



# 领跑有机硅细分领域，加码高端材料布局

## ——润禾材料首次覆盖报告

### 核心观点

深耕有机硅细分领域，差异化竞争巩固领先地位。作为国内有机硅细分领域的领先企业，公司专注于有机硅深加工产品及纺织印染助剂产品的研发、生产等，产品具备创新型、高附加值、进口替代性强的中高端差异化竞争优势。公司先后获得“中国氟硅行业领军企业”、“中国十大有机硅上市公司”、“2024全球有机硅企业TOP20”等荣誉。2025年前三个季度，公司实现归母净利润同比增加约36.34%。随着公司持续丰富产品种类，提高产品附加值，盈利能力有望进一步提升。

新兴领域持续拓展，有机硅终端需求向好。有机硅材料是国家战略性新兴产业新材料行业的重要组成部分，需求前景广阔。其中2022-2024年，国内有机硅DMC表观消费量由135.17万吨提升至181.64万吨，CAGR高达约16%。随着新材料、新能源等新兴应用领域对有机硅的消费需求增长，以及新兴市场的需求提升，有机硅需求有望保持增长态势。

技术驱动叠加规模领先，高端材料布局助力成长。公司特种硅油等部分产品的产能规模具有领先地位，其中有机硅深加工及其应用产品设计产能达到9.8万吨（2024）。随着可转债募投项目以及珠海高端有机硅新材料项目的落地，公司规模优势有望进一步扩大。同时，公司把握新材料发展趋势，布局“冷却液”等新兴战略产品，定制化推出三位一体的浸没式解决方案，已实现产品量产，长期增长空间有望打开。

### 盈利预测与投资建议

我们认为公司作为国内有机硅细分领域的领先企业，随着可转债募投项目以及珠海高端有机硅新材料项目投放，规模优势有望扩大。同时，在液冷技术应用进程或加速的背景下，公司布局“冷却液”等新兴战略产品，长期增长空间有望打开。我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为1.39亿元、1.82亿元、2.39亿元，对应的PE分别为48倍、37倍、28倍（对应1月26日收盘价），首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

原料价格变动风险、汇率变动风险、项目不及预期风险、市场竞争风险等。

### 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,328	1,460	1,752	2,102
年增长率(%)	17.0%	10.0%	20.0%	20.0%
归属于母公司的净利润	96	139	182	239
年增长率(%)	17.1%	44.1%	30.9%	31.7%
每股收益(元)	0.75	0.77	1.01	1.33
市盈率(X)	44.99	47.77	36.50	27.72
净资产收益率(%)	9.8%	9.7%	11.2%	12.9%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2026年01月26日收盘价）

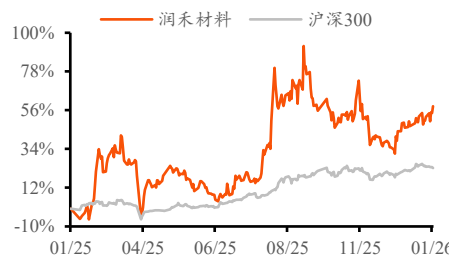
## 买入(首次)

行业：基础化工  
日期：2026年01月27日  
分析师：赵飞  
E-mail: zhaofei@yongxingsec.com  
SAC编号: S1760524040002

### 基本数据

01月23日收盘价(元)	38.38
12mthA 股价格区间(元)	24.80-48.78
总股本(百万股)	180.14
无限售A股/总股本	89.86%
流通市值(亿元)	62.13

### 最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

### 相关报告：

## 正文目录

1. 深耕有机硅细分领域，差异化竞争巩固领先地位 .....	3
1.1. 公司是有机硅细分领域的领先企业 .....	3
1.2. 公司产品涉及硅油、硅橡胶等 .....	4
1.3. 公司业绩有望提升 .....	5
2. 新兴领域持续拓展，有机硅终端需求向好 .....	6
2.1. 有机硅终端需求向好 .....	6
2.2. 纺织助剂领域支撑硅油需求 .....	8
3. 技术驱动叠加规模领先，高端材料布局助力成长 .....	9
3.1. 新项目落地扩大规模优势 .....	9
3.2. 技术积累树立差异化竞争优势 .....	10
3.3. 新材料布局打开增长空间 .....	12
4. 盈利预测与投资评级 .....	13
4.1. 盈利预测 .....	13
5. 风险提示 .....	14

## 图目录

图 1: 公司主要发展历程 .....	3
图 2: 公司股权结构 (2025 年三季报) .....	4
图 3: 公司营收及同比增速 .....	5
图 4: 公司归母净利润及同比增速 .....	5
图 5: 公司不同板块营收贡献 (2024) .....	6
图 6: 公司不同板块毛利贡献 (2024) .....	6
图 7: 不同板块毛利率 .....	6
图 8: 可比公司毛利率 .....	6
图 9: 有机硅的不同结构 .....	7
图 10: 有机硅的上下游情况 .....	7
图 11: 国内有机硅需求结构 (2024 年) .....	8
图 12: 有机硅表观消费量变化 .....	8
图 13: 国内硅油行业下游消费结构 (2021) .....	8
图 14: 纺织印染工序 .....	8
图 15: 国内服装鞋帽针纺织品类商品增长情况 (%) .....	9
图 16: 居民人均衣着支出情况 (元) .....	9
图 17: 2022-2024 年公司产能及产能利用率 .....	9
图 18: 公司宁波基地 .....	9
图 19: 可比公司研发占比 .....	11
图 20: 公司部分研发中心 .....	11
图 21: 公司部分新产品 .....	12
图 22: 公司部分冷却液产品指标 .....	12
图 23: 全球 AI 服务器市场规模 .....	13
图 24: 浸没式液冷应用示意图 .....	13

## 表目录

表 1: 硅油部分应用领域 .....	4
表 2: 硅橡胶部分应用领域 .....	5
表 3: 公司部分研发项目 (截至 2024 底) .....	11
表 4: 公司主要板块盈利预测 .....	14

## 1. 深耕有机硅细分领域，差异化竞争巩固领先地位

### 1.1. 公司是有机硅细分领域的领先企业

**深耕行业多年，成为有机硅细分领域的领先企业。**根据公司公告和官网，公司总部位于浙江宁海，长期专注于有机硅深加工产品及纺织印染助剂产品的研发、生产等，产品具有创新型、高附加值、进口替代性强的差异化竞争优势，覆盖 16 大系列：光学与集成电路有机硅材料、农用润湿与增效、材料润滑与脱模、个人护理品助剂、热管理材料、压敏胶、胶粘剂、液体硅橡胶、有机硅原材料系列等。依靠在有机硅细分领域多年积累的经验和技術，公司在业内享有良好的美誉度，先后获得“浙江省科技型企业”、“中国氟硅行业领军企业”、“中国十大有机硅上市公司”、“2024 全球有机硅企业 TOP20”等荣誉。

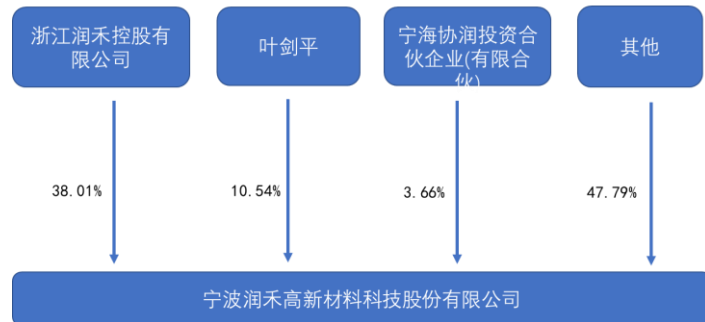
**通过延伸产业链，强化产业链协同效应。**根据公司公告和官网，公司发展历程主要分为三个阶段：1) 初创阶段，2000 年，成立宁海润禾纺织助剂有限公司；2004 年，更名为宁波润禾化工工业有限公司；2005 年，在杭州成立浙江润禾化工新材料有限公司；2007 年，在湖州德清成立浙江润禾有机硅新材料有限公司；2) 快速发展阶段，2017 年，在深圳证券交易所上市；2019 年，杭州润禾材料研究院成立；2022 年，润禾材料九江生产基地投入试生产；3) 高端转型阶段，2025 年，可转债募投项目达到预定可使用状态；2025 年，与珠海经济技术开发区管委会签署协议，建设高端有机硅新材料项目。未来，公司将强化产业链协同效应，延伸产业链、提升产品附加值，进一步增强核心竞争力。

图1:公司主要发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，甬兴证券研究所

**公司控股股东为润禾控股，实控人为叶剑平、俞彩娟夫妇。**根据公司公告，浙江润禾控股有限公司和叶剑平为公司前两大股东，合计占比约 48.55%（截至 2025 年三季报），其中叶剑平与俞彩娟夫妇是浙江润禾控股有限公司、宁海协润投资合伙企业（有限合伙）、宁海咏春投资合伙企业（有限合伙）的实际控制人，公司股权结构较为集中。

**图2:公司股权结构 (2025 年三季度)**


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

## 1.2. 公司产品涉及硅油、硅橡胶等

作为精细化工领域中的领先企业，公司产品涵盖硅油、硅橡胶、硅树脂及其下游应用产品，具体来看：

- 1) 硅油, 根据公司公告, 硅油类产品主要包括嵌段硅油、端含氢硅油、烷基苯基硅油、有机硅表面活性剂等。公司生产的硅油主要用于电子信息、个人护理、医疗与卫生、纺织与印染、农用助剂等领域。

**表1:硅油部分应用领域**

应用领域	利用特性	主要应用范围
电子工业	介电性、耐热、疏水性	变压器、晶体管的绝缘、抗热、防湿和填充。
医学	无毒、疏水性、表面活性	医用消泡剂、软膏及保护脂的基剂，药用添加剂，外科用具的灭菌用油，人造眼球的润滑剂。
化学工业	表面张力低、化学稳定性好	发酵、造纸、织物等化工生产过程中的消泡。
纺织印染、皮革工业	表面张力低、憎水、抗剪切性	硅油在纺织服装行业可作为织物的柔软剂、润滑剂、防水剂、整理剂等。有机硅与聚氨酯组合形成织物的涂层；有机硅与丙烯酸聚合形成织物的印花；有机硅与有机氟组合形成织物表面的防水涂层等。
机械工业	耐高低温、抗氧化、强抗剪切性	润滑油、防震、阻尼用油、真空泵油。

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

- 2) 硅橡胶, 根据公司公告, 硅橡胶具有卓越的耐疲劳、耐高低温、耐老化性, 优良的电绝缘性、疏水性、生理惰性等。公司生产的硅橡胶主要用于电子电器、医疗医美、汽车与新能源、建筑等领域。

表2:硅橡胶部分应用领域

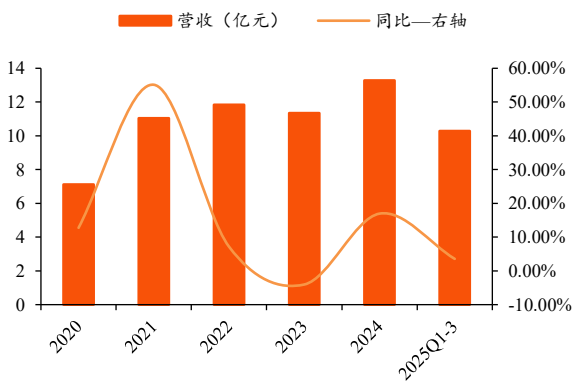
应用领域	利用特性	主要应用范围
电子电器业	耐疲劳、耐高温、耐臭氧、介电性、耐候性、粘接性	以炭黑等作导电介质的 HTV, 用作手机、电脑、电话、传真机各种电器键盘的按键, 绝缘子正在逐步取代陶瓷制品用于输电线路等。LSR 液体硅橡胶是半导体芯片和电子器件优良的灌封和保护材料等。
新能源	耐紫外线、高透光性	应用于光伏发电产业等新能源方面, 如太阳能电池组件(边框密封、接线盒灌封)和大功率 LED 照明(芯片固定、灌封、硅橡胶直接成型镜头)。
汽车工业	耐高温、耐油、耐疲劳、粘接性	汽车点火线、火花塞保护罩、加热及散热品软管、消声器衬里、加油泵、进油阀、垫圈和密封件等。现场成形的密封圈、汽车挡风玻璃、门窗框架、反光灯、排气管及易受水淋设备的粘接密封。
医疗卫生	无毒、生理惰性、耐生物老化	婴儿奶嘴、各种医疗用软管、插管、整容修复、人造器官、药物胶囊等。隐性眼镜和人工角膜、齿科印模材料、防噪音耳塞等。
航空、航天工业	耐高温、耐臭氧、耐潮湿、耐疲劳、耐燃耐腐蚀、耐辐射	飞机和宇宙飞船的各种胶管、氧气面罩、密封垫圈、缓冲防震层、开关护套。宇宙飞船窗口、真空泵系统和电子设备的密封, 烧蚀涂层、耐油部位的密封。透光率高达 91% 的有机硅凝胶、飞机三合风档玻璃的中间粘合层、发动机部件的精密铸造。

资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

### 1.3. 公司业绩有望提升

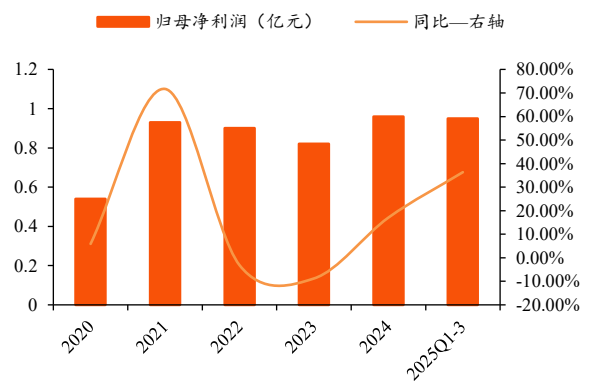
随着募投项目以及高端有机硅新材料项目的逐步落地, 公司盈利能力有望持续提升。根据公司公告, 总的来看, 除了 2023 年因原料价格下跌而下调售价导致营收有所下滑外, 2020-2024 年公司营收整体保持上涨态势, CAGR 达到约 17%; 归母净利润方面, 2020-2024 年 CAGR 达到约 15%, 2025 年前三个季度实现归母净利润约 0.95 亿元, 同比增加约 36.34%。随着公司持续丰富产品种类, 提高产品附加值, 优化公司产业布局, 盈利能力有望持续提升。

图3:公司营收及同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

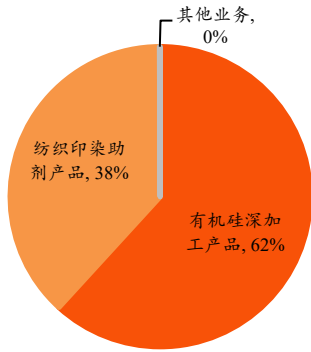
图4:公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

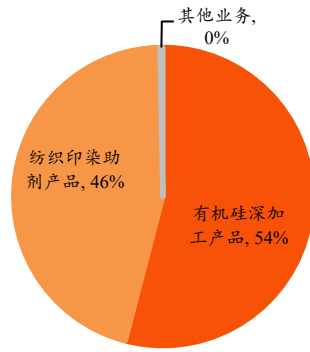
从营收和毛利贡献来看, 有机硅深加工产品和纺织印染助剂产品占主导地位。根据公司公告, 2024 年, 公司有机硅深加工产品营收和毛利占比分别约为 62%和 54%, 纺织印染助剂产品营收和毛利占比分别约为 38%、46%。

图5:公司不同板块营收贡献 (2024)



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

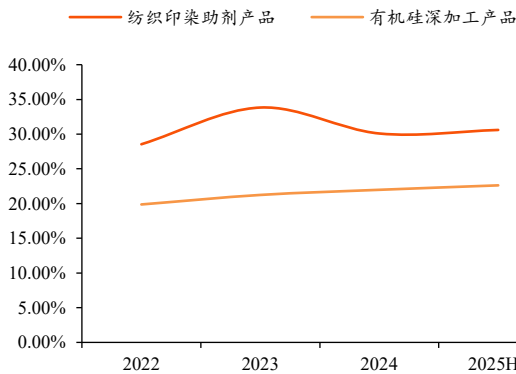
图6:公司不同板块毛利贡献 (2024)



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

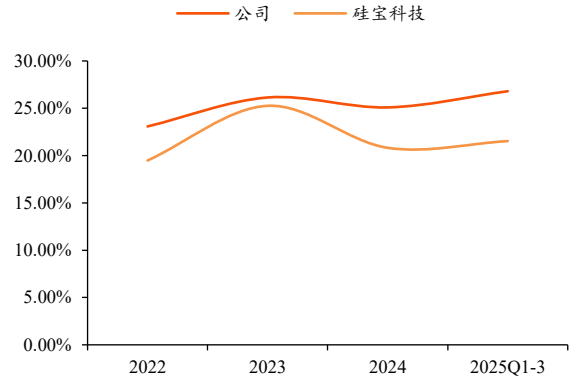
从毛利率来看, 公司纺织印染助剂产品毛利率较高。根据公司和硅宝科技公告, 2025H1, 公司纺织印染助剂产品毛利率约为 30.6%, 高于有机硅深加工产品 (约 22.62%), 主要由于纺织印染助剂产品差异化更明显, 从而其市场竞争环境较宽松, 客户平均体量相对较小导致客户议价能力相对较弱, 因此该产品毛利率相对较高。对比硅宝科技等可比公司来看, 公司毛利率处于较高水平。

图7:不同板块毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图8:可比公司毛利率



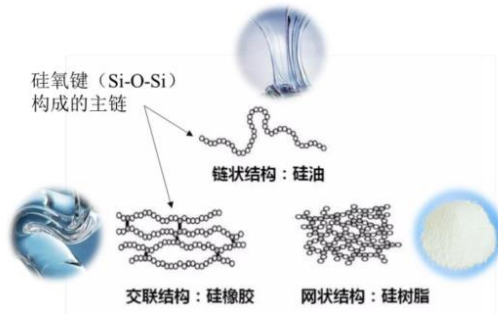
资料来源: Wind, 各公司公告, 甬兴证券研究所

## 2. 新兴领域持续拓展, 有机硅终端需求向好

### 2.1. 有机硅终端需求向好

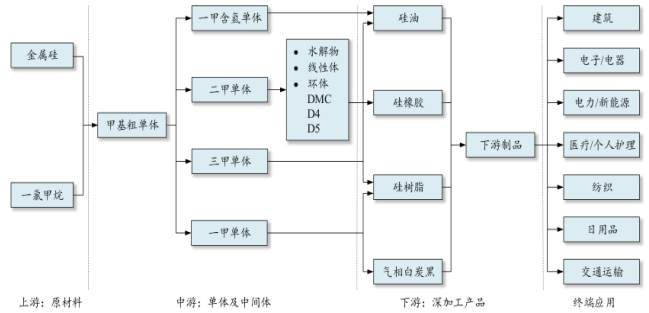
新兴领域支撑需求, 有机硅需求向好。根据东岳硅材公告, 有机硅是指含有硅碳键 (Si-C)、且至少有一个有机基团是直接和硅原子相连的一大门类化合物, 包括各类小分子化合物和聚合物。有机硅聚合物种类繁多, 包括聚硅氧烷、聚碳硅烷、聚氮硅烷等。根据公司公告, 由有机硅单体及中间体出发, 经不同反应, 或添加各类填料及助剂, 可进一步加工成硅油、硅橡胶、硅树脂等有机硅深加工产品。

图9:有机硅的不同结构



资料来源：东岳硅材公告，甬兴证券研究所

图10:有机硅的上下游情况



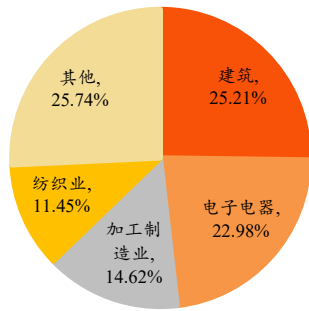
资料来源：东岳硅材公告，甬兴证券研究所

根据公司公告，有机硅具有优异的耐温特性、耐候性、电气绝缘性、生理惰性、低表面张力等特性，广泛应用于电子信息、新能源、汽车、医疗医美、纺织、航空航天、机械等几乎所有工业领域和高新技术领域，已成为现代工业及日常生活不可或缺的高性能材料。根据百川盈孚，2022-2024年，国内有机硅DMC表观消费量由135.17万吨提升至181.64万吨，CAGR高达约16%，其中受新能源行业高速增长拉动，2024年有机硅DMC表观消费量增速高达20.9%。我们认为，随着新材料、新能源等新兴应用领域对有机硅的消费需求增长，以及新兴市场需求提升，有机硅需求前景向好：

一方面，新材料、新能源等新兴应用领域对有机硅的消费需求增长。根据公司和科峰股份公告，有机硅材料不仅是国家战略性新兴产业新材料行业的重要组成部分，同时也是其他战略新兴产业行业不可或缺的配套材料，有机硅产品市场前景广阔。随着“中国制造2025”、“碳中和”等国家战略的稳健实施及以数字经济为代表的新一轮科技和产业变革，新能源、新材料、数字经济等新兴产业的发展与壮大，为有机硅产品在越来越多的应用领域发挥作用打开了发展空间，也为有机硅材料提供了较为持续的需求增长，其中在航空航天领域，有机硅产品可应用于飞机和宇宙飞船的各种胶管、氧气面罩、密封垫圈、缓冲防震层，宇宙飞船窗口、真空泵系统和电子设备的密封，烧蚀涂层、耐油部位的密封等。

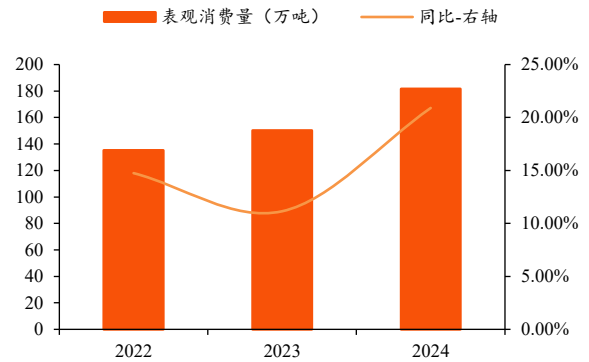
另一方面，新兴市场需求提升空间较大。根据东岳硅材公告，人均有机硅消费量与人均GDP水平基本呈正比关系，而且低收入国家有机硅需求增长对收入增长的弹性更大。考虑到新兴市场国家人均有机硅消费量还不到1kg，而西欧、北美、日韩等发达国家和地区已接近2kg，新兴国家的有机硅消费需求仍有增长潜力。

图11:国内有机硅需求结构(2024年)



资料来源:百川盈孚,甬兴证券研究所

图12:有机硅表观消费量变化

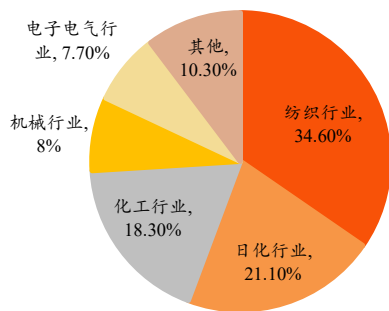


资料来源:百川盈孚,甬兴证券研究所

## 2.2. 纺织助剂领域支撑硅油需求

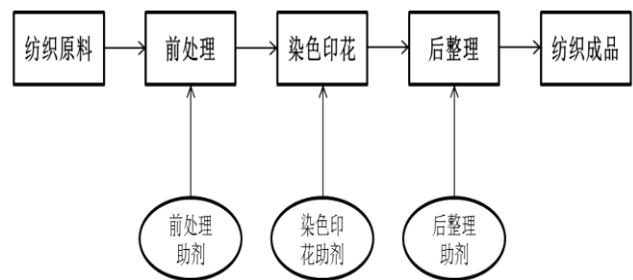
硅油在纺织领域主要应用于纺织后续整理阶段。根据科峰股份公告,硅油通常指室温下保持液体状态的线型聚硅氧烷产品,是有机硅深加工产品中消费量第二大的产品,其中二甲基硅油为最常用的硅油,也被称为普通硅油,其硅原子上的有机基团全部为甲基。硅油在纺织领域主要应用于纺织后续整理阶段,可作为织物柔软剂、纤维平滑剂、深色加工剂以及其他细分种类助剂。随着全球纺织印染助剂中心正向亚洲及中国转移,截至2022年,国内纺织印染助剂生产企业约有3000家,是全球最大的纺织印染助剂的消耗国。

图13:国内硅油行业下游消费结构(2021)



资料来源:科峰股份公告,甬兴证券研究所

图14:纺织印染工序

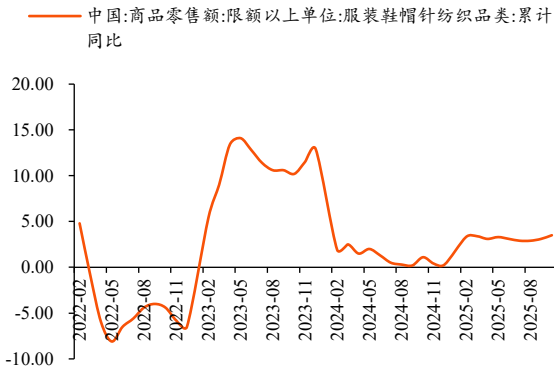


资料来源:科峰股份公告,甬兴证券研究所

国内印染助剂消耗水平或有较大提升空间。根据科峰股份公告,一方面,在国家稳经济促消费政策措施的支持下,内需消费市场有望逐步恢复。根据 Wind 数据,截至2025年11月,国内限额以上单位的服装、鞋帽、针纺织品类商品零售总额累计同比增长约3.5%,下游市场延续恢复趋势;另一方面,相比发达国家,国内纺织印染助剂的消耗水平还处于较低水平,根据科峰股份公告,国内纺织印染助剂产量与纤维产量之比仅为约4:100,

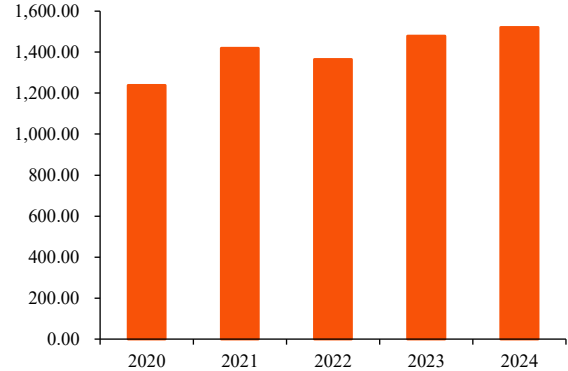
而工业发达国家的纺织印染助剂产量与纤维产量之比约为 15:100。随着新型纤维的纺织助剂和功能性产品的需求增加和人们对服装手感要求的提高，未来国内印染助剂消耗水平或有较大提升空间。

图15:国内服装鞋帽针纺织品类商品增长情况 (%)



资料来源: Wind, 国家统计局, 甬兴证券研究所

图16:居民人均衣着支出情况 (元)



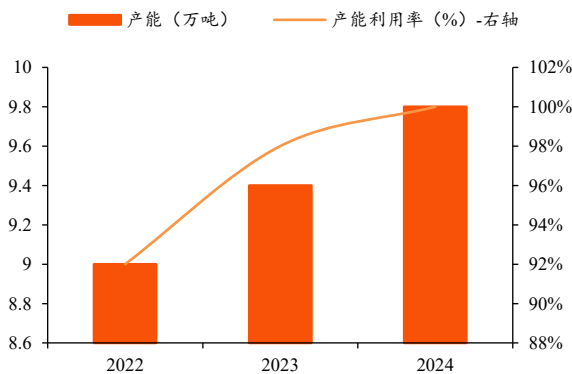
资料来源: Wind, 国家统计局, 甬兴证券研究所

### 3. 技术驱动叠加规模领先，高端材料布局助力成长

#### 3.1. 新项目落地扩大规模优势

公司具备规模和地域优势。从基地布局来看，根据公司公告，公司主要生产基地位于浙江省宁波市和浙江省湖州市，而浙江省是国内有机硅深加工产品产业链最为聚集的地区，这种产业聚集效应为公司提供了丰富的上下游资源、完善的供应链体系以及便捷的物流条件，提升了公司在采购、销售和产品的研发等方面的效率与竞争力。从市场占有率来看，公司的特种硅油等部分产品的产能规模在市场上具有领先地位，根据中国氟硅有机材料工业协会统计，公司嵌段硅油乳液系列产品市场占有率位居同行业前三名（2022年）。

图17:2022-2024 年公司产能及产能利用率



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

图18:公司宁波基地



资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

多个项目逐步释放，规模优势有望扩大。从产能来看，根据公司公告，随着公司 IPO 募投项目“有机硅新材料扩建项目”达到预定可使用状态，公司产能从 2020 年的 6.1 万吨增加至 2021 年的 8.4 万吨，截至 2024 年，公司产能进一步提升到 9.8 万吨。考虑到可转债募投项目的落地，以及珠海高端有机硅新材料项目的规划，公司规模优势有望进一步扩大。

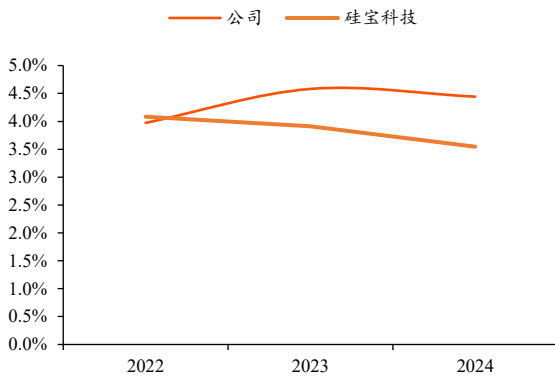
1) 可转债募投项目释放或强化产业协同效应。根据公司公告，通过“35kt/a 有机硅新材料项目(一期)”以及“8kt/a 有机硅胶黏剂及配套项目”两大可转债募投项目的实施，有望助力公司业务合理向上延伸，进一步完善公司的产业链布局，强化产业链协同效应。另外，“35kt/a 有机硅新材料项目(一期)”位于江西九江市永修县星火工业园区，该园区是一个以有机硅单体及其下游产品为主导产业的江西省高新技术特色产业基地，在原料供应、运输、供水、供电等方面区位优势明显，有望提升成本竞争力。

2) 珠海高端有机硅新材料项目进一步提升规模。根据公司公告，2025 年 3 月，公司公告在珠海建设高端有机硅新材料项目，项目年产浸没式冷却液 22000 吨、改性硅油 21890 吨等，合计 73390 吨。随着高端有机硅新材料项目的落地，一方面，可以进一步丰富公司的产品种类，优化公司的产业布局，提升公司在有机硅细分领域尤其是高端有机硅新材料的行业地位；另一方面，通过立足独特的区位优势和完善的配套设施，将加快推进公司在南亚、东南亚、中东等国家和地区的市场拓展规划，提升公司的海外市场竞争力。

### 3.2. 技术积累树立差异化竞争优势

重视研发投入，打造“一体两翼”研发基地布局。公司持续深入技术与产品研发，2024 年研发占比约为 4.4%，高于可比公司硅宝科技(约 3.5%)。截至 2025H1，公司拥有 80 项专利，其中发明专利 62 项，实用新型专利 18 项，另有 16 项专利正在审核中。根据公司公告，公司打造“一体两翼”研发基地布局，即以总部润禾研究院为主体，德清润禾有机硅新材料省级企业研究院和宁海润禾环保型织物整理剂省级高新技术企业研发中心为两翼，多次获得“浙江省科学技术成果奖”、“中国纺织工业联合会科学技术进步奖”、“中国氟硅行业创新奖”等奖项。

图19:可比公司研发占比



资料来源:各公司公告,甬兴证券研究所

图20:公司部分研发中心



资料来源:公司官网,甬兴证券研究所

**依托技术积累,树立差异化竞争优势。**根据公司公告,国内有机硅下游工业仍受制于有机硅质量、种类等的不稳定,截至2022年,全球应用的有机硅的产品有1万多种,已在市场上销售的有5000多种,而国内只有500多种,未来差异化产品市场仍具备较好的竞争环境。在此背景下,依托深厚技术积累和创新能力,公司产品具备显著的差异化竞争优势,尤其在高性能化、功能化、复合化、绿色化等方面表现突出。同时,公司以市场需求为导向指引技术研发方向,截至24年底,公司已完成低气味高活性乙烯基硅油、替代D5的挥发性硅油、低气味醇醚硅油等多个研发项目,进一步巩固技术与产品的领先地位。

表3:公司部分研发项目(截至2024年底)

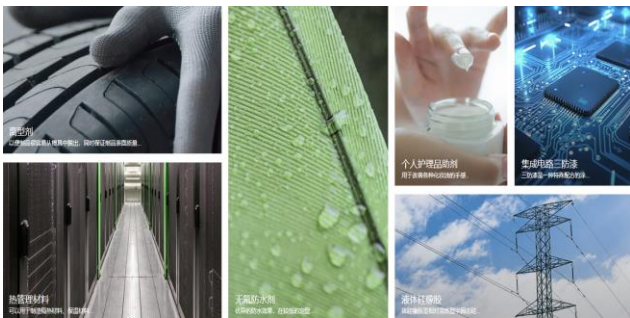
研发项目	项目目的	项目进展	预计对公司发展的影响
低气味高活性乙烯基硅油	通过优化工艺,改善常规乙烯基硅油工艺中无法完全避免有气味的问题以及残留胺对铂金催化剂的影响	已完成	产品性能优化,开发高纯度高品质乙烯基硅油,拓宽公司产品应用领域
替代D5的挥发性硅油	符合环保要求的挥发性硅油	已完成	研发出符合欧盟标准的、可替代D5的挥发性硅油
低气味醇醚硅油	开发出低气味的醇醚硅油,实现国产替代,用于个人护理品中及聚氨酯合成应用	已完成	打破国外进口垄断,推进国产替代,填补国内产品空白,丰富公司产品种类并推动产品升级
鞋材匀泡剂	通过设计含氢硅油的结构,选用合适的聚醚,优化工艺路线合成适配的鞋材匀泡剂	研发中	新产品研发,推进国产替代,助力客户实现进口品牌的国产替代,为客户提供更优的解决方案
低压变硅橡胶	通过实现硅橡胶的自润滑性能,降低其表面摩擦力,使其能够广泛应用于需要动态密封的场合,解决硅橡胶无法作为动态密封材料使用这一难题	已完成	新产品研发,推进国产替代,填补公司产品空白
支化乙烯基硅油	新型的交联剂种类,改善高导热凝胶目前遇到的模量高、出油率高及挤出率低等问题,开发具有更高附加值的产品	研发中	新兴应用领域的产品研发,开发该产品可助力公司抢占市场先机,拓展客户群体

资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

### 3.3. 新材料布局打开增长空间

把握新材料发展趋势，布局“冷却液”等新兴战略产品。根据公司公告，随着新能源、新材料、数字经济等新兴产业的发展，有机硅产品在算力、新能源、电子电器、数字经济等新兴领域的渗透率不断提升。公司把握新兴领域对高端有机硅产品的具体需求，加强与应用前沿客户端的合作与共同开发，布局“冷却液”“脱模剂”“三防漆”等新兴战略产品。其中在“冷却液”产品方面，公司相关产品在运动粘度、散热效率、性能稳定性、系统绝缘、燃点等具有优异性能，可应用在数据中心、储能等场景。

图21:公司部分新产品



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

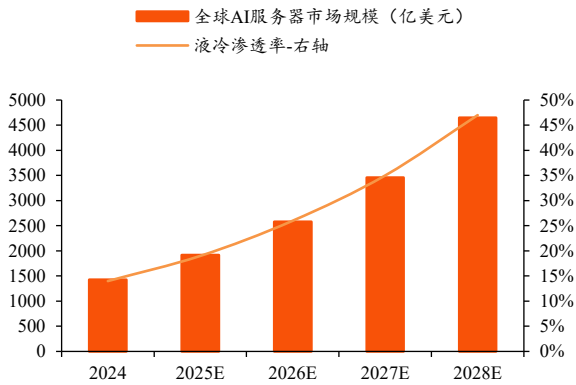
图22:公司部分冷却液产品指标

产品型号	应用领域	粘度 cSt	比重 g/cm <sup>3</sup>	使用温度范围 °C	闪点 °C	介电强度 KV	比热容	导热系数 W/mK
RH-PCM-10	储能	10	0.9	-60~220	>180	>50	1.3-1.5	0.16
RH-PCM-50	储能	50	0.9	-60~220	>200	>55	1.3-1.5	0.15
RH-PCE-12	充电桩	12	0.9	-60~220	>190	>52	1.5-1.7	0.17
RH-PCE-45	充电桩	45	0.9	-60~220	>200	>60	1.5-1.7	0.16

资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

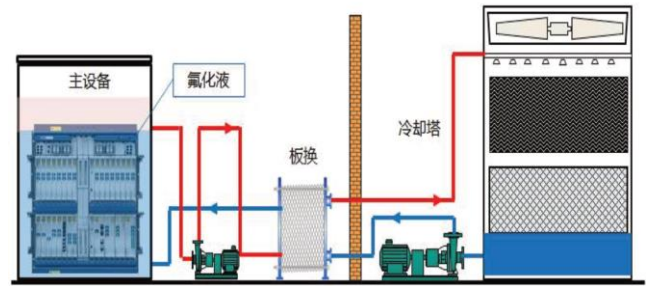
液冷作为高热密度数据中心散热优化的重要技术，已开始进入规模应用阶段。根据高澜股份公告，一方面，在 AI 算力需求的强力驱动下，数据中心 GPU 服务器的数量大幅增加，所带来的功耗问题日益凸显。数据中心单机柜风冷的极限总功率为 15kW，在机柜上架率不变下，GPU 服务器所带来的功率增长已经逼近单机柜的极限值，未来单机柜的功率可达到 100kW。另一方面，GPU 的功耗在不断地增长。例如国际头部 GPU，每个内核功耗约为 1200W，同时服务器内还需匹配两个 CPU，功耗在 300W 左右，单算力节点总功耗就达到了 2700W 左右。面对高功耗高密度场景，传统的风冷已无法满足能耗和散热需求，液冷技术以超高能效、超高热密度等特点，成为智算中心温控解决方案的必选项。根据申菱环境公告引用的中商产业研究院数据，2024 年我国液冷数据中心的市场规模达到 110.1 亿元，预计 2027 年将增加至 310.8 亿元，液冷数据中心市场的快速发展有望为液冷相关领域带来广阔市场空间。

图23:全球 AI 服务器市场规模



资料来源: 苏州天脉公告, 甬兴证券研究所

图24:浸没式液冷应用示意图



资料来源:《电信运营商液冷技术白皮书》(2023), 甬兴证券研究所

**政策端对数据中心PUE的监管要求不断提高,或加速液冷技术的应用。**

根据《电信运营商液冷技术白皮书》(2023)和高澜股份公告,其中2021年11月发改委印发《贯彻落实碳达峰碳中和目标要求推动数据中心和5G等新型基础设施绿色高质量发展实施方案》,明确“到2025年,新建大型、超大型数据中心PUE降到1.3以下,国家枢纽节点降至1.25以下”;2025年2月,工信部发布《关于组织开展算力强基揭榜行动的通知》,提出到2026年,形成覆盖5个以上全国重点算力枢纽节点的人工智能算力中心;液冷整机柜实现100%液冷散热覆盖,制冷PUE低于1.15。根据苏州天脉公告,传统风冷技术PUE极限值为1.25,液冷技术能够实现数据中心能耗低至1.1,可充分满足国家层面对PUE的规范要求。因此,作为高效绿色的数据中心冷却方案,液冷技术的应用进程有望加速。

**硅油冷却液在浸没式液冷的应用前景向好,公司增长空间有望打开。**

根据《电信运营商液冷技术白皮书》(2023),液冷技术主要包括冷板式液冷、浸没式液冷和喷淋式液冷技术三种。其中浸没式液冷是服务器完全浸入冷却液中,全部发热元件热量直接传递给冷却液,通过冷却液循环流动或蒸发冷凝相变进行散热的一种方式。浸没式液冷的冷却液几乎与系统内所有材料接触。冷却液的粘度和沸点等热物理性能、闪点等易燃性或可燃性能、材料兼容性、对传输信号影响、绝缘性、环境影响、成本等是浸没式液冷重要关注问题。目前浸没式冷却液主要分为碳氢及有机硅化合物类和碳氟化合物类。根据公司公告,公司相关产品在运动粘度、散热效率、性能稳定性、系统绝缘、燃点等具有优异性能,公司定制化推出三位一体的浸没式解决方案,完成部分型号的液冷硅油的中试,已实现产品量产,公司长期增长空间有望打开。

**4. 盈利预测与投资评级**

**4.1. 盈利预测**

**有机硅深加工产品：**根据公司公告，公司的特种硅油等部分产品的产能规模在市场上具有领先地位，利用产能规模与成本管控的协同效应，产品品质与附加值有望提升。同时，公司可转债募投项目，以及珠海高端有机硅新材料项目有望逐步释放，预计 2025-2027 年，公司有机硅深加工产品收入增速分别为 10%/20%/20%

**纺织印染助剂产品：**根据公司公告，公司在有机硅后整理助剂领域具有突出的技术研发实力和市场开拓能力。同时，公司可转债募投项目，以及珠海高端有机硅新材料项目有望逐步释放，预计 2025-2027 年，公司纺织印染助剂产品收入增速分别为 10%/20%/20%。

**表4:公司主要板块盈利预测**

		2024	2025E	2026E	2027E
有机硅深加工产品	收入（百万元）	820	902	1083	1299
	增长率	17%	10%	20%	20%
	毛利率	22%	23%	24%	25%
纺织印染助剂产品	收入（百万元）	506	557	668	802
	增长率	17%	10%	20%	20%
	毛利率	30%	31%	32%	33%
其他	收入（百万元）	1.3	1.4	1.4	1.5
	增长率	-30%	5%	5%	5%
	毛利率	41%	41%	41%	41%
合计	收入（百万元）	1328	1460	1752	2102
	增长率	17%	10%	20%	20%
	毛利率	25%	26%	27%	28%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

我们认为公司作为国内有机硅细分领域的领先企业，随着可转债募投项目以及珠海高端有机硅新材料项目投放，规模优势有望扩大。同时，在液冷技术应用进程或加速的背景下，公司布局“冷却液”等新兴战略产品，长期增长空间有望打开。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.39 亿元、1.82 亿元、2.39 亿元，对应的 PE 分别为 48 倍、37 倍、28 倍（对应 1 月 26 日收盘价），首次覆盖给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**原料价格变动风险。**公司产品的主要原材料包括 DMC、MM、三甲单体等，如果未来原材料价格短期内持续波动频繁，而公司不能适时采取有效措施，可能会对公司的收入增长和盈利提升构成不利影响。

**汇率变动风险。**汇率变动对公司以外币结算的业务会产生一定的影响。随着公司境外销售业务的不断拓展，汇率的大幅变动可能会影响公司的盈利水平。

**项目不及预期风险。**公司 35kt/a 有机硅新材料项目（一期）正式投产后每年会增加固定资产折旧、无形资产摊销金额，产能的扩大也将增加公司运行成本和费用。如果试运行稳定后未能如期产生效益，将在一定程度上影响

公司的净利润。

**市场竞争风险。**当前全球有机硅市场向中国转移增速，随着下游市场的不断发展，越来越多的企业参与其中。我国当前有机硅深加工行业市场集中度尚不够高，常规型、通用型产品竞争日趋充分，同时公司所处行业会随着供给侧改革及环保督查力度的持续加大而受到一定的影响。



资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>1,065</b>	<b>1,156</b>	<b>1,626</b>	<b>1,864</b>	<b>2,172</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>155</b>	<b>53</b>	<b>161</b>	<b>147</b>	<b>185</b>
货币资金	295	366	802	897	1,031	净利润	82	96	139	182	239
应收及预付	475	533	577	692	830	折旧摊销	35	36	34	37	36
存货	108	133	144	170	202	营运资金变动	24	-86	-6	-66	-84
其他流动资产	187	125	103	105	109	其它	13	6	-6	-6	-7
<b>非流动资产</b>	<b>540</b>	<b>582</b>	<b>621</b>	<b>656</b>	<b>692</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-156</b>	<b>39</b>	<b>-52</b>	<b>-62</b>	<b>-61</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-32	-64	-76	-76	-76
固定资产	446	423	412	399	386	投资变动	-132	93	19	9	9
在建工程	28	92	142	192	242	其他	8	9	4	5	6
无形资产	49	48	46	45	43	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-12</b>	<b>-28</b>	<b>278</b>	<b>-40</b>	<b>-40</b>
其他长期资产	16	20	21	21	21	银行借款	-1	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,605</b>	<b>1,738</b>	<b>2,247</b>	<b>2,521</b>	<b>2,864</b>	股权融资	11	0	318	0	0
<b>流动负债</b>	<b>443</b>	<b>489</b>	<b>536</b>	<b>624</b>	<b>723</b>	其他	-22	-28	-40	-40	-40
短期借款	0	0	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>-16</b>	<b>67</b>	<b>437</b>	<b>95</b>	<b>134</b>
应付及预收	252	269	291	344	408	<b>期初现金余额</b>	<b>289</b>	<b>273</b>	<b>340</b>	<b>777</b>	<b>872</b>
其他流动负债	191	220	246	279	316	<b>期末现金余额</b>	<b>273</b>	<b>340</b>	<b>777</b>	<b>872</b>	<b>1,006</b>
<b>非流动负债</b>	<b>267</b>	<b>271</b>	<b>275</b>	<b>280</b>	<b>285</b>						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	249	254	259	264	269						
其他非流动负债	18	17	16	16	16						
<b>负债合计</b>	<b>710</b>	<b>760</b>	<b>811</b>	<b>903</b>	<b>1,008</b>						
股本	128	128	180	180	180						
资本公积	254	264	530	530	530						
留存收益	433	503	642	823	1,062						
归属母公司股东权益	895	978	1,436	1,617	1,856						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,605</b>	<b>1,738</b>	<b>2,247</b>	<b>2,521</b>	<b>2,864</b>						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-4.0%	17.0%	10.0%	20.0%	20.0%
营业利润增长	-9.1%	22.7%	40.1%	30.3%	31.9%
归母净利润增长	-8.8%	17.1%	44.1%	30.9%	31.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.1%	25.1%	26.1%	27.1%	28.1%
净利率	7.2%	7.2%	9.5%	10.4%	11.4%
ROE	9.2%	9.8%	9.7%	11.2%	12.9%
ROIC	7.7%	8.2%	8.5%	10.0%	11.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.2%	43.7%	36.1%	35.8%	35.2%
净负债比率	-5.0%	-11.3%	-37.7%	-39.0%	-41.0%
流动比率	2.41	2.36	3.03	2.99	3.00
速动比率	2.11	2.04	2.72	2.67	2.68
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.74	0.79	0.73	0.74	0.78
应收账款周转率	4.49	4.71	4.75	4.97	4.97
存货周转率	7.21	8.29	7.81	8.13	8.13
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.64	0.75	0.77	1.01	1.33
每股经营现金流	1.21	0.41	0.89	0.81	1.03
每股净资产	7.02	7.64	7.97	8.98	10.30
<b>估值比率</b>					
P/E	44.98	44.99	47.77	36.50	27.72
P/B	4.10	4.42	4.61	4.10	3.57
EV/EBITDA	26.63	27.10	30.31	23.58	18.20

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>1,135</b>	<b>1,328</b>	<b>1,460</b>	<b>1,752</b>	<b>2,102</b>
营业成本	838	995	1,080	1,278	1,512
营业税金及附加	7	8	9	10	12
销售费用	83	95	102	123	147
管理费用	55	55	58	70	84
研发费用	52	59	70	82	94
财务费用	7	6	6	7	7
资产减值损失	-3	-5	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	1	4	4	5	6
<b>营业利润</b>	<b>96</b>	<b>117</b>	<b>164</b>	<b>214</b>	<b>282</b>
营业外收支	-2	-4	-4	-4	-4
<b>利润总额</b>	<b>93</b>	<b>114</b>	<b>160</b>	<b>210</b>	<b>278</b>
所得税	11	17	22	29	39
<b>净利润</b>	<b>82</b>	<b>96</b>	<b>139</b>	<b>182</b>	<b>239</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>82</b>	<b>96</b>	<b>139</b>	<b>182</b>	<b>239</b>
EBITDA	136	155	201	254	322
EPS (元)	0.64	0.75	0.77	1.01	1.33

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，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，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，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许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

**重要声明**

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。