

2026年06月16日

吉和昌(920193): 表面工程处理“小巨人”, 新能源电池材料+半导体多赛道布局

——北交所新股申购报告

北交所研究团队

诸海滨(分析师)

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号: S0790522080007

● 表面工程处理行业核心供应商, 下游新能源电池、半导体等多个高增长行业

吉和昌主要从事表面与界面处理相关特种功能性材料的研发、生产和销售, 以表面工程处理产业为根基, 通过特色起始原料衍生、功能性基团设计等方式, 逐步构筑形成了基于环氧衍生新材料、磺内酯衍生新材料、乙炔衍生新材料三大合成及应用技术体系的数百种中间体、添加剂产品矩阵, 广泛应用于新能源电池、光伏硅片切割、水性涂料、电子及通用电镀工程等领域, 起到整平、浸润、光亮、络合、成膜、晶粒细化等作用, 发挥增强电池寿命和稳定性、提升铜箔强度和延展率、提升切割效率和硅片质量等特种功效。公司产品可分为表面工程化学品、新能源电池材料及特种表面活性剂三大业务板块。公司表面工程化学品产品对标巴斯夫等国际巨头进行产品开发及储备, 部分产品指标接近或达到国际先进水平; 新能源电池材料深度绑定下游头部客户, 成为相关产品国内市场主要供应商之一; 在特种表面活性剂领域, 公司开发了光伏硅片切割液添加剂、水性环保涂料助剂、半导体相关上游材料等系列创新产品。基于二十多年在表面及界面处理行业经验的积淀, 公司功能性添加剂产品种类及设计能力持续扩充。

● 表面工程化学品应用场景持续得到拓展, 未来市场空间广阔

表面工程是指基材表面经过预处理后, 通过表面涂覆、表面改性或多种表面技术复合处理, 改变基材表面的形态、化学成分、组织结构和应力状况, 以获得表面所需性能的系统工程。表面工程化学皮能够有效提高材料和工件的可靠性、延长使用寿命、制备具有特殊功能的表面, 对节能降耗与再制造发挥至关重要的作用, 是表面工程得以发挥效用的重要物质基础。可应用在工业基材、五金卫浴、汽车零部件等行业电镀、涂覆、改性工艺中, 亦可应用于 PCB 水平沉铜、半导体硅基材等电子材料的处理。根据中研网数据统计, 预计 2024 年, 全球、中国五金电镀化学品用表面工程化学品市场规模分别为 281 亿元、127 亿元, 2021-2024 年年均复合增长率分别为 3.3%、3.7%; 随着全球 PCB 的生产不断扩大, 促进了 PCB 电子化学品规模持续增长, 据华经产业研究院统计, 2024 年 PCB 电子化学品行业市场规模达到了 500 亿元, 2020-2024 年年均复合增长率约为 7.4%。

● 募投项目提升高附加值类产品占比, 可比公司皇马科技 PE (2025) 20.93 倍

公司多年深耕表面与界面处理领域, 持续投入产品研发与品质管控, 不断完善产品性能和服务体系。凭借精准的市场策略与专业的项目管理, 公司在细分行业中稳步拓展, 通过开拓新客户和深化存量客户价值挖掘, 构建了覆盖新能源电池、光伏硅片切割、汽车零部件、五金卫浴等多领域的多元化客户网络。2023-2025 年, 公司分别新增客户 622 家和 497 家; 头部龙头客户合作年限长、采购占比高, 始终占据核心位置, 体现出较高的黏性与稳定性。公司募集资金计划主要建设“年产 1.2 万吨光伏材料、表面处理化学品和相关副产品项目”、“年产 2,000 吨集成电路用电镀化学品项目”、“研发中心建设项目”, 用以提升公司生产能力和研发能力。可比公司皇马科技 PE (2025) 为 20.93 倍。

● 风险提示: 原材料价格大幅波动、下游需求不及预期、安全生产风险。

相关研究报告

《中科院真空设备龙头: 打破海外垄断, 半导体 + 光伏双驱迎来高增长——北交所首次覆盖报告》-2026.6.15

《PA6 生产商弘盛新材挂牌, 铜铁“小巨人”创石铜业拟定增 3.55 亿元——新三板掘金周报第二十六期》-2026.6.14

《秉扬科技拟并购知行股份, 北交所 58 家次并购重组共绘“强链补链”新图景——北交所并购重组策略报告》-2026.6.14

目 录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1、 吉和昌：表面工程处理行业核心供应商..... | 4 |
| 1.1、 表面工程处理产业为基，构建中间体、添加剂产品矩阵..... | 4 |
| 1.2、 主要产品三大类..... | 6 |
| 1.2.1、 表面工程化学品..... | 7 |
| 1.2.2、 新能源电池材料..... | 7 |
| 1.2.3、 特种表面活性剂..... | 7 |
| 1.2.4、 公司主要收入构成..... | 8 |
| 1.3、 公司产品生产销售情况..... | 8 |
| 1.4、 公司财务情况..... | 12 |
| 1.5、 公司股权结构..... | 13 |
| 2、 表面工程化学品行业市场空间持续拓展..... | 15 |
| 2.1、 表面工程化学品应用场景持续得到拓展，未来市场空间广阔..... | 15 |
| 2.1.1、 表面工程化学品在其应用场景中起到关键作用..... | 15 |
| 2.1.2、 表面工程化学品种类繁多..... | 15 |
| 2.2、 新能源电池材料行业..... | 18 |
| 2.2.1、 锂电池电解液添加剂行业..... | 19 |
| 2.2.2、 锂电铜箔添加剂行业..... | 21 |
| 2.3、 特种表面活性剂行业..... | 22 |
| 3、 终端客户数量持续增长，提升高附加值类产品占比..... | 24 |
| 3.1、 客户数量持续增长，合作稳定性高..... | 24 |
| 3.2、 募投项目：持续加码高附加值类产品..... | 24 |
| 3.3、 可比公司..... | 26 |
| 4、 估值对比..... | 28 |
| 5、 风险提示..... | 28 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1： 公司产品终端应用..... | 4 |
| 图 2： 公司发展历程..... | 5 |
| 图 3： 2023-2025 年公司产品销售价格（单位：万元/吨）..... | 11 |
| 图 4： 公司营收情况..... | 12 |
| 图 5： 公司归母净利润情况..... | 12 |
| 图 6： 公司毛利率情况..... | 13 |
| 图 7： 公司各项费用（单位：万元）..... | 13 |
| 图 8： 公司各项费用率..... | 13 |
| 图 9： 公司股权结构..... | 14 |
| 图 10： 2013-2024 年中国电镀行业市场规模（亿元）..... | 16 |
| 图 11： 2020-2025E 全球 PCB 产值（亿美元）..... | 17 |
| 图 12： 2020-2025E 中国 PCB 产值（亿元）..... | 17 |
| 图 13： 2015-2025E 全球半导体行业市场规模（亿美元）..... | 18 |
| 图 14： 新能源材料产业链图..... | 19 |
| 图 15： 2021-2030 年中国锂电池电解液功能添加剂市场出货量及预测（万吨）..... | 21 |

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 16: 2018-2024E 中国表面活性剂市场规模 (亿元) | 22 |
| 图 17: 2022 年中国表面活性剂下游应用市场分布 | 23 |
| 图 18: 可比公司营收情况 (单位: 亿元) | 28 |
| 图 19: 可比公司归母净利润情况 (单位: 万元) | 28 |
| 表 1: 公司主要产品简介 | 6 |
| 表 2: 公司按产品分类的收入构成 | 8 |
| 表 3: 公司主要产品的产能 | 9 |
| 表 4: 各产品产销情况 | 10 |
| 表 5: 公司对前五大客户销售情况 | 11 |
| 表 6: 电解液添加剂种类 | 19 |
| 表 7: 主流添加剂使用情况 | 20 |
| 表 8: 锂电铜箔添加剂种类 | 21 |
| 表 9: 公司客户数量及收入情况 | 24 |
| 表 10: 公司主要募投项目介绍 | 24 |
| 表 11: 可比公司基本情况 | 26 |
| 表 12: 可比公司皇马科技 PE2025 为 20.93 倍 | 28 |

1、吉和昌：表面工程处理行业核心供应商

1.1、表面工程处理产业为基，构建中间体、添加剂产品矩阵

吉和昌主要从事表面与界面处理相关特种功能性材料的研发、生产和销售，以表面工程处理产业为根基，通过特色起始原料衍生、功能性基团设计等方式，逐步构筑形成了基于环氧衍生新材料、磺内酯衍生新材料、乙炔衍生新材料三大合成及应用技术体系的数百种中间体、添加剂产品矩阵，广泛应用于新能源电池、光伏硅片切割、水性涂料、电子及通用电镀工程等领域，起到整平、浸润、光亮、络合、成膜、晶粒细化等作用，发挥增强电池寿命和稳定性、提升铜箔强度和延展率、提升切割效率和硅片质量等特种功效，促进和保障下游行业的高质量发展。

按下游应用板块划分，公司产品可分为表面工程化学品、新能源电池材料及特种表面活性剂三大业务板块。其中，在表面工程化学品领域，公司产品主要包括镀镍、镀锌及锌镍合金等系列中间体及添加剂，公司对标巴斯夫等国际巨头进行产品开发及储备，部分产品指标接近或达到国际先进水平；在新能源电池材料领域，公司重点突破锂电铜箔添加剂、锂电池电解液功能助剂等关键材料，深度绑定下游头部客户，成为相关产品国内市场主要供应商之一；在特种表面活性剂领域，公司依托体系化的产品结构设计及定向修饰能力，开发了光伏硅片切割液添加剂、水性环保涂料助剂、半导体相关上游材料等系列创新产品，实现传统工业场景与新能源、环保产业的双向赋能。基于二十多年在表面及界面处理行业经验的积淀，公司功能性添加剂产品种类及设计能力持续扩充、提升，产业链及应用领域不断拓展。目前，公司已与新宙邦、珠海赛纬、天赐材料、龙电华鑫、德福科技、奥首材料、巴斯夫等新能源电解液、铜箔、光伏切割、电子与通用表面处理各领域头部企业建立稳定合作关系。

图1：公司产品终端应用



资料来源：公司招股书

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

公司前身为成立于 2005 年的吉和昌有限，早期专注于表面工程化学品研发、生产及销售，在表面与界面处理领域逐步积累产品合成及工艺技术，开发销售数十种电镀中间体产品，涉及包括环氧化合物、磺内酯化合物、炔类化合物在内的多种化学品，并对标巴斯夫等国际巨头进行产品开发及储备，主要产品指标接近或达到国际先进水平。基于对环氧化合物及各类基团功效的深入理解，公司延伸布局环氧衍生类化学品产业链，2015 年，公司与奥克股份合资设立的武汉特化生产基地落成，并在烷氧基化工艺技术上拓展出特种表面活性剂业务，年均开发十余种特种表面活性剂新产品，现有特种表面活性剂两百多种。

2018 年，公司在原有表面工程化学品储备产品（磺内酯及其衍生材料）的工艺基础上进行产品升级改造，进一步提升磺内酯及其衍生材料的产品品质，由此迅速切入到新能源电池材料市场，发挥显著改善锂电池性能的特种功效。随着光伏市场、水性涂料等市场需求快速增长，公司特种表面活性剂（主要为水性新材料）进一步延伸应用至光伏、涂料、油墨等板块，2022 年，公司进一步将水性新材料产业链向上游原材料延伸，布局乙炔衍生新材料，同时，基于对表面及界面处理中应力控制、抗拉、延展、晶粒细化等性能机理的了解，公司持续进行产品开发设计及改性，丰富磺内酯衍生材料、环氧衍生材料产品体系。

综上所述，公司主营业务系以表面工程处理为基础，不断延伸产业链布局以及拓展应用领域，逐步构建了依托环氧衍生新材料、磺内酯衍生新材料、乙炔衍生新材料三大合成及应用技术体系的产品版图，现有产品及储备产品多达数百种，广泛应用于新能源电池、光伏硅片切割、水性涂料、电子及通用电镀工程等领域。

图2：公司发展历程



资料来源：公司招股书

公司为中国表面工程协会副理事长单位，被评定为表面工程领域“十佳知名品牌”以及湖北省著名商标，并多次获得“中国表面工程协会科学技术奖”、“湖北省科技进步奖”等奖项。目前，公司三大生产与研发基地包括湖北吉和昌、武汉特化、荆门吉和昌。其中，湖北吉和昌 2016 年获湖北省中小企业创新奖，并于 2023 年被认定为国家级专精特新“小巨人”企业、国家知识产权示范企业。武汉特化 2017 年被认定为“武汉市企业研究开发中心”和“武汉市‘千企万人’支持计划”企业，于 2021 年获首批

雄鹰高新技术企业称号，于2023年被认定为国家级专精特新“小巨人”企业，于2024年被认定为“2023年度湖北省制造业单项冠军企业”。荆门吉和昌于2022年建成投产，2024年被认定为科技型中小企业和湖北省专精特新中小企业。截至2026年1月31日，公司已取得授权专利88项，其中发明专利57项，已经发展成为国内表面工程化学品、新能源电池材料及特种表面活性剂水性新材料相关细分行业影响力较强的供应商之一。

1.2、主要产品三大类

根据下游应用领域的不同，公司产品划分为表面工程化学品、新能源电池材料和特种表面活性剂三大类。

表1：公司主要产品简介

| 产品大类 | 主要产品系列 | 主要用途 | 主要应用领域 | 应用场景图例 |
|---------|-----------|--|---|---|
| 表面工程化学品 | 镀镍系列产品 | 主要作为光亮剂、整平剂、润湿剂、柔顺剂以及络合剂等使用，实现电镀金属与基材的高结合力覆盖，兼具高强度工况适配、抗腐蚀性、美观性等特定性能要求 | 工业品基材、五金卫浴、车载部件、消费电子精密功能件、PCB制造等电子与通用电镀领域 |  |
| | 镀锌系列产品 | | | |
| | 锌镍合金系列产品 | | | |
| 新能源电池材料 | 锂电池电解液添加剂 | 用于生成致密电极膜，隔绝溶剂分子，提高电池寿命及热稳定性 | 锂电池电解液 |  |
| | 锂电铜箔添加剂 | 细化镀层结晶，提升抗拉强度，优化电池高倍率充放电下的性能及稳定性 | 锂电铜箔 |  |
| 特种表面活性剂 | 异构醇醚 | 主要用作分散剂、润湿剂、乳化剂以及洗涤剂，具有优良的乳化、净洗等性能 | 工业清洗、纺织及印染助剂等 |  |
| | 水性新材料 | 主要用作基材分散剂、润湿剂以及消泡剂 | 光伏硅片切割液、水性涂料以及油墨等 |  |

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

1.2.1、表面工程化学品

表面工程化学品是基材表面处理过程中所使用的专用化学品的总称，通过电镀、涂装、表面改性、表面覆膜等工艺技术对基材表面进行处理，以获得特定的化学和物理功能。公司表面工程化学品细分种类多达数百种，主要以电子及通用电镀工程专用化学品为主，重点应用于汽车零部件、五金卫浴、家电、航空航天、PCB、半导体制造等行业的表面与界面处理。基于金属镀层材料可划分为镀镍系列、镀锌系列、镀铜系列及锌镍合金系列产品等；按产品状态可划分为中间体和添加剂（添加剂一般由中间体以及其他辅料进一步配制而成）；按添加剂功能可划分为光亮剂、填平剂、润湿剂等。凭借稳定的产品品质、多样化的产品结构以及高效专业的客户服务水平，公司在表面工程化学品行业树立了良好的品牌形象，对标国际巨头开发覆盖多品种产品，已成为国内市场重要的中间体供应商之一。

1.2.2、新能源电池材料

公司新能源电池材料广泛应用于消费电子、动力、储能等各类锂电池材料的生产，主要包括锂电池电解液添加剂和锂电铜箔添加剂。

电解液作为锂电池的重要组成部分，其性能对锂电池的性能有直接和重大的影响，因此，提高电解液性能指标，是改善锂电池各项性能的重要途径。锂电池电解液一般由高纯度的有机溶剂、电解质锂盐、必要的添加剂等原料，在一定条件下按比例配制而成。添加剂虽然用量较小，但能显著改善锂电池电解液性能，从而提高锂电池循环稳定性、安全性等性能，属于锂电池电解液重要原料之一。公司锂电池电解液添加剂主要为 1,3-丙烷磺内酯（1,3-PS）。该添加剂能够在锂电池初次充放电过程中，在电池负极表面发生电化学反应，进而优化固体电解质界面膜（SEI 膜）性能，尤其是在高温状态下的稳定性，在避免因 SEI 膜龟裂产生的电池气胀问题同时，进一步提升电池循环性能。

经过不断的优化提升工艺水平，目前，公司生产的电子级 1,3-PS 纯度可达 99.95% 以上，水分和酸值分别不高于 50ppm 和 15ppm，相关指标处于国内行业领先水平。公司已与新宙邦（300037.SZ）、珠海赛纬、天赐材料（002709.SZ）等行业知名电解液生产厂商形成稳定合作关系。

作为锂电池负极集流体，锂电铜箔是以阴极铜或铜线为主要原料，采用电化学沉积法生产的金属箔材，起到承载负极活性材料、汇集电子并导出电流的作用，其厚度、重量以及导电性能等参数均对电池能量密度产生重要影响。生产过程中，生产厂商通常引入适量添加剂以调控电解铜箔产品性能，提升锂电铜箔的轻薄性、延展性。公司锂电铜箔添加剂主要为 SPS、DPS、ZPS 等系列产品，在电解过程中主要作用在于使电化学沉积结晶细化，提升光泽度，提高铜箔抗拉强度和延展率，满足锂电铜箔轻薄化的发展趋势。

目前，公司生产的 SPS 纯度可达 95% 以上，产品质量稳定，处于行业领先水平。公司已与龙电华鑫、德福科技(301511.SZ)、华创新材、江铜铜箔、铜冠铜箔(301217.SZ)等国内知名铜箔厂商均建立了良好的合作关系。

1.2.3、特种表面活性剂

表面活性剂是指能在溶液的表面定向排列，通过打破分子间相互作用，使表面张力显著下降的化合物。根据具体分子或离子性能的不同，各类表面活性剂具有洗漆去污、润湿、抗粘、乳化、起泡、增溶、分散、消泡、防腐、抗静电等一系列物

理化学特性，下游应用领域涵盖洗涤用品、化妆品、食品加工、纺织印染、农用助剂、矿物浮选、石油开采、油品处理等。

公司特种表面活性剂主要包括异构醇醚和水性新材料两大系列。其中，异构醇醚作为传统优势产品，依托武汉青山区化工园环氧乙烷原料供应及基础设施优势，自2014年生产基地建成以来，已广泛应用于纺织助剂、工业清洗剂、印染助剂及农药助剂等领域；水性新材料系列产品主要为癸炔二醇聚醚、十二碳炔二醇聚醚等水性助剂产品，重点应用于光伏（硅片切割）和涂料领域。该系列产品凭借消泡、基材润湿等功能，可显著降低切割过程的热量摩擦，延长刀具寿命，同步解决硅片表面污染问题，现已成为奥首材料、德比新材等知名光伏企业切割液产品的关键添加剂之一。

1.2.4、公司主要收入构成

2023-2025年，公司主营业务收入占营业收入的比例分别为99.90%、99.93%和99.94%，持续处于较高水平，公司主营业务突出、明确，分为表面工程化学品、新能源电池材料和特种表面活性剂三大业务板块。

表2：公司按产品分类的收入构成

| 产品或业务 | 25年 | | 2024年 | | 2023年 | |
|------------|------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
| | 金额(万元) | 占比 | 金额(万元) | 占比 | 金额(万元) | 占比 |
| 表面工程化学品 | 15,714.53 | 29.70% | 16,248.56 | 31.41% | 12,313.06 | 28.09% |
| 新能源电池材料 | 18,387.70 | 34.75% | 15,534.94 | 30.03% | 15,678.91 | 35.77% |
| 其中：锂电铜箔添加剂 | 13,631.43 | 25.77% | 11,644.18 | 22.51% | 12,310.42 | 28.09% |
| 锂电池电解液添加剂 | 4,756.27 | 8.99% | 3,890.76 | 7.52% | 3,368.50 | 7.69% |
| 特种表面活性剂 | 18,207.76 | 34.41% | 19,598.16 | 37.88% | 15,592.38 | 35.58% |
| 其中：水性新材料 | 8,478.75 | 16.03% | 9,995.09 | 19.32% | 7,434.23 | 16.96% |
| 其他 | 562.79 | 1.06% | 318.61 | 0.62% | 198.74 | 0.45% |
| 主营业务收入 | 52,872.78 | 99.94% | 51,700.27 | 99.93% | 43,783.09 | 99.90% |
| 其他业务收入 | 33.86 | 0.06% | 37.98 | 0.07% | 44.34 | 0.10% |
| 合计 | 52,906.64 | 100.00% | 51,738.25 | 100.00% | 43,827.43 | 100.00% |

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

1.3、公司产品生产销售情况

公司现有的产品线较多，不同产品之间的产能利用率差异也较大；2023-2025年，公司表面工程化学品产能利用率整体偏低主要原因系一方面深圳吉和昌主要从事表面处理添加剂复配生产，其生产设备产能较高（其生产工艺简单，反应釜等生产设施价值较低）；另一方面荆门生产基地的表面工程化学品产线主要于2023年7月底逐步投产，部分中间体产品自2024年下半年投产，报告期内整体处于调试爬坡期。

公司烷氧基化工艺产线的产能利用率相对较高，整体保持在70%以上，近年来随着炔二醇醚等光伏硅片切割液添加剂市场需求增加，公司烷氧基化工艺产线自2023年下半年开始逐渐以炔二醇醚等产品为主，相关产能受限，接近于满负荷生产，部分异构醇醚系列产品委托外部供应商进行加工。同样受此影响，报告期内特种表

面活性剂（荆门）产能利用率整体处于较高水平，最近一年，受光伏行业阶段性去库存影响，烷氧基化工艺产品和特种表面活性剂（荆门）产能利用率有所下降。

2023年至2024年，公司新能源电池材料产能利用率呈下降趋势，而2025年产能利用率明显回升，主要原因系：（1）荆门生产基地新建的新能源电池材料产线于2022-2023年陆续投产，受下游需求波动影响，产品销量增长速度不及产能扩张速度；（2）2023年至2024年部分新能源电池材料受行业竞争环境影响产品毛利率下降较多，公司阶段性缩减供应。随着行业落后产能逐步出清以及市场需求的快速增长，产品销售价格回暖，产能利用率自2024年下半年开始已有所提高。其中，2025年锂电铜箔添加剂产能利用率已达到100%以上，锂电池电解液添加剂产能利用率亦有所增长。

表3：公司主要产品的产能

| 年份 | 产品 | 产能（吨） | 自有产量（吨） | 产能利用率 |
|-------|--------------|------------------|------------------|---------------|
| 2025年 | 表面工程化学品 | 8,250.00 | 3,868.72 | 46.89% |
| | 表面工程化学品 | | 2,666.73 | |
| | 烷氧基化工艺产品 | 11,500.00 | 7,283.35 | 86.53% |
| | 特种表面活性剂 | | | |
| | 新能源电池材料 | | 1.01 | |
| | 特种表面活性剂（荆门） | 2,250.00 | 1,476.62 | 65.63% |
| | 新能源电池材料 | 3,337.50 | 2,513.07 | 75.30% |
| | 其中：锂电池电解液添加剂 | 2,337.50 | 1,435.01 | 61.39% |
| | 锂电铜箔添加剂 | 1,000.00 | 1,078.07 | 107.81% |
| | 合计 | 25,337.50 | 17,809.50 | 70.29% |
| 2024年 | 表面工程化学品 | 7,750.00 | 3,422.04 | 44.16% |
| | 表面工程化学品 | | 2,969.72 | |
| | 烷氧基化工艺产品 | 10,000.00 | 5,912.55 | 89.10% |
| | 特种表面活性剂 | | | |
| | 新能源电池材料 | | 27.84 | |
| | 特种表面活性剂（荆门） | 1,750.00 | 1,527.76 | 87.30% |
| | 新能源电池材料 | 3,416.67 | 1,959.16 | 57.34% |
| | 其中：锂电池电解液添加剂 | 2,416.67 | 1,262.62 | 52.25% |
| | 锂电铜箔添加剂 | 1,000.00 | 696.54 | 69.65% |
| | 合计 | 22,916.67 | 15,819.08 | 69.03% |
| 2023年 | 表面工程化学品 | 5,850.00 | 2,783.90 | 47.59% |
| | 表面工程化学品 | | 2,278.14 | |
| | 烷氧基化工艺产品 | 14,000.00 | 9,090.09 | 81.45% |
| | 活性剂 | | | |
| | 新能源电池材料 | | 34.93 | |

| 年份 | 产品 | 产能 (吨) | 自有产量 (吨) | 产能利用率 |
|----|---------------|-----------|-----------|--------|
| | 特种表面活性剂 (荆门) | 1,000.00 | 907.82 | 90.78% |
| | 新能源电池材料 | 2,350.00 | 1,959.88 | 83.40% |
| | 其中: 锂电池电解液添加剂 | 1,470.00 | 1,211.40 | 82.41% |
| | 锂电铜箔添加剂 | 880 | 748.47 | 85.05% |
| | 合计 | 23,200.00 | 17,054.75 | 73.51% |

数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

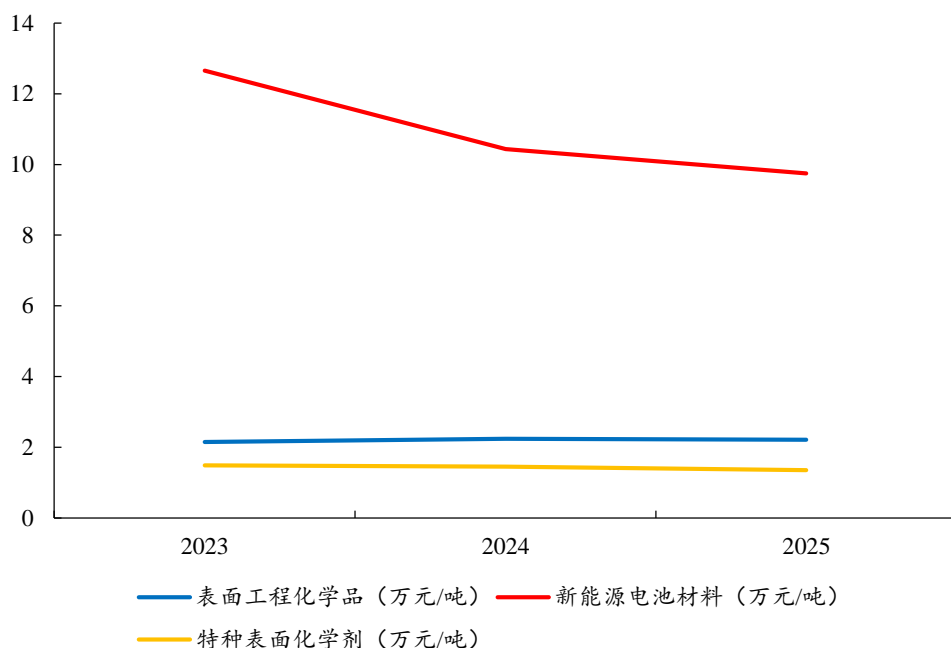
公司主要产品的产销基本平衡。

表4: 各产品产销情况

| 年份 | 产品名称 | 自有产量 (吨) | 自产可供销量 (吨) | 自产销量 (吨) | 产销率 |
|--------|-----------------|------------------|------------------|------------------|---------------|
| 2025 年 | 表面工程化学 品 | 6,535.45 | 6,197.48 | 6,138.15 | 99.04% |
| | 新能源电 池材料 | 2,514.08 | 1,703.06 | 1,837.73 | 107.91% |
| | 特种表面 活 性剂 | 8,759.96 | 7,943.38 | 7,250.86 | 91.28% |
| | 合计 | 17,809.50 | 15,843.92 | 15,226.74 | 96.10% |
| 2024 年 | 表面工程化 学品 | 6,391.77 | 6,113.28 | 6,085.34 | 99.54% |
| | 新能源电 池材料 | 1,987.00 | 61.28 | 1,448.49 | 106.41% |
| | 特种表面 活 性剂 | 7,440.32 | 6,556.40 | 6,146.30 | 93.75% |
| | 合计 | 15,819.08 | 14,030.96 | 13,680.13 | 97.50% |
| 2023 年 | 表面工程化 学品 | 5,062.04 | 4,921.96 | 4,744.93 | 96.40% |
| | 新能源电 池材料 | 1,994.80 | 1,397.62 | 1,208.42 | 86.46% |
| | 特种表面 活 性剂 | 9,997.91 | 9,312.44 | 8,536.76 | 91.67% |
| | 合计 | 17,054.75 | 15,632.01 | 14,490.11 | 92.70% |

数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

2023-2025 年, 公司表面工程化学品平均销售价格整体呈上行趋势, 新能源电池材料价格下降主要受新能源汽车市场竞争加剧, 降本增效传递到上游电池材料, 与此同时, 新能源电池材料行业竞争加剧, 锂电池电解液添加剂价格下跌幅度相对较大, 随着市场周期性产能出清, 锂电池电解液添加剂价格于 2025 年下半年已有所企稳回升。2025 年受下游光伏行业阶段性去库存以及市场竞争影响, 特种表面活性剂产品价格有所下降。

图3：2023-2025 年公司产品销售价格（单位：万元/吨）


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

2023-2025 年，公司前五大客户收入占比合计分别为 22.54%、21.25%和 16.95%，客户集中度较低，主要系公司业务涉及到的下游细分行业较多，部分细分行业下游客户亦相对分散，同时公司产品属于功能性添加剂材料，在各下游行业发挥特种功效但单一客户用量有限。

表5：公司对前五大客户销售情况

| 年份 | 客户名称 | 金额 (万元) | 销售占比 | 主要销售内容 |
|-----------|------------------|-----------------|---------------|------------------|
| 2025 年度 | 龙电华鑫 | 2,448.05 | 4.63% | 新能源电池材料 |
| | 九江德思光电材料有限公司 | 1,947.80 | 3.68% | 新能源电池材料等 |
| | 华创新材 | 1,681.93 | 3.18% | 新能源电池材料等 |
| | 山东六边形新材料有限公司 | 1,569.91 | 2.97% | 表面工程化学品 |
| | 武汉辰语达科技有限公司 | 1,317.43 | 2.49% | 特种表面活性剂 |
| | 合计 | 8,965.12 | 16.95% | / |
| 2024 年度 | 奥首材料 | 3,609.63 | 6.98% | 特种表面活性剂 |
| | 龙电华鑫 | 2,207.63 | 4.27% | 新能源电池材料、表面工程化学品等 |
| | 山东六边形新材料有限公司 | 2,145.13 | 4.15% | 表面工程化学品 |
| | 新宙邦 | 1,588.35 | 3.07% | 表面工程化学品、新能源电池材料 |
| | 武汉辰语达科技有限公司 | 1,441.50 | 2.79% | 特种表面活性剂 |
| 合计 | 10,992.24 | 21.25% | / | |

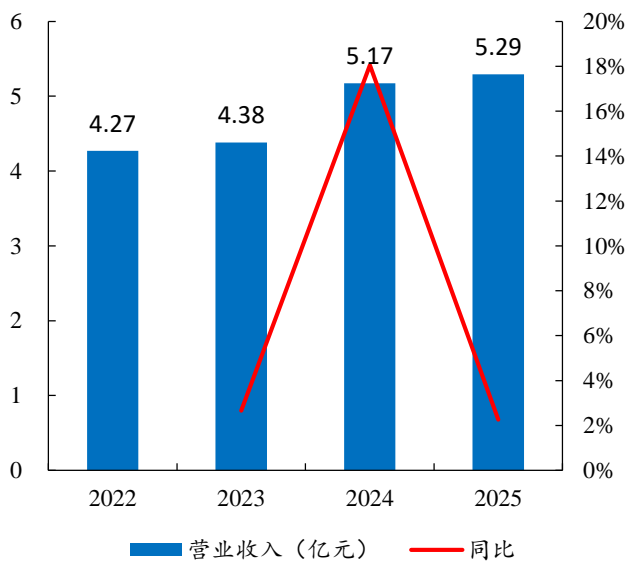
| 年份 | 客户名称 | 金额 (万元) | 销售占比 | 主要销售内容 |
|-----------|--------------|-----------------|---------------|-----------------|
| 2023 年度 | 奥首材料 | 3,265.48 | 7.45% | 特种表面活性剂 |
| | 龙电华鑫 | 1,933.10 | 4.41% | 新能源电池材料 |
| | 九江德思光电材料有限公司 | 1,877.92 | 4.28% | 新能源电池材料 |
| | 杭州诺丁汉科技有限公司 | 1,518.96 | 3.47% | 特种表面活性剂 |
| | 新宙邦 | 1,283.00 | 2.93% | 新能源电池材料、表面工程化学品 |
| 合计 | | 9,878.46 | 22.54% | / |

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

1.4、公司财务情况

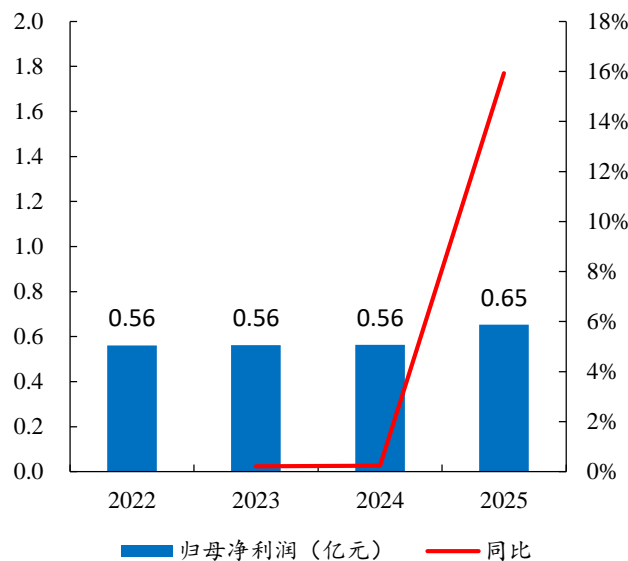
2022-2025 年，公司营收规模稳步增长，分别为 4.27、4.38、5.17、5.29 亿元，归母净利润较为稳定，分别为 0.56、0.56、0.56、0.65 亿元。

图4：公司营收情况



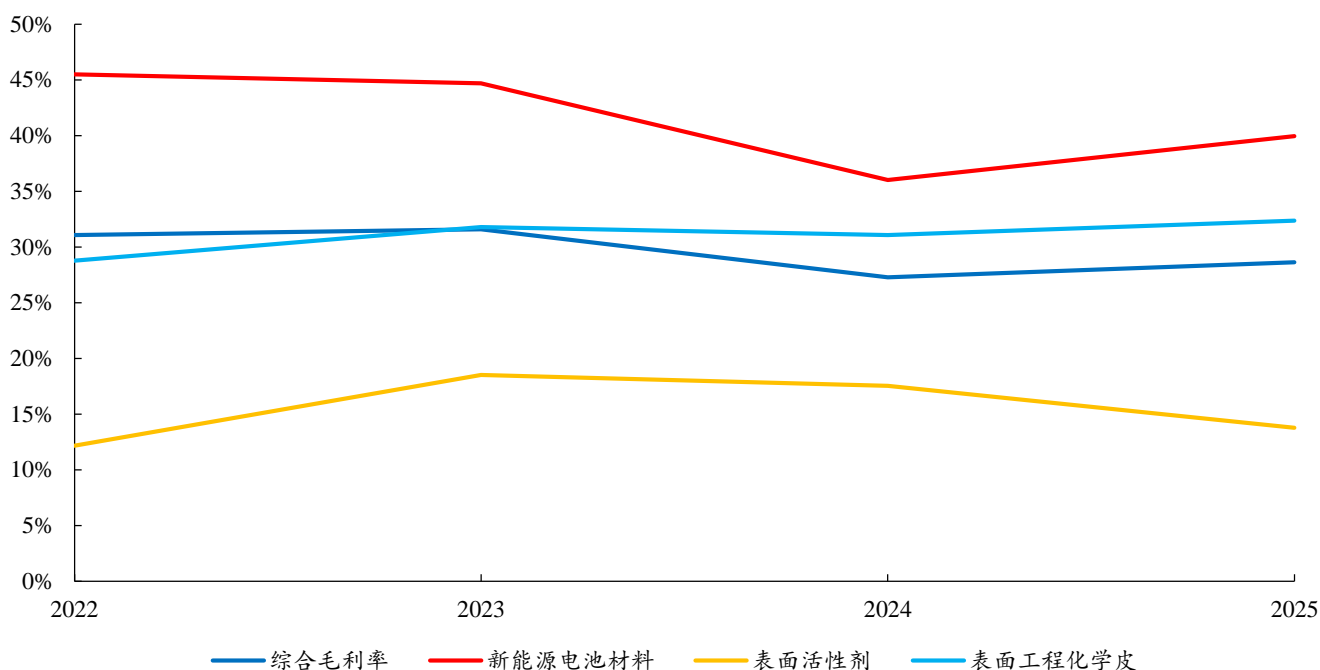
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司归母净利润情况

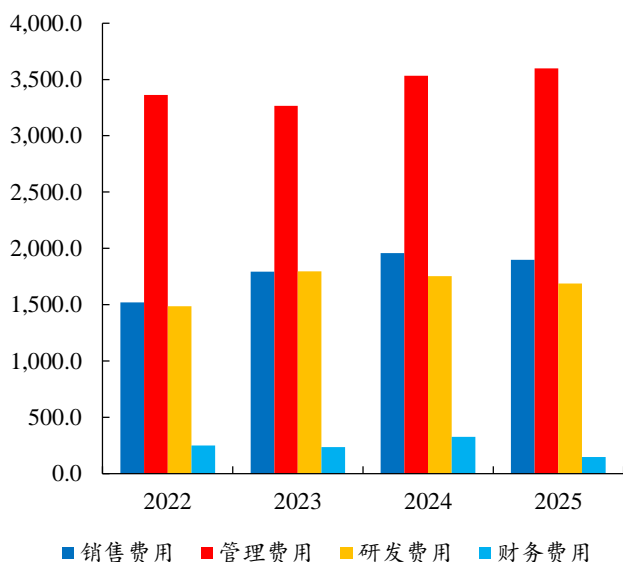


数据来源：Wind、开源证券研究所

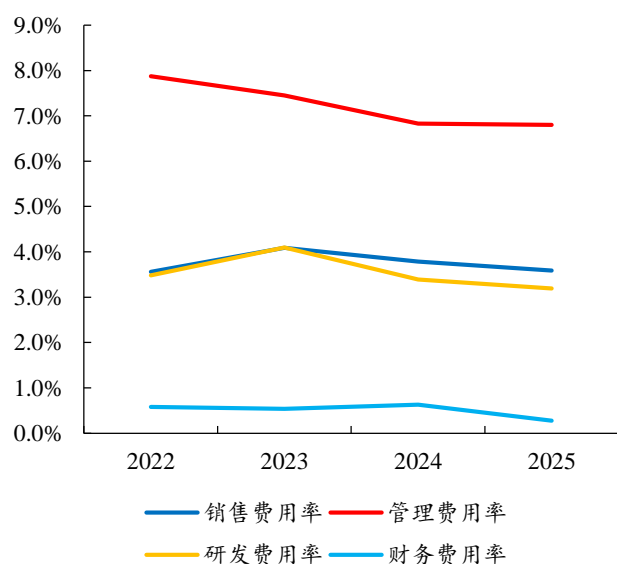
整体来看，公司产品毛利率比较稳定。新能源电池材料产品是公司毛利率最高的产品品类，2022-2025 年分别为 45.49%、44.70%、36.01%、39.96%。

图6：公司毛利率情况


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司各项费用（单位：万元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司各项费用率


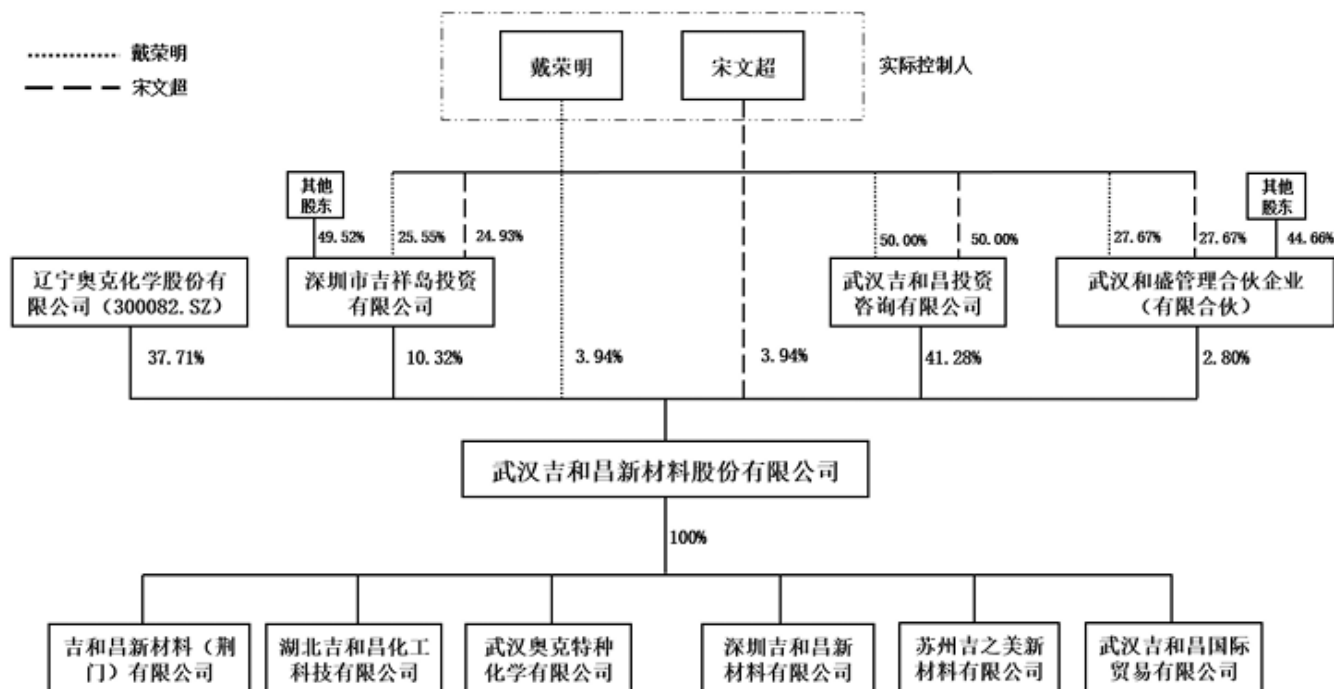
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、公司股权结构

截至 2026 年 4 月 17 日，宋文超和戴荣明分别直接持有公司 3.94% 股份；两人分别持有吉和昌投资 50.00% 股权，吉和昌投资持有公司 41.28% 股份；两人分别持有吉祥岛投资 24.93% 和 25.55% 的股权，且戴荣明任法定代表人、董事，吉祥岛投资持有公司 10.32% 股份；两人分别持有和盛管理 27.67% 的财产份额，并均担任普通合伙人（其中宋文超为执行事务合伙人），和盛管理持有公司 2.80% 股份。据此，宋文超和

戴荣明合计控制公司 62.29% 股份。宋文超与戴荣明分别于 2014 年 9 月、2018 年 2 月及 2021 年 12 月签署了《一致行动协议》。《一致行动协议》签署以来，两人在历次股东会、董事会上的投票均保持一致。此外，宋文超任公司董事长，戴荣明任公司董事兼总经理，能够对董事会的决策和公司经营活动产生重大影响。

图9：公司股权结构



资料来源：公司招股书（注：时间截至 2026 年 4 月 17 日）

2、表面工程化学品行业市场空间持续拓展

2.1、表面工程化学品应用场景持续得到拓展，未来市场空间广阔

2.1.1、表面工程化学品在其应用场景中起到关键作用

表面工程是指基材表面经过预处理后，通过表面涂覆、表面改性或多种表面技术复合处理，改变基材表面的形态、化学成分、组织结构和应力状况，以获得表面所需性能的系统工程。表面工程技术通常涉及材料科学、化学、物理学以及热处理科学等多个领域，主要工艺方法包括表面清洁、表面处理、涂装、电镀、化学转化膜、热喷涂等，经过处理后的基材能够获得耐磨性、抗腐蚀性、润滑性、高强度、防水、防污、抗菌、抗静电等特定性能。

表面工程化学品是基材表面处理过程中所使用的专用化学品或添加剂等的总称，它能够有效提高材料和工件的可靠性、延长使用寿命、制备具有特殊功能的表面，对节能降耗与再制造发挥至关重要的作用，是表面工程得以发挥效用的重要物质基础。表面工程化学品可应用在工业基材、五金卫浴、汽车零部件等行业电镀、涂覆、改性工艺中，亦可应用于 PCB 水平沉铜、半导体硅基材等电子材料的处理。目前，公司表面工程化学品主要为电镀技术过程中所使用的专用化学品，同时着力发展 PCB 和集成电路领域电子化学品。

表面工程化学品已经在五金卫浴、消费电子、半导体、工业机械、航空航天和建筑装饰等产业中获得广泛应用，成为不可或缺的基础原料。细分应用领域来看，五金电镀化学品、PCB 电子化学品和集成电路电子化学品是较为重要的细分板块。根据中研网数据统计，预计 2024 年，全球、中国五金电镀化学品用表面工程化学品市场规模分别为 281 亿元、127 亿元，2021-2024 年年均复合增长率分别为 3.3%、3.7%；随着全球 PCB 的生产不断扩大，促进了 PCB 电子化学品规模持续增长，据华经产业研究院统计，2024 年 PCB 电子化学品行业市场规模达到了 500 亿元，2020-2024 年年均复合增长率约为 7.4%。集成电路制造中，前道晶圆制造和后道封装的离子注入、电镀、CMP 等多个工艺环节均需要用到电子化学品，根据中国电子材料行业协会《2024 版湿化学品产业研究报告》，2023 年，全球集成电路用湿电子化学品市场规模分别达到 462.00 亿元，预计到 2025 年，集成电路湿电子化学品市场规模将增长至 544.60 亿元。

2.1.2、表面工程化学品种类繁多

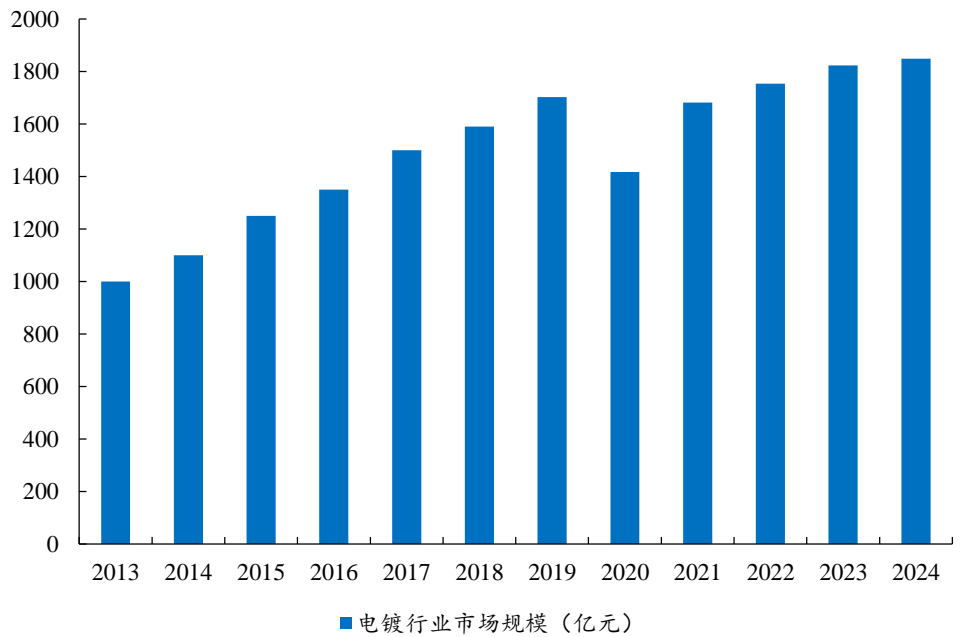
表面工程化学品行业上游为各类基础化工原料、精细化工原料、助剂等，相关产品种类繁多（仅公司生产的表面工程化学品种类多达数百种），生产的产品用于对下游材料、零部件进行表面处理，下游行业应用广阔，包括五金卫浴、消费电子、半导体、工业机械、航空航天和建筑装饰等等。从细分应用领域来看，金属电镀、PCB、半导体是行业内较为典型且公司重点发展的下游应用板块。

➤ 金属电镀行业

中国科学院金属研究所数据表明，全球每年因材料腐蚀导致的经济损失约占国民生产总值的 3%-5%。据中国工程院相关统计结果显示，世界钢材 10% 因腐蚀而损失，机电产品 70% 的失效来自于腐蚀和磨损，产品制造和使用过程中三分之一的能源直接消耗于摩擦磨损。金属电镀行业的发展能够较大程度降低金属腐蚀和磨损，提升下游产品性能，能够体现国家制造工业的技术水平和整体经济效益。

随着我国工业领域的不断发展及自动化程度的日益提升，电镀工艺技术已逐步渗透进众多产业的加工生产环节，对表面工程化学品的需求日益庞大。从市场规模来看，2013-2022年，我国电镀行业市场规模呈波动上升态势，整体维持增长势头。2013年中国电镀行业市场规模突破千亿关口，到2017年，中国电镀行业市场规模已接近1,500亿元，达到1,487.8亿元，同比增长11.40%。近年来，随着双碳政策目标的引导、重金属污染控制的推进以及新环保法的实施，电镀行业的扩张速度相对放缓。2024年我国电镀市场规模约达1,848.70亿元，同比增长1.42%，预计2025年将达到1,941.10亿元。

图10：2013-2024年中国电镀行业市场规模（亿元）

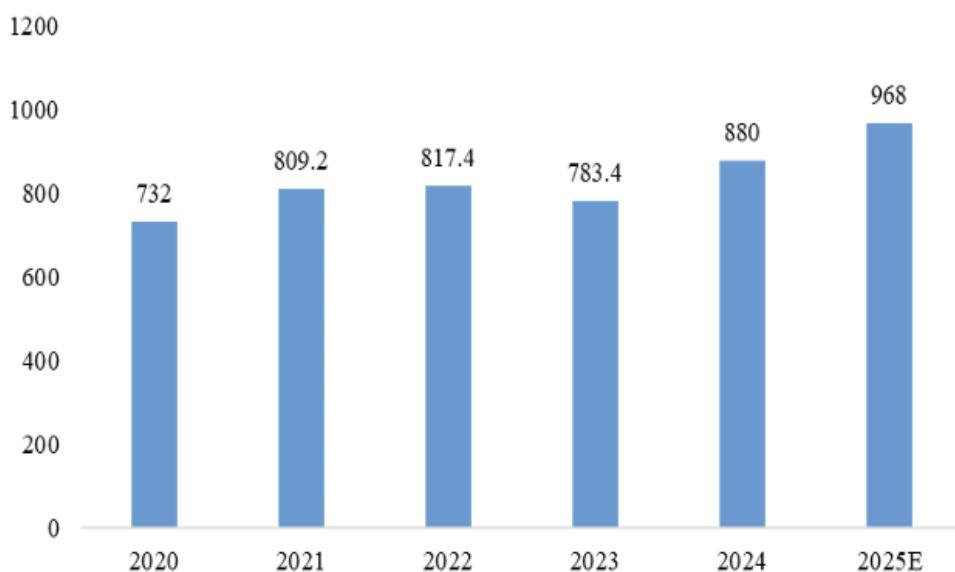


数据来源：中国表面工程协会，前瞻产业研究院，华经产业研究院，中商产业研究院、公司招股书、开源证券研究所

➤ PCB 行业

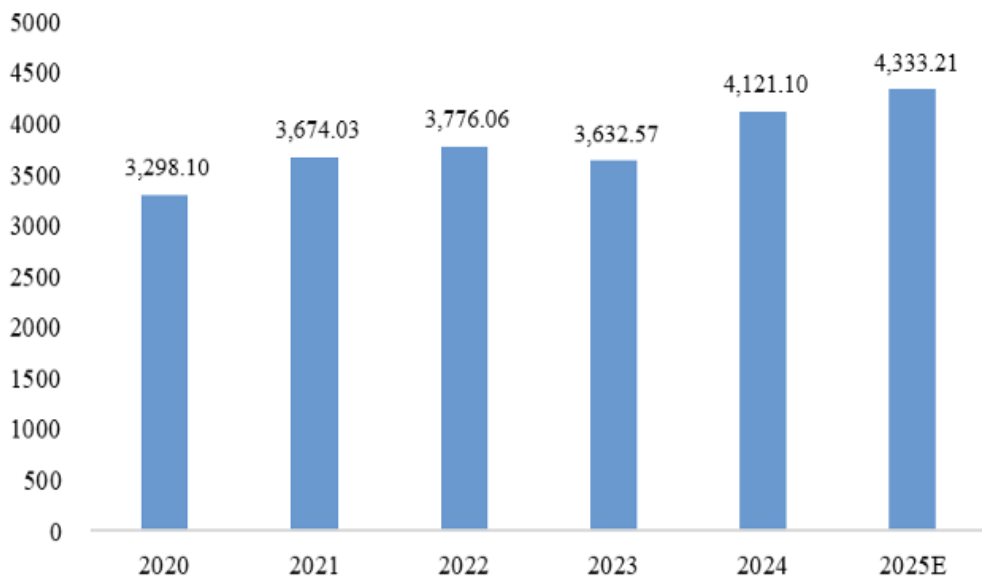
PCB 被称为电子制造之母，是连接和支持电子元器件的基础，提供了电路连接的载体，使得各种电子元器件可以相互连接，构成一个完整的电子系统。PCB 广泛应用于各种电子设备中，如计算机、手机、家用电器、汽车电子、医疗设备等，随着智能汽车、智能家居、物联网等技术的发展，PCB 的需求持续增长。在 PCB 生产制造过程中，前处理、蚀刻、化学沉铜、整板镀铜、图形电镀、化学镍金、化学沉银、化学沉锡等众多关键工序均需要进行表面处理，应用的表面工程化学品包括电镀铜专用化学品、水平沉铜专用化学品等等。

根据 PrismaMark 及中商产业研究院数据，2022 年，全球 PCB 产值达到 817 亿美元；2023 年，受库存去化及加息政策抑制通胀的影响，全球 PCB 市场规模出现缩减，PrismaMark 数据显示产值同比下降 4.2%，至 783.4 亿美元。然而，随着市场库存调整和消费电子需求疲软问题的逐步解决，以及 AI 技术的普及和新能源车的增长，AI 服务器和车用电子相关的 PCB 需求显著提升，成为产业成长的重要驱动力，预计 2024 年全球 PCB 市场规模将达到 880 亿美元，2025 年达到 968 亿美元。

图11：2020-2025E 全球 PCB 产值（亿美元）


资料来源：Prismark、中商产业研究院、公司招股书

从国内来看，中商产业研究院数据显示，2023 年中国 PCB 市场规模达 3,632.57 亿元，较 2022 年减少 3.80%，2024 年约为 4,121.1 亿元，同比明显增长，预计 2025 年中国 PCB 市场规模将达到 4,333.21 亿元。

图12：2020-2025E 中国 PCB 产值（亿元）


资料来源：中商产业研究院、公司招股书

➤ 半导体制造行业

半导体制造是一项关键的技术和产业，系将半导体材料转化为电子器件，生产过程包括晶圆生产、晶圆预处理、光刻、蚀刻、沉积、离子注入、封装测试等。相关电子化学品常用于清洗、光刻、腐蚀、电镀等工序，主要用于清洗去除颗粒、金属离子等污染物及杂质，辅助配套刻蚀封装等，以提升成品质量和下游产品性能。

根据世界半导体贸易统计协会（以下简称 WSTS）的数据，从 2015 年到 2022 年，全球半导体行业市场规模从约 3,352 亿美元增长至约 5,741 亿美元，年均复合增长率约为 8%，2023 年全球半导体市场估值为 5,200 亿美元，同比下滑 9.4%。2017 年和 2018 年，全球半导体行业经历了快速增长，但 2019 年受全球存储芯片价格大幅下滑以及智能手机/个人电脑等需求放缓的影响，行业进入了调整期，市场规模出现了一定幅度下降。2024 年，全球半导体市场在经历 2023 年的周期性调整后显著复苏，根据 WSTS 的数据，2024 年全球半导体市场规模达到 6,280 亿美元，同比增长约 20%。这一增长主要得益于生成式人工智能技术的快速发展以及数据中心应用的强劲需求，特别是 GPU 和 AI 处理器的强劲表现，成为半导体市场增长的核心动力。WSTS 预计 2025 年全球半导体市场将有望达到 6,971 亿美元，AI 和数据中心应用将继续作为主要驱动力，推动高性能芯片的需求。

图13：2015-2025E 全球半导体行业市场规模（亿美元）



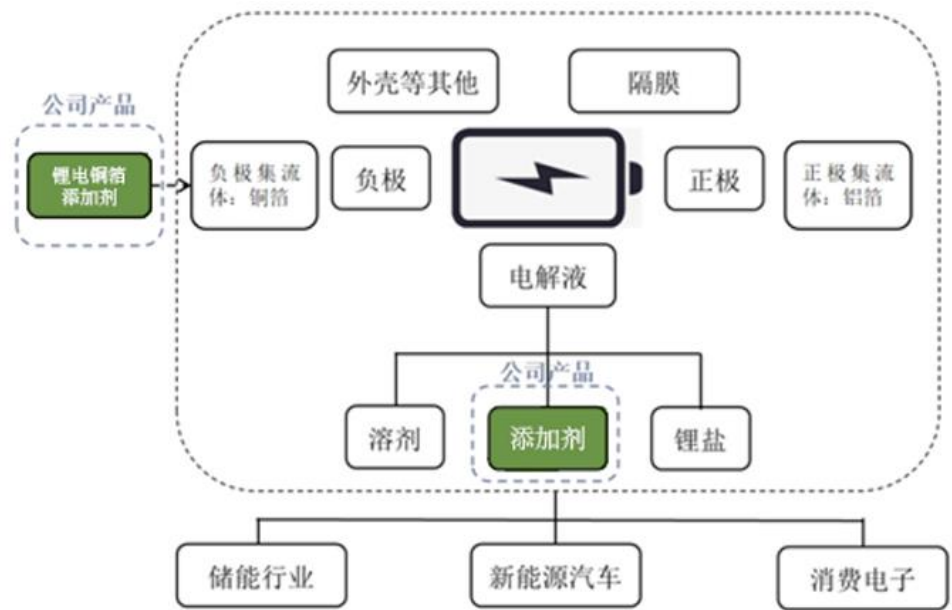
资料来源：WSTS、公司招股书

2024 年，中国半导体市场持续增长，前瞻产业研究院预计，2024 年中国半导体行业市场规模将达到 17,567 亿元，其中集成电路市场份额占比最大，达到 78%。世界集成电路协会（以下简称 WICA）指出，2024 年中国集成电路市场预计规模为 1,865 亿美元，占全球半导体市场份额 30.1%。所以表面工程化学品下游行业发展情况良好，为表面工程化学品的发展奠定了较好的市场基础。

2.2、新能源电池材料行业

新能源电池主要指锂离子电池，锂离子电池是 20 世纪 90 年代成功开发的新型绿色二次电池，主要依靠锂离子在正极和负极之间移动来工作。随着社会对节能环保要求的不断提高，锂离子电池已成为目前市场主流电池，市场需求较大且保持快速增长。锂离子电池包括正极、负极、隔膜、电解液等主要组成部分，公司主要为电解液和负极集流体铜箔提供添加剂材料。

图14：新能源材料产业链图



资料来源：公司招股书

2.2.1、锂电池电解液添加剂行业

根据华经产业研究院数据显示，电解液占锂电池成本的 10%左右，其重量约占锂电池总质量的 15%。锂电池电解液是锂离子迁移和电荷传递的介质，由有机溶剂、电解质（锂盐）及必要的添加剂等材料在一定条件下按一定比例配制而成。

锂电池电解液添加剂是为改善锂电池电解液的稳定性及增强电池电化学性能而在电解液中加入的少量功能性物质。电解液添加剂虽然在电解液中质量占比较小（约占 2-5%），但能够显著改善电池的某些性能，例如循环性能、导电率、过充安全性、阻燃性能、稳定性等，行业壁垒也相对较高。基于对电池能量、功率、循环、安全等性能的持续追求，添加剂的重要性逐步凸显，其研发与应用成为电解液企业最核心的竞争力之一。

电解液添加剂具有种类多、分量少、作用广等特点。根据其功能用途不同，可划分为成膜添加剂、阻燃添加剂、高低温添加剂、过充电保护添加剂及控制水和 H 含量的添加剂等。

表6：电解液添加剂种类

| 添加剂种类 | 主要功能 | 常见添加剂 |
|-------|---|-------------------------------------|
| 成膜添加剂 | SEI 膜成膜添加剂是研究较多的一种添加剂，主要功能是帮助在负极的表面形成一层结构稳定的 SEI 膜，优良的 SEI 膜具有有机不溶性，允许锂离子自由进出电极而溶剂分子无法通过，即将电极材料与电解液分割开，允许锂离子在其中进行传输，进入到电极表面，进行嵌入或脱离操作，保证正常的充放电过程进行，改善电池的安全与储存性能；同时，SEI 膜可以阻止电解液中溶剂分子的通过，从而有效防止溶剂分子的共嵌入，避免因溶剂分子共嵌入 | 碳酸亚乙烯酯 (VC)、 氟代碳酸乙烯酯 (1,3-PS) |

| 添加剂种类 | 主要功能 | 常见添加剂 |
|------------|--|-----------------|
| | 造成对电极材料的破坏。因此，该添加剂能够提高电池的循环性能和可逆容量。 | |
| 阻燃添加剂 | 主要是一些高沸点、高闪点和不易燃的物质，可提高电池的稳定性，改善电池的安全性。 | 磷酸三甲酯（TMP） |
| 高低温添加剂 | 高低温性能是拓宽锂电池使用范围的重要因素之一，通过添加剂使电池在高低温下也具有优良的循环功能。 | 硫酸乙烯酯（DTD） |
| 过充电保护添加剂 | 通过在电解液中添加合适的氧化还原对，当电池充满电或略高于该值时，添加剂在正极上氧化，扩散到负极上被还原，从而防止电池过充。 | 联苯（BP） |
| 控制水和 H 添加剂 | 六氟磷酸锂容易与水反应生成 H ₂ Al ₂ O ₃ （氧化铝）、MgO（氧化镁）、BaO（氧化钡）和锂或钙的碳酸盐等容易与水和 H ₂ O 反应，降低水和 H ₂ O 高电解液的稳定性，从而改善电池性能。 | 对甲苯磺酰异氰酸酯（PTSI） |

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

根据伊维经济研究院（EV Tank）发布的《中国锂离子电池电解液添加剂行业发展白皮书（2021 年）》数据显示，目前市场上常用电解液添加剂为碳酸亚乙烯酯（VC）、氟代碳酸乙烯酯（

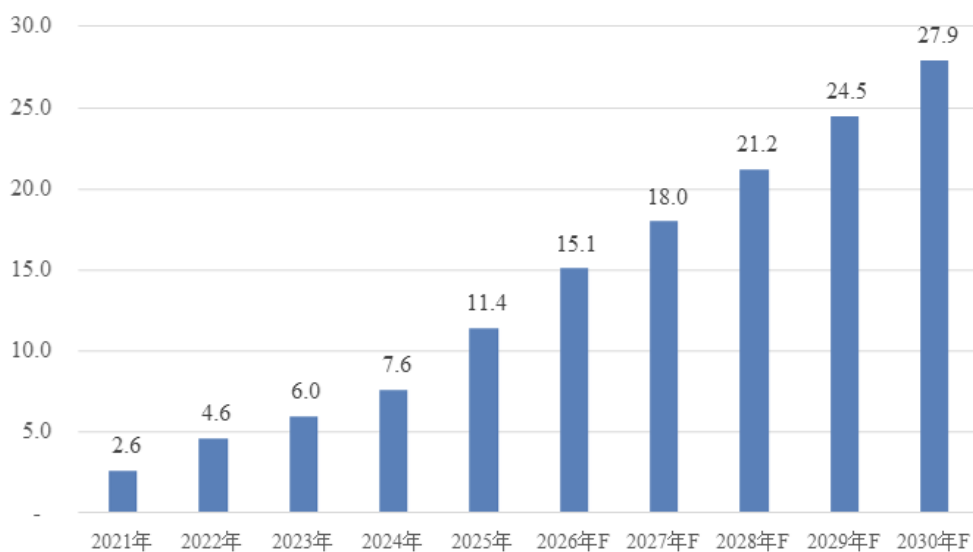
表7：主流添加剂使用情况

| 添加剂类型 | 锂电池中主流添加比例（区分正极材料） | 解决问题 |
|--------|---|------|
| VC | 三元材料：0.5%-1.1%；磷酸铁锂：1.5%-3% | 保护负极 |
| | 三元材料：1%-1.5%（硅碳负极体系：3%-8%）；磷酸铁锂：0.5%-2% | 保护负极 |
| 1,3-PS | 三元材料：0.5%-1%；磷酸铁锂：不使用；锰酸锂材料：0.5%-1%；钴酸锂材料：0.5%-2% | 保护负极 |

资料来源：公司招股书、中国化学与物理电源行业协会、高工产研锂电研究所、开源证券研究所

一般情况下，锂电池电解液添加剂不止一种，多种组合的形式可以更好地满足电池所需要的性能。不同类别电解液添加剂一般搭配使用，以综合实现或强化成膜、阻燃以及过充保护等效果。

随着锂电池产业不断发展以及下游新能源汽车销量快速增长，全球范围内锂电池市场规模稳定增长，电解液添加剂整体亦呈快速增长态势。根据 EVTank 数据显示，2025 年中国电解液功能性添加剂出货量约 11.4 万吨，同比增长约 50%，中国贡献了全球主要的锂电池电解液添加剂，市场出货量占比超过 90%。其中，根据 EVTank 数据，功能性添加剂 1,3-PS 于 2025 年国内出货量达到约 5,300 吨，同比增长 15% 以上，预计 2030 年出货量达到 1.1 万吨，未来数年复合增长率达到 15%。

图15：2021-2030年中国锂电池电解液功能添加剂市场出货量及预测（万吨）


资料来源：公司招股书、EV Tank

2.2.2、锂电铜箔添加剂行业

根据华经产业研究院数据显示，锂电铜箔占锂电池成本的8%左右，其重量约占锂电池总质量的13%。锂电铜箔添加剂是锂电铜箔制备工艺中性能调控的重要物质，能够阻碍或促进晶粒的形核、生长过程，改变镀层的微观结构和形貌，调节沉积层的亮度、平整度、抗拉强度和延伸率等性能，从而调控锂电铜箔的性能。

根据锂电铜箔添加剂作用效果的不同，可以将锂电铜箔添加剂分成整平剂、光亮剂等。整平剂作用是使金属离子能够选择性优先沉积在材料表面的凹陷处，从而能够起到填平材料表面的凹陷并使表面光滑的作用；光亮剂用于改善镀层的光亮性，主要是通过提高阴极电流密度使铜箔晶粒细化从而达到表面光亮的效果，实际生产中通常采用多种添加剂组合使用的方式，提升铜箔的综合性能。

表8：锂电铜箔添加剂种类

| 添加剂种类 | 主要功能 | 常见添加剂 |
|-------|---|--|
| 光亮剂 | 可溶性亚铜配合物的形成和积累，吸附在铜沉积位点上的亚铜配合物具有催化作用，通常需要与其他添加剂同时存在并发生协同作用时才能发挥其光亮作用。 | 聚二硫二丙烷磺酸钠（SPS）、3-巯基丙烷磺酸钠（MPS）、N-二甲基二硫代羧基丙烷磺酸钠（DPS） |
| 整平剂 | 抑制铜粒生长，细化晶粒；抑制电极表面氢气释放产生，影响电流密度的分布和镀层的均匀性。 | 胶原蛋白类聚合物（明胶）、羟乙基纤维素（HEC） |
| 润湿剂 | 降低表面能，使固体物料更易被水浸湿。 | 聚乙二醇（PEG）、聚氧乙烯醚（AEO） |

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

锂电铜箔性能直接影响电池的容量和循环寿命，添加剂的引入是电解铜箔制备工艺中性能调控的重要方式。未来几年，随着全球新能源汽车、储能、3C数码等市场需求的持续增长，全球锂电铜箔市场需求维持较高增长态势，带动相关添加剂市场需求进一步提升。根据GGII此前数据显示，2023年全球锂电铜箔用添加剂市场

规模为 2,760 吨，中国锂电铜箔用添加剂为 2,140 吨，中国贡献了全球超过 70% 以上的锂电铜箔添加剂产量。据 GGII 最新数据资料，2025 年中国锂电池出货量 1,875GWh，同比增长 53%，其中动力、储能电池出货量分别为 1.1TWh、630GWh，同比增长分别为 41%、85%，锂电行业超预期增长。据 GGII 数据资料，2025 年中国锂电铜箔出货量快速增长至 94 万吨，为 2023 年 53.5 万吨的 1.76 倍，以此推算，2025 年中国锂电铜箔用添加剂增长至约 3,760 吨。

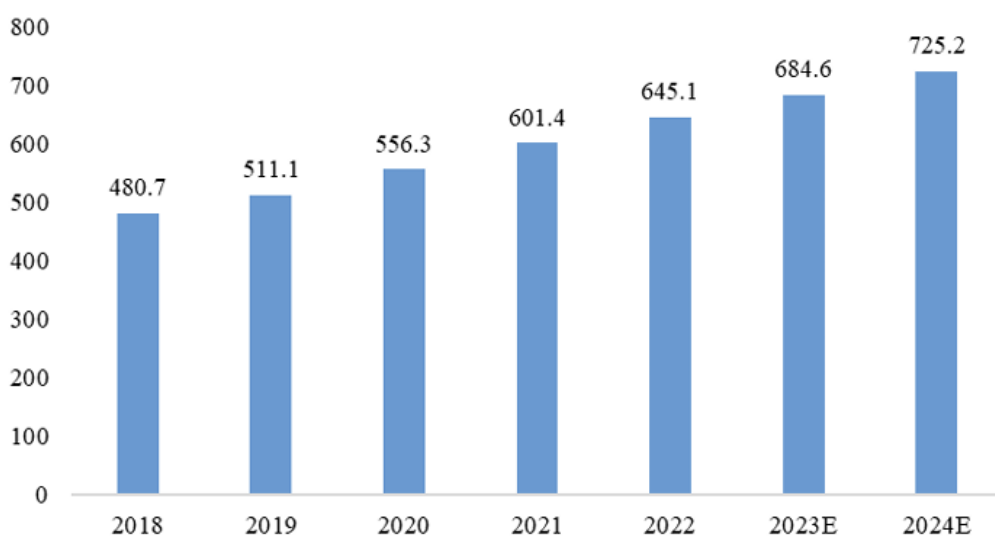
公司主要产品 SPS 作为锂电铜箔生产使用的光亮整平剂，中短期内产品配方预计不会发生重大变化，整体使用量将随着下游锂电铜箔的增长而稳步增长。此外，锂电铜箔呈现轻薄化趋势，轻薄化的趋势将进一步提升单位铜箔生产的 SPS 耗用量。根据访谈 GGII 以及走访锂电铜箔客户，每万吨锂电铜箔生产需要消耗约 15-20 吨 SPS。据 GGII 及 EV Tank 调研数据测算，锂电铜箔用 SPS 添加剂 2025 年度国内市场规模约为 1,400-2,200 吨，2025 年公司 SPS 添加剂销量超过 1,000 吨。

2.3、特种表面活性剂行业

表面活性剂是指具有固定的亲水亲油基团，能在溶液的表面定向排列，并能够通过打破分子间相互作用，使表面张力显著下降的化合物。表面活性剂主要应用领域包括减水剂、洗涤用品、印染助剂、涂料等。按照下游应用领域不同，表面活性剂可分为常规大品种板块和特种板块。常规大品种表面活性剂指市场规模较大、在生产生活中运用较为广泛的表面活性剂，通常具有产业规模大、市场应用成熟、产品价格适中、商业附加值偏低等特点。特种表面活性剂是指应用于工业的某些特殊领域、具备特定功能、产品附加值较高的表面活性剂。

近年来，在我国产业政策支持及洗涤用品、化妆品、纺织印染、食品加工等下游市场需求的推动下，我国表面活性剂市场规模不断扩大，产量不断增长，已发展成为全球表面活性剂重要的生产国之一。2022 年中国表面活性剂市场规模为 645.1 亿元，同比增长 7.27%，预计 2024 年中国表面活性剂市场规模将达 725.2 亿元。

图16 2018-2024E中国表面活性剂市场规模（亿元）



资料来源：中商产业研究院、观研天下产业研究院、公司招股书

在下游应用领域方面，根据华经产业研究院数据显示，2022 年应用于洗涤用品工业的表面活性剂占据市场过半份额，其次为化妆品领域和工业清洗领域，分别占

据 11% 和 11% 的市场份额。随着特种表面活性剂的发展，产品的种类和应用领域将愈发丰富，从而更好的适应工业生产的特定用途。

图17：2022 年中国表面活性剂下游应用市场分布



资料来源：华经产业研究院、公司招股书

相较于传统的表面活性剂，特种表面活性剂的开发往往需要根据客户定制化、个性化的需求及时调整产品的技术指标和分子结构，因此，生产企业需要拥有多品种、多规格的特种表面活性专业化研发生产能力。特种表面活性剂行业下游主要客户通常亦为化工企业，作为原料应用到环保涂料、纺织助剂、光伏切割液、金属加工液、有机硅、润滑油及复合新材料、特种纤维、农化助剂等多个领域。

特种表面活性剂种类繁多，行业上游主要为各类化学原料，就公司所涉及的特种表面活性剂上游主要为环氧乙（丙）烷、异构醇、炔二醇等化工原料，主要生产商包括中石化、中石油等大型化工企业，其中环氧乙（丙）烷原材料价格主要由生产商确定，其他原材料价格由供需双方议价确定。目前，公司生产的特种表面活性剂主要用于纺织助剂、水性涂料及油墨、光伏硅片切割液、工业清洗、PCB 及半导体制造等行业。

3、终端客户数量持续增长，提升高附加值类产品占比

3.1、客户数量持续增长，合作稳定性高

公司多年深耕表面与界面处理领域，持续投入产品研发与品质管控，不断完善产品性能和服务体系。凭借精准的市场策略与专业的项目管理，公司在细分行业中稳步拓展，通过开拓新客户和深化存量客户价值挖掘，构建了覆盖新能源电池、光伏硅片切割、汽车零部件、五金卫浴等多领域的多元化客户网络。

表9：公司客户数量及收入情况

| 报告期 | 客户数量 (家) | 老客户数量 (家) | 老客户收入 (万元) | 老客户收入占比 | 新增客户数量 (家) | 新增客户收入 (万元) | 新增客户收入占比 |
|---------|----------|-----------|------------|---------|------------|-------------|----------|
| 2025 年度 | 1,739 | 1,242 | 49,901.33 | 94.32% | 497 | 3,005.31 | 5.68% |
| 2024 年度 | 1,722 | 1,100 | 47,766.70 | 92.32% | 622 | 3,971.54 | 7.68% |
| 2023 年度 | 1,582 | 1,582 | 43,827.43 | 100.00% | - | - | - |

数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所（注：上表将 2023 年度客户视作老客户并以此为基础统计新、老客户相关信息）

2023-2025 年，公司分别新增客户 622 家和 497 家，新增客户收入分别为 3,971.54 万元和 3,005.31 万元，占各期营业收入的比例相对较低，公司的营业收入仍主要由老客户贡献。公司各期营业收入中，老客户在各期实现的营业收入分别为 43,827.43 万元、47,766.70 万元和 49,901.33 万元，分别占当期营业收入的 100.00%（为基数）、92.32%和 94.32%。公司在积极拓展新客户的同时，与存量客户保持了高度稳定的合作关系，公司与客户合作的稳定性较高。

通过分析 2023-2025 年的客户分布，可见公司前十大客户结构呈哑铃型特征：头部龙头客户合作年限长、采购占比高，始终占据核心位置，体现出较高的黏性与稳定性；中腰部客户则因行业周期、报价策略或内部供应链调整等原因，更替频繁，每年均有部分席位发生变动，导致客户名单呈现一定波动。与此同时，受益于下游新能源锂电池、光伏等市场需求快速增长，以及公司不断提高产品品质，拓展新应用领域，部分新增客户在合作后短期内即实现销售规模快速放量，迅速跻身于前十大客户之列，在不同的年份为公司带来不同的业绩增长点。

3.2、募投项目：持续加码高附加值类产品

公司募集资金计划主要建设“年产 1.2 万吨光伏材料、表面处理化学品和相关副产品项目”、“年产 2,000 吨集成电路用电镀化学品项目”、“研发中心建设项目”，用以提升公司生产能力和研发能力。

表10：公司主要募投项目介绍

| 项目名称 | 总投资额 (万元) | 项目概况 | 项目实施必要性及目的 |
|-------------------------------|-----------|---|--|
| 年产 1.2 万吨光伏材料、表面处理化学品和相关副产品项目 | 10,834.22 | 项目的实施主体为吉和昌全资子公司湖北吉和昌，建设地点位于湖北省应城市长江埠化工园区，建设期为 2.5 年，总投资金额为 10,834.22 万元，拟使用募集资金金额 10,158.44 万元。本项目聚焦于表面工程化学品及特种表面活性剂板块，拟重点提升公司水性新材料产品及表面工程化学品生产规模，项目建成后公司将新增年产 1,500 吨光伏材料、2,300 吨 | 公司拟通过本次项目实施，扩大现有表面工程化学品及水性新材料的生产规模，突破目前产能瓶颈，以满足不断增长的订单需求，同时形成规模化效应，以实现降本增效，进一步提高公司综合竞争实力及盈利水平，巩固公司在细分领域的市场地位，为公司的可持续发展 |

| 项目名称 | 总投资额 (万元) | 项目概况 | 项目实施必要性及目的 |
|----------------------------|--------------|--|---|
| | | <p>表面处理化学品和相关副产品及复配产品生产能力，显著增加公司在相关领域的竞争能力，解决产能不足问题，满足不断增长的客户需求，匹配行业规模化发展趋势。</p> | <p>提供强有力的支撑。项目将通过新建生产基地，购置新的生产设备，扩充公司水性新材料生产能力与生产规模，满足快速增长的下游市场需求，同时进一步完善公司产品结构，分散市场竞争风险，提高公司抗风险能力与综合竞争力。通过本项目的实施，公司基于自身多年生产经验积累及技术储备，将进一步优化水性新材料等产品生产工艺流程，增强产品市场竞争力。</p> |
| 年产 2,000 吨集成电路用 电镀化学品项目 | 10,537.16 | <p>项目的实施主体为吉和昌全资子公司荆门吉和昌，项目位于湖北省荆门市荆门化工循环产业园，建设期 2 年，总投资金额为 10,537.16 万元。本项目是在公司荆门生产基地已投产的生产能力基础上，进一步扩大铜箔添加剂、水性聚氨酯材料等产品产能规模，建设完成后公司将新增年产 710 吨锂电铜箔添加剂及 210 吨水性聚氨酯材料等生产能力，同时优化公司产能布局，引进更加先进的生产设备提高生产自动化和智能化水平，巩固和强化公司产品市场竞争力。</p> | <p>项目将顺应下游行业技术发展趋势，通过新建生产基地并购置新的生产设备，在优化现有锂电铜箔添加剂的同时开发更多新产品，进一步完善产品结构，保持对行业变化的响应速度和应对能力，提高业务竞争力与产品市场占有率，巩固并提升公司的行业地位。拟通过本次项目实施，新建生产基地并购置先进的生产检测设备，提高铜箔添加剂生产规模，缓解产能压力，进一步提高公司综合竞争实力及盈利水平。拟通过本项目建设，在原有业务基础上，进一步扩大产能规模，提高公司生产水平与供货能力，以满足未来业务发展需求。</p> |
| 研发中心建设项目 | 5,262.34 | <p>项目的实施主体为吉和昌全资子公司武汉特化，拟在武汉青山区化学工业区化工大道 130 号(武汉特化现有厂区内)建设研发中心，建设期 3 年，总投资金额为 5,262.34 万元。本次研发中心建设项目将对现有技术储备进行梳理归类和优化，同时加大技术研发投入，促进现有产品的技术升级，提升产品品质，降低成本，巩固和强化产品市场竞争力，并通过购置先进的测试分析仪器和扩大研发队伍规模，提升公司研发基础设施水平和技术创新实力，加快推动技术成果的转化与应用，丰富产品结构，为公司创造新的利润增长点，促进公司可持续快速发展。</p> | <p>伴随公司经营规模的扩大和技术创新规划的实施，以及不断变化的政策及市场环境，对公司技术储备及技术研发提出了新的挑战，大量新技术、新产品、新工艺的研发需要公司给予充足的研发资源配备。依托公司不断的研发投入，公司产品结构得以丰富和完善，有助于公司持续扩大产品市场占有率，进一步提高公司盈利水平。借助本次项目对研发中心的建设，公司将拓宽研发场地，引进先进的研发仪器设备，升级现有的研发中心，打破场地等客观因素带来的限制，实现公司整体研发实力的提升；同时对现有研发团队进行进一步扩充并培养符合公司要求的优秀研发人员，吸引更多的复合型人才。</p> |
| 补充流动资金 | 3,000.00 | / | / |
| 合计 | 29,633.72 | / | / |

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

3.3、可比公司

根据吉和昌现有的表面工程化学品、新能源电池材料、特种表面活性剂三大业务的特点，并采取以下三大标准：①具有一定行业知名度且主要业务、主要产品、产品功能、主要经营模式与发行人相似，终端客户与发行人终端客户处于同一行业；②具备一定经营规模，已形成品牌市场影响力；③境内上市公司或挂牌公司，数据可以公开取得；分别选取可比公司。在表面工程化学品业务板块选取三孚新科（688359.SH）、领湃科技（300530.SZ）作为同行业可比公众公司，在新能源电池材料业务板块选取华盛锂电（688353.SH）、杉杉科技（870303.NQ，已摘牌）作为同行业可比公众公司，在特种表面活性剂板块选取皇马科技（603181.SH）作为同行业可比公众公司。

表11：可比公司基本情况

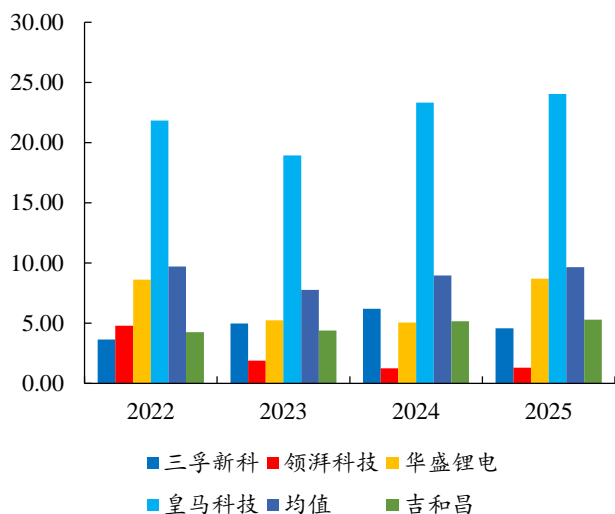
| 对标业务 | 公司名称 | 主营业务及主要产品 | 市场地位 | 技术实力 |
|---------|---------------------|---|---|--|
| 表面工程化学品 | 三孚新科 (688359.SH) | 主要从事表面工程技术的研究及新型环保表面工程专用化学品的研发、生产和销售。主要产品有电子化学品、通用电镀化学品及表面工程专用设备。 | 三孚新科是我国最早从事表面工程化学品研究的企业之一，经过多年的经营和发展积累了近1,000家客户，如沪电股份、奥士康、三花智控、嘉元科技等。 | 公司是高新技术企业及专精特新“小巨人”企业，设有三孚研究院重点开展表面工程领域基础与核心技术研发、关键与共性技术应用、成果转化与人才培养等工作，2023年公司牵头承担了国家重点研发计划项目《高稳定绿色化电镀工艺技术与成套装备》，与哈尔滨工业大学、北京理工大学深圳研究院、广东工业大学等均开展产学研合作。截至2024年末，公司研发人员共172人，占比20.95%。2022-2024年公司研发投入分别为2,874.72万元、5,057.92万元和7,308.90万元，研发投入占营业收入的比例分别为7.88%、10.17%和11.76%。 |
| | 领湃科技 (300530.SZ) | 公司主营业务包括新能源电池及表面工程化学品两大板块，其中表面工程化学品业务主要产品包括涂镀添加剂与涂镀中间体。 | 领湃科技为超过300家电镀厂提供专业的电镀解决方案。同时公司产品成功应用于电子、汽车配件、五金等领域，成为奔驰、宝马、丰田、通用、沃尔沃、松下、华为、中兴通讯等国际知名企业产业链中的一份子。 | 公司目前集中现有资源优势加速发展公司新能源电池业务，致力于研发更高能量密度、更高可靠性、更高安全性、更长寿命的电池产品和解决方案。截至2024年末，公司研发人员共105人，占比32.81%。2022-2024年公司研发投入分别为7,627.91万元、4,523.30万元和2,899.12万元，公司研发投入占营业收入的比例分别为15.92%、23.78%和23.08%。 |
| | 华盛锂电 (688353.SH) | 专注于锂离子电池电解液添加剂的研发、生产及销售。产品主要有电子化学品及特殊有 | 公司产品已高度覆盖中国国内市场，同时出口日本、韩国、美国、欧洲、东南亚等国家和地区，公司客户主要包括比亚迪、天赐材 | 公司是高新技术企业及专精特新“小巨人”企业，主导制定VC国家标准和研究院省级以上各类研发平台4 |

| 对标业务 | 公司名称 | 主营业务及主要产品 | 市场地位 | 技术实力 |
|---------|--------------------------|---|--|---|
| | | 机硅两大系列。 | 料、三菱化学、国泰华荣、Enchem、杉杉股份、昆仑新材、珠海赛纬等锂电池产业链厂商，终端客户主要为新能源汽车生产厂商。 | 个，与苏州大学、中科院化学所、南京工业大学、南京林业大学等高校、科研院所密切合作。截至2024年末，公司研发人员共119人，占比10.62%。2022-2025年公司研发投入分别为4,949.69万元、4,745.92万元、4,102.39万元、5,179.53万元，公司研发投入占营业收入的比例分别为5.74%、9.04%、8.13%、5.96%。 |
| | 松石科技 (870303.NQ, 已摘牌) | 主要从事金属表面处理剂和锂电池化学品的研发、生产和销售，主要产品包括表面工程化学品、1,3-PS、SPS等。 | 公司是国内重要的锂离子电池电解液添加剂生产商，核心产品包括1,3-PS等，公司生产的产品覆盖国内二十多个省、市、自治区，并远销欧美、中东和东南亚地区各国。 | 公司是高新技术企业及专精特新“小巨人”企业，是一家以新能源材料、电镀中间体、医药中间体、精细化学品、环境科技等业务为核心的技术企业，依托原风帆化工与原中德远东两大研发基地，承袭了风帆化工累积近20年的技术研发能力，吸收了德资企业的先进管理模式与世界一流的工艺技术。目前，松石科技拥有专利40余项，员工100余人。 |
| 特种表面活性剂 | 皇马科技 (603181.SH) | 公司主要生产的特种表面活性剂中的非离子表面活性剂，包括功能性新材料树脂、高端电子化学品、有机硅、润滑油及金属加工液、聚醚胺及环保涂料等十六大板块。 | 公司具有年产近30万吨特种表面活性剂生产能力，是目前国内生产规模较大、品种较全、科技含量较高的特种表面活性剂龙头企业。公司坚持走专业化市场路线，实施以计划管理为龙头的订单式经营模式，充分发挥科技创新和生产装备优势，打造高品质制造体系，为不同客户量身定制个性化的特种表面活性剂。 | 公司设有国家企业技术中心、国家博士后科研工作站、省级重点企业研究院、工程技术研究中心、高新技术研发中心等一批高水平创新研发平台，先后荣获国家制造业单项冠军示范企业、国家知识产权示范企业，并连续多年跻身中国精细化工百强、中国石化民营企业百强。公司拥有一支由国内高端人才、中高级研发人员等200余人组成的“金字塔”型研发团队，拥有2亿余元国际先进检测仪器和研发设备，与浙江大学等国内知名高校、国内外行业专家保持紧密的合作。公司主导或参与制定40+国家及行业标准。截至2024年末，公司研发人员共168人，占比22.43%。2022-2024年公司研发投入分别为10,049.24万元、7,341.88万元和8,839.90万元，公司研发投入占营业收入的比例分别为4.60%、3.88%和3.79%。 |

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

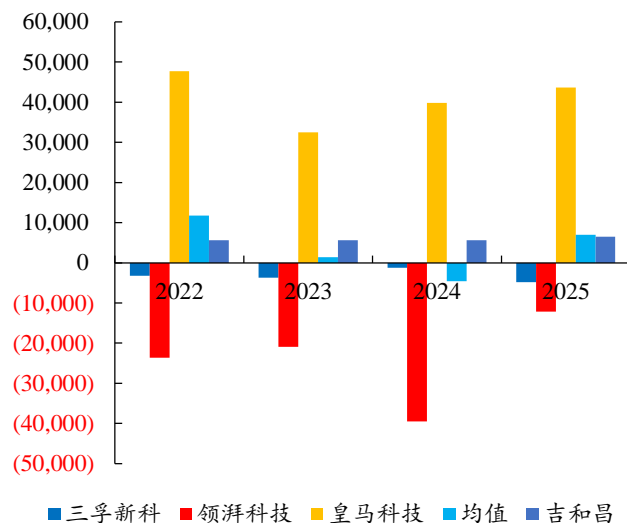
目前公司的规模还相对较小，2022-2025 年营收均低于可比公司均值；但相比之下，公司在营收远低于可比公司的情景下，2022-2025 年归母净利润却相对较高。

图18: 可比公司营收情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 可比公司归母净利润情况 (单位: 万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、估值对比

可比公司皇马科技 PE (2025) 为 20.93 倍 (截至 2026 年 6 月 15 日)。2025 年可比公司营收均值为 9.66 亿元, 归母净利润均值为 0.70 亿元; 吉和昌 2025 年营收为 5.29 亿元, 归母净利润为 0.65 亿元, 2025 年毛利率为 28.64%, 净利率为 12.35%, 高于可比公司均值。

表12: 可比公司皇马科技 PE2025 为 20.93 倍

| 股票代码 | 公司名称 | 市值 (亿元) | PE2025 | 2025 年营业收入 (亿元) | 2025 年归母净利润 (亿元) | 2025 年毛利率 | 2025 年净利率 |
|-----------|-----------|---------------|---------------|-----------------|------------------|---------------|----------------|
| 688359.SH | 三孚新科 | 153.93 | -318.58 | 4.58 | -0.48 | 36.22% | -13.22% |
| 300530.SZ | 领湃科技 | 32.52 | -26.69 | 1.30 | -1.22 | -1.45% | -94.15% |
| 688353.SH | 华盛锂电 | 171.94 | 1,297.02 | 8.69 | 0.13 | 10.09% | -0.29% |
| 603181.SH | 皇马科技 | 91.37 | 20.93 | 24.04 | 4.37 | 26.20% | 18.16% |
| | 均值 | 112.44 | 243.17 | 9.66 | 0.70 | 17.76% | -22.38% |
| 920193.BJ | 吉和昌 | - | - | 5.29 | 0.65 | 28.64% | 12.35% |

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 时间截至 2026 年 6 月 15 日)

5、风险提示

原材料价格大幅波动、下游需求不及预期、安全生产风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20% 以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5% 以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn