

2026 年 07 月 24 日

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

王宇璇

SAC: S1350525050003

wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

森合高科(920038.BJ)

——国内环保型贵金属选矿剂领先者，环保替代驱动长期成长

投资要点：

- **发行价格 29.06 元/股，发行市盈率 11.15X，申购日为 2026 年 7 月 27 日。**森合高科本次发行股份全部为新股，本次公开发行股份数量为 1,911.3201 万股，发行后总股本为 10,450.5201 万股，本次发行数量占发行后总股本的 18.29%。本次发行不安排超额配售选择权。经我们测算，公司发行股份数量占发行后可流通股本比例为 34.52%，老股占可流通股本比例为 47.02%。本次发行战略配售发行数量为 191.1320 万股，占本次发行数量的 10.00%。公司此次募集资金主要用于“年产 8 万吨环保型贵金属提取剂建设项目（一期）”。
- **公司市占率位于国内环保浸金药剂生产企业首位，实控人合计持股 56%。**森合高科专业从事环保型贵金属选矿剂的研发、生产及销售。公司针对黄金等贵金属生产行业使用氰化钠导致的高污染、高耗能及资源利用率低等问题，自主研发含氰基低毒环保浸出药剂配方及生产工艺，经过多年发展形成工艺技术成熟、产品品质稳定、销售渠道完善的产业体系，已成为国内环保型贵金属选矿剂细分市场领先企业。根据中国黄金协会出具的情况说明，公司市场占有率位居国内环保浸金药剂生产企业首位。公司面向全球矿山生产企业提供产品及技术服务，产品已覆盖中国、老挝、俄罗斯、几内亚等 30 多个国家和地区，服务全球超过 500 家客户。截至 2025 年 12 月 31 日，公司拥有国家发明专利 15 项、实用新型专利 14 项。公司产品应用于贵金属生产企业选矿浸出环节，可减少氰化尾渣等危险废物产生，降低环境污染及安全风险，符合绿色矿山及资源节约综合利用产业政策。公司先后获得国家专精特新“小巨人”企业、中国矿业高质量发展示范单位、中国黄金协会技术鉴定一等奖、广西制造业单项冠军企业等多项荣誉。阙山东、刘新合计直接持有公司 47,961,200 股股份，占发行前公司总股本的 56.17%，二人为公司共同实际控制人。
- **环保监管趋严叠加黄金需求增长，环保型贵金属选矿剂行业加速发展。**随着全球主要产金国加大环境污染治理及监管力度，“绿色矿山”及环保生产成为贵金属生产的发展趋势，环保型贵金属选矿剂需求快速增长。根据中国黄金报数据，2023 年度全球贵金属选矿药剂市场规模为 575.96 亿元，预计到 2028 年将达到 611.50 亿元。其中，环保型贵金属选矿剂占全球贵金属选矿剂整体市场规模比例预计将由 2023 年度的 8.02% 提升至 2028 年的 14.45%。2024 年全球再生金产量为 1,370 吨，同比增长 11%，贵金属选矿剂作为再生黄金生产的重要原料之一，其市场需求有望伴随回收金产量增长进一步提升。从中长期来看，随着环保监管持续趋严，环保型贵金属选矿剂或将加速渗透传统贵金属选矿剂市场。黄金需求增长推动选矿药剂市场扩容，全球地缘政治不确定性加剧和经济波动背景下，黄金的避险属性使其需求持续攀升，选矿药剂作为提升回收率的关键材料，市场需求有望显著增长。
- **申购建议：建议关注。**公司凭借成熟的生产工艺、稳定的产品质量及完善的客户服务体系，在环保型贵金属选矿剂领域具备较强的市场竞争力，行业地位及市场份额均处于领先水平。截至 2026 年 7 月 23 日，行业可比公司 PE TTM 均值达 38X。
- **风险提示：原材料价格波动风险、单一产品经营风险、下游矿山企业停产停工风险**

内容目录

1. 初始发行 1911 万股，申购日为 2026/7/27	4
1.1. 发行情况：发行价格 29.06 元/股，发行市盈率 11.15X	4
1.2. 募投：森合高科拟投资 5.5 亿元建设“年产 8 万吨环保型贵金属提取剂建设项目（一期）”	5
2. 公司市占率位居国内环保浸金药剂生产企业前列，实控人合计持股 56%	6
2.1. 业务：2025 年环保型贵金属选矿剂收入整体占比 94.04%，毛利率逐年上升	7
2.2. 模式：2023-2025 年前五大客户收入持续增长，客户集中度逐步下降	8
2.3. 财务：2025 年公司营业收入为 8.4 亿元，归母净利润达 27,228 万元	9
3. 行业：环保监管趋严叠加黄金需求增长，环保型贵金属选矿剂行业加速发展	11
3.1. 2028 年全球贵金属选矿药剂市场规模预计将达 611.5 亿元，环保型药剂渗透率持续提升	11
3.2. 同行业公司：主要包括东来技术、呈和科技等	13
4. 申购建议：建议关注	13
5. 风险提示	14

图表目录

图表 1：森合高科本次发行价格 29.06 元/股	4
图表 2：战略配售发行数量为 191.13 万股	4
图表 3：公司拟投资 5.5 亿元建设“年产 8 万吨环保型贵金属提取剂建设项目（一期）”	5
图表 4：阙山东、刘新合计直接持有公司 56.17% 的股份，为公司实际控制人（截至 2026/7/24）	6
图表 5：公司主要产品包括环保型贵金属选矿剂和硫酸铵	7
图表 6：环保型贵金属选矿剂为公司最主要收入来源（单位：万元）	8
图表 7：2023-2025 年环保型贵金属选矿剂毛利率逐年上升	8
图表 8：2023-2025 年公司前五大客户情况	8
图表 9：2025 年公司营业总收入为 8.4 亿元，归母净利润达 27,228.46 万元	10
图表 10：金银等贵金属产业链全景图	11
图表 11：预计 2028 年全球贵金属选矿药剂市场规模将达到 611.50 亿元	12
图表 12：黄金行业绿色矿山建设相关政策	12
图表 13：森合高科同行业公司情况	13
图表 14：可比公司 PE TTM 均值达 38X	14

1. 初始发行 1911 万股，申购日为 2026/7/27

1.1. 发行情况：发行价格 29.06 元/股，发行市盈率 11.15X

森合高科本次发行价格 29.06 元/股，发行市盈率 11.15X，申购日为 2026 年 7 月 27 日。本次发行股份全部为新股，本次公开发行股份数量为 1,911.3201 万股，发行后总股本为 10,450.5201 万股，本次发行数量占发行后总股本的 18.29%。本次发行不安排超额配售选择权。经我们测算，公司发行股份数量占发行后可流通股本比例为 34.52%，老股占可流通股本比例为 47.02%。

图表 1：森合高科本次发行价格 29.06 元/股

基本信息	股票代码	920038.BJ	所属国民经济行业	化学原料和化学制品制造业
	股票简称	森合高科	发行代码	920038
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	29.06
	募集金额(万元)	55,542.96	主承销商	国投证券股份有限公司
	初始发行股份数量(万股)	1,911.32	占发行后总股本比例	18.29%
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	2026-07-24	申购日	2026-07-27
	申购款退回日	2026-07-29	网上最高申购量(万股)	86.00
基本面信息	2025年总营收(亿元)	8.40	2025年归母净利润(万元)	27,228.46
	2025年毛利率	46.35%	2025年加权ROE%	40.15%
	2025年营收增速	34.83%	2025年归母净利润增速	81.78%
股本信息	发行前总股本(万股)	8,539.20	发行前限售股(万股)	6,842.78
	发行后预计可流通比例	34.52%	老股占可流通股本比例	47.02%
价格信息	发行PE(LYR)(倍)	11.15	发行后2025EPS(元)	2.61

资料来源：wind、公司公告、华源证券研究所

注：表中数据均不考虑超额配售

本次发行战略配售发行数量为 191.1320 万股，占本次发行数量的 10.00%。网上发行数量为 1,720.1881 万股，占本次发行数量的 90.00%。

图表 2：战略配售发行数量为 191.13 万股

序号	战略投资者名称	承诺认购股数 (股)	承诺认购金额(元)	限售期安排
1	国证资管森合高科员工参与北交所战略配售集合资产管理计划	502,408	14,599,976.48	12个月
2	国投证券投资有限公司	309,700	8,999,882.00	12个月
3	紫金矿业股权投资管理(厦门)有限公司	240,812	6,997,996.72	12个月
4	江铜(北京)股权投资基金(有限合伙)	206,400	5,997,984.00	12个月
5	察哈尔右翼前旗博海矿业有限公司	172,000	4,998,320.00	12个月
6	广西北港创业投资有限公司	137,000	3,981,220.00	12个月
7	广西创新驱动股权投资基金合伙企业(有限合伙)	137,000	3,981,220.00	12个月
8	重庆康普化学工业股份有限公司	103,000	2,993,180.00	12个月
9	深圳怀新企业投资顾问股份有限公司	103,000	2,993,180.00	12个月
	合计	1,911,320	55,542,959.20	/

资料来源：公司公告、华源证券研究所

1.2. 募投：森合高科拟投资 5.5 亿元建设“年产 8 万吨环保型贵金属提取剂建设项目（一期）”

公司此次募集资金主要用于“年产 8 万吨环保型贵金属提取剂建设项目（一期）”。此项目预计投资总额为 55,459.84 万元，其中拟使用募集资金 49,000.00 万元。项目投产并达产后，公司将新增年产 4 万吨环保型贵金属选矿剂生产制造能力，有助于公司把握环保型贵金属选矿剂市场快速增长的市场机遇，扩大公司产能，提高持续盈利能力和抗风险能力。

图表 3：公司拟投资 5.5 亿元建设“年产 8 万吨环保型贵金属提取剂建设项目（一期）”

序号	项目名称	总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	年产 8 万吨环保型贵金属提取剂建设项目（一期）	55459.84	49000

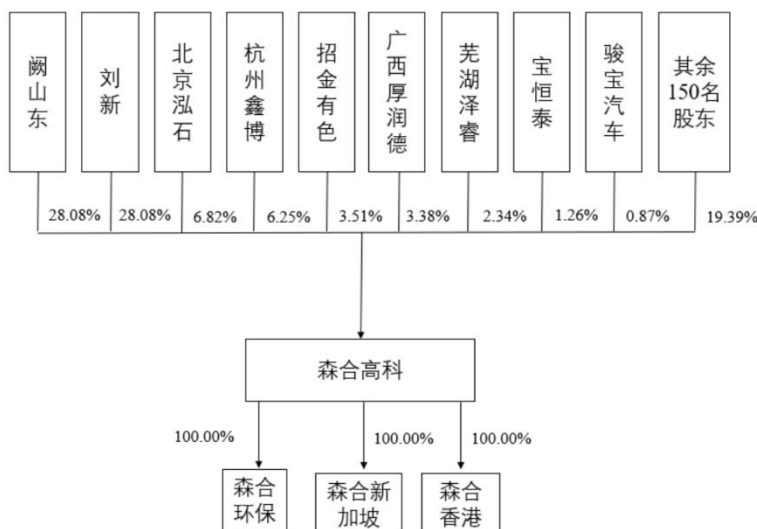
资料来源：森合高科招股书、华源证券研究所

2. 公司市占率位居国内环保浸金药剂生产企业前列，实控人合计持股 56%

森合高科专业从事环保型贵金属选矿剂的研发、生产及销售。公司针对黄金等贵金属生产行业使用氰化钠导致的高污染、高耗能及资源利用率低等问题，自主研发含氰基低毒环保浸出药剂配方及生产工艺，经过多年发展形成工艺技术成熟、产品品质稳定、销售渠道完善的产业体系，已成为国内环保型贵金属选矿剂细分市场领先企业。**根据中国黄金协会出具的情况说明，公司市场占有率位居国内环保浸金药剂生产企业首位。**公司面向全球矿山生产企业提供产品及技术服务，产品已覆盖中国、老挝、俄罗斯、几内亚等 30 多个国家和地区，服务全球超过 500 家客户。公司与宁波中策、旺塔等主要客户建立稳定合作关系，并持续加强与中国黄金、招金黄金、紫金矿业、山东黄金、赤峰黄金等行业龙头企业合作，客户粘性 & 复购率较高。凭借多年行业积累，公司形成含氰基低毒环保技术、广谱矿样技术服务体系、产业化生产规模、研发体系、先进生产装备以及客户资源和品牌等核心竞争优势。公司产品经中国黄金协会技术鉴定，整体水平达到国际先进水平，其中“复合浸金”技术达到国际领先水平；核心技术“低毒环保型贵金属（金、银）浸出剂及其应用技术”入选《矿产资源节约和综合利用先进适用技术目录（2025 年版）》。截至 2025 年 12 月 31 日，公司拥有国家发明专利 15 项、实用新型专利 14 项。公司产品应用于贵金属生产企业选矿浸出环节，可减少氰化尾渣等危险废物产生，降低环境污染及安全风险，符合绿色矿山及资源节约综合利用产业政策。公司先后获得国家专精特新“小巨人”企业、中国矿业高质量发展示范单位、中国黄金协会技术鉴定一等奖、广西制造业单项冠军企业等多项荣誉。

截至 2026/7/24，阙山东先生、刘新先生直接持有公司 47,961,200 股股份，占发行前公司总股本的 56.17%。二人为公司共同实际控制人，并签署《一致行动人协议》及相关补充协议，约定在公司经营管理事项及股东权利行使方面保持一致行动；其中，若双方充分协商后仍无法达成一致意见，以阙山东先生意见为准。阙山东、刘新及其一致行动关系可控制公司 48,081,200 股股份，占发行前公司总股本的 56.31%。

图表 4：阙山东、刘新合计直接持有公司 56.17% 的股份，为公司实际控制人（截至 2026/7/24）

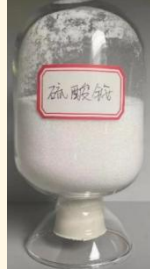


资料来源：森合高科招股书、华源证券研究所

2.1. 业务：2025 年环保型贵金属选矿剂收入整体占比 94.04%，毛利率逐年上升

自设立以来，公司深耕贵金属选矿剂应用领域，致力于为客户提供低毒安全、提金率高的环保型贵金属选矿剂产品。经过长期业务经验积累、技术迭代与升级，公司产品已可作为抑制剂，应用于铜、铅、锌、钼、铋等其他有色金属矿浮选过程。2023 年起，公司将贵金属选矿剂生产过程中产生的含氨废气回收利用并加工为副产品硫酸铵。

图表 5：公司主要产品包括环保型贵金属选矿剂和硫酸铵

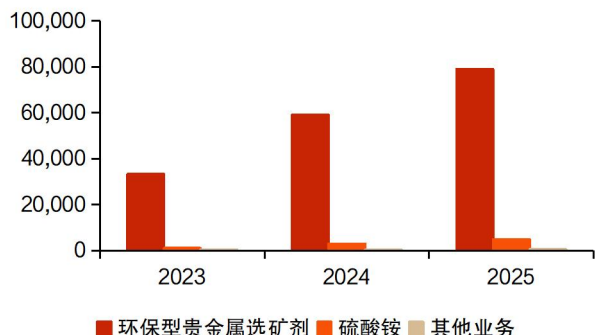
类别	产品简介	产品示例图片
环保型贵金属选矿剂	公司核心产品，通常应用于金、银等贵金属生产的浸出选矿环节，是贵金属生产所需的关键化学药剂之一。同时，在其他有色金属矿浮选过程中也可作为抑制剂使用，提高有色金属矿选矿效率。	
硫酸铵	环保型贵金属选矿剂生产过程中产生的含氨废气经处理后生成的副产品，在提升原料利用效率的同时，能有效减少废气排放，主要用于生产复合肥料及提取稀土等领域。	

资料来源：森合高科招股书、华源证券研究所

收入情况：2023-2025 年，公司环保型贵金属选矿剂产品营收分别为 33,234.93 万元、59,047.17 万元和 78,968.57 万元，占总营收比例依次为 96.09%、94.81%和 94.04%，为公司最主要的收入来源，收入规模持续提升，收入占比保持较高水平；硫酸铵产品营收分别为 995.60 万元、2,897.98 万元和 4,808.36 万元，占总营收比例依次为 2.88%、4.65%和 5.73%，收入规模及占比均持续提升；其他业务营收分别为 356.93 万元、337.46 万元和 198.23 万元，收入规模及占比整体较小。

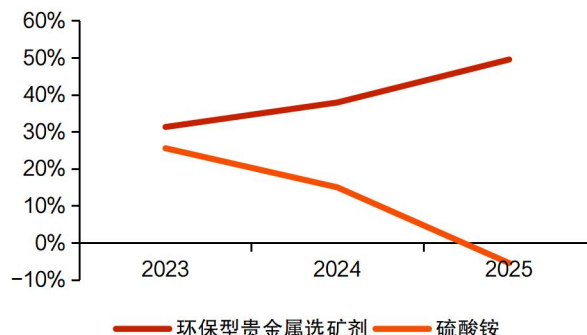
毛利率情况：2023-2025 年，公司环保型贵金属选矿剂产品毛利率分别为 31.28%、37.90%和 49.51%，整体呈持续提升趋势，硫酸铵产品毛利率分别为 25.54%、14.97%和-5.50%，呈逐年下降趋势。

图表 6：环保型贵金属选矿剂为公司最主要收入来源（单位：万元）



资料来源：森合高科招股书、华源证券研究所

图表 7：2023-2025 年环保型贵金属选矿剂毛利率逐年上升



资料来源：森合高科招股书、华源证券研究所

2.2. 模式：2023-2025 年前五大客户收入持续增长，客户集中度逐步下降

公司销售模式包括直销和经销模式，其中以直销为主，经销为辅。直销模式是指公司通过自身销售渠道直接向国内及海外部分大型黄金生产企业、矿山物资贸易商等客户销售环保型贵金属选矿剂，以及向国内农资流通企业销售硫酸铵。由于下游矿山企业特别是海外矿山企业大多分布在交通和信息等基础设施不完善的矿区山区，公司在面向终端矿山用户直接销售的基础上，同时也面向矿山物资贸易商进行销售。随着公司销售范围及规模快速扩大，公司于 2024 年二季度开始引入经销模式。公司经销模式是指公司将产品销售至与公司签署经销协议的经销商，并向经销商下达年度销售目标，充分利用经销商的销售网络和回款优势扩大公司产品市场覆盖和占有率的销售模式。在经销模式下，公司与经销商签订买断式销售合同。

2023-2025 年，公司前五大客户销售金额分别为 18,161.97 万元、23,230.87 万元和 30,815.88 万元，占年度销售金额比例分别为 52.51%、37.30%和 36.70%。2023-2025 年，公司前五大客户收入持续增长，但客户集中度有所下降，主要系下游黄金市场需求旺盛、公司环保型贵金属选矿剂产品竞争优势突出，以及公司持续拓展国内外市场、客户结构不断多元化所致。2023-2025 年，公司与前五大客户中的宁波中策、旺塔保持较为稳定的合作关系，其中宁波中策销售收入持续增长。其他主要客户以贸易类、经销类客户为主，其采购规模受下游市场需求及自身销售渠道拓展情况影响有所波动。

图表 8：2023-2025 年公司前五大客户情况

2025 年度				
序号	客户	销售金额（元）	年度销售额占比（%）	是否存在关联关系
1	宁波中策	164,357,522.14	19.57	否
2	宁波海田	47,329,115.03	5.64	否
3	旺塔	38,484,675.94	4.58	否
4	内蒙古金蝉	30,040,177.21	3.58	是
5	招远市六韬矿业科技有限公司	27,947,345.16	3.33	否

合计		308,158,835.48	36.7	-
2024 年度				
序号	客户	销售金额 (元)	年度销售额占比 (%)	是否存在关联关系
1	宁波中策	132,467,256.92	21.27	否
2	旺塔	41,492,582.63	6.66	否
3	内蒙古金蝉	23,996,725.74	3.85	是
4	阿克托斯	17,527,300.92	2.81	否
5	OLSSU TRADING,MANUFACTURING,IMP ORTING AND EXPORTING	16,824,854.42	2.7	否
合计		232,308,720.63	37.3	-
2023 年度				
序号	客户	销售金额 (元)	年度销售额占比 (%)	是否存在关联关系
1	宁波中策	95,943,363.32	27.74	否
2	旺塔	37,104,825.32	10.73	否
3	大连君盛国际贸易有限公司	22,712,057.45	6.57	否
4	广西伊万特矿业科技有限公司	14,633,749.96	4.23	否
5	昆明赛铭克科技有限公司	11,225,752.26	3.25	否
合计		181,619,748.31	52.51	-

资料来源：森合高科招股书、华源证券研究所

根据森合高科招股书，以公司 2023 年度相关业务收入测算，公司在全球环保型贵金属选矿剂市场中的份额约为 7.19%，市场地位处于行业前列。根据中国黄金协会出具的情况说明，2022 年至 2024 年，森合高科贵金属浸出剂生产规模分别约为 3.2 万吨、3.2 万吨和 5.8 万吨，市场占有率位居国内环保浸金药剂生产企业首位。

2.3. 财务：2025 年公司营业收入为 8.4 亿元，归母净利润达 27,228 万元

营收方面，2023-2025 年公司营业收入分别为 3.46 亿元、6.23 亿元和 8.40 亿元，同比+14.45%、+80.07%和+34.83%。公司收入规模持续增长，营业收入保持较快增长。

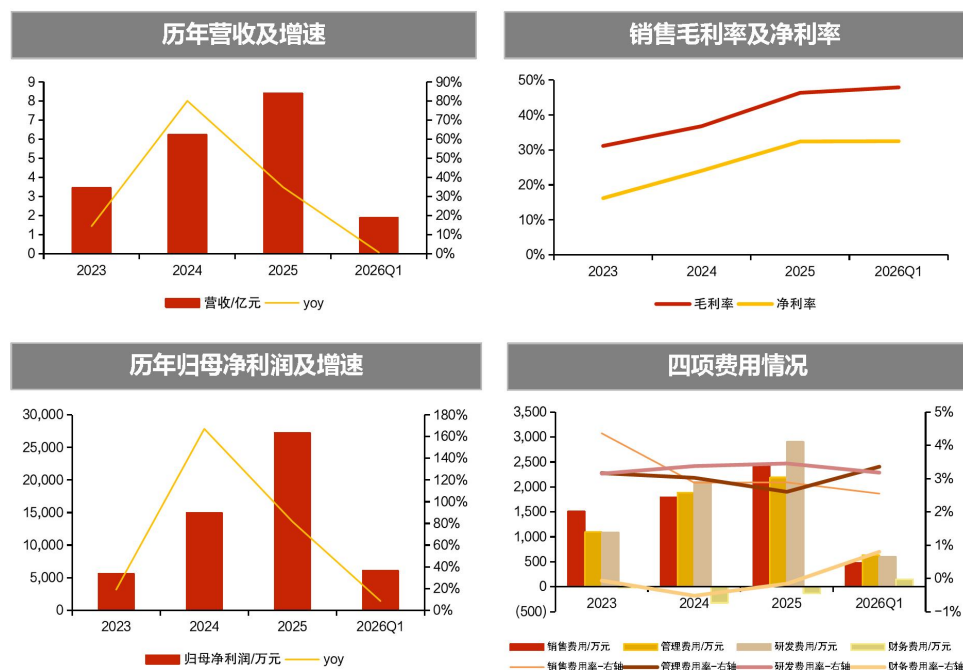
利润方面，2023-2025 年公司归母净利润分别为 5,606.93 万元、14,978.89 万元和 27,228.46 万元，同比+19.16%、+167.15%和+81.78%。公司归母净利润持续快速增长，盈利规模不断提升。

盈利能力方面，2023-2025 年公司销售毛利率分别为 31.15%、36.80%和 46.35%，呈持续提升趋势；净利率分别为 16.21%、24.05%和 32.42%，逐年提高，盈利能力持续增强。

成本管控方面，2023-2025 年公司期间费用率分别为 10.62%、8.77%和 8.80%。其中，销售费用率分别为 4.36%、2.88%和 2.89%，保持较低水平；管理费用率分别为 3.17%、3.03%和 2.61%，呈下降趋势；研发费用率分别为 3.15%、3.38%和 3.46%，整体小幅提升；财务费用率分别为-0.06%、-0.52%和-0.16%。

公司预计 2026 年 1-6 月营业收入为 40,000.00 万元至 42,500.00 万元，同比变动幅度为 0.59%至 6.88%；归属于母公司所有者净利润为 12,300.00 万元至 13,500.00 万元，同比变动幅度为 1.99%至 11.94%；归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润为 11,900.00 万元至 13,000.00 万元，同比变动幅度为 2.54%至 12.02%。

图表 9：2025 年公司营业总收入为 8.4 亿元，归母净利润达 27,228.46 万元



资料来源：iFinD、华源证券研究所

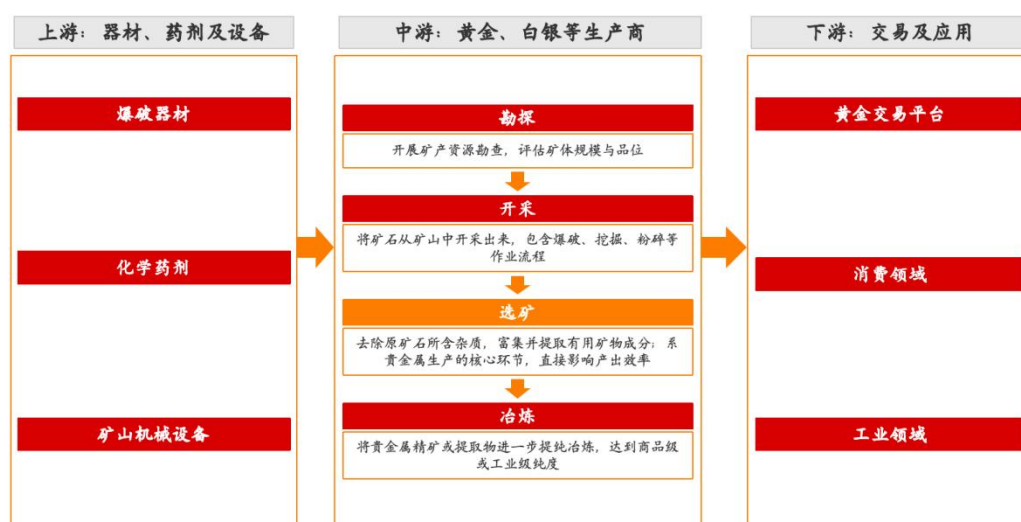
3. 行业：环保监管趋严叠加黄金需求增长，环保型贵金属选矿剂行业加速发展

3.1. 2028 年全球贵金属选矿药剂市场规模预计将达 611.5 亿元，环保型药剂渗透率持续提升

根据森合高科招股书，金银等贵金属产业链主要包括三个环节。上游主要为爆破器材、化学药剂、矿山机械设备等供应商；中游为黄金、白银等贵金属生产商，负责勘探、开采及选冶等环节。其中，开采是指矿石从矿山中开采出来的过程，主要包括爆破、挖掘、粉碎等作业流程；选矿是去除原矿石所含杂质、富集并提取有用矿物成分的过程，是贵金属生产过程中的核心环节，直接影响贵金属产出效率，也是制约各国黄金工业发展的重要因素之一；冶炼是指将经过选矿作业后的贵金属精矿或提取物进一步提纯，达到商品级或工业级纯度的贵金属成品的过程。产业链下游主要包括黄金交易平台及消费、工业等应用领域。

根据森合高科招股书，公司生产的贵金属选矿剂是用于黄金、白银等贵金属选矿环节的化学药剂，主要使黄金、白银等贵金属与其他金属或非金属杂质分离，并使黄金、白银等贵金属富集。贵金属选矿剂可分为环保型和非环保型药剂。目前全球主流贵金属选矿剂为氰化钠，被 80%以上黄金矿山企业广泛使用，但其尾渣中残留的氰化物会污染土壤及水资源，属于非环保型药剂。随着全球主要产金国加大环境污染治理及监管力度，“绿色矿山”及环保生产成为贵金属生产的发展趋势，环保型贵金属选矿剂需求快速增长。预计未来较长时期内，环保型贵金属选矿剂对传统非环保型贵金属选矿剂的渗透率或将持续提升，市场需求预计将逐步增加。

图表 10：金银等贵金属产业链全景图

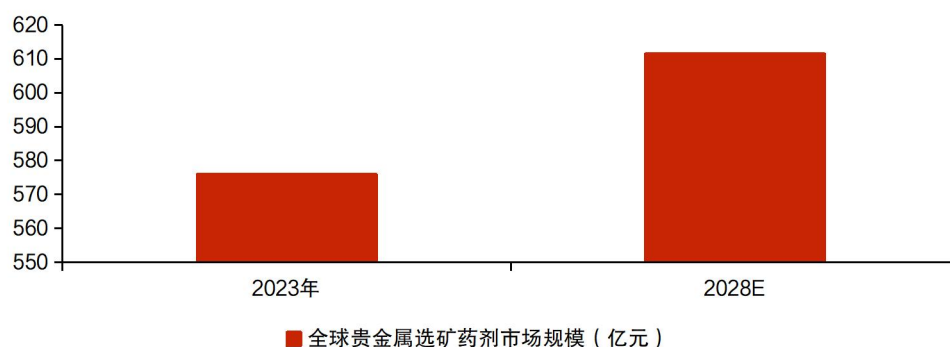


资料来源：森合高科招股书、华源证券研究所 注：图中为不完全列举

根据中国黄金报数据，2023 年度全球贵金属选矿药剂市场规模为 575.96 亿元，预计到 2028 年将达到 611.50 亿元。其中，环保型贵金属选矿剂占全球贵金属选矿剂整体市场规模比例预计将由 2023 年度的 8.02%提升至 2028 年的 14.45%，行业发展前景广阔，预计将为

全球矿业绿色转型提供重要驱动力。此外，2024 年全球再生金产量为 1,370 吨，同比增长 11%，其中我国回收金产量为 734.74 吨，同比增长 33.32%。随着再生黄金逐渐成为贵金属增产的重要来源之一，贵金属选矿剂作为再生黄金生产的重要原料之一，其市场需求有望伴随回收金产量增长进一步提升。从中长期来看，随着环保监管持续趋严，环保型贵金属选矿剂或将加速渗透传统贵金属选矿剂市场，市场需求规模有望达到数百亿元。

图表 11：预计 2028 年全球贵金属选矿剂市场规模将达到 611.50 亿元



资料来源：森合高科招股书、中国黄金报、华源证券研究所

根据森合高科招股书，黄金是国家基础性战略资源，在维护国家金融稳定、经济安全中具有不可替代的作用，而我国黄金产业经历了多年的粗放式发展，在生产过程中比较容易产生环境污染。随着经济社会的发展以及全社会环保意识的增强,国家对环境保护的重视程度日益提升，环保标准不断提高，寻求替代氰化法的选矿技术或将成为促进贵金属行业可持续发展的重要方向。随着“生态文明”、“绿色矿山”、“黄金强国”已经成为国家重大发展战略及全球环保监管趋势，环保贵金属选矿或是贵金属选矿剂行业发展的趋势。

图表 12：黄金行业绿色矿山建设相关政策

发布时间	发布部门	政策文件	内容
2017 年 3 月	国土资源部	《关于加快建设绿色矿山的实施意见》	开采过程中产生的废弃物应有专用堆积场所，符合安全、环保、监测等规定，采取防扬散、防渗漏或其它防止二次污染环境的措施，不得流泻到矿区范围外或造成污染。氰化尾渣等固体废物妥善处置率应达到 100%。采选过程中产生的废水应经处理后循环利用，力求实现闭路循环，未循环利用的部分应处理达标后排放。含氰废水应回收利用氰化物，并经破氰处理后达标排放
2018 年 6 月	自然资源部	《黄金行业绿色矿山建设规范》	要优先选择对矿区生态扰动和影响小、资源利用率高、废物产生量小、水重复利用率高的采、选工艺技术装备，符合清洁生产要求；宜采用环保型浮选、提金药剂进行生产；新建、改扩建矿山禁止采用小型独立氰化工艺、小型火法冶炼工艺、小型独立堆浸工艺等国家明文规定的限制和淘汰类技术
2020 年 1 月	生态环境部	《黄金工业污染防治技术政策》	在采选过程中，选矿生产宜使用复合、低毒浮选药剂；在冶炼过程中，鼓励采用无氰或低氰浸金药剂提金

资料来源：森合高科招股书、华源证券研究所

根据森合高科招股书，黄金需求增长推动选矿药剂市场扩容。全球地缘政治不确定性加剧和经济波动背景下，黄金的避险属性使其需求持续攀升。各国央行增持黄金储备、珠宝及工业应用需求稳健，推动金矿开采活动活跃。随着高品位矿石资源逐渐减少，低品位、复杂矿石处理需求增加，选矿药剂作为提升回收率的关键材料，市场需求有望显著增长。同时，高金价促使矿山企业优化选矿工艺以提高回收率，或将加速高效药剂的替代进程。

3.2. 同行业公司：主要包括东来技术、呈和科技等

公司所处行业为贵金属选矿剂行业，主要产品为环保型贵金属选矿剂。公司直接竞争对手主要为环保型贵金属选矿剂生产企业，同时由于氰化钠长期占据贵金属选矿剂市场主导地位，公司产品亦面临来自氰化钠生产企业的竞争压力。随着全球主要贵金属生产国对矿山环保要求不断提高，环保型贵金属选矿剂与传统非环保型贵金属选矿剂（氰化钠）之间的市场竞争逐渐增强。从氰化钠细分市场来看，全球市场已形成相对集中的竞争格局。由于氰化钠属于剧毒危险化学品，受公安部门管制，在中国境内生产、运输需依法取得相关许可证，因此行业具有一定准入门槛，市场化程度相对较低。根据 Mordor Intelligence 数据，氰化钠行业前十名参与者市场份额超过 60%。从环保型贵金属选矿剂细分市场来看，行业准入门槛相对较低，理论上属于完全竞争市场。但目前具备规模化、产业化生产能力的企业数量较少，部分企业仍面临规模化和产业化发展瓶颈，行业实际竞争程度相对缓和。规模较大的企业凭借生产规模、技术创新、市场认可及运营效率等优势，在市场竞争中占据有利地位。公司环保型贵金属选矿剂主要竞争对手包括河南天之水化工有限公司、西部黄金（克拉玛依）矿业科技有限责任公司、广西地生金矿业科技有限公司、上海圣的新材料有限公司和沈阳金垚环保科技有限公司等。

图表 13：森合高科同行业公司情况

企业名称	主营业务
东来技术	公司提供基于先进石化化工新材料研发的高性能涂料产品，包括汽车售后修补涂料、新车内外饰件及车身涂料、3C 消费电子领域涂料，其中，销售汽车售后修补涂料的同时，提供专业现场颜色调配服务。
呈和科技	生产制造环保、安全、高性能的特种高分子材料助剂产品。
康普化学	金属萃取剂及其他特种化学品的研发、生产和销售。
天宝翔	各类金属、非金属矿物选矿药剂的研发、生产和销售。

资料来源：森合高科招股书、iFinD、华源证券研究所

4. 申购建议：建议关注

公司凭借成熟的生产工艺、稳定的产品质量及完善的客户服务体系，在环保型贵金属选矿剂领域具备较强的市场竞争力，行业地位及市场份额均处于领先水平。未来，随着环保型贵金属选矿剂市场渗透率不断提升，公司预计将依托自身技术优势和市场积累，在持续深化与现有客户合作的基础上，积极拓展新客户，有望进一步提升市场份额。截至 2026 年 7 月 23 日，行业可比公司 PE TTM 均值达 38X。

图表 14：可比公司 PE TTM 均值达 38X

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
东来技术	688129.SH	22.53	22.05	6.63	10,058.01	39.05%	15.18%	5.57%
呈和科技	688625.SH	145.08	49.26	9.77	27,578.69	45.02%	28.22%	4.04%
康普化学	920033.BJ	16.08	42.04	2.46	2,209.47	36.29%	8.81%	9.18%
均值		61.23	37.78					
中值		22.53	42.04					
森合高科	920038.BJ	-	-	8.40	27,228.46	46.35%	32.42%	3.46%

资料来源：iFinD、华源证券研究所 注：数据截至 2026/7/23

5. 风险提示

原材料价格波动风险：2023-2025 年，公司生产经营所需主要原材料成本占营业成本比例较高，公司直接材料成本占主营业务成本比例分别为 78.08%、77.01%和 73.31%。公司主要原材料尿素和纯碱均属于基础性大宗化工原料，国内市场供应较为充足，但其价格仍易受到环保政策、能源政策、国际贸易环境、宏观经济周期以及市场供需变化等多重因素影响。近年来，全球地缘政治冲突持续、国际能源价格波动加剧、全球供应链稳定性下降，进一步增加了大宗商品价格波动风险，从而提高了公司原材料采购成本的不确定性。若未来公司主要原材料价格出现大幅上涨，将可能导致产品生产成本上升，进而对公司产品盈利水平及整体经营业绩产生不利影响。根据原材料价格波动对公司主营业务成本、营业利润及主营业务毛利率的敏感性分析，若原材料价格上涨或下降 10%，2023-2025 年公司主营业务成本将相应上升或下降 7.81%、7.70%和 7.33%；主营业务毛利率将相应下降或提升 5.38%、4.87%和 3.93%；营业利润将相应下降或提升 28.61%、17.27%和 10.44%。因此，公司仍面临原材料价格波动对经营业绩造成影响的风险。

单一产品经营风险：2023-2025 年，公司环保型贵金属选矿剂销售收入占主营业务收入比例较高，2023 年至 2025 年分别达到 97.09%、95.32%和 94.26%。未来一定时期内，环保型贵金属选矿剂仍将是公司主营业务收入的主要来源。由于公司产品结构相对集中，主营业务收入对单一产品及下游贵金属选矿行业需求存在较高依赖。若未来下游市场需求发生重大变化，行业竞争格局发生调整，或相关技术迭代导致现有产品及技术路线被替代，而公司未能及时开展新产品研发、拓展新的应用领域或优化产品结构，可能对公司的持续盈利能力及经营业绩造成不利影响。

下游矿山企业停产停工风险：公司生产的贵金属选矿剂主要应用于金、银等贵金属矿山企业的矿石开采及选矿作业。矿山企业生产经营活动的稳定性容易受到环保监管要求、行业政策变化、行政监管措施、安全生产要求以及矿山开采资质等多方面因素影响。若公司下游主要客户因环保要求提升、监管政策调整、气候条件、军事因素、行政处罚或其他不可预见因素，导致矿山生产活动出现阶段性或持续性停产停工，甚至发生经营资质被吊销等情况，可能影响客户对公司产品的采购需求，对公司产品销售的连续性和稳定性造成不利影响，进而导致公司经营业绩产生波动。

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。投资者应阅读完整篇报告，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）。