



# 新安股份 (600596.SH)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## “硅基+磷基”双轮驱动， 走过周期底开启新成长

### 投资逻辑:

公司为有机硅和草甘膦行业双龙头，反内卷背景下业绩有望修复。公司全球首创氯-磷-硅三元素的循环经济模式，实现有机硅和草甘膦生产中的副产物综合利用，氯磷硅三大元素利用率均超 90%。据百川盈孚统计，公司有机硅国内市占率 7%，排名行业第五；草甘膦国内市占率为 10%，排名行业第三。过去几年在供需失衡背景下产品价格走弱导致业绩承压，2025 年前三季度公司营业收入同比下滑 1.1%至 117 亿元，归母净利润同比下滑 46.2%至 0.7 亿元，反内卷背景下相关行业供需有望改善，将推动公司业绩实现修复。

### 硅基材料：供需改善下价格回暖，基础端有弹性且终端有支撑。

有机硅下游制品种类多且终端应用场景丰富，电子和新能源等新兴领域带来增量需求；供给端国内实际增量有限，海外陶氏 14.5 万吨产能将于 2026 年中期关闭，随着格局优化将推动有机硅景气向上，目前有机硅 DMC 价格已从 2025 年 11 月初的 1.1 万元/吨涨至 1.4 万元/吨。公司有机硅单体产能 50 万吨，约 80%用于自产下游产品，有机硅终端现有产能 20 万吨以上，终端转化率超 45%。

农化：草甘膦价格有望改善，公司产品布局不断丰富。草甘膦受益于转基因作物的推广需求端具备支撑，供给端国内产能为 81.3 万吨，占全球总产能的比例接近 7 成，新增产能受到政策限制因而实际增量有限，产品价格随着供需改善有望回暖。公司现有草甘膦原药产能 8 万吨，制剂转化率在 70%以上，草铵膦 3000 吨，精草铵膦 5000 吨；形成了除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植调剂、助剂等 100 多个品种同步发展的产品集群，实现了“中间体-原药-制剂-农业服务”一体化发展模式。

### 盈利预测、估值和评级

我们预测，2025-2027 年公司实现营业收入 147/171/186 亿元，同比+0.2%/+16%/+9%；归母净利润分别为 1.1/6.4/9.1 亿元，同比+113%/+484%/+42%，对应 EPS 为 0.081/0.475/0.673 元。公司为有机硅和草甘膦的双龙头，在反内卷背景下产品价格有望底部向上，考虑到公司业绩有望底部反转，我们给予公司 2026 年 30 倍的 PE，目标价 14.24 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

原料价格大幅波动、新产能释放低于预期、行业景气修复不及预期、安全环保政策收紧、汇率大幅波动。

### 基础化工组

分析师：陈屹 (执业 S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：李含钰 (执业 S1130523100003)

lihanyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.84 元

目标价 (人民币)：14.24 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,631	14,665	14,694	17,060	18,558
营业收入增长率	-32.89%	0.23%	0.19%	16.10%	8.78%
归母净利润(百万元)	140	51	110	641	908
归母净利润增长率	-95.25%	-63.34%	113.28%	484.39%	41.70%
摊薄每股收益(元)	0.104	0.038	0.081	0.475	0.673
每股经营性现金流净额	0.21	0.41	0.72	1.24	1.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.11%	0.41%	0.89%	5.03%	6.83%
P/E	123.58	337.09	158.05	27.05	19.09
P/B	1.37	1.39	1.40	1.36	1.30

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、有机硅+草甘膦双线布局，业务协同性较强	5
1.1 开创循环经济模式，新材料布局不断丰富	5
1.2 业绩周期性波动，盈利仍待修复	8
二、硅基材料：基础端走出低谷，延伸丰富终端产品	11
2.1 有机硅：行业格局优化，价格有望继续向上	11
2.2 完善一体化布局，重视深加工提升终端化率	16
三、农化：草甘膦价格有望改善，产品布局持续丰富	20
3.1 草甘膦：需求具备支撑，供给受到约束	20
3.2 产品不断丰富，全球化布局继续完善	23
四、盈利预测与投资建议	24
4.1 盈利预测	24
4.2 投资建议及估值	25
五、风险提示	26

## 图表目录

图表 1： 公司围绕农药和有机硅板块不断深化布局	5
图表 2： 公司围绕磷基和硅基材料延伸产业布局	5
图表 3： 公司股权结构和部分重点子公司布局	6
图表 4： 公司的循环经济优势	7
图表 5： 农化和硅基材料为公司的核心收入来源	7
图表 6： 公司不同板块产品毛利率分化明显	7
图表 7： 公司新材料板块销量稳中向好且单价企稳	8
图表 8： 公司新材料板块盈利能力逐渐企稳	8
图表 9： 公司在新材料领域布局多个项目	8
图表 10： 公司固态电解质试验项目产品和产能规划。	8
图表 11： 公司的营业总收入开始企稳（亿元）	9
图表 12： 公司的归母净利润波动较大（亿元）	9
图表 13： 公司的费用管理有所优化	9
图表 14： 公司的盈利能力处于历史低位	9
图表 15： 公司收入规模位于行业中游（亿元）	9
图表 16： 公司的收入同比增速位于行业中游	9
图表 17： 公司归母净利润随行业一起回落（亿元）	10
图表 18： 公司的归母净利润同比增速波动逐渐趋缓	10



图表 19: 公司的销售毛利率位于行业中游 .....	10
图表 20: 公司的销售净利率位于行业中游 .....	10
图表 21: 公司销售费用率相对同业较高 .....	10
图表 22: 公司管理费用率位于行业中游 .....	10
图表 23: 我国有机硅消费量稳步增长 (万吨) .....	11
图表 24: 有机硅下游制品消费以硅橡胶为主 (2024 年) .....	11
图表 25: 我国有机硅在电子和电力新能源等领域的消费占比提升 .....	11
图表 26: 我国有机硅出口量持续增长 .....	12
图表 27: 我国有机硅月度出口量维持较高水平 (万吨) .....	12
图表 28: 我国有机硅 (初级形状的聚硅氧烷) 出口国家和地区的集中度明显降低 .....	12
图表 29: 我国有机硅进口量显著回落 .....	13
图表 30: 我国有机硅月度进口量维持低位 (万吨) .....	13
图表 31: 我国初级形状的聚硅氧烷进口地区 (2025 年) .....	13
图表 32: 我国有机硅出口均价显著低于进口均价 .....	13
图表 33: 我国有机硅产能持续扩大 .....	13
图表 34: 海外有机硅产能有所收缩 .....	13
图表 35: 我国有机硅产量增速显著高于海外 .....	14
图表 36: 我国有机硅产能利用率显著高于海外 .....	14
图表 37: 我国有机硅新增项目产能规划 .....	14
图表 38: 我国有机硅供需格局预计持续改善 .....	15
图表 39: 2016 年至今有机硅主要经历了 4 轮涨价行情 .....	15
图表 40: 有机硅价格自 2025 年 11 月开始向上修复 .....	16
图表 41: 公司的工业硅的产销量规模整体向上 .....	16
图表 42: 公司的工业硅产品价格回落 (元/吨) .....	16
图表 43: 我国有机硅行业产能分布 (2024 年) .....	17
图表 44: 公司的有机硅产品销量规模企稳 (万吨) .....	17
图表 45: 公司有机硅板块收入规模领先 (亿元) .....	17
图表 46: 公司有机硅板块的收入增速和行业一致 .....	17
图表 47: 公司有机硅细分产品价格存在差异 (元/吨) .....	17
图表 48: 公司有机硅产品均价逐渐领先同业 (元/吨) .....	17
图表 49: 公司有机硅细分产品毛利率差异显著 .....	18
图表 50: 公司有机硅产品的销售毛利率相对较高 .....	18
图表 51: 公司具备丰富的有机硅产品解决方案 .....	18
图表 52: 新安天玉业绩呈现持续增长的态势 .....	19
图表 53: 崇耀科技业绩呈现阶梯式增长的趋势 .....	19



图表 54: 二氯二氢硅应用领域及价值分析 .....	19
图表 55: 草甘膦主要用于转基因作物的种植 .....	20
图表 56: 全球草甘膦使用量分布 (2024 年) .....	20
图表 57: 全球转基因作物面积持续增长 .....	20
图表 58: 大豆和玉米为主要的转基因作物 (2024 年) .....	20
图表 59: 不同作物转基因普及率差异显著 .....	21
图表 60: 转基因作物主要分布在美洲地区 (2024 年) .....	21
图表 61: 全球草甘膦产能分布情况 .....	21
图表 62: 我国草甘膦产能企稳的同时产能利用率有所回升 .....	22
图表 63: 草甘膦行业新增产能有限 .....	22
图表 64: 草甘膦历史价格复盘分析 .....	23
图表 65: 公司农药板块制剂销量占比提升 (万吨) .....	23
图表 66: 公司原药和制剂的销售均价对比 (元/吨) .....	23
图表 67: 公司农药产品收入规模领先 (亿元) .....	24
图表 68: 公司农药产品的收入增速和行业一致 .....	24
图表 69: 公司农药产品收入占比居中 .....	24
图表 70: 公司农药产品的毛利率和同业变化一致 .....	24
图表 71: 公司分板块盈利和费用假设 .....	25
图表 72: 可比公司估值比较 .....	26

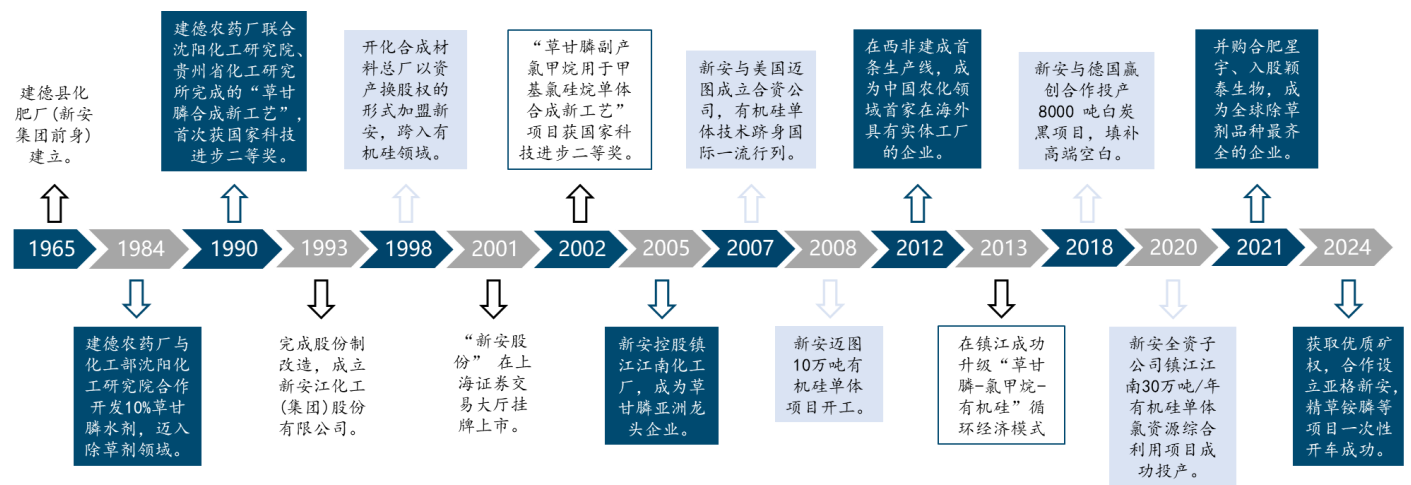


## 一、有机硅+草甘膦双线布局，业务协同性较强

### 1.1 开创循环经济模式，新材料布局不断丰富

- 公司主营作物保护、硅基新材料、新能源材料三大产业，围绕磷基和硅基材料不断深化布局。公司前身建德县化肥厂成立于1965年，1993年完成股份制改造成立新安江化工股份有限公司，并于2001年上市。1984年公司通过合作迈入除草剂领域，目前作物保护板块已经形成了“中间体-原药-制剂”一体化发展模式，涵盖种子种苗、除草剂、杀虫剂、杀菌剂、作物营养等完整的作物保护体系，为保障粮食安全、助力增产增收提供植保综合解决方案。1998年公司通过资产重组跨入有机硅领域，目前硅基新材料板块拥有从上游硅矿开采冶炼、有机硅单体合成、下游产品制造的完整产业链，产品广泛应用于电力通信、轨道交通与汽车、医疗健康、电子科技等领域，畅销全球130多个国家和地区。新能源材料基于“磷基、硅基”两大产业基础与优势，围绕新能源应用场景打造材料综合解决方案，构建“三足鼎立”的新发展格局。

图表1：公司围绕农药和有机硅板块不断深化布局



来源：公司官网、国金证券研究所

- 公司产能规划围绕磷基和硅基进行延伸，完善一体化布局的同时持续提升终端转化率。磷基材料板块包含作物保护和阻燃材料板块，作物保护板块中草甘膦原药产能为8万吨，制剂转化率在70%以上；草胺膦产能规划了6000吨产能分两期建设，现有产能为3000吨；精草胺膦规划了2万吨产业化项目分两期建设，现有产能5000吨。此外，磷系阻燃剂项目规划了14.2万吨产能，进一步丰富了磷基材料板块产品布局。硅基材料板块则进行了较好的一体化布局，目前有机硅单体有50万吨产能，约80%用于自产下游产品，有机硅终端现有产能20万吨以上，终端转化率超45%，上游还规划了30万吨工业硅产能，提供了稳定的原材料保障。

图表2：公司围绕磷基和硅基材料延伸产业布局

材料板块	细分板块	产品	设计产能(万吨)	在建/规划产能(万吨)	备注
磷基材料	作物保护	草甘膦原药	8	-	通过技术创新提升产量与外购原药生产制剂，年销售量折合草甘膦原药约10万吨，制剂转化率在70%以上
		草胺膦原药	0.3	0.3	规划6000吨草胺膦原药产能，分两期建设
		精草胺膦	0.5	1.5	规划2万吨精草胺膦产业化项目，分两期建设
	阻燃材料	磷系阻燃剂	14.2	-	-
硅基材料	有机硅	有机硅单体	50	-	约80%用于自用生产下游产品，包括生胶、107胶等初级加工基础聚合物产品，以及混炼胶、液体胶、密封胶、特种硅油等终端产品
		有机硅终端	20+	-	终端转化率(不包括生胶、107胶等)超过45%
	无机硅	工业硅	30	-	分布在云南、四川等地

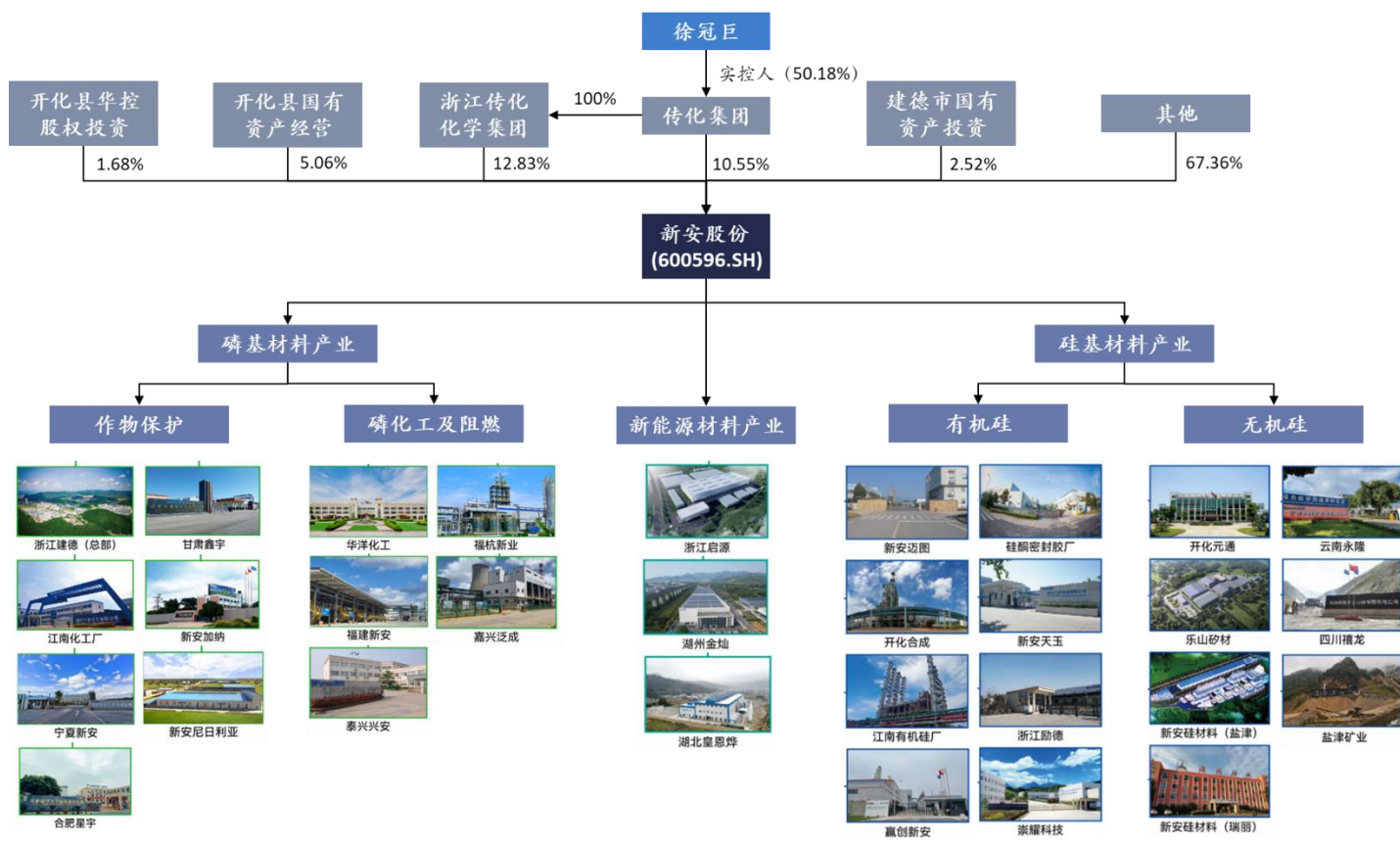
来源：公司公告、中国粉体网、农药资讯网、福建省工信厅、国金证券研究所





- 公司股权结构相对分散，子公司数量众多且实现了全球化的广泛布局。传化集团董事长徐冠巨先生为公司实际控制人，通过传化集团持有公司 10.55% 股权，并通过其全资子公司浙江传化化学集团间接持有 12.83% 股权。其他主要股东包括开化县国有资产经营、建德市国有资产投资控股、开化县华控股股权投资等多家国资背景单位，持股比例均较低。公司拥有控股子公司 80 余家，业务布局覆盖了磷基材料、硅基材料和新能源材料等多个领域。

图表3：公司股权结构和部分重点子公司布局

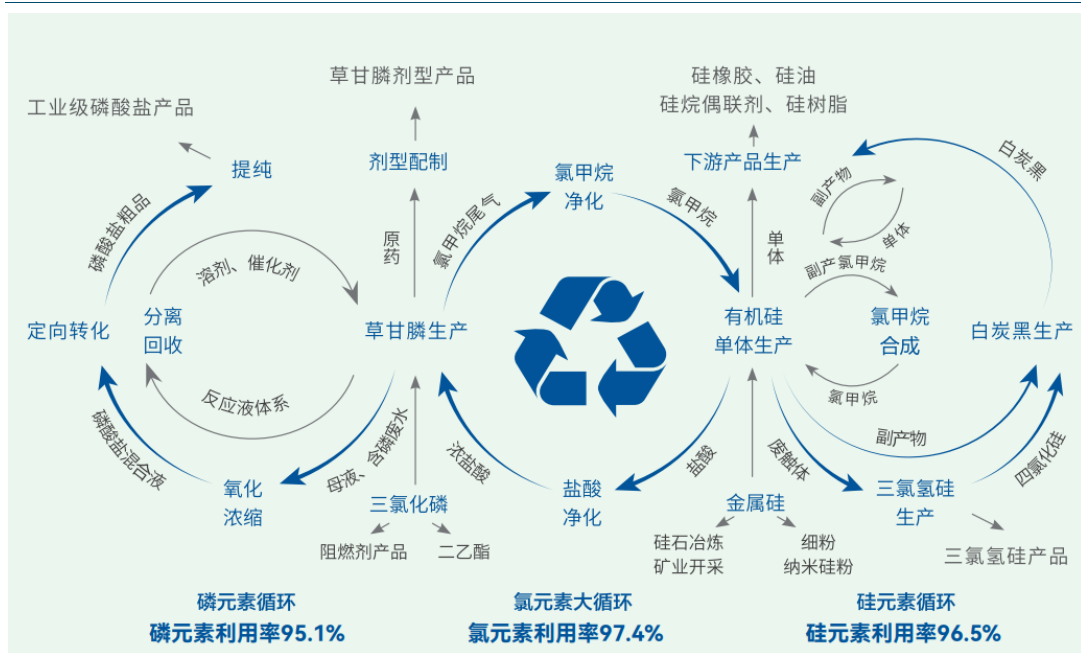


来源：同花顺、公司公告、国金证券研究所

- 全球首创氯-磷-硅三元素的循环经济模式，架起了草甘膦和有机硅产业的桥梁。公司在 2002 年构建氯元素循环经济模式后，积极开拓创新，历经十六年持续攻关，开发了氯硅磷高效综合利用技术，突破了两大产业生产过程副产物多、元素利用率低、产废量大且难于处置的瓶颈，氯磷硅三大元素利用率均超 90%。其中，针对高浓度含盐有机磷废水处理世界难题，国际首创了连续催化氧化-定向转化-逆向合成磷回收技术，将含磷废液转化为磷酸盐产品，磷元素综合利用率提高 28% 以上；针对有机硅单体生产过程的副产废盐酸高品质利用难题，开发氯化氢回收与多级净化技术及装备，回用于原料氯甲烷的合成，氯元素综合利用率进一步提高 20% 以上；针对有机硅生产过程的副产物及废弃物资源化，开发各种副产物的资源化集成技术，硅元素综合利用率提高 11% 以上。



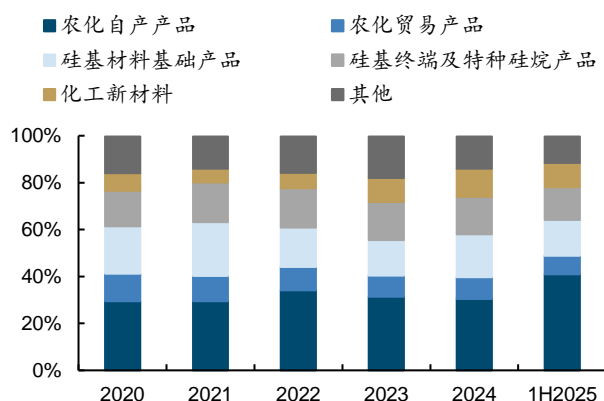
图表4：公司的循环经济优势



来源：公司公告、国金证券研究所

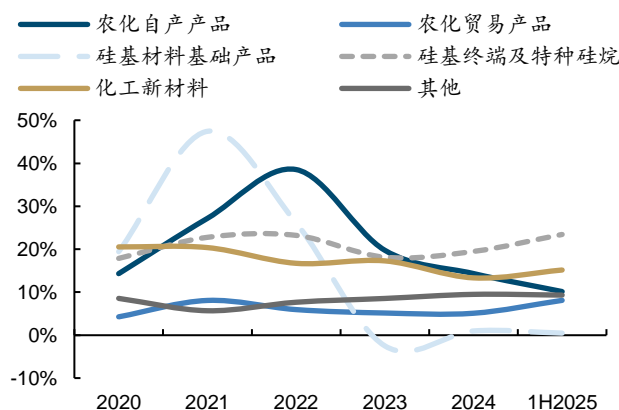
- 公司核心业务板块中农化的收入占比提升，硅基材料基础产品盈利波动较大。从公司收入结构来看，过去几年农化自产产品收入占比在30%左右波动，农化贸易产品收入占比在10%左右波动，2025年上半年农化自产产品收入占比提升至41%，农化贸易产品收入占比降低至8%，农化板块合计收入占比从2020年的41%提升至2025年上半年的49%。硅基材料板块收入占比从2020年的35%降低至2025年上半年的29%，其中基础端产品由于价格下跌收入占比从20%降低至15%，终端产品占比从15%降低至14%。从板块盈利表现来看，波动幅度最大的是硅基材料基础产品，2021年时毛利率高达47.4%，2023年时毛利率一度降低至-2.5%；其次波动较为剧烈的是农化自产产品，2022年时毛利率高达38.5%，2025年上半年毛利率降低至10.1%，其他产品的毛利率水平相对稳定。

图表5：农化和硅基材料为公司的核心收入来源



来源：同花顺、国金证券研究所

图表6：公司不同板块产品毛利率分化明显

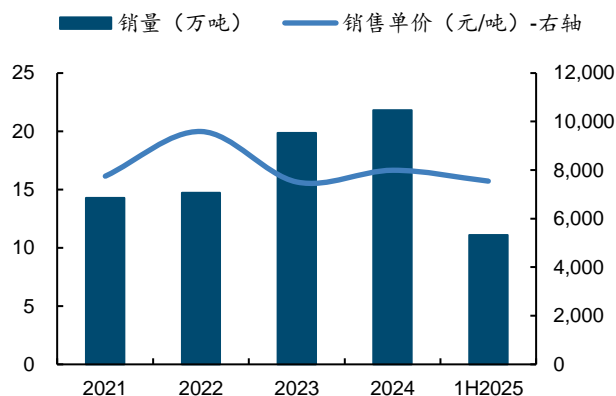


来源：同花顺、国金证券研究所

- 公司新材料板块产品均价和盈利逐渐企稳，规划项目和产业布局不断丰富。公司新材料板块通过浙江启源、湖州金灿和湖北皇恩辉等多个子公司进行布局，近几年收入规模随着销量增长持续提升，2021-2024年期间产品销量从14.3万吨增长至21.8万吨，复合增速为15.2%，收入从11.1亿元增长至17.4亿元，复合增速为16.4%，毛利率从20.4%下滑至13.3%。截至2025年上半年，新材料板块收入同比下滑5.8%至8.4亿元，销售毛利率回升至15.2%。从新材料领域的具体产品布局来看，公司在新能源领域构建起以负极材料为核心，固态电解质、配套材料协同发展的完善布局；在电子材料板块则基于原有的硅基向下延伸布局了硅基特气项目。

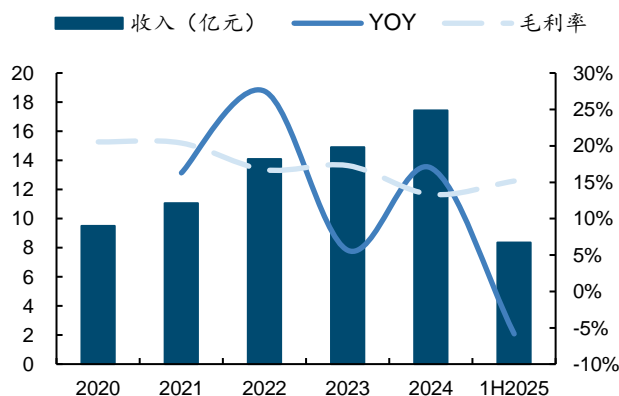


图表7：公司新材料板块销量稳中向好且单价企稳



来源：同花顺、国金证券研究所

图表8：公司新材料板块盈利能力逐渐企稳



来源：同花顺、国金证券研究所

图表9：公司在新材料领域布局多个项目

公司	项目规划	建设进展
浙江启源	50000 吨高端锂离子电池石墨负极材料项目	2023-2025 年期间建设完成
	50 吨新型硅碳负极材料项目	-
湖北皇恩辉	10 万吨负极 + 4000 吨碳/碳复合材料	第一条 2 万吨锂电池负极材料生产线已建成投产；今年建设预碳化和筛分生产线，预计 2026 年底全面建成 4 万吨负极材料一体化生产项目
建德农药厂	固态电池用固态电解质试验项目	建设周期为 3 个月
亚格新安电子新材料	高纯级二氯硅烷项目	已基本完成建设，正式进入试生产阶段

来源：杭州市规划和自然资源局、建德市规划和自然资源局、湖北日报、建德农药厂固态电池用固态电解质试验项目环评报告、慧聪化工网、国金证券研究所

- 固态电解质是公司布局下一代新能源材料的重点方向,在氧化物固态电解质材料上取得关键性突破。2025 年 10 月,新安化工与子公司浙江启源共同公布的“复合固态电解质、电池及制备方法”专利,成功将电化学窗口拓宽至 5V 以上,离子电导率保持在  $10^{-3}$  S/cm 量级,有效解决了氧化物固态电解质界面接触差的行业难题,为其固态电解质商业化筑牢技术根基,未来有望契合固态电池产业化的核心需求。公司不仅成功打通了 LATP、LLZO 等核心粉体材料的生产工艺,更开发出 LATP 水系与油系浆料配方,实现了核心粉体材料的自主可控,能为下游客户提供高度适配的解决方案。目前公司产品已基本成型,后续将推进商业化进程。

图表10：公司固态电解质试验项目产品和产能规划。

产品名称	规格	单批次研发量 (kg/批次)	年试验批次 (批)	年试验总量 (t/a)
LATP	纯度 $\geq 99.9\%$ ; 磁性物质 $\leq 1 \times 10^{-5} \%$ ; 锂离子电导率 $\geq 2 \times 10^{-5}$ S/cm; D50<500 纳米; 热稳定性 $\geq 200^\circ\text{C}$	20	25	0.5
LLZO	纯度 $\geq 99.9\%$ ; 磁性物质 $\leq 1 \times 10^{-5} \%$ ; 锂离子电导率 $\geq 5 \times 10^{-5}$ S/cm; D50<1 微米; 热稳定性 $\geq 200^\circ\text{C}$	20	25	1.5

来源：建德农药厂固态电池用固态电解质试验项目环评报告、国金证券研究所

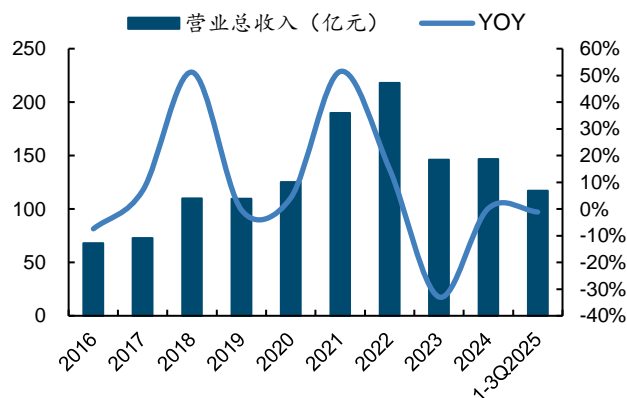
## 1.2 业绩周期性波动，盈利仍待修复

- 公司业绩呈现出明显的周期性波动,目前盈利仍在底部区间。回顾公司的历史业绩情况,可以发现公司的收入和利润在 2018 年、2022 年出现过阶段性高点,2018 年时收入达到 110 亿元,归母净利润达到 12.3 亿元,销售毛利率和销售净利率分别为 21.1% 和 11.4%,2022 年收入增长至 218 亿元,归母净利润达到 29.5 亿元,销售毛利率和销售净利率分别为 24.3%、13.9%。随着公司核心产品农药和有机硅景气回落,业绩开始承压,2025 年前三季度公司营业收入同比下滑 1.1%至 117 亿元,归母净利润同比下滑 46.2%至 0.7 亿元,销售毛利率和销售净利率分别下滑至 10.8%、0.7%。



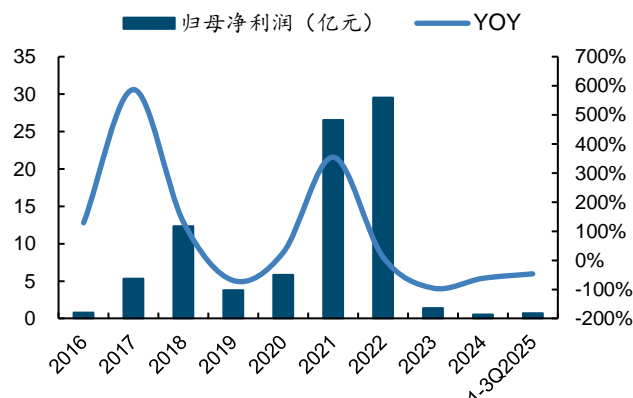


图表11: 公司的营业总收入开始企稳 (亿元)



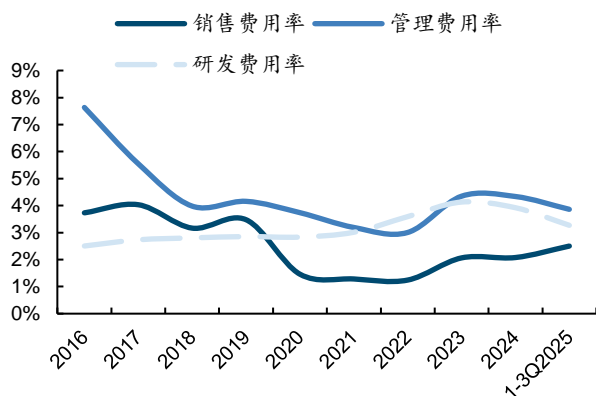
来源: 同花顺、国金证券研究所

图表12: 公司的归母净利润波动较大 (亿元)



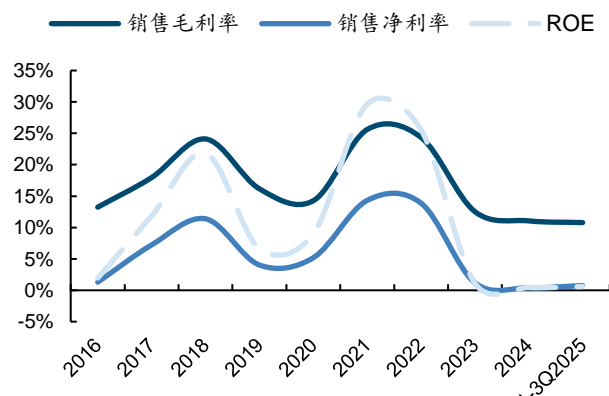
来源: 同花顺、国金证券研究所

图表13: 公司的费用管理有所优化



来源: 同花顺、国金证券研究所

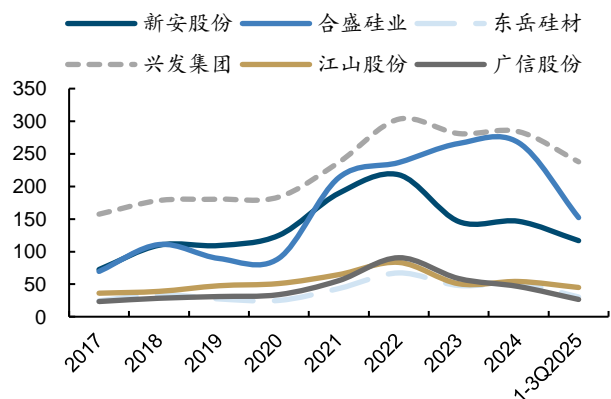
图表14: 公司的盈利能力处于历史低位



来源: 同花顺、国金证券研究所

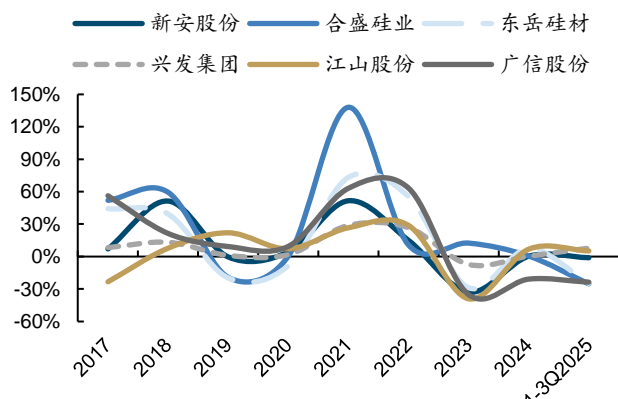
- 公司收入规模位于行业中游, 业绩随着板块一起波动。公司的核心产品为有机硅和草甘膦, 选取有机硅产能规模领先的合盛硅业、东岳硅材, 草甘膦板块的龙头企业江山股份、广信股份以及有机硅和草甘膦均有布局的兴发集团进行对比。考虑到有机硅和草甘膦的景气变化和整个大化工板块的周期波动有一定的趋同性, 这些公司的收入普遍在 2021-2022 年期间出现显著增长后开始回落, 归母净利润方面有机硅板块的公司相对草甘膦板块的公司波动更加剧烈。

图表15: 公司收入规模位于行业中游 (亿元)



来源: 同花顺、国金证券研究所

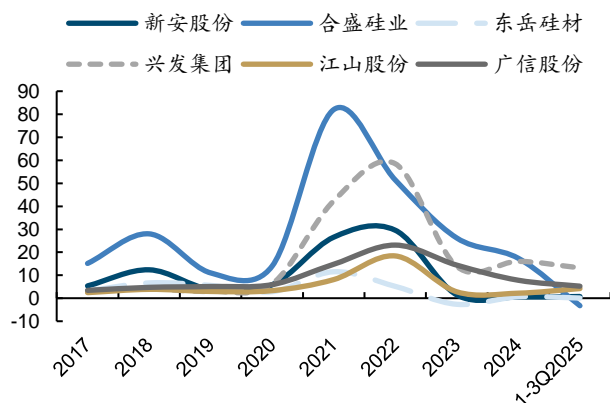
图表16: 公司的收入同比增速位于行业中游



来源: 同花顺、国金证券研究所

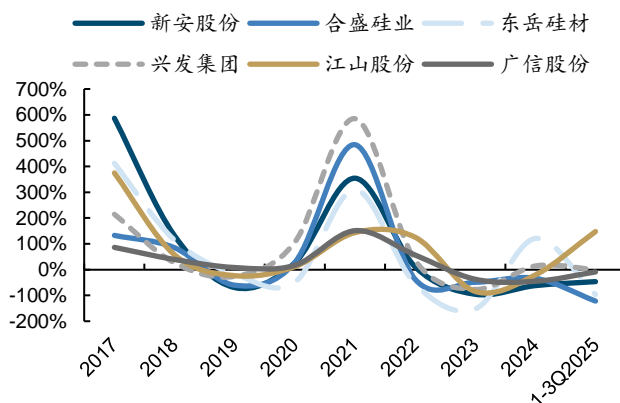


图表17：公司归母净利润随行业一起回落（亿元）



来源：同花顺、国金证券研究所

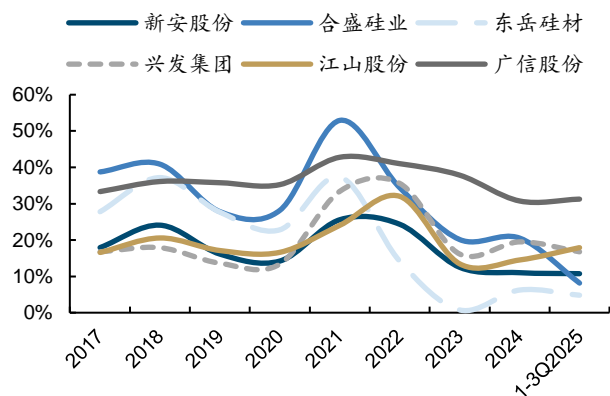
图表18：公司的归母净利润同比增速波动逐渐趋缓



来源：同花顺、国金证券研究所

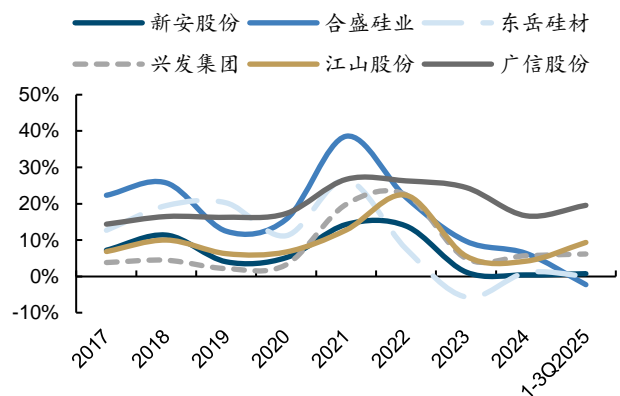
- 公司盈利的波动性相对较小，重视对销售和管理方面的投入。对比不同行业公司的盈利表现，可以发现有机硅板块的盈利波动性相对较大，公司收入结构中硅基材料和农化板块的占比接近，因而公司整体盈利在两种业务的中和下波动性也相对较小。从费用支出表现来看，公司对销售端的投入较多，近几年销售费用率持续向上提升且在同行中持续领先，截止 2025 年前三季度公司销售费用率达到 2.5%；公司的管理费用率位于行业中游且呈现小幅回落的趋势。

图表19：公司的销售毛利率位于行业中游



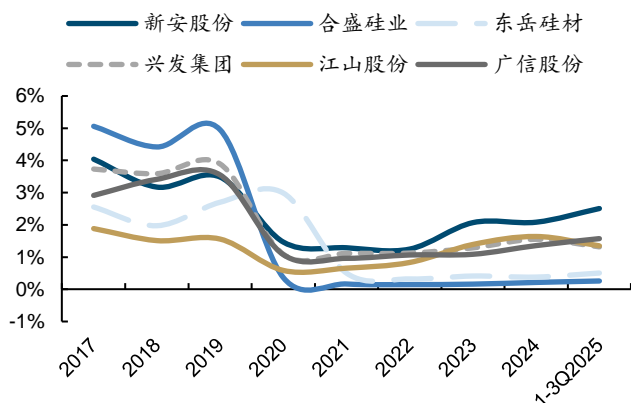
来源：同花顺、国金证券研究所

图表20：公司的销售净利率位于行业中游



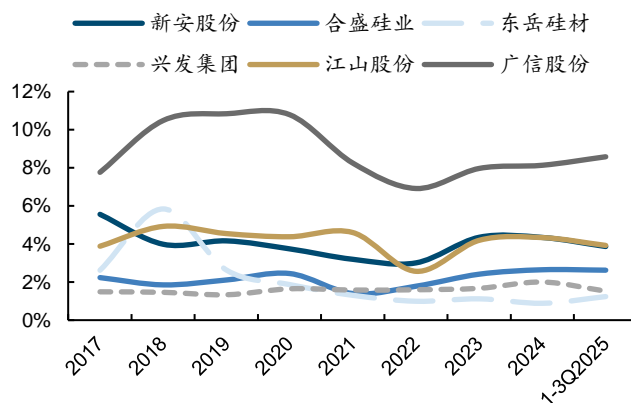
来源：同花顺、国金证券研究所

图表21：公司销售费用率相对同业较高



来源：同花顺、国金证券研究所

图表22：公司管理费用率位于行业中游



来源：同花顺、国金证券研究所

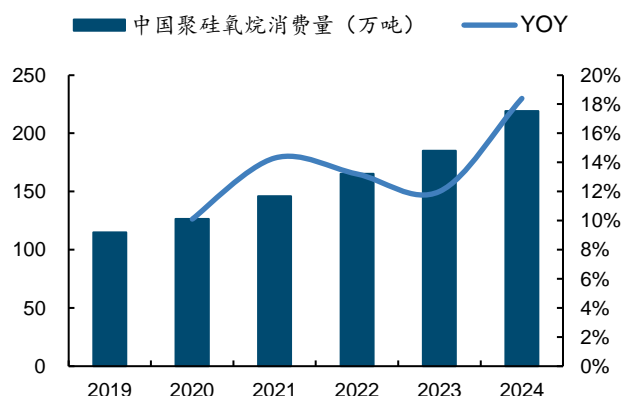


## 二、硅基材料：基础端走出低谷，延伸丰富终端产品

### 2.1 有机硅：行业格局优化，价格有望继续向上

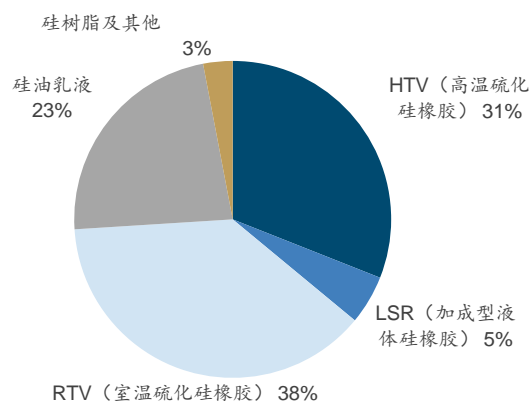
- 我国有机硅内需韧性较强，近几年增速一直维持在 10% 以上。有机硅下游产品的应用场景广泛，行业需求与宏观经济关联密切，目前需求增速虽然有所放缓，但仍保持逐年增长。一方面在产品价格持续低位的状态下，有机硅材料对石油基传统材料的替代加速；另一方面由于有机硅具备一系列优异的性能，其在各领域的应用也在持续拓展。据 SAGSI 统计，我国有机硅消费量从 2019 年的 115 万吨增长至 2024 年的 219 万吨，年均复合增速为 13.8%。从增速表现来看，2020 年受宏观经济影响增长稍有放缓，最近 3 年消费量同比增速基本在 12% 以上。

图表23：我国有机硅消费量稳步增长（万吨）



来源：ACMI/SAGSI/CAFSI、国金证券研究所

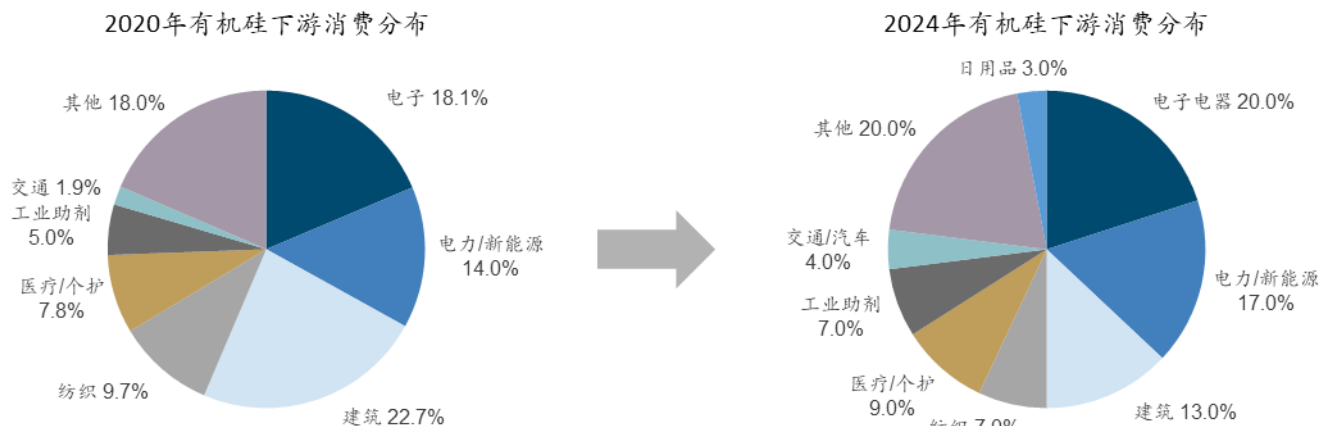
图表24：有机硅下游制品消费以硅橡胶为主（2024 年）



来源：ACMI/SAGSI、国金证券研究所

- 有机硅下游制品种类较多且终端应用场景丰富，新领域带来新增量。从下游制品对有机硅的消费量来看，我国有机硅制品的消费以硅橡胶为主，2024 年三类硅橡胶产品合计占比在 7 成以上，其中室温胶的占比最高达到 38%，高温胶的占比也达到了 31%；除了硅橡胶以外硅油的消费占比也较高，达到 23%，用在硅树脂和其他领域的有机硅材料相对较少。从终端消费来看，随着下游应用场景的不断拓展，不同终端的消费占比也发生了显著变化，其中电子电器和电力/新能源板块的消费占比提升显著，电子电器消费占比从 2020 年的 18.1% 提升至 2024 年的 20%，电力/新能源消费占比从 2020 年的 14% 提升至 2024 年的 17%；建筑和纺织等传统领域的消费占比有所下滑，建筑消费占比从 2020 年的 22.7% 降低至 2024 年的 13%，纺织消费占比从 2020 年的 9.7% 下滑至 2024 年的 7%。

图表25：我国有机硅在电子和电力新能源等领域的消费占比提升



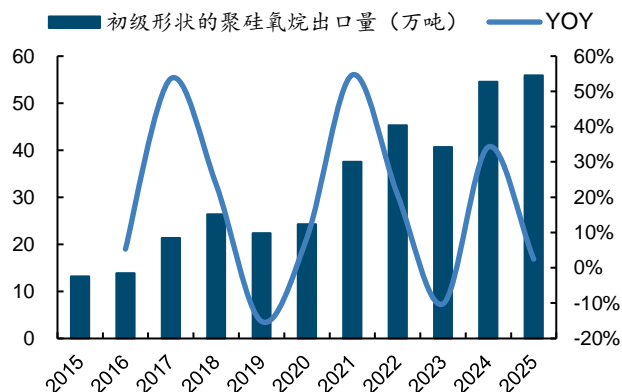
来源：ACMI/SAGSI/CAFSI、国金证券研究所

- 我国有机硅出口需求震荡向上，2025 年出口创历史新高。据海关总署统计，2025 年我国初级形状的聚硅氧烷出口量为 55.9 万吨，同比增长 2.4%。回顾历史出口表现，



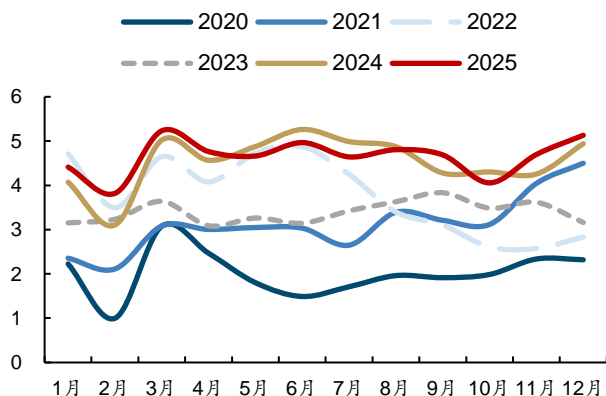
2015-2018 年出口量翻倍，从 13.2 万吨提升至 26.4 万吨，复合增速达到 26%；2019 年出现阶段性回落后继续增长，从 2019 年的 22.4 万吨增长至 2022 年的 45.3 万吨；2023 年再次阶段性回落后 2024 年出现大幅增长，整体呈现出波段式震荡向上的趋势。有机硅出口显著增长的原因在于，一方面随着全球经济复苏带动有机硅整体需求持续增长；另一方面有机硅初级产品产能有向国内转移的趋势，国外企业在拓展下游产品的趋势下对中国聚硅氧烷需求量保持增长。

图表26：我国有机硅出口量持续增长



来源：海关总署、国金证券研究所

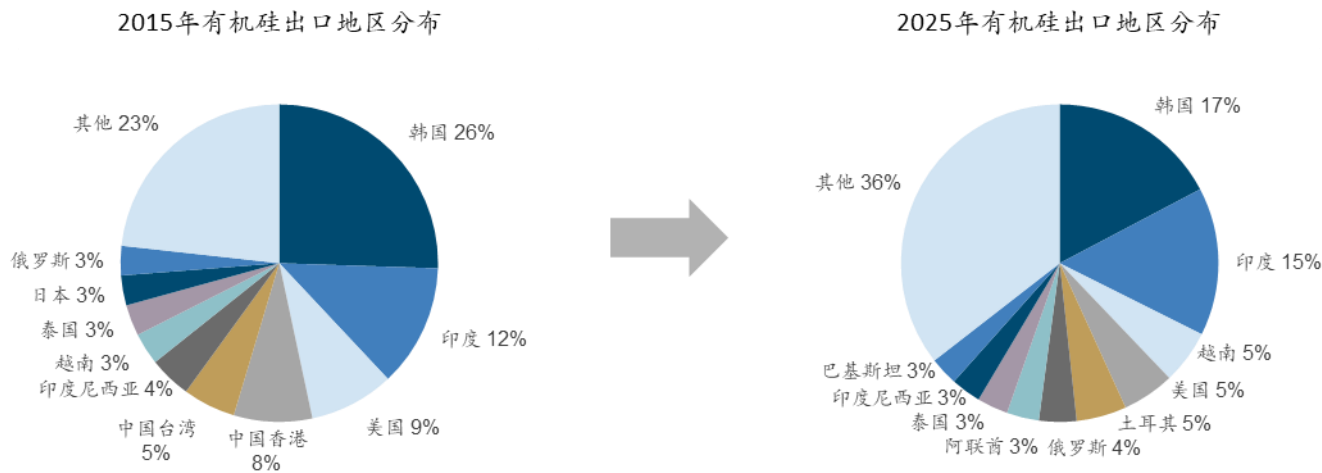
图表27：我国有机硅月度出口量维持较高水平 (万吨)



来源：海关总署、国金证券研究所

- 我国有机硅的出口区域不断丰富，韩国为我国有机硅最大出口国。从我国有机硅的出口目的地来看，随着有机硅在全球各个市场应用领域的不拓展，我国出口地区开始逐渐变得分散，虽然韩国、印度和美国仍为三大核心出口区域，但在我国的合计出口占比中从 2015 年的 47% 下滑至 2025 年的 38%。韩国为最大出口国一方面与道康宁、迈图在韩国生产装置有关，另一方面因为韩国电子、汽车、医疗美容等行业表现亮眼因而对有机硅产品需求量较大。未来随着有机硅应用的持续拓展优化，预计我国有机硅的出口市场还将进一步拓宽。

图表28：我国有机硅（初级形状的聚硅氧烷）出口国家和地区的集中度明显降低



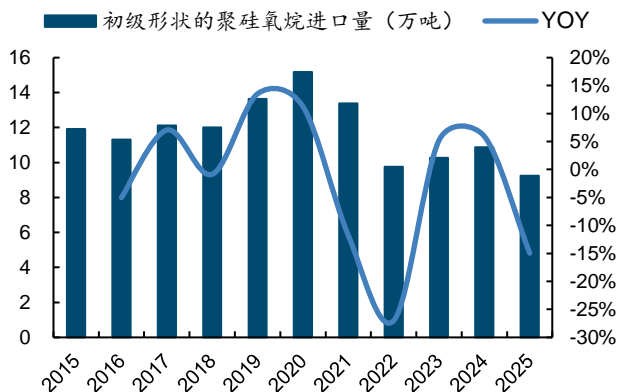
来源：海关总署、国金证券研究所

- 我国有机硅进口需求显著回落，出口退税取消后有望推动出口均价向上。据海关总署统计，2025 年我国初级形状的聚硅氧烷进口量为 9.3 万吨，同比下滑 15%。回顾历史表现，2020 年我国有机硅进口量突破 15 万吨，2021-2022 年开始持续下滑至 9.8 万吨，2023-2024 年阶段性回升至 10 万吨以上，2025 年则继续回落。考虑到初级有机硅产能往国内转移的趋势，预计未来进口量出现大幅增长的概率相对较低。从进口区域来看，德国、日本和美国为我国有机硅的主要进口地区，三地合计进口占比超过 50%。考虑到初级有机硅产能往国内转移的趋势，预计未来进口量出现大幅增长的概率相对较低。我国有机硅的进口均价长期高于出口均价，自 2026 年 4 月 1 日起，取消光伏等产品增值税出口退税，税号 39100000 项下的初级形态聚硅氧烷被纳入调整范围，取消 13% 的出口退税后的成本抬升也将推动行业逐渐向高附加值领域转型。



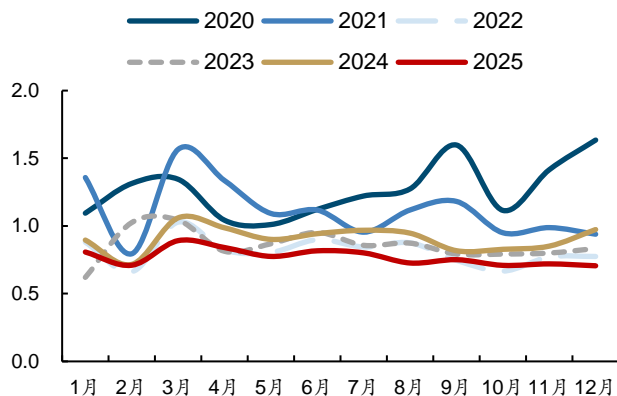


图表29：我国有机硅进口量显著回落



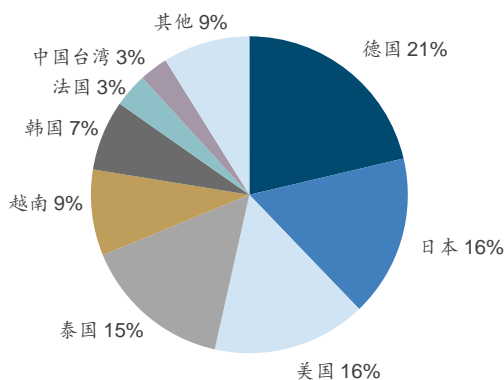
来源：海关总署、国金证券研究所

图表30：我国有机硅月度进口量维持低位 (万吨)



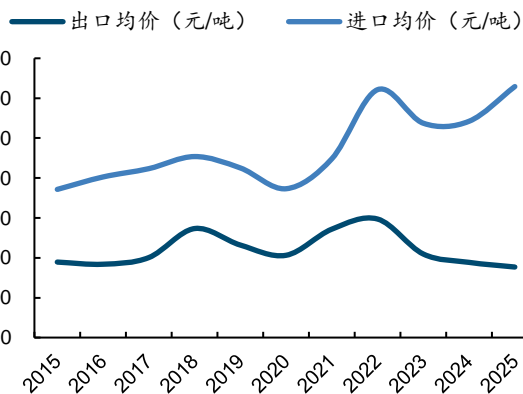
来源：海关总署、国金证券研究所

图表31：我国初级形状的聚硅氧烷进口地区 (2025 年)



来源：海关总署、国金证券研究所

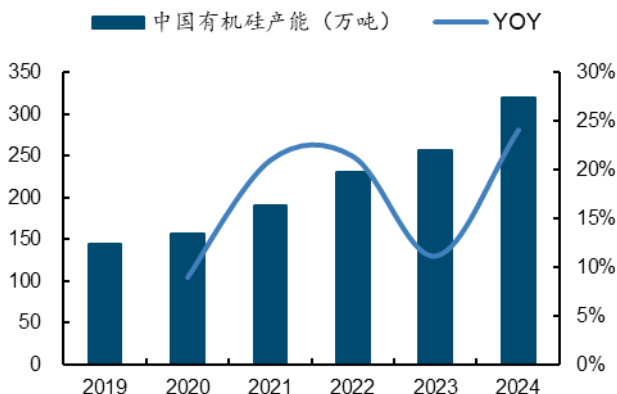
图表32：我国有机硅出口均价显著低于进口均价



来源：海关总署、国金证券研究所

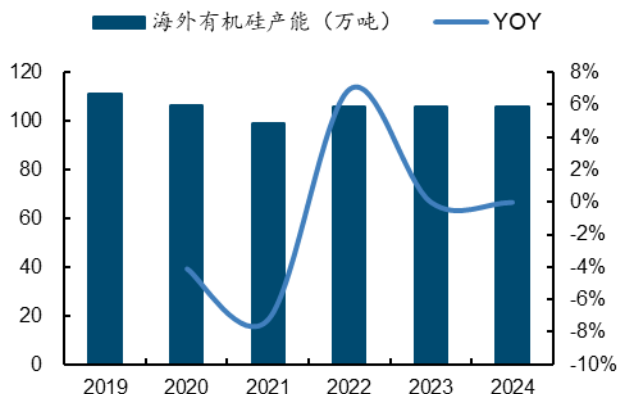
- 我国作为有机硅主产地产能持续扩张，海外产能预计继续收缩。2024 年全球有机硅总产能为 425 万吨，同比增长 17.1%，其中国内有机硅产能为 319 万吨，同比增长 24.2%。对比国内外的产能变化，过去几年全球有机硅的产能增量大部分都来自于我国，中国有机硅产能占比在 2019 年时为 5 成多，到了 2024 年时已经超过 75%；海外有机硅企业面临环保和成本等诸多限制，产能有所收缩。2025 年 7 月 7 日，陶氏宣布将于 2026 年中期关闭其英国巴里基础硅氧烷工厂，2024 年欧洲的硅氧烷总产能为 47.5 万吨/年，大部分用于满足本土消费。陶氏英国巴里基础硅氧烷工厂关停后，预示着将有 14.5 万吨/年的欧洲产能缩减，本土供应减少近三分之一。

图表33：我国有机硅产能持续扩大



来源：ACMI/SAGSI/CAFSI、国金证券研究所

图表34：海外有机硅产能有所收缩

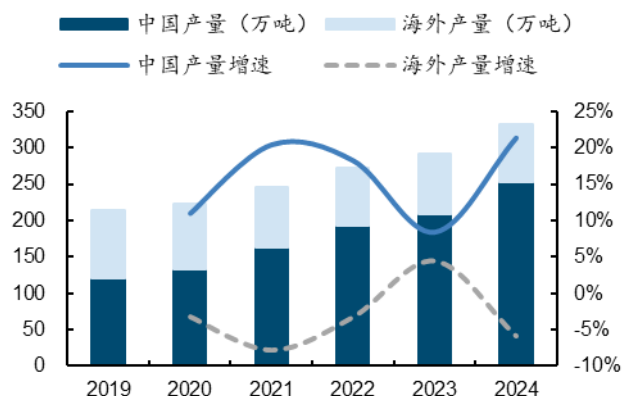


来源：ACMI/SAGSI/CAFSI、国金证券研究所



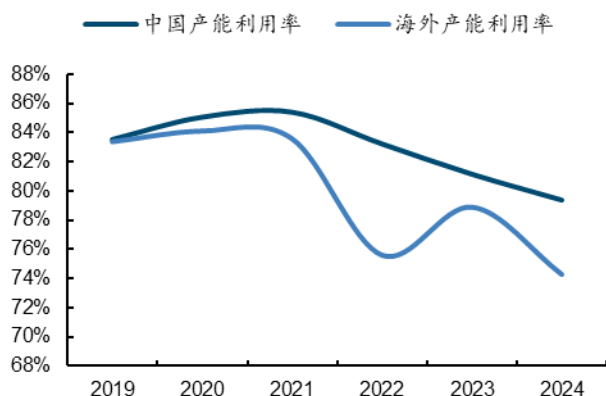
- 我国有机硅产量增速和产能利用率均高于海外。2024 年全球有机硅产量为 332 万吨，同比增长 13.6%，其中我国产量为 253 万吨，同比增长 21.4%，占整体产量的 76.3%，海外产量为 78.6 万吨，同比下滑 5.9%。虽然过去几年我国有机硅产能持续扩张，但是产能利用率基本维持在 80% 以上，2024 年产能大幅扩张的背景下开工率仍然维持在 79.4%；海外有机硅在产能收缩的同时开工率也有所回落，2024 年产能利用率下滑至 74.3%，显著低于国内有机硅的产能利用率。

图表35：我国有机硅产量增速显著高于海外



来源：ACMI/SAGSI/CAFSI、国金证券研究所

图表36：我国有机硅产能利用率显著高于海外



来源：ACMI/SAGSI/CAFSI、国金证券研究所

- 我国有机硅行业新增产能已在 2024 年集中投放，考虑建设周期未来实际增量有限。据百川盈孚统计，有机硅上一轮投产高峰期在 2024 年，目前虽然规划新增产能较多但目前大多没有确定明确的开工建设周期，只有其亚硅业的 80 万吨项目规划分三期投产，但考虑到行业实际扩产周期和放量节奏，叠加目前行业盈利状态下企业的扩产动力也不足，预计 2025-2026 年期间暂无新增产能投放因而行业总产能维持不变。随着行业扩产步入尾声，新增产能逐渐被消化后有机硅有望迎来新一轮景气周期。

图表37：我国有机硅新增项目产能规划

企业	省份	产能 (万吨)	规划建设周期
其亚硅业	新疆	20	2025 年 5 月-2026 年 5 月
		40	2026 年 5 月-2027 年 5 月
		20	2026 年 5 月-2027 年 5 月
兴发集团	内蒙古	10	-
	湖北	10	-
合盛硅业	云南	40	-
云南能投	云南	10	-
鲁西化工	山东	30	-
内蒙恒业成	内蒙古	15	-
东方希望	上海	20	-

来源：百川盈孚、新疆其亚硅基材料有限公司年产 80 万吨硅氧烷及下游深加工项目环评报告、国金证券研究所

- 基于前文分析，根据 ACMI/SAGSI/CAFSI、百川盈孚、海关总署等机构数据，我们对国内有机硅行业供需进行预测。需求端内需受益于部分新能源板块的高速增长和新应用拓展带来的需求增量，预计未来 3 年国内有机硅的消费量增速预计可维持在 5% 左右，2025 年可达到 230 万吨，2027 年有望增长至 255 万吨。外需考虑到陶氏英国 14.5 万吨基础端产品产能规划在 2026 年中期关闭，预计未来 2 年出口需求将持续增长。供给端未来几年我国有机硅行业实际可落地的新增产能相对较少，预计 2026 年产能维持 319.2 万吨，随着需求增长行业开工率提升至 89%，产量达到 284 万吨；2027 年考虑到有部分新增产能投放，随着需求改善老产能开工率提升但新产能爬坡需要时间，因而整体开工率维持不变。结合对需求和进出口的预测，预计 2026 年有机硅行业基本能维持紧平衡状态。截至 2026 年 2 月 12 日，有机硅 DMC 华东市场价为 14000 元/吨，仍在周期底部波动，未来随着行业供需持续改善产品价格有望步入新一轮上行周期。



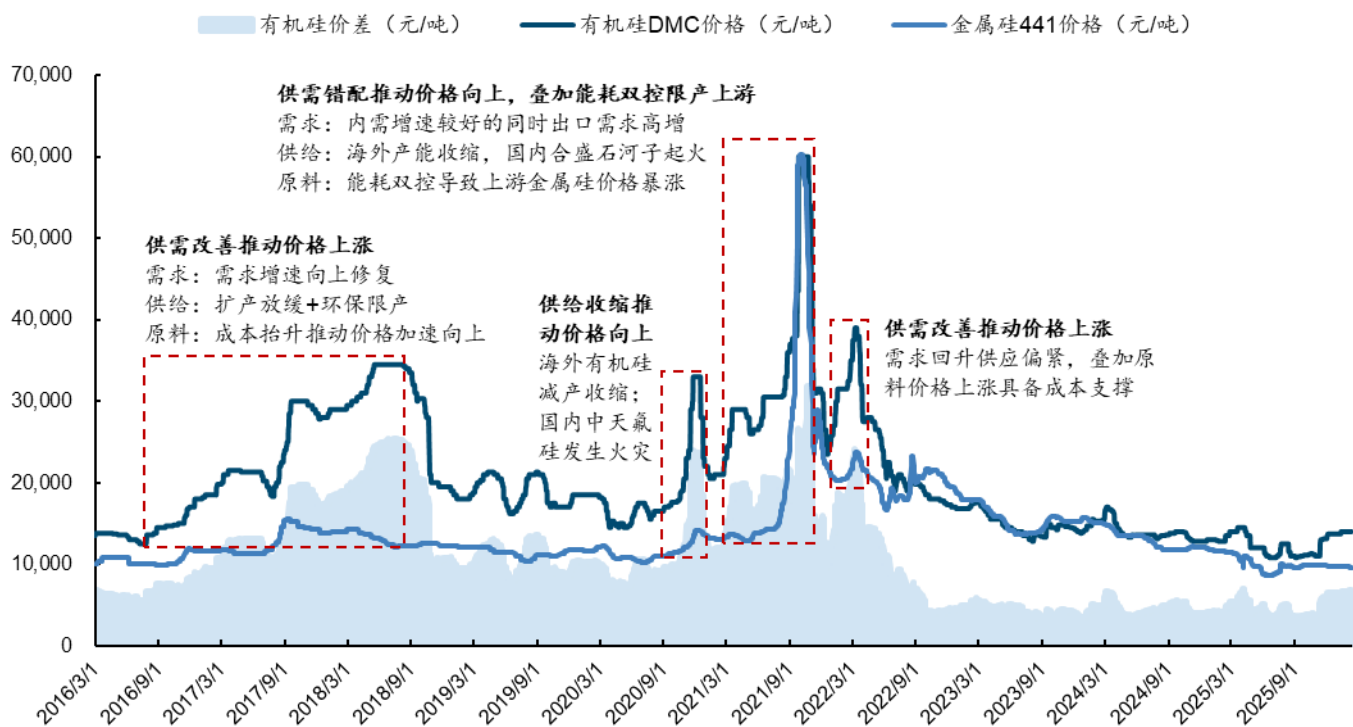
图表38：我国有机硅供需格局预计持续改善

有机硅供需平衡测算	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨）	231.2	257.1	319.2	319.2	319.2	339.2
YOY	21.4%	11.2%	24.2%	0.0%	0.0%	6.3%
开工率	83.2%	81.1%	79.4%	84.0%	89.0%	89.0%
产量（万吨）	192.4	208.6	253.3	268.1	284.1	301.9
YOY	18.3%	8.4%	21.4%	5.9%	6.0%	6.3%
进口量（万吨）	7.8	8.2	8.7	7.4	7.4	7.4
YOY	1%	5.2%	6.1%	-15.0%	0.0%	0.0%
出口量（万吨）	36.2	32.5	43.7	44.8	49.8	54.9
YOY	20.6%	-10.2%	34.5%	2.4%	11.3%	10.2%
消费量（万吨）	165.3	185.1	219.1	229.8	242.2	255.3
YOY	13.2%	12.0%	18.4%	4.9%	5.4%	5.4%
库存变化（万吨）	-1.3	-0.8	-0.8	0.9	-0.5	-0.9

来源：ACMI/SAGSI/CAFSI、百川盈孚、海关总署、国金证券研究所（注：进出口数据为根据海关总署披露的初级形状的聚硅氧烷数据折算后的结果，且2025年进出口数据为已披露的历史数据，表格测算数据仅供参考，不同数据来源统计口径可能存在差异）

- 有机硅价格和价差仍待修复，随着供需改善价格有望上涨。复盘有机硅从2016年开始至今的历史价格表现，可以发现每轮涨价行情都得益于供需改善：①2016年7月至2018年8月，有机硅DMC价格从12500元/吨涨到34500元/吨，原因在于需求端持续增长的同时供给端新产能较少且环保限产导致开工下滑，叠加原料抬升后进一步推动价格向上；②2020年7月至2020年12月，有机硅DMC价格从15500元/吨涨至33000元/吨，原因在于海外减产和国内事故造成的供给收缩；③2021年2月至2021年10月，有机硅DMC价格从21000元/吨暴涨至60000元/吨，原因在于需求端呈现修复性的快速增长，海外产能收缩的同时国内事故共同导致供给收紧，叠加能耗双控政策下原料金属硅价格出现暴涨；④2021年12月至2022年3月，有机硅DMC价格从23000元/吨涨至39000元/吨，得益于供需改善和原料成本抬升。

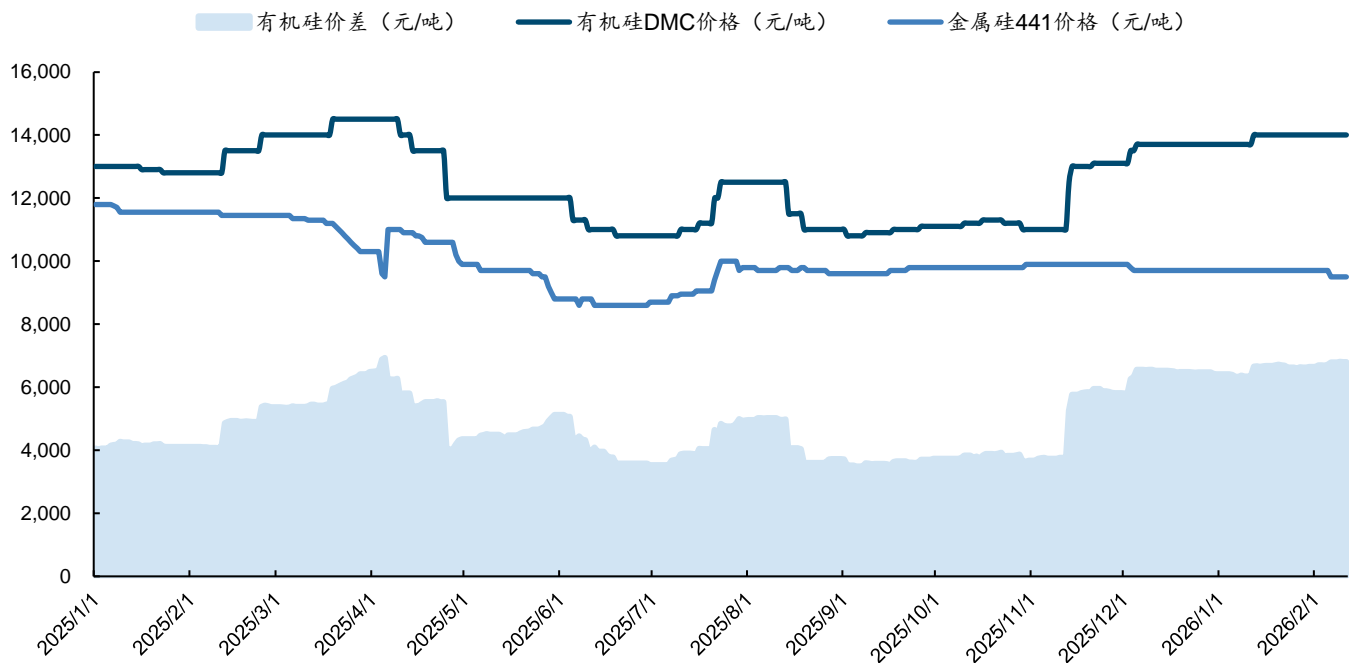
图表39：2016年至今有机硅主要经历了4轮涨价行情



来源：百川盈孚、卓创资讯、同花顺、国金证券研究所



图表40：有机硅价格自 2025 年 11 月开始向上修复

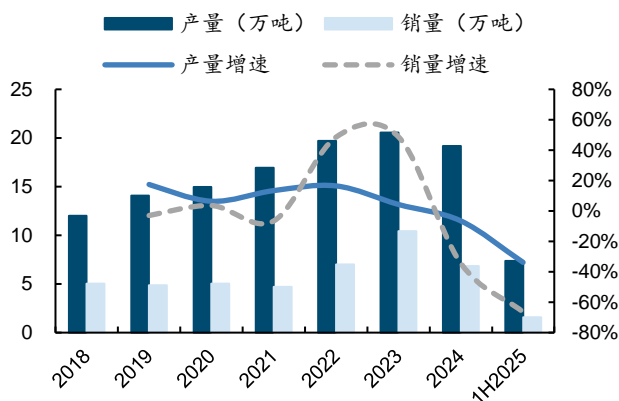


来源：百川盈孚、卓创资讯、同花顺、国金证券研究所

## 2.2 完善一体化布局，重视深加工提升终端化率

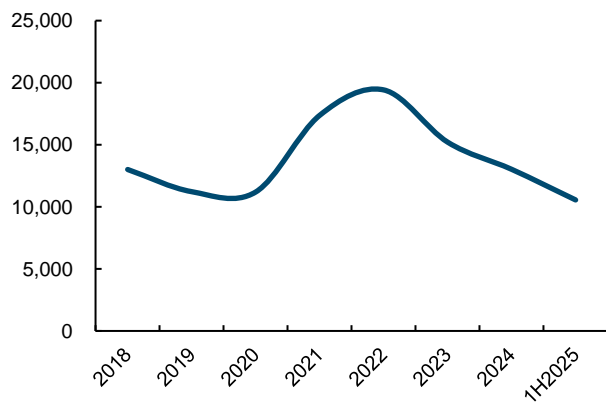
- 公司上游延伸布局工业硅和硅矿实现原料自供，综合利用草甘膦副产物实现降本。公司目前有机硅单体产能为 50 万吨，对应需消耗工业硅 13 万吨，消耗硅石约 35 万吨。公司在云南盐津矿点的硅矿石储量约 8000 万吨以上，控股子公司新安矿业已于 2021 年 5 月份开始出产硅矿石，目前一期年产能为 29 万吨；2024 年 11 月，随着盐津年产十五万吨工业硅项目举行点火仪式成功，产能开满后公司工业硅产能可达到 30 万吨，公司上游原料基本实现自供的同时还能实现外售。2018 年开始公司工业硅产量持续提升，2022-2024 年期间产量基本企稳，维持在 20 万吨左右。

图表41：公司的工业硅的产销量规模整体向上



来源：同花顺、国金证券研究所

图表42：公司的工业硅产品价格回落（元/吨）



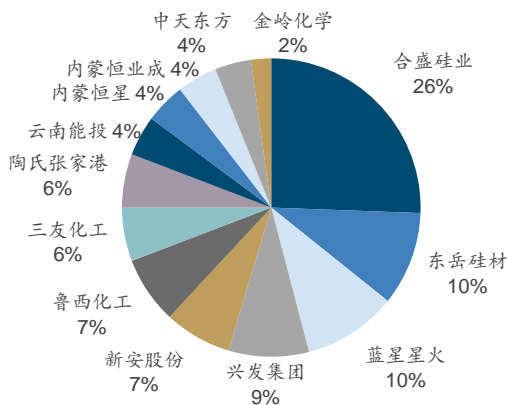
来源：同花顺、国金证券研究所

- 公司有机硅产销和收入规模在行业中领先，收入趋势和行业整体趋势一致。根据百川盈孚统计的 2024 年我国有机硅产能情况来看，公司有机硅单体产能 50 万吨，在同业中排名领先，市占率为 7%，并且销量排名相对产能排名更加领先，2024 年公司有机硅产品销量同比增长 14.5% 达到 33.3 万吨，销量规模在上市公司中仅次于合盛硅业和东岳硅材。从有机硅行业景气变化来看，2017-2018 年期间和 2020-2021 年期间有机硅价格上行，整体行业收入表现也在此期间实现了较好的增长，公司有机硅板块收入在 2018 年同比增长 63% 达到 57.8 亿元，在 2021 年同比增长 42.5% 达到 75.6 亿元，2024 年收入同比增长 10% 达到 50 亿。



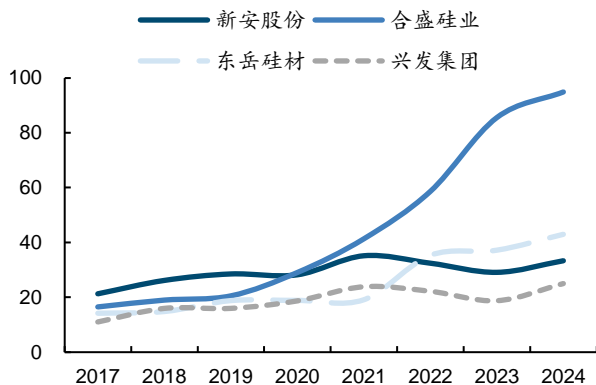


图表43：我国有机硅行业产能分布情况（2024年）



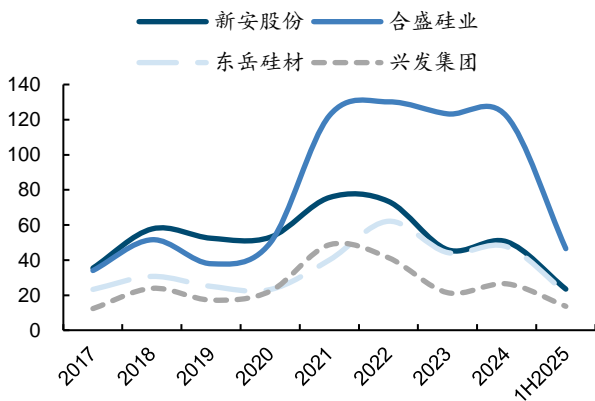
来源：百川盈孚、国金证券研究所

图表44：公司的有机硅产品销量规模企稳（万吨）



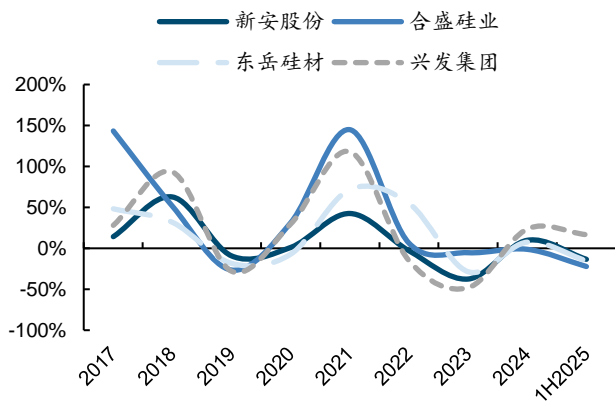
来源：同花顺、公司公告、国金证券研究所（新安和兴发的产品统计口径按照2024年，之前口径不同的数据通过向前倒推计算所得）

图表45：公司有机硅板块收入规模领先（亿元）



来源：同花顺、国金证券研究所

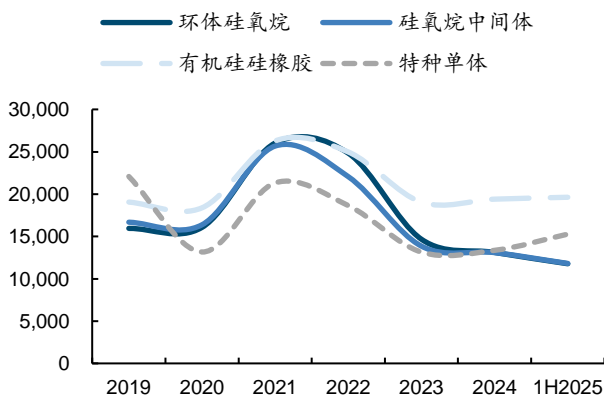
图表46：公司有机硅板块的收入增速和行业一致



来源：同花顺、国金证券研究所

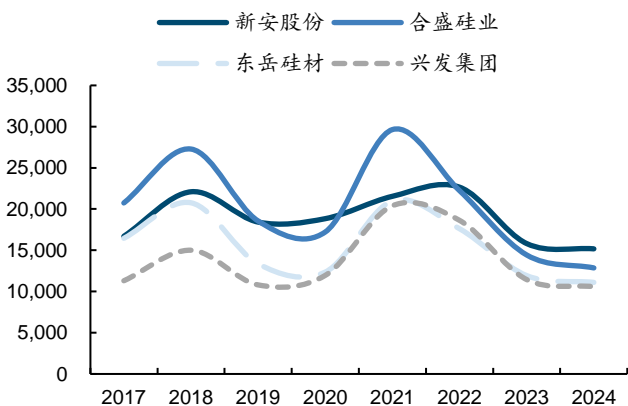
- 重视终端深加工业务，公司产品均价和盈利能力均领先同业。公司有机硅产能的80%用于自用生产下游产品，目前公司终端的总产能超过20万吨，终端转化率（不包括生胶、107胶等）超过45%。作为国内有机硅产业链最完整、有机硅终端产品品类最齐全的公司之一，公司能够提供包括高温硅橡胶（液体胶、混炼胶）、室温硅橡胶（建筑硅酮胶、工业胶、光伏胶）、特种硅油、硅烷与硅树脂在内的有机硅终端全系列产品，终端产品品类达3000余种。对比公司不同细分产品的价格，可以发现终端产品的均价较高且价格和毛利率的稳定性都更好，受益于终端产品占比较高，公司有机硅板块的产品均价和盈利能力相对同业表现也更好。

图表47：公司有机硅细分产品价格存在差异（元/吨）



来源：同花顺、国金证券研究所

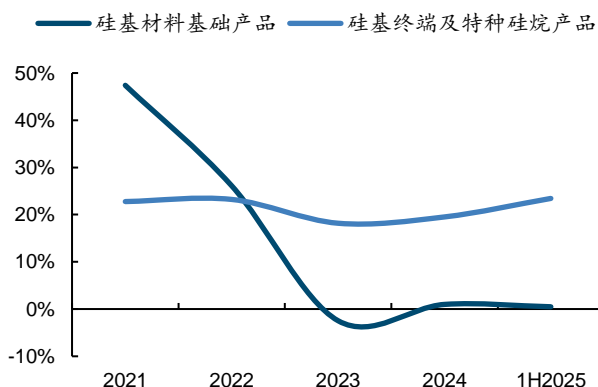
图表48：公司有机硅产品均价逐渐领先同业（元/吨）



来源：同花顺、国金证券研究所

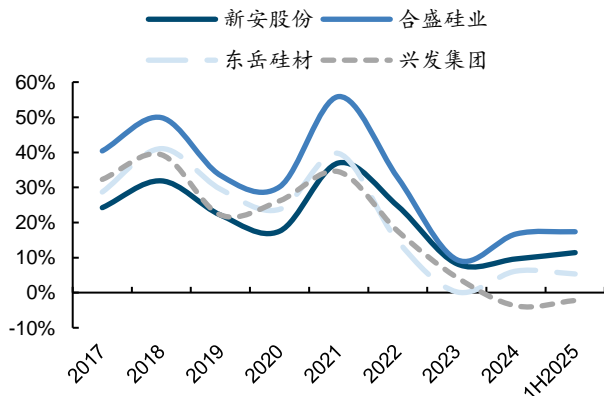


图表49：公司有机硅细分产品毛利率差异显著



来源：同花顺、国金证券研究所

图表50：公司有机硅产品的销售毛利率相对较高



来源：同花顺、国金证券研究所

■ 公司充分利用全产业链优势与多年积累的终端产业基础，推进有机硅终端化、高端化发展。凭借良好的品牌与产品质量以及全产业链供应链稳定，公司持续不断拓展有机硅终端新场景的应用研发，特别是在人工智能、新能源汽车、轨道交通、通信电力、电子电器、医疗健康等领域，已能够为多个行业客户输出有机硅终端产品整体解决方案，获得了众多中高端客户的认可。目前已与宁德时代、比亚迪、丰田、马瑞利集团等新能源汽车产业链头部客户，蓝思科技、华为、OPPO、富士康、歌尔、韶音等电子科技客户，PPG、三棵树、皇冠集团等装饰材料客户建立了合作伙伴关系，并已嵌入部分重点头部客户的前端研发体系，共同进行相关领域新应用技术的整体开发。

图表51：公司具备丰富的有机硅产品解决方案

解决方案	功能模块	产品品类	应用
新能源汽车整体解决方案	汽车动力系统	高压线用硅橡胶系列	各类车内高压线。
		发动机点火系统硅橡胶系列	保护点火系统中高低压转化。
		耐油氟硅固体胶系列	保护车体内部或者各元器件之间的密封效果和系统正常运行。
	汽车电气化系统	连接器密封用硅橡胶系列	为各类汽车连接器解决可靠、持久且高效的密封效果。
	汽车内饰	有机硅泡棉	新能源汽车电池组的密封、减震、缓冲、隔热等应用，提升电池组的安全性能。
电子科技整体解决方案	汽车安全	有机硅皮革	汽车内饰材料。
		安全气囊面料涂层	安全气囊表面涂层。
	智能电子产品	移印胶系列	智能电子屏幕玻璃印刷移印胶头，实现高品质、高寿命印刷效果。
		拓印胶系列	电子配件拓印，提供高寿命、稳定的纹理拓印效果。
		亲肤挤出胶系列	电子数据线生产，延长数据线使用寿命。
		有机硅压敏胶系列	电子产品显示屏幕保护、仪表粘接、制程保护及电子排废等领域。
		自粘液体胶系列	消费电子的包胶制品。
	可穿戴电子设备	高寿命按键胶系列	电子产品的各类按键操控单元。
		轻量化硅橡胶系列	各类复杂结构可穿戴电子设备的制作。
	电子元器件防护	高质感硅橡胶系列	各类可穿戴电子产品的辅材制作。
		导热、导电粘接胶系列	传感器集成、信号增强、柔性电路与连接器封装、绝缘与电路保护、热管理等各类电子元器件管理系统及芯片与半导体线路板防护及电磁屏蔽。
电力通信整体解决方案	电缆附件	电缆附件橡胶系列	保证恶劣气候条件下电力电缆系统的安全运行。
		导电胶系列	电缆制造与维护。
		自熔有机硅胶带	为电气设备的安全运行和长期使用提供有力保障。
		绝缘硅脂	对耐久性和环境适应性要求极高的场景下电力、电子、通信等设备的生产。
	电气设备	有机硅灌封胶系列	复杂气候条件下户外配电箱、变电站的生产、装配。
医疗健康整体解决方案	开关系统	特种液体硅橡胶系列	固封极柱和真空灭弧室，显著提升高压开关设备的可靠性、安全性和使用寿命。
	呼吸设备	呼吸面罩用硅橡胶系列	各类呼吸设备面罩。
	医疗耗材	喉罩管用硅橡胶系列	急救、麻醉等场景下的呼吸道管理支持。
		显影管	高负荷、高频次医疗环境下耗材生产。
	医美耗材	引流导管	满足短期植入人体的管路需求。
		硅凝胶系列	适用于丰富的医疗与医美场景。
人工智能整体解决方案	医药研发	蠕动泵管用硅橡胶系列	广泛适用于医疗、食品、化工等高洁净度或腐蚀性介质输送场景。
	仿生皮肤	超低硬度硅橡胶系列	模拟人类皮肤质感，与温度、压力等各种传感器顺利集成。
	柔性传感	介电活性聚合物材料	实时捕捉压力、温度变化，可优化机器人抓握、抚援等交互动作的精准度。
	深度摄影与激光雷达	光学有机硅材料	智能机器人高精度和深度感知模块。
	智能控制	有机硅导热凝胶、导热硅脂、电子灌封胶、屏蔽胶、电子粘接胶系列	传感器集成、信号增强、柔性电路与连接器封装、绝缘与电路保护、热管理等各类电子元器件管理系统及芯片与半导体线路板防护及电磁屏蔽。
	交互执行	阻尼硅橡胶、自析油硅橡胶、线缆用硅橡胶	弹性关节与缓冲减震系统、内部信号传输，实现机器人核心零部件的密封防护、柔性适配、高效散热、智能传感等关键功能。
	热管理	硅油冷却液	算力中心浸没式液冷，以及电动汽车超充、储能系统、医疗设备等领域。

来源：公司公告、国金证券研究所

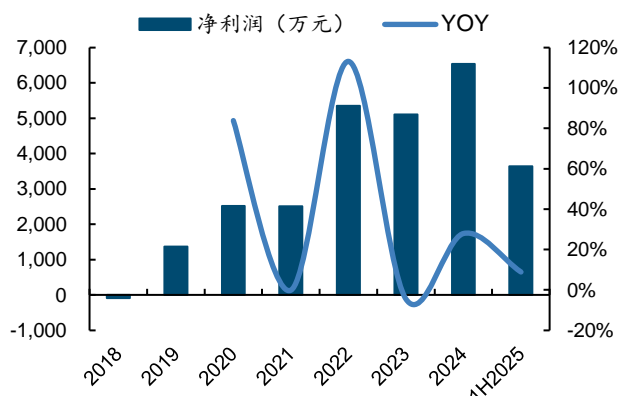
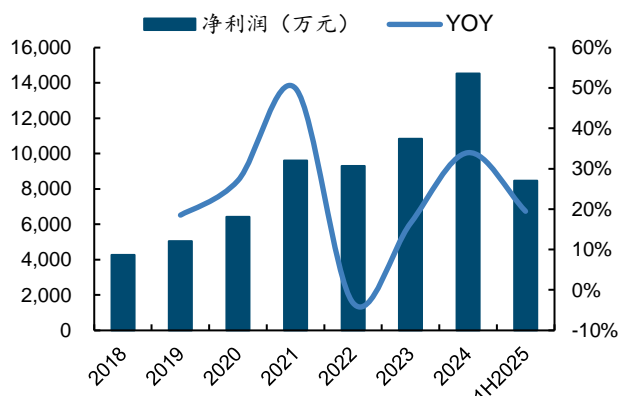
■ 有机硅终端子公司经营稳健，业绩表现受周期影响较小。2024 年公司有机硅终端业



务板块实现营业收入 23.58 亿元，实现利润总额 2.82 亿元。公司旗下子公司数量众多，其中专注有机硅深加工的新安天玉和崇耀科技业绩表现突出。新安天玉专注于生产各类混炼硅橡胶、液体硅橡胶产品，主营涉及 135 个产品系列、700 多个不同产品需求的中高端硅橡胶制品原料，年产能混炼硅橡胶 4 万吨、液体硅橡胶 7000 吨，产品销往美国、日本、意大利等国家地区。其中，高压连接器用硅橡胶、电力附件用硅橡胶、特种电缆胶、动力电池用硅橡胶等中高端产品产销量在行业中名列前茅，居于行业领军地位。公司 2024 年实现净利润 1.45 亿元，同比增长 34%，2025 年上半年实现收入 4.7 亿元，净利润 8460 万元，净利率达到 18%。崇耀科技是新安集团为更好地实施有机硅业务终端化、高端化发展战略布局，与国内数家在有机硅下游细分领域精耕细作十多年的专业公司合作成立的专业化技术服务型企业，主要围绕聚氨酯发泡、皮革纺织、涂料油墨、离型涂层和压敏、作物保护、个人护理等领域，进行有机硅特殊功能性材料的研发、产销和服务。公司 2024 年实现净利润 6533 万元，同比增长 28%，2025 年上半年实现收入 2.5 亿元，净利润 3640 万元，净利率达到 15%。

图表52：新安天玉业绩呈现持续增长的态势

图表53：崇耀科技业绩呈现阶梯式增长的趋势



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

- 布局高端电子级硅基材料，贸易冲突背景下有望实现进口替代。2026 年 1 月 7 日，商务部发布公告，对原产于日本的进口二氯二氢硅进行反倾销立案调查，本次调查确定的倾销调查期为 2024 年 7 月 1 日至 2025 年 6 月 30 日，产业损害调查期为 2022 年 1 月 1 日至 2025 年 6 月 30 日。本次调查自 2026 年 1 月 7 日起开始通常应在 2027 年 1 月 7 日前结束调查，特殊情况下可延长 6 个月。作为半导体产业的核心原材料，二氯二氢硅的产业格局稳定与否，直接关系到下游芯片制造等高端产业的发展进程，反倾销这一举措为国内正受低价冲击的二氯二氢硅产业带来了政策层面的支撑。公司作为硅基材料领域的龙头企业，很早就对高端电子级硅基材料进行了布局，2024 年 3 月 12 日旗下合资公司浙江亚格新安电子新材料有限公司正式成立，目前公司的高纯级二氯硅烷项目已基本完成建设，正式进入试生产阶段。该项目总投资规划达 4.5 亿元，建成后项目可实现年产 2000 吨电子级甲硅烷、1000 吨高纯级二氯硅烷、5000 吨高纯级四氯化硅，同时配套产出 29230 吨工业级四氯化硅及 3920 吨工业级三氯硅烷，产品覆盖高端电子级与工业级两大领域，可满足多场景应用需求。

图表54：二氯二氢硅应用领域及价值分析

应用领域	具体应用	作用/价值
半导体产业	1. 作为化学气相沉积（CVD）工艺和外延工艺的核心原料，在晶圆表面沉积单晶硅外延层、二氧化硅绝缘膜、氮化硅钝化膜、碳化硅膜等关键结构；	1. 直接决定芯片的性能与良率，适配逻辑芯片、存储芯片、模拟芯片等各类芯片生产需求；
	2. 制备低介电常数薄膜	2. 降低芯片信号延迟与功耗，提升芯片电学性能，支撑 14nm 及以下先进制程芯片制造
光伏	沉积多晶硅薄膜和钝化膜	显著提升太阳能电池的光电转化效率，是高效光伏组件制造的重要耗材，支撑光伏产业高质量发展
特种材料合成领域	1. 制备硅基系列前驱体、聚硅氮烷等核心中间体；	1. 中间体可进一步合成高性能硅橡胶、硅树脂、硅烷偶联剂等，广泛应用于橡胶改性、塑料增强、粘合剂制备等场景；
	2. 作为前驱体通过 CVD 法制备碳化硅纤维、氮化硅陶瓷等耐高温、高强度特种材料	2. 特种材料应用于航空航天、高端装备制造等高端领域

来源：观研天下、国金证券研究所

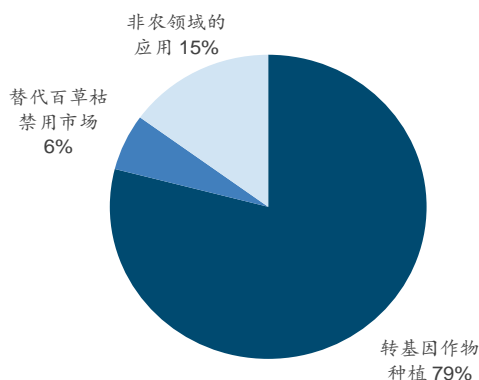


### 三、农化：草甘膦价格有望改善，产品布局持续丰富

#### 3.1 草甘膦：需求具备支撑，供给受到约束

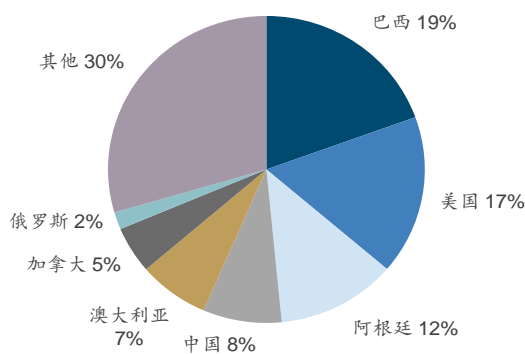
- 草甘膦是全球第一大农药品种，美洲为最大的消费市场。自 1974 年美国孟山都公司开发草甘膦以来，由于其具有广谱、低毒、安全、无土壤残留的特点，是玉米、大豆、棉花、小麦等主要大田作物的首选除草剂，也适用于轮种期的农业生产以及果园的除草，因而迅速占据了世界除草剂的主导地位。尤其是 1996 年后，随着抗草甘膦转基因作物的问世和大面积推广应用，草甘膦的使用更是出现了迅猛增长，目前已成为全球市场份额最大的单品农药，约占据全球除草剂 30% 的市场份额，占全球农药总用量的 15%。根据中农纵横统计，2024 年全球草甘膦合计折百使用总量为 87 万吨，其中使用超过 10 万吨的有阿根廷、美国和巴西，三地合计使用占比达到 48%。

图表55：草甘膦主要用于转基因作物的种植



来源：中农纵横、国金证券研究所

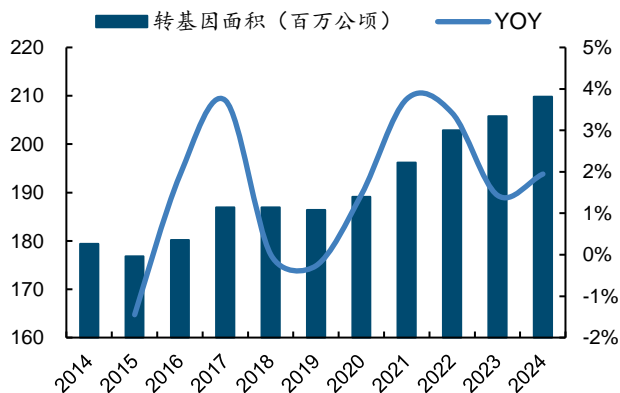
图表56：全球草甘膦使用量分布（2024 年）



来源：中农纵横、国金证券研究所

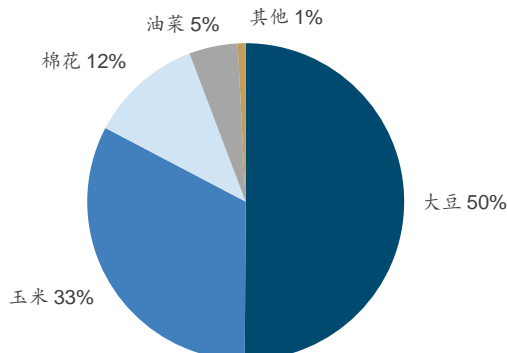
- 全球转基因作物种植面积不断增长，草甘膦需求具备支撑。2024 年全球转基因作物面积同比增长 1.9% 达到 210 百万公顷，创下新纪录；其中大豆和玉米为主要的种植作物，合计种植占比超过 80%；分布地区方面，美国、巴西、阿根廷的种植占比达到 80%，我国种植占比仅为 2%。2023 年 12 月 25 日，我国首次对转基因种子发放生产经营许可证。2024 年 3 月，农业农村部农药检定所公示了 2024 年第三批拟批准登记的农药产品，草甘膦转基因除草剂获批登记公示。2025 年 4 月 8 日，农业农村部发布了第五届全国农作物品种审定委员会第九次品种审定会议初审通过品种的公示，99 个转基因玉米、大豆品种拟通过初审。随着未来我国转基因政策的发展，转基因作物种植面积将会随之增加，国内草甘膦市场的需求有望继续提升。

图表57：全球转基因作物面积持续增长



来源：世界农化网、国金证券研究所

图表58：大豆和玉米为主要的转基因作物（2024 年）

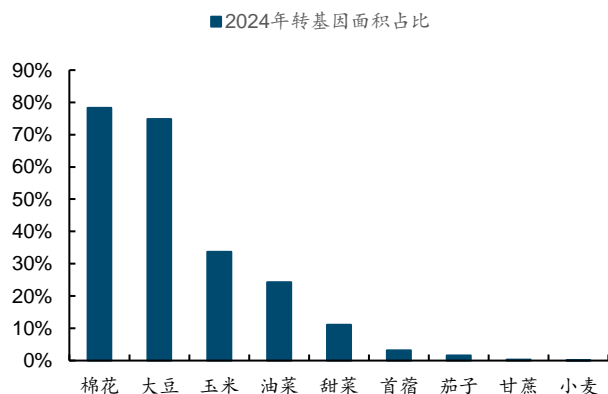


来源：世界农化网、国金证券研究所



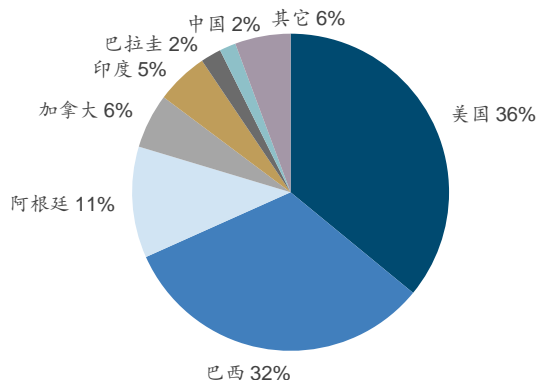


图表59：不同作物转基因普及率差异显著



来源：世界农化网、国金证券研究所

图表60：转基因作物主要分布在美洲地区（2024年）



来源：世界农化网、国金证券研究所

- 草甘膦产能主要集中在国内，技术路线以甘氨酸法为主。2024 年全球草甘膦产能约为 118.3 万吨/年，生产企业总计在 10 家左右，其中拜耳拥有产能约 37 万吨/年，剩余产能主要集中在华东、西南等区域，国内产能为 81.3 万吨，占全球总产能的比例接近 7 成。草甘膦生产工艺包括甘氨酸法和 IDA 法，国内草甘膦工艺以甘氨酸法为主，约占 7 成。甘氨酸技术路线下，甘氨酸、黄磷、甲醇等原材料在总成本中占 85%-90%，其母液金属含量较高，环保成本较高。2024 年我国草甘膦产量同比增长 16% 达到 51 万吨，产能利用率提升至 76%。

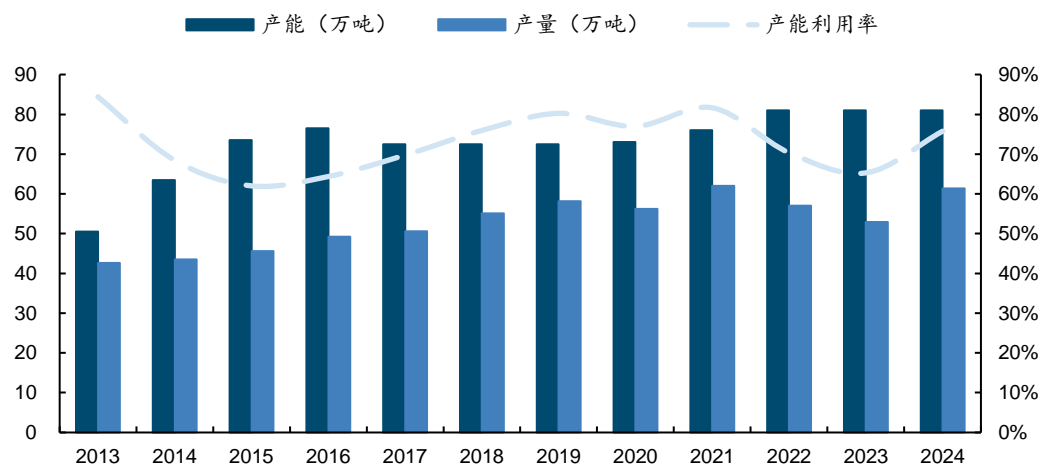
图表61：全球草甘膦产能分布情况

企业名称	年产能（万吨）	IDA 工艺	甘氨酸法	地区
孟山都	37	37	-	美国、比利时、巴西、阿根廷
兴发集团	23	-	23	湖北、内蒙古
四川福华通达	15.3	-	15.3	四川
新安股份	8	-	8	江苏
江苏好收成韦恩	7	7	-	江苏
江山股份	7	4	3	江苏
广信股份	6	-	6	安徽
和邦生物	5	5	-	四川
扬农化工	3	3	-	江苏
河南红东方	3	-	3	河南
其他	4	-	-	
合计	118.3	56	58.3	

来源：和邦生物公司公告、国金证券研究所



图表62：我国草甘膦产能企稳的同时产能利用率有所回升



来源：百川盈孚、国金证券研究所

- 国内新增产能受到政策限制，供给端可落地的增量相对有限。2013-2015年期间，国内基本完成对草甘膦（双甘膦）生产企业的全面环保核查，2016年开始我国化工行业供给侧改革，2019年“三磷”整治，行业新增产能极少，加上部分落后产能退出，行业产能收缩，同时草甘膦属于发改委限制投资项目，因而未来供应端扩张受限。据百川盈孚统计，草甘膦新建产能规划仅包括江山股份10万吨和兰州鑫隆泰3万吨，此外和邦生物计划在印尼建设35万吨草甘膦项目。

图表63：草甘膦行业新增产能有限

企业	地区	产能 (万吨)	建设投产时间
贵州瓮福江山化工	贵州省	10	一期5万吨 2025年12月已投产
兰州鑫隆泰生物	甘肃省	3	-
和邦生物	印尼	35	-

来源：百川盈孚、和邦生物公司公告、国金证券研究所

- 草甘膦价格回落至周期相对底部，供给变化为核心影响因素。我国草甘膦行业经历了2015年以来的4轮高压环保核查、督察以及安全检查，正式开启高质量发展之路，产能企稳的同时开工率显著改善。2019年，受中美贸易摩擦、欧美及北美异常气候及草甘膦致癌风波等诸多因素影响，全球草甘膦需求受挫，国内草甘膦出口量价齐跌，期间“三磷”排查行动导致草甘膦价格小幅反弹至2.5万元/吨，随后国内草甘膦价格下跌。2020年下半年四川地区洪水导致草甘膦供应紧张，叠加9月份南半球春耕需求旺盛，草甘膦价格逐渐攀升，加上2021年以来化工原材料黄磷、醋酸等价格上涨的推动，2022年初俄乌冲突带动全球粮食价格上涨，草甘膦等农药化肥价格加速上涨，到2022年1月草甘膦（95%原粉）市场均价突破8万元/吨。2022年开始，随着供需、成本逐步恢复正常，草甘膦价格震荡回落至2023年6月的2.4万元/吨，6月开始受原料黄磷价格上涨导致成本面支撑增强，同时行业持续低负荷生产导致库存有效消化，国内货源供需趋紧，叠加草甘膦三季度海外销售旺季预期等因素影响，7月底草甘膦市场价格上涨至3.9万元/吨，此后草甘膦价格再次回落。2025年5月以来，主流企业排单充足，行业库存持续下降，供应端保持挺价态度，价格持续上涨至2.8万元/吨，11月开始随着供需缓解价格一路回落至2.4万元/吨。从供需角度来看，未来随着转基因作物面积提升预计草甘膦需求呈现出稳中向好的态势，供给端新增产能相对有限，且行业内部分企业有老旧装置技改项目规划，预计会对企业产能的实际释放造成一定影响，在供需改善的背景下产品价格有望底部回暖。



图表64：草甘膦历史价格复盘分析

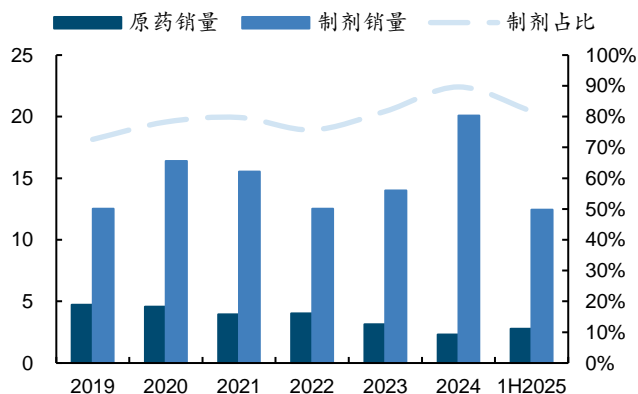


来源：同花顺、中农纵横、国金证券研究所

### 3.2 产品不断丰富，全球化布局继续完善

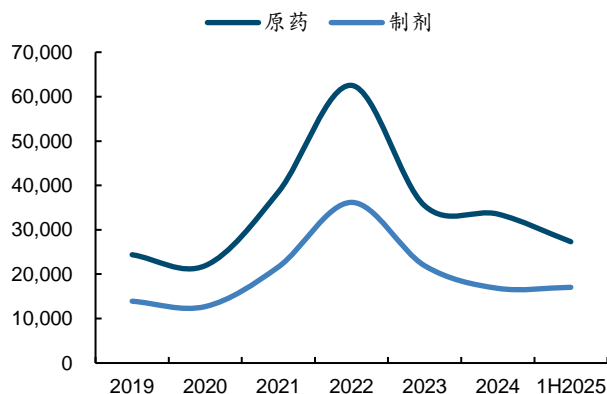
■ 全球化布局持续推进，为客户提供作物保护的整体解决方案。公司形成了“中间体-原药-制剂-农业服务”一体化发展模式，围绕全球八大作物，着力丰富产品品类，形成以草甘膦、(精)草铵膦为主导，除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植调剂、助剂等 100 多个品种同步发展的产品集群，依托全球化销售平台，为国内外客户提供作物“种-药-肥-飞防服务”为一体的整体解决方案。公司按照国家双循环发展要求，积极融入新产业体系，加大全球化发展力度，建立多个海外生产基地，加速突破美洲、非洲、欧洲、东南亚等全球重点市场的布局，结合不同地区的产业特点，构建全球化优势产业集群。经过多年的系统规划，公司作物保护产业的海外登记证资源已逾 4500 个，在国内农药生产企业中处于绝对的领先地位。

图表65：公司农药板块制剂销量占比提升（万吨）



来源：同花顺、国金证券研究所

图表66：公司原药和制剂的销售均价对比（元/吨）

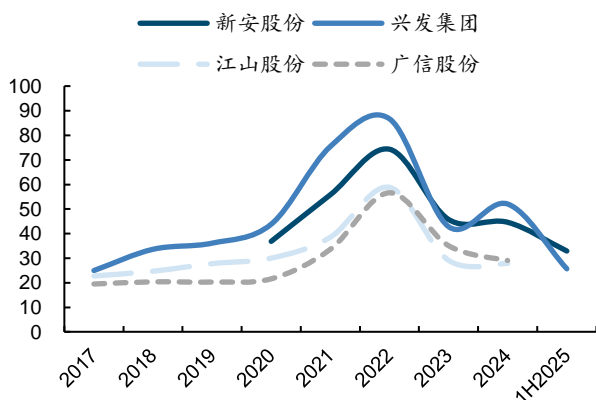


来源：同花顺、国金证券研究所

■ 公司农药板块制剂转化率较高，收入规模在行业中处于领先地位。公司现有草甘膦原药产能 8 万吨，通过技改创新提升产量与外购原药生产制剂，年销售量折合草甘膦原药约 10 万吨，制剂转化率在 70% 以上，产销率在行业中处于领先地位。2025 年上半年公司原药销量为 2.8 万吨，制剂销量为 12.4 万吨，制剂销量占比为 82%，农化自产产品收入同比增长 21% 达到 33 亿元，毛利率回落至 10%。

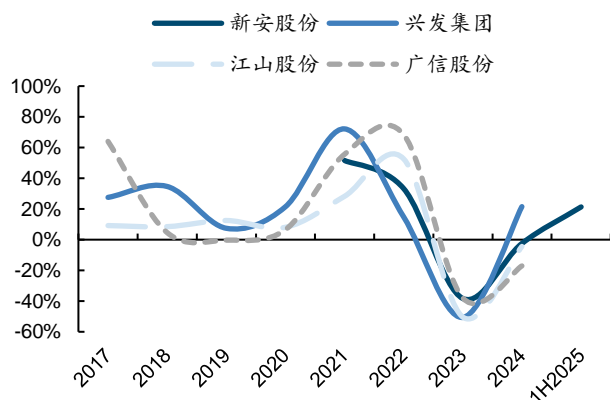


图表67：公司农药产品收入规模领先（亿元）



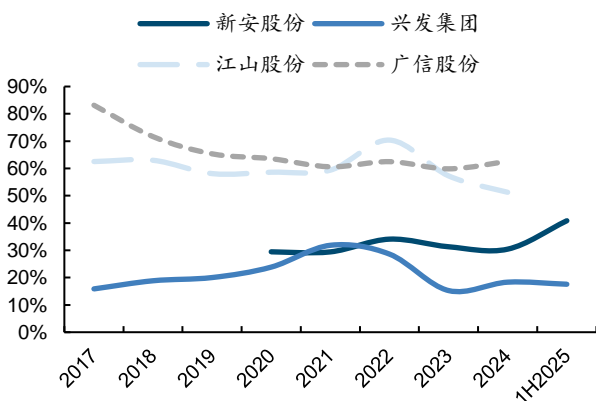
来源：同花顺、国金证券研究所

图表68：公司农药产品的收入增速和行业一致



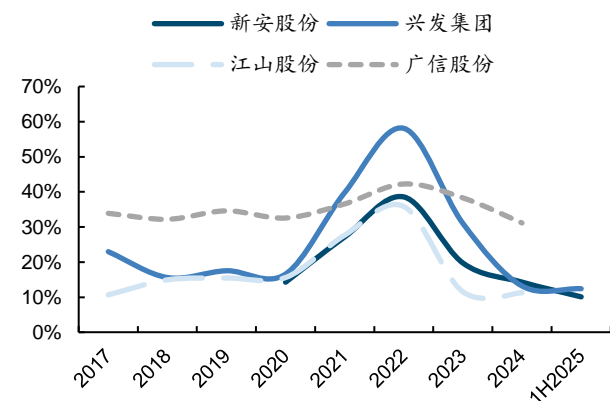
来源：同花顺、国金证券研究所

图表69：公司农药产品收入占比居中



来源：同花顺、国金证券研究所

图表70：公司农药产品的毛利率和同业变化一致



来源：同花顺、国金证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

- 硅基材料：有机硅需求端有新兴领域带来增量，供给端国内实际可落地的新增产能有限，同时海外有产能计划退出，预计产品价格有望继续向好。公司具备50万吨有机硅单体产能和20万吨以上的终端产品产能，基础端产品价格向上带来盈利弹性的同时终端产品结构优化也将推动板块盈利能力提升。据百川盈孚数据显示，2025年期间有机硅DMC市场价自4月开始持续下跌，6-11月期间除了8月阶段性回升至1.25万元/吨以外，其他时间基本维持在1.1万元/吨左右，因而2025年期间硅基材料板块盈利持续承压。自2026年1月12日开始有机硅DMC市场价上涨至1.4万元/吨，考虑到未来供给格局还将进一步优化，价格价差也将继续修复。假设2026年有机硅DMC市场价回升至1.5万元/吨，硅基材料板块盈利能力有望显著改善，预计2025-2027年公司硅基材料板块收入为43.1/57.5/62.6亿元，毛利率分别为11%/22.1%/23.1%。
- 农化板块：草甘膦供给端受政策限制，预计实际可落地的产能有限，产品价格具备较强支撑，公司具备8万吨草甘膦原药产能，制剂转化率较高，且形成了除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植调剂、助剂等100多个品种同步发展的产品集群。未来随着核心产品价格回暖，叠加公司产品布局不断丰富，农化板块收入和利润都将有所改善，预计公司2025-2027年农化板块营业收入分别为68.5/75.2/82.2亿元，毛利率分别为10.6%/12.4%/14%。
- 化工新材料：公司该板块的磷系阻燃剂逐渐爬坡放量，带动收入稳步增长的同时随着产能利用率的提升盈利能力也将同步改善，预计2025-2027年公司化工新材料板块营业收入分别为16.7/19.2/22.1亿元，毛利率分别为15%/16%/18%。
- 费用假设：销售费用方面考虑到公司农化板块出海布局和渠道拓展，销售费用率预计





提升至 2.5%；管理费用率预计维持在 4%；研发费用方面考虑到公司产品结构优化和新产品的创新等投入，研发费用率应该还会呈现出小幅提升的态势，预计 2025-2027 年研发费用率分别为 3.4%、3.5%、3.6%。

- 综合以上假设，预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 147 亿元、171 亿元、186 亿元，同比增速分别为 0.2%、16%、9%；归母净利润分别为 1.1、6.4、9.1 亿元，同比增速分别为 113%、484%、42%。

图表 71：公司分板块盈利和费用假设

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>硅基材料</b>							
收入（亿元）	75.6	73.4	45.9	50.4	43.1	57.5	62.6
YOY		-2.9%	-37.4%	9.8%	-14.6%	33.4%	8.9%
毛利（亿元）	27.9	18.1	3.8	4.9	4.7	12.7	14.5
毛利率	37.0%	24.7%	8.2%	9.6%	11.0%	22.1%	23.1%
<b>农化</b>							
收入（亿元）	76.4	96.0	59.1	58.1	68.5	75.2	82.2
YOY		25.6%	-38.4%	-1.7%	17.9%	9.9%	9.3%
毛利（亿元）	16.8	30.0	9.7	7.1	7.3	9.3	11.5
毛利率	22.0%	31.2%	16.5%	12.2%	10.6%	12.4%	14.0%
<b>化工新材料</b>							
收入（亿元）	11.1	14.1	14.9	17.4	16.7	19.2	22.1
YOY		27.5%	5.6%	17.0%	-4.1%	15.0%	15.0%
毛利（亿元）	2.3	2.4	2.6	2.3	2.5	3.1	4.0
毛利率	20.4%	16.7%	17.3%	13.3%	15.0%	16.0%	18.0%
<b>其他</b>							
收入（亿元）	26.7	34.6	26.4	20.7	18.6	18.6	18.6
毛利（亿元）	1.5	2.7	2.3	2.0	1.7	1.7	1.7
毛利率	5.7%	7.7%	8.5%	9.5%	9.0%	9.0%	9.0%
<b>合计</b>							
总收入（亿元）	189.8	218.0	146.3	146.7	146.9	170.6	185.6
YOY		14.9%	-32.9%	0.2%	0.2%	16.1%	8.8%
毛利（亿元）	48.6	53.1	18.3	16.2	16.2	26.8	31.7
毛利率	25.6%	24.3%	12.5%	11.1%	11.0%	15.7%	17.1%
<b>费用假设</b>							
销售费用率	1.3%	1.2%	2.1%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用率	3.2%	3.0%	4.3%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用率	3.0%	3.6%	4.1%	3.9%	3.4%	3.5%	3.6%
归母净利润（亿元）	26.5	29.6	1.4	0.5	1.1	6.4	9.1
YOY		11.3%	-95.3%	-63.3%	113.3%	484.4%	41.7%

来源：同花顺、国金证券研究所

## 4.2 投资建议及估值

- 公司为国内有机硅和草甘膦的双龙头，在反内卷背景下产品价格有望底部向上，进一步带动公司业绩实现修复。基于以上假设，我们预测 2025-2027 年公司的归母净利润分别为 1.1、6.4、9.1 亿元。选取国内有机硅、草甘膦行业的龙头企业合盛硅业、兴发集团和江山股份，以及同样布局了电子级硅基材料的三孚股份、布局了液冷硅油的润禾材料作为可比公司，2026 年可比公司的 PE 中位数为 30.52，平均数为 31.29。考虑到公司产业链布局完善且业绩有望底部反转，因此我们给予公司 2026 年 30 倍的 PE，目标价 14.24 元。首次覆盖，给予“增持”评级。


**图表72：可比公司估值比较**

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE				
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
603260.SH	合盛硅业	577	26.2	17.4	4.3	18.9	26.0	22.00	33.16	133.21	30.52	22.22
600141.SH	兴发集团	442	13.8	16.0	18.6	22.4	26.4	32.09	27.63	23.75	19.74	16.74
603938.SH	三孚股份	101	2.0		0.8	1.9	2.1	51.45	157.66	118.31	52.86	47.78
300727.SZ	润禾材料	65	0.8	1.0	1.3	1.7	2.2	79.50	67.91	50.27	39.37	30.40
600389.SH	江山股份	111	2.8	2.2	6.2	7.9	9.7	39.15	49.36	17.81	13.94	11.45
中位数								39.15	49.36	50.27	30.52	22.22
平均数								44.84	67.14	68.67	31.29	25.72
600596.SH	新安股份	173	1.4	0.5	1.1	6.4	9.1	123.58	337.09	158.05	27.05	19.09

来源：同花顺、国金证券研究所（数据截至 2026 年 2 月 12 日收盘）

## 五、风险提示

- 1、原料价格大幅波动：主要原材料工业硅、甘氨酸、黄磷等价格如果出现大幅波动，公司可能无法将原材料成本的上涨全部及时地转移给下游客户，那么会对公司的盈利水平带来影响。
- 2、新产能释放低于预期：公司目前在建项目若受到不可抗力的因素影响，投产进度可能不及预期，将对公司的收入造成影响。
- 3、行业景气修复不及预期：公司主要产品有机硅、草甘膦需求端受新能源、农业等多个下游行业影响，供给端仍有部分新增产能在建，若行业需求支撑不及预期或供给投放超预期，可能导致行业景气回落。
- 4、安全环保政策收紧：环保标准日趋严格，可能会对公司降低能源消耗、减少污染排放提出更高要求，可能需要支付更高的节能环保费用。
- 5、汇率大幅波动：目前公司 30%左右的产品销售收入源于海外市场，若人民币汇率大幅波动可能对公司收入和利润造成影响。



## 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	21,803	14,631	14,665	14,694	17,060	18,558
增长率		-32.9%	0.2%	0.2%	16.1%	8.8%
主营业务成本	-16,497	-12,797	-13,042	-13,075	-14,385	-15,390
%销售收入	75.7%	87.5%	88.9%	89.0%	84.3%	82.9%
毛利	5,306	1,835	1,623	1,619	2,675	3,168
%销售收入	24.3%	12.5%	11.1%	11.0%	15.7%	17.1%
营业税金及附加	-103	-80	-81	-81	-94	-102
%销售收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-272	-303	-305	-367	-427	-464
%销售收入	1.2%	2.1%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-654	-635	-635	-588	-682	-742
%销售收入	3.0%	4.3%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	-783	-605	-575	-500	-597	-668
%销售收入	3.6%	4.1%	3.9%	3.4%	3.5%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	3,494	212	27	83	875	1,191
%销售收入	16.0%	1.4%	0.2%	0.6%	5.1%	6.4%
财务费用	82	60	43	-74	-86	-88
%销售收入	-0.4%	-0.4%	-0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-172	-47	-80	0	0	0
公允价值变动收益	-7	3	-4	0	0	0
投资收益	49	-17	-11	0	0	0
%税前利润	1.4%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	3,530	343	159	164	789	1,103
营业利润率	16.2%	2.3%	1.1%	1.1%	4.6%	5.9%
营业外收支	-57	-33	-38	0	0	0
税前利润	3,473	309	121	164	789	1,103
利润率	15.9%	2.1%	0.8%	1.1%	4.6%	5.9%
所得税	-449	-134	-63	-25	-118	-166
所得税率	12.9%	43.5%	51.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	3,024	175	59	140	671	938
少数股东损益	70	34	7	30	30	30
归属于母公司的净利润	2,955	140	51	110	641	908
净利率	13.6%	1.0%	0.4%	0.7%	3.8%	4.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,024	175	59	140	671	938
少数股东损益	70	34	7	30	30	30
非现金支出	777	691	841	762	851	921
非经营收益	-102	96	12	40	115	120
营运资金变动	-793	-683	-365	29	36	-6
经营活动现金净流	2,906	279	547	971	1,674	1,972
资本开支	-1,351	-1,468	-1,548	-1,069	-1,000	-900
投资	192	-208	-259	1	0	0
其他	55	186	167	0	0	0
投资活动现金净流	-1,105	-1,489	-1,639	-1,067	-1,000	-900
股权募资	15	1,973	17	0	0	0
债权募资	-115	1,080	-215	373	-16	-379
其他	-539	-1,026	-463	-298	-371	-483
筹资活动现金净流	-640	2,026	-661	75	-387	-862
现金净流量	1,228	853	-1,725	-21	286	210

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,571	4,266	2,521	2,497	2,781	2,990
应收账款	2,446	2,160	2,301	2,931	3,403	3,702
存货	2,663	2,582	2,916	2,364	2,522	2,699
其他流动资产	455	538	673	632	655	674
流动资产	9,136	9,546	8,411	8,424	9,362	10,064
%总资产	47.5%	43.8%	37.2%	36.6%	38.9%	40.7%
长期投资	1,572	1,485	1,436	1,434	1,434	1,434
固定资产	7,154	9,222	11,362	11,726	11,900	11,904
%总资产	37.2%	42.3%	50.2%	51.0%	49.4%	48.1%
无形资产	1,010	1,274	1,273	1,247	1,223	1,198
非流动资产	10,109	12,272	14,201	14,565	14,714	14,694
%总资产	52.5%	56.2%	62.8%	63.4%	61.1%	59.3%
资产总计	19,245	21,819	22,612	22,990	24,076	24,758
短期借款	632	1,004	852	1,625	1,609	1,230
应付款项	3,495	3,596	4,556	4,691	5,163	5,525
其他流动负债	953	836	963	895	1,113	1,238
流动负债	5,080	5,436	6,371	7,211	7,885	7,993
长期贷款	1,409	2,217	2,345	2,194	2,194	2,194
其他长期负债	223	254	286	31	29	28
负债	6,712	7,906	9,002	9,436	10,108	10,215
普通股股东权益	11,545	12,619	12,446	12,359	12,744	13,289
其中：股本	1,146	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350
未分配利润	9,086	8,341	8,138	8,113	8,497	9,042
少数股东权益	988	1,293	1,164	1,194	1,224	1,254
负债股东权益合计	19,245	21,819	22,612	22,990	24,076	24,758

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.579	0.104	0.038	0.081	0.475	0.673
每股净资产	10.077	9.350	9.222	9.158	9.443	9.846
每股经营现金净流	2.537	0.207	0.405	0.720	1.240	1.461
每股股利	0.750	0.100	0.100	0.100	0.190	0.269
回报率						
净资产收益率	25.59%	1.11%	0.41%	0.89%	5.03%	6.83%
总资产收益率	15.35%	0.64%	0.23%	0.48%	2.66%	3.67%
投入资本收益率	20.84%	0.70%	0.08%	0.41%	4.18%	5.63%
增长率						
主营业务收入增长率	14.89%	-32.89%	0.23%	0.19%	16.10%	8.78%
EBIT 增长率	4.01%	-93.94%	-87.48%	214.56%	948.68%	36.10%
净利润增长率	11.31%	-95.25%	-63.34%	113.28%	484.39%	41.70%
总资产增长率	11.90%	13.37%	3.64%	1.67%	4.73%	2.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.6	30.4	33.4	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	62.0	74.8	76.9	66.0	64.0	64.0
应付账款周转天数	46.6	65.6	81.3	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	84.8	158.8	170.7	176.9	151.8	133.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.35%	-7.66%	4.78%	9.57%	7.13%	2.81%
EBIT 利息保障倍数	-42.9	-3.5	-0.6	1.1	10.2	13.6
资产负债率	34.88%	36.24%	39.81%	41.04%	41.98%	41.26%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	4	16
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。





## 特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

### 上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

### 北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

### 深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究