股票投资评级

买入 |首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价（元）	45.65
总股本/流通股本（亿股）	0.90 / 0.38
总市值/流通市值（亿元）	41 / 17
52 周内最高/最低价	61.99 / 35.20
资产负债率(%)	14.3%
市盈率	46.11
第一大股东	项飞勇

研究所

分析师:刘海荣
SAC 登记编号:S1340525120006
Email:liuhairong@cnpsec.com
分析师:刘隆基
SAC 登记编号:S1340525120002
Email:liulongji@cnpsec.com

肯特催化(603120)

季铵（鏻）化合物基本盘稳固，迈向半导体打开成长空间

- **季铵（鏻）化合物龙头，盈利能力有望持续修复**

公司是国内季铵（鏻）化合物专业催化材料供应商、国家级专精特新“小巨人”企业，2025 年 4 月于上交所主板上市，拥有季铵盐、季铵碱、季鏻盐、冠醚四大系列产品，仙居、江西双基地设计产能合计约 3.07 万吨。2021—2025 年公司归母净利率稳定在 12.8%—15.2%；2026H1 实现营收 3.35 亿元、同比+13.3%，归母净利润 0.41 亿元、同比+4.6%，季铵盐、季鏻盐均价同比分别+10.3%、+5.4%，产品价格进入修复阶段。

- **主业多点支撑：PTC 稳基本盘，模板剂、固化促进剂、电解液添加剂与电子化学品多点开花**

公司四大系列产品对应多类应用形式，下游需求分散而互补。相转移催化剂：医药、农药合成的支柱技术，可在温和条件下完成非均相反应、提升转化率与收率，2023、2024 年我国化学农药产量分别为 372、367.5 万吨，含氟农药等升级方向催化剂单耗趋升，是公司收入的基本盘。分子筛模板剂：公司季铵碱、季铵盐模板剂国内市场排名第一，覆盖 TS-1、ZSM-5、SAPO-34、SSZ-13 等主流品类，模板剂在焙烧脱除后不可回收、具备耗材属性，国七加严与柴油车后处理向双 SCR、SDPF 演进有望带动 SSZ-13 模板剂量质齐升。固化促进剂：季铵盐、季鏻盐是环氧、酸酐体系非常有效的固化促进剂，适用于聚酯树脂、环氧树脂粉末涂料生产，2025 年全国涂料总产量 3,460.2 万吨，行业利润总额同比增长 11.5%，“漆改粉”带来的替代仍在延续。电解液添加剂：公司季铵盐、季鏻盐可用作电解液添加剂，冠醚则兼具固化促进与电解液添加双线应用，2021—2025 年我国新能源汽车销量 CAGR 达 47.1%，2020—2025 年全球储能锂离子电池出货量 CAGR 达 87.0%，需求空间持续打开。

- **季铵氟化物切入 HBM 封装清洗，迈向半导体产业链**

HBM 制造需将多颗 DRAM 裸片减薄后通过 TSV 垂直堆叠。减薄等背面工序须在晶圆临时键合于载片后进行，完成后再解键合，并清除残留的临时胶。当临时胶为聚有机硅氧烷时，普通溶剂难以将其彻底去除，需由氟离子切断 Si－O－Si 主链、再由非质子溶剂溶解带走；氢氟酸毒性高、水基体系又易腐蚀器件面金属，清洗配方因此转向季铵氟化物与有机溶剂体系。公司已将四丁基氟化铵（TBAF）列入主要产品，半年报明确聚焦电子化学品赛道、推进头部客户开发，募投项目亦规划 1690 吨四丁基氟化铵及其中间体产能，TBAF 有望成为清洗剂核心组分，助力公司向半导体产业链延伸、打开成长空间。

- **投资建议：**

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 1.04、1.36、1.74 亿元，EPS 1.15、1.50 与 1.93 元，10 月 23 日收盘价对应 PE 为 40、31 和 24

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

倍。考虑到公司季铵（鏻）化合物基本盘稳固，募投项目投产后产能将持续释放，叠加季铵氟化物切入 HBM 封装清洗、迈向半导体产业链带来的成长空间，公司的业绩将保持较快增长趋势，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**

下游需求不及预期；募投产能消化不及预期；电子化学品客户认证与放量进度不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	611	705	855	1047
增长率(%)	-0.91	15.30	21.31	22.53
EBITDA（百万元）	143.24	174.91	215.93	265.89
归属母公司净利润（百万元）	82.43	104.28	135.74	174.12
增长率(%)	-11.83	26.50	30.17	28.28
EPS(元/股)	0.91	1.15	1.50	1.93
市盈率（P/E）	50.73	40.10	30.81	24.02
市净率（P/B）	3.57	3.36	3.12	2.86
EV/EBITDA	22.94	22.23	17.68	14.08

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

目录

1 专注于季铵（鏻）化合物产品研发、生产和销售的高新技术企业.....6
1.1 历史沿革.....6
1.2 利润中枢稳定，盈利能力有望持续修复.....7
1.3 部分募投产品结构优化调整，拓宽下游应用领域.....9
1.4 股权结构稳定.....10
2 主营业务稳住公司利润基本盘.....10
2.1 医药、农药领域的发展有望拉动对相转移催化剂（PTC）的需求.....11
2.2 公司是分子筛模板剂的龙头企业.....13
2.3 “漆改粉”持续推进或带动公司固化促进剂板块销售.....16
2.4 冠醚作为电解质添加剂，需求受益于新能源汽车的放量.....18
3 产品的优异性能有望助力公司迈向半导体产业链.....20
3.1 季铵氟化物或作为剥离液核心成分持续受益于存储芯片行业的发展.....20
4 盈利预测与投资建议.....25
4.1 盈利预测假设与业务拆分.....25
4.2 估值分析.....26
4.3 估值分析.....27
5 风险提示.....28

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表目录

图表 1： 公司发展历程 6
图表 2： 公司主要产品及应用 7
图表 3： 2026H1 主营收入占比 8
图表 4： 产品分板块毛利润占比 8
图表 5： 营业收入与增速 8
图表 6： 归母净利润与增速 8
图表 7： 公司与行业销售毛利率对比 9
图表 8： 公司与行业营业利润率对比 9
图表 9： 公司与行业 ROE 对比 9
图表 10： 公司与行业 ROA 对比 9
图表 11： 新项目生产规模及产品系列 9
图表 12： 公司股权结构 10
图表 13： 公司主要产品体系及应用形式 10
图表 14： 相转移催化及作用机理（以季铵盐为例） 11
图表 15： 常见相转移催化剂及应用场景 12
图表 16： 季鏻盐催化 Halex 反应式 12
图表 17： 季铵盐催化 Halex 反应式 12
图表 18： 杀菌剂中间体的合成（S-烃化反应） 13
图表 19： 2017-2024 我国化学农药年产量（万吨） 13
图表 20： 分子筛主要类型（按骨架化学组成）及适用方向 14
图表 21： TS-1、ZSM-5、Beta 分子筛石油化工领域主要应用方向 15
图表 22： ZSM-5、SAPO-34 煤化工领域主要应用方向 15
图表 23： SSZ-13 分子筛结构 16
图表 24： 2022-2024 年全国汽车及柴油车污染物排放量 16
图表 25： 季铵盐对环氧树脂固化反应体系促进机理 17
图表 26： 2012-2025 年我国热固性粉末涂料市场销量（万吨） 17
图表 27： 18-冠醚-6 对氰基丙烯酸酯胶固化反应动力学的影响 18
图表 28： 冠醚孔径与碱金属离子尺寸对比 18
图表 29： 中国新能源汽车年度产量、销量与出口量（万辆） 19
图表 30： 全球储能锂离子电池（ESS LIB）年度出货量及增速 20
图表 31： HBM3 相关数据 20
图表 32： MR-MUF 与 TC-NCF 工艺对比 21
图表 33： 四丁基铵阳离子结构图（R_1至 R_4为正丁基） 22
图表 34： 四丁基氟化铵结构式 22
图表 35： Via-middle-TSV 工艺流程 22

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表 36： TSV 背面工序图 23
图表 37： 三种季铵氟化物的基本性质 23
图表 38： 可比公司 PE 数据对比 26

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

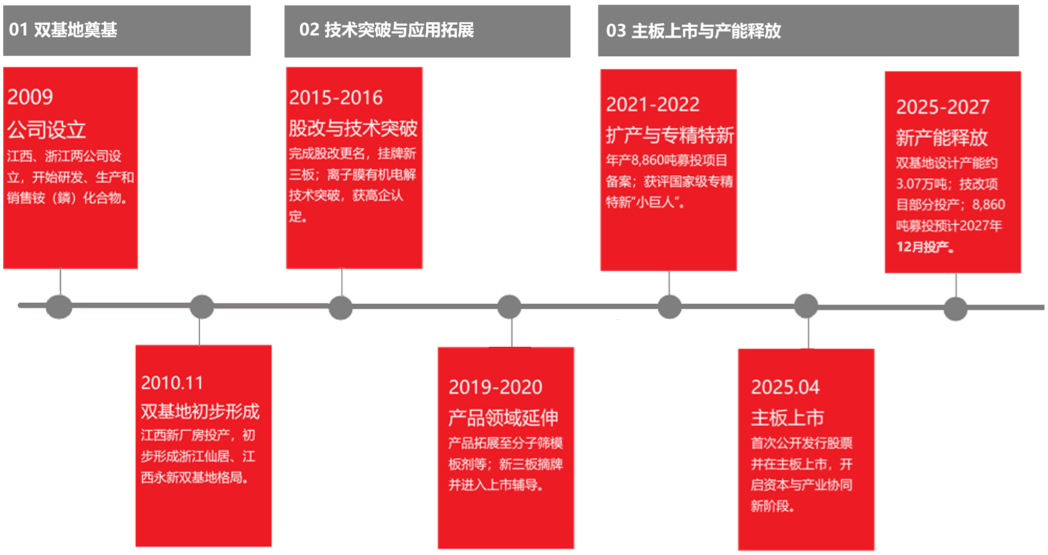
仅供内部参考，请勿外传！

1 专注于季铵（鏻）化合物产品研发、生产和销售的高新技术企业

1.1 历史沿革

公司是国内季铵(鏻)化合物领域的专业催化材料供应商,创始团队深耕该领域近三十年。2009 年，江西肯特化学、浙江肯特化工先后设立，公司以季铵（鏻）化合物的研发、生产和销售起步，2010 年 11 月江西肯特新厂房建成投产，初步形成浙江仙居、江西永新双基地格局；2015 年完成股改，更名为肯特催化材料股份有限公司，2016 年挂牌新三板，此后实现离子膜有机电解技术突破并获国家高新技术企业认定，进入技术与产能扩张期；2019 年起，产品应用向分子筛模板剂、电解液添加剂等领域拓展。公司 2020 年自新三板摘牌并进入上市辅导期。2021 年 1 月年产 8,860 吨功能性催化新材料募投项目完成备案，2022 年获评国家级专精特新“小巨人”企业；2025 年 4 月，公司首次公开发行股票并在主板上市。截至 2025 年末，仙居、江西双基地设计产能合计约 3.07 万吨，年产 2,767 吨新材料催化剂技改项目已部分建成投产，募投项目预计 2027 年 12 月正常投产并产生收益，公司步入“主板上市+新产能释放”的新发展阶段。

图表1：公司发展历程

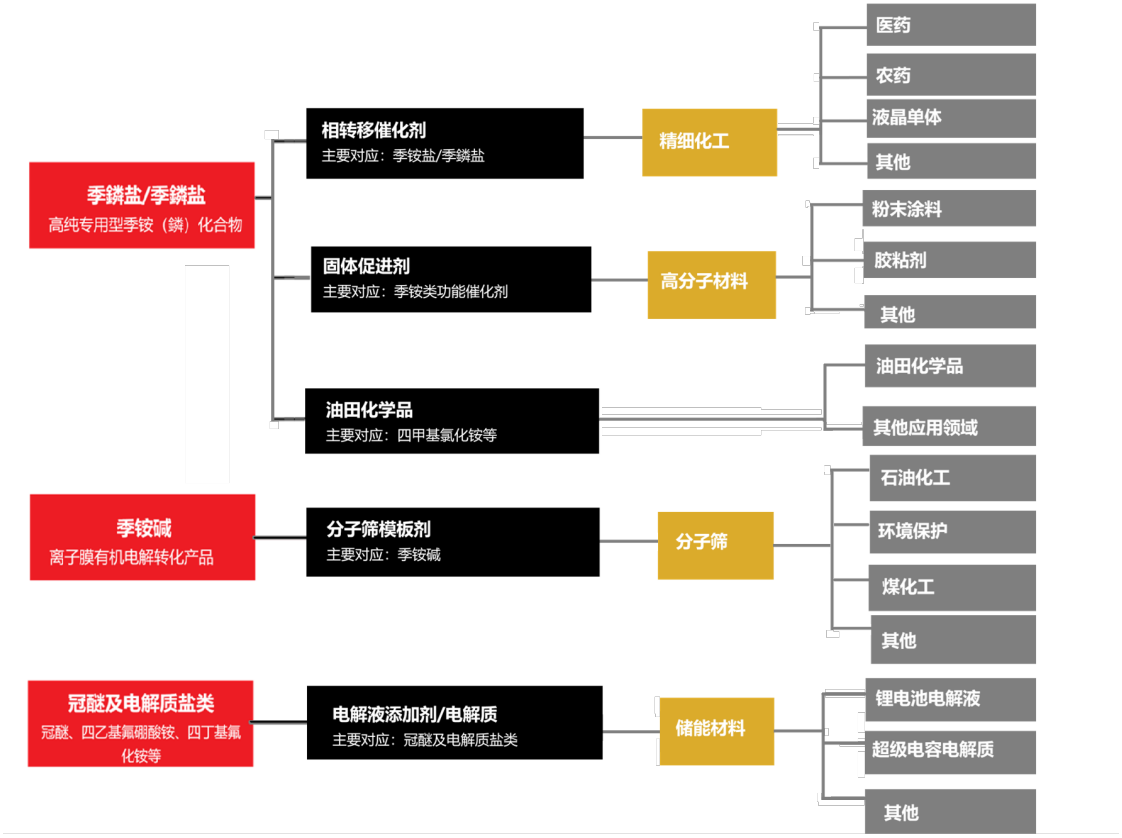


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表2：公司主要产品及应用



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

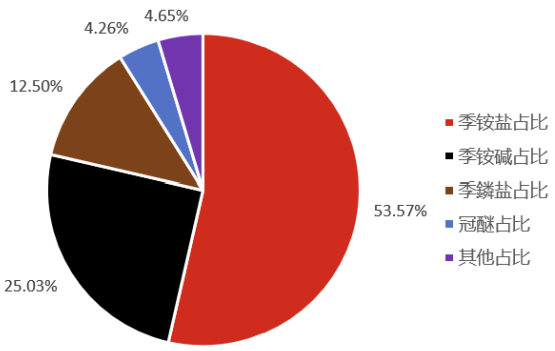
1.2 利润中枢稳定，盈利能力有望持续修复

季铵盐贡献了主要的营业收入，季铵碱与冠醚毛利率较高。2026H1，公司季铵盐实现收入1.78亿元，占主营业务收入的53.6pct，是公司最主要的收入来源；其毛利率为23.9%，毛利贡献占比为48.3pct。季铵碱与冠醚毛利率相对较高，对公司的利润贡献显著，两者收入占比合计约29.3pct，毛利率分别达到32.0%和42.6%，合计贡献毛利37.0pct。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

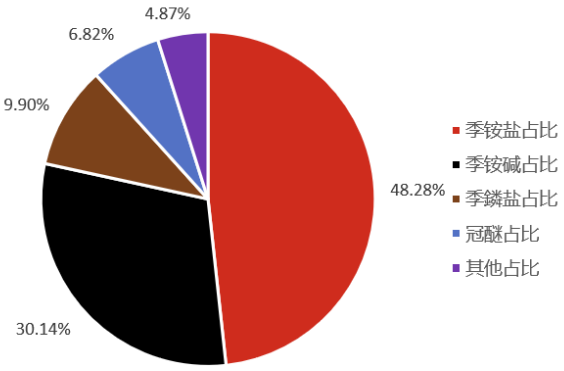
仅供内部参考，请勿外传！

图表3：2026H1 主营收入占比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：产品分板块毛利润占比

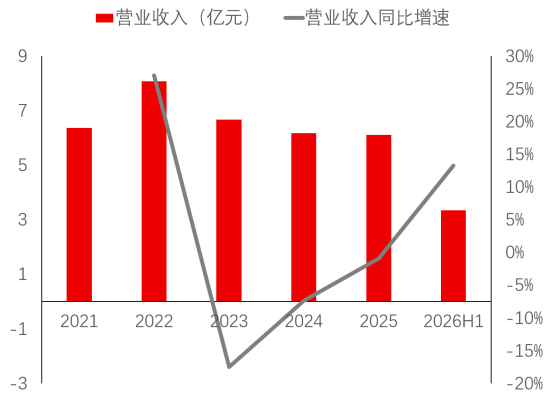


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

收入端，2021—2025 年公司营业收入分别为 6.36 亿元、8.08 亿元、6.66 亿元、6.17 亿元和 6.11 亿元，2022 年公司收入达到阶段性高点，主要系当年化工大周期背景下，公司主要产品销售量价齐升，第一大产品季铵盐销量同比+19.2%、单价同比+13.2%，季鏻盐单价同比+56.8%，随后售价开始回落。2026H1 公司实现营业收入 3.35 亿元、同比增长 13.3%，其中 Q2 单季实现营业收入 1.71 亿元、同比增长 12.4%，增速连续两个季度保持双位数。分产品看，2026H1 季铵盐、季鏻盐销量同比分别+6.3%、+8.2%，销售均价同比分别+10.3%、+5.4%，量价齐升带动收入同比分别增长 17.1%、14.0%，公司产品价格或已进入修复阶段。

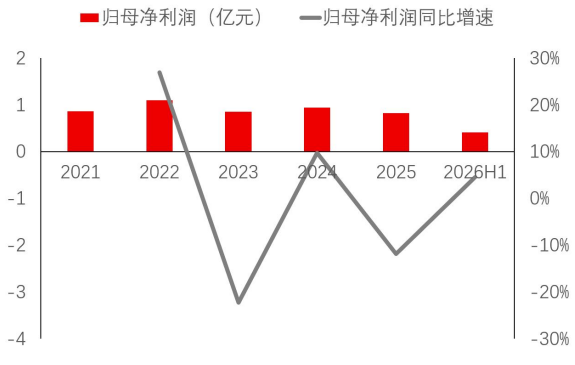
利润端中枢稳定、现金流质量扎实，盈利修复趋势逐步显现。 2021—2025 年，公司归母净利润分别为 0.86 亿元、1.10 亿元、0.85 亿元、0.93 亿元和 0.82 亿元；同期归母净利率维持在 12.8%—15.2%区间，综合毛利率维持在 26.2%—28.5%区间，在产品价格周期波动过程中整体保持稳定，体现出较强的成本传导能力与盈利韧性。2026H1，公司实现归母净利润 0.41 亿元、同比增长 4.6%，扣非归母净利润 0.38 亿元、同比增长 4.6%，经营活动现金流净额 0.55 亿元、为同期归母净利润的 1.34 倍。随着原材料涨价向产品售价的传导逐步落地及募投产能释放，盈利能力有望持续修复。

图表5：营业收入与增速



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：归母净利润与增速

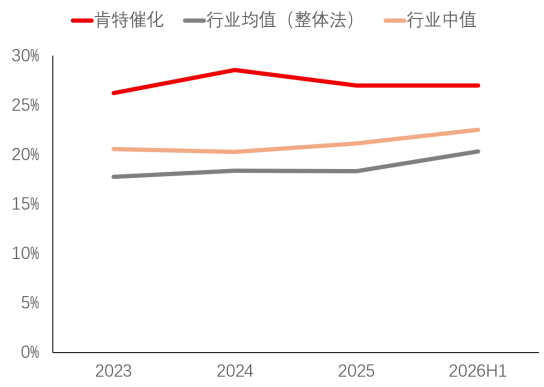


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

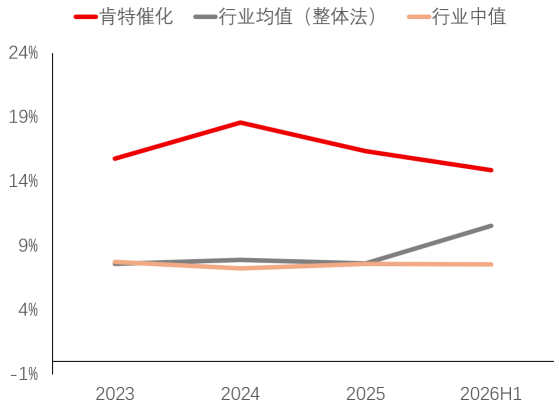
仅供内部参考，请勿外传！

图表7：公司与行业销售毛利率对比



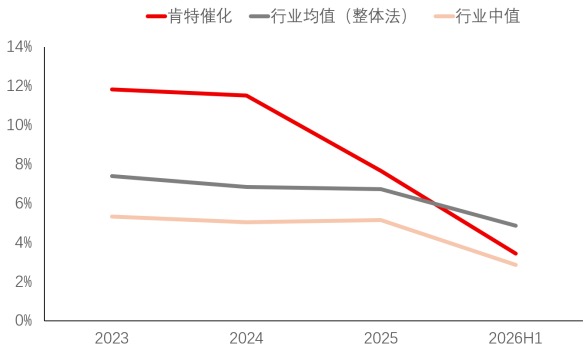
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表8：公司与行业营业利润率对比



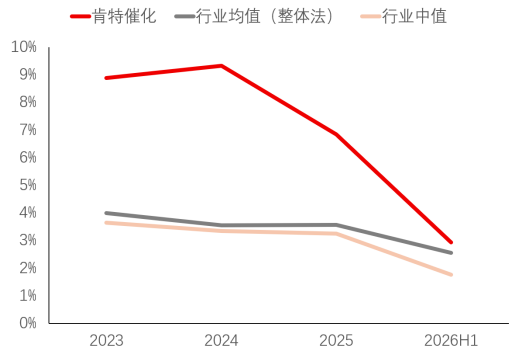
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表9：公司与行业 ROE 对比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表10：公司与行业 ROA 对比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.3 部分募投产品结构优化调整，拓宽下游应用领域

2026 年 3 月 14 日，公司公告募集资金投资项目产品结构调整，产品类别保持不变，继续聚焦季铵盐、季铵碱、季鏻盐、冠醚等核心产品系列，仅对部分产品结构进行优化调整，并拓宽下游应用领域。募投项目原计划 2027 年 2 月投产，经结构调整后，延期至 2027 年 12 月整体竣工验收、正式投产。产品结构调整后，公司募投项目整体附加值提升，为公司往更高精尖领域突破打好基础。

图表11：新项目生产规模及产品系列

序号	名称	生产规模（吨/年）
1	四丁基溴化铵及其中间体	4,668
2	四丁基醋酸鏻及其中间体	675
3	18-冠醚-6 及其中间体系列	317
4	四丁基氟化铵及其中间体	1690
5	Beta 分子筛及催化剂	500

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

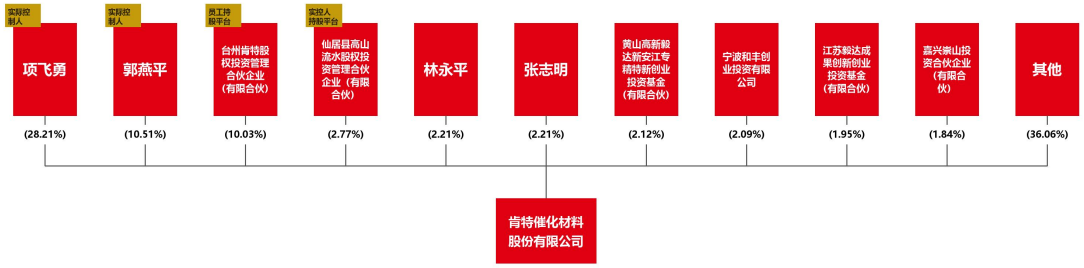
6	三苯基乙基醋酸鏻	50
7	三丁基甲基碘化鏻	10
8	高纯季铵碱类	950
	合计	8860

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.4 股权结构稳定

公司股权结构集中，实际控制人为项飞勇、郭燕平夫妇，二人直接持股 38.72%，并通过台州肯特（10.03%）、高山流水（2.77%）两个持股平台间接控制，合计控制 51.52%，控制权稳固，持股平台同时对核心人员形成利益绑定。

图表12：公司股权结构



资料来源：iFinD，公司公告（2026-042），中邮证券研究所

2 主营业务稳住公司利润基本盘

公司自 2009 年成立以来深耕季铵（鏻）化合物领域十余年，已形成季铵盐、季铵碱、季鏻盐、冠醚四大系列产品体系。季铵盐和季鏻盐系列产品生产工艺类似，可以共用季铵化产线，季铵碱和冠醚系列产品的核心工艺分别为电解和环合反应，需要专线生产。产品在下游以五种主要应用形式落地：相转移催化剂、分子筛模板剂、固化促进剂、电解液添加剂及油田化学品，对应精细化工（医药、农药、液晶单体）、分子筛催化剂、高分子材料、电池电解液、油气开采等多个终端领域。多系列、多应用、多下游的矩阵结构使公司需求端高度分散，单一行业波动对整体经营的冲击相对有限。

图表13：公司主要产品体系及应用形式

系列	主要细分产品	相转移催化剂	分子筛模板剂	固化促进剂	电解液添加剂/电解质	油田化学品	其他
季铵盐	四丁基溴化铵	√		√			
	苄基三乙基氯化铵	√		√			
	苄基三甲基氯化铵	√		√		√	
	四甲基氯化铵	√				√	

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

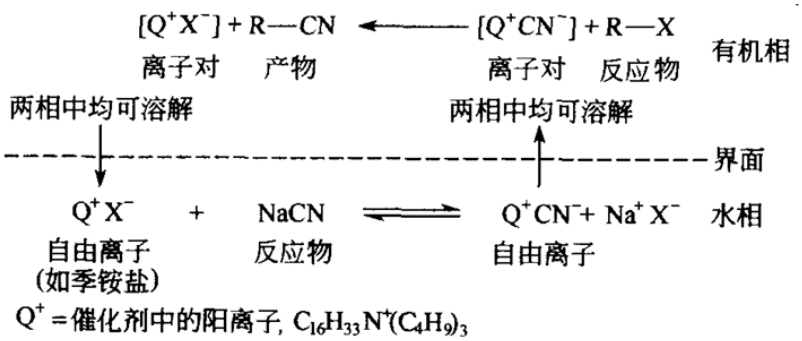
	四乙基溴化铵	√	√	√	√	
	四丙基溴化铵	√	√			
季铵碱	四丙基氢氧化铵	√	√			
	四乙基氢氧化铵	√	√			清洗剂
	1-金刚烷基三甲基氢氧化铵		√			
	四甲基/四丁基氢氧化铵	√				湿电子化学品
季鏻盐	三苯基甲基溴化鏻	√		√		医药/液晶单体合成原料
	三苯基乙基溴化鏻	√		√		医药/液晶单体合成原料
冠醚	18-冠醚-6	√		√	√	络合剂、萃取剂

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.1 医药、农药领域的发展有望拉动对相转移催化剂（PTC）的需求

相转移催化技术由 Makosza、Starks 等学者于 20 世纪 60 年代中后期奠定基础，用于解决非均相反应的接触难题：互不相溶的两相因界面阻隔难以有效接触，反应速率极慢甚至无法进行。相转移催化剂可以将离子态的分子萃取或溶解到有机溶剂中，从而使得反应温和且高效，随后催化剂返回原相循环使用。

图表14：相转移催化及作用机理（以季铵盐为例）



资料来源：《相转移催化剂原理及应用》赵地顺，中邮证券研究所

按结构分类，相转移催化剂主要包括鎓盐类（季铵盐、季鏻盐）、包合物类（冠醚、环糊精）、开链聚醚类（聚乙二醇）及杯芳烃、离子液体等新型体系。实际应用中以季铵盐使用最多：其价格便宜、应用最广，但对热不稳定，强碱条件下更易分解；季鏻盐耐热性优于季铵盐，在浓碱水溶液中也比季铵盐稳定，但价格稍贵；冠醚以环内醚氧与金属阳离子配位，稳定性较

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

好，固-液相转移中催化能力强于鎓盐，但制备困难、价格昂贵，一般在季铵盐于高温下不稳定时才考虑使用。

图表15：常见相转移催化剂及应用场景

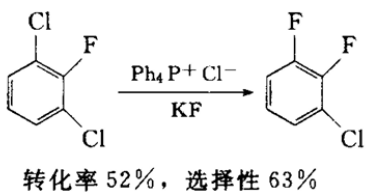
维度	季铵盐	季鏻盐	冠醚
作用方式	阳离子与阴离子结合成亲油离子对，转入有机相（液-液为主）	同左，阳离子中心为磷	非离子型，环内醚氧螯合金属阳离子，释放"裸"阴离子（固-液为主）
耐温性	一般，≥100℃易发生 Hofmann 消除失活	较好，可耐 150℃以上	极好
耐强碱性	一般，浓碱高温下加速分解	良好，但含苯基品种易水解	极好
固-液相转移	有限	有限	极强，可无水活化 KF 等固体盐
相对成本	低	中	高
典型场景	通用烷基化、亲核置换、卡宾反应	高温缩合与酯化、环氧/酸酐固化促进	无水强碱体系、固-液卤素交换（氟化）
公司产品	四丁基溴化铵、苄基三乙基氯化铵等	三苯基甲基/乙基溴化鏻	18-冠醚-6

资料来源：《相转移催化剂原理及应用》赵地顺，中邮证券研究所

相转移催化的价值集中于三点：反应条件温和、可显著降低温度，适合含热敏感基团的分子合成；免除 DMF、DMSO 等高毒难回收溶剂，直接使用水/有机两相体系；可用廉价安全的固体无机盐或碱液替代金属钠、氢化钠等高危试剂，提升本质安全性，其应用覆盖卤素交换、氟化、酯化醚化、各类烷基化及卡宾加成反应，是医药、农药、香料等精细化工领域的支柱技术。

在医药领域，相转移催化剂的典型应用包括 N-烷基化、O-烷基化、氟化取代以及卤素交换氟化（Halex）等，是提升原料药合成效率和优化工艺条件的重要技术手段。其中氟化反应尤为典型：在医药化学领域，通过氟化反应向有机分子引入氟原子是开发抗肿瘤、抗病毒、消炎及中枢神经系统等新药的重要方向，而氟离子在水相中因高度水化几乎不具反应活性，相转移催化剂可提高氟化剂在有机相中的溶解度，显著加快氟化反应速度。

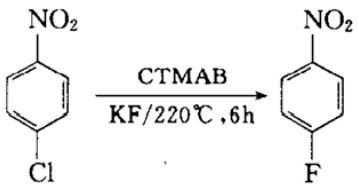
图表16：季鏻盐催化 Halex 反应式



转化率 52%，选择性 63%

资料来源：《相转移催化剂原理及应用》赵地

图表17：季铵盐催化 Halex 反应式



91.11%

资料来源：《相转移催化剂原理及应用》赵地

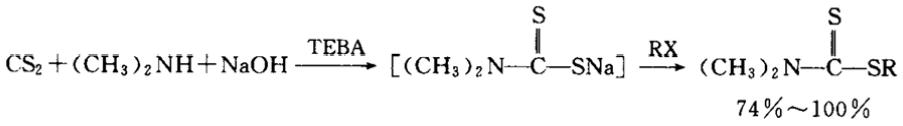
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

顺，中邮证券研究所　　顺，中邮证券研究所

在农药领域，相转移催化广泛应用于 N-烷基化、卤代、酯化等关键反应环节，可改善反应选择性、减少副产物生成；工艺层面具备反应条件温和、收率明显提升、可以廉价碱水溶液替代高价试剂等优势，对成本敏感的农药工业尤具价值。自 20 世纪 70 年代以来，相转移催化已成为农药工业的重要技术手段，并在多个农药品种的规模化生产中得到应用。

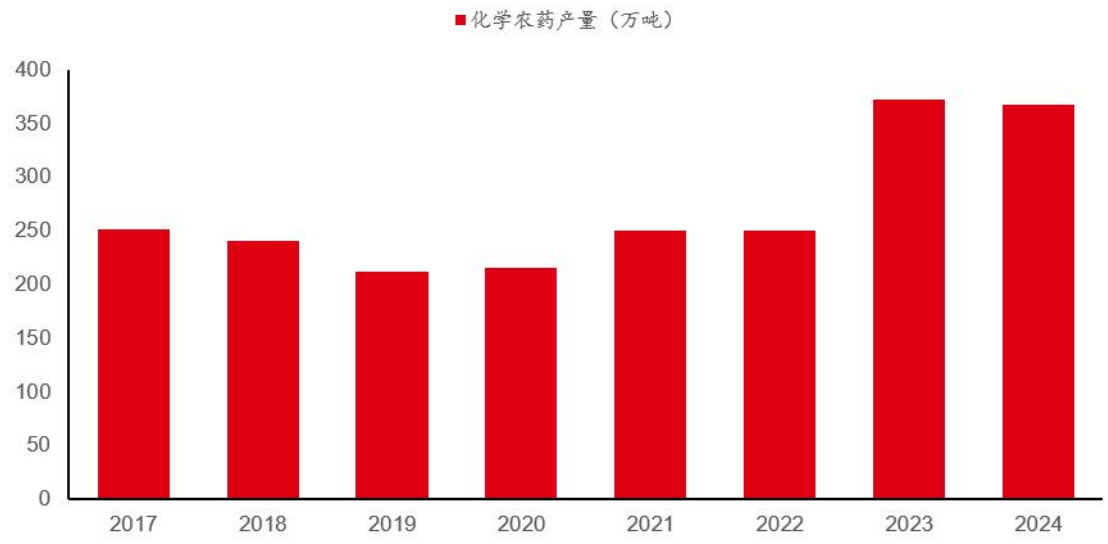
图表18：杀菌剂中间体的合成（S-烃化反应）



资料来源：《相转移催化剂原理及应用》赵地顺，中邮证券研究所

化学农药原药产量呈现"政策清退—企稳回升—高位平台"的演进路径，有望拉动对相转移催化剂的需求。2017 年新版《农药管理条例》实施提高登记与生产门槛，加速产能退出。2020—2022 年，受草甘膦等品种出口景气的影响，化学农药产量回升并稳定在 250 万吨附近；2023 年产量升至 372 万吨、2024 年维持在 367.5 万吨的高位，其中 2023 年表观增幅近五成。政策取向上，供给端《"十四五"全国农药产业发展规划》推动生产企业数量压减、产能向化工园区和优势企业集中，使用端延续减量化导向，共同推动行业向高效、低毒、低残留、高附加值品种升级。对相转移催化剂而言，这一格局意味着双重支撑：产量维持高位平台提供总量基础，而含氟农药等升级方向恰为相转移催化密集型产品，单位产量的催化剂耗用趋于提升。

图表19：2017-2024 我国化学农药年产量（万吨）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.2 公司是分子筛模板剂的龙头企业

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

分子筛是具有规则微孔孔道或笼腔结构的无机晶体材料，其择形催化、选择性吸附与离子交换等工业价值均源于规整的孔道结构，而孔道结构在合成阶段即由模板剂决定，不同孔道结构的分子筛需要不同的模板剂。根据全国肥料和土壤调理剂标准化技术委员会分子筛分技术委员会 2022 年 6 月出具的情况说明，公司季铵盐、季铵碱产品在分子筛模板剂行业国内市场排名第一。公司模板剂产品覆盖两大系列多个品种：季铵碱系列中，四丙基氢氧化铵对应 TS-1、ZSM-5 分子筛，四乙基氢氧化铵对应 SAPO-34、Beta 分子筛（煤制烯烃等），1-金刚烷基三甲基氢氧化铵对应 SSZ-13 分子筛（柴油车尾气 SCR 脱硝）。

图表20：分子筛主要类型（按骨架化学组成）及适用方向

类型	结构与性质	典型材料	主要适用方向
硅铝分子筛（传统沸石）	SiO_4和 AlO_4四面体构成；Al 进入骨架后产生负电荷，需阳离子平衡，具有离子交换性；转化为 H 型后可形成酸性中心	A 型、X 型、Y 型、ZSM-5、丝光沸石、β 沸石	石油炼制、酸催化、离子交换、吸附分离
全硅分子筛	骨架基本由 SiO_4构成，骨架电荷接近中性，酸性和离子交换能力较弱，但疏水性、耐酸性和水热稳定性较好	Silicalite-1	有机物吸附、VOCs 分离、疏水体系催化
磷酸铝分子筛	由 AlO_4和 PO_4四面体交替组成，理想骨架接近电中性，天然酸性通常弱于硅铝沸石	$AlPO_4$-n、AEL 型等	吸附、载体及改性后的催化
硅磷铝分子筛	在磷酸铝骨架中引入 Si，产生可调酸性，酸性通常较温和	SAPO-34、SAPO-11、SAPO-31	MTO/MTP、异构化、选择性催化
杂原子或金属取代分子筛	将 Ti、Fe、Sn、B、Ga 等引入骨架，赋予氧化还原、Lewis 酸或特殊催化性能	TS-1、Fe-ZSM-5、Sn-β 等	选择氧化、脱硝、精细化学品催化

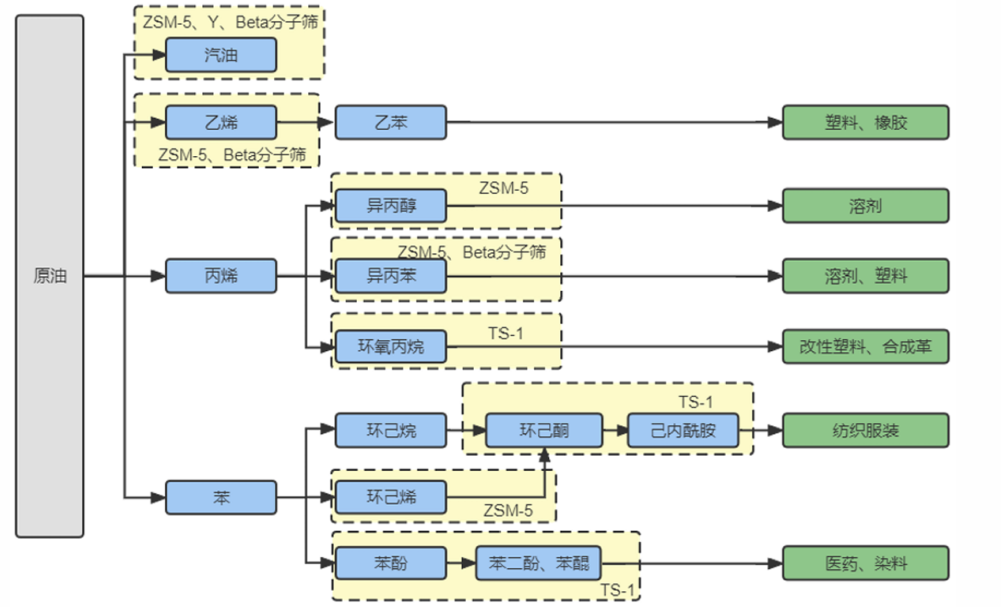
资料来源：《分子筛与多孔材料》徐如人等，中邮证券研究所

石油化工、煤化工领域对分子筛的刚性需求，为模板剂提供了稳定的下游市场。炼油工业80%以上的过程为催化反应过程，分子筛凭借亚纳米孔道的择形催化能力成为固体酸催化剂的主体材料，而特定孔道结构的形成依赖特定模板剂导向；甲醇制烯烃（MTO）是煤制烯烃的核心技术环节，反应中甲醇先脱水生成二甲醚，继而在分子筛孔道内经烃池机理转化：孔道中滞留的多甲基芳烃作为活性中间体，不断接受甲醇甲基化并裂解释放乙烯、丙烯，因此催化剂孔道结构直接决定产物分布。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

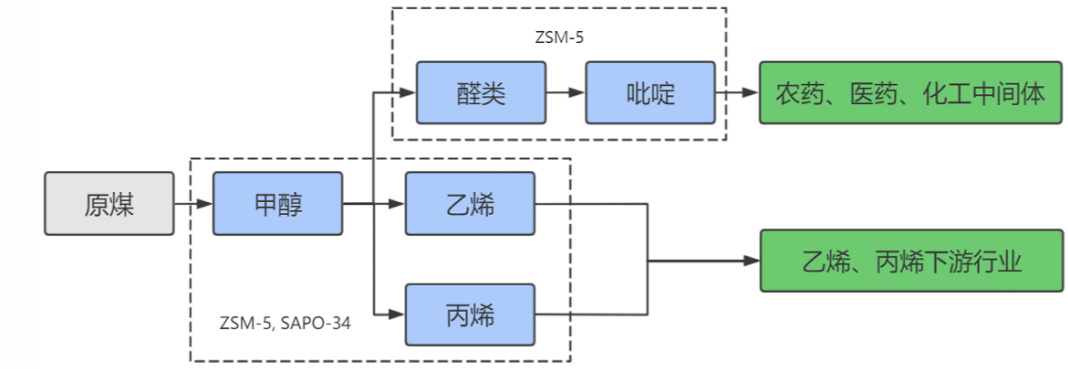
仅供内部参考，请勿外传！

图表21：TS-1、ZSM-5、Beta 分子筛石油化工领域主要应用方向



资料来源：公司招股意向书，中邮证券研究所

图表22：ZSM-5、SAPO-34 煤化工领域主要应用方向



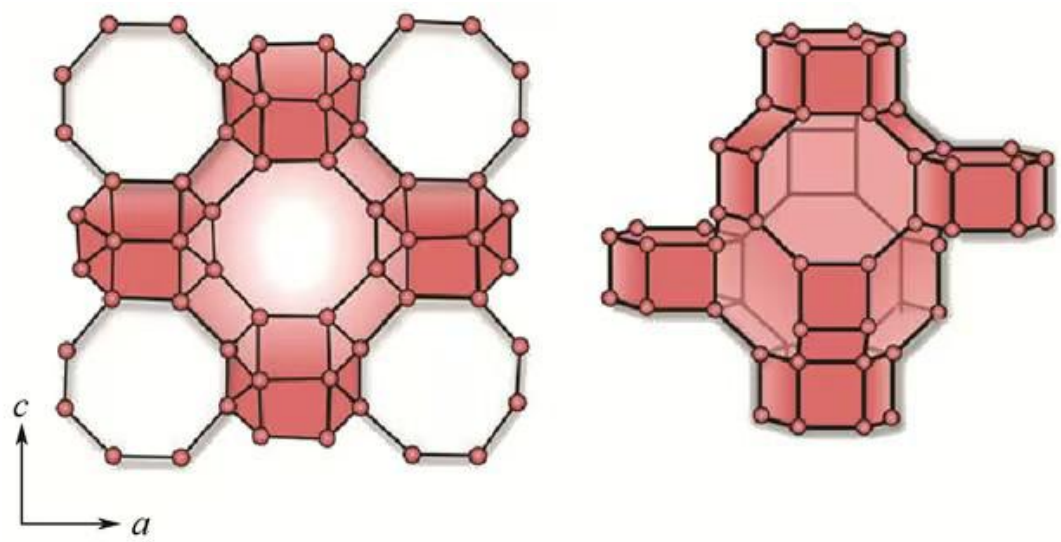
资料来源：公司招股意向书，中邮证券研究所

汽车尾气处理标准升级或拉动 SSZ-13 分子筛及其模板剂用量的提升。目前国六标准柴油车主要采用"DOC（柴油机氧化型催化器）+DPF（柴油机颗粒捕集器）+SCR（选择性催化还原器）+ASC（氨泄漏催化器）"的组合后处理技术，其中 SCR 承担 NOx 治理的核心功能。柴油车尾气中的 NOx 是雾霾与酸雨形成的重要前体物，NH_3-SCR 通过尿素分解产生的氨将 NOx 选择性还原为氮气和水。SCR 催化剂分为钒基与分子筛基两条路线，其中分子筛催化剂转化率可达 90%以上：钒基（V_2O_5-WO_3/TiO_2）活性温度窗口较窄（约 300—400℃），低温活性不足且存在钒的生物毒性问题；Cu-SSZ-13 分子筛催化剂温度窗口宽（约 200—550℃）、水热稳定性高，可适应柴油机冷启动低温与 DPF 再生高温工况，且无钒、避免了钒的生物毒性，是实现国六排放标准的关键材料。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表23：SSZ-13 分子筛结构



资料来源：《化工进展》吕叶、胡彤宇、郭翠梨，中邮证券研究所

当前，柴油车仍是汽车 NOx 排放的主体，据《中国移动源环境管理年报》，2024 年柴油车 NOx 排放占全国汽车排放的 87.1%。据中国高新技术产业导报报道，重型车国七标准征求意见稿已完成技术审查、进入公开发布前的关键窗口期，业内认为国七标准对标欧盟欧七标准。据 ICCT，2024 年发布的欧七标准将重型车 NOx 限值（WHSC 工况）较欧 VI 收紧 50%、由 400mg/kWh 降至 200mg/kWh，并新增氧化亚氮等排放限值、将颗粒物计数阈值收紧至 10 纳米；业内专家预计国七将氮氧化物限值再降 30%—50%。为满足更严格的低温 NOx 控制要求，行业探索的技术方向包括双 SCR 布局、SCR 与颗粒捕集集成（SDPF）等，单车分子筛用量有望相应提升；Cu-SSZ-13 的低温活性与宽温度窗口使其技术地位在限值加严下强化，SSZ-13 分子筛及模板剂需求有望迎来量与质的双重升级。

图表24：2022-2024 年全国汽车及柴油车污染物排放量

污染物（万吨）	2022 年度			2023 年度			2024 年度		
	全国汽车	柴油车	占比	全国汽车	柴油车	占比	全国汽车	柴油车	占比
NOx	515.9	456.1	88.4%	462.7	406.2	87.8%	406.1	353.7	87.1%
PM	5.0	5.0	100%	4.1	4.1	100%	3.3	3.3	100%

资料来源：《中国移动源环境管理年报》，中邮证券研究所

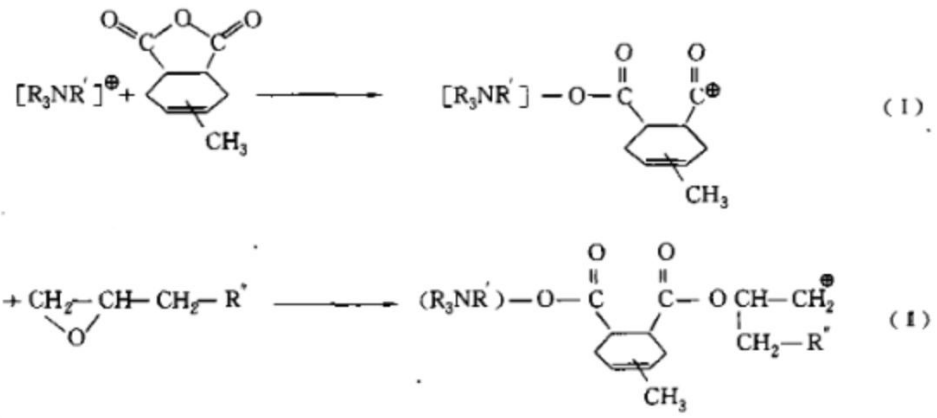
2.3 “漆改粉”持续推进或带动公司固化促进剂板块销售

固化促进剂是能加快固化反应速率的物质的统称，通过降低固化反应活化能，实现降低固化温度、缩短固化时间、提高固化程度并节省能耗，在热敏感部件粘接等对温度有严格限制的场合尤为关键。常见固化促进剂包括叔胺及其衍生物、季铵盐、季鏻盐、咪唑类及冠醚等，其中季铵盐、季鏻盐是环氧-酸酐体系非常有效的固化促进剂，且具有一定潜伏性，含季铵盐促进剂的酸酐、环氧体系室温贮存期可达叔胺促进剂的数倍之多。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

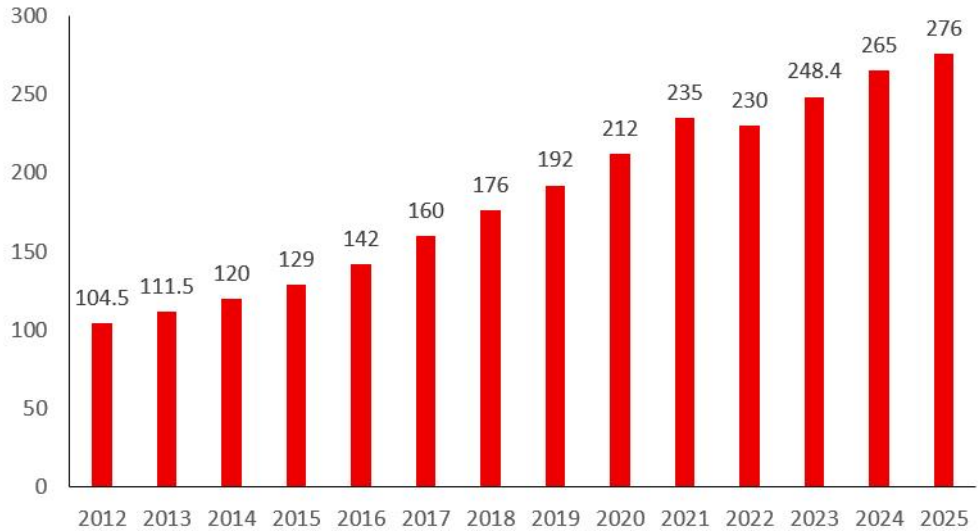
图表25：季铵盐对环氧树脂固化反应体系促进机理



资料来源：《季铵盐对酸酐/环氧树脂体系固化反应和性能影响的研究》陈平，中邮证券研究所

粉末涂料是公司固化促进剂产品的主要下游之一。粉末涂料由树脂、固化剂、颜料、填料和助剂等混合而成，经静电喷涂、流化床浸涂等方式涂覆于被涂物表面，再经烘烤熔融流平、固化成膜，具有环保、节能、高性能等特征，广泛运用于家电、家具、汽车、建材与户外设施、管道等产品的涂装；目前热固性粉末涂料在粉末涂料市场中占据主导地位，其由分子量小的粉末涂料树脂在加热条件下与固化剂交联成膜，固化剂及固化促进剂会影响产品质量，是不可缺少的重要成分。据中国涂料工业协会《2025 年中国涂料行业经济运行简报》，2025 年全国涂料总产量 3,460.2 万吨、同比下降 7.1%，主营业务收入 3,881.5 亿元、同比下降 3.9%，利润总额 292.5 亿元、同比增长 11.5%，均价 1.12 万元/吨、同比下降 3.15%，行业总量承压但盈利改善；细分至粉末涂料，据中国化工学会涂料涂装专业委员会统计，我国热固性粉末涂料销量由 2012 年的 104.5 万吨增长至 2025 年的 276 万吨左右（初步统计），同比增长约 4.2%，在涂料总产量下滑的背景下仍保持增长，“漆改粉”带来的替代仍在延续。公司层面，可用作固化促进剂的季铵盐、季鏻盐 2026H1 分别实现收入 1.78 亿元和 0.42 亿元、同比增长 17.1%和 14.0%，粉末涂料是公司终端覆盖的主要应用领域之一。

图表26：2012-2025 年我国热固性粉末涂料市场销量（万吨）



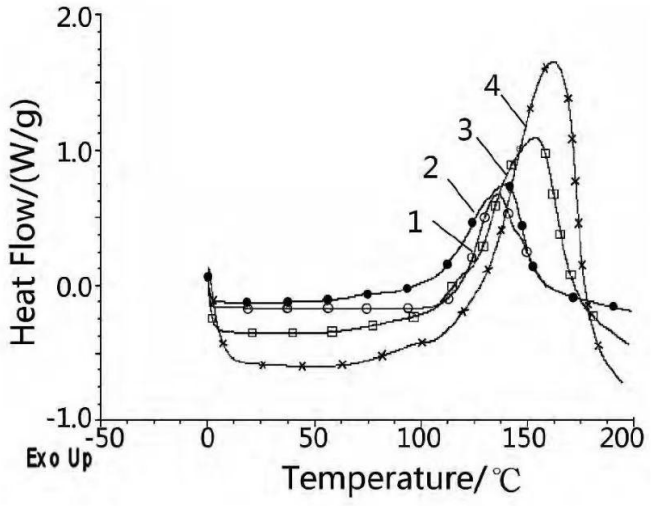
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

资料来源：中国化工学会涂料涂装专业委员会、全国涂料工业信息中心，中邮证券研究所

在氰基丙烯酸酯（502 类）瞬干胶中，冠醚可加速胶液吸收空气中的水，从而促进单体聚合、固化。一般认为其作用源于独特的空穴结构：冠醚将体系或被粘物表面的金属阳离子络合进环内，使阴离子"裸露"，再经被粘物表面水分活化后引发阴离子聚合，从而加快固化；冠醚与阳离子的络合稳定性则取决于空穴尺寸与离子直径的匹配程度。

图表27：18-冠醚-6 对氰基丙烯酸酯胶固化反应动力学的影响



资料来源：《促进剂对 α-氰基丙烯酸酯胶固化反应动力学的影响》刘洁，中邮证券研究所

2.4 冠醚作为电解质添加剂，需求受益于新能源汽车的放量

冠醚在电解液中的作用机理基于空腔尺寸与金属阳离子的匹配效应，其分子中心的空腔可选择性络合特定尺寸的阳离子，形成包覆式螯合物，一方面提高锂盐在有机溶剂中的溶解度、实现阴阳离子对的有效分离，增加游离锂离子浓度以提升电解液电导率；另一方面实现锂离子与溶剂分子的分离，改变其溶剂化结构，进而改善电极、电解质与溶剂三者的相容性。

图表28：冠醚孔径与碱金属离子尺寸对比

冠醚	孔径直径/nm	金属离子	离子直径/nm
14-冠醚-4	0.12～0.15	Li^+	0.136
15-冠醚-5	0.17～0.22	Na^+	0.194
18-冠醚-6	0.26～0.32	K^+	0.266

资料来源：《Macrocyclic polyethers and their complexes》C.J. Pedersen et al.，中邮证券研究所

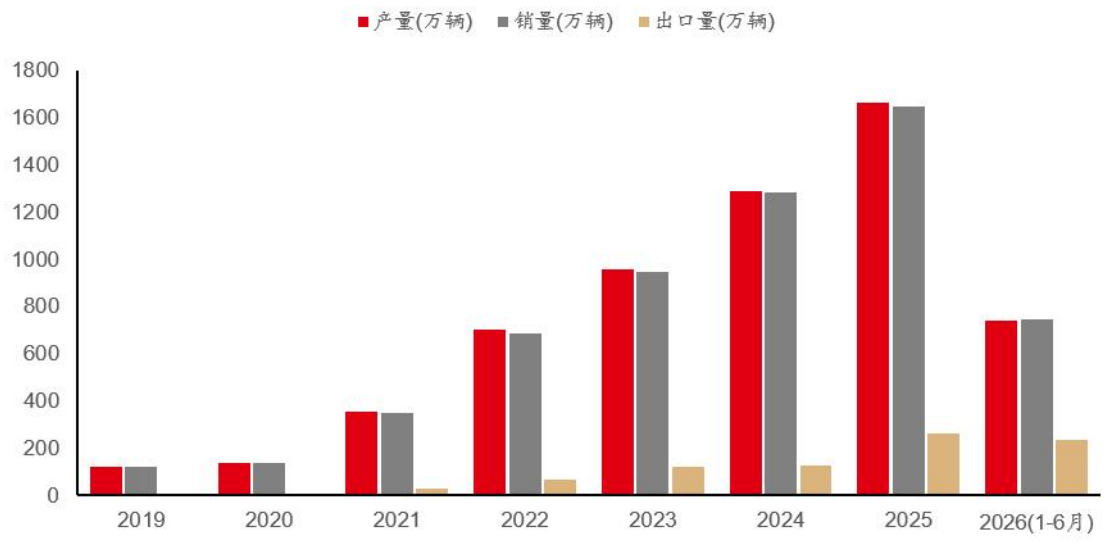
新能源汽车持续放量，有望持续拉动对冠醚的需求。2021—2025 年我国新能源汽车销量由 352.1 万辆增至 1,649.0 万辆、年复合增长率达 47.1%，2026 年以来增长结构发生显著变化，出口成为核心增量，2026 年上半年累计出口 235.5 万辆、同比增长 122.2%，出口占销量

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

比重由 2025 年的 15.9%快速提升至 31.6%，海外市场的打开为国内电池及电解液材料产业链提供了新的增长空间。

图表29：中国新能源汽车年度产量、销量与出口量（万辆）



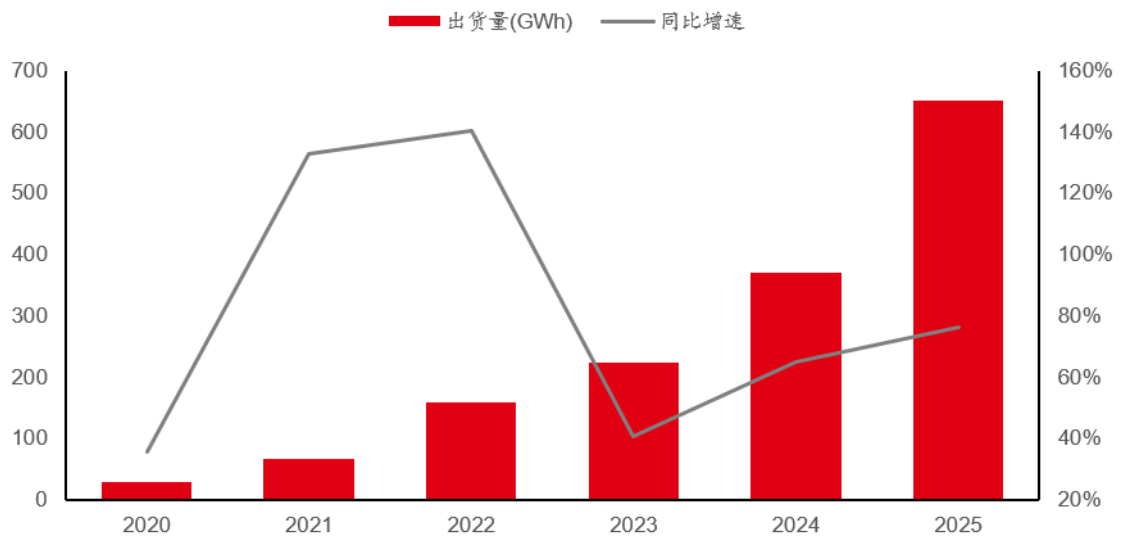
资料来源：中国汽车工业协会，中邮证券研究所

储能市场的快速放量也将拉动对冠醚的需求。全球储能电池出货量由 2020 年的 28.5GWh 增至 2025 年的 651.5GWh、年复合增长率达 87.0%，其中 2025 年同比增长 76.2%、增速较 2024 年进一步抬升；其中 2025 年，中国企业出货量 614.7GWh、占全球比重达 94.4%，国内产业链充分受益。景气延续至 2026 年，一季度我国储能锂电池出货量同比增长 139%，头部企业订单排产至 2026 年底至 2027 年二季度。预测 2030 年全球储能电池出货量将超过 2TWh，成长空间明确。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表30：全球储能锂离子电池（ESS LIB）年度出货量及增速



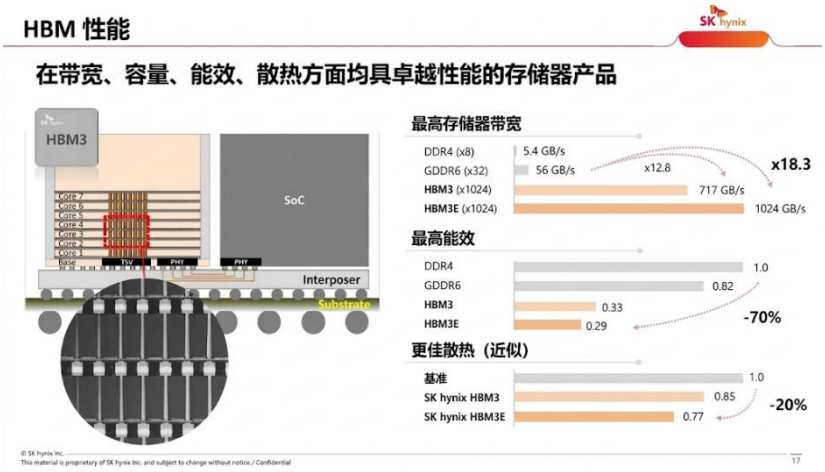
资料来源：iFind，中邮证券研究所

3 产品的优异性能有望助力公司迈向半导体产业链

3.1 季铵氟化物或作为剥离液核心成分持续受益于存储芯片行业的发展

HBM3 沿用 DRAM 的存储单元，其与标准 DRAM 的差异不在存储单元本身，而在互连方式，以及由此在晶圆制造与封装等阶段分别新增的工序。DRAM 是以“一晶体管一电容”（1T1C）为单元的易失性存储器，靠电容电荷表征数据、需周期性刷新，产业形态是平面裸片封装成颗粒、再组为 DIMM 模组；HBM3 是 JEDEC 于 2022 年 1 月发布的高带宽存储标准（JESD238），存储单元仍为 DRAM，但互连方式存在差异，多颗裸片减薄后垂直堆叠于逻辑基底之上，以硅通孔打通层间，再与 GPU/ASIC 并排共封。

图表31：HBM3 相关数据



资料来源：SK Hynix，中邮证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

标准 DRAM 裸片以常规厚度经引线或倒装封装即可，HBM3 则须先减薄以控制封装总高，减薄依赖临时键合与解键合，解键合后另需清除临时胶残留。堆叠键合主流为热压非导电胶膜（TC-NCF）与批量回流模塑底填（MR-MUF）两条路线，前者逐层热压，后者堆完后一次性回流。

图表32：MR-MUF 与 TC-NCF 工艺对比

		TC-NCF	MR-MUF
工艺/材料	键合压力	需施加	无需
	间隙填充材料	非导电薄膜	模塑底部填充
	单位裸片面积允许的最大散热凸块比例	＜ 10%	约 20% 或更高
热性能	间隙填充材料的热导率（W/mK）	0.3	0.7~2.0
	HBM 8Hi Cube（HBM2E）的相对热阻	1.0	0.5~0.64 或更低
	结温（2Gbps，1.25VDD，IDD4）	~112° C	~100° C
生产率	成本	较差（成本较高）	较好（成本较低）
	产能（吞吐量）	差（逐个键合）	好（一次性键合）
代表企业		三星电子	SK 海力士

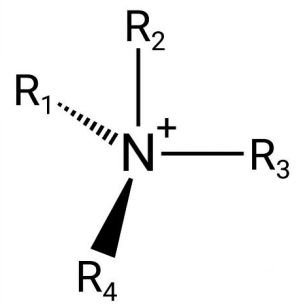
资料来源：Advanced Packaging Technologies in Memory Applications for Future Generative AI Era，Ki-Ill Moon et al.，中邮证券研究所

解键合后的待清洗物是粘接胶残留，对试剂提出两项传统 DRAM 后端无需面对的要求，公司的四丁基氟化铵（TBAF）可以是优良的清洗剂核心组分。临时键合胶通常为有机热固或热塑材料，其中一类为聚有机硅氧烷，骨架为 Si–O，仅靠溶解不能去除，试剂须能切断该键，并且从金属兼容性角度，解键合发生在正反两面凸块均已形成之后，器件面存在金属部分，故清洗液的季铵氟化物含量须设上限以抑制金属腐蚀。四丁基氟化铵（TBAF）由四丁基铵阳离子和氟负离子组成，主要反应活性来自 F^-，商品常见为三水合物或 THF 溶液。四丁基铵阳离子的中心氮原子与四个丁基相连，结构中不含 N–H，这种结构提高了氟化物在极性非质子溶剂中的溶解性和相转移能力，同时也避免了直接引入金属阳离子。F^- 具有较高电荷密度，其亲核性受溶剂、含水量和离子缔合状态影响；在适宜的非质子介质中，可进攻有机硅化合物或 Si–O 网络中的硅中心，促进相关 Si–O 或 Si–C 键断裂。

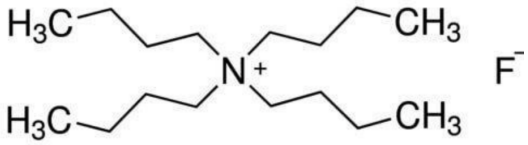
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表33：四丁基铵阳离子结构图（R_1至R_4为正丁基）



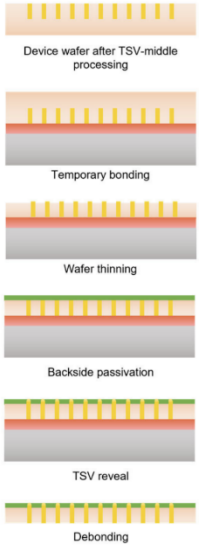
图表34：四丁基氟化铵结构式



资料来源：中邮证券研究所

和传统 DRAM 相比，HBM 加入了硅通孔（TSV）工艺。TSV 是一种用于先进封装的互连技术，通过垂直穿过 DRAM 芯片上数千个微小孔洞的电极，将上下堆叠的芯片连接起来；SK 海力士采用该技术的 HBM3 芯片每秒可处理高达 819GB 的数据。HBM 内部 TSV 典型直径 2－5 μm、深 30－60 μm，美光、SK 海力士与三星均自行完成 TSV 制程，并普遍采用中间通孔（Via-middle TSV）工艺，即在前端器件完成之后、后道金属布线之前制作通孔，以在 TSV 密度、成本与热预算之间取得最佳平衡。

图表35：Via-middle-TSV 工艺流程



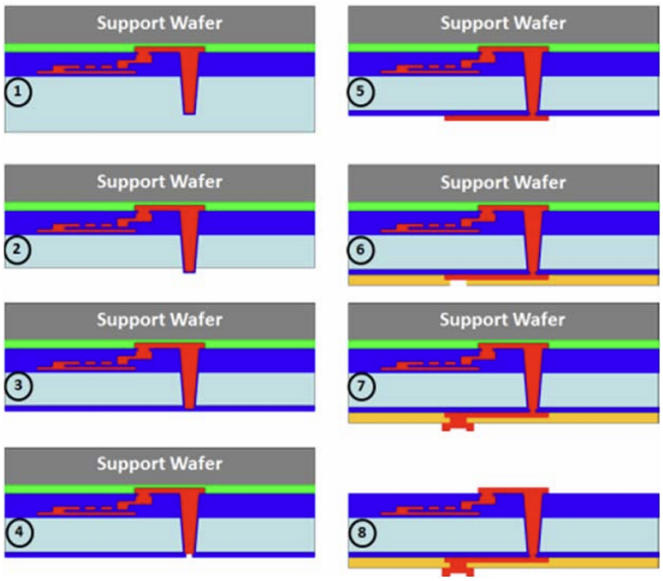
资料来源：Temporary Bonding and Debonding in Advanced Packaging: Recent Progress and Applications Mo et al.，中邮证券研究所

TSV 在正面工序完成后仍是盲孔，须将晶圆减薄、自背面露出铜柱方能实现上下互连，背面工序因此须在临时载片支撑下进行，完成后再解键合；而晶圆解键合之后，必须能被轻易清洗回到涂胶之前的状态。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表36：TSV 背面工序图



资料来源：Polyimide based Temporary Wafer Bonding Technology for High Temperature Compliant TSV Backside Processing and Thin Device Handling，K. Zoschke et al.，中邮证券研究所

解键合环节的瓶颈有时在其后的除胶——该湿法工序负责溶解胶层，若胶层随载片一同剥离，尚可移至别处处理；若留在产品侧，则通常需要多个清洗模块并行运行，方能匹配解键合模块的产能。临时胶为聚有机硅氧烷时，主链是 Si–O–Si，普通溶剂主要使其溶胀，难以彻底去除残胶，唯有切断主链方能去除。Si–F 的键解离能随取代基不同在 152–167 kcal/mol 之间，而 Si–O 约 111 kcal/mol，以 Si–F 置换 Si–O 每次可净放出四十余 kcal/mol，反应在热力学上自发向断键方向进行。氟离子进攻硅原子生成五配位氟硅酸根中间体，随后中性硅烷离去、原有的 Si–O 键断裂。聚有机硅氧烷含大量 Si–O–Si 键，氟离子切断该键后，黏合剂聚合物分子量降低、交联结构瓦解，随即溶于非质子溶剂并自器件晶圆表面脱除。断键与溶解是两个不可分割的环节，氟离子负责前者，非质子溶剂负责后者，故氟源本身必须能溶于该溶剂体系。

氟离子并非只有氢氟酸一种来源，但氢氟酸体系在此不适用。断键后的聚硅氧烷碎片须溶解方能脱离表面，而水基体系易引起器件面金属腐蚀；氢氟酸本身毒性极高，含 HF 废液的处理亦是负担。清洗配方因此转向氟盐与有机溶剂构成的体系——该体系要求氟源在有机溶剂中具备足够溶解度并能解离出游离 F^-，故其阳离子须为有机阳离子，其中优选季铵氟化物，即四甲基氟化铵（TMAF）、四乙基氟化铵（TEAF）与四丁基氟化铵（TBAF）。

图表37：三种季铵氟化物的基本性质

	TMAF	TEAF	TBAF
阳离子	(CH3)4N+	(C2H5)4N+	(n-C4H9)4N+
分子式（无水）	C4H12FN	C8H20FN	C16H36FN
分子量	93.1	149.25	261.5

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

资料来源：IUPAC 标准原子量，中邮证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要业务是季铵盐、季铵碱、季鏻盐、冠醚四大系列产品的研发、生产和销售，现有浙江仙居、江西永新两大生产基地正常运行，设计产能合计约 3.07 万吨，年产 2,767 吨新材料催化剂技改项目已部分建成投产。在建工程方面，年产 8,860 吨功能性催化新材料募投项目于 2026 年 3 月完成产品结构调整并延期，预计 2027 年 12 月整体竣工验收、正式投产；截至 2026 年 6 月 30 日，该项目处于主体施工阶段，累计投入募集资金 5,907.58 万元，投入进度 22.11%。

核心假设如下：

1）季铵盐板块：季铵盐是公司第一大产品，2026H1 销量、销售均价同比分别+6.3%、+10.3%，量价齐升带动收入同比增长 17.1%。需求端，医药、农药等下游需求有所改善，2026 年 1—6 月我国规模以上医药制造业增加值同比增长 5.6%；据中国东盟农资商会，2026 年 6 月我国农药出口金额 120.97 亿元、同比增长 4.96%，其中制剂出口量额双增。成本端，公司部分原料与溴素价格联动，据隆众资讯，2026 年山东市场溴素主流成交价格由年初的 36,500 元/吨冲高至 3 月底的 67,500 元/吨，4 月回落至 38,500 元/吨，2026H1 公司溴丁烷、溴丙烷采购均价同比分别上涨 47.8%、52.2%，原料涨价正逐步向产品售价传导。我们预计 2026 年季铵盐销量和售价同步增长；考虑到 2026 年上半年部分原材料价格快速上涨后又有所回落，预计 2027 年原料价格高位企稳，收入增长主要依靠销量提升；2028 年募投项目中四丁基溴化铵、四丁基氟化铵及其中间体合计 6,358 吨产能开始爬坡。预计 2026-2028 年，公司季铵盐板块营业收入分别将达到 3.93 亿、4.80 亿、5.86 亿元，分别同比增长 21.50%、22.00%、22.00%。考虑到产品提价对原料成本上涨的传导逐步落地，预计 2026-2028 年毛利率将分别达到 24.77%、26.01%、26.61%。

2）季铵碱板块：公司季铵盐、季铵碱产品在分子筛模板剂行业国内市场排名第一，具备季铵盐到季铵碱模板剂的完整产业链，季铵碱同时属于湿电子化学品的重要品类。2026H1 季铵碱销量同比增长 13.6%，销售均价同比下降 7.5%，收入同比增长 5.1%。需求端，2026 年 1—6 月我国规模以上工业原油加工量 34,387 万吨、同比下降 4.9%，石油化工领域分子筛需求偏弱，叠加市场竞争及下游客户降本压力，产品价格仍然承压。成本端，上游溴丙烷、1-溴丁烷等原料价格 2026 年以来波动加剧，溴丙烷价格 4 月初一度冲高至 6 万元/吨后快速回落。我们预计 2026 年季铵碱销量保持增长、价格继续承压，收入小幅增长；2027 年产品价格和原料成本逐步企稳，收入增速回升；2028 年募投项目 950 吨高纯季铵碱类产能开始爬坡，相转移催化剂、分子筛模板剂及电子化学品需求共同带动收入增长。预计 2026-2028 年，公司季铵碱板块营业收入分别将达到 1.59 亿、1.98 亿、2.42 亿元，分别同比增长 3.00%、25.00%、22.00%。考虑到公司季铵碱产品通过电解工艺优化，实现低金属离子杂质、低卤素杂质的高品质连续化生产，成本优势突出，2025 年季铵碱毛利率达 39.3%，预计 2026-2028 年毛利率将分别达到 40.51%、41.46%、42.42%。

3）季鏻盐板块：2026H1 季鏻盐销量、销售均价同比分别+8.2%、+5.4%，收入同比增长 14.0%。季鏻盐可用作固化促进剂、相转移催化剂以及医药、液晶单体等精细化学品的合成原料，我们预计下游高分子材料、医药及精细化工需求温和增长，2026 年收入增长主要由销量贡献；成本端，2026H1 公司三苯基膦、溴乙烷采购均价同比分别上涨 11.4%、54.7%，我们假设 2026 年季鏻盐成本增速高于收入。2027 年原料压力逐步缓解；2028 年募投项目中四丁基醋酸鏻、三

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

苯基乙基醋酸鏻、三丁基甲基碘化鏻合计 735 吨产能开始爬坡，收入增速提升。预计 2026-2028 年，公司季鏻盐板块营业收入分别将达到 0.84 亿、1.01 亿、1.22 亿元，分别同比增长 10.51%、20.00%、20.00%；毛利率将分别达到 13.72%、15.16%、15.87%。

4）冠醚板块：冠醚毛利率较高，兼具固化促进剂与电解液添加剂双线应用，应用领域覆盖高分子材料、精细化工、电池电解液、电子化学品等。2026H1 冠醚销量同比增长 12.5%，销售均价同比下降 5.2%。需求端，新能源汽车出口与储能市场放量有望带动电解液添加剂需求增长，同时 2026 年 1—6 月我国规模以上工业集成电路产量 2,798 亿块、同比增长 23.1%，电子化学品需求持续扩容。我们预计 2026 年冠醚收入主要由销量快速放量贡献，考虑到批量采购折价及市场竞争影响，产品价格不作上涨假设；2028 年募投项目 317 吨 18-冠醚-6 及其中间体系列产能开始爬坡，收入重新提速。预计 2026-2028 年，公司冠醚板块营业收入分别将达到 0.40 亿、0.46 亿、0.66 亿元，分别同比增长 46.04%、15.00%、42.82%；毛利率将分别达到 42.34%、42.84%、43.82%。

5）其他产品及其他业务：其他产品主要为三乙胺盐酸盐，可用作沙坦类药物合成助剂，2021—2025 年收入在 0.28 亿—0.48 亿元之间波动。沙坦类降压药具有长期用药属性，需求量相对稳定，但第十批国家组织药品集采已纳入替米沙坦氢氯噻嗪片等沙坦类品种，集采持续压制制剂及上游中间体价格，我们假设 2026 年其他产品收入小幅下降，2027—2028 年主要依靠销量温和恢复；成本端，三乙胺市场价格自 2025 年四季度以来明显回落，2026H1 公司三乙胺采购均价同比下降 22.7%，生产成本有所回落。预计 2026-2028 年其他产品营业收入分别为 0.27 亿、0.28 亿、0.31 亿元，同比分别变动-6.00%、3.66%、12.00%，毛利率分别为 18.28%、18.40%、19.13%。其他业务主要为少量原材料及副产品销售，收入规模较小且历史波动较大，预测期内不作明显增长假设，预计 2026-2028 年收入分别为 148 万元、153 万元、156 万元。

4.2 估值分析

考虑到 A 股上市企业中有与公司主营业务相近的标的企业，我们采用相对估值法对公司进行估值，选取公司首发上市公告书中列示的主营业务与公司相近的可比上市公司作为可比公司，其中万润股份、格林达、扬帆新材具有一致预期数据，齐鲁华信暂无一致预期，未纳入比较；扬帆新材当前盈利规模较小、PE 显著偏高，计算均值时予以剔除。根据 2026 年 10 月 23 日的收盘价，2026、2027、2028 年，预计可比公司 PE 均值分别为 39 倍、27 倍、21 倍，而公司的 PE 为 40 倍、31 倍、24 倍，略高于可比公司均值。我们认为公司的估值溢价具备一定合理性：一是公司季铵盐、季铵碱产品在分子筛模板剂行业国内市场排名第一，细分领域龙头地位稳固；二是 8,860 吨募投项目预计 2027 年 12 月正式投产，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别同比增长 26.50%、30.17%、28.28%，成长性较好；三是公司已将四丁基氟化铵列入主要产品，并聚焦电子化学品赛道、推进头部客户开发，而上述盈利预测尚未单独测算季铵氟化物在 HBM 封装清洗等半导体领域的放量，未来存在向上弹性。因此我们认为公司估值水平处于合理区间。

图表38：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002643.SZ	万润股份	11.49	0.34	0.54	0.67	40	25	20
603931.SH	格林达	28.01	0.64	0.87	1.11	56	41	33
300637.SZ	扬帆新材	9.30	0.06	0.07	0.09	155	133	103

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

	平均					39	27	21
603120.SH	肯特催化	46.26	1.15	1.50	1.93	40	31	24

资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

4.3 估值分析

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 1.04、1.36、1.74 亿元，EPS 1.15、1.50 与 1.93 元，10 月 23 日收盘价对应 PE 为 40、31 和 24 倍。考虑到公司季铵（鏻）化合物基本盘稳固，募投项目投产后产能将持续释放，叠加季铵氟化物切入 HBM 封装清洗、迈向半导体产业链带来的成长空间，公司的业绩将保持较快增长趋势，首次覆盖，给予“买入”评级。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

5 风险提示

1）下游需求不及预期的风险。公司终端覆盖医药、粉末涂料、农药、石油及煤化工等领域，若全球经济持续低迷或下游市场需求出现系统性收缩，公司产品销量及价格可能承压，进而影响公司的经营业绩。

2）募投产能消化不及预期的风险。公司年产 8,860 吨功能性催化新材料项目预计 2027 年 12 月正式投产，截至 2026 年 6 月 30 日募集资金投入进度为 22.11%。项目投产后公司产能规模及折旧将明显增加，若下游需求增长或客户开拓不及预期，新增产能可能无法及时消化，进而影响公司的盈利能力。

3）电子化学品客户认证与放量进度不及预期的风险。公司以提升产品纯度至更高电子级标准为研发目标，并重点推进电子化学品头部客户开发，若产品纯度提升、客户认证或下游放量进度不及预期，公司向半导体产业链延伸的节奏可能放缓。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表				
营业收入	611	705	855	1047
营业成本	446	509	607	734
税金及附加	5	6	8	9
销售费用	16	18	22	27
管理费用	43	46	56	68
研发费用	19	22	27	33
财务费用	-2	-3	-4	-5
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	100	127	165	211
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	100	127	165	211
所得税	18	22	29	37
净利润	82	104	136	174
归母净利润	82	104	136	174
每股收益（元）	0.91	1.15	1.50	1.93
资产负债表				
货币资金	195	295	365	439
交易性金融资产	320	270	230	200
应收票据及应收账款	245	283	343	420
预付款项	6	5	6	7
存货	82	85	101	122
流动资产合计	888	972	1086	1238
固定资产	335	325	317	308
在建工程	49	62	71	78
无形资产	84	82	80	78
非流动资产合计	480	478	477	472
资产总计	1368	1450	1564	1710
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	66	75	89	108
其他流动负债	96	98	102	108
流动负债合计	162	173	191	216
其他	34	34	34	34
非流动负债合计	34	34	34	34
负债合计	196	206	225	250
股本	90	90	90	90
资本公积金	453	453	453	453
未分配利润	571	628	702	798
少数股东权益	0	0	0	0
其他	57	73	93	119
所有者权益合计	1172	1244	1339	1461
负债和所有者权益总计	1368	1450	1564	1710

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-0.9%	15.3%	21.3%	22.5%
营业利润	-12.8%	26.5%	30.2%	28.3%
归属于母公司净利润	-11.8%	26.5%	30.2%	28.3%
获利能力				
毛利率	27.0%	27.8%	29.0%	29.9%
净利率	13.5%	14.8%	15.9%	16.6%
ROE	7.0%	8.4%	10.1%	11.9%
ROIC	6.7%	8.2%	9.9%	11.6%
偿债能力				
资产负债率	14.3%	14.2%	14.4%	14.6%
流动比率	5.49	5.63	5.68	5.73
营运能力				
应收账款周转率	4.32	4.59	4.70	4.72
存货周转率	5.77	6.10	6.53	6.57
总资产周转率	0.51	0.50	0.57	0.64
每股指标（元）				
每股收益	0.91	1.15	1.50	1.93
每股净资产	12.97	13.76	14.81	16.16
估值比率				
PE	50.73	40.10	30.81	24.02
PB	3.57	3.36	3.12	2.86

现金流量表				
净利润	82	104	136	174
折旧和摊销	48	51	56	60
营运资本变动	-20	-24	-66	-83
其他	-3	-3	-4	-5
经营活动现金流净额	107	129	122	146
资本开支	-42	-52	-55	-55
其他	-317	56	44	35
投资活动现金流净额	-359	4	-11	-20
股权融资	305	0	0	0
债务融资	0	0	0	0
其他	-62	-32	-41	-52
筹资活动现金流净额	243	-32	-41	-52
现金及现金等价物净增加额	-10	100	70	74

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔
邮编：100050

上海
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster