

公司研究

芳香族酮类产品龙头，技术及产业链优势显著

——新瀚新材（301076.SZ）首次覆盖报告

要点

公司是基于傅克反应的芳香族酮类产品龙头，技术及产业链优势显著。公司专注芳香族酮类产品研发、生产及销售，主要产品为特种塑料核心原料、光引发剂及化妆品原料等，产品品种规格齐全。同时，公司可以按照产品市场需求等因素合理安排产能，形成大品种专线生产与小品种柔性切换的新老产能搭配的生产格局，产业链优势明显。截至 24 年底，公司具备芳香酮类产品产能 9800 吨/年。

特种工程塑料核心原料主要为氟酮，其作为 PEEK 原材料需求空间广阔。氟酮是生产 PEEK 的主要原材料，公司与 PEEK 领域全球前三大生产商及国内领先的 PEEK 生产商均建立了长期合作关系。目前全球各 PEEK 生产企业持续扩张自身产能，有望充分拉动氟酮需求。经不完全统计，全球现有 PEEK 产能约 2.10 万吨/年，规划新增产能约 2050 吨/年。由于新增产能的爬坡需要时间，假设全球现有 PEEK 的产能利用率为 60%，每生产 1 吨 PEEK 需要消耗约 0.7-0.8 吨氟酮单体，由此计算得出全球氟酮市场需求量达 8820-10080 吨/年。待现有规划产能全部投产后，假设全球 PEEK 行业平均产能利用率提高至 80%，由此计算得出全球氟酮市场需求量预计将达 1.29-1.48 万吨/年。

光引发剂终端客户稳定，化妆品原料高端市场蓬勃发展。公司生产的 MBP、PBZ 及 ITF 等光引发剂是光固化涂料和油墨的关键组成部分。公司已与 IGM（艾坚蒙）等国内外光固化材料领域客户建立起稳定的合作关系。根据中国感光学会辐射固化专业委员会等统计，我国光引发剂产值由 18 年的 31.1 亿元增至 23 年的 45.9 亿元，CAGR 为 8.1%。公司主要产品 HAP 主要应用于中高端化妆品，HAP 最初作为医药中间体制作利胆药，后来逐步作为功能性原料用于化妆品生产中。GMI 预计到 28 年，全球新型化妆品防腐剂市场规模将超过 6.4 亿美元。

轻量化产业趋势下氟酮需求空间广阔，募投项目打开公司增量空间。公司现有的技术具备独创性，是公司的核心竞争力。公司下游客户广泛覆盖国内外著名上市公司，现有业务稳步发展。同时，公司氟酮等产品品类具备广阔的需求增量空间，且募投项目的达产将进一步扩大主营产品生产量，未来业绩有所保障。具体来看，伴随低空经济及机器人的发展，PEEK 作为性能极佳的轻量化材料，其需求有望大幅提振，从而带动其原材料氟酮需求的提升。公司 IPO 募投项目，即年产 8,000 吨芳香酮及其配套项目预计在 25 年 12 月完全建成达产。此外，公司还布局有多种可运用于医药、农药等领域的精细化工中间体，成长空间显著。

盈利预测、估值与评级：公司专注基于傅克反应的芳香族酮类产品研发、生产及销售。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.79、0.85、1.00 亿元，折算 EPS 分别为 0.45、0.49、0.57 元/股。公司新产能投放在即，未来业绩有望高速增长，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期、客户验证、新增产能爬坡进度不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	435	419	461	522	591
营业收入增长率	9.37%	-3.66%	9.94%	13.10%	13.25%
归母净利润（百万元）	93	56	79	85	100
归母净利润增长率	-12.72%	-40.04%	40.38%	8.22%	17.85%
EPS（元）	0.69	0.42	0.45	0.49	0.57
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.38%	4.88%	6.48%	6.65%	7.37%
P/E	75	125	116	107	91
P/B	6.3	6.1	7.5	7.1	6.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-30，2023 年年末、2024 年年末公司总股本为 1.35 亿股，2025 年及以后公司总股本为 1.75 亿股。

增持（首次）

当前价：52.13 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：胡星月

执业证书编号：S0930524070016

010-56513142

huxingyue@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.75
总市值(亿元):	91.16
一年最低/最高(元):	13.61/66.36
近 3 月换手率:	700.13%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-19.00	51.74	242.29
绝对	-17.65	66.08	258.26

资料来源：Wind

目 录

1、芳香族酮类产品龙头，业务稳健发展	4
1.1 专注布局芳香族酮类产品，产品品种规格齐全	4
1.2 股权结构稳定清晰，实控人持股比例较高	5
1.3 产品均基于傅克反应，产业链一体化优势明显	7
1.4 三大业务稳步发展，各项财务指标稳健	7
2、氟酮是 PEEK 核心原材料，公司前瞻布局产能优势显著	10
2.1 公司特种工程塑料核心原料业务的核心是氟酮，核心技术构筑护城河	10
2.2 氟酮为 PEEK 的关键生产原料，公司是核心供应商	11
2.3 PEEK 应用领域广泛前景广阔，充分提振氟酮需求	12
3、光引发剂差异化布局，化妆品原料高端市场蓬勃发展	13
3.1 光引发剂：光固化材料中的核心组成部分，终端客户稳定	13
3.2 化妆品原料：HAP 是功能性化妆品原料，高端应用市场蓬勃发展	16
4、轻量化产业趋势下氟酮需求空间广阔，募投项目打开增量空间	19
4.1 低空经济叠加机器人的轻量化产业趋势下，PEEK 及氟酮的需求有望充分带动	19
4.2 深化海内外客户连接，募投项目有望打开增量空间	20
4.3 技术创新是核心竞争力，高度重视环保和安全生产	22
4.4 布局多种医药、农药等领域的精细化工中间体，未来成长空间显著	23
5、盈利预测与估值	25
6、投资建议	27
7、风险分析	28

图目录

图 1: 公司股权结构图	6
图 2: AlCl_3 催化 Friedel-Crafts 烷基化、酰基化反应的机理	7
图 3: 公司 2018-2025 年 H1 营业收入	8
图 4: 公司 2018-2025 年 H1 归母净利润	8
图 5: 2025 年 H1 公司营收结构	8
图 6: 2025 年 H1 公司毛利结构	8
图 7: 公司 2018 年-2025H1 毛利率	9
图 8: 公司 2018 年-2025H1 期间费用率	9
图 9: 公司 2018 年-2025H1 资产负债率	9
图 10: 公司 2018 年-2025H1 经营活动现金净流量	9
图 11: 傅克酰基化法、傅克烷基化水解法制备氟酮	10
图 12: PEEK 的合成方法示意图	11
图 13: 2018-2022 年国内氟酮均价 (万元/吨)	12
图 14: 公司主要光引发剂品种的结构式	14
图 15: 光引发剂产业链	15
图 16: 我国光引发剂产值规模	16
图 17: HAP 分子式	16
图 18: 公司 HAP 产品产业链	17
图 19: 2018-2028 年全球化妆品市场规模及预测	17
图 20: 部分具有防腐功效的成分在我国成人化妆品中使用	19
图 21: 我国化妆品中常用替代性防腐成分使用情况	19
图 22: 公司主要产品及主要客户示意图	21
图 23: 公司部分医药、农药等领域的精细化工中间体产品的结构式	24

表目录

表 1: 公司主要产品及其下游应用领域	4
表 2: 公司非独立董事、监事、高管及其他核心人员履历	6
表 3: 氟酮等主要原材料在中研股份主要 PEEK 产品中的成本占比	11
表 4: 国内主要氟酮供应商	11
表 5: PEEK 材料在终端应用领域的典型产品类型	12
表 6: 全球主要 PEEK 生产商产能情况	13
表 7: 部分具备光引发剂布局的上市公司及其产品	15
表 8: PEEK 的主要特性	20
表 9: 募投项目年产 8,000 吨芳香酮及其配套项目具体产品方案	21
表 10: 公司核心技术基本情况	22
表 11: 公司与国内同行业可比公司的技术路线存在差异	23
表 12: 新瀚新材关键项目预测 (万元)	26
表 13: 新瀚新材可比公司估值	27

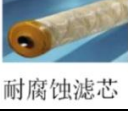
1、芳香族酮类产品龙头，业务稳健发展

1.1 专注布局芳香族酮类产品，产品品种规格齐全

江苏新瀚新材料股份有限公司成立于 2008 年 7 月，注册资本 13452.4 万元，前身为江苏新瀚有限公司。2015 年 5 月，江苏新瀚有限公司整体变更为股份有限公司。2015 年 12 月，公司在全国中小企业股份转让系统正式挂牌。2021 年 10 月，公司在深交所上市。公司主要产品包括二苯甲酮系列、苯乙酮系列以及其他芳香族酮类产品数十种，产品广泛应用于医药、农药、化妆品、香精香料、电子化学品、紫外线吸收剂、特种工程塑料单体等多领域，出口欧美日韩及东南亚地区。公司中长期发展目标是成为一家世界领先的精细化工企业及世界傅克反应主要生产基地之一，未来公司仍将专注于芳香族酮类产品的研发、生产和销售，在稳固国际市场的同时进一步开拓国内市场，成长为中国领先的特种化学品生产商和出口商。

公司主营业务为芳香族酮类产品的研发、生产和销售。自设立以来，公司专注芳香族酮类产品研发、生产及销售，经过十余年发展，公司产品品类不断丰富，产品品种规格齐全，已拥有特种塑料核心原料、光引发剂及化妆品原料等多种系列产品的研发、生产及销售能力。公司特种工程塑料核心原料产品主要用于特种工程塑料 PEEK 的生产，光引发剂产品可用于制备光固化涂料和油墨，化妆品原料的主要产品具有抗氧化、舒缓、乳液稳定等多重功效，可用于调配化妆品。截至 2024 年底，公司具备芳香酮类产品（特种工程塑料核心原料、光引发剂、化妆品原料及其他类产品）产能 9800 吨/年，2024 年产能利用率为 65%，在建有年产 8000 吨芳香酮项目二期工程三车间（2400 吨/年），预计将于 2025 年 12 月建成。

表 1：公司主要产品及其下游应用领域

主要品类	核心产品	应用领域	具体终端应用
特种工程塑料核心原料	DFBP	1) 为新一代特种工程塑料聚醚醚酮（PEEK）的关键原材料，PEEK 具有耐热等级高、冲击强度高、耐磨性和耐疲劳性、耐辐射、耐化学药品、阻燃等特点，广泛应用于航空航天、汽车制造、IT 制造、医疗、工业等领域 2) 亦可作为医药中间体用于生产脑血管扩张药物“氟苯桂嗪”、治疗老年性精神痴呆症的新药“都可喜”等药物	 飞机轮毂罩  吊架整流罩  控制系统叶轮  波音787卡箍  A350管道  雷达天线罩  传动齿轮  轴承  电气连接器  接插件  晶圆接触件  人造软骨  牙冠  密封环  耐磨管路内衬  耐腐蚀滤芯

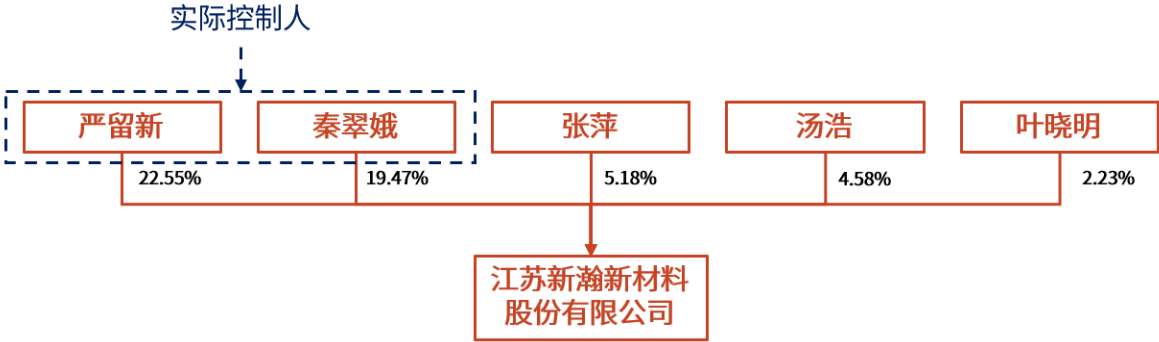
光引发剂	MBP、PBZ、ITF	作为光引发剂，用于制备光固化涂料和油墨，具有环境友好、生产高效、相对节能等特性，应用于香烟、食品包装的印刷、电器/电子涂装、装修建材涂装、汽车涂装及机器设备涂装等领域	 烟包印刷油墨  食品包装印刷油墨  PCB印刷油墨  电子喷涂涂料  内外墙UV涂料  UV底漆、UV面漆  机械设备漆
化妆品原料	HAP	1) 作为更加安全的原料，具有安全、无毒的特性，用于抗氧化、舒缓以及促进防腐，应用于中高端面霜、面膜等化妆品；2) HAP 具有清利湿热，利胆退黄的作用，亦可作为医药中间体生产利胆药物	 SK-II  Lancôme  ISOMERS  LANCÔME GÉNIFIQUE YEUX

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

1.2 股权结构稳定清晰，实控人持股比例较高

公司股权结构稳定清晰，严留新、秦翠娥夫妇为公司控股股东及实控人。截至 25 年中报发布之日，严留新先生直接持有公司 22.55% 股权，秦翠娥女士直接持有公司 19.47% 股权，两者为夫妻关系，是公司的实际控制人，两者合计直接持有公司 42.02% 股权。此外，张萍、汤浩、叶晓明分别直接持有公司 5.18%、4.58% 和 2.23% 的股权。

图 1：公司股权结构图



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2025 年半年报

表 2：公司非独立董事、监事、高管及其他核心人员履历

姓名	职务	学历及专业	简历
严留新	董事长、总经理、核心技术人员	本科，化学工程	1994 年 9 月至 1996 年 3 月任江苏省激素研究所研发员；1996 年 4 月至 1999 年 4 月任南京宏大生物化工工程有限公司销售经理；1999 年 5 月至今任常州市金坛花山化工厂投资人；2004 年 10 月至今任常州花山化工有限公司董事长；2006 年 2 月至 2015 年 8 月任常州花山化工有限公司总经理；2008 年 8 月至 2015 年 7 月任江苏新瀚有限公司董事长、总经理；2012 年 9 月至 2015 年 8 月任南京卓创高性能新材料有限公司总经理；2014 年 6 月至 2015 年 8 月任常州创赢新材料科技有限公司总经理；2014 年 6 月至今任常州创赢新材料科技有限公司执行董事；2015 年 8 月至今任公司董事长、总经理。
秦翠娥	董事	本科，生物化学	1994 年 9 月至 1995 年 9 月任江苏省激素研究所研发员；1995 年 10 月至 1998 年 12 月任江苏晨风集团外贸员；1999 年 5 月至 2004 年 11 月任常州市金坛花山化工厂部门负责人；2004 年 12 月至今任常州花山化工有限公司董事；2008 年 6 月至 2015 年 7 月任江苏新瀚有限公司董事、副总经理；2012 年 9 月至 2019 年 5 月任南京卓创高性能新材料有限公司董事；2015 年 8 月至今任江苏新瀚新材料股份有限公司董事、副总经理；2015 年 8 月至 2017 年 7 月、2018 年 1 月至 2022 年 7 月任公司董事会秘书；2019 年 9 月至今任湖北联昌新材料有限公司董事。
严留洪	董事	中专	1986 年 9 月至 2004 年 9 月先后任金坛市岸头建筑工程有限公司职工、技术员、项目经理；2004 年 10 月至 2010 年 12 月任常州花山化工有限公司物流部经理；2006 年 2 月至今任常州花山化工有限公司监事；2011 年 1 月至 2015 年 7 月先后任江苏新瀚有限公司工程部负责人、副总经理；2012 年 9 月至 2019 年 5 月任南京卓创高性能新材料有限公司监事；2015 年 8 月至今任公司副总经理；2018 年 2 月至今任公司董事。
陈年海	董事、核心技术人员	本科，化学工程	1994 年 9 月至 2003 年 2 月任金坛市明珠稀土厂生产厂长；2003 年 3 月至 2014 年 4 月任常州花山化工有限公司生产部副部长；2014 年 5 月至 2015 年 7 月任江苏新瀚有限公司生产部副部长；2015 年 8 月至今任公司董事、生产部副部长。
李国伟	董事	大专，计量检测	1994 年 9 月至 1998 年 5 月任金坛钢瓶厂职工；1999 年 9 月至 2004 年 11 月任常州市金坛花山化工厂生产部部长；2004 年 12 月至 2020 年 1 月任常州花山化工有限公司总经理；2014 年 9 月至 2019 年 1 月先后任常州创赢新材料科技有限公司副总经理、总经理；2015 年 8 月至今任公司董事；2019 年 1 月至今任公司生产部副部长。
李翔飞	董事、董事会秘书	本科学历，历史学、管理学双学位	2010 年 9 月至 2011 年 9 月任天健会计师事务所审计助理；2011 年 10 月至 2015 年 4 月任天职国际会计师事务所审计员、项目经理；2015 年 5 月至 2018 年 2 月任中泰证券股份有限公司江苏分公司投行部高级经理；2018 年 3 月至 2021 年 8 月任瀚华资本投资管理有限公司资深投资经理；2021 年 9 月至 2021 年 12 月任中泰证券股份有限公司投资银行总部业务副总裁；2022 年 1 月至 2022 年 7 月任公司证券事务部部长；2022 年 7 月 15 日至今任公司董事会秘书；2024 年 11 月 12 日至今任公司董事。
张海娟	监事会主席	硕士，无机化学	2011 年 8 月至 2015 年 8 月任江苏新瀚有限公司研发部研发主管；2015 年 8 月至今任公司研发部研发主管、监事会主席。
王雅蓉	监事	本科，计算机信息管理	2014 年 7 月至 2016 年 7 月任公司行政专员；2016 年 8 月至今任公司内审专员；2020 年 8 月至今任公司党支部书记；2023 年 3 月 10 日至今任公司监事。
任可馨	职工代表监事	大专，旅游英语	2012 年 6 月至 2013 年 7 月就职于上海雅居万豪酒店；2014 年 1 月至 2015 年 1 月就职于江苏先特信息服务有限公司；2015 年 5 月至 2018 年 12 月就职于富乐（南京）化学有限公司；2021 年 4 月至今就职于公司人事行政部，担任行政专员；2022 年 12 月 2 日至今任职工代表监事。
王忠燕	财务总监	大专，会计	1993 年 12 月至 1997 年 5 月任金陵印刷厂财务会计；1997 年 5 月至 2005 年 12 月任南京京扬包装厂财务科长；2006 年 1 月至 2007 年 2 月任南京森泰化学科技有限公司财务科长；2007 年 3 月至 2010 年 12 月任江苏久吾高科技股份有限公司财务主管；2011 年 1 月至 2015 年 7 月任新瀚有限财务部长；2014 年 9 月至 2015 年 7 月任江苏新瀚有限公司工会主席；2015 年 8 月至今任公司财务总监、工会主席。
汤浩	副总经理、核心技术人员	本科，化学工程	1994 年 10 月至 1996 年 8 月任南京保丰农药厂技术科科长；1996 年 9 月至 1999 年 10 月任南京剑桥化工有限公司生产部技术厂长；1999 年 11 月至 2003 年 1 月任南京科思化工有限公司生产部副总经理；2000

年 1 月至 2003 年 1 月任南京联侨生物科技有限公司生产部总工程师；2003 年 2 月至 2004 年 11 月任金坛花山副总经理；2004 年 12 月至 2010 年 12 月任常州花山生产部副总经理；2005 年 10 月至 2015 年 11 月，任北伦科技执行董事、总经理；2006 年 3 月至 2016 年 3 月任 LIANJI CHEMICAL CO., LTD 董事长；2009 年 1 月至 2015 年 7 月，任江苏新瀚有限公司生产部副总经理；2015 年 8 月至今任公司副总经理。

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

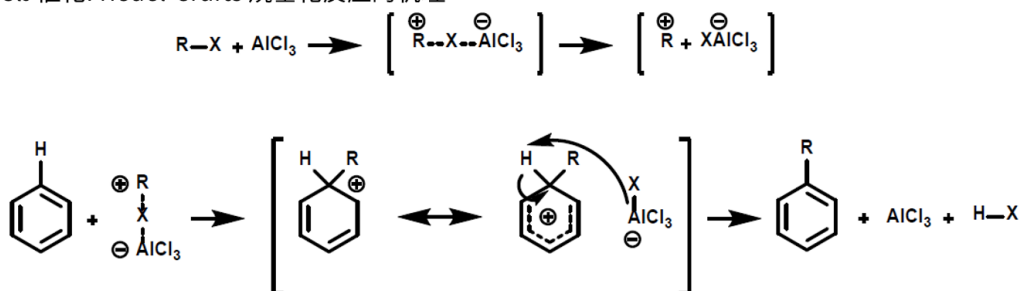
1.3 产品均基于傅克反应，产业链一体化优势明显

公司芳香族酮类产品的生产工艺均基于傅克反应。傅克反应是一种基础的反应类型，可用于制备烷基烃和芳香酮，主要分为烷基化反应和酰基化反应两类，是芳香烃在无水 AlCl_3 或无水 FeCl_3 等催化剂作用下，苯环上的氢原子被烷基和酰基所取代形成烷基烃和芳香酮的一种反应。

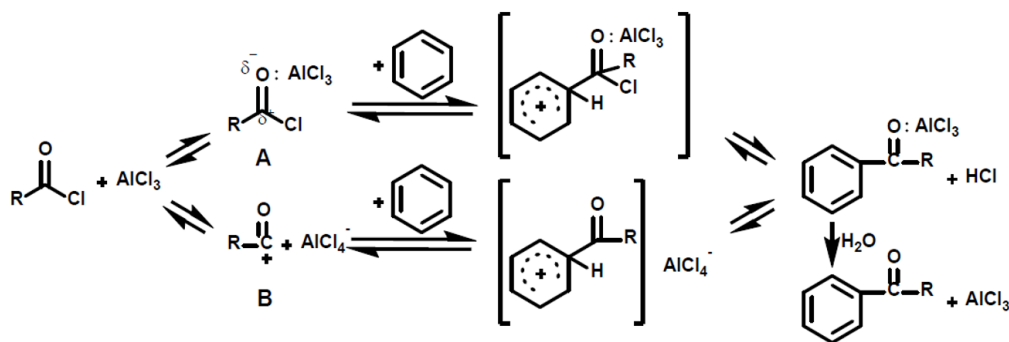
公司产品品种规格齐全，现已形成大品种专线生产与小品种柔性切换的新老产能搭配的生产格局。目前国内生产芳香族酮类产品的大多数企业生产规模较小，且多数仅能生产个别或少部分产品，产品线单一，产品质量稳定性较差。公司掌握了芳香族酮类产品的核心生产工艺，其生产线可以基于傅克反应生产各类芳香族酮类产品，产品品种规格齐全。此外，公司可以按照产品市场需求等因素合理安排产能，形成大品种专线生产与小品种柔性切换的新老产能搭配的生产格局，以提高生产效率，产业链优势明显。

图 2： AlCl_3 催化 Friedel-Crafts 烷基化、酰基化反应的机理

AlCl_3 催化 Friedel-Crafts 烷基化反应的机理



AlCl_3 催化 Friedel-Crafts 酰基化反应的机理



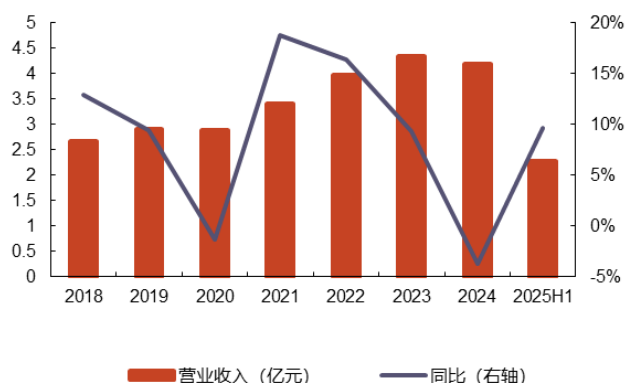
资料来源：《氧化物基固体酸催化剂在 Friedel-Crafts 反应中的应用》（卢皓玉等），光大证券研究所整理

1.4 三大业务稳步发展，各项财务指标稳健

18-23 年公司营收稳步增长，24 年受产品价格下跌影响净利润下滑，25 年 H1 净利润同比上涨。2018-2023 年期间，公司营收基本保持稳步增长的态势，对应营收由 2.67 亿元增长至 4.35 亿元，对应 CAGR 约为 10.3%。2024 年，受上游原材料价格进一步下调及行业竞争加剧的影响，公司产品售价在 2023 年度价格的基础上亦有不同程度的进一步下调，公司营业收入、归母净利润同比有所下降。2024 年公司实现营业收入 4.19 亿元，同比下降 3.66%，实现归母净利润 0.56 亿元，同比下降 40.04%。2025 年 H1，公司产品销量持续增长，实现营业

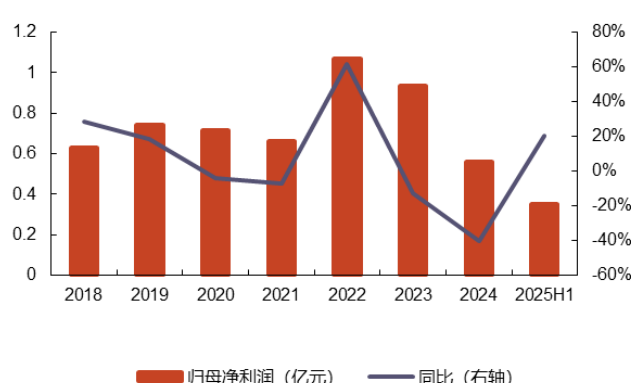
收入 2.29 亿元,同比增加 9.66%;实现归母净利润 0.35 亿元,同比增加 20.40%。后续来看,随着公司 IPO 募投项目的陆续投产放量,公司营收及归母净利润有望重回增长通道。

图 3: 公司 2018-2025 年 H1 营业收入



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

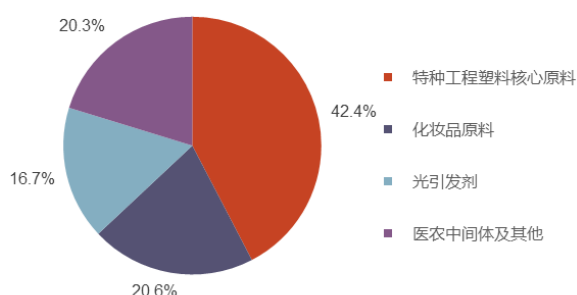
图 4: 公司 2018-2025 年 H1 归母净利润



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

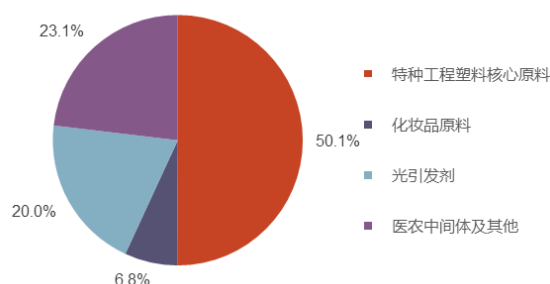
特种工程塑料核心原料是公司营收及毛利主要来源。公司的营业收入主要来自特种工程塑料核心原料, 25 年 H1 公司特种工程塑料核心原料、化妆品原料、光引发剂、医农中间体及其他的营收占比分别为 42.4%、20.6%、16.7%和 20.3%。毛利方面, 四者的毛利占比分别为 50.1%、6.8%、20.0%和 23.1%。

图 5: 2025 年 H1 公司营收结构



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 6: 2025 年 H1 公司毛利结构



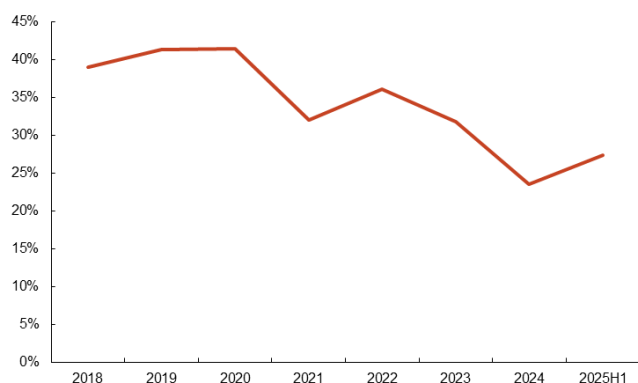
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

24 年公司毛利率同比下降 8.3pct, 25H1 毛利率回升至 27.3%。24 年公司毛利率为 23.49%, 同比下降 8.3pct, 一方面由于公司募投项目的一、二车间于 23 年年中陆续完工转固, 产能尚处于爬坡阶段, 固定成本及相关房屋、机器设备折旧摊销费用较高, 对产品毛利率水平构成不利影响; 另一方面由于原材料价格下跌及市场竞争加剧等因素影响, 公司产品价格下降。25H1 公司毛利率回升至 27.3%, 主要是公司产能利用率提升, 单位产品分摊的固定成本有所下降所致。

公司费用率整体保持稳定, 研发投入和技术创新持续进行。2025 年 H1 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.2%、7.8%、3.8%、-0.8%, 同比分别变动-1.6、+0.9、+0.01、+3.2pct, 其中销售费用率下行主要是公司去年同期加强市场拓展, 支付的海外市场产品认证服务费所致, 管理费用率上行主要是投入的安全及环保费用增加所致, 财务费用提升主要是公司收到的利息收入减少所致。同时, 公司持续进行研发投入和技术创新, 25H1 公司研发费用率上行, 公

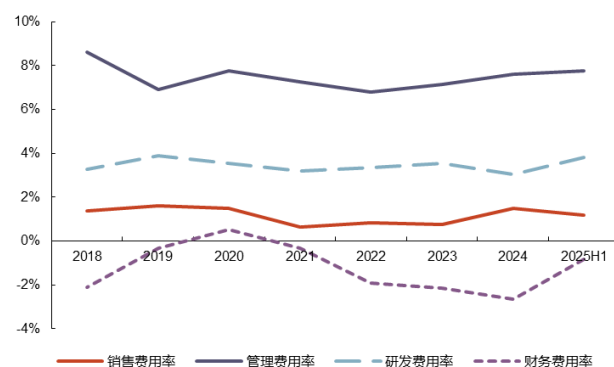
司特种工程塑料核心原料 DFBP、光引发剂 ITF、化妆品原料 HAP、MAP 均被江苏省科学技术厅认定为高新技术产品。

图 7：公司 2018 年-2025H1 毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

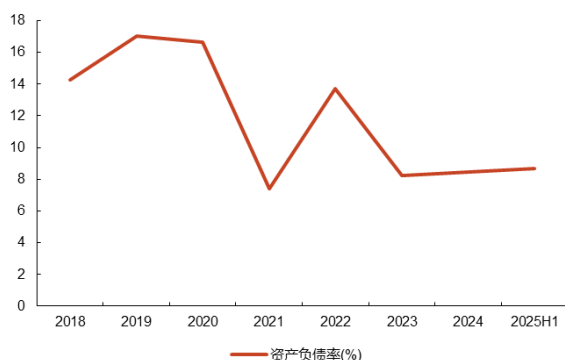
图 8：公司 2018 年-2025H1 期间费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

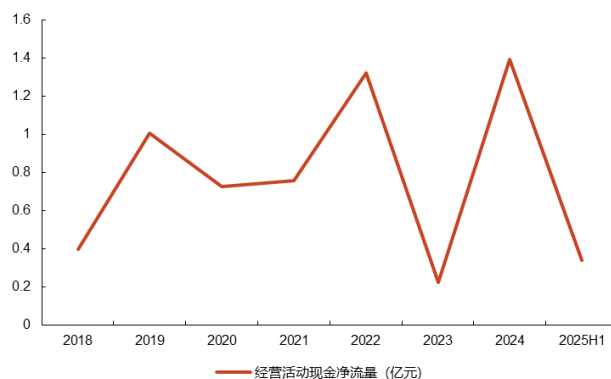
公司资产负债率维持在较低水平，24 年经营活动现金净流量同比增加，25H1 同比下降。18 年以来，公司资产负债率维持在较低水平，18 年-25H1 公司的资产负债率在 7%-17% 的区间内，短期偿债压力较小。经营活动现金净流量方面，24 年公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期增加 525.70%，主要是公司加大销售力度，降低存货库存，购买商品及接受劳务支付现金减少较多所致。25H1 公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期下降 51.0%，主要是上年同期销售商品收到的现金及收到的税收返还较多所致。

图 9：公司 2018 年-2025H1 资产负债率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 10：公司 2018 年-2025H1 经营活动现金净流量



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2、氟酮是 PEEK 核心原材料，公司前瞻布局产能优势显著

2.1 公司特种工程塑料核心原料业务的核心是氟酮，核心技术构筑护城河

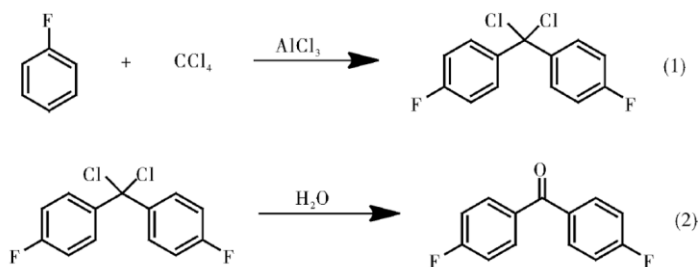
公司特种工程塑料核心原料业务板块的核心产品为氟酮。4,4'-二氟二苯甲酮（以下简称“DFBP”或“氟酮”），是生产PEEK的主要原材料，亦可作为医药中间体用于生产脑血管扩张药物“氟苯桂嗪”、治疗老年性精神痴呆症的新药“都可喜”等药物。公司作为行业内较早从事DFBP研发、生产的芳香酮产品生产商，具备较强的产品研发能力。

傅克酰基化法是目前国内氟酮主流的工业化路线。傅克酰基化法是目前国内DFBP主流的工业化路线，该方法以氟苯和对氟苯甲酰氯为原料，在无水三氯化铝催化作用下，通过傅克酰基化反应得到DFBP。该法具有合成收率高，产品纯度好等优点。但是，一方面，对氟苯甲酰氯仍较难获得，其市场价格仍然较高且供应紧张，导致合成成本难以有效降低；另一方面，以 $AlCl_3$ 作为傅克反应催化剂会产生大量含铝废水。

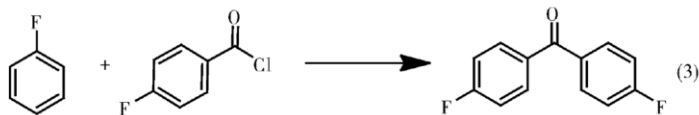
傅克烷基化水解法亦可以制备氟酮，但该工艺基本上已被淘汰。傅克烷基化水解法具有主要原料易得、反应条件温和易控制、合成路线短、收率较高、生产成本低等优点，但是，一方面，产成品中会含有大量同分异构体 2,4'-二氟二苯甲酮，另一方面，原料四氯化碳对大气臭氧具有严重破坏作用，现已被蒙特利尔公约限制使用，此外，以 $AlCl_3$ 作为傅克反应催化剂会产生大量含铝废水。

图 11：傅克酰基化法、傅克烷基化水解法制备氟酮

傅克烷基化水解法制备DFBP



傅克酰基化法制备DFBP



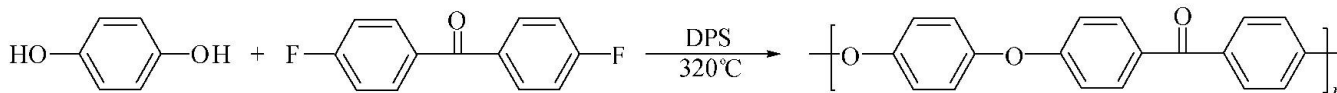
资料来源：《4,4'-二氟二苯甲酮的研究进展》（王凯等），光大证券研究所整理

公司通过酰基傅克反应制备氟酮，并利用核心技术简化生产步骤，提升产品纯度。公司采用新型薄膜蒸发技术，可以有效除去粗品中的金属离子、无机盐等杂质，避免高温精馏时可能会造成的焦化现象。另外，公司采用分步结晶技术简化了精制步骤，有效分离除去异构体，避免了精制过程中使用大量有机溶剂，简化了流程，在稳定产品质量的同时实现产能的显著提升。

2.2 氟酮为 PEEK 的关键生产原料，公司是核心供应商

氟酮为 PEEK 的关键生产原料。PEEK 的传统合成方式是基于亲核取代反应，以二苯砜为溶剂，并以 DFBP 和对苯二酚为聚合单体，在碳酸钠/碳酸钾的催化下，通过缩聚反应合成的。该聚合反应属于高温聚合反应，最终的反应温度可以达到 300℃ 以上。DFBP 的纯度、品质将直接影响 PEEK 的生产加工、应用范围。

图 12：PEEK 的合成方法示意图



资料来源：《聚芳醚酮树脂的分子设计与合成及性能》（庞金辉等），光大证券研究所整理

注 1：图中 DPS 指代溶剂二苯砜；注 2：反应过程中还需加入部分碱金属催化剂，如碳酸钠、碳酸钾等。

氟酮在 PEEK 树脂中的成本占比可达 50%。在 PEEK 合成所需的各类原料中，氟酮是最关键的原材料，其纯度、品质将直接影响 PEEK 的产品质量。按照一般化学反应原理及行业生产经验计算，每生产 1 吨 PEEK 需要消耗约 0.7-0.8 吨氟酮单体。根据中研股份招股说明书，在其 PEEK 纯树脂粗粉的生产中，氟酮约占据了 52.8% 左右的成本（以 2021 年为基准测算，下同），另一聚合单体对苯二酚则仅占据了 14.3% 左右的成本。对于 PEEK 纯树脂颗粒、PEEK 纯树脂细粉、PEEK 复合增强树脂等产品而言，虽然相对于 PEEK 纯树脂粗粉还需要额外的加工成本，但是氟酮在其生产成本中的占比仍然较高，对应占比范围在 39.4%~51.1%。

表 3：氟酮等主要原材料在中研股份主要 PEEK 产品中的成本占比

主要原材料	纯树脂颗粒	纯树脂细粉	纯树脂粗粉	复合增强系列
氟酮	51.07%	47.13%	52.75%	39.36%
对苯二酚	13.81%	12.75%	14.27%	10.64%
碳酸钠	1.18%	1.09%	1.22%	0.91%
碳纤维、玻璃纤维、PTFE	-	-	-	约 20%

资料来源：中研股份招股说明书，光大证券研究所整理，注：本表数据以 2021 年为基准进行测算

公司是全球主要 PEEK 企业的 DFBP 核心供应商。从全球角度来讲，氟酮供应商主要集中在国内，海外方面除威格斯有部分自有产能外，印度也有一家企业具备氟酮的供应能力。2023 年以前，国内氟酮供应商主要为营口兴福和新瀚新材，其中营口兴福的氟酮产能为 2000 吨/年；2023 年 5 月，中欣氟材新增 5000 吨/年氟酮产能；公司的芳香酮（包括氟酮）的产能为 9800 吨/年，年产 8000 吨芳香酮项目二期工程三车间（2400 吨/年）预计将于 2025 年 12 月建成，年产 8000 吨芳香酮项目包含 2,500 吨/年氟酮，已获得海内外厂商的认证并批量供货。公司是全球主要 PEEK 企业的 DFBP 核心供应商，与 PEEK 领域全球前三大生产商 VICTREX（威格斯）、SOLVAY（索尔维）、EVONIK（赢创）及国内领先的 PEEK 生产商中研股份、吉大特塑及鹏孚隆均建立长期合作关系。

表 4：国内主要氟酮供应商

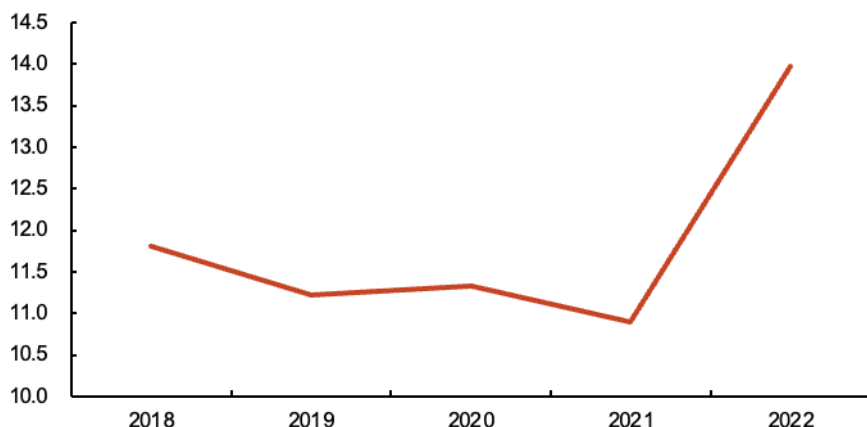
企业名称	氟酮产能（吨/年）	备注
营口兴福	2,000	营口兴福氟酮产能于 2018 年建成
新瀚新材	9800 吨/年芳香酮产能（含氟酮）	年产 8000 吨芳香酮项目新增的 2500 吨氟酮已获得海内外厂商的认证并批量供货
中欣氟材	5,000	于 2023 年 5 月进入试生产

资料来源：中研股份招股说明书，新瀚新材公告，中欣氟材公告，光大证券研究所整理

氟酮历史价格相对稳定，22 年价格提升明显，随后由于下游需求下行，价格有所下探。根据中研股份及新瀚新材招股说明书，2018 至 2021 年期间国内

氟酮价格相对较为稳定，约为 11 万元/吨左右。2022 年，受全球大宗商品价格上涨的影响，氟酮的上游原料对氟苯甲酰氯等价格上涨明显，带动了氟酮价格的上涨。2022 年国内氟酮均价约为 13.97 万元/吨，同比上涨约 28.3%。随后，由于新瀚新材、中欣氟材均有新增产能投放市场，但是需求端相对疲软，短期内导致行业竞争加剧，氟酮的价格有所下探。

图 13：2018-2022 年国内氟酮均价（万元/吨）



资料来源：中研股份招股说明书，新瀚新材招股说明书，光大证券研究所整理

注：本图中数据以中研股份当年度氟酮采购均价或新瀚新材当年度对中研股份的氟酮销售均价为参考

2.3 PEEK 应用领域广泛前景广阔，充分提振氟酮需求

PEEK 材料凭借其全面且优异的性能，目前在汽车、电子信息、工业及能源、医疗、航空航天等领域的关键部件、特殊工况中均有应用。同时随着新能源汽车、半导体、风电、人工骨骼、航空航天等下游新兴领域或高附加值领域的快速发展，PEEK 材料的需求量也将得到快速提升。

表 5：PEEK 材料在终端应用领域的典型产品类型

终端应用领域	典型产品	该领域的其他材料
汽车 (包括新能源汽车)	轴承——传统燃油车主动力轴承	金属材料、POM
	密封件——传统燃油车变速箱密封环、发动机汽缸垫	PTFE、PA、PPS、PVC
	密封件——新能源车电动机密封垫、热管理系统密封件、胎压监测高温电池密封件	
	新能源汽车漆包线	PI、缩醛、聚酯
电子信息-电子产品	手机内置天线	金属材料、LCP、PI、PE
电子信息-生产线	工装夹具	金属材料、PA、PPS
电子信息-半导体	CMP 保持环	PPS
	晶圆载具、晶圆吸盘	
工业机械及能源	石油天然气管道用密封圈	PTFE
	工业用阀门	金属材料、PTFE
	风电轴承、光伏卡匣	金属材料
医疗健康	植入级医疗器械（如人工骨骼）	钛合金
航空航天	高压电缆导管、电线卡箍、连接绞片	铝合金、钛合金
	平尾前缘、轮胎轮毂罩	环氧树脂、铝合金
	承力结构件	铝合金、钛合金

资料来源：中研股份招股说明书，光大证券研究所整理

目前全球各 PEEK 生产企业持续扩张自身产能，有望充分拉动氟酮需求。全球 PEEK 生产厂商呈现“一超多强”的竞争格局，截至 25 年 9 月，经不完全统计，现有产能约 2.10 万吨/年，规划新增产能约 2,050 吨/年。其中，英国威格

斯的 PEEK 产能达到 7,150 吨/年，比利时索尔维现有 PEEK 产能 2,500 吨/年，德国赢创（其主要 PEEK 生产主体位于中国）的 PEEK 产能已达到 1,800 吨/年，我国 PEEK 产能则主要集中在中研股份、浙江鹏孚隆等公司。

但是，一方面，考虑到 PEEK 材料工厂产能的建设周期（2-3 年）和下游企业客户验证周期（1-2 年），上述规划产能的实际放量时间可能会出现延后；另一方面，考虑到形成高质量、批次稳定的 PEEK 树脂生产能力对技术、研发投入、工艺细节积累要求较高，因此在实现了有效新增产能后，PEEK 材料厂商要实现有效的新增产量仍需较长的时间。由于新增产能的爬坡需要时间，假设全球现有 PEEK 的产能利用率为 60%，每生产 1 吨 PEEK 需要消耗约 0.7-0.8 吨氟酮单体，由此计算得出全球氟酮市场需求量达 8820-10080 吨/年。待现有规划产能全部投产后，假设全球 PEEK 行业平均产能利用率提高至 80%，由此计算得出全球氟酮市场需求量预计将达 1.29-1.48 万吨/年。

表 6：全球主要 PEEK 生产产能情况

公司名称	产能 (吨/年)	规划产能 (吨/年)
威格斯 Victrex	7,150	/
索尔维 Solvay	2,500	/
赢创 Evonik	1,800	/
中研股份	1,000	/
长春吉大特塑	500	/
浙江鹏孚隆	450	1,050
山东浩然特塑	300	/
山东君昊高性能聚合物有限公司	2,800 (2500 吨工业级、300 吨医用级)	/
吉林省聚科高新材料有限公司	1,500	/
盘锦伟英高性能材料	1,500	/
江苏君华	1,000	/
沃特股份	500	/
国恩股份	/	1000
合计	21,000	2,050

资料来源：沙利文咨询，隆众资讯，中研股份公司公告，沃特股份公司公告等，光大证券研究所整理

3、光引发剂差异化布局，化妆品原料高端市场蓬勃发展

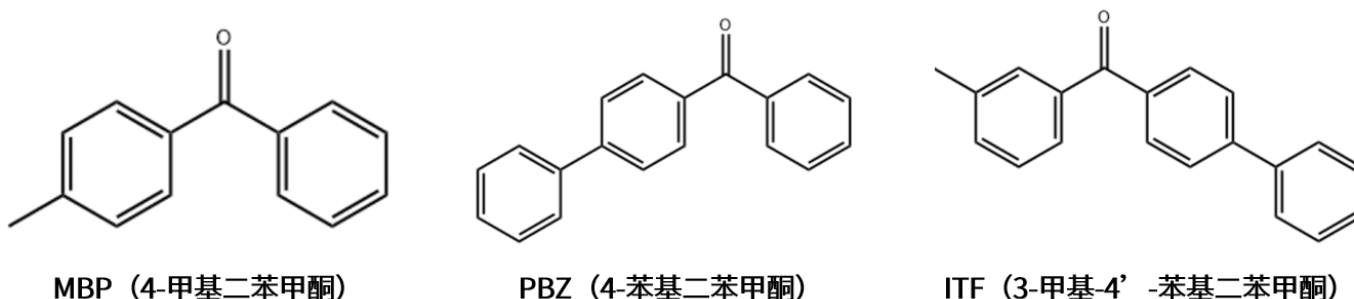
3.1 光引发剂：光固化材料中的核心组成部分，终端客户稳定

主要布局有 MBP、PBZ、ITF 等光引发剂产品，终端客户稳定

公司主要布局有 MBP、PBZ、ITF 等光引发剂产品，终端客户稳定。公司所生产的 MBP（4-甲基二苯甲酮）、PBZ（4-苯基二苯甲酮）及 ITF（3-甲基-4'-苯基二苯甲酮）等光引发剂是光固化涂料和油墨的关键组成部分。MBP 作为传统光引发剂，主要运用于传统能量固化油墨，产品售价相对较低，销售毛利率较低；PBZ 产品具有无气味特性，可用于直接接触食品，多用于食品包装 UV 油墨；公司的 ITF 产品于 2016 年获得了江苏省科学技术厅高新技术产品认证，该产品较光引发剂 907、TPO 等产品，能够进一步减少应用过程中挥发物的产生，有利于进一步拓展光固化材料在食品包装等领域的应用。公司光引发剂产品终端客户相对稳定，主要为华泓新材、长兴化学、杭华油墨股份有限公司等。自 2013

年起，公司即与 IGM（艾坚蒙）开始合作，公司已与国内外光固化材料领域客户建立起稳定的合作关系。

图 14：公司主要光引发剂品种的结构式



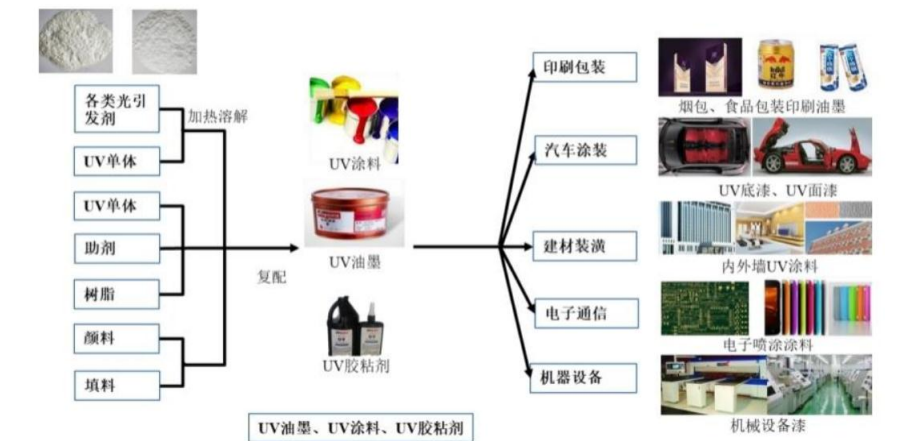
资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

光引发剂是光固化材料中的核心组成部分，公司实行差异化竞争

光引发剂是光固化材料中的核心组成部分，成本约占光固化产品整体成本的 10%-15%。光引发剂是一类在吸收一定波长能量产生自由基、阳离子等从而引发单体聚合、交联、固化的化合物，是光固化材料中的核心组成部分，其性能对光固化材料的固化速度和固化程度起关键性作用。光固化是指单体、低聚体或聚合物基质在光（紫外光或可见光）的照射下，产生自由基或阳离子，引发单体和低聚物发生聚合和交联反应，在极短的时间里生成网状结构的高分子聚合物，进而实现固化。光固化材料主要包括 UV 涂料、UV 油墨、UV 胶粘剂等，主要由光引发剂、单体、低聚物和助剂混合而成。一般情况下，光引发剂的使用量在光固化材料中占比 3%-5%，成本一般占到光固化产品整体成本的 10%-15%。

光固化材料是传统溶剂型涂料、油墨、胶粘剂的重要替代产品。相对于涂料及油墨行业传统使用的溶剂，光固化技术是一种高效、环保、节能、适用性广的材料处理和加工技术。因此，光固化材料是传统溶剂型涂料、油墨、胶粘剂的重要替代产品，是实现国家 VOCs 减排战略、治理大气污染的重要手段和措施。由于光固化技术的环保、高效及节能等特性，光固化技术广泛应用于装修建材涂装、电器/电子涂装、包装/纸张印刷、印刷线路板制造及 3D 打印等不同领域。

图 15：光引发剂产业链



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

光引发剂产品种类众多，各公司在具体产品种类上存在差异或互补关系。光引发剂产品种类众多，涂料、油墨生产商会根据其需求、配方、产品性能的不同来选择光引发剂进行搭配使用，因此行业内光引发剂产品供应商在产品型号和具体运用上均存在一定差异，各产品间不存在显著替代。此外，光引发剂由于在下游应用量相对分散且必须经过多种产品复配方可使用，贸易商能够多方组织货源，满足生产企业集中采购的需求，行业内普遍存在销售给贸易商的模式。

表 7：部分具备光引发剂布局的上市公司及其产品

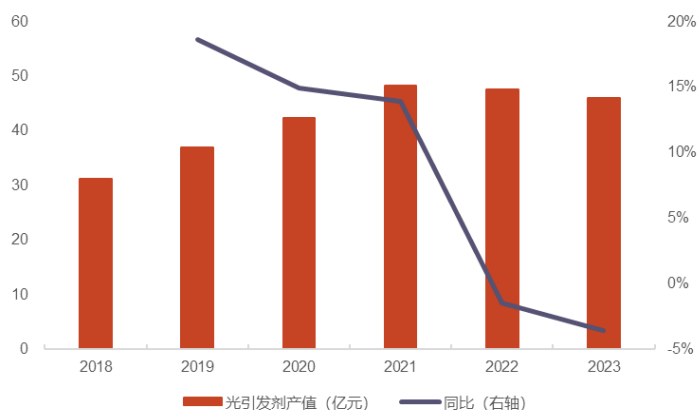
公司名称	主要产品	主要原材料	主要生产工艺	产品应用领域
新瀚新材	光引发剂 MBP、PBZ、ITF 等	甲苯、联苯、间甲基苯甲酰氯等	傅克反应	UV 涂料、UV 油墨、UV 胶粘剂
久日新材	光引发剂 184、TPO、1173、907、ITX 等	二苯基氯化磷、环己甲酸、三氯化铝、异丁酸及均三甲苯等	酸-酸缩合一步连续法、缩合反应	UV 涂料、UV 油墨、UV 胶粘剂
强力新材	PCB 光刻胶专用化学品、LCD 光刻胶专用化学品以及光刻胶树脂等	苯偶酰、邻苯甲酰苯甲酸、邻氯苯甲醛、醋酸铵等	合成反应、酯化反应、缩合反应、环合反应、聚合反应等	光刻胶专用化学品
扬帆新材	光引发剂 907、ITX、369 等及巯基化合物及其衍生物等	溴素、MAP、4-丙基苯硫酚、二氯蒽醌等	主要包括巯基烷基化、氧化、取代、还原、酰化、高温气相连续化反应、氯代反应等	PCB 油墨、UV 涂料、医药中间体、农药中间体

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

光引发剂下游需求、产值持续增长，发展空间广阔

随环保要求的持续提高，叠加下游应用范围的逐步拓宽，近年来光引发剂的需求、产值均持续增长。随着世界各国对环保要求的不断提高，以及光固化产业自身的持续技术进步，光固化材料的应用范围 and 市场需求不断拓展。作为光固化材料的关键与必备原材料，光引发剂的需求亦保持着增长的态势，未来发展空间广阔。根据中国感光学会辐射固化专业委员会统计，2023 年我国光引发剂需求量达 3.5 万吨，同比+9%。产值方面，根据中国感光学会辐射固化专业委员会数据，2018-2023 年，我国光引发剂产值由 2018 年的 31.13 亿元增长至 2023 年的 45.93 亿元，CAGR 达到 8.09%。

图 16：我国光引发剂产值规模



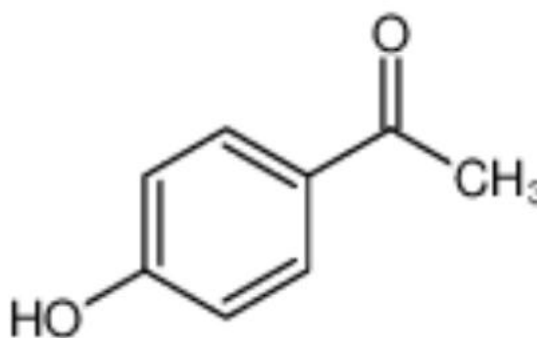
资料来源：扬帆新材公告，中国感光学会辐射固化专业委员会，光大证券研究所整理

3.2 化妆品原料：HAP 是功能性化妆品原料，高端应用市场蓬勃发展

公司主要产品 HAP 作为功能性化妆品原料，主要应用于中高端化妆品

公司主要产品 HAP 作为功能性化妆品原料，主要应用于中高端化妆品。HAP 即化妆品原料对羟基苯乙酮，它是一种天然中药提取物，存在于菊科绿色植物滨蒿的茎、叶中。HAP 分子结构特异性弱、抗高温，可以增加在高温标准下其他物质成分的保存期，最初作为医药中间体制作利胆药，后来逐步作为功能性原料用于化妆品生产中。HAP 具有抗氧化、舒缓、乳液稳定等多重功效，已被收录在我国食品药品监管总局颁布的《已使用化妆品原料名称目录》（2015 年版）中，并作为传统防腐剂的替代品应用于中高端化妆品之中。

图 17：HAP 分子式

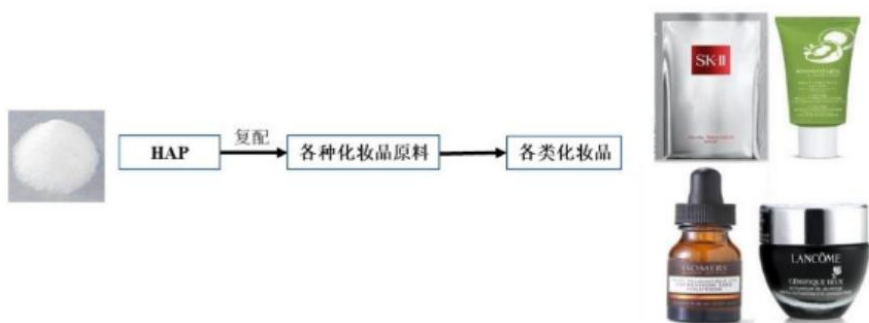


资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

公司 HAP 产品符合化妆品的应用标准，正在逐步获得下游企业及目标市场的认可与推广。在化妆品领域国际巨头 SYMRISE（德之馨）开始开发 HAP 在化妆品领域应用的同时，公司迅速自主研发并运用基于复合型催化剂的一步法合成技术，实现了化妆品级 HAP 的工业化生产，使公司 HAP 产品在成分含量、外观、溶解度及残留物等方面能够持续符合化妆品的应用标准。随着生产工艺的日益成熟，公司产品品质逐渐提升，下游客户需求持续增长。公司 HAP 产品主要应用于知名品牌的中高端面霜、面膜类产品中，目前已经有一些化妆品新品类及国内品牌开始使用。公司与该产品的主要客户，也是化妆品原料重要生产商 SYMRISE

(德之馨) 形成长期战略协作。

图 18：公司 HAP 产品产业链



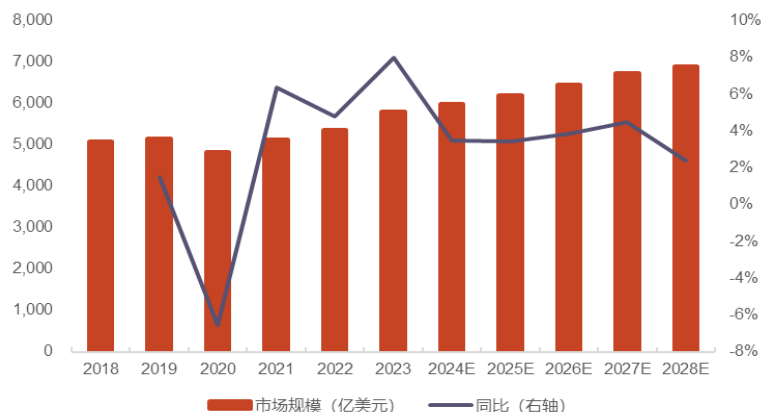
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

另外，在化妆品原料业务板块，公司还布局 HDO（己二醇）产品，HDO 外观为无色透明状醇类，有温和的甜香味，作为化妆品原料时与化妆品其他原料具有良好的互溶性，能够很好地与其他物质组合，具有良好的保湿作用，同时具有杀菌作用，对人体肌肤几乎无敏感的副作用，与 HAP 类似，用作化妆品新型防腐助剂，其目标客户群体与 HAP 相同。受相关政策法规对传统化妆品防腐剂的限制及消费者对于产品安全性需求的提升等因素的影响，近年来以 HAP、HDO 为代表的新型功能性化妆品防腐助剂越来越受到市场的认可与欢迎。据公司 25 年 5 月 21 日的投资者关系活动记录表披露，根据单位产品使用量来推算，未来 HDO 的市场需求量大于 HAP。

新型化妆品防腐剂需求逐步提升，HAP 等品类用量持续增长

随着全球经济的复苏和消费者购买力的提升，全球化妆品行业市场规模有望继续扩大。根据 Statista 的统计数据，预计到 2028 年，全球化妆品市场规模将增至 6888 亿美元，2018-2028 年的 CAGR 为 3.1%。Euromonitor 数据显示，从各地区化妆品市场规模来看，亚太市场是目前全球最大的化妆品消费市场，西欧、北美、拉美地区分列其后。随着我国居民人均可支配收入的不断提高以及消费者对个人形象的重视程度越来越高，我国的化妆品市场得到了极大的发展，根据《2024 年中国化妆品年鉴》数据，2024 年中国化妆品市场规模为 7,746 亿元。

图 19：2018-2028 年全球化妆品市场规模及预测



资料来源：Statista 预测，巴薇股份公司公告，光大证券研究所整理

受相关法律法规对传统化妆品防腐剂的限制及消费者对于产品安全性需求的提升等因素的影响，近年来以 HAP 为代表的新型功能性化妆品防腐助剂越来越受到市场的认可与欢迎。化妆品中一般都含有丰富的营养物质，极易受到微生物感染而发生变质腐败，导致产品质量下降，添加防腐剂是预防化妆品微生物污染的传统手段。但是传统防腐剂在预防微生物的同时，也是化妆品中引发皮炎等过敏症状的因素之一，具有一定的致癌性及刺激性。近年来我国、欧盟及美国等地监管部门陆续颁布法规，禁止或限制传统防腐原料的使用，我国《化妆品监督管理条例》于 2021 年 1 月 1 日正式实施，对化妆品新原料实施批准或备案制度，其中新的防腐剂、防晒剂、着色剂、染发剂、美白剂以及其他具有较高风险的新原料，须向国务院食品药品监督管理部门提出申请，经批准后方可使用。

在国内消费升级及《化妆品监督管理条例》等法规实施的大背景下，落后的产品、产品品质不达标生产企业将逐步退出市场，同时也将有效减少存在安全风险的化妆品原料进入市场。此外，由于化妆品产品质量直接关系到下游品牌的发展及消费者的健康安全，下游厂商及目标市场国家均对于原料的品质提出了较高要求，特别是在产品纯度等方面具有严格的检测、认证制度。

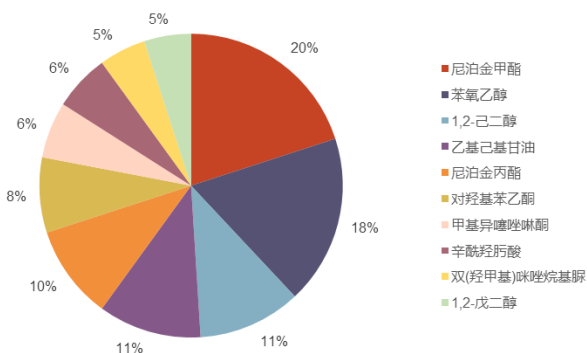
目前化妆品防腐体系的构建仍以传统防腐剂为主，HAP 等替代性防腐成分的添加比例逐步提高。

《化妆品中替代性防腐成分使用情况分析》以国家食品药品监督管理局网站上化妆品注册和备案信息数据库为检索对象，通过查找、分析产品配方成分表，对化妆品批件在有效期内产品中常用的替代性防腐成分使用情况进行研究。首先对检索到的具有防腐功效的成分在成人化妆品中的使用频次进行排序，并按照使用频次计算前 10 位成分的相对比例，目前成人化妆品中使用最多的防腐成分仍为尼泊金甲酯、苯氧乙醇等传统防腐剂，也就是说，目前化妆品防腐体系的构建仍以传统防腐剂为主，例如尼泊金甲酯、苯氧乙醇等传统防腐剂。

但是为了提升产品安全性和迎合消费需求，降低传统防腐剂使用量，寻找传统防腐剂替代产品，开发更加温和、绿色、环保的防腐体系已经成为化妆品配方发展的新趋势。替代性防腐成分对微生物的抑制作用和持续性都弱于传统防腐剂，因此往往需要多种成分复配使用来达到抑菌的效果。在按照使用频次计算前 10 位成分的相对比例中，替代性防腐成分如 1,2- 己二醇、HAP 等也已经在成人化妆品中占据了较高的比例。《化妆品中替代性防腐成分使用情况分析》一文对化妆品中替代性防腐成分按使用频次排序可以看出，主要为 1,2-己二醇、乙基己基甘油、HAP 等，这些成分在化妆品配方中标注的使用目的为保湿剂、溶剂、皮肤调理剂、乳化剂、螯合剂等。

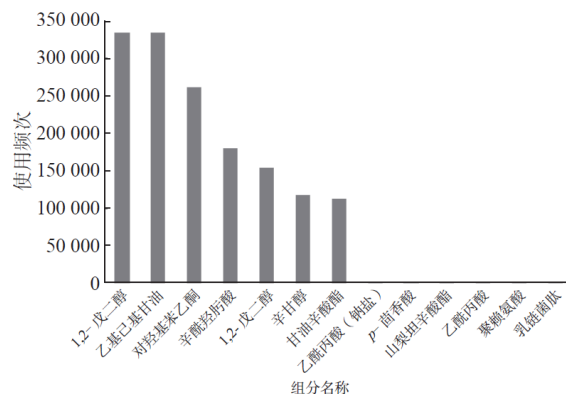
随着人们对高档化妆品需求的增加，对新型防腐剂的需求也在增加。根据全球市场观察 Global Market Insights (GMI) 的数据，全球化妆品防腐剂市场规模预计在 2024 年将达到 14 亿美元，其中护肤品（包括面膜、防晒、磨砂及乳液）用防腐剂的市场规模预计将达 2.5 万吨，预计到 2028 年，全球新型化妆品防腐剂市场将超过 6.4 亿美元。多重因素驱动下，得益于整个化妆品市场的飞速发展，相关化妆品新型防腐助剂的市场销售额也正处于快速增长的过程之中，预计未来使用 HAP 的品牌及化妆品、日化用品品类会逐步增多，公司将为化妆品领域客户提供更多的产品，提升公司在化妆品领域的竞争力。

图 20：部分具有防腐功效的成分在我国成人化妆品中使用频率



资料来源：《化妆品中替代性防腐成分使用情况分析》（李莉等），光大证券研究所整理，统计数据发布于 2023 年 2 月，本图为对检索到的具有防腐功效的成分在成人化妆品中的使用频次进行排序，并按照使用频次计算前 10 位成分的相对比例

图 21：我国化妆品中常用替代性防腐成分使用情况



资料来源：《化妆品中替代性防腐成分使用情况分析》（李莉等），光大证券研究所整理，统计数据发布于 2023 年 2 月，本图为对化妆品中替代性防腐成分按使用频次排序

4、轻量化产业趋势下氟酮需求空间广阔，募投项目打开增量空间

从竞争优势来看，公司现有的技术具备独创性，是公司的核心竞争力。公司下游客户广泛覆盖国内外著名上市公司，现有业务稳步发展。公司还十分重视环保及安全生产。同时，公司现有的产品品类具备广阔的需求增量空间，且募投项目的达产将进一步扩大主营产品生产量，未来业绩有所保障。具体来看，伴随低空经济及机器人的发展，PEEK 作为性能极佳的轻量化材料，其需求有望大幅提振，从而带动其原材料氟酮需求的提升。同时，IPO 募投项目，即年产 8,000 吨芳香酮及其配套项目预计在 25 年 12 月完全建成达产，届时公司主营产品的主生产量将进一步扩大。此外，公司还布局有多种可运用于医药、农药等领域的精细化工中间体，成长空间显著。

4.1 低空经济叠加机器人的轻量化产业趋势下，PEEK 及氟酮的需求有望充分带动

低空经济是战略性新兴产业，人形机器人产业化进程有望加速。低空经济方面，低空经济作为战略性新兴产业，产业链条长，广泛涵盖航空器研发制造、低空飞行基础设施建设运营、飞行服务保障等各产业。未来我国低空经济的市场规模十分可观，根据中国民航局预测，25 年我国低空经济市场规模将达 1.5 万亿元，35 年有望达 3.5 万亿元。同时，人形机器人方面，在政策与产业共振发力的当下，人形机器人有着广阔的发展空间。高工机器人产业研究所（GGI）预计 24 年全球人形机器人市场规模约 10.17 亿美元，到 30 年市场规模将达到 150 亿美元，24-30 年的 CAGR 将超过 56%，全球人形机器人销量将从 1.19 万台增长至 60.57 万台。目前全球多家企业正在全力推进人形机器人及其相关产业布局，其商业应用趋势及落地场景也逐步得以确定。

伴随低空经济及机器人的发展，轻量化材料将有望迎来新机遇。随着低空经济的高速发展、应用场景的逐步拓宽，叠加机器人产业化进展的持续推进，将有望大幅提振轻量化材料的需求。在低空经济领域，使用铝合金、碳纤维、PEEK 及各类复合材料等轻量化材料可减轻机身重量、增加有效荷载、延长飞行距离和续航时间、提高飞行的安全性。在低空经济领域，根据 Stratview Research 报

告, 预计到 2030 年, eVTOL 对连续纤维增强复合材料的需求将增长约 20 倍, 从 2024 年的 110 万英镑增至 2,590 万英镑。在机器人领域, 机器人对减重的需求较高, 一方面, 由于机器人可携带的电量有限, 在电池的能量密度、技术水平无法实现快速迭代的当下, 轻量化能够有效减重, 能够提升其续航能力, 另一方面, 机器人材料的轻量化可以减少使用能耗, 降低运动惯性从而降低部件受力, 同时减少传动部件的负担, 且轻量化的结构能够尽可能的为其他部件设计提供自重余量, 此外, 机器人关节部位普遍在高载荷、高磨损、大应力的环境下服役, 因此需要更加耐磨、更轻的材料予以匹配。

PEEK 是性能极佳的轻量化材料, 轻量化产业趋势下有望大幅提振 PEEK 及其原材料氟酮需求。纯 PEEK 树脂密度仅约为 1.3g/cm^3 , 甚至低于碳纤维材料密度, 是一种极佳的轻量化材料。由于 PEEK 的分子链中含有大量的苯环, 具有优良的物理和化学性质、力学和热等性能。PEEK 的熔点达到 343°C , 玻璃化转变温度 (T_g) 为 143°C , 拉伸强度达到 100 MPa。另外在 250°C 的高温下, PEEK 也能保持较高的耐磨性和较低的摩擦系数。由于 PEEK 材料具有耐热性、耐磨性、耐疲劳性、耐辐照性、耐剥离性、抗蠕变性、尺寸稳定性、耐冲击性、耐化学药品性、无毒、阻燃等优异的综合性能, 而且两个醚键和羰基又为材料提供了柔韧性与优良的工艺性, 在轻量化的产业趋势下, PEEK 的需求有望大幅提振, 从而带动其原材料氟酮需求提升, 发展空间显著。

表 8: PEEK 的主要特性

主要特性	特性说明	代表性指标
机械特性	PEEK 兼具优异的刚性和较好的韧性, 对交变应力下的抗疲劳性非常突出, 可与合金材料相媲美。	拉伸模量 缺口冲击强度 比强度
耐热特性	PEEK 具有较高的玻璃化转变温度和熔点, 其负载热变形温度和瞬时使用温度也较高。	长期使用温度 热导系数
阻燃性	PEEK 具有自身阻燃性, 不加任何阻燃剂即可达到最高阻燃等级 (UL94V-0)。	阻燃等级
耐磨性	PEEK 可在 250°C 的高温条件下保持较高的耐磨性。	摩擦系数
耐腐蚀性	PEEK 具有优异的耐化学药品性, 在通常的化学药品中, 能溶解或者破坏它的只有浓硫酸, 其耐腐蚀性与镍钢相近。	耐化学性能
耐水解	PEEK 吸水率很小, 23°C 的饱和吸水率只有 0.4%, 且耐水性好, 可在 200°C 的高压热水和蒸汽中长期使用。	吸水率
耐剥离性	PEEK 与各种金属的粘附力与耐剥离性很好, 因此可做成包覆很薄的电线、电缆和电磁线, 并可在苛刻的条件下使用。	剥离强度
生物相容性	PEEK 具有优异的生物相容性, 可作为医疗器械植入人体。此外, PEEK 可被 X 射线穿透, 具有良好的可视性, 能够避免在 X 光片上造成伪影, 同时可以实现 CT 扫描或核磁共振成像辅助下进行手术, 帮助医生在手术过程中调整植入体的位置, 术后轻松跟踪愈合过程, 从而能对骨生长和愈合实现良好的监控。同时, PEEK 的弹性模量与骨骼更接近, 可以有效缓解应力遮蔽效应, 使骨骼更健康、更长久。	

资料来源: 中研股份招股说明书, 光大证券研究所整理

4.2 深化海内外客户连接, 募投项目有望打开增量空间

公司下游客户广泛覆盖国内外著名上市公司。公司客户广泛覆盖 SYENSQO (世索科, 系索尔维分拆出的特种化学企业)、VICTREX (威格斯)、EVONIK (赢创)、IGM (艾坚蒙)、SYMRISE (德之馨) 及中研股份、杭华股份等国际知名化工集团或境内外上市公司。其中, 公司所生产的 DFBP 主要用作特种工程塑料 PEEK (聚醚醚酮) 的单体, 该产品的主要客户 SYENSQO (世索科)、VICTREX (威格斯)、EVONIK (赢创) 均为全球主要 PEEK 材料生产商, 中研股份及鹏孚隆等均为国内主要的 PEEK 生产商。

公司所生产的 MBP、PBZ 及 ITF 等光引发剂是光固化涂料和油墨的关键组成部分，该产品的主要客户 IGM（艾坚蒙）是全球领先的光固化材料生产商，杭华股份是国内光固化材料的重要生产商。

公司所生产的 HAP 主要用途是一种功能性化妆品原料，具有抗氧化、舒缓、促进防腐等多重功效，该产品的主要客户 SYMRISE（德之馨）是化妆品原料的重要生产商；公司 HDO 产品可直接作为化妆品原料，能够很好地与其他物质组合，具有良好的保湿作用，同时具有杀菌作用，与 HAP 类似用作化妆品新型防腐助剂。

图 22：公司主要产品及主要客户示意图



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

IPO 募投项目有望在 2025 年 12 月完全建成达产，公司主营产品生产量进一步扩大。年产 8,000 吨芳香酮及其配套项目是公司的 IPO 募投项目，包括特种工程塑料核心原料 3,400 吨/年、光引发剂 500 吨/年、化妆品原料 2,950 吨/年和其他（医药或农药中间体）产品 1,150 吨/年。募投项目分期建设，一期工程包括整体公用工程、辅助设施和一车间，二期工程为二车间、三车间。一、二车间已于 2023 年年中陆续完工转固，产能尚处于爬坡阶段，在建的二期工程三车间（2400 吨/年）预计将于 2025 年 12 月建成，三车间包括 400 吨/年 3-甲基-4'-苯基二苯甲酮、100 吨/年 2-氯-4'-苯基二苯甲酮、500 吨/年对甲基苯乙酮、500 吨/年苯乙酮、800 吨/年二苯砷以及 100 吨/年对乙基苯丙酮。募投项目全部建成并投产后将逐步扩大公司主营产品生产量。

表 9：募投项目年产 8,000 吨芳香酮及其配套项目具体产品方案

序号	工程名称	产品名称及规格	设计能力
1	特种工程塑料核心原料	DFBP	2,500 吨/年
		DPS	800 吨/年
		1,3- (4,4'-二氟) 三苯二酮	100 吨/年
		小计	3,400 吨/年
2	光引发剂	ITF	400 吨/年
		2-氯-4'-苯基二苯甲酮	100 吨/年
		小计	500 吨/年
3	化妆品原料	HAP	2,000 吨/年
		苯乙酮	500 吨/年
		邻羟基苯乙酮	450 吨/年
		小计	2,950 吨/年
4	其他（医药或农药中间体）	对甲基苯乙酮	500 吨/年
		对羟基苯丙酮	200 吨/年
		对氯苯乙酮	100 吨/年

		2,4'-二氟二苯甲酮	100 吨/年
		对乙基苯丙酮	100 吨/年
		4-氯-4'-羟基二苯甲酮	100 吨/年
		邻羟基苯丙酮	50 吨/年
		小计	1,150 吨/年
合计			8,000 吨/年
5	辅助车间	水处理剂聚合氯化铝	60,000 吨/年

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

4.3 技术创新是核心竞争力，高度重视环保和安全生产

技术创新是公司的核心竞争力。公司在多年的发展历程和生产实践中不断探索创新。例如，芳香酮类化合物制备一般需要使用预制的羰基化试剂作为羰基源，然后再酰基化，生产过程中要使用三氯化磷、三氯化铝等原料，并会伴随产生大量的含铝废酸、碱洗废水和副产盐酸等，后处理过程繁琐，环保处理成本高；或是使用一氧化碳为羰基源，但反应过程中需要使用钼、钴等贵金属作为催化剂，此类催化剂价格昂贵，反应条件相对苛刻，不易于大规模生产应用。

公司则采用固体光气的原子经济反应研究技术，并进一步研发定向催化技术，能够在进一步提高产品收率的同时减少了催化剂的用量，工序简单而且无需水解，避免产生大量的酸性废水，具有耐用性好、使用方便、成本低、可回收等诸多优点。另外，公司选择乙酰氯、苯甲酰氯及对氟苯甲酰氯等化学品作为羰基化试剂，不存在需使用固体光气作为羰基化试剂的产品。

表 10：公司核心技术基本情况

序号	技术名称	对应专利/专有技术名称	形成专利或其他保护措施	技术来源	主要应用产品类别
1	羰基化试剂的原子经济反应技术	固体光气的原子经济反应研究技术	专有技术，内部保密	受让取得	特种工程塑料核心原料/ 光引发剂/化妆品原料
		一种 2-氯-3-氨基吡啶的制备方法	发明专利	原始取得	
		六烷基胍氯化物的制备及提纯方法	发明专利	继受取得	
		一种 2-氯异烟酸的制备方法	发明专利	原始取得	
		一种 6-氯哒嗪-3-甲酸的制备方法	发明专利	原始取得	
2	傅克酰化反应定向催化技术	Fe-C 型负载催化剂在高温傅克酰化反应中的应用技术	专有技术，内部保密	自主研发	特种工程塑料核心原料/ 光引发剂/化妆品原料
		Fe-C 型负载催化剂定向催化效能提升技术		自主研发	
		Fe-C 型负载催化剂回收利用和活化技术		自主研发	
		一种用于傅克酰化反应的碳负载碳化铁催化剂及其制备方法	发明专利	原始取得	
		一种三苯二酮合成用 Fe-C 催化剂回收装置	实用新型	原始取得	
3	聚合物单体的纯化技术	新型薄膜蒸发器的研制应用技术	专有技术，内部保密	受让取得	特种工程塑料核心原料
		新型分步结晶器的研制应用技术		受让取得	
		一种新型二苯砜生产用分步式结晶器	实用新型	原始取得	
		一种二苯砜合成用薄膜蒸发器		原始取得	
		一种三苯二酮生产用水动风机冷却塔		原始取得	
		一种二苯甲酮生产用多功能一体机		原始取得	
4	低温水解技术	低温水解反应技术	专有技术，内部保密	受让取得	特种工程塑料核心原料
		羟基二苯甲酮化合物的合成方法	发明专利	继受取得	
5	无毒、高效的化妆品原料生产技术	一种高纯度对羟基苯乙酮的制备方法	发明专利	原始取得	化妆品原料
		一种羟基酮脱色用活性炭的再生方法	发明专利	原始取得	
		用于纯化 4-羟基苯乙酮的方法	发明专利	原始取得	
		一种高纯度苯乙酮生产用溶剂连续脱水装置	实用新型	原始取得	
		一种高纯度苯乙酮类合成用新型冷却结晶器		原始取得	
		一种苯乙酮生产用活性炭过滤设备		原始取得	

6	傅克反应体系自动化生产技术	DCS 在薄膜蒸发器中的应用技术	专有技术，内部保密	自主研发	特种工程塑料核心原料/ 光引发剂/化妆品原料
		DCS 在傅克反应中的应用技术		自主研发	
7	新型环保技术在傅克酰化生产体系中的应用	多效蒸发器在废水处理中的应用技术	专有技术，内部保密	自主研发	特种工程塑料核心原料/ 光引发剂/化妆品原料
		二苯甲酮类傅克反应酸性尾气处理装置	实用新型	原始取得	
		二苯甲酮类傅克反应体系有机废气处理装置		原始取得	
		一种新型三苯二酮生产用多效蒸发器		原始取得	

资料来源：公司招股说明书，爱企查等，光大证券研究所整理，数据更新至 2025 年 7 月

公司与国内同行业可比公司的技术路线不同，短期内被国际、国内市场上其他技术替代、淘汰的风险较小。因生产工艺及未来主要产品的布局不同，公司的核心技术与国内主要竞争对手的技术存在差异。公司非专利技术系在通用技术基础上研究开发出独有的技术秘密，公司发明专利和实用新型专利均为公司生产过程中独创的技术。截至 24 年底，公司拥有发明专利 29 项、实用新型专利 21 项、非专利技术 10 项。公司特种工程塑料核心原料 DFBP、光引发剂 ITF、化妆品原料 HAP、MAP 均被江苏省科学技术厅认定为高新技术产品。

表 11：公司与国内同行业可比公司的技术路线存在差异

公司名称	主要工艺	技术水平
久日新材	酸-酸缩合一步连续法、缩合反应	酸-酸缩合一步连续法摆脱了传统工艺中对易燃易爆原料的使用，大幅减少了原材料的消耗和副产品的产生，产生更少的废水及危废，生产过程更为安全环保；高温高压缩合反应技术可使用相对廉价的原料氯苯产出光引发剂类目标产品（ITX、369），相对传统常压技术具有收率高、三废少、气味低等优势
强力新材	有机合成反应两步反应连续操作法工艺技术、聚合物合成反应、序列结构控制和分子量及其分布控制技术、金属离子去除技术	有机合成反应两步反应连续操作法工艺技术使产品收率提高了 50%、产品纯度提升至 99%以上、降低了成本、减少了三废；聚合物序列结构控制和分子量及其分布控制 技术使产品可以在使用少量非强力型阻聚剂的情况下满足客户的储存稳定性要求；金属离子去除技术可以减少废水排放，更加环保
扬帆新材	主要包括巯基烷基化、氧化、取代、还原、酰化、高温气相连续化反应、氯代反应等	利用开发的新型无机材料去除光引发剂产品中杂质，提高了产品的纯度和光引发活性；氯代反应中的催化剂降低了反应温度、缩短了反应时间、提高了产物转化率，降低了生产成本 二氧化碳羧基化绿色合成工艺降低了三废排放、提高了生产的安全性
科思股份	多为经典的化学反应，包括但不限于缩合、酯化、酯交换、傅克反应、烷基化、醚化、氢化、氧化等，具体合成工艺视不同产品、不同的工艺路线而定	高选择性加氢技术有利于降低产品单耗、提高产品品质；傅克烷基化反应技术有利于提高收率、减少催化剂用量、提高生产效率、降低三废产生量；傅克酰基化反应技术有利于降低三氯化铝用量、提升原料转化率和产品选择性；亚甲基缩合反应技术有利于抑制副反应、降低异构体含量等
华业香料	主要合成反应涉及加成、缩合、酯化、氧化、过氧化、氢化、酰基化、异构化等十几类化学反应	丙位内酯相关的醇酸加成合成丙位内酯搅拌和滴加技术、常压合成技术、副产物提纯技术、变速滴加控制技术有利于减少原料聚合、提高原料转化率、提高原料反应选择性等；丁位内酯相关的醛酮缩合技术、真空脱水技术、加氢反应固体催化剂反冲洗自动过滤技术有利于提高原料反应选择性、减少三废产生、实现催化剂循环利用等；其他技术如降膜分馏技术、副产物回收资源综合利用技术有利于提高分流效率、实现资源综合循环利用

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

此外，芳香酮类产品生产过程使用部分易燃易爆化工原材料，公司高度重视环保和安全生产工作。公司芳香酮类产品生产过程使用部分易燃易爆化工原材料，但是公司高度重视环保和安全生产工作，自投产以来均未发生过环保、安全事故。公司连续多年获评南京化学工业园区安全生产工作先进单位；2020 年公司被南京江北新材料科技园管理办公室评为科技园 2019 年度企业绿色综合评价 A 类企业；2022 年、2023 年公司连续被南京江北新材料科技园管理办公室评为 2021 年度、2022 年度南京江北新材料科技园高质量考核 A 类企业；2020 年、2022 年公司连续被南京市生态环境局评为南京市环保示范性企事业单位。2023 年公司被南京市江北新材料科技园管理办公室评为 2022 年度南京江北新材料科技园安全环保工作优秀单位。2024 年公司被南京市环保局评为南京市环保信任保护企业。

4.4 布局多种医药、农药等领域的精细化工中间体，未来成长空间显著

公司还布局有多种可运用于医药、农药等领域的精细化工中间体，未来成长空间显著。公司布局有多种运用于医药、农药等领域的精细化工中间体，包括可用于生产治疗缺血性血管病药物脑脉宁的对甲基苯丙酮、可用于生产谷物杀菌剂

氟环唑的对氟苯乙酮、可用于生产缓解骨关节炎药品塞来昔布及生产杀菌剂氟霜唑的对甲基苯乙酮等，此类产品目前被公司归类为其他业务，2024 年公司其他业务板块实现营收 0.80 亿元，同比增长 30.1%。

(1) 对甲基苯丙酮

对甲基苯丙酮系生产药物脑脉宁的重要中间体，脑脉宁具有血管扩张作用及中枢性肌肉松弛作用，适用于脑动脉硬化、脑血管意外症。心脑血管疾病属于慢性病，65 岁以上人群是慢性病的主要患者，中国及全球人口老龄化趋势的加速直接推动了心脑血管疾病的患病率和死亡率，全球心脑血管用药市场规模将不断增长。

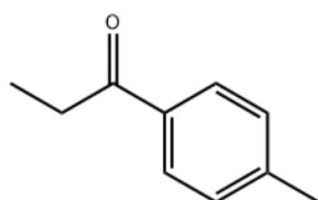
(2) 对氟苯乙酮

对氟苯乙酮系生产农药氟环唑的重要中间体，氟环唑可提高作物的凡丁质酶活性，使得真菌吸器收缩，抑制病菌侵入，目前主要被应用于防治谷物和大豆等作物的立枯病、白粉病、眼纹病等十多种病害。目前由于氟环唑价格相对较高，因此在我国尚未全面普及，国内生产产品多用于出口，其市场需求稳定性相对较低。

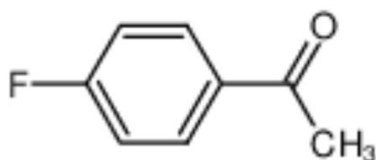
(3) 对甲基苯乙酮

对甲基苯乙酮可同时作为医药中间体和农药中间体。一方面，对甲基苯乙酮可作为医药中间体用于生产缓解骨关节炎药品塞来昔布，商品名为西乐葆，是目前全球处方量最大的非甾体抗炎镇痛药。自 2001 年西乐葆在中国上市以来，处方量也在逐年快速增长，目前已经成为国内处方量最大的非甾体抗炎镇痛药。该产品原由辉瑞公司拥有独家专利，其化合物美国专利于 2013 年到期，中国专利于 2014 年底期满，仿制药市场巨大。另一方面，对甲基苯乙酮可作为农药中间体生产杀菌剂氟霜唑，氟霜唑由日本石原产业开发，对晚疫病和霜霉病有极高的防治效果，具有很好的保护活性，持效期长，且耐雨水冲洗。

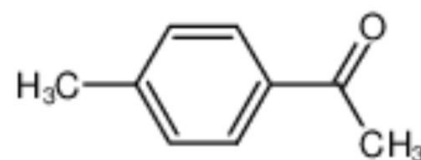
图 23：公司部分医药、农药等领域的精细化工中间体产品的结构式



对甲基苯丙酮



对氟苯乙酮



对甲基苯乙酮

资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

5、盈利预测与估值

公司的主要产品为特种工程塑料核心原料、光引发剂、化妆品原料，我们分别针对特种工程塑料核心原料、光引发剂、化妆品原料、其他业务四个板块的关键要素进行假设和盈利预测。截至 24 年底，公司具备芳香酮类产品（特种工程塑料核心原料、光引发剂、化妆品原料及其他类产品）产能 9800 吨/年。

年产 8,000 吨芳香酮及其配套项目是公司的 IPO 募投项目，包括特种工程塑料核心原料 3,400 吨/年、光引发剂 500 吨/年、化妆品原料 2,950 吨/年和其他（医药或农药中间体）产品 1,150 吨/年。募投项目分期建设，一期工程包括整体公用工程、辅助设施和一车间，二期工程为二车间、三车间。一、二车间已于 2023 年年中陆续完工转固，产能尚处于爬坡阶段，在建的二期工程三车间（2400 吨/年）预计将于 2025 年 12 月建成，三车间包括 400 吨/年 3-甲基-4'-苯基二苯甲酮、100 吨/年 2-氯-4'-苯基二苯甲酮、500 吨/年对甲基苯乙酮、500 吨/年苯乙酮、800 吨/年二苯砜以及 100 吨/年对乙基苯丙酮。募投项目全部建成并投产后将逐步扩大公司主营产品生产量。

（1）特种工程塑料核心原料

2025 年 H1 公司主营产品销售量同比增加 30%左右，其中归属于特种工程塑料核心原料的氟酮同比增加 25%左右。2025 年 H1，公司特种工程塑料核心原料的营业收入同比增长 5.5%，由此我们预测 2025 年公司特种工程塑料核心原料业务板块的营收有望同比提升。未来随着公司现有产能的产能利用率逐步提升，叠加募投项目的持续放量，公司特种工程塑料核心原料的销量仍有望稳步增长，我们预计 2026-2027 年公司特种工程塑料核心原料业务的营收将稳步增长，预计 2025-2027 年公司特种工程塑料核心原料业务的营收增长率分别为 5%、10%、10%。毛利率方面，2025 年 H1 公司特种工程塑料核心原料业务的毛利率为 32.3%，我们预计 2025 年公司特种工程塑料核心原料业务毛利率与 2025 年 H1 水平相近，一方面，未来随着募投项目的逐步放量规模化降本能够提高毛利率，但是另一方面，氟酮价格有所下探，对毛利率存在负面影响，综合考量，我们假设公司特种工程塑料核心原料的毛利率保持稳定，我们预计 2025-2027 年公司特种工程塑料核心原料业务的毛利率为 32%。

（2）光引发剂

2025 年 H1 公司光引发剂的销量同比增加 25%左右，2025 年 H1 公司光引发剂板块营收同比增长 11.9%。未来随着公司现有产能的产能利用率逐步提升，叠加募投项目的持续放量，公司光引发剂的销量有望稳步增长。同时，2024 年以来，光引发剂产品价格下跌幅度已有所放缓，目前处于低位。后续来看，行业部分中小企业产能或将出清，从而推动行业集中度提升以及产品供需格局的优化，叠加光引发剂产品的持续升级迭代，我们预计光引发剂价格将会有所回升。由此我们预计后续公司光引发剂业务的营收将稳步增长，预计 2025-2027 年公司光引发剂业务的营收增长率分别为 10%、15%、15%。毛利率方面，2025 年 H1 公司光引发剂业务的毛利率为 32.6%，我们预计 2025 年公司光引发剂业务毛利率与 2025 年 H1 水平相近，未来随着募投项目的逐步放量规模化降本，叠加光引发剂价格有望上升，公司光引发剂的毛利率有望提升，预计 2025-2027 年公司光引发剂业务毛利率分别为 32.5%、33%、34%。

（3）化妆品原料

2025 年 H1 公司 HAP 的销量同比增加 25%左右，2025 年 H1 公司化妆品原料板块营收同比下降 4.0%。随着公司现有产能的产能利用率逐步提升，叠加募投项目的持续放量及下游需求的逐步增长，公司化妆品原料的销量有望稳步增

长,且价格有望止跌企稳,我们预计后续公司化妆品原料业务的营收将持续增长,预计 2025-2027 年公司化妆品原料业务的营收增长率分别为 2%、10%、10%。毛利率方面,2025 年 H1 公司化妆品原料业务的毛利率为 9.0%,我们预计 2025 年公司化妆品原料业务毛利率与 2025 年 H1 水平相近;在建的募投项目二期工程三车间(2400 吨/年)预计将于 2025 年 12 月建成,随后逐步完工转固,产能尚处于爬坡阶段,固定成本及相关房屋、机器设备折旧摊销费用较高,对 2026 年相关产品的毛利率水平构成不利影响;2027 年,随着募投项目的逐步放量规模化降本,公司化妆品原料的毛利率有望提升,由此我们预计 2025-2027 年公司化妆品原料业务毛利率分别为 9%、8%、9%。

(4) 医农中间体及其他业务

公司的医农中间体及其他业务主要为医药或农药中间体。2025 年 H1 公司医农中间体销量同比增加 50%以上,2025 年 H1 公司医农中间体营收同比增长 38.7%。随着公司现有产能的产能利用率的逐步提升,叠加募投项目 1150 吨/年的医药或农药中间体产能的持续放量,叠加新客户的逐步导入,我们预计后续公司医农中间体及其他业务的营收将稳步增长,预计 2025-2027 年公司医农中间体及其他业务的营收增长率分别为 30%、20%、20%。毛利率方面,2025 年 H1 公司医农中间体及其他业务的毛利率为 31.2%,我们预计 2025 年公司医农中间体及其他业务的毛利率与 2025 年 H1 水平相近;在建的募投项目二期工程三车间(2400 吨/年)预计将于 2025 年 12 月建成,随后逐步完工转固,产能尚处于爬坡阶段,固定成本及相关房屋、机器设备折旧摊销费用较高,对 2026 年相关产品的毛利率水平构成不利影响;2027 年,随着募投项目的逐步放量规模化降本,公司医农中间体及其他业务的毛利率有望提升,预计 2025-2027 年公司医农中间体及其他业务的毛利率分别为 31%、30%、32%。

(5) 期间费用率

销售费用率方面,2024 年公司销售费用率为 1.5%。后续,随着公司产品推广过程的优化,以及加强费用管控,预计 2025-2027 年公司销售费用率约为 1.45%。

管理费用率方面,2024 年公司管理费用率为 7.6%。后续,随着公司营收的增加,以及费用管控的加强,公司管理费用率有望得到优化。预计 2025-2027 年公司管理费用率为 7%。

研发费用率方面,2024 年公司研发费用率为 3.1%。后续,公司仍将维持较高强度的研发投入,我们预计 2025-2027 年公司研发费用率为 3%。

表 12: 新瀚新材关键项目预测 (万元)

主营业务	财务数据类型	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
特种工程塑料核心原料	营收	25,490	17,507	18,383	20,221	22,243
	yoy	25.67%	-31.32%	5.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	33.46%	26.68%	32.00%	32.00%	32.00%
光引发剂	营收	6,629	7,084	7,793	8,962	10,306
	yoy	-21.63%	6.87%	10.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	35.29%	25.87%	32.50%	33.00%	34.00%
化妆品原料	营收	5,278	9,358	9,545	10,500	11,550
	yoy	13.64%	77.32%	2.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	15.15%	12.84%	9.00%	8.00%	9.00%
医农中间体及其他业务	营收	6,144	7,996	10,395	12,474	14,969
	yoy	-4.35%	30.15%	30.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	35.57%	26.86%	31.00%	30.00%	32.00%

合计	营收	43,541	41,946	46,116	52,157	59,068
	yoy	9.37%	-3.66%	9.94%	13.10%	13.25%
	毛利率	31.81%	23.49%	27.10%	26.86%	27.85%
期间费用率	销售费用率	0.77%	1.49%	1.45%	1.45%	1.45%
	管理费用率	7.12%	7.60%	7.00%	7.00%	7.00%
	研发费用率	3.54%	3.06%	3.00%	3.00%	3.00%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

基于上述假设,我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 4.61、5.22、5.91 亿元,对应营收增速分别为 9.9%、13.1%、13.3%。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.79、0.85、1.00 亿元,折算 EPS 分别为 0.45、0.49、0.57 元/股。

相对估值

我们采用相对估值法对公司进行估值。我们选取中研股份、沃特股份、中欣氟材、久日新材作为公司可比公司。其中中研股份、沃特股份布局有 PEEK 材料,新瀚新材布局的氟酮为生产 PEEK 的原材料,中欣氟材布局有氟酮产品,久日新材布局有光引发剂。我们选取 2026 年作为参考年份。2026 年,4 家可比公司平均 PE 约为 64 倍,新瀚新材的 PE 约为 107 倍,高于可比公司平均估值,但和中欣氟材的估值较为相似,这主要由于二者都是我国少数能生产氟酮的上市公司之一,公司具备较高的议价能力及成本控制能力,因此我们认为估值高于其他可比公司是合理的。未来随着公司募投项目的逐步放量,公司估值有望进一步提升。

表 13: 新瀚新材可比公司估值

证券代码	公司名称	收盘价	EPS (元)				P/E (x)			
		(元)	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
688716.SH	中研股份	45.10	0.32	0.61	1.04	1.44	140	74	43	31
002886.SZ	沃特股份	23.28	0.14	0.22	0.45	0.71	167	107	51	33
002915.SZ	中欣氟材	26.55	-0.57	0.09	0.23	/	/	309	115	/
688199.SH	久日新材	26.45	-0.33	0.20	0.56	1.01	/	129	47	26
	平均值						/	155	64	/
301076.SZ	新瀚新材	52.13	0.42	0.45	0.49	0.57	125	116	107	91

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 股价时间为 2025-09-30, 新瀚新材 25-27 年 EPS 为光大证券研究所预测, 其他为 Wind 一致预期。

6、投资建议

公司专注基于傅克反应的芳香族酮类产品研发、生产及销售,经过十余年发展,公司产品品类不断丰富,产品品种规格齐全,已拥有特种塑料核心原料、光引发剂及化妆品原料等多种系列产品的研发、生产及销售能力。公司将在稳固国际市场的同时进一步开拓国内市场,成长为中国领先的特种化学品生产商和出口商。随着公司 IPO 项目全面投产在即,公司有望充分扩充现有产品的产能,从而为公司带来新的业绩增量,未来发展空间广阔。

我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 4.61、5.22、5.91 亿元,对应营收增速分别为 9.9%、13.1%、13.3%。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.79、0.85、1.00 亿元,折算 EPS 分别为 0.45、0.49、0.57 元/股。公司新产能投放在即,未来业绩有望高增长,首次覆盖,给予“增持”评级。

7、风险分析

下游需求不及预期

公司各业务板块的下游需求较为广泛，若下游行业需求不及预期，将减少当期对于公司产品的实际需求量，从而可能会导致相关产品销售不及预期或产能爬坡进度不及预期，并也可能造成相关产品暂时性供过于求出现价格下跌，影响公司业绩。

客户验证风险

如客户验证失败或验证进度不及预期，将会使得相关产品的放量节奏延后，进而对公司当期经营业绩造成影响。

新增产能爬坡进度不及预期

如公司的产能利用率爬升过程低于预期，将影响当期产品的销售量，进而影响当期公司的经营业绩。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	435	419	461	522	591
营业成本	297	321	336	381	426
折旧和摊销	25	33	33	34	35
税金及附加	4	4	5	5	6
销售费用	3	6	7	8	9
管理费用	31	32	32	37	41
研发费用	15	13	14	16	18
财务费用	-9	-11	-11	-12	-12
投资收益	10	8	8	8	8
营业利润	107	63	89	97	114
利润总额	107	63	89	97	114
所得税	13	7	11	12	14
净利润	93	56	79	85	100
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	93	56	79	85	100
EPS(元)	0.69	0.42	0.45	0.49	0.57

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	22	139	79	99	106
净利润	93	56	79	85	100
折旧摊销	25	33	33	34	35
净营运资金增加	141	-61	27	20	31
其他	-238	112	-60	-40	-60
投资活动产生现金流	185	-274	-27	-27	-27
净资本支出	-70	-33	-35	-35	-35
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	255	-241	8	8	8
融资活动现金流	-62	-20	-2	-7	-8
股本变化	31	0	40	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	-71	6	15	8	17
净现金流	146	-153	49	65	70

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	31.8%	23.5%	27.1%	26.9%	27.9%
EBITDA 率	26.1%	19.1%	22.3%	21.5%	21.9%
EBIT 率	20.2%	11.1%	15.2%	15.0%	16.0%
税前净利润率	24.5%	15.1%	19.4%	18.5%	19.3%
归母净利润率	21.4%	13.3%	17.0%	16.3%	17.0%
ROA	7.7%	4.5%	5.9%	6.0%	6.7%
ROE (摊薄)	8.4%	4.9%	6.5%	6.6%	7.4%
经营性 ROIC	12.4%	7.5%	10.7%	11.5%	13.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	8%	8%	9%	9%	10%
流动比率	8.51	8.47	8.00	8.08	7.79
速动比率	7.45	7.89	7.26	7.41	7.08
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1,214	1,254	1,334	1,408	1,505
货币资金	282	135	184	249	319
交易性金融资产	291	540	540	540	540
应收账款	53	61	62	73	81
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	95	55	82	80	97
其他流动资产	34	18	18	18	18
流动资产合计	759	811	889	962	1,058
其他权益工具	60	60	60	60	60
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	321	303	278	252	225
在建工程	14	18	16	14	13
无形资产	57	61	89	117	144
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	455	443	445	446	447
总负债	100	106	122	130	146
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	75	56	71	74	86
应付票据	0	16	17	19	21
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	89	96	111	119	136
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	11	11	11	11	11
股东权益	1,114	1,148	1,213	1,279	1,359
股本	135	135	175	175	175
公积金	615	619	626	635	644
未分配利润	351	382	398	456	527
归属母公司权益	1,114	1,148	1,213	1,279	1,359
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.77%	1.49%	1.45%	1.45%	1.45%
管理费用率	7.12%	7.60%	7.00%	7.00%	7.00%
财务费用率	-2.13%	-2.66%	-2.41%	-2.23%	-2.08%
研发费用率	3.54%	3.06%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税率	13%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.15	0.10	0.11	0.12	0.14
每股经营现金流	0.17	1.04	0.45	0.57	0.60
每股净资产	8.28	8.53	6.93	7.31	7.77
每股销售收入	3.24	3.12	2.64	2.98	3.38

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	75	125	116	107	91
PB	6.3	6.1	7.5	7.1	6.7
EV/EBITDA	58.2	81.7	82.9	75.8	65.3
股息率	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP