 2024 年年报）

项目名称	预算数 (亿元)	工程累计投入占预算比例 (%)	工程进度 (%)
云南盐津工业硅项目	16.66	84.32	90
3.56 万吨/年高纯聚硅氧烷项目	3.18	80.41	85
绿色硅基新材料产品开发中心孵化项目	2.32	94.21	95

资料来源：公司年报，天风证券研究所

3. 农化业务：草甘膦行业龙头之一，持续丰富产品资源

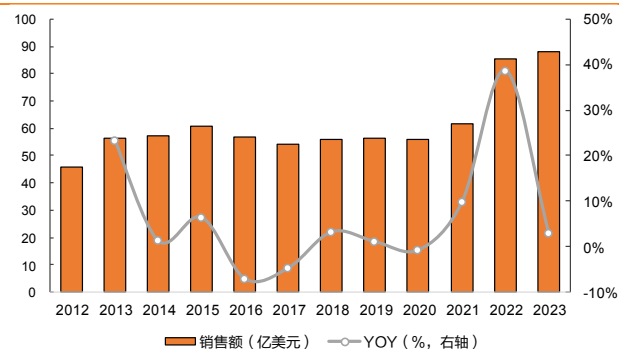
3.1. 草甘膦：全球草甘膦产能集中于我国，总产能增长受到约束

草甘膦是全球第一大农药品种。草甘膦化学名称为 N-（磷酸甲基）甘氨酸，是甘氨酸的膦酰甲基衍生物，属于低毒有机磷类，具有高效、广谱、低毒、低残留的特性。根据 IHS Markit 数据，2021 年全球草甘膦销售额为 61.50 亿美元，占全球农药销售额的 8.32%，是最大的除草剂品种，也是全球第一大农药单品。

在农作物领域，草甘膦主要用于大豆、果蔬和玉米等产品。分用途看，草甘膦农用市场占比 90%以上，大豆和玉米是主要的草甘膦需求作物，占比分别 26%、13%（2019）。草甘膦非农用市场多年持续稳定，非农用可用于草坪、森林、苗圃及一些灌木防除杂草，具体包括草皮和花园等。

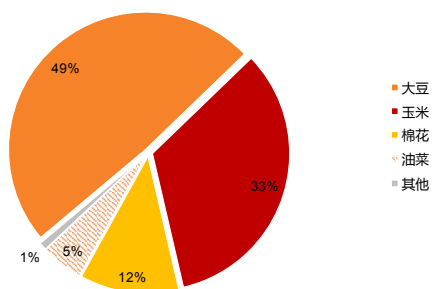
全球转基因面积不断增加，大豆和玉米是主要的转基因作物品种。全球转基因作物的种植面积从 1996 年的 170 万公顷上升到 2023 年的 2.063 亿公顷，CAGR 约为 19.5%。大豆、玉米、棉花、油菜为全球最主要的转基因作物，且抗草甘膦转基因作物占主导，其种植面积增加带动草甘膦需求增长。

图 27：全球草甘膦市场销售额（亿美元）



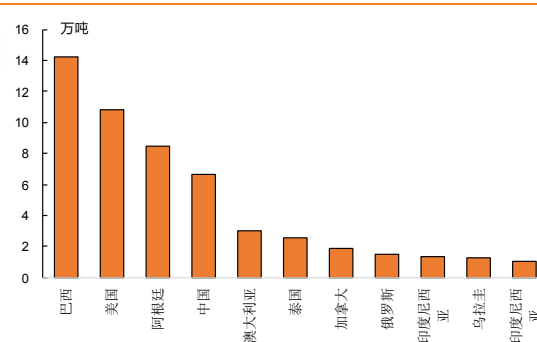
资料来源：农药资讯网、新安股份公司公告等，天风证券研究所

图 29：全球各转基因作物种植面积占比（2023）



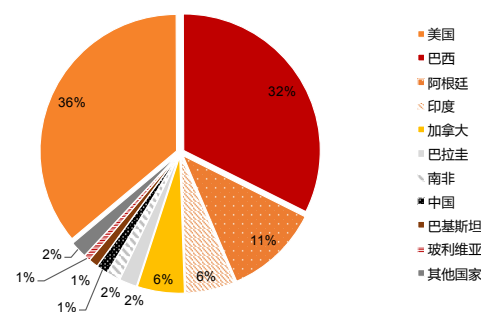
资料来源：农药咨询网，天风证券研究所

图 28：各国草甘膦使用量（2019）



资料来源：农药资讯网，天风证券研究所

图 30：全球各国转基因作物种植面积占比（2023）



资料来源：农药咨询网，天风证券研究所

我国草甘膦产能全球占比约为 67%，市场集中度高。2024 年全球草甘膦产能合计 121 万吨，其中国内产能 81 万吨，海外产能 40 万吨。目前草甘膦产能主要集中在我国和德国拜耳，我国 CR5 生产厂商分别为兴发集团、福华化工、新安化工、好收成韦恩、广信股份，CR5 占国内产能比例为 73%，占全球产能比例为 49%。

我国草甘膦属限制类产业，总产能增长受到约束。随着环保政策收紧，我国草甘膦产能近年来保持稳定，截至 2024 年国内合计约 11 家生产企业，产能合计 81 万吨。草甘膦的产业化合成路线有甘氨酸法和亚氨基二乙酸（IDA）法。我国草甘膦生产工艺以甘氨酸法为主，占比 72%，而国外由于具有原料优势，主要采用 IDA 路线。

表 9：我国草甘膦生产企业产能情况（2024）

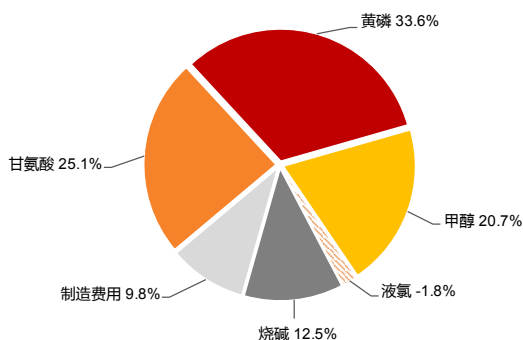
	公司名称	位置	工艺	产能
国内	兴发集团	泰盛化工（湖北）	甘氨酸法	13
		兴发科技（内蒙古）	甘氨酸法	10
	福华化工	四川	甘氨酸法	15
	新安化工	浙江	甘氨酸法	8
	好收成韦恩	江苏	IDA 法	7
	广信股份	安徽	甘氨酸法	6
	和邦生物	四川	IDA 法	5
	江山股份	江苏	IDA 法	4
		江苏	甘氨酸法	3
	扬农化工	江苏	IDA 法	4
	河南红东方	河南	甘氨酸法	3
	中国其他			3
国外	拜耳	美国、比利时、巴西、阿根廷	IDA 法	40
中国产能合计				81
全球产能合计				121

资料来源：百川盈孚、各公司公告等，天风证券研究所；单位：万吨

2021 年~22 年上半年，草甘膦行业经历高景气阶段。在全球公共卫生事件和地缘政治冲突的影响，全球粮食供应安全的担忧提升，我国是全球农药原药、特别是草甘膦的主要供应国，因此海外采购商超买，引发供需阶段性紧张。另一方面，甘氨酸工艺中草甘膦生产的主要原材料有黄磷、甘氨酸、烧碱等，其中甘氨酸生产环节环保压力较大，容易受到环保因素制约引发价格弹性；此外我国黄磷主产区在云南，21 年受能耗双控影响价格快速拉升，对草甘膦成本也支撑强劲。2023 年以来，海外进入去库存阶段，叠加供应端整体平稳，草甘膦价格逐步回落。

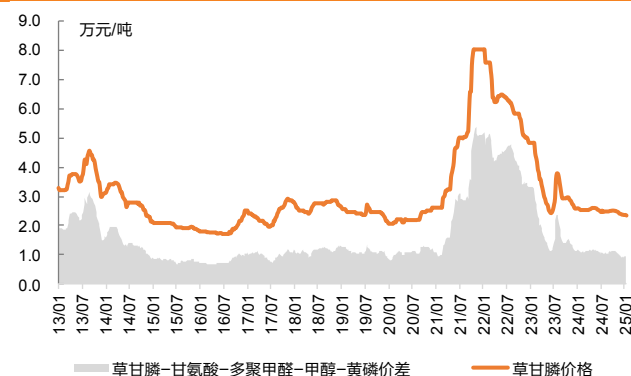
2024 年我国草甘膦开工较 23 年回升，但年末厂家库存水平较高。24 年以来，伴随海外农药市场去库周期接近尾声，农药刚需逐步释放，推升草甘膦原药需求，开工率较 23 年提升 10pcts；但需求整体维持刚性需求和采购，年末库存水平升至 8.2 万吨，高于往年同期水平。此外，24 年以来，草甘膦原材料端成本支撑走弱，价格价差维持历史低位运行。其中，10-12 月草甘膦价格持续下跌，生产成本震荡增加，部分企业反馈已经出现亏损。

图 31：甘氨酸法成本构成（2025.1）



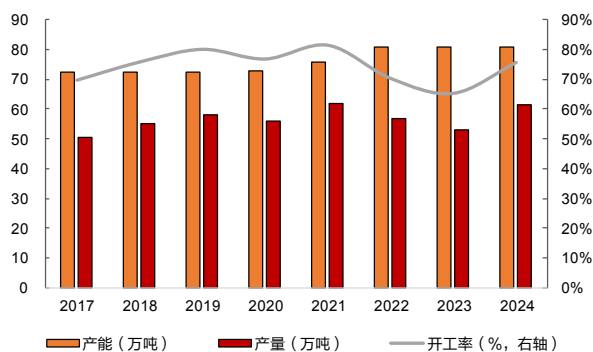
资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

图 32：24 年草甘膦价格低位运行



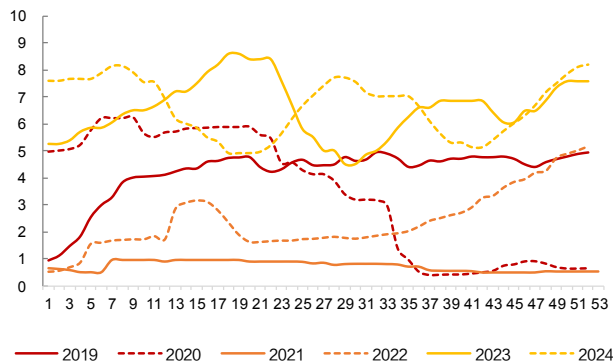
资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

图 33：中国草甘膦年度供给情况



资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

图 34：中国草甘膦厂家库存情况（万吨）



资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

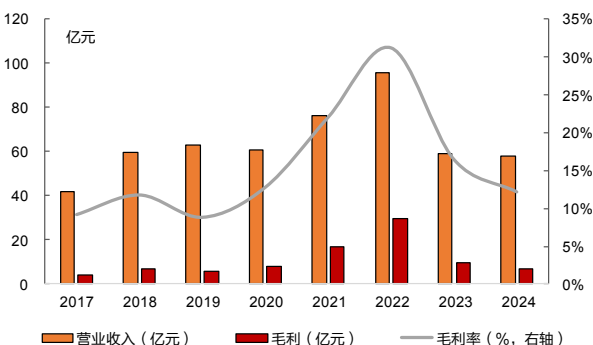
3.2. 植保业务：公司围绕“1+2+N”大单品战略，丰富产品资源

品类布局丰富，持续提供产业增量。新安股份作物保护业务形成“中间体-原药-制剂-农业服务”一体化发展模式，涵盖种子种苗、除草剂、杀虫剂、杀菌剂、作物营养等完整的作物保护体系，通过平台化运作，为保障粮食安全、助力增产增收提供植保综合解决方案。

公司现有草甘膦原药年产能 8 万吨，另每年外购部分原药用于制剂生产，年销售量折合草甘膦原药约 10 万吨，市占率为 10%，位列行业前三。此外，公司围绕全球八大作物，着力丰富产品品类，形成以草甘膦、（精）草铵膦为主导，除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植调剂、助剂等 100 多个品种同步发展的产品集群，依托全球化销售平台，为国内外客户提供作物“种-药-肥-飞防服务”为一体的整体解决方案。

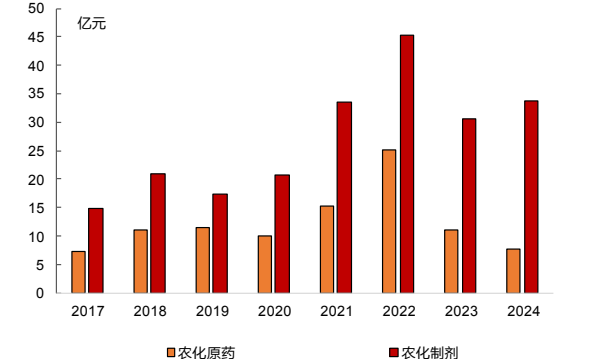
公司与颖泰生物（参股）、合肥星宇（控股）在市场、技术、运营管理、生物技术等方面发挥协同，丰富产品组合。合肥星宇专注于高品质农用化学品研制与开发，拥有近百个原药和制剂产品登记，60 项专利所有权，拥有年产 2000 吨灭草松原药、500 吨噁草酮原药等产品生产线，基本涵盖了所有的大田农作物和经济作物，其中灭草松原药合成装置的技术与规模在国内处于领先地位。

图 35：公司农化业务收入和毛利情况



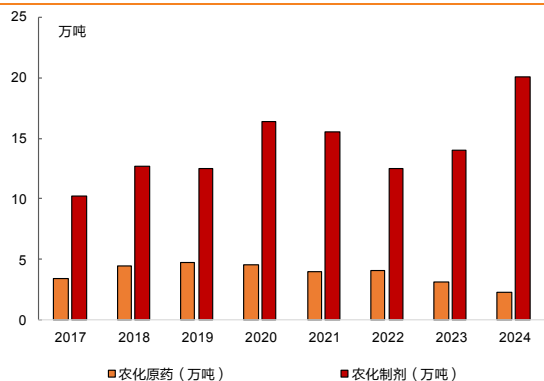
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 36：公司农化产品收入情况（分类别）



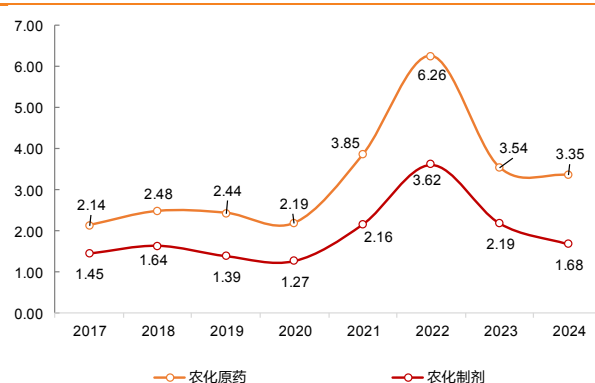
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 37：公司农化业务销量情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 38：公司原药和制剂销售单价（万元/吨）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

渠道优势突出，全球化布局完善。作为国内全球化战略起步最早、布局最全的企业之一，公司已构建覆盖全球的销售网络，农药产品登记涉及 100 多个国家。经过多年的系统规划，公司作物保护产业的海外登记证资源已逾 4500 个，在国内农药生产企业中处于绝对的领先地位。在未来新建农药项目规划中，公司年产 3000 吨草铵膦原药项目以及精草铵膦项目一期 5000 吨持续推进，达产后有望提供业绩增量。

表 10：公司农化业务在建项目情况（截至 2024 年年报）

项目名称	预算数 (亿元)	工程累计投入占预算比例 (%)	工程进度 (%)
精草铵膦项目一期	1.53	95.95	100
年产 3000 吨草铵膦原药项目	4.01	99.32	95

资料来源：公司年报，天风证券研究所

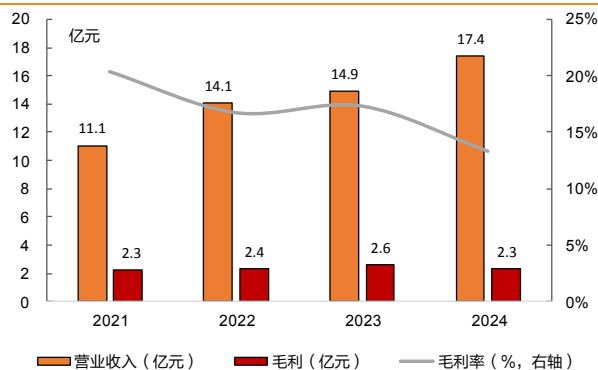
4. 化工新材料：围绕“磷基、硅基”产业链拓展产品矩阵

公司化工新材料业务经营主体主要为 2020 年收购的华洋化工，主营造纸助剂、型料助剂等产品，并将与公司在福建上杭建设的磷系阻燃剂业务形成协同经营稳健，近年来整体经营稳健并积极拓展其他新材料领域产品。

- **磷基新材料：**公司磷基新材料主要有三氯化磷、三氯氧磷，以及 TCPP、TEP 等产品，广泛应用于工程塑料、热塑性弹性体、尼龙、聚碳酸酯、聚氨酯泡沫、人造皮革等材料，涉及建材、汽车、航空、高铁、5G、新能源汽车等领域。
- **新能源新材料：**公司基于已有的“磷基、硅基”两大产业基础和独特的产业优势持续延伸拓展，加快推进光伏原材料、电解液原材料、硅碳负极材料等产品的产业化。

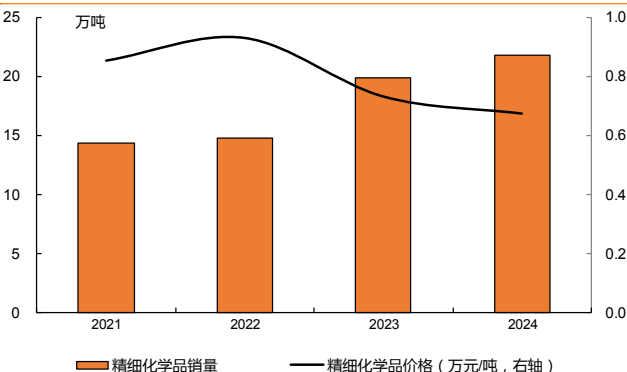
未来新建项目：公司福建新安 14.2 万吨/年磷系阻燃剂产品项目处于试生产阶段，浙江启源 5 万吨/年高端锂离子石墨负极材料项目按照项目的建设的要求建设中。

图 39：公司化工新材料业务收入和毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 40：公司化工新材料业务销量情况（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测和投资建议

我们按照公司主营业务收入结构进行拆分，对收入的预测基于以下核心假设：

- **农化业务：**根据公司公告，我们预计 2025-2027 年草甘膦原药产能维持 8 万吨，伴随 2025 年农化行业景气阶段性触底、需求回暖等因素，公司农化产品销量及产品均价预计提升，有望带动公司收入及利润水平增长。我们预计 2025-2027 年公司该部分营业收入分别为 61、65、70 亿元，对应毛利率分别为 11%、11.5%、11.7%。
- **有机硅业务：**公司有机硅业务产品丰富，且 25 年行业景气度有望提升带来价格上行空间，我们预计公司 2025-2027 年有机硅营业收入分别为 51、60、66 亿元，对应毛利率分别为 13%、20%、22%。
- **化工新材料：**公司该部分业务包括造纸助剂、塑料助剂、磷基系列阻燃剂等业务，预计 2025-2027 年该部分营业收入分别为 22、26、30 亿元，毛利率分别为 14%、14%、14%。

综上，预计 2025-2027 年公司营业收入为 155、173、188 亿元，对应归母净利润为 2.99、6.51、8.02 亿元。

表 11：公司营业收入预测和毛利预测

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (亿元)	146.31	146.65	154.59	172.78	187.96
yoy (%)	-32.9%	0.2%	5.4%	11.8%	8.8%
营业成本 (亿元)	127.97	130.42	136.53	148.07	159.20
毛利 (亿元)	18.35	16.23	18.06	24.70	28.76
毛利率 (%)	12.5%	11.1%	11.68%	14.3%	15.3%
归母净利润 (亿元)	1.40	0.51	2.99	6.51	8.02
yoy (%)	-95.3%	-63.3%	482.5%	117.5%	23.1%
净利率 (%)	1.0%	0.4%	1.9%	3.8%	4.3%

资料来源：公司公告，天风证券研究所预测

表 12：公司主营业务营业收入预测和毛利预测

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (亿元)	146.31	146.65	154.59	172.78	187.96
农化业务	59.10	58.09	60.76	65.21	69.75
有机硅业务	45.93	50.44	51.10	60.16	65.92
化工新材料	14.90	17.43	21.61	25.88	30.34
其他业务	26.38	20.69	21.11	21.53	21.96
营业成本 (亿元)	127.97	130.42	136.53	148.07	159.20
毛利 (亿元)	18.35	16.23	18.06	24.70	28.76
农化业务	9.74	7.08	6.71	7.49	8.16
有机硅业务	3.78	4.86	6.64	11.86	14.60
化工新材料	2.58	2.33	3.03	3.62	4.25
其他业务	2.25	1.97	1.69	1.72	1.76
毛利率 (%)	12.5%	11.1%	11.68%	14.3%	15.3%
农化业务	17%	12%	11%	12%	12%
有机硅业务	8%	10%	13%	20%	22%
化工新材料	17%	13%	14%	14%	14%
其他业务	9%	10%	8%	8%	8%

资料来源：公司公告，天风证券研究所预测

根据公司经营业务选取合盛硅业、兴发集团为可比公司，2025-2027 年可比公司预测 PE 估值均值分别为 20.1、15.0、12.8 倍。考虑到 2025 年预计公司主业（草甘膦及有机硅业务）处阶段性历史相对底部区间运行以及 P/B 估值底部（25 年 0.86 倍），结合可比公司估值，给予公司 2026 年 20 倍 PE（2025 年预计业绩处底部区间，故采用 2026 年业绩作为基数），对应目标市值 130.3 亿元，目标价为 9.65 元/股，首次覆盖，给予“增持”的投资评级。

表 13：可比公司估值

公司名称	PE2023	PE2024	PE2025	PE2026	PE2027
合盛硅业	22.99	37.74	28.10	19.67	16.5
兴发集团	14.71	14.95	12.01	10.34	9.06
平均值（剔除极值）	18.85	26.35	20.06	15.01	12.78

资料来源：wind，天风证券研究所；注：可比公司 PE 均来自 wind 一致预期，数据更新至 2025/7/4

6. 风险提示

- 1、原材料价格波动风险：**随着市场环境的变化，公司未来的原材料采购价格存在一定的不确定性。若价格大幅波动，公司无法将原材料成本的上升完全、及时地转移给下游客户，会对公司毛利率和盈利水平带来影响。
- 2、市场竞争加剧及主营产品价格下行风险：**公司未来或将面临新进入市场者以及现有竞争对手竞争。若未来行业产品需求增长持续放缓，市场供应进一步扩大，竞争加剧或一定程度影响公司业绩。
- 3、节能环保政策风险：**环保标准日趋严格，对公司降低能源消耗、减少污染排放提出了更高要求。为达到新的更高的节能环保标准，公司可能需要增加环保设备投入或者支付更高的节能环保费用。
- 4、公司在建新项目建设不达预期。**若项目在实施过程中遭遇工程审批延迟、关键设备供应受阻、施工技术难题或不可抗力等因素，可能导致建设周期延长及投资成本超支。同时，市场需求变化、产业政策调整或配套基础设施滞后等情况，或将对项目投产后的产能释放及经济效益产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,266.39	2,521.38	1,236.71	3,294.63	1,503.68
应收票据及应收账款	1,287.21	1,413.57	718.08	1,924.70	1,098.30
预付账款	231.26	139.08	265.00	206.55	288.35
存货	2,582.13	2,915.90	1,635.06	3,383.02	2,100.42
其他	1,179.27	1,420.89	1,545.92	1,317.97	1,483.62
流动资产合计	9,546.26	8,410.83	5,400.76	10,126.87	6,474.36
长期股权投资	1,114.11	1,116.89	1,116.89	1,116.89	1,116.89
固定资产	6,364.57	6,857.49	6,123.59	5,389.70	4,655.80
在建工程	2,857.42	4,504.02	4,504.02	4,504.02	4,504.02
无形资产	1,051.82	1,064.13	1,014.87	965.61	916.36
其他	884.36	658.58	918.69	825.23	801.93
非流动资产合计	12,272.28	14,201.11	13,678.07	12,801.45	11,995.00
资产总计	21,818.54	22,611.94	19,078.83	22,928.32	18,469.36
短期借款	460.24	517.83	887.56	0.00	76.67
应付票据及应付账款	3,391.40	4,324.83	998.76	6,499.28	1,475.64
其他	1,583.87	1,528.43	994.25	1,489.25	1,030.50
流动负债合计	5,435.51	6,371.09	2,880.57	7,988.53	2,582.81
长期借款	2,216.83	2,345.15	2,056.47	0.00	37.64
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	253.84	285.51	200.54	254.11	246.63
非流动负债合计	2,470.67	2,630.66	2,257.01	254.11	284.27
负债合计	7,906.18	9,001.75	5,137.58	8,242.65	2,867.08
少数股东权益	1,293.33	1,164.44	1,206.49	1,297.97	1,410.54
股本	1,349.60	1,349.60	1,349.60	1,349.60	1,349.60
资本公积	2,240.26	2,143.95	2,143.95	2,143.95	2,143.95
留存收益	8,939.93	8,846.90	9,146.36	9,797.70	10,599.31
其他	89.24	105.31	94.86	96.47	98.88
股东权益合计	13,912.36	13,610.19	13,941.25	14,685.68	15,602.28
负债和股东权益总计	21,818.54	22,611.94	19,078.83	22,928.32	18,469.36

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	174.69	58.63	299.45	651.34	801.61
折旧摊销	636.18	761.78	783.15	783.15	783.15
财务费用	28.80	53.37			
投资损失	0.72	(0.14)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
营运资金变动	(412.76)	(334.71)	(2,161.85)	3,474.38	(3,605.01)
其它	(148.69)	7.79	52.05	101.47	122.58
经营活动现金流	278.96	546.71	(1,041.94)	4,943.14	(2,009.15)
资本支出	2,890.57	2,865.39	84.97	(53.58)	7.49
长期投资	(36.22)	2.78	0.00	0.00	0.00
其他	(4,343.30)	(4,507.11)	(39.03)	83.58	22.51
投资活动现金流	(1,488.94)	(1,638.94)	45.94	30.00	30.00
债权融资	1,239.52	19.72	(278.24)	(2,916.82)	185.78
股权融资	1,658.21	(215.21)	(10.44)	1.61	2.41
其他	(871.25)	(465.62)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	2,026.48	(661.11)	(288.68)	(2,915.22)	188.19
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	816.50	(1,753.34)	(1,284.68)	2,057.93	(1,790.96)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,631.16	14,665.39	15,458.84	17,277.55	18,795.94
营业成本	12,796.60	13,042.34	13,652.88	14,807.44	15,919.66
营业税金及附加	80.08	80.77	85.02	100.21	122.17
销售费用	302.69	305.33	316.91	380.11	432.31
管理费用	635.25	635.42	649.27	742.93	817.62
研发费用	604.67	575.00	556.52	639.27	723.64
财务费用	(59.74)	(43.32)			
资产/信用减值损失	(46.59)	(79.72)	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	3.12	(3.69)	10.00	10.00	10.00
投资净收益	(16.78)	(11.39)	40.00	40.00	40.00
其他	131.13	183.90	150.00	150.00	150.00
营业利润	342.50	158.96	392.99	854.79	1,072.00
营业外收入	13.50	11.68	50.00	60.00	40.00
营业外支出	46.84	49.37	50.00	60.00	60.00
利润总额	309.16	121.27	392.99	854.79	1,052.00
所得税	134.46	62.65	51.48	111.98	137.81
净利润	174.69	58.63	341.51	742.82	914.19
少数股东损益	34.47	7.22	42.05	91.47	112.58
归属于母公司净利润	140.22	51.41	299.45	651.34	801.61
每股收益（元）	0.10	0.04	0.22	0.48	0.59

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-32.89%	0.23%	5.41%	11.76%	8.79%
营业利润	-90.30%	-53.59%	147.22%	117.51%	25.41%
归属于母公司净利润	-95.25%	-63.34%	482.51%	117.51%	23.07%
获利能力					
毛利率	12.54%	11.07%	11.68%	14.30%	15.30%
净利率	0.96%	0.35%	1.94%	3.77%	4.26%
ROE	1.11%	0.41%	2.35%	4.87%	5.65%
ROIC	1.57%	0.46%	2.63%	4.82%	8.09%
偿债能力					
资产负债率	36.24%	39.81%	26.93%	35.95%	15.52%
净负债率	-7.52%	4.96%	12.25%	-22.43%	-8.90%
流动比率	1.76	1.32	1.87	1.27	2.51
速动比率	1.28	0.86	1.31	0.84	1.69
营运能力					
应收账款周转率	11.88	10.86	14.50	13.08	12.44
存货周转率	5.58	5.33	6.79	6.89	6.86
总资产周转率	0.71	0.66	0.74	0.82	0.91
每股指标（元）					
每股收益	0.10	0.04	0.22	0.48	0.59
每股经营现金流	0.21	0.41	-0.77	3.66	-1.49
每股净资产	9.35	9.22	9.44	9.92	10.52
估值比率					
市盈率	82.49	224.99	36.10	16.60	13.49
市净率	0.92	0.93	0.85	0.81	0.76
EV/EBITDA	7.57	9.18	12.72	5.71	6.37
EV/EBIT	12.73	19.35	54.54	12.63	12.45

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com