

精细化工基石稳固，电子化学品崭露头角

买入(首次)

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,115	1,239	1,064	1,209	1,507
同比(%)	12.13	11.21	(14.18)	13.67	24.63
归母净利润(百万元)	172.51	210.94	198.77	257.08	344.23
同比(%)	116.74	22.28	(5.77)	29.33	33.90
EPS-最新摊薄(元/股)	1.27	1.56	1.47	1.90	2.54
P/E(现价&最新摊薄)	39.17	32.04	34.00	26.29	19.63

投资要点

- 酮肟行业优质供应商：**浙江锦华新材料股份有限公司的主营业务是酮肟系列精细化学品的研发、生产和销售。公司的主要产品是硅烷交联剂、羟胺盐、甲氧胺盐酸盐、乙醛肟。公司是国家专精特新“小巨人”企业，并在国内首创“肟-肟基硅烷-羟胺盐”绿色循环产业链，实现酮肟系列产品的循环生产。该绿色循环工艺技术开发及产业化项目具有原子经济性高、工艺安全性高以及“三废”少等优点。
- 羟胺盐市场规模攀升，下游市场产业规模扩大：**公司所处的精细化工行业迅速发展，是我国化学工业发展的战略重点之一。作为细分市场之一的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，还可用于稀土矿选矿剂等，市场前景广阔。其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，为行业发展打开了长期增长空间。
- 技术创新能力强劲，优质客户资源丰富：**
 - 细分市场龙头企业，大量优质客户：**凭借多年技术沉淀与产业链深耕，公司已确立硅烷交联剂、羟胺盐两大核心产品的细分市场龙头地位，行业话语权与影响力显著。直接合作客户包括拜耳(Bayer)、布伦泰格(Brenntag)等国际化工巨头，以及万华化学、新安股份、先达股份等国内知名上市公司，合作范围覆盖化工、农药、医药等核心领域。
 - 研发高端半导体清洗剂，电子级羟胺水溶液构建技术壁垒：**电子级羟胺水溶液作为公司战略布局的高附加值产品，攻克了诸多行业痛点，成功打破了外资厂商的全球垄断，成为国内首家实现该产品试生产及销售的企业，并入选国内首批次新材料，填补了国内市场空白，彰显了强大的技术突破能力。
 - 首创绿色循环产业链，绿色化创新技术领先：**公司高度重视技术创新，坚持绿色化发展，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“肟-肟基硅烷-羟胺盐”绿色循环产业链。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计锦华新材2025-2027年营业收入达到10.64/12.09/15.07亿元，同比增速分别为-14.18%/+13.67%/+24.63%；预计归母净利润分别为1.99/2.57/3.44亿元，EPS分别为1.47/1.90/2.54元。按2026年2月2日收盘价，对应2025-2027年PE分别为34.00/26.29/19.63倍。横向比较我们发现，公司市值、市盈率低于可比公司均值，且公司净利润增速高于市场可比公司。公司在原主业周期企稳，价格逐步回升的情况下，又布局电子化学品领域，未来市值提升空间大，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**宏观市场波动及市场需求下降的风险、技术风险、财务风险、毛利率波动风险、关联交易风险

2026年02月03日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书: S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书: S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

研究助理 陈哲晓

执业证书: S0600124080015

sh_chenzhx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	50.62
一年最低/最高价	36.03/70.35
市净率(倍)	4.26
流通A股市值(百万元)	1,910.67
总市值(百万元)	6,862.38

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.89
资产负债率(% ,LF)	21.46
总股本(百万股)	135.57
流通A股(百万股)	37.75

相关研究

内容目录

1. 锦华新材：酮肟产品优质供应商	4
1.1. 长期深耕酮肟领域，国内硅烷交联剂细分领域龙头	4
1.2. 近年业绩向好，2025 略有承压	6
2. 羟胺盐市场规模攀升，下游市场产业规模扩大	8
2.1. 精细化工行业发展迅速，细分市场羟胺盐市场规模稳定扩大	8
2.2. 下游行业市场规模攀升，市场需求扩大	10
2.3. 羟胺水溶液双赛道共振，打开长期增长空间	11
3. 技术创新能力强劲，优质客户资源丰富	13
3.1. 细分市场龙头企业，大量优质客户	13
3.2. 研发高端半导体清洗清洗剂，电子级羟胺水溶液构建技术壁垒	14
3.3. 首创绿色循环产业链，绿色化创新技术领先	15
4. 盈利预测与评级	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 估值与评级	16
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司发展时间线	5
图 2: 锦华新材股权结构图（截至 2025 年 10 月 24 日）	6
图 3: 公司 2021-2024 营收及同比增速	6
图 4: 公司 2021-2024 归母净利润及同比增速	6
图 5: 公司 2024 年各业务营收占比	7
图 6: 公司 2024 年各业务毛利占比	7
图 7: 公司 2021-2025H1 销售毛利率及销售净利率	7
图 8: 锦华新材及可比公司 2022-2025Q1-3 销售毛利率	7
图 9: 锦华新材及可比公司 2022-2025Q1-3 销售净利率	7
图 10: 公司 2021-2025Q1-3 期间费用率及构成	8
图 11: 2002-2028E 中国功能性硅烷产量统计及预测（万吨）	9
图 12: 中国羟胺盐市场规模（亿元）	9
图 13: 金属萃取剂市场规模及预测（十亿美元）	10
图 14: 全球刻蚀后清洗液市场规模及预测	11
图 15: 芯片清洗液产业链示意图	12
图 16: 公司硅烷交联剂市场占有率	13
图 17: 公司羟胺盐市场占有率	13
图 18: 公司首创绿色循环产业链	15
表 1: 公司主要产品	4
表 2: 公司募投项目情况	14
表 3: 公司未来盈利预测拆分	16
表 4: 可比公司估值（截至 2026 年 2 月 2 日）	17

1. 锦华新材：酮肟产品优质供应商

1.1. 长期深耕酮肟领域，国内硅烷交联剂细分领域龙头

浙江锦华新材料股份有限公司的主营业务是酮肟系列精细化学品的研发、生产和销售。公司的主要产品是硅烷交联剂、羟胺盐、甲氧胺盐酸盐、乙醛肟。公司已获得国家制造业单项冠军、国家专精特新重点“小巨人”企业、国家绿色工厂、国家科改示范企业、国家高新技术企业、中国石油和化工行业知识产权示范企业、中国氟硅行业创新型企业、浙江省智能工厂、浙江省制造业“云上企业”、浙江省隐形冠军、浙江省科技小巨人企业、浙江省知识产权示范企业、浙江省级绿色低碳工厂、浙江省节水标杆企业、浙江省管理对标提升标杆企业等荣誉称号；公司已参与制定《GB/T33074-2016 工业用甲基三丁酮肟基硅烷》、《HG/T5093-2016 硅烷交联剂》等多项国家/行业标准；公司建有浙江省酮肟硅新材料重点企业研究院、酮肟硅新材料浙江省工程研究中心、浙江省企业技术中心和浙江省博士后工作站。

表1：公司主要产品

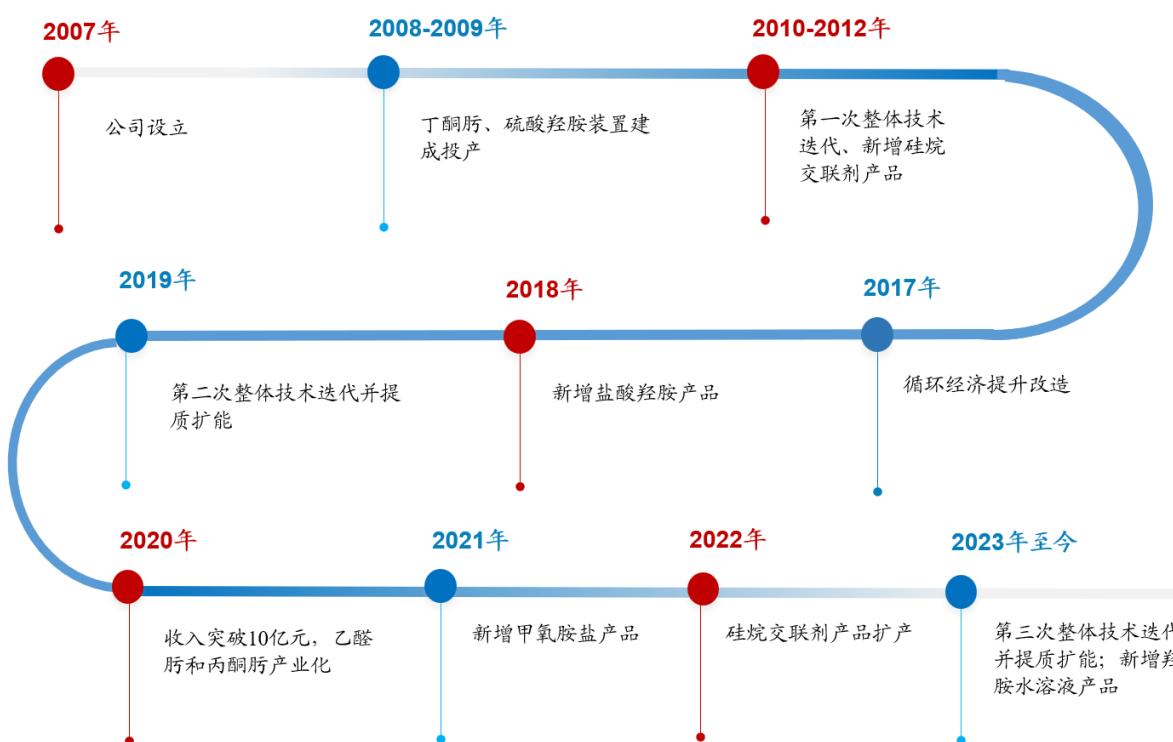
产品	产品功能及用途	图例
硅烷交联剂	主要作为关键原料用于生产有机硅密封胶和胶粘剂，终端产品广泛应用于建筑建材、能源电力、电子以及新能源汽车等其他领域	
羟胺盐类产品	主要作为关键原料用于生产广谱高效低毒农药和抗菌药物、高效环保金属萃取剂、新型离子交换树脂和绿色环保型染料，代表性终端产品包括常见的除草剂广灭灵、常见的杀菌剂肟菌酯和常见的抗菌药物头孢克肟、阿奇霉素、罗红霉素以及抗癌药羟基脲等	
甲氧胺盐酸盐	主要作为关键原料用于生产农药杀菌剂、抗菌药物，代表性终端产品包括全球用量前五的农药杀菌剂肟菌酯、常见抗菌药物头孢呋辛等	
乙醛肟	主要作为关键原料用于农药杀虫剂、杀菌剂，代表性终端产品包括常见的杀虫剂硫双威、常见的杀菌剂叶菌唑等	

数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

公司在绿色化创新技术上具有领先优势。公司在国内首创“肟-肟基硅烷-羟胺盐”绿色循环产业链，实现酮肟系列产品的循环生产。该绿色循环工艺技术开发及产业化项目具有原子经济性高、工艺安全性高以及“三废”少等优点，相关技术已于2023年获得浙江省人民政府颁发的浙江省首届知识产权奖专利奖二等奖、2024年获得国家知识产权局颁发的第二十五届中国专利优秀奖。

公司前身衢州锦华化工，主营酮/醛肟产业链系列精细化学品，主要产品包含肟基硅烷、羟胺系列、丁酮肟/乙醛肟等，用于有机硅密封材料、表面处理、医药中间体等下游领域。公司以产研结合为主，向下游（有机硅、密封剂、功能性中间体）销售自有产品，同时提供技术服务与定制配方。

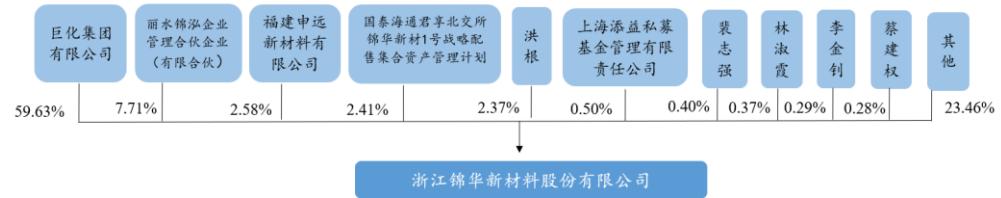
图1：公司发展时间线



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

锦华新材股东结构呈现高度集中型格局。截至2025年10月24日，巨化集团持股59.63%，前十大股东合计持股76.54%，股权结构稳定。公司实控人为浙江省国资委，截至招股说明书签署日，其持有巨化集团76.49%股份，并通过杭州钢铁集团有限公司间接持有巨化集团13.51%股权。

图2：锦华新材股权结构图（截至 2025 年 10 月 24 日）

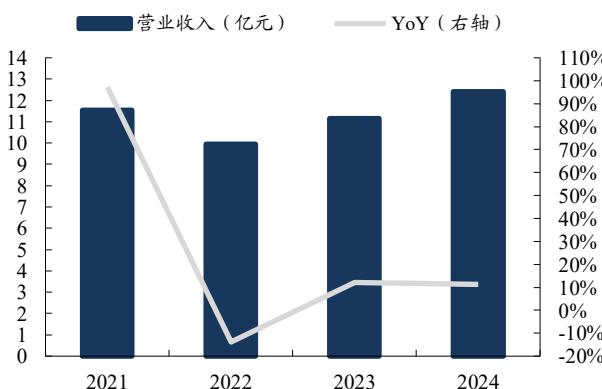


数据来源：iFinD，东吴证券研究所

1.2. 近年业绩向好，2025 略有承压

2022 年，公司营收规模和净利润受下游行业需求紧缩影响出现下滑，但近两年开始企稳回升，呈现出较典型的周期特征。2021-2024 年间，公司营收 CAGR 为 2.4%，归母净利润 CAGR 约为-4.7%，2024 年，公司营收为 12.39 亿元，同比上升 11%，扣非净利润为 2.058 亿元，同比增长 19.11%。据 2025 年中报，2025H1 公司实现营收 5.71 亿元，同比下降 11.68%；归母净利润 1.135 亿元，同比下降 11.48%；扣非归母净利润 1.106 亿元，同比下降 12.78%。

图3：公司 2021-2024 营收及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

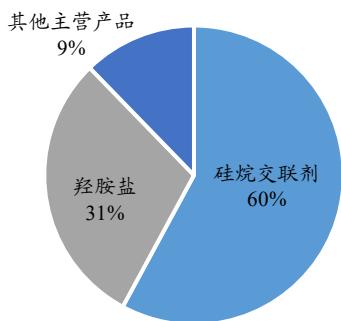
图4：公司 2021-2024 归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

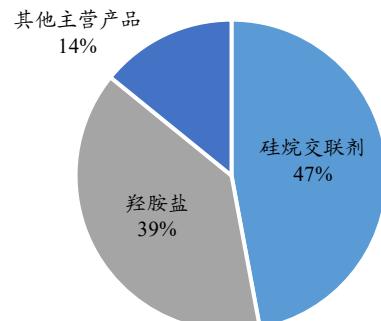
分产品来看，2024 年公司硅烷交联剂营收占比约六成，而到 2025H1 该比例降至约五成；羟胺盐产品营收则稳定在 30% 以上。毛利率方面，2025 年 H1 硅烷交联剂产品毛利率为 19.35%，羟胺盐产品为 47.15%，较 2024 年有所上升。展望未来，随着公司羟胺水溶液项目的投入达产，公司高毛利产品羟胺盐营收占比有望逐渐提升，从而带来整体盈利能力的持续提升。

图5：公司 2024 年各业务营收占比



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

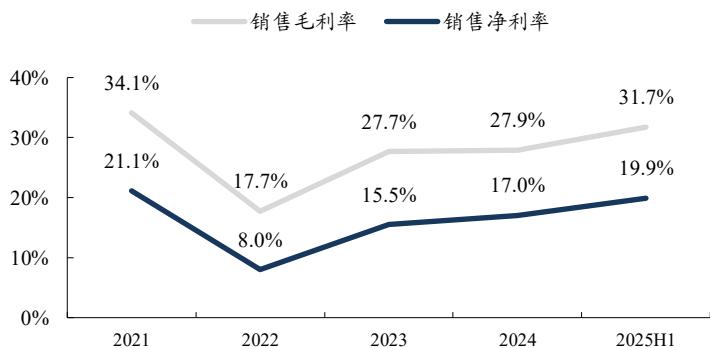
图6：公司 2024 年各业务毛利占比



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

2021 年-2024 年期间，公司销售毛利率总体稳定，2022 年受行业影响下降至 17.7%，2023 年起开始回升，2025 年上半年销售毛利率回升至 31.7%。销售净利率在设备更新情况下承压、总体保持稳定态势，2025 年上半年销售净利率增至 19.9%。

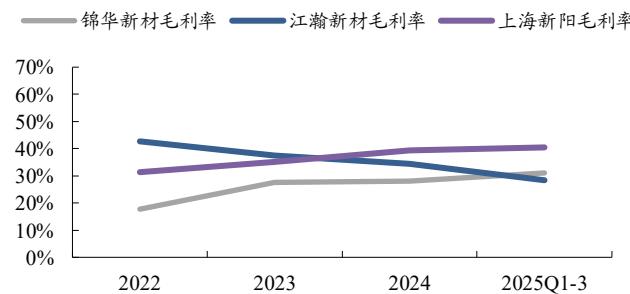
图7：公司 2021-2025H1 销售毛利率及销售净利率



数据来源：iFinD、东吴证券研究所

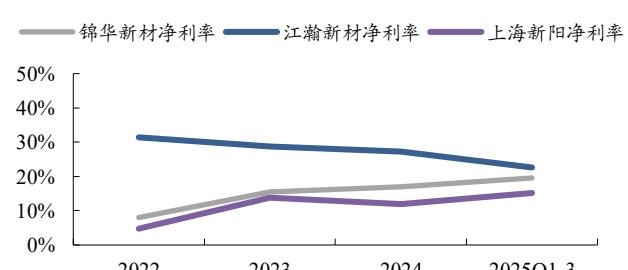
目前，酮肟类精细化学品竞争激烈。与相似业务的两家上市公司江瀚新材和上海新阳相比，锦华新材的毛利率和净利率均处于稳定上升态势，增长趋势良好，行业销售净利率趋于一致。

图8：锦华新材及可比公司 2022-2025Q1-3 销售毛利率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

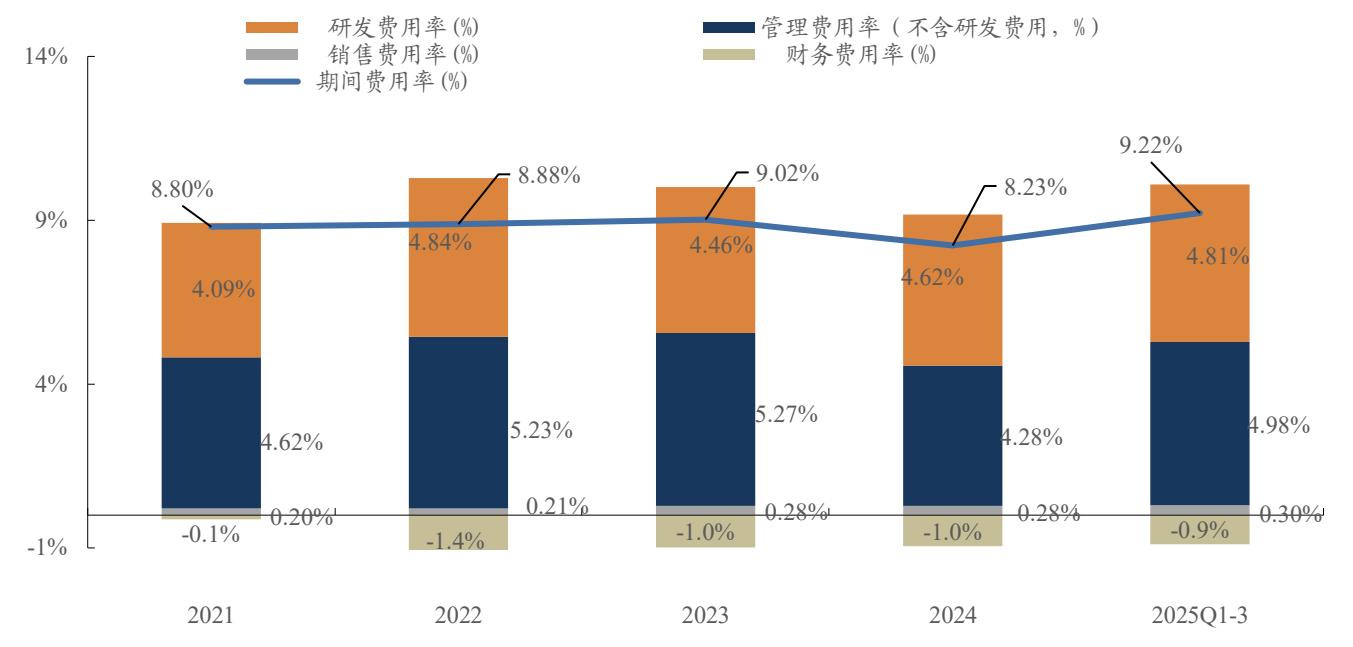
图9：锦华新材及可比公司 2022-2025Q1-3 销售净利率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

近年来公司期间费用率控制稳定，2024年控制较为出色，期间费用率保持稳定。公司研发费用率保持较高水平，维持在4.5%上下，体现出公司对于研发战略的重视。近两年来，公司的财务费用率保持负数，展示出企业财务风险较低，运营状况良好。公司其他几项费用水平控制较好，总体情况平稳。

图10：公司 2021-2025Q1-3 期间费用率及构成



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

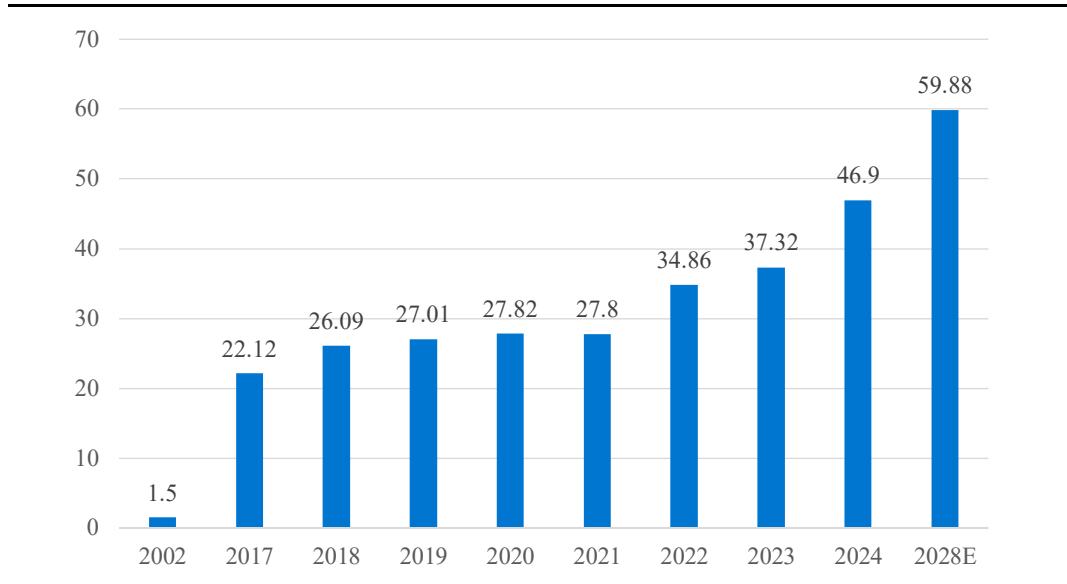
2. 羟胺盐市场规模攀升，下游市场产业规模扩大

2.1. 精细化工行业发展迅速，细分市场羟胺盐市场规模稳定扩大

公司所在行业为精细化工行业。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。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，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11：2002-2028E 中国功能性硅烷产量统计及预测（万吨）

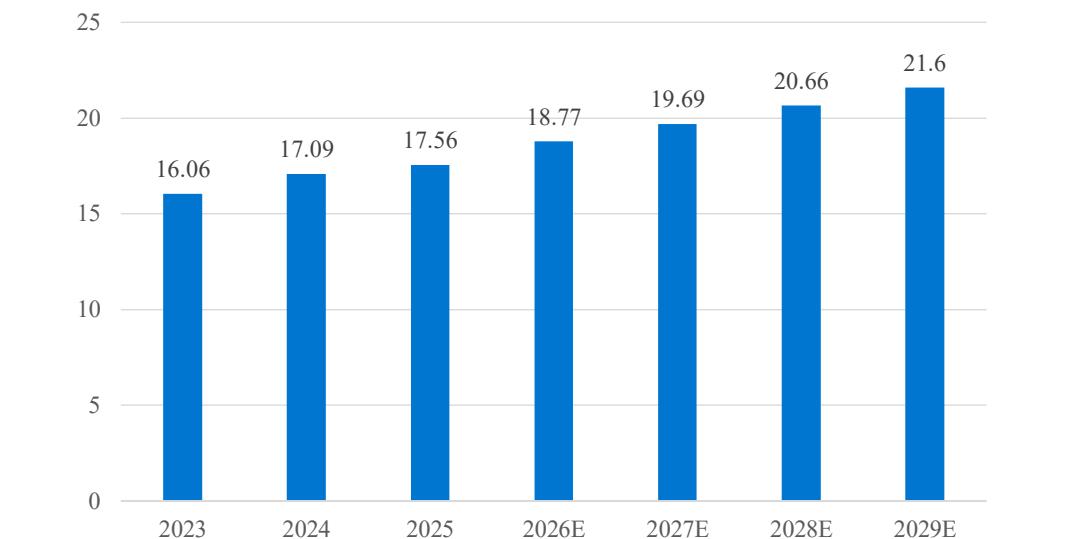


数据来源：ACMI/SAGSI，东吴证券研究所

属于精细化工行业细分市场的羟胺盐用途广泛，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。

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

图12：中国羟胺盐市场规模（亿元）



数据来源：QY Research，东吴证券研究所

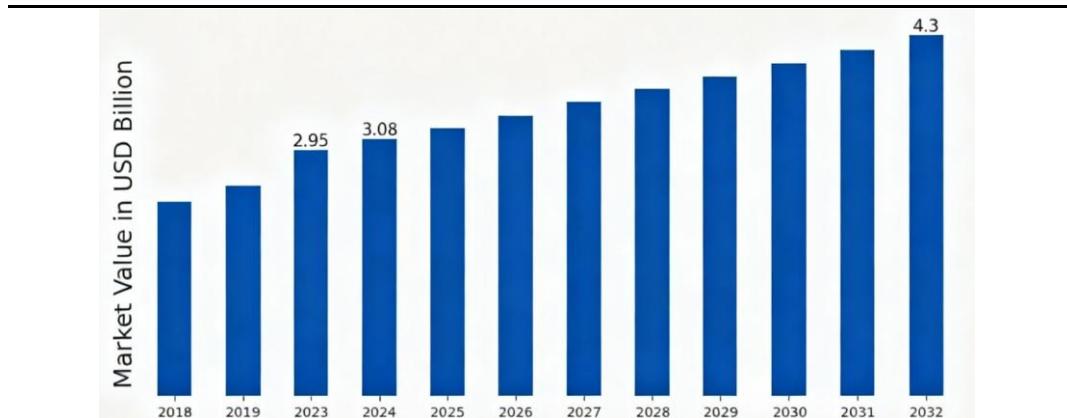
2.2. 下游行业市场规模攀升，市场需求扩大

公司下游应用市场规模逐步攀升。其中，羟胺盐是生产铜萃取剂、新能源电池金属萃取剂、稀土选矿萃取剂等金属萃取剂类产品的关键原料，还可用于稀土矿选矿剂等，市场前景广阔。

金属萃取剂是一类高性能分离化学试剂，凭借选择性强、分离效率高、环境相容性好的核心优势，在湿法冶金领域发挥关键作用，其生产工艺与下游金属提纯需求深度绑定，具备定制化适配不同金属体系的特点。作为湿法冶金的核心助剂，该类萃取剂通过“浸出-萃取-电积”的关键工序实现金属离子的高效分离与提纯，相比传统火法冶金，不仅能适配低品位矿石及尾矿资源的开发利用，更具备能耗低、污染小的环保优势，契合当前产业绿色转型的发展趋势，其应用渗透率正持续提升。

随着消费电子、新能源汽车电池以及电池回收、城市矿山资源处置、工业废水的重金属处理等领域的发展，也带动了金属萃取剂的市场需求逐步增长。根据 Wise Guy，全球金属萃取剂市场规模将由 2024 年 30.8 亿美元增加至 2032 年的 43 亿美元，年均复合增长率为 4.26%。

图13：金属萃取剂市场规模及预测（十亿美元）



数据来源：Wise Guy Reports, 东吴证券研究所

备注：2025 年开始为预测值

根据《中国矿业》预测，“十四五”期间，全球铜需求量将保持稳定增长态势，到 2025 年，全球铜需求量将达 2,517 万吨，铜萃取剂的市场需求也将随之增长。铜萃取剂作为羟胺盐下游用量最大的细分品类，广泛应用于电力、汽车、电子等多领域铜材的制备，单吨湿法铜生产需消耗约 4kg 铜萃取剂，随着全球铜需求稳步增长及湿法冶炼工艺的推广，其市场需求将持续扩容。根据观研报告网预测，到 2030 年全球铜萃取剂消费量有望达到 3.03 万吨，行业增长确定性较强。

此外，在全球新能源汽车产业快速发展的背景下，动力电池对钴、镍、锂、锰等关键金属的需求激增，同时废旧动力电池回收市场规模持续扩大，据中国能源报数据，2024 年我国废旧锂离子电池实际回收量已达 65.4 万吨，EV Tank 预计 2030 年将

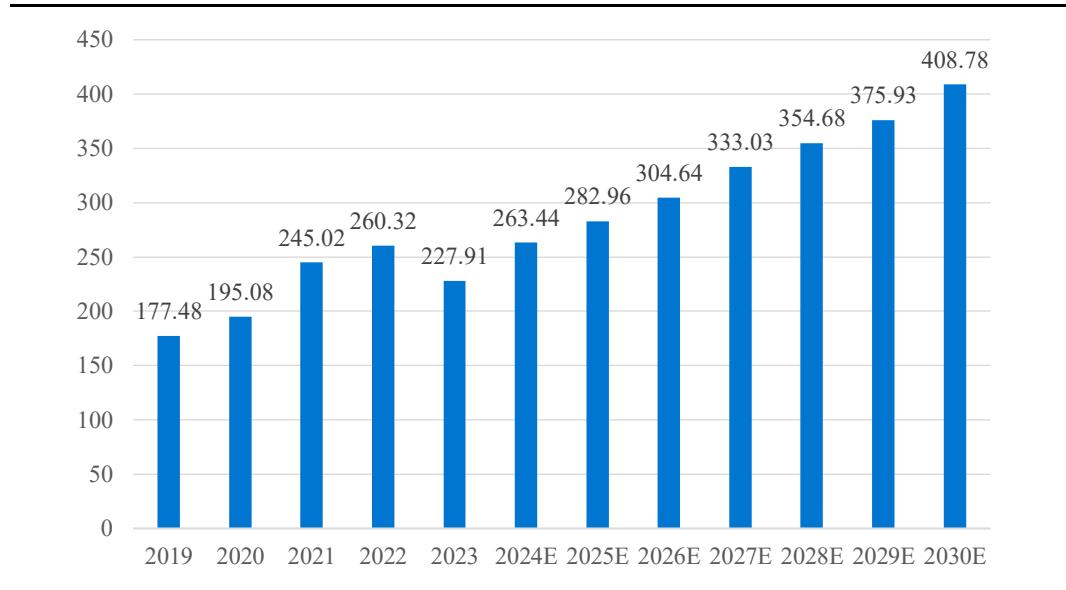
增至 424.6 万吨，2024-2030 年期间年均复合增长率高达 36.58%。羟胺盐衍生萃取剂凭借优异的除杂提纯性能，在电池金属制备及回收过程中不可或缺，而盐酸羟胺等羟胺盐产品更可作为稀土萃取中的高效还原剂，实现铝、铁、硅等杂质离子的精准脱除，进一步拓展了应用场景。这种绿色高效的金属分离方案，完美契合新能源产业的环保发展要求，推动羟胺盐系新能源电池金属萃取剂成为行业增长新引擎。

2.3. 羟胺水溶液双赛道共振，打开长期增长空间

羟胺水溶液为羟胺盐衍生品之一，属于芯片制造与莱赛尔纤维两大高增长赛道，需求端具备强劲支撑，为行业发展带来了广阔的增长空间。然而高纯度羟胺化学性质不稳定，很难以游离碱形式存在，因此技术门槛高、制备难度大。目前全球仅巴斯夫等少数外资企业具备工业化生产能力，国内尚未有企业实现同类产品规模化生产。

在芯片领域，羟胺水溶液作为铝制程干法刻蚀后清洗环节的关键清洗剂，适配全球 46.43% 的亚微米工艺晶圆产能。干法蚀刻工艺是刻蚀后清洗液的主要应用形式，作用为去除刻蚀过程中产生的金属残留、颗粒污染物及有机杂质，保障铝导线图案的精度与可靠性。随着芯片制程升级，清洗工序数量占比已超过总工序数的 30%，铝制程作为关键工艺环节，其清洗液需求持续扩张。根据 QY Research 数据，2023 年全球干法刻蚀后清洗液市场规模为 2.06 亿美元，占全球的 90.47%，预计 2030 年将达到 3.78 亿美元，届时全球占比将达到 92.55%。2023 年全球刻蚀后清洗液市场销售额达到了 2.28 亿美元，预计 2030 年将达到 4.09 亿美元，2024-2030 年复合增长率（CAGR）为 7.60%。

图14：全球刻蚀后清洗液市场规模及预测

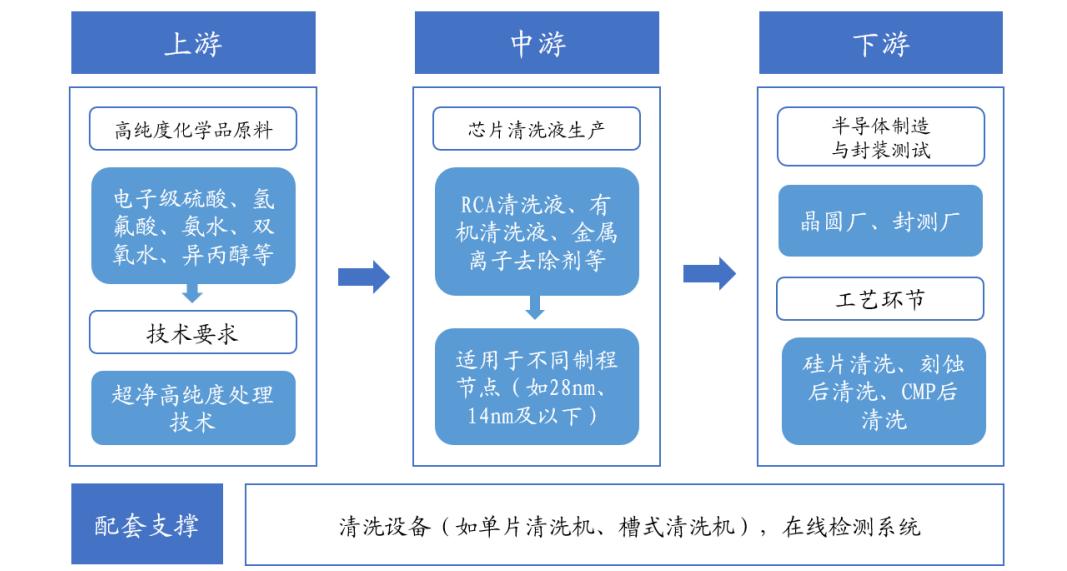


数据来源：QY Research, 东吴证券研究所

芯片制造过程中，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。随着晶圆结构日益精细化、复杂化，清洗工艺对稳定性和纯度提出

了更高标准。在此背景下，羟胺水溶液具备显著优势，其应用价值随制程升级不断提升，市场对产品纯度及稳定供应能力的要求也在持续增强，为企业带来了明确的发展机遇。

图15：芯片清洗液产业链示意图



数据来源：东吴证券研究所绘制

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将得到快速发展。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将达到4,937亿块。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年将达到6,827亿元，2023年-2026年的年均复合增长率为20.79%，使羟胺水溶液等湿电子化学品在芯片领域的应用前景更为广阔。

在莱赛尔纤维领域，根据中国化学纤维工业协会统计及预测，全球及中国莱赛尔纤维领域对羟胺水溶液的需求量分别将由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%。

在相关产业政策支持、技术创新和工艺优化、消费者对高品质和环保产品的需求上升等背景下，莱赛尔纤维市场规模持续增长。根据中国化学纤维工业协会预测，全球莱赛尔纤维产能将由2023年的91.74万吨增加至2030年的143.91万吨，年均复合增长率为6.64%；中国莱赛尔纤维产能将由2023年的50.87万吨增加至2030年的95.22万吨，年均复合增长率为9.37%。

因此，国内芯片行业和莱赛尔纤维的快速发展，将为羟胺水溶液带来旺盛的市场需求，双赛道共振打开长期增长空间。

3. 技术创新能力强劲，优质客户资源丰富

3.1. 细分市场龙头企业，大量优质客户

锦华新材作为国内精细化工领域的标杆企业，凭借多年技术沉淀与产业链深耕，已确立硅烷交联剂、羟胺盐两大核心产品的细分市场龙头地位，是国家级专精特新“小巨人”企业，行业话语权与影响力显著。公司聚焦酮肟系列精细化学品研发、生产与销售，构建了国内首创的“酮/肟-肟基硅烷-羟胺”绿色循环产业链，形成差异化竞争壁垒，其技术水平与产能规模均位居行业前列，为市场份额的持续扩大奠定了坚实基础。市占率持续攀升，核心产品优势凸显

在核心产品市场占有方面，锦华新材呈现稳步增长态势，龙头地位不断巩固。2022-2024年，公司硅烷交联剂国内市场占有率从27.85%逐步提升至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16：公司硅烷交联剂市场占有率

项目	2024年	2023年	2022年
全国硅烷交联剂需求量（万吨）	11.61	10.57	9.48
公司硅烷交联剂销量（万吨）	4.43	3.34	2.64
市场占有率	38.16%	31.60%	27.85%

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。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

其中，羟胺盐产品表现更为突出，2022-2024年国内市占率从34.86%跃升至42.37%，全球市场占有率超过35%，成为该领域的领军。

图17：公司羟胺盐市场占有率

项目	2024年	2023年	2022年
全国羟胺盐销量（万吨）	8.78	8.25	8.06
公司羟胺盐销量（万吨）	3.72	2.74	2.81
市场占有率	42.37%	33.21%	34.86%

注：根据QY Research统计的2022年、2023年、2024年全国羟胺盐市场规模及2022年全国羟胺盐销量数据，计算2023年、2024年全国羟胺盐销量。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

在客户合作方面，依托稳定的产品质量与领先的技术实力，锦华新材构建了覆盖全球的优质客户网络，客户群体涵盖大型跨国企业、国内上市公司及细分领域龙头企业。其中，直接合作客户包括拜耳（Bayer）、布伦泰格（Brenntag）等国际化工巨

头，以及万华化学、新安股份、先达股份、联化科技、湖南海利等国内知名上市公司，合作范围覆盖化工、农药、医药等多个核心领域。

除直接合作客户外，通过核心贸易商渠道，锦华新材的产品进一步渗透至更多终端应用场景，终端客户包括硅宝科技、集泰股份、回天新材、东方雨虹等有机硅密封胶与建材领域龙头，以及蓝晓科技、赛恩斯、康普化学等金属萃取剂细分赛道标杆企业。锦华新材与核心客户的合作具有长期稳定的特点，部分合作关系已持续多年，建立了深厚的互信基础。

3.2. 研发高端半导体清洗清洗剂，电子级羟胺水溶液构建技术壁垒

电子级羟胺水溶液是公司战略布局的关键产品。该产品可用作芯片制造的铝制程工艺清洗剂，对纯度要求严苛，且需以稳定形态实现工业化生产，技术壁垒极高，目前国内尚无同类工业化产品供应商。作为战略布局的高附加值产品，公司攻克了高纯度羟胺化学性质不稳定、技术壁垒高、制备难度大的行业痛点，成功打破巴斯夫等外资厂商的全球垄断。公司通过自主研发掌握核心制备技术，成为国内首家实现该产品试生产及销售的企业，产品质量同巴斯夫产品相当，已通过多家芯片制造企业和清洗剂复配企业验证，并入选国内首批次新材料，填补了国内市场空白，彰显了强大的技术突破能力。截至 2025 年 12 月 31 日，公司已向终端芯片客户交付电子级羟胺水溶液订单。

表2：公司募投项目情况

项目	投资金额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
60kt/a 高端偶联剂项目	50,689.75	50,689.75
500t/aJH-2 中试项目	3,058.18	2,300.00
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

数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

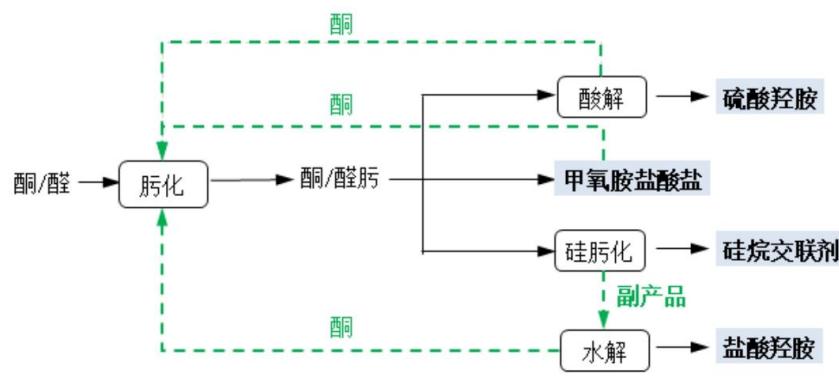
在募投项目上，公司有 60kt/a 高端偶联剂项目、500t/aJH-2 中试项目、酮肟产业链智能工厂建设项目，整体按照项目计划正常推进。其中，60kt/a 高端偶联剂项目已完成项目前期及部分公用配套设施建设；500 吨/年 JH-2 中试项目已完成，电子级羟胺水溶液已交付终端芯片客户使用，2026 年将完成工业化装置建设；酮肟产业链智能工厂建设项目已完成智能仓库等建设。

除了相关项目建设，公司还围绕羟胺水溶液构建了完善的技术保护体系，截至 2025 年 9 月已有 5 项授权发明专利，7 项申请中专利，覆盖微通道技术、离子交换、电渗析、催化水解等多元制备路径。核心技术包括微通道技术制备法、双极膜电渗析制备法等，均为自主研发的安全绿色工艺，保障了产品纯度与稳定性，实现了生产过程的环保高效，技术水平达到国际先进，为产品持续领先奠定了坚实基础。

3.3. 首创绿色循环产业链，绿色化创新技术领先

公司高度重视技术创新，坚持绿色化发展。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“肟-肟基硅烷-羟胺盐”绿色循环产业链，实现酮肟系列产品的循环生产，在联产循环、过程强化、纯化分离、高效催化等方面取得了重大技术突破并实现了产业化。公司绿色循环工艺技术开发及产业化项目具有原子经济性高、工艺安全性高以及“三废”少等优点，与同行业竞争对手相比，具有多维度的竞争优势，一是经济效益显著，相比传统工艺，原料消耗大幅减少；二是环保与安全双提升，从源头上减少了“三废”的产生，这使公司荣获“国家绿色工厂”称号；三是构筑宽广的技术护城河，该项技术集结了绿色工艺、联产循环、过程强化、纯化分离、高效催化等多项复杂技术，截至 2024 年 12 月 31 日形成 39 项获权发明专利、36 项在审专利的技术壁垒。相关技术已于 2021 年获得浙江省科技厅颁发的科学技术成果登记证书和浙江省人民政府颁发的浙江省科学技术进步奖二等奖、2022 年获得中国石油和化学工业联合会颁发的科技进步奖一等奖、2023 年获得浙江省人民政府颁发的浙江省首届知识产权奖专利奖二等奖、2024 年获得国家知识产权局颁发的中国专利优秀奖。

图 18：公司首创绿色循环产业链



注：蓝色底色代表公司主要产品，—> 代表副产品循环利用

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司已获得国家专精特新“小巨人”企业、国家绿色工厂、国家科改示范企业、国家高新技术企业、中国石油和化工行业知识产权示范企业、中国氟硅行业创新型企业、浙江省智能工厂、浙江省制造业“云上企业”、浙江省隐形冠军、浙江省科技小巨人企业、浙江省知识产权示范企业、浙江省级绿色低碳工厂、浙江省节水标杆企业、浙江省管理对标提升标杆企业等荣誉称号；公司已参与制定《GB/T33074-2016 工业用甲基三丁酮肟基硅烷》、《HG/T5093-2016 硅烷交联剂》等多项国家/行业标准；公司建有浙江省酮肟硅新材料重点企业研究院、酮肟硅新材料浙江省工程研究中心、浙江省企业技术中心和浙江省博士后工作站。

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

公司的功能性硅烷产品业务受房地产承压的影响正在边际减弱，在2025年将触底反弹，产品价格也将企稳，因此我们预计在2025-2027年期间营收将分别达到5.14亿、5.40亿和5.67亿元，毛利率维持在23%左右，作为公司的主力业务推动公司业绩增长；羟胺系列产品业务将受益于新募投项目的逐步投产，规模扩增期间，2025-2027年营收预计将分别达到3.75亿、3.94亿和4.13亿元，由于新产线毛利率较高，该类业务毛利率预计将有所提升，维持在40%左右。

其他主营业务方面，由于2026年电子羟胺水溶液投产，并于2027年继续扩大产能；2027年硅烷偶联剂投产，预计2025-2027年期间营收将分别达到1.65亿、2.65亿和5.15亿元，电子化学品产品毛利率较高，预计带动该项业务毛利率整体提升至分别为39%、43.15%和43.56%。

综上，我们整理公司未来盈利预测拆分如下表所示。

表3：公司未来盈利预测拆分

收入(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
功能性硅烷	658.82	713.80	513.94	539.63	566.61
增速	26.47%	8.34%	-28.00%	5.00%	5.00%
毛利率	28.45%	22.77%	23.00%	24.00%	23.00%
羟胺系列产品	275.31	367.70	374.80	393.54	413.21
增速	-7.68%	33.56%	1.93%	5.00%	5.00%
毛利率	25.66%	36.45%	40.00%	40.00%	40.00%
其他主营业务	172.60	151.26	165.00	265.00	515.00
增速	4.18%	-12.36%	9.08%	60.61%	94.34%
毛利率	28.26%	32.30%	39.00%	43.15%	43.56%
其他业务	7.78	6.72	10.00	11.00	12.10
增速	-15.18%	-13.62%	48.83%	10.00%	10.00%
毛利率	17.23%	12.36%	20.00%	20.00%	20.00%
总计	1,114.51	1,239.48	1,063.73	1,209.17	1,506.93
总增速	12.13%	11.21%	-14.18%	13.67%	24.63%
整体毛利率	27.65%	27.94%	31.44%	33.37%	34.67%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

基于以上假设，我们预计锦华新材2025-2027年营业收入达到10.64/12.09/15.07亿元，同比增速分别为-14.18%/+13.67%/+24.63%，预计归母净利润分别为1.99/2.57/3.44亿元，EPS分别为1.47/1.90/2.54元。

4.2. 估值与评级

按 2026 年 2 月 2 日收盘价，对应 2025-2027 年 PE 分别为 34.00/26.29/19.63 倍。可比公司中，常青科技主要从事高分子新材料特种单体及专用助剂的研发、生产和销售。主要产品用于高分子新材料的制造，为下游高分子新材料的产品制造、性能改善、功能增强提供支撑，近年来向电子化学品类逐步延伸；江瀚新材专业从事功能性有机硅烷及其他硅基新材料的研发、生产、销售与进出口贸易，建立了涵盖含硫硅烷、氨基硅烷、乙烯基硅烷及三氯氢硅等 14 个系列 100 多个品种的完整绿色循环产业链，与锦华新材同属于硅烷交联剂供应商。因此我们选取这两家上市公司作为同业可比公司。横向比较我们发现，公司市值低于两家可比公司，且 2025-2027 年市盈率也低于两家可比公司均值；且公司净利润增速高于其他两家公司。公司在原主业周期企稳，价格逐步回升的情况下，又布局电子化学品领域，未来市值提升空间大，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：可比公司估值（截至 2026 年 2 月 2 日）

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润（百万元）				PE			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
603125.SH	常青科技	72.87	204.24	125.00	155.00	201.00	35.68	58.30	47.01	36.25
603281.SH	江瀚新材	114.28	602.11	474.75	578.03	715.87	18.98	24.07	19.77	15.96
可比公司均值:		97.62	93.58				27.33	41.18	33.39	26.11
920015.BJ	锦华新材	67.58	210.94	198.77	257.08	344.23	32.04	34.00	26.29	19.63

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：常青科技、江瀚新材盈利预测来自 Wind 一致预期（截至 2026 年 2 月 2 日），锦华新材盈利预测来自东吴证券研究所

5. 风险提示

(一) 宏观经济波动及市场需求下降的风险

公司主要从事酮肟系列精细化学品的研发、生产和销售，产品主要用于生产有机硅密封胶和胶粘剂、农药、金属萃取剂、医药等的关键原料。公司业务发展与下游的建筑建材、光伏和风电等能源电力、电子、新能源汽车、农药、金属萃取、医药等行业的发展状况密切相关，受行业产能和下游需求影响较大，具有一定的行业周期性波动特点。若宏观经济出现不利变化，或客户所处行业及其下游行业景气度降低，将可能导致公司产品的市场需求下降，进而对公司经营业绩造成不利影响。

(二) 技术风险

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

(三) 财务风险

公司为高新技术企业，享受按15%的税率缴纳企业所得税的税收优惠政策。未来若国家对高新技术企业实施的税收优惠政策发生变化，或公司无法通过高新技术企业复审，则公司企业所得税费用将有所增加，公司税后利润将受到一定不利影响。

(四) 毛利率波动风险

由于公司主要产品硅烷交联剂、羟胺盐、甲氧胺盐酸盐、乙醛肟等下游应用领域较为广泛，各细分产品下游市场需求的变化将导致公司产品销售价格的变化，部分产品的销售价格受下游市场的影响将出现波动，因此，未来即使公司持续通过技改和研发优化生产工艺实现降本，但部分产品的毛利率将存在下滑风险，进而对公司经营业绩产生不利影响。

(五) 关联交易风险

公司经常性关联采购金额占同期采购总额的比例较高，主要系公司向巨化集团及其控制的其他企业采购能源、原材料、委托加工服务等。公司已制订《关联交易管理制度》等内控制度，但若公司未来不能严格执行相关内控制度并确保关联交易的必要性、定价公允性和决策程序完备性，则将对公司治理和经营业绩产生不利影响。

锦华新材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	981	1,683	1,930	2,335	营业收入	1,239	1,064	1,209	1,507
货币资金及交易性金融资产	551	1,360	1,631	2,006	营业成本(含金融类)	893	729	806	985
经营性应收款项	386	285	257	278	税金及附加	7	5	6	8
存货	42	36	40	49	销售费用	4	6	7	9
合同资产	0	0	0	0	管理费用	53	53	54	60
其他流动资产	2	2	2	2	研发费用	57	53	54	68
非流动资产	341	407	459	492	财务费用	(12)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	11	10	11	14
固定资产及使用权资产	268	303	339	375	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	19	45	62	60	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	41	40	39	38	减值损失	(8)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	240	226	292	391
其他非流动资产	13	19	19	19	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,322	2,090	2,389	2,827	利润总额	240	226	292	391
流动负债	463	394	435	529	减:所得税	29	27	35	47
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	2	2	2	净利润	211	199	257	344
经营性应付款项	368	304	336	410	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	40	43	48	60	归属母公司净利润	211	199	257	344
其他流动负债	53	45	49	56					
非流动负债	17	21	21	21	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.56	1.47	1.90	2.54
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	229	226	292	391
租赁负债	0	0	0	0	EBITDA	255	266	340	448
其他非流动负债	17	21	21	21					
负债合计	479	415	456	550	毛利率(%)	27.94	31.44	33.37	34.67
归属母公司股东权益	843	1,676	1,933	2,277	归母净利率(%)	17.02	18.69	21.26	22.84
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	843	1,676	1,933	2,277	收入增长率(%)	11.21	(14.18)	13.67	24.63
负债和股东权益	1,322	2,090	2,389	2,827	归母净利润增长率(%)	22.28	(5.77)	29.33	33.90

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	89	276	371	465	每股净资产(元)	8.60	12.36	14.26	16.80
投资活动现金流	(29)	(106)	(100)	(90)	最新发行在外股份 (百万股)	136	136	136	136
筹资活动现金流	(50)	639	0	0	ROIC(%)	26.47	15.76	14.23	16.34
现金净增加额	11	809	271	375	ROE-摊薄(%)	25.03	11.86	13.30	15.12
折旧和摊销	26	40	48	57	资产负债率(%)	36.26	19.84	19.09	19.46
资本开支	(29)	(100)	(100)	(90)	P/E (现价&最新股本摊薄)	32.04	34.00	26.29	19.63
营运资本变动	(151)	38	66	64	P/B (现价)	5.80	4.03	3.50	2.97

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500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),北交所基准指数为北证50指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;

增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;

中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;

减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;

减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>