



公司研究 | 深度报告 | 新安股份 (600596.SH)

双链共振，硅启新章

报告要点

公司是草甘膦与有机硅双龙头。有机硅扩产周期已步入尾声，景气有望底部复苏；硅基终端材料受新兴应用驱动，高端替代加速；草甘膦供需持稳，静待转机，弹性可观。公司凭借有机硅全产业链协同、及新兴领域先发卡位，有望在双主业景气共振中 α 与 β 的双重兑现。

分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002

SFC: BUT911



李禹默

SAC: S0490525060002

新安股份 (600596.SH)

2025-08-13

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

双链共振，硅启新章

公司介绍：草甘膦与有机硅双龙头

公司创建于 1965 年，1987 年引入草甘膦技术，1997 年切入有机硅领域，逐步形成作物保护和硅基材料双主业雏形，2001 年公司在上交所上市，近年来公司加速向新能源领域延伸，形成“传统化工+高端材料+新能源”三足鼎立的产业新格局。目前公司草甘膦产能 8 万吨/年，有机硅单体产能 55 万吨/年，工业硅现有+在建产能 30 万吨/年，凭借全产业链协同优势，正处于行业周期底部蓄力阶段，待供需改善或竞争行为发生变化后，有望释放可观盈利弹性。

有机硅：扩产周期步入尾声，中长期景气或改善

全球经济复苏带动有机硅海外市场需求强势增长，近年来我国有机硅出口需求呈震荡向上趋势，出口结构不断优化；国内有机硅表观消费量在传统和新兴领域的双重支撑下稳健增长，新能源汽车、光伏等新兴产业发展势头强劲，将带动有机硅需求持续释放。海外有机硅成本承压，产能呈明显退出趋势，全球有机硅产能逐渐向中国转移，而国内有机硅行业已迈入产能扩张周期尾声，未来新增产能有限，供给端压力逐步缓释。供需关系改善下，行业格局向好，景气有望底部复苏。

硅基材料终端：新兴应用驱动，高端替代加速

硅基终端材料指有机硅深加工产品，主要包括硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂四大类。受益于传统建筑、纺织日化等领域的稳健发展，以及新能源领域的强势拉动，硅基终端材料需求稳定增长；同时，随着行业研发创新能力的提升，其高端应用场景的增长潜力将进一步释放。目前我国中低端硅基终端材料产能充足，行业集中度较高，供给水平稳定提升；高端领域替代加速，但核心工艺仍与国际存在差距。公司是行业内极个别同时覆盖有机硅下游硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂全系列产品的企业，全产业链布局为公司带来独特竞争力。

草甘膦：供需持稳，静待转机

草甘膦是全球市场规模最大的除草剂品种，主要作用于转基因植物。目前全球转基因作物种植面积稳定增长，为草甘膦需求带来刚性支撑，2024 年我国草甘膦出口量回升；随着转基因作物进一步推广，草甘膦未来需求增量可观。我国作为草甘膦主产国，产能占全球比例超过 70%，行业集中度较高；近年来草甘膦产能增速放缓。供需持稳格局下，行业景气度目前处于低位震荡阶段，行业集中度较高，或有望通过自律迎来景气修复。

投资建议：给予“买入”评级。

公司是草甘膦与有机硅双龙头。有机硅扩产周期已步入尾声，景气有望底部复苏；硅基终端材料受新兴应用驱动，高端替代加速；草甘膦供需稳定，行业集中度高，价格弹性可观，看好产品景气回升带来公司业绩腾飞。预计 25-27 年公司归属净利润分别为：4.5、7.5、11.1 亿元，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、行业景气修复不及预期；
- 2、市场竞争加剧；
- 3、国际贸易摩擦加剧；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	10.09
总股本(万股)	134,960
流通A股/B股(万股)	134,960/0
每股净资产(元)	9.24
近12月最高/最低价(元)	10.96/6.75

注：股价为 2025 年 8 月 12 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

公司介绍：草甘膦与有机硅双龙头	7
简介：作物保护与硅基材料双轮驱动	7
股权结构：分工明确，徐冠巨为实际控制人	8
财务分析：周期底部蓄力，资产韧性强	9
有机硅：扩产周期步入尾声，中长期景气有望底部复苏	12
有机硅简介：渗透率持续提升的新材料	12
需求端：外需持续旺盛，内需韧性较强	13
供给端：新增产能有限，扩产周期步入尾声	15
景气展望：否极泰来，行业格局向好	17
硅基材料终端：新兴应用驱动，高端替代加速	19
简介：以聚硅氧烷为核心的高分子材料	19
需求端：下游应用广泛，新兴领域释放增量	20
供给端：中低端产能充足，高端差距仍存	23
公司亮点：覆盖硅基终端全系列产品	26
草甘膦：供需持稳，静待转机	29
简介：应用广泛的灭生性除草剂	29
需求端：核心市场刚性托底，需求表现平稳	30
供给端：进入存量优化阶段，行业集中度高	32
景气分析：低位震荡，静候机会	33
投资建议：给予“买入”评级	34
风险提示	35

图表目录

图 1：公司发展历程	7
图 2：公司股权结构图	8
图 3：公司现金分红情况	9
图 4：公司营收周期波动明显	9
图 5：公司业绩进入周期调整阶段	9
图 6：公司营收结构（按产品）	10
图 7：公司 2024 年营收结构	10
图 8：公司毛利结构（按产品）	10
图 9：公司 2024 年毛利结构	10
图 10：公司盈利能力承压	10
图 11：公司期间费用率稳定	10
图 12：公司现金流具备周期适配性	11
图 13：公司资产负债率稳定在较低水平	11

图 14: 有机硅（聚二甲基硅氧烷）分子结构	12
图 15: 有机硅应用领域广泛	12
图 16: 有机硅产业链	12
图 17: 2022 年有机硅深加工产品结构	13
图 18: 2022 年有机硅终端消费结构	13
图 19: 2024 年中国聚硅氧烷出口量大幅增长	13
图 20: 2015 年中国有机硅主要出口国	14
图 21: 2024 年中国有机硅主要出口国	14
图 22: 国内 DMC 表观消费量稳定增长	14
图 23: 新能源汽车产量增长迅速	15
图 24: 光伏电池产量增长迅速	15
图 25: 我国有机硅工业发展历程	15
图 26: 2023 年全球有机硅产能布局	16
图 27: 2023 年全球基础聚硅氧烷产量分布	16
图 28: 中国 DMC 供给扩张将放缓	17
图 29: 2007 年至今有机硅价格及价差走势	18
图 30: 硅基终端材料属于有机硅产业链的下游深加工产品	19
图 31: 硅树脂硬度、柔韧性、热塑性强	20
图 32: 我国功能性硅烷生产结构	20
图 33: 我国硅橡胶需求稳定增长	21
图 34: 我国液体胶增速显著高于总体水平	21
图 35: 我国硅橡胶结构（2022A）	21
图 36: 我国室温胶需求结构（2023A）	21
图 37: 我国高温胶需求结构（2023A）	22
图 38: 我国液体胶需求结构（2022A）	22
图 39: 我国硅油需求结构（2023A）	22
图 40: 我国硅油需求稳定增长	22
图 41: 我国硅树脂消费结构（2022A）	23
图 42: 我国是功能性硅烷最大消费国	23
图 43: 我国功能性硅烷消费结构（2023A）	23
图 44: 2017-2023 年我国硅橡胶产能（万吨）及增速情况	24
图 45: 2017-2023 年我国硅橡胶产量（万吨）及增速情况	24
图 46: 国内硅橡胶产能利用率呈下降趋势	24
图 47: 2023 年我国硅油、硅树脂、硅烷偶联剂产能、产量及开工率情况	25
图 48: 公司同时覆盖硅基终端全系列产品	26
图 49: 新安天玉财务表现亮眼	27
图 50: 浙江励德有机硅粘接密封胶产品及应用	27
图 51: 间接全资子公司崇耀科技近两年盈利能力增强	28
图 52: 2016-2024H1 开化合成净利润及增速情况	28
图 53: 草甘膦作用机制示意图	29
图 54: 草甘膦合成工艺示意图	30
图 55: 2019 年草甘膦下游应用领域	30

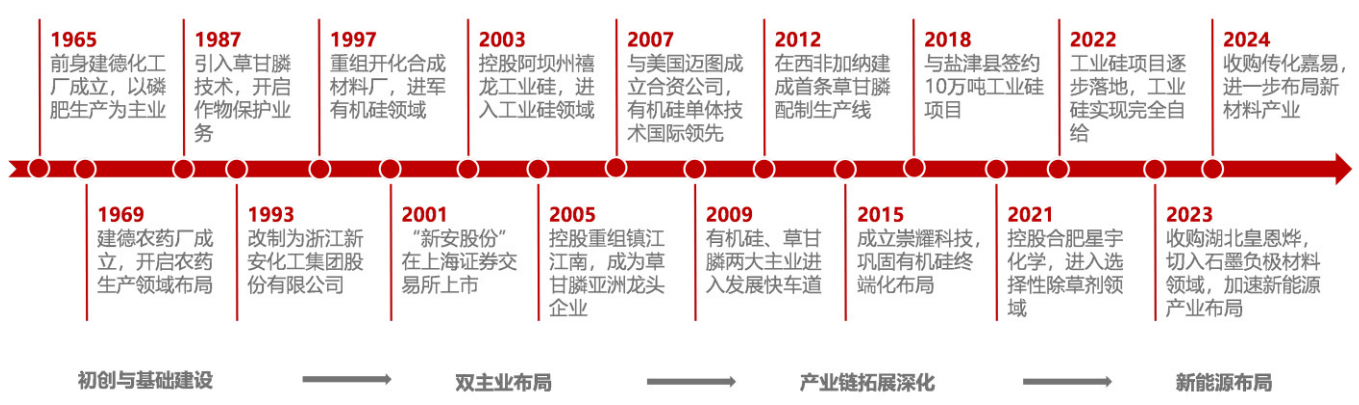
图 56：2024 年我国草甘膦出口量回升	31
图 57：2024 年草甘膦出口国家分布	31
图 58：全球转基因作物种植面积稳定增长	31
图 59：全球草甘膦产能分布	32
图 60：2014-2024 年我国草甘膦产能、产量及开工率情况	33
图 61：2011-2025 年草甘膦价格及价差	33
表 1：公司主要产品产能	7
表 2：海外主要有机硅产能（2023 年）	16
表 3：国内主要有机硅产能	17
表 4：国内有机硅 DMC 供需平衡表	18
表 5：硅橡胶主要种类及其特点	19
表 6：硅油的主要用途	20
表 7：我国硅基终端材料主要生产企业	25
表 8：我国出台一系列政策推动转基因作物产业化	31

公司介绍：草甘膦与有机硅双龙头

简介：作物保护与硅基材料双轮驱动

作物保护与硅基材料双轮驱动。公司自 1965 年创建的建德化工厂起步，以磷肥生产为根基，于 1987 年引入草甘膦技术开启作物保护业务；1997 年公司通过重组开化合成材料厂切入有机硅领域，逐步形成作物保护和硅基材料双主业雏形，2001 年公司在上交所上市，之后通过控股子公司、成立合资公司等途径不断扩张。2012 年，公司在西非加纳建成首条草甘膦制剂生产线，开启全球化进程，同时深化从硅矿开采、工业硅冶炼、有机硅单体到下游制品的全产业链布局。近年来，公司加速向新能源领域延伸，逐步收购整合新材料产能，形成“传统化工+高端材料+新能源”三足鼎立的产业新格局。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，公司公众号，长江证券研究所

公司主要围绕作物保护和硅基两个产业板块开展核心业务，同时近年来开始布局新材料业务，逐步构建形成三足鼎立的业务架构。

- **作物保护：**以草甘膦原药及剂型产品为主导，草铵膦、敌草隆等为补充的除草剂，甲维盐为代表的杀虫剂，多菌灵、百菌清为代表的杀菌剂，信息素、性诱导剂为代表的生物防控等多品种同步发展，形成“中间体-原药-制剂”一体化发展模式。目前公司草甘膦原药年产能约 8 万吨，是国内除草剂草甘膦龙头企业。
- **硅基新材料：**分为有机硅基础和终端两大业务，围绕有机硅单体合成，形成硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂四大系列产品，构建了从上游硅矿开采冶炼、有机硅单体合成到下游产品制造的完整产业链。目前公司有机硅单体产能为 55 万吨/年，工业硅产能现有+规划 30 万吨/年。
- **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 消费电池等新能源应用场景负极材料综合解决方案。

表 1：公司主要产品产能

业务板块	产品	产能（万吨/年）	在建/规划产能（万吨/年）	备注
作物保护 (农药)	草甘膦	8		每年会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
	草铵膦	0.3		
	精草铵膦		2	

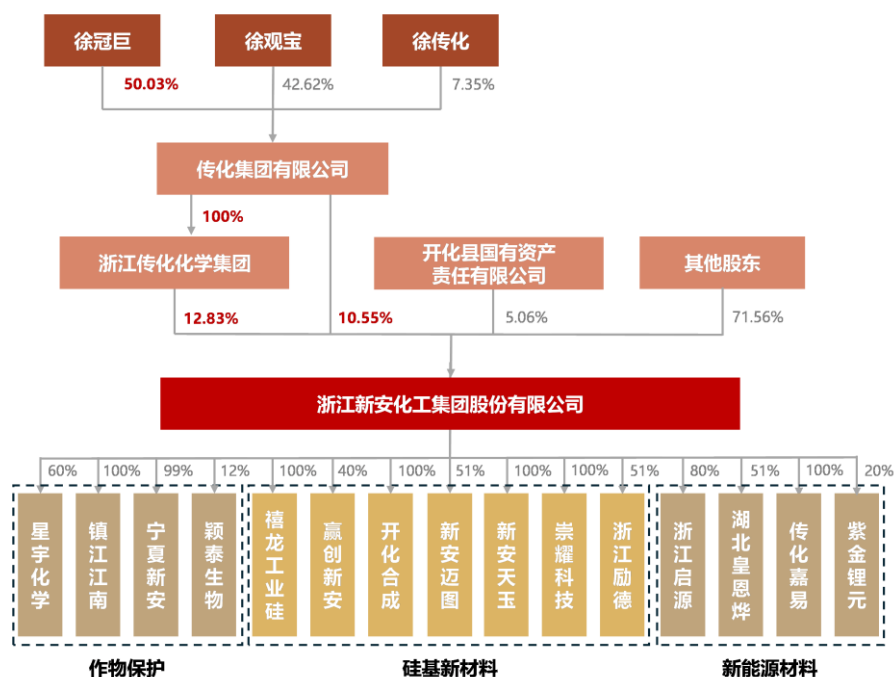
硅基材料	工业硅	15	15	公司现有工业硅产能 15 万吨/年，规划云南盐津项目 10 万吨/年，并计划通过技改等方式再增加 5 万吨/年产能，最终达到 30 万吨/年产能规模
	有机硅单体	55		约 80%用于自用生产下游硅基精细化工品
新能源材料	负极材料	2.8	18	启源金灿 10 万吨+湖北皇恩烨 10 万吨（一期 2 万吨已投产）
	正极材料	2	3	子公司紫金锂元为经营主体

资料来源：公司公告，项目环评，世界农化网，长江证券研究所

股权结构：分工明确，徐冠巨为实际控制人

公司控股股东为传化集团，实际控制人为徐冠巨。传化集团直接持有公司 10.55% 的股份，同时通过浙江传化化学集团间接持有公司 12.83% 的股份，合计持有公司 23.38% 的股份，为公司控股股东；徐冠巨持有传化集团 50.03% 的股份，间接持有公司 11.70% 的股份，为公司实际控制人。公司名下共有近 100 家控股或参股公司，规模庞大，其中作物保护领域主要有星宇化学、镇江江南、宁夏新安等；硅基新材料领域主要有禧龙工业硅、开化合成、杭州崇耀等。

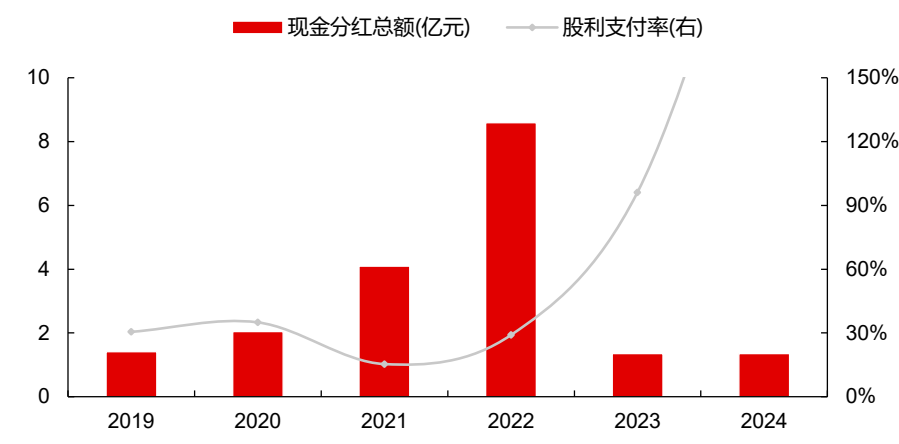
图 2：公司股权结构图



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

公司注重股东分红。新安股份自 2001 年上市起已实施现金分红 23 次，累积现金分红达 37.32 亿元。受益于产品景气周期，2021~2022 年公司现金分红总额大幅上涨。受所处行业景气下滑影响，2023-2024 年公司业绩下行，分红有所回落，但股利支付率保持着较高水平。

图 3：公司现金分红情况



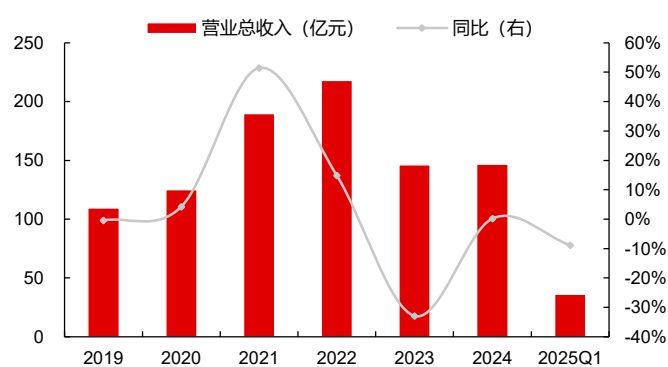
资料来源：Wind，长江证券研究所

注：2024 年股息支付率为 262.5%，数值过大未能显示

财务分析：周期底部蓄力，资产韧性强

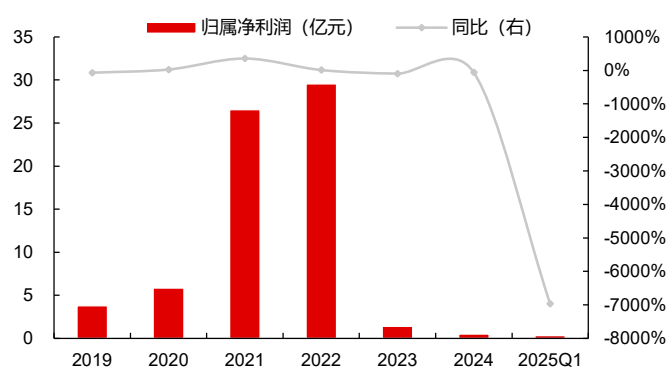
公司营收、业绩周期波动明显，目前处于底部蓄力阶段。2021 年，受益于核心产品“量价齐升”，其中草甘膦全年平均价格同比上涨超过 2 倍，公司进入高速增长期，全年营收达到 189.8 亿元，同比上涨 51.4%，归属净利润达到 26.5 亿元，同比上涨 354.6%。2022 年，依托产品景气延续与全产业链协同优势，公司仍维持较高水平增长，全年营收突破 200 亿元，归属净利润达到 29.5 亿元。2023-2024 年，受海外农药产品库存周期及有机硅供给过剩影响，公司主要产品价格一路下行，业绩有所回落。当前公司主要产品景气已触底，静待下一轮周期来临。

图 4：公司营收周期波动明显



资料来源：Wind，长江证券研究所

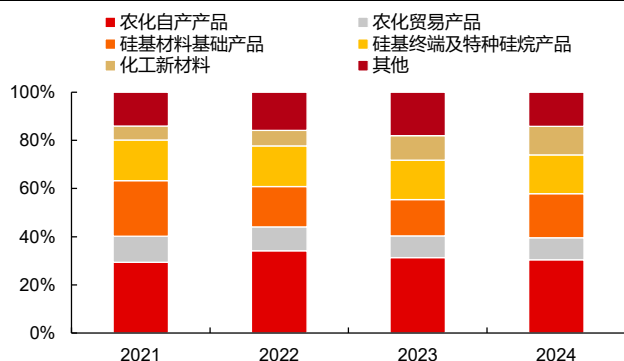
图 5：公司业绩进入周期调整阶段



资料来源：Wind，长江证券研究所

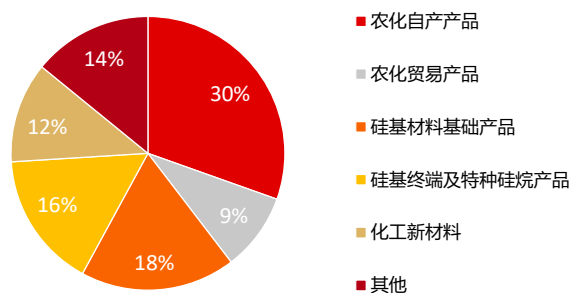
公司收入和毛利主要来自农化产品和硅基基础产品、硅基终端产品，占比合计超 70%。近年来，随着主营产品景气度的下行，以及公司新材料板块的布局，农化产品和硅基材料产品的占比下降，化工新材料贡献逐渐增加。

图 6：公司营收结构（按产品）



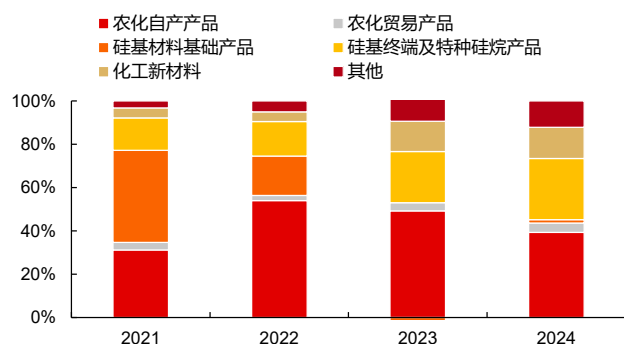
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：公司 2024 年营收结构



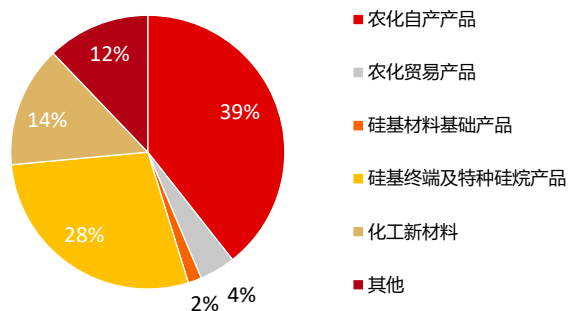
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：公司毛利结构（按产品）



资料来源：Wind，长江证券研究所

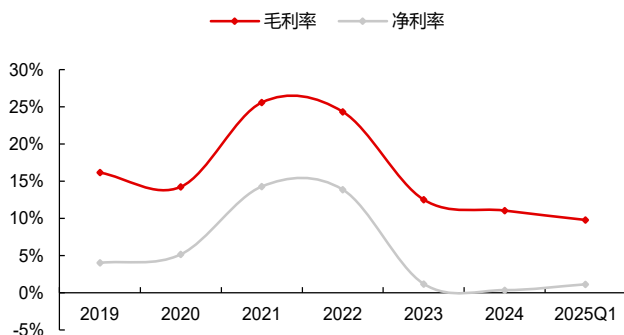
图 9：公司 2024 年毛利结构



资料来源：Wind，长江证券研究所

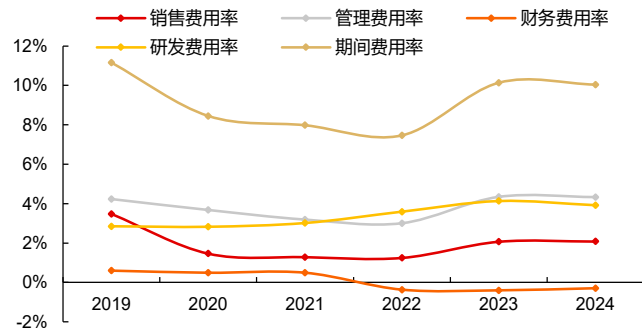
毛利率近年承压，费用管控有效。受产品景气波动影响，2023 年以来公司毛利率有所承压，与此同时，公司期间费用率整体稳定，研发费用率呈一定上升趋势，期间费用率（含研发费用）近年基本控制在 10%以内，如不含研发费用，基本控制在 6%左右，整体运营效率良好。

图 10：公司盈利能力承压



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：公司期间费用率稳定

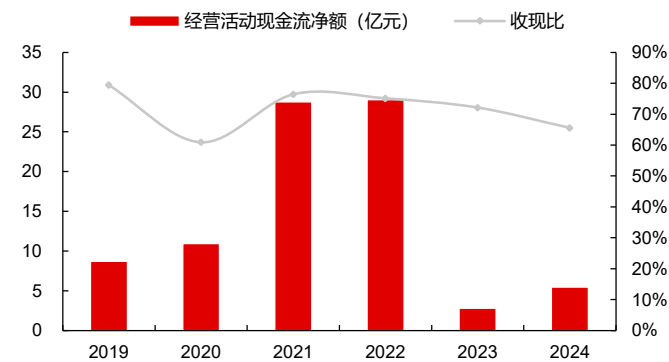


资料来源：Wind，长江证券研究所

公司现金流与资产负债率管理呈现显著周期适配性与财务韧性。在 2021~2022 年的行业高景气期，公司经营活动现金流净额突破 28 亿元，充沛的现金储备支撑其发展战略布局；在近年行业低谷期，尽管现金流净额收窄至 1.4 亿元，但仍保持正向流入，且收

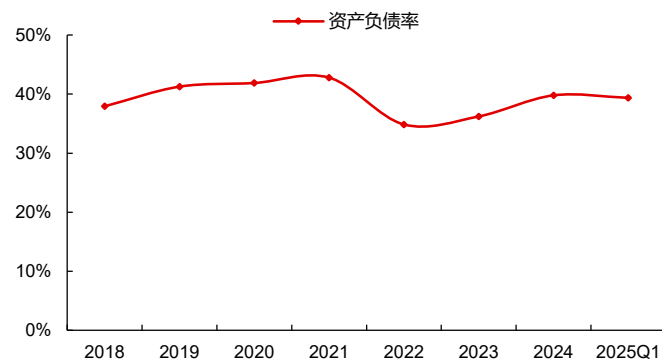
现比一直稳定维持在 70%左右。同时，公司资产负债率较稳定，基本维持在 40%左右的较低可控区间内，为周期反转预留了充足融资空间，具备穿越周期的财务韧性。

图 12：公司现金流具备周期适配性



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：公司资产负债率稳定在较低水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

有机硅：扩产周期步入尾声，中长期景气有望底部复苏

有机硅简介：渗透率持续提升的新材料

有机硅是含硅有机化合物的统称，其性能优异。有机硅是指含硅碳键（Si-C），且至少有一个有机基直接与硅原子相连的化合物，通常把那些通过氧、硫、氮等将有机基与硅原子相连接的化合物也称作有机硅化合物。其中，以硅氧键（Si-O-Si）为骨架组成的聚硅氧烷，是有机硅化合物中为数最多的一类，约占总用量的 90%以上。有机硅材料性能优异，具有耐温、抗老化、憎水、绝缘等特点，被广泛应用于建筑装饰、电子电器、工业助剂等领域。

图 14：有机硅（聚二甲基硅氧烷）分子结构

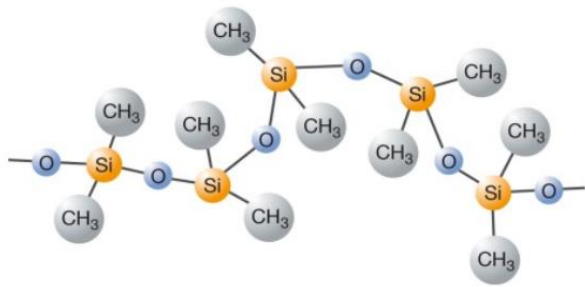
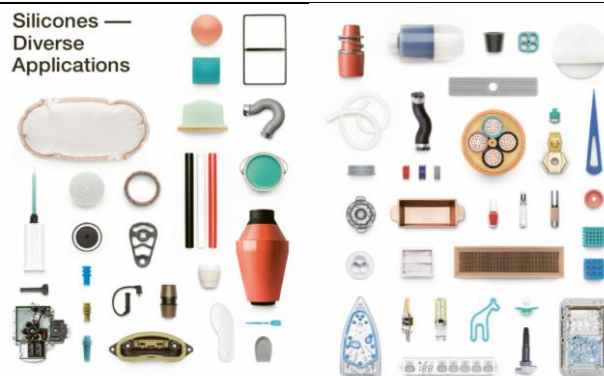


图 15：有机硅应用领域广泛

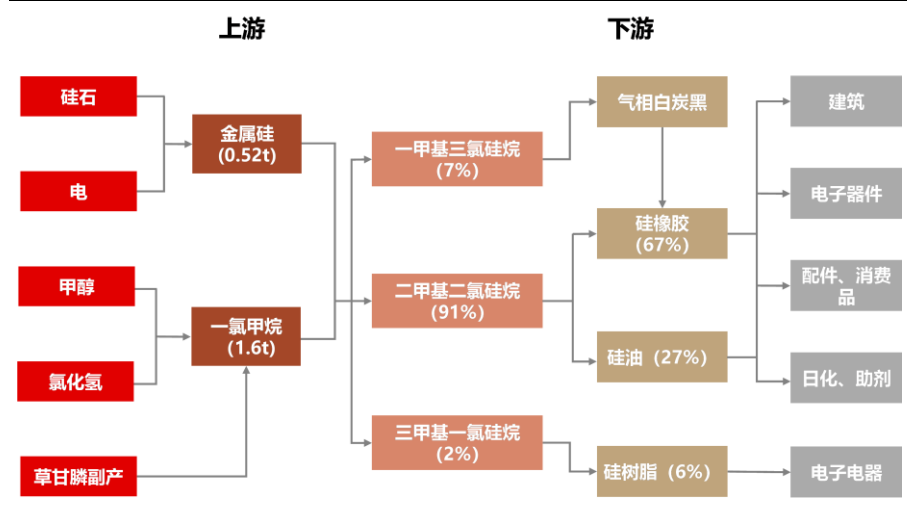


资料来源：瓦克化学官网，长江证券研究所

资料来源：瓦克化学年报，长江证券研究所

有机硅产业链主要可分为原料、单体、中间体、深加工品四个环节。有机硅上游以金属硅（工业硅）和氯甲烷为核心原料，通过合成反应生成甲基氯硅烷等单体，单体通过水解制成 DMC、D4 等环状中间体，进一步聚合成硅橡胶、硅油、硅树脂等深加工产品，最终被应用于建筑、电子电器等领域，形成覆盖原材料、中间体到终端产品的完整体系。行业一般认为 1 吨有机硅单体可折成 0.52 吨 DMC。

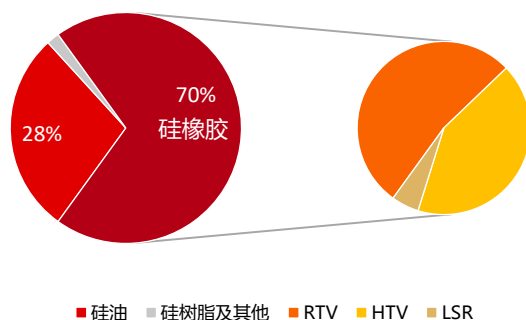
图 16：有机硅产业链



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

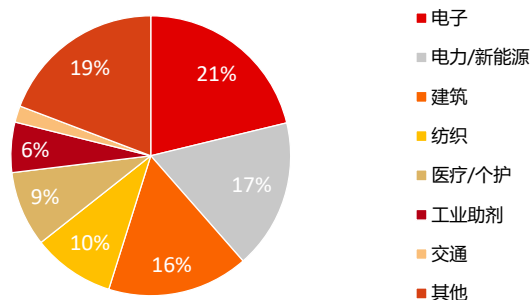
有机硅下游产品众多，应用领域广泛，渗透率持续提升。有机硅深加工产品主要包括硅橡胶、硅油、硅树脂和硅烷偶联剂四大类。其中，硅橡胶根据硫化机理和硫化温度不同，可分为室温硫化硅橡胶(RTV)、高温硫化硅橡胶(HTV)、加成型硫化液体硅橡胶(LSR)三类，是有机硅下游最主要的产品，占比约达 70%。有机硅终端应用广泛，其中电子、电力（新能源）和建筑是最主要的应用领域，占比超过 50%；同时，由于其优异的性能，自动驾驶、光伏等新领域逐渐产生传统材料替代需求，有机硅下游渗透率持续提升。

图 17：2022 年有机硅深加工产品结构



资料来源：ACMI/SAGSI，长江证券研究所

图 18：2022 年有机硅终端消费结构

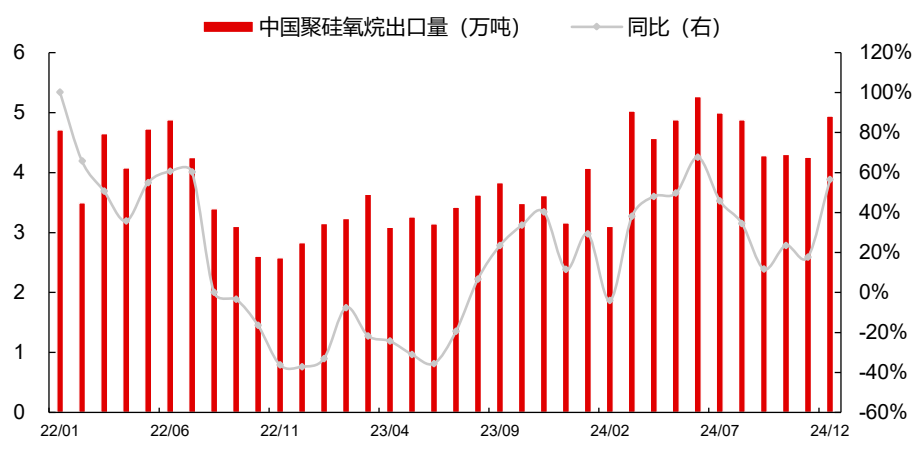


资料来源：CAFSI/ACMI，长江证券研究所

需求端：外需持续旺盛，内需韧性较强

全球经济复苏带动有机硅海外市场需求强势增长。近年来我国有机硅出口需求呈震荡向上趋势。随着全球经济复苏、海外产能转移以及新兴市场的拓展，中国聚硅氧烷出口情况持续改善，2024 年出口量达到 54.6 万吨，同比高增 34.2%，较 2023 年负增长态势显著逆转。

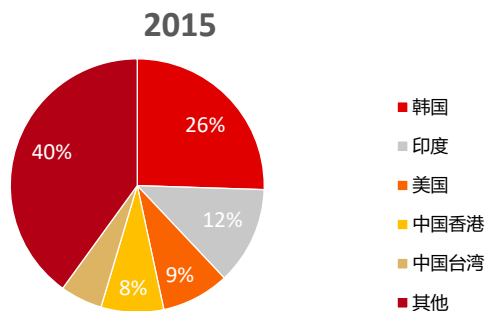
图 19：2024 年中国聚硅氧烷出口量大幅增长



资料来源：海关总署，长江证券研究所

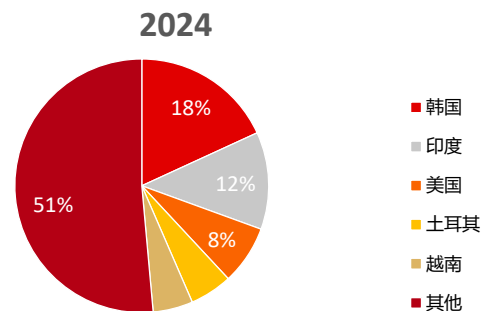
有机硅出口结构持续优化，新兴市场拓展带动需求持续旺盛。目前我国有机硅主要出口国家仍以韩国、印度、美国为主，但其占比已从 2015 年的 47%下降至 2024 年的 38%。2015 年中国有机硅出口面向 122 个国家，到 2024 年已增加至 155 国，我国有机硅出口区域逐渐多元化，出口结构持续优化。随着下游应用和新兴市场的不断拓展，以及印度、土耳其等新兴经济体的潜力释放，有机硅海外需求将持续旺盛。

图 20：2015 年中国有机硅主要出口国



资料来源：海关总署，长江证券研究所

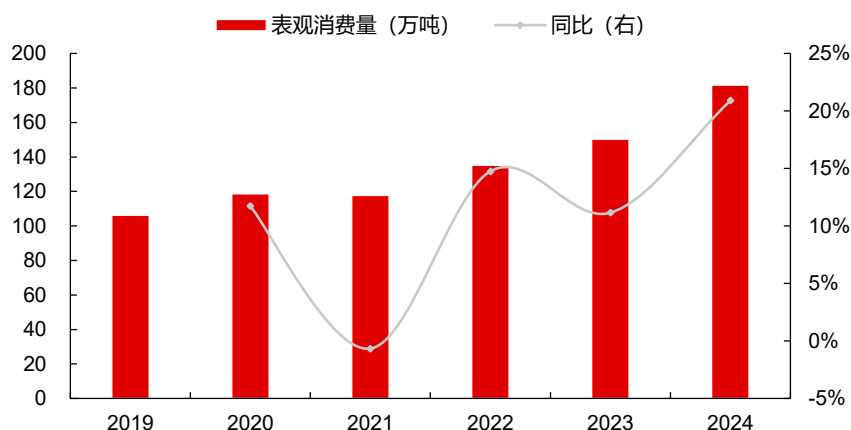
图 21：2024 年中国有机硅主要出口国



资料来源：海关总署，长江证券研究所

有机硅国内表观消费量稳定增长，内需韧性较强。得益于新能源汽车、光伏等新兴领域的快速崛起以及纺织等传统领域的稳健支撑，我国 DMC 的表观消费量持续增长，从 2019 年的 106.2 万吨增长至 2024 年的 181.6 万吨，年均复合增速达 11.3%。作为全球最大的新兴市场国家，依托庞大的人口基数和产业结构升级，我国人均有机硅消费量仍有较大提升空间，在新能源革命与消费升级的双重驱动下，未来内需增长潜力依然可观。

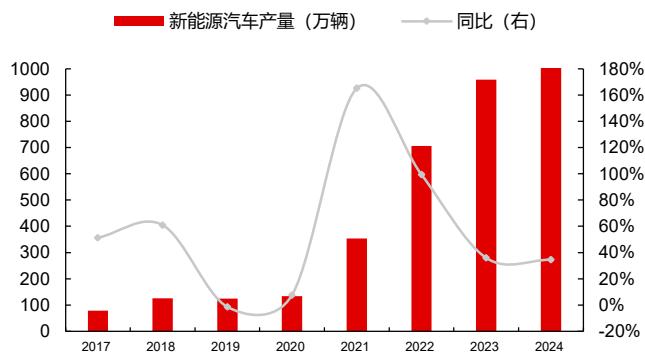
图 22：国内 DMC 表观消费量稳定增长



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

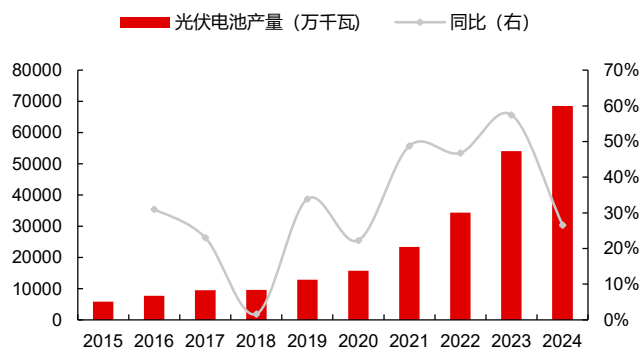
国内房地产市场止跌回稳，叠加新兴产业快速发展，有机硅需求增长潜力可观。建筑领域作为有机硅下游重要应用场景，2024 年虽受地产开工和竣工面积双重下行压力影响，但随着 9 月以来中央“止跌回稳”政策持续加码，房地产市场已显修复态势，带动建筑领域有机硅需求逐步企稳；同时，近年来国内新能源汽车、光伏等新兴产业发展势头强劲，带动有机硅需求持续释放，未来有望贡献重要增量。

图 23：新能源汽车产量增长迅速



资料来源：中汽协，长江证券研究所

图 24：光伏电池产量增长迅速

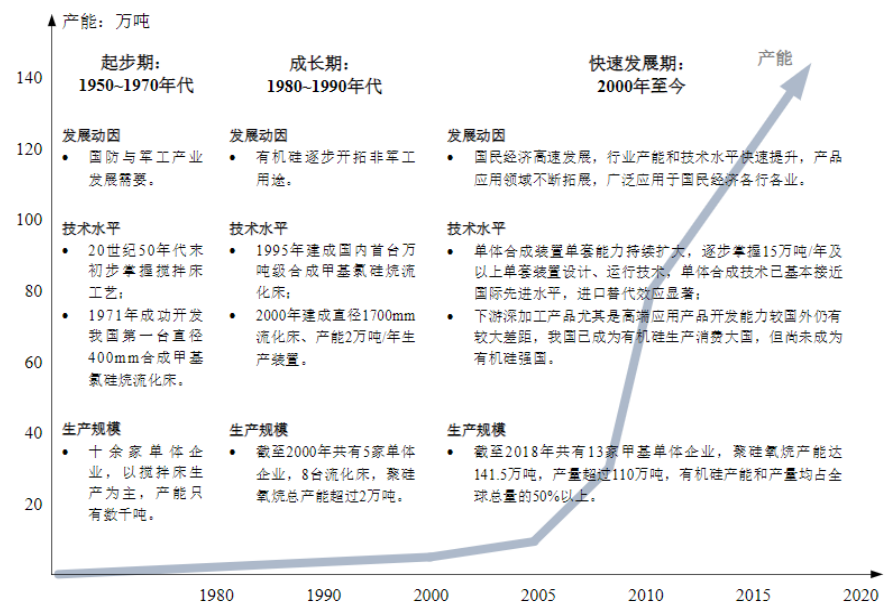


资料来源：Wind，长江证券研究所

供给端：新增产能有限，扩产周期步入尾声

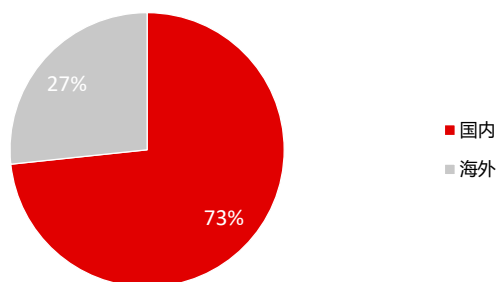
全球有机硅产能向中国转移趋势明显，我国已成为有机硅生产大国。我国有机硅产业自20世纪50年代起步，历经技术封锁突破、规模化生产探索等阶段后，逐渐迈入全球领先的快速发展期。根据公司公告，2023年全球有机硅单体年产能达776万吨，其中我国有机硅单体生产企业合计13家，有机硅单体年产能达569万吨，占全球产能的73%。海外产能逐渐退出，未来产能增量仍将高度集中在中国，但未来几年我国有机硅扩产节奏放缓，行业扩产周期已临近尾声。

图 25：我国有机硅工业发展历程



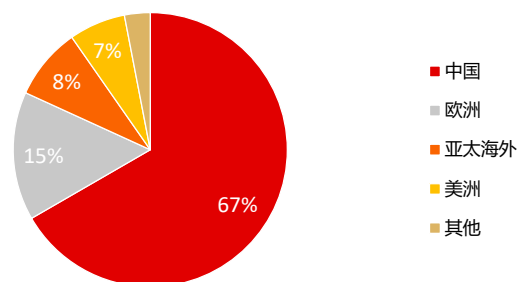
资料来源：东岳硅材招股说明书，长江证券研究所

图 26：2023 年全球有机硅产能布局



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 27：2023 年全球基础聚硅氧烷产量分布



资料来源：CAFSI，长江证券研究所

海外有机硅成本承压，产能呈明显退出趋势。据 CAFSI 统计，海外有机硅产能主要集中在美国陶氏、法国埃肯、德国瓦克等头部企业。相较于中国，海外企业面临严格的环保法规及较高的能源、人力成本，竞争优势不明显。近年来中国凭借成本优势与技术进步进一步抢占市场份额，国外有机硅厂商逐步将产业链重心转向下游，几乎无新增有机硅产能，海外产能逐渐退出，如美国迈图于 2021 年关闭了位于 Waterford 的 22 万吨/年单体装置。随着海外产能的退出叠加行情影响下海外开工降低，整体全球有机硅产能将持续向中国集中。

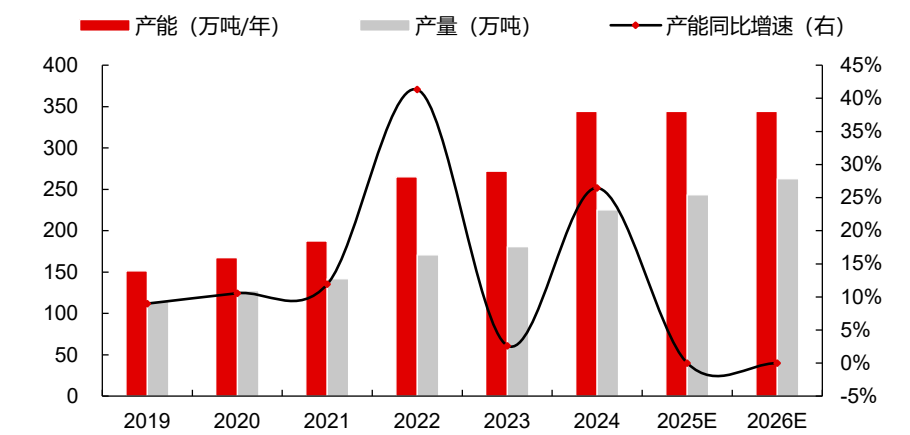
表 2：海外主要有有机硅产能（2023 年）

海外企业	装置所在地	DMC 产能（万吨/年）
陶氏	美国 Carrolton,Kentucky	20
	英国 Barry,Wales	20
埃肯	法国 Roussillon	10
瓦克	德国 Nunchritz	13
	德国 Burghausen	10
迈图	日本 Ota,GummaPrefecture	4
	韩国 Seosan	7.8
信越	日本群马县 Isobe 和 Matsuida	10.5
	泰国 MapTaPhut,Rayong	7
合计		102.3
折有机硅单体产能		205

资料来源：CAFSI，长江证券研究所

国内有机硅行业已迈入产能扩张周期尾声。2019 年以来，受行业高景气度驱动，国内有机硅行业进入快速扩产周期，中间体 DMC 产能从 151.5 万吨/年激增至 2024 年的 344 万吨/年，五年复合增速达 17.8%。2024 年行业新增产能释放后，本轮有机硅扩产已基本见顶，未来增量仅剩兴发集团规划项目，且受行业盈利低位运行影响，其投产进程仍存较大不确定性，供给端压力逐步缓释。

图 28：中国 DMC 供给扩张将放缓



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

表 3：国内主要有机硅产能

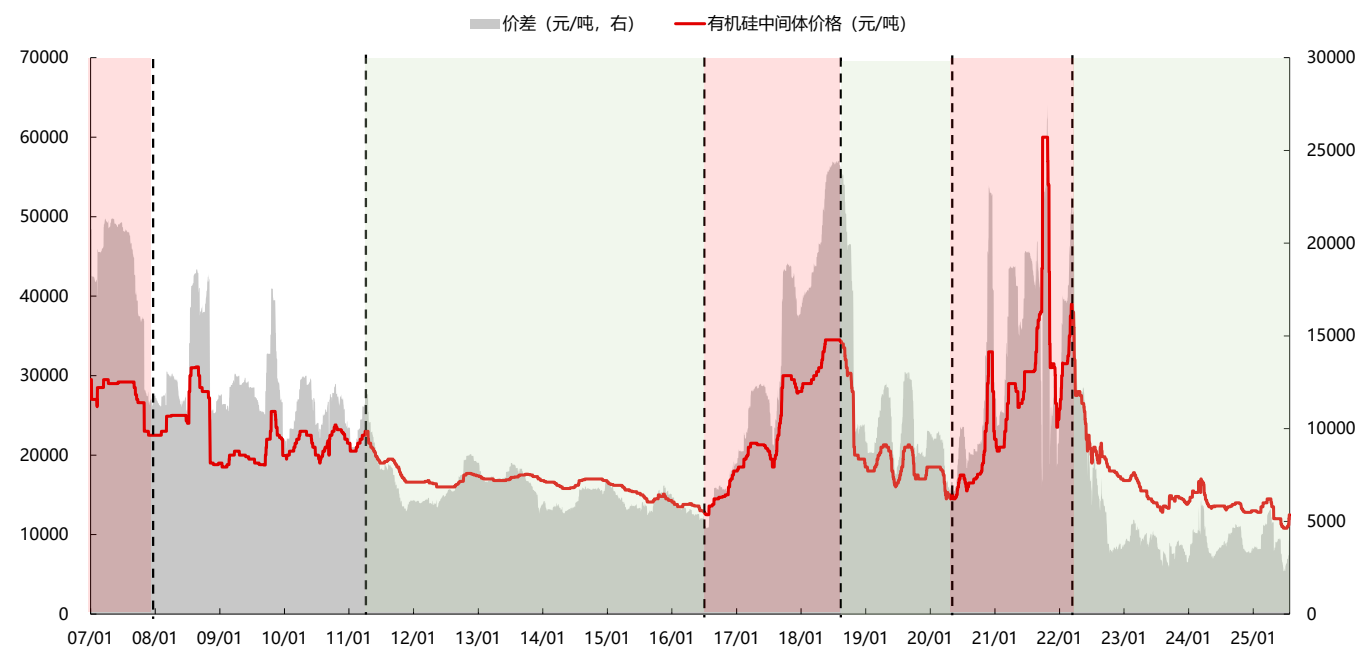
生产企业	证券代码	目前单体产能 (万吨/年)	规划新增产能 (万吨/年)	预计投产时间
合盛硅业	603260.SH	173		
东岳硅材	300821.SZ	60		
新安股份	600596.SH	55		
鲁西化工	000830.SZ	45		
三友化工	600409.SH	40		
兴发集团	600141.SH	60	20	根据市场需求情况 推进
蓝星星火		70		
陶氏张家港		43		
能投化工		30		
浙江中天		27		
恒业成		24		
恒星化学		20		
山东金岭		15		
合计		662		

资料来源：SMM，中国化工报，各公司公告，百川盈孚，长江证券研究所

景气展望：否极泰来，行业格局向好

行业景气触底，但也正处于供需优化驱动景气修复期。过去近 20 年，有机硅行业景气反复，上一轮景气周期出现在 2021-2022 年，新能源需求爆发与扩产真空期呼应，供需共振价格大幅上行，随后新增产能陆续投放导致景气回落。当前时点，预计行业新增产能大幅放缓，而新能源、新消费需求仍有望保持较高增速，叠加海外装置在盈利不佳的高压下陆续退出，出口同比高增，供需格局持续优化，景气或将迎来回升。

图 29：2007 年至今有机硅价格及价差走势



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

供需关系有望改善，行业格局向好。供给端来看，国内产能增速放缓，叠加海外存量产能退出预期，有机硅供给增量已边际趋零；而需求侧在光伏装机、新能源车及出口三重驱动下，年化增速有望维持 10% 以上。未来行业有望进入“供需趋紧”的修复通道，行业景气将迎来持续边际改善。

表 4：国内有机硅 DMC 供需平衡表

项目	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
产能（万吨/年）	187.5	265	272	344	344	344
产能增速	11.9%	41.3%	2.6%	26.5%	0.0%	0.0%
产量（万吨）	142	171	181	225	243	263
开工率	75.7%	64.4%	66.4%	65.5%	70.7%	76.4%
进口（万吨）	13.4	9.8	10.3	10.9	10.9	10.9
出口（万吨）	35.0	45.3	40.7	54.6	54.6	54.6
表观消费（万吨）	120	135	150	182	200	219
表观消费增速		14.7%	11.2%	20.9%	9.9%	9.8%

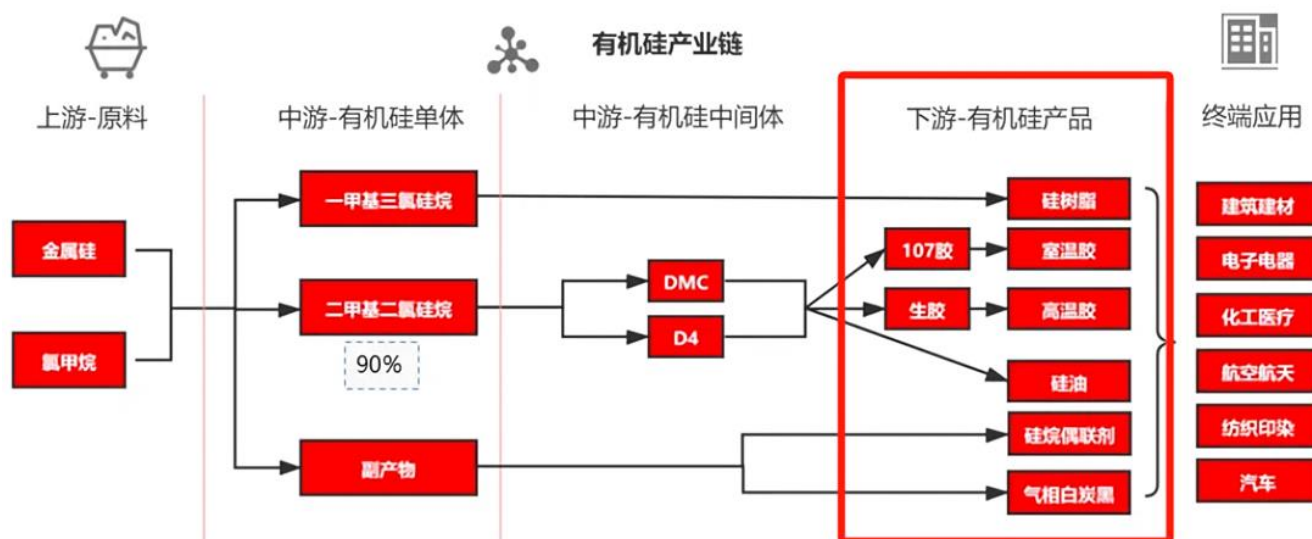
资料来源：百川盈孚，长江证券研究所测算

硅基材料终端：新兴应用驱动，高端替代加速

简介：以聚硅氧烷为核心的高分子材料

硅基终端材料是以聚硅氧烷为核心的高分子材料，主要包括硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂四大类，属于有机硅产业链的下游深加工产品。其上游以金属硅、氯硅烷等化合物为原材料，通过水解、聚合等工艺合成；下游则广泛应用于建筑电子、医疗、航空航天等领域。这类材料凭借耐高低温、化学惰性、电绝缘性及生物相容性等特性，成为现代工业中不可替代的功能性材料。

图 30：硅基终端材料属于有机硅产业链的下游深加工产品



资料来源：SMM，长江证券研究所

硅橡胶是耐极端环境的“弹性卫士”，在有机硅深加工产品中占比达70%。硅橡胶是由硅氧键（Si-O）主链甲基、苯等有机基团构成的高弹性交联材料，这种独特的分子架构赋予其极端温度耐受、生物相容性、透气性、电绝缘性等优良性能，进而使其被广泛应用于电子电器、光伏等多个终端领域。硅橡胶根据硫化机理和硫化温度不同主要分为高温硫化（HTV）、室温硫化（RTV）和液体硅橡胶（LSR）三类；室温硫化硅橡胶最显著的特点是在室温下无需加热和压力即可就地固化，目前被广泛用作胶粘剂；液体硅橡胶是一种新型有机硅胶材料，相比传统材料具成型周期短、硫化温度低等优势。

表 5：硅橡胶主要种类及其特点

种类	特点	优点	缺点	应用
室温硫化硅橡胶	能在室温环境下快速固化	耐冷热、耐老化，耐电绝缘性	对某些物质具有腐蚀性	电子业涂料、黏着剂等
高温硫化硅橡胶	加工方式简单，运用广	耐冷热、耐老化	产品经过加工后较难达到完美	工业密封件、胶管等
液态硅橡胶	透明、洁净度高	耐冷热、耐老化，可生产复杂度高产品	生产成本低	高精度光学、医疗、食品器材等

资料来源：GSUN，长江证券研究所

硅油在众多领域发挥着“工业味精”的作用。硅油是一种不同聚合度链状结构的聚有机硅氧烷，一般呈无色（或淡黄色），无味、无毒、不易挥发的液体状态，具有卓越的耐热性、

电绝缘性、耐候性、疏水性、生理惰性和较小的表面张力，因此被广泛用作绝缘、润滑、防震油以及日用化妆品的消泡剂和纺织用处理剂等领域。硅油按化学结构来分有甲基硅油、乙基硅油、苯基硅油等；按用途来分，则有阻尼硅油、扩散泵硅油、液压油、绝缘油等。

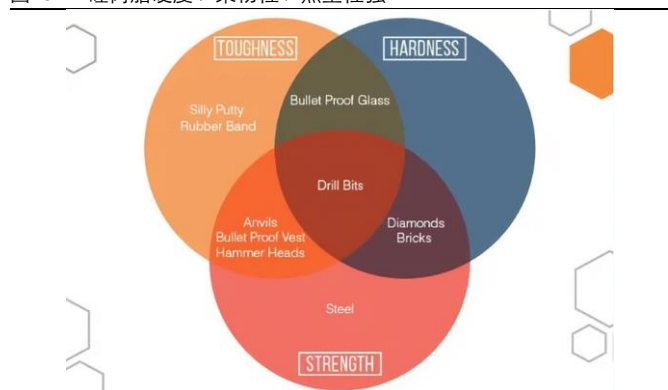
表 6：硅油的主要用途

应用领域	利用的特性	主要应用范围	附加值
机械工业	耐高低温、抗氧化、强抗用于传动装置的高润滑油，防震、阻尼用油，剪切性	真空扩散泵油	高
电器工业	介电性、耐热、疏水性	用于变压器、电容器、晶体管等的绝缘、抗热、防湿和填充	一般
化学工业	表面张力低、化学稳定性好	作发酵、造纸低织物染色等化工生产过程中的消泡	低
医学	无毒、疏水性、表面活性	医用消泡剂，软膏及保护脂的基剂，药用添加剂，外科用具的灭菌用油，人造眼球的润滑剂	高
一般工业	抗粘、耐候性	用于涂料、橡胶一般塑料添加剂和内脱模剂	一般
	耐腐蚀、疏水性	玻璃器具、陶瓷纸张、皮革、金属、织物等物品的表面处理	

资料来源：和氏璧化工，长江证券研究所

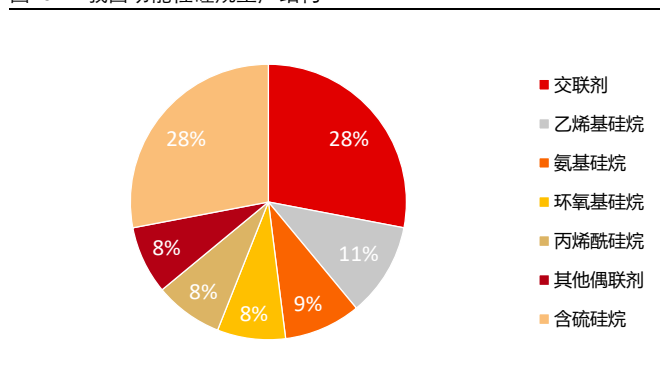
硅树脂及硅烷偶联剂总量相对较小，但性能优异。硅树脂是一类具有高度交联网状结构的热固性聚硅氧烷，具有优异的耐热性、电绝缘性及良好的防水效果等，基于此特点，主要作为绝缘漆（包括清漆、瓷漆、色漆、浸渍漆等）来浸渍 H 级电机及变压器线圈，以及用来浸渍玻璃布、玻布丝及石棉布后制成电机套管、电器绝缘绕组等；硅烷偶联剂是一类具有特殊结构的低分子有机硅化合物，其耐水、耐候等性能主要用作密封剂、粘接剂和涂料的增粘剂，具有提高弯曲强度，改善分散性等特点。按照有机官能团（Y）的不同，硅烷偶联剂主要可分为氨基硅烷、巯基硅烷、环氧基硅烷等。

图 31：硅树脂硬度、柔韧性、热塑性强



资料来源：Meson 迈颂有机硅，长江证券研究所

图 32：我国功能性硅烷生产结构

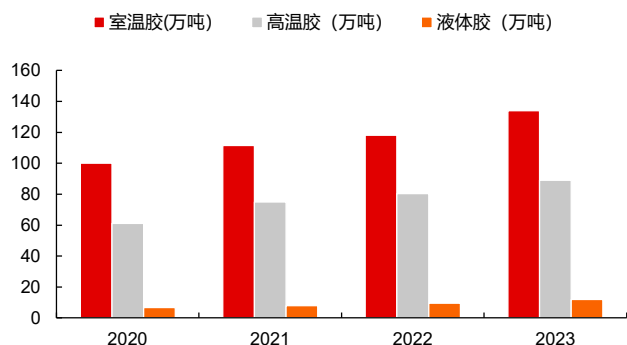


资料来源：粉体技术网，长江证券研究所

需求端：下游应用广泛，新兴领域释放增量

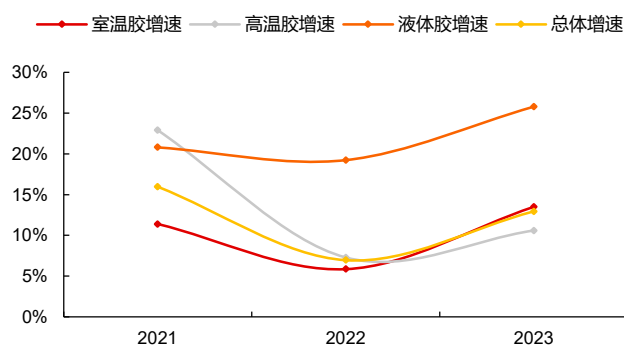
硅橡胶需求稳定增长，液体胶表现亮眼。2023 年我国硅橡胶总体需求达到 235 万吨，同比增长 12.9%，其中室温胶/高温胶/液体胶表观消费量分别达到 134/89/12 万吨，同比分别增长 13.5%/10.6%/25.8%，高温胶增速显著高于总体水平。硅橡胶需求的稳定增长主要得益于传统建筑领域的稳健发展，以及新能源领域的强势拉动。

图 33：我国硅橡胶需求稳定增长



资料来源：ACMI/SAGSI，中金企信国际咨询，长江证券研究所

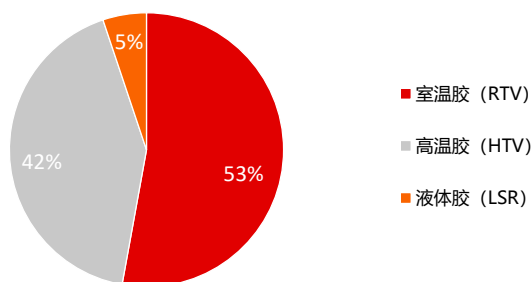
图 34：我国液体胶增速显著高于总体水平



资料来源：ACMI/SAGSI，中金企信国际咨询，长江证券研究所

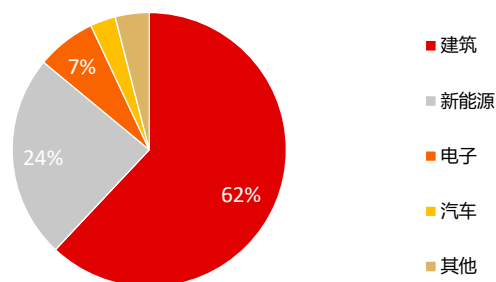
硅橡胶下游应用领域广泛，新能源赋能未来需求增长。室温胶在硅橡胶中占比最大，建筑领域虽以 62% 的消费占比维持室温胶第一大应用方向，但近年来随着行业增速放缓，其份额逐步收窄；新能源领域则以 24% 的占比成为关键增长极，在双碳目标及光伏产业扩张推动下，室温胶作为太阳能组件边框密封和接线盒灌封材料的渗透率显著提升。同时，新能源汽车对**高温胶**的需求也尤为突出，其电池密封和线缆绝缘等关键部件对耐高温、耐老化性能的刚性需求，形成高温胶需求增长的稳定支撑。此外，**液体胶**由于无副产物、低收缩率、材料兼容性等优点，在医疗卫生用品、母婴用品等领域逐渐替代高温固体胶，机器人皮肤、硅胶填充物等均可能采用该材料，其需求增速显著高于平均水平。**技术创新与环保政策双轮驱动下，硅橡胶正加速替代传统材料，形成跨领域协同增长的新动能。**

图 35：我国硅橡胶结构（2022A）



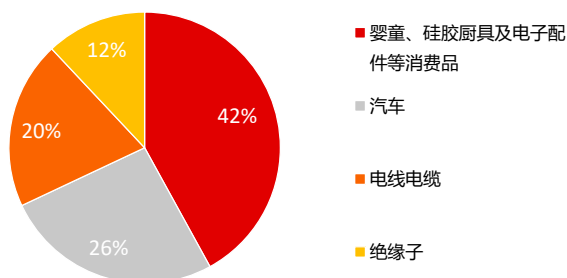
资料来源：ACMI/SAGSI，长江证券研究所

图 36：我国室温胶需求结构（2023A）



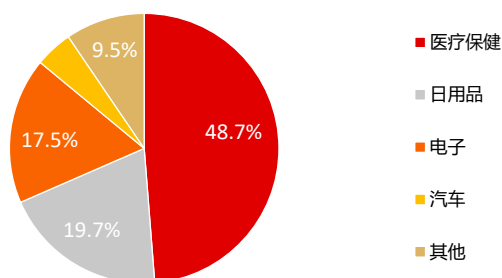
资料来源：CAFSI，长江证券研究所

图 37：我国高温胶需求结构（2023A）



资料来源：CAFSI，长江证券研究所

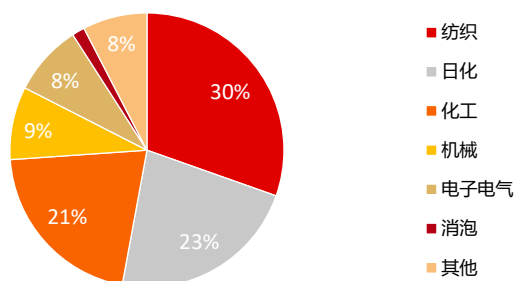
图 38：我国液体胶需求结构（2022A）



资料来源：ACMI，长江证券研究所

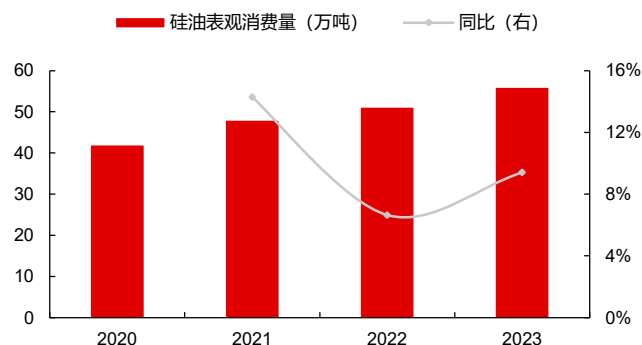
硅油主要应用于纺织日化领域，整体需求稳定增长。硅油主要下游消费领域是纺织、日化、化工等，2023 年其消费占比分别约为 30%、23%、21%，其中纺织行业消费占比有所降低。近年来随着下游纺织印染助剂升级、化妆品功能化需求扩张以及光学材料创新应用，硅油作为基础性功能材料的需求稳步增长，2023 年其表观消费量达到约 56 万吨，同比增长 9.4%。得益于纺织处理剂、日化消泡剂等刚性消费场景的持续渗透，叠加电机绝缘润滑剂、芯片封装等新兴领域拓展，以及环保可持续发展的要求，预计未来硅油整体需求有望继续维持缓步增长态势。

图 39：我国硅油需求结构（2023A）



资料来源：观研天下，长江证券研究所

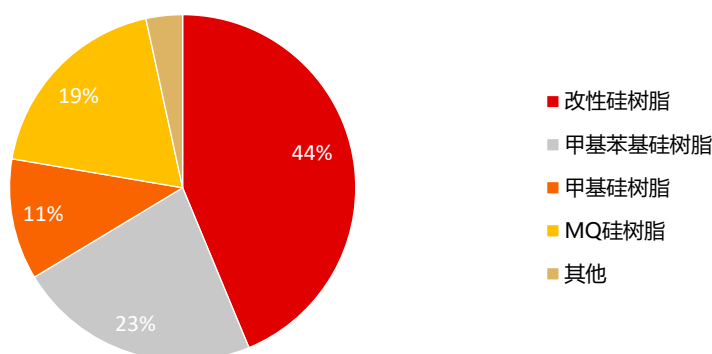
图 40：我国硅油需求稳定增长



资料来源：观研天下，长江证券研究所

硅树脂下游消费以改性硅树脂为主，高端市场空间巨大。我国硅树脂消费市场目前以改性硅树脂为主，2022 年其占比达到 44%，受益于家用电器、LED 市场、5G 通信、新能源汽车等市场的蓬勃发展，2023 年硅橡胶消费量增长较快，达到约 4.5 吨，同比增长 18.6%。国内硅树脂近年来发展态势良好，进出口量均平稳增长，2023 年涨幅分别为 7.0%和 8.0%，但硅树脂产品结构仍偏向低端化，仅少数企业实现部分高端品种的自给和出口，大量高端硅树脂仍依赖进口。未来随着行业向前一体化程度提升，国内本土研发创新能力提升，未来硅树脂在半导体封装、智能穿戴、环保涂层等高端应用场景的增长潜力将进一步释放。

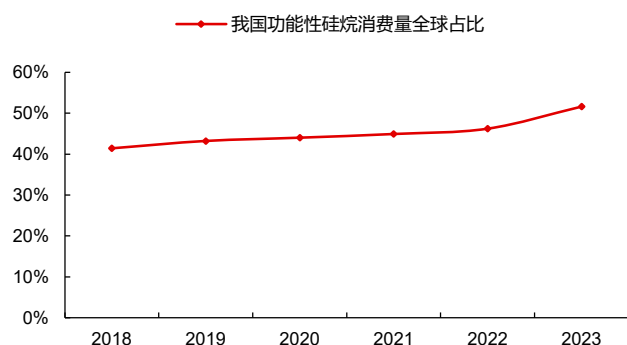
图 41：我国硅树脂消费结构（2022A）



资料来源：ACMI/SAGSI，长江证券研究所

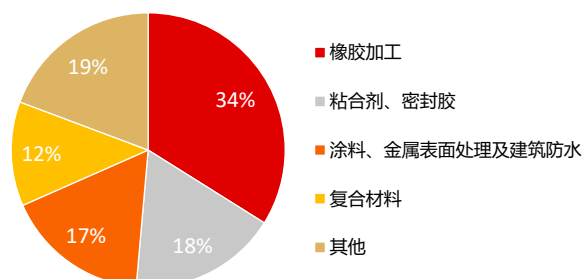
硅烷偶联剂下游主要应用于橡胶加工，需求处于快速增长阶段。我国是功能性硅烷的最大消费国，2023 年消费量达到约 27 万吨，约占全球消费总量的 52%。在功能性硅烷的消费结构中，硅烷偶联剂占比超过 80%，下游终端应用主要以橡胶加工、粘合剂及密封胶、涂料等领域，分别占比 34%、18%、17%。由于下游应用相对分散，功能性硅烷的消费与世界经济的发展水平呈现正相关关系，消费增长的动力主要来源于新兴经济体的需求带动和新兴工业应用领域的开发，未来随着新兴市场需求带动与绿色轮胎、新能源汽车、复合材料等新兴应用加速发展，硅烷偶联剂需求有望维持高速增长。

图 42：我国是功能性硅烷最大消费国



资料来源：观研天下，长江证券研究所

图 43：我国功能性硅烷消费结构（2023A）

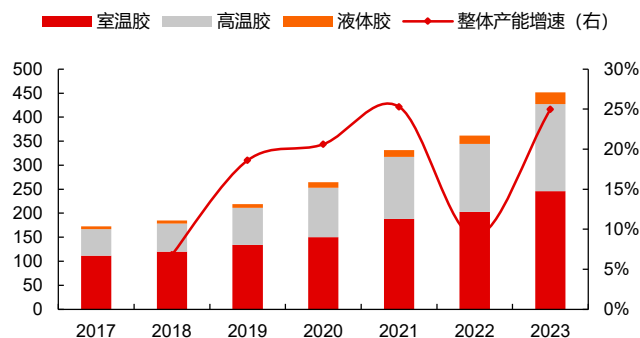


资料来源：粉体技术网，长江证券研究所

供给端：中低端产能充足，高端差距仍存

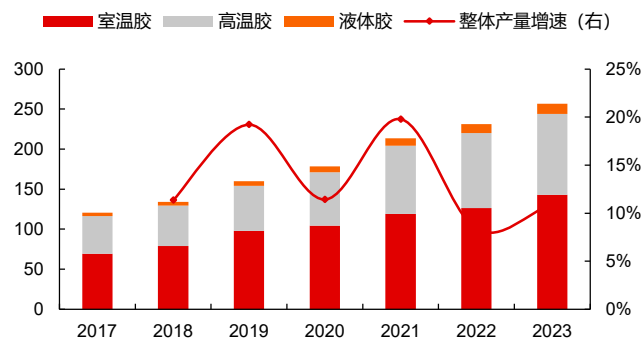
硅橡胶行业供给水平稳定增长。中国是世界上最大的硅橡胶生产国之一，产量一直处于国际领先地位。2017 到 2023 年，我国硅橡胶整体年产能从 173 万吨增长至 452 万吨，复合增速达到 17.4%；整体产量由 121 万吨增长至 257 万吨，复合增速达到 13.4%，行业供给水平稳定增长。其中，室温胶/高温胶/液体胶 2023 年产能分别扩张至 246/181/25 万吨，同比增长 21%/28%/47%；产量分别达到 143/101/13 万吨，同比增长 13.0%/7.7%/15.0%。

图 44：2017-2023 年我国硅橡胶产能（万吨）及增速情况



资料来源：ACMI/SAGSI，中商产业研究院，长江证券研究所

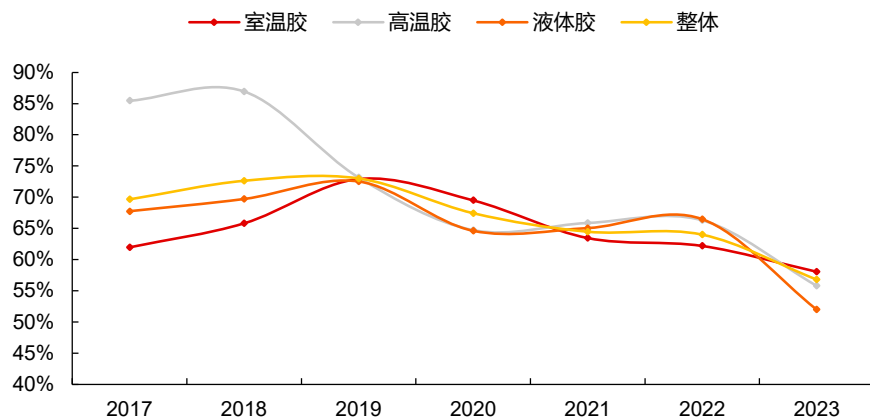
图 45：2017-2023 年我国硅橡胶产量（万吨）及增速情况



资料来源：ACMI/SAGSI，中商产业研究院，长江证券研究所

硅橡胶行业整体产能利用率呈下降趋势。行业产能扩张速度超过下游需求增长，造成结构性供需错配，叠加中低端产品同质化竞争趋势，硅橡胶整体产能利用率呈现下降趋势。2023 年，硅橡胶行业整体产能利用率从 2017 年的 70% 下降至 57%，其中高温胶下降最快，其产能利用率从 86% 降至 56%。

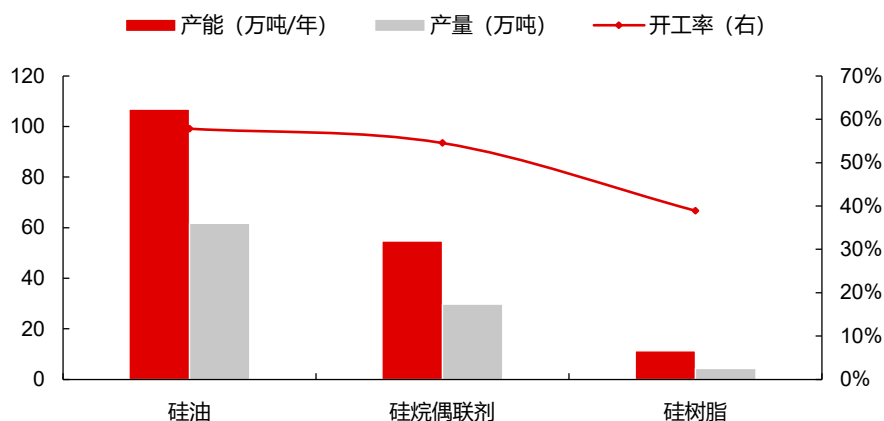
图 46：国内硅橡胶产能利用率呈下降趋势



资料来源：ACMI/SAGSI，中商产业研究院，长江证券研究所

硅油、硅树脂、硅烷偶联剂产能稳定增长。2023 年，我国硅油总年产能达到 107 万吨，同比增长 26.3%，产量达到 62 万吨，同比增长 5.8%，开工率约为 57.8%，因新增产能较多，整体开工率有所下滑；硅树脂产能、产量分别为 11 万吨、4 万吨，同比分别增长 9.5%、19.1%，整体开工率 38.8%，较 2022 年有所上升；功能性硅烷产能和产量分别约为 68 万吨、37 万吨，分别占全球的 77%、71%，按照硅烷偶联剂 80% 的占比计算，其 2023 年的年产能、产量分别约为 55、30 万吨，开工率约为 54.5%。

图 47：2023 年我国硅油、硅树脂、硅烷偶联剂产能、产量及开工率情况



资料来源：ACMI/SAGSI，长江证券研究所

硅基材料终端行业整体呈现结构性集中与差异化竞争并存的格局。目前瓦克化学、道康宁等凭借技术壁垒和品牌优势把控高端市场，尤其在医疗级液体胶等细分领域占据主导地位。国内行业集中度持续提升，硅橡胶 CR5 超 60%，合盛硅业、新安股份等国内头部企业凭借全产业链布局等形成规模化优势；同时，杭州之江、隆盛四海等企业虽市场份额相对较小，但其依托垂直整合在细分领域建立护城河，具备一定差异化竞争力。当前国内企业加速技术迭代，推动高端产品替代进程，但核心工艺仍与国际存在一定差距。

表 7：我国硅基终端材料主要生产企业

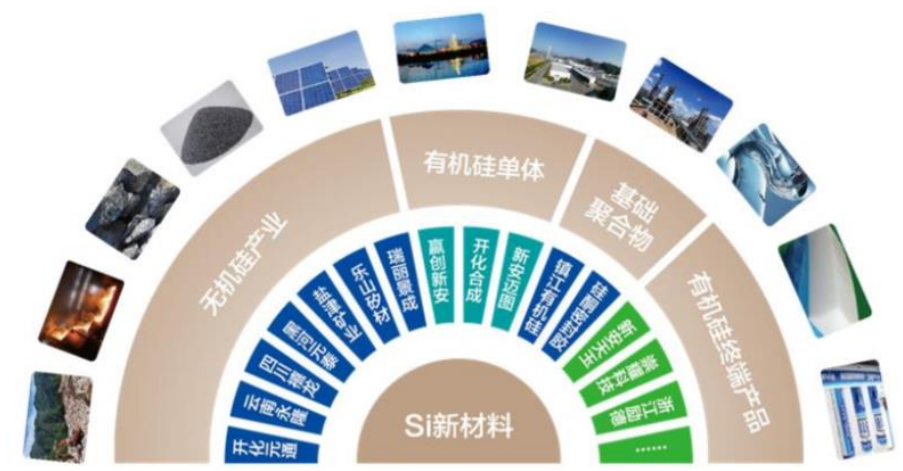
生产企业	证券代码	硅橡胶	硅油	硅树脂	硅烷偶联剂
合盛硅业	603260.SH	✓	✓		
东岳硅材	300821.SZ	✓	✓	✓	
新安股份	600596.SH	✓	✓	✓	✓
陶氏张家港		✓	✓	✓	
蓝星星火		✓	✓	✓	
润禾材料	300727.SZ	✓	✓	✓	
硅宝科技	300019.SZ	✓			✓
回天新材	300041.SZ	✓			
宏达新材	002211.SZ				
兴发集团	600141.SH	✓	✓		
杭州之江		✓			
东爵集团		✓			
森日有机硅		✓			
隆胜四海				✓	
新嘉懿				✓	
江瀚新材	603281.SH				✓
晨光新材	605399.SH				✓
宏柏新材	605366.SH				✓

资料来源：ACMI，有机硅，各公司公告及官网，长江证券研究所

公司亮点：覆盖硅基终端全系列产品

公司是行业内极个别同时覆盖有机硅下游硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂全系列产品的企业。公司在有机硅单体生产企业中率先实施终端发展战略，持续优化产品结构，逐年提高中高端产品销售比例，稳步推进终端化战略。通过全产业链布局与多年终端应用技术开发积淀，公司成为行业内极个别同时覆盖硅基终端全系列产品的企业，聚焦新能源汽车、医疗健康光伏、5G、特高压、高铁与轨道交通等产业新赛道，着力有机硅终端应用技术开发，形成多个有机硅终端材料整体解决方案，产品种类超过 3000 种，已广泛应用于新能源汽车、光伏、锂电等诸多领域。

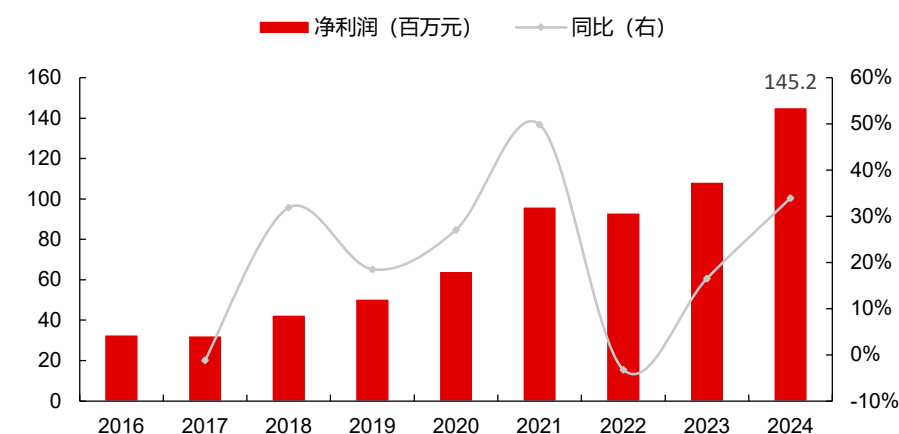
图 48：公司同时覆盖硅基终端全系列产品



资料来源：公司 2023 年年报，长江证券研究所

子公司新安天玉是国内硅橡胶行业领军者之一。新安天玉主要生产各类混炼硅橡胶、液体硅橡胶产品，目前具备混炼硅橡胶 4 万吨、液体硅橡胶 7000 吨的年产能，其高压连接器用硅橡胶、电力附件用硅橡胶等中高端产品产销量在行业中名列前茅，居于行业领军地位。其核心技术突破主要体现在：医用硅橡胶导管打破国际垄断，通过生物相容性及耐腐蚀等特性获 2 项发明专利，降低行业整体成本；冷缩电缆附件绝缘液体胶填补国内空白，实现 1-35 千伏配电线路国产化替代；新能源汽车线缆、轨道交通车辆线缆、耐高温阻燃电子线等特种线缆胶实现技术突破和国产化替代。**新安天玉近年来财务表现亮眼，2023 年实现净利润 1.1 亿元，同比增长 17%；2024 年实现净利润 1.5 亿元，同比增长 34%。**

图 49：新安天玉财务表现亮眼



资料来源：Wind，长江证券研究所

子公司浙江励德聚焦光伏、新能源电池、驱动电源、LED 等领域的光伏胶、工业灌封胶、粘接胶生产。浙江励德依托新安股份有机硅上下游全产业链及产业规模，围绕电子与新能源、工业涂覆、工业润滑、个人护理等目标市场，致力于打造服务高端制造产业的硅基材料综合平台，其产品现已导入多家头部客户，并拥有符合欧盟环保标准的行业领先产品解决方案。浙江励德有机硅光伏及高性能终端材料建设项目已实现部分竣工，最终将形成 3 万吨光伏粘接胶、1.7 万吨电子灌封胶等在内的 5.41 万吨有机硅终端材料生产能力。

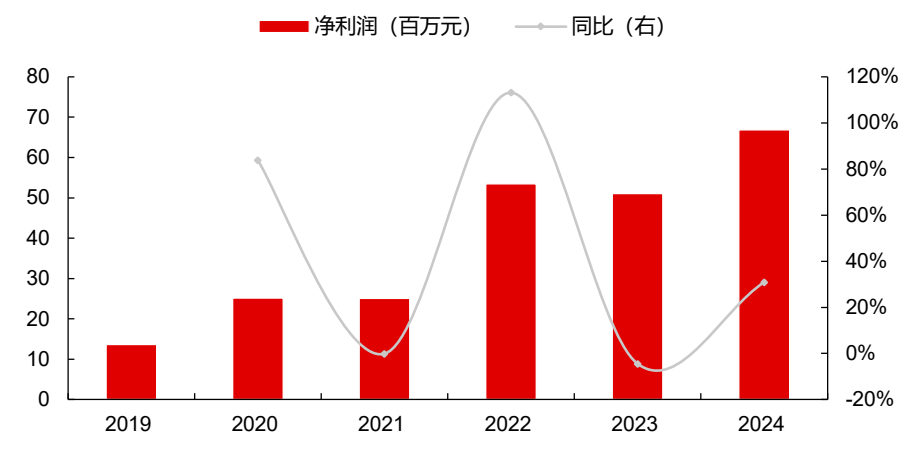
图 50：浙江励德有机硅粘接密封胶产品及应用



资料来源：浙江励德官网，长江证券研究所

崇耀科技是公司旗下核心硅油业务平台。目前崇耀拥有改性硅油及硅油深加工产品产能4万吨/年，是华东地区最大的有机硅特殊功能性材料生产基地，已与PPG、三棵树等细分领域头部客户深入合作，在聚氨酯、涂料涂层等多个产品领域实现进口替代，进入快速发展期，近两年盈利能力显著增强，2024年实现净利润6533万元，同比增长31%。作为改性硅油细分领域的头部企业，依托新安有机硅全产业链的优势，针对AI技术的大爆发和国内算力中心基础建设的铺开，崇耀已储备了有机硅冷却液等相关应用技术，并在加速市场化过程中。

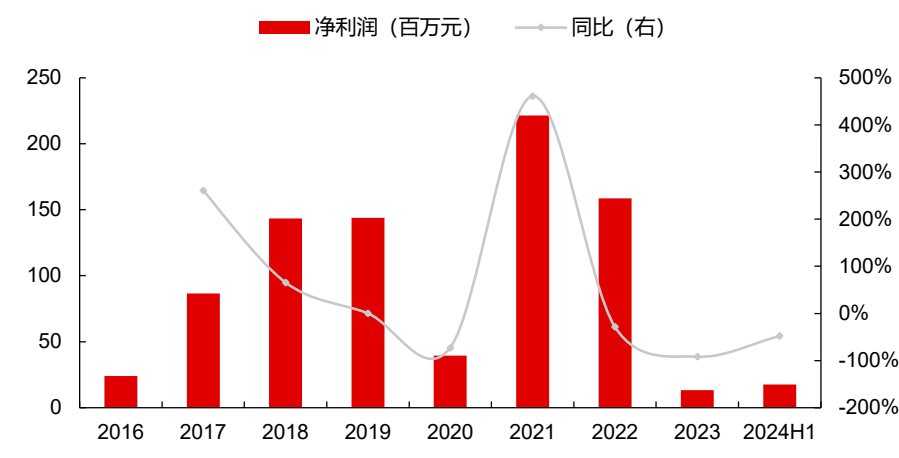
图 51：间接全资子公司崇耀科技近两年盈利能力增强



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

子公司开化合成是硅树脂和硅烷偶联剂的主要生产企业。开化合成主要从事有机硅单体及系列产品的生产，其在苯基、乙烯基、正硅酸乙酯、甲基三甲氧基等产品领域都有先发优势，产品品类和规模行业领先。其总投资22.27亿元的搬迁入园提升项目一期已于2024年底建成，计划2025年6月投产，预计年增效益15亿元。该项目聚焦苯基单体、三氯氢硅、硅烷偶联剂等特种有机硅新材料生产，同步推动二期技术改造提升至20万吨/年产能，通过设备智能化升级强化在半导体、光伏等高端领域布局。开化合成净利润波动与重大项目投资周期及产能释放节奏密切相关，项目产能落地后其盈利能力有望进入稳定上升通道。

图 52：2016-2024H1 开化合成净利润及增速情况



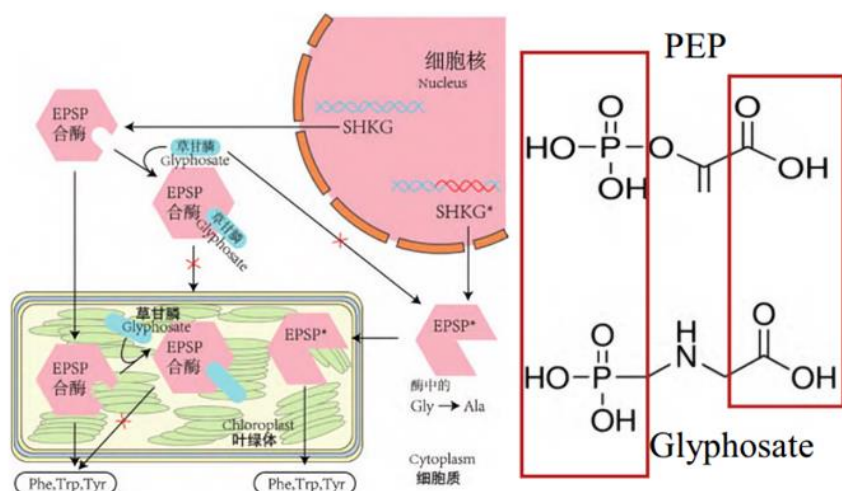
资料来源：Wind，长江证券研究所

草甘膦：供需持稳，静待转机

简介：应用广泛的灭生性除草剂

草甘膦是全球市场规模最大的除草剂品种。草甘膦，学名为 N-(磷酸甲基)甘氨酸，是一种内吸传导型广谱灭生性除草剂。其作用机制主要是通过抑制植物体内烯醇丙酮基莽草素磷酸合成酶（epsp），从而抑制莽草酸向苯丙氨酸、酪氨酸及色氨酸的转化，使蛋白质的合成受到干扰导致植物死亡。据中农纵横监测，草甘膦是全球使用量最大的除草剂品种，常年全球使用量达到约 80-90 万吨（折百），约占据全球除草剂份额的 18%，是全球农药第一大单品。

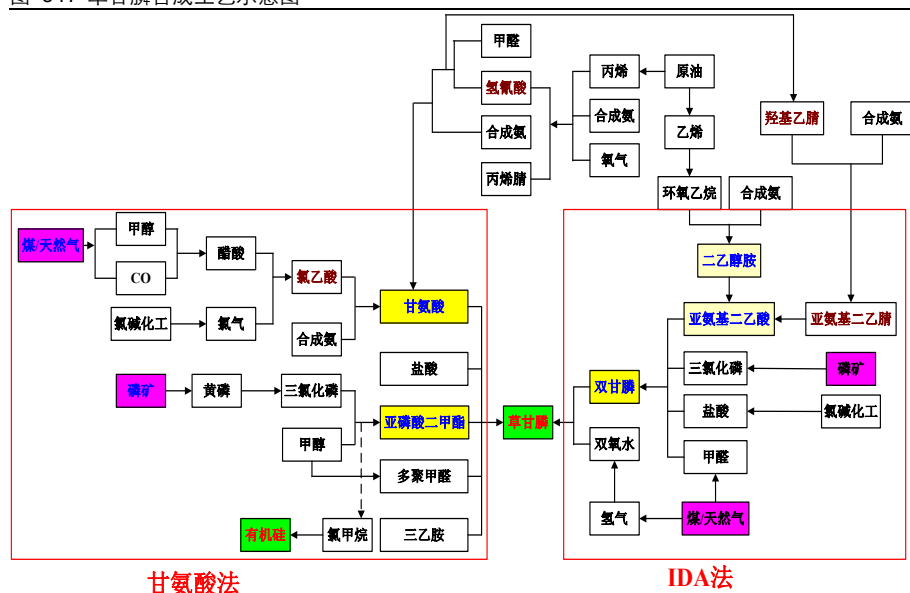
图 53：草甘膦作用机制示意图



资料来源：世界农化网，长江证券研究所

草甘膦制备工艺可分为 IDA 法和甘氨酸法。其中 IDA 法核心上游为双甘膦，由亚氨基二乙酸制得；甘氨酸法以甘氨酸、多聚甲醛、亚磷酸二甲酯为主要原料，亚磷酸二甲酯由黄磷下游产品三氯化磷和甲醇合成。新安集团作为草甘膦行业技术创新的领先者，发现作为有机硅原料的副产物氯甲烷的存在，实现了国际首创的草甘膦与有机硅产业的协同发展。受国内产业结构和资源环境影响，我国草甘膦生产工艺主要以甘氨酸法为主，占比达 71%。化学合成后的草甘膦原药可制备成草甘膦制剂，用于农作物除草。

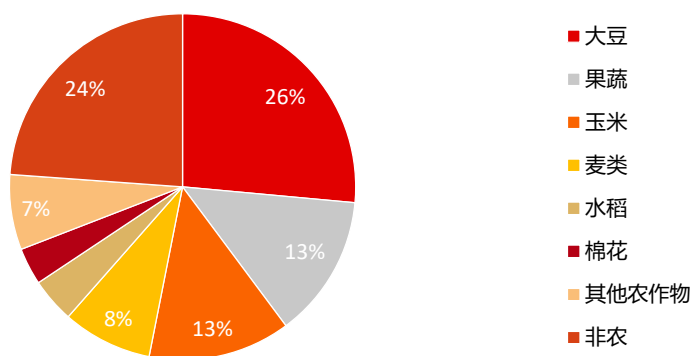
图 54：草甘膦合成工艺示意图



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

草甘膦主要作用于转基因植物。草甘膦具有广谱性、低残留和环境兼容性强的特点，对多年生根杂草非常有效，主要作用于农业领域，在大豆、玉米、棉花等转基因作物中应用广泛，同时在食品、工业清洗、化工合成等非农领域也有一定应用。

图 55：2019 年草甘膦下游应用领域

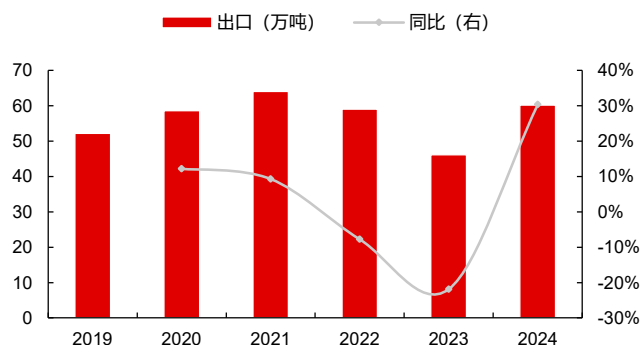


资料来源：《草甘膦和草铵膦发展历程及增长趋势之深度剖析》杨益军等，长江证券研究所

需求端：核心市场刚性托底，需求表现平稳

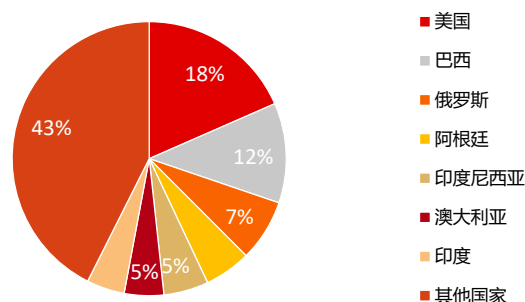
草甘膦需求整体稳定。作为全球最大的除草剂品种，我国 80%以上的草甘膦出口至美国、巴西、阿根廷等转基因作物主产国，2019-2024 年出口量从 52.2 万吨增至 60.2 万吨，年均复合增速 2.9%。2023 年海外草甘膦库存持续处于高位，我国草甘膦出口量有所下降；但 2024 年下半年海外开始进入去库存周期，我国草甘膦出口量明显回升。目前海外库存处于正常周期，草甘膦出口量将维持在稳定状态。

图 56：2024 年我国草甘膦出口量回升



资料来源：百川盈孚，海关总署，长江证券研究所

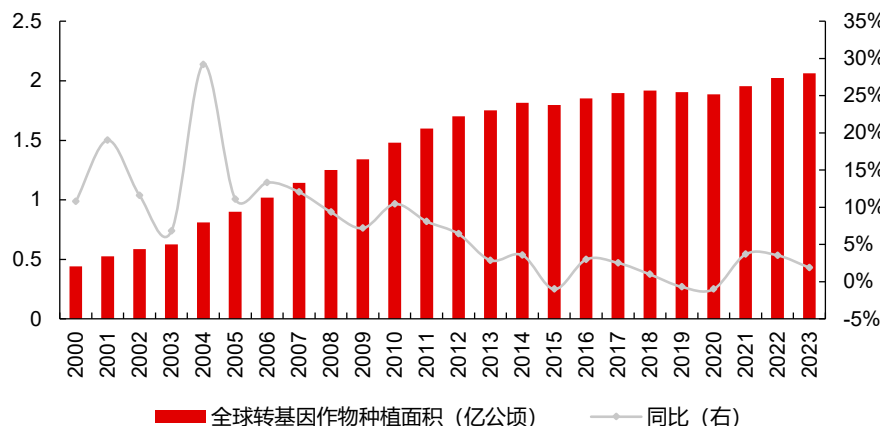
图 57：2024 年草甘膦出口国家分布



资料来源：海关总署，长江证券研究所

全球转基因作物种植面积稳定增长，为草甘膦需求带来刚性支撑。转基因作物因其抗虫性、抗病性、抗除草剂等优势逐渐得到广泛应用。1996 年，随着美国批准基因工程除草剂耐受大豆、玉米和棉花品种的种植，抗草甘膦转基因作物得到大规模推广，草甘膦的使用量出现迅猛增长。全球转基因作物种植面积从 2000 年的 4420 万公顷增长至 2023 年的 2.06 亿公顷，复合增速达 6.9%。未来随着美国、巴西、阿根廷等转基因作物主产国的大豆、玉米种植面积进一步扩张，草甘膦需求中枢将进一步上移。

图 58：全球转基因作物种植面积稳定增长



资料来源：国际农业生物技术应用，世界农化网，长江证券研究所

转基因作物进一步推广，草甘膦未来需求增量可观。目前美国、巴西、阿根廷三大主产国的转基因作物渗透率已超过 90%，形成草甘膦需求的基本盘。同时，我国通过一系列政策逐步推动转基因作物的产业化。2008 年，“转基因工程”正式启动；2021 年，农业部启动转基因大豆和玉米的试点种植工作；2023 年 12 月 25 日，农业农村部颁发 37 个转基因玉米、10 个转基因大豆品种生产经营许可证，标志着 2024 年开启商业化种植，参照北美经验，预计 5 年内渗透率将突破 90%。我国转基因玉米、大豆种植面积扩张叠加抗性基因耐受剂量提升，将驱动草甘膦年需求量新增 5-8 万吨。

表 8：我国出台一系列政策推动转基因作物产业化

政策	时间	内容
《国家中长期科学和技术发展规划纲要》（2006-2020）	2006 年	将转基因生物新品种培育重大专项列入纲要
《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》	2015 年	加强农业转基因生物技术研究、安全管理、科学普及。支持农机、化肥、农药企业技术创新

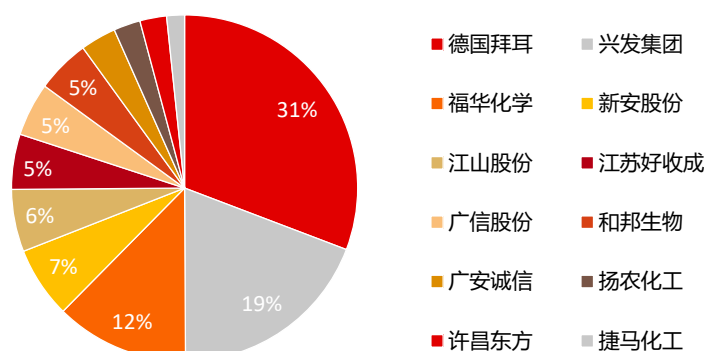
《中共中央国务院关于落实发展新理念加快农业现代化 实现全面小康目标的若干意见》	2016 年	加强农业转基因技术研发和监管，在确保安全的基础上慎重推广
《鼓励农业转基因生物原始创新和规范生物材料转移转让转育的通知》	2021 年	支持从事新基因、新性状、新技术、新产品等创新性强的农业转基因生物研发活动，鼓励已获生产应用安全证书的农业转基因生物向优良品种转育
《农业农村部公告第 739 号》	2023 年	37 个转基因玉米品种和 10 个转基因大豆品种获得生产经营许可证
《2024 年农业转基因生物安全证书批准清单》	2024 年	首次发放 22 项生产应用安全证书，包括 12 项转基因植物、5 项基因编辑生物和 5 项动物用转基因微生物

资料来源：各政府官网，长江证券研究所

供给端：进入存量优化阶段，行业集中度高

我国是全球草甘膦主要生产国家，行业集中度较高。目前全球草甘膦年产能约为 120 万吨，其中我国约 83.2 万吨，占比接近 70%。草甘膦产能高度集中在德国拜耳（孟山都）、兴发集团、福华化学、新安股份等头部企业，行业 CR5 约 75%。其中孟山都作为草甘膦的发明者，凭借 37 万吨/年产能占据主导地位，其生产装置遍布美国、巴西、比利时等地，剩余产能则均集中在我国。

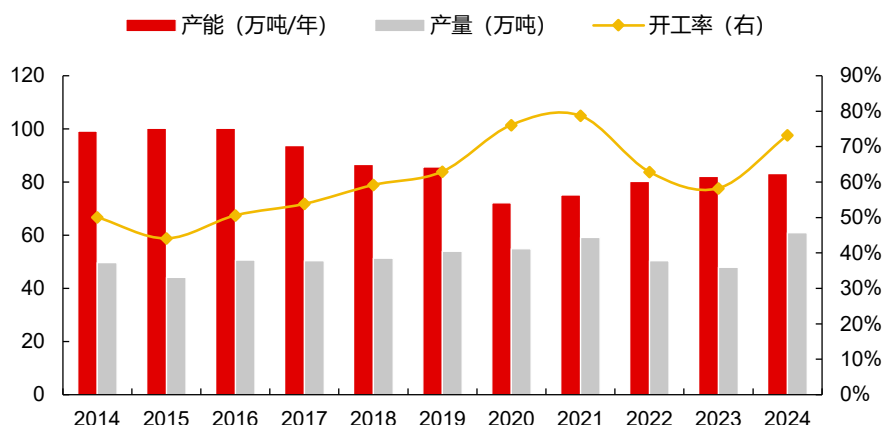
图 59：全球草甘膦产能分布



资料来源：卓创资讯，世界农化网，长江证券研究所

国内草甘膦在政策刚性约束下进入存量优化阶段，产能增速显著放缓。2024 年我国草甘膦产能为 83.2 万吨/年，年产量为 60.9 万吨，产能同比增长 1.2%。作为有机磷精细化工品，草甘膦生产过程中的“三磷”污染问题近年来成为政策监管重点：2013 年生态环境部发布《关于开展草甘膦（双甘膦）生产企业环保核查工作的通知》，要求各省市地区对草甘膦生产装置进行全面检查，据卓创资讯统计，2014-2017 年超过 25 万吨/年草甘膦装置退出；2019 年国务院发布的《产业结构调整目录》，新建草甘膦装置被设为限制类项目，行业新增产能受到管控；2024 年农业农村部发布《关于加快农业发展全面绿色转型促进乡村生态振兴的指导意见》，进一步提出推进农药减施增效。政策高压下，2024 年行业产能同比仅微增 1.2%至 83.2 万吨/年，产能利用率维持 73%左右。

图 60：2014-2024 年我国草甘膦产能、产量及开工率情况

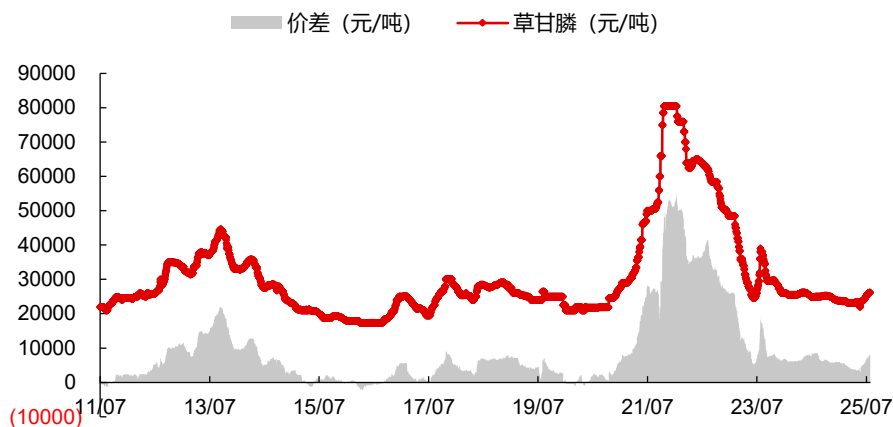


资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

景气分析：低位震荡，静候机会

行业景气度目前处于低位震荡阶段。草甘膦行业周期波动明显，2021 年，公共卫生事件冲击导致全球供应链受阻，叠加粮价上涨推升农资需求，同时拜耳工厂因极端天气停产加剧供应紧张，草甘膦价格飙涨至 8.1 万元/吨。近年随着国内保供稳价政策落地及海外装置复产，草甘膦价格在 3 月逐步回落至 2.3 万元/吨的成本线附近，行业进入低位震荡期。2025 年一季度，草甘膦行业反内卷专题会议召开，未来观察具体执行的情况和景气变动。自 2025 年 6 月以来，海外补库周期到来叠加国内部分装置供给受限，且大宗商品价格整体上行带来成本支撑，草甘膦价格持续上行至 2.6 万元/吨以上，预计伴随反内卷的持续推进，行业景气有望持续回升。

图 61：2011-2025 年草甘膦价格及价差



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

投资建议：给予“买入”评级

公司是有机硅与草甘膦双龙头。有机硅扩产周期已步入尾声，中长期景气或将改善；硅基终端材料受新兴应用驱动，高端替代加速；草甘膦供需稳定，行业集中度高，价格弹性可观，静候转机。预计 25-27 年公司归属净利润分别为：4.5、7.5、11.1 亿元，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、行业景气修复不及预期。草甘膦和有机硅行业需求受农业周期、新能源、地产等下游行业影响，若需求不及预期或导致景气难有起色。
- 2、市场竞争加剧。草甘膦行业目前产能利用率较高，若反内卷会议共识执行不力，可能引发新一轮价格战；国际巨头技术压制下，若高端化转型不及预期，市场份额可能被侵蚀，行业格局恶化可能进一步挤压公司利润空间。
- 3、国际贸易摩擦加剧。有机硅出口依赖东南亚、非洲等新兴市场，且草甘膦主要以出口为主，未来若国际贸易摩擦加剧，可能对公司业绩产生不利影响。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。我们业绩预测的前提假设为：有机硅行业在扩产放缓背景下，景气有望修复，盈利能力上行；公司硅基终端产品逐渐放量贡献业绩增量；草甘膦景气底部震荡，在未来有望回升。然而悲观情况下，不排除公司几个主要产品景气仍在底部，在这种悲观情况下，我们预计 2025-2027 年公司归属净利润为 1.9 亿元、4.1 亿元、5.4 亿元，分别同比+262.5%、+120.1%、+31.2%。

表 9：公司收入和利润敏感性分析（单位：百万元）

	基准情形				悲观情形			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14665	17029	18683	20295	14665	16278	17556	18632
YOY	0.24%	16.11%	9.72%	8.63%	0.24%	11.00%	7.85%	6.13%
毛利率	11.07%	14.05%	16.13%	17.76%	11.07%	12.15%	13.91%	14.34%
归母净利润	51	448	751	1108	51	186	410	538
YOY	-61.7%	770.5%	67.9%	47.4%	-61.7%	262.5%	120.1%	31.2%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14665	17029	18683	20295	货币资金	2521	896	708	850
营业成本	13042	14636	15669	16691	交易性金融资产	17	17	17	17
毛利	1623	2392	3014	3604	应收账款	1407	1712	2440	2070
%营业收入	11%	14%	16%	18%	存货	2916	2451	2772	2792
营业税金及附加	81	89	101	109	预付账款	139	156	167	178
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	1411	2742	2087	2540
销售费用	305	349	386	419	流动资产合计	8411	7973	8191	8446
%营业收入	2%	2%	2%	2%	长期股权投资	1117	1110	1102	1096
管理费用	635	663	783	840	投资性房地产	87	79	71	65
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	6857	6999	7075	7065
研发费用	575	661	743	797	无形资产	1064	1142	1210	1273
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	188	214	241	260
财务费用	-43	16	18	20	递延所得税资产	68	68	68	68
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	4820	5817	6988	8180
加：资产减值损失	-96	-1	0	-1	资产总计	22612	23403	24946	26453
信用减值损失	16	0	0	0	短期贷款	518	575	633	691
公允价值变动收益	-4	0	0	0	应付款项	3233	3373	3699	3835
投资收益	-11	0	-19	10	预收账款	1	1	1	1
营业利润	159	617	1032	1513	应付职工薪酬	213	239	256	273
%营业收入	1%	4%	6%	7%	应交税费	114	132	145	157
营业外收支	-38	-40	-34	-32	其他流动负债	2293	2333	2580	2589
利润总额	121	577	998	1482	流动负债合计	6371	6654	7314	7546
%营业收入	1%	3%	5%	7%	长期借款	2345	2345	2345	2345
所得税费用	63	68	115	207	应付债券	0	0	0	0
净利润	59	509	883	1274	递延所得税负债	27	27	27	27
归属于母公司所有者的净利润	51	448	751	1108	其他非流动负债	259	259	259	259
少数股东损益	7	61	132	167	负债合计	9002	9285	9945	10177
EPS (元)	0.04	0.33	0.56	0.82	归属于母公司所有者权益	12446	12893	13644	14752
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	1164	1225	1357	1524
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	13610	14119	15002	16276
经营活动现金流净额	547	189	1695	1894	负债及股东权益	22612	23403	24946	26453
取得投资收益收回现金	40	0	-19	10	基本指标				
长期股权投资	-3	7	8	6		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1548	-1834	-1883	-1775	每股收益	0.04	0.33	0.56	0.82
其他	-128	-28	-28	-30	每股经营现金流	0.41	0.14	1.26	1.40
投资活动现金流净额	-1639	-1856	-1922	-1789	市盈率	219.50	30.43	18.13	12.29
债券融资	0	0	0	0	市净率	0.95	1.06	1.00	0.92
股权融资	17	0	0	0	EV/EBITDA	14.17	13.10	10.07	7.91
银行贷款增加 (减少)	36	58	58	58	总资产收益率	0.2%	1.9%	3.0%	4.2%
筹资成本	-302	-16	-18	-20	净资产收益率	0.4%	3.5%	5.5%	7.5%
其他	-411	0	0	0	净利率	0.4%	2.6%	4.0%	5.5%
筹资活动现金流净额	-661	41	39	38	资产负债率	39.8%	39.7%	39.9%	38.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1753	-1626	-188	142	总资产周转率	0.65	0.74	0.77	0.79

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
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
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
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%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。