下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

基础化工

2026 年 06 月 29 日

新安股份 (600596)

——草甘膦景气持续修复，硅基新材料多点开花

报告原因：首次覆盖

增持（首次评级）

市场数据：	2026 年 06 月 29 日
收盘价（元）	16.02
一年内最高/最低（元）	18.39/8.06
市净率	1.7
股息率%（分红/股价）	0.62
流通 A 股市值（百万元）	21,621
上证指数/深证成指	4,073.90/15,812.87

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	9.30
资产负债率%	39.23
总股本/流通 A 股(百万)	1,350/1,350
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

-

证券分析师
周超 A0230525090001
zhouchao@swsresearch.com
研究支持
李彦宏 A0230125030002
liyh@swsresearch.com
联系人
李彦宏 A0230125030002
liyh@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **国内草甘膦领军企业，行业周期筑底，景气持续修复。**公司拥有草甘膦产能 8 万吨，工艺处于业内领先水平，成功打通草甘膦-有机硅循环经济模式，1997 年成功将“氯甲烷”回收净化，用于合成有机硅单体，同时又将有机硅单体生产的副产品盐酸精制后用于草甘膦生产。目前草甘膦供需格局趋于稳定，新增产能对供给影响有限，需求随转基因作物推广稳健增长，随美国、中国先后将磷系产品列为战略资源，草甘膦有望迎来价值重估。今年 3 月地缘冲突叠加用药旺季，农药行业迎来普涨潮，草甘膦领涨整个板块，后续伴随用药季阶段性结束需求回落，价格虽存在短期扰动，但不改景气向上趋势。

- **有机硅行业此轮资本开支结束，叠加海外产能退出，竞争格局持续向好。**受制于成本及环保，近年来国外 DMC 产能陆续退出，且国内有机硅本轮资本开支已基本结束，供需格局有望改善，目前我国有机硅（折 DMC）产能占全球比重接近 80%，行业协同挺价意愿强烈，供给端严格执行自律调控，叠加“反内卷”催化成本端支撑强劲，行业有望走出周期底部，向上弹性较大。公司拥有有机硅单体产能 50 万吨，80%以上有机硅单体用于下游自产，涵盖生胶、107 胶等初级深加工产品及混炼胶、液体胶、密封胶、特种硅油等终端品类，有机硅终端转化率近 50%，高附加值产品占比持续提升。

- **前瞻布局硅基新材料领域，有机硅终端应用多点开花。**目前公司终端品类达 3500 余种，围绕新能源汽车、电力通信、医疗健康、电子科技、AI 算力、人形机器人等应用场景提供整体解决方案。1）光纤领域：D4 稳定供应海内外头部光纤企业多年，规划 4 万吨四氯化硅产能有望充分受益光纤领域需求爆发；2）硅油冷却液：算力液冷已有商业化订单运行近半年，后续储能液冷、快充液冷有望快速落地；3）机器人电子皮肤、半导体封装、高压电力硅橡胶等前沿材料商业化应用同步推进，有望成为硅基新材料平台型公司。

- **投资分析意见：**公司作为草甘膦核心供应商，在农药行业触底回升的大背景下，制剂转化率逐步提升，价格价差有望持续修复。公司前瞻布局硅基新材料领域，有机硅终端应用多点开花，终端转化率不断提升，有望充分受益光纤、液冷、机器人、能源存储等领域需求爆发。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.26、9.02、11.46 亿元，2025-2028 年 CAGR 为 98%，当前市值对应 2026 年 PEG 为 0.35 倍，低于可比公司兴发集团、扬农化工、江瀚新材平均 PEG 为 0.89 倍，给予“增持”评级。

- **风险提示：**1）市场竞争加剧导致产品价格下滑；2）有机硅终端应用增速不及预期；3）硅基新材料商业化落地进度不及预期。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	14,625	4,083	16,389	18,150	19,832
同比增长率（%）	-0.3	12.7	12.1	10.7	9.3
归母净利润(百万元)	147	96	626	902	1,146
同比增长率（%）	185.7	190.6	326.1	44.2	27.0
每股收益（元/股）	0.11	0.07	0.46	0.67	0.85
毛利率（%）	11.7	13.3	15.3	16.7	17.7
ROE（%）	1.2	0.8	4.9	6.7	8.1
市盈率	147		35	24	19

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

公司作为草甘膦核心供应商，在农药行业触底回升的大背景下，制剂转化率逐步提升，价格价差有望持续修复。公司前瞻布局硅基新材料领域，有机硅终端应用多点开花，终端转化率不断提升，有望充分受益光纤、液冷、机器人、能源存储等领域需求爆发。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.26、9.02、11.46 亿元，2025-2028 年 CAGR 为 98%，当前市值对应 2026 年 PEG 为 0.35 倍，低于可比公司兴发集团、扬农化工、江瀚新材平均 PEG 为 0.89 倍，给予“增持”评级。

关键假设点

1）农药板块：预计 2026-2028 年营业收入分别为 87.46、100.16、111.28 亿元；毛利率分别为 16%、17%、18%；其中农化自产预计实现营业收入分别为 74.95、87.03、97.49 亿元；毛利率分别为 18%、19%、19%；农化贸易预计实现营业收入分别为 12.51、13.13、13.79 亿元；毛利率分别为 6%、6%、6%。

2）硅基板块：预计 2026-2028 年营业收入分别为 54.93、58.76、63.34 亿元；毛利率分别为 17%、19%、21%；其中基础产品预计实现营业收入分别为 31.59、31.30、31.00 亿元；毛利率分别为 12%、14%、15%；终端产品预计实现营业收入分别为 23.35、27.46、32.34 亿元；毛利率分别为 24%、25%、27%。

有别于大众的认识

市场过去认为公司为农药大宗除草剂草甘膦供应商，产品格局供大于求，价格难有起色，公司农药板块盈利能力弱；硅基板块市场多公司的认知多停留在主要销售 DMC 以及初级加工产品，行业有新增产能未来竞争格局不甚乐观。

我们认为：1）农药板块目前周期筑底，历经三年去库存周期，25 年底部确立，后续整体行业迎来复苏，且公司草甘膦产品制剂转化率不断提升，随海外登记不断下放，更能享受到终端制剂产品的高附加值以及行业修复带来的价差走扩。

2）硅基板块公司重点发展有机硅终端产品，25 年终端转化率约为 45%，虽基础产品盈利能力弱，但终端产品附加值高，盈利水平较强，且随着光纤、液冷、机器人、能源存储等领域需求爆发，有望进入快速放量阶段。

股价表现的催化剂

1）农药行业景气持续上行，后续海外草甘膦产能退出，竞争格局明显改善；2）DMC 等硅基基础产品随行业协同价格价差持续改善，盈利能力不断修复；3）终端渗透率不断提升，光纤、液冷、机器人、能源设备等领域应用硅基材料的需求爆发，终端产品快速放量，业绩不断兑现。

核心假设风险

1）农药行业景气恢复不及预期，产品价格未能持续修复；2）有机硅行业协同效果不及预期，价格修复持续性不够；3）有机硅终端市场增速不及预期，新兴应用产业化推进不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 国内草甘膦领先企业，有机硅拐点已至景气向好 6

1.1 草甘膦&有机硅双轮驱动，拐点已至景气持续向好 6
1.2 农化周期筑底景气向上，有机硅终端渗透贡献业绩 8

2. 农药行业周期筑底，景气有望稳步修复 11

2.1 三年去库存卓有成效，地缘扰动助推价格上涨 11
2.2 全球粮价回暖拉动需求，油价中枢上行支撑成本 12
2.3 草甘膦供需结构持续向好，价差走扩盈利逐步修复 15

3. 有机硅协同景气向好，终端延伸提高盈利水平..... 18

4. 前瞻布局新兴市场，硅基材料赋能未来产业 24

4.1 光纤光缆：景气加速上行，关键材料供需趋紧 24
4.2 AI 算力：硅基液冷开启绿色算力新纪元 25
4.3 人形机器人：仿生电子皮肤打开具身智能想象空间 26

5. 盈利预测与投资评级..... 27

6. 风险提示 31

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：公司历史沿革 6
图 2：公司主要业务及生产基地 7
图 3：公司股权结构（截至 2025 年报） 7
图 4：子公司镇江江南化工净利润情况（万元） 8
图 5：公司有机硅核心子公司净利润情况（万元） 8
图 6：2016-2025 年公司营业收入 9
图 7：2016-2025 年公司归母净利润 9
图 8：近三年公司利润率处于底部 9
图 9：近年来公司期间费用率保持相对稳定 9
图 10：2021-2025 年公司营收结构占比情况 9
图 11：2021-2025 年公司主营业务毛利率情况 9
图 12：2021-2025 年公司毛利结构占比情况 10
图 13：2016-2025 年可比公司毛利率情况 10
图 14：公司农药产品销量数据及同比变动（吨） 10
图 15：公司硅基产品销量数据及同比变动（吨） 10
图 16：中农立华原药价格指数底部确定（点） 11
图 17：农药三大品类价格指数均已实现触底回升（点） 11
图 18：近年来跨国公司库存水平（百万美元） 11
图 19：近年来国内企业库存水平（亿元） 11
图 20：联合国粮农组织谷物价格指数 12
图 21：主要粮食作物期货结算价（美分/蒲式耳） 13
图 22：布伦特及 WTI 原油期货结算价（美元/桶） 13
图 23：农药重要原材料价格走势（元/吨） 13
图 24：主要农药产品价格走势（万元/吨） 14
图 25：草甘膦价格走势复盘（万元/吨） 16
图 26：草甘膦毛利及库存水平 16
图 27：草甘膦生产经典工艺流程 17
图 28：公司草甘膦-有机硅循环经济示意图 18
图 ：有机硅产业链示意图 .....

下载日志已记录，仅供内部参考

图 30：有机硅中间体表观消费量 19
图 31：聚硅氧烷进出口数据 19
图 32：我国聚硅氧烷进出口均价（美元/吨） 20
图 33：国内聚硅氧烷出口去向 20
图 34：有机硅行业协同事件梳理 22
图 35：国内有机硅 DMC 价格价差情况 23
图 36：国内有机硅 DMC 开工率（%） 23
图 37：国内有机硅 DMC 库存（吨） 23
图 38：光纤组成示意图 25
图 39：光缆产品组成示意图 25
图 40：国内液冷服务器市场规模及预测 25
图 41：公司有机硅液冷解决方案 25
图 42：全球电子皮肤市场规模（亿美元） 26
图 43：全球电子皮肤地域结构占比 26

表 1：全球草甘膦现有产能（万吨） 15
表 2：全球草甘膦现有产能（万吨） 15
表 3：有机硅材料特性及说明 18
表 4：海外有机硅产能情况 21
表 5：国内有机硅 DMC 产能格局 21
表 6：国内有机硅 DMC 供需平衡表（万吨） 21
表 7：全球光纤光缆需求测算（万芯公里） 24
表 8：农药板块关键假设表 28
表 9：有机硅板块关键假设表 28
表 10：可比公司估值表 29
表 11：合并利润表 29
表 12：合并现金流量表 30
表 13：合并资产负债表 31

下载日志已记录，仅供内部参考

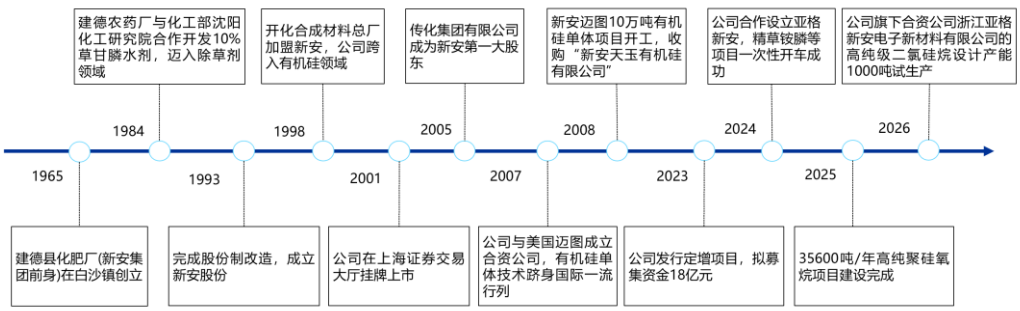
1. 国内草甘膦领先企业，有机硅拐点已至景气向好

1.1 草甘膦&有机硅双轮驱动，拐点已至景气持续向好

公司为国内草甘膦领军企业，有机硅协同驱动打开成长空间。公司自 1965 年设立以来，深耕于作物保护化学品的生产与销售以及有机硅化学品的研发，围绕客户需求及自身优势，持续丰富产品品类、提升产品品质，目前主营作物保护、硅基新材料、新能源材料三大产业，其中作物保护形成了“中间体-原药-制剂”一体化发展模式，涵盖种子种苗、除草剂、杀虫剂、杀菌剂、作物营养等完整的作物保护体系，为保障粮食安全、助力增产增收提供植保综合解决方案；硅基新材料拥有从上游硅矿开采冶炼、有机硅单体合成、下游产品制造的完整产业链，产品广泛应用于电力通信、轨道交通与汽车、医疗健康、电子科技等领域，畅销全球 130 多个国家和地区。

1997 年，公司技术人员经过反复试验，成功将“氯甲烷”回收净化，用于合成有机硅单体，同时又将有机硅单体生产的副产品盐酸精制后用于草甘膦生产，首创了“循环经济”模式；1998 年，公司吸收兼并开化县国有企业开化合成材料总厂，正式进入有机硅产业；2007 年，公司与全球有机硅行业大型企业美国迈图成立合资公司，公司有机硅板块取得重大突破；2008 年，公司与迈图 10 万吨有机硅单体项目开工，并且收购子公司新安天玉；2012 年，公司在西非加纳建立中国农化领域首条草甘膦配置生产线，公司出海取得重大进展；2018 年，公司与德国赢创合作投产 8000 吨草甘膦生产关键助剂——白炭黑项目，以加强企业产业链上游稳定性；2020 年，公司全资子公司镇江江南 30 万吨/年有机硅单体氯资源综合利用项目成功投产，公司有机硅终端化取得初步进展；2021 年并购合肥星宇，进入杀虫杀菌系列，打破农化产品系列单一的发展瓶颈；2022 年，公司成立启源新材料子公司，并收购湖北金灿、湖北皇恩烨，正式进军新能源赛道；2023 年公司发行定增项目，拟募集资金 18 亿元；2024 年，公司合作设立亚格新安，精草铵膦等项目一次性开车成功；2025 年，35600 吨/年高纯聚硅氧烷项目建设完成；2026 年，公司旗下合资公司浙江亚格新安电子新材料有限公司的高纯级二氯硅烷设计产能 1000 吨试生产。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

构建“氯-磷-硅”循环经济，推动从“产品出海”向“战略出海”的全面转型。公司在三大产业的融合发展中持续演进、厚积成势，不仅构筑了资源高效利用、绿色低碳的产业生态，更成为驱动各板块协同增效、相互赋能的核心脉络。未来，公司围绕“一总部、一平台、四大区”战略布局，整合全球优势资源，提升进出口平台能级，筹建欧洲大区运营中心，升级美洲大区分销渠道，深耕非洲大区本土服务，加强印太大区生态共建，打造全球运营新模式、新体系。

图 2：公司主要业务及生产基地



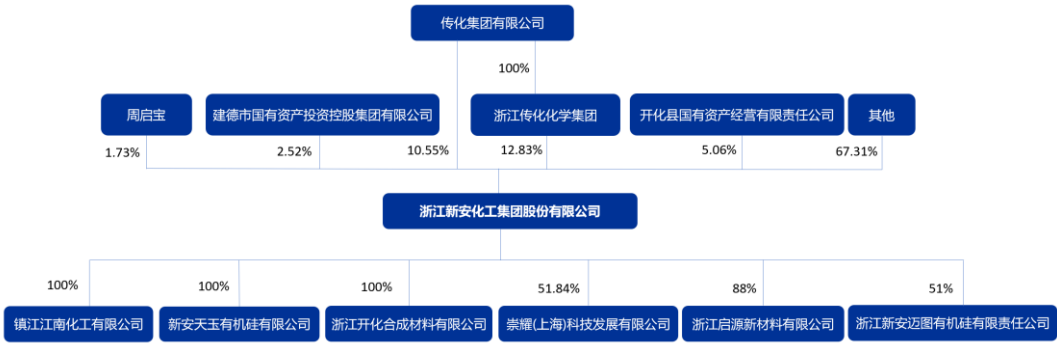
资料来源：公司官网，申万宏源研究

前瞻布局硅基新材料领域，有机硅终端应用多点开花。在终端高附加值产品开发方面，现有 50 万吨有机硅单体产能中 80%以上用于下游自产，涵盖生胶、107 胶等初级深加工产品及混炼胶、液体胶、密封胶、特种硅油等终端品类，有机硅终端转化率近 50%，终端品类达 3500 余种，围绕新能源汽车、电力通信、医疗健康、电子科技、AI 算力、人形机器人等应用场景提供整体解决方案，2025 年成功实现算力冷却液、机器人皮肤、半导体封装、高压电力硅橡胶等前沿材料商业化应用。

公司股权结构相对分散，传化集团为实控人。截至 2025 年报，传化集团有限公司持股比例共计为（含直接及间接控股）23.38%，为公司实际控制人，传化集团是浙江萧山起家的大型多元化民企集团，核心覆盖化工新材料、智能物流、科技城、农业四大板块，通过股权、产业链、全球化深度绑定，推动新安从基础化工向高端新材料、新能源材料转型。

图 3：公司股权结构（截至 2025 年报）

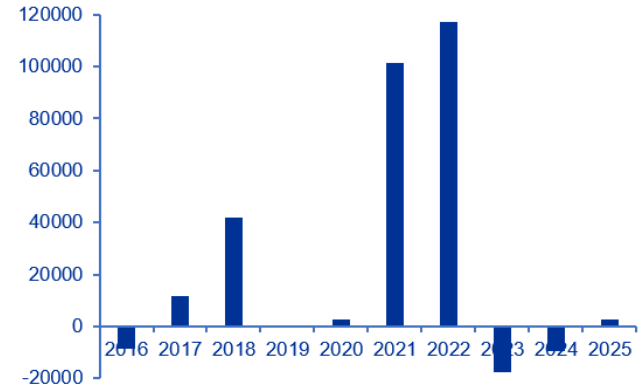
下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：Wind，申万宏源研究

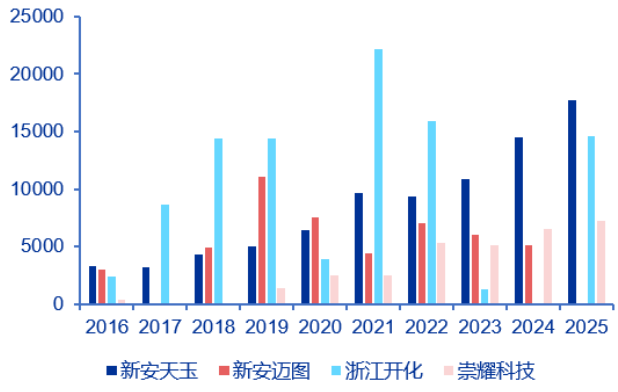
公司闭环产业矩阵有序分布，25 年草甘膦、有机硅业绩双拐点确立。镇江江南化工拥有草甘膦产能 5 万吨/年，有机硅单体产能 20 万吨/年，具有较大的业绩弹性。22 年草甘膦、有机硅双双处在价格高点，公司净利润为 11.72 亿元，23-25 年因价格下行，行业处于去库周期，行业开工率低位运行，江南化工业绩承压。浙江开化为公司有机硅单体及功能性硅烷核心子公司，近三年因厂区整体搬迁未贡献利润。新安天玉是公司在华南最重要的有机硅终端制品平台，主营高附加值硅橡胶，抗周期能力强、盈利稳定，是集团在行业低谷期的核心利润支柱之一。新安迈图是公司与全球有机硅巨头美国迈图（Momentive） 合资的核心单体生产平台，有机硅单体产能 20 万吨/年，公司控股 51%，盈利能力相对稳健。崇耀科技是公司旗下有机硅特种功能材料、高端助剂平台，是集团终端化、高端化战略的核心盈利引擎，近年来盈利能力稳健增长。

图 4：子公司镇江江南化工净利润情况（万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：公司有机硅核心子公司净利润情况（万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 农化周期筑底景气向上，有机硅终端渗透贡献业绩

公司营业收入相对稳健，归母净利润受草甘膦、有机硅周期影响较大。2018 年与 2021-2022 年为阶段性高点，2018 年国内有机硅与农药双板块景气提升、产品价格大幅增长，拉动营收与利润显著上行，毛利率与净利率同步抬升至高位，达到阶段性的第一个峰值，归母净利润 12.33 亿元，同比增长 131%。2021-2022 年全球供给扰动，海内外渠道商恐慌性补

下载日志已记录，仅供内部参考

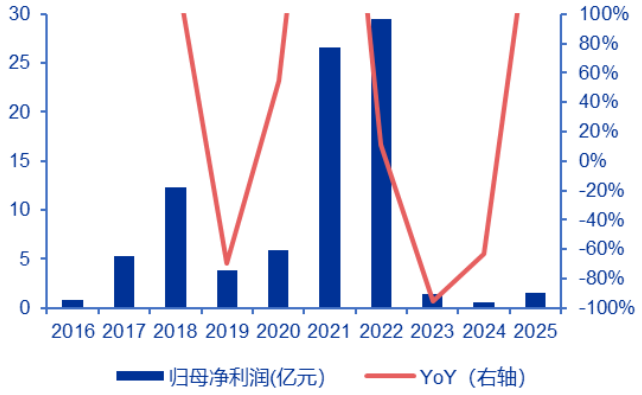
库驱动草甘膦价格达到历史峰值，从而推动公司业绩达到历史峰值，2022 年归母净利润为 29.55 亿元。2023-2025 年农药行业处于去库存周期，需求走弱，产品价格一路下行，叠加有机硅行业新增产能，公司业绩处在历史底部。2025 年来在行业自律与价格企稳背景下公司业绩边际改善，通过有机硅终端高附加值与农化制剂高转化率贡献底部利润。

图 6：2016-2025 年公司营业收入



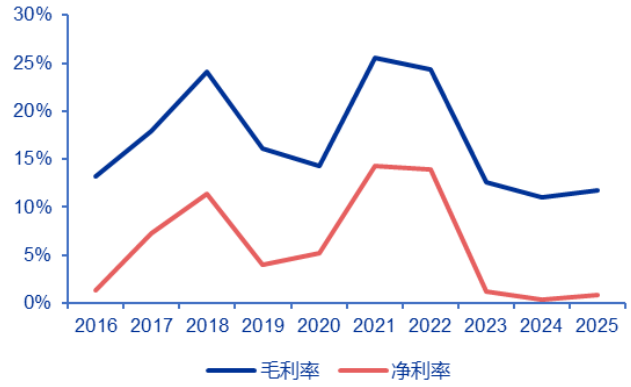
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：2016-2025 年公司归母净利润



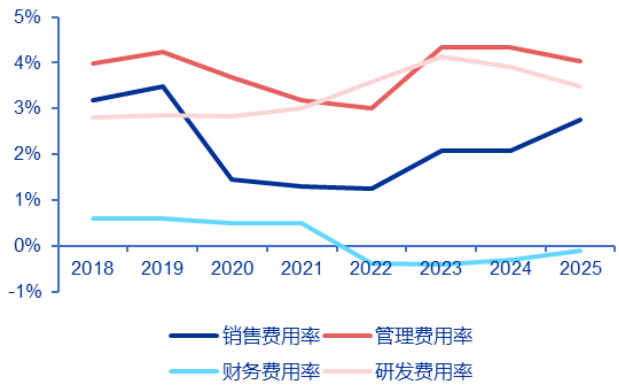
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：近三年公司利润率处于底部



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：近年来公司期间费用率保持相对稳定



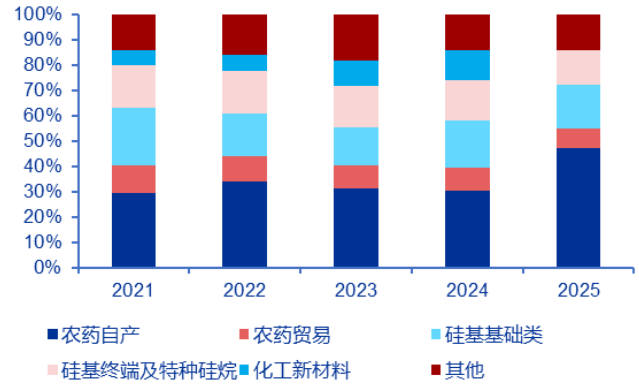
资料来源：Wind，申万宏源研究

公司自产农药营收占比呈上升趋势，有机硅终端产品毛利水平稳健提升。根据公司公告，2025 年公司自产农药营收结构占比提升至 47%，农药贸易营收占比逐年下滑，2021 年占比为 13%，2025 年已下滑至 8%。化工新材料营收占比呈现增长态势，2021 年占比仅为 6%，2024 年已提升至 12%，2025 年公司调整统计口径，调整至“农化产品”。从毛利率水平来看，公司农药自产与硅基基础类产品均呈现一定的下滑态势，农药贸易、化工新材料毛利率水平相对稳健，硅基终端及特种硅烷产品毛利率稳健增长，2023 年为 18%，2025 年已上涨至 22%，从毛利占比情况来看，2021 年毛利占比仅为 15%，2025 年已提升至 26%，终端产品抗周期能力强，是集团在行业低谷期的核心利润支柱之一。

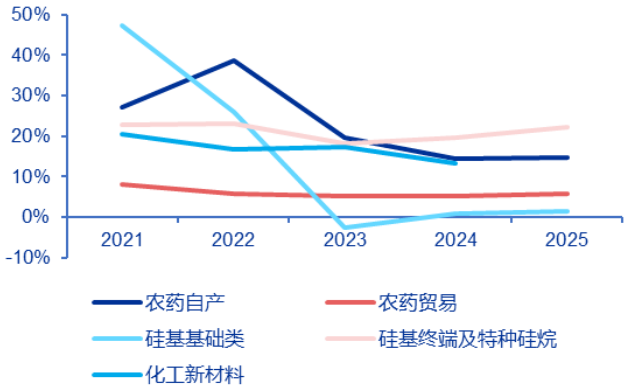
图 10：2021-2025 年公司营收结构占比情况

图 11：2021-2025 年公司主营业务毛利率情况

下载日志已记录，仅供内部参考

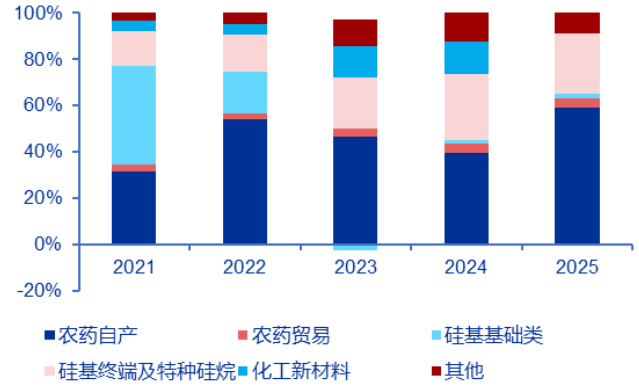


资料来源：Wind，申万宏源研究



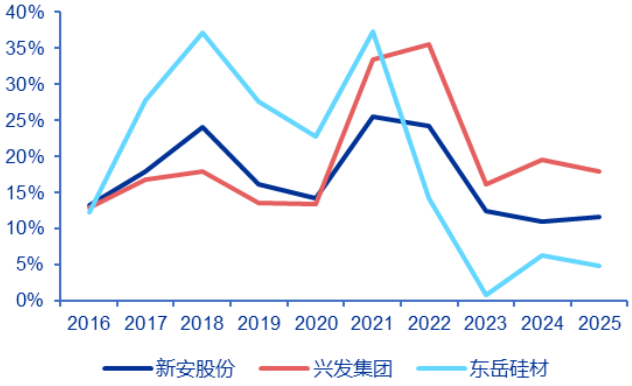
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：2021-2025 年公司毛利结构占比情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：2016-2025 年可比公司毛利率情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

公司农药产品销量已实现触底回升，硅基产品终端转化率逐步提升。根据公司公告，农药原药销量 23、24 年处于下滑状态，主要系海内外农药行业均处于去库存周期，24 年原药销量仅为 2.31 万吨，25 年来随农药行业渠道库存已恢复到正常水平，25 年农药原药销量重回上升态势，销量数据增长至 3.72 万吨。公司农药制剂销量自 22 年至今一直处于上升态势，主要系公司制剂转化率逐步提升，目前公司制剂转化率在 70%以上。硅基终端高附加值产品开发与应用迅速，现有 50 万吨有机硅单体产能中超 80%用于下游自产，有机硅终端转化率（不含中间体）近 50%。

图 14：公司农药产品销量数据及同比变动（吨）

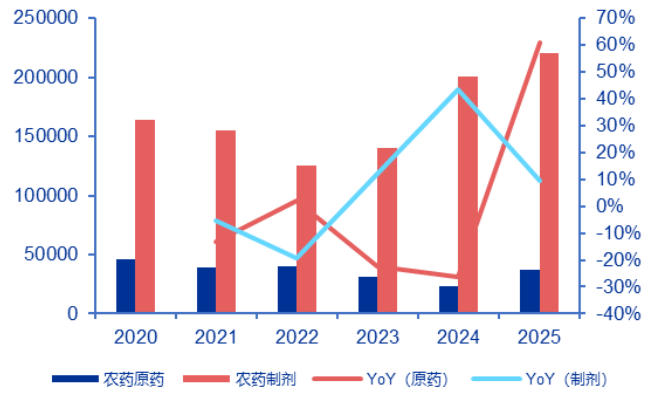
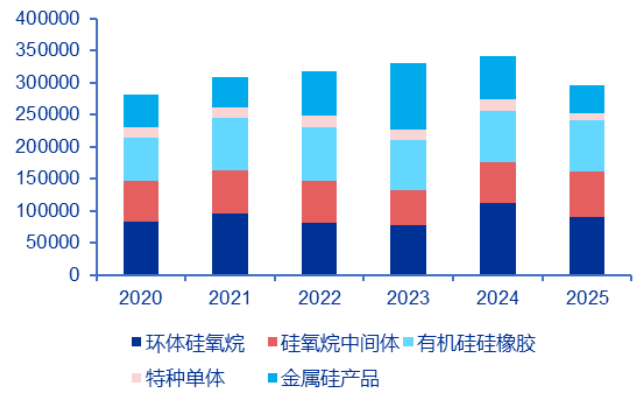


图 15：公司硅基产品销量数据及同比变动（吨）



下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：Wind，申万宏源研究

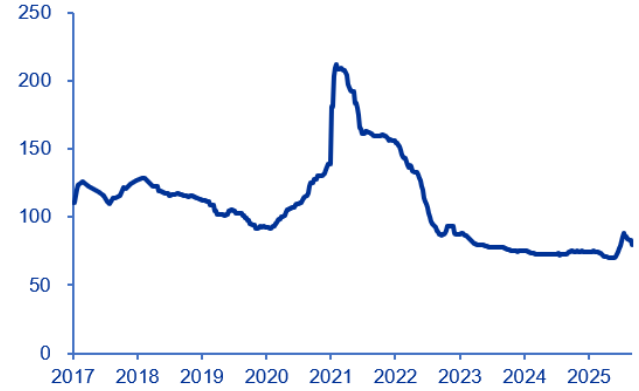
资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 农药行业周期筑底，景气有望稳步修复

2.1 三年去库存卓有成效，地缘扰动助推价格上涨

2022 年以来，供求关系快速转变导致农药原药价格大幅下跌，行业进入持续下行周期。2021Q4 国内能耗双控影响导致农药原药供应短缺，叠加 2022 年 2 月底地缘冲突导致能源价格上涨以及物流不畅，市场对供应担忧带来了恐慌性的加量采购，农药原药以及制剂的价格飙涨。自 2022Q3 末伴随着超量订购的货物送抵，海外主要市场库存高企，以及供应端产能持续扩张导致供求关系快速转变，产品价格快速下行，下游市场端采购开始持观望态度，需求疲软加剧了阶段性供应过剩，导致农药产品价格大幅回落，众多产品价格跌至近 10 年来历史的最低点。根据中农立华原药数据，截至 2025 年底，原药价格指数为 71.44，24 年同期为 72.96，仍处于磨底状态。

图 16：中农立华原药价格指数底部确定（点）



资料来源：中农立华原药，申万宏源研究

图 17：农药三大品类价格指数均已实现触底回升（点）



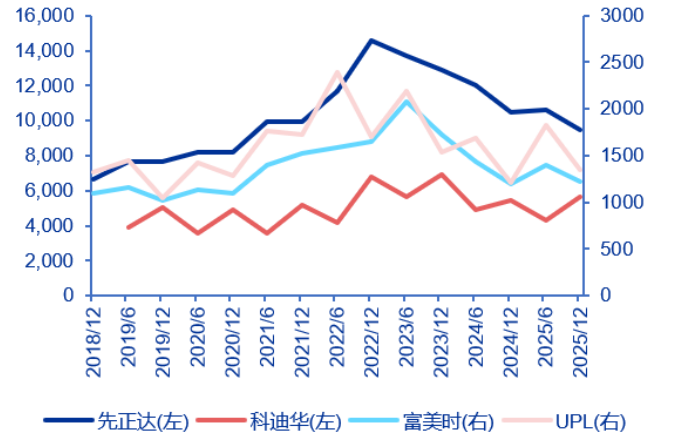
资料来源：中农立华原药，申万宏源研究

2023-2024 年全球市场持续去库存，截至 25 年底库存已基本恢复至 2022 年之前状态，市场采购需求不断恢复。2023-2024 年农药市场采购需求相对疲软，渠道商及终端用户采购习惯呈现尽量少库存， 晚采购，随用随购，碎片化采购的倾向，去库存成为行业主旋律。根据海内外各个公司数据披露，目前行业整体去库取得成效，UPL、纽发姆、安道麦等跨国公司，以及扬农化工、广信股份等国内企业库存均回归至 2022 年之前的正常水平，甚至部分企业以及市场库存已经处于低位状态。25Q4 的冬储行情需求偏弱，跨国公司等仍采取“即买即用”的采购策略，以维持充裕的现金流应对未来行业变化。这样的库存水平与 26 年用药季的刚性需求产生了阶段性的供需错配，带动行业景气度加速修复。

图 18：近年来跨国公司库存水平（百万美元）

图 19：近年来国内企业库存水平（亿元）

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：彭博，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 全球粮价回暖拉动需求，油价中枢上行支撑成本

近期全球粮价呈现持续回暖上行态势，对农药行业带来一定的需求拉动。近期全球粮价呈现持续回暖上行态势，联合国粮农组织食品价格指数 2026 年 4 月达 130.7 点，环比上涨 1.6%、同比上涨 2.0%，谷物价格指数 4 月平均为 111.3 点，环比上涨 0.8%，同比上涨 0.4%。此轮粮价上行由多重因素共振驱动：**一是地缘冲突扰动供应链**，地缘冲突升级导致海峡航运受阻，全球能源、化肥供应紧张，直接推高粮食种植成本。同时原油作为农业生产核心能源，刺激生物燃料需求，挤占粮食供给。**二是极端气候冲击产量，**根据联合国评估，自 2024 年起，全球 3/4 以上的地形将比 30 年前更加干燥。且根据中国气象局国家气候中心预测分析，今年后期可能进入厄尔尼诺状态，或导致全球作物减产。

粮价上涨显著提升农户种植收益，全球播种面积扩大、复种指数提高，为追求更高亩产，农户对除草剂、杀虫剂、杀菌剂的用药意愿增强，农药需求滞后 6-12 个月进入释放期。同时，化肥短缺导致作物抗病虫能力下降，病虫害发生风险提升，进一步催生刚性用药需求。

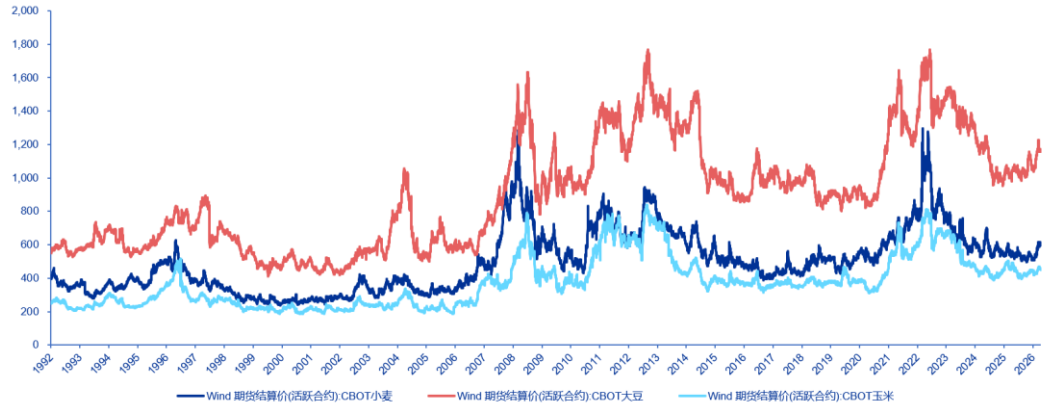
图 20：联合国粮农组织谷物价格指数



资料来源：联合国粮食及农业组织，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

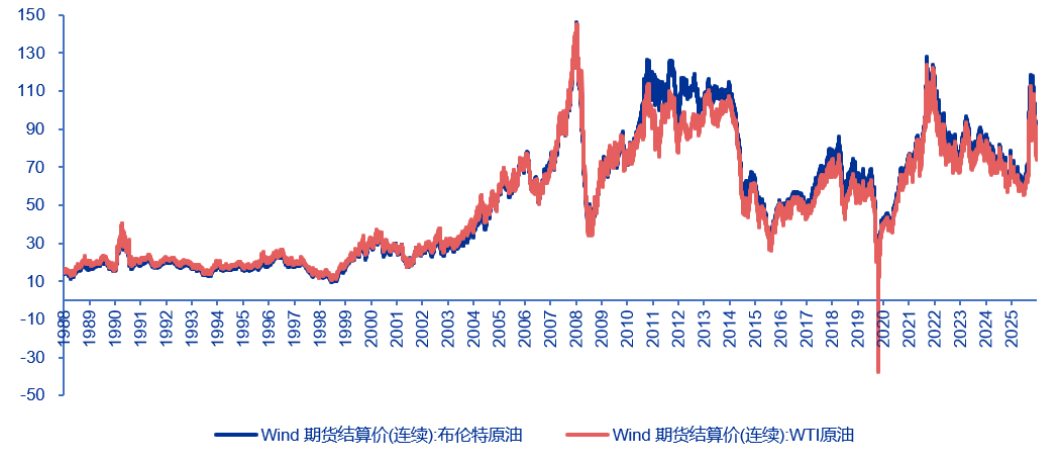
图 21：主要粮食作物期货结算价（美分/蒲式耳）



资料来源：Wind，申万宏源研究

地缘冲突虽有缓和但扰动仍在，油价中枢上移成本实质性抬升。本轮地缘冲突直接影响全球能源咽喉，全球约 30% 海运原油、20% LNG 贸易受阻，布伦特原油价格在每桶 70-120 美金宽幅震荡。农药行业持续受国际地缘局势扰动，全球能源及化工供应链整体偏紧，原油等基础原料价格高位震荡，带动关键中间体成本上行，推动原药市场整体呈普涨上行格局。根据 Wind 数据，硫磺价格今年 2 月底仅为 4050 元/吨，截至 6 月 23 日价格为 9400 元/吨，近期涨幅为 132%，甲醇价格今年 2 月底为 2255 元/吨，截至 6 月 23 日价格为 2825 元/吨，近期涨幅为 25%，纯苯价格今年 2 月底为 6140 元/吨，截至 6 月 23 日价格为 7050，近期涨幅为 15%。

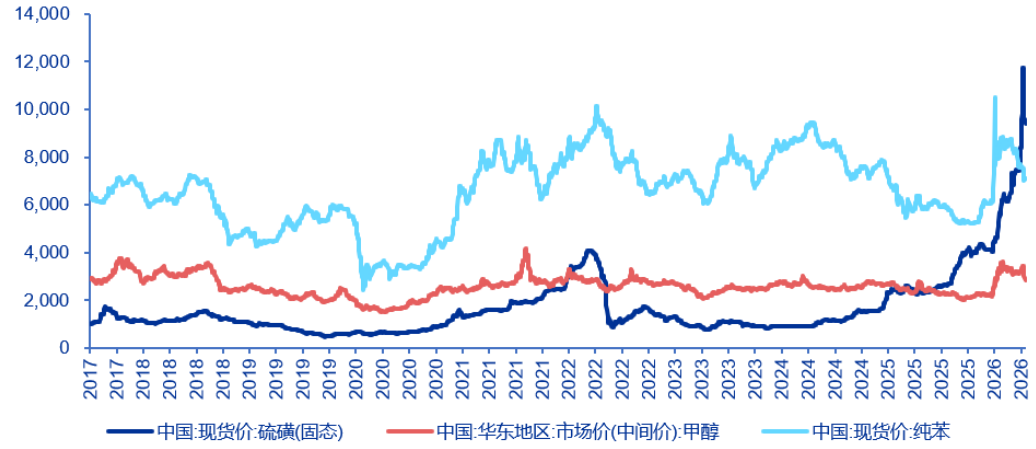
图 22：布伦特及 WTI 原油期货结算价（美元/桶）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 23：农药重要原材料价格走势（元/吨）

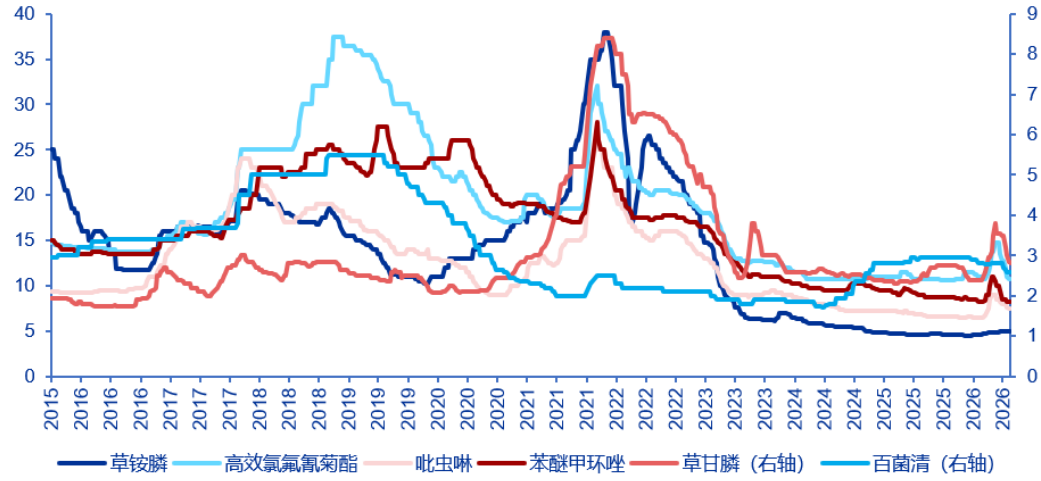
下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：Wind，申万宏源研究

3-4 月地缘冲突推涨原材料成本，农药价格迎来普涨潮，最大品类草甘膦为涨价风向标。在行业库存偏低的背景下，叠加用药季刚需释放，整体产业链成本传导较快，终端市场成本传导逐步通畅，行业整体共振，支撑了行情阶段性正反馈循环的涨价逻辑。截至 5 月 10 日，多数产品价格上涨至阶段性高点，农药最大品种草甘膦价格为 3.5 万元/吨，较年初涨幅 46%，杀虫剂氯虫苯甲酰胺价格为 30 万元/吨，近期涨幅 54%，杀菌剂丙环唑价格为 10 万元/吨，较年初涨幅 52%。

图 24：主要农药产品价格走势（万元/吨）



资料来源：中农立华原药，百川盈孚，申万宏源研究

5 月以来随北半球采购接近尾声，原材料价格回落带动产品价格再度承压。1）需求侧，国内春耕临近尾声，需求阶段性有所回落；2）成本侧，原材料价格冲高回落，对价格支撑力度有限。25 年行业触底信号明确，价格短期虽有冲高回落但价差同比走扩。且本轮冲击对于海外农药企业的影响更大，随地缘扰动持续存在，全球农药供应格局有望重塑。后续关注去产能周期与补库存周期共振，行业有望持续修复。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 草甘膦供需结构持续向好，价差走扩盈利逐步修复

全球草甘膦需求稳健增长，转基因作物推广带来增量需求。草甘膦作为全球第一大农药单品，约占据全球除草剂 30%的市场份额，占全球农药总用量的 15%，是玉米、大豆、棉花、小麦等主要大田作物的首选除草剂。据 S&P Global 数据，2022 年全球草甘膦销售额为 79 亿元，需求约为 70-80 万吨。随着转基因作物种植面积增加以及百草枯等除草剂逐渐退出市场，草甘膦市场需求仍有增长空间，根据中科农福（北京）生物技术有限公司总经理徐光在第二十二届全国农药交流会主题大会上的演讲，如果我国开始大面积推广耐除草剂转基因作物，预计将在 5-8 年内带来新增 5-8 万吨草甘膦需求。

表 1：全球草甘膦现有产能（万吨）

草甘膦	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
产能	72.5	72.5	73	76	76	76	76	76	81	81	86
同比		0%	1%	4%	0%	0%	0%	0%	7%	0%	6%
产量	55.06	58.19	56.19	62.05	56.99	52.89	61.38	62.10	65.20	67.16	69.17
同比		6%	-3%	10%	-8%	-7%	16%	1%	5%	3%	3%
表需	55	58	56	62	57	53	61	62	65	67	69
开工率	76%	80%	77%	82%	75%	70%	81%	82%	80%	83%	80%

资料来源：百川盈孚，钢联数据，申万宏源研究

草甘膦新增产能有限，供给格局趋于稳定。随着安全环保趋严，叠加 2017 年供给侧改革影响，部分产能逐步退出，近年来我国草甘膦产能趋于稳定，跟据我们统计，当前行业产能约为 118 万吨，其中国内产能 81 万吨，全球产能占比接近 70%，实际供应份额占比超 80%，目前在建产能主要是贵州瓮福 5 万吨，整体供给格局趋于稳定。国内草甘膦头部供应企业主要有兴发集团 23 万吨，福华通达 15 万吨，新安股份 8 万吨等。

表 2：全球草甘膦现有产能（万吨）

企业	IDA 法	甘氨酸法	总产能	所在地
拜耳	37		37	美国、比利时、巴西、阿根廷
兴发集团		23	23	湖北宜昌 13 万吨、内蒙乌海 10 万吨
福华通达		15	15	四川乐山
新安股份		8	8	江苏镇江 5 万吨、浙江建德 3 万吨
其他	4	3	7	江苏南通
江苏好收成	7		7	江苏南通
贵州瓮福		5	5	贵州瓮安
广信股份		3	3	安徽池州
和邦生物	5		5	四川乐山
河南东方红		3	3	河南许昌
扬农化工	3		3	江苏扬州
广安诚信	2		2	四川广安
合计	58	60	118	

资料来源：百川盈孚，钢联数据，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

美国、中国先后将磷系产品列为战略资源，草甘膦有望迎来价值重估。2026 年 2 月 18 日，特朗普政府援引《国防生产法》发布行政令，正式将磷元素与草甘膦除草剂列为美国战略资源，以保障国内供应链安全。根据钢联数据，拜耳产能 37 万吨/年，美国本土（孟山都）爱荷华州 Muscatine 设计产能在 20 万吨/年，有效产能约 10 万吨/年附近。美国作为农业大国，大豆、玉米、棉花等转基因作物种植稳定，草甘膦为刚需除草方案，美国年消费量约 20-25 万吨原药，年缺口量 10-15 万吨，高度依赖中国进口，此法案的颁发或提高美国本土化有效产能利用率，保护美国本土草甘膦原药产能，对美国草甘膦致癌风波可能带来的扰动强有力回应，巩固草甘膦在除草剂市场的地位。自 2026 年 6 月 15 日起，国务院第 839 号令《中华人民共和国矿产资源法实施条例》正式施行，磷矿等共 36 种关键矿产被写入国家战略性矿产资源目录，实施探、产、供、储、销全链条统筹管控。磷矿正式列入国家战略资源，对草甘膦价格形成强有力的支撑。

图 25：草甘膦价格走势复盘（万元/吨）

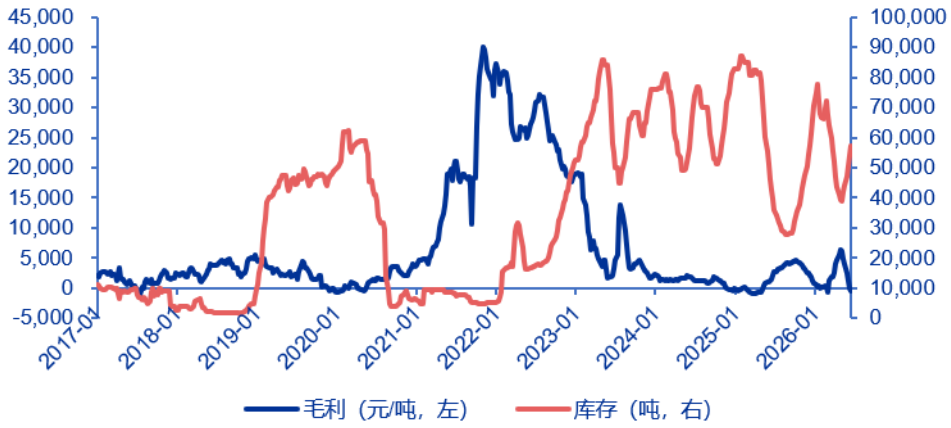


资料来源：中农立华原药，申万宏源研究

本轮涨价行情价差走扩，短期价格虽有回落，但同比仍有修复。从原材料成本端来看，根据百川盈孚数据，甘氨酸 2 月底价格为 1.10 万元/吨，截至 6 月 24 日价格已上涨至 1.25 万元/吨，涨幅为 13%；黄磷 2 月底价格为 2.4 万元/吨，截至 6 月 24 日价格已上涨至 3.26 万元/吨，涨幅为 34%；多聚甲醛 2 月底价格为 0.45 万元/吨，截至 6 月 24 日价格已上涨至 0.53 万元/吨， 涨幅为 19%，综合来看草甘膦 Q2 平均毛利超 3000 元/吨，价差走扩，对于公司业绩将带来修复。进入 5 月下旬，春耕逐步进入尾声，采购需求阶段性回落，叠加地缘扰动有所缓和，原材料成本下降，价格有所下滑，但从价差角度同比仍有改善。

图 26：草甘膦毛利及库存水平

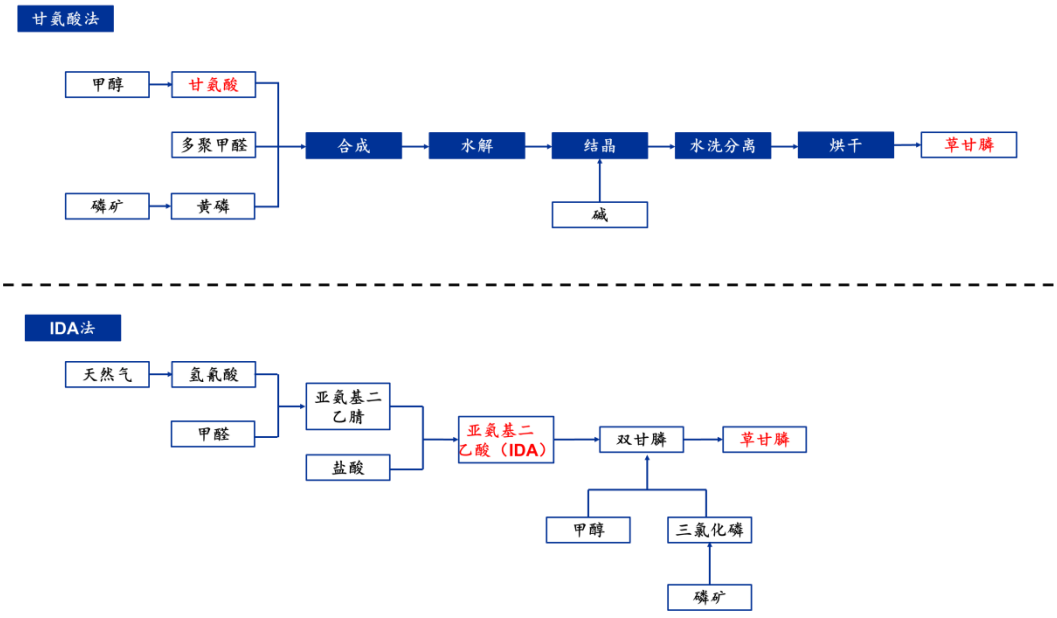
下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：Wind，申万宏源研究

国内草甘膦生产工艺包含甘氨酸法和 IDA 法，国内目前以甘氨酸法为主。甘氨酸法制草甘膦需要甘氨酸、多聚甲醛等核心原材料，并以甲醇、黄磷等作为辅料，在经过合成、水解、结晶、水洗分离等相关环节后，烘干形成草甘膦原药。甘氨酸法布局初始资金需求较小，投产相对简单，是当前国内厂商生产草甘膦的主要方法，使用该方法的厂商包括兴发集团、新安股份和扬农化工等，但该方法环保性能相对较差。IDA 法则以亚氨基二乙腈和盐酸等作为初始原料，经合成生成亚氨基二乙酸（IDA）等核心原料，再辅以三氯化磷和甲醇等经多环节生成双甘膦中间体，最后环节生成草甘膦。

图 27：草甘膦生产经典工艺流程



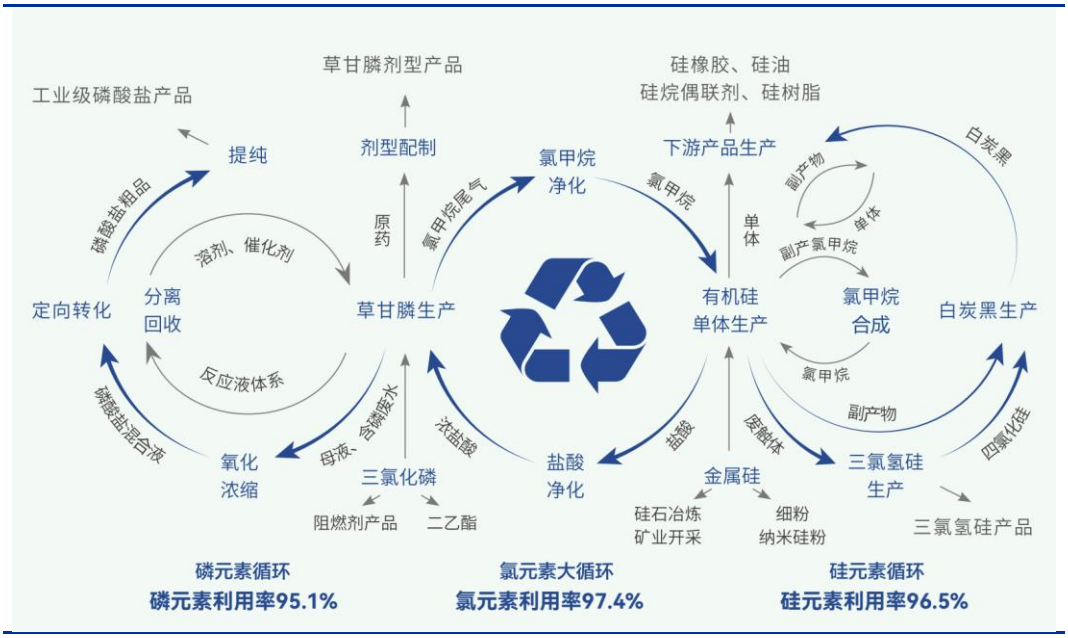
资料来源：新安股份公告，和邦生物公告，智研咨询，申万宏源研究

公司草甘膦工艺处于领先水平，成功打通草甘膦-有机硅循环经济模式。1997 年，新安技术人员经过反复试验，成功将 “氯甲烷”回收净化，用于合成有机硅单体，同时又将有机硅单体生产的副产品盐酸精制后用于草甘膦生产，首创了“循环经济”模式，该项成果荣获国家科技进步二等奖，并在行业内得到推广应用。2012 年，针对高浓度含盐有机磷废水

下载日志已记录，仅供内部参考

处理世界难题，全球首创连续催化氧化-定向转化-逆向合成磷回收技术。该循环模式通过行业广泛应用，截至 2024 年累计回收超过 520 万吨氯甲烷气体，创造直接经济价值 156 亿元。

图 28：公司草甘膦-有机硅循环经济示意图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 有机硅协同景气向好，终端延伸提高盈利水平

有机硅性能优异、形态多样、用途广泛。有机硅是指含有硅碳键（Si-C）、且至少有一个有机基团是直接与硅原子相连的一大门类化合物，包括各类小分子化合物和高分子聚合物。在有机硅产品的结构中既含有“有机基团”，又含有“无机结构”，这种特殊的组成和分子结构使其集有机物的特性与无机物的功能于一身，独特的分子结构赋予了有机硅材料优越的性能，其应用范围已由最初的国防军工行业逐步扩展到建筑、电力、电子电器、汽车、纺织、个人护理等国民经济各个领域。

表 3：有机硅材料特性及说明

材料特性	具体说明
粘结密封性	有机硅由于主链两侧基团分别亲和有机和无机介质，因此可以对有机和无机介质进行很好地粘结。同时有机硅材料还具备良好的防水性能，可用于各类防水密封
耐高低温	有机硅材料的热稳定高，不仅耐高温，而且也耐低温，可以在较宽的温度范围内（-80～260℃）使用，特殊品种的使用温度范围更广，是具有如此宽广温度适应范围的橡胶材料
耐候性	有机硅主链结构不易被紫外线和臭氧所分解，具有比其他高分子材料更优异的耐老化性能，在自然环境下的使用寿命可达数十年
电气性能	有机硅材料具有良好的电气性能，其介电损耗、耐电压、耐电弧、耐电晕、电阻系数等均在绝缘材料中名列前茅。同时，有机硅材料还具有优异的疏水性，可以有效提高电气设备在湿热环境下使用的可靠性
生理惰性	聚硅氧烷是目前已知最无活性的化合物中的一种，具有优异的生物相容性和较好的抗凝血性能，可与人体长期接触而无毒副作用、无刺激性，特别适用于食品及医疗卫生领域

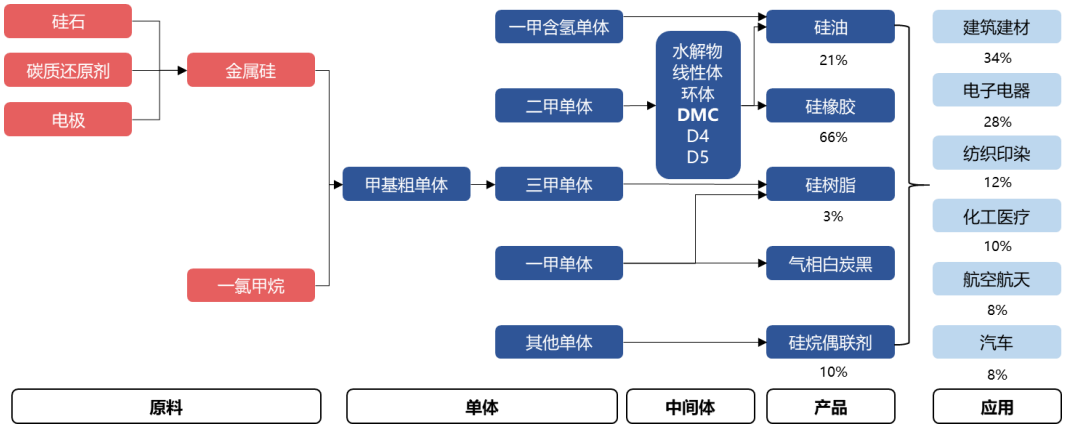
下载日志已记录，仅供内部参考

界面性能（如疏水性、润滑性、消泡性等）	有机硅具有极低的表面张力和较高的表面活性，在疏水、消泡、润滑、防黏、上光等应用领域具备优异的使用性能，可作为表面活性剂、防水剂、高分子材料加工助剂等广泛使用

资料来源：东岳硅材招股说明书，申万宏源研究

有机硅产业链由原材料、单体及中间体、下游深加工产品及终端应用等环节组成。甲基单体是目前使用最广泛的一类单体，占总量的 90%以上。有机硅中间体主要为各类聚硅氧烷，如二甲单体经水解、裂解和精馏等工序制得的水解物、线性体、环体等，是有机硅产业链最关键的中间环节，DMC 为硅氧烷的最主要品类，**其价格变动构成有机硅整体价格走势的“晴雨表”**，此后中间体产品会经过多重环节被加工为包括硅油、硅树脂、硅橡胶、硅烷和粘合剂在内的多种产品并被销售至下游各类市场。下游部分，由于有机硅材料具备耐温、耐候、电气绝缘、地表面张力等优异的性能，因此在建筑、电子电气、纺织、汽车、机械、皮革造纸、化工轻工、金属和油漆、医药医疗、军工等行业广泛应用，形成了丰富的产品品类，大约有 8,000 多个品种应用在各个行业，有工业味精之称。

图 29：有机硅产业链示意图



资料来源：SMM，百川盈孚，东岳硅材招股说明书，申万宏源研究

海外需求旺盛提振出口，我国有望持续抢占海外份额。当前我国有机硅消费量占全球比例超过 70%，据百川盈孚统计，2023 年我国有机硅中间体表观消费量为 150.24 万吨，同比增长 11%，2024 年表观消费量为 181.64 万吨，同比增长 21%，2025 年表观消费量为 201.05 万吨，同比增长 11%，其中 2022 年、2023 年与 2024 年受新能源行业高速增长拉动。早期我国有机硅中间体依赖进口，随着国内相关行业高速发展，2014 年后有机硅中间体出口量已高于进口量。据海关总署数据，2025 年我国聚硅氧烷出口量达 55.89 万吨，同比增长 2%，而进口量近年来基本稳定在 10 万吨附近。随着我国有机硅产业快速扩张，成本优势凸显，叠加海外市场需求增长，预计未来我国有机硅出口仍将保持较快增长。

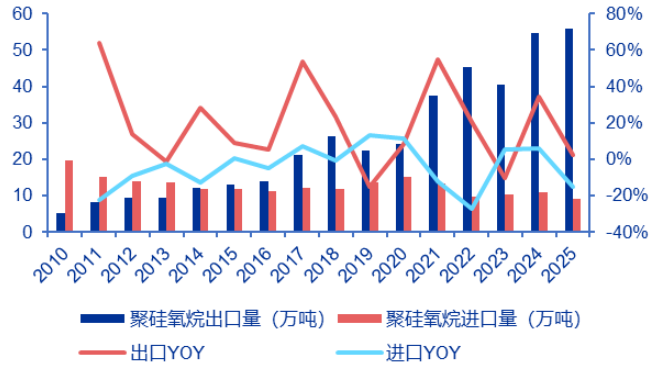
图 30：有机硅中间体表观消费量

图 31：聚硅氧烷进出口数据

下载日志已记录，仅供内部参考



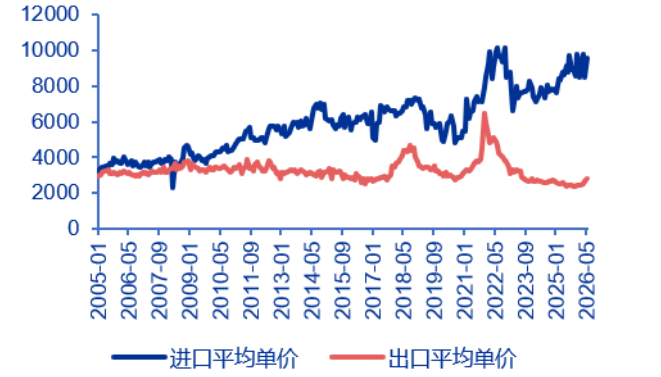
资料来源：百川盈孚，申万宏源研究



资料来源：海关总署，申万宏源研究

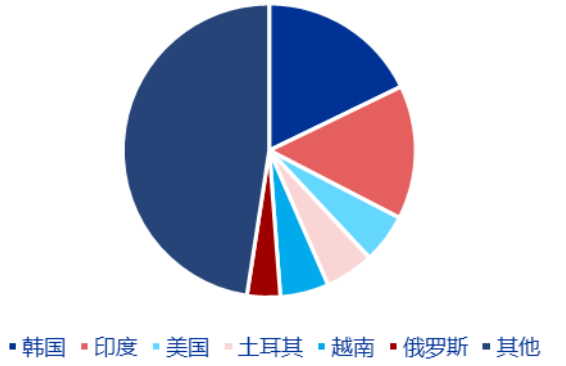
进出口均价差异较大，具备高值化提升空间。从进出口均价来看，两者差异较大，进口溢价可高达 2 倍以上，意味着我国有机硅产品目前结构仍然相对低端，未来存在高值化发展空间。从 2025 年上半年我国有机硅出口目的地来看，韩国、印度、土耳其、美国、越南、俄罗斯占比分别为 18%、15%、5%、5%、5%、4%，中长期而言，我国有机硅产业成本优势稳固，海外产能退出预期下，仍有望持续抢占海外市场份额。

图 32：我国聚硅氧烷进出口均价（美元/吨）



资料来源：海关总署，Wind，申万宏源研究

图 33：国内聚硅氧烷出口去向



资料来源：海关总署，申万宏源研究

受制于成本及环保，近年来国外 DMC 产能陆续退出。目前我国有机硅（折 DMC）产能占全球比重接近 80%，就中间体 DMC 环节而言，海外企业不具备原料、能耗、人工等方面的优势，综合成本较国内更高，且面临环保政策端的压力。因此，目前海外巨头们纷纷转向下游高附加值、深加工环节，有机硅 MDC 产能不增反降。2016 年，迈图关闭德国有机硅厂（DMC 产能 11.5 万吨），2020 年，迈图关闭美国有机硅厂（DMC 产能 11 万吨），2021 年陶氏关闭英国有机硅厂（DMC 产能 5.5 万吨），叠加我国的成本优势，有机硅出口亦呈现高速增长态势。2025 年 7 月，陶氏化学宣布 2026 年中开始关闭英国巴里工厂的基础硅氧烷设施（DMC 产能 14.5 万吨），该装置关停后，预示着欧洲产能供应将减少近三分之一。一方面，此次预期产能退出代表有机硅供给端缩减，有望带来有机硅供需结构的变化，提升行业景气度；另一方面，随着海外重要产能关停进程推进，中国有机硅基础原料及下游产品出口规模存在进一步增长的空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 4：海外有机硅产能情况

厂家	城市	总产能（万吨）	备注
信越化学	日本群马县 Isobe	21	
	泰国 Maptaphut	14	
瓦克化学	德国 Burghausen	20	
	德国 Nunchritz	26	
迈图高新	纽约 Waterford	22	淘汰
	日本 Ota，Gumma	8	
金刚高丽化学	韩国 Ulsan	11	
陶氏	美国 Carrolton，Kent	40	
	英国 Barry，Wales	40	20 年关停老产线 5.5 万吨，剩下的 14.5 万吨计划 26 年中退出
埃肯公司	法国 SaintFons	20	
总计单体产能		160	
折合为中间体 DMC 产能		80	

资料来源：中国氟硅协会（CAFSI），申万宏源研究

21 年后国内有机硅 DMC 产能迅速扩张，目前此轮资本开支已结束。2021 年受内外需共振驱动，有机硅进入景气周期，也导致国内企业纷纷扩产。据百川盈孚数据，2020 年我国有机硅 DMC 产能为 167.5 万吨，2024 年底达到了 344 万吨，接近翻倍增长，其中大部分产能分别于 2022 及 2024 年落地。目前国内产能以蓝星星火、东岳硅材、兴发集团、新安股份、鲁西化工、三友化工等企业为主，行业 CR3 为 46%，CR5 为 62%，格局相对集中。展望未来，在行业协同的大背景下，相关产能落地可能性不大，此轮资本开支已基本结束，静待行业格局逐步改善。

表 5：国内有机硅 DMC 产能格局

企业	地区	产能（万吨/年）	占比	备注
江西星火有机硅	江西	35	10%	
东岳硅材	山东	35	10%	
兴发集团	湖北	30	9%	
新安股份	浙江	25	7%	
鲁西化工	山东	25	7%	
三友化工	山东	20	6%	
陶氏有机硅（张家港）	江苏	20	6%	
云南能投	云南	15	4%	
内蒙古恒星	内蒙古	15	4%	
内蒙古恒业成	内蒙古	15	4%	
中天东方	浙江	13.5	4%	
山东金岭	山东	7.5	2%	2022 年 10 月装置停车
其他	-	88	26%	
合计		344	100%	

资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

表 6：国内有机硅 DMC 供需平衡表（万吨）

有机硅				E	E

下载日志已记录，仅供内部参考

产能	152	168	188	265	265	337	337	337	357
同比		11%	12%	41%	0%	27%	0%	0%	6%
产量	115	128	142	171	181	225	248	247	268
同比		11%	11%	20%	6%	25%	10%	0%	9%
进口	13.63	15.17	13.35	9.77	10.27	10.88	11.42	12.00	13.00
出口	22.37	24.27	37.56	45.30	40.66	54.57	56.21	57.89	58.89
表需	106.16	119.00	117.65	128.09	150.24	181.64	196.15	223.08	224.08
开工率	76%	76%	76%	64%	68%	67%	74%	73%	75%

资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

有机硅需求及成本驱动显著，复盘历史价格弹性较大。站在当下时点，我们认为，有机硅 DMC 扩产周期结束，供需格局有望改善，叠加“反内卷”催化成本端支撑强劲，行业有望走出周期底部，向上弹性较大。

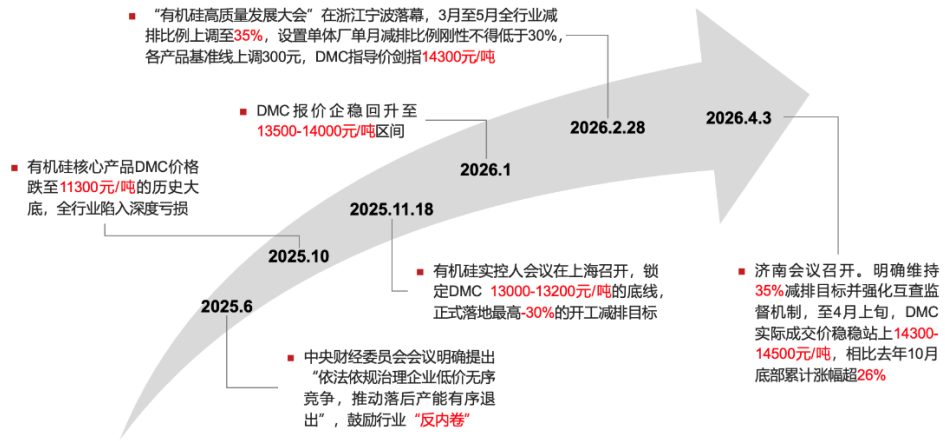
1）2017-2018 年需求驱动：据卓创资讯，17/18 年我国有机硅 DMC 表观消费量增速皆为 10%左右，出口增速分别高达 54%/24%，同时行业几乎无新增产能，DMC 价格由 18500/元/吨上涨至 34500 元/吨。

2）2021 年成本及出口驱动：能耗双控下，金属硅价格上涨，成本端支撑强劲，21 年出口增速高达 55%，DMC 价格由 22000/元/吨上涨至 60000 元/吨。

3）2022 下半年以来，受到行业新增产能较大影响，有机硅 DMC 价格中枢持续向下，成本端工业硅面临相似问题，亦难有支撑。

2025 年 7 月 20 日，东岳硅材合成三期 B 床发生一起火灾事故，在行业开工率合理，库存不高，行业大面积亏损的背景下，厂商挺价意愿强烈，有机硅 DMC 价格由底部 10800 元/吨上涨至 11500 元/吨。

图 34：有机硅行业协同事件梳理



资料来源：中国证券报，新浪财经，证券时报，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

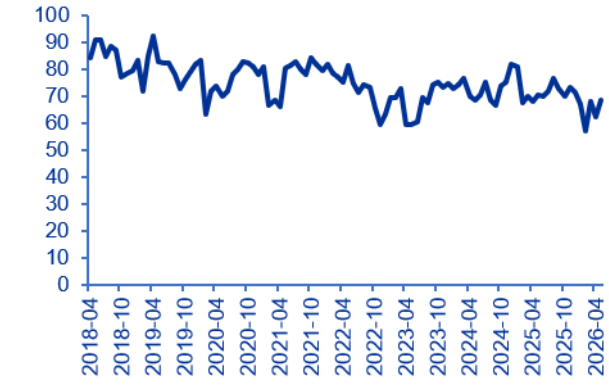
行业协同挺价意愿强烈，供给端自律调控严格执行。2025 年 11 月中旬行业在上海召开由中国氟硅有机材料工业协会主办的“2025 甲基氯硅烷企业高质量发展研讨会“，会议明确减产提价专项目标，上海闭门会后，供给端自律调控严格执行，此后每月均召开协调会议推进相关动作，核心围绕涨价修复利润展开，前期执行开工率下调 30%的政策，行业整体开工率维持在 70%左右。截至 6 月 24 日，DMC 价格为 1.48 万元/吨，价格分位数为 29%，目前价差 0.72 万元/吨，价差分位数为 42%，“反内卷”之下，行业反转的曙光已现，价格价差持续修复。

图 35：国内有机硅 DMC 价格价差情况



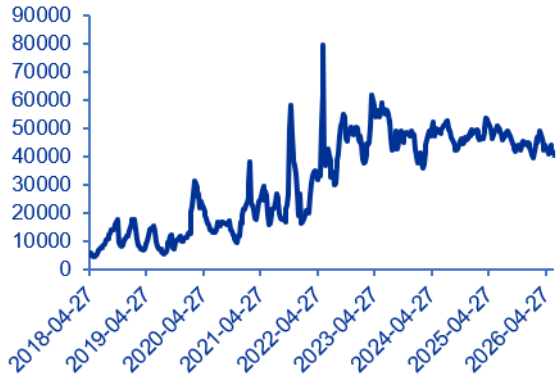
资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

图 36：国内有机硅 DMC 开工率（%）



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

图 37：国内有机硅 DMC 库存（吨）



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

公司有机硅全产业链闭环，子公司专业化程度高，终端品类覆盖最全。上游端，公司拥有储量高达 1 亿吨的高品位硅矿，保障了有机硅生产所需原材料的稳定供应；工业硅环节，盐津 10 万吨工业硅项目全部投产后，公司产能 25 万吨/年；中游有机硅单体产能达 50 万吨/年，处于行业领先地位，通过精益生产严控中间体成本与品质；下游围绕新能源汽车、电力通信、医疗健康、电子科技、AI 算力、人形机器人等场景，开发出一批高附加值终端产品。全产业链布局带来显著协同效益：原材料品质全程可控，保障产品生产稳定性；同时可灵活调整外售与自用比例，提升市场应变能力。子公司新安天玉聚焦硅橡胶、光伏及电子

下载日志已记录，仅供内部参考

胶，崇耀科技聚焦改性硅油、合成革及电子材料等。作为目前国内有机硅产业链最完整、有机硅终端产品品类最齐全的公司之一，公司能够提供包括高温硅橡胶（液体胶、混炼胶）、室温硅橡胶（建筑硅酮胶、工业胶、光伏胶）、特种硅油、硅烷与硅树脂在内的有机硅终端全系列产品，终端产品品类达 3500 余种，并能够为电力通信、轨道交通与汽车、医疗健康、新能源材料、消费电子等多个行业的客户提供整体解决方案。

4. 前瞻布局新兴市场，硅基材料赋能未来产业

4.1 光纤光缆：景气加速上行，关键材料供需趋紧

AI 算力建设带动数据中心光纤需求爆发，当前行业景气度正加速上行。供给端方面，光棒产能扩建周期长达 18–24 个月；叠加行业此前经历一轮低价出清周期，各家企业当下扩产决策普遍趋于保守。目前全球头部光棒厂商产线均处于高负荷运转状态，短期很难形成大规模新增供给。需求端，由 AI 催生的数据中心内部互联、DCI 跨数据中心互联场景，对应的光纤需求占比会持续快速抬升。根据我们测算，2026 年全球光纤总需求约为 7.7 亿芯公里，2028 年预计增长至 10.8 亿芯公里，2025-2028 年的 CAGR 为 18%。

表 7：全球光纤光缆需求测算（万芯公里）

主要使用的光纤种类		2024	2025	2026E	2027E	2028E
光纤总需求		**55000**	**66200**	**76700**	**88000**	**107600**
yoy				**16%**	**15%**	**22%**
传统需求			**54240**	**56000**	**58500**	**61100**
yoy				3%	4%	4%
国内			28300	28000	28500	29100
运营商	G.652.D、G.654.E		23500	23000	23300	23600
其他（电力能源等）	-		4800	5000	5200	5500
海外			25940	28000	30000	32000
数据中心需求			**6960**	**10700**	**19500**	**36500**
yoy				54%	82%	87%
Scale-up（柜内）	G.657.A1/A2、多模 搭配 MMC、MPO 等				1000	8000
Scale-out（楼内+楼间）	G.657.A1/A2、多模		4680	7500	14000	22000
DCI	G.652.D、G.654.E、空芯光纤（未来）		2280	3200	4500	6500
其他需求	G.657.A1/A2		**5000**	**10000**	**10000**	**10000**
yoy				100%	0%	0%

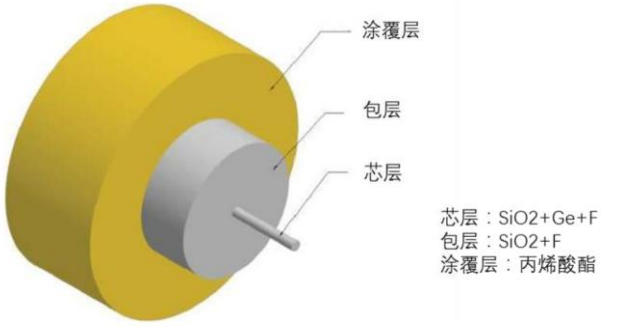
资料来源：Fibermart（光纤市场），CRU（英国商品研究所），申万宏源研究

八甲基环四硅氧烷（D4）已成为光纤预制棒包层核心原料，公司已与海内外头部光纤企业合作多年。工业级 D4 主要由 DMC 蒸馏分离获得，再经过进一步纯化得到光纤级 D4 用于制备光纤预制棒。目前有机硅系列产品中的 D 已成为光纤预制棒包层主流生产工艺

下载日志已记录，仅供内部参考

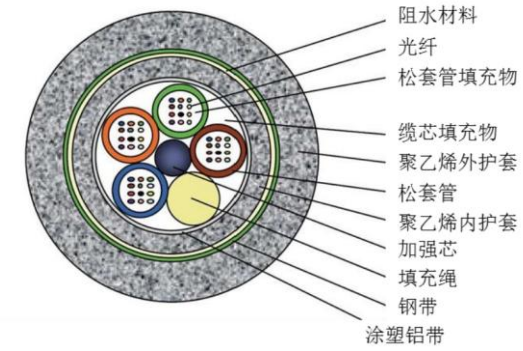
的核心原料，是有效降低合成硅玻璃中的氯含量以及其他危废产生的绿色工艺。2018 年国内企业研发出了 D4 为原料的新一代光棒制造技术，实现了有机硅大尺寸光棒的大规模产业化，公司抓住机遇进入供应链且已稳定供应多年，未来随光线需求高速增长，公司有望显著改善硅基基础产品盈利能力。

图 38：光纤组成示意图



资料来源：长飞光纤招股书，申万宏源研究

图 39：光缆产品组成示意图



资料来源：长飞光纤招股书，申万宏源研究

高纯四氯化硅是制备光纤预制棒芯层、包层二氧化硅玻璃主流的硅源前驱体。光纤玻璃主体为熔融二氧化硅，无法直接用固体石英粉高温沉积，需通过气相水解 / 氧化反应，以 $SiCl_4$气相反应生成高纯 SiO_2微粒，逐层沉积制成预制棒，拉丝后得到通信光纤。根据光纤预制棒生产工艺的不同，高纯四氯化硅又分为 VAD 级、OVD 级、PCVD 级。根据公司公告，公司参股子公司浙江亚格新安电子新材料有限公司现有四氯化硅产能 4 万吨，具备高纯和超纯四氯化硅（6N-9N 级）生产能力，可用于光纤、半导体等行业，相关产能预计将于今年 6 月份正式投入使用。因公司与海内外头部光纤客户稳定合作多年，投产后预计将快速导入，分享到广阔的增量市场。

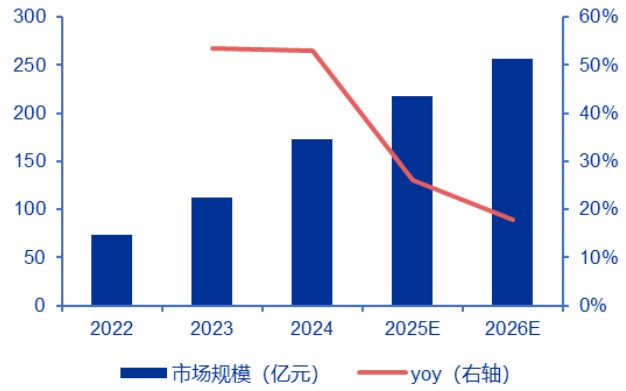
4.2 AI 算力：硅基液冷开启绿色算力新纪元

AI 算力需求增长推动数据中心散热体系升级，液冷成为高功率密度场景的重要路径。根据中商产业研究院数据，2025 年中国液冷服务器市场规模约 218 亿元，2026 年有望达 257 亿元。与此同时，相关政策持续提升数据中心能效要求，全国一体化算力网络长三角枢纽节点大型数据中心能源利用效率（PUE）目标已降至 1.25 以下，液冷技术的重要性进一步提升。

图 40：国内液冷服务器市场规模及预测

图 41：公司有机硅液冷解决方案

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：中商产业研究院，申万宏源研究



资料来源：公司视频号，申万宏源研究

公司加快推进硅基液冷商业化应用，并与算想科技合作落地商用算力平台。根据公司视频号，2026 年 2 月，公司与算力运营商合作，在杭州落地商用浸没式液冷算力平台，将自主研发的硅基冷却液应用于真实负载环境。该项目采用高功率密度浸没式液冷架构，液冷系统总功率达 210 千瓦，可支持多卡并行计算需求，项目实测数据显示 PUE 可降至 1.1 以下，验证了硅基液冷材料在真实负载环境下的应用潜力。与矿物油和氟化液相比，硅油冷却液在耐高温性、化学稳定性、低挥发性、热传导性以及环境友好性等方面具备综合优势，已推出 WAS-201-10、WAS-201-25 两个牌号产品，可满足数据中心等高端应用领域散热需求，并正与液冷服务器厂商、数据中心集成方等合作伙伴推进协同开发。除算力中心外，相关产品还可用于储能电池、充电桩、变压器、医疗设备等场景，有望打开硅基终端新的成长空间。

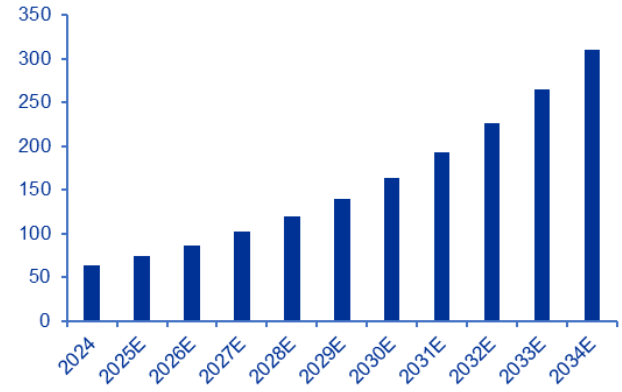
4.3 人形机器人：仿生电子皮肤打开具身智能想象空间

人形机器人产业化进程加快，公司加快卡位仿生皮肤与触觉交互材料方向。根据 PrecedenceResearch 统计数据，2024 年全球电子皮肤市场（包含医疗保健、消费电子等各个下游）规模约为 63 亿美元，预计到 2034 年全球电子皮肤市场空间将达到 310.6 亿美元，2024-2034 年复合增速达 17.3%。根据 PrecedenceResearch 研究机构数据，2023 年北美电子皮肤市场份额约为 40%，亚太地区份额为 18%。中国市场潜力大，主要受益政府政策大力支持、人形机器人产业快速发展，以及庞大的消费电子和医疗健康市场。根据 GroundViewResearch，预计到 2029 年，中国电子皮肤市场规模将达 750 亿元，占全球总量的 32.7%。电子皮肤/柔性触觉传感器需要感知压力、温度、触觉等外界刺激，对材料的柔韧性、生物相容性、导电性及耐久性提出较高要求，有机硅材料因此具备良好的应用基础。

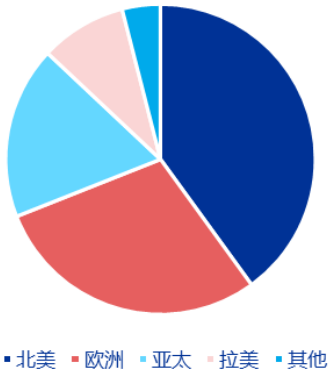
图 42：全球电子皮肤市场规模（亿美元）

图 43：全球电子皮肤地域结构占比

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：PrecedenceResearch 研究机构，申万宏源研究



资料来源：PrecedenceResearch 研究机构，申万宏源研究

从仿生皮肤到智能感知，公司在机器人材料领域构建六大系统解决方案。公司与浙江人形机器人创新中心共建机器人材料联合实验室，围绕机器人柔性抓取与智能触控两大课题推进功能性硅橡胶材料研发，开发具有信号传输和触控功能的硅橡胶材料，实现初步示范应用。与此同时，公司研发的超低硬度硅橡胶可模拟人类皮肤质感，介电活性聚合物可广泛应用于软体传感器，为机器人电子皮肤和柔性交互材料提供技术支撑。公司围绕机器人核心需求，已在仿生系统、感知系统、控制系统、驱动系统、执行器和动力电池六大领域初步形成解决方案，相关产品已实现产业化应用。芯片封装环节可提供超高导热粘接、导电粘接、光学粘接等有机硅封装材料；动力系统和电子元器件环节可提供导热凝胶、电子灌封胶、三防胶等产品，为电池、电机、电控提供保护并快速传递热量；柔性连接环节可提供柔性线缆护套和连接器密封材料。随着公司由材料供应向综合解决方案延伸，机器人场景有望成为硅基终端高附加值应用的重要方向。

新兴应用有望为公司打开第二增长曲线，重塑长期估值逻辑。从人形机器人到 AI 算力，从高端电力到半导体封装，新安股份正将有机硅材料的应用边界从传统工业领域推向代表未来产业方向的战略性新兴领域。这些新兴应用虽然当前收入占比有限，但具备三大核心特征：一是市场空间大、增速快，电子皮肤和液冷市场均处于快速成长期；二是技术壁垒高、竞争格局好，公司凭借全产业链优势和先发卡位建立了显著的竞争护城河；三是客户粘性强、价值量高，从材料供应商向解决方案提供商的升级将显著提升单位客户收入和盈利水平。随着人形机器人量产、AI 算力中心建设加速、半导体国产替代深化，公司新兴应用业务有望从成长期进入快速放量期，为中长期发展注入强劲动能，打开从周期品向成长型新材料平台跃迁的想象空间。

5. 盈利预测与投资评级

农药周期筑底回升，公司草甘膦价格价差有望持续修复，制剂转化率不断提升，终端高附加值有望持续改善公司农药板块盈利能力；有机硅终端应用范围快速扩大，终端转化率不断提升，后续随光纤、液冷、机器人、能源存储等领域需求爆发，有望进入快速放量阶段，进一步打开成长空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

1）农药板块：预计 2026-2028 年营业收入分别为 87.46、100.16、111.28 亿元；毛利率分别为 16%、17%、18%；

其中农化自产预计实现营业收入分别为 74.95、87.03、97.49 亿元；毛利率分别为 18%、19%、19%；农化贸易预计实现营业收入分别为 12.51、13.13、13.79 亿元；毛利率分别为 6%、6%、6%。

2）硅基板块：预计 2026-2028 年营业收入分别为 54.93、58.76、63.34 亿元；毛利率分别为 17%、19%、21%；

其中基础产品预计实现营业收入分别为 31.59、31.30、31.00 亿元；毛利率分别为 12%、14%、15%；终端产品预计实现营业收入分别为 23.35、27.46、32.34 亿元；毛利率分别为 24%、25%、27%。

表 8：农药板块关键假设表

		2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
原药	收入（万元）	152038	251952	110923	77438	108276	117963	125895	125895
	成本（万元）	128604	141890	84664	69187	101326	107965	110855	110855
	毛利（万元）	23434	110062	26258	8251	6950	9998	15040	15040
	毛利率(%)	15%	44%	24%	11%	6%	8%	12%	12%
制剂	收入（万元）	335719	452908	306895	337441	350727	380153	442766	487043
	成本（万元）	224932	285332	254723	286825	287597	296519	340930	370152
	毛利（万元）	110787	167576	52172	50616	63131	83634	101836	116890
	毛利率(%)	33%	37%	17%	15%	18%	22%	23%	24%
贸易	收入（万元）	205511	215842	132774	134501	119121	125077	131331	137897
	成本（万元）	188932	202992	125918	127628	112255	117572	123451	129623
	毛利（万元）	16579	12850	6856	6874	6866	7505	7880	8274
	毛利率(%)	8%	6%	5%	5%	6%	6%	6%	6%
其他	收入（万元）	558477	743781	458163	446414	687518	749481	870300	974905
	成本（万元）	406747	457128	367687	382487	586726	618145	705162	785060
	毛利（万元）	151731	286653	90477	63927	100793	131336	165138	189845
	毛利率(%)	27%	39%	20%	14%	15%	18%	19%	19%

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 9：有机硅板块关键假设表

		2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
基础产品	收入（万元）	435,738	367,128	220,824	268,619	248,681	315852	313031	309975
	成本（万元）	229,122	271,251	226,339	266,041	245,097	277841	270008	263228
	毛利（万元）	206616	95877	-5516	2578	3584	38011	43024	46748
	毛利率(%)	47%	26%	-2%	1%	1%	12%	14%	15%
终端产品	收入（万元）	320,367	366,732	238,457	235,811	202,372	233,482	274,594	323,394
	成本（万元）	247,490	281,649	195,153	189,839	157,351	176,938	205,483	236,649
	毛利（万元）	72877	85084	43304	45972	45022	56544	69111	86745
	毛利率(%)	23%	23%	18%	19%	22%	24%	25%	27%

资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

选取同为农药行业的兴发集团、扬农化工，以及有机硅行业的江瀚新材作为可比公司：

兴发集团：公司依托自有磷矿打造矿电化一体化完整产业链，主营草甘膦、有机硅、湿电子化学品、磷酸铁锂等产品，业务覆盖农业、半导体、新能源、食品医药多领域，同步布局光芯片高纯磷源、固态电池原料等高附加值前沿品类，稳步从传统基础化工向微电子、新能源、硅基新材料综合平台升级。

扬农化工：公司是农药原药头部供应企业，搭建从基础中间体到原药、制剂的全自主一体化产业链，核心菊酯中间体完全自给，打破海外长期技术垄断，产品矩阵覆盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂，依托先正达全球渠道协同优势，凭借双研发中心持续自主创制新农药，打开远期成长空间。

江瀚新材：公司深耕功能性硅烷细分领域，搭建三氯氢硅中间体到全品类硅烷偶联剂的闭环绿色循环产业链，核心含硫硅烷配套全球头部轮胎厂商，产品覆盖橡胶、玻纤、涂料、胶粘剂、光伏胶膜、新能源车轻量化等传统与新能源赛道，持续扩产存量硅烷产能，同步发展电子、光纤高端新材料打造第二增长曲线。

盈利预测与投资评级：公司作为草甘膦核心供应商，在农药行业触底回升的大背景下，制剂转化率逐步提升，价格价差有望持续修复。公司前瞻布局硅基新材料领域，有机硅终端应用多点开花，终端转化率不断提升，有望充分受益光纤、液冷、机器人、能源存储等领域需求爆发。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.26、9.02、11.46 亿元，2025-2028 年 CAGR 为 98%，当前市值对应 2026 年 PEG 为 0.35 倍，低于可比公司兴发集团、扬农化工、江瀚新材平均 PEG 为 0.89 倍，给予“增持”评级。

表 10：可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值	股价（元/股）	归母净利润（亿元）				CAGR	PEG		
		（亿元）	2026/6/29	2025A	2026E	2027E	2028E	25-28E	2026E	2027E	2028E
600141.SH	兴发集团	575.39	47.88	14.92	22.13	26.12	29.64	26%	1.01	0.86	0.76
600486.SH	扬农化工	210.34	52.05	12.86	16.16	18.68	21.02	18%	0.73	0.63	0.56
603281.SH	江瀚新材	156.43	41.90	4.18	6.05	7.34	8.65	27%	0.94	0.78	0.66
可比公司平均									0.89	0.76	0.66
600596.SH	新安股份	216.21	16.02	1.47	6.26	9.02	11.46	98%	0.35	0.24	0.19

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 11：合并利润表

单位：百万元（人民币）		2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
一、	营业总收入	18,977	21,803	14,630	14,665	14,625	16,389	18,150	19,832
其中：	营业收入	18,977	21,803	14,630	14,665	14,625	16,389	18,150	19,832
	其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0	0	0
二、	营业总成本	15,711	18,227	14,365	14,596	14,484	15,616	16,986	18,296
其中：	营业成本	14,122	16,497	12,800	13,042	12,914	13,883	15,118	16,326

下载日志已记录，仅供内部参考

	其他类金融业务成本	0	0	0	0	0	0	0	0
	税金及附加	75	103	80	81	84	95	105	114
	销售费用	245	272	303	305	402	426	454	476
	管理费用	605	654	635	635	590	623	672	714
	研发费用	572	783	605	575	509	541	599	635
	财务费用	93	-82	-59	-43	-15	49	39	30
加：	其他收益	51	71	148	143	180	180	180	180
	投资收益	72	49	-17	-11	-26	0	0	0
	净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0	0	0
	公允价值变动收益	-34	-7	3	-4	0	0	0	0
	信用减值损失（损失以“-”填列）	-58	-49	82	16	-23	0	0	0
	资产减值损失（损失以“-”填列）	-79	-123	-129	-96	-135	-85	-80	-80
	资产处置收益	0	15	-17	41	189	0	0	0
	汇兑收益及其他	0	0	0	0	0	0	0	0
三、	营业利润	3,217	3,530	336	159	326	868	1,264	1,636
加：	营业外收入	37	33	14	12	6	5	5	5
减：	营业外支出	111	90	47	49	67	50	50	50
四、	利润总额	3,143	3,473	303	121	264	823	1,219	1,591
减：	所得税	431	449	134	63	137	165	244	318
五、	净利润	2,713	3,024	169	59	127	659	975	1,273
	持续经营净利润	2,713	3,024	169	59	127	659	975	1,273
	终止经营净利润	0	0	0	0	0	0	0	0
	少数股东损益	58	70	34	7	-19	33	73	127
	归属于母公司所有者的净利润	2,654	2,955	134	51	147	626	902	1,146
六、	其他综合收益的税后净额	-5	60	3	10	-12	0	0	0
七、	综合收益总额	2,707	3,084	172	69	115	659	975	1,273
	归属于母公司所有者的综合收益总额	2,649	3,008	136	58	135	626	902	1,146
八、	基本每股收益	2.33	2.58	0.12	0.04	0.11	0.46	0.67	0.85
	全面摊薄每股收益	1.97	2.19	0.1	0.04	0.11	0.46	0.67	0.85
	当期发行在外总股数	818	1,146	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 12：合并现金流量表

单位：百万元（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	59	127	659	975	1,273
加：折旧摊销减值	841	943	1,058	1,163	1,273
财务费用	53	11	49	39	30
非经营损失	-49	-193	0	0	0
营运资本变动	-375	1	-215	50	-360
其它	17	13	-80	-80	-80
经营活动现金流	547	902	1,470	2,147	2,136
资本开支	1,548	857	1,000	1,000	1,000
其它投资现金流	-91	95	-4	-4	-4
投资活动现金流	-1,639	-761	-1,004	-1,004	-1,004
吸收投资					

下载日志已记录，仅供内部参考

负债净变化	-215	360	-410	-487	-100
支付股利、利息	302	241	184	289	572
其它融资现金流	-160	-167	-66	-20	-20
融资活动现金流	-661	-29	-659	-797	-692
净现金流	-1,725	138	-193	346	440

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 13：合并资产负债表

单位：百万元（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	8,411	8,065	8,558	9,358	10,408
现金及等价物	2,546	2,680	2,491	2,842	3,286
应收款项	2,440	2,504	2,718	2,894	3,063
存货净额	2,916	2,538	3,005	3,280	3,717
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	509	343	343	343	343
长期投资	1,231	1,167	1,167	1,167	1,167
固定资产	11,362	11,232	11,259	11,176	10,984
无形资产及其他资产	1,608	1,529	1,529	1,549	1,569
资产总计	22,612	21,993	22,512	23,250	24,127
流动负债	6,371	6,129	6,291	6,404	6,649
短期借款	852	1,597	1,287	900	900
应付款项	4,652	3,955	4,427	4,928	5,173
其它流动负债	867	576	576	576	576
非流动负债	2,631	2,281	2,181	2,081	1,981
负债合计	9,002	8,410	8,472	8,486	8,631
股本	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	2,144	2,153	2,153	2,153	2,153
其他综合收益	44	32	32	32	32
盈余公积	709	709	709	709	709
未分配利润	8,138	8,150	8,641	9,293	9,897
少数股东权益	1,164	1,122	1,155	1,228	1,356
股东权益	13,610	13,582	14,040	14,765	15,496
负债和股东权益合计	22,612	21,993	22,512	23,250	24,127

资料来源：Wind，申万宏源研究

6. 风险提示

1）农药行业景气恢复不及预期，产品价格未能持续修复。25 年农药行业周期筑底，地缘冲突带来短期扰动带来短期价格波动，行业观望情绪强烈，若价格波动对需求造成影响，行业景气修复进度或将减速。

下载日志已记录，仅供内部参考

2）有机硅行业协同效果不及预期，价格修复持续性不够。有机硅本轮资本开支结束，虽新增产能有限，但仍有部分产能后续投放，若行业协同失效或力度减弱，价格支撑力度不够或将影响公司有机硅业绩修复。

3）有机硅终端市场增速不及预期，新兴应用产业化推进不及预期。公司硅基新材料目前处于前期卡位阶段，除开部分领域已有商业化订单外，其他领域商业化进度仍有不确定性，后续若推进缓慢将影响公司业绩释放。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

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，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、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。