



酮肟产业小巨人，市场份额有望持续提升

——锦华新材新股报告

2025 年 09 月 15 日

核心观点

- 公司深耕酮肟产业，产品丰富，客户覆盖全球知名企业。**锦华新材成立于 2007 年，成立以来围绕酮肟产业持续创新，产品不断丰富，技术逐步提升，推出多项新产品，原有产品的生产技术迭代升级，绿色循环产业链进一步完善，主要产品的产能和市场占有率大幅提升。目前公司主要产品包括硅烷交联剂、羟胺盐、甲氧胺盐酸盐、乙醛肟等，客户涵盖国内外多家知名企业。
- 近几年业绩保持较快增长，毛利率与费用率有所波动。**2024 年公司实现营业收入 12.39 亿元，同比增长 11.21%；实现归母净利润分别为 2.11 亿元，同比增长 22.28%。2020-2024 年公司的营业收入和归母净利润的复合增长率分别为 20.67%和 35.95%。近年来公司的毛利率、净利率水平有所波动。费用率方面，2021 至今呈现 8%-9%左右的波动态势，但较 2020 年水平已有所下降。
- 公司高度重视技术创新，研发投入保持一定强度。**公司高度重视技术创新，拥有独立的研发技术团队，建有多个研发创新平台。公司研发模式以自主研发为主，同时加强与浙江大学、北京化工大学等国内科研院所及高校合作。近三年研发投入占营业收入比例为 4.63%，目前公司已通过独立研发、合作研发形成并应用于公司主营业务的发明专利 34 项、软件著作权 7 项。
- 多项政策助力行业发展。**精细化工作为化学工业发展的战略重点之一，已被列入《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》等多项国家发展规划中。在国家政策和资金的支持及市场需求的引导下，我国精细化工行业呈现快速发展趋势。根据国家统计局、中研普华产业研究院数据，我国精细化工行业工业总产值由 2008 年的 1.27 万亿元增长至 2024 年的 6.5 万亿元，年均复合增长率达 10.74%；根据中国化工情报信息协会预测，预计 2027 年中国精细化工行业工业总产值将超过 11 万亿元，2024 年-2027 年复合增长率超 19.17%。
- 计划募集资金 5.93 亿，用于新项目及智能工厂建设。**根据公司招股说明书，公司计划将 5.93 亿元募集资金用于 60kt/a 高端偶联剂项目（5.07 亿元）、500 吨/年 JH-2 中试项目（0.23 亿元）及酮肟产业链智能工厂建设项目（0.63 亿元）。
- 可比公司：**从估值角度来看，可比公司估值较差异较大，或因行业发展较快及不同公司营收规模、具体业务的差异所致。考虑到公司长期围绕酮肟产业持续创新，产品不断丰富，技术逐步提升，产品的生产技术持续迭代升级，绿色循环产业链进一步完善，主要产品的产能和市场占有率大幅提升，客户涵盖国内外多家知名企业，可以持续关注公司。
- 风险提示：**下游行业周期波动及市场需求下降的风险，市场竞争加剧风险，技术流失风险等。

锦华新材 (920015.BJ)

分析师

傅楚雄

☎: 010-8092-7623

✉: fuchuxiong@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515010001

相关研究

- 【银河北交所】2025 年度中期策略_并购协同促新格局，提质扩容迎新供给
- 【银河北交所】2025 年度策略_并购重组助高质量发展，抓两新两重投资机遇

目录

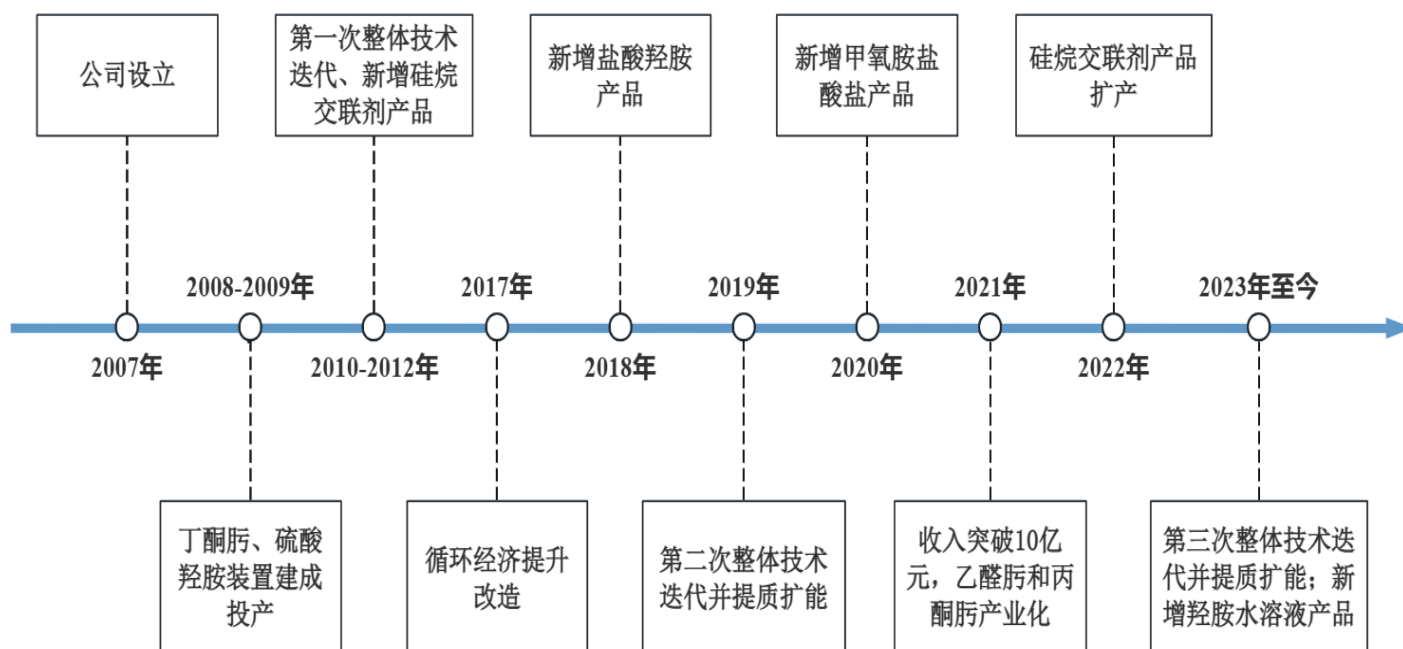
Catalog

一、深耕酮肟产业链，产品产能和市占率持续提升	3
二、业绩保持较快增长，毛利率、费用率有波动	7
三、市场需求持续增长，多项政策助力行业发展	9
（一）行业概况	9
（二）竞争格局	11
（三）行业技术发展趋势	12
（四）相关政策	13
四、募投项目	14
（一）60kt/a 高端偶联剂项目	14
（二）500 吨/年 JH-2 中试项目	14
（三）酮肟产业链智能工厂建设项目	15
五、估值对比	16
六、风险提示	17

一、深耕酮肟产业链，产品产能和市占率持续提升

锦华新材成立于 2007 年，围绕酮肟产业持续创新，产品不断丰富，技术逐步提升，尤其是 2018 年以来，公司推出多项新产品，原有产品的生产技术迭代升级，绿色循环产业链进一步完善，主要产品的产能和市场占有率大幅提升。目前公司主要产品包括硅烷交联剂、羟胺盐、甲氧胺盐酸盐、乙醛肟等。

图1：公司的历史沿革

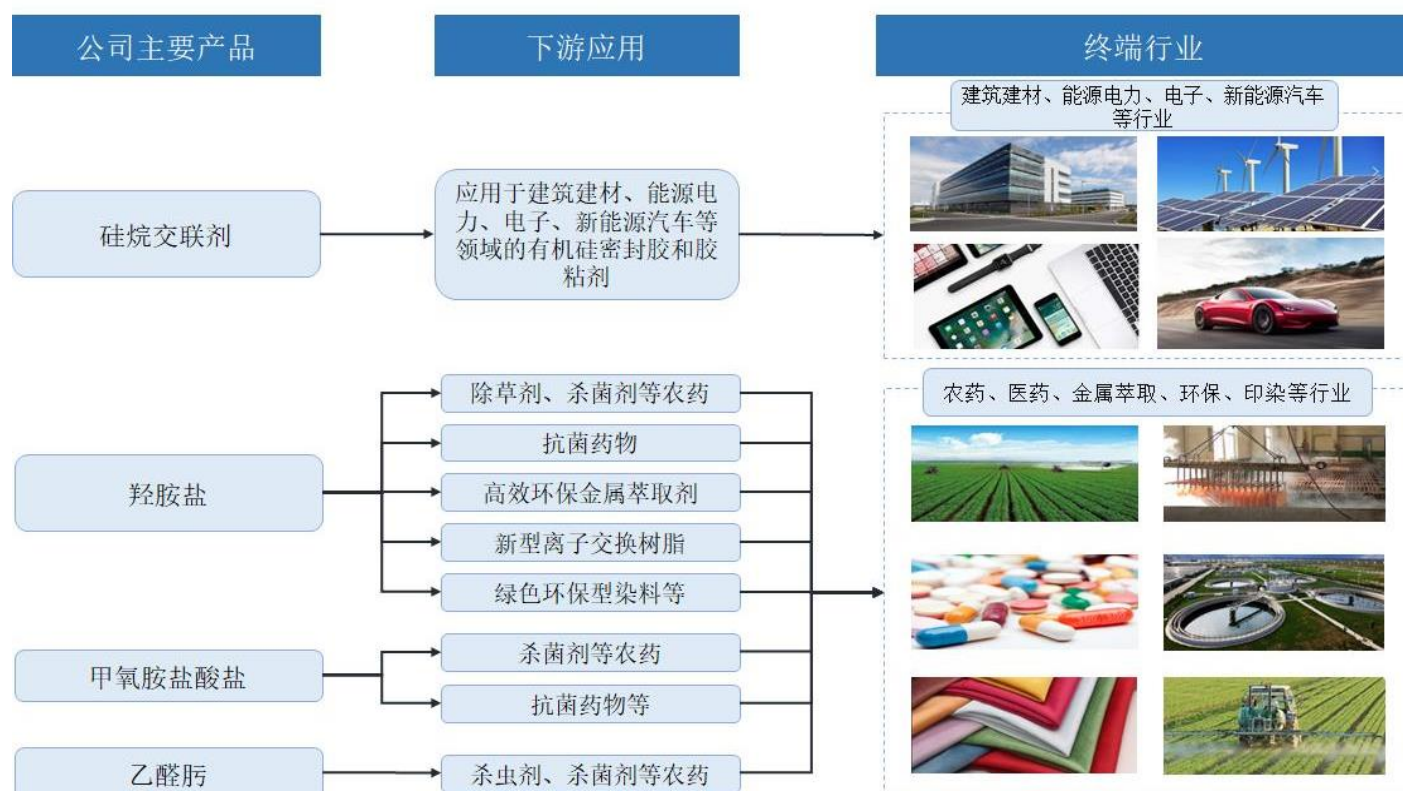


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司为国内硅烷交联剂、羟胺盐细分领域的龙头企业。公司硅烷交联剂产品主要作为关键原料用于生产有机硅密封胶和胶粘剂，终端产品广泛应用于建筑建材、能源电力、电子以及新能源汽车等其他领域，为国家战略性新兴产业中新材料领域的重点产品；公司羟胺盐产品主要用于生产广谱高效低毒农药和抗菌药物、高效环保金属萃取剂、新型离子交换树脂和绿色环保型染料；公司甲氧胺盐酸盐产品主要用于生产广谱高效低毒农药和抗菌药物；公司乙醛肟产品主要用于生产广谱高效低毒农药。

公司高度重视技术创新，坚持绿色化发展，在国内首创“肟-肟基硅烷-羟胺盐”绿色循环产业链，实现酮肟系列产品的循环生产。该绿色循环工艺技术开发及产业化项目具有原子经济性高、工艺安全性高以及“三废”少等优点，相关技术已于 2021 年获得浙江省科技厅颁发的科学技术成果登记证书和浙江省人民政府颁发的浙江省科学技术进步奖二等奖、2022 年获得中国石油和化学工业联合会颁发的科技进步奖一等奖、2023 年获得浙江省人民政府颁发的浙江省首届知识产权奖专利奖二等奖、2024 年获得国家知识产权局颁发的中国专利优秀奖。

图2：公司的主要产品及下游应用



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

截至到 2025 年 8 月底，公司已获得国家专精特新“小巨人”企业、国家绿色工厂、国家科改示范企业、国家高新技术企业、中国石油和化工行业知识产权示范企业、中国氟硅行业创新型企业、浙江省智能工厂、浙江省制造业“云上企业”、浙江省隐形冠军、浙江省科技小巨人企业、浙江省知识产权示范企业、浙江省级绿色低碳工厂、浙江省节水标杆企业、浙江省管理对标提升标杆企业等荣誉称号；公司已参与制定《GB/T 33074-2016 工业用甲基三丁酮肟基硅烷》、《HG/T 5093-2016 硅烷交联剂》等多项国家/行业标准；公司建有浙江省酮肟硅新材料重点企业研究院、酮肟硅新材料浙江省工程研究中心、浙江省企业技术中心和浙江省博士后工作站。

目前，公司已参与制定《GB/T 33074-2016 工业用甲基三丁酮肟基硅烷》、《HG/T 5093-2016 硅烷交联剂》等多项国家/行业标准，该等标准现行有效；公司“肟循环产业链绿色制造关键技术研发及工业化项目”已获得中国石油和化学工业联合会颁发的科技进步奖一等奖、浙江省人民政府颁发的浙江省科学技术进步奖二等奖，“一种固体盐酸羟胺的制备方法”已获得国家知识产权局颁发的中国专利优秀奖、浙江省人民政府颁发的浙江省首届知识产权奖专利奖二等奖；公司已获得国家专精特新“小巨人”企业、国家绿色工厂、国家科改示范企业、中国石油和化工行业知识产权示范企业、中国氟硅行业创新型企业等资质认定。

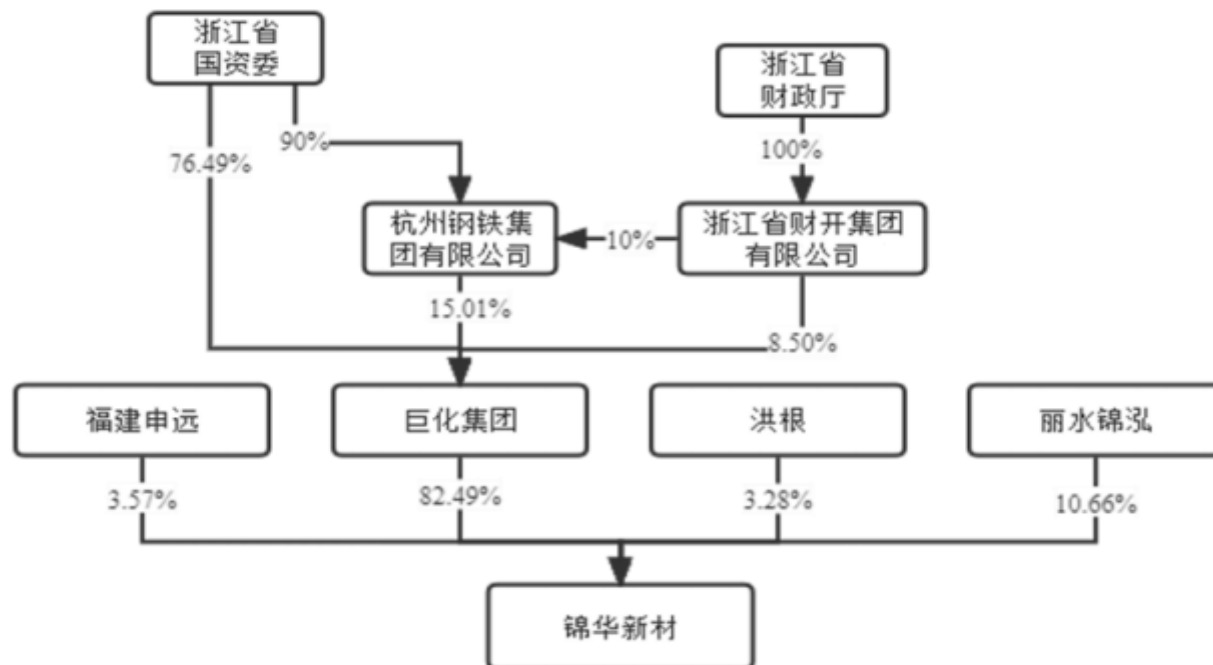
根据 ACMI/SAGSI 统计的全国硅烷交联剂产量数据并结合公司硅烷交联剂产量计算，2022 年、2023 年、2024 年公司硅烷交联剂国内市场占有率分别为 27.85%、31.60%和 38.16%；根据 QY Research 统计的全国羟胺盐市场规模及销量数据并结合公司羟胺盐销量计算，2022 年、2023 年、2024 年公司羟胺盐国内市场占有率分别为 34.86%和 33.21%和 42.37%。

凭借优良的产品质量、技术工艺优势以及较强的生产交付能力，报告期内，公司已与拜耳（Bayer）、布伦泰格（Brenntag）等大型跨国企业及万华化学、新安股份、先达股份、联化科技、湖南海利等上市公司建立稳定的合作关系；此外，硅宝科技、富乐（FUL.N）、集泰股份、回天新材、东方雨虹、蓝晓科技、赛恩斯、康普化学等国内外上市公司均为公司主要贸易商的终端客户。

公司实控人为浙江省国资委。截至本招股说明书签署日，浙江省国资委直接持有公司控股股东

巨化集团 76.49%股份，通过杭州钢铁集团有限公司间接持有巨化集团 13.51%股权，共计持有巨化集团 90.00%股权。浙江省国资委为浙江省人民政府直属正厅级特设机构，省政府授权省国资委代表省政府履行国有资产出资人职责，监管省属经营性国有资产。因此，公司的实际控制人为浙江省国资委。

图3：公司股权结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司销售模式包括直销模式和贸易商模式，公司产品销售均为买断式销售，产品售出后，该产品对应的风险与报酬全部转移，公司不存在保留发出商品风险与报酬的代理销售情形。最近几年，公司收入中来自贸易商模式的占比在 75%-80%左右，来自直销模式的占比为 20-25%。

表 3：公司主要供应商与客户情况

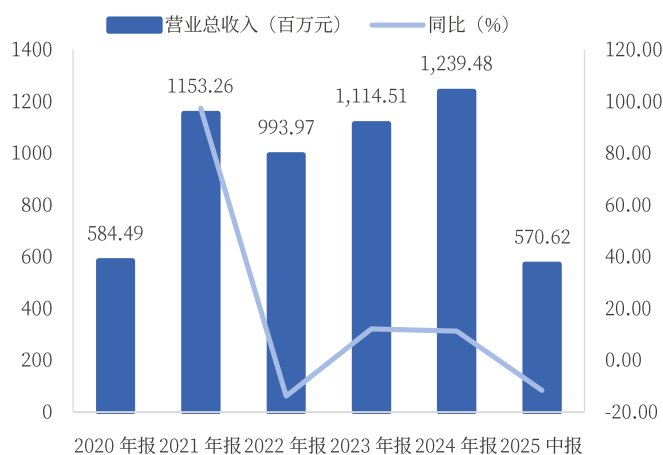
		2024		2023		2022	
		公司名称	占采购/销售总额比	公司名称	占采购/销售总额比	公司名称	占采购/销售总额比
供应商	1	巨化集团及其控制的企业	28.93%	巨化集团及其控制的企业	36.29%	巨化集团及其控制的企业	37.88%
	2	淄博齐翔腾达化工股份有限公司同一控制下企业	8.74%	淄博齐翔腾达化工股份有限公司同一控制下企业	8.46%	淄博齐翔腾达化工股份有限公司同一控制下企业	11.16%
	3	宁波甬利化工有限公司	6.64%	宁波甬利化工有限公司	8.25%	宁波甬利化工有限公司	9.39%
	4	杭州名鑫双氧水有限公司	4.99%	江西世龙实业股份有限公司	5.64%	江山市双氧水有限公司	4.61%
	5	安徽中汇发新材料有限公司	4.87%	江山市双氧水有限公司	3.23%	衢州市广志物流有限公司	2.91%
		合计	54.17%	合计	61.87%	合计	65.65%
客户	1	衢州硅宝同一控制下企业	19.64%	衢州硅宝同一控制下企业	19.66%	衢州硅宝同一控制下企业	14.43%
	2	绍兴凡正化工有限公司	9.02%	Brenntag Schweizerhall AG	8.76%	绍兴凡正化工有限公司	8.85%
	3	Brenntag Schweizerhall AG	7.55%	杭州赛力同一控制下企业	8.12%	Brenntag Schweizerhall AG	8.35%
	4	杭州赛力同一控制下企业	7.22%	绍兴凡正化工有限公司	8.01%	山东九辰新材料有限公司	7.69%
	5	山东九辰新材料有限公司	6.70%	正鸿瑞（广州）商贸有限公司	6.79%	正鸿瑞（广州）商贸有限公司	7.09%
		合计	50.13%	合计	51.34%	合计	46.41%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

二、业绩保持较快增长，毛利率、费用率有波动

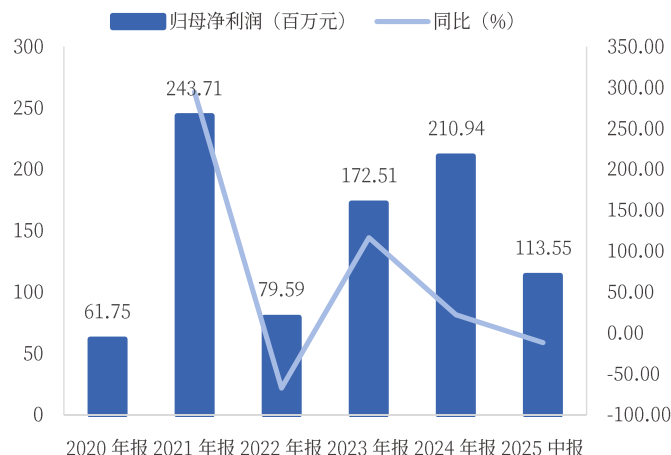
近几年公司营业收入、归母净利润均持续增长。2024 年公司实现营业收入 12.39 亿元，同比增长 11.21%；实现归母净利润分别为 2.11 亿元，同比增长 22.28%。2020-2024 年公司的营业收入和归母净利润的复合增长率分别为 20.67%和 35.95%。2025 年上半年，公司实现营业收入 5.71 亿元，同比下降 11.68%，实现归母净利润 1.14 亿元，同比下降 11.48%，业绩有所下滑。

图4：2020-2024 年公司营业收入及增速



资料来源：IFIND、中国银河证券研究院

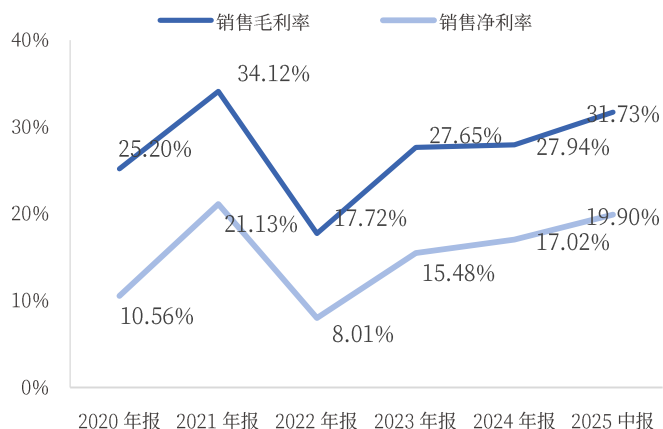
图5：2020-2024 年公司归母净利润及增速



资料来源：IFIND、中国银河证券研究院

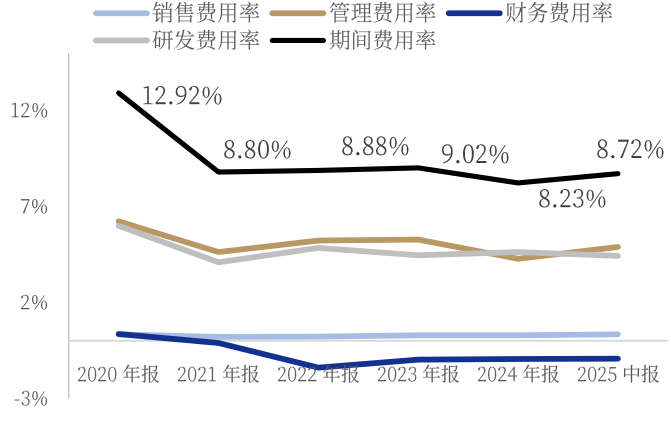
毛利率有一定波动，费用率较 2020 年水平有所下降。2024 年公司的毛利率为 27.94%，净利率为 17.02%，近年来公司的毛利率、净利率水平有所波动。费用率方面，2021 年至今呈现 8%-9% 左右的波动态势，但较 2020 年水平已有所下降。2025 年上半年，公司的毛利率为 31.73%，净利率为 19.90%，销售费用率为 8.72%，均较 2024 年的水平有所提升。

图6：2020-2024 年公司毛利率及净利率



资料来源：IFIND、中国银河证券研究院

图7：2020-2024 年公司费用率



资料来源：IFIND、中国银河证券研究院

公司经营性现金流整体情况良好。公司 2022-2024 年来自经营活动产生的现金流量净额分别为 1.13 亿元、2.83 亿元及 0.89 亿元，公司经营性现金全部为正，与公司的净利润基本匹配，整体健康情况良好。

公司高度重视技术创新，拥有独立的研发技术团队，建有浙江省酮肟硅新材料重点企业研究院、酮肟硅新材料浙江省工程研究中心、浙江省企业技术中心、浙江省博士后工作站等多个研发创新平台。公司研发模式以自主研发为主，同时加强与浙江大学、北京化工大学等国内科研院所及高校合作。为确保研发的必要性及可行性，公司会根据市场调研，结合公司发展战略、技术研发能力和产

业化实施能力，进行研发项目立项。公司设置了研发部负责研发项目的立项和日常管理。为了提高创新能力，加强新技术、新产品的研发和管理，加快技术积累和产品升级，公司制定了完善的研发管理制度，形成了从项目申请、审批、实施、费用核算、项目总结、成果申报的一整套研发管理体系。研发过程中产生的技术秘密及知识产权，公司主要通过申报专利等形式进行保护。

公司自设立以来，深耕酮肟系列精细化学品的开发及生产工艺创新，公司最近三年研发投入占营业收入比例为 4.63%，最近三年平均研发投入金额为 5,168.45 万元，最近一年研发投入金额为 5,725.17 万元，最近三年研发投入复合增长率为 9.11%；公司最近一年末研发人员总数为 33 人，占员工总数的比例为 14.04%，其中已对 4 名核心技术人员实施了股权激励。

截至本招股说明书签署日，公司主营业务相关领域内与北京化工大学已开展 2 个合作研发项目；公司拥有经认定的浙江省酮肟硅新材料重点企业研究院、酮肟硅新材料浙江省工程研究中心、浙江省企业技术中心、浙江省博士后工作站共 4 家省部级研发机构；公司已参与 1 项与主营业务和核心技术相关的国家级科技专项项目以及独立承担 1 项与主营业务和核心技术相关的省部级科技专项项目。

公司已通过独立研发、合作研发形成并应用于公司主营业务的发明专利 34 项、软件著作权 7 项。公司在国内首创“肟-肟基硅烷-羟胺盐”绿色循环产业链，实现酮肟系列产品的循环生产，在联产循环、过程强化、纯化分离、高效催化等领域取得了重大技术突破并实现了产业化。该绿色循环工艺技术开发及产业化项目具有原子经济性高、工艺安全性高以及“三废”少等优点。

三、市场需求持续增长，多项政策助力行业发展

（一）行业概况

精细化工是在基础化学品上进行深加工并制取具有特定功能、特定用途化工产品的工业体系。精细化工产品也称为“精细化学品”，其产品种类多、附加值高、用途广、产业关联度大，直接服务于国民经济的诸多行业和高技术产业的各个领域，是当今化学工业中最具活力的新兴领域之一。

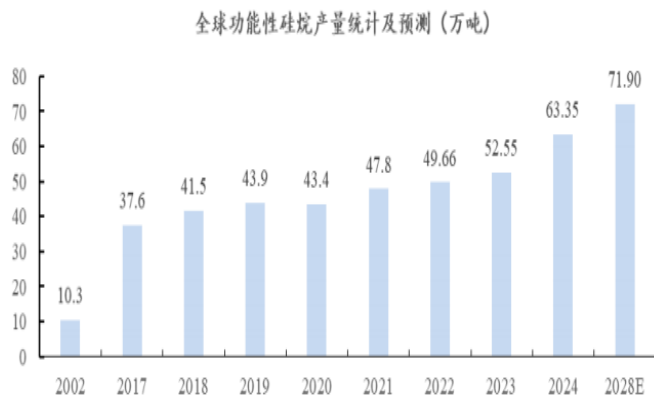
在我国，精细化工作为化学工业发展的战略重点之一，已被列入《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》等多项国家发展计划中。在国家政策和资金的支持及市场需求的引导下，我国精细化工行业呈现快速发展趋势。根据国家统计局、中研普华产业研究院数据，我国精细化工行业工业总产值由 2008 年的 1.27 万亿元增长至 2024 年的 6.5 万亿元，年均复合增长率达 10.74%；根据中国化工情报信息协会预测，预计 2027 年中国精细化工行业工业总产值将超过 11 万亿元，2024 年-2027 年复合增长率超 19.17%。

1. 功能性硅烷行业概况

硅烷交联剂属于精细化学品中的功能性硅烷，主要用于生产室温硅橡胶，属于有机硅密封胶和胶粘剂的第一大类产品。室温硅橡胶广泛应用于建筑建材、能源电力、电子以及新能源汽车等其他领域。硅烷交联剂产业的发展与下游行业发展密切相关。功能性硅烷可以作为无机材料和有机材料的界面桥梁或直接参与有机聚合材料的交联反应，从而大幅提高材料性能，主要应用于橡胶加工、复合材料、密封胶和胶粘剂、塑料加工、涂料及表面处理等领域。

根据 ACMI/SAGSI 统计，全球功能性硅烷产量从 2002 年的 10.30 万吨增长至 2024 年的 63.35 万吨，2002 年-2024 年复合增长率为 8.61%；预计到 2028 年全球功能性硅烷产量将达到 71.9 万吨，2024 年-2028 年复合增长率为 3.22%。

图8：全球功能性硅烷产量统计及预测



资料来源：ACMI/SAGSI、公司公告、中国银河证券研究院

图9：中国功能性硅烷产量统计及预测



资料来源：ACMI/SAGSI、公司公告、中国银河证券研究院

目前中国已成为全球最大的功能性硅烷生产与消费国，是全球功能性硅烷产能和产量的主要增长区域。根据 ACMI/SAGSI 统计，中国功能性硅烷产量从 2002 年的 1.50 万吨增长至 2024 年的 46.90 万吨，占同期全球总产量的 74.03%；预计到 2028 年中国功能性硅烷产量将达到 59.88 万吨，约占全球总产量的 83.28%，2024 年-2028 年复合增长率达 6.30%。

硅烷交联剂主要用于生产有机硅密封胶和胶粘剂中的室温硅橡胶。密封胶和胶粘剂按化学成分划分为聚氨酯类、环氧树脂类、有机硅类、丙烯酸类等，其中有机硅密封胶和胶粘剂按照硫化方式和硫化温度的差异，可以分为高温硅橡胶、室温硅橡胶和液体胶；室温硅橡胶按下游应用领域划分，主要应用于建筑建材、能源电力、电子以及新能源汽车等其他领域。

根据 ACMI/SAGSI 统计，2022 年全球密封胶和胶粘剂市场规模约为 553 亿美元，预计到

2027 年将达到 709 亿美元；2023 年中国密封胶和胶粘剂全年产量 810 万吨，预计到 2027 年将达到 1,230 万吨，2023 年-2027 年中国密封胶和胶粘剂产量规模的年复合增长率为 11.01%。

根据 ACMI/SAGSI 统计，2024 年我国室温硅橡胶行业内生产规模居前的主要企业总产能为 288.37 万吨/年，产量为 154.20 万吨；预计 2028 年产能将达到 365.4 万吨/年，产量将达到 216.7 万吨，2024 年-2028 年产能和产量的复合增长率分别为 6.10%和 8.88%。

图10：我国室温硫化硅橡胶产能和产量情况及预测



资料来源：ACMI/SAGSI、公司公告、中国银河证券研究院

图11：我国室温硅橡胶各下游领域市场规模



资料来源：ACMI/SAGSI、公司公告、中国银河证券研究院

由于室温硅橡胶在建筑建材、能源电力、电子等重点应用领域应用广泛，且具有显著优势，近年来市场需求持续增长，并逐步替代相关领域传统密封胶和胶粘剂的市场份额。根据 ACMI/SAGSI 统计及预测，2024 年中国室温硅橡胶市场规模 142.30 万吨，预计 2024-2028 年均复合增长率为 9.56%。

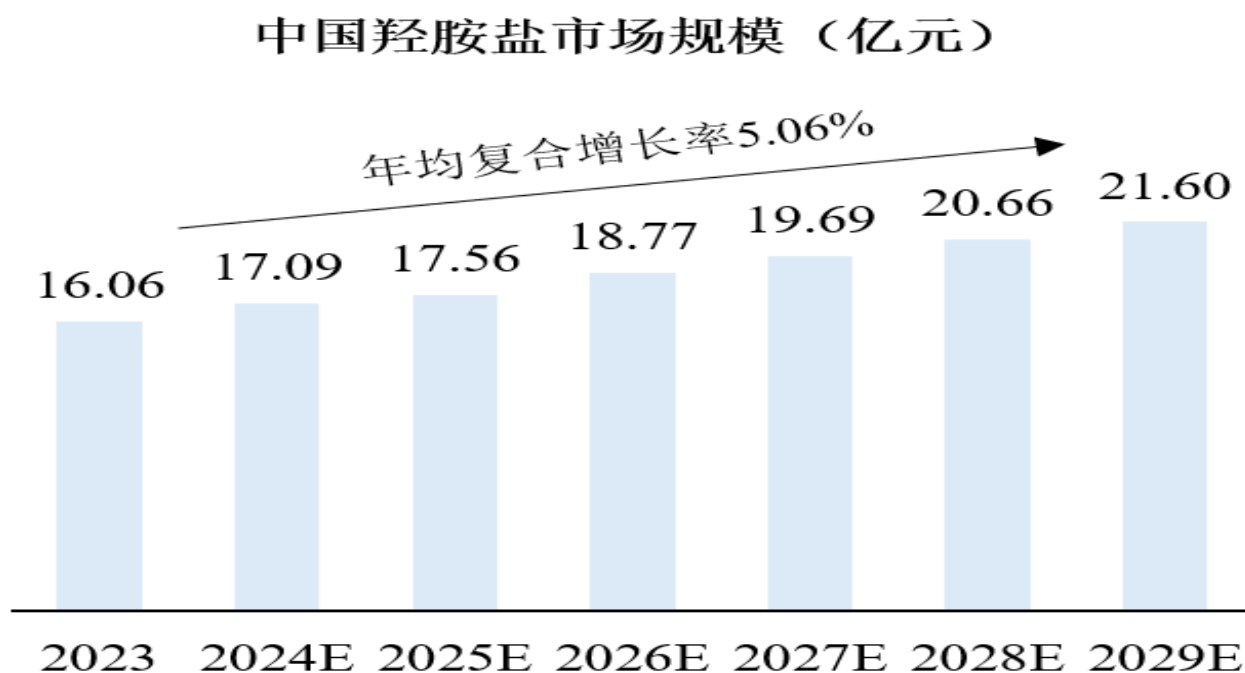
根据 ACMI/SAGSI 预测，2028 年中国室温硅橡胶消费量预计达 205 万吨，其中建筑建材领域消费占比 27.07%、能源电力领域消费占比 23.61%、电子领域消费占比 19.90%、新能源汽车等其他领域消费占比 29.41%。2024 年-2028 年室温硅橡胶在新能源汽车等其他领域、电子领域的市场需求增长较快，消费量年均复合增长率分别为 22.36%、7.28%；室温硅橡胶在能源电力、建筑建材领域的市场需求持续稳步增长。根据 ACMI/SAGSI 预测，室温硅橡胶在新能源汽车等其他领域消费量将从 2024 年的 26.90 万吨增长至 2028 年的 60.30 万吨，预计 2028 年新能源汽车等其他领域成为室温硅橡胶的第一大应用领域。

2. 羟胺盐产业发展情况

羟胺盐主要作为关键原料用于生产广谱高效低毒农药和抗菌药物、高效环保金属萃取剂、新型离子交换树脂和绿色环保型染料等。羟胺盐的衍生产品羟胺水溶液可作为清洗剂应用于芯片制造的刻蚀后清洗环节以及作为莱赛尔纤维生产过程中的稳定剂。

根据贝哲斯咨询预测，全球羟胺盐市场规模将由 2023 年的 27.14 亿元增长至 2028 年的 31.79 亿元，年均复合增长率为 3.21%。根据咨询机构 QY Research 数据，2023 年羟胺盐国内市场规模约 16.06 亿元，预测 2029 年市场规模达到约 21.60 亿元，2023 年-2029 年市场规模复合增长率为 5.06%。

图12：中国羟胺盐市场规模



资料来源：QY Research、公司公告，中国银河证券研究院

（二）竞争格局

境外硅烷交联剂生产企业主要为瓦克、信越化学等，产品从有机硅单体到硅油、硅橡胶、硅树脂均有布局，硅烷交联剂在其主营业务收入中占比相对较小。瓦克、信越化学等近年来随着国内竞争对手锦华新材、新蓝天和艾科维的快速发展，其国内市场占有率已大幅下降，仅保留特种、专用领域少量相关产品。我国硅烷交联剂主要生产企业为锦华新材、新蓝天和艾科维，市场集中度较高。公司为国内硅烷交联剂细分领域的龙头企业。根据 ACMI/SAGSI 统计数据并结合公司硅烷交联剂销量计算，2022 年、2023 年、2024 年公司硅烷交联剂的国内市场占有率分别为 27.85%、31.60%、38.16%，根据中国氟硅有机材料工业协会统计数据，2021 年、2022 年公司甲基三丁酮肟基硅烷、乙烯基三丁酮肟基硅烷的国内市场占有率均排名第一。目前公司羟胺盐产能大于上述国内主要竞争对手。

境外羟胺盐主要生产企业为巴斯夫、日本宇部等，以生产硫酸羟胺为主，产品主要销往印度。我国羟胺盐产业具有生产规模和生产成本优势，为全球羟胺盐的主要生产国和出口国，主要生产企业为锦华新材、艾科维、山东金安化工、圣安化工（835841.NQ）、宝源股份（837965.NQ）等，市场集中度较高。公司为国内羟胺盐细分领域的龙头企业。根据 QY Research 统计及预测并结合公司羟胺盐销量测算，2022 年、2023 年、2024 年公司羟胺盐国内市场占有率分别为 34.86%、33.21%和 42.37%，目前公司羟胺盐产能大于上述国内主要竞争对手。

表1：行业内主要企业及主营业务

企业简称	主营业务	主要产品及其应用领域
锦华新材	主营业务为酮肟系列精细化学品的研发、生产和销售，主要产品包括硅烷交联剂、羟胺盐、甲氧胺盐酸盐、乙醛肟等。	硅烷交联剂产品主要作为关键原料用于生产有机硅密封胶和胶粘剂，终端产品广泛应用于建筑建材、能源电力、电子以及新能源汽车等其他领域；羟胺盐产品主要用于生产广谱高效低毒农药、新型高效抗菌药物、高效环保金属萃取剂、新型离子交换树脂和绿色环保型染料；甲氧胺盐酸盐产品主要用于生产广谱高效低毒农药和新型高效抗菌药物；乙醛肟产品主要用于生产广谱高效低毒农药。

江瀚新材	主营业务为功能性有机硅烷及其他硅基新材料的研发，生产和销售。	主要产品为功能性硅烷，包括硅烷偶联剂和硅烷交联剂等，产品应用于复合材料、橡胶加工、塑料、粘合剂、涂料及表面处理等领域。
晨光新材	主营业务为从事功能性硅烷基础原料、中间体及成品的研发、生产和销售。	主要产品为乙烯基硅烷、环氧基硅烷、氨基硅烷、苯基硅烷、交联剂及中间体等，产品应用于复合材料、橡胶加工、胶黏剂、塑料、涂料及表面处理等领域。
新亚强	主营业务为有机硅精细化学品研发、生产及销售的高新技术企业。	主要产品为以六甲基二硅氮烷为核心的有机硅功能性助剂和苯基氯硅烷两大产品类别，六甲基二硅氮烷主要功能包括作为气相法白炭黑改性助剂用于生产高温硅橡胶、室温硅橡胶，作为医药基团保护剂用于药品合成，作为电子化学品用于半导体领域，终端应用领域涉及建筑、电力、电子、医药、半导体等。
联化科技	主营业务为精细化工和设备与工程服务。	主要产品包括农药中间体、医药中间体和其他精细与功能化学品。农药中间体产品应用于杀虫剂、除草剂和杀菌剂等农药的生产。
雅本化学	主营业务为从事创新农药中间体、医药中间体的研发、生产和销售。	主要产品可划分为农药中间体和医药中间体两大系列。农药中间体产品应用于杀虫剂、杀菌剂等农药的生产。
艾科维	主营业务为从事肟系列精细化工产品研发、生产和销售。	主要产品包括肟型硅烷、羟胺盐和基础肟化合物，肟型硅烷主要用于生产有机硅密封胶、胶粘剂；羟胺盐及基础肟化合物系列产品主要应用于新型材料、日用化工、植保、医药等领域。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表2：公司与同行业可比公司营业收入对比

公司名称	2024 年度（亿元）	2023 年度（亿元）	2022 年度（亿元）
江瀚新材	22.16	22.77	33.12
晨光新材	11.60	11.65	19.47
新亚强	7.21	6.75	11.34
联化科技	56.77	64.42	78.65
雅本化学	12.02	12.79	20.01
艾科维	7.49	6.84	6.56
锦华新材	12.39	11.15	9.94

资料来源：IFIND，中国银河证券研究院

（三）行业技术发展趋势

1.绿色循环技术

在国家不断倡导节能减排的背景下，行业技术发展的最重要趋势为绿色循环及产业链一体化技术，以及不断优化和升级绿色循环工艺，实现酮肟系列产品及其副产品的循环生产，减少生产工序，降低能源消耗、“三废”排放。

2.过程强化技术

应用超重力、微通道等过程强化技术进行酮肟系列产品生产，对传质和传热过程进行强化，提升生产反应速率，减少强放热体系传递影响和副反应，提高生产效率和安全性，降低能源消耗。

3.纯化分离技术

应用高效串联除杂创新工艺，以及耦合反应-分离、膜分离等创新技术进行酮肟系列产品生产，降低能耗，提升原料转化率，减少设备腐蚀，提高产品质量。

4.高效催化技术

应用新型催化剂，以及高效氧化合成、水解和置换反应等创新技术进行酮肟系列产品生产，强

化传质，提高原料单程转化率和产品质量，减少“三废”排放，降低物料消耗和能耗，避免生产过程中易爆杂质的产生，提高生产安全性。

(四) 相关政策

近几年，相关主管部门及行业协会制定了一系列与公司产品相关的产业支持政策，如《战略性新兴产业分类（2018）》及《工业战略性新兴产业分类目录（2023）》均明确将硅烷交联剂和偶联剂列入重点产品；《产业结构调整指导目录（2024 年本）》将高效、安全、环境友好的农药专用中间体、助剂等的开发与生产列为国家鼓励类产业；其他多项产业政策明确将精细化工、新型材料、功能性硅烷等行业作为未来科技与产业发展的方向。上述产业政策对行业发展提供了良好的制度和政策保障，为公司的经营发展带来积极影响。

表3：石油化工行业内的主要政策

文件名称	时间	颁布单位	主要涉及内容
《产业结构调整指导目录（2024 年本）》	2024 年 2 月	中华人民共和国国家发展和改革委员会	苯基氯硅烷、乙烯基氯硅烷等新型有机硅单体，苯基硅橡胶、苯基硅树脂及杂化材料的开发与生产等列为国家鼓励类产业；高效、安全、环境友好的农药新品种、新剂型、专用中间体、助剂的开发与生产，定向合成法手性和立体结构农药生产，生物农药新产品、新技术的开发与生产。
《工业战略性新兴产业分类目录（2023）》	2023 年 12 月	国务院第五次全国经济普查领导小组办公室	明确将硅烷交联剂和偶联剂、通用湿电子化学品（单剂）、功能湿电子化学品（混剂）及清洗剂列入重点产品。
《浙江省人民政府关于高质量发展建设全球先进制造业基地的指导意见》	2022 年 8 月	浙江省人民政府	突出专业化和差异化发展，实施“一群一策”，重点培育高端软件、集成电路、数字安防与网络通信、智能光伏、节能与新能源汽车及零部件、机器人与数控机床、节能环保与新能源装备、智能电气、高端船舶与海工装备、生物医药与医疗器械、现代纺织与服装、现代家具与智能家电、炼化化工、精细化工、高端新材料等 15 个千亿级特色产业集群。
《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	2022 年 3 月	工业和信息化部、国家发展和改革委员会等六部委	大力发展化工新材料和精细化学品；加快发展高端聚烯烃、电子化学品、工业特种气体、高性能橡塑材料、高性能纤维、生物基材料、专用润滑油脂等产品；提高化肥、轮胎、涂料、染料、胶粘剂等行业绿色产品占比。
《石油和化学工业“十四五”科技发展指南》	2021 年	中国石油和化学工业联合会	在精细与专用化学品领域，以解决催化技术、过程强化技术、两化融合技术等制约我国精细化工行业发展的共性关键技术为突破口，提升精细化工行业的整体技术水平。
《浙江省石油和化学工业“十四五”发展规划》	2021 年 4 月	浙江省经济和信息化厅	重点发展甲基苯基硅橡胶，加成型硅橡胶、无卤阻燃硅橡胶、高折光率 LED 封装硅橡胶，高导热阻燃电子灌封硅橡胶、高性能脱醇型等室温硫化硅橡胶，推广绿色、环保连续化有机硅偶联剂和交联剂生产技术，重点发展复合型硅烷，功能性和新官能基硅烷，绿色轮胎用新一代含硫硅烷等产品。
《战略性新兴产业分类（2018）》	2018 年 11 月	国家统计局	明确将硅烷交联剂和偶联剂、通用湿电子化学品（单剂）、功能湿电子化学品（混剂）及清洗剂列入重点产品。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

四、募投项目

公司本次公开发行拟募资 5.93 亿元，实际募集资金扣除发行费用后的净额全部用于公司的募投项目建设。

表4：公司拟投资项目（万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
1	60kt/a 高端偶联剂项目	50689.75	50689.75
2	500 吨/年 JH-2 中试项目	3058.18	2300.00
3	酮肟产业链智能工厂建设项目	6310.50	6310.50
合计		60058.43	59300.25

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（一）60kt/a 高端偶联剂项目

本项目拟投资 50,689.75 万元，新建硅烷偶联剂及功能性硅烷中间体生产装置、储存单元、公用工程设施等。项目建成后，公司将新增 3 万吨/年的硅烷偶联剂产能及 3 万吨/年的功能性硅烷中间体产能。本项目的产品可作为无机材料和有机材料的界面桥梁或者直接参与有机聚合材料的交联反应，从而大幅提高材料性能，主要用作生产复合材料、塑料、涂料和金属表面处理及建筑防水材料、橡胶等的重要助剂，主要应用于复合材料、塑料、涂料和金属表面处理及建筑防水材料、橡胶等其他功能性硅烷主要消费领域。

本项目新增的功能性硅烷中间体乙烯基三氯硅烷（A150），除用于生产本项目中的硅烷偶联剂主要产品外，还可以生产公司现有产品硅烷交联剂；本项目副产的氯化氢，可用于公司现有产品羟胺盐和甲氧胺盐酸盐的生产，实现产业链协同。本项目产品硅烷偶联剂、功能性硅烷中间体与公司现有主要产品硅烷交联剂同属于功能性硅烷，下游客户存在重叠，实现市场协同。

通过本项目的实施，有助于公司把握功能性硅烷尤其是硅烷偶联剂行业的发展机遇，扩大公司业务规模，巩固和提升公司行业地位。

表5：60kt/a 高端偶联剂项目投资预算

序号	总投资构成	投资额（万元）	比例
1	土建工程	7,098.35	14.00%
2	设备购置费	22,475.29	44.34%
3	安装工程	12,755.90	25.17%
4	工程建设其他费用	4,517.93	8.91%
5	预备费	2,342.28	4.62%
6	铺底流动资金	1,500.00	2.96%
合计		50,689.75	100.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）500 吨/年 JH-2 中试项目

本项目计划投资 3,058.18 万元，在公司现有厂区空地上新建羟胺水溶液（JH-2）中试厂房及装置，购置所需的各类设备、仪表等，对羟胺水溶液制备工艺、产品提纯工艺等课题进行研究，摸索反应条件，收集工程放大数据，为羟胺水溶液大规模产业化生产打下良好基础。

国内芯片行业和莱赛尔纤维的快速发展，将为羟胺水溶液带来旺盛的市场需求；本项目将有助于公司把握市场机遇，抢占市场份额，满足特种纤维、芯片等下游市场的发展需求。羟胺水溶液产

品对羟胺的纯度要求高，而高纯度羟胺的化学性质不稳定，较难以游离碱（即独立完整以碱的状态或结构存在）的形式存在，因此技术壁垒高、制备难度大。目前全球仅巴斯夫等少量外资厂商具有高纯度羟胺水溶液工业化生产能力，处于垄断地位，国内尚无工业化制备同类产品的企业。在国际环境及贸易政策瞬息变化的背景下，为突破瓶颈、补齐短板，实现关键产业的国产自主可控，羟胺水溶液国产化势在必行。本项目的建设，有助于公司掌握高纯羟胺水溶液的生产技术和能力，推动高纯羟胺水溶液产品国产化，提高公司市场地位，为公司进一步发展壮大奠定基础。本项目的实施，契合公司围绕上下游“强链、补链、延链”的发展思路和产业链布局，既能有效管控产品品质和成本，又能优化产品结构，实现更好的经济和环境效益，强化公司一体化生产的竞争优势。

表6：500 吨/年 JH-2 中试项目投资预算

序号	总投资构成	投资额（万元）	比例
1	土建工程	150.00	4.90%
2	设备购置费	1,840.00	60.17%
3	安装工程	580.00	18.97%
4	工程建设其他费用	268.10	8.77%
5	预备费	141.90	4.64%
6	铺底流动资金	78.18	2.56%
合计		3,058.18	100.00%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（三） 酮肟产业链智能工厂建设项目

本项目计划投资 6,310.50 万元，购置自动包装机、储罐、巡检机器人、仪表等设备以及相关管理软件等，对公司生产装置、公用工程系统、原材料和产品储存系统等进行智能化改造升级、“三零工程”迭代升级改造，实现提质增效，打造酮肟产业链智能工厂。

表7：酮肟产业链智能工厂建设项目投资概算

序号	总投资构成	投资额（万元）	比例
1	土建工程	800.00	12.68%
2	设备购置费	3,810.00	60.38%
3	安装工程	1,170.00	18.54%
4	工程建设其他费用	230.00	3.64%
5	预备费	300.50	4.76%
合计		6,310.50	100.00%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

本项目的实施，不仅有利于提升公司各生产装置和系统的本质安全，进一步提高人工效率。项目建成后，公司可以对整个生产运营过程进行实时数据采集、记录、分析，自动完成生产控制，减少手工操作，提高控制精度，有助于提高生产装置运行的平稳率，提升产品质量和生产效率，增强公司核心竞争力。

五、估值对比

根据公司招股说明书中的可比公司，从营业收入体量来看，公司整体业务规模偏小，和雅本化学和晨光新材相当，主要是由于同行业可比公司均已上市，能够借助资本力量推动业务规模扩张实现长期稳定发展；从毛利率水平来看，公司和联化科技接近；净利率居于可比上市公司的中游水平。从估值角度来看，可比公司估值差异较大，或因行业发展较快及不同公司营收规模、具体业务的差异所致。

考虑到公司长期围绕酮肟产业持续创新，产品不断丰富，技术逐步提升，产品的生产技术持续迭代升级，绿色循环产业链进一步完善，主要产品的产能和市场占有率大幅提升，客户涵盖国内外多家知名企业，可以持续关注公司。

表8：可比公司估值情况（截至 2025.09.12）

证券简称	证券代码	2024 年营业收入（亿元）	2024 年归母净利润（亿元）	销售毛利率（%）	销售净利率（%）	P/E（2024）	市值（亿元）
江瀚新材	603281.SH	22.16	6.02	34.33	27.17	15.60	99.87
晨光新材	605399.SH	11.60	0.41	14.84	3.53	101.31	43.12
新亚强	603155.SH	7.21	1.14	20.73	15.84	45.26	56.59
联化科技	002250.SZ	56.77	1.51	26.06	2.67	99.67	98.70
雅本化学	300261.SZ	12.02	-2.64	15.10	-21.97	-27.47	77.26
艾科维	874603.NQ	7.49	1.66	36.63	22.23	0.00	0.00
	可比公司均值	19.54	1.35	24.62	8.24	46.87	
锦华新材	920015.BJ	12.39	2.11	27.94	17.02		

资料来源：IFIND、中国银河证券研究院（备注：P/E 均值项不含艾科维）

六、风险提示

下游行业周期波动及市场需求下降的风险：公司主要从事酮肟系列精细化学品的研发、生产和销售，产品主要为用于生产室温硅橡胶、农药、医药、金属萃取剂、离子交换树脂和绿色环保型染料等的关键原料，与下游的建筑建材、能源电力、电子、新能源汽车等其他领域，以及农药、医药、金属萃取剂、离子交换树脂和绿色环保染料等行业的发展情况密切相关，受行业周期波动及市场需求变化影响较大，若公司部分产品部分下游行业长期处于下行周期或底部区域，将可能导致公司相关产品整体市场需求下降，进而导致公司经营业绩下滑。

市场竞争加剧风险：随着行业的发展，公司及部分竞争对手正在对相关产品进行扩产。如果公司所处行业未来的产能提升幅度，大于市场需求增速，将可能导致市场竞争加剧、行业利润率水平下降、公司相关产品销量或销售价格下降，进而对公司经营业绩造成不利影响。

技术流失风险：经过多年的经营和开发，公司在硅烷交联剂、羟胺盐及其他精细化工产品领域具备了较为深厚的技术积淀。公司的核心技术主要由公司技术研发团队通过长期的研发投入、行业实践和经验总结而形成，公司的核心技术和技术研发团队是公司核心竞争力的重要组成部分，也是公司持续发展的基础。如果公司核心技术泄密，或者不能对技术研发人员实行有效的激励和约束导致技术人员流失，可能会给公司带来直接或间接的经济损失。

图表目录

图 1: 公司的历史沿革..... 3

图 2: 公司的主要产品及下游应用 4

图 3: 公司股权结构..... 5

图 4: 2020-2024 年公司营业收入及增速 7

图 5: 2020-2024 年公司归母净利润及增速 7

图 6: 2020-2024 年公司毛利率及净利率 7

图 7: 2020-2024 年公司费用率..... 7

图 8: 全球功能性硅烷产量统计及预测 9

图 9: 中国功能性硅烷产量统计及预测 9

图 10: 我国室温硫化硅橡胶产能和产量情况及预测 10

图 11: 我国室温硅橡胶各下游领域市场规模 10

图 12: 中国羟胺盐市场规模..... 11

表 1: 行业内主要企业及主营业务 11

表 2: 公司与同行业可比公司营业收入对比..... 12

表 3: 石油化工行业内的主要政策 13

表 4: 公司拟投资项目（万元） 14

表 5: 60kt/a 高端偶联剂项目投资预算 14

表 6: 500 吨/年 JH-2 中试项目投资预算 15

表 7: 酮肟产业链智能工厂建设项目投资概算..... 15

表 8: 可比公司估值情况（截至 2025.09.12） 16

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

傅楚雄 北交所分析师。金融学硕士，浙江大学工学学士。2014 年加入银河证券研究院，2014 年-2016 年新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师团队成员。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10% 以上
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755chuying_yj@chinastock.com.cn