

润禾材料（300727）\基础化工

传统硅油增长稳，特种硅油空间大

投资要点：

风电、光伏、锂电池等很多领域对材料的导电、导热、隔磁等都提出了更加严苛的要求，硅基材料是性价比最合适的材料。有机硅材料易于改性，终端形态种类繁多。经过30年的发展，中国已经成为全球最重要的有机硅原料生产国，市场驱动、研发驱动的有机硅二次加工属于典型的长坡厚雪赛道。

公司是有机硅下游深加工领域的领先企业

公司总部位于浙江宁海，主营纺化助剂和改性硅油等有机硅深加工及二次加工产品。公司一方面持续巩固在纺化、金属压铸脱模剂、农药等领域的现有优势，提供成本可控的解决方案；另一方面，公司持续挖掘有机硅深加工产品特性，开发差异化、特种化产品，布局电子、化妆品等高附加值有机硅材料。

脱模剂需求高增，电子、化妆品领域持续打开成长空间

脱模剂：受益汽车一体化压铸趋势，未来三年我国铝压铸件需求增速预期在10%以上。公司苯基硅油作为高端金属压铸脱模剂产品知名度高，受益明显。

化妆品：布局3000吨MDM产品，作为传统化妆品添加剂D4、D5的替代品，其不受出口欧美限制，据公司公告当前市场空间近4万吨，成长空间大且盈利能力强。

电子：公司着重布局电子领域，新建3000吨电子级乙烯基硅油，据公司公告当前市场容量约6万吨，成长空间大；规划了1000吨电子含氢环体，据公司公告当前市场容量近1200吨，奠定了公司在电子含氢环体及下游电子级含氢硅油、七甲基三硅氧烷市场的先发优势和控制权。不仅如此，公司在高导热硅凝胶等电子领域的布局进一步打开了公司的成长空间。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年收入分别为12.27/13.85/18.80亿元，归母净利润分别为1.15/1.43/2.50亿元，对应增速24%/24%/74%，EPS分别为0.91/1.13/1.97元，3年CAGR为39%，对应PE分别为47/38/22。DCF绝对估值法测得公司每股价值50.30元，鉴于公司持续布局有机硅高端材料，同时参考可比公司的平均PE倍数，我们给予公司2022年目标价50.30元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：在建项目、产品市场推广推进不及预期，原材料价格大幅上涨

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	712	1104	1227	1385	1880
增长率（%）	12.76%	55.12%	11.15%	12.87%	35.76%
EBITDA（百万元）	83	132	175	219	352
归母净利润（百万元）	54	93	115	143	250
增长率（%）	5.90%	71.71%	23.82%	24.39%	74.26%
EPS（元/股）	0.43	0.73	0.91	1.13	1.97
市盈率（P/E）	100.9	58.7	47.4	38.1	21.9
市净率（P/B）	9.1	8.1	7.2	6.4	5.3
EV/EBITDA	48.0	25.7	31.8	25.4	15.7

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2022年8月12日收盘价

投资评级：

行业：化学制品

投资建议：增持/（首次评级）

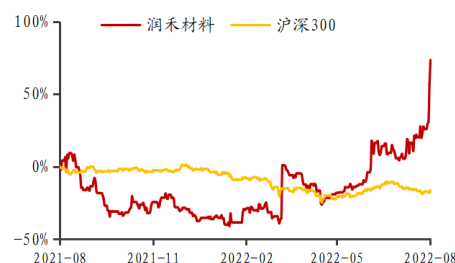
当前价格：43.07元

目标价格：50.30元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	127/113
流通A股市值（百万元）	4877
每股净资产（元）	5.57
资产负债率（%）	40.46
一年内最高/最低（元）	49.57/18.84

股价相对走势



分析师：柴沁虎

执业证书编号：S0590522020004

邮箱：chaiqh@glsc.com.cn

联系人：申起昊

邮箱：shenqh@glsc.com.cn

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

一方面，依托资源优势和技术优势，全球的有机硅单体产能逐步集中到中国。另一方面，新能源汽车、光伏、风电以及电子等产业对材料应用提出更加严苛的要求，需要开发耐候、电磁性能优异的产品，硅基材料属于性价比最合适的解决方案。

有机硅二次加工产业属于典型的长坡厚雪赛道，并且产业链的利润逐步向研发驱动、差异化竞争的下游深加工企业倾斜。

一方面，公司通过向上一体化和根据市场变化提供最具竞争力的解决方案来持续巩固传统业务，比如，针对一体化压铸技术的普及，公司的苯基硅油脱模剂业务有望实现高增长。

另一方面，公司逐步提供高端化、差别化的解决方案，战略重心逐步向高附加值的有机硅材料转移。MDM在个人护理领域具备高速发展的空间，电子级乙烯基硅油、电子级含氢环体等较好满足电子领域的行业发展方向，有较强的盈利能力和成长空间。不仅如此，公司还进一步规划导热电子硅材料、集成电路封装等产品储备，成长的长期可持续性较强。

不同于市场的观点

一体化压铸对公司传统业务的提升未被市场充分认知；公司在电子硅材料领域的技术能力和布局优势未被市场充分了解。

核心假设

- 1) 有机硅深加工板块：受益于一体化压铸技术渗透率快速提升，脱模剂产品领域增速较快，农药和印染细分领域增速稳定。2024年8kt/a有机硅胶黏剂及配套项目及35kt/a有机硅新材料项目陆续投产，有机硅深加工板块增长提速，尤其是电子、化妆品下游增速提升，并带动板块毛利率水平小幅提高。
- 2) 纺织印染助剂板块：整体增速稳定，根据印染行业规模增速，给予该业务板块4%的增速，毛利率持平。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年收入分别为12.27/13.85/18.80亿元，归母净利润分别为1.15/1.43/2.50亿元，对应增速24%/24%/74%，EPS分别为0.91/1.13/1.97元，3年CAGR为39%，对应PE分别为47/38/22。

绝对估值法（FCFF）测算得公司股票价值为50.30元/股。考虑到公司经营重心向化妆品、电子等有机硅高端材料转移，研发技术产业化持续推进，同时参考可比公司的平均PE倍数，我们给予公司22年目标价50.30元，较当前股价有17%的上升空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

正文目录

1.	公司聚焦于有机硅材料领域	5
1.1.	润禾股份发展历程	5
1.2.	叶剑平、俞彩娟为公司的实控人	5
1.3.	公司战略重心逐步向有机硅新材料转移	6
1.4.	公司业绩规模持续稳步提升	8
2.	有机硅属于战略性新兴产业，多样性抓手在于深加工	11
2.1.	有机硅属于战略性新兴产业	11
2.2.	中国是全球最重要的有机硅原料生产大国	12
2.3.	全球有机硅单体新增产能主要集中在在中国	15
2.4.	中国的有机硅二次加工产业长坡厚雪	15
3.	公司立足硅油，逐步发展二次加工有机硅材料	17
3.1.	硅油是有机硅产业第二大品类	17
3.2.	公司的硅油产品逐步差异化、系列化、高端化	18
3.3.	农药、脱模剂巩固硅油传统市场，电子、化妆品打开成长空间	20
4.	盈利预测、估值与投资建议	22
4.1.	盈利预测	22
4.2.	估值与投资评级	23
5.	风险提示	25

图表目录

图表 1:	润禾材料发展历程	5
图表 2:	润禾材料股权结构 (截至 2022 年 8 月)	6
图表 3:	德清及九江基地主要在建项目及内容	6
图表 4:	公司产品布局及上下游产业链示意图	7
图表 5:	营业收入及其变动情况 (亿元, %)	9
图表 6:	归母净利润及其变动情况 (万元, %)	9
图表 7:	ROE (平均) 与净利率变动情况 (%)	9
图表 8:	期间费用率变动情况 (%)	9
图表 9:	各板块毛利率及其变动情况 (%)	10
图表 10:	有机硅产业链示意图	11
图表 11:	中国有机硅产业相关政策	12
图表 12:	全球工业硅产能及产量变动情况	13
图表 13:	2021 年全球工业硅产量占比	13
图表 14:	全球工业硅需求变动情况	13
图表 15:	全球工业硅的下游需求结构	13
图表 16:	中国工业硅产能及产量变动情况 (万吨)	14
图表 17:	中国工业硅需求量变动情况	14
图表 18:	2025 年之前中国工业硅拟新增产能逾 350 万吨	14
图表 19:	中国有机硅单体产能/产量变动情况	15
图表 20:	中国有机硅深加工产品产量及预测	16
图表 21:	中国有机硅深加工产品需求量及预测	16
图表 22:	硅油是除硅橡胶之外的有机硅第二大品类	17
图表 23:	中国硅油消费结构	17

图表 24: 硅油主要应用领域与应用范围.....	17
图表 25: 铝合金车身和覆盖件的渗透率持续提升.....	21
图表 26: 燃油/新能源车的单车用铝量持续上行.....	21
图表 27: 欧美国家关于 D4、D5 相关的法案和讨论.....	21
图表 28: 公司营收测算汇总 (百万元).....	23
图表 29: 可比公司估值对比表.....	错误!未定义书签。
图表 30: 关键假设.....	23
图表 31: 敏感性测试.....	23
图表 32: FCFF 测算结果.....	24

本报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用, 未经许可, 不得外传。

1. 公司聚焦于有机硅材料领域

1.1. 公司发展历程

润禾材料(300727)，总部位于宁波宁海，是一家专业从事有机硅新材料、纺织、印染助剂的生产及销售的企业。

公司前身可以追溯到成立于2000年11月的润禾有限，按照时间维度，公司的业务发展大约可以分为三个阶段。

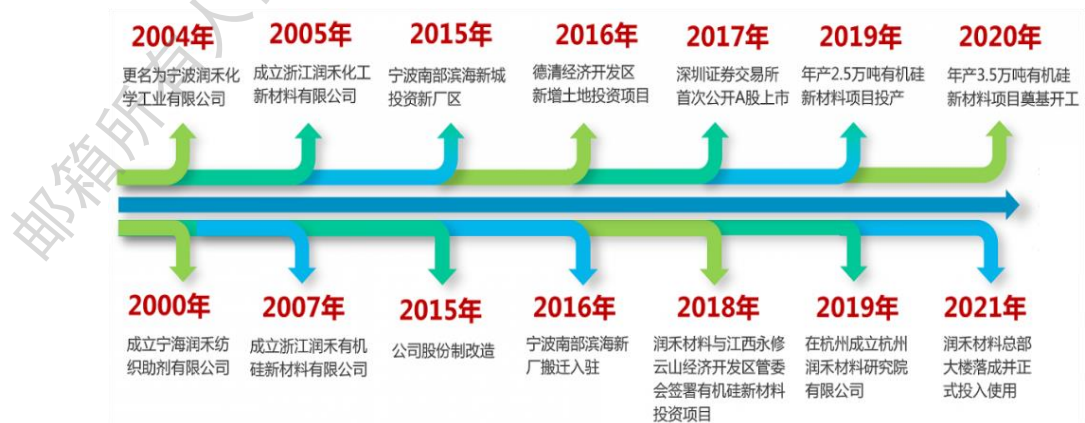
2000-2006年为公司起步阶段，这段时间公司主要生产纺织印染助剂，生产集中在宁海基地。

2007-2011年为公司拓展阶段。这一期间，公司的业务从纺织印染助剂逐步延伸到硅油深加工，设立德清润禾，发展有机硅深加工产业，初步形成了有机硅深加工与纺织印染助剂协同发展的格局。

2012年后，公司处于快速发展阶段。期间公司于2015年12月完成股份制改造，2018年8月登陆深交所上市。

上市后，公司先后布局了九江、珠海两个生产基地，产品重心也逐渐向有机硅新材料转型。

图表 1：润禾材料发展历程



资料来源：公司公告，国联证券研究所

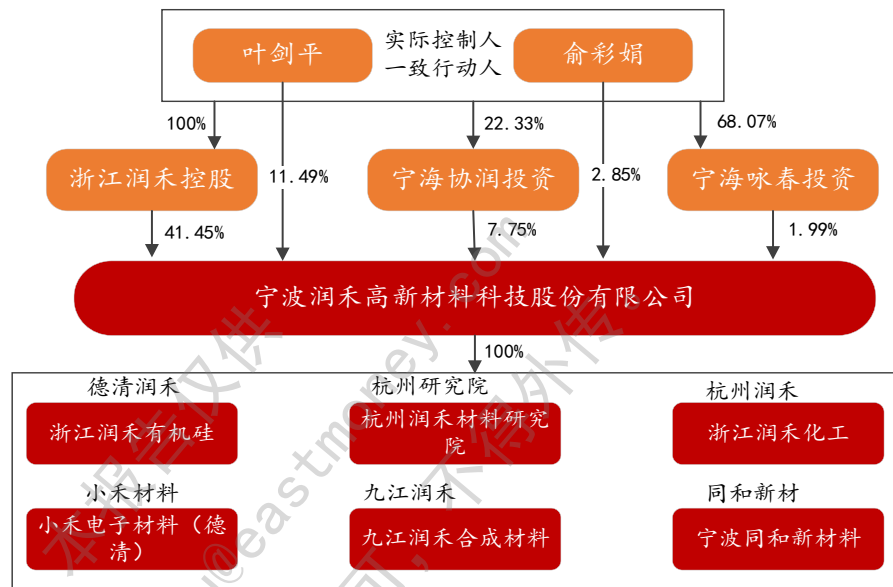
1.2. 股权结构稳定，激励机制较为完善

叶剑平、俞彩娟夫妇为公司的实际控制人，其直接持有上市公司14.34%的股份，并且通过润林投资、协润投资、咏春投资持有上市公司的股份44.53%，合计持有公司权益58.87%，拥有绝对控制权。

公司的激励机制较为完善，核心技术骨干和管理人员通过员工持股平台协润投资、咏春投资持有上市公司的股份。

2022年2月，公司推出股权激励计划，覆盖42名技术骨干和管理人员，进一步绑定核心员工与公司利益关系。

图表 2: 润禾材料股权结构 (截至 2022 年 8 月)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.3. 战略重心逐步向有机硅新材料转移

➤ 公司拥有两大业务板块、四大生产基地

公司目前布局了宁海、德清、九江和珠海四个生产基地。其中，宁海和德清基地是公司的主力生产基地。九江基地和珠海基地目前尚处于建设或者筹建阶段。

宁海基地: 位于宁波南部滨海新区，是公司的传统生产基地，主要从事纺织印染助剂的生产。公司的纺织印染助剂包括前处理助剂、染色印花助剂和后整理助剂三大类别，其中有机硅后整理助剂（主要为嵌段硅油乳液）是该板块的主力产品。

德清基地: 位于湖州莫干山高新区生物医药（化工）集中区，运营主体为德清润禾和小禾材料。德清基地主要从事硅油、硅树脂、硅橡胶等有机硅新材料的生产和销售。目前德清基地内有 8kt/a 有机硅胶黏剂及配套项目在建，项目计划投资约 0.4 亿元，主要建设包括 6000 吨缩合型硅胶和 2000 吨加成型硅胶。

九江基地: 位于国家火炬计划有机硅产业基地-江西九江永修云山经济开发区星火工业园，主要生产公司有机硅深加工产品的原料，产品涵盖 MM、MDM 等。目前，九江基地内有年产 35kt/a 有机硅新材料项目（一期）在建，项目总投资 2.81 亿元，包括化妆品及电子级硅油等产品。

图表 3: 德清及九江基地主要在建项目及内容

基地/在建项目	产品名称	项目产能 (吨)	备注
九江基地 35kt/a 有机硅新材料项目 (一期)	端含氢硅油	3,000	产业链上游产品拓展
	端环氧聚醚硅油	4,000	产业链上游产品拓展
	嵌段硅油	3,000	产业链上游产品拓展
	含氢硅油	2,000	产业链上游产品拓展
	MM	5,000	产业链上游产品拓展
	MDM	5,000	产业链上游产品拓展
	七甲基三硅氧烷	3,000	产业链上游产品拓展
	乙烯基硅油	3,000	扩展原有产能
	胺基改性聚醚	500	产业链上游产品拓展
	含氢环体	1,000	细分产品新增
德清基地 8kt/a 有机硅胶黏剂及配套项目	特种硅树脂	1,000	细分产品新增
	缩合型硅胶	6,000	细分产品新增
	加成型硅胶	2,000	细分产品新增

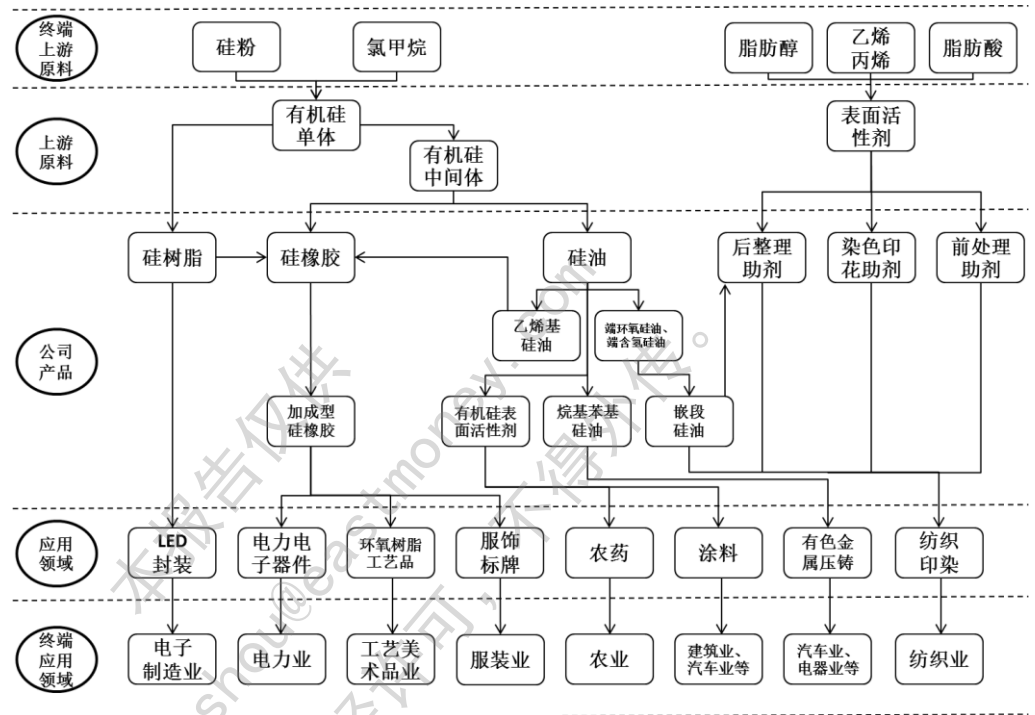
资料来源：公司公告，国联证券研究所

珠海基地：2020年5月，公司与珠海高栏港经济区管理委员会签订了《合作框架协议》，计划在珠海高栏港经济区投资3亿元，建设高端有机硅电子化学品及高端功能性纺织化学品项目，目前珠海基地尚在筹建中。

从产品端来看，公司业务分为纺织印染助剂和有机硅深加工两大板块，二者有一定程度的产业协同，嵌段硅油是纺织印染助剂（嵌段硅油乳液）的核心材料，二者属上下游关系。同时，公司敏锐观察到有机硅深加工领域存在的投资机会，先后发展了苯基硅油、含氢硅油等特色产品。

从原材料端来看，公司生产的纺织印染助剂产品和有机硅深加工产品的最主要原材料均为有机硅中间体DMC。

图表 4：公司产品布局及上下游产业链示意图



资料来源：公司公告，国联证券研究所

➤ 布局研发基地，战略重心向高端新材料转移

近年来公司不断提高研发技术实力，经营战略重心逐步向高端有机硅材料方向转移。公司以总部杭州研究院为主体，布局了“一体两翼”研发基地：总部研究院按照公司发展战略做好研发产品、研发投入规划并组织实施，德清润禾有机硅新材料省级企业研究院和宁海润禾环保型织物整理剂省级高新技术企业研发中心为两翼，按照各自专业方向，始终紧密围绕“市场和客户需求”开展具体科研创新。

目前公司已经形成了较强的技术研发实力。截至2021年末，公司已取得了多项研发成果，具有较为丰富的技术储备，其中不乏超低粘度乙烯基硅油、高导热硅凝胶等高端产品。截止2021年末，公司拥有30项发明专利，另有18项发明专利正在审核中。

为进一步推进提高研发工作的水平与层次，实现强强联合、优势互补，公司先后与浙江大学、浙江工业大学、杭州师范大学、东华大学、中科院宁波材料所等专业院校与机构开展了广泛深入的产学研合作。2021年公司新设省级博士后科研工作站，进一步激发了公司科研团队的活力，助力公司战略中心向有机硅新材料转移。

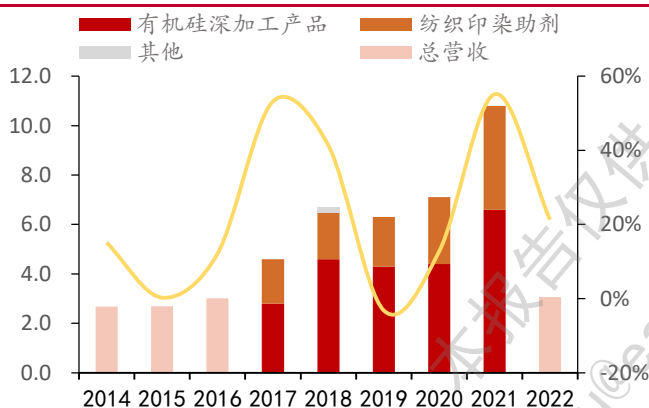
1.4. 业绩规模持续稳步提升

整体营收呈持续上涨态势。2014-2021年，公司营收从2.68亿元增长至11.04亿元，7年CAGR为22.4%。2019年公司营收同比下降3.20%，主要是原材料价格波动、下游需求疲软影响导致部分产品价格下降。2019-2021年，公司主营产品市场需求稳中有升，拉动公司营业收入逐年上行。2021年公司营业收入达11.04亿元，同比大幅上升55.12%。其中纺织印染助剂与上游有机硅深加工板块贡献了主要营收，

2021年二者营收占比分别为60.0%和38.4%。

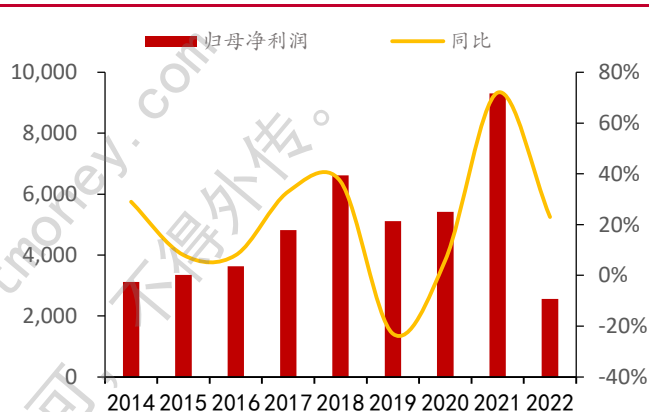
相应地，公司归母净利润跟随营收规模持续增长。2014-2021年，公司归母净利润从3114万元提升至9303万元，7年CAGR为16.9%。2021年公司归母净利润首次突破九千万元，同比大幅增长72%。

图表 5: 营业收入及其同比增速 (亿元, %)



资料来源: iFind, 国联证券研究所; 22年为Q1数据

图表 6: 归母净利润及其同比增速 (万元, %)

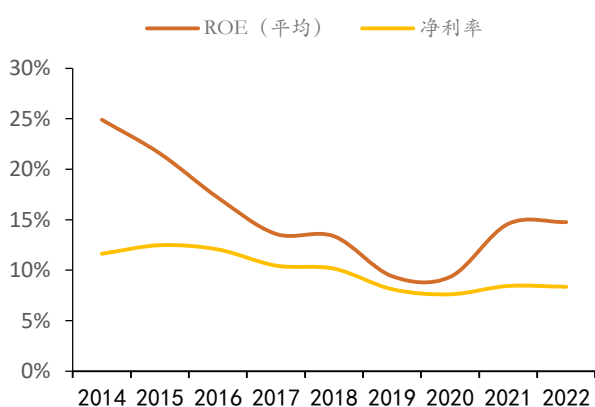


资料来源: iFind, 国联证券研究所; 22年为Q1数据

盈利能力逐渐恢复。2014-2020年公司净利率水平小幅下滑，叠加负债率的下行，ROE水平下降明显。2021年后下游需求好转，有机硅深加工市场开拓初见成效，净利率从2020年的7.61%恢复至8.43%，ROE也从9.33%提升至14.58%。

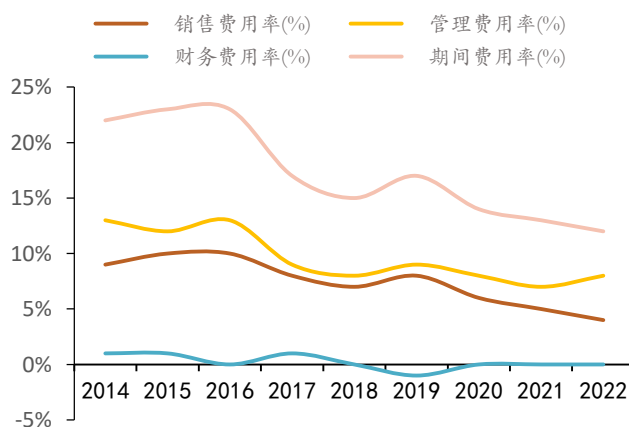
经营效率持续提升。2014-2021年，期间费用率随公司业绩规模增长而持续下行，从22%下降至12%，其中销售费用率和管理费用率降幅明显，分别从9%、13%下降至4%、8%，公司经营和管理效率持续提升。

图表 7: ROE (平均) 与净利率变动情况 (%)



资料来源: iFind, 国联证券研究所; 22年为Q1数据

图表 8: 期间费用率变动情况 (%)

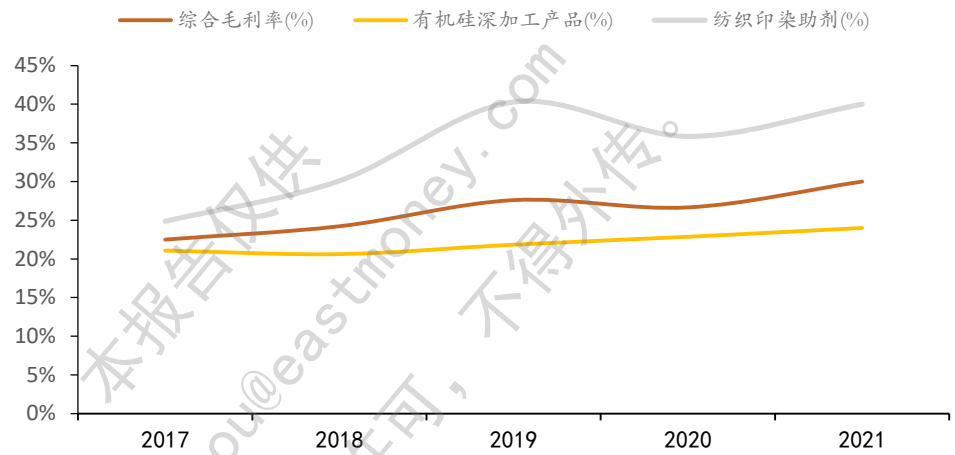


资料来源: iFind, 国联证券研究所; 22年为Q1数据

公司各业务毛利率呈上行趋势，其中有机硅深加工板块毛利水平稳定在20%以

上，2021 年毛利率提升至 24%；纺织印染助剂板块毛利率则波动上行，由于更接近终端且受益于公司上游硅油原料一体化布局，毛利率水平较高，2021 年纺织印染助剂板块近 40%。

图表 9：各板块毛利率及其变动情况 (%)



资料来源：iFind，国联证券研究所

2. 有机硅属于战略性新兴产业，多样性抓手在于深加工

有机硅材料是国家战略性新兴产业新材料行业的重要组成部分，同时也是其他战略新兴产业行业不可或缺的配套材料。

有机硅深加工产品可粗分为硅橡胶、硅油、硅树脂、硅偶联剂等四个品类，有机硅深加工产品因其独特的化学结构，具有易改性的特点。目前世界上应用的有机硅的产品有 1 万多种，已在市场上销售的有 5,000 多种，有机硅深加工属于典型的长坡厚雪的赛道。

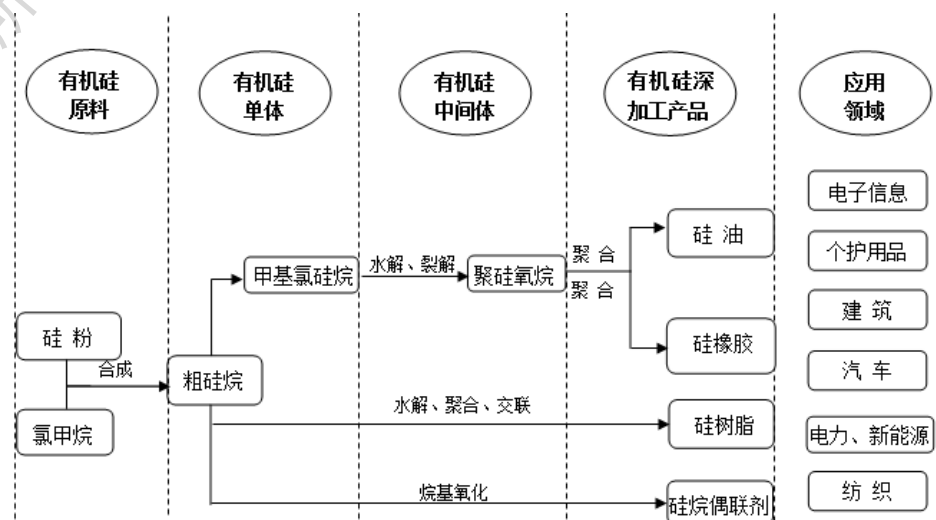
早期，公司的有机硅深加工产品侧重纺化用硅油，也在硅橡胶领域有所布局，但是产品品类较少，应用场景偏中低端。近年来，一方面围绕传统产品不断开拓新的应用场景，提升产品的性能，先后开发出农化、日化、脱模等细分利基市场。同时，围绕有机硅材料的特点，逐步向电子、动力电池、美妆等领域进行业务延伸。

2.1. 有机硅属于战略性新兴产业

有机硅是国家七大战略性新兴产业之一新材料的重要组成部分，同时也是其他战略新兴产业行业不可或缺的配套材料。

有机硅产业链具体包括有机硅原料、有机硅单体、有机硅中间体、有机硅深加工和有机硅二次加工等环节，其上游原料、单体和中间体品种规格较少，原料为硅粉和氯甲烷，单体主要是甲基氯硅烷，中间体是硅氧烷。有机硅产品的多样性主要在于下游为不同用途研发的深加工及二次加工产品，深加工产品可分为硅橡胶、硅油、硅树脂、硅偶联剂四个品类。但是二次加工产品就异常丰富，目前世界上应用的有机硅产品有 1 万多种，已在市场上销售的有 5,000 多种。

图表 10：有机硅产业链示意图



资料来源：公司公告，国联证券研究所

从结构上看，有机硅为含有 Si-C 键且部分 Si 上连有机取代基的化合物，独特的化学结构使之兼备无机材料与有机材料的性能。有机硅材料具有表面张力低、黏温系数小、渗气性好等基本性质，并具有耐高低温、电气绝缘、抗氧化、耐辐射、难燃、憎水、无毒无味以及生理惰性优异特性，广泛应用于建筑、汽车、电子电器、电力、新能源、医疗卫生、个人护理、航天航空、纺织、日用品等领域。

由于有机硅下游应用广泛且不可或缺，自 2012 年有机硅材料被列入战略性新兴产业后，我国又接续颁布多项产业政策以支持有机硅产业发展：

图表 11：中国有机硅产业相关政策

政策名称	发布单位及时间	涉及内容
《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》	国务院 2021.03.11	聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略新兴产业，加快关键核心技术创新应用。
《鼓励外商投资产业目录（2020 年版）》	国家发展和改革委员会商务部 2020.12.27	鼓励外商投资产业：“采用先进节能减排技术和装备的高档织物印染及后整理加工”；以及“聚氯乙烯和有机硅新型下游产品开发与生产”、“硅橡胶等特种橡胶生产”。
《市场准入负面清单草案（2020 版）》	国家发展和改革委员会商务部 2020.12.10	禁止项目：“新建初始规模小于 20 万吨/年、单套规模小于 10 万吨/年的甲基氯硅烷单体生产装置，10 万吨/年以下（有机硅配套除外）和 10 万吨/年及以上、没有副产四氯化碳配套处置设施的甲烷氯化物生产装置”。
《产业结构调整指导目录（2019 年版）》	国家发展和改革委员会 2019.10.30	鼓励类：“苯基氯硅烷、乙烯基氯硅烷等新型有机硅单体，苯基硅油、氨基硅油、聚醚改性型硅油等，苯基硅橡胶、苯撑硅橡胶等高性能橡胶及杂化材料，甲基苯基硅树脂等高性能树脂，三乙氧基硅烷等系列高效偶联剂”。限制类：“新建初始规模小于 20 万吨/年、单套规模小于 10 万吨/年的甲基氯硅烷单体生产装置，10 万吨/年以下（有机硅配套除外）和 10 万吨/年及以上、没有副产四氯化碳配套处置设施的甲烷氯化物生产装置”
《战略性新兴产业分类（2018）》	国家统计局 2018.11.26	有机硅环体材料制造被列入战略性新兴产业分类
《中国有机硅行业“十三五”发展规划》2	中国氟硅有机材料工业协会 2016.04	“十三五”规划：“合理控制甲基单体总量和建设水平，积极推广新技术、新工艺，降低原料和能源消耗，提升资源综合利用水平，提高甲基单体生产技术水平 and 产品质量；加大下游中高端产品的研发力度，提高产品的技术含量和附加值”。
《国家重点支持的高新技术领域（2016 年修订）》	科技部财政部国家税务总局 2016.01.29	发展重点：“新型表面活性剂、新型安全环保颜料和染料、新型纺织染整助剂、高性能环保型胶粘剂；硅橡胶及制品制备技术；低损耗、热匹配性能和密封性能好的封装树脂材料；以及新型纺织染整助剂”。
《浙江省产业集聚区提升发展方案》2	浙江省人民政府办公厅 2014.11.20	集成发展主导产业：“高分子材料重点发展高端含氟聚合物和含氟中间体及高性能硅橡胶、特种硅树脂等有机硅聚合物产品、生物基高分子材料”。
《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	国务院 2012.07.09	提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务，有机硅是七大战略性新兴产业之一新材料的重要组成部分。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

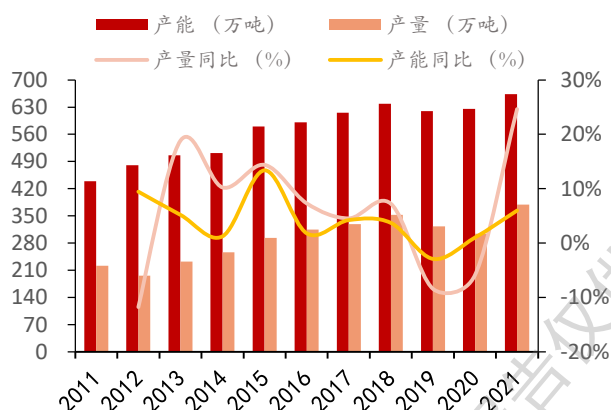
2.2. 中国是最重要的有机硅原料生产大国

有机硅主要原料为硅粉和氯甲烷，氯甲烷主要来自于甲烷氯化或草甘膦的副产物，硅粉则由工业硅研磨制得。

近十年，全球工业硅生产规模持续增长。根据 SMM 数据，全球工业硅产能从 2011 年的 440 万吨/年增长至 2021 年的 662 万吨/年，产量从近 220 万吨增长至 377 万吨，产量年均复合增速为 5.5%。分国别来看，中国、巴西、挪威与美国为全球工业硅的主要生产国，约占全球有机硅总供给量的 92%，由于中国兼具能源、资源及

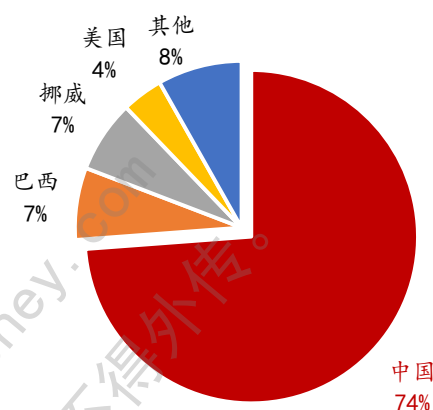
市场优势，全球工业硅产业持续从巴西等地向中国转移。

图表 12: 全球工业硅产能及产量变动情况



资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 13: 2021 年全球工业硅产量占比

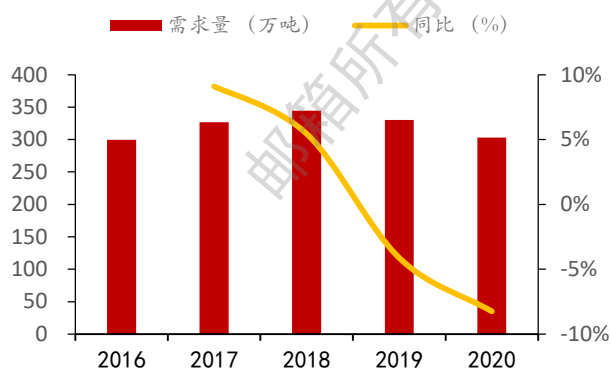


资料来源: SMM, 百川盈孚, 国联证券研究所

从需求端来看, 有机硅下游主要用来制备有机硅、多晶硅及铝合金, 并进一步用于光伏、新能源车、集成电路、传统工业等领域。其中有机硅是金属硅下游最大的需求领域, 占比达 41.8%, 多晶硅及铝合金需求占比分别为 21.2%、34.10%。

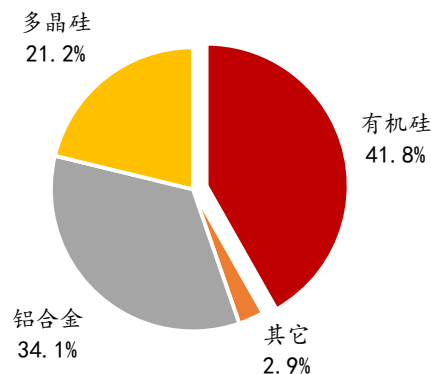
近年来全球工业硅的总需求在 300-350 万吨区间内波动, 2016-2018 年全球工业硅需求从 300 万吨提升至 345 万吨, 19 年后由于汽车行业销量下行而需求疲软, 需求量下滑至 2020 年近 300 万吨规模。随着全球新能源、半导体等产业的快速发展, 未来工业硅需求量将持续提升。

图表 14: 全球工业硅需求变动情况



资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 15: 全球工业硅的下游需求结构



资料来源: 华经产业研究院, 国联证券研究所

中国是全球工业硅的最大的生产及消费国

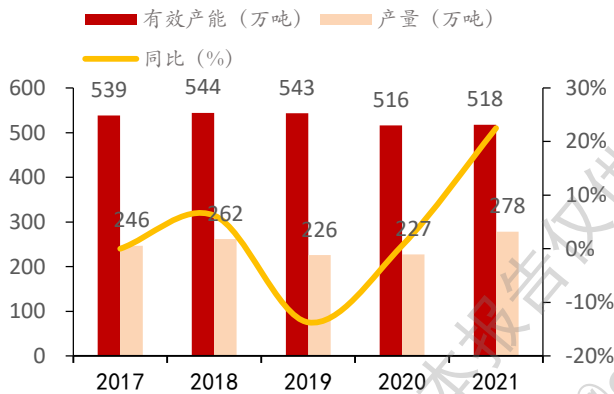
2018 年之前中国工业硅供需稳步增长, 至 2018 年中国工业硅有效产能达到 544 万吨, 产量达 262 万吨, 消费量 182 万吨, 产量及消费量全球占比分别达 74%、60%, 奠定了中国全球工业硅产业中心地位。

2018 年后因国内环保治理、疫情冲击及全球宏观经济下滑等因素, 工业硅落后小产能陆续出清, 至 2020 年我国工业硅产能下降至 528 万吨, 产量万吨也从 2018 年的 262 万下滑至 227 万吨。

2021 年, 随着疫情冲击减退、全球经济复苏, 中国新能源车、光伏等产业快速

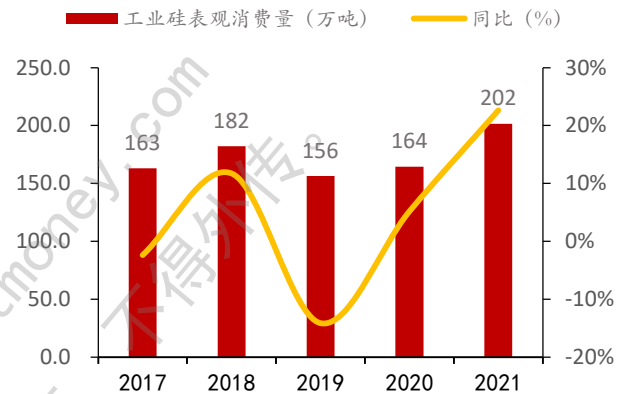
发展，带动上游工业硅产量及需求量快速提升。2021 年中国工业硅产量、消费量分别提升至 278 万吨、202 万吨，同比增速分别为 22%、23%，全球占比分别达 74%、66.7%，我国工业硅产业中心地位进一步提升。

图表 16: 中国工业硅产能及产量变动情况 (万吨)



资料来源: SMM, 百川盈孚, 国联证券研究所

图表 17: 中国工业硅需求量变动情况



资料来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

展望未来，我国新能源、集成电路产业在政府产业政策的大力支持下将保持较高增速，持续拉动上游多晶硅、硅铝合金及有机硅材料的需求，并进一步驱动原材料工业硅需求上行。鉴于工业硅需求较好的增长前景，合盛硅业、通威股份等一众企业纷纷扩产响应，未来几年内工业硅供需增量主要在中国，产业重心持续向国内转移。

据百川盈孚统计，未来 2-3 年内预计还有超 350 万吨产能计划投产，届时我国工业硅的产业地位将进一步提升，国内的有机硅上游资源供给也将进一步充裕，有利于推动我国有机硅产业的发展。

图表 18: 2025 年之前中国工业硅拟新增产能逾 350 万吨

企业名称	新增产能 (万吨)	预计投产日期
特变电工股份有限公司	20	2024 年 12 月
云南永昌硅业股份有限公司	10	2024 年 12 月
浙江新安化工集团股份有限公司	10	2024 年 12 月
无锡上机数控股份有限公司	15	2024 年 12 月
通威股份有限公司	50	2024 年 7 月
新疆晶和源新材料有限公司	22	2024 年 7 月
山东东岳有机硅材料股份有限公司	10	2023 年 12 月
东方希望集团有限公司	20	2023 年 7 月
浙江新安化工集团股份有限公司	3	2023 年 1 月
江苏中能硅业科技发展有限公司	35	2022 年 12 月
合盛硅业股份有限公司	120	2022 年 11 月
合盛硅业(鄞善)有限公司	40	2022 年 9 月
浙江新安化工集团股份有限公司	10	2022 年 6 月
合计	365	2025 年之前

资料来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

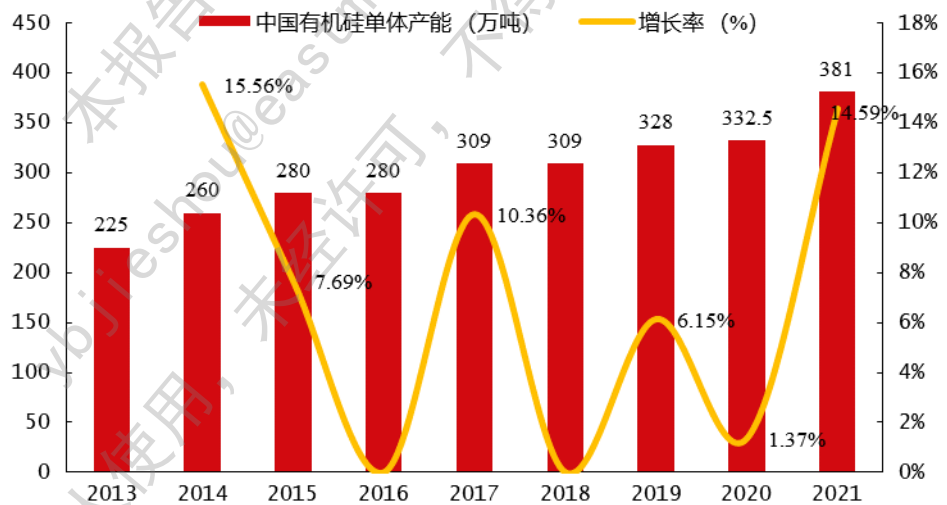
2.3. 全球有机硅单体新增产能主要集中在中国

上世纪 90 年代，中国实现了有机硅技术的突破，依托工业硅的比较优势和良好的成本管控能力，中国成为全球最重要的有机硅单体生产国。

据卓创资讯统计，2021 年全球有机硅单体产能 626 万吨，同比增长 6.83%。过去五年，全球有机硅单体产能复合增长率 4.12%。

2021 年中国的有机硅单体产能大约 381 万吨，同比增长了 14.59%，产能全球占比达 61%。需要强调，“十三五”期间全球有机硅的新增产能基本集中在中国。

图表 19：中国有机硅单体产能/同比增速



资料来源：前瞻产业研究院，中国化工报，国联证券研究所

未来五年，中国仍然是有机硅单体新增产能的集中投产期，全球有机硅单体新建产能依旧全部集中在中国。根据中国化工网数据，中国境内至少还有 15 家企业拟扩建、新建有机硅甲基单体装置，涉及产能近 300 万吨/年。预计“十四五”末，中国境内有机硅甲基单体产能将超过 600 万吨/年，约占全球有机硅甲基单体产能的 70% 以上。

2.4. 中国有机硅二次加工产业长坡厚雪

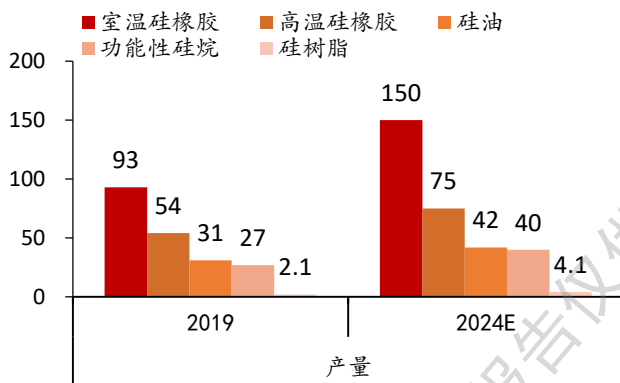
由聚硅氧烷等中间体，经不同反应，或添加各类填料及助剂，进一步加工可生成硅油、硅橡胶、硅树脂、硅烷偶联剂等有机硅深加工产品。

根据《中国化工新材料产业发展报告（2018）》的数据，预计 2021 年全球有机硅市场产品需求量约为 304.6 万吨，年均增长率约为 5.6%。其中，全球硅橡胶市场受建筑、汽车、高铁行业的发展驱动，需求量约为 181.8 万吨，年均增速约为 6.0%；全球硅油市场由于化妆品、医药等行业的需求，需求量约为 111.1 万吨，年均增速约为 3.2%；全球硅树脂市场的需求量约为 11.6 万吨，年均增速约为 3.2%。

相较于国际市场，中国市场多种有机硅深加工产品增速较快。根据 SAGSI 的数据，2019 年中国高温硅橡胶产量约为 54 万吨，需求量为 50 万吨左右，预计至 2024 年高温硅橡胶将产量将达到 75 万吨，需求量达到 66 万吨；2019 年中国室温胶产量约 93 万吨，需求量为 89 万吨，预计至 2024 年室温硅橡胶产量接近 150 万吨，需

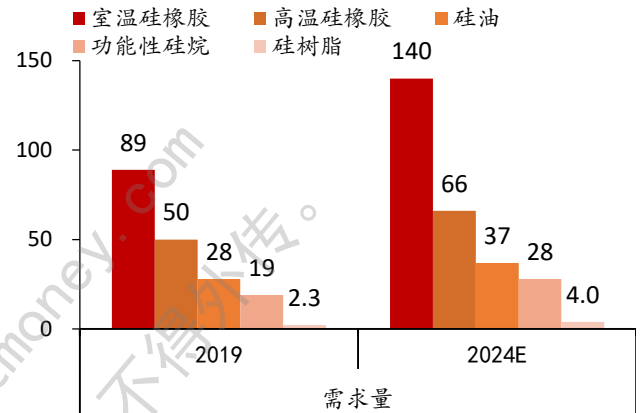
求量将逾 140 万吨；2019 年中国硅油产量为 31 万吨，需求量约 28 万吨，预计至 2024 年硅油产量达 42 万吨，需求量达 37 万吨。

图表 20: 中国有机硅深加工产品产量及预测



资料来源: SAGSI, CAFSI, 国联证券研究所

图表 21: 中国有机硅深加工产品需求量及预测



资料来源: SAGSI, CAFSI, 国联证券研究所

未来五年，有机硅终端需求领域的电子、电器、医疗个护、助剂、建筑行业等仍将稳定增长，新能源、光伏等领域的应用受益相关行业政策快速扩张，叠加有机硅深加工产品的应用场景持续拓宽，有机硅消费量将保持快速增长的态势。

3. 公司立足硅油，逐步发展二次加工有机硅材料

公司聚焦有机硅的深加工领域，主要从事硅油生产及硅油二次加工。

有机硅材料具有优异的耐温特性、耐候性、电气绝缘性、生理惰性、低表面张力和低表面能等特性，同时，有机硅具有易改性的特点。敏锐捕捉客户需求，提供具有成本竞争力的综合解决方案成为有机硅深加工企业获得竞争力的法宝。同时，产品迭代强，研发驱动是该产业的第二个特点。

经营策略上，公司一方面持续巩固在纺化、铝压铸脱模剂、流平剂等领域的现有优势，逐步打通上游一体化，提供成本可控的解决方案；另一方面，公司将持续挖掘有机硅深加工产品特性，开辟高端领域市场。

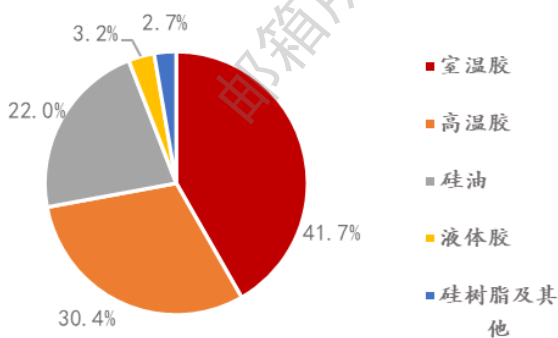
早期，公司的侧重发展纺化领域，在硅橡胶领域也有所布局，但是产品品类较少且应用场景偏中低端。近年来，公司不断改进产品性能，开拓传统产品应用场景，先后开发出农化、脱模剂、日化等细分利基市场。同时，围绕有机硅材料的特点，逐步向电子、个人护理、动力电池等高端领域进行业务延伸。

3.1. 硅油是有机硅产业第二大品类

硅油是指室温下保持液体状态的线型聚硅氧烷产品，是有机硅产品消费结构中的第二大产品类别，仅次于硅橡胶之后。2021年，中国的硅油消费量约占有机硅下游需求的22%。

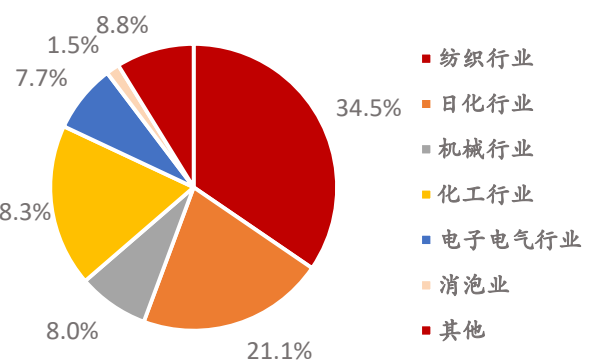
硅油无毒、无臭、无腐蚀性、不易燃烧，具有良好的耐热性、电绝缘性、耐候性、疏水性、生理惰性、较小的表面张力、较低的黏温系数、较高的抗压缩性等特性，在纺织印染、日化、机械、电子、化学、医学和传统工业领域均有应用。

图表 22：硅油是除硅橡胶之外的有机硅第二大品类



资料来源：中商情报网，国联证券研究所

图表 23：中国硅油消费结构



资料来源：SAGSI, CAFSI, 国联证券研究所

图表 24：硅油主要应用领域与应用范围

应用领域	利用特性	主要应用范围
纺织印染、皮革工业	表面张力低、憎水、抗剪切性	硅油在纺织服装行业可作为织物的柔软剂、润滑剂、防水剂、整理剂等等。有机硅与聚氨酯组合形成织物的涂层；有机硅与丙烯酸聚合形成织物的印花；有机硅与有机氟组合形成织物表面的防水涂层等。

造纸工业	表面张力低、抗剪切性	纸张柔软剂主要用于改善生活用纸的柔软性及手感，如餐巾纸、面巾纸和卫生纸等。剥离剂又称隔离剂、防粘剂。将其涂布在纸张上形成一层防粘膜，它可使粘接性物质轻易地剥离开来，被广泛用于压敏标签纸等纸种的生产。
机械工业	耐高低温、抗氧化、强抗剪切性	润滑油、防震、阻尼用油、真空泵油。
电子工业	介电性、耐热、疏水性	变压器、晶体管的绝缘、抗热、防湿和填充。
化学工业	表面张力低、化学稳定性好	发酵、造纸、织物等化工生产过程中的消泡。
医学	无毒、疏水性、表面活性	医用消泡剂、软骨及保护脂的基剂，药用添加剂，外科用具的灭菌用油，人造眼球的润滑剂。
一般工业	抗粘、耐候性	涂料、橡胶、塑料添加剂和内脱模剂。
一般工业	耐腐蚀、疏水性	玻璃器具、陶瓷、纸张、皮革、金属、织物等物品的表面处理。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.2. 公司的硅油产品逐步差别化、系列化、高端化

按照化学结构的不同，硅油可以划分为甲基硅油和改性硅油。甲基硅油是最传统的硅油产品；改性硅油以某种有机基团代替甲基硅油里的部分甲基基团，进而改进硅油的某种性能和适应各种不同的用途，改性硅油通常具有更高的经济附加值。

公司目前的硅油系列产品主要包括嵌段硅油（包括生产嵌段硅油的原料端含氢硅油、端环氧硅油）、含氢硅油、含氢环体、乙烯基硅油、苯基硅油等产品。

1) 嵌段硅油主要用于纺织后整理剂

纺织印染领域是硅油用量最大的下游应用领域，主要用于纺织的后整理工序阶段。公司的纺织印染助剂板块主要产品为嵌段硅油乳液，其由嵌段硅油复配而成，是有机硅深加工板块的直接下游产品。

氨基硅油是纺织印染助剂种体量最大的后整理剂。氨基硅油手感很好，但是目前的氨基硅油产品普遍存在易变黄、整理的织物亲水性差和氨基分布不均匀等缺陷，使其应用受到限制。

针对这一缺点，公司开发出有机硅、氨基、聚醚三元嵌段共聚硅油乳液，公司的嵌段硅油乳液除具有通用聚醚有机硅的优点外，其柔软性更佳、适用面更广，且适用于纳米服装面料、衬衣面料等服装面料的后整理。具有不黄变、不漂油、不粘辊、不会在被加工织物上形成难以去除的硅油斑以及配伍性好的优点，越来越受到市场的认可。

据公司推算，嵌段硅油乳液目前市场规模约为 50 万吨，对应嵌段硅油的需求大约 15 万吨，公司现有嵌段硅油 3000 吨，待 35kt/a 有机硅新材料项目（一期）建成后产能将达 1.02 万吨，市占率约 7%，仍有较大的市场拓展空间。

2) 含氢硅油、七甲基三硅氧烷主要用于生产表面活性剂

含氢硅油是硅橡胶的交联剂，可在金属催化作用下形成 Si-C 键，同时也是改性硅油的重要原料。

目前公司的含氢硅油产品主要用于生产七甲基三硅氧烷，七甲基三硅氧烷含有活性很高的硅-氢键，是合成聚醚改性三硅氧烷的基本原料，聚醚改性三硅氧烷是一种特殊结构的表面活性剂，广泛应用于农药助剂、涂料助剂等。

根据公司推算，有机硅表面活性剂目前市场规模约为 30 万吨，对应的七甲基三硅氧烷需求量大约 8.57 万吨，公司现有七甲基三硅氧烷产能为 4000 吨，待 35kt/a 有机硅新材料项目（一期）建成后产能将达 7000 吨，市占率则将从 5% 提升至 9%。

3) 开发含氢环体，发展电子级含氢硅油

含氢环体一般用于高端精细切割中的清洗剂，也是定制化电子级含氢硅油的重要原材料，通过含氢环体制备含氢硅油可以有效改良含氢硅油的品质和性态。定制化电子级的含氢硅油具有高纯度、高稳定性、高耐久度的特点，广泛应用于 5G、电子元器件等领域。

公司在 35kt/a 有机硅新材料项目（一期）中规划了 1000 吨含氢环体，是国内率先实现含氢环体产业化的单位。据公司推算，目前含氢环体直接应用的通用型市场规模约 100 吨，市场增长率达 15% 左右；而高品质电子级含氢硅油市场规模约为 4,000 吨，对应含氢环体市场规模约 1,200 吨，待公司 1000 吨在建产能投产以后，含氢环体市占率将接近 80%，有望控制整个含氢环体及下游电子级含氢硅油市场。

4) 乙烯基硅油重心在电子领域

乙烯基硅油一般用作硅橡胶生产中的添加剂，以增强硅橡胶的强度、硬度等，多用于制作液体硅橡胶，是注射热成型硅橡胶的主要材料。乙烯基硅油也可与聚氨酯、丙烯酸等多种有机材料反应，可制成性能更优越（耐候、耐老化、抗紫外线、增强韧性等）的新材料。

根据具体工艺配方的不同，每制备 1.00 吨加成型硅橡胶约消耗 0.50 至 0.80 吨乙烯基硅油。据公司推算，全球加成型硅橡胶消费量约为 100 万吨，市场增长率 5%。据此估计用于生产加成型硅橡胶的乙烯基硅油消费量约为 51 至 83 万吨。

需要强调，普通乙烯基硅油产品主要用于电源、照明、模具等传统领域，如果能将乙烯基硅油小分子含量控制在极低水平，乙烯基硅油的应用范围将会延伸到消费电子、5G 通讯等高端领域。根据公司推算，通讯电子和消费电子领域的乙烯基硅油的市场规模大约为 6 万吨，市场增长率约为 9%。

公司目前在产的 8500 吨的乙烯基硅油主要为普通乙烯基硅油产品，用于电源、照明、模具等传统领域；35kt/a 有机硅新材料项目规划的 3000 吨乙烯基硅油则主要以特种、高端乙烯基硅油为主，用于消费电子、5G 通讯等领域。目前，公司特种、高端乙烯基硅油已有北京中石伟业有限公司等多家潜在客户，已进行送样测试。

5) 公司的苯基硅油主要用于金属压铸脱模

烷基苯基硅油通常用于橡胶、塑料、聚氨酯、金属铸造等制品的脱模剂，尤其在金属压铸脱模领域，芳香硅油为金属液和压铸模具之间提供有效的隔离保护层，避免金属液直接冲刷型腔和型芯表面，提高了金属液的成型性，并解决了压铸脱模困难、工件发黑发黄、不环保等问题。相比于常规的聚二甲基硅氧烷，苯基硅油的热稳定性更好，用于铝合金压铸件的脱模优势明显，因而占据了高端脱模剂的原料市场。

同时，苯基硅烷也可用作塑料改性、纤维润滑剂及涂料的添加剂；或者作为化妆品的原料，用于个人护理品中的护肤膏霜类、彩妆类及护发类产品。

公司开发的烷基苯基硅油主要用来做金属压铸成型脱模剂。公司在该细分下游市场的具有较高的知名度，目前国内除本公司以外，具有一定生产规模的企业还有南京塘泽化工有限公司和青岛思力肯新材料有限公司（销售规模均小于本公司），浙江省内还未形成有竞争力的同业企业。

6) 其他特种有机硅二次加工产品也在有序推进过程中

除了上述硅油产品外，公司也在硅树脂、硅橡胶进行了产品研发和市场开拓，据公司推测特种硅树脂市场规模在 6,000 吨/年，市场增长率在 7% 左右；缩合型硅胶市场规模在 15 万吨/年，市场增长率在 3%-5%；加成型硅胶市场规模在 100 万吨/年，市场增长率在 5% 左右。由于目前规模不大，且为公司的非主打产品，我们暂不展开。

3.3. 农药、脱模剂巩固硅油传统市场，电子、化妆品打开成长空间

纺织行业是硅油的传统应用领域，20 世纪 50 年代初，二甲基硅油首先用作织物憎水剂，此后各国科学工作者对硅油用作纺织印染助剂进行了广泛深入的开发研究，现已迅速扩展应用到织物柔软剂、纤维平滑剂、仿丝及纺麻整理剂、抗静电剂、亲水剂、杀菌防臭剂、防皱缩剂、涂层整理剂及深色加工剂等方面。目前，传统甲基硅油使用量逐渐下降，改性硅油越来越成为现代纺织工业中不可缺少的配套加工助剂，为纤维制品创造了巨大的经济附加价值。

公司在巩固传统纺织用硅油的产业竞争力的同时，不断向农药、脱模剂、日化、通讯电子等更高端领域拓展。

1) 农药增效剂属于细分利基市场

由于精准农业实践日益普及，保护作物免受病虫害危害的需求日益增加，以及为符合严格的环境法规，必须提高农药产品的液滴粘附性，因而表面活性剂占据着整个农用增效型助剂市场的主导份额。

相比聚醚类表面活性剂，有机硅表面活性剂具有更低的表面能，良好的湿润性，较强的粘附力，极佳的延展性，较高的气孔渗透率等优点，能诱导农药直接经叶气孔被植物吸收，另外其还具有超级伸展性能，可使药剂达到最大覆盖和附着，甚至还可使药剂进入到叶背面或果树缝隙中藏匿害虫处，达到杀虫和杀菌效果，可提高药效、缩减药量、节约成本、减少污染，是一种理想的环保型农药助剂。

根据 Meticulous Research 的研究报告数据，2020 年全球农用助剂市场容量为 26.9 万吨，预计至 2027 年将增至 44.0 万吨，CAGR 达 7.3%；2020 年全球农用助剂市场价值约为 32 亿元，预计至到 2027 年全球农用助剂市场价值预计将达 47 亿美元，CAGR 达 5.7%。

2) 汽车轻量化、铝压铸一体化推动硅油脱模剂领域需求快速提升

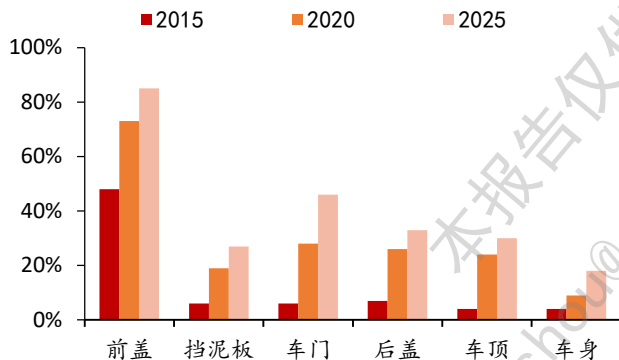
脱模剂广泛应用于金属压铸、聚氨酯泡沫和弹性体、玻璃纤维增强塑料、注塑热塑性塑料、真空发泡片材和挤压型材等各种模压操作中，以协助产品脱模。由于注塑、挤出、压延、模压、层压等工艺的迅速发展，脱模剂的用量也大幅度地提高，其中汽车工业领域脱模剂需求增量明显。

双碳目标驱动下，汽车轻量化为大势所趋。车身重量是影响汽车碳排放的重要因素之一，汽车车身自重约消耗 70% 的燃油，若整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6% 到 8%；车重降低 1%，油耗可降低 0.7%。而对于新能源汽车，轻量化具有显著

的节电续航作用,是突破里程瓶颈的重要手段。在我国碳达峰、碳中和的政策背景下,汽车轻量化已成大势所趋。根据中国汽车协会的规划,至2025年汽车将较2015年减重20%,至2030年减重35%。

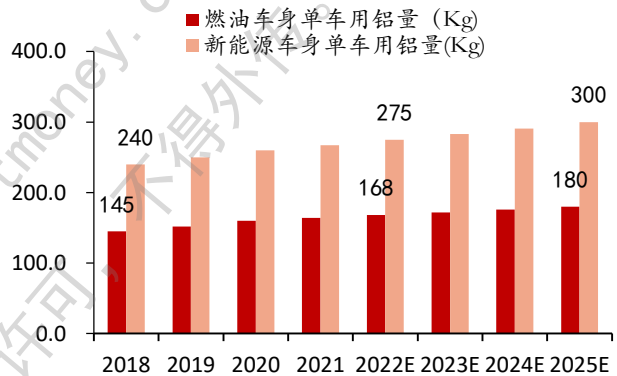
铝压铸一体化是轻量化的重要抓手。铝的密度仅为钢铁的1/3,且工艺成熟,成本远低于钛合金、碳纤维等材料。随着汽车轻量化发展,铝合金在覆盖件、车身等车身结构件上的应用快速增长,单车铝合金压铸件的用量亦不断提升。

图表 25: 铝合金车身和覆盖件的渗透率持续提升



资料来源: 观研天下, 国联证券研究所

图表 26: 燃油/新能源车的单车用铝量持续上行



资料来源: 中国汽车工业协会, 国联证券研究所

一体化铝压铸车身可以在实现汽车轻量化的同时,大幅简化工艺、提升效率。根据观研天下数据,全铝压铸车身渗透率将从2015年的4%提升至2025年的18%。2015年我国单车用铝量仅115Kg,预计至2025年我国新能源汽车用铝量有望提升至300Kg,燃油车用铝量预计提升至180Kg。根据中铝协数据,2021年我国预计车用铝合金压铸件需求约260万吨,预计至2025年将增长至384万吨,CAGR为10.2%。

作为公司长链苯基硅油产品的主要应用市场,金属压铸领域伴随着汽车铝压铸市场的快速发展,预期公司硅油脱模剂业务亦将快速增长。

与此同时,随着我国风电规模的快速发展,尤其受海上风电和叶片大型化趋势推动,风机叶片对高端脱模剂需求快速提升,公司已拥有塑料弹性体、复合材料脱模等领域的高性能有机硅脱模剂技术,未来有望向风电脱模领域拓展。

3) 化妆品用MDM是传统D5的最佳替代品,市场空间近4万吨

由于其良好的润滑性、憎水性等性能,硅油可用于洗护发产品、护肤品、化妆品等产品的生产。环四硅氧烷(D4)和环戊硅氧烷(D5)是最常见的两种环体硅油,广泛用于精华、乳液、粉底、妆前乳及护发素中,可以产生润滑和丝滑的感觉。但有许多公开的文献都表明它是一种争议有害成分。

首先,D4、D5分子量很大,容易挥发,皮肤无法吸收。其次,D4、D5属于水污染物,在自然界中不易降解,且会在鱼类等水生生物体内不断累积造成毒害作用。最后,D4、D5会干扰内分泌系统,也会对母乳的产生有影响,引起婴儿的健康问题。近十年来,欧美国家对D4、D5危害性和使用限制给予了充分关注:

图表 27: 欧美国家关于D4、D5相关的法案和讨论

法案/主体	内容
加拿大环境保护法案 CEPA	2011年宣布D4和D5为有毒成份,禁止添加到护肤品中。主要原因是D5非常难降解,而且在生物体内具有生物累积性,对于鱼类和水

	生动物有危害，但是并未提出 D5 对人体有害
加拿大环境保护 法案 CEPA	2012 年 2 月，CEPA 有毒清单中去除了 D5，恢复了其正常使用
欧洲委员会(EC)	提议禁用 D4 或 D5 含量在 0.1% 及以上的洗去型化妆品
欧盟 REACH 法案	要求从 2020 年 1 月 31 日起，“水洗式化妆品”中 D4、D5 两种限制物质的任一物质的质量浓度大于等于 0.1% 时，不得投放市场
欧盟消费者安全 科学委员会 (SCCS)	认为 D5 在除了身体乳、头发定型配方以及其他可通过吸入途径增加暴露的产品（例如气溶胶产品、按压型喷雾、粉末）外的化妆品中使用是安全的，但是 D4 具有生殖毒性
美国 CIR 专家组	认为 D5 在现有用法和用量条件下是安全的，D4 是具有风险的物质可能会引起环境以及生殖性毒性

资料来源：ce 认证，cosmedna，国联证券研究所

针对该问题，公司推出化妆品用挥发性硅氧烷环体 D5 的最佳替代品-MDM (MD2M 十二甲基五硅氧烷、MD3M 二甲基(硅氧烷与硅酮)，满足欧美市场对产品安全性的要求，出口欧美不受限制，产品前景较好，且盈利能力强。根据公司推算，目前化妆品用溶剂市场规模约为 5 万吨，对应的 MDM 的需求大约 3.75 万吨。公司目前 MDM 的产能为 1,500 吨/年，扩产产能为 1,500 吨/年，预计可占市场规模的 8%，公司测算 MDM 产品毛利率高达 39.16%。

4) 电子领域是硅基材料最具潜力的应用领域

有机硅具有优异的耐温特性、耐候性、电气绝缘性、生理惰性、低表面张力和低表面能等特性。高精尖端科技（如芯片、高端电子、新能源、5G 通信等行业）的发展，对能耐高低温、耐老化、耐腐蚀、防潮等高性能的涂料、胶黏剂提出新的需求，硅基材料在相关领域大有作为。

目前，公司在热管理材料和光学、集成电路封装材料领域有所布局。

热管理材料凭借优异的导热、电气绝缘效果，广泛应用在电子、通讯、智能家居、汽车电子、无人机、光伏电池、LED 照明、安防监控等领域。5G 技术的应用使得智能手机、5G 基站、平板电脑、智能家居等领域对散热凝胶的需求也在不断上升。根据新思界产业研究中心数据，2019 年，全球导热界面材料市场规模约为 10.3 亿美元，预计 2021-2025 年将以 6% 左右的增速增长。公司在热管理材料方面进展顺利，主要开发了相变导热材料、导热凝胶用硅树脂、导热硅脂，导热电子材料正逐步成为公司业务的重要增量。

在光学、集成电路封装材料方面，公司主要开发了光学树脂、集成电路三防漆等。根据华经产业研究院和中商情报网数据，2020 年全球光学树脂 OCA 市场已达百亿规模，中国集成电路封装材料市场规模接近 400 亿元。光学、集成电路封装行业空间广阔，公司在该领域的探索具有较大的想象空间。

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1. 盈利预测

1) 有机硅深加工板块：受益于一体化压铸技术渗透率快速提升，脱模剂产品领域增速较快，农药和印染细分领域增速稳定。2024 年 8kt/a 有机硅胶黏剂及配套项目及 35kt/a 有机硅新材料项目陆续投产，有机硅深加工板块增长提速，尤其是电子、

化妆品下游增速提升，并带动板块毛利率水平小幅提高。

2) 纺织印染助剂板块：整体增速稳定，根据前瞻产业研究院预测印染行业规模近 4.5% 的增速，给予该业务板块 4% 的增速，毛利率持平。

因此，我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 12.27 亿元、13.85 亿元和 18.80 亿元，归母净利润分别为 1.15 亿元、1.43 亿元和 2.50 亿元，同比增长分别为 24%、24%、74%，EPS 分别为 0.91、1.13、1.97 元，3 年 CAGR 为 39%，对应 PE 为 47、38、22 倍。

图表 28：公司营收测算汇总（百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	1104	1227	1385	1880
同比增长率	55.1%	11.2%	12.9%	35.8%
毛利润	248	296	342	504
毛利率	22.5%	24.1%	24.7%	26.8%
有机硅深加工产品				
营业收入	663	769	909	1385
毛利润	140	183	224	382
毛利率	21.1%	23.8%	24.7%	27.6%
纺织印染助剂产品				
营业收入	424	441	459	477
毛利润	105	110	114	119
毛利率	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
其他业务				
营业收入	17	17	17	18
毛利润	3	3	3	3
毛利率	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%

资料来源：Wind，国联证券研究所

4.2. 估值与投资评级

选取绝对估值法 (FCFF) 来对公司进行估值测算，参考十年期国债利率给予 2.75% 的无风险利率。考虑到公司多款电子级产品产能建设持续推进，研发驱动并着手布局集成电路等高价值领域，我们给予第二阶段 20% 的增长率。鉴于更远期的市场具有较多不确定因素，给予了相对保守的长期增长率 2.5%。FCFF 估值测算得公司股票价值为 50.30 元/股。

根据绝对估值法，同时参考可比公司的平均 PE 倍数，我们给予公司 2022 年目标价为 50.30 元，较当前股价有 17% 的上升空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 29：关键假设

图表 30：敏感性测试

估值假设	数值
无风险利率 Rf	2.75%
市场预期回报率 Rm	8.00%
第二阶段年数 (年)	6
第二阶段增长率	20.00%
长期增长率	2.50%
有效税率 Tx	13.93%
Ke	9.59%
Kd	3.01%
WACC	6.63%

来源: ifind, 国联证券研究所测算

WACC	永续增长率				
	2.07%	2.27%	2.50%	2.75%	3.03%
5.48%	64.30	67.99	72.65	78.66	86.70
6.03%	54.32	56.94	60.17	64.24	69.51
6.63%	46.14	48.02	50.30	53.12	56.67
7.29%	39.35	40.71	42.34	44.32	46.77
8.02%	33.67	34.66	35.83	37.24	38.96

来源: ifind, 国联证券研究所

图表 31: FCFF 测算结果

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	98.78	1.54%
第二阶段	979.60	15.28%
第三阶段 (终值)	5,334.59	83.18%
企业价值 AEV	6,412.97	
加: 非核心资产	0.37	0.01%
减: 带息债务 (账面价值)	31.46	0.49%
减: 少数股东权益	0.00	0.00%
股权价值	6,381.88	99.52%
除: 总股本 (股)	126,880,000.00	
每股价值 (元)	50.30	

来源: iFind, 国联证券研究所测算 (数据来源日期 2022 年 8 月 12 日)

5. 风险提示

1) 在建项目进展或不及预期

目前，公司德清基地和九江永修基地分别 8kt/a 有机硅胶黏剂及配套项目和 35kt/a 有机硅新材料项目在建，项目建设进展或产能释放不及预期将对公司业绩带来显著影响。

2) 产品市场推广不及预期

有机硅深加工产品具有定制化属性，需要对下游客户需求敏感，否则会影响公司产品的市场推广和放量。同时公司新增产品投产之后的市场情况具有不确定性，如果新增产品产能市场推广不及预期将对公司业绩产生不利影响。

3) 原材料价格短期内大幅提升

公司上游原材料主要是有机硅中间体 DMC，公司价格传导灵活性有限，如果短期内 DMC 或其他原材料价格大幅上行，将导致公司产品的盈利能力下降。

4) 新冠疫情防控风险

尽管当前我国新冠疫情冲击逐渐缓和，但疫情防控风险仍然存在，疫情冲击会对公司项目建设、生产、运输等经营活动产生较大影响。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	120	127	123	138	188	营业收入	712	1104	1227	1385	1880
应收账款+票据	356	426	480	542	736	营业成本	539	855	931	1043	1376
预付账款	7	7	11	13	17	税金及附加	3	5	7	7	10
存货	79	91	114	128	169	营业费用	44	59	61	63	65
其他	8	26	22	24	33	管理费用	56	80	89	98	131
流动资产合计	569	676	750	845	1143	财务费用	1	3	3	4	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-1	-2	-3	-4
固定资产	222	265	301	353	407	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	61	179	210	215	157	投资净收益	0	2	1	1	1
无形资产	51	50	45	40	35	其他	-1	6	1	0	-1
其他非流动资产	33	20	19	19	19	营业利润	65	109	135	167	291
非流动资产合计	368	514	575	627	618	营业外净收益	-1	-1	-1	-1	-1
资产总计	937	1190	1325	1472	1760	利润总额	65	108	134	166	290
短期借款	0	31	109	103	57	所得税	10	15	19	23	40
应付账款+票据	214	291	293	328	433	净利润	54	93	115	143	250
其他	113	180	153	171	225	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	327	501	555	602	715	归属于母公司净利润	54	93	115	143	250
长期带息负债	0	1	1	1	1	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2020	2021	2022E	2023E	2024E
其他	12	11	11	11	11	成长能力					
非流动负债合计	12	12	12	12	11	营业收入	12.76%	55.12%	11.15%	12.87%	35.76%
负债合计	339	513	567	613	726	EBIT	11.05%	68.92%	23.31%	25.05%	71.71%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBITDA	13.94%	59.92%	32.48%	24.92%	60.80%
股本	127	127	127	127	127	归母净利润	5.90%	71.71%	23.82%	24.39%	74.26%
资本公积	221	221	221	221	221	获利能力					
留存收益	251	330	411	512	687	毛利率	24.22%	22.50%	24.10%	24.68%	26.80%
股东权益合计	598	678	758	859	1034	净利率	7.61%	8.43%	9.39%	10.35%	13.28%
负债和股东权益总计	937	1190	1325	1472	1760	ROE	9.06%	13.73%	15.19%	16.68%	24.14%
						ROIC	10.84%	17.47%	17.10%	17.02%	26.31%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债	36.16%	43.07%	42.76%	41.65%	41.25%
净利润	54	93	115	143	250	流动比率	1.7	1.4	1.4	1.4	1.6
折旧摊销	17	22	39	48	59	速动比率	1.5	1.1	1.1	1.1	1.3
财务费用	1	3	3	4	3	营运能力					
存货减少	-26	-11	-24	-14	-41	应收账款周转率	3.1	4.7	3.8	3.8	3.8
营运资金变动	-25	20	-102	-27	-89	存货周转率	6.8	9.4	8.1	8.1	8.1
其它	27	6	23	13	41	总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	1.1
经营活动现金流	49	131	54	169	222	每股指标(元)					
资本支出	-39	-133	-100	-100	-50	每股收益	0.4	0.7	0.9	1.1	2.0
长期投资	0	0	0	0	0	每股经营现金流	0.4	1.0	0.4	1.3	1.7
其他	-2	4	0	0	0	每股净资产	4.7	5.3	6.0	6.8	8.2
投资活动现金流	-41	-129	-100	-100	-50	估值比率					
债权融资	-20	31	78	-6	-45	市盈率	100.9	58.7	47.4	38.1	21.9
股权融资	0	0	0	0	0	市净率	9.1	8.1	7.2	6.4	5.3
其他	-21	-29	-37	-47	-77	EV/EBITDA	48.0	25.7	31.8	25.4	15.7
筹资活动现金流	-41	2	41	-53	-123	EV/EBIT	60.5	30.7	40.8	32.6	18.8
现金净增加额	-35	4	-4	16	50						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2022年8月12日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：0510-82833337 电话：021-38991500

传真：0510-82833217 传真：021-38571373

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：010-64285217 电话：0755-82775695

传真：010-64285805