



# 功能性硅烷领军企业，成长空间可期

## 江瀚新材（603281.SH）公司深度报告

投资评级：买入（首次）

报告日期：2025年11月16日

- 分析师：张伟保
- SAC编号：S1050523110001
- 联系人：覃前
- SAC编号：S1050124070019

研究创造价值

## 公司作为国内规模最大、全球规模第三的硅烷偶联剂企业，具备完整的“硅粉-硅烷-高端材料”一体化产业链：

公司专注主业，持续稳居国内市占率第一，具备20余年的产品研发经营经验，作为全球功能性硅烷细分领域头部企业，江瀚新材全球市场占有率近20%，截至2025年上半年，公司市场占有率继续稳居全球前三、国内第一。公司硅烷产品品类丰富，销售市场遍布全球多个区域，建立了涵盖含硫硅烷、氨基硅烷、乙烯基硅烷、环氧硅烷、酰氧基硅烷、硅烷交联剂、硅烷衍生物及三氯氢硅等14个系列100多个品种的完整绿色循环产业链。

## 功能性硅烷在新能源、光伏及半导体新兴需求助推下，需求提升有望拉动价格筑底回升：

国内橡胶轮胎外胎产量逐年提升，轮胎尤其是绿色轮胎的推广有望带动含硫硅烷需求量提升，2025年1-10月国内新能源汽车销量为833万辆，同比+15.37%，有望带动电池系统正负极材料表面改性、隔膜涂层处理及电池封装胶粘体系中的硅烷偶联剂需求量提升，同时光伏新增装机量CAGR（2024-2028）预计为14%，有望带动组件封装胶膜（EVA、POE）及背板材料用高端硅烷量提升，加上半导体销售额同比回暖，带动先进封装、晶圆级封装（WLP）工艺中的硅通孔（TSV）、再布线层（RDL）及底部填充胶（Underfill）的界面处理对硅烷偶联剂的需求，三大需求齐发力，整体有望拉动硅烷偶联剂需求增长。

## 低成本优势、优质客户资源、强研发实力、新产能增量及充裕现金流构筑公司全方位竞争力：

公司成本优势大，盈利能力具备强大韧性。在过去三年硅烷价格承压背景下，公司凭借规模化生产与氯元素闭环循环工艺实现极致成本控制，2025H1公司毛利率达27.91%，远优于同业其他竞争公司；公司深度绑定高端客户，客户忠诚度高，已与多位客户签订长期框架协议，约定在一定期限内锁定价格，保障订单稳定落地；研发精益求精，持续保持较高比例的研发投入，截至2025H1，当期研发费用占营业收入3.30%，研发支出比例较上年同期提升0.18个百分点；增量空间较大，“功能性硅烷偶联剂及中间体建设项目”于2024年12月达产，2025H1投入进度已达58.96%，已实现效益8492.82万元；公司具备高质量的盈利能力和稳健的资产效率，具备高ROE的同时负债较低，同时利润率及资产周转率维持较高水平，同时近乎零有息负债的资本结构下，公司财务成本极低。

## 公司业绩预测和投资评级：

功能性硅烷景气或开始回升，公司盈利能力有望持续修复。预测公司 2025-2027年归母净利润分别为 4.50、5.95、6.98亿元，EPS分别为1.2、1.59、1.87元/股，当前股价对应 PE 分别23.6、17.9、15.2倍，首次覆盖公司，给予“买入”投资评级。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	2,216	2,348	2,680	2,956
增长率（%）	-2.7%	6.0%	14.1%	10.3%
归母净利润（百万元）	602	450	595	698
增长率（%）	-8.0%	-25.3%	32.4%	17.3%
摊薄每股收益（元）	1.61	1.20	1.59	1.87
ROE（%）	12.2%	8.8%	11.1%	12.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

产能投放进度不及预期；

下游需求不及预期；

产品价格下跌等。

# 目录

## CONTENTS

1. 国内规模最大硅烷偶联剂生产企业

2. 新兴需求拉动增长，新能源、光伏、半导体贡献消费增量

3. 低成本优势、优质客户资源、强研发实力、新产能增量及充裕现金流构筑公司竞争力

4. 盈利预测

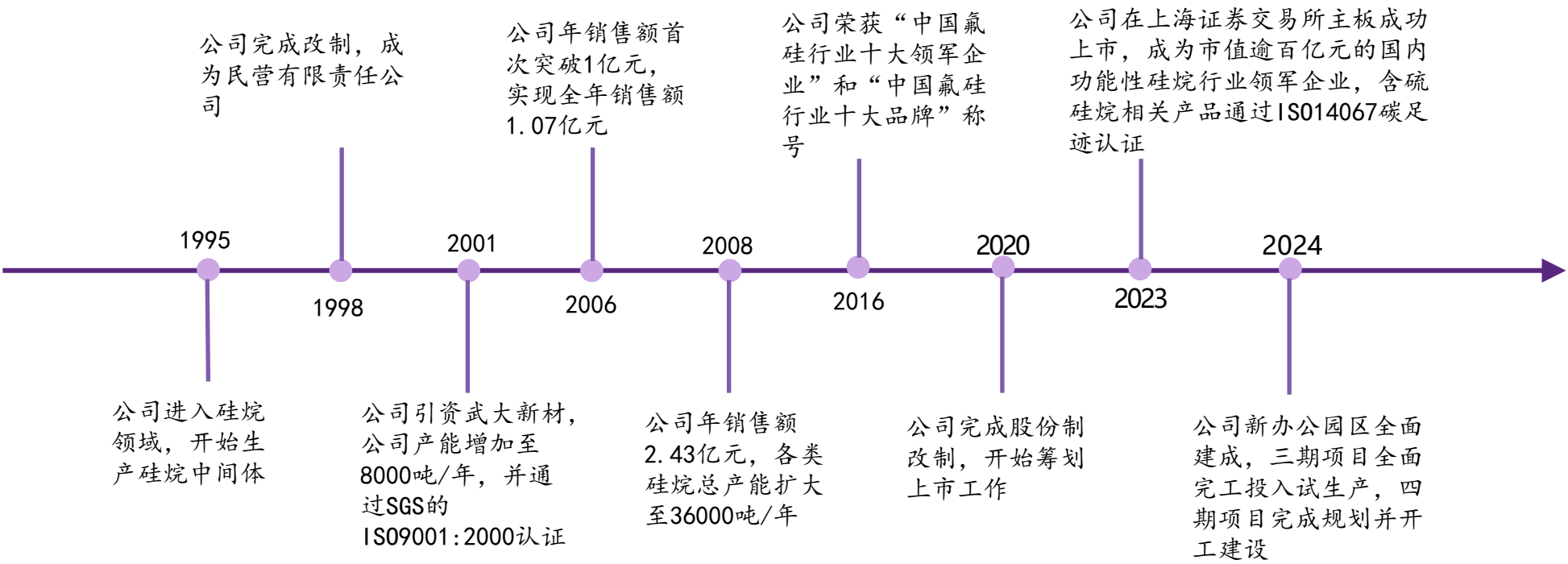
# 0 1 国内规模最大功能性硅烷生产企业

研究创造价值

# 1.1 公司专注主业，稳居国内市占率第一，持续扩展硅烷产业链

➤ **公司专注主业，持续稳居国内市占率第一，具备20余年的产品研发经营经验。**作为全球功能性硅烷细分领域头部企业，江瀚新材全球市场占有率近20%，截至2025年上半年，公司市场占有率继续稳居全球前三、国内第一。发展历程来看，公司1995年进军硅烷领域，开始生产硅烷中间体；2001年公司引入合作，增产扩能，产能增加至8000万吨/年；2006年，公司持续扩展硅烷产业链，全年销售额首次突破1亿元；2023年登录上交所上市，成为国内功能性硅烷行业领军企业，含硫硅烷相关产品通过ISO14067碳足迹认证；2024年，公司新办公园区全面建成，三期项目全面完工投入试生产，四期项目完成规划并开工建设。

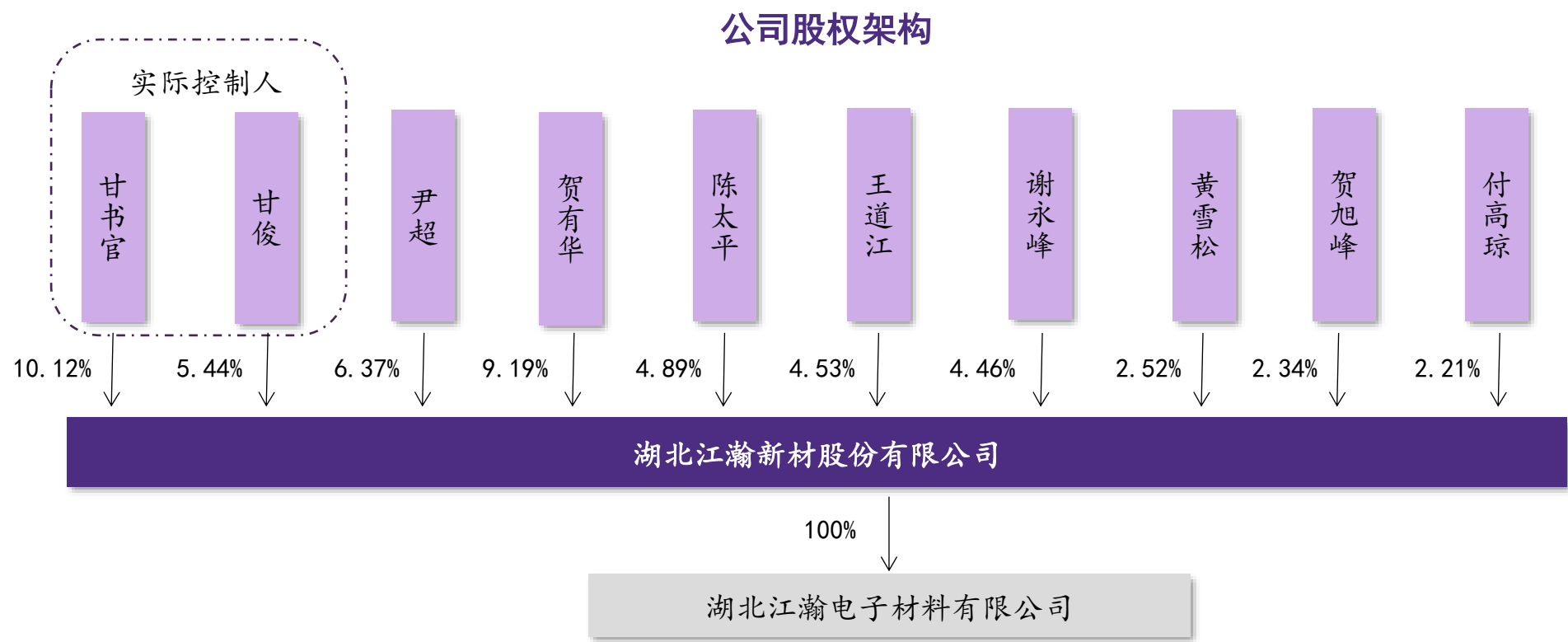
## 公司发展历程



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

# 1.2 股权结构虽较为分散，但管理层签署一致行动人协议绑定利益

➤ 公司为民营企业，股权结构相对分散，实控人为甘书官父子。截至2025H1，公司单一股东持有股份的比例均未超过30%，公司的实际控制人为甘书官以及甘俊父子，分别持有10.12%和5.44%的股权，合计持15.56%，其他前十名股东间不存在关联关系或一致行动关系。公司股权虽较为分散，但主要经营管理人贺有华与实际控制人签署了《一致行动协议》，保障和巩固公司的控制权，维持经营管理层稳定。



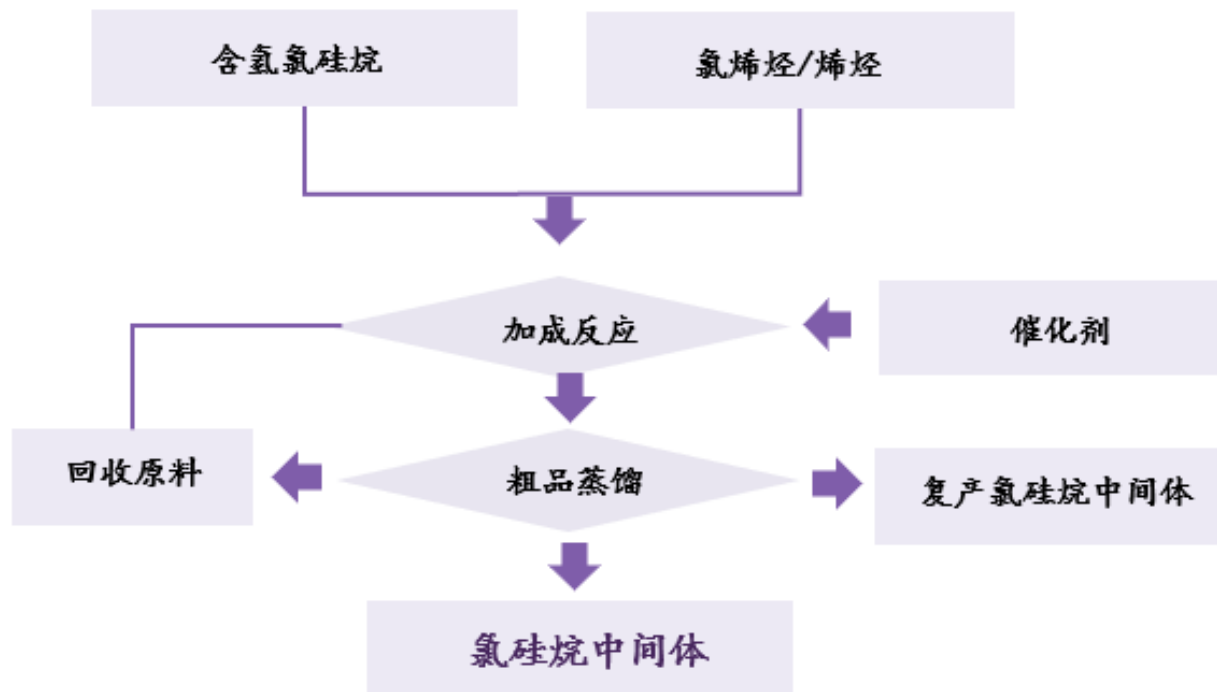
资料来源：公司公告，华鑫证券研究



## 1.3 公司硅烷产品种类丰富，应用领域广泛

- **公司生产的主要原材料为三氯氢硅、氯丙烯、缩水甘油醚、无水乙醇等。**三氯氢硅经过与氯丙烯或醇类反应，合成氯硅烷中间体或含氢烷氧基硅烷，氯硅烷中间体加入无水乙醇进一步合成氯烷基烷氧基硅烷，再由氯烷基烷氧基硅烷或含氢烷氧基硅烷通过不同类的缩合反应或酯化反应制成硅烷成品。
- **公司生产硅烷品种种类丰富，应用领域广泛。**公司生产的主要产品包括含硫硅烷（JH-S69、JH-S75等）、烷基硅烷（JH-T28、JH-T32）、氨基硅烷（JH-A110）、环氧基硅烷（JH-O187）、乙烯基硅烷（JH-V171）、苯基硅烷（JH-N610）及部分中间体。

氯硅烷中间体工艺流程图

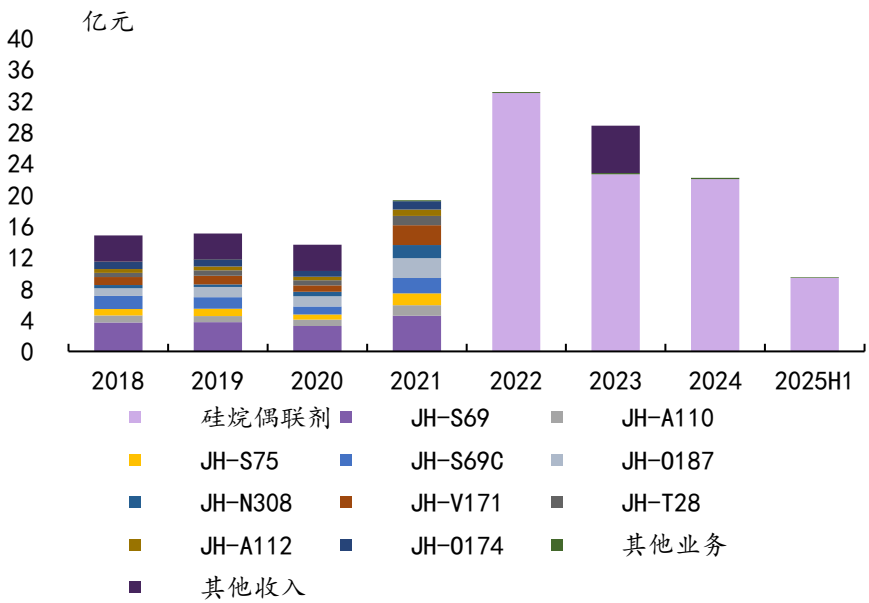


资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

# 1.3 公司硅烷产品种类丰富，应用领域广泛

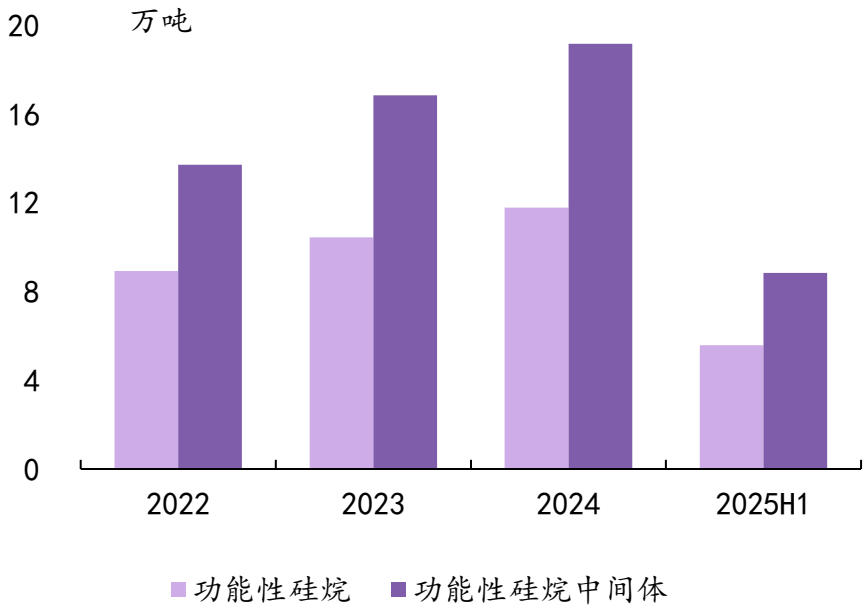
- **公司硅烷产品品类丰富，销售市场遍布全球多个区域。**建立了涵盖含硫硅烷、氨基硅烷、乙烯基硅烷、环氧硅烷、酰氧基硅烷、硅烷交联剂、硅烷衍生物及三氯氢硅等14个系列100多个品种的完整绿色循环产业链。功能性硅烷俗称工业味精或工业维生素，用途非常广泛，包括新能源、半导体、航空航天、复合材料、橡胶、玻纤、胶粘剂、涂料等领域，是现代有机高分子工业及相关高新技术领域不可缺少的配套化学助剂。公司通过中国海关AEO高级认证，产品远销全球80多个国家和地区，产品出口比例超过50%。
- **公司专注主业，近年来营收主要来源于硅烷偶联剂。**在2018-2021年间，公司硅烷偶联剂品种中，JH-S69持续贡献第一大营收占比。

公司分产品营收结构



资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司硅烷产量情况

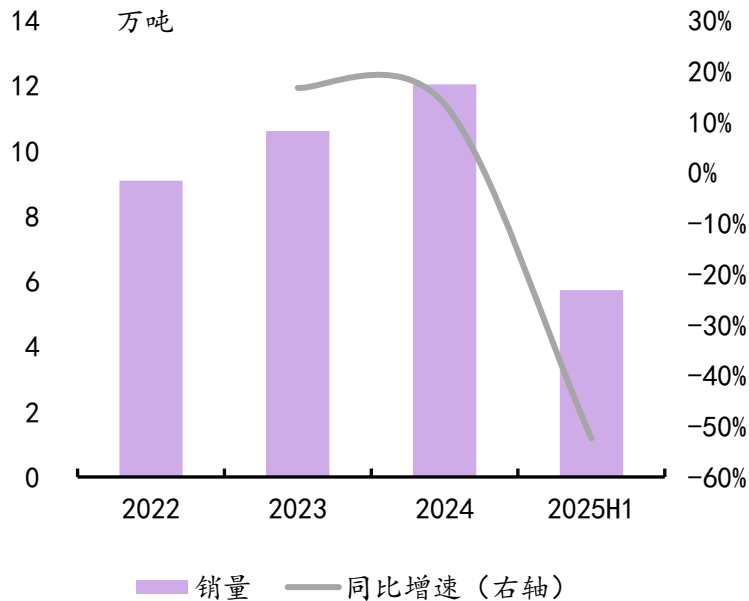


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

# 1.4 公司产销量稳步提升，以量补价维持良好经营业绩

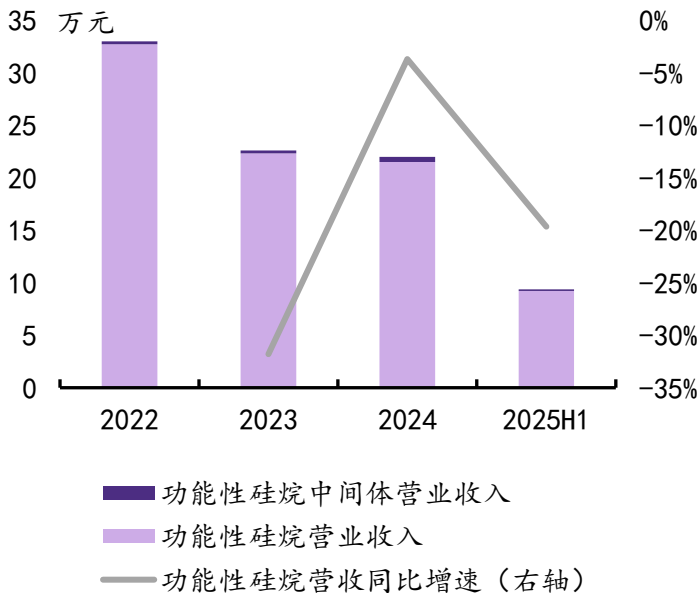
过去三年公司销量整体保持稳步增长，受益于产量增长仍保持良好经营业绩。2024年功能性硅烷产量为11.78万吨，同比增长13.01%，销量达11.71万吨，同比增长12.19%。营收情况来看，公司功能性硅烷营业收入21.5亿元，同比-3.69%，营收同比小幅下降主因市场价格承压下行，2024年公司功能性硅烷整体销售量保持增长，但产品市场价格承压，行业内公司业绩普遍下滑，而部分企业甚至出现亏损或停产，但受益于公司竞争力优势明显以及所采取的扩大产销规模、降本增效等有效的应对措施，业绩下降幅度远低于行业普遍情况。

公司功能性硅烷产品销量及同比增速



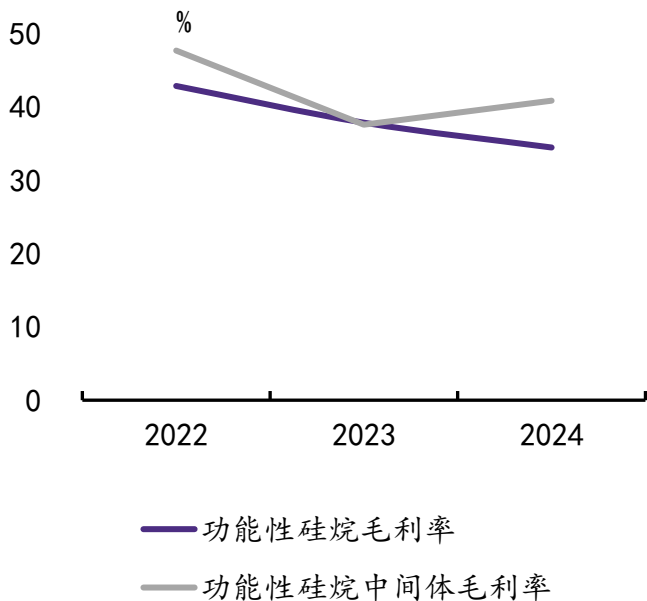
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

公司功能性硅烷产品营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

公司功能性硅烷产品毛利率

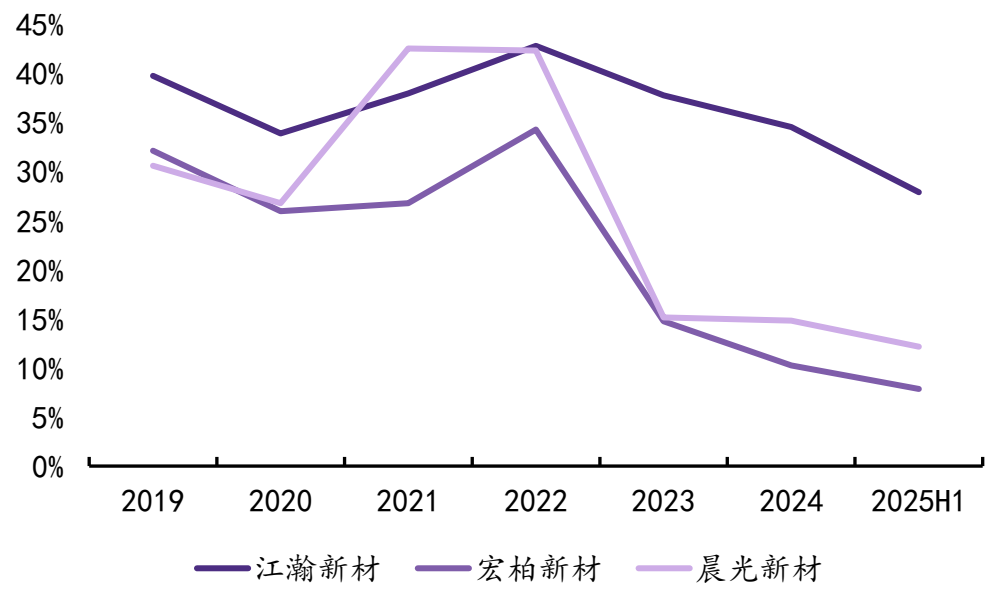


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

# 1.5 毛利率优于同业其他公司，外销占比约一半降低单一市场波动风险

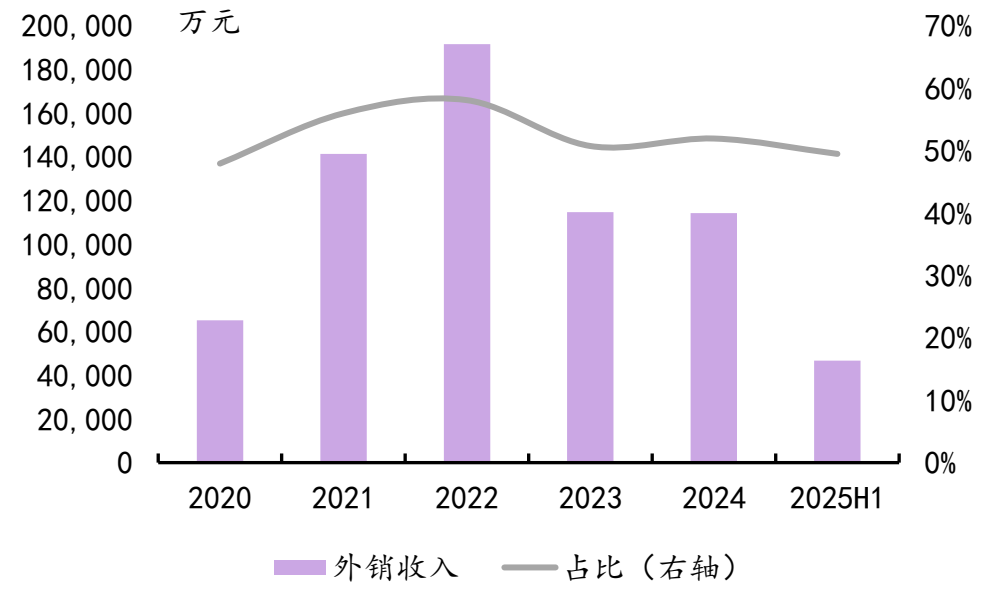
- **公司毛利率水平较高，优于同业其他可比公司。**2025H1，公司毛利率达27.91%，在行业价格战加剧、中小企业大面积停产的环境下，仍保持优于同业其他可比公司的盈利能力。
- **在市场布局上，公司海内外业务齐发力。**截至2025H1，公司外销占比达49.45%，产品覆盖80余个国家和地区。针对国际贸易环境变化，公司通过稳定的跨境供应链体系，同步服务全球客户，既分享了海外市场增长红利，也降低了单一市场波动带来的风险，全球化布局与头部客户绑定的经营策略，为公司稳定硅烷产品的销售奠定了坚实基础。

公司与可比公司毛利率



资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司外销收入及占比



资料来源：Wind，华鑫证券研究

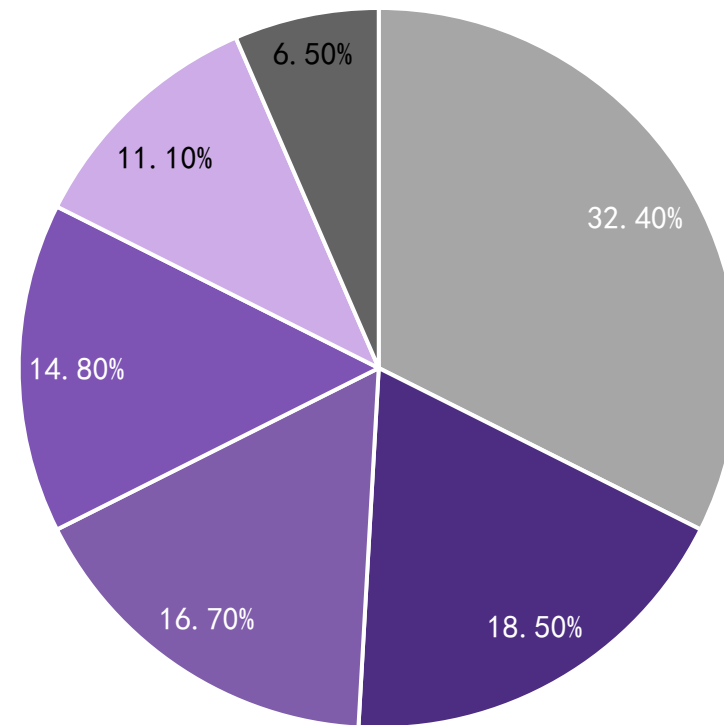
# 0 2 新兴需求拉动增长，新能源、光伏、半导体贡献消费增量

研究创造价值

## 2.1 需求结构来看，硅橡胶为第一大需求占比

- 行业需求结构中，硅橡胶为第一大需求占比。需求结构来看，第一大硅橡胶需求占比32%，其次为复合材料占比18.5%、粘合剂占比16.7%，塑料加工占比14.8%、涂料及表面处理占11.1%，其他消费占比6.5%。

全球功能性硅烷消费结构



■ 橡胶加工 ■ 复合材料 ■ 粘合剂 ■ 塑料加工 ■ 涂料及表面处理 ■ 其他

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

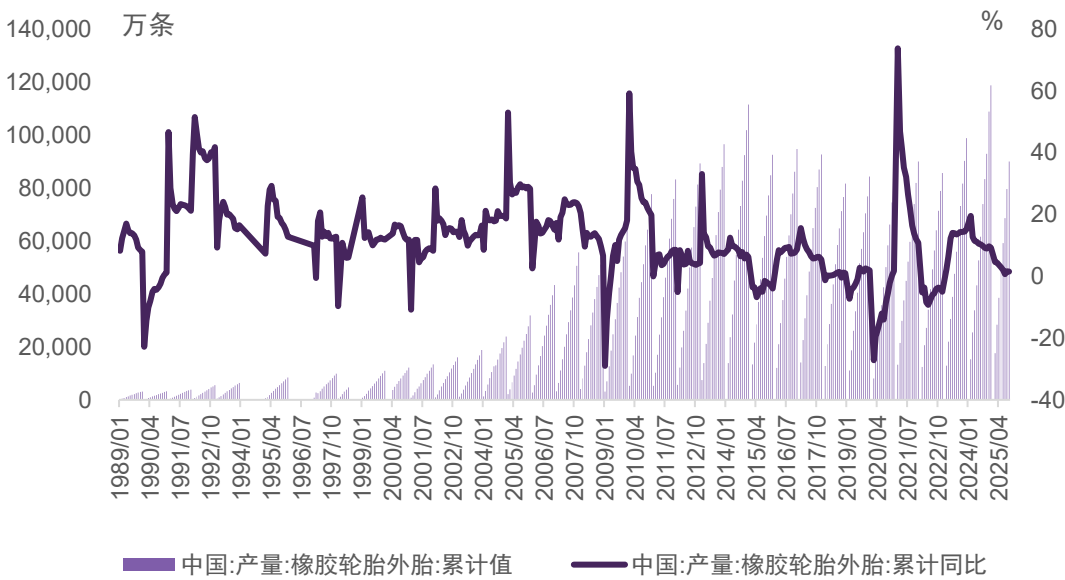
## 2.2 轮胎：构建稳健需求压舱石

➤ **国内橡胶轮胎外胎产量逐年提升，绿色轮胎性能优越有望带动含硫硅烷需求量提升。**据《含硫硅烷偶联剂的开发与应用》，在轮胎制造中，绿色轮胎与传统轮胎在配方上存在显著差异，与传统轮胎相比，绿色轮胎配方中添加了12份的X 50-S，一种含硫硅烷偶联剂。绿色轮胎在60℃下的损耗因数（0.11）显著低于传统轮胎（0.16），表明其具有更低的滚动阻力，这是实现节能环保的关键性能。因此，轮胎产业尤其是绿色轮胎趋势的推进，通过在其配方中增加白炭黑填料并使用Si-69等含硫硅烷偶联剂来改善橡胶复合材料的性能，直接拉动了硅烷偶联剂的需求增量。同时，绿色转型带来的环境效益为公司进一步提升市场竞争力，江瀚新材的固体含硫硅烷产品因实现零VOC排放，受到高端汽车轮胎供应企业的青睐。

### 传统轮胎与绿色轮胎配方与性能比较：绿色轮胎用硅烷单耗更高、更低滚动阻力

	传统轮胎	绿色轮胎
配方/份		
天然橡胶	10	20
沉淀法白炭黑(Hi-Si1210)	0	80
炭黑	85	0
X 50-S (50% Si-69)	0	12
硫磺	0.8	12
性能		
DIN 磨耗/cm3	160	189
损耗因数		
0℃	0.23	0.265
60℃	0.16	0.11

中国橡胶轮胎外胎产量累计值及同比



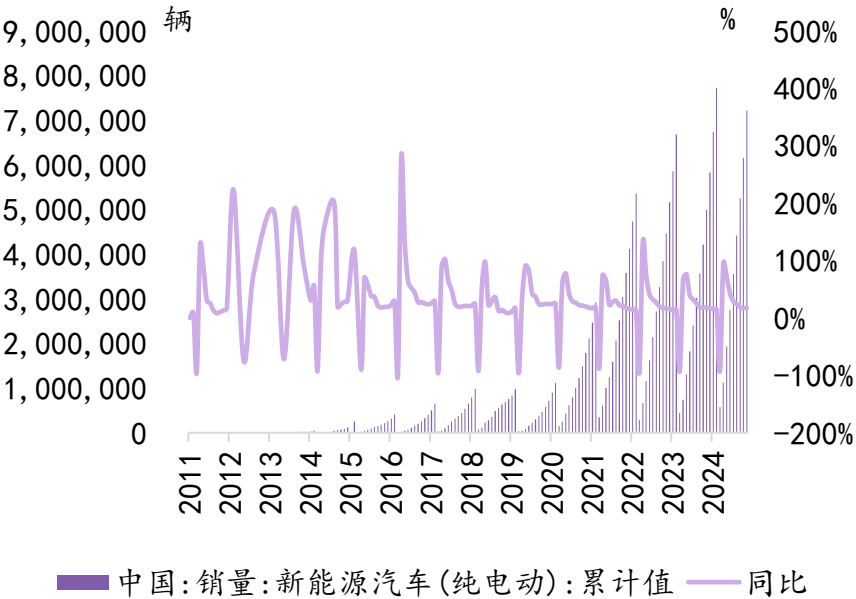
资料来源：Wind，华鑫证券研究

资料来源：《含硫硅烷偶联剂的开发与应用》，华鑫证券研究

## 2.3 新能源车电池、光伏及半导体领域有望拉动硅烷需求提升

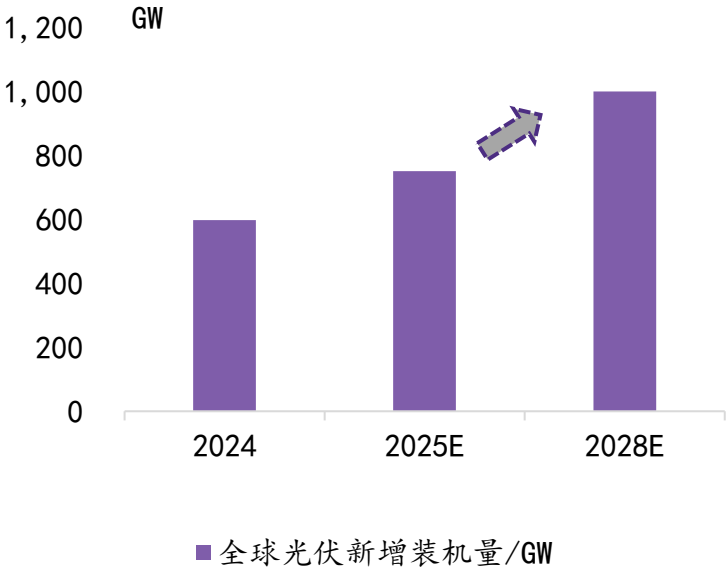
- 2024年国内新能源车销量为771.94万辆，同比+14.56%，2025年1-10月国内新能源汽车销量为833万辆，同比+15.37%，有望带动电池系统正负极材料表面改性、隔膜涂层处理及电池封装胶粘体系中的硅烷偶联剂需求量提升，同时光伏新增装机量CAGR（2024-2028）预计为14%，有望带动组件封装胶膜（EVA、POE）及背板材料用高端硅烷量提升，加上半导体销售额同比回暖，带动先进封装、晶圆级封装（WLP）工艺中的硅通孔（TSV）、再布线层（RDL）及底部填充胶（Underfill）的界面处理对硅烷偶联剂的需求，三大需求齐发力，整体有望拉动硅烷偶联剂需求增长。

中国新能源车销量及同比



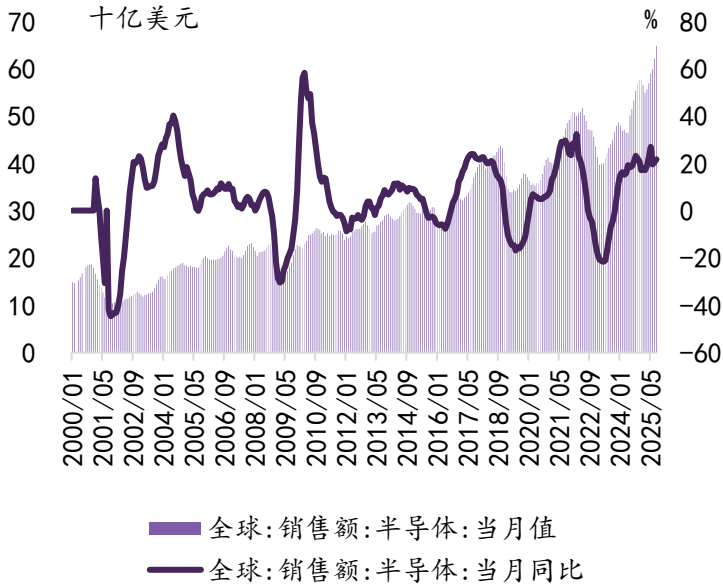
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

全球光伏新增装机量预测



资料来源: TESTPV, 华鑫证券研究

全球半导体销售额及同比

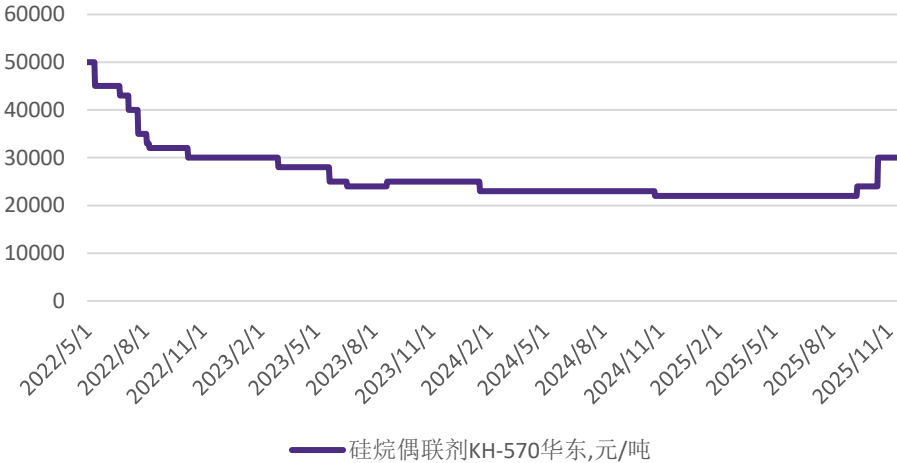


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

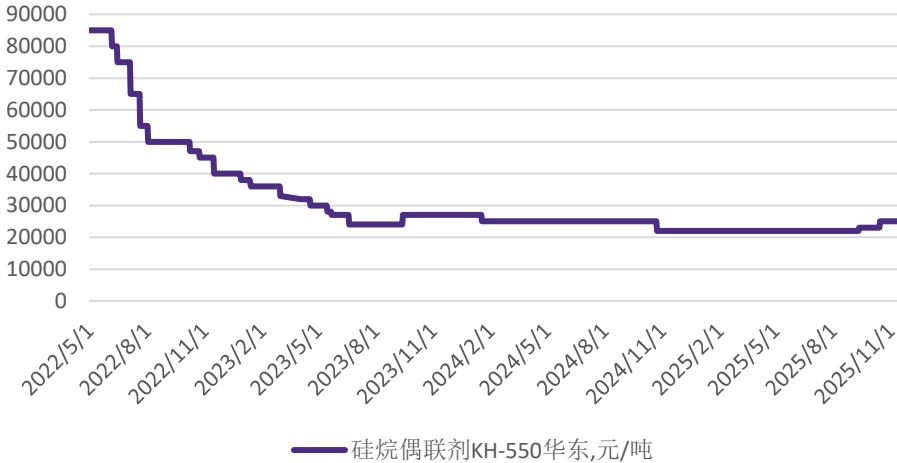


## 2.4 硅烷偶联剂价格有望触底回升

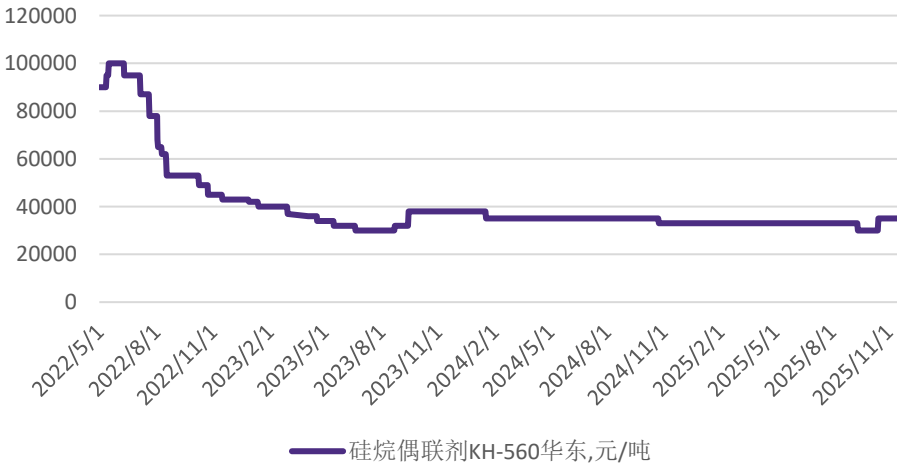
硅烷偶联剂华东KH-570



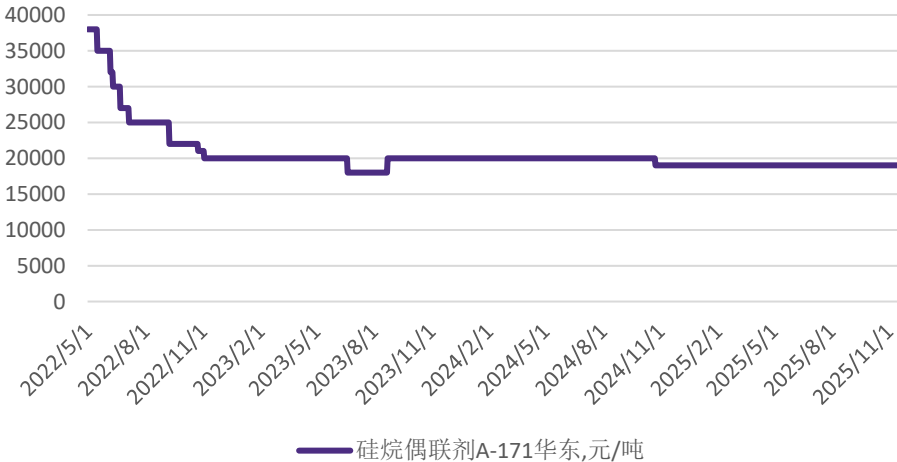
硅烷偶联剂华东KH-550



硅烷偶联剂华东KH-560



硅烷偶联剂华东A-171



资料来源：百川盈孚，华鑫证券研究

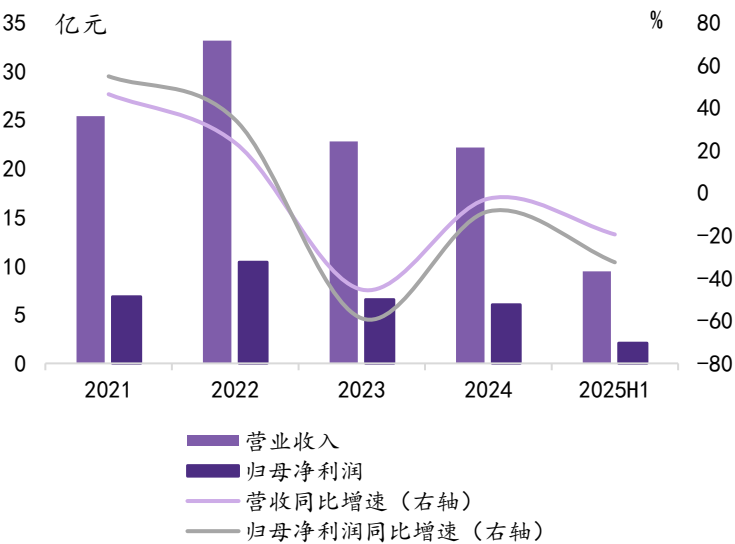
# 0 3 低成本优势、优质客户资源、强研发实力、新产能增量及充裕现金流构筑公司竞争力

研究创造价值

### 3.1 原料自主可控，成本优势大助力公司实现强大经营韧性

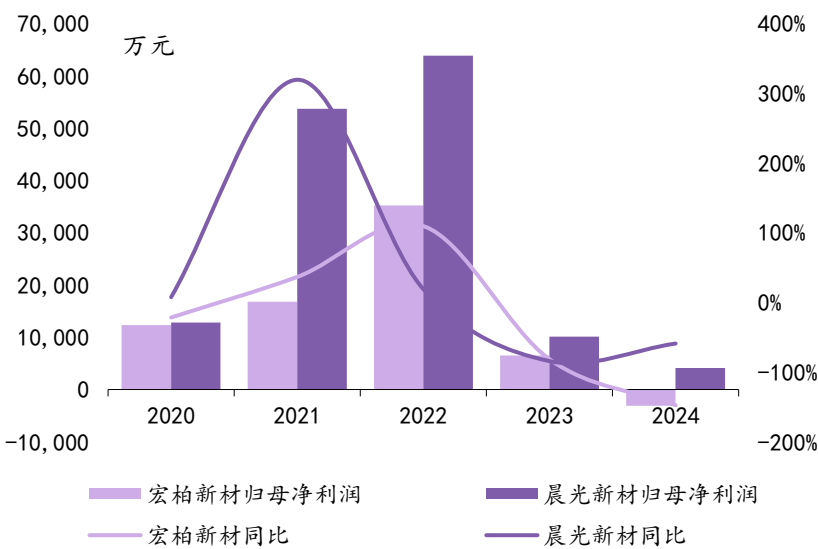
➤ **公司成本优势大，盈利能力具备强大韧性。** 在过去三年硅烷价格承压背景下，公司凭借规模化生产与氯元素闭环循环工艺实现极致成本控制，2024年公司实现归母净利润6.02亿，仍然逆市实现盈利，优于同业其他公司的微薄利润甚至陷入亏损的状态，同时2025H1公司毛利率达27.91%。公司的成本优势在于完备的一体化产业链布局，公司拥有十四个系列一百多种功能性硅烷产品，产品种类丰富，结构多元，已建成由三氯氢硅到各种功能性硅烷产品的完整产业链，原料自主可控程度高，能够节省原材料运输成本，同时降低运输途中的安全环保风险；除了公司15.2万吨的总产能带来显著规模效应之外，公司借助首发募投项目已实现三氯氢硅自产，提升关键原料保障能力，目前持续推进硅基新材料绿色循环产业园一期项目建设，匹配整体产能规划。

江瀚新材营收及利润



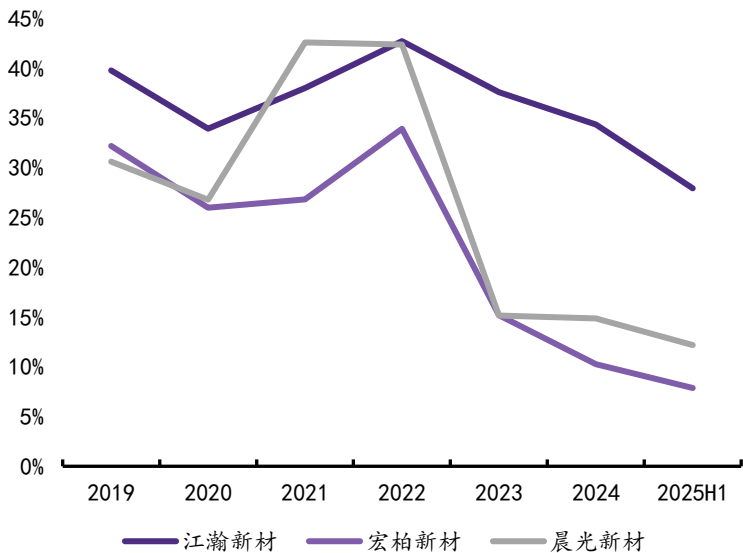
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

晨光新材和宏柏新材过去五年归母净利润及同比



资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司与可比公司毛利率



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 3.2 深度绑定高端客户，产品精益求精客户忠诚度高

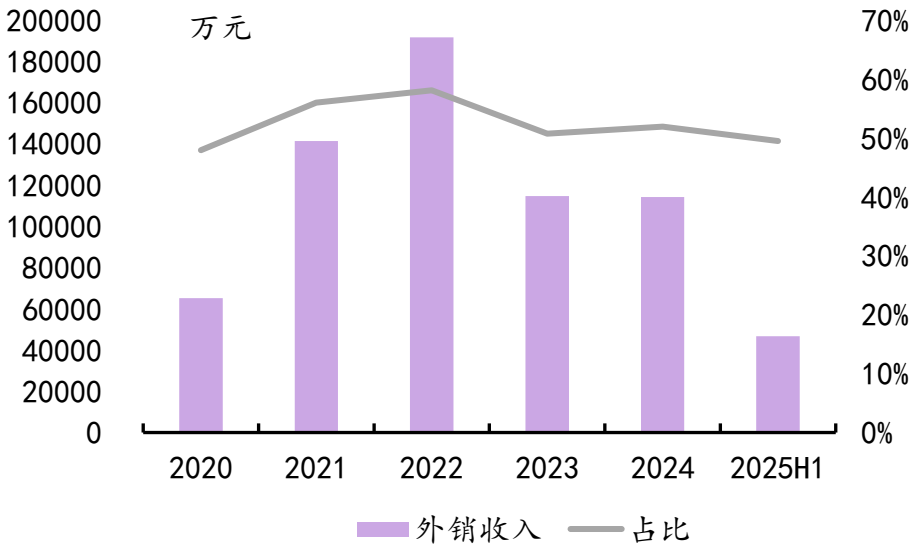
- 公司已与全球前十大轮胎企业建立深入战略合作伙伴关系。公司与多位客户签订长期框架协议，约定在一定期限内锁定价格，保障订单稳定落地。
- 产品精益求精，高端客户占比大、客户忠诚度高。公司建立了全过程的高效质量管理体系，并通过了德国TÜV SUD认证机构的认证，生产的功能性硅烷产品质量优、性价比高，服务周到、响应及时，高端市场客户占比大，客户忠诚度高，截至2025H1，重点客户实现零流失。
- 国外市场销售占比一半，积极应对国际环境变化。公司进一步加大境外市场的开发力度，特别是着力开发发展中国家和欠发达地区市场，使境外市场的地域分布更加合理、均衡，避免过于依赖单一市场。产品覆盖80余个国家和地区。针对国际贸易环境变化，公司通过稳定的跨境供应链体系，同步服务全球客户，既分享了海外市场增长红利，也降低了单一市场波动带来的风险。这种全球化布局与头部客户绑定策略，为公司稳定硅烷产品的销售奠定了坚实基础。

公司与核心客户签订的长期合同

客户名称	销售产品	合同金额	合同签订时间	合同有效期
Castle Chemicals	硅烷偶联剂	框架协议	2021. 12. 27	2022. 1. 1-2024. 12. 31
倍耐力	硅烷偶联剂	长期合作已约定一定时期锁定价格	2020. 12. 09	2018. 01. 01-2025. 12. 31
Chemspc, Ltd	硅烷偶联剂	框架协议	2021. 1. 1	2021. 1. 1-2022. 12. 31
米其林	硅烷偶联剂	长期合作已约定一定时期锁定价格	/	/
固特异	硅烷偶联剂	长期合作已约定一定时期锁定价格	/	/
keyser&mackay	硅烷偶联剂	长期合作已约定一定时期锁定价格	/	/
瓦克	硅烷偶联剂	长期合作已约定一定时期锁定价格	/	/

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

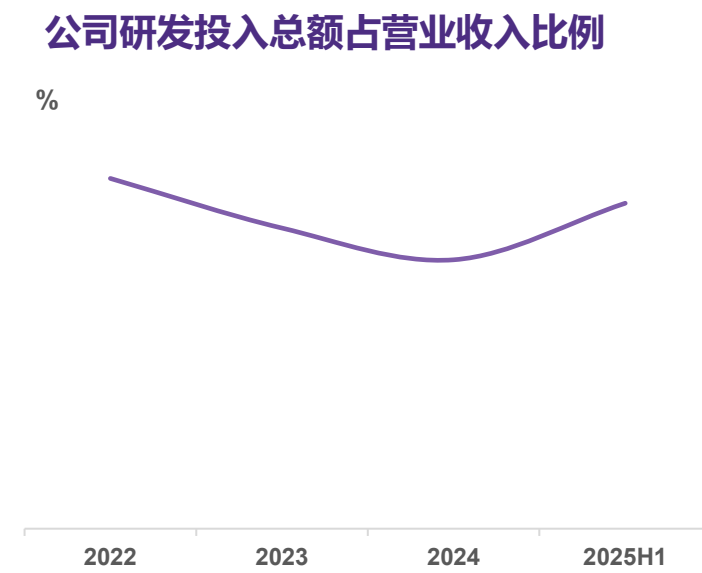
公司海外销售收入及占比



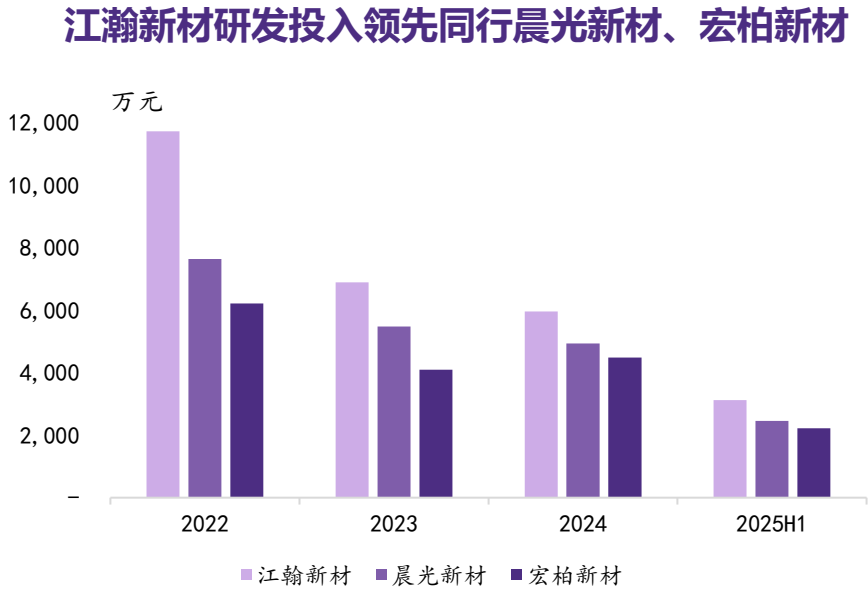
资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 3.3 研发精益求精：突破海外技术垄断

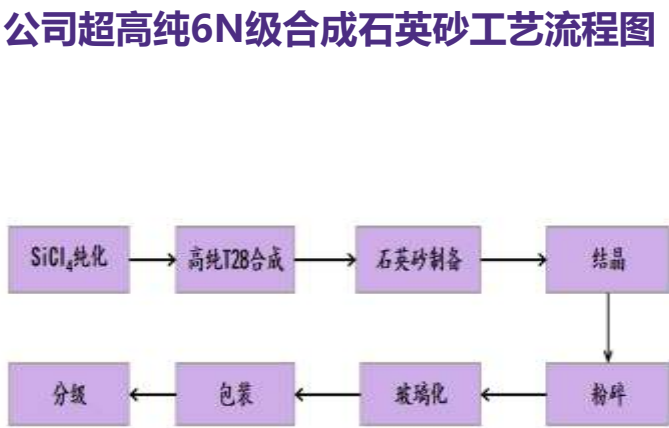
- **重视研发，持续保持较高比例的研发投入。**截至2025H1，公司继续强化创新引领，充分保障研发投入，当期研发费用为3122.38万元，占营业收入的比例为3.30%，研发支出比例较上年同期提升0.18个百分点，公司共有123名研发人员，研发人员数量占公司员工总数的12.59%，持有68项获权发明专利，另有在审发明专利申请9项、准备中拟提交的发明专利申请2项。
- **完善的研发平台，重视科技人才队伍建设。**公司为国家高新技术企业，注重科技人才队伍的建设，通过不断完善创新管理和激励制度，打造企业技术创新平台，先后吸引了归国博士在内的多名高科技人才的加盟，组建了一支高素质创新研发技术团队。公司拥有“湖北省功能性硅烷工程技术研究中心”和“湖北省企业技术中心”2个省级研发平台，并与武汉大学联合运营校企合作研发平台2个。
- **光伏与半导体级材料，突破海外技术垄断。**公司采用四氯化硅和正硅酸乙酯为原料，通过化学合成法制备超高纯6N级石英砂，金属离子总量 < 0.1ppm，羟基含量 < 60ppm。布局半导体级正硅酸乙酯、电子级特种硅烷等，推动高端硅烷国产化。



资料来源：公司公告，华鑫证券研究



资料来源：各公司公告，华鑫证券研究



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

### 3.4 增量空间大：募投项目打开成长空间

➤ **公司主要产能建设与消化路径清晰，募投项目稳步推进。**“年产6万吨三氯氢硅项目”已于2022年7月建成投产，保障关键原料供应，强化成本优势。主体项目“功能性硅烷偶联剂及中间体建设项目”于2024年12月达产，当前投入进度已达58.96%，2025H1已实现效益8,492.82万元。同时，“硅基新材料绿色循环产业园一期项目”等新产能正按计划建设，为公司未来增长储备动能。公司已建设6万吨三氯氢硅项目，降低成本的同时实现绿色生产。三氯氢硅可用于多晶硅制造，多晶硅是光伏发电的核心原材料，用于生产太阳能电池片，其纯度直接影响光伏组件的转换效率和发电性能，占光伏产业链上游关键地位。通过向上游中间体延伸，不仅能降低光伏用硅烷产品的原材料采购成本，还能减少外部供应链波动对生产的影响，为客户提供更稳定的供应保障。

募投项目产能投放节奏

项目名称	状态	计划/实际投产日期	当前进度/备注
年产6万吨三氯氢硅项目	已建成	2022年7月	已全部投产，保障关键原料自供
功能性硅烷偶联剂及中间体建设项目	建设中	2024年12月（计划）	累计投入进度58.96%，本年度实现效益8,492.82万元
科研中心与办公中心建设项目	建设中	2024年12月（计划）	累计投入进度96.77%，接近完工
硅基新材料绿色循环产业园一期项目	建设中	2025年6月（计划）	为新项目，累计投入进度37.71%
功能新材料基础部(项目一期)	规划中	2027年10月（计划）	为新项目，处于早期阶段

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

高纯石英应用市场

纯度（二氧化硅含量）	>99.99%	>99.997%	>99.999%
主要产品	高温灯管、熔融石英管、石英玻璃、硅微粉、光学装置、特种石英光学玻璃等	单晶硅坩埚、多晶硅坩埚、优质石英玻璃及制品、光导纤维及附属光电元件等	CZ坩埚、半导体用超高纯石英玻璃、半导体用高端石英坩埚

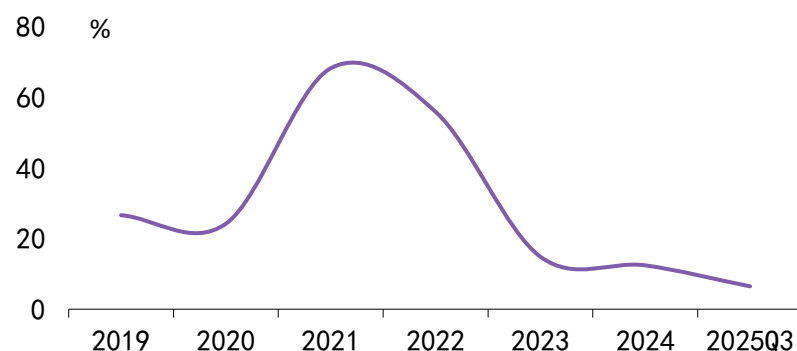
应用行业	高级照明、电子封装工业、光学工业	太阳能光伏、通信工业	半导体工业、芯片制造
------	------------------	------------	------------

资料来源：《高纯石英原料特征和矿床成因研究现状综述》、《高纯石英原料矿物学特征与加工技术进展》等，华鑫证券研究

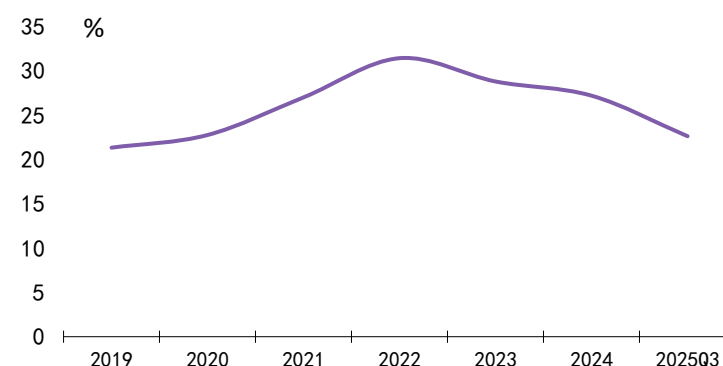
## 3.5 盈利质量高：高盈利能力和稳健的资产效率

- **ROE由利润率及资产周转率维持较高水平。**由杜邦分析得知，公司盈利质量较高，具备高ROE的同时负债较低，同时利润率及资产周转率维持较高水平。通过杜邦拆解对比分析，公司ROE优势主要源于高盈利能力和稳健的资产效率而非财务杠杆：1)归母净利率方面，公司基本维持稳定趋势，盈利能力稳健；2)资产周转率方面，公司周转率略有所下降，但仍处于健康区间水平；3)权益乘数方面，公司权益乘数近年来均维持在1.10倍左右。

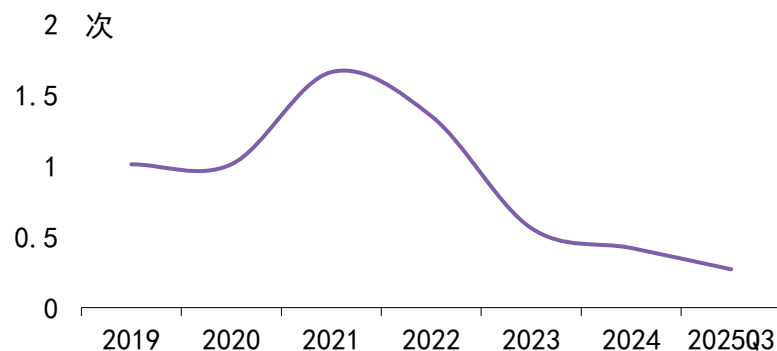
公司近年来ROE情况



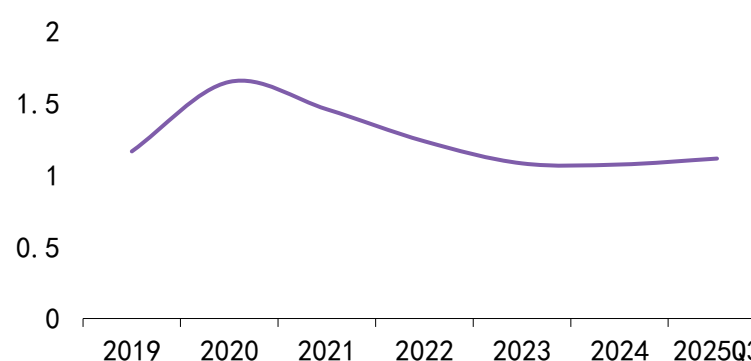
公司近年来归母净利率情况



公司近年来资产周转率情况



公司近年来权益乘数情况



资料来源：Wind，华鑫证券研究



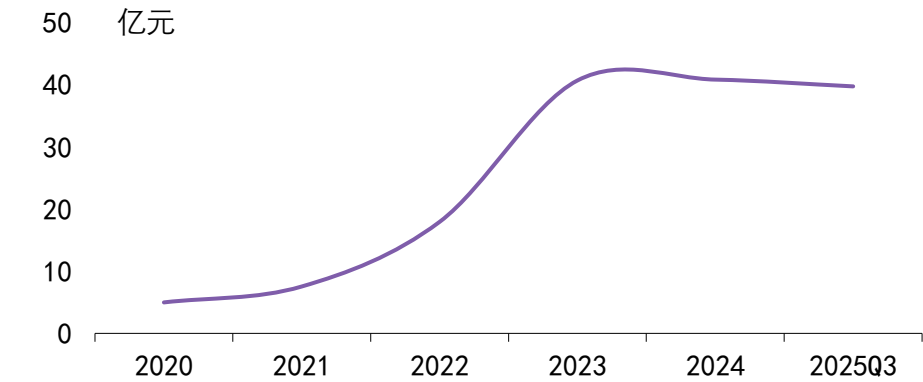
### 3.5 盈利质量高：高盈利能力和稳健的资产效率

➤ **近乎零有息负债的财务自由度。**公司长短期借款规模极小，基本没有有息负债，这种近乎零有息负债的资本结构下，公司无需偿还巨额财务费用，财务成本极低，赋予了公司极高的财务自由度和安全性。同时，公司主要流动资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据及应收账款）结构健康，总额充裕，构成了公司稳健经营的优质资产底座，抗风险能力强。

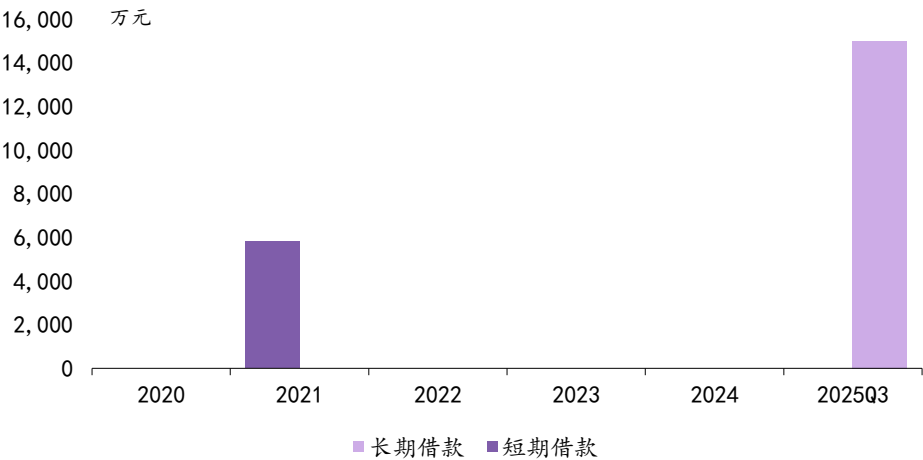
公司主要流动资产情况

（亿元）	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
货币资金	4.77	7.29	17.47	34.64	33.2	37.13
交易性金融资产	0.06	0.09	0.38	2	7.58	1.52
其他流动资产	0.15	0.16	0.093	4.03	0.047	1.08
主要流动性资产合计	4.98	7.54	17.94	40.68	40.82	39.73

公司近五年货币资金逐步充裕



公司近五年借款情况



资料来源：Wind，华鑫证券研究



# 04 盈利预测

研究创造价值

# 4.1 公司分产品盈利预测

公司各产品盈利预测

		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
功能性硅烷产品	收入/亿元	32.74	22.33	21.50	23.4	25.90	28.50
	成本/亿元	18.73	13.89	14.11	17.29	18.62	19.95
	销量/万吨	9.01	10.44	11.71	13.00	14.00	15.00
	单吨售价（元/吨）	36337.40	21388.89	18360.38	18000.00	18500.00	19000.00
	单吨成本（元/吨）	20788.01	13304.60	12049.53	13300.00	13300.00	13300.00
	毛利/亿元	14.01	8.44	7.39	6.11	7.28	8.55
	同比		-39.76%	-12.44%	-17.32%	19.15%	17.45%
	毛利率	42.79%	37.80%	34.37%	26.11%	28.11%	30.00%
	同比（pct）		-5.00%	-3.42%	-8.26%	2.00%	1.89%
	占比总毛利	99.15%	53.31%	62.82%	67.18%	69.25%	71.66%
功能性硅烷中间体产品	收入/亿元	0.26	0.28	0.49	0.74	0.90	1.06
	成本/亿元	0.14	0.17	0.29	0.50	0.60	0.70
	销量/万吨	0.08	0.17	0.33	0.50	0.60	0.70
	单吨售价（元/吨）	32500.00	16470.59	14848.48	14800.00	15000.00	15200.00
	单吨成本（元/吨）	17500.00	10000.00	8787.88	10000.00	10000.00	10000.00
	毛利/亿元	0.12	0.11	0.20	0.24	0.30	0.36
	同比		-8.33%	81.82%	20.00%	25.00%	21.33%
	毛利率	46.15%	39.29%	40.82%	32.43%	33.33%	34.21%
	同比（pct）		-6.87%	1.53%	-8.38%	0.90%	0.88%
	占比总毛利	0.85%	1.29%	2.64%	3.78%	3.96%	4.08%
总营收		33.00	22.61	21.99	24.14	26.80	29.56
总成本		18.87	14.06	14.40	17.79	19.22	20.65
毛利		14.13	8.55	7.59	6.35	7.58	8.91
毛利率		42.82%	37.82%	34.52%	26.30%	28.28%	30.15%

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	2,216	2,348	2,680	2,956
增长率（%）	-2.7%	6.0%	14.1%	10.3%
归母净利润（百万元）	602	450	595	698
增长率（%）	-8.0%	-25.3%	32.4%	17.3%
摊薄每股收益（元）	1.61	1.20	1.59	1.87
ROE（%）	12.2%	8.8%	11.1%	12.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

➤ 功能性硅烷景气或开始回升，公司盈利能力有望持续修复。预测公司 2025-2027年归母净利润分别为 4.50、5.95、6.98 亿元，EPS分别为1.2、1.59、1.87元/股，当前股价对应 PE 分别23.6、17.9、15.2倍，首次覆盖公司，给予“买入”投资评级。

盈利预测表

资产负债 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3,320	3,493	3,701	3,957
应收款	279	296	337	372
存货	164	202	219	235
其他流动资产	831	836	847	856
流动资产合计	4,595	4,826	5,104	5,420
固定资产	388	476	489	475
在建工程	189	76	30	12
无形资产	65	62	58	55
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	5,312	5,515	5,757	6,038
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	132	162	175	189
其他流动负债	163	163	163	163
流动负债合计	316	347	364	379
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	48	48	48	48
非流动负债合计	48	48	48	48
负债合计	364	395	412	427
股本	373	373	373	373
股东权益	4,948	5,119	5,345	5,610
负债和所有者权益	5,312	5,515	5,757	6,038

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,216	2,348	2,680	2,956
营业成本	1,455	1,779	1,922	2,065
营业税金及附加	13	14	16	17
销售费用	18	19	22	24
管理费用	80	85	97	107
财务费用	-73	-98	-104	-111
研发费用	60	63	72	80
营业利润	699	522	691	810
利润总额	699	522	691	810
所得税费用	97	72	96	112
净利润	602	450	595	698
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	602	450	595	698

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	602	450	595	698
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	72	29	35	36
公允价值变动	8	8	8	8
营运资金变动	-148	-27	-53	-45
经营活动现金净流量	533	459	584	696
投资活动现金净流量	-974	26	32	33
筹资活动现金净流量	614	-279	-369	-433
现金流量净额	173	206	247	296

每股数据(元/股)	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	1.61	1.20	1.59	1.87
P/E	17.6	23.6	17.9	15.2
P/S	4.8	4.5	4.0	3.6
P/B	2.1	2.1	2.0	1.9

财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-2.7%	6.0%	14.1%	10.3%
归母净利润增长率	-8.0%	-25.3%	32.4%	17.3%
盈利能力				
毛利率	34.3%	24.2%	28.3%	30.2%
四项费用/营收	3.8%	3.0%	3.3%	3.4%
净利率	27.2%	19.1%	22.2%	23.6%
ROE	12.2%	8.8%	11.1%	12.4%
偿债能力				
资产负债率	6.8%	7.2%	7.2%	7.1%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	7.9	7.9	7.9	7.9
存货周转率	8.9	8.9	8.9	8.9

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

产能投放进度不及预期；

下游需求不及预期；

产品价格下跌等。

张伟保：华南理工大学化工硕士，13年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024年加入华鑫证券研究所。

覃前：大连理工大学化工学士，金融硕士，2024年加入华鑫证券研究所。

## 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**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；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

研创造价值