



江瀚新材 (603281.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

硅烷龙头强者恒强，完善布局重回增长

投资逻辑：

公司为全球功能性硅烷龙头，产销规模持续扩张带动业绩增长。公司成立以来专注硅烷行业，目前已经构建起覆盖 14 个系列、200 多个品种的完整产业链，实现了从原料到产品的全闭环绿色循环生产。公司功能性硅烷产能为 15.2 万吨，2024 年产量为 11.8 万吨，参考 SAGSI 统计的行业数据计算，2024 年公司在国内产能占比接近 20%，产量占比达到 25%。目前公司在建的 3 万吨产能预计在 2026 年底投产，未来随着产能利用率提升和新产能放量，公司龙头地位进一步巩固的同时业绩也将重回增长期。

硅烷作为助剂材料用途广泛，产品价格具备向上空间。据 SAGSI 统计 2024 年全球硅烷消费量同比增长 20% 达到 63.4 万吨，我国消费量为 31.3 万吨；全球产能同比增长 11% 达到 103.2 万吨，我国产能同比增长 19% 达到 81.5 万吨，产量同比增长 26% 达到 46.9 万吨，我国作为硅烷核心产地，产能和产量占比分别为 79%、74%。在我国产能持续扩张和原料价格下跌的背景下行业景气回落，2023 年至今硅烷价格持续在低位震荡，3 月以来在原料价格上涨的背景下产品价格开始回升，公司产品涨价幅度普遍在 20-40%，考虑到海外冲突对原料价格影响具备持续性，我们预测 2026 年公司产品销售均价将提升至 1.95 万元/吨。

公司生产端具备规模和产品布局优势，销售端实现全球布局且客户粘性强。生产端公司依托规模优势和完善的产业链布局，相对同业实现了更高的销售均价和更稳定的盈利能力。销售端公司通过全球化布局，海外收入占比长期维持在 50% 以上，前五大客户收入占比稳定在 25-30%，优质客户和合理的销售结构帮助公司维持了较好的业绩稳定性。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2025-2027 年公司实现营业收入 19.5/27.1/30.9 亿元，同比-12%/+39%/+14%；归母净利润分别为 4.4/6.4/7.2 亿元，同比-27%/+45%/+13%，对应 EPS 为 1.174/1.708/1.929 元。公司为全球功能性硅烷龙头，在产品价格上涨背景下盈利能力将持续改善，叠加新产能逐渐放量将共同带动业绩重回增长期，我们给予公司 2026 年 25 倍的 PE，目标价 42.70 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

原料价格大幅波动、新产能释放低于预期、行业竞争加剧、安全环保政策收紧、汇率大幅波动、限售股解禁。

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)：32.91 元

目标价 (人民币)：42.70 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,277	2,216	1,946	2,712	3,085
营业收入增长率	-31.23%	-2.69%	-12.20%	39.39%	13.75%
归母净利润(百万元)	655	602	438	638	720
归母净利润增长率	-37.05%	-8.03%	-27.18%	45.43%	12.92%
摊薄每股收益(元)	1.754	1.613	1.174	1.708	1.929
每股经营性现金流净额	1.91	1.43	1.03	1.84	2.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.71%	12.17%	8.95%	11.83%	12.71%
P/E	18.77	20.41	28.02	19.27	17.06
P/B	2.57	2.48	2.51	2.28	2.17

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、硅烷产业链一体化布局，依托龙头优势穿越周期.....	5
1.1 规模持续扩张，产品不断丰富.....	5
1.2 业绩周期性波动，盈利稳定性较强.....	9
二、硅烷行业需求向好，国内企业话语权逐渐提升.....	12
2.1 功能性硅烷作为助剂材料用途广泛，需求持续增长.....	12
2.2 我国为核心产地，龙头企业兼具规模和产业链优势.....	15
2.3 价格复盘：产品价格仍位于历史相对底部.....	18
三、竞争优势：龙头地位稳固，产销端共筑护城河.....	19
3.1 生产端：兼具规模和产品布局优势.....	19
3.2 销售端：全球布局，客户稳定性强.....	20
四、盈利预测与投资建议.....	21
4.1 盈利预测.....	21
4.2 投资建议及估值.....	22
风险提示.....	23

图表目录

图表 1： 公司专注硅烷板块且持续完善产业链	5
图表 2： 公司产能规模持续扩大	6
图表 3： 公司产品种类丰富且下游应用广泛	7
图表 4： 公司销量规模持续增长（吨）	8
图表 5： 公司产品均价开始企稳（万元/吨）	8
图表 6： 功能性硅烷为公司核心收入来源	9
图表 7： 公司细分产品毛利率差异显著	9
图表 8： 公司的营业总收入有所回落（亿元）	10
图表 9： 公司的归母净利润波动较大（亿元）	10
图表 10： 公司的费用管理有所优化	10
图表 11： 公司的盈利能力稳定性较强	10
图表 12： 公司功能性硅烷收入规模领先同业（亿元）	10
图表 13： 公司功能性硅烷收入占比较高	10
图表 14： 公司归母净利润随行业一起回落（亿元）	11
图表 15： 公司归母净利润同比增速波动相对较小	11
图表 16： 公司的销售毛利率领先同业	11



图表 17: 公司的销售净利率领先同业	11
图表 18: 公司销售费用率相对同业较低	11
图表 19: 公司管理费用率相对同业较低	11
图表 20: 公司的存货周转率位于行业前列	12
图表 21: 公司的应收账款周转率位于行业中游	12
图表 22: 公司的资产负债率显著降低	12
图表 23: 公司的流动资产占比相对同业较高	12
图表 24: 功能性硅烷的生产工艺流程	13
图表 25: 全球功能性硅烷消费量持续增长 (万吨)	13
图表 26: 我国为功能性硅烷的主要消费地	13
图表 27: 功能性硅烷的下游消费市场结构有所变化	14
图表 28: 功能性硅烷在电子光电领域应用丰富	14
图表 29: 我国功能性硅烷进口量规模较小 (万吨)	15
图表 30: 我国功能性硅烷进口结构 (2024 年)	15
图表 31: 我国功能性硅烷出口量持续增长 (万吨)	15
图表 32: 我国功能性硅烷出口结构 (2024 年)	15
图表 33: 我国功能性硅烷产能持续扩大	16
图表 34: 我国功能性硅烷产量增速显著高于海外	16
图表 35: 我国功能性硅烷产能产量占比持续提升	16
图表 36: 我国功能性硅烷产能利用率长期低于海外	16
图表 37: 我国功能性硅烷细分品种生产结构变化 (按折纯量)	16
图表 38: 海外主要功能性硅烷生产企业	17
图表 39: 我国主要功能性硅烷企业产能统计	17
图表 40: 功能性硅烷价格在 2021 年期间暴涨暴跌后进入下行周期 (元/吨)	18
图表 41: 功能性硅烷华东市场价格近期小幅回暖 (元/吨)	18
图表 42: 我国功能性硅烷产能分布情况 (2024 年)	19
图表 43: 公司的功能性硅烷生产规模持续扩大	19
图表 44: 公司的功能性硅烷产能利用率较高	19
图表 45: 公司功能性硅烷销量规模领先 (万吨)	19
图表 46: 公司有机硅产品均价领先同业 (元/吨)	20
图表 47: 公司功能性硅烷销售毛利率相对较高	20
图表 48: 公司海外收入规模领先同业 (亿元)	20
图表 49: 公司海外收入占比显著领先同业	20
图表 50: 公司海外毛利率较高且相对稳定	20
图表 51: 公司国内毛利率相对同业仍然较高	20



图表 52: 公司前五大客户销售额规模领先 (亿元)	21
图表 53: 公司前五大客户销售额占比相对稳定.....	21
图表 54: 公司分板块盈利和费用假设	22
图表 55: 可比公司估值比较	23



一、硅烷产业链一体化布局，依托龙头优势穿越周期

1.1 规模持续扩张，产品不断丰富

- 公司深耕行业，专注硅烷产业延伸布局。公司进军硅烷领域以来，实现了功能性硅烷生产与完整产业链布局，产销规模不断扩大的同时也完成了技术积累与市场拓展。2017年沙市化工园获批并获评行业示范基地，2020年完成股份制改制并更名湖北江瀚新材料股份有限公司，随后启动上市进程，于2023年成功登陆上交所主板，成为国内功能性硅烷行业领军企业。上市后公司持续推进三期、四期项目建设，并且投产第二套三氯氢硅装置，构建起完整氯元素全循环体系，开启绿色发展新征程。

图表1：公司专注硅烷板块且持续完善产业链

时间	关键事件	备注
1995	进军硅烷领域	公司前身战略决策进入硅烷领域，开始生产硅烷中间体氯丙基三氯硅烷。
1998	公司设立	完成改制，成为民营有限责任公司。
1999	工艺全面升级并扩大产能	完成氯丙基三氯硅烷工艺全面升级，产能扩大至5000吨/年。
2001	引入合作，增产扩能	武大新材以资金和技术入股，成为第一大股东；产能增加至8000吨/年，并通过SGS的ISO 9001:2000认证。
2002	扩展硅烷产业链	开始生产功能性硅烷，参股生产三氯氢硅，实现完整产业链。
2003	引入多名高端人才	引入多名年轻博士、硕士进入管理层，重构销售团队，拓展外贸业务，年销售额突破4000万元。
2005	新厂区增地扩能	公司新址增地扩能，生产装置部分落地新厂区，全年销售额突破8000万元。
2007	新厂区扩建，开始自主研发	新厂区扩建10万平米，新建成的四个车间投产，副产品处理装置和污水处理站投产运行，各类硅烷总产能扩大至18000吨/年，实现全年销售额1.98亿元，同时公司组建研发团队，购置先进分析仪器和科研设备，走上自主研发道路。
2008	逆势增长	销售逆势增长，年销售额2.43亿元，同时将各类硅烷总产能扩大至36000吨/年。
2010	二期项目动工	一期项目150亩建设完成后，二期项目规划171亩完成立项并动工。
2012	销售部整合	重塑覆盖全球销售网络，年销售额突破5亿元。
2014	通过TS16949体系认证	获得汽车行业质量管理体系认证
2017	沙市化工园获批	以公司厂区为主体的沙市化工园正式挂牌成立，公司被氯硅工业协会认定为“中国氯硅行业功能硅烷产业化示范基地”。
2018	完成三期项目规划	三期项目141亩土地完成规划，并于当年开工建设。
2020	完成股份制改制	更名为“湖北江瀚新材料股份有限公司”，完成股份制改制，开始筹划上市工作。
2021	提交上市申报	当年9月向证监会提交上市申报材料；通过中国海关AEO高级认证。
2022	通过上市审核	当年9月通过证监会发审会审核。
2023	登陆上交所主板	成为市值逾百亿元的国内功能性硅烷行业领军企业
2024	四期项目动工	新办公园区全面建成，三期项目投入试生产，四期项目完成规划并开工建设。
2025	开启绿色新征程	第二套年产6万吨三氯氢硅装置投产，形成完整氯元素全循环体系。

来源：公司官网、国金证券研究所

- 公司产品种类丰富且产能规模持续扩张。自成立以来公司规划建设了6个项目，目前已经有5个项目完成建设，硅基新材料绿色循环产业园项目仍然在建。从产品布局来看，公司最早期的硅烷偶联剂生产基地项目产品为单氨基硅烷和含硫硅烷，绿色硅烷偶联剂项目新增了双氨基硅烷、乙烯基硅烷和辛基硅烷，有机硅烷偶联剂建设项目新增丙基硅烷、烷基硅烷、酰基硅烷、环氧基硅烷、苯基硅烷和硅烷交联剂，6万吨/年三氯氢硅及5.2万吨/年绿色硅烷项目增加了固态含硫硅烷、硅烷低聚物系列产品和特种硅烷复配物系列，随着该项目建设完成公司基本实现多个细分产品的完善布局，并且产能规模从最开始的2000吨提升至9.2万吨，随着功能性硅烷偶联剂及中间体建设项目在2024年底完工，公司总产能提升至15.2万吨，目前在建项目功能性硅烷总产能3万吨，预计将于2026年12月建成投产。



图表2: 公司产能规模持续扩大

产品产能	公司项目产能 (吨)						合计
	硅烷偶联剂生产基地项目	年产 8000 吨绿色硅烷偶联剂项目	有机硅烷偶联剂建设项目	6 万吨/年三氯氢硅及 5.2 万吨/年绿色硅烷项目	功能性硅烷偶联剂及中间体建设项目	硅基新材料绿色循环产业园	
JH-A110 (单氨基硅烷)	1000	2000		5000	5000	10000	23000
JH-A112 (双氨基硅烷)		3000		2000			5000
JH-V171 (乙烯基硅烷)			3000			10000	13000
JH-V172 (乙烯基硅烷)		2000					2000
JH-N313 (丙基硅烷)			2000	4000	5000		11000
JH-N308 (辛基硅烷)		1000		2000			3000
JH-T28 (烷基硅烷)				8000	20000		28000
JH-T40 (烷基硅烷)			3500				3500
JH-0174 (酰基硅烷)			2000	5000	5000		12000
JH-0187 (环氧基硅烷)			2000	5000	5000	10000	22000
JH-N610 (苯基硅烷)			2000				2000
JH-Si69 (含硫硅烷)	1000		14000				15000
JH-S69 (固态含硫硅烷)				15000	20000		35000
JH-PTAS (硅烷交联剂)			1500				1500
JH-NP31 (硅烷低聚物系列产品)				2000			2000
JH-A11231 (特种硅烷复配物系列)				4000			4000
合计	2000	8000	30000	52000	60000	30000	182000
累计产能/备注	2000	10000	40000	92000	152000	在建	

来源: 公司环评报告、国金证券研究所

- 公司作为功能性硅烷行业的领军企业, 构建了完善的产品矩阵。公司产品体系覆盖含硫硅烷、单氨基硅烷、双氨基硅烷、辛基硅烷、酰基硅烷、环氧硅烷、烷基硅烷、乙烯基硅烷等多个大类别, 品种丰富且性能差异化显著, 可精准适配多元下游需求。在应用场景上, 公司产品深度渗透轮胎、橡胶工业、填料、树脂、玻纤、胶粘剂、涂料油墨、电缆、工程改性塑料、防水及桥梁建筑等核心领域, 其中含硫硅烷类产品是绿色轮胎制造的关键助剂, 能显著提升橡胶性能; 氨基硅烷类主打填料与玻纤表面改性, 增强材料复合强度; 环氧硅烷、酰基硅烷等则广泛应用于胶粘剂、涂料的性能优化;



辛基硅烷适用于防水与基建粉体处理，烷基硅烷可配套气溶胶、硅橡胶等多元场景。客户层面，在轮胎领域与米其林、倍耐力、固特异等国际知名轮胎厂商深度合作；在复合材料、胶粘剂领域服务赢创、迈图、汉高、回天新材、硅宝科技等行业标杆企业，形成全球头部企业+行业细分龙头的优质客户格局。

图表3: 公司产品种类丰富且下游应用广泛

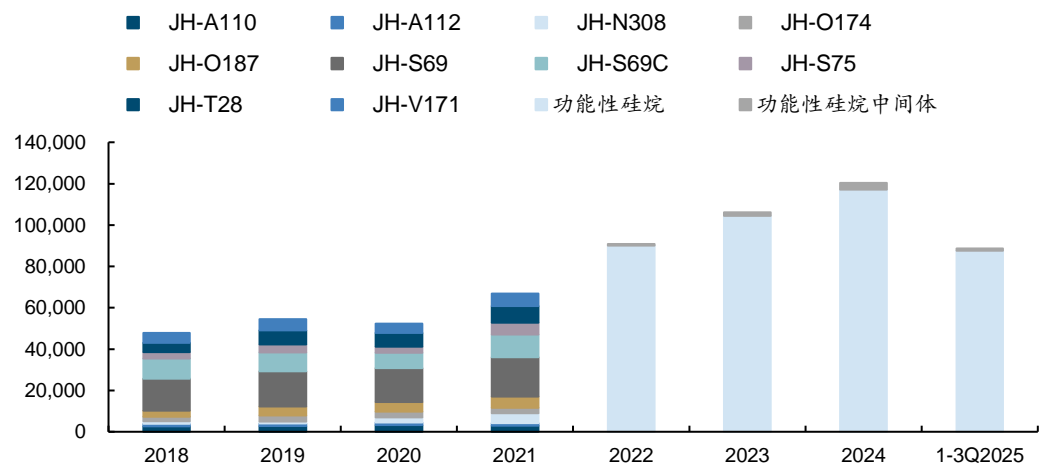
产品种类	产品名称	核心性能	下游市场	主要客户
含硫硅烷	JH-S69	提高橡胶的弹性模量和抗拉强度，改善橡胶的耐磨性能和压缩性能，同时降低橡胶粘度	轮胎领域	米其林、倍耐力、固特异等全球知名大型轮胎厂商
	JH-S69C	与 JH-S69 功能相同，应用更方便（为 JH-S69 与炭黑的混合物）	轮胎领域	
	JH-S75	提高橡胶的弹性模量和抗拉强度，改善橡胶的耐磨性能和压缩性能，同时降低橡胶粘度	橡胶工业，轮胎领域	
单氨基硅烷	JH-A110	增强偶联有机高分子和无机填料的粘结性，提高产品的机械、电气、耐水、抗老化等性能	填料、树脂、玻纤、胶粘剂等	回天新材、郑州中原思蓝德高科、硅宝科技等
双氨基硅烷	JH-A112	改善聚合体的各种物理机械性能、电气性能、耐水性、耐老化性等	玻璃纤维、密封胶、工程改性塑料等	主要通过经销商销售，直销客户包括赢创、迈图、回天新材等
辛基硅烷	JH-N308	改变硅石表面并且降低其粘度，并提高含沉淀硅土填料的橡胶混合物的处理性能	防水、粉体表面处理，也用于轮胎、高速公路、桥梁建筑等行业	德国赢创、美利肯等全球知名企业
酰基硅烷	JH-0174	提高复合材料机械性能、电气性能、透光性能	油墨涂料、复合材料、胶粘剂、玻纤、树脂等	主要通过经销商销售，直销客户包括人造石英石装饰材料企业广东中旗新材料、人造大理石企业西班牙科森迪诺等
环氧基硅烷	JH-0187	改善有机材料和无机材料表面的粘接性能，从而提高复合材料的机械强度、电气性能	玻璃钢中的玻璃纤维、塑料、橡胶、油漆、涂料中的硅质填料等材料的处理	汉高化学、回天新材等胶粘剂行业知名企业
烷基硅烷	JH-T28	-	气溶胶、油墨涂料、树脂、胶粘剂、硅橡胶等	催化剂企业中触媒、涂料企业治建新材料、隔热材料企业广东埃力生高新科技等
乙烯基硅烷	JH-V171	优异的抗压力裂解性、记忆性、耐磨性和抗冲击性，可提高玻璃纤维、无机填料和对乙烯基反应的树脂之间的亲合力	电缆、玻璃纤维、涂料等	境内浙江万马、上海保立佳化工等，境外通过经销商向下游电缆、涂料企业销售

来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司产品销量持续增长但产品均价有所回落。销售端来看，公司披露的 10 种功能性硅烷产品合计销量从 2018 年的 4.8 万吨增长至 2021 年的 6.7 万吨，其中 JH-N308、JH-S75、JH-0187、JH-T28 等销量增幅显著；2022 年开始新口径统计下的功能性硅烷销量持续增长，从 9 万吨增长至 2024 年的 11.7 万吨，截至 2025 年前三季度销量为 8.8 万吨。目前产品价格处于涨后回落的阶段，多数产品均价在 2018-2020 年持续下行，2021 年虽阶段性上涨至高位后 2022 年整体进入回落通道，功能性硅烷整体均价从 2021 年约 3.6 万元/吨逐步降至 2025 年前三季度的 1.6 万元/吨。

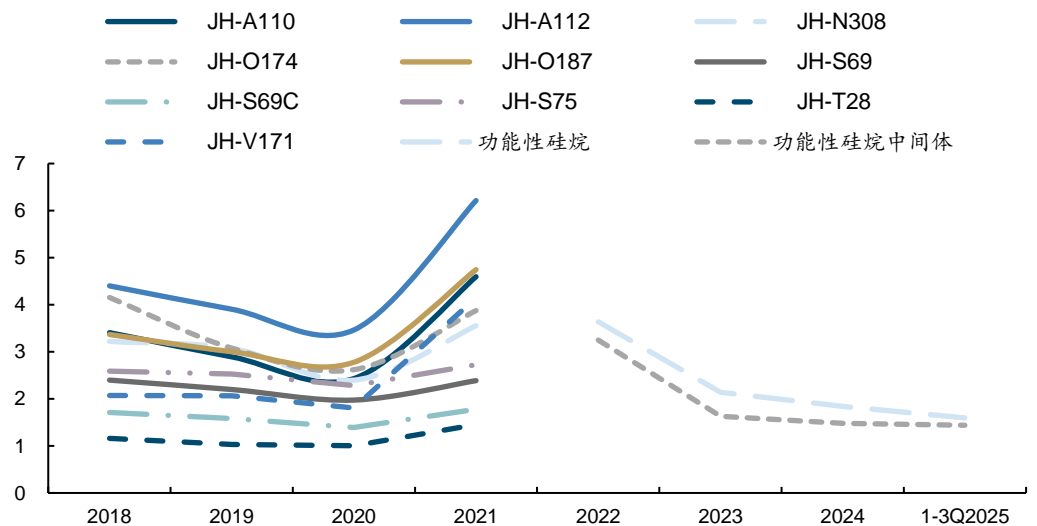


图表4：公司销量规模持续增长（吨）



来源：同花顺、国金证券研究所

图表5：公司产品均价开始企稳（万元/吨）

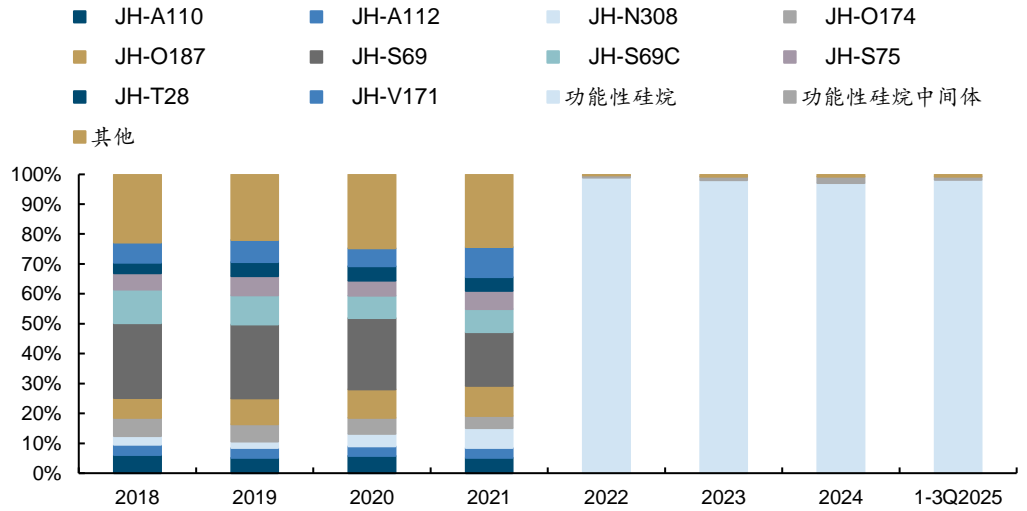


来源：同花顺、国金证券研究所

- 公司的核心收入来源为功能性硅烷，随着产品结构优化盈利能力稳定性提升。从收入结构看，公司的功能性硅烷收入占比近几年都维持在 98%左右，从历史披露的细分产品来看，其中含硫硅烷系列（JH-S69、JH-S69C、JH-S75）长期为第一大收入板块，但随着氨基硅烷系列及辛基、环氧等其他功能性硅烷产品逐渐放量，含硫硅烷的收入占比从 2018 年的 42%降低至 2021 年的 32%。从盈利情况看，公司细分产品毛利率差异显著，且单一产品的毛利率波动较大，部分产品曾出现阶段性亏损，公司通过丰富产品布局实现了盈利质量持续优化，整体功能性硅烷毛利率企稳于 30-40%，抗周期波动能力也有所增强。

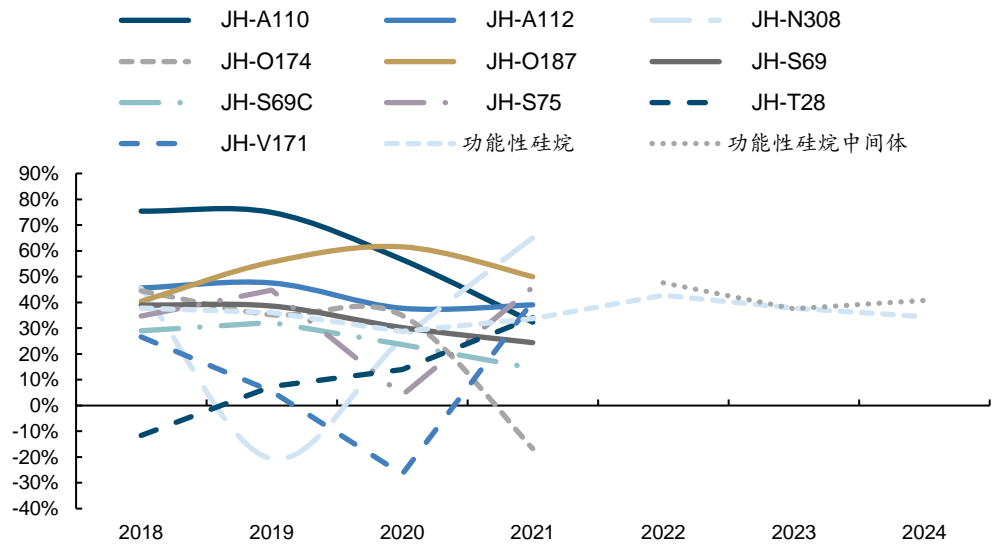


图表6: 功能性硅烷为公司核心收入来源



来源: 同花顺、国金证券研究所

图表7: 公司细分产品毛利率差异显著



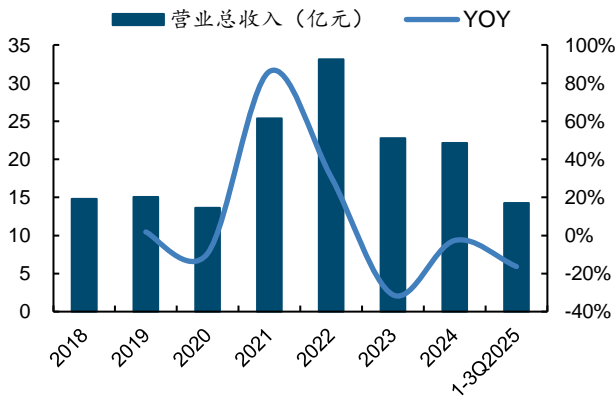
来源: 同花顺、国金证券研究所

1.2 业绩周期性波动，盈利稳定性较强

- 公司业绩呈现出周期性波动，利润阶段性承压。回顾公司的历史业绩情况，可以发现公司的收入和利润在 2020-2022 年期间显著增长，收入从 14 亿增长至 33 亿，归母净利润从 3.1 亿增长至 10.4 亿，销售毛利率从 33.9% 提升至 42.7%，销售净利率从 22.8% 提升至 31.4%。2023 年开始虽然公司产品销量仍在继续增长，但随着产品价格下跌收入和利润也都开始下滑，2025 年前三季度公司营业收入同比下滑 16.4% 至 14 亿元，归母净利润同比下滑 29.5% 至 3.2 亿元，销售毛利率和销售净利率分别下滑至 28.4%、22.6%。

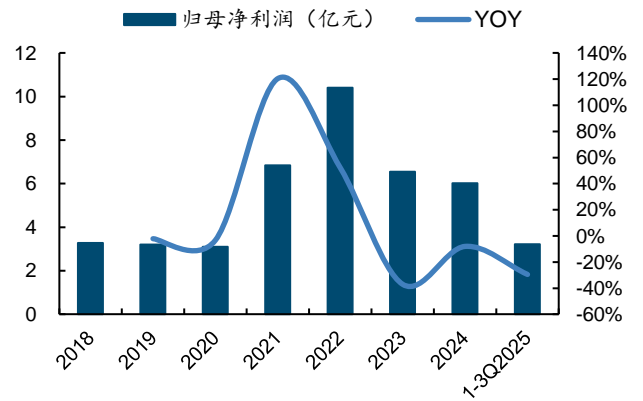


图表8: 公司的营业总收入有所回落 (亿元)



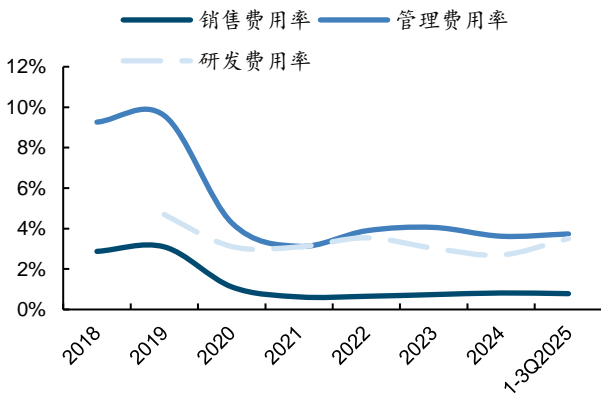
来源: 同花顺、国金证券研究所

图表9: 公司的归母净利润波动较大 (亿元)



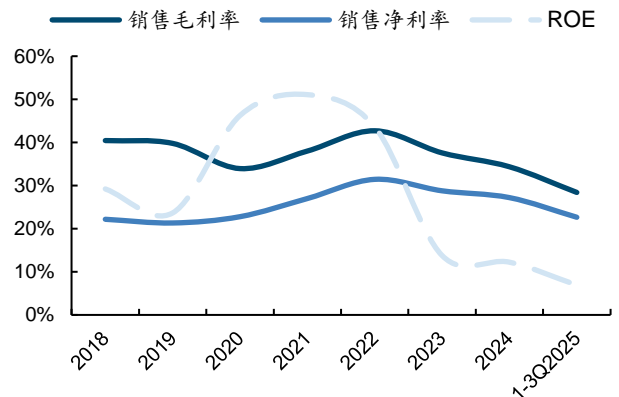
来源: 同花顺、国金证券研究所

图表10: 公司的费用管理有所优化



来源: 同花顺、国金证券研究所

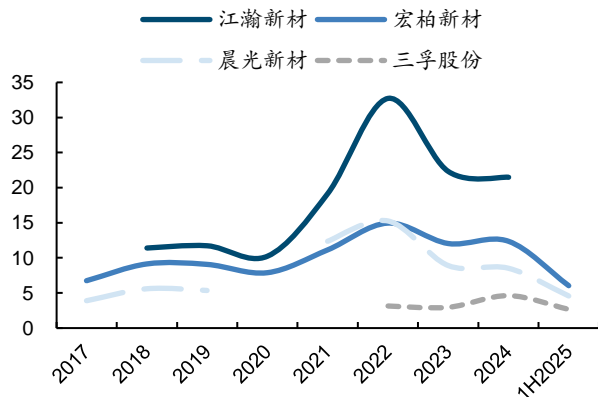
图表11: 公司的盈利能力稳定性较强



来源: 同花顺、国金证券研究所

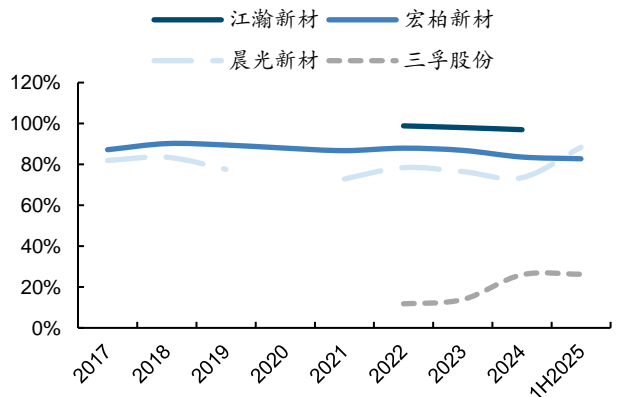
■ 公司收入和利润规模领先同业，业绩韧性相对更强。公司专注功能性硅烷产业链，选取同样主要生产功能性硅烷产品的宏柏新材、晨光新材和三孚股份进行对比。考虑的功能性硅烷属于有机硅产业链，景气变化和有机硅的周期波动有较强的关联性，这些公司的收入普遍在 2021-2022 年期间出现显著增长后开始回落，归母净利润在 2021 年实现高速增长并且在 2022 年见顶然后开始震荡回落，随着有机硅行业在供需失衡背景下进入下行周期，功能性硅烷板块业绩也持续承压，公司作为龙头企业的业绩波动幅度相对同业更为平缓。

图表12: 公司功能性硅烷收入规模领先同业 (亿元)



来源: 同花顺、国金证券研究所

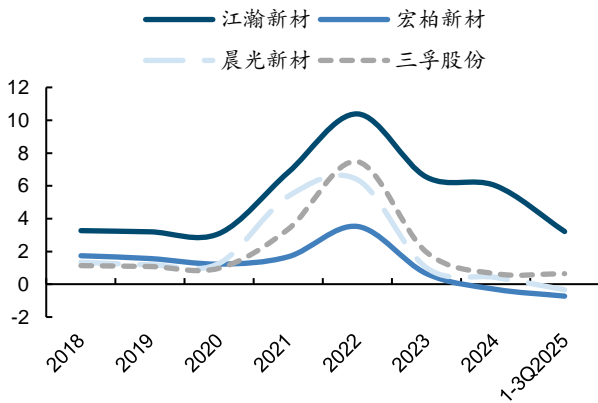
图表13: 公司功能性硅烷收入占比较高



来源: 同花顺、国金证券研究所

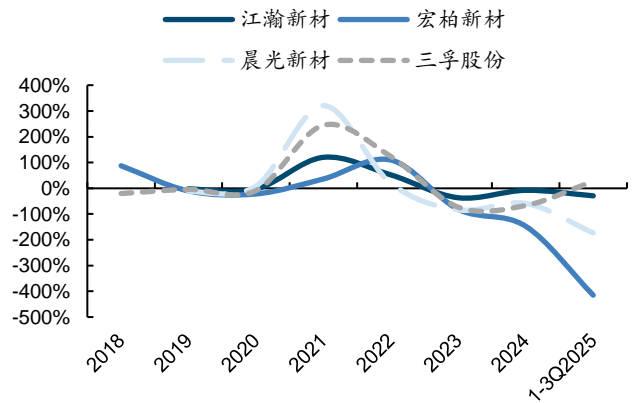


图表14: 公司归母净利润随行业一起回落 (亿元)



来源: 同花顺、国金证券研究所

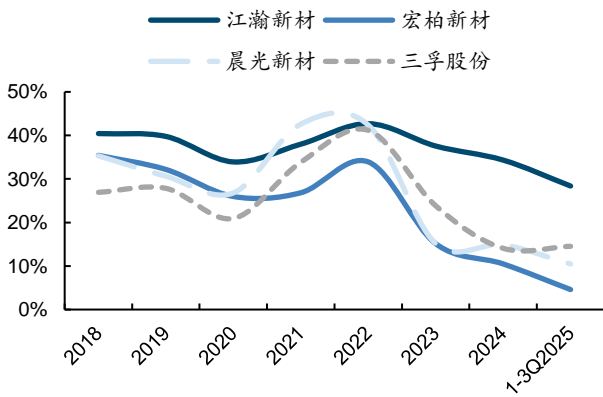
图表15: 公司归母净利润同比增速波动相对较小



来源: 同花顺、国金证券研究所

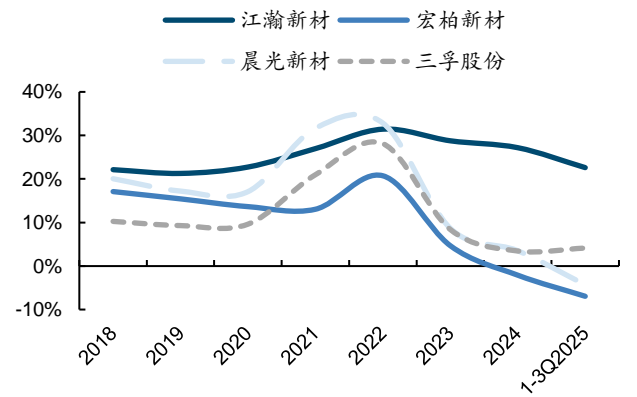
■ 公司盈利能力稳定性较好, 费用管理能力持续优化。公司作为龙头企业的盈利能力和稳定性均优于同业, 整体行业盈利趋势在 2018-2020 年期间小幅回落, 2020-2022 年期间持续回升, 然后开始震荡下行至今, 公司销售毛利率基本维持在 30-40% 的区间, 销售净利率基本维持在 20-30% 的区间, 下行周期中公司的抗风险能力得到体现, 自 2023 年开始公司销售毛利率比同行高 13pct 以上, 销售净利率比同行高 18pct 以上。从费用支出表现来看, 公司的销售费用率和费用率均相对同行较低, 2021 年至今公司销售费用率维持在 0.8% 以下; 公司的管理费用率在行业内也相对偏低, 近几年基本维持在 4% 以下。

图表16: 公司的销售毛利率领先同业



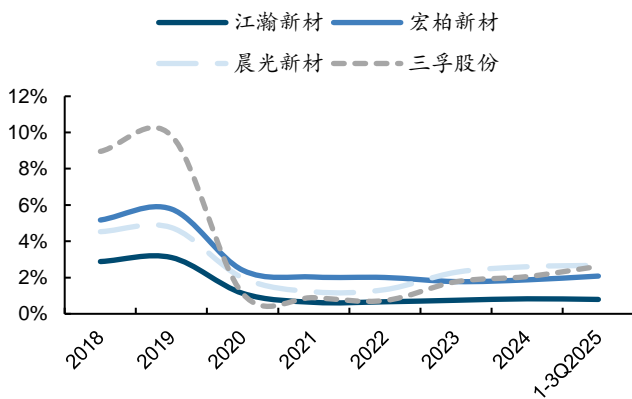
来源: 同花顺、国金证券研究所

图表17: 公司的销售净利率领先同业



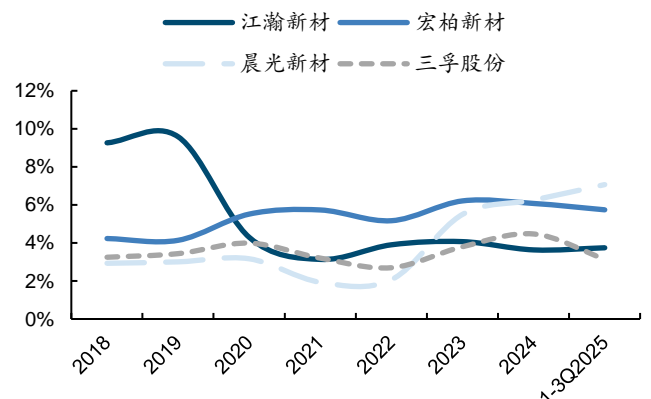
来源: 同花顺、国金证券研究所

图表18: 公司销售费用率相对同业较低



来源: 同花顺、国金证券研究所

图表19: 公司管理费用率相对同业较低



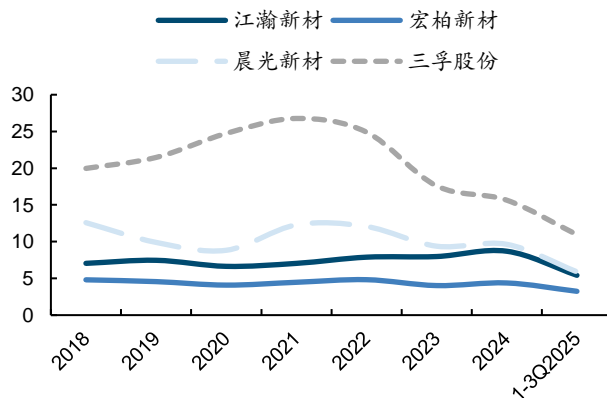
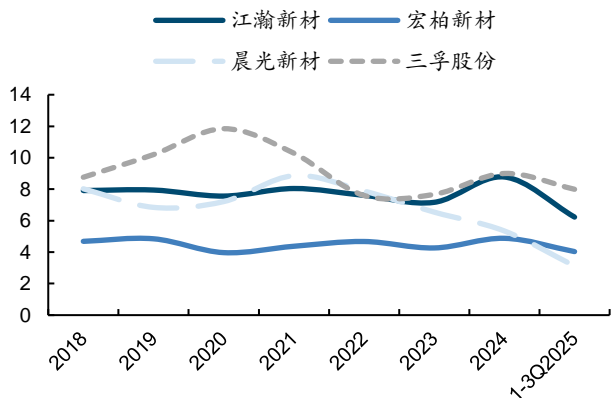
来源: 同花顺、国金证券研究所



■ 公司营运周转能力稳健，资产结构显著优化。从营运效率维度看，公司存货周转率持续位居行业前列，而应收账款周转率处于行业中游水平，整体营运周转能力较好但仍有优化空间。从资产负债结构维度看，公司资产负债率呈显著下行趋势，从2020年高点时的39%一度降低至10%以下，近年维持在行业较低区间，财务稳健性与抗风险能力大幅提升；同时流动资产占比长期高于同业均值，流动资产占比多数时间维持在80%以上，短期偿债能力与资金弹性较强，能够更好应对行业周期波动与突发经营需求，保障经营活动的持续稳定。

图表20: 公司的存货周转率位于行业前列

图表21: 公司的应收账款周转率位于行业中游

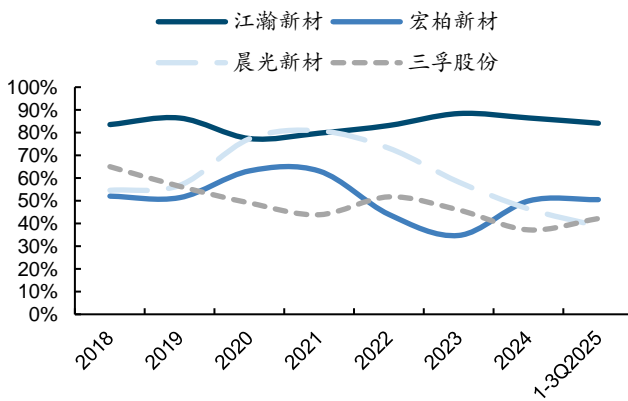
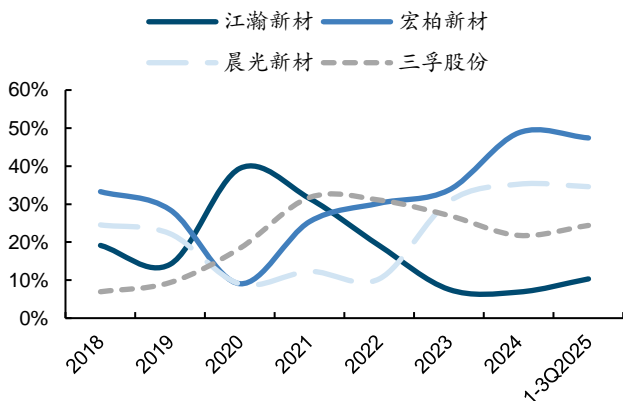


来源: 同花顺、国金证券研究所

来源: 同花顺、国金证券研究所

图表22: 公司的资产负债率显著降低

图表23: 公司的流动资产占比相对同业较高



来源: 同花顺、国金证券研究所

来源: 同花顺、国金证券研究所

二、硅烷行业需求向好，国内企业话语权逐渐提升

2.1 功能性硅烷作为助剂材料用途广泛，需求持续增长

■ 功能性硅烷与硅橡胶、硅油及硅树脂并称为有机硅材料四大门类。从结构上来说，通常将主链为-Si-O-C-结构的有机硅小分子统称为功能性硅烷。硅烷上游为化工原料制造业，主要包括硅块、三氯氢硅、氯丙烯、无水乙醇等常见的化工原料；其下游应用领域跨度非常广，包括橡胶制品、建筑、纺织、汽车、皮革、造纸、涂料、医药医疗等行业。从功能上来看，功能性硅烷多为杂交结构，多数产品在同一个分子中同时含极性和非极性两类官能团。功能性硅烷通式为RSiX₃，其中R代表氨基、乙烯基、环氧基及甲基丙乙烯酰氧基等基团，此类基团容易和有机聚合物中的官能团反应，从而使硅烷和有机聚合物链接。X代表能够水解的基团，如卤素、烷氧基、酰氧基等，用以改善聚合物与无机物实际粘接强度。功能性硅烷按用途可分为硅烷偶联剂和硅烷交联剂两大类。

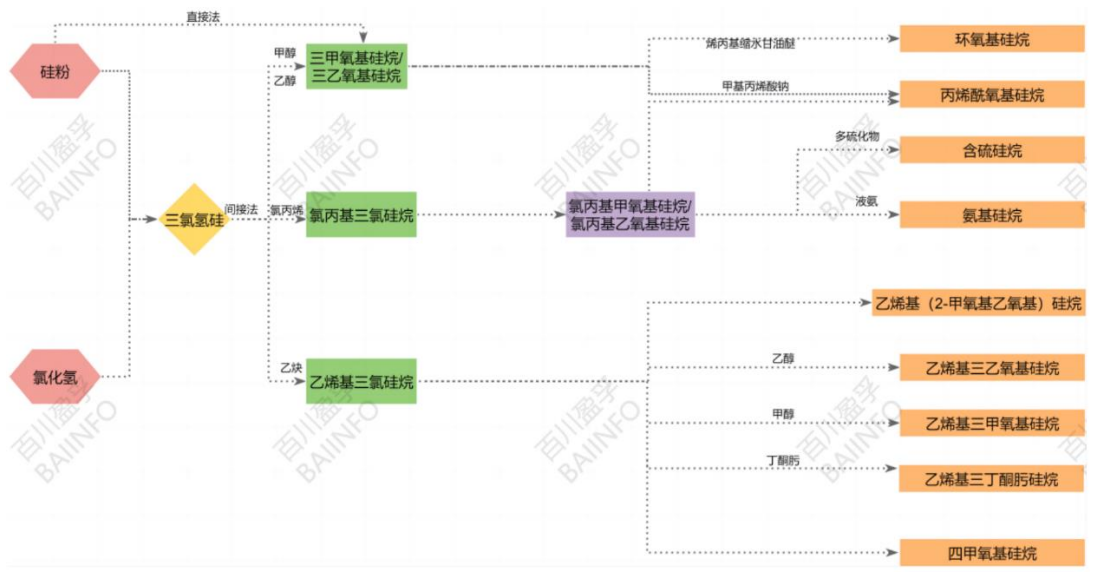
1) 硅烷偶联剂：是一类分子中同时含有两种不同化学性质的有机硅化合物，用以改善聚合物与无机物实际粘接强度，这既可能是指真正粘接力的提高，也可能是指浸润性、流变性和其它操作性能的改进。偶联剂还能对界面区域产生改性作用，以增强有



机相与无机相的边界层。通过使用硅烷偶联剂，可在无机物质和有机物质的界面之间架起“分子桥”，把两种性质悬殊的材料连接在一起，形成有机基体-硅烷偶联剂-无机基体的结合层，提高复合材料的性能和增加粘接强度。硅烷偶联剂广泛运用于胶黏剂、涂料和油墨、橡胶、铸造、玻璃纤维、电缆、纺织、塑料、填料、表面处理等行业。常见的硅烷偶联剂如：含硫硅烷、氨基硅烷、乙烯基硅烷、环氧基硅烷、甲基丙烯酰氧基硅烷等。

2) 硅烷交联剂：是指含两个或两个以上硅官能团的硅烷，能在线型分子间起架桥作用，从而使多个线型分子或轻度支链型大分子、高分子相互键合交联成三维网状结构，促进或调解聚合物分子链间共价键或离子键的形成。交联剂是单组分室温硫化硅橡胶的核心部分，是决定产品交联机理和分类命名的基础。根据缩合反应产物的不同，可以把单组分室温硫化硅橡胶分为脱酸型、脱酮肟型、脱醇型、脱胺型、脱酰胺型、脱丙酮型等不同类型。

图表24：功能性硅烷的生产工艺流程

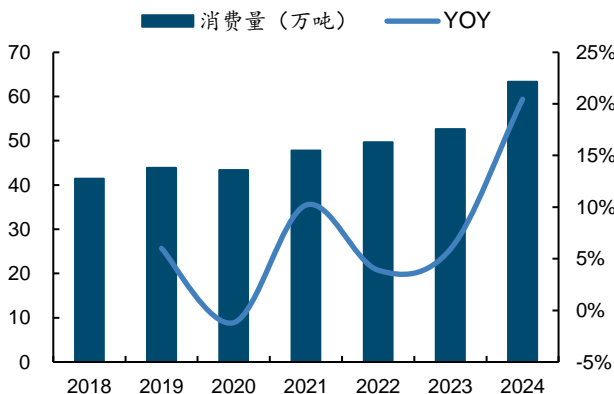


来源：百川盈孚、国金证券研究所

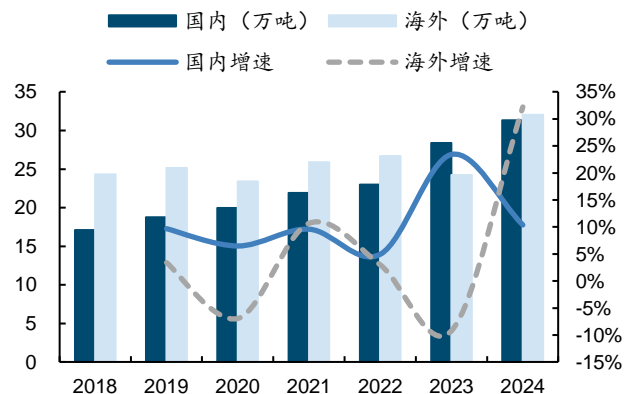
- 功能性硅烷全球需求不断增长，我国在全球消费市场的重要性持续提升。2018-2024年全球功能性硅烷消费量呈持续增长态势，规模从40万吨出头提升至63万吨，年均复合增速为7.3%，其中2024年同比增速跃升至约20%；我国作为全球主要消费地，国内消费量从2018年的17万吨增长至2024年的31万吨，长期保持稳健正增长状态，年均复合增速超过10%；海外需求在经历波动调整后于2024年大幅反弹至32万吨，2018-2024期间的年均复合增速为5%。内外需共振向上共同推动全球功能性硅烷需求持续增长，其中我国消费增速相对海外更快，消费占比也从2018年的41%提升至2024年的49%。

图表25：全球功能性硅烷消费量持续增长（万吨）

图表26：我国为功能性硅烷的主要消费地



来源：ACMI/SAGSI/CAFSI、国金证券研究所

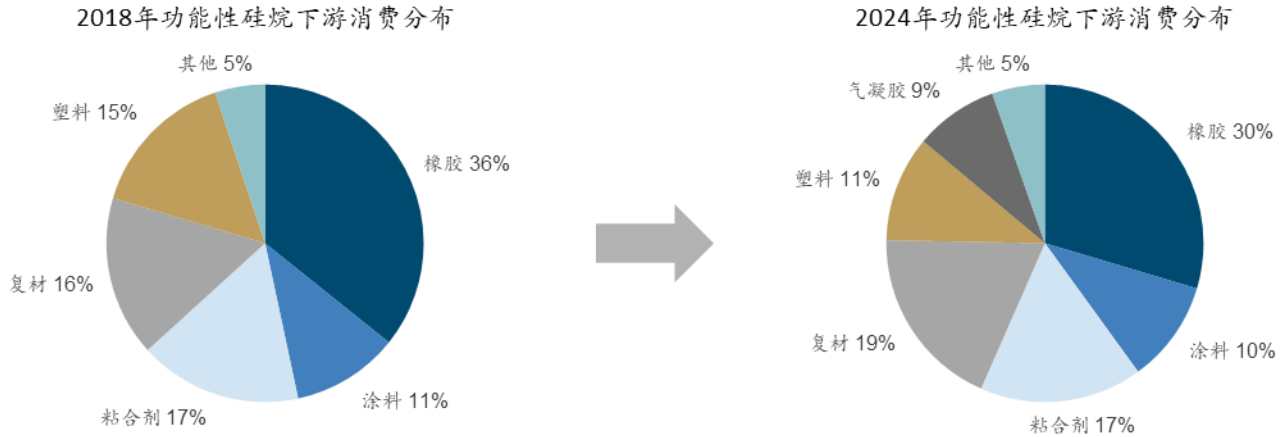


来源：ACMI/SAGSI/CAFSI、国金证券研究所



- 功能性硅烷作为助剂材料终端覆盖广泛，在电子光电等新领域中应用丰富。从下游消费结构的变化来看，橡胶虽然消费占比下滑但仍然是最大应用领域，复材占比由 16% 提升至 19%，其他领域占比从 5% 提升至 14%，反映出新兴细分领域需求的显著增长。在电子光电领域中，功能性硅烷的核心价值体现在增强界面粘接、提高机械性能、改善耐环境性、优化电气性能和实现功能化等，虽然用量不大，但却是实现高性能、高可靠性电子器件的关键材料。随着电子器件向更高性能、更小尺寸、更柔性化发展，对界面材料的要求也越来越高，功能性硅烷的重要性也将持续提升。

图表27：功能性硅烷的下游消费市场结构有所变化



来源：ACMI/SAGSI/CAFSI、国金证券研究所

图表28：功能性硅烷在电子光电领域应用丰富

应用领域	应用场景	所用硅烷类型	核心作用
半导体封装与制造	芯片粘接	氨基硅烷、环氧基硅烷	极大地提高环氧树脂与芯片背面以及引线框架之间的粘接强度。这能有效防止在热循环过程中因热膨胀系数不匹配而导致的界面开裂和脱层，提高封装可靠性。
	塑封料	氨基硅烷、环氧基硅烷	增强环氧树脂与填充料之间的界面结合。这不仅能提高材料的机械强度，还能显著降低吸湿性，防止“爆米花”效应，并减少因水汽侵入导致的腐蚀和短路。
	底部填充胶	环氧基硅烷	既能与芯片的 SiO ₂ 钝化层和基板的焊盘表面结合，又能与环氧树脂基体结合，形成强大的应力缓冲层，吸收并分散热应力/机械应力，保护脆弱的焊点，防止其疲劳断裂。
	晶圆制造中的表面处理	特殊的硅烷（如粘附促进剂）	对晶圆表面进行改性，增强光刻胶与晶圆表面的粘附力，防止图形畸变。某些硅烷也可用于改变晶圆表面的疏水性或亲水性。
印刷电路板（PCB）制造	基板材料	氨基硅烷、乙烯基硅烷	在玻璃纤维（无机）和树脂（有机）之间建立牢固的化学键，极大提高层压板的机械性能（抗弯强度、韧性）和电气可靠性（耐 CAF/导电阳极丝现象）。
	阻焊油墨	硅烷偶联剂	提高油墨与不同基材的附着力，确保阻焊层在后续加工中不会起泡、脱落。
显示技术	偏光片粘接	环氧基硅烷、丙烯酸氧基硅烷	显著提高胶水与超光滑的玻璃表面的粘接力，防止边缘翘起和脱落，确保显示的均匀性和长期可靠性。
	封装胶	功能性硅烷	增强其对玻璃盖板或阻隔膜的附着力，形成致密、无缺陷的封装层，极大延长器件寿命。
光伏（太阳能电池）领域	增透/防眩涂层	功能性硅烷	与玻璃基底良好结合，又能为涂层中的纳米颗粒（如 SiO ₂ ）提供锚定点，形成坚固、耐磨的功能薄膜。
	EVA/POE 胶膜	乙烯基硅烷、氨基硅烷	一方面参与 EVA 树脂的化学交联反应，形成三维网络结构；另一方面大幅提升 EVA 与玻璃、背板（含氟聚合物）的粘接强度，防止脱层，保证组件 25 年以上的使用寿命。
	背板	硅烷偶联剂	处理 PET 芯层与含氟耐候层的界面，确保各层间不分层。
发光二极管（LED）封装	银浆/铝浆	功能性硅烷	改善金属粉末在有机载体中的分散性，提高烧结后电极与硅片的附着力，降低串联电阻。
	荧光胶	氨基硅烷	改善荧光粉在胶体中的分散均匀性，防止沉降结块。增强荧光粉与有机胶体的界面结合，减少光散射，提高光效和出光质量。缓解因热膨胀系数差异导致的界面应力，防止胶体开裂和性能衰减。

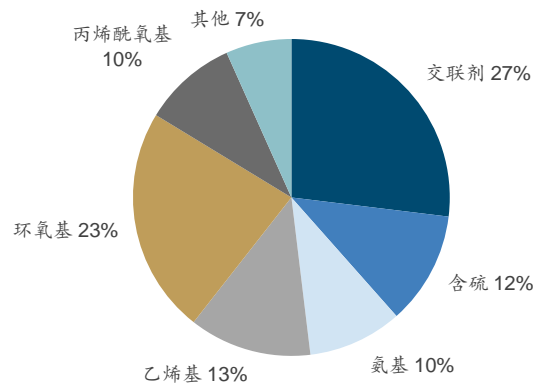
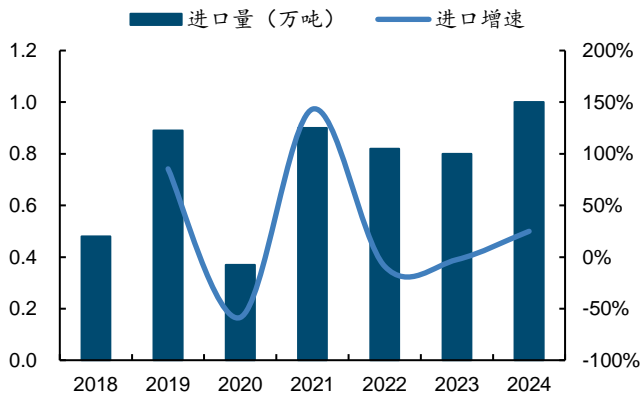
来源：ACMI、国金证券研究所



- 我国为功能性硅烷净出口国，出口量整体呈现增长态势。我国功能性硅烷进口量整体规模基本维持在1万吨以下，2019-2024年期间除了2020年阶段性大幅下滑以外，其他时间进口量波动相对较小，2024年功能性硅烷的进口结构以交联剂（27%）、环氧基（23%）为主；出口量则保持增长态势，2018-2024年出口量从9万吨攀升至约17万吨，年均复合增速超过10%，2024年功能性硅烷的出口结构以含硫（25%）、交联剂（23%）为主，同时氨基、乙烯基等品类也占据一定份额，反映出我国功能性硅烷产业已具备较强的全球竞争力，在满足国内需求的同时，成为重要的功能性硅烷出口国，进出口产品结构也体现出不同品类的供需互补与产业定位差异。

图表29：我国功能性硅烷进口量规模较小（万吨）

图表30：我国功能性硅烷进口结构（2024年）

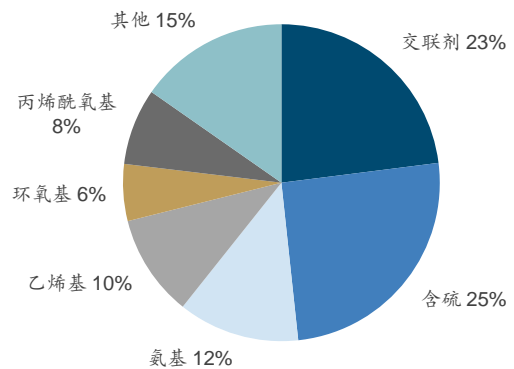
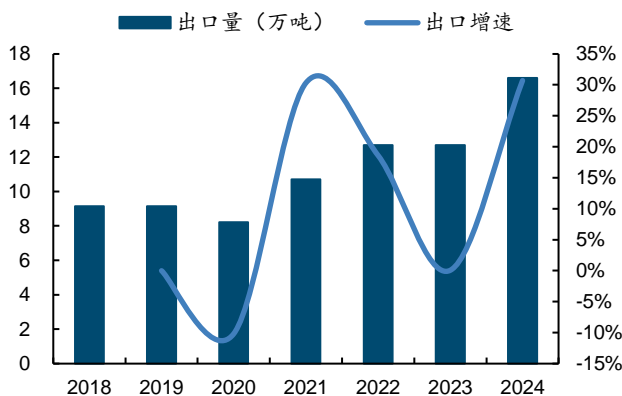


来源：ACMI/SAGSI/CAFSI、国金证券研究所

来源：ACMI/SAGSI/CAFSI、国金证券研究所

图表31：我国功能性硅烷出口量持续增长（万吨）

图表32：我国功能性硅烷出口结构（2024年）



来源：ACMI/SAGSI/CAFSI、国金证券研究所

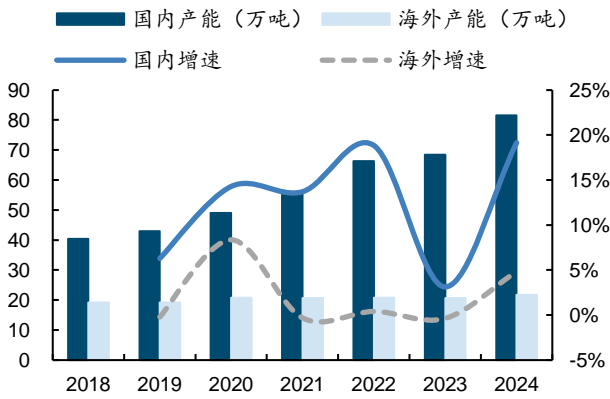
来源：ACMI/SAGSI/CAFSI、国金证券研究所

2.2 我国为核心产地，龙头企业兼具规模和产业链优势

- 我国作为功能性硅烷主产地产能持续扩张，但产能利用率仍然偏低。2024年全球功能性硅烷总产能为103.2万吨，同比增长11%，其中国内产能为81.5万吨，同比增长19%，海外产能21.7万吨，同比增长5%。对比国内外的产能变化，过去几年全球功能性硅烷的产能增量大部分都来自于我国，国内产能2018年时为68%，到了2024年时已经达到79%；海外功能性硅烷产能基本维持在20万吨左右波动。2024年全球功能性硅烷产量为63.4万吨，同比增长21%，其中我国产量为46.9万吨，同比增长26%，占整体产量的74%，海外产量为16.5万吨，同比增长8%。由于过去几年我国功能性硅烷产能持续扩张，所以行业产能利用率有所回落，自2020年开始产能利用率基本在6成以下；海外产能虽然基本维持稳定但开工率也有所回落，从2019年高点的88%下滑至2024年的76%。

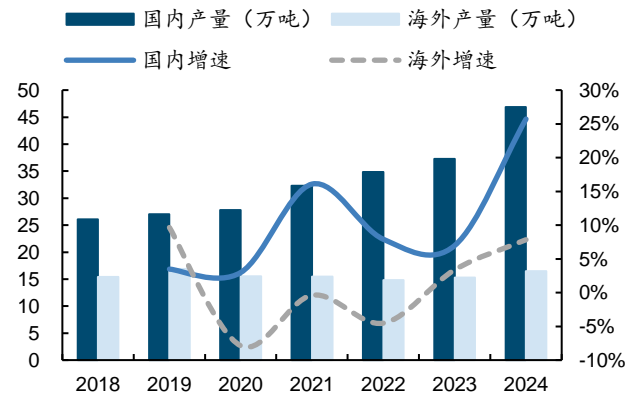


图表33: 我国功能性硅烷产能持续扩大



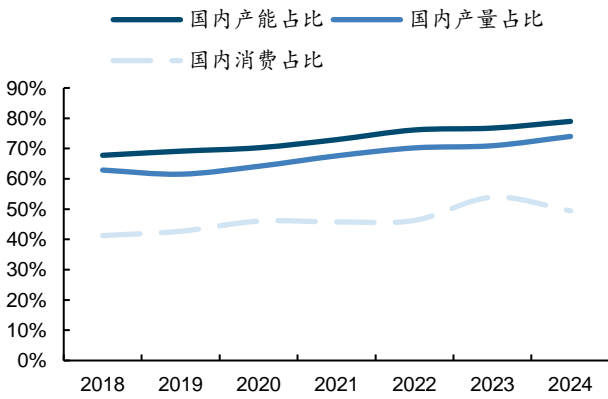
来源: ACMI/SAGSI/CAFSI、国金证券研究所

图表34: 我国功能性硅烷产量增速显著高于海外



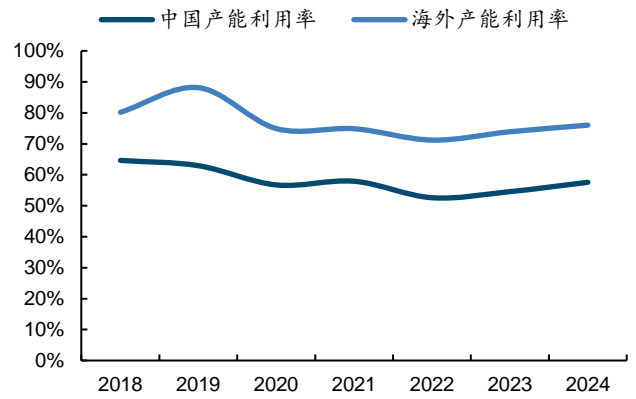
来源: ACMI/SAGSI/CAFSI、国金证券研究所

图表35: 我国功能性硅烷产能产量占比持续提升



来源: ACMI/SAGSI/CAFSI、国金证券研究所

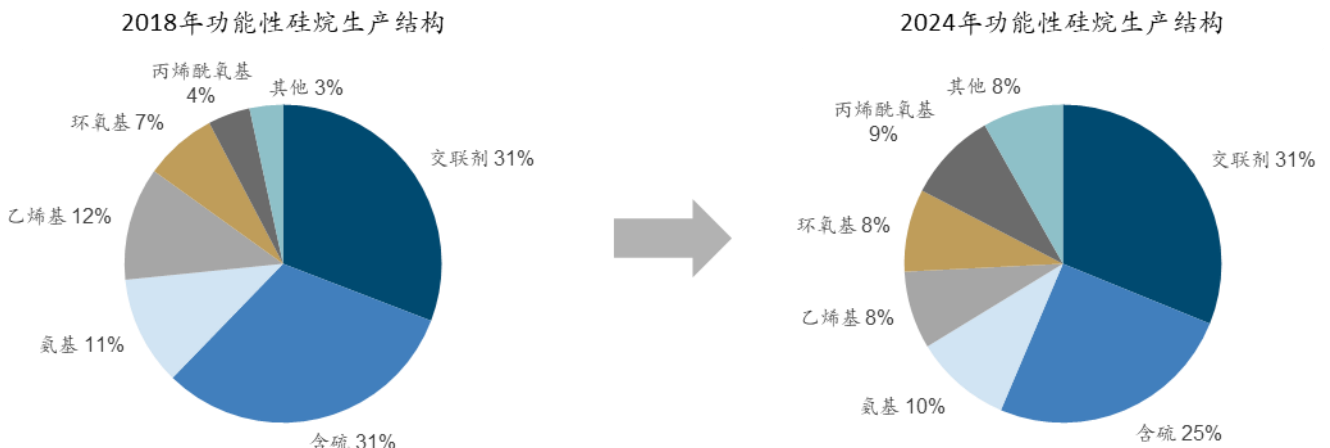
图表36: 我国功能性硅烷产能利用率长期低于海外



来源: ACMI/SAGSI/CAFSI、国金证券研究所

■ 我国功能性硅烷生产规模扩大的同时产品种类也逐渐丰富。功能性硅烷按用途可分为硅烷偶联剂和硅烷交联剂两大类，硅烷偶联剂为传统主力品类，占比接近7成，硅烷交联剂占比约为3成。硅烷偶联剂中部分大品种产品占比有所下滑，含硫硅烷占比由31%回落至25%，乙烯基硅烷占比从12%降至8%，氨基硅烷占比由11%微降至10%；环氧基硅烷、丙烯酰氧基硅烷的占比则有所提升，其他产品占比大幅提升至8%，反映出在新领域需求的带动下部分细分小品类的产量逐渐增长的趋势

图表37: 我国功能性硅烷细分品种生产结构变化 (按折纯量)



来源: ACMI/SAGSI/CAFSI、国金证券研究所



- 海外功能性硅烷市场主要由化工巨头主导，国内企业具备规模优势。海外硅烷企业多布局于美欧日等地区，凭借技术优势覆盖高性能产品及高端应用领域，形成全球化产能与技术壁垒；国内头部企业硅烷产能集中在 7-15 万吨级别，规模优势显著，并且还规划了较多在建项目，产品覆盖含硫、交联剂、氨基等多个品类，反映出我国企业正加速向规模化、多样化方向发展，逐步在全球市场形成与海外巨头抗衡的竞争力。

图表38：海外主要功能性硅烷生产企业

公司名称	装置地址	公司介绍
Momentive Performance Materials (迈图高新, KCC 收购)	Sistersville, WV, 美国	迈图是全球领先的高性能硅酮和特种化学品公司，产品组合包括先进的硅酮和特种解决方案，这些解决方案可提高农业、汽车、航空航天、电子、个人护理、消费品、建筑和施工以及特种液体、硅烷和添加剂等利基行业的性能。
	Ota, Gumma Prefecture 日本	
	Termoli 意大利	
	Rayong 泰国	
Evonik (赢创)	Theodore, TL, 美国	全球领先的特种化工企业，特种化学品业务部门包含营养与消费化学品、功能材料、智能材料和特种添加剂四大业务部门。特种添加剂业务部涵盖各类添加剂与高性能交联剂，拥有有机硅、胺类、甲基丙烯酸酯和异佛尔酮四大技术平台。
	Leverkusen, 德国	
	Antwerp, N.V, 比利时	
	山重县四日市, 日本 新加坡	
Dow (陶氏)	Carrolton, Kentucky 美国	陶氏为全球最大的有机硅产品的生产商。DOW 的前身 Dow Corning 公司不仅是商用有机硅产品的先驱，也是有机硅产品的全球领导者。
	Barry, Wales 英国	
	Ichihara 日本	
Wacker (瓦克)	Burghausen, 德国	公司产品主要包括硅树脂、硅酮、高分子粘合剂、气相二氧化硅、药物蛋白、环糊精、多晶硅等。
	Kempton, 德国	
Shinetsu (信越化学)	Matsuida, Gumma 日本	公司由聚氯乙烯、化成品，半导体硅，有机硅，电子、功能性材料，功能性化学品，加工、商务、技术服务等事业模块构成。
	中国台湾	
Geles (三菱化学旗下)	Morrisville, 美国	公司产品涵盖特种硅胶、有机硅烷、有机金属和丙烯酸酯单体，服务市场包括医疗器械、生命科学、涂层与粘合剂、微电子学以及个人护理。
	Pennsylvania, 美国	
Nitrochemie (硝化集团)	德国	公司业务领域涵盖驱动系统和化学中间体。

来源：ACMI/SAGSI、各公司官网、国金证券研究所

图表39：我国主要功能性硅烷企业产能统计

公司	主要产品	硅烷产能 (万吨)	在建项目	在建硅烷产能 (万吨)	建设进展
江瀚新材	含硫、交联剂、氨基、乙烯基、环氧基、丙烯酰氧基/硅烷低聚物、特种硅烷等	15.2	硅基新材料绿色循环产业园	3	2026 年底建成
宏柏新材	含硫、交联剂、氨基、乙烯基、环氧基、烷基硅烷、交联剂	14.3	泰国硅烷偶联剂项目	3	2026 年底前达产
			功能性偶联剂及甲醇制氢项目	1.2	2026 年 3 月环评
			九江绿色新材料一体化项目	7	规划建设中
晨光新材	含硫、交联剂、氨基、环氧基、丙烯酰氧基	10.6	功能性硅烷项目	30	2026 年 6 月建成
			硅基及气凝胶新材料项目	1	2026 年 9 月建成
			硅基新材料及钴基新材料项目	0.5	2026 年 12 月建成
三孚股份	三氯氢硅、硅烷中间体、硅烷偶联剂等	7.3	-	-	-
锦华新材	交联剂	7	-	-	-
湖北新蓝天	交联剂、环氧基、丙烯酰氧基、氨基	10+	功能性硅烷项目	1	2026 年 6 月环评批复
南京曙光	硅烷偶联剂、钛酸酯偶联剂等	5	-	-	-
山东硅科	功能性硅烷及聚硅氧烷系列产品	7.2	-	-	-
硅宝科技	硅烷偶联剂	0.85	-	-	-
合计		77.45+		46.7	

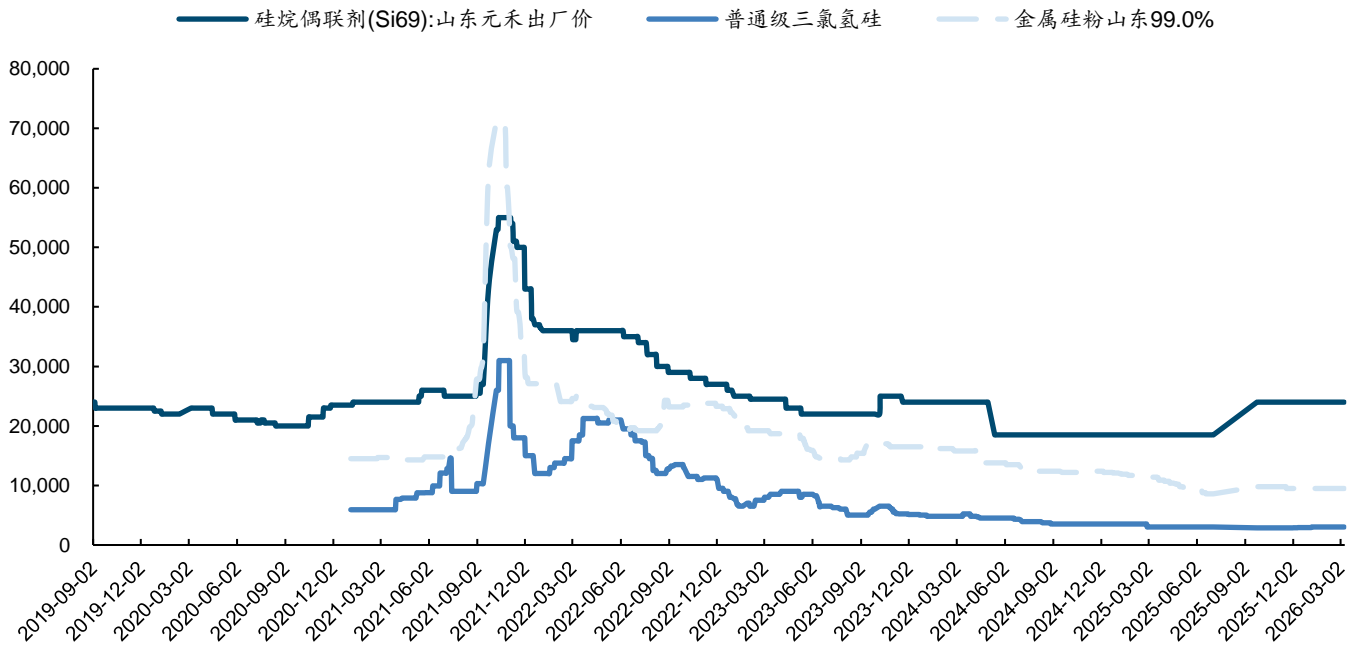
来源：ACMI/SAGSI、各公司公告、各公司项目环评报告、各公司官网、国金证券研究所



2.3 价格复盘：产品价格仍位于历史相对底部

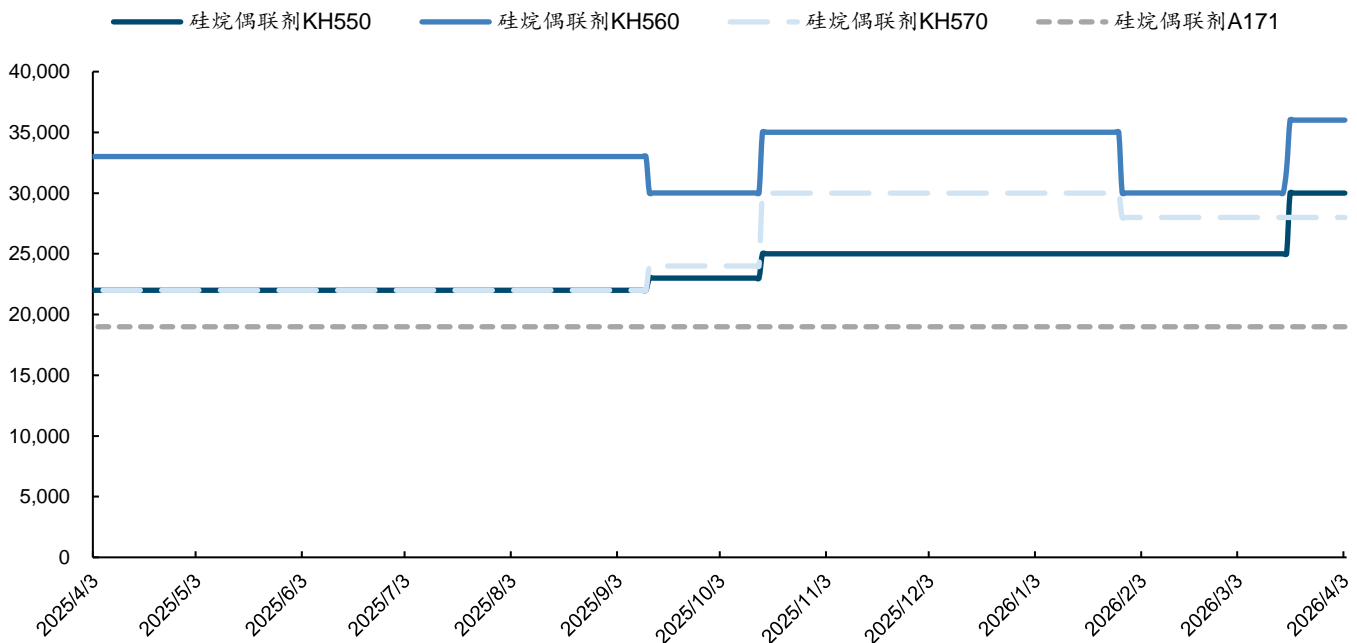
- 功能性硅烷价格长期底部波动，近期在成本支撑下部分产品价格有所回暖。复盘功能性硅烷的历史价格表现，可以发现产品价格仅在 2021 年期间出现过一轮大涨行情，且和上游三氯氢硅和金属硅粉价格变化趋势一致，原因在于 2021 年能耗双控背景下，硅基材料产业链供需阶段性失衡导致价格暴涨，随着后续行业新增产能供给释放产品价格也快速回落，2022 年上半年硅烷价格高位企稳，下半年开始进入长达 1 年的下行周期，2023 年至今产品价格持续在低位震荡，近期在上游原料价格上涨的背景下，部分产品价格有所上涨，据百川盈孚数据显示，3 月 18 日硅烷偶联剂 KH550 从 2.5 万元/吨上涨至 3 万元/吨，KH560 从底部的 3 万元/吨上涨至 3.6 万元/吨。

图表40：功能性硅烷价格在 2021 年期间暴涨暴跌后进入下行周期（元/吨）



来源：百川盈孚、同花顺、国金证券研究所

图表41：功能性硅烷华东市场价格近期小幅回暖（元/吨）



来源：百川盈孚、国金证券研究所

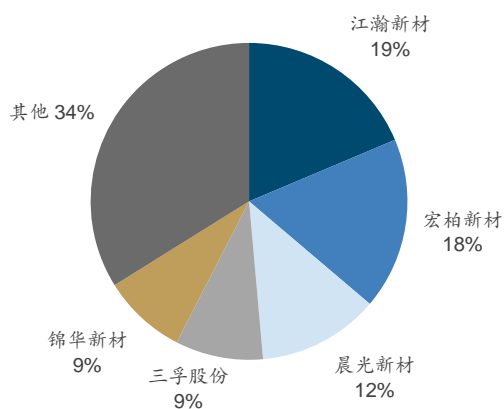


三、竞争优势：龙头地位稳固，产销端共筑护城河

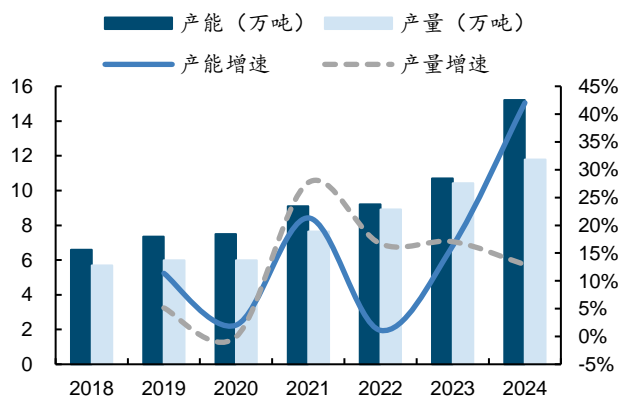
3.1 生产端：兼具规模和产品布局优势

- 公司规模优势领先，扩产的同时产能利用率维持高位。过去几年公司产能规模持续扩大，从2018年的6.6万吨提升至2024年的15.2万吨，年均复合增速达到15%。根据硅业协会和各公司公告数据显示，2024年我国功能性硅烷总产能公司有机硅单体产能81.5万吨，CR3为49%，公司作为行业龙头产能的市占率为19%，产销量规模在行业内同样遥遥领先。公司已形成一个完整的功能性硅烷产业链，涵盖含硫硅烷、氨基硅烷、乙烯基硅烷、环氧硅烷、酰氧基硅烷、硅烷交联剂及硅烷衍生物等14个系列100多个功能性硅烷品种，2024年功能性硅烷及中间体产量超过30万吨、销量超过12万吨。在产能规模不断扩大的同时，公司仍然维持了较高的产能利用率，2018-2023年产能利用率一直维持在80%以上，2024年随着新产能投放产能利用率小幅回落至78%，对比行业整体维持在6成左右的开工率公司优势显著。

图表42：我国功能性硅烷产能分布情况（2024年）



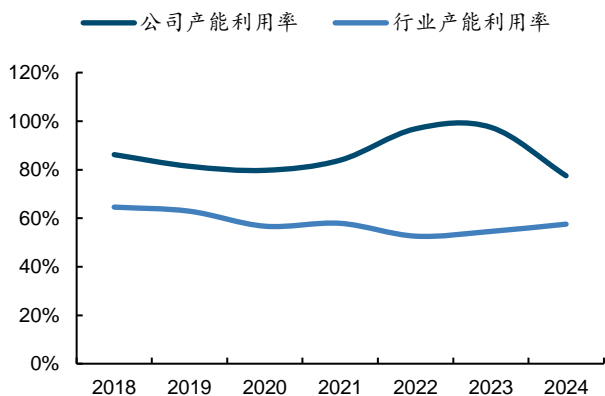
图表43：公司的功能性硅烷生产规模持续扩大



来源：ACMI/SAGSI、各公司公告、各公司项目环评报告、国金证券研究所

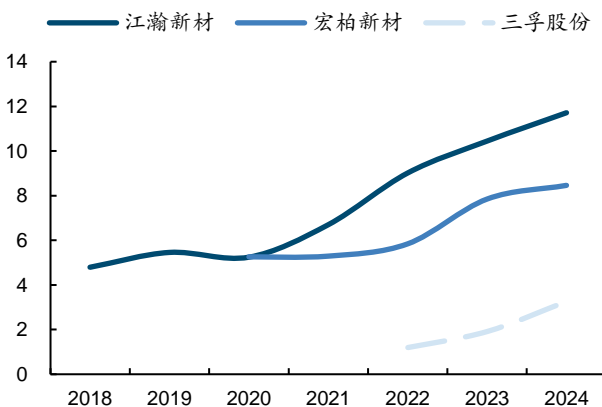
来源：ACMI/SAGSI、公司公告、国金证券研究所

图表44：公司的功能性硅烷产能利用率较高



来源：同花顺、国金证券研究所

图表45：公司功能性硅烷销量规模领先（万吨）

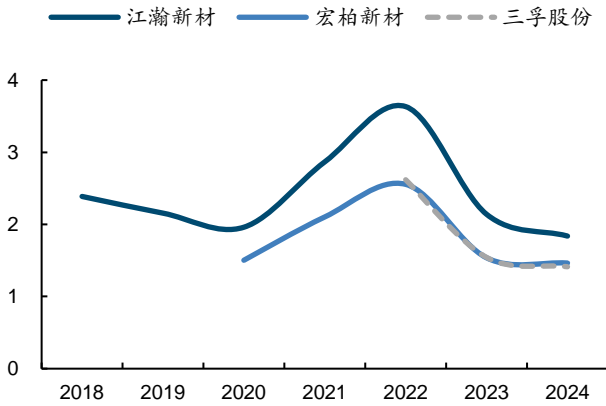


来源：同花顺、国金证券研究所

- 公司专注功能性硅烷产品，盈利质量在行业中领先。从功能性硅烷行业景气变化来看，2021年期间产品和原料价格均经历了暴涨暴跌，2022年价格阶段性高位企稳后逐渐回落，2023年至今产品价格底部波动。公司作为龙头企业不仅规模大而且产品种类齐全，考虑到功能性硅烷细分产品众多且价格存在差异，公司依托规模和产品结构优势实现了更高的销售均价和更稳定的盈利能力，2023年开始随着行业景气回落产品盈利能力也显著承压，宏柏新材和晨光新材功能性硅烷的销售毛利率从2022年高点时的40%左右降低至2024年的11-12%区间，公司的销售毛利率则维持在30%以上。

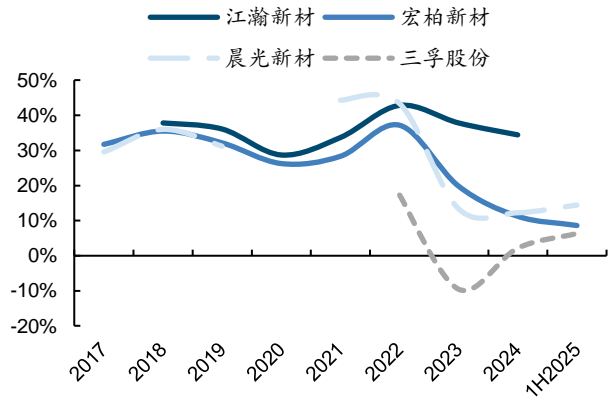


图表46: 公司有机硅产品均价领先同业 (元/吨)



来源: 同花顺、国金证券研究所

图表47: 公司功能性硅烷销售毛利率相对较高

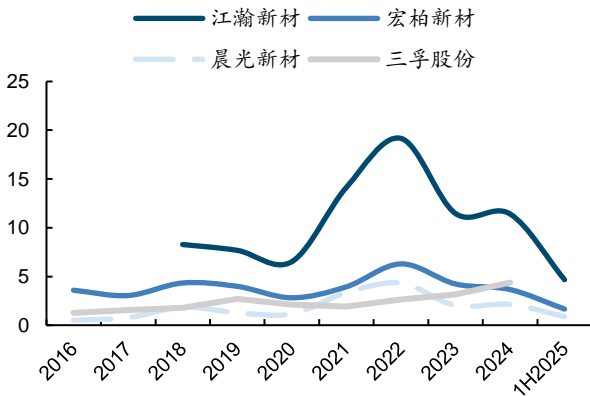


来源: 同花顺、国金证券研究所

3.2 销售端: 全球布局, 客户稳定性强

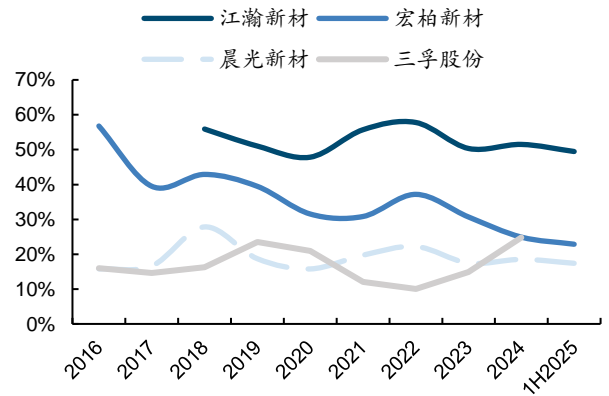
- 公司海外收入占比较高, 盈利能力领先同业。对比我国头部功能性硅烷企业的收入结构, 可以发现公司的海外收入规模和占比均显著领先, 2022 年时海外收入接近 20 亿元, 2023-2024 年期间虽然海外收入回落但仍在 11 亿元以上, 海外收入占比基本长期维持在 50% 以上, 大幅领先同行, 展现出极强的全球市场渗透力。考虑到海外市场的盈利能力相对较高且稳定性较强, 公司凭借优秀的客户销售结构实现了较强的盈利能力, 是行业内兼具规模、份额与盈利质量的全球化龙头。

图表48: 公司海外收入规模领先同业 (亿元)



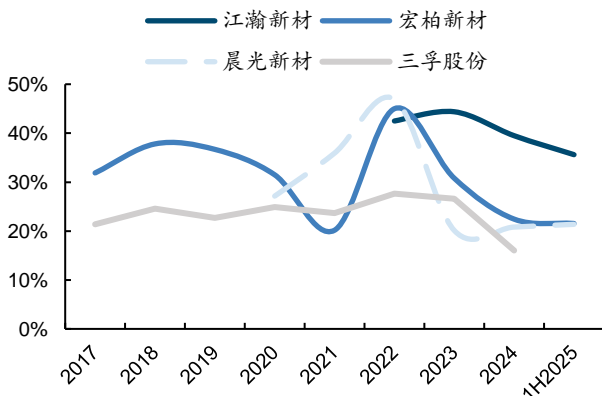
来源: 同花顺、国金证券研究所

图表49: 公司海外收入占比显著领先同业



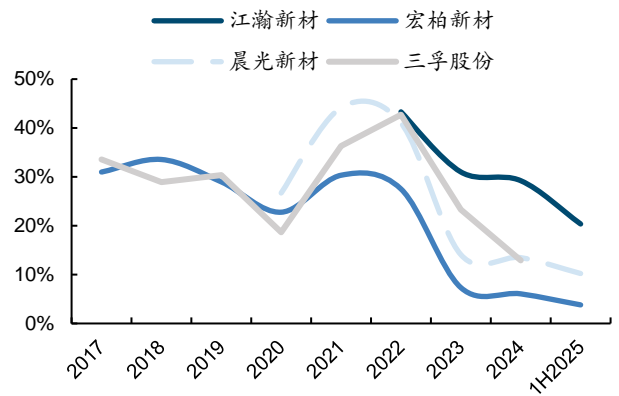
来源: 同花顺、国金证券研究所

图表50: 公司海外毛利率较高且相对稳定



来源: 同花顺、国金证券研究所

图表51: 公司国内毛利率相对同业仍然较高



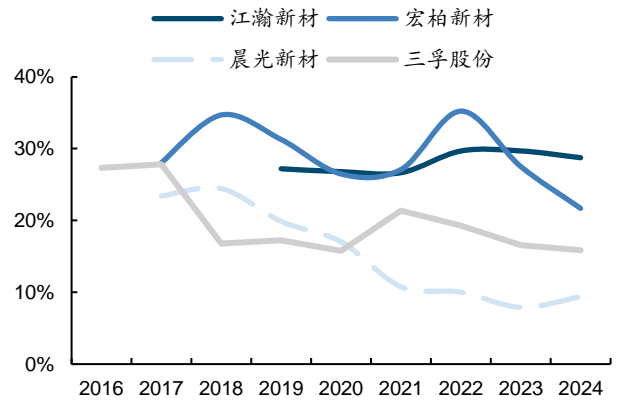
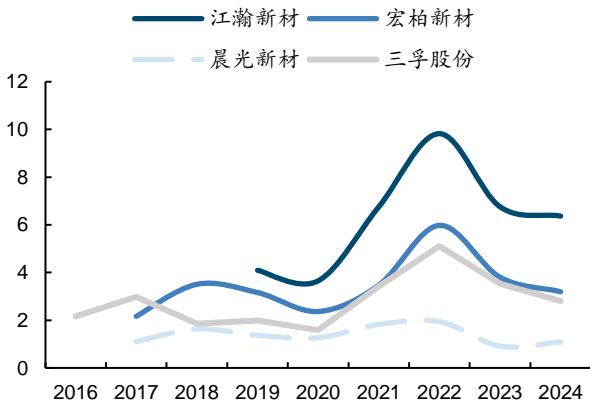
来源: 同花顺、国金证券研究所



- 公司与国内外重要客户保持良好的商业合作，大客户销售占比相对稳定。经过多年的发展，公司与世界前十大轮胎企业等世界 500 强企业建立起长期战略合作伙伴关系，产品销往欧美、南美、澳大利亚、东南亚、日本、印度、韩国等 80 多个国家和地区。基于有机硅产品的特殊性质，客户对公司具有较强的依赖性，客户在选择供应商时，需要进行一系列产品质量检测和产品认证，非常严格、谨慎。而一旦确立了合作关系，客户往往会长期合作并且很少更换供应商。由于公司能够长期稳定地提供高质量的有机硅产品，现已成为部分客户长期信赖的供应商，良好的产品品质为公司积累了大批优质稳定的客户资源。公司前五大客户的销售额占比长期维持在 25-30% 区间波动，既通过大客户保障了业绩基本盘，又避免了对单一客户的过度依赖，进一步凸显公司在客户结构上的稳健性与可持续性，是其全球化龙头地位的核心支撑。

图表52：公司前五大客户销售额规模领先（亿元）

图表53：公司前五大客户销售额占比相对稳定



来源：同花顺、国金证券研究所

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

- 功能性硅烷：

①销量预测：根据公司公告披露数据，2024 年功能性硅烷产能为 15.2 万吨，在建产能为硅基新材料绿色循环产业园项目，规划产能 3 万吨预计将于 2026 年底建成投产，考虑到新增产能放量需要时间，我们预计公司 2025-2026 年期间主要通过提升产能利用率实现销量增长，2027 年新项目产能放量接力增长，预计 2025-2027 年功能性硅烷销量分别为 11.9、13.7、15.5 万吨。

②价格预测：今年 3 月以来受海外冲突影响，化学品价格普遍上涨，公司根据市场规则对产品销售报价作出了调整，普遍涨幅在 20-40%；考虑到海外冲突解决需要时间，即使冲突解决原油等产品价格回落也会存在滞后性，并且价格中枢相对冲突前也会更高，因而在成本端支撑下公司产品涨价的持续性预计较长，假设 3 月涨后价格全年维持，预计 2026 年销售均价同比提升幅度在 20% 以上达到 1.95 万元/吨。2027 年随着新项目中氨基硅烷和环氧基硅烷等附加值较高的产品放量，结构优化后预计公司产品销售均价继续维持 1.95 万元/吨。预计 2025-2027 年公司功能性销售收入分别为 19.1、26.7、30.2 亿元。

③盈利预测：虽然当前有原料价格上涨带来的成本压力，但考虑到公司生产原料中石油衍生物相关产品有限，核心原料金属硅价格长期低位震荡，并随着丰水期到来云南和四川等核心产地电价回落会导致成本线进一步降低，金属硅价格大概率随着成本线继续回落。整体看在石油价格上涨背景下公司综合生产成本向上幅度有限，而且随着公司提价预计价差有望扩大，此外公司实现三氯氢硅 100% 自供后成本稳定性也将进一步提升，因而随着销售均价提升功能性硅烷销售毛利率也将同步向好，预计 2025-2027 年毛利率分别为 32.6%、34.8%、34.8%。

- 功能性硅烷中间体：公司功能性硅烷中间体主要用于合成制备功能性硅烷产品，仅少量对外销售，随着功能性硅烷产销量逐年扩大，硅烷中间体消耗量也将同步增加，预计硅烷中间体外销量小幅增长，2025-2027 年收入为 0.2、0.3、0.5 亿元，销售毛利率也将随着产业链价格提升而同步向上，预计 2025-2027 年毛利率分别为 37.2%、39.6%、39.6%。



- 费用假设：考虑到公司销量规模持续增长需要开拓新客户和维护现有客户，销售费用率预计会从 0.8% 逐渐提升至 1%；管理费用率预计小幅提升至 3.8%；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 3.3%、3.4%、3.5%。
- 综合以上假设，随着公司新产能逐渐放量，叠加有机硅产业链价格回暖带来盈利修复，我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 19.5 亿元、27.1 亿元、30.9 亿元，同比增速分别为 -12%、39%、14%；归母净利润分别为 4.4、6.4、7.2 亿元，同比增速分别为 -27%、45%、13%。

图表54：公司分板块盈利和费用假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
功能性硅烷						
产能 (万吨)	9.2	10.7	15.2	15.2	15.2	18.2
销量 (万吨)	9.0	10.4	11.7	11.9	13.7	15.5
销售均价 (元/吨)	36333	21386	18363	16096	19500	19500
收入 (亿元)	32.7	22.3	21.5	19.1	26.7	30.2
YOY		-31.8%	-3.7%	-11.3%	39.8%	13.1%
毛利 (亿元)	14.0	8.4	7.4	6.2	9.3	10.5
毛利率	42.8%	37.8%	34.4%	32.6%	34.8%	34.8%
功能性硅烷中间体						
收入 (亿元)	0.3	0.3	0.5	0.2	0.3	0.5
YOY		6.8%	75.6%	-58.3%	35.8%	86.4%
毛利 (亿元)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2
毛利率	47.6%	37.5%	40.8%	37.2%	39.6%	39.6%
其他						
收入 (亿元)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
毛利 (亿元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
毛利率	5.2%	6.4%	6.9%	6.9%	6.5%	6.5%
合计						
总收入 (亿元)	33.1	22.8	22.2	19.5	27.1	30.9
YOY		-31.2%	-2.7%	-12.2%	39.4%	13.7%
毛利 (亿元)	14.1	8.6	7.6	6.3	9.4	10.7
毛利率	42.7%	37.6%	34.3%	32.4%	34.7%	34.8%
费用假设						
销售费用率	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%
管理费用率	3.9%	4.1%	3.6%	3.7%	3.8%	3.8%
研发费用率	3.5%	3.0%	2.7%	3.3%	3.4%	3.5%
归母净利润 (亿元)	10.4	6.5	6.0	4.4	6.4	7.2
YOY		-37.1%	-8.0%	-27.2%	45.4%	12.9%

来源：同花顺、国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

- 公司为全球功能性硅烷龙头，在产品价格上涨背景下盈利能力将持续改善，叠加新产能逐渐放量将共同带动业绩实现修复。基于以上假设，我们预测 2025-2027 年公司的归母净利润分别为 4.4、6.4、7.2 亿元。从公司核心产品所属产业链来看，功能性硅烷属于有机硅深加工产品，选取国内有机硅行业的龙头企业新安股份和兴发集团，以及同样布局了功能性硅烷的阳谷华泰、新亚强和润禾材料作为可比公司，2026 年可比公司的 PE 中位数为 22，平均数为 25.55。考虑到公司龙头地位稳固且产业链布局完善，业绩有望重回增长期，因此我们给予公司 2026 年 25 倍的 PE，目标价 42.70 元。首次覆盖，给予“买入”评级。



图表55: 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
600596.SH	新安股份	141	1.4	0.5	1.1	6.4	9.1	100.58	274.35	128.21	22.00	15.53
600141.SH	兴发集团	383	13.8	16.0	18.4	22.7	26.7	27.77	23.91	20.83	16.87	14.36
300121.SZ	阳谷华泰	50	3.0	1.9	2.7	3.3	4.3	16.58	26.26	18.69	15.19	11.84
603155.SH	新亚强	48	1.2	1.1	1.0	1.1	1.4	38.55	41.61	47.12	41.74	33.05
300727.SZ	润禾材料	53	0.8	1.0	1.3	1.7	2.2	64.53	55.12	40.81	31.96	24.67
中位数							38.55	41.61	40.81	22.00	15.53	
平均数							49.60	84.25	51.13	25.55	19.89	
603281.SH	江瀚新材	123	6.5	6.0	4.4	6.4	7.2	18.77	20.41	28.02	19.27	17.06

来源: 同花顺、国金证券研究所 (可比公司归母净利润中新安股份为国金预测值; 其他均为同花顺一致预测均值, 数据截至 2026 年 4 月 3 日收盘)

风险提示

原料价格大幅波动: 主要原材料金属硅、氯丙烯、无水乙醇、缩水甘油醚、炭黑等价格如果出现大幅波动, 公司短期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。

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。

行业竞争加剧: 公司主要产品功能性硅烷需求端受橡胶、涂料、复合材料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, 可能导致行业竞争加剧进而景气回落。

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。

汇率大幅波动: 目前公司 50%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。

限售股解禁: 公司于 2023 年 1 月 31 日在上交所主板上市, 2026 年 2 月 2 日迎来首发原股东限售股解禁, 解禁股份占总股本的 32.58%, 限售股进入流通市场后可能对股价产生短期波动风险。



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	3,312	2,277	2,216	1,946	2,712	3,085
增长率		-31.2%	-2.7%	-12.2%	39.4%	13.7%
主营业务成本	-1,898	-1,422	-1,455	-1,315	-1,771	-2,013
%销售收入	57.3%	62.4%	65.7%	67.6%	65.3%	65.2%
毛利	1,414	855	761	631	941	1,072
%销售收入	42.7%	37.6%	34.3%	32.4%	34.7%	34.8%
营业税金及附加	-25	-12	-13	-12	-16	-19
%销售收入	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-22	-17	-18	-16	-24	-31
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%
管理费用	-129	-93	-80	-72	-103	-117
%销售收入	3.9%	4.1%	3.6%	3.7%	3.8%	3.8%
研发费用	-117	-69	-60	-64	-92	-108
%销售收入	3.5%	3.0%	2.7%	3.3%	3.4%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	1,121	665	590	468	705	798
%销售收入	33.9%	29.2%	26.6%	24.0%	26.0%	25.9%
财务费用	108	77	73	35	36	39
%销售收入	-3.3%	-3.4%	-3.3%	-1.8%	-1.3%	-1.3%
资产减值损失	9	3	-5	0	0	0
公允价值变动收益	38	0	8	0	0	0
投资收益	-80	-8	23	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,213	754	699	510	741	837
营业利润率	36.6%	33.1%	31.5%	26.2%	27.3%	27.1%
营业外收支	-4	5	0	0	0	0
税前利润	1,209	759	699	510	741	837
利润率	36.5%	33.3%	31.5%	26.2%	27.3%	27.1%
所得税	-169	-105	-97	-71	-104	-117
所得税率	13.9%	13.8%	13.9%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,040	655	602	438	638	720
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,040	655	602	438	638	720
净利率	31.4%	28.7%	27.2%	22.5%	23.5%	23.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,040	655	602	438	638	720
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	31	55	77	55	68	80
非经营收益	-45	-13	-40	6	0	0
营运资金变动	296	18	-106	-114	-20	-7
经营活动现金净流	1,322	715	533	385	686	793
资本开支	-144	-177	-188	-141	-140	-140
投资	0	-600	-150	0	0	0
其他	-282	-1,377	-636	0	0	0
投资活动现金净流	-426	-2,155	-974	-141	-140	-140
股权募资	0	2,099	0	-200	250	0
债权募资	-58	0	0	0	0	0
其他	165	-360	-423	-289	-395	-446
筹资活动现金净流	107	1,739	-423	-489	-145	-446
现金净流量	1,068	311	-851	-245	401	206

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,747	3,464	3,320	3,075	3,476	3,682
应收款项	419	326	329	337	448	493
存货	229	168	164	162	199	221
其他流动资产	57	608	781	964	966	967
流动资产	2,452	4,566	4,595	4,539	5,089	5,363
%总资产	83.2%	88.4%	86.5%	85.0%	85.3%	85.1%
长期投资	1	1	1	1	1	1
固定资产	414	516	644	730	803	864
%总资产	14.0%	10.0%	12.1%	13.7%	13.5%	13.7%
无形资产	67	66	65	64	63	62
非流动资产	496	597	717	804	876	936
%总资产	16.8%	11.6%	13.5%	15.0%	14.7%	14.9%
资产总计	2,948	5,163	5,312	5,343	5,965	6,299
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	196	143	132	202	263	287
其他流动负债	311	202	183	188	258	294
流动负债	507	344	316	391	521	581
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	54	45	48	54	54	54
负债	562	389	364	445	575	635
普通股股东权益	2,387	4,774	4,948	4,898	5,390	5,664
其中：股本	200	373	373	373	373	373
未分配利润	1,676	1,945	2,153	2,320	2,562	2,835
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,948	5,163	5,312	5,343	5,965	6,299

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	5.200	1.754	1.613	1.174	1.708	1.929
每股净资产	11.933	12.787	13.255	13.119	14.438	15.171
每股经营现金净流	6.608	1.914	1.427	1.032	1.837	2.123
每股股利	1.200	1.006	1.000	0.728	1.059	1.196
回报率						
净资产收益率	43.58%	13.71%	12.17%	8.95%	11.83%	12.71%
总资产收益率	35.28%	12.68%	11.33%	8.21%	10.69%	11.43%
投入资本收益率	40.17%	12.00%	10.24%	8.18%	11.22%	12.08%
增长率						
主营业务收入增长率	30.62%	-31.23%	-2.69%	-12.20%	39.39%	13.75%
EBIT 增长率	43.89%	-40.68%	-11.33%	-20.71%	50.86%	13.10%
净利润增长率	52.16%	-37.05%	-8.03%	-27.18%	45.43%	12.92%
总资产增长率	50.97%	75.11%	2.89%	0.58%	11.65%	5.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.3	45.8	42.0	55.0	52.0	50.0
存货周转天数	48.0	50.9	41.6	45.0	41.0	40.0
应付账款周转天数	36.8	39.0	34.4	56.0	54.0	52.0
固定资产周转天数	37.3	58.4	63.9	85.2	65.6	60.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-74.79%	-76.76%	-82.40%	-78.25%	-78.54%	-78.38%
EBIT 利息保障倍数	-10.3	-8.6	-8.1	-13.3	-19.6	-20.3
资产负债率	19.05%	7.53%	6.85%	8.33%	9.64%	10.09%

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	1	1	1	1	5
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	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