

2025 年 09 月 13 日

锦华新材 (920015.BJ): 硅烷交联剂细分领域 “小巨人”, 一体化布局打造循环绿色体系

——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

● 精细化学品 “小巨人”, 一体化布局打造循环绿色体系

公司主要从事酮肟系列精细化学品的研发、生产和销售, 主要产品包括硅烷交联剂、羟胺盐、甲氧胺盐酸盐、乙醛肟等。公司为国内硅烷交联剂、羟胺盐细分领域的龙头企业。公司高度重视技术创新, 坚持绿色化发展, 在国内首创“肟-肟基硅烷-羟胺盐”绿色循环产业链, 实现酮肟系列产品的循环生产。公司已获得国家专精特新“小巨人”企业。公司主要产品包括硅烷交联剂、羟胺盐、甲氧胺盐酸盐、乙醛肟等, 其中硅烷交联剂产品包括甲基三丁酮肟基硅烷和乙烯基三丁酮肟基硅烷, 羟胺盐包括硫酸羟胺和盐酸羟胺。2024 年营业收入达 12.39 亿元, 归母净利润达 2.11 亿元。

● 精细化工行业快速发展, 中国已成为全球最大的功能性硅烷生产与消费国

公司所处行业为精细化工行业, 根据中国化工情报信息协会, 预计 2027 年中国精细化工行业工业总产值将超过 11 万亿元, 2022 年-2027 年复合增长率超 14%。功能性硅烷可分为硅烷交联剂和硅烷偶联剂, 根据 ACMI/SAGSI 统计, 中国功能性硅烷产量从 2002 年的 1.50 万吨增长至 2023 年的 37.32 万吨, 占同期全球总产量的 71.02%, 预计到 2028 年中国功能性硅烷产量将达到 59.88 万吨, 约占全球总产量的 83.28%, 2023 年-2028 年复合增长率达 9.92%。根据咨询机构 QY Research 数据, 2023 年羟胺盐国内市场规模约 16.06 亿元, 预计 2029 年市场规模达到约 21.60 亿元, 2023 年-2029 年市场规模复合增长率为 5.06%。公司为国内硅烷交联剂细分领域的龙头企业。2022 年、2023 年、2024 年公司硅烷交联剂的国内市场占有率分别为 27.85%、31.60%、38.16%。

● 科研实力打造环保生产体系, 可比公司 PE(2024)均值为 36X

截至 2024 年度, 公司研发人员 33 人, 教授级职称 2 名、高级职称 13 名、博士 2 人、硕士 16 人。截至 2025 年 9 月 5 日, 公司已拥有授权发明专利 48 项, 正在申请发明专利 40 项; 公司通过对生产技术和工艺的持续研发投入和创新, 在国内首创“肟-肟基硅烷-羟胺盐”绿色循环产业链。我们选取化学原料和化学制品制造业行业相关企业做可比公司。2024 年度可比公司平均 PE(TTM)为 36 倍, 两年营收 CAGR 均值为-14%, 两年归母净利润 CAGR 均值为-28%。2024 年度公司两年营收 CAGR 达 12%, 两年归母净利润 CAGR 达 63%。本次募投项目中“60kt/a 高端偶联剂项目”达产后, 公司将新增 3 万吨/年的硅烷偶联剂产能及 3 万吨/年的功能性硅烷中间体产能。“500 吨/年 JH-2 中试项目”, 计划打破德国厂商巴斯夫等外资厂商垄断供应, 公司如成功实施本募投项目, 将填补国内空白, 进一步优化公司产品结构, 提升市场竞争力。

● **风险提示:** 下游行业周期波动及市场需求下降的风险、原材料价格上涨风险、安全生产风险

相关研究报告

《重卡、JG 装备等推动主要产品营收毛利双增, 2025H1 归母净利润 +40.33%—北交所信息更新》-2025.9.11

《北交所产业链全景图: 多线锚定“补链强链”, 新质生产力集群蓄势待发—北交所策略专题报告》-2025.9.9

《打造人形机器人“精密运动智能控制解决方案”, 工控+医疗产品多领域开拓—北交所信息更新》-2025.9.9

目 录

1、 精细化学品“小巨人”，一体化布局打造循环绿色体系	4
1.1、 公司产品主要分为四大类	5
1.2、 2024 年营业收入达 12.39 亿元，归母净利润达 2.11 亿元	6
2、 中国已成为全球最大的功能性硅烷生产与消费国	8
2.1、 硅烷交联剂产业稳定增长，预计全球功能性硅烷产量 2023-2028 年 CAGR 达 6.47%	8
2.2、 羟胺盐产业稳中有进，预计羟胺盐国内市场规模 2023 年-2029 年市场规模 CAGR 达 5.06%	10
2.3、 公司为国内硅烷交联剂细分领域的龙头企业	10
3、 科研实力打造环保生产体系， 可比公司 PE（TTM）均值为 36X	13
3.1、 公司竞争优势	13
3.2、 可比公司情况	18
4、 风险提示	20

图表目录

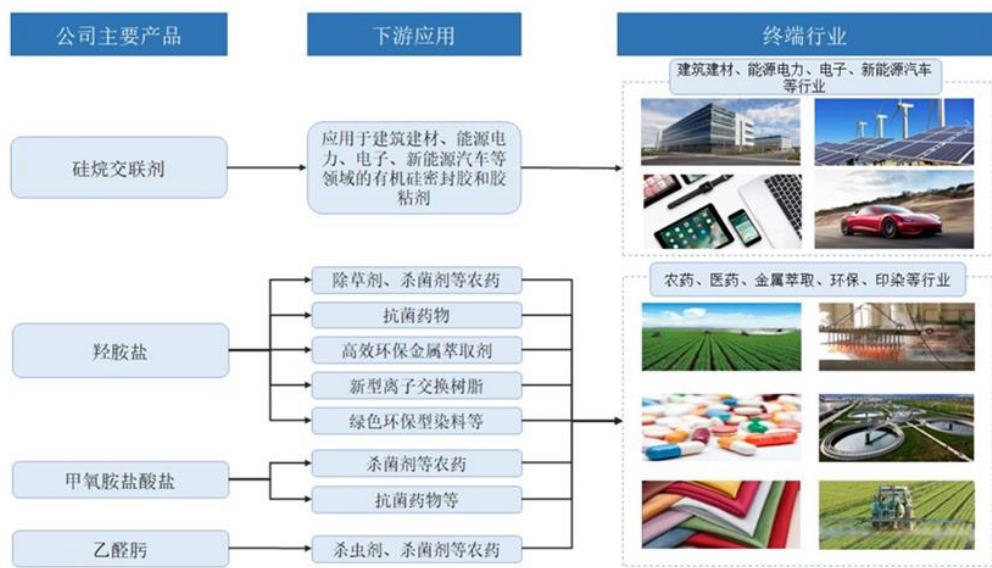
图 1： 公司产品下游主要应用于建筑、新能源汽车、医药、环保、金属萃取等行业	4
图 2： 硅烷交联剂为主要业务收入来源	6
图 3： 2024 年度硅烷交联剂收入占比达 58%	6
图 4： 2024 年度硅烷交联剂毛利率为 22.77%	7
图 5： 2024 年营业收入达 12.39 亿元	7
图 6： 2024 年归母净利润达 2.11 亿元	7
图 7： 2022-2024 年度公司内销产品占据主要营收	8
图 8： 2024 年内销 108,993.83 万元，占总营收的 88%	8
图 9： 预计到 2028 年全球功能性硅烷产量将达到 71.9 万吨	9
图 10： 预计到 2028 年中国功能性硅烷产量将达到 59.88 万吨	10
图 11： 预计 2029 年中国羟胺盐市场规模达到约 21.60 亿元	10
图 12： 硅烷交联剂产量逐年攀升，2024 年产量达 44,422.01 吨	15
图 13： 公司创新生产工艺具有收率高、“三废”少、安全性高、成本低等优点	15
图 14： 2024 年度公司研发人员占总员工数的 14%	17
图 15： 2024 年度 78% 的员工教育程度为大专及以上	17
图 16： 化工企业巨头-巨化集团为公司控股股东	18
图 17： 2024 年公司产品毛利率与可比公司相比属于上游水平	19
图 18： 2024 年度研发费用占比达 4.62%	19
图 19： 2024 年度管理费用达 5,304.76 万元	19
表 1： 公司主要产品分为硅烷交联剂、羟胺盐、甲氧胺盐酸盐以及乙醛肟	5
表 2： 功能性硅烷可分为硅烷交联剂和硅烷偶联剂	8
表 3： 公司为国内硅烷交联剂细分领域的龙头企业	11
表 4： 公司硅烷交联剂的产量高于可对比公司	11
表 5： 2024 年公司羟胺盐国内市场占有率为 42.37%	11
表 6： 公司 2024 年羟胺盐产能为 3.5 万吨/年，大于可比公司	12
表 7： 公司共有四家境外竞争对手	12
表 8： 公司共有五家境内竞争对手	13
表 9： 截至 2025 年 9 月 5 日，公司共取得发明专利 48 项	14

表 10: 2024 年末安全生产费达 879.13 万元.....	16
表 11: 2024 年公司前五大客户销售金额占总营收比 50.13%.....	16
表 12: 公司共有六家可比公司	18
表 13: 2024 年度可比公司 PE（2024）均值为 36X，毛利率均值为 26.57%.....	20

1、精细化学品“小巨人”，一体化布局打造循环绿色体系

公司主要从事酮肟系列精细化学品的研发、生产和销售，主要产品包括硅烷交联剂、羟胺盐、甲氧胺盐酸盐、乙醛肟等。公司为国内硅烷交联剂、羟胺盐细分领域的龙头企业。公司硅烷交联剂产品主要作为关键原料用于生产有机硅密封胶和胶粘剂，终端产品广泛应用于建筑建材、能源电力、电子以及新能源汽车等其他领域，为国家战略性新兴产业中新材料领域的重点产品；公司羟胺盐产品主要用于生产广谱高效低毒农药和抗菌药物、高效环保金属萃取剂、新型离子交换树脂和绿色环保型染料；公司甲氧胺盐酸盐产品主要用于生产广谱高效低毒农药和抗菌药物；公司乙醛肟产品主要用于生产广谱高效低毒农药。

图1：公司产品下游主要应用于建筑、新能源汽车、医药、环保、金属萃取等行业



资料来源：锦华材料招股说明书

公司高度重视技术创新，坚持绿色化发展，在国内首创“肟-肟基硅烷-羟胺盐”绿色循环产业链，实现酮肟系列产品的循环生产，具体的循环生产工艺路径如下：一是通过酮/醛生产酮/醛肟，再由酮/醛肟生产硫酸羟胺和甲氧胺盐酸盐，生产过程中产生的副产品酮，再循环生产酮肟；二是通过酮生产酮肟，再由酮肟生产硅烷交联剂，生产过程中产生的副产品丁酮肟盐酸盐水解后生产盐酸羟胺，以及产生副产品酮再循环生产酮肟。该绿色循环工艺技术开发及产业化项目具有原子经济性高、工艺安全性高以及“三废”少等优点，相关技术已于2021年获得浙江省科技厅颁发的科学技术成果登记证书和浙江省人民政府颁发的浙江省科学技术进步奖二等奖、2022年获得中国石油和化学工业联合会颁发的科技进步奖一等奖、2023年获得浙江省人民政府颁发的浙江省首届知识产权奖专利奖二等奖、2024年获得国家知识产权局颁发的中国专利优秀奖。

截至2025年9月5日，公司已获得国家专精特新“小巨人”企业、国家绿色工厂、国家科改示范企业、国家高新技术企业、中国石油和化工行业知识产权示范企业、中国氟硅行业创新型企业、浙江省智能工厂、浙江省制造业“云上企业”、浙江省隐形冠军、浙江省科技小巨人企业、浙江省知识产权示范企业、浙江省级绿色低碳工厂、浙江省节水标杆企业、浙江省管理对标提升标杆企业等荣誉称号；公司已参与制定《GB/T 33074-2016 工业用甲基三丁酮肟基硅烷》、《HG/T 5093-2016 硅烷交联剂》等多项国家/行业标准；公司建有浙江省酮肟硅新材料重点企业研究院、酮肟

硅新材料浙江省工程研究中心、浙江省企业技术中心和浙江省博士后工作站。

1.1、公司产品主要分为四大类

公司主要产品包括硅烷交联剂、羟胺盐、甲氧胺盐酸盐、乙醛肟等，其中硅烷交联剂产品包括甲基三丁酮肟基硅烷和乙烯基三丁酮肟基硅烷，羟胺盐包括硫酸羟胺和盐酸羟胺。

表1：公司主要产品分为硅烷交联剂、羟胺盐、甲氧胺盐酸盐以及乙醛肟

产品类别	产品名称	产品图片	性质	主要用途
硅烷交联剂	甲基三丁酮肟基硅烷		分子式为 $C_{13}H_{27}N_3O_3Si$ ，是一种无色液体。	主要作为关键原料用于生产有机硅密封胶和胶粘剂，终端产品广泛应用于建筑建材、能源电力、电子以及新能源汽车等其他领域。
	乙烯基三丁酮肟基硅烷		分子式为 $C_{14}H_{27}N_3O_3Si$ ，是一种无色液体。	
羟胺盐	硫酸羟胺		分子式为 $(NH_2OH)_2 \cdot H_2SO_4$ ，外观为白色晶体，易溶于水，微溶于乙醇，在常温常压下稳定。	主要作为关键原料用于生产广谱高效低毒农药和抗菌药物、高效环保金属萃取剂、新型离子交换树脂和绿色环保型染料，代表性终端产品包括常见的除草剂广灭灵、常见的杀菌剂肟菌酯和常见的抗菌药物头孢克肟、阿奇霉素、罗红霉素以及抗癌药羟基脲等。
	盐酸羟胺		分子式为 $NH_2OH \cdot HCl$ ，外观为白色晶体，易溶于水，微溶于乙醇，在常温常压下稳定。	

甲氧胺盐酸盐



分子式为
 $\text{CH}_3\text{NO} \cdot \text{HCl}$ ，外观为
白色或黄色晶体。

主要作为关键原料用于生
产农药杀菌剂、抗菌药物，
代表性终端产品包括全球
用量前五的农药杀菌剂脒
菌酯、常见抗菌药物头孢唑
辛等。

乙醛肟



分子式为 $\text{C}_2\text{H}_5\text{NO}$ ，外
观为无色透明液体，易
溶于水、乙醇和乙醚。

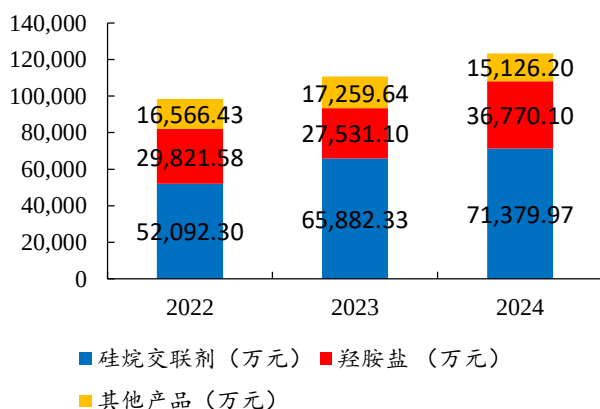
主要作为关键原料用于农
药杀虫剂、杀菌剂，代表性
终端产品包括常见的杀虫
剂硫双威、常见的杀菌剂叶
菌唑等。

资料来源：锦华材料招股说明书、开源证券研究所

1.2、2024 年营业收入达 12.39 亿元，归母净利润达 2.11 亿元

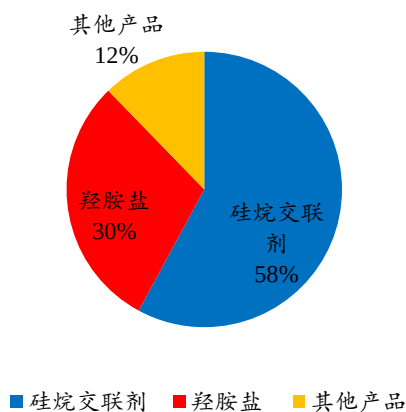
主营业务收入主要来源于硅烷交联剂，占比由 2022 年度的 52.9%增长至 2024 年度的 57.9%。2024 年度硅烷交联剂收入达 7.14 亿元。

图2：硅烷交联剂为主要业务收入来源



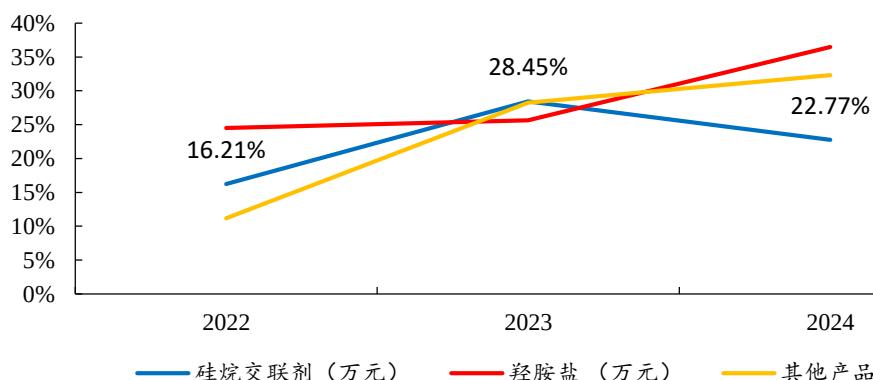
数据来源：锦华材料招股说明书、开源证券研究所

图3：2024 年度硅烷交联剂收入占比达 58%



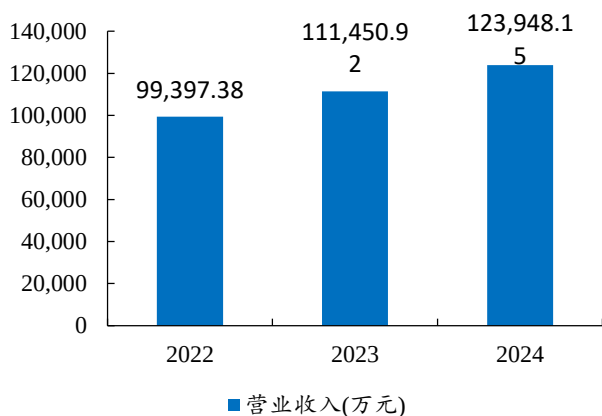
数据来源：锦华材料招股说明书、开源证券研究所

主要产品毛利率处于波动趋势，其中收入来源最多的硅烷交联剂 2022 年度至 2024 年度分别为 16.21%、28.45%以及 22.77%，呈现出先上升后下降的趋势。

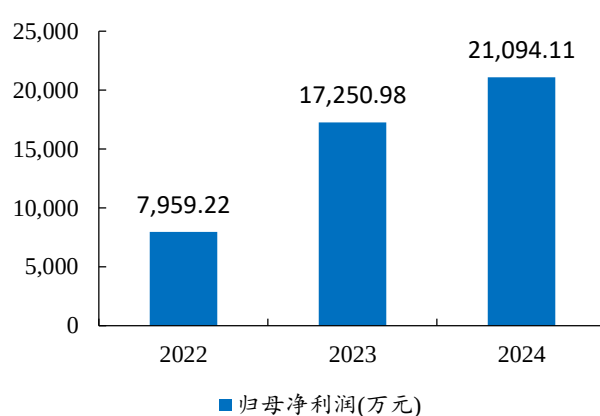
图4：2024 年度硅烷交联剂毛利率为 22.77%


数据来源：锦华材料招股说明书、开源证券研究所

2022-2024 年度，公司营业收入分别为 9.94 亿元、11.15 亿元、12.39 亿元，公司业务规模呈增长趋势。公司主营业务收入占营业收入的比例分别为 99.08%、99.30%、99.46%，主营业务突出。公司其他业务收入分别为 657.66 万元、917.07 万元、777.84 万元、671.89 万元，主要为出售副产品、废旧物品等取得的收入，对公司经营成果影响较小。

图5：2024 年营业收入达 12.39 亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2024 年归母净利润达 2.11 亿元


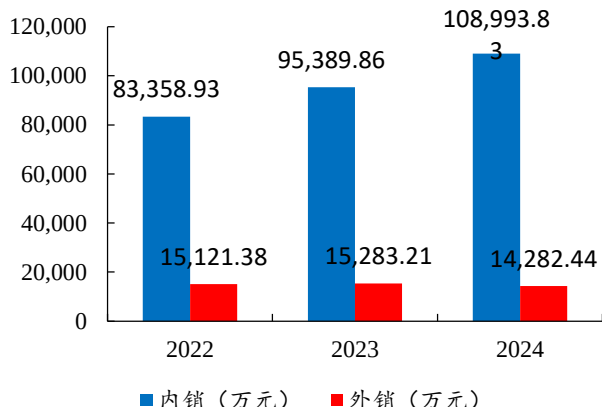
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司以内销为主，主要销往华东、华南、华中等地区。2022-2024 年度，公司内销收入分别为 83,358.93 万元、95,389.86 万元、108,993.83 万元，占同期主营业务收入比例分别为 84.65%、86.19%、88.41%。

公司外销客户主要位于欧洲、亚洲、美洲、非洲等地区。2022-2024 年度，公司外销收入分别为 15,121.38 万元、15,283.21 万元、14,282.44 万元，占同期主营业务收入比例分别为 15.35%、13.81%、11.59%。2023 年公司外销收入较 2022 年变动较小。2024 年公司外销收入较 2023 年减少 1,000.77 万元，下降 6.55%，主要原因为：①2024 年公司羟胺盐产品外销数量较 2023 年下降，导致羟胺盐外销收入减少；②由于甲氧胺盐酸盐销售模式改变（2023 年以 DAP 模式为主改为 2024 年全部为 FOB 模式）导致运费成本下降、以及相关原材料和能源成本下降，公司下调甲氧胺盐酸盐

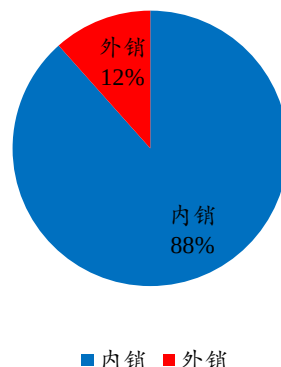
单价，导致该产品外销收入减少。

图7：2022-2024 年度公司内销产品占据主要营收



数据来源：锦华材料招股说明书、开源证券研究所

图8：2024 年内销 108,993.83 万元，占总营收的 88%



数据来源：锦华材料招股说明书、开源证券研究所

2、中国已成为全球最大的功能性硅烷生产与消费国

公司所处行业为精细化工行业，精细化工是在基础化学品上进行深加工并制取具有特定功能、特定用途化工产品的工业体系。精细化工产品也称为“精细化学品”，其产品种类多、附加值高、用途广、产业关联度大，直接服务于国民经济的诸多行业和高技术产业的各个领域，是当今化学工业中最具活力的新兴领域之一。

在我国，精细化工作为化学工业发展的战略重点之一，已被列入《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》等多项国家发展计划中。在国家政策和资金的支持及市场需求的引导下，我国精细化工行业呈现快速发展趋势。根据国家统计局数据，我国精细化工行业工业总产值由 2008 年的 1.27 万亿元增长至 2022 年的 5.7 万亿元，年均复合增长率达 11.32%；根据中国化工情报信息协会，预计 2027 年中国精细化工行业工业总产值将超过 11 万亿元，2022 年-2027 年复合增长率超 14%。

2.1、硅烷交联剂产业稳定增长，预计全球功能性硅烷产量 2023-2028 年 CAGR 达 6.47%

硅烷交联剂属于精细化学品中的功能性硅烷，主要用于生产室温硅橡胶，属于有机硅密封胶和胶粘剂的第一大类产品。室温硅橡胶广泛应用于建筑建材、能源电力、电子以及新能源汽车等其他领域。硅烷交联剂产业的发展与下游行业发展密切相关。

功能性硅烷可以作为无机材料和有机材料的界面桥梁或直接参与有机聚合材料的交联反应，从而大幅提高材料性能，主要应用于橡胶加工、复合材料、密封胶和胶粘剂、塑料加工、涂料及表面处理等领域。按照用途，功能性硅烷可分为硅烷交联剂和硅烷偶联剂

表2：功能性硅烷可分为硅烷交联剂和硅烷偶联剂

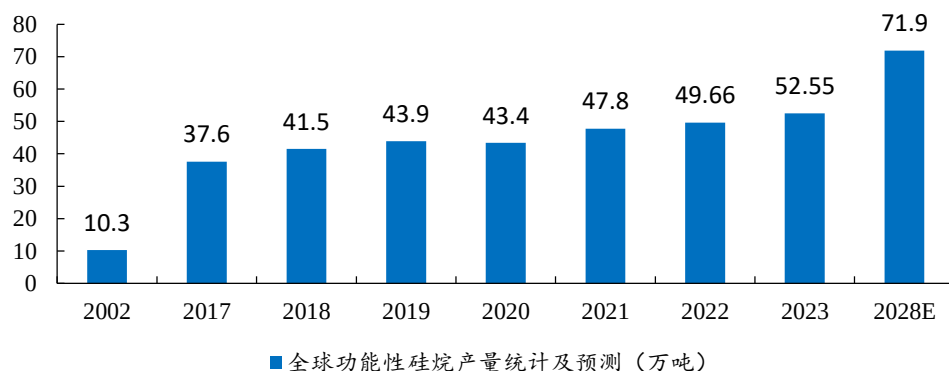
项目	硅烷交联剂	硅烷偶联剂
作用原理	促进聚合物分子链间共价键或离子键的形成，从而使聚合物相互连在一起，形成网状结构，起到提高材料强度和弹性的作用	使两种性质差别很大的材料，以化学键而“偶联”起来，获得良好的粘结

项目	硅烷交联剂	硅烷偶联剂
主要原料	一甲基三氯硅烷、乙烯基三氯硅烷等	三氯氢硅、 γ 1、 γ 2、三甲氧基硅烷等
品类	脱酮肟型、脱酸型、脱醇型	含硫硅烷、氨基硅烷、环氧基硅烷、乙烯基硅烷、甲基丙烯酰氧基硅烷等
主要应用领域	有机硅密封胶和胶粘剂	橡胶加工、复合材料、塑料加工、涂料及表面处理等领域

资料来源：锦华材料招股说明书、开源证券研究所

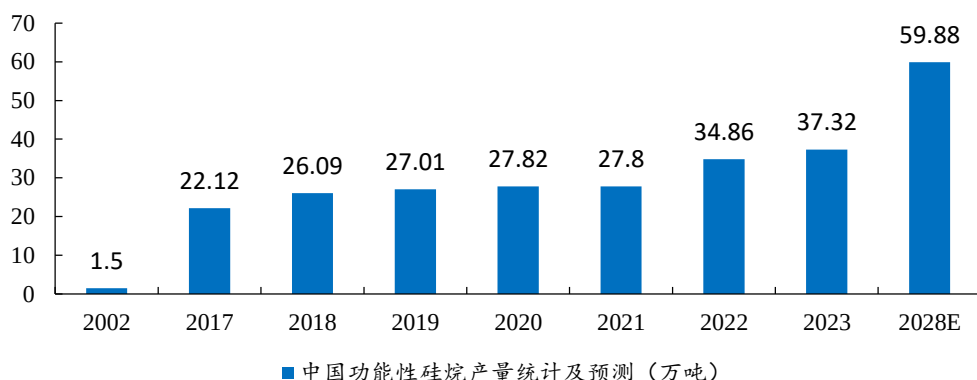
根据 ACMI/SAGSI 统计，全球功能性硅烷产量从 2002 年的 10.30 万吨增长至 2023 年的 52.55 万吨，2002 年-2023 年复合增长率为 8.07%；预计到 2028 年全球功能性硅烷产量将达到 71.9 万吨，2023 年-2028 年复合增长率为 6.47%。

图9：预计到 2028 年全球功能性硅烷产量将达到 71.9 万吨



数据来源：ACMI/SAGSI、锦华材料招股说明书、开源证券研究所

目前中国已成为全球最大的功能性硅烷生产与消费国，是全球功能性硅烷产能和产量的主要增长区域。根据 ACMI/SAGSI 统计，中国功能性硅烷产量从 2002 年的 1.50 万吨增长至 2023 年的 37.32 万吨，占同期全球总产量的 71.02%；预计到 2028 年中国功能性硅烷产量将达到 59.88 万吨，约占全球总产量的 83.28%，2023 年-2028 年复合增长率达 9.92%。

图10：预计到2028年中国功能性硅烷产量将达到59.88万吨


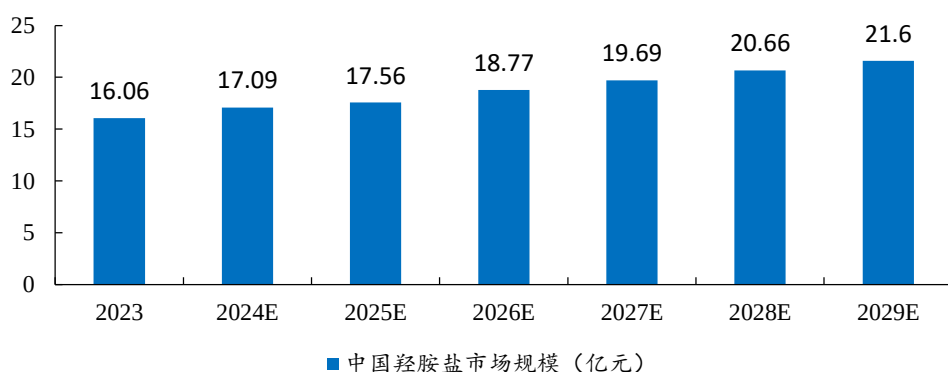
数据来源：ACMI/SAGSI、锦华材料招股说明书、开源证券研究所

2.2、羟胺盐产业稳中有进，预计羟胺盐国内市场规模2023年-2029年市场规模CAGR达5.06%

羟胺盐主要作为关键原料用于生产广谱高效低毒农药和抗菌药物、高效环保金属萃取剂、新型离子交换树脂和绿色环保型染料等。羟胺盐的衍生产品羟胺水溶液可作为清洗剂应用于芯片制造的刻蚀后清洗环节以及作为莱赛尔纤维生产过程中的稳定剂。

根据贝哲斯咨询，全球羟胺盐市场规模将由2023年的27.14亿元增长至2028年的31.79亿元，年均复合增长率为3.21%。

根据咨询机构QY Research数据，2023年羟胺盐国内市场规模约16.06亿元，预计2029年市场规模达到约21.60亿元，2023年-2029年市场规模复合增长率为5.06%。

图11：预计2029年中国羟胺盐市场规模达到约21.60亿元


数据来源：QY Research、锦华材料招股说明书、开源证券研究所

2.3、公司为国内硅烷交联剂细分领域的龙头企业

➤ 硅烷交联剂产品竞争格局及公司市场地位

境外硅烷交联剂生产企业主要为瓦克、信越化学等，产品从有机硅单体到硅油、

硅橡胶、硅树脂均有布局，硅烷交联剂在其主营业务收入中占比相对较小。瓦克、信越化学等近年来随着国内竞争对手锦华新材、新蓝天和艾科维的快速发展，其国内市场占有率已大幅下降，仅保留特种、专用领域少量相关产品。

我国硅烷交联剂主要生产企业为锦华新材、新蓝天和艾科维，市场集中度较高。公司为国内硅烷交联剂细分领域的龙头企业。根据 ACMI/SAGSI 统计数据并结合公司硅烷交联剂销量计算，2022 年、2023 年、2024 年公司硅烷交联剂的国内市场占有率分别为 27.85%、31.60%、38.16%。

表3：公司为国内硅烷交联剂细分领域的龙头企业

项目	2022 年	2023 年	2024 年
全国硅烷交联剂需求量（万吨）	9.48	10.57	11.61
公司硅烷交联剂销量（万吨）	2.64	3.34	4.43
市场占有率	27.85%	31.60%	38.16%

数据来源：ACMI/SAGSI、锦华材料招股说明书、开源证券研究所

根据中国氟硅有机材料工业协会统计数据，2021 年、2022 年公司甲基三丁酮肟基硅烷、乙烯基三丁酮肟基硅烷的国内市场占有率均排名第一。截至 2024 年末，公司硅烷交联剂产能大于上述国内主要竞争对手。

表4：公司硅烷交联剂的产量高于可对比公司

企业名称	2024 年硅烷交联剂产能	2024 年实际产销规模
锦华新材	5.83 万吨/年	硅烷交联剂的产量 4.44 万吨，销量为 4.43 万吨
新蓝天	2.8 万吨/年	未披露
艾科维	1.65 万吨/年	硅烷交联剂产量为 1.27 万吨，销量未披露

数据来源：锦华材料招股说明书、开源证券研究所

➤ 羟胺盐产品竞争格局及公司市场地位

境外羟胺盐主要生产企业为巴斯夫、日本宇部等，以生产硫酸羟胺为主，产品主要销往印度。

我国羟胺盐产业具有生产规模和生产成本优势，为全球羟胺盐的主要生产国和出口国，主要生产企业为锦华新材、艾科维、山东金安化工、圣安化工(835841.NQ)、宝源股份(837965.NQ)等，市场集中度较高。公司为国内羟胺盐细分领域的龙头企业。根据 QY Research 并结合公司羟胺盐销量测算，2022 年、2023 年、2024 年公司羟胺盐国内市场占有率分别为 34.86%、33.21%和 42.37%，

表5：2024 年公司羟胺盐国内市场占有率为 42.37%

项目	2022 年	2023 年	2024 年
全国羟胺盐销量(万吨)	8.06	8.25	8.78
公司羟胺盐销量(万吨)	2.81	2.74	3.72
市场占有率	34.86%	33.21%	42.37%

数据来源：QY Research、锦华材料招股说明书、开源证券研究所

截至 2024 年末，公司羟胺盐产能大于上述国内主要竞争对手。

表6：公司 2024 年羟胺盐产能为 3.5 万吨/年，大于可比公司

企业名称	2024 年羟胺盐产能	2024 年实际产销规模
锦华新材	3.5 万吨/年	羟胺盐产量 3.75 万吨，销量 3.72 万吨
山东金安化工	3.0 万吨/年	未披露
艾科维	2.2 万吨/年	羟胺盐产量 2.14 万吨，销量未披露
宝源股份 (837965.NQ)	1 万吨/年	2022 年盐酸羟胺收入 557.32 万元，产量、销量未披露
圣安化工 (835841.NQ)	0.8 万吨/年	盐酸羟胺及其副产品收入 1.10 亿元，产量、销量未披露

数据来源：锦华材料招股说明书、开源证券研究所（注：宝源股份数据截至 2022 年）

公司在国际上共有四家竞争对手，其中主要为德国和日本公司。

表7：公司共有四家境外竞争对手

序号	公司名称	公司简介
1	瓦克化学 (Wacker)	瓦克化学成立于 1914 年，总部设于德国，在全球拥有 27 个生产基地和 48 家销售办事处，是一家全球性化学公司，主要业务包括有机硅、聚合物、生物科技、多晶硅等，主要产品包括有机硅密封胶、硅油及乳液、硅树脂、硅烷、气相二氧化硅等。
2	信越化学	信越化学成立于 1926 年，为日本最大的化学公司，已在美国、日本、荷兰、韩国、新加坡、中国等国家和地区建立了全球范围的聚氯乙烯、有机硅、纤维素衍生物等原材料的生产和销售网络，拥有 PVC 化成品、有机硅、功能性化学品、半导体硅、电子功能材料等众多业务。信越化学在聚氯乙烯，半导体硅和光掩模基板方面拥有全球最大的市场份额。
3	巴斯夫 (BASF)	巴斯夫成立于 1865 年，总部位于德国，是全世界最大的化学品公司之一，在全球拥有 240 个生产基地，在 90 多个国家或地区设有分支机构。巴斯夫在大中华区拥有 27 个主要全资子公司，11 个主要合资公司，以及 25 个销售办事处。巴斯夫在大中华区的业务包括石油化学品、中间体、特性材料、单体、分散体和树脂、特性化学品、催化剂、涂料、护理化学品、营养与健康 and 农业解决方案。
4	日本宇部	日本宇部兴产株式会社成立于 1897 年，总部位于日本东京，为日本的大型综合化学企业之一，核心业务包括化学品、塑料、特种化学品及制品、水泥、医药、机械、金属制品、能源和环境等。

资料来源：锦华材料招股说明书、开源证券研究所

公司共有五家境内竞争对手，其中湖北新蓝天新材料股份有限公司是国内主要的硅烷交联剂生产企业之一。江苏艾科维科技股份有限公司主要产品包括硅烷交联剂、羟胺盐和基础脲化合物。山东金安化工有限公司现有过氧化氢产能 15 万吨/年、盐酸羟胺产能 2 万吨/年、硫酸羟胺产能 1 万吨/年、丁酮脲产能 3,000 吨/年。浙江圣安化工股份有限公司为浙江省专精特新中小企业，主营业务为丁酮脲及盐酸羟胺的研发、生产和销售。山东宝源化工股份有限公司主营业务为盐酸羟胺、硝基甲烷、

甲酸钙的生产及销售。

表8：公司共有五家境内竞争对手

序号	公司名称	公司简介
1	湖北新蓝天新材料股份有限公司	新蓝天成立于 1999 年 7 月，注册资本 10,000 万元，是一家集功能性硅烷产品研发、生产、销售与进出口贸易相结合的国家高新技术企业，生产各类硅烷交联剂、偶联剂及其他硅烷、硅烷衍生物。新蓝天建有万吨级甲基三丁酮肟基硅烷生产线，是国内主要的硅烷交联剂生产企业之一。
2	江苏艾科维科技股份有限公司	艾科维（874603.NQ）成立于 2013 年 7 月，注册资本 8,000 万元，是一家专业从事肟系列精细化工产品研发、生产和销售的企业。目前主要产品包括硅烷交联剂（甲基三丁酮肟基硅烷、乙烯基三丁酮肟基硅烷）、羟胺盐（硫酸羟胺、盐酸羟胺）和基础肟化合物（乙醛肟、丙酮肟）。根据艾科维 2024 年年度报告，艾科维 2024 年度营业收入为 74,870.17 万元，其中硅烷交联剂和羟胺盐的营业收入分别为 21,648.42 万元和 22,498.54 万元。
3	山东金安化工有限公司	山东金安化工成立于 2001 年 5 月，注册资本 800 万元，根据其官网介绍，现有过氧化氢产能 15 万吨/年、盐酸羟胺产能 2 万吨/年、硫酸羟胺产能 1 万吨/年、丁酮肟产能 3,000 吨/年。
4	浙江圣安化工股份有限公司	圣安化工（835841.NQ）成立于 2005 年 4 月，注册资本 6,160 万元，为浙江省专精特新中小企业，主营业务为丁酮肟及盐酸羟胺的研发、生产和销售。根据圣安化工 2024 年年度报告，圣安化工 2024 年度营业收入为 27,195.19 万元，其中盐酸羟胺及其副产品的营业收入为 10,981.72 万元。
5	山东宝源化工股份有限公司	宝源股份（837965.NQ）成立于 1998 年 6 月，注册资本 2,100 万元，主营业务为盐酸羟胺、硝基甲烷、甲酸钙的生产及销售。宝源股份为参与起草行业标准《HG T3736-2013 工业盐酸羟胺》的企业之一。根据宝源股份 2022 年年度报告，宝源股份 2022 年度营业收入为 2,120.31 万元，其中盐酸羟胺的营业收入为 557.32 万元。

资料来源：锦华材料招股说明书、开源证券研究所

3、科研实力打造环保生产体系，可比公司 PE（TTM）均值为 36X

3.1、公司竞争优势

➤ 技术研发优势

公司自设立以来，深耕肟系列精细化学品的开发及生产工艺创新，建有浙江省肟硅新材料重点企业研究院、肟硅新材料浙江省工程研究中心、浙江省企业技术中心、浙江省博士后工作站等多个研发创新平台。经过多年发展，公司拥有一支由教授级高级工程师、博士领衔的研发团队；截至 2024 年度，公司研发人员 33 人，教授级职称 2 名、高级职称 13 名、博士 2 人、硕士 16 人。

截至 2025 年 9 月 5 日，公司已拥有授权发明专利 48 项，正在申请发明专利 40 项；参与制定《GB/T 33074-2016 工业用甲基三丁酮肟基硅烷》、《HG/T 5093-2016 硅烷交联剂》等多项国家/行业标准；公司已获得国家科改示范企业、中国石油和化

工行业知识产权示范企业、中国氟硅行业创新型企业、浙江省知识产权示范企业荣誉称号。

公司通过自主研发，已具备联产循环工艺、过程强化技术、纯化分离技术、高效催化技术等核心技术。

公司通过对生产技术和工艺的持续研发投入和创新，在国内首创“肟-肟基硅烷-羟胺盐”绿色循环产业链，实现肟肟系列产品的循环生产。该绿色循环工艺技术开发及产业化项目具有原子经济性高、工艺安全性高以及“三废”少等优点，相关技术已于2021年获得浙江省科技厅颁发的科学技术成果登记证书和浙江省人民政府颁发的浙江省科学技术进步奖二等奖、2022年获得中国石油和化学工业联合会颁发的科技进步奖一等奖、2023年获得浙江省人民政府颁发的浙江省首届知识产权奖专利奖二等奖、2024年获得国家知识产权局颁发的中国专利优秀奖。

此外，公司在现有主要产品硅烷交联剂、羟胺盐的生产工艺基础上成功开发了新产品硅烷偶联剂、羟胺水溶液，并拥有相关新产品的技术储备，实现产业链的“强链、补链、延链”。

截至2025年9月5日，公司已取得4项硅烷偶联剂相关授权发明专利和5项羟胺水溶液相关授权发明专利，正在申请8项硅烷偶联剂相关发明专利和7项羟胺水溶液相关发明专利。

表9：截至2025年9月5日，公司共取得发明专利48项

企业简称	发明专利数量	取得的主要荣誉
锦华新材	48项	获得国家专精特新“小巨人”企业、国家绿色工厂、国家科改示范企业、国家高新技术企业、中国石油和化工行业知识产权示范企业、中国氟硅行业创新型企业、浙江省智能工厂、浙江省制造业“云上企业”、浙江省隐形冠军、浙江省科技小巨人企业、浙江省知识产权示范企业、浙江省级绿色低碳工厂、浙江省节水标杆企业、浙江省管理对标提升标杆企业等荣誉称号； <u>荣获中国石油和化学工业联合会科技进步奖一等奖、浙江省科学技术进步奖二等奖、浙江省首届知识产权奖专利奖二等奖、中国专利优秀奖等奖项；</u> 获得科学技术成果登记证书、浙江制造认证证书等。
新蓝天	35项	国家专精特新“小巨人”企业、国家知识产权优势企业、国家高新技术企业、湖北省制造业单项冠军企业、湖北省企业技术中心。
艾科维	10项	国家专精特新“小巨人”企业、国家高新技术企业、江苏省专精特新中小企业、江苏省示范智能车间、江苏省级企业技术中心、淮安市科学技术进步三等奖等。

资料来源：锦华材料招股说明书、开源证券研究所

➤ 生产制造优势

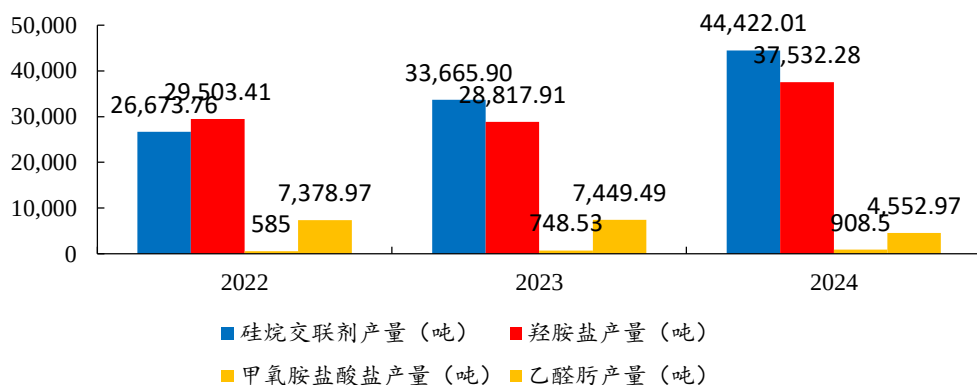
公司已建立现代化精益生产管理体系，实现制造模式数字化转型，并高度重视建设和完善安全生产管理体系、产品质量管理体系。

精益生产管理及数字化转型优势：公司持续增加自动化、信息化以及数字化投入，推动销售、研发、采购、生产、仓储、交付等全要素的数据驱动，推动制造模式的数字化转型升级，持续升级改造生产装置及生产工艺迭代，并采用先进的集散

控制系统（DCS）、先进过程控制系统（APC）、生产制造执行系统等生产装置自动化控制系统和企业经营管理等系统，实现精益生产管理以及制造模式的数字化转型升级，减少人工操作，降低设备维修频率，降低生产产品的单位物料损耗和能耗以及生产装置的维护成本，提升生产效率、产品质量和交付能力。

截至 2025 年 9 月 5 日，公司已通过 ISO14001:2015 环境管理体系认证、霍尼韦尔精益生产管理体系银牌认证等，并获得国家绿色工厂、浙江省智能工厂、浙江省制造业“云上企业”、浙江省绿色低碳工厂、浙江省管理对标提升标杆企业等荣誉。

图12：硅烷交联剂产量逐年攀升，2024 年产量达 44,422.01 吨

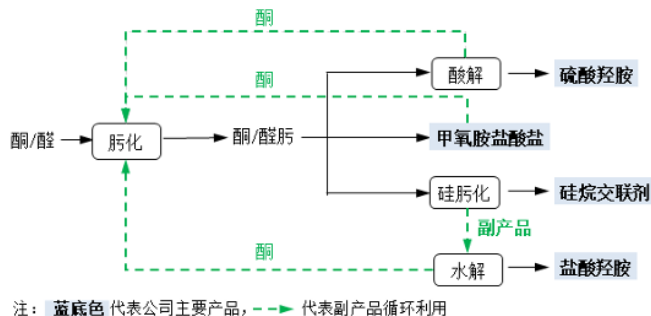


数据来源：Wind、开源证券研究所

绿色环保循环优势：公司通过对生产技术和工艺的持续研发投入和创新，在国内首创“肟-肟基硅烷-羧胺盐”绿色循环产业链，实现酮肟系列产品的循环生产，在联产循环、过程强化、纯化分离、高效催化等方面取得了重大技术突破并实现了产业化。公司绿色循环工艺技术开发及产业化项目具有原子经济性高、工艺安全性高以及“三废”少等优点，与同行业竞争对手相比，在提升产品质量、生产效率，产业链一体化，降本增效，以及推动绿色循环、节能减排等方面取得较为显著的成效。此外，公司重视环保设施的投入以及生产装置的环保升级改造，持续提升“三废”综合处理能力。

截至 2025 年 9 月 5 日，公司已通过 ISO14001:2015 环境管理体系认证，并获得国家绿色工厂、浙江省绿色低碳工厂、浙江省节水标杆企业等荣誉。

图13: 公司创新生产工艺具有收率高、“三废”少、安全性高、成本低等优点



资料来源：锦华材料招股说明书

安全生产体系完善：公司已建立完善的安全生产管理体系，拥有完善的安全设

施，并建立全员安全生产责任制。公司为浙江省应急管理厅认定的安全生产标准化二级企业，对标世界一流的杜邦安全管理模式和霍尼韦尔精益生产管理体系，建立了由安全文化、工艺安全、设备安全 3 个模块以及 22 个要素组成的过程管控安全管理体系，形成了持续改善的安全生产文化；公司在生产、存储、销售过程中严格执行安全生产规章制度，并定期组织安全检查，确保生产设备和安全设施的正常运行。

表10：2024 年末安全生产费达 879.13 万元

项目	2023 年 12 月 31 日	本期增加	本期减少	2024 年 12 月 31 日
安全生产费（万元）	633.87	765.4	520.14	879.13
合计（万元）	633.87	765.4	520.14	879.13

数据来源：锦华材料招股说明书、开源证券研究所

质量管理体系完善：公司已建立完善的质量管理体系，对产品质量实行全过程的严格控制，从供应商、原材料到产成品，实现质量检测全流程覆盖，以确保产品质量的稳定性。

截至 2025 年 9 月 5 日，公司已通过 ISO9001:2005 质量管理体系认证、欧盟 REACH 注册、浙江制造认证，荣获衢州市人民政府质量奖；同时公司已进入拜耳、富美实等世界五百强企业的供应链体系，产品质量获较多优质终端客户认可。

➤ 拥有优质的终端客户

凭借优良的产品质量、技术工艺优势以及较强的生产交付能力，2022-2024 年度，公司已与拜耳(Bayer)、布伦泰格(Brenntag)等大型跨国企业及万华化学(600309.SH)、新安股份(600596.SH)、先达股份(603086.SH)、联化科技(002250.SZ)、湖南海利(600731.SH)等上市公司建立稳定的合作关系；此外，硅宝科技(300019.SZ)、富乐(FUL.N)、集泰股份(002909.SZ)、回天新材(300041.SZ)、东方雨虹(002271.SZ)、蓝晓科技(300487.SZ)、赛恩斯(688480.SH)、康普化学(834033.BJ)等国内外上市公司均为公司主要贸易商的终端客户。

表11：2024 年公司前五大客户销售金额占总营收比 50.13%

序号	客户名称	是否关联方	销售内容	金额（万元）	占营业收入比例
1	衢州硅宝同一控制下企业	是	硅烷交联剂	24,339.07	19.64%
2	绍兴凡正化工有限公司	否	硅烷交联剂、 羟胺盐、乙醛肟	11,180.39	9.02%
3	Brenntag Schweizerhall AG	否	甲氧胺盐酸盐	9,353.87	7.55%
4	杭州赛力同一控制下企业	否	硅烷交联剂、 乙醛肟	8,954.94	7.22%
5	山东九辰新材料有限公司	否	羟胺盐	8,308.13	6.70%
	合计	-	-	62,136.40	50.13%

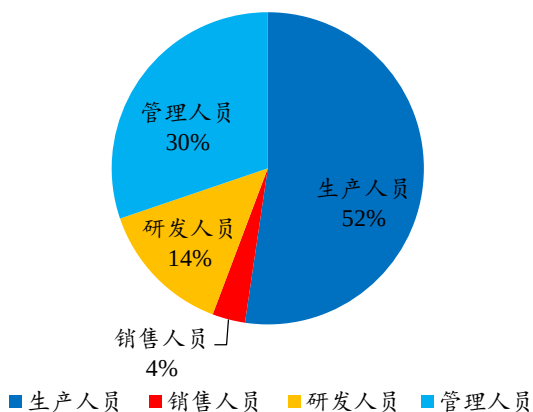
资料来源：锦华材料招股说明书、开源证券研究所

人才团队优势

公司核心管理团队成員均长期从事酮肟系列精细化学品的研发、生产和销售，管理经验丰富，凝聚力强且较为稳定。公司核心管理团队对行业发展的理解较为深刻，能够基于公司实际情况、行业技术创新趋势和国家产业政策导向制定推动公司持续发展的战略规划，确保公司在未来的市场竞争中保持竞争优势。此外，公司核心管理团队成員均持有公司股份，对公司忠诚度高，有利于公司的长远发展。

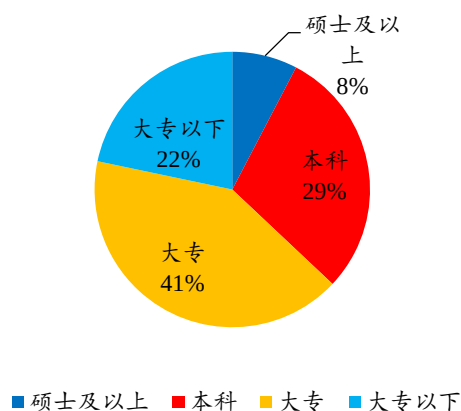
公司已建有浙江省酮肟硅新材料重点企业研究院、酮肟硅新材料浙江省工程研究中心、浙江省企业技术中心、浙江省博士后工作站等多个研发创新平台，并拥有一支由教授级高级工程师、博士领衔的研发团队；截至 2024 年度，公司研发人员 33 人，教授级职称 2 名、高级职称 13 名、博士 2 人、硕士 16 人。

图14：2024 年度公司研发人员占总员工数的 14%



数据来源：锦华材料招股说明书、开源证券研究所

图15：2024 年度 78%的员工教育程度为大专及以上

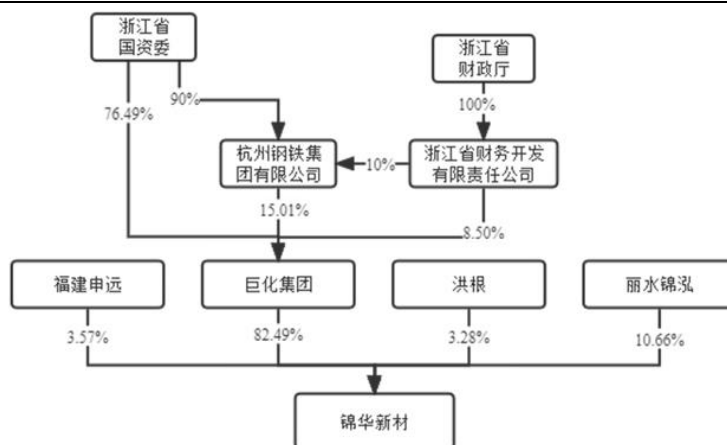


数据来源：锦华材料招股说明书、开源证券研究所

供应链配套优势

公司注册地位于浙江衢州高新技术产业园区，该园区拥有氟硅新材料、锂电新材料、电子化学材料等 7 大产业集群，被评为国家循环化改造示范试点园区、国家新型工业化产业示范基地、浙江省战略性新兴产业氟硅新材料示范基地。

公司控股股东巨化集团是衢州高新产业园内规模最大的化工企业，其所在的巨化工业园为全国最大的氟化工先进制造业基地和浙江省最大的化工基地，入选“中国化工园区 30 强”。公司实际生产经营场所在巨化工业园内，园区内的工业用水、电、蒸汽、“三废”处理设施等公用工程配套齐全，服务完善；此外，液氨、氢气等危险化学品可通过园区内管道设施进行安全、稳定的运输和供应，可降低危险化学品装卸、运输及储存等安全风险，并节约运输成本。因此，公司所在的巨化工业园具有化工产业的供应链配套优势。

图16：化工企业巨头-巨化集团为公司控股股东


资料来源：锦华材料招股说明书（注：数据截至 2025 年 9 月 5 日）

3.2、可比公司情况

我们选取了江瀚新材(603281.SH)、晨光新材(605399.SH)、新亚强(603155.SH)等 3 家与硅烷交联剂相关的上市公司,联化科技(002250.SZ)、雅本化学(300261.SZ)等 2 家与羟胺盐相关的上市公司,以及主要产品为硅烷交联剂、羟胺盐等的新三板挂牌公司艾科维(874603.NQ)。

表12：公司共有六家可比公司

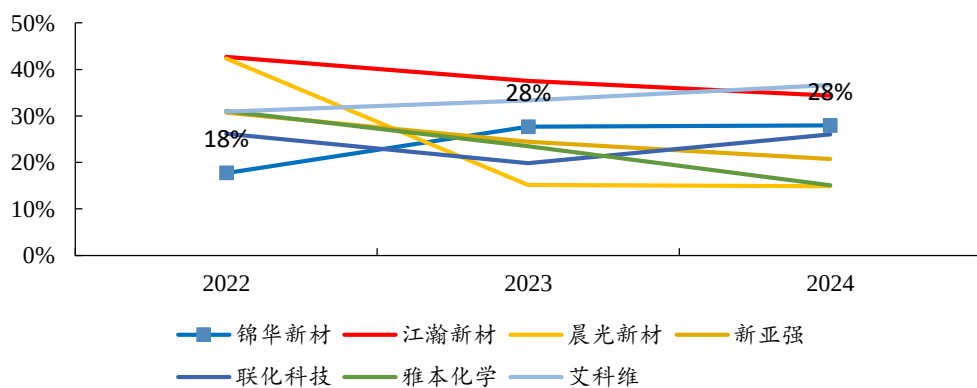
企业简称	主营业务	主要产品及其应用领域
锦华新材	主营业务为酮肟系列精细化学品的研发、生产和销售,主要产品包括硅烷交联剂、羟胺盐、甲氧胺盐酸盐、乙醛肟等。	硅烷交联剂产品主要作为关键原料用于生产有机硅密封胶和胶粘剂,终端产品广泛应用于建筑建材、能源电力、电子以及新能源汽车等其他领域;羟胺盐产品主要用于生产广谱高效低毒农药、新型高效抗菌药物、高效环保金属萃取剂、新型离子交换树脂和绿色环保型染料;甲氧胺盐酸盐产品主要用于生产广谱高效低毒农药和新型高效抗菌药物;乙醛肟产品主要用于生产广谱高效低毒农药。
江瀚新材	主营业务为功能性有机硅烷及其他硅基新材料的研发,生产和销售。	主要产品为功能性硅烷,包括硅烷偶联剂和硅烷交联剂等,产品应用于复合材料、橡胶加工、塑料、粘合剂、涂料及表面处理等领域。
晨光新材	主营业务为从事功能性硅烷基础原料、中间体及成品的研发、生产和销售。	主要产品为乙烯基硅烷、环氧基硅烷、氨基硅烷、苯基硅烷、交联剂及中间体等,产品应用于复合材料、橡胶加工、胶黏剂、塑料、涂料及表面处理等领域。
新亚强	主营业务为有机硅精细化学品研发、生产及销售的高新技术企业。	主要产品为以六甲基二硅氮烷为核心的有机硅功能性助剂和苯基氯硅烷两大产品类别,六甲基二硅氮烷主要功能包括作为气相法白炭黑改性助剂用于生产高温硅橡胶、室温硅橡胶,作为医药基团保护剂用于药品合成,作为电子化学品用于半导体领域,终端应用领域涉及建筑、电力、电子、医药、半导体等。
联化科技	主营业务为精细化工和设备与工程服务。	主要产品包括农药中间体、医药中间体和其他精细与功能化学品。农药中间体产品应用于杀虫剂、除草剂和杀菌剂等农药的生产。

企业简称	主营业务	主要产品及其应用领域
雅本化学	主营业务为从事创新农药中间体、医药中间体的研发、生产和销售。	主要产品可划分为农药中间体和医药中间体两大系列。农药中间体产品应用于杀虫剂、杀菌剂等农药的生产。
艾科维	主营业务为从事脲系列精细化工产品研发、生产和销售。	主要产品包括脲型硅烷、羟胺盐和基础脲化合物，脲型硅烷主要用于生产有机硅密封胶、胶粘剂；羟胺盐及基础脲化合物系列产品主要应用于新型材料、日用化工、植保、医药等领域。

资料来源：锦华新材招股说明书、开源证券研究所

2022至2024年度，公司毛利率分别为18%、28%及28%。整体呈现上升后稳定保持的趋势。与可比公司相比整体毛利率水平由下游逐步走向上游水平。

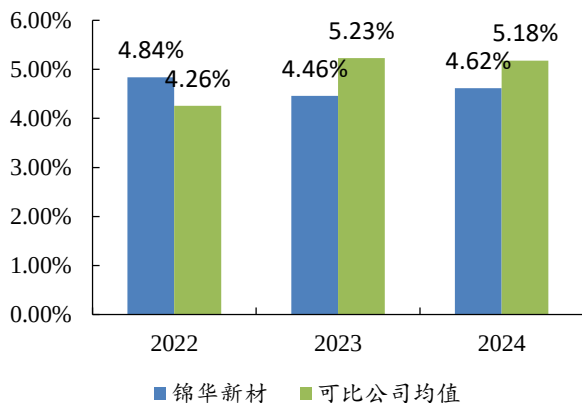
图17：2024年公司产品毛利率与可比公司相比属于上游水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

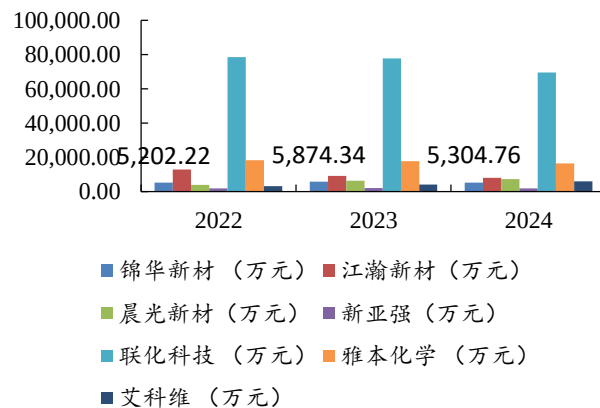
2022-2024年度，公司研发费用占比基本保持在了4.5%左右，与可比公司均值相比处于相对较低水平。管理费用公司2022-2024年度基本保持在了5000万元左右。

图18：2024年度研发费用占比达4.62%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2024年度管理费用达5,304.76万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们选取化学原料和化学制品制造业行业相关企业做可比公司，江瀚新材，新亚强，联化科技和雅本化学在各自领域有着较好的市场地位。艾科维的主要产品为硅烷交联剂、羟胺盐等。2024 年度可比公司平均 PE(TTM)为 36 倍，两年营收 CAGR 均值为-14%，两年归母净利润 CAGR 均值为-28%。2024 年度公司两年营收 CAGR 达 12%，两年归母净利润 CAGR 达 63%。公司募投项目包括 60kt/a 高端偶联剂项目、500 吨/年 JH-2 中试项目、酮肟产业链智能工厂建设项目，投资总额合计 60,058.43 万元。其中“60kt/a 高端偶联剂项目”，全部达产后，公司将新增 3 万吨/年的硅烷偶联剂产能及 3 万吨/年的功能性硅烷中间体产能。“500 吨/年 JH-2 中试项目”，计划打破德国厂商巴斯夫等外资厂商垄断供应，公司如成功实施本募投项目，将填补国内空白，进一步优化公司产品结构，提升市场竞争力。

表13：2024 年度可比公司 PE（2024）均值为 36X，毛利率均值为 26.57%

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE(TTM)	2024 年营收 (百万元)	2024 年归母净利润 (百万元)	毛利率 (%)	两年营收 CAGR	两年归母净利润 CAGR
江瀚新材	603281.SH	94.68	18.8	2,216.26	602.11	34.33%	-18.19%	-23.91%
新亚强	603155.SH	52.58	56.4	720.54	114.36	20.73%	-20.27%	-38.43%
联化科技	002250.SZ	91.41	32.9	5,676.80	103.14	26.06%	-15.04%	-61.53%
雅本化学	300261.SZ	77.06	-	1,202.18	-257.70	15.10%	-22.49%	-
艾科维	A24046.BJ	-	-	748.70	166.43	36.63%	6.87%	12.71%
均值		78.93	36.0			26.57%	-14%	-28%
锦华新材	920015.BJ	-	-	1,239.48	210.94	27.94%	12%	63%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2025 年 9 月 5 日）

4、风险提示

下游行业周期波动及市场需求下降的风险、原材料价格上涨风险、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

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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”）的机构或个人客户（以下简称“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，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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