

2026年01月08日

锦华新材(920015.BJ)

投资评级：增持（首次）

——羟胺水溶液突破半导体市场，酮肟产业链工艺链条壁垒深厚

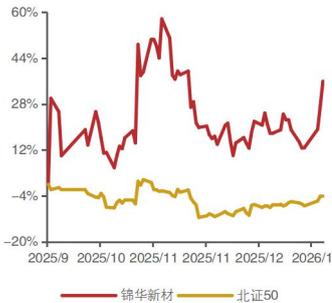
证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com

联系人

胡文瀚
huwenhan@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026年01月07日

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 57.50 |
| 一年内最高/最低(元) | 70.35/36.03 |
| 总市值(百万元) | 7,795.08 |
| 流通市值(百万元) | 2,170.36 |
| 总股本(百万股) | 135.57 |
| 资产负债率(%) | 21.46 |
| 每股净资产(元/股) | 11.89 |

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 专注于酮肟系列精细化学品的国家级专精特新“小巨人”企业，依托巨化集团背景构建了独特“肟-肟基硅烷-羟胺盐”产业链。公司核心产品涵盖硅烷交联剂、羟胺盐、甲氧胺盐酸盐等多元系列，功能性硅烷和羟胺盐领域共同驱动增长。通过持续的技术创新和产能扩张，公司2018-2024年营收复合增长率达28%，2024年营收约12.4亿元，归母净利润超2.1亿元。公司研发投入持续加大，2024年研发费用同比增长15.18%，通过工艺优化等措施推动综合毛利率从2022年的17.72%提升至2024年的27.94%，展现出强劲的成长动能。目前公司正积极推进募投项目建设布局新产品，进一步完善产业布局。
- 基本盘：硅烷交联剂和羟胺盐两大核心业务均占据市场领军地位，有望持续拓展拜耳等海外客户。硅烷交联剂领域，公司2024年产能达5.83万吨/年，国内市场占有率38.16%，下游主要为建筑建材、能源电力、电子及新能源汽车等领域。羟胺盐领域，公司2024年产能3.5万吨/年，国内市占率42.37%，广泛应用于农药医药、金属萃取剂、新型离子交换树脂等。目前公司正积极推进60kt/a高端偶联剂项目建设，项目建成后新增3万吨硅烷偶联剂产能，应用于复合材料、涂料、塑料等领域且附加值较高，完善在功能性硅烷领域的布局。此外公司甲氧胺盐酸盐与拜耳供应链深度合作，近年来销量持续增长，出海空间有望进一步拓宽。
- 增量盘：羟胺水溶液是公司突破半导体化学品领域的关键产品，有望打开国产替代的广阔市场空间。该产品主要用于芯片铝制程的干法刻蚀后清洗环节，QY Research预测全球干法刻蚀后清洗剂市场规模有望从2023年2.06亿美元增长至2030年3.78亿美元，复合增长率达9.06%。目前市场由德国巴斯夫垄断，公司已突破技术瓶颈，掌握5项核心专利，500吨中试装置于2024年四季度试生产并实现少量产品销售，有望于2025年四季度建成投产，且凭借自产羟胺盐的原料优势，公司在成本控制方面具备显著竞争力。在下游应用方面，除半导体领域外，产品还应用于莱赛尔纤维制造，中国化学纤维工业协会预计莱赛尔纤维领域对羟胺水溶液的全球需求量有望从2023年1376吨增长至2030年2159吨。公司规划后续建设5000吨产业化项目（达产后），有望在国产替代浪潮中抢占先机。
- 盈利预测与评级：我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为2.02/2.67/3.57亿元，当前股价对应的PE分别为39/29/22倍。可比公司为江瀚新材、联化科技、安集科技、上海新阳。公司在硅烷交联剂和羟胺盐领域领军地位稳固，新品电子级羟胺水溶液技术壁垒高且国产化空间广阔。公司凭借完整的酮肟产业链优势，在成本控制与产业化能力上具备核心竞争力，看好其新产能逐步释放带动持续增量，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：下游行业周期波动风险、原材料价格上涨风险、安全生产风险

盈利预测与估值（人民币）

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1,115 | 1,239 | 1,073 | 1,319 | 1,659 |
| 同比增长率(%) | 12.13% | 11.21% | -13.44% | 22.98% | 25.77% |
| 归母净利润(百万元) | 173 | 211 | 202 | 267 | 357 |
| 同比增长率(%) | 116.74% | 22.28% | -4.35% | 32.41% | 33.80% |
| 每股收益(元/股) | 1.27 | 1.56 | 1.49 | 1.97 | 2.64 |
| ROE(%) | 25.71% | 25.03% | 11.69% | 13.40% | 15.20% |
| 市盈率(P/E) | 45.19 | 36.95 | 38.63 | 29.18 | 21.81 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 2.02/2.67/3.57 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 39/29/22 倍。可比公司方面，我们选取江瀚新材 1 家与硅烷交联剂相关的上市公司，联化科技 1 家与羟胺盐相关的上市公司，安集科技、上海新阳 2 家与晶圆制程湿电子化学品相关的上市公司。公司在硅烷交联剂和羟胺盐领域领军地位稳固，产能持续扩张+工艺优化驱动，新品电子级羟胺水溶液技术壁垒高且国产化空间广阔。公司凭借完整的酮肟产业链优势，在成本控制与产业化能力上具备核心竞争力，看好其新产能逐步释放带动持续增量，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

结合公司基本盘增长及新业务拓展节奏，我们针对主要业务板块假设如下：

(1) 硅烷交联剂：基本盘稳健，2026–2027 年有望受益于行业需求见底及新应用拓展，假设 2025–2027 年营业收入同比-26%/+8%/+13%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 5.3/5.7/6.5 亿元；

(2) 羟胺盐：有望受益于农药等行业需求回升，假设 2025–2027 年营业收入同比-12%/+13%/+13%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 3.2/3.6/4.1 亿元；

(3) 羟胺水溶液 (JH-2)：有望随客户验证通过及产能释放而实现增量收入，根据公司公告对产销量的规划，假设 2025–2027 年营业收入分别为 0.4/1.5/2.7 亿元；

(4) 硅烷偶联剂：募投产能建设逐步推进，假设 2026–2027 年营业收入分别为 0.25/0.95 亿元；

(5) 其他产品：包含甲氧胺盐酸盐和乙醛肟，以及公司可能拓展的其他业务，预计随着农药等下游需求有望回升、海外客户进一步拓展而有望在后续迎来放量，假设 2025–2027 年营业收入分别为 1.6/1.9/2.1 亿元。

(6) 其他非主营业务：预计延续此前稳中有升趋势，假设 2025–2027 年营业收入分别为 0.18/0.20/0.22 亿元。

投资逻辑要点

公司有望通过“稳健基本盘+新产品高弹性增量”实现双轮驱动。基本盘方面，公司在硅烷交联剂和羟胺盐领域领军地位稳固，产能持续扩张，且有望通过工艺优化推动毛利率稳步提升，传统业务有望提供稳定现金流。增量盘方面，电子级羟胺水溶液突破半导体蚀刻清洗剂国产化瓶颈，技术壁垒高且成长空间广阔。公司凭借完整的酮肟产业链优势，在成本控制与产业化能力上具备核心竞争力，随着新产能逐步释放，有望维持长期增长趋势。

核心风险提示

下游行业周期波动风险、原材料价格上涨风险、安全生产风险

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 锦华新材：精细化学品“小巨人”，募投拓宽酮肟产品链条 | 6 |
| 1.1. 主要业务：专注酮肟工艺链条，硅烷交联剂、羟胺盐产销稳步提升 | 7 |
| 1.2. 经营情况：主要产品长期满产，募投打开传统产品+新品产能扩张空间 | 10 |
| 1.3. 财务分析：2024 年公司营收/归母净利润分别达 12.4/2.1 亿元 | 13 |
| 2. 基本盘：肟-肟基硅烷-羟胺盐链条领军企业，下游有望不断扩张 | 15 |
| 2.1. 肟基硅烷产业：2024 年国内产量约 46.9 万吨，包括硅烷交联剂和硅烷偶联剂 | 15 |
| 2.1.1. 硅烷交联剂：2024 年国内室温硅橡胶需求约 142 万吨，新能源汽车等新领域前景 明朗 | 17 |
| 2.1.2. 硅烷偶联剂：募投开拓全新产能，复合材料、涂料等市场空间较大 | 20 |
| 2.2. 羟胺盐产业：预测 2029 年国内市场规模约 21.6 亿元，农药/医药、新材料等下游驱 动 | 21 |
| 2.3. 其他品类：甲氧胺盐酸盐与拜耳供应链深度合作，出海空间有望进一步扩宽 | 23 |
| 3. 增量盘：JH-2 实现工艺链条延伸，打开高附加值电子化学品市场 | 25 |
| 3.1. 行业概况：羟胺水溶液瞄准半导体、特种纤维，市场空间广阔 | 25 |
| 3.2. 公司布局：羟胺水溶液已进入中试阶段，有望于 2026 年扩产 | 30 |
| 3.3. 竞争格局：巴斯夫垄断全球供应，工艺、客户认证与安全性是重要壁垒 | 31 |
| 4. 盈利预测与评级 | 33 |
| 5. 风险提示 | 34 |

图表目录

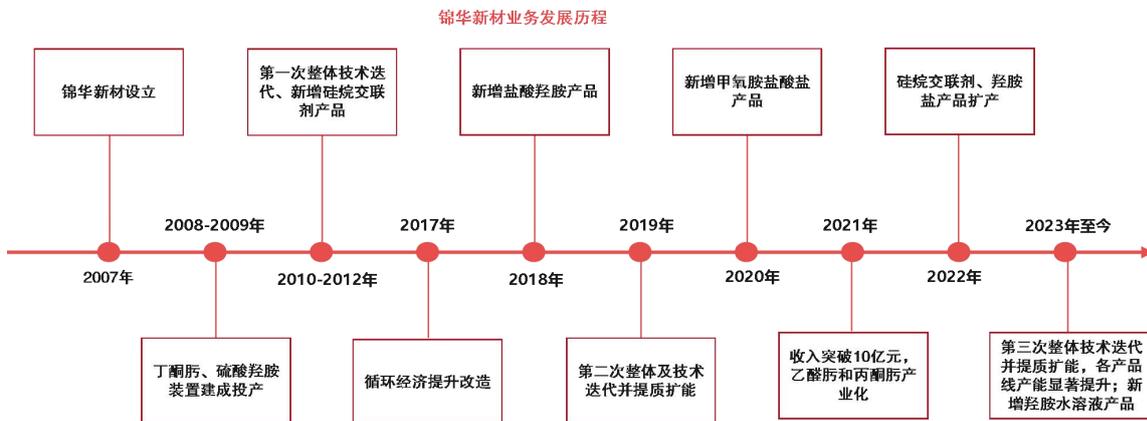
| | |
|---|----|
| 图表 1: 锦华新材发展历程: 围绕酮肟产业, 从少数品种不断向外延伸 | 6 |
| 图表 2: 公司的实际控制人为浙江省国资委 | 6 |
| 图表 3: 公司主要产品为硅烷交联剂、羟胺盐、甲氧胺盐酸盐和乙醛肟 | 7 |
| 图表 4: 公司核心技术包括联产循环工艺、过程强化技术、纯化分离技术、高效催化技术 | 8 |
| 图表 5: 公司产品下游应用于建材、新能源、农药等多元领域 | 8 |
| 图表 6: 2022-2024 年硅烷交联剂收入稳步增长 | 9 |
| 图表 7: 硅烷交联剂、羟胺盐是公司收入主要来源 | 9 |
| 图表 8: 2022-2024 年公司羟胺盐毛利率实现较快上升, 硅烷交联剂有一定波动 | 9 |
| 图表 9: 2024 年硅烷交联剂销量显著上升 | 10 |
| 图表 10: 2024 年羟胺盐销量显著上升 | 10 |
| 图表 11: 2024 年公司主要原材料成本构成 | 10 |
| 图表 12: 2022-2024 年公司主营业务收入按销售模式划分, 贸易商模式占主导 | 11 |
| 图表 13: 2022-2024 年公司主营业务收入按销售区域划分, 重心进一步向国内市场集中 | 11 |
| 图表 14: 公司前五大客户的年度销售额占比总计维持在 50% 上下 | 11 |
| 图表 15: 公司主要产品产能响应产销需求而同步扩大 | 12 |
| 图表 16: 募投项目规划总投资 6 亿元 | 13 |
| 图表 17: 2024 年公司营收超 12 亿元 | 13 |
| 图表 18: 2024 年公司归母净利润超 2 亿元 | 13 |
| 图表 19: 2025Q1-Q3 公司毛利率达 31% | 14 |
| 图表 20: 2024 年公司管理费用率下降 | 14 |
| 图表 21: 行业传统生产工艺 | 15 |
| 图表 22: “肟-肟基硅烷-羟胺盐” 生产工艺 | 15 |
| 图表 23: 功能性硅烷产品概况 | 15 |
| 图表 24: 全球功能性硅烷产量统计及预测 (万吨) | 16 |
| 图表 25: 中国功能性硅烷产量统计及预测 (万吨) | 16 |
| 图表 26: 密封胶和胶粘剂的下游情况 | 17 |
| 图表 27: 有机硅密封胶和胶粘剂中主要产品类别 | 17 |

| | |
|---|----|
| 图表 28: 2017-2024 年我国室温硫化硅橡胶产能产量持续增长 | 18 |
| 图表 29: 室温橡胶各领域国内市场规模 (单位: 万吨) | 18 |
| 图表 30: 室温硅橡胶下游应用领域广阔 | 19 |
| 图表 31: 锦华新材硅烷交联剂国内市场占有率 | 19 |
| 图表 32: 2024 年国内主要生产厂家产能产销数据 | 20 |
| 图表 33: 硅烷偶联剂应用于复合材料、涂料、塑料等 | 20 |
| 图表 34: 硅烷偶联剂 2023 年国内需求约 21 万吨 (单位: 万吨) | 21 |
| 图表 35: 2023-2029 年羟胺盐年市场规模及预测 | 22 |
| 图表 36: 羟胺盐下游应用市场广阔 | 22 |
| 图表 37: 公司产能领先于国内主要竞争对手 | 23 |
| 图表 38: 全球甲氧胺盐酸盐市场规模 2023 年约为 39.61 亿元 | 24 |
| 图表 39: 公司向布伦泰格及拜耳出口金额维持亿元以上, 2024 年 FOB 模式占据主导 (万元) | 24 |
| 图表 40: 羟胺水溶液由羟胺盐等原料反应合成, 上游涉及一系列化工工艺 | 26 |
| 图表 41: 羟胺水溶液下游应用于芯片及莱赛尔纤维 | 26 |
| 图表 42: 湿电子化学品分为通用湿电子化学品和功能湿电子化学品 | 27 |
| 图表 43: 半导体制程各个环节均涉及湿电子化学品, 清洗工艺涵盖多类型 | 28 |
| 图表 44: 光刻作为半导体制程核心工序, 每一次光刻中均涉及蚀刻后清洗剂的参与 ... | 29 |
| 图表 45: 2023 年全球干法刻蚀后清洗剂市场达 15 亿元 | 29 |
| 图表 46: 2023 年中国集成电路产量 3,514 亿块 | 29 |
| 图表 47: 莱赛尔纤维领域对羟胺水溶液的需求量 | 30 |
| 图表 48: 全球莱赛尔纤维产能有望持续增长 | 30 |
| 图表 49: 公司基于自主研发掌握的羟胺水溶液制备技术已获得 5 项专利 | 31 |
| 图表 50: 不同线宽的 IC 制造对湿电子化学品 SEMI 国际标准等级要求 | 32 |
| 图表 51: 集成电路用湿电子化学品的国产化率 2023 年仍只有 44% | 33 |
| 图表 52: 可比公司 PE 2025 均值为 39.4x | 34 |

1. 锦华新材：精细化学品“小巨人”，募投拓宽酮肟产品链条

锦华新材自 2007 年成立以来，始终专注于酮肟系列精细化学品的研发、生产与销售。作为该领域的领先企业，公司主要产品包括硅烷交联剂、羟胺盐、甲氧胺盐酸盐及乙醛肟等。经过持续发展，企业已在硅烷交联剂与羟胺盐细分领域建立起市场领先地位，并先后获得国家级专精特新“小巨人”企业、国家科改示范企业及高新技术企业等多项资质与荣誉。围绕酮肟生产工艺，公司从早期的丁酮肟、硫酸羟胺不断横向和纵向延伸并完善产品序列，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实现迭代升级，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，推动公司 2018-2024 年营业收入年复合增长率达 28%，相关成果获中国石化联合会科技进步一等奖、浙江省科学技术进步二等奖和浙江省首届知识产权专利奖二等奖。

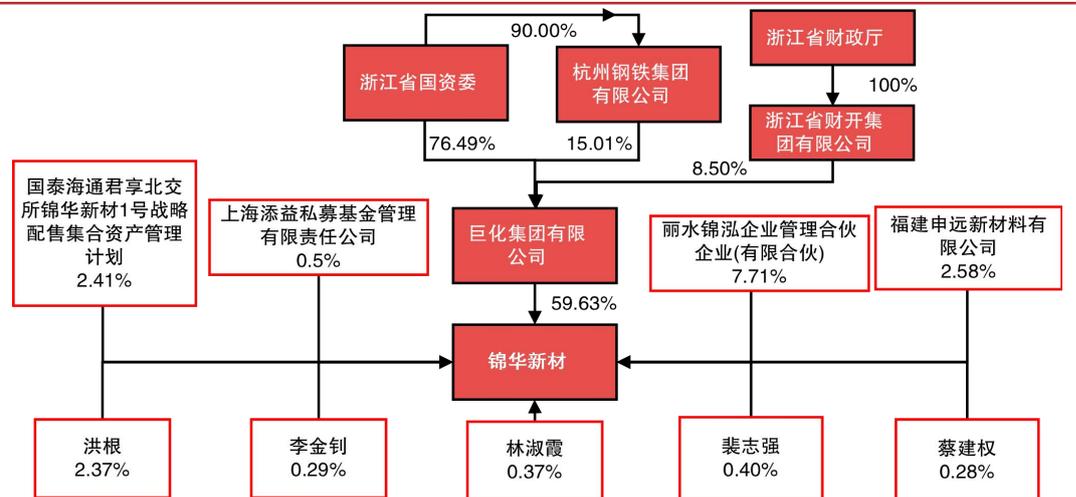
图表 1：锦华新材发展历程：围绕酮肟产业，从少数品种不断向外延伸



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

锦华新材股权结构清晰，截至 2025.10.24，巨化集团有限公司作为控股股东，持股比例达 59.63%。前十大股东合计持股 76.54%，股权相对集中且稳定；而巨化集团有限公司本身是一家由浙江省国资委控股的省属大型国有企业，因此公司的实际控制人为浙江省国资委。

图表 2：公司的实际控制人为浙江省国资委



资料来源：wind、公司招股书、华源证券研究所 注：数据截至 2025/10/24

1.1. 主要业务：专注酮肟工艺链条，硅烷交联剂、羟胺盐产销稳步提升

公司核心业务聚焦于酮肟系列精细化学品的研发、生产与销售，主要产品涵盖硅烷交联剂、羟胺盐、甲氧胺盐酸盐及乙醛肟等。

图表 3：公司主要产品为硅烷交联剂、羟胺盐、甲氧胺盐酸盐和乙醛肟

| 大类 | 细分类别 | 产品 | 产品特点 | 应用产品 | 产品图例 | 下游应用 |
|-----------|------|------------|--|--|---|---|
| 硅烷交联剂 | | 甲基三丁酮肟基硅烷 | 分子式为 $C_{13}H_{27}N_3O_3Si$ ，是一种无色液体 | 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 |  | 应用于建筑建材、能源电力、轨道交通（高铁等）、电子（覆铜板及 PCB 等）与新能源汽车等领域的有机硅密封胶和胶粘剂 |
| | | 乙烯基三丁酮肟基硅烷 | 分子式为 $C_{14}H_{27}N_3O_3Si$ ，是一种无色液体 | |  | |
| 酮肟系列精细化学品 | 羟胺盐 | 硫酸羟胺 | 分子式为 $(NH_2OH)_2 \cdot H_2SO_4$ ，外观为白色晶体，易溶于水，微溶于乙醇，在常温常压下稳定 | 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，代表性终端产品包括常见的除草剂广灭灵、常见的杀菌剂肟菌酯和常见的抗菌药物头孢克肟、阿奇霉素、罗红霉素以及抗癌药羟基蒽等 |  | 除草剂、杀菌剂等农药、抗菌药物、高效环保金属萃取剂（用于铜和稀土等）、新型离子交换树脂、绿色环保型染料等 |
| | | 盐酸羟胺 | 分子式为 $NH_2OH \cdot HCl$ ，外观为白色晶体，易溶于水，微溶于乙醇，在常温常压下稳定 | |  | |
| | | 甲氧胺盐酸盐 | 分子式为 $CH_3NO \cdot HCl$ ，外观为白色或黄色晶体 | 主要作为关键原料用于生产农药杀菌剂、抗菌药物，代表性终端产品包括全球用量前五的农药杀菌剂肟菌酯、常见抗菌药物头孢呋辛等 |  | 杀菌剂等农药 抗菌药物等 |
| | | 乙醛肟 | 分子式为 C_2H_5NO ，外观为无色透明液体，易溶于水、乙醇和乙醚 | 主要作为关键原料用于农药杀虫剂、杀菌剂，代表性终端产品包括常见的杀虫剂硫双威、常见的杀菌剂叶菌唑等 |  | 杀虫剂、杀菌剂等农药 |

资料来源：公司公告、华源证券研究所

公司实现酮肟系列产品的循环生产，具体的循环生产工艺路径如下：一是通过酮/醛生产酮/醛肟，再由酮/醛肟生产硫酸羟胺和甲氧胺盐酸盐，生产过程中产生的副产品酮，再循环生产酮肟；二是通过酮生产酮肟，再由酮肟生产硅烷交联剂，生产过程中产生的副产品丁酮肟盐酸盐水解后生产盐酸羟胺，以及产生副产品酮再循环生产酮肟。公司联产循环工艺实现了生产过程中副产品的高附加值循环利用，具有原子经济性高、“三废”少等优点。此外，公司还具备过程强化技术、纯化分离技术、高效催化技术，进一步实现成本优化和安全生产。

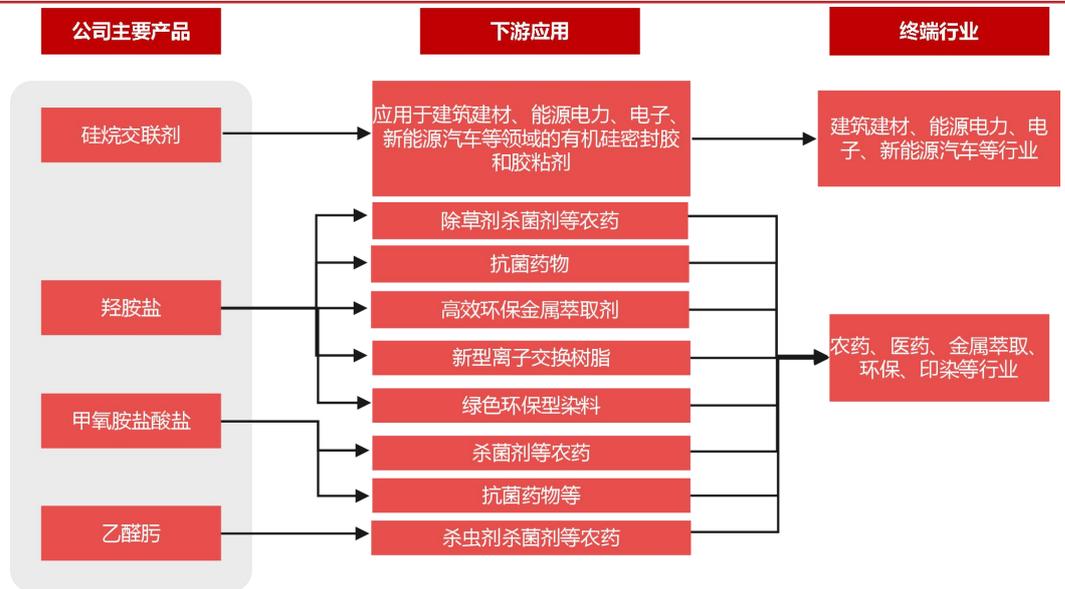
图表 4：公司核心技术包括联产循环工艺、过程强化技术、纯化分离技术、高效催化技术



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

在产品应用方面，**硅烷交联剂**作为有机硅密封胶与胶粘剂的关键原料，其终端应用覆盖建筑建材、能源电力、轨道交通（高铁等）、电子（覆铜板及 PCB 等）及新能源汽车等国家战略性新兴产业中的新材料领域；**羟胺盐**类产品主要用于合成广谱高效低毒农药、抗菌药物、环保型金属萃取剂（用于铜和稀土等）、新型离子交换树脂及绿色染料；**甲氧胺盐酸盐**与**乙醛肟**则主要应用于农药领域，助力绿色农业与药物开发。

图表 5：公司产品下游应用于建材、新能源、农药等多元领域



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

业务结构上，硅烷交联剂与羟胺盐共同构成公司收入的主要来源。据公司公告信息，2021 年，受同业生产企业安全事故影响，市场硅烷交联剂供应趋紧，产品价格呈现阶段性上行，公司凭借同期产能的有效释放，推动了该阶段营业收入的提升。2024 年公司主营业务收入较 2023 年增加 12,603.19 万元，增长 11.39%，主要系羟胺盐、硅烷交联剂收入增加所致。其

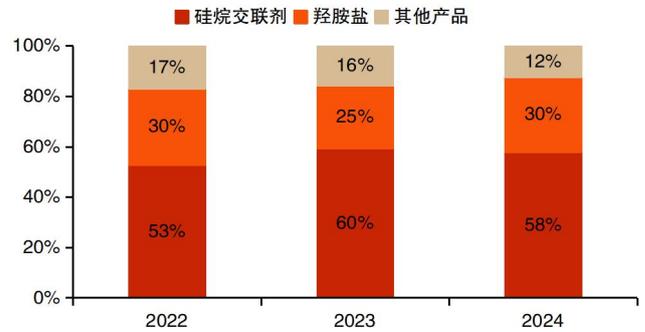
中 2024 年公司硅烷交联剂产品收入较 2023 年增长 8.34%；2024 年公司羟胺盐收入较 2023 年增长 33.56%。

图表 6：2022-2024 年硅烷交联剂收入稳步增长



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

图表 7：硅烷交联剂、羟胺盐是公司收入主要来源



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

从 2022 年至 2024 年，公司综合毛利率分别为 17.72%、27.65%、27.94%，其中，主营业务毛利率分别为 17.87%、27.73%、28.02%，**基于持续技术攻关、产业结构优化、精益生产提升等因素，公司保持较强的盈利能力。具体业务来看，2022-2024 年羟胺盐毛利率实现较快上升，而硅烷交联剂有一定波动。**1) **硅烷交联剂**：2023 年公司通过工艺技术优化提升转化率、降低单耗，并借助原材料及能源成本下降的有利环境，推动单位生产成本明显下降，使得硅烷交联剂产品毛利率较 2022 年上升 12.24 个百分点；2024 年则由于行业价格端承压，硅烷交联剂毛利率有所回落。2) **羟胺盐**：2023 年毛利率较 2022 年上升 1.17 个百分点（平均单位成本下降贡献 5.42 个百分点，抵消平均单价下降的 4.25 个百分点负面影响），主因原材料丁酮、液氨及能源蒸汽采购价下降；2024 年毛利率大幅提升 10.79 个百分点（平均单位成本下降贡献 11.95 个百分点），主要得益于羟胺盐产品在销量与毛利率方面的双重改善，核心驱动因素包括 HAO 法丁酮肟自产技改项目投产带来的成本优化、副产品丁酮肟盐酸盐循环利用工艺带来的物料和能耗消耗降低，以及双氧水、液氨等外购原料价格下降。

图表 8：2022-2024 年公司羟胺盐毛利率实现较快上升，硅烷交联剂有一定波动

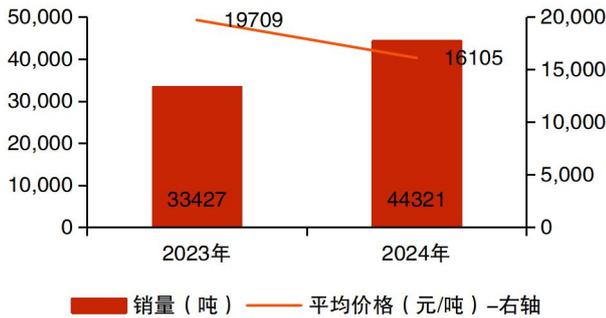
| 产品分类 | 指标项 | 2022 年度 | 2023 年度 | 2024 年度 |
|---------------|------------|---------------|---------------|---------------|
| 硅烷交联剂 | 毛利率 | 16.21% | 28.45% | 22.77% |
| | 收入占比 | 52.90% | 59.52% | 57.90% |
| | 毛利贡献 | 8.57% | 16.93% | 13.19% |
| 羟胺盐 | 毛利率 | 24.49% | 25.66% | 36.45% |
| | 收入占比 | 30.28% | 24.88% | 29.83% |
| | 毛利贡献 | 7.42% | 6.39% | 10.87% |
| 其他产品 | 毛利率 | 11.19% | 28.26% | 32.30% |
| | 收入占比 | 16.82% | 15.60% | 12.27% |
| | 毛利贡献 | 1.88% | 4.41% | 3.96% |
| 主营业务合计 | 毛利率 | 17.87% | 27.73% | 28.02% |

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

量价方面，公司硅烷交联剂与羟胺盐 2023-2024 年实现销售量上升，但价格端有一定压力。硅烷交联剂方面，2023 年，公司通过产能扩张和加大直销客户的营销力度，实现销量显

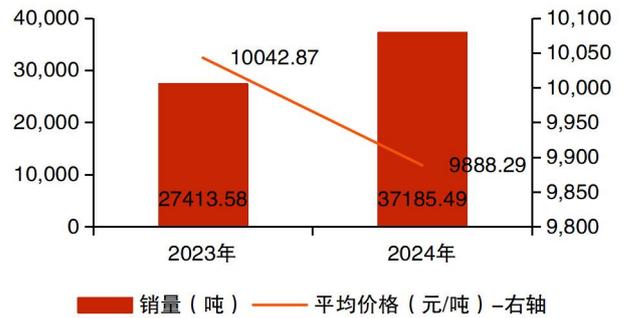
著提升，其中直销客户销售收入同比增长 53.09%。为提升市场占有率，公司自 2024 年 4 月起逐步下调销售价格，增强产品价格竞争力。同年下半年，受宏观经济影响行业竞争加剧，市场价格整体下行，公司基于单位成本明显下降的情况，为消化新增产能、保持生产负荷平稳，继续实施价格调整策略，产能释放与市场竞争策略共同推动销量增长。**羟胺盐方面**，2023 年受农药行业周期性下行影响，渠道库存积压、供应过剩及竞争加剧导致羟胺盐收入同比下降 7.68%；而 2024 年随着农药行业底部盘整趋稳、市场库存恢复正常及出口需求拉动，羟胺盐销量同比增长 35.65%，推动收入同比增长 33.56%。

图表 9：2024 年硅烷交联剂销量显著上升



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

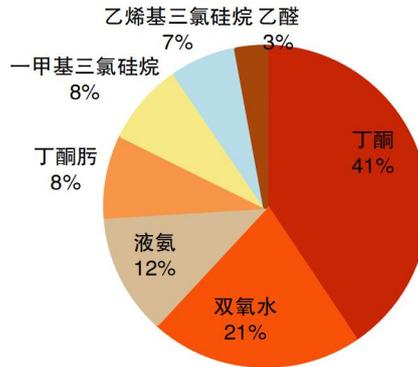
图表 10：2024 年羟胺盐销量显著上升



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

成本结构方面，2022 年至 2024 年期间，直接材料成本占主营业务成本的比例分别为 59.40%、61.29%、63.21%，**丁酮、双氧水**等主要原材料采购价格的变化是影响公司利润的重要因素，其中丁酮在 2024 年公司采购的主要原材料成本占比约 41%。

图表 11：2024 年公司主要原材料成本构成



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

1.2. 经营情况：主要产品长期满产，募投打开传统产品+新品产能扩张空间

公司销售模式以贸易商模式为主(款到发货)，有利于保障销售业务资金安全，2022-2024 年贸易商模式收入占比平均为 77%。同期直销模式占比出现小幅收缩，或源于公司为提升渠

道效率、聚焦核心市场而进行的资源优化调整。在整体营收持续增长的背景下，我们认为这一渠道策略或可有效支撑业务规模的稳健扩张。

图表 12：2022-2024 年公司主营业务收入按销售模式划分，贸易商模式占主导

| 项目 | 2022 年度 | | 2023 年度 | | 2024 年度 | |
|-------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| | 金额 (万元) | 比例 (%) | 金额 (万元) | 比例 (%) | 金额 (万元) | 比例 (%) |
| 贸易商模式 | 75834 | 77.0 | 84372 | 76.2 | 96652 | 78.4 |
| 直销模式 | 22647 | 23.0 | 26301 | 23.8 | 26624 | 21.6 |
| 合计 | 98480 | 100 | 110673 | 100 | 123276 | 100 |

资料来源：公司公告、华源证券研究所

按销售区域来看，基于国内市场需求的持续增长，公司内销占比自 2022 年的 84.7% 提升至 2024 年的 88.4%，其业务重心进一步向国内市场集中。外销虽然占比逐步降低，但是依然有可观的量级，我们认为其体现公司在巩固国内基本盘的同时审慎维持全球业务布局。

图表 13：2022-2024 年公司主营业务收入按销售区域划分，重心进一步向国内市场集中

| 项目 | 2022 年度 | | 2023 年度 | | 2024 年度 | |
|----|---------|--------|----------|--------|---------|--------|
| | 金额 (万元) | 比例 (%) | 金额 (万元) | 比例 (%) | 金额 (万元) | 比例 (%) |
| 内销 | 83359 | 84.7 | 95390 | 86.2 | 108994 | 88.4 |
| 外销 | 15121 | 15.4 | 15283 | 13.8 | 14282 | 11.6 |
| 合计 | 98480 | 100 | 11067307 | 100 | 123276 | 100 |

资料来源：公司公告、华源证券研究所

客户方面，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合作。2022 至 2024 年，公司向前五名客户合计销售额占年度销售额的比例持续处于较高水平，均保持在 50% 左右，反映出较高的客户集中度。

公司下游客户结构特征与行业属性及自身战略密切关联，一方面，以衢州硅宝为代表的客户群体在有机硅密封胶、硅烷交联剂等领域占据重要市场地位，长期深耕硅产业；另一方面，Brenntag Schweizerhall AG 作为国际领先的化学品供应商 (拜耳的上游供应商)，其持续采购也反映出公司产品在国际市场上的竞争力和渠道稳定性。

图表 14：公司前五大客户的年度销售额占比总计维持在 50% 上下

| 报告期 | 单位名称 (客户) | 销售金额 (万元) | 年度销售额占比 |
|--------|---------------------------|-----------|---------|
| 2022 年 | 衢州硅宝同一控制下企业 | 14,339.23 | 14.43% |
| | 绍兴凡正化工有限公司 | 8,799.92 | 8.85% |
| | Brenntag Schweizerhall AG | 8,304.42 | 8.35% |
| | 山东九辰新材料有限公司 | 7,636.81 | 7.69% |
| | 正鸿瑞 (广州) 商贸有限公司 | 7,048.37 | 7.09% |
| 2023 年 | 衢州硅宝同一控制下企业 | 21,913.85 | 19.66% |
| | Brenntag Schweizerhall AG | 9,759.25 | 8.76% |
| | 杭州赛力同一控制下企业 | 9,049.19 | 8.12% |
| | 绍兴凡正化工有限公司 | 8,927.20 | 8.01% |
| | 正鸿瑞 (广州) 商贸有限公司 | 7,570.89 | 6.79% |
| 2024 年 | 衢州硅宝同一控制下企业 | 24,339.07 | 19.64% |
| | 绍兴凡正化工有限公司 | 11,180.39 | 9.02% |
| | Brenntag Schweizerhall AG | 9,353.87 | 7.55% |
| | 杭州赛力同一控制下企业 | 8,954.94 | 7.22% |
| | 山东九辰新材料有限公司 | 8,308.13 | 6.70% |

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

公司硅烷交联剂、羟胺盐产能和甲氧胺盐酸盐的产能利用率长期维持较高水平（除羟胺盐以外的产品均于2024年大幅扩产，当年利用率有所下降），而其他业务中的乙醛肟则利用有所不足。2023年，在下游行业需求增长的拉动等因素影响下，硅烷交联剂等多个产品均呈现供需两旺态势，产销率超过95%且产能趋于饱和；2024年5月，随着硅烷交联剂扩产项目投产，当年硅烷交联剂产量提升至4.44万吨，同比增长31.95%。2024年乙醛肟的产能利用率较低，主要系乙醛肟技改项目于2024年6月完工并开始试生产，生产时间较短，因此产量较小所致。

图表 15：公司主要产品产能响应产销需求而同步扩大

| 产品类别 | 指标 | 2022 年度 | 2023 年度 | 2024 年度 |
|----------|------------|-----------|-----------|-----------|
| 硅烷交联剂 | 产能（吨） | 29,750.00 | 35,000.00 | 58,333.33 |
| | 产量（吨） | 26,673.76 | 33,665.90 | 44,422.01 |
| | 销量（吨） | 26,418.43 | 33,427.19 | 44,321.31 |
| | 其中：外购产品（吨） | 46.79 | 83.13 | 28.05 |
| | 产能利用率 | 89.66% | 96.19% | 76.15% |
| | 产销率 | 98.87% | 99.05% | 99.71% |
| | 羟胺盐 | 产能（吨） | 35,000.00 | 35,000.00 |
| 产量（吨） | | 29,503.41 | 28,817.91 | 37,532.28 |
| 其中：自用（吨） | | 1,150.69 | 1,211.15 | 796.3 |
| 销量（吨） | | 28,113.80 | 27,413.58 | 37,185.49 |
| 产能利用率 | | 84.30% | 82.34% | 107.24% |
| 产销率 | | 99.19% | 99.33% | 101.20% |
| 甲氧胺盐酸盐 | 产能（吨） | 500 | 500 | 1,333.33 |
| | 产量（吨） | 585 | 748.53 | 908.5 |
| | 销量（吨） | 780 | 900.66 | 1,060.40 |
| | 其中：外购产品（吨） | - | 4.63 | 193.35 |
| | 产能利用率 | 117.00% | 149.71% | 68.14% |
| | 产销率 | 133.33% | 119.58% | 96.24% |
| 乙醛肟 | 产能（吨） | 12,375.00 | 12,500.00 | 17,500.00 |
| | 产量（吨） | 7,378.97 | 7,449.49 | 4,552.77 |
| | 销量（吨） | 7,395.34 | 7,214.57 | 5,081.92 |
| | 其中：外购产品（吨） | - | - | 720 |
| | 产能利用率 | 59.63% | 59.60% | 26.02% |
| | 产销率 | 100.22% | 96.85% | 96.38% |

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

通过募投项目，公司有望持续扩大新产品，提升制造能力。1) **60kt/a 高端偶联剂项目**：计划投资 50,689.75 万元，主要用于新建硅烷偶联剂及功能性硅烷中间体生产装置、储存单元及公用工程配套。项目建成后，有望形成年产 3 万吨硅烷偶联剂及 3 万吨功能性硅烷中间体的产能。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。2) **500 吨/年 JH-2 中试项目**：于现有厂区建设羟胺水溶液（JH-2）中试装置，通过配置专业设备与仪表，系统开展合成工艺优化并攻关纯化技术，积累工程放大数据，为后续羟胺水溶液规模化生产奠定技术基础。3) **酮肟产业链智能工厂建设项目**：通

过引入自动包装机、储罐、巡检机器人、仪表等设备及管理软件，对现有生产装置、公用工程、原材料和产品储存系统等进行智能化升级，推进“**三零工程**”迭代，实现酮肟产业链的提质增效和智能制造转型。

图表 16：募投项目规划总投资 6 亿元

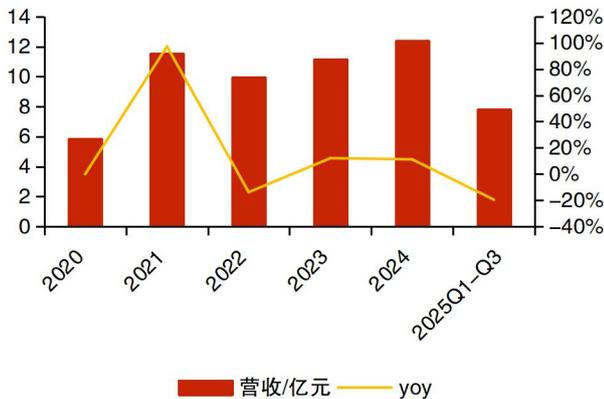
| 序号 | 项目 | 投资金额（万元） | 拟使用募集资金金额（万元） |
|----|-------------------|-----------|---------------|
| 1 | 60kt/a 高端偶联剂项目 | 50,689.75 | 50,689.75 |
| 2 | 500 吨/年 JH-2 中试项目 | 3,058.18 | 2,300.00 |
| 3 | 酮肟产业链智能工厂建设项目 | 6,310.50 | 6,310.50 |
| | 合计 | 60,058.43 | 59,300.25 |

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

1.3. 财务分析：2024 年公司营收/归母净利润分别达 12.4/2.1 亿元

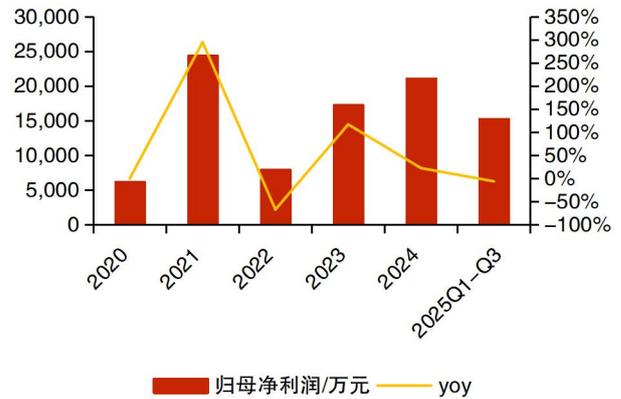
营收方面，2022–2024 年，公司营业收入分别为 99,397.38 万元、111,450.92 万元、123,948.15 万元，业务规模呈稳步增长趋势。**归母净利润方面**，2022–2024 年间公司归母净利润处于稳定增长状态。不过，2024 年下半年以来宏观经济下行压力有所显现，对硅烷交联剂下游应用领域如建筑建材、能源电力等行业的景气度产生一定影响，相关产业链需求阶段性承压，因此财务数据也同步呈现一定压力。

图表 17：2024 年公司营收超 12 亿元



资料来源：Wind、华源证券研究所

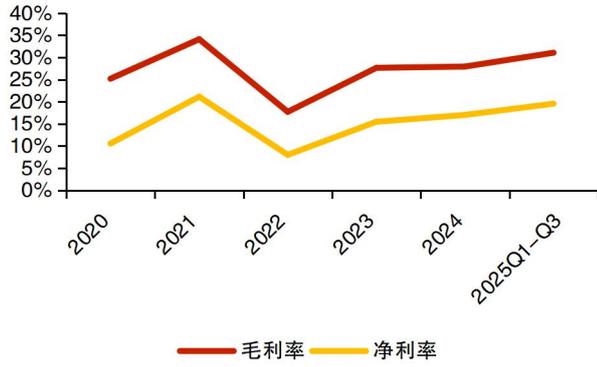
图表 18：2024 年公司归母净利润超 2 亿元



资料来源：Wind、华源证券研究所

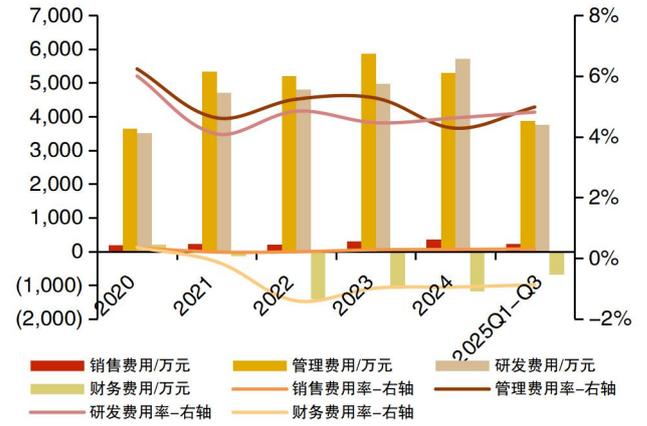
毛利率/净利率方面，2022–2024 年公司均实现稳步上升，2025Q1–Q3 则进一步提升到 31%/20%。**三费方面**，2022–2024 年，公司销售费用呈现增长态势，同期管理费用表现为先升后降的特征，研发费用保持稳健增长态势。2024 年研发费用显著增加，同比增长 15.18%，增加 754.42 万元。我们认为这一持续增长趋势体现了公司通过持续增加投入以推动生产工艺改良与新技术开发，为业务创新与长期发展提供技术支撑。

图表 19: 2025Q1-Q3 公司毛利率达 31%



资料来源: Wind、华源证券研究所

图表 20: 2024 年公司管理费用率下降



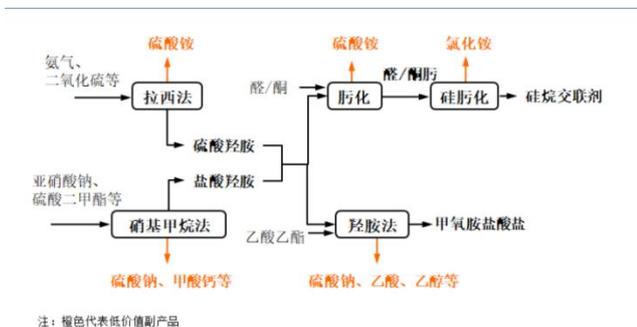
资料来源: Wind、华源证券研究所

2. 基本盘：脞-脞基硅烷-羟胺盐链条领军企业，下游有望不断扩张

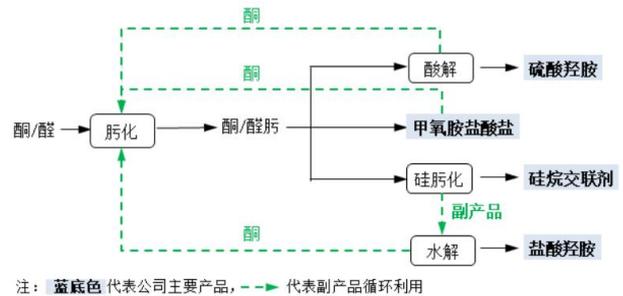
公司业务属于精细化工领域的细分赛道。精细化工是在基础化学品上进行深加工并制取具有特定功能、特定用途化工产品的工业体系。精细化工产品也称为“精细化学品”，其产品种类多、附加值高、用途广、产业关联度大，直接服务于国民经济的诸多行业和高新技术产业的各个领域，是当今化学工业中最具活力的新兴领域之一。在我国，精细化工作为化学工业发展的战略重点之一，已被列入《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》等多项国家发展计划中。在国家政策和资金的支持及市场需求的引导下，我国精细化工行业呈现快速发展趋势。根据国家统计局、中研普华产业研究院数据，我国精细化工行业工业总产值由2008年的1.27万亿元增长至2024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%。

在公司主要从事的脞脞系列精细化学品行业内，传统生产工艺大多采用拉西法、硝基甲烷法、羟胺法等，存在流程长、催化效果差、反应和分离效率低、工艺危险性大、低值副产和“三废”多等问题。公司通过对生产技术和工艺的持续研发投入和创新，在国内首创“脞-脞基硅烷-羟胺盐”绿色循环产业链，实现脞脞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。上述创新生产工艺具有收率高、“三废”少、安全性高、成本低等优点。

图表 21：行业传统生产工艺



图表 22：“脞-脞基硅烷-羟胺盐”生产工艺



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

2.1. 脞基硅烷产业：2024 年国内产量约 46.9 万吨，包括硅烷交联剂和硅烷偶联剂

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。按照用途，功能性硅烷可分为硅烷交联剂和硅烷偶联剂。

图表 23：功能性硅烷产品概况

| 项目 | 硅烷交联剂 | 硅烷偶联剂 |
|------|------------------|----------------|
| 作用原理 | 促进聚合物分子链间共价键或离子键 | 通过化学键使两种性质差异大的 |

| | | |
|--------|--------------------------------|--------------------------------------|
| | 的形成, 使聚合物相互连接形成网状结构, 提升材料强度和弹性 | 材料“偶联”在一起, 实现良好粘结 |
| 主要原料 | 一甲基三氯硅烷、乙烯基三氯硅烷等 | 三氯氢硅、 γ 1、 γ 2、三甲氧基硅烷等 |
| 品类 | 脱酮肟型、脱酸型、脱醇型 | 含硫硅烷、氨基硅烷、环氧基硅烷、乙烯基硅烷、甲基丙烯酰氧基硅烷等 |
| 主要应用领域 | 有机硅密封胶和胶粘剂 | 橡胶加工、复合材料、塑料加工、涂料及表面处理等领域 |

资料来源: 公司招股书、华源证券研究所

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%。

图表 24: 全球功能性硅烷产量统计及预测 (万吨)



资料来源: ACMI/SAGSI、公司招股书、华源证券研究所

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%。

图表 25: 中国功能性硅烷产量统计及预测 (万吨)



资料来源: ACMI/SAGSI、公司招股书、华源证券研究所

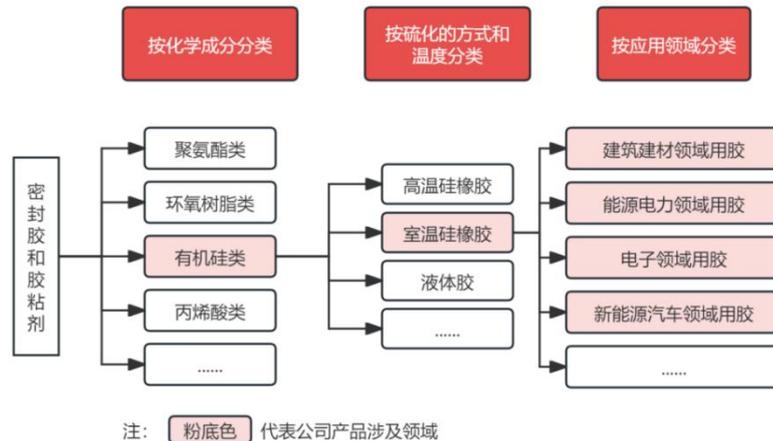
2.1.1. 硅烷交联剂：2024 年国内室温硅橡胶需求约 142 万吨，新能源汽车等新领域前景明朗

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（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。硅烷交联剂能与硅橡胶中的羟基发生反应，形成三维网状结构，使硅橡胶从线性结构转变为交联结构，实现室温硫化，并显著提高室温硅橡胶的性能，为生产室温硅橡胶不可替代的关键原料。根据 AMCI/SAGSI 预测，中国硅烷交联剂市场规模有望由 2023 年的 21.14 亿元增长至 2027 年的 30.76 亿元，年均复合增长率达 9.83%。

（1）硅烷交联剂的下游市场概况

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。

图表 26：密封胶和胶粘剂的下游情况



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

图表 27：有机硅密封胶和胶粘剂中主要产品类别

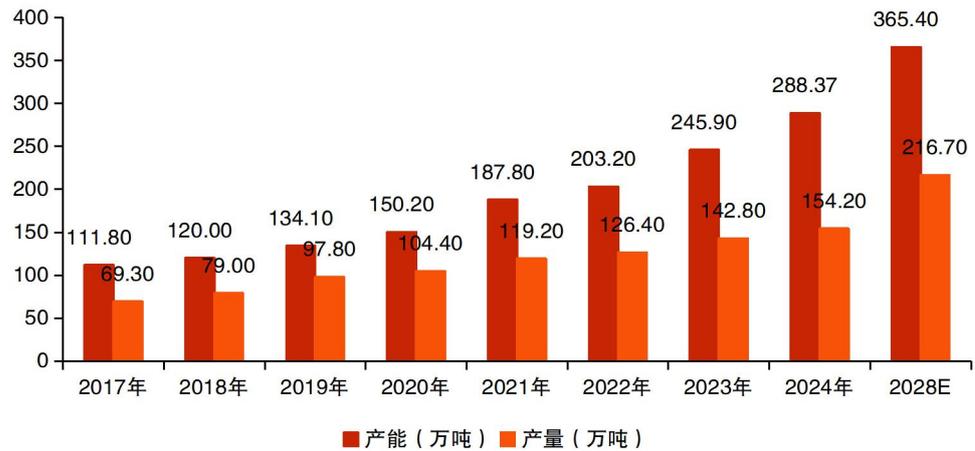
| 具体产品 | 产品简介 | 产品主要特性 | 应用领域 | 国内有机硅密封胶和胶粘剂市场占比 |
|-------|----------------------------|---|---|------------------|
| 室温硅橡胶 | 能在室温下交联成弹性体的一种硅橡胶 | 具有耐高低温、耐候性、疏水性及良好的电气性能，还具有制造简单、使用方便、固化快、粘接力强等优点 | 主要作为粘合剂、密封胶、灌封和制模材料用于建筑建材、能源电力、电子以及新能源汽车等其他领域 | 52.86% |
| 高温硅橡胶 | 在高温下硫化成各种硅橡胶制品 | 具有优异的耐高低温、耐候性、抗压缩永久变形性以及良好的电气性能 | 主要用于制造应用于电子电器、电力、汽车、医疗、日用品以及航空航天等领域各种硅橡胶制品 | 41.43% |
| 液体胶 | 基础胶料（通常为乙烯基硅油）与交联剂在催化剂作用下交 | 具有无毒、生理惰性、易于灌注、机械强度高以及卓越的抗水解稳定性（耐高压蒸汽）、良好的 | 主要作为灌封和制模材料用于医疗、日用品、电子电器、新能源等领域 | 5.71% |

联成弹性体 低压缩形变和低燃烧性等优点

资料来源：ACMI/SAGSI、公司招股书、华源证券研究所

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%。

图表 28：2017-2024 年我国室温硫化硅橡胶产能产量持续增长

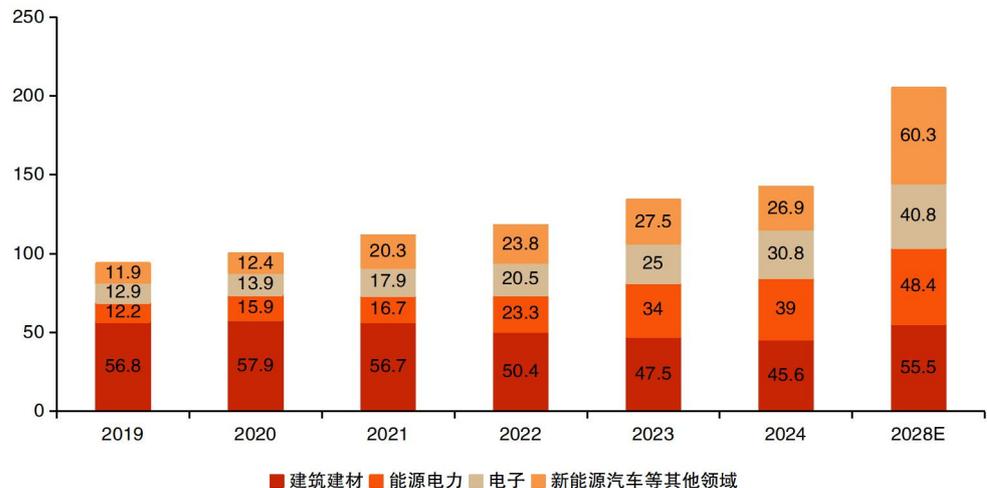


资料来源：ACMI/SAGSI、公司招股书、华源证券研究所

(2) 硅烷交联剂终端应用领域发展情况

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%。

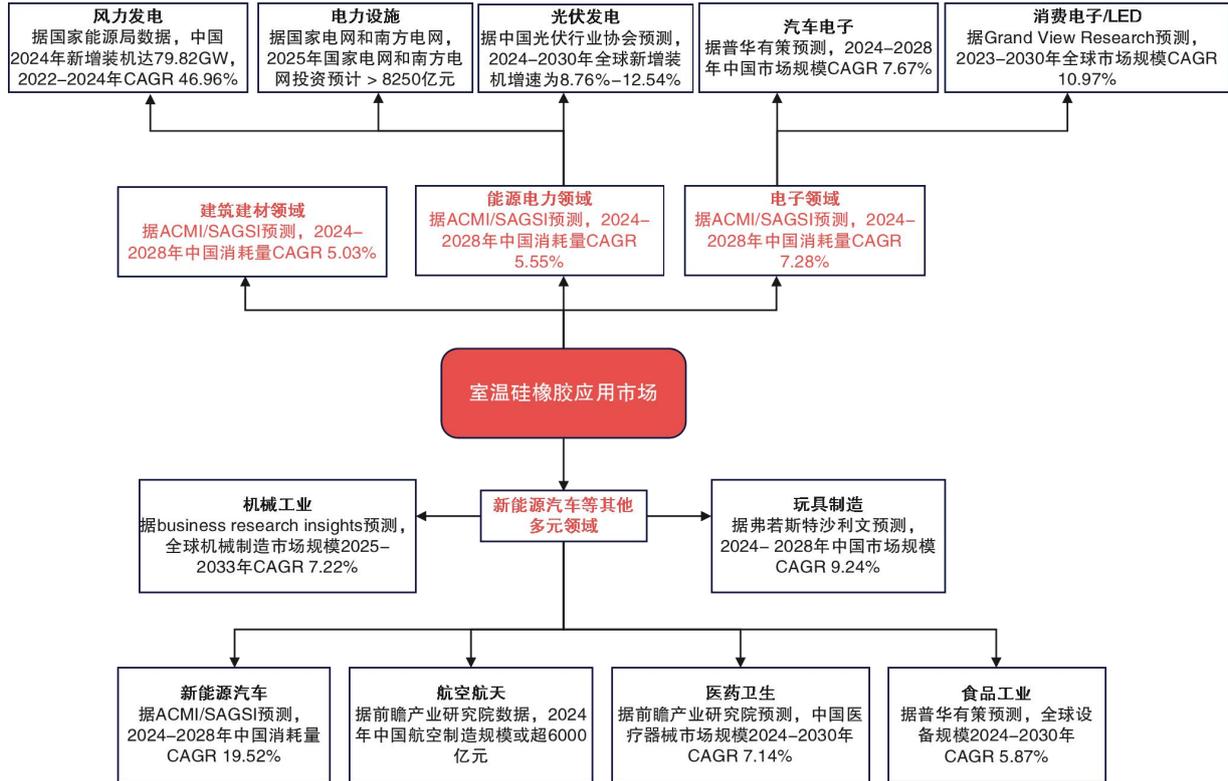
图表 29：室温橡胶各领域国内市场规模 (单位：万吨)



资料来源：ACMI/SAGSI、公司招股书、华源证券研究所

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有望从 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。

图表 30：室温硅橡胶下游应用领域广阔



资料来源：ACMI/SAGSI 等、公司招股书、华源证券研究所

(3) 硅烷交联剂行业格局

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，硅烷交联剂在上述公司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领军企业，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。

图表 31：锦华新材硅烷交联剂国内市场占有率

| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|----|--------|--------|--------|
|----|--------|--------|--------|

| | | | |
|----------------|--------|--------|--------|
| 全国硅烷交联剂需求量（万吨） | 9.48 | 10.57 | 11.61 |
| 公司硅烷交联剂销量（万吨） | 2.64 | 3.34 | 4.43 |
| 市场占有率 | 27.85% | 31.60% | 38.16% |

资料来源：ACMI/SAGSI、公司招股书、华源证券研究所 注：硅烷交联剂在室温硅橡胶生产原料中的用量占比一般为5%-10%，假设硅烷交联剂在室温硅橡胶生产原料中的用量占比约7.5%，结合ACMI/SAGSI统计及预测的2022年、2023年、2024年室温硅橡胶产量数据计算当年的硅烷交联剂市场需求量。

2024年公司硅烷交联剂产能大于国内主要竞争对手，处于较领先地位。具体来看，新蓝天、艾科维2024年硅烷交联剂产能分别为2.8、1.65万吨/年，而公司已达到5.83万吨/年，具备显著规模优势。

图表 32：2024 年国内主要生产厂家的产能产销数据

| 企业名称 | 2024 年硅烷交联剂产能 | 2024 年实际产销规模 |
|------|---------------|------------------------------|
| 锦华新材 | 5.83 万吨/年 | 硅烷交联剂的产量 4.44 万吨，销量为 4.43 万吨 |
| 新蓝天 | 2.8 万吨/年 | 未披露 |
| 艾科维 | 1.65 万吨/年 | 硅烷交联剂产量为 1.27 万吨，销量未披露 |

资料来源：《湖北新蓝天新材料股份有限公司年产 6000 吨有机硅烷技术改造项目环境影响报告书》（2023 年）、艾科维 2024 年年报、公司招股书、华源证券研究所

2.1.2. 硅烷偶联剂：募投开拓全新产能，复合材料、涂料等市场空间较大

硅烷偶联剂在复合材料、涂料和金属表面处理及建筑防水材料、塑料、橡胶等其他领域应用广泛，近年来市场需求整体持续增长，下游可用于建筑建材、轨道交通（高铁等）、电子（覆铜板与 PCB 等）、工业设备、新能源（风电、光伏等）等领域的玻璃纤维复合材料，以及涂料、金属表面处理和建筑防水材料、塑料等。根据 ACMI/SAGSI 预测并经测算，全球硅烷偶联剂产量有望由 2023 年的 37.99 万吨增长至 2028 年的 51.98 万吨，年均复合增长率为 6.47%；中国硅烷偶联剂产量有望由 2023 年的 28.44 万吨增长至 2028 年的 45.26 万吨，年均复合增长率为 9.74%。

图表 33：硅烷偶联剂应用于复合材料、涂料、塑料等

| 新产品 | 主要下游应用领域 | 具体用途 |
|---------|---|---|
| 硅烷偶联剂 | 复合材料 | 用于玻璃纤维复合材料的关键材料和改性剂，碳纤维复合材料的重要改性剂等 |
| | 涂料、金属表面处理和建筑防水材料 | 1.用于涂料的粘结促进剂和性能改性剂 |
| | | 2.用于金属表面处理的预处理剂 |
| | | 3.用于建筑防水材料的改性剂 |
| | 塑料 | 用于交联聚乙烯的重要改性剂，主要包括交联聚乙烯电线电缆的绝缘材料、交联 PE 管材的材料等 |
| 橡胶等其他领域 | 1.用于橡胶加工、轮胎生产的改性剂 2.用于玻璃表面处理剂 3.用于天然及合成纤维、织物及皮革的整理剂 4.用于 EVA 封装胶膜的改性剂 5.用于气凝胶的改性剂 | |

资料来源：公司公告、华源证券研究所

根据 AMCI/SAGSI 预测，2023 年中国硅烷偶联剂消费量为 21 万吨，其中复合材料、涂料和金属表面处理及建筑防水材料、塑料、橡胶等其他领域消费占比分别为 23.57%、18.95%、12.38%、45.10%；2028 年中国硅烷偶联剂消费量预计达 33.11 万吨，其中复合材料、涂料和金属表面处理及建筑防水材料、塑料、橡胶等其他领域消费占比分别为 27.79%、16.16%、10.30%、45.76%，尤其复合材料、橡胶等其他领域的市场需求增速相对较快。

图表 34：硅烷偶联剂 2023 年国内需求约 21 万吨（单位：万吨）



资料来源：AMCI/SAGSI、公司公告、华源证券研究所

公司布局方面，新产品硅烷偶联剂年产 3 万吨项目分两期建设，其中一期项目（年产能 1.5 万吨）规划于 2025 年三季度开工建设，且预计 2026 年二季度试生产、2027 年二季度建成投产，2026 年、2027 年公司有望逐步实现硅烷偶联剂小批量到大批量的生产和供应，产销量预测分别为 0.50 万吨、1 万吨。截至第二轮问询回复出具日（2025 年 3 月 27 日），公司已与 6 家意向客户签订了合作意向书，该等客户拟每年向公司采购硅烷偶联剂、功能性硅烷中间体等产品合计 1.94 万吨（上下浮动 20%）。

此外，公司通过实施募投项目，有望增加多种硅烷偶联剂及功能性硅烷中间体产品，进一步实现功能性硅烷产业一体化。募投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；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。

2.2. 羟胺盐产业：预测 2029 年国内市场规模约 21.6 亿元，农药/医药、新材料等下游驱动

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或将由 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预测为 5.06%。

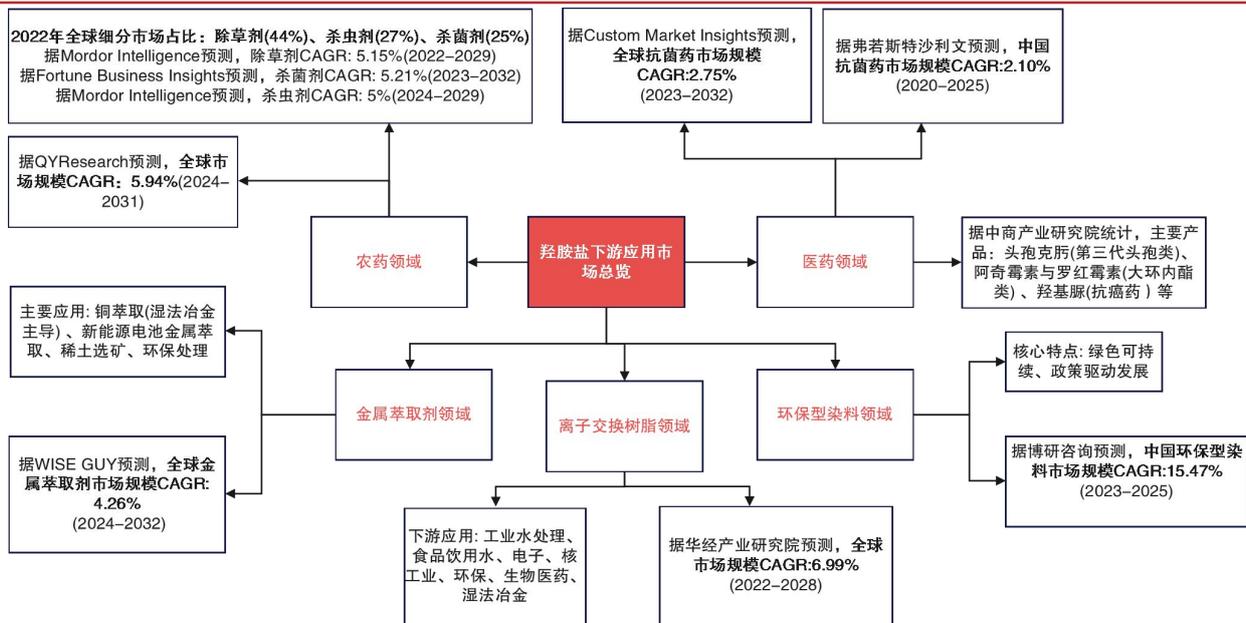
图表 35：2023-2029 年羟胺盐年市场规模及预测



资料来源：QY Research、公司招股书、华源证券研究所

羟胺盐聚焦于绿色化学领域，其核心赛道均具备明确的成长潜力。在新能源方面，电池金属需求的提升正驱动更环保的金属萃取技术普及，据 WISE GUY 预测，全球金属萃取剂市场规模有望从 2024 年 30.8 亿美元增至 2032 年 43 亿美元。同时，作为新型离子交换树脂关键原料的羟胺盐，受益于环保标准趋严，据华经产业研究院预测，该树脂全球市场规模有望从 2022 年 34 亿美元增长至 2028 年 51 亿美元。此外，公司羟胺盐也应用于环保型染料，据博研咨询预测，该领域中国市场预计 2025 年有望达到 600 亿元。

图表 36：羟胺盐下游应用市场广阔



资料来源：ACMI/SAGSI、WISE GUY、公司招股书等、华源证券研究所

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领军企业。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%。

图表 37：公司产能领先于国内主要竞争对手

| 企业名称 | 2024 年羟胺盐产能 | 2024 年实际产销规模 |
|------------------|-------------|---------------------------------|
| 锦华新材 | 3.5 万吨/年 | 羟胺盐产量 3.75 万吨，销量 3.72 万吨 |
| 山东金安化工 | 3.0 万吨/年 | 未披露 |
| 艾科维 | 2.2 万吨/年 | 羟胺盐产量 2.14 万吨，销量未披露 |
| 宝源股份 (837965.NQ) | 1 万吨/年 | 2022 年盐酸羟胺收入 557.32 万元，产量、销量未披露 |
| 圣安化工 (835841.NQ) | 0.8 万吨/年 | 盐酸羟胺及其副产品收入 1.10 亿元，产量、销量未披露 |

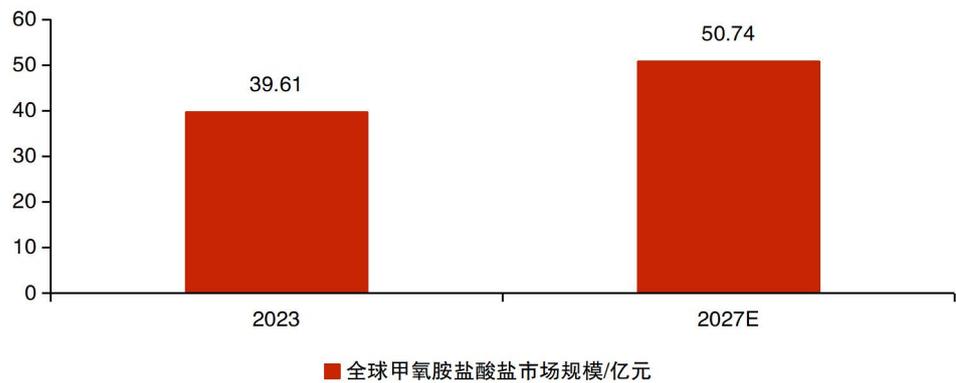
资料来源：各公司官网及年报、华源证券研究所 注：宝源股份因未披露 2023 年年度报告于 2024 年 11 月终止挂牌

2.3. 其他品类：甲氧胺盐酸盐与拜耳供应链深度合作，出海空间有望进一步扩宽

公司其他产品包括甲氧胺盐酸盐和乙醛肟。甲氧胺盐酸盐主要作为关键原料用于生产农药杀菌剂、抗菌药物，**代表性终端产品包括全球用量前五的农药杀菌剂肟菌酯、常见抗菌药物头孢呋辛等**。乙醛肟主要作为关键原料用于农药杀虫剂、杀菌剂，**代表性终端产品包括常见的杀虫剂硫双威、杀菌剂叶菌唑等**。

甲氧胺盐酸盐分子结构包含甲氧基和氨基，这种结构赋予其特定的反应活性，使其在制备特定生物碱或含氨基结构的化合物时具有独特优势，在农药、医药领域具有不可替代的重要作用：**①在农药领域，甲氧胺盐酸盐作为关键原料用于生产广谱高效低毒农药，例如肟菌酯等杀菌剂；②在医药领域，甲氧胺盐酸盐作为关键原料用于生产头孢呋辛等广谱高效低毒的抗菌药物**。根据博研咨询预测，全球甲氧胺盐酸盐市场规模有望由 2023 年的 39.61 亿元增长至 2027 年的 50.74 亿元。

图表 38：全球甲氧胺盐酸盐市场规模 2023 年约为 39.61 亿元

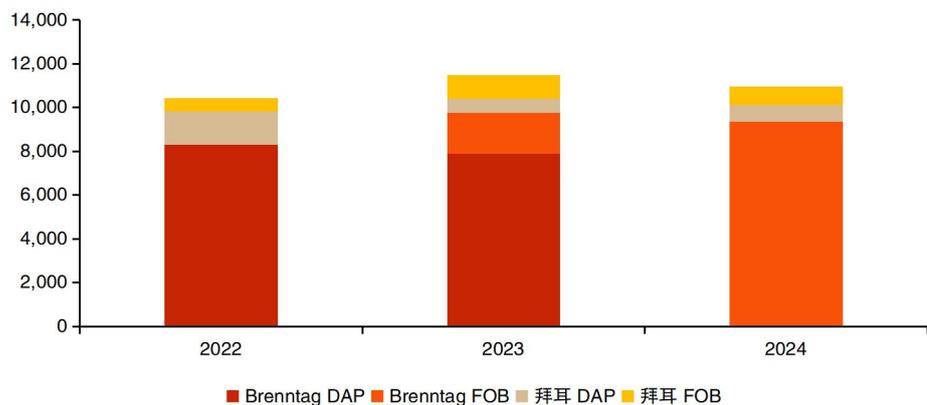


资料来源：博研咨询、公司公告、华源证券研究所

公司甲氧胺盐酸盐产品主要客户为 Brenntag Schweizerhall AG（布伦泰格，全球知名的工业和特种化学品原料系列产品供应商），该客户为直销客户，且该公司为拜耳的上游供应商（拜耳为全球肝素酯最大的生产商）。2020 年拜耳指定受托加工方布伦泰格向公司采购甲氧胺盐酸盐进一步加工混配为溶液再供应给拜耳，2021 年-2024 年布伦泰格向公司分别采购甲氧胺盐酸盐 480 吨、780 吨、900 吨、1,060 吨，采购量逐年增长；拜耳已与公司协商 2025 年度采购计划，2025 年拟扩大对公司甲氧胺盐酸盐产品的采购量，但要求给予更优惠价格，因此公司下调该产品销售价格，我们认为后续公司出口规模有望随其需求而进一步增长，并有机会借此进一步拓展其他海外客户需求。

2023、2024 年公司甲氧胺盐酸盐单吨销售价格分别高达 10.8 万元、8.8 万元，毛利率分别为 36.6%、41.6%，属于较高附加值品类。不过由于甲氧胺盐酸盐销售模式改变（向 Brenntag 销售的部分在 2023 年以 DAP 模式为主，2024 年全部变为 FOB 模式）导致运费成本下降、以及相关原材料和能源成本下降，公司下调甲氧胺盐酸盐单价，导致该产品外销收入减少。

图表 39：公司向布伦泰格及拜耳出口金额维持亿元以上，2024 年 FOB 模式占据主导（万元）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

此外，公司 30kt/a 乙醛肟技改节能项目已于 2024 年 6 月建成投产，500t/a 甲氧胺盐酸盐中试装置转 3000t/a 工业化项目已于 2024 年 12 月建成投产，产能扩张有望为该业务增长提供进一步保障。

3. 增量盘：JH-2 实现工艺链条延伸，打开高附加值电子化学品市场

3.1. 行业概况：羟胺水溶液瞄准半导体、特种纤维，市场空间广阔

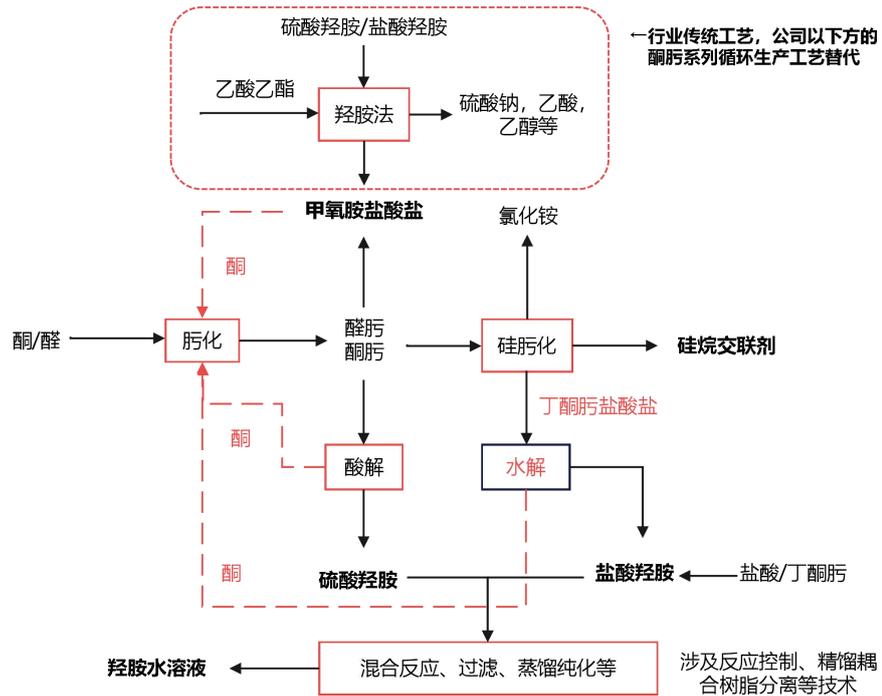
羟胺水溶液可广泛用于制药、农业化学和电子工业，随着国内电子工业的开发和推进，市场对羟胺水溶液的需求持续上升。锦华新材的核心业务贯穿了酮肟系列精细化学品的全产业链，为开拓羟胺水溶液业务奠定基础，其生产涉及的产业链条关键环节包括：1) 上游原料：基础化工原料。2) 核心产品/中间体：羟胺盐（硫酸羟胺、盐酸羟胺）和硅烷交联剂、甲氧胺盐酸盐、乙醛肟等等。3) 高端终端产品：电子级羟胺水溶液和其他专用化学品。**羟胺水溶液（JH-2）以公司现有主要产品中的羟胺盐为主要原材料，是公司酮肟产业链的延伸，对绿色循环以及降本增效具有积极作用，可强化公司一体化生产的竞争优势。**据公司招股书及公司公告信息，JH-2 具体制造工艺包括：

第一环节是生产丁酮肟：丁酮肟为公司生产硅烷交联剂、羟胺盐的主要原材料。

第二环节是生产羟胺盐：公司羟胺盐产品分为硫酸羟胺、盐酸羟胺两种。硫酸羟胺系以丁酮肟、硫酸等为主要原料进行生产。盐酸羟胺可通过丁酮肟、盐酸等为主要原料进行生产，也可通过将生产硅烷交联剂的副产品丁酮肟盐酸盐直接同水反应制备而得到。

第三环节是生产电子级羟胺水溶液：公司电子级羟胺水溶液的制备是将羟胺盐、水和碱液按一定比例加入反应器，反应后经过滤除去生成的盐；滤液蒸馏纯化后得到羟胺水溶液产品。公司从高纯羟胺盐制备和碱纯化开始研究，控制羟胺水溶液中有机物杂质含量，通过反应控制、精馏耦合树脂分离等技术控制原料酸和碱中金属杂质含量，从而控制羟胺盐原料中金属杂质浓度；开发新型稳定剂，结合智能化生产控制技术，提高反应和纯化过程回收率，实现超高纯羟胺制备。

图表 40：羟胺水溶液由羟胺盐等原料反应合成，上游涉及一系列化工工艺



注：加粗字体代表公司主要产品，红色箭头代表副产品循环利用

资料来源：公司招股书、公司公告、华源证券研究所

羟胺水溶液的下游市场为芯片（半导体铝制程干法刻蚀后的清洗）、莱赛尔纤维（生产过程的稳定剂）等领域。

图表 41：羟胺水溶液下游应用于芯片及莱赛尔纤维

| 产品 | 下游应用领域 | 具体用途 |
|-------|--------|-------------------------------|
| 羟胺水溶液 | 芯片 | 作为芯片制造过程的清洗剂，主要用于铝制程干法刻蚀后的清洗剂 |
| | 莱赛尔纤维 | 作为莱赛尔纤维制造过程的稳定剂 |

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

（1）芯片领域

羟胺水溶液在半导体产业中，作为湿电子化学品的细分品类（羟胺类光刻胶去除剂）起到重要作用。据华经情报网信息，湿电子化学品是微电子、光电子湿法工艺制程（主要包括湿法清洗、显影、蚀刻、电镀等环节）中使用的各种液体化工材料的总称，通用湿电子化学品一般为单组份、单功能、被大量使用的超净高纯试剂，常用于湿法工艺中的清洗、显影等工序，主要包括酸类、碱类、有机溶剂类及其他类产品。功能湿电子化学品指通过复配手段达到特殊功能、满足制造中特殊工艺需求的复配类化学品，即在单一的超净高纯试剂（或多种超净高纯试剂配合）基础上，加入水、有机溶剂、螯合剂、表面活性剂等中的一种或多种化合物，然后混合而成的化学品。羟胺水溶液作为光刻胶配套试剂，主要实现光刻胶剥离功能，属于典型的功能湿电子化学品，且处于附加值较高的晶圆制程核心环节。

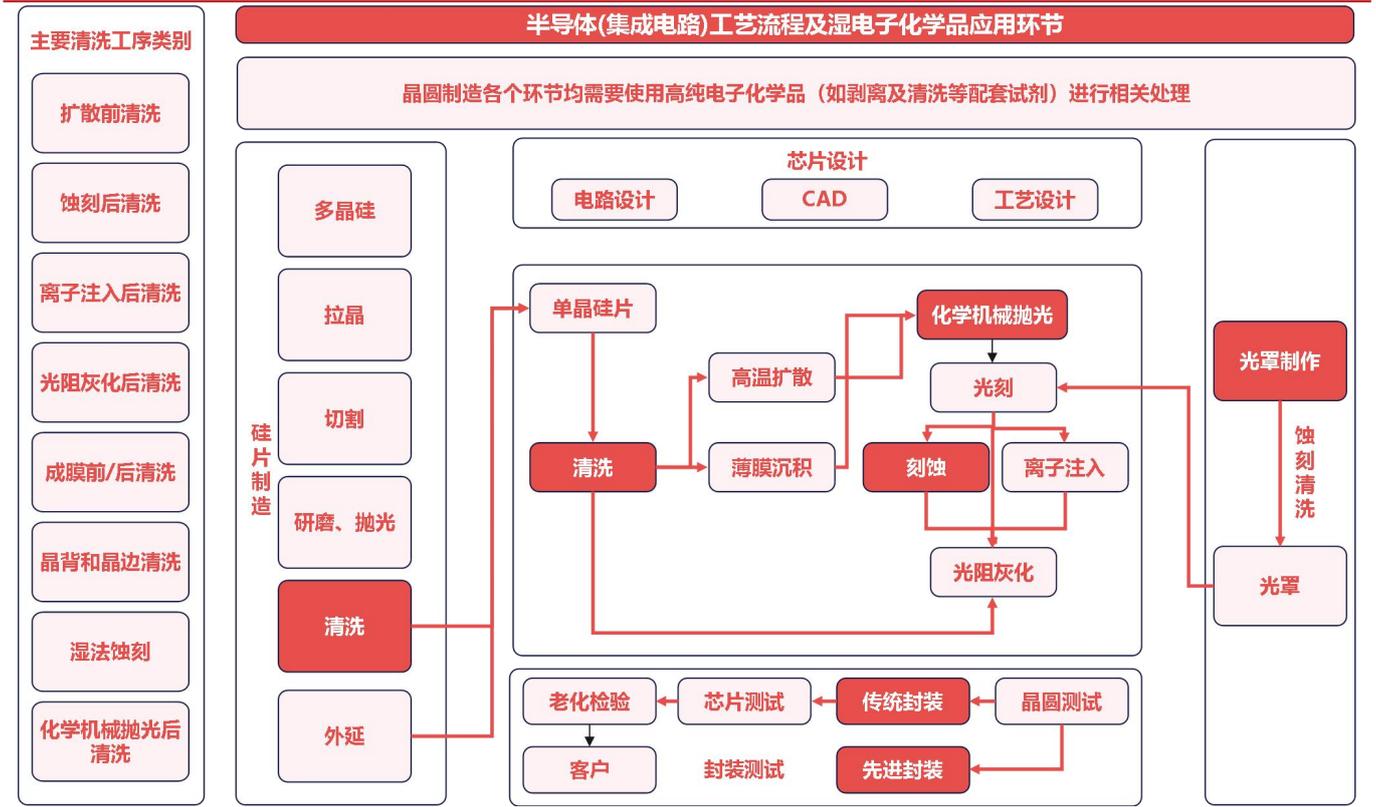
图表 42：湿电子化学品分为通用湿电子化学品和功能湿电子化学品

| 类别 | 种类 | 具体产品 |
|----------------|----------|------------------------------------|
| 通用湿电子化学品 | 酸类 | 氟酸、硫酸、盐酸、硝酸、乙酸、磷酸 |
| | 碱类 | 氨水、氢氧化钠、氢氧化钾、氯化铵、四甲基氢氧化铵 |
| | 醇类 | 甲醇、乙醇、异丙醇 |
| | 酮类 | 丙酮、丁酮、甲基异丁基酮、N-甲基吡咯烷酮 |
| | 酯类 | 乙酸乙酯、乙酸丁酯、乙酸异戊酯、丙二醇单甲醚醋酸酯 |
| | 醚类 | 丙二醇单甲醚 |
| | 烃类 | 甲苯、二甲苯、环己烷 |
| | 卤代烃类 | 三氯乙烯、三氯乙烷、氯甲烷、四氯化碳 |
| | 其它 | 双氧水等 |
| | 功能湿电子化学品 | 蚀刻液 |
| 清洗液 | | |
| 稀释液 | | |
| 光刻胶配套试剂 | | 显影液 正/负胶显影液 |
| | | 剥离液 正/负胶剥离液、剥离清洗液 |

资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

半导体制造工艺流程主要分为芯片设计、晶圆制造和封装测试。据润玛股份招股说明书，晶圆制造是整个半导体制造的核心工艺，通过反复十几次光刻、蚀刻等工艺流程，约占芯片制造时间的 40-50%，晶圆制造均需要使用高性能蚀刻液和光刻胶剥离及清洗等配套试剂等产品进行相关处理。据公司招股书信息，在芯片制造过程中，清洗步骤是至关重要的环节，清洗步骤确保了晶圆表面的纯净度，对最终器件的性能有着直接且显著的影响，**因此当前的芯片制造流程中清洗步骤数量约占所有芯片制造工序步骤的 30%以上，是所有芯片制造工艺步骤中占比最大的工序。**随着我国集成电路市场整体规模和晶圆产能持续扩大，我国芯片清洗剂等湿电子化学品市场也有望得到快速发展。

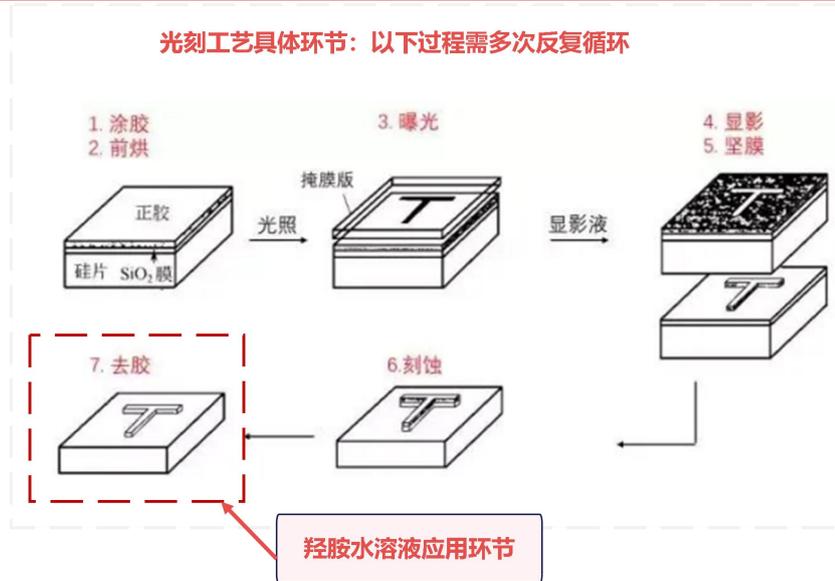
图表 43：半导体制程各个环节均涉及湿电子化学品，清洗工艺涵盖多类型



资料来源：华经产业研究院、润玛股份招股说明书、华源证券研究所

据芯语面包板(半导体工艺与设备)信息，晶圆的光刻环节主要可分为六大细分工序。1) **涂胶**：即在硅片上形成厚度均匀、附着性强、没有缺陷的光刻胶薄膜。为了增强光刻胶薄膜与硅片之间的附着力，往往需要先用六甲基二硅氮烷（HMDS）、三甲基硅烷基二乙胺（TMSDEA）等化学品对硅片进行表面改性。随后以旋涂的方式制备光刻胶薄膜。2) **前烘**：经过旋涂后的光刻胶薄膜依旧残留有一定含量的溶剂。经过较高温度的烘烤，可以将溶剂尽可能低挥发除去，前烘之后，光刻胶的含量降低到5%左右。3) **曝光**：即对光刻胶进行光照，此时光反应发生，光照部分与非光照部分因此产生溶解性的差异。4) **显影&坚膜**：即将产品浸没于显影液之中，此时正性胶的曝光区和负性胶的非曝光区则会在显影中溶解，以此呈现出三维的图形。经过显影后的晶片，需要高温处理过程成为坚膜，主要作用为进一步增强光刻胶对衬底的附着力。5) **刻蚀**：受到刻蚀的是光刻胶下方的材料，具体可分为液态化学品参与的湿法刻蚀和气态物质参与的干法刻蚀。比如对于硅的湿法刻蚀，使用的为氢氟酸的酸性水溶液；对于铜的湿法刻蚀，使用的为硝酸、硫酸等强酸溶液，而干法刻蚀往往使用等离子体或者高能离子束，使材料表面产生损伤而得到刻蚀。6) **去胶**：在刻蚀完成后，最后需要将光刻胶从镜片表面除去，这一步骤称为去胶，需要通过双氧水、羟胺水溶液进行清洗，这类化学品的角色即为“光刻胶去胶剂”，可以视为光刻胶配套试剂的一种。

图表 44：光刻作为半导体制程核心工序，每一次光刻中均涉及蚀刻后清洗剂的参与

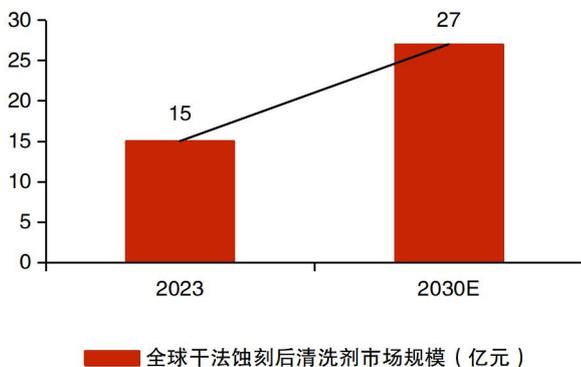


资料来源：芯语面包板（半导体工艺与设备）、华源证券研究所

具体来看，公司羟胺水溶液主要用于晶圆干法刻蚀的铝制程工艺。据公司股说明书信息，在晶圆亚微米工艺制程（ $0.35\mu\text{m}$ – $0.8\mu\text{m}$ ）中，铝制程工艺因其具有技术成熟、成本较低等优势而成为主流工艺，其中羟胺类光刻胶去除剂因其能够同时去除多种残留物，在晶圆铝制程工艺的全球市场占有率居于主导地位。市场规模方面，根据 QY Research 的预测，全球干法刻蚀后清洗剂市场规模有望由 2023 年的 2.06 亿美元增长至 2030 年的 3.78 亿美元，年均复合增长率为 9.06%。

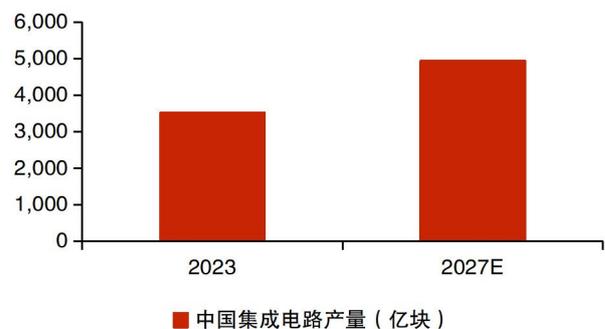
下游方面，近年来在国家政策的支持以及物联网、新能源汽车、智能终端制造、新一代移动通信等下游市场需求的驱动下，我国集成电路产业市场规模显著增长。根据国家统计局数据，2023 年中国集成电路产量 3,514 亿块，同比增长 6.9%；根据中投产业研究院预测，2027 年中国集成电路产量有望达到 4,937 亿块，2023 年–2027 年复合增长率为 8.87%。根据中国半导体行业协会数据，中国集成电路制造销售额从 2017 年的 1,448 亿元增至 2023 年的 3,874 亿元，预计至 2026 年有望达到 6,827 亿元，2023 年–2026 年的复合增长率为 20.79%。

图表 45：2023 年全球干法刻蚀后清洗剂市场达 15 亿元



资料来源：QY Research、公司招股书、华源证券研究所

图表 46：2023 年中国集成电路产量 3,514 亿块



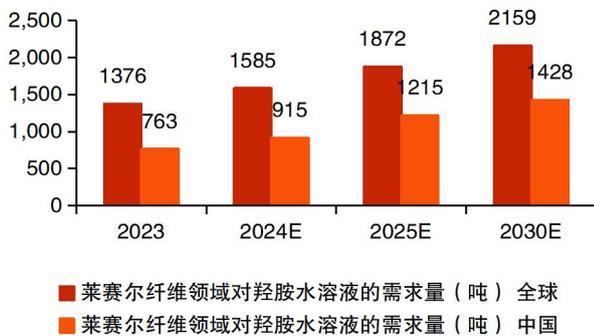
资料来源：国家统计局、中投产业研究院、公司招股书、华源证券研究所

（2）莱赛尔特种纤维领域

莱赛尔纤维是化纤行业绿色制造重点发展的三大绿色纤维之一“生物基化学纤维”中的核心品种。羟胺水溶液能够有效防止纤维素在溶解和纺丝过程中的分解，显著提升纤维的稳定性和抗分解能力；有助于减少生产过程中的化学反应，使莱赛尔纤维的生产更加环保，并能够提高生产效率和质量，从而降低生产成本，因此，羟胺水溶液在莱赛尔纤维生产中广泛应用。

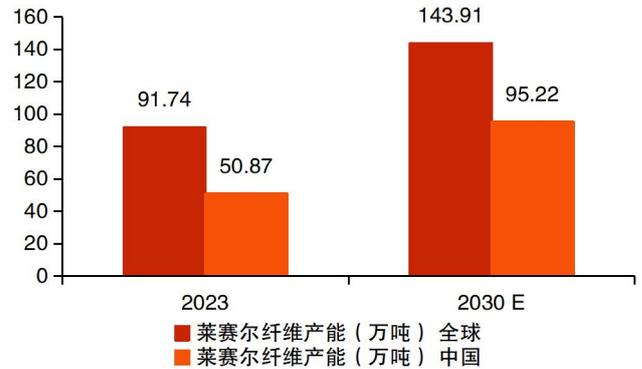
据公司公告信息，每万吨莱赛尔纤维一般需要投入羟胺水溶液 15 吨，下游莱赛尔纤维需求有望带动羟胺水溶液需求持续上升。根据中国化学纤维工业协会预测，全球及中国莱赛尔纤维领域对羟胺水溶液的需求量有望分别由 2023 年的 1,376.10 吨、763.05 吨增加至 2030 年的 2,158.65 吨、1,428.30 吨，年均复合增长率为 6.64%、9.37%。

图表 47：莱赛尔纤维领域对羟胺水溶液的需求量



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 48：全球莱赛尔纤维产能有望持续增长



资料来源：公司公告、华源证券研究所

2018 年 11 月，国家统计局发布《战略性新兴产业分类（2018）》，将生物基材料助剂、新型纤维素纤维（Lyocell 纤维、竹浆纤维、麻浆纤维等生物基再生纤维）等作为重点产品列入战略性新兴产业分类。2022 年 4 月，工业和信息化部、国家发改委联合印发《关于化纤工业高质量发展的指导意见》，要求加快生物基化学纤维和可降解纤维材料发展，突破莱赛尔纤维专用浆粕、溶剂、交联剂以及纤维级 1,3-丙二醇、丁二酸、1,4-丁二醇、呋喃二甲酸、高光纯丙交酯等生物基单体和原料高效制备技术。2023 年 12 月，国家发展和改革委员会发布《产业结构调整指导目录（2024 年本）》中，采用绿色、环保工艺与装备生产新溶剂法纤维素纤维（Lyocell）等列为鼓励类项目。

3.2. 公司布局：羟胺水溶液已进入中试阶段，有望于 2026 年扩产

公司羟胺水溶液已于 2024Q4 开始试生产，2024 年公司羟胺水溶液产品已销售 38 吨；2025 年 1 月，公司新增羟胺水溶液产品订单 140 吨。据公司公告信息，羟胺水溶液年产能 500 吨中试项目于 2023 年 9 月开工建设，已于 2024 年四季度试生产并实现少量产品销售，有望于 2025 年四季度建成投产，于 2026 年扩产并试生产，有望逐步实现产业化。公司公告

中，公司预计于 2025 年–2027 年将逐步实现羟胺水溶液小批量到大批量的生产和供应，且规划建设羟胺盐水溶液 5,000 吨产业化项目。

公司已研发出羟胺的安全绿色制备工艺，产品已试生产及实现销售。公司已研发出羟胺的安全绿色制备工艺，2024 年公司已成功开发羟胺水溶液产品并开始中试项目建设，且已被列入 2024 年重点新材料研发及应用国家科技重大专项《超高纯羟胺和光刻胶用有机溶剂关键技术工程化开发》，2024 年公司羟胺水溶液产品实现销售 7.60 吨（按 50%浓度计算）。截至 2025 年 9 月，公司基于自主研发掌握的羟胺水溶液制备技术，已获得 5 项相关授权发明专利，并有 7 项相关发明专利申请中。

图表 49：公司基于自主研发掌握的羟胺水溶液制备技术已获得 5 项专利

| 序号 | 专利名称 | 专利申请号 | 专利状态 |
|----|--------------------------|------------------|------|
| 1 | 一种利用微通道技术制备羟胺水溶液的方法 | ZL202411545746.0 | 授权 |
| 2 | 一种羟胺盐经离子交换制备羟胺水溶液的方法 | ZL202411553419.X | 授权 |
| 3 | 一种二茂铁基分子筛催化制备羟胺溶液的方法 | ZL202411535136.2 | 授权 |
| 4 | 一种双极膜电渗析制备方法羟胺水溶液的方法 | ZL202411545745.6 | 授权 |
| 5 | 一种液体有机酸催化丙酮肟水解制备羟胺水溶液的方法 | ZL202311215662.6 | 授权 |
| 6 | 一种利用羟胺盐制备羟胺水溶液的方法 | CN202311353257.0 | 申请中 |
| 7 | 一种羟胺盐中和法制备羟胺水溶液的方法 | CN202311367176.6 | 申请中 |
| 8 | 一种丁酮肟催化水解制备羟胺水溶液的方法 | CN202311311147.8 | 申请中 |
| 9 | 一种羟胺水溶液的制备方法 | CN202311367175.1 | 申请中 |
| 10 | 一种环己酮肟催化水解制备羟胺水溶液的方法 | CN202311311144.4 | 申请中 |
| 11 | 一种羟胺磷酸盐热分解制备羟胺水溶液的方法 | CN202311353260.2 | 申请中 |
| 12 | 一种用电渗析法制备羟胺水溶液的方法 | CN202311215665.X | 申请中 |

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

公司有丰富的羟胺相关产品的产业化经验，熟悉羟胺的理化性质。锦华新材现有产品中硫酸羟胺、盐酸羟胺、乙醛肟、丙酮肟、丁酮肟的生产过程中广泛涉及羟胺或羟胺化合物，且多项生产工艺已稳定运行十余年，有丰富的羟胺相关产品的产业化经验，并多次获奖。公司熟练掌握羟胺的理化性质，能够在确保安全的前提下，科学地开展羟胺水溶液制备工艺、产品提纯工艺等课题研究，摸索反应条件，收集工程放大数据，从而为羟胺水溶液下一步大规模产业化生产打下基础。

工艺成本优化能力与数字化制造是公司拓展羟胺水溶液新版图的基石。公司羟胺水溶液产品的最主要原料为羟胺盐，公司为国内羟胺盐细分领域的领军企业，羟胺盐产品具有规模优势和成本优势，可用于生产羟胺水溶液，因此，公司生产羟胺水溶液具有显著的成本优势。此外，公司持续增加自动化、信息化以及数字化投入，在持续升级改造生产装置及生产工艺迭代的同时，增加及升级自动化生产装置和相关系统，提高响应速度和控制精度，减少生产人员，降低产品的单位物料损耗和能耗以及生产装置的维护成本，提升生产效率，实现提质增效。

3.3. 竞争格局：巴斯夫垄断全球供应，工艺、客户认证与安全性是重要壁垒

高纯湿电子化学品壁垒较高，高端领域往往需要 G5 等级的化学品，对金属杂质等指标要求很高。湿电子化学品的范畴内，金属杂质的含量、颗粒的控制粒径及其数量，构成了决定电子信息产品成品率、电性能以及可靠性的核心要素，同时也是衡量产品品质优劣的关键技术指标。国际半导体设备与材料组织（SEMI）针对不同品种制定了多项具有指导意义的标准，而据杭州恒水过滤器材有限公司官网信息，制备 G5 级别的湿电子化学品技术门槛较高，目前核心技术主要掌握在欧美、日韩等少数企业手中，技术难点主要在于：1）超高纯纯化技术：如何将金属杂质稳定地控制在 ppt 级别。2）超洁净包装与储存技术：防止二次污染。3）分析检测技术：准确测量 ppt 级别的杂质含量。4）批次稳定性控制：保证大规模生产的产品质量一致。目前，国内湿电子化学品产业在 G2、G3 级别已较为成熟，但 G4 及以上更高端的产品仍很大程度上依赖进口，国产替代空间广阔。

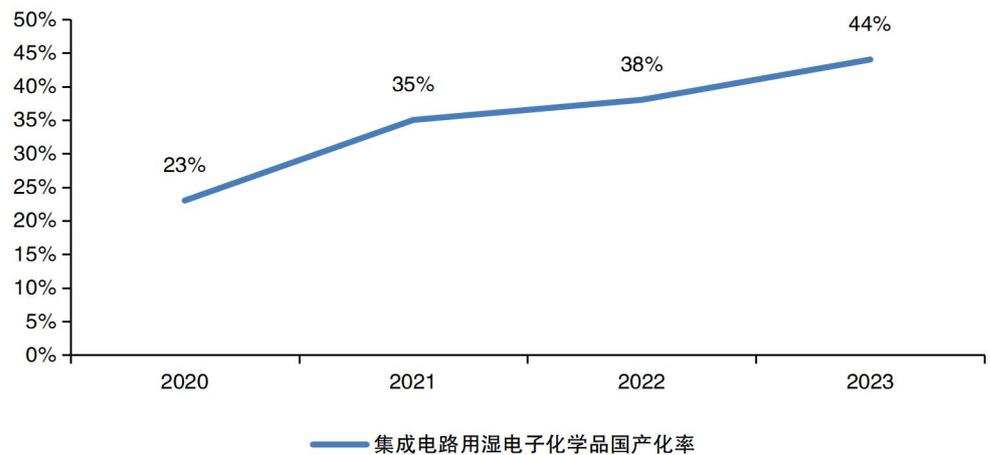
图表 50：不同线宽的 IC 制造对湿电子化学品 SEMI 国际标准等级要求

| SEMI 等级 | G1 | G2 | G3 | G4 | G5 |
|-------------------------|----------------|-------------------|-------------------|------------|-------------|
| 适应 IC 线宽/ μm | >1.2 | 0.8~1.2 | 0.2~0.6 | 0.09~0.2 | <0.09 |
| 金属杂质/ $(\mu\text{g/L})$ | ≤ 100 | ≤ 10 | ≤ 1.0 | ≤ 0.1 | ≤ 0.01 |
| 控制粒径/ μm | ≤ 1.0 | ≤ 0.5 | ≤ 0.5 | ≤ 0.2 | 需双方协商 |
| 颗粒/ (颗/mL) | ≤ 25 | ≤ 25 | ≤ 5 | 需双方协商 | 需双方协商 |
| 应用 | 分立器件、太阳能 光伏 | 分立器件、显示面 板、LED | 显示面板、LED、 集成电路 | 集成电路 | 集成电路 |

资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

湿电子化学品整体进入门槛高，集成电路用湿电子化学品的国产化率在 2023 年仍只有 44%，而高纯度品类可能更低。据观研天下信息，德国巴斯夫、美国陶氏、德国汉高等国外企业凭借多年的技术积累和产品研发经验，常年在我国湿电子化学品市场中占据主导地位；但近年来，随着国产替代进程持续推进，国外企业市场份额逐渐被压缩，国产化率不断提升。据观研天下信息，目前我国光伏用湿电子化学品国产化率已超过 80%；集成电路用湿电子化学品国产化率由 2020 年的 23% 提升至 2023 年的 44%；显示面板用湿电子化学品国产化率也在不断上升，据兴福电子招股书信息，2023 年新型显示用湿电子化学品整体国产化率超 45%，部分产品国产化还需进一步改善。

羟胺水溶液同样国产化率不高，大量依赖外资供应，国产替代需求迫切。羟胺水溶液及其下游应用行业属于国家产业政策重点支持领域，为国产替代营造了良好的政策环境，随着锦华新材在该领域逐步实现技术突破与产业化应用，进口替代空间或将持续拓展，这一进展有望改变目前由德国巴斯夫主导的市场格局，带动国内供需提升。

图表 51：集成电路用湿电子化学品的国产化率 2023 年仍只有 44%


资料来源：中国电子材料行业协会、兴福电子招股说明书、观研天下、华源证券研究所

羟胺水溶液产品对羟胺的纯度要求高，但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。羟胺水溶液在生产制备过程中对温度较为敏感，由于羟胺的热不稳定性，羟胺在处理过程中可能引发严重的安全事故，因此其制备工艺与贮存稳定性或是较为关键的技术瓶颈。同时，晶圆制造厂商对湿电子化学品供应商的认证流程通常十分严谨且周期较长，新晋供应商往往需通过包括产品长期可靠性、批次一致性、缺陷率控制及超纯指标稳定性在内的多维度测试与评估。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，客户认证壁垒与细分化的市场特点共同构筑了行业护城河，并有望在一定程度上抑制过度竞争。锦华新材若能成功突破技术瓶颈，有望成为国内首批实现稳定供应的企业，从而获得显著的先发优势。基于当前产业窗口期判断，我们认为公司或可在有限时间内快速拓展核心客户资源，逐步确立国产化市场的主导地位。

4. 盈利预测与评级

结合公司基本盘增长及新业务拓展节奏，我们针对主要业务板块假设如下：

（1）硅烷交联剂：基本盘稳健，2026-2027 年有望受益于行业需求见底及新应用拓展，假设 2025-2027 年营业收入同比-26%/+8%/+13%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 5.3/5.7/6.5 亿元；

（2）羟胺盐：有望受益于农药等行业需求回升，假设 2025-2027 年营业收入同比-12%/+13%/+13%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 3.2/3.6/4.1 亿元；

（3）羟胺水溶液（JH-2）：有望随客户验证通过及产能释放而实现增量收入，根据公司公告对产销量的规划，假设 2025-2027 年营业收入分别为 0.4/1.5/2.7 亿元；

(4) 硅烷偶联剂:募投产能建设逐步推进,假设 2026–2027 年营业收入分别为 0.25/0.95 亿元;

(5) 其他产品:包含甲氧胺盐酸盐和乙醛肟,以及公司可能拓展的其他业务,预计随着农药等下游需求有望回升、海外客户进一步拓展而有望在后续迎来放量,假设 2025–2027 年营业收入分别为 1.6/1.9/2.1 亿元。

(6) 其他非主营业务:预计延续此前稳中有升趋势,假设 2025–2027 年营业收入分别为 0.18/0.20/0.22 亿元。

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 2.02/2.67/3.57 亿元,当前股价对应的 PE 分别为 39/29/22 倍。可比公司方面,我们选取江瀚新材 1 家与硅烷交联剂相关的上市公司,联化科技 1 家与羟胺盐相关的上市公司,安集科技、上海新阳 2 家与晶圆制程湿电子化学品相关的上市公司。公司在硅烷交联剂和羟胺盐领域领军地位稳固,产能持续扩张+工艺优化驱动,新品电子级羟胺水溶液技术壁垒高且国产化空间广阔。公司凭借完整的酮肟产业链优势,在成本控制与产业化能力上具备核心竞争力,看好其新产能逐步释放带动持续增量,首次覆盖给予“增持”评级。

图表 52: 可比公司 PE 2025 均值为 39.4x

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 (元/股) | 总市值 (亿元) | EPS (元/股) | | | PE | | |
|------------|------|--------------|-------------|-----------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|
| | | | | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 603281.SH | 江瀚新材 | 23.77 | 89 | 1.71 | 2.08 | 2.51 | 13.9 | 11.4 | 9.5 |
| 002250.SZ | 联化科技 | 5.35 | 49 | 0.10 | 0.28 | 0.44 | 54.6 | 19.0 | 12.2 |
| 688019.SH | 安集科技 | 134.55 | 174 | 4.19 | 5.34 | 6.57 | 32.1 | 25.2 | 20.5 |
| 300236.SZ | 上海新阳 | 35.51 | 111 | 0.62 | 0.81 | 1.03 | 56.9 | 43.9 | 34.6 |
| 平均值 | | | | | | | 39.4 | 24.9 | 19.2 |
| 920015.BJ | 锦华新材 | 57.50 | 78 | 1.49 | 1.97 | 2.64 | 38.6 | 29.2 | 21.8 |

资料来源: Wind、华源证券研究所 注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期, 锦华新材盈利预测来自华源证券研究所, 数据截至 2026.1.7

5. 风险提示

下游行业周期波动风险: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、新型离子交换树脂和绿色环保染料等的关键原料,与下游的建筑建材、能源电力、交通运输、电子、新能源汽车等其他领域,以及农药、医药、金属萃取剂、新型离子交换树脂和绿色环保染料等行业发展情况密切相关,受行业周期波动及市场需求变化影响较大。公司硅烷交联剂下游产品室温硅橡胶的应用领域除了景气度较高的新能源汽车等其他领域、电子领域、电力设施绝缘材料及风力发电领域、绿色装饰装修领域之外,还涉及房地产、光伏组件等周期性波动行业。2021 年以来中国商品房、办公楼市场周期下行,目前仍处于底部区域。光伏行业周期与光伏技术发展、库存情况

以及国家对光伏发电行业的政策变化密切相关。2023 年以来中国光伏组件行业因产能过剩、竞争加剧，光伏组件价格持续下行，目前仍处于底部区域。尽管 2024 年 9 月以来国家陆续出台了相关政策促进房地产市场止跌回稳，2024 年四季度以来商品房去库存效果逐步显现，以及未来全球及国内光伏新增装机容量或将保持增长，但受宏观经济环境的影响，房地产、光伏行业仍可能存在长期处于底部区域甚至继续下行的风险。

原材料价格上涨风险：公司产品主要原材料为丁酮、双氧水、液氨、一甲基三氯硅烷、乙烯基三氯硅烷、乙醛等，2022-2024 年直接材料成本占主营业务成本的比例分别为 59.40%、61.29%、63.21%，主要原材料采购价格的变化是影响公司利润的重要因素。受国内经济形势、市场供求变动等因素的影响，公司主要原材料的平均采购价格呈现一定的波动。如果未来公司主要原材料的平均采购价格出现大幅上涨，而公司主要产品的销售价格无法同步提升，可能会对公司经营业绩造成不利影响。

安全生产风险：公司羟胺盐、乙醛肟等部分产品及丁酮、液氨等部分原材料属于危险化学品，在其生产、运输、存储和使用过程中存在安全风险。尽管公司现有生产设备和安全设施运行良好，但公司仍存在因管理疏忽、操作不当、设备故障、自然灾害等原因而造成安全事故或受到相关处罚的可能，从而可能对公司声誉、正常生产经营及经营业绩造成负面影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 551 | 1,332 | 1,522 | 1,880 |
| 应收票据及账款 | 383 | 367 | 398 | 432 |
| 预付账款 | 3 | 3 | 4 | 5 |
| 其他应收款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 42 | 41 | 46 | 54 |
| 其他流动资产 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 流动资产总计 | 981 | 1,744 | 1,971 | 2,373 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 268 | 295 | 366 | 453 |
| 在建工程 | 19 | 110 | 150 | 117 |
| 无形资产 | 41 | 41 | 43 | 44 |
| 长期待摊费用 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 13 | 23 | 26 | 29 |
| 非流动资产合计 | 341 | 469 | 584 | 642 |
| 资产总计 | 1,322 | 2,213 | 2,555 | 3,014 |
| 短期借款 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及账款 | 368 | 345 | 398 | 469 |
| 其他流动负债 | 93 | 116 | 136 | 165 |
| 流动负债合计 | 463 | 461 | 534 | 633 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 17 | 26 | 28 | 30 |
| 非流动负债合计 | 17 | 26 | 28 | 30 |
| 负债合计 | 479 | 487 | 562 | 663 |
| 股本 | 98 | 136 | 136 | 136 |
| 资本公积 | 57 | 701 | 701 | 701 |
| 留存收益 | 688 | 890 | 1,157 | 1,515 |
| 归属母公司权益 | 843 | 1,726 | 1,993 | 2,351 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 843 | 1,726 | 1,993 | 2,351 |
| 负债和股东权益合计 | 1,322 | 2,213 | 2,555 | 3,014 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 税后经营利润 | 211 | 191 | 256 | 345 |
| 折旧与摊销 | 26 | 34 | 40 | 49 |
| 财务费用 | -12 | -3 | -5 | -6 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -163 | 18 | 36 | 56 |
| 其他经营现金流 | 26 | 16 | 13 | 14 |
| 经营性现金净流量 | 89 | 255 | 341 | 458 |
| 投资性现金净流量 | -29 | -157 | -156 | -106 |
| 筹资性现金净流量 | -50 | 683 | 5 | 6 |
| 现金流量净额 | 11 | 781 | 190 | 358 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 1,239 | 1,073 | 1,319 | 1,659 |
| 营业成本 | 893 | 740 | 891 | 1,097 |
| 税金及附加 | 7 | 4 | 5 | 7 |
| 销售费用 | 4 | 3 | 4 | 5 |
| 管理费用 | 53 | 53 | 62 | 75 |
| 研发费用 | 57 | 51 | 63 | 80 |
| 财务费用 | -12 | -3 | -5 | -6 |
| 资产减值损失 | -8 | -6 | -6 | -8 |
| 信用减值损失 | 0 | -1 | -2 | -2 |
| 其他经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 11 | 15 | 16 | 17 |
| 营业利润 | 240 | 233 | 307 | 410 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 3 | 3 | 3 |
| 其他非经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 240 | 230 | 304 | 407 |
| 所得税 | 29 | 28 | 37 | 50 |
| 净利润 | 211 | 202 | 267 | 357 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东净利润 | 211 | 202 | 267 | 357 |
| EPS(元) | 1.56 | 1.49 | 1.97 | 2.64 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|---------|---------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营收增长率 | 11.21% | -13.44% | 22.98% | 25.77% |
| 营业利润增长率 | 22.25% | -3.20% | 32.01% | 33.48% |
| 归母净利润增长率 | 22.28% | -4.35% | 32.41% | 33.80% |
| 经营现金流增长率 | -68.74% | 188.22% | 33.49% | 34.46% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 27.94% | 31.04% | 32.48% | 33.90% |
| 净利率 | 17.02% | 18.81% | 20.25% | 21.54% |
| ROE | 25.03% | 11.69% | 13.40% | 15.20% |
| ROA | 15.95% | 9.12% | 10.45% | 11.86% |
| 估值倍数 | | | | |
| P/E | 36.95 | 38.63 | 29.18 | 21.81 |
| P/S | 6.29 | 7.27 | 5.91 | 4.70 |
| P/B | 9.25 | 4.52 | 3.91 | 3.32 |
| 股息率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| EV/EBITDA | 29 | 25 | 19 | 14 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。