

2026年08月04日

森合高科（920038.BJ）

新股覆盖研究

投资要点

◆ 7月27日有一只北交所新股“森合高科”申购，发行价格29.06元/股、发行市盈率为9.39倍（每股收益按照2025年度经会计师事务所依据中国会计准则审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润除以本次发行前总股本计算）。

◆ 森合高科（920038.BJ）：公司从事环保型贵金属选矿剂的研发、生产及销售，产品包括环保型贵金属选矿剂及副产品硫酸铵等。公司2023-2025年分别实现营业收入3.46亿元/6.23亿元/8.40亿元，YOY依次为14.45%/80.07%/34.83%；实现归母净利润0.56亿元/1.50亿元/2.72亿元，YOY依次为19.16%/167.15%/81.78%。据最新财务报告，公司2026H1营业收入较2025年同期增长0.59%至6.88%，归母净利润较2025年同期增长1.99%至11.94%。

① **投资亮点：1、公司是我国环保型贵金属选矿剂行业的领军企业，在环保浸金药剂细分领域市场占有率稳居国内首位，有望受益于绿色矿山政策驱动下对传统选矿剂的加速替代。**贵金属因储量稀少、品位低及矿石成分复杂等特点，需先通过选矿工艺将贵金属成分富集后再进行冶炼加工，而选矿环节又通常因能耗高且使用氰化钠等剧毒药剂，形成“高污染、高耗能”及资源利用率低下等生产痛点。公司自成立以来即聚焦金、银等贵金属选矿作业浸出环节，自主研发了含氰基低毒环保浸出药剂，该产品可实现无机氰化物类似浸金效果，同时具有低毒环保、浸金回收率高、稳定性好等优势，产品性能指标达国际先进水平；与此同时，公司积极推进产能建设，现有年产能高达8.5万吨，成为国内环保型贵金属选矿剂细分市场的领导企业；根据中国黄金协会出具的情况说明，2022-2024年公司市场占有率位居国内环保浸金药剂生产企业首位。展望行业发展，中国黄金报公开数据显示，全球矿山绿色改造将直接带动环保浸金药剂需求扩容，2028年环保型贵金属选矿剂在全球贵金属选矿剂整体市场的占比有望由2023年的8.02%增至14.45%，而公司作为行业头部企业有望充分受益。**2、公司围绕产品多场景应用开展技术研发、新增铜矿浮选抑制剂用途，成功切入下游龙头江西铜业供应链体系。**当前，全球主流的贵金属选矿方法主要包括浮选法、化学浸出法以及两种方法的组合；而根据前述不同选矿方法，贵金属选矿剂又分为浮选药剂和浸出药剂。公司依托成熟浸金药剂技术储备改进产品配方，将原有环保浸出药剂拓展适配浮选工序，可在多类有色金属浮选作业中替代氰化钠等充当浮选抑制剂使用，规避游离氰根析出带来的毒性风险，同时保持抑制效果突出、分选选择性优异等优势。自2024年起，公司浮选抑制剂产品经由合作客户天一康，正式导入江西铜业供应链实现批量供货。根据江西铜业2025年报披露，江西铜业作为国内最大的铜生产企业、以及最大的伴生金、银生产基地，2025年共计生产238.04万吨阴极铜、191.31万吨铜加工产品、118.93吨黄金、1,383.18吨白银，整体产能体量持续扩张，为公司产品后续出货量增长提供良好支撑。此外，公司战略配售环节已成功引入江铜股权投资基金，预期股权层面的绑定将持续夯实双方业务协同。

② **同行业上市公司对比：**根据业务的相似性，选取康普化学、东来技术、呈和科技、天宝翔为森合高科的可比上市公司。从上述可比公司来看，2025年可比上市公司的平均收入规模为5.32亿元，平均PE-2025（剔除异常值/算术

交易数据

总市值（百万元）
 流通市值（百万元）
 总股本（百万股） 104.51
 流通股本（百万股）
 12个月价格区间 /

分析师

李蕙
 SAC执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsc.cn

分析师

戴箴箴
 SAC执业证书编号：S0910526030001
 daizhengzheng@huajinsc.cn

相关报告

华金证券-新股-新股专题覆盖报告（聚仁新材）-2026年89期-总第726期 2026.8.2
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（超纯应材）-2026年87期-总第724期 2026.7.30
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（国仪公司）-2026年88期-总第725期 2026.7.30
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（展芯股份）-2026年85期-总第722期 2026.7.29
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（千岸科技）-2026年86期-总第723期 2026.7.28



平均) 为 26.18X, 平均销售毛利率为 41.04%; 相较而言, 公司营收规模与销售毛利率处于同业的中高位区间。

◆ **风险提示:** 已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2023A	2024A	2025A
主营收入(百万元)	345.9	622.8	839.8
同比增长(%)	14.45	80.07	34.83
营业利润(百万元)	64.3	174.5	315.5
同比增长(%)	23.75	171.13	80.85
归母净利润(百万元)	56.1	149.8	272.3
同比增长(%)	19.16	167.15	81.78
每股收益(元)	0.66	1.75	3.19

数据来源: 聚源、华金证券研究所

内容目录

一、森合高科	4
（一）基本财务状况	4
（二）行业情况	5
（三）公司亮点	6
（四）募投项目投入	7
（五）同行业上市公司指标对比	7
（六）风险提示	8

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化	4
图 2：公司归母净利润及增速变化	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4：公司 ROE 变化	5
表 1：公司 IPO 募投项目概况	7
表 2：同行业上市公司指标对比	7

一、森合高科

公司专业从事环保型贵金属选矿剂的研发、生产及销售，产品包括环保型贵金属选矿剂及副产品硫酸铵等，主要应用于贵金属生产企业选矿作业浸出环节，可有效减少黄金工业氰化尾渣等剧毒危险废物的产生，降低环境污染及安全风险，符合国家环境保护与资源节约综合利用产业政策。

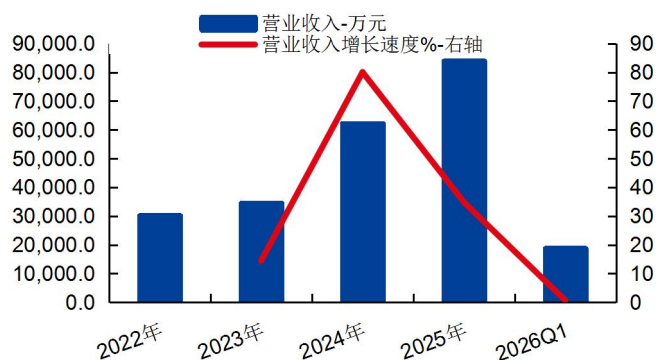
凭借在贵金属选矿剂应用领域的多年深耕，公司建立了含氰基低毒环保技术优势、广谱矿样技术服务体系优势、产业化生产规模优势、成熟研发体系优势、先进生产装备优势、客户资源及品牌优势等核心竞争优势。公司产品经中国黄金协会技术鉴定：“整体水平达到国际先进水平，其中‘复合浸金’技术达到国际领先水平”。公司核心技术“低毒环保型贵金属（金、银）浸出剂及其应用技术”入选国家自然资源部发布的《矿产资源节约和综合利用先进适用技术目录（2025年版）》。截至2025年12月31日，公司拥有国家发明专利15项，实用新型专利14项。

（一）基本财务状况

公司2023-2025年分别实现营业收入3.46亿元/6.23亿元/8.40亿元，YOY依次为14.45%/80.07%/34.83%；实现归母净利润0.56亿元/1.50亿元/2.72亿元，YOY依次为19.16%/167.15%/81.78%。据最新财务报告，公司2026Q1营业收入为1.88亿元、较2025年同期增长0.67%，归母净利润为0.61亿元、较2025年同期增长8.61%。

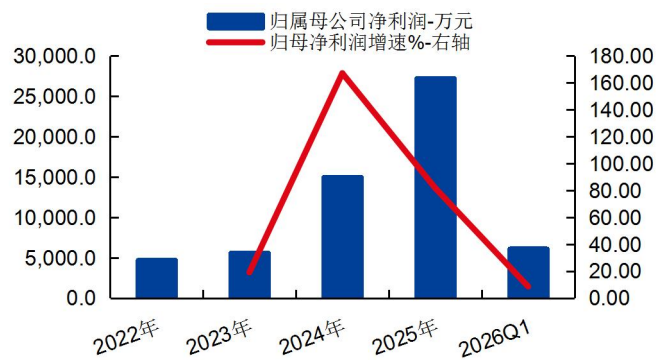
2025年，公司收入按产品类型可分为两大板块，分别为环保型贵金属选矿剂（7.90亿元，占2025年营收的94.26%）、硫酸铵（0.48亿元，占2025年营收的5.74%）。2023-2025年，环保型贵金属选矿剂始终为公司主要收入来源，收入占比稳定在90%以上；整体来看，公司收入结构并未发生重大变动。

图1：公司收入规模及增速变化



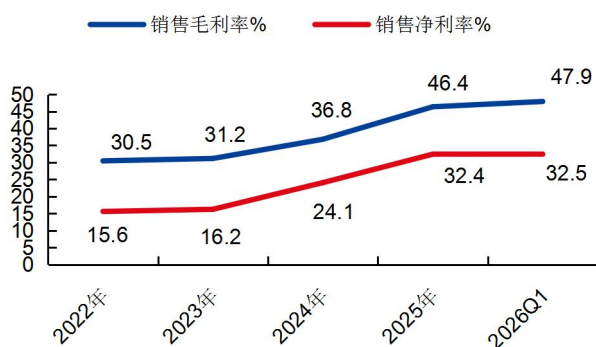
资料来源：wind，华金证券研究所

图2：公司归母净利润及增速变化



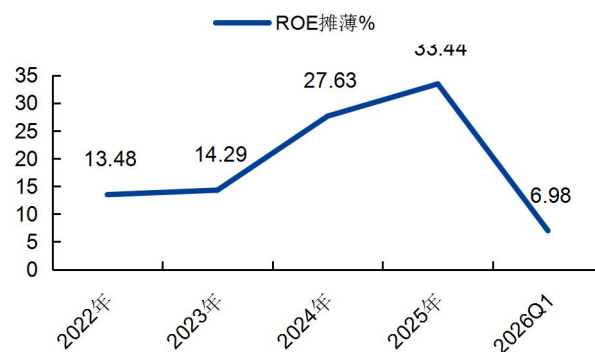
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司所处行业为化学原料和化学制品行业，主要进行环保型贵金属选矿剂的研发、生产及销售。

1、贵金属选矿剂市场

金银等贵金属产业链主要包括三个环节，上游通常为爆破器材、化学药剂、矿山机械设备等厂家，产业链中游为黄金、白银等生产商，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，包含爆破、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，该工序直接影响到贵金属的产出效率，也是制约各国黄金工业发展的主要因素之一；冶炼是指将经过选矿作业的贵金属精矿或提取物进一步提纯冶炼达到商品级或工业级纯度的贵金属成品的过程。下游则包括黄金交易平台及消费、工业等应用领域。

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。

贵金属选矿剂可根据其产生的环境污染程度，分为环保型和非环保型药剂。目前全球主流的贵金属选矿剂为氰化钠，氰化钠在黄金工业中已有上百年历史，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迁移至周边环境，污染土壤及水资源，系非环保型药剂。此外，氰化钠属于无机剧毒物，具有微小剂量即可致命等毒性特点，皮肤伤口接触、吸入氰化钠也能够短时间内致人、畜中毒死亡，是联合国化学武器控制机构严格监控的化学品，在国内也被列为国家严格监控和管理的危险化学品。

随着中国等全球主要产金国近年来加大了对贵金属生产的环境污染治理及监管力度，“绿色矿山”及环保生产成为了贵金属生产的必然发展趋势。此外，美国的威斯康辛州、德国、捷克、匈牙利、哥斯达黎加以及阿根廷的一些地区已出台了禁止使用氰化钠的相关禁令，而其他国家或地区为有效防范氰化物的环境污染，也对氰化物的污染控制及环境监管提出了特殊要求。

在上述环境下，贵金属生产企业对环保型贵金属选矿剂的需求快速增长，部分生产企业开始逐步减少或控制传统剧毒贵金属选矿剂的使用比例或使用规模。预计在未来相当长的一段时间内，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将保持快速增长，市场需求将逐步增加。

根据中国黄金报公开数据，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，全球贵金属选矿药剂的市场规模为 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将从 2023 年度的 8.02% 快速增长至 14.45%，行业发展前景广阔，将为全球矿业绿色转型提供重要驱动力。此外，2024 年全球再生金量为 1,370 吨，同比增长 11%，其中，我国回收金量为 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因素之一，贵金属选矿剂作为再生黄金生产的重要原料之一，其市场需求也有望凭借回收金产量的增加而显现出新的增长点。

目前在贵金属选矿剂制造行业内，氰化钠生产企业由于行业呈现相对垄断竞争格局，其技术水平基本稳定且行业内企业技术水平大致相当，而环保型贵金属选矿剂领域，由于技术原理和工业化应用路线不同且发展时间相对较短，参与者的技术水平参差不齐，除少数企业已经形成产业化和规模化应用外，多数企业技术水平仍处在批量应用和完善更新阶段。同时，环保型贵金属选矿剂制造行业内企业较少，企业规模较小，多数企业并不具备雄厚的研发实力，行业内技术和设备水平普遍较低。掌握先进的环保型贵金属选矿剂的技术、生产工艺并实现规模化量产，是决定市场竞争地位、影响未来市场竞争格局的决定性因素。

（三）公司亮点

1、公司是我国环保型贵金属选矿剂行业的领导企业，在环保浸金药剂细分领域市占率稳居国内首位，有望受益于绿色矿山政策驱动下对传统选矿剂的加速替代。贵金属因储量稀少、品位低及矿石成分复杂等特点，需先通过选矿工艺将贵金属成分富集后再进行冶炼加工，而选矿环节又通常因能耗高且使用氰化钠等剧毒药剂，形成“高污染、高耗能”及资源利用率低下等生产痛点。公司自成立以来即聚焦金、银等贵金属选矿作业浸出环节，自主研发了含氰基低毒环保浸出药剂，该产品可实现无机氰化物类似浸金效果，同时具有低毒环保、浸金回收率高、稳定性好、操作方便、储存运输方便等多重优势，产品性能指标达国际先进水平；与此同时，公司积极推进产能建设，现有年产能高达 8.5 万吨。截至目前，公司已与宁波中策、旺塔等主要下游直销（终端）客户建立了稳定的合作关系，并持续深化与国内知名黄金集团中国黄金、招金黄金、紫金矿业、山东黄金、赤峰黄金等终端用户的合作力度，发展为国内环保型贵金属选矿剂细分市场的领导企业；根据中国黄金协会出具的情况说明，2022-2024 年公司市场占有率位居国内环保浸金药剂生产企业首位。展望行业发展，中国黄金报公开数据显示，全球矿山绿色改造将直接带动环保浸金药剂需求扩容，2028 年环保型贵金属选矿剂在全球贵金属选矿剂整体市场的占比有望由 2023 年的 8.02% 增至 14.45%，而公司作为行业头部企业有望充分受益。

2、公司围绕产品多场景应用开展技术研发、新增铜矿浮选抑制剂用途，成功切入下游龙头江西铜业供应链体系。当前，全球主流的贵金属选矿方法主要包括浮选法、化学浸出法以及两种方法的组合；而根据前述不同选矿方法，贵金属选矿剂又分为浮选药剂和浸出药剂。公司依托成熟浸金药剂技术储备改进产品配方，将原有环保浸出药剂拓展适配浮选工序，可在铜、铅、锌、

钼、铋等多类有色金属浮选作业中替代氰化钠、氧化钙充当浮选抑制剂使用，显著规避游离氰根析出带来的毒性风险，同时保持抑制效果突出、分选选择性优异等优势。自 2024 年起，公司浮选抑制剂产品经由合作客户天一康，正式导入江西铜业供应链实现批量供货。根据公司问询函回复及江西铜业 2025 年报披露，江西铜业为国内最大的铜生产企业，同时也是国内规模最大的伴生金、银生产基地；2025 年，江西铜业共计生产 238.04 万吨阴极铜、191.31 万吨铜加工产品、118.93 吨黄金（以境内冶炼伴生回收为主）、1,383.18 吨白银，整体产能体量持续扩张；随着公司产品稳定落地江铜供应链，后续产品出货量具备持续增长基础。此外，公司战略配售环节已成功引入江铜股权投资基金，预期股权层面的绑定将持续夯实双方业务协同。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 1 个项目。

1、年产 8 万吨环保型贵金属提取剂建设项目（一期）：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的生产制造能力。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集 资金 (万元)	项目建 设期
1	年产 8 万吨环保型贵金属提取剂建设项目（一期）	55,459.84	49,000.00	24 个月
	总计	55,459.84	49,000.00	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

公司专注于环保型贵金属选矿剂领域；依照公司发行公告中所引用的中证指数发布数据，截至 2026 年 7 月 22 日，公司所属的“C26 化学原料和化学制品制造业”最近一个月静态平均市盈率为 29.65 倍。根据管理层初步预测，公司预计 2026H1 实现营业收入 4.00 亿元至 4.25 亿元，较 2025 年同期增长 0.59%至 6.88%；预计实现归母净利润 1.23 亿元至 1.35 亿元，较 2025 年同期增长 1.99%至 11.94%；预计实现扣非归母净利润 1.19 亿元至 1.30 亿元，较 2025 年同期增长 2.54%至 12.02%。

根据业务的相似性，选取康普化学、东来技术、呈和科技、天宝翔为森合高科的可比上市公司。从上述可比公司来看，2025 年可比上市公司的平均收入规模为 5.32 亿元，平均 PE-2025（剔除异常值/算术平均）为 26.18X，平均销售毛利率为 41.04%；相较而言，公司营收规模与销售毛利率处于同业的中高位区间。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-2025 年	2025 年营业收 入(亿元)	2025 年 营收增速	2025 年归 母净利润 (亿元)	2025 年归 母净利润 增速	2025 年 销售毛利 率	2025 年 ROE (摊薄)
920033.BJ	康普化学	16.38	96.41	2.46	-25.61%	0.22	-72.48%	36.29%	3.02%
688129.SH	东来技术	24.85	24.23	6.63	10.91%	1.01	18.69%	39.05%	10.89%
688625.SH	呈和科技	125.99	28.13	9.77	11.94%	2.76	10.20%	45.02%	19.25%

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-2025 年	2025 年营业收 入(亿元)	2025 年 营收增速	2025 年归 母净利润 (亿元)	2025 年归 母净利润 增速	2025 年 销售毛利 率	2025 年 ROE (摊薄)
874753.NQ	天宝翔	/	/	2.41	-17.97%	0.59	-9.35%	43.80%	22.03%
	平均值	55.74	26.18	5.32	-5.18%	1.14	-13.24%	41.04%	13.79%
920038.BJ	森合高科	30.37	9.39	8.40	34.83%	2.72	81.78%	46.35%	40.15%

资料来源：Wind（数据截至日期：2026 年 8 月 3 日），华金证券研究所

备注：（1）森合高科总市值=发行后总股本 1.0451 亿股*发行价格 29.06 元/股=30.37 亿元；（2）森合高科发行市盈率为 9.39 倍，每股收益按照 2025 年度经会计师事务所依据中国会计准则审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润除以本次发行前总股本计算。（3）PE-2025 计算剔除 PE 值异常的康普化学。

（六）风险提示

环保类选矿剂对氰化钠的替代速度不及预期，黄金价格发生重大不利变动风险，业绩下滑风险，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，安全生产风险，核心技术泄露风险，环保风险，毛利率波动风险，应收账款坏账风险，实际控制人相关风险等。

投资评级说明

公司投资评级：

买入—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

李蕙、戴箴箴声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn