

2026 年 05 月 29 日

证券研究报告·公司研究报告

建龙微纳（688357）基础化工

当前价：29.70 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

泰国建龙二期全部转固，产能爬坡业绩有望改善

投资要点

- **基本逻辑：**1) 催化剂产品进口价格约为 37337.26 美元/吨，出口价格约为 7921.37 美元/吨，国产化替代能力仍需补强；2) 公司是国内分子筛新材料领域的领军企业，市场竞争优势明显；3) 公司泰国建龙二期已于 2025 年全部转固，随着产能逐渐爬坡，公司业绩有望显著改善。
- **深耕近三十年，国内分子筛新材料领域的领军企业。**公司于 1998 年在洛阳偃师成立，2002 年，公司建设了第一条分子筛原粉合成生产线。2019 年，公司成功在上交所科创板上市，股票代码 688357，成为中部六省首家、国内分子筛行业首家科创板上市企业。公司积极响应国家“一带一路”倡议，于 2020 年启动了泰国子公司建设，并于 2024 年 10 月完成二期项目建设。公司是国内少数具有万吨级分子筛产能的企业之一，拥有原粉合成、分子筛成型制造、技术服务等完整的产业链条，具有明显的规模优势和全产业链布局优势。
- **当前国际厂商仍占据主导地位，国产替代前景广阔。**国外厂商如 UOP、CECA、东曹及格瑞斯等凭借在分子筛研发、生产和应用领先技术以及资金优势，处于行业主导地位。国内优秀企业通过持续研发投入，已在部分催化剂领域实现突破，国产化替代水平逐步深化。2024 年我国催化剂行业进口总额 20.43 亿元，出口总额 12.82 亿元，贸易逆差总额为 7.61 亿元，较 2023 年 10.52 亿元减少 2.91 亿元，贸易逆差总额持续减小。同时，催化剂产品进口价格约为 37337.26 美元/吨，出口价格约为 7921.37 美元/吨，进出口产品的价格存在显著差距，表明我国在高端催化剂领域仍较为依赖进口，国产化替代能力仍需补强。
- **公司以分子筛吸附剂和催化剂为主。**截至 2025 年末，公司拥有分子筛材料产能 10.8 万吨、活性氧化铝产能 5000 吨。2025 年公司外销收入首次突破 2 亿元大关，公司海外业务多元化格局初步形成，国内国外双轮驱动的增长格局进一步稳固。同时，公司以石油化工、能源化工、可再生资源、可再生能源四大领域为新市场拓展方向，推动业务模式从新材料制造向综合技术服务转型。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026/27/28 年营收分别为 8.6、9.7、12.1 亿元，归母净利润分别为 1.0、1.3、2.0 亿元，EPS 分别为 1.01、1.30、1.96 元，对应 PE 分别为 30、23、15 倍。公司作为分子筛材料龙头，有望享受行业复苏带来的盈利弹性，建议关注。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、市场竞争风险、项目投产不及预期风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	840.62	857.94	967.95	1212.67
增长率	7.94%	2.06%	12.82%	25.28%
归属母公司净利润（百万元）	98.52	100.61	129.89	196.43
增长率	31.79%	2.12%	29.10%	51.23%
每股收益 EPS（元）	0.98	1.01	1.30	1.96
净资产收益率 ROE	5.28%	5.20%	6.41%	9.05%
PE	30	30	23	15
PB	1.59	1.54	1.47	1.37

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光怪

执业证号：S1250522070002

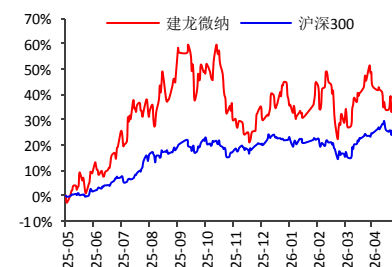
电话：021-58352190

邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

联系人：戚欣龙

邮箱：qixl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.00
流通 A 股(亿股)	1.00
52 周内股价区间(元)	24.58-41.96
总市值(亿元)	29.72
总资产(亿元)	32.04
每股净资产(元)	17.58

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 深耕近三十年，国内分子筛新材料领域的领军企业	1
2 分子筛行业：当前国际厂商仍占据主导地位，国产替代前景广阔	3
3 主营业务：以分子筛吸附剂和催化剂为主	6
4 销售毛利率有所回升，但财务费用率处于历史高位	8
5 盈利预测与估值	9
6 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2026 年 Q1)	1
图 3: 公司 2025 年主营业务结构情况	2
图 4: 公司 2025 年主营业务毛利情况	2
图 5: 公司 2021 年以来营业收入及增速.....	2
图 6: 公司 2021 年以来归母净利润及增速	2
图 7: 分子筛产业链.....	3
图 8: 56.5%氢氧化锂平均价 (万元/吨)	4
图 9: 烧碱 (液碱,32%) 价格 (元/吨)	4
图 10: 2024 年我国催化剂行业进出口情况 (亿元)	4
图 11: 2024 年我国催化剂行业进出口价格 (美元/吨)	4
图 12: 全球家用制氧机市场规模 (亿美元)	5
图 13: 2020-2026 年 (E) 中国氢气产量 (万吨)	5
图 14: 全球分子筛催化剂市场规模 (亿美元)	5
图 15: 全球分子筛催化剂消费市场份额	5
图 16: 公司分子筛材料营收 (亿元)	6
图 17: 公司活性氧化铝营收 (万元)	6
图 18: 公司业务板块 2025 年营收占比.....	6
图 19: 公司业务板块 2025 年营收同比变化.....	6
图 20: 公司境外营业收入及毛利率.....	7
图 21: 公司泰国建龙净利润 (万元)	7
图 22: 公司与中海油天津化工研究设计院有限公司进行合作.....	7
图 23: 公司参与青海省液态空气储能示范项目.....	7
图 24: 公司销售毛利率和销售净利率	8
图 25: 公司期间费用率.....	8
图 26: 公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入	8
图 27: 公司资产负债率.....	8

表 目 录

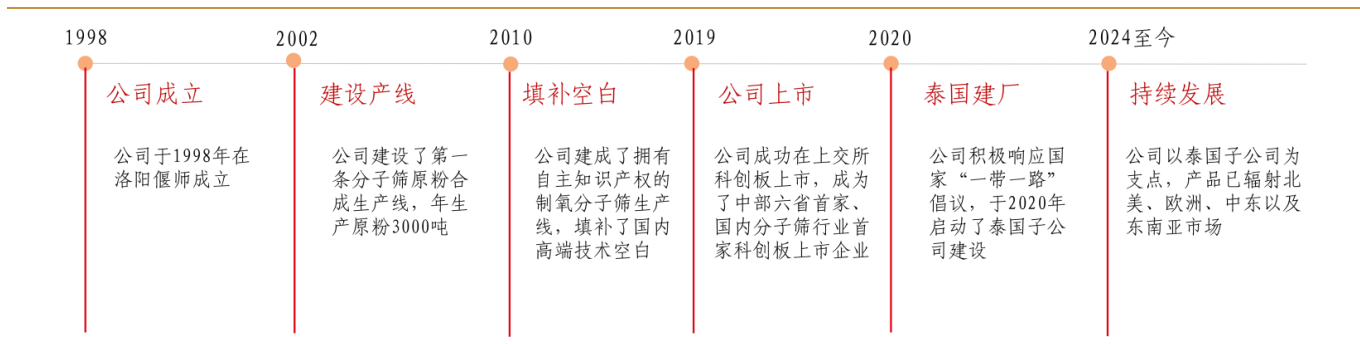
表 1: 分子筛主要功能作用原理	3
表 2: 分业务收入及毛利率	9
表 3: 可比公司估值.....	9
附表: 财务预测与估值	11

1 深耕近三十年，国内分子筛新材料领域的领军企业

公司于 1998 年在洛阳偃师成立，2002 年，公司建设了第一条分子筛原粉合成生产线，年生产原粉 3000 吨。2010 年公司打破了国外品牌的长期垄断，建成了拥有自主知识产权的制氧分子筛生产线，填补了国内高端技术空白。2015 年，公司的洛阳建龙吸附材料产业园一期项目建设顺利投产，年产分子筛原粉 24000 吨，2017 年洛阳建龙吸附材料产业园二期项目建设顺利投产，年产分子筛原粉 4000 吨，成型分子筛 7000 吨。2019 年，公司成功在上交所科创板上市，股票代码 688357，成为中部六省首家、国内分子筛行业首家科创板上市企业。公司积极响应国家“一带一路”倡议，于 2020 年启动了泰国子公司建设，并于 2024 年 10 月完成二期项目建设，年产能达到 24000 多吨，成功跻身国际为数不多的万吨级分子筛生产基地行列。公司以泰国子公司为支点，产品已辐射北美、欧洲、中东以及东南亚市场，有效支撑了公司全球供应链布局，进一步满足海外客户需求。

时至今日，公司已成为国内分子筛新材料领域的领军企业，与主要竞争对手相比，公司是国内少数具有万吨级分子筛产能的企业之一，拥有原粉合成、分子筛成型制造、技术服务等完整的产业链条，具有明显的规模优势和全产业链布局优势。

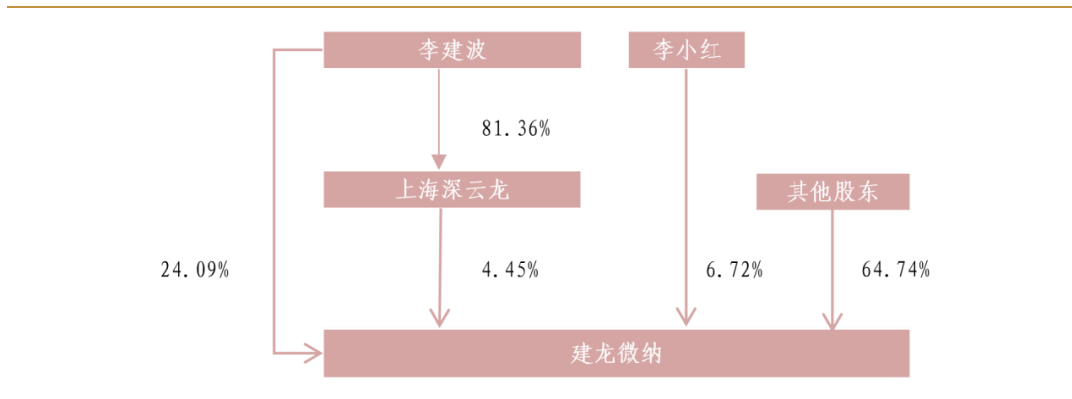
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

实际控制人为李建波和李小红夫妇。截至 2026 年 Q1，李建波直接持有公司 24.09% 的股份，李小红直接持有公司 6.72% 的股份。同时，李建波在公司担任董事长，其儿子李怡成担任副董事长，李建波及其家族成员担任公司主要职务，公司管理层与股东的利益高度一致，有助于企业提高决策效率，同时保持战略定力，更关注企业的长期价值增长。

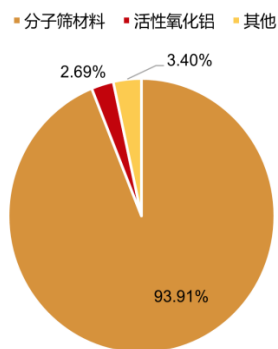
图 2：公司股权结构（截至 2026 年 Q1）



数据来源：iFinD，西南证券整理

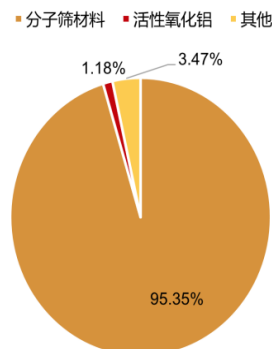
公司主营业务结构：公司是一家具有自主研发能力及持续创新能力的新材料供应商和方案解决服务商，主要产品为应用于气体分离、生命健康、吸附干燥、环境治理、石油化工与能源化工等领域的分子筛吸附剂和分子筛催化剂等。截至 2025 年末，公司拥有分子筛材料产能 10.8 万吨、活性氧化铝产能 5000 吨。营收方面，2025 年公司的营收主要来自**分子筛材料**，占比约为 93.91%，活性氧化铝占比约 2.69%；毛利贡献方面，**分子筛材料**所贡献的毛利占比最高，约为 95.35%，活性氧化铝占比约为 1.18%。

图 3：公司 2025 年主营业务结构情况



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 4：公司 2025 年主营业务毛利情况

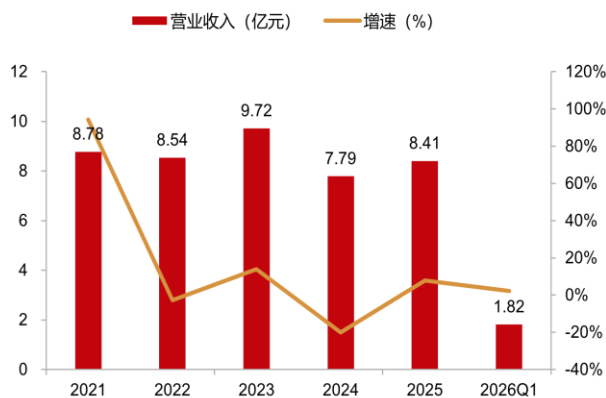


数据来源：iFinD，西南证券整理

公司业绩状况：2021 年，受公共安全卫生事件影响，加之公司新增产能逐步释放，市场供应能力增强，公司营业收入和盈利能力均大幅增长，实现营业收入 8.78 亿元，同比增长 94.36%，归母净利润 2.75 亿元，同比增长 116.22%。2022-2023 年以来，因公共安全卫生事件导致的阶段性需求高峰后，下游客户进入库存消化和调整周期，补库动力减弱，导致公司医疗保健制氧分子筛的需求下降，2024 年公司的营收和净利润均创下近五年低点。

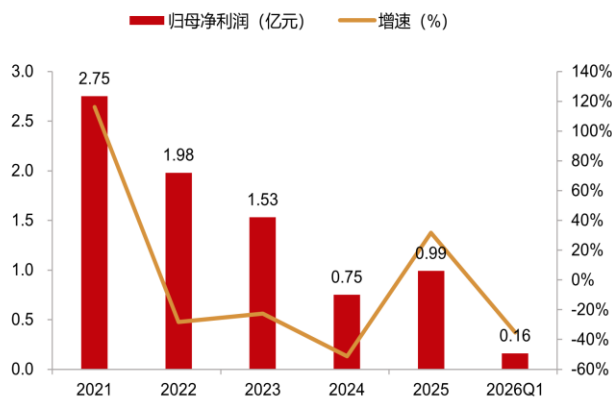
2025 年以来，传统的医用制氧领域在经历两年库存消化后，市场需求回归供需平衡并进入平缓增长阶段，同时能源化工和可再生资源等领域的国产替代需求持续提升，海外市场存在较大拓展空间，为行业带来新的发展机遇。2025 年公司实现营业收入 8.41 亿元，同比增长 7.94%，归母净利润 0.99 亿元，同比增长 31.79%。2026 年第一季度，公司实现营业收入 1.82 亿元，同比增长 2.32%，实现归母净利润 1643.91 万元，同比下降 35.31%。

图 5：公司 2021 年以来营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 6：公司 2021 年以来归母净利润及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

2 分子筛行业：当前国际厂商仍占据主导地位，国产替代前景广阔

分子筛是一种具有规则、有序、均匀孔道结构的无机非金属材料，其晶体结构中有规整而均匀的孔道，孔径大小为分子数量级，具有大的比表面积、规整的孔道结构以及可调控的功能基元，能有效分离和选择活化直径尺寸不同的分子、极性不同的分子、沸点不同的分子及饱和程度不同的有机烃类分子，具有“筛分分子”和“择形催化”的作用。

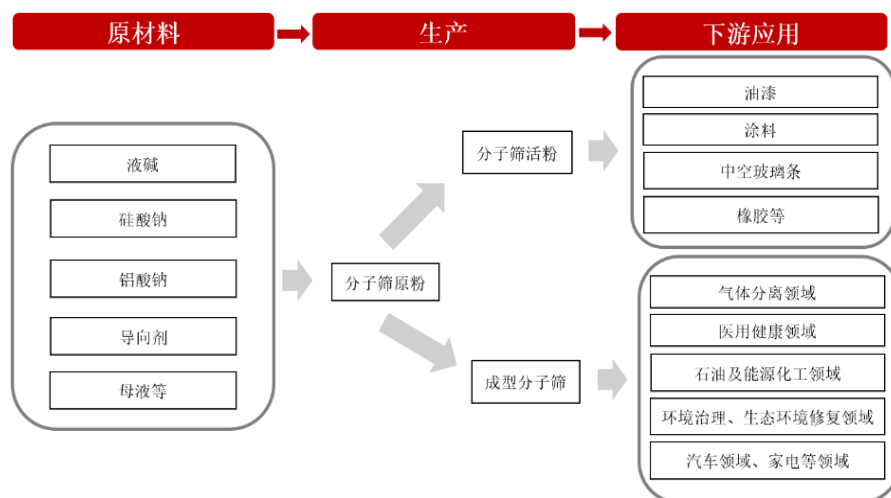
表 1：分子筛主要功能作用原理

功能	作用原理
吸附	分子筛的孔径均一，只有当分子动力学直径小于分子筛孔径时才能进入孔道内部而被吸附，所以可根据分子大小来决定是否被吸附是一种物理变化过程，吸附饱和后，只要将浓聚在分子筛内表面小分子移除，分子筛可以恢复吸附能力，这一过程称为解吸或再生。
离子交换	分子筛孔道中平衡骨架负电荷的阳离子和环境中的阳离子交换，一般在水溶液中进行，可实现对特定阳离子的选择性吸附，还可以改变分子筛孔径的大小，调变分子筛内部的电场分布，进而调变分子筛的性能
催化	分子筛具有独特而均一的孔道结构，较大的比表面积，较强的酸中心和氧化-还原活性中心，孔道内有能起极化作用的强大库仑场，是性能优异的催化剂和催化剂载体

数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

分子筛产业链的上游主要包括原材料供应。分子筛的原材料主要包括铝酸钠、硅酸钠和液碱等，这些原材料经过加工可以制成分子筛原粉。分子筛原粉是制造分子筛活化粉和成型分子筛的基础材料，中游是分子筛的生产加工环节，下游是分子筛的应用领域。由于分子筛具有优异的吸附性能、离子交换性能和催化性能，因此被广泛用作吸附材料、离子交换材料以及催化材料，其中吸附材料主要用于工业与环境领域各种气体的分离、净化与干燥，离子交换材料主要应用于洗涤助剂、放射性废料与废液的处理；催化材料主要应用于石油炼制与加工领域中大量工业催化过程。我国正处于高质量发展的重要时期，能源资源、生态环境保护与可持续发展进入新阶段，尤其在吸附与催化领域，分子筛技术通过优化能源结构、减少污染物排放，成为实现可持续发展的重要材料基础，契合高质量发展对绿色科技的核心要求。

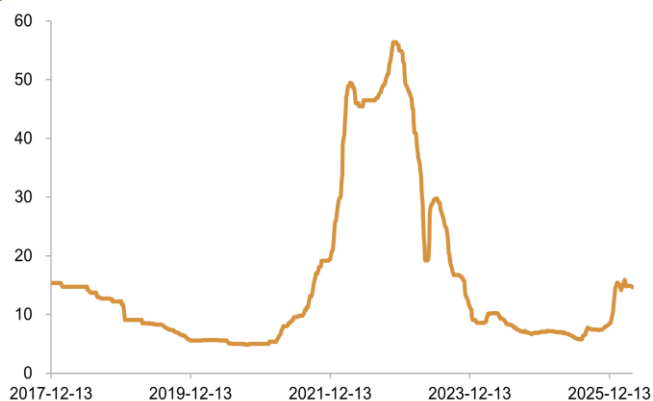
图 7：分子筛产业链



数据来源：中证鹏元，西南证券整理

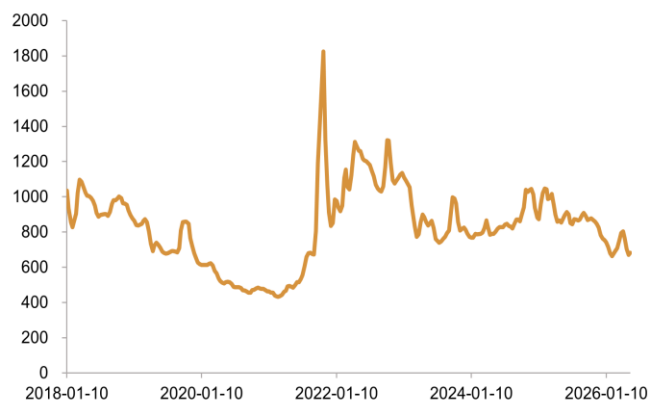
国内分子筛成本主要以原材料为主，占比超五成，其中铝酸钠、硅酸钠和液碱加工而成的分子筛原粉及锂盐为主要原材料。据华经产业研究数据，2019 年以来由于新能源汽车及储能系统行业发展迅速，电动车和动力电池的需求得以释放并转换为实际产量，据华经产业研究院统计，2022-2024 年全球锂盐总供给量分别为 86.1 万吨、109 万吨和 135 万吨 LCE。随着供给量的增长，2023 年供给紧张局面开始逐步逆转，出现供大于求情况，锂盐价格有所走低。随着行业有效产能的持续增加，我国烧碱产量保持稳定增长态势，行业开工率维持在合理区间。根据智研产业研究院数据，2020-2025 年期间我国烧碱产量由 3643.2 万吨稳步增加至 4653.5 万吨，产量增长与产能扩张形成良好匹配，行业整体供给能力持续提升。

图 8：56.5%氢氧化锂平均价（万元/吨）



数据来源：iFinD，西南证券整理

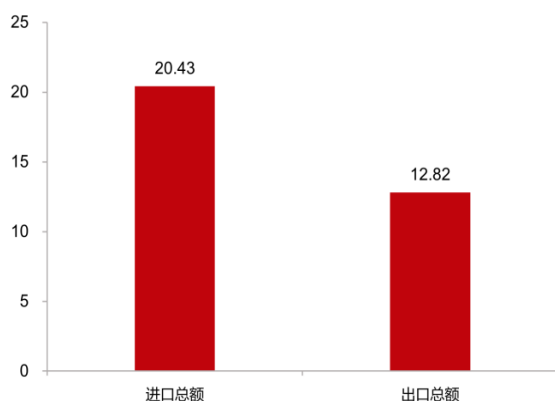
图 9：烧碱（液碱,32%）价格（元/吨）



数据来源：iFinD，西南证券整理

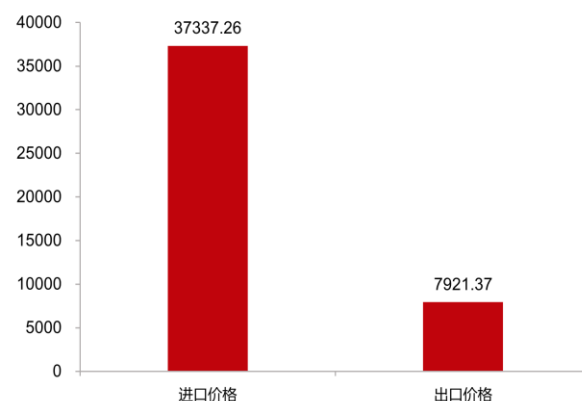
分子筛的生产过程中所需合成技术水平要求较高，产品研发至实际量产的周期较长，在产品工艺技术、生产管理、质量控制、后期污水处理等环节存在较高的技术壁垒。国外厂商如 UOP、CECA、东曹及格瑞斯等凭借在分子筛研发、生产和应用领先技术以及资金优势，通过兼并重组，逐渐形成了对分子筛行业的寡头垄断，处于行业主导地位。国内优秀企业通过持续研发投入，已在部分催化剂领域实现突破，国产化替代水平逐步深化。据海关总署数据显示，2024 年我国催化剂行业进口总额 20.43 亿元，出口总额 12.82 亿元，贸易逆差总额为 7.61 亿元，较 2023 年 10.52 亿元减少 2.91 亿元，贸易逆差总额持续减小。与此同时，催化剂产品进口价格约为 37337.26 美元/吨，出口价格约为 7921.37 美元/吨，进出口产品的价格存在显著差距，表明我国在高端催化剂领域仍较为依赖进口，国产化替代能力仍需补强。

图 10：2024 年我国催化剂行业进出口情况（亿元）



数据来源：海关总署、《建龙转债 2025 年评级报告》，西南证券整理

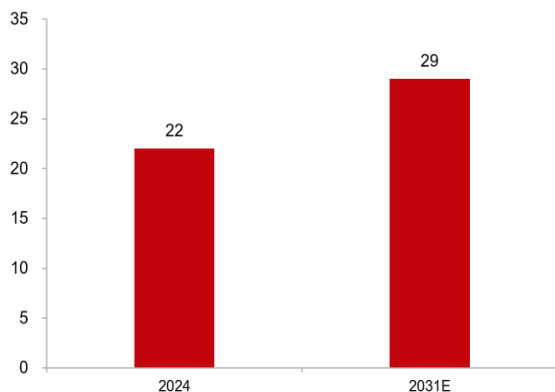
图 11：2024 年我国催化剂行业进出口价格（美元/吨）



数据来源：海关总署、《建龙转债 2025 年评级报告》，西南证券整理

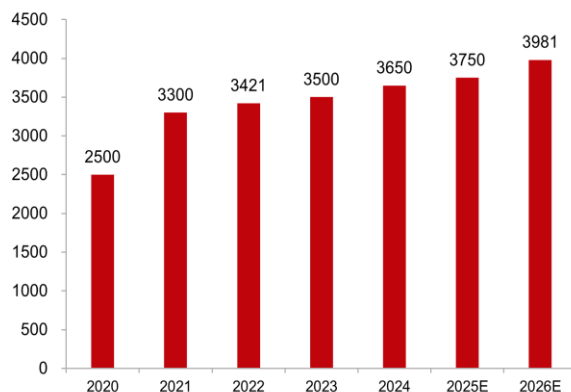
根据不同的应用领域，专用分子筛主要可以分为吸附剂分子筛、催化剂分子筛两大类。吸附类分子筛是制氧、制氢和干燥领域基础耗材。在工业制氧领域，分子筛吸附剂可以直接吸附空气中的氮气、二氧化碳等杂质气体，近年来在政策和市场的双重推动下，中国的氢能产业发展步入快车道，据中商产业研究院数据，截至 2024 年底，中国氢气年产量达 3650 万吨，稳居全球第一，预计 2025 年中国氢气产量将达 3750 万吨，2026 年有望增长至 3981 万吨，顺应氢能发展及减碳时代主题，工业尾气回收制氢分子筛的需求也在快速提升。医疗用氧领域则主要是随着全球人口老龄化趋势不断加剧，老年人口比例持续上升对长期氧疗的需求显著增加。据共研产业研究院数据，2024 年，全球家用制氧机市场规模达到 22 亿美元，预计 2031 年家用制氧机市场规模将达到 29 亿美元，2025-2031 年的年复合增长率为 4.0%。

图 12：全球家用制氧机市场规模（亿美元）



数据来源：共研产业研究院，西南证券整理

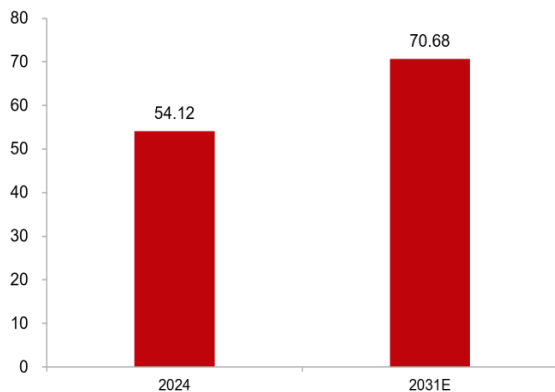
图 13：2020-2026 年（E）中国氢气产量（万吨）



数据来源：国家能源局、中商产业研究院，西南证券整理

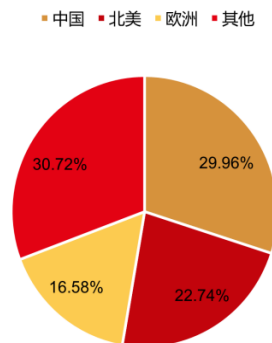
催化剂类分子筛广泛应用于石油化工、环境治理领域，附加值较高。根据 QY Research 数据，2024 年全球分子筛催化剂市场规模大约为 54.12 亿美元，预计 2031 年将达到 70.68 亿美元，2025-2031 期间年复合增长率（CAGR）为 3.8%。中国成为最大的消费国，占全球需求的 29.96%，紧随其后的是北美和欧洲，分别占 22.74%和 16.58%的市场份额。随着《关于加快解决当前挥发性有机物治理突出问题的通知》、《重点行业挥发性有机物综合治理方案》的出台实施，VOCs 的污染防治已经成为我国大气污染防治的重点工作，环保分子筛和催化新材料在环境治理挥发性有机物（VOCs）的污染防治前景广阔。

图 14：全球分子筛催化剂市场规模（亿美元）



数据来源：QYResearch，西南证券整理

图 15：全球分子筛催化剂消费市场份额

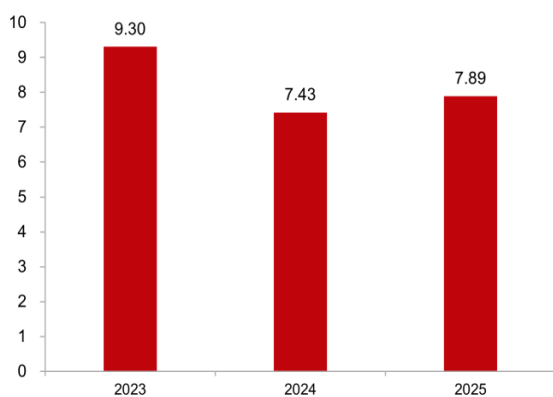


数据来源：QYResearch，西南证券整理

3 主营业务：以分子筛吸附剂和催化剂为主

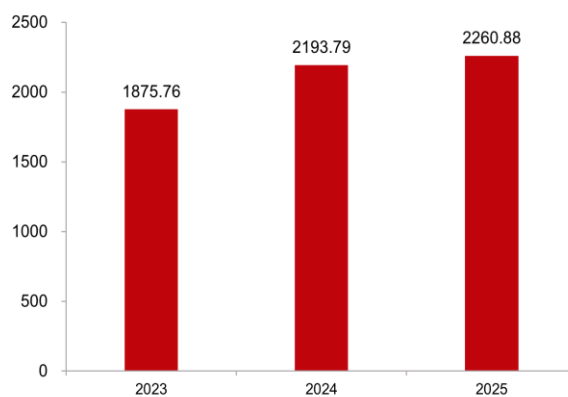
对于不具备分子筛原粉生产能力的企业，由于分子筛原粉需要外购，可能存在分子筛原粉质量不可控、成本较高、供应量不稳定等情形。由于人为因素等影响，传统的半人工半自动化的生产线也会极大地影响分子筛产品的一致性和稳定性，从而影响分子筛产品最终的产品品质。公司是国内少数拥有涵盖分子筛原粉、分子筛活化粉、成型分子筛及配套活性氧化铝的研发、生产、营销、技术服务全产业链的企业。公司依托在分子筛原粉“分子筛原粉晶体尺寸、交换度、硅铝比、分子筛原粉类型”可控等方面的优势，并结合具有自主知识产权的成型技术，在成型分子筛方面的工艺配比、焙烧技术、自动化生产已处于优势地位，所生产的分子筛具有良好性能的同时，也能更好地保证公司产品质量稳定、成本可控。

图 16：公司分子筛材料营收（亿元）



数据来源：iFinD，西南证券整理

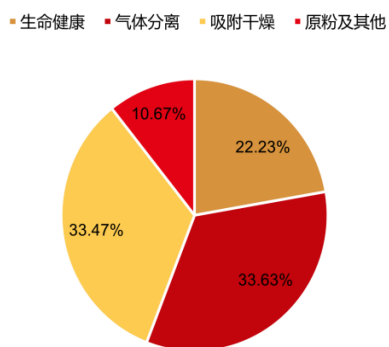
图 17：公司活性氧化铝营收（万元）



数据来源：iFinD，西南证券整理

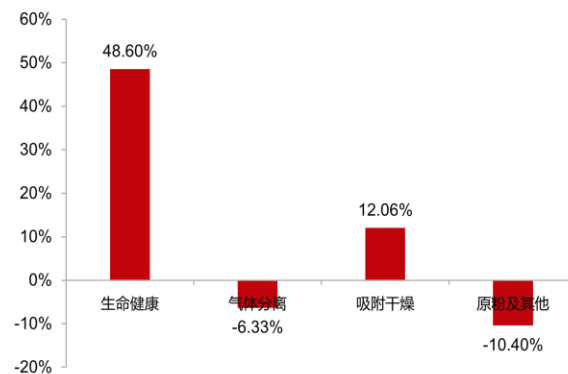
分业务板块看，2025 年公司生命健康业务板块变动较大，同比增长 48.60%。其中医用制氧方面，下游在经历两年库存消化后，市场需求回归供需平衡并进入平缓增长阶段。公司新推出的分子筛型功能性动物饲料添加剂随着下游客户接受度逐步提高。气体分离板块仍为公司第一大业务，但因下游客户项目开车、交付周期不同，报告期收入略有下降。吸附干燥业务经营态势稳中有进，公司依托产品性能优势持续深耕国内外市场，海外业务拓展取得积极进展，形成新的增长支点。原粉及其他业务实现收入下降源于公司主动减少原粉外销，将更多分子筛原粉转为自用生产成型分子筛，以此优化整体毛利结构。

图 18：公司业务板块 2025 年营收占比



数据来源：公司 2025 年年报，西南证券整理

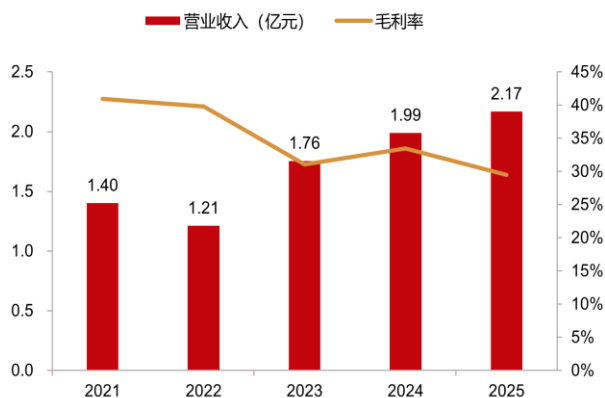
图 19：公司业务板块 2025 年营收同比变化



数据来源：公司 2025 年年报，西南证券整理

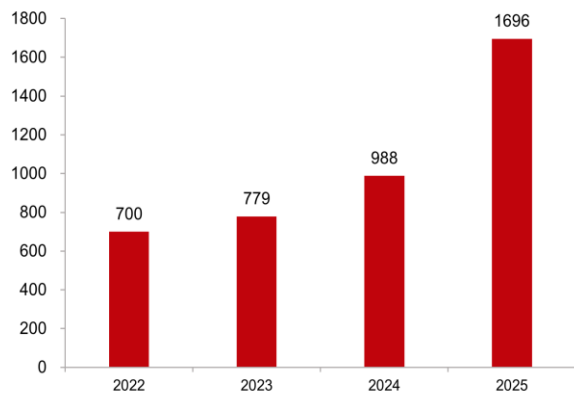
2025 年公司外销收入首次突破 2 亿元大关，达到 2.17 亿元，同比增长 8.94%，增速高于公司整体收入增速，占营业收入比重为 25.79%。泰国建龙作为公司海外生产基地和战略支点，2025 年实现净利润 1696 万元，同比增长 71.71%。产能建设方面，泰国建龙二期已于 2024 年底建成投入使用，并于 2025 年全部转固，充分体现了公司国际化战略的成效，公司海外业务多元化格局初步形成，国内国外双轮驱动的增长格局进一步稳固。

图 20：公司境外营业收入及毛利率



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 21：公司泰国建龙净利润（万元）



数据来源：iFinD，西南证券整理

公司以石油化工、能源化工、可再生资源、可再生能源四大领域为新市场拓展方向，推动业务模式从新材料制造向综合技术服务转型。在芳烃吸附分离领域，公司持续深化与中海油天津化工研究设计院有限公司的战略合作，合作建设芳烃分离工业示范装置，打造国产化芳烃分离技术标杆，推动芳烃分离全产业链实现全面进口替代。此外，公司在物料净化、ZSM 系列分子筛催化剂等方向完成技术储备和客户测试，为后续进入炼化企业供应链奠定基础。

2025 年公司在可持续航空燃料（SAF）领域取得关键突破，公司开发的异构化催化剂已完成在某下游 SAF 生产厂商的工业原料长周期侧线评价，测试结果表明产品性能达到预期目标，具备为下游客户提供国产替代方案的能力，标志着从技术研发向工业化应用的重要跨越。在液态空气储能领域，公司与设备商配套青海省 6 万千瓦/60 万千瓦时液态空气储能示范项目所需分子筛供应，目前基建及设备安装已完成，进入调试阶段。

图 22：公司与中海油天津化工研究设计院有限公司进行合作



数据来源：偃师融媒，西南证券整理

图 23：公司参与青海省液态空气储能示范项目



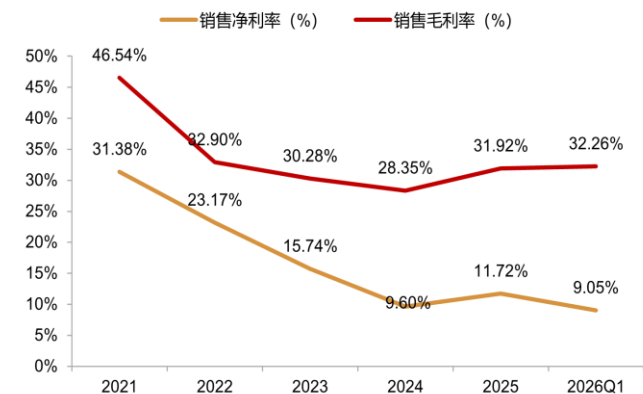
数据来源：海西发布，西南证券整理

4 销售毛利率有所回升，但财务费用率处于历史高位

2021 年以来受原材料价格波动等影响，2021 年-2024 年，公司销售毛利率整体呈现下降态势，由 2021 年底的 46.54% 回落至 2024 年的 28.35%，创下近五年新低。2025 年以来，公司销售毛利率有所反弹，2025 年的销售毛利率同比 2024 年上升 3.57pp 达到 31.92%，2026 年一季度公司销售毛利率继续改善，由 2025 年一季度的 30.37% 上升 1.89pp 至 32.26%。

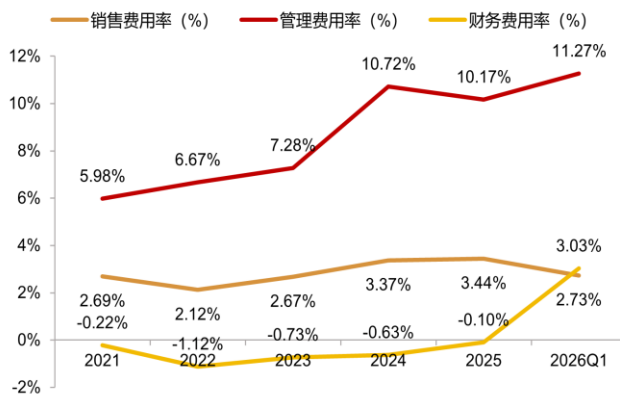
期间费用率方面，公司各项支出的增加直接吞噬了营业利润，整体费用率呈现上升态势。其中，公司为长远发展进一步吸纳优秀人才导致管理费用有所增加，管理费用率由 2021 年的 5.98% 上升至 2026 年一季度的 11.27%。同时，2026 年一季度公司的财务费用率达 3.03%，为近五年新高。公司财务费用增长主要源于公司于 2023 年公开发行了总额达 7 亿元的建龙转债，而可转债部分建设项目转固后利息费用化给公司带来了一定的利息支出压力。

图 24：公司销售毛利率和销售净利率



数据来源：iFinD，西南证券整理

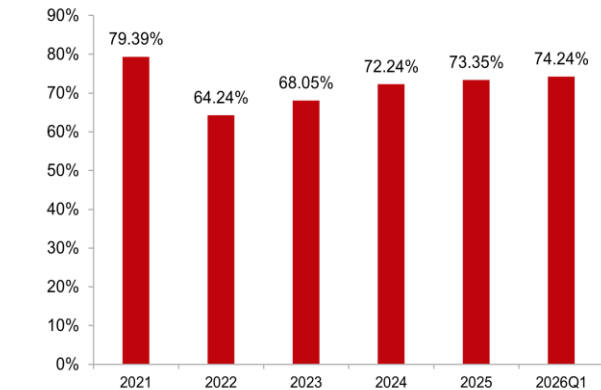
图 25：公司期间费用率



数据来源：iFinD，西南证券整理

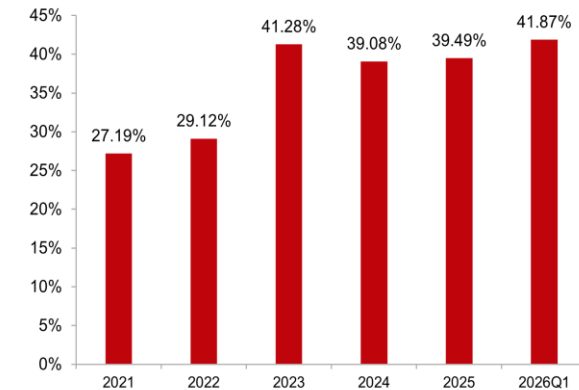
2022 年以来，公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入持续改善，2026 年一季度公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入由 2022 年的 64.24% 上升至 74.24%。从资产负债率来看，2026 年一季度公司资产负债率为 41.87%，处于近五年较高水平，但综合来看，公司长短期债务偿付压力可控，债务结构健康。未来，公司通过经营活动带来持续的现金流积累以及公司通过偿还债务带来的长期借款余额持续减少有望使得资产负债率持续优化。

图 26：公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 27：公司资产负债率



数据来源：iFinD，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

1) 分子筛材料方面，考虑到 2026 年以来公司着力拓展以能源化工和可再生能源等领域为核心的新市场，同步深化进口替代领域的战略突破，预计 2026-2028 年，公司分子筛材料单吨价格同比+0%、+5%、+10%，同时随着公司泰国建龙产能逐渐投产，预计 2026-2028 年公司分子筛材料销量同比+2%、+8%、+15%。随着营收规模的扩大，分子筛材料毛利率也会有所改善，预计 2026-2028 年该业务毛利率分别约为 33%、34%、36%；

2) 活性氧化铝等其他业务方面，随着行业持续推进绿色转型升级，预计未来可为更多客户提供相关产品，提升公司活性氧化铝等其他业务的产能利用率，预计 2026-2028 年业务营收同比+3%、+4%、+5%；毛利率分别约为 24.5%、25%、25.5%。

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	840.6	857.9	968.0	1212.7
	YoY	7.94%	2.06%	12.82%	25.28%
	营业成本	572.3	579.3	643.8	782.2
	毛利率	31.92%	32.48%	33.49%	35.50%
分子筛材料	营业收入	789.4	805.2	913.1	1155.1
	YoY	6.31%	2.00%	13.40%	26.50%
	营业成本	533.5	539.5	602.7	739.3
	毛利率	32.41%	33.00%	34.00%	36.00%
活性氧化铝等其他业务	营业收入	51.2	52.7	54.8	57.6
	YoY	41.62%	3.00%	4.00%	5.00%
	营业成本	38.7	39.8	41.1	42.9
	毛利率	24.37%	24.50%	25.00%	25.50%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2026/27/28 年营收分别为 8.6、9.7、12.1 亿元，归母净利润分别为 1.0、1.3、2.0 亿元，EPS 分别为 1.01、1.30、1.96 元，对应 PE 分别为 30、23、15 倍。我们选取化工行业中的杭氧股份和凯赛生物作为可比公司，两家公司 2027 年平均 PE 为 25 倍。公司作为分子筛材料龙头，有望享受行业复苏带来的盈利弹性，建议关注。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
002430.SZ	杭氧股份	24.84	0.97	1.19	1.45	1.54	26	21	17	16
688065.SH	凯赛生物	40.22	0.78	1.09	1.25	1.46	52	37	32	28
平均值							39	29	25	22
688357.SH	建龙微纳	29.70	0.98	1.01	1.30	1.96	30	30	23	15

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

原材料价格波动风险、市场竞争风险、项目投产不及预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	840.62	857.94	967.95	1212.67	净利润	98.52	100.61	129.89	196.43
营业成本	572.26	579.30	643.78	782.16	折旧与摊销	77.71	109.50	109.50	109.50
营业税金及附加	13.74	12.61	15.03	18.33	财务费用	-0.83	-1.52	-2.47	-3.34
销售费用	28.96	29.22	33.15	41.41	资产减值损失	-0.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	85.45	128.69	135.51	157.65	经营营运资本变动	-14.98	52.01	-23.14	-26.92
财务费用	-0.83	-1.52	-2.47	-3.34	其他	-44.79	-5.15	-4.50	-3.86
资产减值损失	-0.43	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	115.21	255.45	209.28	271.80
投资收益	5.19	4.96	4.90	4.81	资本支出	-43.88	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	119.11	0.82	-42.12	43.49
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	75.22	-49.18	-92.12	-6.51
营业利润	110.24	114.60	147.84	221.28	短期借款	-8.01	0.98	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.57	0.00	0.00	0.00	长期借款	-16.48	0.00	0.00	0.00
利润总额	108.67	114.60	147.84	221.28	股权融资	0.12	0.00	0.00	0.00
所得税	10.14	14.00	17.95	24.85	支付股利	-30.02	-35.94	-38.86	-49.90
净利润	98.52	100.61	129.89	196.43	其他	0.65	9.49	11.74	12.57
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-53.74	-25.47	-27.12	-37.33
归属母公司股东净利润	98.52	100.61	129.89	196.43	现金流量净额	134.12	180.79	90.05	227.96
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	363.95	544.74	634.79	862.75	成长能力				
应收和预付款项	209.11	191.83	225.95	286.15	销售收入增长率	7.94%	2.06%	12.82%	25.28%
存货	289.45	305.20	336.40	405.46	营业利润增长率	22.86%	3.96%	29.00%	49.68%
其他流动资产	581.07	519.90	572.24	537.22	净利润增长率	31.79%	2.12%	29.10%	51.23%
长期股权投资	80.00	80.00	80.00	80.00	EBITDA 增长率	20.76%	18.95%	14.51%	28.47%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1469.64	1413.71	1357.77	1301.83	毛利率	31.92%	32.48%	33.49%	35.50%
无形资产和开发支出	86.08	82.65	79.22	75.79	三费率	13.51%	18.23%	17.17%	16.14%
其他非流动资产	6.98	5.40	0.55	-1.89	净利率	11.72%	11.73%	13.42%	16.20%
资产总计	3086.28	3143.44	3286.91	3547.31	ROE	5.28%	5.20%	6.41%	9.05%
短期借款	29.02	30.00	30.00	30.00	ROA	3.19%	3.20%	3.95%	5.54%
应付和预收款项	389.28	393.26	432.44	527.06	ROIC	6.02%	6.12%	8.27%	12.79%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.26%	25.94%	26.33%	27.00%
其他负债	800.32	785.92	798.14	818.71	营运能力				
负债合计	1218.62	1209.18	1260.58	1375.78	总资产周转率	0.28	0.28	0.30	0.35
股本	100.06	100.06	100.06	100.06	固定资产周转率	0.69	0.67	0.83	1.14
资本公积	881.50	881.50	881.50	881.50	应收账款周转率	7.00	6.91	7.76	7.74
留存收益	762.45	827.12	918.15	1064.69	存货周转率	1.95	1.95	2.01	2.11
归属母公司股东权益	1867.66	1934.25	2026.33	2171.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	73.35%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1867.66	1934.25	2026.33	2171.53	资产负债率	39.49%	38.47%	38.35%	38.78%
负债和股东权益合计	3086.28	3143.44	3286.91	3547.31	带息债务/总负债	58.28%	58.82%	56.42%	51.69%
					流动比率	2.96	3.31	3.44	3.38
					速动比率	2.37	2.66	2.78	2.72
					股利支付率	30.47%	35.72%	29.91%	25.40%
					每股指标				
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股收益	0.98	1.01	1.30	1.96
EBITDA	187.12	222.58	254.87	327.44	每股净资产	18.67	19.33	20.25	21.70
PE	30.16	29.54	22.88	15.13	每股经营现金	1.15	2.55	2.09	2.72
PB	1.59	1.54	1.47	1.37	每股股利	0.30	0.36	0.39	0.50
PS	3.54	3.46	3.07	2.45					
EV/EBITDA	14.99	11.77	9.74	7.01					
股息率	1.01%	1.21%	1.31%	1.68%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzt@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn