

2026年06月16日

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com

联系人

胡文瀚
huwenhan@huayuanstock.com

吉和昌(920193.BJ)

——深耕表面处理特种功能性材料，受益半导体表面工程、新能源电池等领域增量

投资要点：

- **吉和昌本次发行价格 8.52 元/股，发行市盈率 14.52X，申购日为 2026 年 6 月 17 日。**本次发行数量为 2800 万股，发行后总股本为 11133 万股，本次发行数量占发行后总股本的 25.15%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 25.15%，老股占可流通股本比例为 0%。本次发行战略配售发行数量为 280 万股，占本次发行数量的 10%。有 3 家战略投资者参与公司的战略配售。公司募投项目预计总投资额达 2.96 亿元，此次发行募集资金在扣除发行费用后的净额，拟投资于年产 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、研发中心建设项目和补充流动资金。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建成后，公司将新增年产 1,500 吨光伏材料、2,300 吨表面处理化学品和相关副产品及复配产品生产能力和年产 2,000 吨集成电路用电镀化学品项目建设完成后，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。
- **深耕表面处理特种功能性材料，广泛应用于新能源电池、光伏硅片切割等领域。**公司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。2025 年公司实现营业收入 5.29 亿元 (yoy+2.26%)，归母净利润为 6532.19 万元 (yoy+15.93%)。
- **2025 年我国电解液功能性添加剂出货量同比增长约 50%，同行业公司包括三孚新科等。**按下游应用领域板块划分，公司产品可分为表面工程化学品、新能源电池材料以及特种表面活性剂三大业务板块。**表面工程化学品：**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，AI 和数据中心应用或将继续作为主要驱动力，推动高性能芯片的需求。**新能源电池材料：**公司主要为电解液和负极集流体铜箔提供添加剂材料。根据 EV Tank 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%。**特种表面活性剂：**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。根据国家能源局数据，2025 年国内新增光伏装机 315.07GW，同比上升 13.67%。**同行业公司：主要包括三孚新科、领湃科技、华盛锂电、松石科技和皇马科技等。**
- **申购建议：建议关注。**公司始终致力于表面及界面处理行业相关精细化学品研发以及下游应用领域拓展。经过二十多年的深耕，公司在表面工程化学品领域已具有扎实的科研能力和技术储备，核心产品具备较强的市场竞争优势。可比公司 PE TTM

中值为 66X，建议关注。

- **风险提示：新能源产业政策及行业景气度变化风险、市场竞争加剧风险、核心技术泄密及核心技术人员流失风险**

内容目录

1. 发行信息	5
1.1. 发行情况:发行价格 8.52 元/股, 发行市盈率 14.52X	5
1.2. 募投: 公司募投项目预计总投资额达 2.96 亿元	6
2. 深耕表面处理特种功能性材料, 广泛应用于新能源电池、光伏硅片切割等领域	7
2.1. 业务: 2025 年新能源电池材料营收达 1.84 亿元, 占主营业务的 34.78%	7
2.2. 模式: 2025 年前五大客户营业收入占比 16.95%, 龙电华鑫为第一大客户	10
2.3. 财务: 2025 年公司营收 5.29 亿元 (yoy+2.26%)、归母净利润 6532.19 万元 (yoy+15.93%)	11
3. 行业: 2025 年我国电解液功能性添加剂出货量同比增长约 50%, 同行业公司包括三孚新科等	12
4. 申购建议: 专注于表面及界面处理行业相关精细化学品, 建议关注	18
5. 风险提示	19

图表目录

图表 1: 吉和昌本次发行价格 8.52 元/股	5
图表 2: 本次发行战略配售发行数量为 280 万股	5
图表 3: 公司募投项目预计总投资额达 2.96 亿元	6
图表 4: 宋文超和戴荣明两人合计控制公司 62.29% 股份, 为公司共同实际控制人	7
图表 5: 公司主要产品及服务包括表面工程化学品、特种表面活性剂及新能源电池材料	8
图表 6: 2025 年新能源电池材料营收达 1.84 亿元 (单位: 万元)	10
图表 7: 2025 年新能源电池材料的毛利率为 39.96%	10
图表 8: 2025 年龙电华鑫为公司最大客户	10
图表 9: 2025 年公司营收 5.29 亿元 (yoy+2.26%)、归母净利润 6532.19 万元 (yoy+15.93%)	12
图表 10: 2024 年我国电镀市场规模约达 1,848.70 亿元, 同比增长 1.42%	13
图表 11: 预计 2025 年全球 PCB 市场规模或达 968 亿美元	13
图表 12: 2025 年我国 PCB 市场规模或达 4333 亿元	13
图表 13: WSTS 预计 2025 年全球半导体市场或达到 6,971 亿美元	14
图表 14: 公司主要为电解液和负极集流体铜箔提供添加剂材料	14
图表 15: 2025 年我国锂电池电解液功能性添加剂出货量约 11.4 万吨, 同比增长约 50%	15
图表 16: 预计 2024-2030 年全球电解液出货量 CAGR 将超过 20%	15
图表 17: 2025 年中国动力电池用电解液出货 145.3 万吨, 同比增长约 40%	16
图表 18: 预计 2024-2030 年铜箔出货量 CAGR 约 20%	16
图表 19: 预计 2024 年我国表面活性剂市场规模或达 725.2 亿元	17
图表 20: 2025 年我国新增光伏装机 315GW, 同比上升 13.67%	17
图表 21: 2025 年我国硅片产量约 680GW, 同比下降 9.7%	17
图表 22: 公司同行业公司主要包括三孚新科、华盛锂电和皇马科技等	18
图表 23: 可比公司 PE TTM 中值为 66X (数据截至 2026.6.15)	19

1. 发行信息

1.1. 发行情况: 发行价格 8.52 元/股, 发行市盈率 14.52X

吉和昌本次发行价格 8.52 元/股, 发行市盈率 14.52X, 申购日为 2026 年 6 月 17 日。本次发行数量为 2800 万股, 发行后总股本为 11133 万股, 本次发行数量占发行后总股本的 25.15%。经我们测算, 公司发行后预计可流通股本比例为 25.15%, 老股占可流通股本比例为 0%。

图表 1: 吉和昌本次发行价格 8.52 元/股

基本信息	股票代码	920193.BJ	所属国民经济行业	专项化学用品制造
	股票简称	吉和昌	发行代码	920193
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	8.52
	募集金额(万元)	23,856	主承销商	国信证券股份有限公司
	初始发行股份数量(万股)	2,800	占发行后总股本比例	25.15%
日期与申购限制	战略配售比例	10.00%	超额配售比例	0.00%
	路演日	2026-06-16	申购日	2026-06-17
	申购款退回日	2026-06-22	网上最高申购量(万股)	126
基本面信息	2025 年总营收(亿元)	5.29	2025 年归母净利润(万元)	6,532.19
	2025 年毛利率	28.64%	2025 年加权 ROE%	13.79%
	2025 年营收增速	2.26%	2025 年归母净利润增速	15.93%
股本信息	发行前总股本(万股)	8,333.08	发行前限售股(万股)	8,333.08
	发行后预计可流通比例	25.15%	老股占可流通股本比例	0.00%
价格信息	发行 PE(LYR)(倍)	14.52	发行后 2025 EPS(元)	0.59

资料来源: Wind、公司公告、华源证券研究所

注: 除发行后预计可流通比例, 其余均不考虑超额配售

本次发行战略配售发行数量为 280 万股, 占本次发行数量的 10%。有 3 家战略投资者参与公司的战略配售。

图表 2: 本次发行战略配售发行数量为 280 万股

序号	名称	拟认购金额 (元)	限售期
1	国信资管吉和昌员工参与 北交所战略配售 1 号集合资 产管理计划	14,015,400	12 个月
2	国信资本有限责任公司	7,284,600	12 个月
3	江铜(北京)股权投资基金 (有限合伙)	2,556,000	12 个月
	合计	23,856,000	-

资料来源: 公司公告、华源证券研究所

1.2. 募投：公司募投项目预计总投资额达 2.96 亿元

此次发行募集资金在扣除发行费用后的净额，拟投资于年产 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、研发中心建设项目和补充流动资金。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建成后，公司将新增年产 1,500 吨光伏材料、2,300 吨表面处理化学品和相关副产品及复配产品生产能力；年产 2,000 吨集成电路用电镀化学品项目建设完成后，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。

图表 3：公司募投项目预计总投资额达 2.96 亿元

序号	项目名称	预计总投资额/万元	拟使用募集资金金额/万元	实施主体
1	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	10,158.44	湖北吉和昌
2	年产 2,000 吨集成电路用电镀化学品项目	10,537.16	10,537.16	荆门吉和昌
3	研发中心建设项目	5,262.34	5,262.34	武汉特化
4	补充流动资金	3,000.00	3,000.00	吉和昌
	合计	29,633.72	28,957.94	-

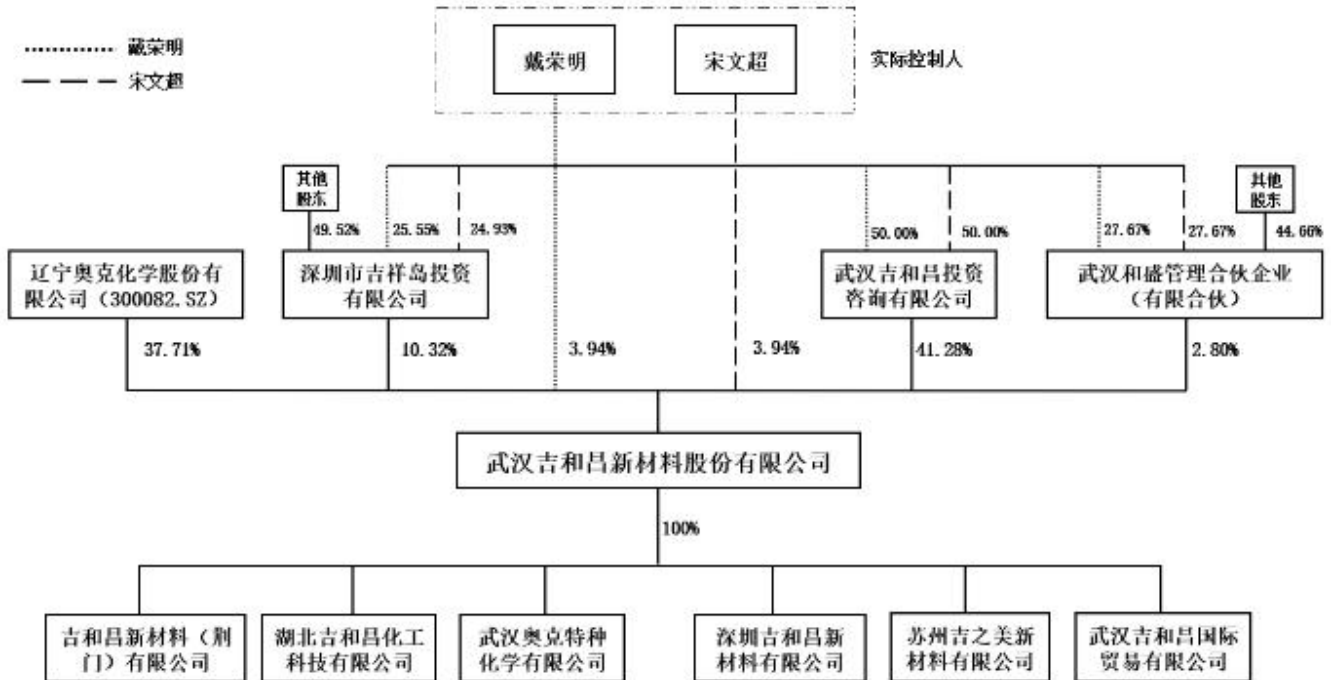
资料来源：公司招股书、华源证券研究所

2. 深耕表面处理特种功能性材料，广泛应用于新能源电池、光伏硅片切割等领域

公司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。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。

截至 2026 年 6 月 16 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。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。综上，宋文超和戴荣明为一致行动人，两人合计控制公司 62.29% 股份，为公司共同实际控制人。

图表 4：宋文超和戴荣明两人合计控制公司 62.29% 股份，为公司共同实际控制人



资料来源：公司招股书、华源证券研究所 注：数据截至 2026/06/16

2.1. 业务：2025 年新能源电池材料营收达 1.84 亿元，占主营业务的 34.78%

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。

(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。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。


(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。**锂电池电解液添加剂**：锂电池电解液中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。**锂电铜箔添加剂**：生产锂电铜箔过程中，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。

(3) 特种表面活性剂

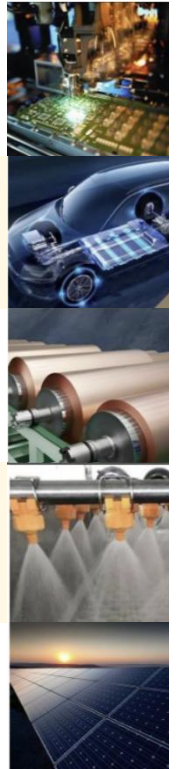
表面活性剂是指能在溶液的表面定向排列，通过打破分子间相互作用，使表面张力显著下降的化合物。公司特种表面活性剂主要包括**异构醇醚**和**水性新材料**两大系列。其中，异构醇醚作为传统优势产品，依托武汉青山区化工园环氧乙烷原料供应及基础设施优势，自 2014 年生产基地建成以来，已广泛应用于纺织助剂、工业清洗剂、印染助剂及农药助剂等领域；水性新材料系列产品主要为癸炔二醇聚醚、十二碳炔二醇聚醚等水性助剂产品，重点应用于光伏（硅片切割）和涂料领域。

图表 5：公司主要产品及服务包括表面工程化学品、特种表面活性剂及新能源电池材料

产品大类	主要产品系列	主要用途	主要应用领域	主要应用场景示例
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

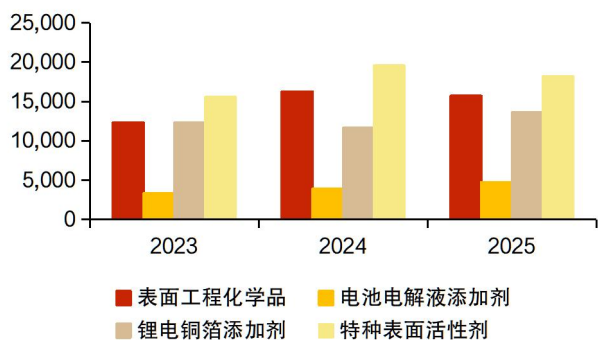


资料来源：公司招股书、华源证券研究所

收入情况：公司主营业务收入主要包括表面工程化学品、新能源电池材料（锂电池电解液添加剂、锂电铜箔添加剂）和特种表面活性剂。2023-2025年，表面工程化学品收入分别为12,313.06万元、16,248.56万元和15,714.53万元，占主营业务收入的比例分别为28.12%、31.43%和29.72%。2024年公司表面工程化学品销售收入大幅上升，主要系2024年该产品在油田助剂领域的新应用得到有效推广，同时公司致力于改善产品品质，叠加荆门生产基地该产品产能逐步释放，销量快速增长。2025年表面工程化学品收入稍有下降，主要原因系油田助剂领域主要客户受政策环境影响采购量减少；2023-2025年，锂电池电解液添加剂收入分别为3,368.50万元、3,890.76万元和4,756.27万元，占主营业务收入的比重分别为7.69%、7.53%和9.00%。2025年锂电池电解液添加剂产品或已脱离行业性负毛利困境，收入规模呈现明显复苏与增长态势。2023-2025年，锂电铜箔添加剂收入分别为12,310.42万元、11,644.18万元和13,631.43万元，占主营业务收入的比重分别为28.12%、22.52%和25.78%。2025年，随着储能需求的全面释放以及动力电池的稳健增长，锂电行业内供需关系得以改善，锂电铜箔添加剂市场规模进一步扩大，公司主动采取适度降价策略以加强市场优势竞争地位，销量整体保持增长态势，锂电铜箔添加剂的收入规模有所回升；2023-2025年，特种表面活性剂收入分别为15,592.38万元、19,598.16万元和18,207.76万元，占主营业务收入的比重分别为35.61%、37.91%和34.44%。2025年特种表面活性剂板块收入下降，主要原因是光伏行业内出现阶段性供需错配及全产业链价格博弈影响，水性新材料产品销售收入受到挤压。受国家“反内卷”政策实施以及市场自我调节影响，光伏行业自2025年下半年起已有所企稳，且光伏市场或仍具备较大增量空间，公司预计特种表面活性剂板块业绩将来会得到改善。

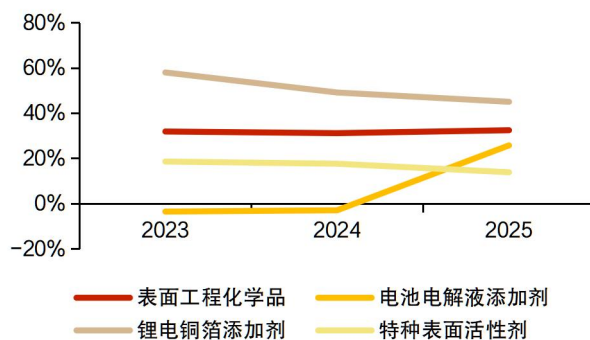
毛利率情况：2023-2025 年，公司主营业务产品综合毛利率分别为 31.59%、27.29%和 28.65%。分产品来看，2023-2025 年，**表面工程化学品**毛利率分别为 31.80%、31.07%和 32.37%。公司自产表面工程化学品毛利率整体较为稳定；2023-2025 年，**锂电池电解液添加剂**毛利率分别为-3.62%、-3.03%和 25.66%，2025 年随着行业中落后产能逐步退出市场以及终端需求规模不断扩大，产品价格重回上行通道，产品毛利率水平实现由负转正；2023-2025 年，**锂电铜箔添加剂**毛利率分别为 57.92%、49.05%和 44.95%，2025 年，锂电行业竞争逐步回归理性，叠加储能领域需求快速扩张，锂电铜箔添加剂市场容量进一步提升，公司为稳固市场份额，对产品利润空间进行了适度调整；2023-2025 年，**特种表面活性剂**毛利率分别为 18.52%、17.55%和 13.78%，2025 年毛利率下降，其变动主要系受光伏行业景气度及市场竞争环境变动影响。

图表 6：2025 年新能源汽车材料营收达 1.84 亿元（单位：万元）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 7：2025 年新能源汽车材料的毛利率为 39.96%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

2.2. 模式：2025 年前五大客户营业收入占比 16.95%，龙电华鑫为第一大客户

公司通过直销模式向生产商及贸易商进行销售后实现盈利。2022-2025 年，贸易商收入占比约 20%-30%，符合行业惯例。公司主要通过台账以及业务回访方式了解贸易商下游整体销售情况。2023-2025 年，公司对前五大客户的销售收入占当期主营业务收入的的比例分别为 22.54%、21.25%和 16.95%，2025 年公司前五大客户包括龙电华鑫、九江德思光电、华创新材等。

图表 8：2025 年龙电华鑫为公司最大客户

年份	序号	客户名称	销售内容	金额/万元	占营业收入比例
2025	1	龙电华鑫	新能源汽车材料	2,448.05	4.63%
	2	九江德思光电材料有限公司	新能源汽车材料等	1,947.80	3.68%
	3	华创新材	新能源汽车材料等	1,681.93	3.18%
	4	山东六边形新材料有限公司	表面工程化学品	1,569.91	2.97%
	5	武汉辰语达科技有限公司	特种表面活性剂	1,317.43	2.49%
			合计	-	8,965.12
2024	1	奥首材料	特种表面活性剂	3,609.63	6.98%
	2	龙电华鑫	新能源汽车材料、表面工程化学品等	2,207.63	4.27%

	3	山东六边形新材料有限公司	表面工程化学品	2,145.13	4.15%
	4	新宙邦	表面工程化学品、新能源电池材料	1,588.35	3.07%
	5	武汉辰语达科技有限公司	特种表面活性剂	1,441.50	2.79%
		合计	-	10,992.24	21.25%
2023	1	奥首材料	特种表面活性剂	3,265.48	7.45%
	2	龙电华鑫	新能源电池材料	1,933.10	4.41%
	3	九江德思光电材料有限公司	新能源电池材料	1,877.92	4.28%
	4	杭州诺丁汉科技有限公司	特种表面活性剂	1,518.96	3.47%
	5	新宙邦	新能源电池材料、表面工程化学品	1,283.00	2.93%
		合计	-	9,878.46	22.54%

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

2.3. 财务：2025 年公司营收 5.29 亿元 (yoy+2.26%)、归母净利润 6532.19 万元 (yoy+15.93%)

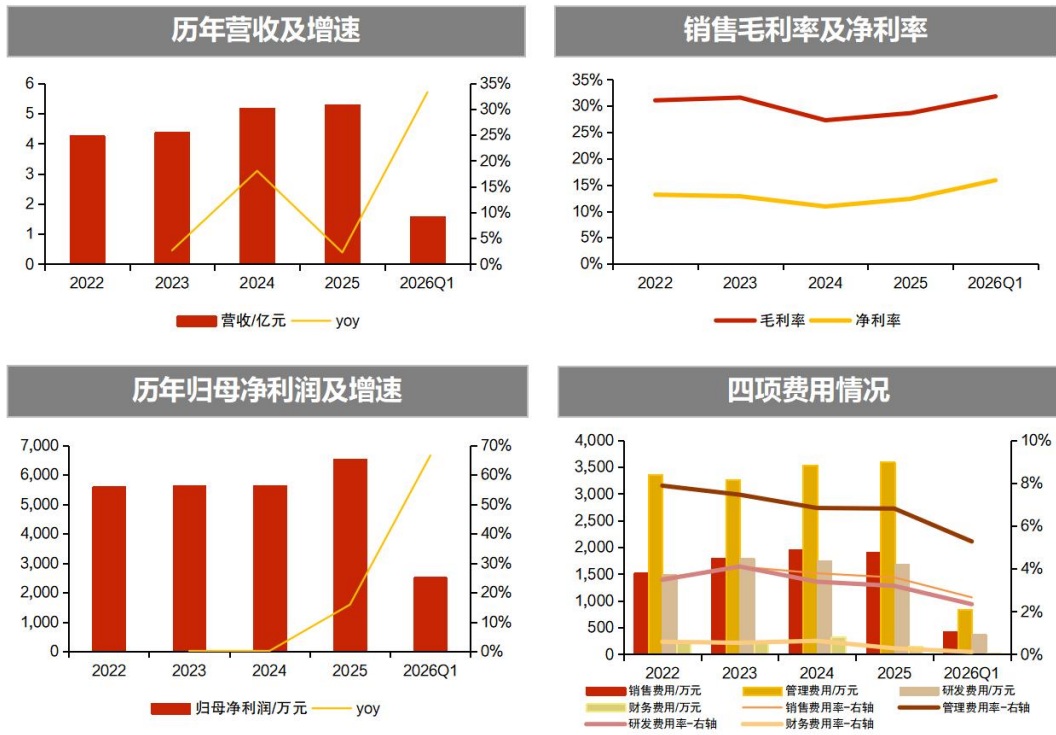
营收方面，2022-2026Q1，公司营业收入分别为 4.27 亿元、4.38 亿元、5.17 亿元、5.29 亿元和 1.58 亿元，2023-2026Q1 同比分别增长 2.66%、18.05%、2.26%和 33.26%。公司营业收入整体呈增长趋势，其中 2024 年度营业收入同比实现显著增长，主要受光伏行业相关产品迅速放量以及油田助剂产品推广得到客户认可影响。

利润方面，2022-2026Q1，公司归母净利润分别为 5608.86 万元、5621.29 万元、5634.63 万元、6532.19 万元和 2513.91 万元，2023-2026Q1 同比分别增长 0.22%、0.24%、15.93%和 66.53%。

盈利能力方面，2022-2026Q1，公司销售毛利率分别为 31.06%、31.59%、27.28%、28.64%和 31.82%。公司毛利率变化主要受主要产品市场竞争环境、产品细分结构、客户议价能力等因素综合影响。

成本管控方面，2022-2026Q1，公司期间费用分别为 6615.02 万元、7089.95 万元、7568.45 万元、7332.51 万元和 1641.90 万元，期间费用率分别为 15.50%、16.18%、14.63%、13.86%和 10.37%。

图表 9：2025 年公司营收 5.29 亿元 (yoy+2.26%)、归母净利润 6532.19 万元 (yoy+15.93%)



资料来源：iFinD、华源证券研究所

3. 行业：2025 年我国电解液功能性添加剂出货量同比增长约 50%，同行业公司包括三孚新科等

➤ 表面工程化学品行业

根据公司招股书，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，相关产品品类繁多（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。

根据公司招股书，随着我国工业领域的不断发展及自动化程度的日益提升，电镀技术工艺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，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。在宏观经济环境持续改善、工业生产稳步增长等多重背景下，伴随着表面工程技术的不断进步和以电镀行业为主的下游市场的稳步发展，相关表面工程化学品市场需求整体将继续维持增长态势，尤其是在先进制造业的推动下，功能型和绿色环保的电镀产品市场占比将持续提高。

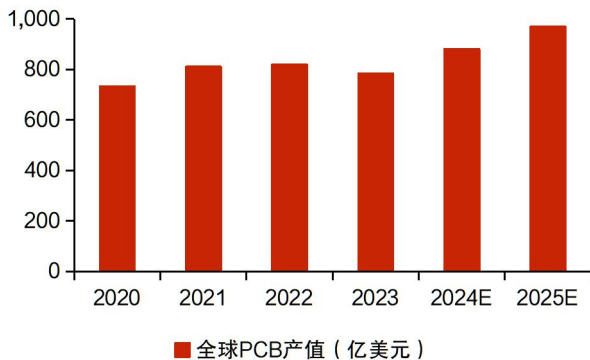
图表 10：2024 年我国电镀市场规模约达 1,848.70 亿元，同比增长 1.42%



资料来源：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、华源证券研究所

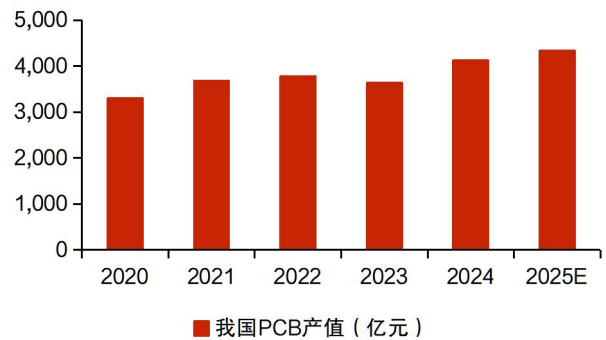
根据 Prismaark 及中商产业研究院数据，2022 年，全球 PCB 产值达到 817 亿美元；2023 年，受库存去化及加息政策抑制通胀的影响，全球 PCB 市场规模出现缩减，Prismaark 数据显示产值同比下降 4.2%，至 783.4 亿美元。然而，随着市场库存调整和消费电子需求疲软问题的逐步解决，以及 AI 技术的普及和新能源汽车的增长，AI 服务器和车用电子相关的 PCB 需求显著提升，成为产业成长的重要驱动力，预计 2024 年全球 PCB 市场规模或达到 880 亿美元、2025 年或达到 968 亿美元。从国内来看，中商产业研究院数据显示，2023 年中国 PCB 市场规模达 3,632.57 亿元，同比减少 3.80%，2024 年约为 4,121.1 亿元，同比明显增长，预计 2025 年中国 PCB 市场规模或达到 4,333.21 亿元。

图表 11：预计 2025 年全球 PCB 市场规模或达 968 亿美元



资料来源：Prismaark、中商产业研究院、公司招股书、华源证券研究所

图表 12：2025 年我国 PCB 市场规模或达 4333 亿元

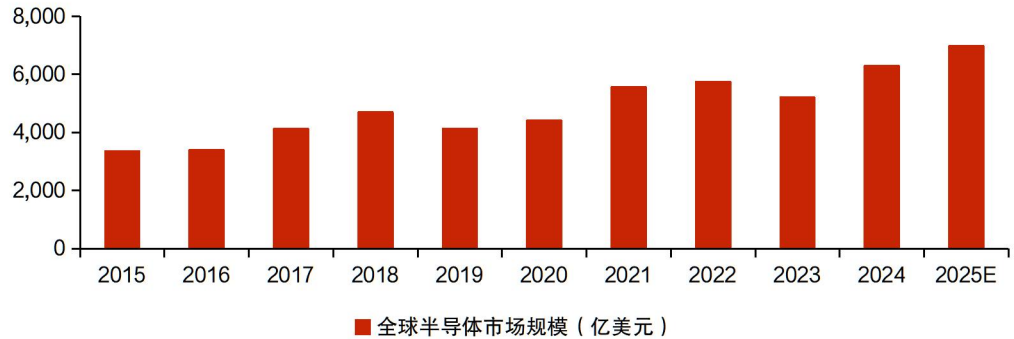


资料来源：中商产业研究院、公司招股书、华源证券研究所

根据世界半导体贸易统计协会 (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 年全球半导体市场规模为 5,200 亿美元，同比下滑 9.4%。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，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

市场或达到 6,971 亿美元，AI 和数据中心应用或将继续作为主要驱动力，推动高性能芯片的需求。

图表 13: WSTS 预计 2025 年全球半导体市场或达到 6,971 亿美元

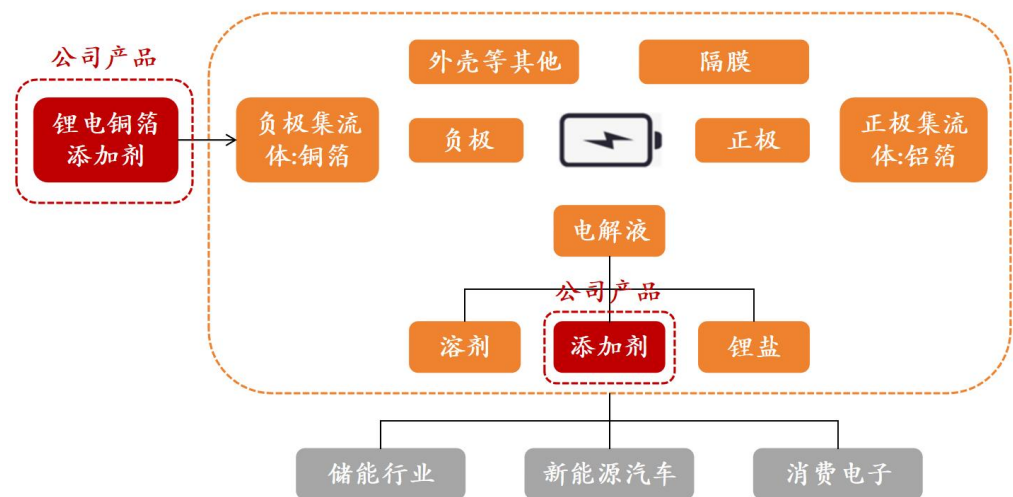


资料来源: WSTS、公司招股书、华源证券研究所

➤ 新能源电池材料行业

新能源电池主要指锂离子电池，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。

图表 14: 公司主要为电解液和负极集流体铜箔提供添加剂材料

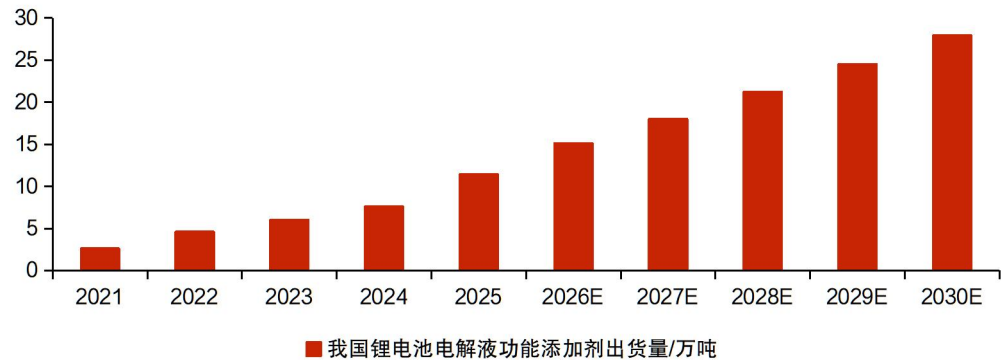


资料来源: 公司招股书、华源证券研究所

根据公司招股书，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 EV Tank 数据，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 年出货量将达到 1.1 万吨，2025-2030 年复合增长率预计将达 20%。

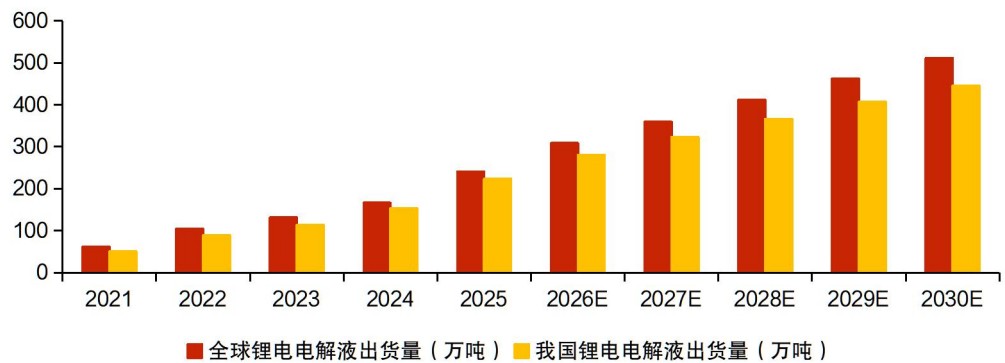
图表 15：2025 年我国锂电池电解液功能性添加剂出货量约 11.4 万吨，同比增长约 50%



资料来源：EV Tank、公司招股书、华源证券研究所

根据公司招股书，得益于国家“反内卷”的顶层设计、储能需求的全面释放以及动力电池装机的稳步增长，锂电行业整体走出行业供需失衡的困境，带动锂电电解液出货量亦出现快速增长。据 EV Tank 统计数据显示，2025 年全球锂离子电池电解液出货量同比增长 44.5%达到 240.2 万吨，其中中国电解液实际出货量达到 223.5 万吨，同比增长 46.36%，在全球电解液市场占比提升至 93.05%。根据预测，2024 年至 2030 年，全球电解液出货量的复合年增长率预计将超过 20%，到 2030 年出货量有望达到约 511 万吨。

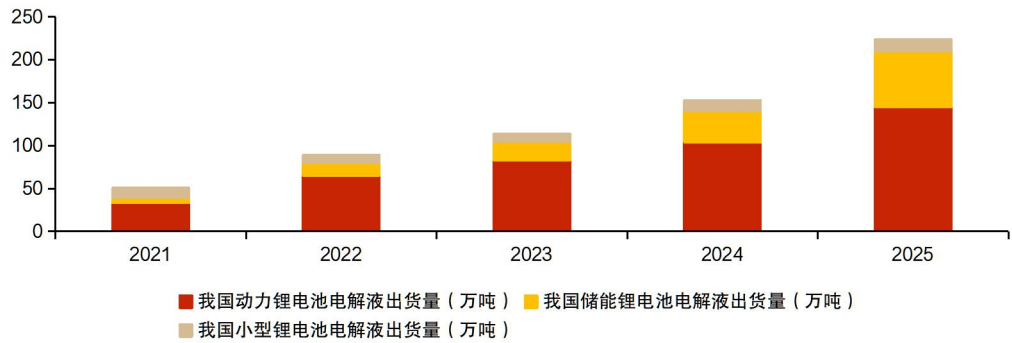
图表 16：预计 2024-2030 年全球电解液出货量 CAGR 将超过 20%



资料来源：EV Tank、公司招股书、华源证券研究所

根据 EV Tank 数据，从电池类型来看，2025 年中国动力电池用电解液出货 145.3 万吨，同比增长约 40%，储能用电解液出货 64.8 万吨，同比增长达到 77%，动力电池需求的快速增长及储能电池需求的释放，是驱动国内锂电池电解液出货量快速增长的主要因素。

图表 17: 2025 年中国动力电池用电解液出货 145.3 万吨, 同比增长约 40%

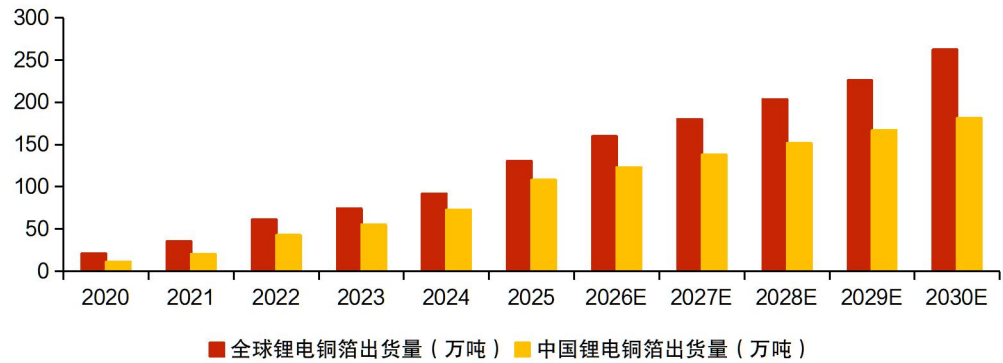


资料来源: EV Tank、公司招股书、华源证券研究所

根据华经产业研究院数据, 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 EV Tank 报告, 2025 年中国锂电铜箔出货量达到 108 万吨, 同比增长 48%, 预计到 2030 年, 全球锂电铜箔出货量将突破 260 万吨, 2024-2030 年铜箔出货量复合增长率预计达到约 20%。

图表 18: 预计 2024-2030 年铜箔出货量 CAGR 约 20%

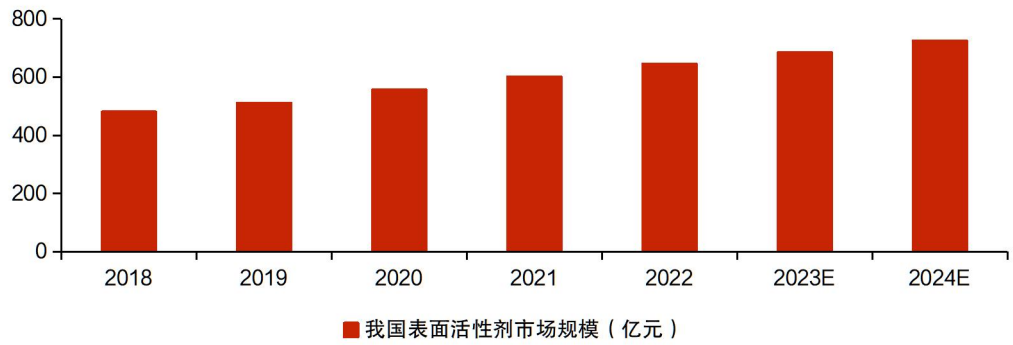


资料来源: EV Tank、公司招股书、华源证券研究所

➤ 特种表面活性剂行业

根据公司招股书, 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。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%, 2024 年中国表面活性剂市场规模或达 725.2 亿元。

图表 19：预计 2024 年我国表面活性剂市场规模或达 725.2 亿元



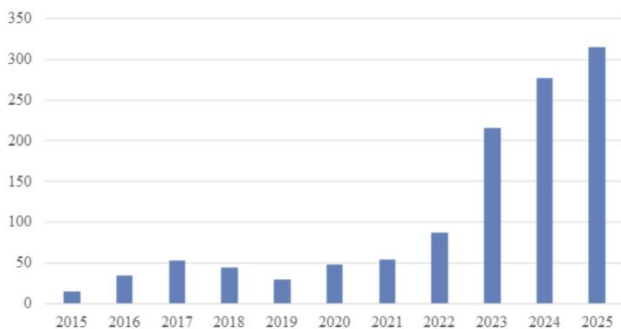
资料来源：中商产业研究院、观研天下产业研究院、公司招股书、华源证券研究所

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。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。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。

根据国家能源局数据，2024 年国内实现新增装机 277.57GW，同比上升 28.33%。2025 年国内新增光伏装机 315.07GW，同比上升 13.67%。截至 2024 年末，全球光伏累计装机容量约为 2,076GW，截至 2025 年末，国内光伏累计装机容量 1,201.73GW，约为全球累计光伏装机容量的一半。**硅片方面**，受益于国内硅片切割技术的创新、低成本生产以及市场渠道优势，2019 年至 2024 年光伏硅片规模持续扩张。根据中国光伏行业协会（CPIA）数据，2023 年，我国硅片产量约为 668.3GW，同比增长超过 80%，占全球产量的 98.1%以上。2024 年，我国硅片累计产量约为 753GW，同比涨幅为 12.7%，2025 年，中国硅片行业进入了深度去产能与结构调整期，2025 年我国硅片产量约 680GW，同比下降 9.7%。随着我国光伏产业的快速发展、硅片产量稳步提升以及金刚线切割对传统砂浆切割的全面取代，光伏切割液未来市场需求或将快速增长，进而带动特种表面活性剂在光伏切割领域的需求持续增长。

图表 20：2025 年我国新增光伏装机 315GW，同比上升 13.67%

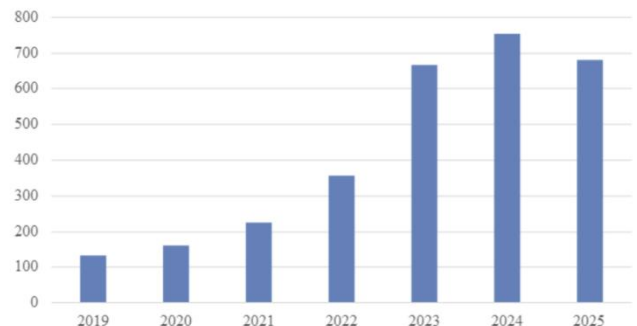
2015-2025 年中国光伏新增装机容量 (GW)



资料来源：国家能源局、公司招股书、华源证券研究所

图表 21：2025 年我国硅片产量约 680GW，同比下降 9.7%

2019-2025 年中国硅片产量 (GW)



资料来源：CPIA、中诚信国际、公司招股书、华源证券研究所

根据公司招股书，公司从国内公开市场中选择与其主营业务相近或相似的同行业上市公司，表面工程化学品业务板块有三孚新科（688359.SH）、领湃科技（300530.SZ）等，新能源电池材料业务板块有华盛锂电（688353.SH）、松石科技（870303.NQ，已摘牌）等，特种表面活性剂板块有皇马科技（603181.SH）等。

图表 22：公司同行业公司主要包括三孚新科、华盛锂电和皇马科技等

同行业公司业务	公司名称	主营业务及主要产品	市场地位
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。
	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。
新能源电池材料	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机硅两大系列。	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。
	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。
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引领企业。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。

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

4. 申购建议：专注于表面及界面处理行业相关精细化学品，建议关注

自设立以来，公司始终致力于表面及界面处理行业相关精细化学品的研发以及下游应用领域拓展。经过二十多年的深耕，公司在表面工程化学品领域已具有扎实的科研能力和技术储备，核心产品具备较强的市场竞争优势。公司深度把握下游客户需求以及行业发展趋势，依托扎实的产品研发能力和规模化生产能力，积极拓展产品布局与应用领域，产品类别由表面工程化学品向特种表面活性剂、锂电池电解液添加剂、锂电铜箔添加剂等方向延伸，逐步形成目前三大业务板块，其核心产品在行业内具有较高知名度及市场竞争力。可比公司 PE TTM 中值为 66X，建议关注。

图表 23：可比公司 PE TTM 中值为 66X（数据截至 2026. 6. 15）

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2025 年营 收/亿元	2025 年归母 净利润/万元	2025 年毛 利率/%	2025 年 净利率/%	2025 年研 发费用率/%
三孚新科	688359.SH	153.93	-319.66	4.58	-4831.56	36.22	-13.22	14.67
领湃科技	300530.SZ	32.52	-25.58	1.30	-12184.26	-1.45	-94.15	9.17
华盛锂电	688353.SH	171.94	112.12	8.69	1325.66	10.09	-0.29	5.96
皇马科技	603181.SH	91.37	20.43	24.04	43660.52	26.20	18.16	4.03
	均值	112.44	66.27					
	中值	122.65	66.27					
吉和昌	920193.BJ	-	-	5.29	6532.19	28.64	12.35	3.19

资料来源：iFind、华源证券研究所 注：PE 中值/均值计算不考虑负值

5. 风险提示

新能源产业政策及行业景气度变化风险：得益于锂电池行业、光伏行业的快速发展，公司生产的新能源电池材料、水性新材料系列产品业务量整体有所提高。近年来，以新能源汽车为代表的动力类锂离子电池以及储能类锂离子电池在政策和市场的推动下得到较大发展，也是目前锂电池需求增长的主要因素；光伏硅片产业亦随着光伏硅片切割技术创新、新增光伏装机量的持续增长而保持蓬勃发展。但我国新能源汽车行业产业链逐渐成熟，国家的补贴政策有所调整，新能源汽车行业正从政策补贴所带来的蓬勃发展阶段转向以市场需求为基础、技术创新为驱动的持续增长阶段，光伏行业景气度亦与产业政策扶持力度密切相关。如果当前国家补贴退坡超过预期，或新能源电池、光伏相关产业政策发生重大不利变化，下游行业发展景气度将受到一定影响，进而对公司相关产品市场需求、销售价格等造成不利影响。此外，下游新能源电池、光伏等行业市场波动性较高，产能布局较快，部分下游行业出现阶段性能过剩和开工率大幅波动的情况，对公司部分细分产品的销售产生阶段性的不利影响，下游行业的深度波动调整可能导致公司经营业绩出现下滑。

市场竞争加剧风险：在新能源产业政策以及全球庞大市场空间的推动下，近年来，新能源汽车产业链以及光伏产业链得到了快速发展。新能源锂电池材料以及光伏材料一度出现供不应求的市场局面。在此供需失衡态势下，材料价格一度大幅上涨，一方面促使原有行业生产企业持续扩产，另一方面吸引行业相关企业进行业务转型或产业链延伸布局。随着市场新增产能的释放，行业市场竞争有所加剧，个别产品存在行业产能阶段性过剩的情况，出现市场价格的周期性下挫。尽管部分产品市场已经陆续出清，产品价格已有所反弹，但在此过程中，若不能持续保证产品核心竞争优势，公司将面临部分核心产品盈利水平下降的压力，进而影响公司业绩。

核心技术泄密及核心技术人员流失风险：公司核心技术及核心技术人员是公司在市场竞争中保持优势地位的重要战略资产。近年来，公司取得了大量的研发成果，并形成一系列带有自身特色的核心技术，多数研发成果已通过申请专利的方式获得保护，部分研发成果尚处于专利的申请过程中。如果该等研发成果或核心技术泄密或受到侵害，将给公司生产经营带来不利影响。截至 2026/06/16，公司共有 5 名核心技术人员，其对新产品、新工艺创新、提升产品性能以及优化生产工艺等方面至关重要。随着市场竞争日趋激烈，行业内企业对技术

人才的需求日益迫切。如果公司未能持续加强人才培养并完善激励机制，则公司将存在核心技术人员流失的风险。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。