

2026 年 07 月 21 日

聚仁新材 (920258.BJ): 国内万吨级己内酯龙头绑定优质客户, 受益国产替代+下游行业扩容红利

北交所研究团队

——北交所新股申购报告

诸海滨 (分析师)

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号: S0790522080007

● 国内万吨级己内酯龙头, 下游应用广阔业绩持续高增

公司是国内专业从事己内酯系列产品研发、生产与销售的服务型制造企业。作为先进化工材料领域的创新驱动型厂商, 公司长期从事己内酯系列产品的技术研发与产业化应用。公司建成国内首套万吨级己内酯系列产品连续化生产线, 实现核心技术及生产装备的自主创新, 填补国内规模化生产空白。公司围绕己内酯开发出聚己内酯、聚己内酯多元醇和特种己内酯改性材料等系列衍生物, 在延伸加工为聚氨酯制品、丙烯酸制品、生物可降解制品、医用材料和助剂类产品后, 广泛应用于新能源汽车、环保涂料、生物可降解、生物医药、装备制造等领域。2023-2025 年度, 公司营业收入分别为 2.82 亿元、4.79 亿元和 6.35 亿元, 复合增长率达 49.98%; 归母净利润分别为 7,420.06 万元、8,335.02 万元和 12,179.23 万元; 综合毛利率分别为 43.37%、28.60%和 32.11%。根据公司招股说明书, 预计 2026H1 归母净利润约为 9,500 万元至 10,500 万元, 同比增长幅度约为 49.21%至 64.92%。

● 下游场景多点拓宽, 预计国内己内酯及其衍生物市场空间可达 20 万吨/年

作为高性能化工原材料与功能性材料, 己内酯及其衍生物凭借其独特的材料特性, 下游应用领域持续扩展, 涵盖聚氨酯制品、丙烯酸制品、生物可降解制品、医用材料和助剂类产品等领域。Grand View Research 于 2020 年 4 月发布的《Global Polyurethane Market》报告, 预计至 2025 年全球聚氨酯市场规模将达到 3,000 万吨, 复合增长率达到 5.28%。公司特种己内酯改性 M 系列产品通过己内酯与戊内酯共聚技术制备, 主要应用于超分散剂等高性能添加剂领域。以锂电超分散剂为例, 锂电分散剂直接决定电极活性物质的均匀性与界面稳定性, 其市场需求与新能源汽车产业高度绑定。根据中国汽车工业协会统计, 国内新能源汽车销量由 2019 年的 120.60 万辆增加至 2025 年的 1649 万辆。根据《己内酯及下游行业发展现状及机会展望》等行业研究, 短期来看, 国内己内酯及其衍生物市场空间预计可达 20 万吨/年。

● 海内外优质客户背书, 市占率大幅攀升, 可比公司 PE (TTM) 均值 67.15X 公司客户资源兼具广度与深度, 成功进入巴斯夫(BASF)、毕克化学(BYK-Chemie GmbH)、路博润 (Lubrizol)、科思创 (Covestro) 等国际厂商供应链, 与万华化学、美瑞新材、海正生材等国内龙头长期合作。中国石油和化学工业联合会数据显示, 公司产品全球市场占有率从 2022 年的 6.19%提升至 2025 年的 22.96%, 国内占有率从 35.19%上升至 56.40%, 已成长为国内规模最大、全球主要的己内酯系列产品供应商。A 股上市公司中未有其他以生产己内酯及衍生物为主营业务的上市公司, 综合考虑选取瑞华泰、中研股份、一诺威等作为公司国内同行业的可比公司, 可比公司 PE (2025) 均值为 69.70X, PE (TTM) 均值为 67.15X。公司募投项目将补齐在衍生物产能规划上的短板, 形成上下游紧密衔接的“己内酯-衍生物”配套生产体系, 同时进一步增强技术优势, 有效提升公司核心竞争力。

● 风险提示: 下游市场需求波动风险、产品价格下降风险、市场竞争加剧风险

相关研究报告

《固态中标整线项目+干法推出整体方案, 2025 年度新签订单 4.30 亿元——北交所首次覆盖报告》-2026.7.21

《北证 50 指数 2026 年第三次调仓展望: 衡东光、美德乐、惠丰钻石或入列, 被动资金扩容优化市场韧性——北交所策略专题报告》-2026.7.19

《北交所“明日之星”系列: 102 家新受理公司多维筛选, 优云科技 / 睿龙科技全维度领先——北交所策略专题报告》-2026.7.19

目 录

1、 公司：己内酯领域“小巨人”，国际巨头赋能，市占率攀升	4
1.1、 产品：主要包括己内酯及其衍生物，下游产品覆盖广泛	5
1.2、 财务：2023-2025 年营收稳增，己内酯衍生物收入占比较高	8
2、 行业：中高端国产替代蓝海，下游市场潜力较大	15
2.1、 公司打破技术壁垒，重塑全球己内酯产业格局	15
2.2、 下游应用丰富，行业增长空间广阔	16
3、 看点：十年技术三级进阶，科创实力多维认证	22
3.1、 创新：深耕领域多年，公司实现己内酯核心技术自主研发	22
3.2、 可比公司：选取瑞华泰、中研股份、一诺威等	25
3.3、 募投项目：形成“己内酯-衍生物”配套生产体系	26
4、 估值对比：可比公司 PE TTM 均值 67.15X	27
5、 风险提示	28

图表目录

图 1： 公司从事己内酯系列产品的技术研发与产业化应用	4
图 2： 岳阳聚熠为公司控股股东，王函宇为公司的实际控制人	5
图 3： 公司主要产品涵盖己内酯及己内酯衍生物两大类	6
图 4： 公司主要产品、下游制品及典型应用领域图示	7
图 5： 2023-2025 年公司营业收入分别为 2.82 亿元、4.79 亿元和 6.35 亿元	8
图 6： 2023-2025 年公司己内酯衍生物销售收入占比较高（万元）	9
图 7： 2025 年度公司归母净利润为 12,179.23 万元	10
图 8： 公司毛利率 2024 年下降，2025 年略有上涨	11
图 9： 2023-2025 年公司期间费用率呈现降低趋势	12
图 10： 2025 年公司研发费用率为 3.56%	12
图 11： 2024 年中国聚氨酯制品产量达 1,365 万吨，创历史新高	17
图 12： 2016 年至 2023 年中国 UV 光固化材料市场规模（亿元）	19
图 13： 2025 年中国新能源汽车销量达到 1649 万辆	20
图 14： 公司完成己内酯“单体突破-衍生物延伸-高端应用定制”三级跃迁	22
图 15： 公司产品聚焦高性能应用领域，毛利率高于可比公司毛利率均值	26
表 1： 公司形成 M 系列、T 系列、P 系列、H 系列四大专业化产品线	6
表 2： 公司产品的下游制品、特性、作用和应用领域介绍	7
表 3： 公司境内业务收入占比较高（元）	9
表 4： 公司 2026H1 业绩同比呈现增长趋势（万元）	10
表 5： 2024 年己内酯衍生物和己内酯毛利率均有所下滑	11
表 6： 2025 年度公司产品己内酯衍生物毛利率略有上升	11
表 7： 2025 年度公司产品己内酯毛利率上升	12
表 8： 公司主要产品的产能产量情况（吨）	13
表 9： 2023-2025 年公司主要原材料采购数量及平均采购价格情况	13
表 10： 2023-2025 年公司不存在严重依赖少数客户的情形（万元、%）	14
表 11： 公司已内酯产能规模在全球达到领先水平（吨/年）	15

表 12: 目前国际上仅有少数几家化工巨头掌握己内酯的规模化生产工艺	16
表 13: 聚己内酯具有海水可降解性以及相对综合的性能	21
表 14: 公司获得多项荣誉	22
表 15: 公司的核心技术、核心生产工艺及装备、主要专利等经历了三个阶段	23
表 16: 公司已内酯核心技术具备先进性	23
表 17: 公司已内酯衍生物聚合核心技术具备先进性	25
表 18: 综合考虑选取瑞华泰、中研股份、一诺威等作为公司国内同行业的可比公司	25
表 19: 募投项目包括“40000t/a 特种聚己内酯智能化工厂项目”和“研发中心项目”	26
表 20: 可比公司 PE（2025）均值为 69.70X	27

1、公司：己内酯领域“小巨人”，国际巨头赋能，市占率攀升

公司是国内专业从事己内酯系列产品研发、生产与销售的服务型制造企业。作为先进化工材料领域的创新驱动型厂商，公司长期从事己内酯系列产品的技术研发与产业化应用。公司建成国内首套万吨级己内酯系列产品连续化生产线，实现核心技术及生产装备的自主创新，填补国内规模化生产空白。公司产品性能对标国际先进水平，形成完整梯度的产品矩阵，契合国家新材料产业升级与高端制造国产化政策导向。

图1：公司从事己内酯系列产品的技术研发与产业化应用



资料来源：公司官网

公司始终坚持“创新引领、市场驱动”的发展理念，围绕己内酯开发出聚己内酯、聚己内酯多元醇和特种己内酯改性材料等系列衍生物，在延伸加工为聚氨酯制品、丙烯酸制品、生物可降解制品、医用材料和助剂类产品后，广泛应用于新能源汽车、环保涂料、生物可降解、生物医药、装备制造等领域。2023-2025年，公司营业收入复合增长率达49.98%，展现强劲增长动能。公司客户资源兼具广度与深度，成功进入巴斯夫（BASF）、毕克化学（BYK-Chemie GmbH）、路博润（Lubrizol）、科思创（Covestro）等国际厂商供应链，与万华化学（600309.SH）、美瑞新材（300848.SZ）、海正生材（688203.SH）等国内龙头长期合作。中国石油和化学工业联合会数据显示，公司产品全球市场占有率从2022年的6.19%提升至2025年的22.96%，国内占有率从35.19%上升至56.40%，已成长为国内规模最大、全球主要的己内酯系列产品供应商。

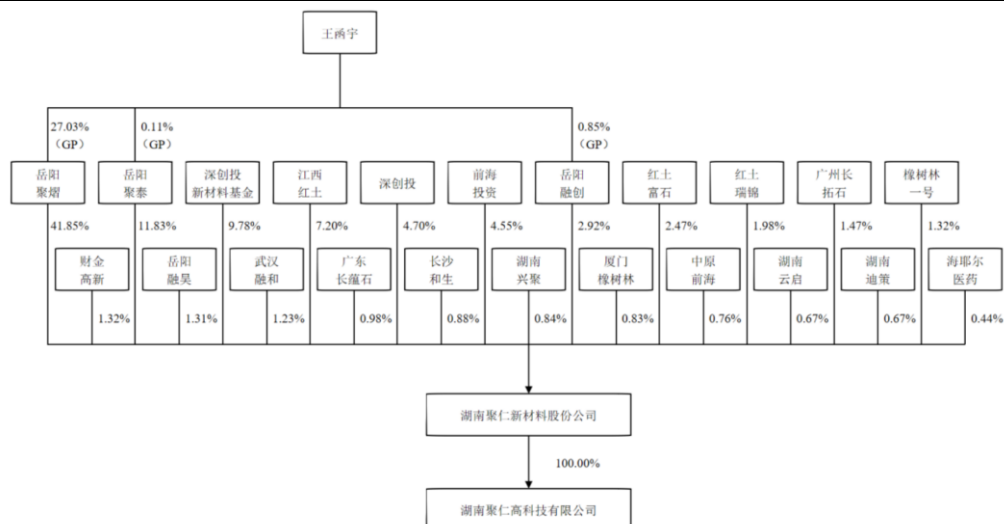
依托环保型高分子材料国家地方联合实验室（四川大学）己内酯及其衍生物中试基地、湖南省工程技术研究中心及省级企业技术中心等创新平台，公司构建了“基础研究-中试孵化-产业化”全链条技术转化体系，为技术研发和成果落地提供支持。

通过持续优化产品结构并强化下游高附加值领域研发，公司构建覆盖化工原料至终端制品的垂直化技术解决方案。公司获得国家专精特新重点“小巨人”企业、国家绿色工厂、高新技术企业等资质认定，通过携手可持续发展组织（TFS）合格供应商评审，并在第十一届中国创新创业大赛全国总决赛中获得成长组一等奖。公司产品获得湖南省制造业单项冠军，通过欧盟 REACH 注册、韩国 K-REACH 注册以及德国标准化学会认证中心 DIN CERTCO 生物降解塑料产品认证。公司参与制定《全生物降解物流快递运输与投递用包装塑料膜、袋》等国家标准，同时承担《高端功能与智能材料》国家重点研发计划子课题。

公司始终注重品牌建设和维护，致力打造“JUREN”己内酯系列产品品牌形象，全方位提升技术支撑和服务能力，持续为业务增长注入动能，夯实行业先发优势。

截至 2026 年 5 月 20 日，岳阳聚熠持有公司 15,067.33 万股股份，占公司股份总数的比例为 41.85%，为公司控股股东。王函宇合计可控制公司 56.61%的表决权，为公司的实际控制人。

图2：岳阳聚熠为公司控股股东，王函宇为公司的实际控制人

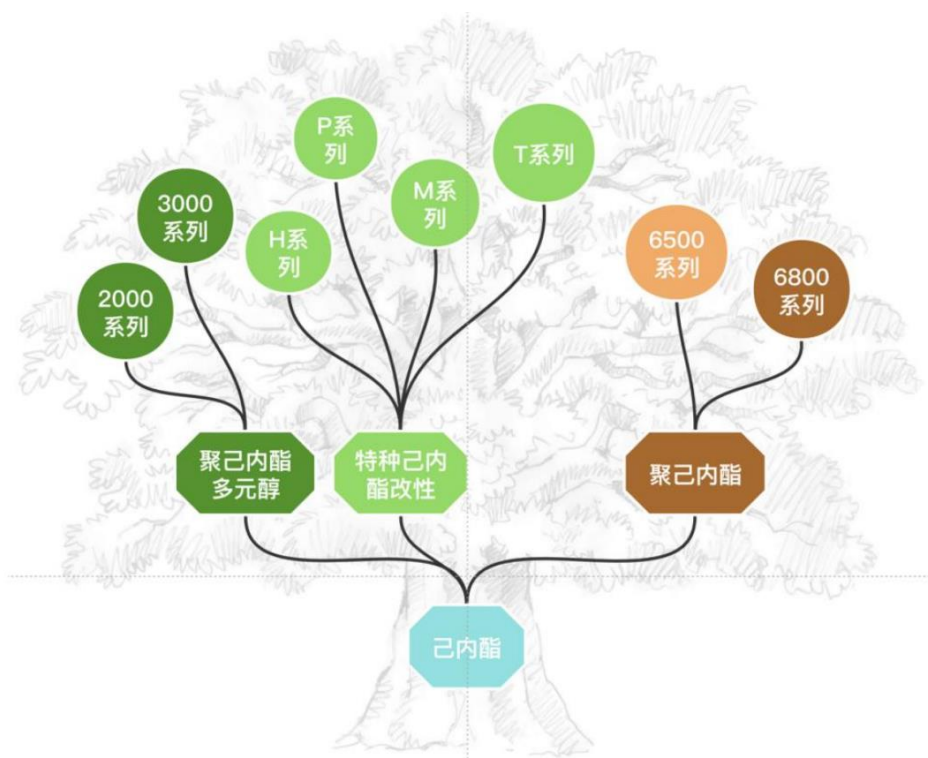


资料来源：公司招股说明书（注：数据截至 2026 年 5 月 20 日）

1.1、产品：主要包括己内酯及其衍生物，下游产品覆盖广泛

公司主要产品涵盖己内酯及己内酯衍生物两大类。其中，己内酯衍生物系以己内酯为核心原料，通过结构修饰与官能团转换等化学反应，在保留母体结构核心特征的基础上，经分子设计赋予其差异化性能。目前，公司已构建聚己内酯（PCL）、聚己内酯多元醇（PCL 多元醇）及特种己内酯改性材料三大衍生产品体系，并通过分子量梯度控制、官能团定向改性等工艺创新，衍生开发多个细分牌号，形成多层次产品树体系，覆盖高性能弹性体、生物可降解材料等高端应用场景。

图3：公司主要产品涵盖己内酯及己内酯衍生物两大类



资料来源：公司招股说明书

己内酯（化学名称 ϵ -己内酯，英文名 ϵ -Caprolactone，简称 ϵ -CL）是一种七元环状内酯化合物，分子式为 $C_6H_{10}O_2$ ，由五个亚甲基（ $-CH_2-$ ）和一个酯基（ $-COO-$ ）构成。其环状结构赋予其高化学反应活性，常温下为无色透明液体，是合成高性能聚合物的重要单体，可通过共聚或自聚制备多种功能性先进材料。

聚己内酯系由己内酯经开环自聚反应制备的高分子量脂肪族聚酯树脂，主要包括 6500 系列及 6800 系列。该材料兼具低温可塑性、生物降解性、形状记忆功能及生物相容性，在生物可降解、生物医疗等领域有着广泛应用。

聚己内酯多元醇由己内酯与多元醇通过共聚反应制备，主要包括 2000 系列及 3000 系列等。其分子量分布窄、酸值低、粘度可控，所制聚氨酯材料具备优异耐候性及机械强度，广泛应用于新能源汽车轻量化部件、车衣膜、高端鞋材及环保涂料等领域。

公司通过分子结构设计与共聚工艺创新，实现特种己内酯改性功能材料定向开发，形成分散剂（M 系列）、弹性体（T 系列）、发泡材料（P 系列）、涂料基材（H 系列）四大专业化产品线，覆盖新能源、轨道交通、智能家居及高端装备制造等产业核心材料需求。各系列特种己内酯改性材料产品特性如下：

表1：公司形成 M 系列、T 系列、P 系列、H 系列四大专业化产品线

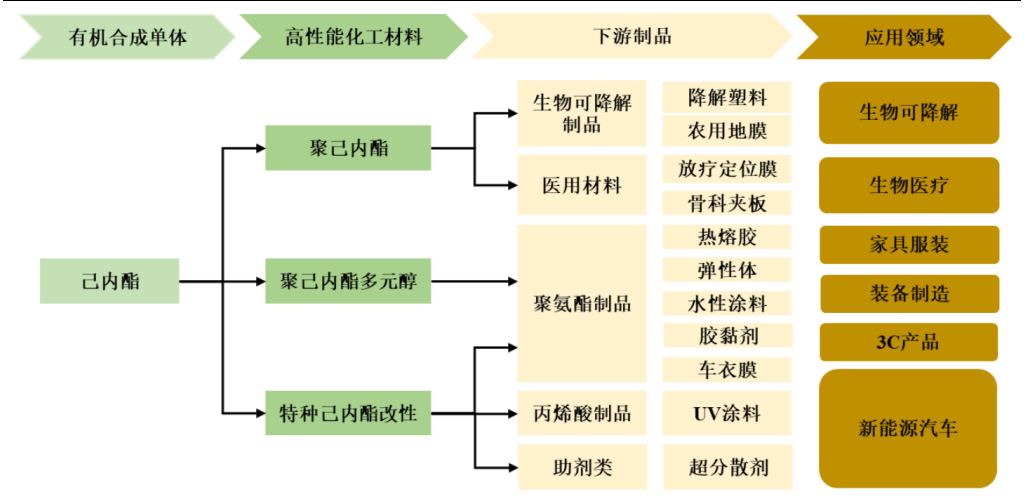
序号	产品系列	产品特性
1	M 系列	M 系列产品系通过己内酯与戊内酯共聚改性制备，通过结晶度调控技术形成适配多类型溶剂的分散体系，具有优异的相容性与稳定性，广泛应用于新能源锂电分散剂和涂料分散剂。
2	T 系列	T 系列产品采用己内酯与聚四氢呋喃（PTMEG）共聚工艺开发，赋予聚

序号	产品系列	产品特性
		氨酯弹性体优异的动态机械性能及耐热稳定性，所制减震部件可满足汽车底盘件、高铁轨道垫片等场景对长效耐久性的严苛要求。
3	P 系列	P 系列产品基于己内酯与聚醚多元醇（PPG）共聚技术，显著提升聚氨酯制品的机械强度、回弹与耐温性能，适用于汽车座椅高回弹发泡材料、高端家具减震层等轻量化与舒适性需求突出的领域。
4	H 系列	H 系列产品通过己内酯与丙烯酸酯共聚改性，突破性解决传统丙烯酸酯材料“热粘冷脆”缺陷，兼具耐冲击性与基材附着力，广泛应用于汽车原厂漆及光固化工业涂料体系。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司主要产品包括己内酯及其衍生物，主要下游制品涵盖聚氨酯制品、丙烯酸制品、生物可降解制品、医用材料和助剂类制品，上述制品通过分子结构设计与功能化改性，广泛应用于新能源汽车、生物可降解、生物医药、装备制造、家具服装、3C 产品等领域。

图4：公司主要产品、下游制品及典型应用领域图示



资料来源：公司招股说明书

表2：公司产品的下游制品、特性、作用和应用领域介绍

产品	下游制品	特性和作用	应用领域
己内酯	己内酯系一种重要的有机合成单体，可与多种基础化工原料共聚或自聚制备性能优异的先进化工材料		
	热塑性聚氨酯弹性体（TPU）	具有较高的耐候性、耐水解性、耐高温性和低温韧性，优异的机械强度，抗冲击性、耐久性和阻燃性能	主要用于制备车衣膜、充电线缆、胶黏剂和密封件等，在新能源汽车、服装鞋材和机械制造等领域具有广泛应用
聚己内酯多元醇	浇注型聚氨酯弹性体（CPU）	具有优异的耐磨性、耐久性、耐候性、耐水解性和高承载性能	主要用于制备 AGV 轮，在盾构机等装备制造领域具有广泛应用
	PU 涂料	具有优异的柔韧性、耐冲击、耐候性、耐水解性和较高机械强度及基材附着力。在海水环境下，具有可控的生物降解性	主要用于制备汽车涂料、水性涂料和海洋防污涂料等，在新能源汽车、高铁和船舶
	PU 胶黏剂	具有较好的柔韧性、耐水解性、耐候性及液体低黏度和高剪切强度	主要用于制备电池结构胶，应用于新能源汽车领域

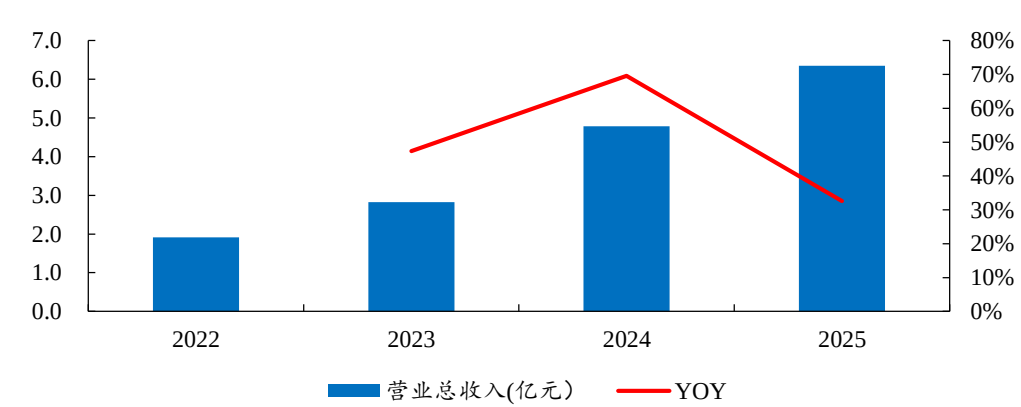
产品	下游制品	特性和作用	应用领域
特种己内酯改性材料	PU 发泡	具有优异的回弹性和较低的回弹损耗，具有良好的耐久性、耐撕裂性和亲肤性	主要用于制备微孔软泡，应用于3C 制品及新能源电池产品
	分散剂	具有极佳的相容性和结晶度可控特点，可大幅增加较难分散介质和溶剂的分散效果，提高分散体的稳定性	主要用于制备锂电、涂料分散助剂，用于新能源汽车、工业涂料领域
	PU 弹性体	具有优异的动态机械性能、高耐候耐久性、耐疲劳性能，优秀的回弹性和抗撕裂性	主要用于制备减震器，应用于汽车和高铁等
	UV 涂料	增强了低温柔韧性、耐冲击性，提升了与基材的附着力，弥补了 UV 涂料“热粘冷脆”的问题	主要用于制备汽车原厂漆、光固化涂料、光纤涂料等产品
	合成革浆料	具有优异的耐刮擦性，低温柔韧性，耐水解性，耐溶剂性，大幅增加皮革亲肤性，具有环保特点	主要制备汽车革、高端箱包革、高端家具沙发革等。
聚己内酯	医用材料	具有收缩率低、强度高、安全无毒环保等特点。同时具有较好的形状记忆功能、低温可塑性、生物相容性及生物可降解性	主要制备放疗定位膜、骨科固定板等，应用于生物医疗领域
	生物可降解材料	制备的生物可降材料，具有良好的韧性和耐候性。在海水环境下，具有可控的生物降解性	主要制备可降解塑料，应用于日用消费和农用地膜等领域

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.2、财务：2023-2025 年营收稳增，己内酯衍生物收入占比较高

2023-2025 年度,公司营业收入分别为 28,229.19 万元、47,879.11 万元和 63,502.20 万元，其中主营业务收入分别为 28,074.83 万元、47,591.38 万元和 63,251.74 万元，主营业务收入占比分别为 99.45%、99.40%和 99.61%，公司主营业务突出。公司其他业务收入主要为非主营类产品的贸易业务收入、外销过程中构成单项履约义务的运费收入以及废旧物资销售收入。

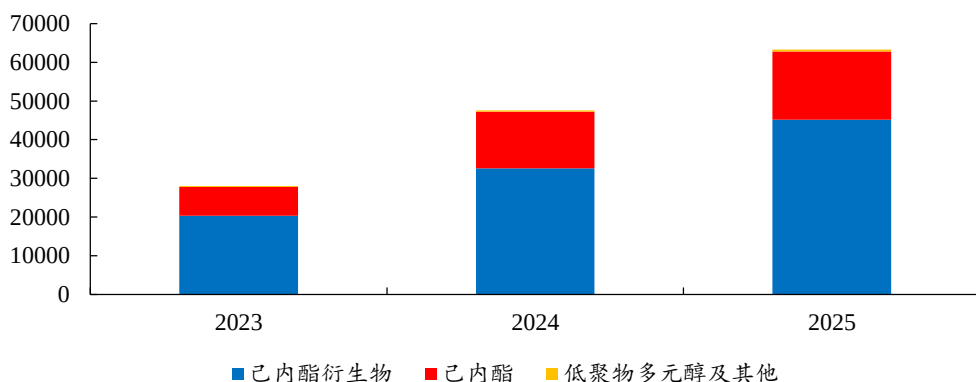
图5：2023-2025 年公司营业收入分别为 2.82 亿元、4.79 亿元和 6.35 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司主要产品包括己内酯及其衍生物。己内酯生产过程中会产生低聚物，2023-2025 年公司将低聚物进一步加工生产为低聚物多元醇并对外销售，形成副产品收入。公司产品下游制品包括聚氨酯制品、丙烯酸制品、助剂类产品、医用材料和生物可降解制品，所涉领域包括新能源汽车、生物可降解、生物医疗等新兴领域。公司产品下游制品市场空间广阔、需求旺盛且近年来增速较快，公司于 2023 年进行了产能提升，主要产品的销量大幅上升。

图6：2023-2025 年公司己内酯衍生物销售收入占比较高（万元）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2023-2025 年，公司主营业务在中国境内、境外均有布局。公司中国境内收入主要集中在华东和华南地区，2023-2025 年华东和华南地区合计占公司主营业务收入分别为 80.52%、74.04%和 75.67%。

公司中国境外主营业务收入平均占比较低，2024 年度和 2025 年度境外主营业务收入增加较多，主要是以湛新树脂、路博润集团、Miwon Specialty Chemical Co.,Ltd、ProChem GmbH 和 L.C.M. Industriale s.r.l.等为代表的下游客户订单充足、业务增长迅速所致。

表3：公司境内业务收入占比较高（元）

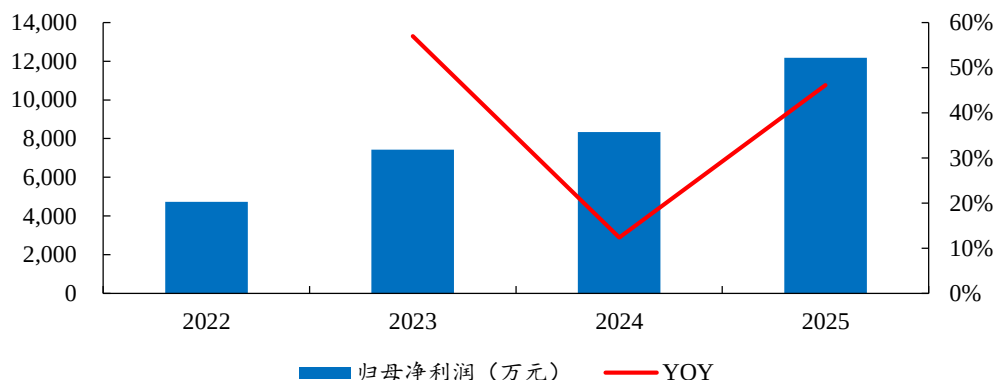
项目	2025 年度		2024 年度		2023 年度	
	金额	比例（%）	金额	比例（%）	金额	比例（%）
境内	534,438,662.63	84.49	398,858,563.44	83.81	260,455,390.17	92.77
华东	400,608,398.72	63.34	289,277,983.05	60.78	165,311,857.26	58.88
华南	77,960,081.32	12.33	63,095,883.96	13.26	60,761,283.18	21.64
华中	26,455,637.06	4.18	23,576,439.53	4.95	22,247,562.20	7.92
西南	7,044,923.39	1.11	12,531,471.69	2.63	5,434,685.89	1.94
华北	21,735,692.86	3.44	10,137,603.66	2.13	5,982,510.44	2.13
东北	24,778.83	0.01	193,566.37	0.04	700,278.79	0.25
西北	609,150.45	0.10	45,615.18	0.01	17,212.41	0.01
境外	98,078,762.26	15.51	77,055,253.48	16.19	20,292,879.29	7.23
合计	632,517,424.89	100.00	475,913,816.92	100.00	280,748,269.46	100.00

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2023-2025 年度，公司归母净利润分别为 7,420.06 万元、8,335.02 万元和 12,179.23

万元。

图7：2025 年度公司归母净利润为 12,179.23 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

根据公司招股说明书测算，2026H1 公司营业收入约为 38,000.00 万元至 46,000.00 万元，同比增长幅度约为 21.63%至 47.24%；归属于母公司所有者的净利润约为 9,500.00 万元至 10,500.00 万元，同比增长幅度约为 49.21%至 64.92%；归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润约为 9,450 万元至 10,350.00 万元，同比增长幅度约为 50.47%至 64.80%。公司 2026H1 业绩同比呈现增长趋势。

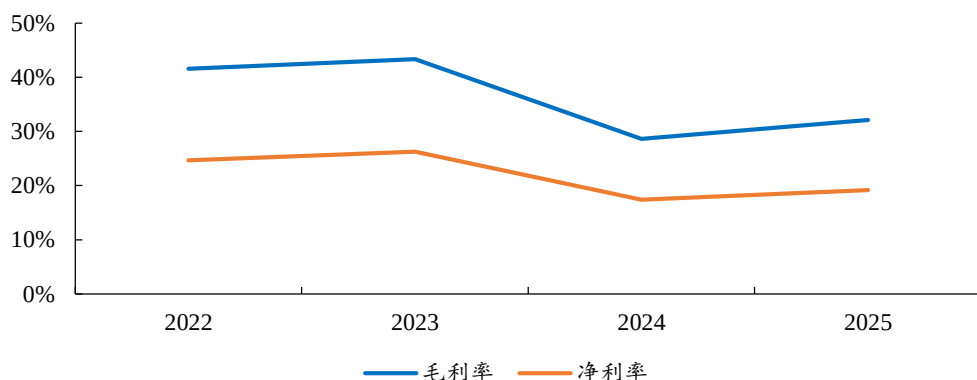
表4：公司 2026H1 业绩同比呈现增长趋势（万元）

项目	2026 年 1-6 月	2025 年 1-6 月	变动比例
营业收入	38,000-46,000	31,241.63	21.63%-47.24%
归属于母公司所有者的净利润	9,500-10,500	6,366.73	49.21%-64.92%
归属于母公司所有者扣除非经常性损益后的净利润	9,450-10,350	6,280.25	50.47%-64.80%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所（注：上述 2026 年 1-6 月财务数据为公司初步测算数据，未经会计师审计或审阅，不构成公司的盈利预测或业绩承诺。）

2023-2025 年，公司综合毛利率分别为 43.37%、28.60%和 32.11%。2024 年度，公司综合毛利率较 2023 年度大幅下降，主要是由于产品单价下降，随着产能提高，为进一步扩大市场份额，主要客户和主要领域的价格方面有一定程度下降，而单位成本降幅相对较小，综合来看毛利率有所下降。2025 年度，公司综合毛利率较 2024 年略有上涨，主要是单价下降幅度小于单位成本下降幅度所致。

图8：公司毛利率 2024 年下降，2025 年略有上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

具体产品拆分来看，2024 年己内酯衍生物和己内酯毛利率均有所下滑，2025 年毛利率略有提升。

表5：2024 年己内酯衍生物和己内酯毛利率均有所下滑

项目	2025 年度		2024 年度		2023 年度	
	毛利率 (%)	主营收入占比 (%)	毛利率 (%)	主营收入占比 (%)	毛利率 (%)	主营收入占比 (%)
己内酯衍生物	29.77	71.41	28.14	68.40	43.50	72.44
己内酯	38.85	27.80	32.16	30.78	45.14	26.45
低聚物多元醇及其他	20.42	0.79	-45.69	0.82	3.15	1.12
合计	32.22	100.00	28.77	100.00	43.48	100.00

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2023 年度，公司产品己内酯衍生物毛利率上升，具体来看：（1）单价下降，公司己内酯衍生物产能提高，主要客户和主要领域的价格方面均有所下降。（2）成本下降，主要是具体型号调整影响。以 M 系列改性产品为例，2023 年 3 月起，受客户需求及公司产品策略影响，公司停止销售 M 系列改性产品，该产品主要原材料为己内酯和戊内酯，因戊内酯占比较高且价格较高，故该产品成本较高、毛利率较低，停止供应该产品后，公司己内酯衍生物单位成本下降。综合来看，单位成本的下降幅度大于单价的下降幅度，故毛利率有所上升。2024 年度，公司产品己内酯衍生物毛利率下降，主要是随着公司新产线投产，为进一步扩大市场份额，单价的下降幅度大于单位成本的下降幅度，故毛利率有所下降。2025 年度，公司产品己内酯衍生物毛利率略有上升，主要是单价下降幅度小于单位成本下降幅度所致。

表6：2025 年度公司产品己内酯衍生物毛利率略有上升

项目	2025 年度	2024 年度	2023 年度
销量 (吨)	16,562.34	11,040.82	5,105.20
平均单位售价 (万元/吨)	2.73	2.95	3.98
售价较上年变动比例	-7.50%	-25.92%	-10.40%
平均单位成本 (万元/吨)	1.92	2.12	2.25
成本较上年变动比例	-9.61%	-5.83%	-16.03%

项目	2025 年度	2024 年度	2023 年度
产品毛利率	29.77%	28.14%	43.50%
毛利率变动量	1.63%	-15.36%	3.79%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2023 年和 2024 年，公司产品己内酯毛利率下降，主要原因为：单价下降，随着产能提高，为进一步扩大市场份额，主要客户和主要领域的价格方面有一定程度下降，而单位成本降幅相对较小，综合来看毛利率有所下降。2025 年度，公司产品己内酯毛利率上升，主要是单价下降幅度小于单位成本下降幅度所致。

表7：2025 年度公司产品己内酯毛利率上升

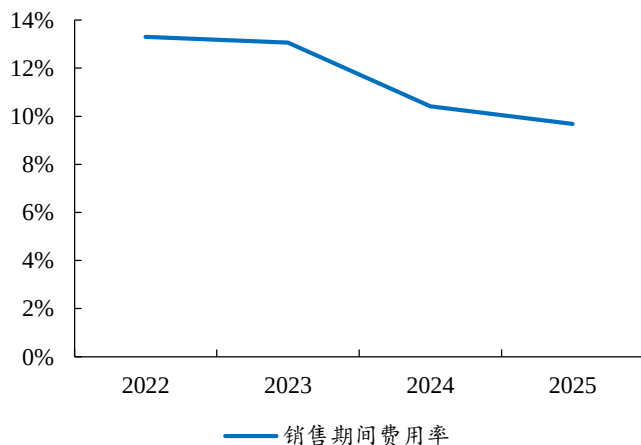
项目	2025 年度	2024 年度	2023 年度
销量（吨）	6,758.86	5,253.52	1,865.42
平均单位售价（万元/吨）	2.60	2.79	3.98
售价较上年变动比例	-6.68%	-29.95%	-8.09%
平均单位成本（万元/吨）	1.59	1.89	2.18
成本较上年变动比例	-15.89%	-13.23%	3.36%
产品毛利率	38.85%	32.16%	45.14%
毛利率变动量	6.69%	-12.98%	-6.08%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2023-2025 年，公司期间费用分别为 3,688.36 万元、3,981.68 万元和 6,152.19 万元，期间费用占营业收入的比例分别为 13.07%、10.42%和 9.69%，随着营业收入快速增长，期间费用整体占比呈现降低趋势。

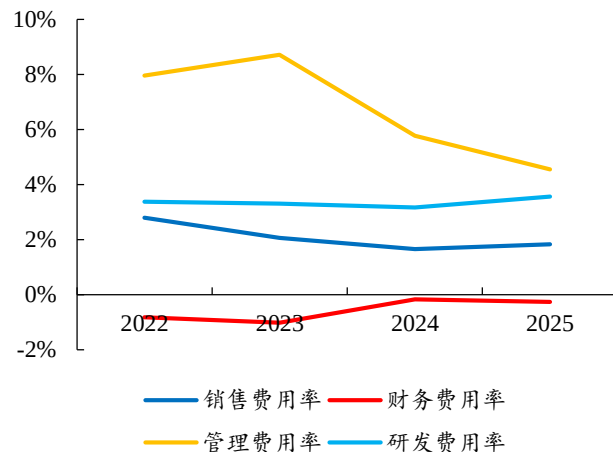
2023-2025 年，公司研发费用金额分别为 933.65 万元、1,516.62 万元和 2,263.20 万元，主要包括职工薪酬、直接材料和委外费用等，研发费用逐年增长，主要原因如下：1) 公司为保持技术领先，满足研发项目规划需求，持续加大研发人员投入，相关工资薪酬逐年增长。2) 随着公司“50,000t/a 绿色生物降解材料羟基己内酯成套技术工艺包开发”项目的成功推进，公司己内酯产品的产能、产量均大幅提高，缓解了产品外部供应短缺的问题，带动了公司收入、利润规模快速上涨，随着公司后续一系列产品、工艺研究项目的开展，相关材料、能耗投入有所增长。

图9：2023-2025 年公司期间费用率呈现降低趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2025 年公司研发费用率为 3.56%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司 50,000 吨/年己内酯连续化生产线于 2023 年 7 月试生产并于 2023 年 12 月转固。考虑到己内酯生产环节中“过氧酸制备”和“粗己内酯制备”两道工艺安全控制的复杂性、员工驾取装置的能力需逐步提升，新工艺和新设备亦需逐步磨合，公司将持续进行装备革新和升级，逐步提升装置的安全性和产能利用率。2023 年己内酯产销率较低，主要是 2023 年新增产品产能，同时下游需求增加，为满足未来订单加大备货力度，期末己内酯产品库存较多所致。

2023-2025 年公司己内酯及己内酯衍生物不存在总体超产能的情况。分产线而言，年产 3,000 吨聚己内酯高分子降解材料及罐区扩容项目 2023-2025 年期间存在超产能的情况，相关主管部门对于 2023 年和 2024 年的超产行为已开具专项证明，确认上述行为不属于重大违法违规行为。2025 年度，公司通过改扩建该产线，将 3,000 吨产能提升至 6,000 吨，已解决超产能的情况。其他产线不存在超产能的情况。

表8：公司主要产品的产能产量情况（吨）

产品	项目	2025 年度	2024 年度	2023 年度
己内酯	产能①	34,000.00	34,000.00	17,666.67
	产量②	23,743.63	16,644.01	7,892.13
	产量（剔除内部领用部分）③	5,965.13	6,279.63	2,821.46
	销量④	6,758.86	5,253.52	1,841.02
	产能利用率=②/①	69.83%	48.95%	44.67%
	产销率=④/③	113.31%	83.66%	65.25%
己内酯衍生物	产能①	20,250.00	20,000.00	7,417.00
	产量②	17,010.36	11,282.09	5,601.60
	产量（剔除内部领用部分）③	16,799.44	11,191.09	5,596.95
	销量④	16,562.34	10,876.24	5,016.61
	产能利用率=②/①	84.00%	56.41%	75.52%
	产销率=④/③	98.59%	97.19%	89.63%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司采购的原材料主要为环己酮、双氧水等，公司主要原材料环己酮是我国产量较大的酮类化工品之一，广泛应用于有机合成、涂料、橡胶助剂、脱漆剂等行业。双氧水又名过氧化氢，是一种优良的氧化剂、漂白剂，无毒、无味，被广泛应用于造纸、纺织、化工、医用、新能源等领域。环己酮和双氧水属于大宗化工商品，市场供应充足，产品价格透明。

表9：2023-2025 年公司主要原材料采购数量及平均采购价格情况

主要原材料	项目	2025 年度	2024 年度	2023 年度
环己酮	采购金额（万元）	16,367.96	14,524.15	7,202.78
	采购数量（吨）	24,769.78	17,089.89	8,707.48
	平均采购价格（万元/吨）	0.66	0.85	0.83
双氧水	采购金额（万元）	2,995.49	2,401.13	1,613.47
	采购数量（吨）	22,145.51	15,437.78	7,578.15
	平均采购价格（万元/吨）	0.14	0.16	0.21

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2023-2025 年，公司前五大客户的销售收入分别为 10,447.84 万元、20,314.77 万元和 27,254.95 万元，占公司当期营业收入的比例分别为 37.01%、42.43%和 42.92%。期间公司不存在对单一客户的销售比例超过营业收入 50%的情形，不存在严重依赖少数客户的情形。

表10：2023-2025 年公司不存在严重依赖少数客户的情形（万元、%）

年份	序号	客户名称	销售产品类别	销售收入	占营业收入比例
2025 年度	1	万华化学	己内酯衍生物等	14,986.20	23.60
	2	中天科盛	己内酯衍生物等	4,004.21	6.31
	3	尼伦集团	己内酯衍生物等	3,726.42	5.87
	4	美瑞新材料股份有限公司	己内酯等	3,113.11	4.90
	5	华峰集团	己内酯衍生物等	1,425.01	2.24
	合计			27,254.95	42.92
2024 年度	1	万华化学	己内酯衍生物等	7,423.29	15.50
	2	尼伦集团	己内酯衍生物等	5,570.52	11.63
	3	中天科盛	己内酯衍生物等	3,539.78	7.39
	4	美瑞新材料股份有限公司	己内酯等	2,626.75	5.49
	5	四川琢新生物材料研究有限公司	己内酯等	1,154.42	2.41
	合计			20,314.77	42.43
2023 年度	1	万华化学	己内酯衍生物等	4,704.93	16.67
	2	美瑞新材料股份有限公司	己内酯等	2,527.59	8.95
	3	尼伦集团	己内酯衍生物等	2,009.85	7.12
	4	东莞市英捷工程塑料有限公司	己内酯衍生物等	690.22	2.45
	5	中天科盛	己内酯衍生物等	515.25	1.83
	合计			10,447.84	37.01

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所（注 1：万华化学包括万华化学集团股份有限公司、万华化学（宁波）有限公司、万华化学（广东）有限公司、万华化学（北京）有限公司。注 2：尼伦集团包括尼伦化学（上海）有限公司、尼伦科技（上海）有限公司。注 3：中天科盛包括中天科盛科技股份有限公司、中天科盛（上海）实业有限公司。注 4：四川琢新生物材料研究有限公司包括四川琢新生物材料研究有限公司、云南聚和生物科技有限公司。注 5：华峰集团包括华峰化学股份有限公司、浙江华峰热塑性聚氨酯有限公司、浙江华峰新材料有限公司、浙江华峰合成树脂有限公司、上海华峰新材料研发科技有限公司。

2、行业：中高端国产替代蓝海，下游市场潜力较大

己内酯及其衍生物上游原料主要系环己酮和双氧水，下游制品包括聚氨酯制品、丙烯酸制品、生物可降解制品、医用材料和助剂类产品，终端应用涵盖新能源汽车、生物可降解、生物医药、装备制造等新兴领域，所涉产业均高度契合国家产业政策。

2.1、公司打破技术壁垒，重塑全球己内酯产业格局

2016 年，聚仁新材投产 2,000 吨/年己内酯单体生产装置，并开发出相应的己内酯生产工艺，成为国内首家量产己内酯的企业，2018 年开始通过一系列技术改造，产能逐步提升至 5,000 吨/年。2021 年投产 3,000 吨/年 PCL 高分子材料的聚合生产线。2023 年 7 月，聚仁新材全球单套规模最大 50,000 吨/年装置成功进入试生产阶段，技术指标达国际先进水平，同期投产全球第一套 5,000 吨/年的全自动化连续 PCL 生产线，成为产能最大的己内酯供应商。随着聚仁新材千吨级产线稳定生产和万吨级产线顺利投产，标志着我国己内酯工艺技术突破并正式进入规模化生产阶段。

长期以来，己内酯系列产品市场主要由海外企业主导，我国一直处于净进口状态，中高端市场高度依赖进口产品。由于己内酯合成过程存在安全风险控制、产品收率提升及质量稳定等技术难题，规模化生产工艺开发难度较大，且核心技术长期被国外少数企业垄断，导致国内市场价格居高不下，严重制约下游产业发展。

2023 年 7 月，聚仁新材突破技术瓶颈，建成全球最大单体生产装置，产品品质满足国内应用需求。随着供应稳定性提升与成本优势显现，己内酯及其衍生物向车衣膜、生物降解材料等中高端领域加速渗透，推动国内市场需求快速增长，自给率显著提升。聚仁新材通过工艺优化、品质升级和产能扩张，推动我国己内酯产业逐步突破技术封锁，加速市场拓展进程。凭借性能对标国际标准，公司产品获得欧盟 REACH 认证并进入巴斯夫、毕克化学、路博润、科思创等国际厂商供应链，部分产品实现出口，标志着国产己内酯正式参与全球竞争。

受限于己内酯行业进入壁垒较高，国内外己内酯产业化发展较慢。截至 2026 年 5 月 20 日，全球己内酯行业主要供应商及产能规模情况如下：

表11：公司已内酯产能规模在全球达到领先水平（吨/年）

序号	公司名称	设计产能
1	聚仁新材	50,000
2	美国英杰维特	40,000
3	日本大赛璐	20,000
4	德国巴斯夫	5,000
合计		115,000

数据来源：《己内酯及下游行业发展现状及机会展望[J]》，化学工业，第 42 卷第 1 期、公司招股说明书、开源证券研究所

除上述已建设产线外，国内部分企业正在积极推进己内酯相关产业的布局，包括湖北旺江新材料科技有限公司、安徽卓润新型环保材料有限公司、玮博杰生物材料（浙江）有限公司等。

从己内酯行业发展的角度看，新厂商的加入及行业产能的扩大，将为下游客户提供更稳定的原料供应，从而有效满足各细分领域的市场培育需求，有利于行业的

持续健康发展。鉴于己内酯材料拥有广阔的市场潜力，涵盖聚氨酯制品、丙烯酸制品、助剂类制品、生物可降解制品、医用材料等多个应用领域，涉及衣、食、住、行、医及高端制造等各个方面，公司目前的经营规模、研发能力及人员配置，仅能支撑在弹性体、涂料等部分高性能、功能性领域开展市场拓展及培育工作。

公司凭借十年技术积累，在己内酯领域已具备较强的技术先发优势。为持续巩固竞争优势并应对未来可能加剧的市场竞争，公司正不断优化现有己内酯生产工艺，致力于提升产品质量。与此同时，公司正深化在可降解医疗材料、热塑性聚氨酯材料以及己内酯/戊内酯聚合应用等前沿领域的研发创新，加速推动技术成果的转化与应用，持续拓宽技术护城河，并丰富下游衍生物产品矩阵。即便未来出现新的竞争对手进入己内酯行业，公司亦能凭借其先发优势与技术积累，保持行业领先地位。

己内酯的合成过程存在安全控制、精馏纯化以及提高收率等一系列技术难题，其规模化生产工艺的开发难度较大。目前，国际上仅有少数几家化工巨头掌握该项技术，控制着己内酯及其下游产品的生产与销售。公司与国内外厂商技术路线对比如下：

表12：目前国际上仅有少数几家化工巨头掌握己内酯的规模化生产工艺

厂商	生产技术工艺路线
日本大赛璐	依托其醋酸纤维装置在生产过程中副产的过氧乙酸混合物经复杂工艺分离、提纯后作为氧化源，经分离提纯后与环己酮进行氧化反应，合成粗己内酯原料，再经真空精馏提纯后得到合格己内酯产品。其己内酯的产能受限于醋酸纤维生产装置，导致己内酯装置扩产难度较大。
美国英杰维特	工艺路线为85%的双氧水和乙酸反应制备过氧乙酸，过氧乙酸经萃取、精馏、提纯后，与环己酮反应制备粗己内酯原料，再经真空精馏提纯后得到合格己内酯产品。因其对过氧乙酸进行萃取和蒸馏提纯，导致安全控制风险高，生产控制难度大，工艺路线较为复杂。
德国巴斯夫	工艺路线为利用环己烷氧化制备环己酮过程中副产少量己内酯，经分离提纯后得到己内酯产品，目前没有投放市场。
聚仁新材	工艺技术路线为先用双氧水氧化丙酸制备过氧丙酸，再用过氧丙酸氧化环己酮制得粗己内酯，粗己内酯经精馏后得到成品己内酯单体产品，同时经过技术研发，对己内酯单体进行下游产品延伸，可制备不同分子量的聚己内酯多元醇和聚己内酯。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2.2、下游应用丰富，行业增长空间广阔

作为高性能化工原材料与功能性材料，己内酯及其衍生物凭借其独特的材料特性，下游应用领域持续扩展，涵盖聚氨酯制品、丙烯酸制品、生物可降解制品、医用材料和助剂类产品等领域。作为高性能聚氨酯材料的关键原材料，其市场需求伴随聚氨酯产业技术升级及高性能材料渗透率提升而显著增长。随着聚仁新材在技术研发与规模化生产上的突破，己内酯及其衍生物产品型号不断丰富，市场适应性持续增强，规模化效应带来的成本优势逐步显现，推动车衣膜、UV涂料等细分场景实现高渗透率应用。根据《己内酯及下游行业发展现状及机会展望》等行业研究，短期来看，国内己内酯及其衍生物市场空间预计可达20万吨/年。未来，随着国内产能规模化突破及生产工艺优化，己内酯应用成本与市场可及性将进一步改善，驱动行

业整体市场空间加速扩容。

(1) 聚氨酯制品

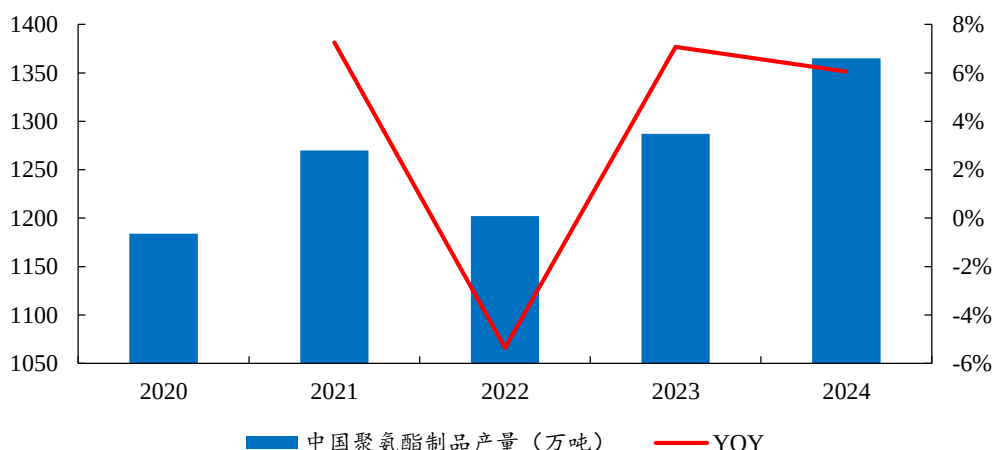
公司主要产品聚己内酯多元醇、特种己内酯改性 P 系列和 T 系列是聚氨酯制品性能升级的重要原材料。

聚氨酯 (Polyurethane, 简称 PU) 是由多元醇和多异氰酸酯经缩聚反应形成且力学性能优异的高分子材料, 可塑性极强。其独特的分子结构赋予了它多样且卓越的性能特点, 如优异的耐磨性、高回弹性、耐油性、耐低温性、良好的绝缘能力及加工性能。通过调整原料配比和制备工艺, 聚氨酯可呈现软质泡沫、硬质泡沫、弹性体、涂料、胶粘剂等多种形态。产品被广泛应用于国民经济众多领域, 涉及轻工、化工、电子、纺织、医疗、建筑、建材、汽车、国防、航天、航空等大量领域, 成为现代工业和日常生活中不可或缺的重要材料。

近年来, 全球化工产业呈现显著的战略调整趋势。以发达国家为代表, 各国纷纷将发展聚氨酯制品等精细化学品作为传统化工产业结构升级的战略重点, 同时以“多元化”和“精细化”双轮驱动作为产业发展的核心方向。根据 Grand View Research 于 2020 年 4 月发布的《Global Polyurethane Market》报告, 2019 年全球聚氨酯市场规模约为 2,200 万吨, 预计至 2025 年全球聚氨酯市场规模将达到 3,000 万吨, 复合增长率达到 5.28%。

我国聚氨酯消费需求旺盛, 规模提升速度较快。随着聚氨酯应用领域不断拓展深化, 其制品在建筑、汽车、电子设备、新能源、环保等多个领域均实现了消费量的快速增长。国家实施建筑节能新政策、推广水性涂料等措施, 都为聚氨酯产业带来较大的市场机遇。根据中国聚氨酯工业协会数据, 2020 年至 2024 年, 中国聚氨酯制品产量的年均复合增长率为 3.6%, 软泡、硬泡和 CASE 等各类聚氨酯制品产量均实现不同程度的增长。2024 年度, 中国聚氨酯制品产量达 1,365 万吨, 同比增长 6.1%, 创历史新高。

图11: 2024 年中国聚氨酯制品产量达 1,365 万吨, 创历史新高



数据来源: 中国聚氨酯工业协会、公司招股说明书、开源证券研究所

从上图可知, 我国聚氨酯制品市场规模已超过 1,300 万吨且呈现稳步增长态势。在聚氨酯领域, 聚己内酯多元醇作为软段核心原料, 赋予材料弹性和柔韧性, 直接竞品为聚醚多元醇、聚酯多元醇。随着聚氨酯材料的发展和高性能制品需求的稳步

增长，公司产品作为高性能聚氨酯制品的重要原材料，市场渗透率 and 市场需求将不断提升。

在聚氨酯领域，聚己内酯多元醇受下游终端制品主要面向消费级领域的特性制约，行业面临双重挑战：一方面，居民消费端对价格敏感度较高，客户往往在性能与成本间权衡取舍，更倾向选择聚醚多元醇、聚酯多元醇等经济型竞品；另一方面，下游客户产品定型后需维持连续化生产以保障稳定出货，对原料供应规模及供应链韧性要求严苛。尽管公司 5 万吨产能释放后初步缓解了供应链稳定性顾虑，但市场渗透仍依赖差异化场景突破。当前市场环境下，在弹性体等高性能细分领域，聚己内酯型聚氨酯材料凭借其耐候性、抗黄变及力学强度等优势，已在车衣膜等细分领域实现较高的行业渗透率，规模化降本后有望向家具、鞋材等级消费市场延伸，为终端消费者提供性能更优的产品，助力下游相关产业链完成转型升级。

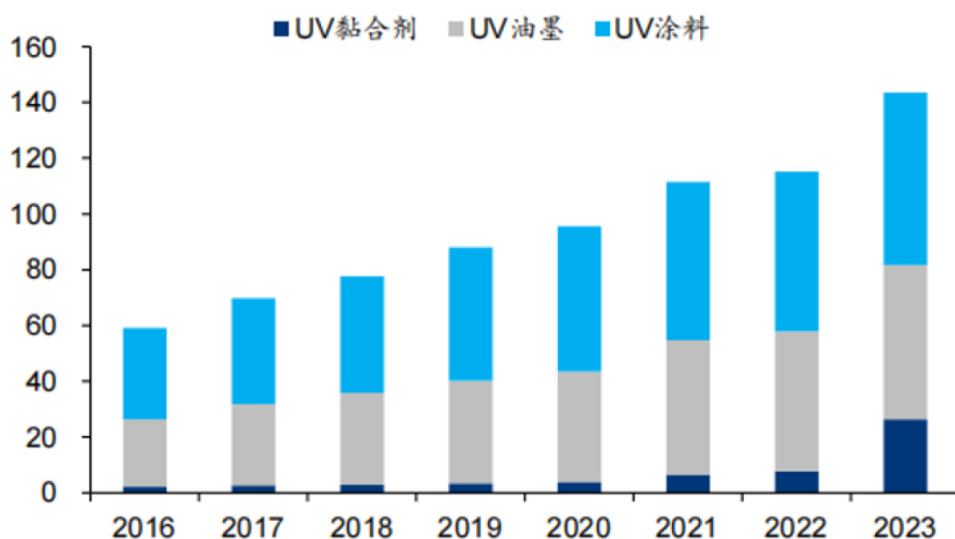
综上，聚己内酯多元醇等产品作为高性能聚氨酯制品的核心原材料，凭借规模化产能释放带来的边际成本下探与供应链韧性提升，正加速重构市场竞争格局。通过弹性体等高性能领域已验证的技术溢价路径，己内酯系列产品有望沿高性能场景向更广阔的消费市场延伸，推动产品性能升级，提升市场空间。短期提升动能聚焦性能博弈，长期则依赖产品“性能、成本”综合优势对下游客户配方黏性的持续强化。

（2）丙烯酸制品

公司特种己内酯改性 H 系列产品由己内酯与丙烯酸共聚而成，形成丙烯酸树脂，主要用于制备紫外光固化涂料（UV 涂料）、紫外光固化油墨（UV 油墨）、紫外光固化胶粘剂（UV 胶粘剂）等光固化材料。

丙烯酸树脂（Acrylic Resin）是以丙烯酸酯或甲基丙烯酸酯类单体为主要原料，通过聚合反应制成的高分子聚合物。其分子结构中含有强极性的酯基，赋予材料优异的透明度、耐候性、耐化学腐蚀性以及良好的附着力，在户外长期使用中可抵御紫外线侵蚀，避免黄变与粉化。通过调整单体种类和聚合工艺，可灵活调控树脂的硬度、柔韧性及成膜性能。根据固化方式不同，丙烯酸树脂可分为热塑性、热固性及紫外光（UV）固化等多种类型，广泛应用于涂料、胶粘剂、油墨、纺织助剂等领域。在建筑外墙和汽车面漆中，丙烯酸树脂因其耐紫外线老化特性成为重要成膜物质；在电子行业，光敏丙烯酸树脂是光刻胶和 3D 打印材料的关键成分。此外，水性丙烯酸树脂因低挥发性有机物（VOC）排放，成为环保型涂料的主流选择，体现其在绿色化工中的重要作用。

图12：2016 年至 2023 年中国 UV 光固化材料市场规模（亿元）



资料来源：中国感光学会辐射固化专业委员会、公司招股说明书

光固化材料由光引发剂、单体、低聚物和助剂组成，在紫外光或可见光照射下触发自由基或阳离子聚合反应，使材料快速交联固化为网状高分子结构。相较于传统溶剂型材料，光固化技术具有高效、环保、节能等特性，是涂料、油墨、胶粘剂行业实现 VOCs 减排及大气污染治理的关键路径，广泛应用于建材涂装、电子电器、包装印刷、PCB 制造及 3D 打印等领域。作为传统溶剂型产品的重要升级方案，光固化材料凭借其环保属性与技术优势，成为国家绿色发展战略的重要支撑。

根据中国感光学会数据，2023 年我国 UV 涂料、UV 油墨、UV 胶粘剂市场规模分别为 62 亿元、55 亿元、26 亿元，同比增长 8%、11%、238%。当前伴随国内地产等政策发力，UV 涂料需求有复苏趋势；UV 油墨在下游 PCB、服装、真空电镀、口红等拉动下稳健增长；UV 胶粘剂则因触摸屏光学胶、电子封装胶及高阻隔包装胶等新兴需求增长。

在这一背景下，公司特种己内酯改性 H 系列产品通过共聚技术优化丙烯酸性能，解决了传统丙烯酸单体“热粘冷脆”的缺陷，显著提升了低温柔韧性、耐冲击性及基材附着力。此类高性能特性精准匹配光固化材料向环保化、功能化升级的趋势，尤其在电子器件封装、工业地坪涂料、高端木器涂装、汽车涂料等高增长领域具备升级潜力。

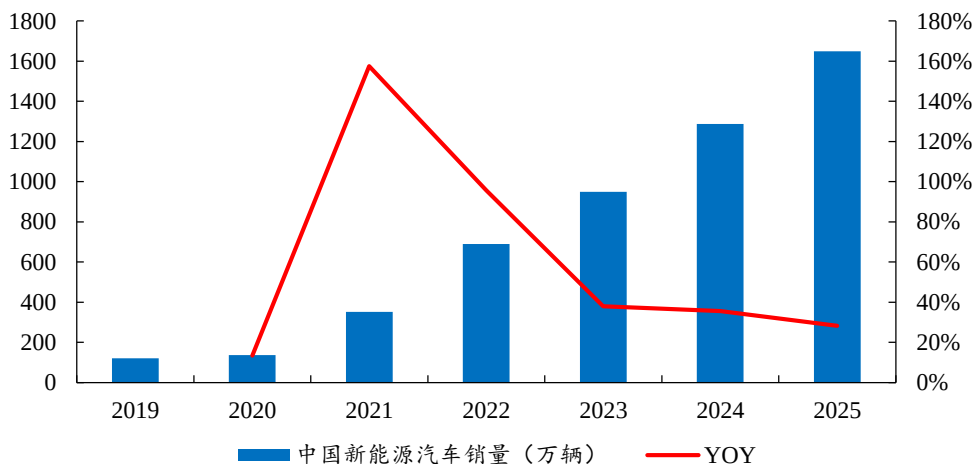
（3）助剂类制品

公司特种己内酯系列产品通过己内酯与戊内酯共聚技术制备，主要应用于超分散剂等高性能添加剂领域。以锂电超分散剂为例，作为动力电池浆料体系的关键功能材料，锂电分散剂直接决定电极活性物质的均匀性与界面稳定性，其市场需求与新能源汽车产业高度绑定。

2020 年 11 月，国务院办公厅发布的《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》提出“2025 年新能源车渗透率 20%、2035 年全面电动化”的顶层设计目标，为动力电池产业提供长期增长锚点。政策端对动力电池能量密度提升与快充性能优化的要求，进一步强化超分散剂的技术迭代需求。

由于新能源汽车行业的集约化发展和市场需求的稳定增加，我国新能源汽车销量实现了快速增长。根据中国汽车工业协会统计，国内新能源汽车销量由 2019 年的 120.60 万辆增加至 2025 年的 1649 万辆。

图13：2025 年中国新能源汽车销量达到 1649 万辆



数据来源：中国汽车工业协会、公司招股说明书、开源证券研究所

根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据，我国动力电池装车量保持高速增长态势：2025 年全年动力电池累计装车量达 769.7 吉瓦时 (GWh)，同比增长 40.4%。

受益于“政策强驱动+技术高壁垒”双轮增长模型，公司已内酯改性 M 系列产品在锂电分散剂市场的渗透率有望持续提升。其分子结构可设计性可适配高固含量浆料、低粘度加工等工艺痛点，尤其在高镍正极、硅基负极等前沿体系中的分散稳定性优势显著，有望成为电池厂商突破能量密度瓶颈的关键助剂之一。

(4) 生物可降解制品

公司核心产品聚己内酯具有优良的生物降解性能，可实现人体组织降解、海水降解、工业堆肥降解以及家庭堆肥降解；同时，聚己内酯玻璃化转变温度低 (-60°C)，软化点低 ($58\sim 60^{\circ}\text{C}$)、具有优良的相容性（塑料相容、人体组织相容）、可塑性、形状记忆性，并具备高黏度特性。根据聚己内酯不同的特性，可在不同的行业中进行应用。

聚己内酯是石油基完全生物可降解材料。相较于 PLA 和 PBAT 等目前产量较高的生物可降解材料，聚己内酯具有海水可降解性以及相对综合的性能。可降解材料性能对比见下表：

表13：聚己内酯具有海水可降解性以及相对综合的性能

性能	生物基可降解材料		部分生物基可降解材料	石油基可降解材料	
	PLA	PHA	PBS	PBAT	PCL
海水降解性	差	好	差	差	好
成膜性能	差	较好	较好	良好	良好
硬度	高	低	较低	低	高
力学性能	较高	高	高	高	高
耐水解性能	低	高	高	高	较高
透明度	高	较高	较低	低	较高
生物相容性	好	好	一般	差	好
柔韧性	差	良好	良好	良好	好

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所（注：上表中所述公司产品为聚己内酯（PCL）。）

人类社会在经历了“以塑料代替金属、木材”的阶段后，随着“白色污染”问题日益严峻，各国政府陆续出台“限塑禁塑”相关政策，为生物可降解塑料行业发展奠定了基础，开启了“以可降解材料代替不可降解塑料”的发展阶段。2020 年 1 月，国家发改委、生态环境部出台《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，将 2020 年底、2022 年底和 2025 年设置为三大关键时间节点，对部分不可降解塑料制品有序禁止和限制，在细分行业内明确了对塑料污染治理工作，标志着我国生物可降解塑料在细分行业领域的快速渗透和发展。

2020 年至 2023 年，我国塑料制品月均产量为 600 万~800 万吨，年产量约 8,000 万吨，其中日用塑料制品占比约 5%~10%，可降解塑料渗透率不足 1%。根据《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，2025 年，我国塑料袋、编织袋、胶带、一次性餐盒和农地膜将主要由可降解材料进行升级，上述制品主要应用于快递、外卖餐饮和农用地膜等领域。

随着国内可降解塑料政策深化及成本优化，聚己内酯在生物可降解领域的应用成本与市场可及性将进一步改善，驱动聚己内酯市场空间加速扩容。

（5）医用材料

聚己内酯是公认的石油基生物降解材料，同时拥有低熔点可塑性、记忆功能和生物相容性，在肿瘤放疗定位膜、冠脉支架、骨科植入耗材、药物释放载体、骨相连接软组织缝合线、人体面部填充剂等医疗器械及辅材领域有着广泛的应用场景。我国“十四五”规划纲要提出重点发展全降解血管支架等高值医疗器械，未来可降解塑料在医疗领域的应用有望进一步扩大。

3、看点：十年技术三级进阶，科创实力多维认证

截至 2026 年 5 月 20 日，公司所获主要荣誉及获奖情况如下：

表14：公司获得多项荣誉

序号	荣誉名称	颁发机构	颁发时间
1	湖南省企业技术中心	湖南省发展和改革委员会	2024 年 12 月
2	专精特新重点“小巨人”企业	工业和信息化部	2024 年 7 月
3	国家绿色工厂	工业和信息化部	2023 年 12 月
4	湖南省己内酯及其衍生物工程技术研究中心	湖南省科学技术厅	2023 年 12 月
5	国家知识产权优势企业	国家知识产权局	2023 年 11 月
6	湖南省制造业单项冠军产品	湖南省工业和信息化厅、湖南省企业和工业经济联合会	2023 年 6 月
	度化工新材料创新产品	中国石油和化学工业联合会	2023 年 4 月
8	第十一届中国创新创业大赛全国总决赛成长组一等奖	中国创新创业大赛组委会办公室	2022 年 12 月
9	湖南省绿色设计产品	湖南省工业和信息化厅	2022 年 12 月
10	省级企业技术中心	湖南省工业和信息化厅	2022 年 11 月
11	湖南省新材料企业	湖南省工业和信息化厅、湖南省统计局	2022 年 10 月

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司通过十年技术积累，完成己内酯“单体突破-衍生物延伸-高端应用定制”三级跃迁，形成完善的工艺技术体系与装备能力，产品性能通过欧盟 REACH、韩国 K-REACH、德国标准化学会认证中心 DIN CERTCO 生物降解塑料产品等国际认证。作为国内唯一实现万吨级连续化生产的企业，公司已成为全球己内酯产业核心参与者，持续推动己内酯系列产品市场拓展与高端化升级。截至 2025 年 12 月 31 日，公司拥有专利 38 项，其中发明专利 32 项。

图14：公司完成己内酯“单体突破-衍生物延伸-高端应用定制”三级跃迁



资料来源：公司招股说明书

3.1、创新：深耕领域多年，公司实现己内酯核心技术自主研发

公司主要产品涵盖己内酯及其衍生物两大类。这两类产品的核心技术、核心生产工艺及装备、主要专利、主要产品及配方的研发与规模化生产过程均经历了三

个阶段。

表15：公司的核心技术、核心生产工艺及装备、主要专利等经历了三个阶段

序号	阶段	时间	技术成果	生产工艺及装备
己内酯	技术研 发阶段	2014 年至 2017 年	1、成功研发己内酯生产技术，并实现己内酯产品的量产； 2、产品酸值介于 0.4~0.5mgKOH/g 之间，高于海外竞品，国产化面临挑战。	成功建成 2,000 吨/年己内酯生产装置（间歇法工艺）。
	技术升 级阶段	2018 年至 2019 年	1、对已有己内酯技术升级迭代； 2、产品酸值降至 0.2mgKOH/g 以下，同时解决己内酯产品质量稳定性不足的技术瓶颈，产品成功进军海外市场。	对原有 2,000 吨/年己内酯生产装置（间歇法工艺）实施升级改造，逐步提升产品质量。
	连续法 应用阶 段	2020 年至 今	1、完成万吨级己内酯连续法生产技术的研发与产业化； 2、己内酯万吨级装置建成投产，有效缓解市场供应紧张的局面，支持下游产业链向高性能方向转型升级。	成功建成 50,000 吨/年己内酯生产装置（连续法工艺）。
己内酯 衍生物	技术研 发阶段	2018 年至 2019 年	1、成功掌握衍生物生产技术，产出合格聚己内酯多元醇产品； 2、产品 PDI 指数降至 1.5 以下，聚己内酯多元醇具备打开涂料、超纤市场的条件。	成功掌握己内酯衍生物间歇法生产工艺。
	技术升 级阶段	2020 年至 2021 年	1、升级迭代多元醇技术，同步推进高分子量聚己内酯技术研究； 2、在多元醇领域，产品 PDI 指数及酸值进一步降低，打开 TPU、CPU 等市场；在聚己内酯领域，实现高分子量产品销售。	成功建成 3,000 吨/年衍生物生产装置（间歇法工艺）。
	连续法 应用阶 段	2022 年至 今	1、成功开发低酸值、低气味多元醇聚合技术，完成高分子量聚己内酯连续法装置的研发及产业化； 2、实现多元醇在车衣膜市场较高渗透率；聚己内酯成功进入医疗市场，解决了高分子量聚己内酯的国产化难题。	成功建成 20,000 吨/年的衍生物生产装置（其中 5,000 吨为连续法），形成 23,000 吨/年衍生物生产能力。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所（注 1：酸值指产品中酸性物质的含量，通常以中和每克产品所需氢氧化钾的毫克数（mgKOH/g）表示，是衡量产品纯净度的重要指标。酸值越低，代表产品中酸性杂质的含量越少，产品的纯净度越高，化学稳定性通常也更好；注 2：PDI 指数，全称为多分散指数（Polydispersity Index），又称分子量分布系数，用于衡量合成聚合物分子量的分布宽度与均匀性。PDI 值越小，即分子量分布窄，分子链长度均一，通常带来更优且可预测的力学性能（如强度、韧性）、更稳定的加工性能。）

（1）己内酯核心技术与“千吨级己内酯间歇法”工艺突破

己内酯系列产品长期依赖进口，严重制约了相关行业的发展。历经多年研发与探索，公司于 2016 年自主建成并投产“千吨级己内酯间歇法”生产线并实现稳定生产。公司已内酯核心技术已实现工业化应用。具体包括：（1）过氧酸制备本质安全技术及其装备开发；（2）过氧酸氧化环己酮制备己内酯本质安全技术及其装备开发；（3）热敏性己内酯高效提纯技术及其核心装备开发。己内酯核心技术先进性说明及其表征如下：

表16：公司已内酯核心技术具备先进性

序号	核心技术名称	技术先进性说明及其表征	技术来源	是否实现规模化生产
1	过氧酸制备本质安全技术及其装备开发	在公司成功实现己内酯单体产业化之前，国内尚无己内酯工业化技术的成功先例，而国外厂商的技术保密程度较高，相关资料难以借鉴。同时，该技术涉及过氧化工艺，对安全控制条件的要求极为严苛。公司通过千吨级己内酯单体装置多年的技术	自主研发	是

序号	核心技术名称	技术先进性说明及其表征	技术来源	是否实现规模化生产
		积累，持续开发和完善过氧酸生产过程的安全控制技术，形成了具有自主知识产权的安全控制体系，该体系涵盖安全停车系统（SIS）、工艺连锁系统以及自主研发的在线分析监测系统，从而有效保障过氧酸生产过程的安全性。此外，公司自主研发的新型反应器属于专有技术范畴，系公司根据过氧化反应的独特特点自行开发的创新设备，其反应效率相较于传统反应器提升约 30%。该技术作为企业的核心机密，是企业保持核心竞争力的关键技术之一。		
2	过氧酸氧化环己酮制备己内酯本质安全技术及其装备开发	过氧酸氧化环己酮属于拜耳威利格反应，该反应速率快，对温度控制要求极为精准，以有效降低过氧酸的无效分解及氧化反应的副反应。通过公司千吨级己内酯单体装置多年的技术积累，公司持续开发和完善了过氧酸氧化环己酮过程的安全控制技术，形成了具有自主知识产权的安全控制体系。该体系涵盖安全停车系统（SIS）、工艺连锁系统以及自主研发的在线分析监测系统，从而有效确保了粗己内酯生产过程的安全性。经过数年的工程技术研发与试验，公司研发设计了高效控温装备，使得万吨级工业装置的氧化反应温度控制精度达到$\pm 0.5^{\circ}\text{C}$，氧化反应选择性（以环己酮的选择性计）达到 98% 以上，提升了生产效率及产品品质。该技术作为企业的核心机密，是企业保持核心竞争力的关键技术之一。	自主研发	是
3	热敏性己内酯高效提纯技术及其核心装备开发	己内酯作为一种热敏性物质，在提纯过程中，多种因素均可能引发其自聚现象，进而导致提纯收率大幅降低。公司在千吨级己内酯装置多年的生产实践中，通过精馏塔塔内件的优化设计、催化剂的高效分离以及精馏纯化技术的配套研发与工业化应用，提升了工业化装置的己内酯精馏提纯收率。在己内酯质量控制技术方面，公司结合新的分离技术和专用装备，成功将己内酯产品的酸值控制在 0.2mgKOH/g 以下，产品品质大幅提升，达到海外竞品同等水平。该技术作为企业的核心机密，是企业保持核心竞争力的关键技术之一。	自主研发	是

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

（2）“万吨级己内酯连续法”工艺创新

“间歇法”工艺向“连续法”工艺的升级与突破，系化工产品大规模产业化应用的基础。公司依托“千吨级己内酯间歇法”工艺深度研究和大量连续化工艺技术论证性试验，形成“万吨级己内酯连续化生产技术工艺包”，并建成“万吨级己内酯连续化”生产线，实现己内酯全流程自动化生产和监测。

“万吨级己内酯连续法”工艺先进性和创新性主要体现在：（1）自控率大幅提升，自动化和智能化水平大幅提升；（2）生产效率大幅提升，以连续化取代间歇法，使得单位小时反应效率显著提升；（3）安全性大幅提升，实现全流程自动化监控与检测；（4）单位投资额、物耗、能耗降低，实现降本增效，提升产品竞争力；（5）产品品质提升，己内酯核心指标酸值进一步降低。

（3）“千吨级己内酯衍生物连续法聚合”工艺创新

公司持续开展己内酯衍生物聚合技术与工业化研发，旨在实现产品多元化发展，为不同应用领域客户提供系统化的原材料解决方案。公司已完全掌握“己内酯本体聚合技术及其关键装备工业化”和“高分子量聚己内酯生产技术及其装备工业化”两项核心技术，并通过对聚合催化体系的优化和聚合生产设备的革新，实现己内酯衍生物连续化生产，使得超高粘度聚合物的生产效率和品质稳定性大幅提升，保障了高品质产品顺利产出。己内酯衍生物聚合核心技术先进性说明及其表征如下：

表17：公司已内酯衍生物聚合核心技术具备先进性

序 号	核心技术名 称	技术先进性说明及其表征	技术来源	是否实现规模 化生产
1	己内酯本体聚合技术及其关键装备工业化	己内酯聚合主要采用本体聚合工艺。在公司聚己内酯多元醇产品工业化量产之前，国内已有数家企业尝试过聚己内酯多元醇的工业化生产，但均未能形成规模化销售。公司通过深入研究聚己内酯多元醇的催化体系，成功将产品分子量分布系数区间由最初的 1.8 至 2.0，优化至 1.2 至 1.4 的优异水平，产品品质与性能已对标海外竞品。同时，公司在聚合装备和后处理技术方面积极创新，实现了单釜生产能力超过 20 吨的突破，大幅提升了产品的微观品质和生产效率。	自主研发	是
2	高分子量聚己内酯生产技术及其装备工业化	高分子量聚己内酯凭借其卓越性能，在医疗板材、生物降解材料、PUR 热熔胶等领域拥有广阔的应用前景，属于己内酯衍生物中的高端产品系列，技术门槛较高。2018 年，公司启动了高分子量聚己内酯的技术研发；2019 年，公司采用间歇釜式聚合进行放大生产，并在核心反应器、后处理装备及技术等多个关键环节展开深入研究与产业化实践。在此过程中，公司先后解决了高粘度聚合反应控温、聚合物结晶速度差异、颜色优化及耐老化寿命提升等一系列技术难题。进入 2023 年，公司进一步开展高分子量聚己内酯连续化聚合生产技术的研发；2024 年初，全球首套 5,000 吨/年高分子量聚己内酯连续聚合生产装置成功试生产。采用新技术生产的聚己内酯产品，其质量较原有产品实现了较大提升，赢得了国内外下游客户的认可。此外，该装置还具备生产不同分子量聚己内酯的柔性生产能力，在提升生产效率的同时，亦能够灵活应对下游市场的变化。	自主研发	是

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3.2、可比公司：选取瑞华泰、中研股份、一诺威等

公司是国内专业的己内酯系列产品服务型制造企业，专注于己内酯系列产品的研发、生产和销售。己内酯系列产品系先进化工材料，长期以来一直由美国、日本和德国企业垄断。A 股上市公司中未有其他以生产己内酯及衍生物为主营业务的上市公司，因此从是否同属于精细化工新材料行业、经营和生产规模、是否为 A 股上市公司、产品下游应用等角度综合考虑，选取瑞华泰、中研股份、海正生材、汇得科技、长华化学和一诺威作为公司国内同行业的可比公司进行对比分析。

表18：综合考虑选取瑞华泰、中研股份、一诺威等作为公司国内同行业的可比公司

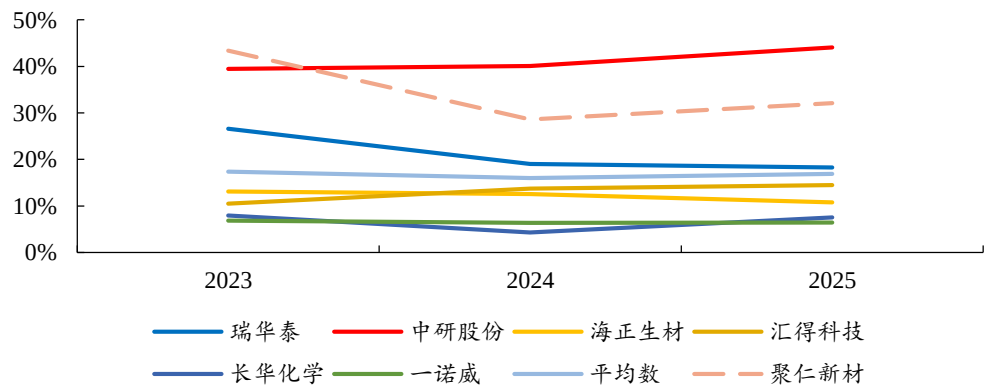
序号	公司名称	证券代码	主营业务	主要产品
1	瑞华泰	688323.SH	瑞华泰成立于 2004 年 12 月，专业从事高性能 PI 薄膜的研发、生产和销售，主要产品系列包括热控 PI 薄膜、电子 PI 薄膜、电工 PI 薄膜等，广泛应用于柔性线路板、消费电子、高速轨道交通、风力发电、5G 通信、柔性显示、航空航天等国家战略新兴产业领域。	高性能 PI 薄膜、其他薄膜
2	中研股份	688716.SH	中研股份成立于 2006 年 12 月，主要产品为树脂形态的 PEEK。公司的主要产品根据是否添加玻璃纤维、碳纤维进行物理改性分为纯树脂和复合增强类树脂两大类。公司产品适用于注塑、挤出、模压、喷涂等加工方式，可满足下游客户对 PEEK 的多种应用场景需要。	树脂形态 PEEK
3	海正生材	688203.SH	海正生材成立于 2004 年 8 月，主要产品为树脂形态的聚乳酸，具体包括纯聚乳酸和复合改性聚乳酸两大类型，下游应用方式为挤出成型、注塑成型、挤吹成型、纺丝、发泡等主流塑料加工工艺，广泛应用于食品接触级的包装及餐具、吸管、膜袋类包装品、3D 打印等领域。	纯聚乳酸、复合改性聚乳酸

序号	公司名称	证券代码	主营业务	主要产品
汇得科技成立于 2007 年 6 月，主营业务为聚氨酯树脂产品的研发、生产、销售与技术服务。汇得科技（603192.SH）主要产品为合成革用聚氨酯（PU 浆料）、聚氨酯弹性体原液和聚酯多元醇。				
4	汇得科技	603192.SH		革用聚氨酯、聚氨酯多元醇、聚氨酯弹性体原液
长华化学成立于 2010 年 10 月，主营业务为聚醚产品的研发、生产与销售，产品可广泛应用于家居、汽车、建筑等领域。				
5	长华化学	301518.SZ		CASE 用聚醚及特种聚醚、POP、软泡用聚醚
一诺威成立于 2003 年 12 月，专注于聚氨酯原材料及 EO、PO 其他下游衍生生物的研发、生产与销售。				
6	一诺威	920261.BJ		聚醚多元醇、聚氨酯弹性体等

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司综合毛利率与部分可比公司差异较大，主要是公司以己内酯为核心并延伸出己内酯衍生物，目前不存在境内外单独生产己内酯的可比上市公司，境外己内酯生产商均为大型化工企业。公司从己内酯衍生物广义同行业层面来看，选取上述企业为可比公司，但具体来看公司与上述企业产品性能、需求、产能及原材料均存在显著差异。相比而言，公司毛利率显著高于部分上述可比公司的平均毛利率，主要是由于公司产品聚焦高性能应用领域，产品附加值相对较高，毛利率较高。

图15：公司产品聚焦高性能应用领域，毛利率高于可比公司毛利率均值



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3.3、募投项目：形成“己内酯-衍生物”配套生产体系

公司本次拟公开发行不超过 63,529,411 股（含本数，未行使超额配售选择权的情况下）人民币普通股，募集资金扣除发行费用后，拟投资于以下项目：

表19：募投项目包括“40000t/a 特种聚己内酯智能化工厂项目”和“研发中心项目”

序号	项目名称	投资总额（万元）	募集资金投资额(万元)
1	湖南聚仁新材料股份公司 40000t/a 特种聚己内酯智能化工厂项目	23,591.00	23,500.00
2	湖南聚仁高科技有限公司研发中心项目	3,000.00	2,700.00
3	补充流动资金	3,000.00	3,000.00
合计		29,591.00	29,200.00

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

湖南聚仁新材料股份公司 40000t/a 特种聚己内酯智能化工厂项目：本项目拟在岳阳绿色化工高新技术产业开发区投资建设 40000t/a 特种聚己内酯智能化工厂项目及配套公用工程。

随着国内己内酯生产技术与工艺的突破、改进与提升，己内酯供给端产能有望呈现稳步扩大的态势，有利于进一步拓展下游应用领域。己内酯行业内的领先企业具备市场优先进入优势，未来将凭借产能优势、成本优势和客户优势迎来扩张机遇。

项目利用公司已投产的 5 万吨/年己内酯装置生产的己内酯单体为主要原料，延伸生产各类己内酯衍生物，支持下游产业向高性能方向转型升级。本项目所用主要原料由公司 5 万吨/年己内酯装置生产供应，具有良好的成本优势和较高的技术优势。本项目的建设，将有效补齐公司在衍生物产能规划上的短板，形成上下游紧密衔接的“己内酯-衍生物”配套生产体系。本项目的建设目标在于将己内酯单体进一步制备为各类衍生物，以便下游客户能在更广泛的领域应用，此过程并不涉及扩大己内酯单体产能的情形。

项目建设周期规划为 24 个月，完全达产后，预计可实现新增年均营业收入 101,991.16 万元，新增年均净利润 9,429.87 万元。项目内部收益率为 29.88%(税后)，投资回收期为 5.66 年（税后，含建设期），具有较好的经济效益。

湖南聚仁高科技有限公司研发中心项目：本项目由公司全资子公司聚仁高科实施，拟在湖南长沙市矿冶研究院内新建研发中心项目，拟建设研发中心面积为 1,418.49 平方米，新增专职研发人员约 60 名。本项目租赁已建房产作为公司研发中心，根据大楼已建格局布置装修研发实验室、分析化验室、应用评价实验室等区域。

项目建设周期规划为 24 个月，项目的实施有利于公司进一步保持和增强技术优势，从而有效提升公司核心竞争力。

4、估值对比：可比公司 PE TTM 均值 67.15X

聚仁新材可比公司 PE（2025）均值为 69.70X，PE（TTM）均值为 67.15X。公司是国内专业从事己内酯系列产品研发、生产与销售的服务型制造企业。作为先进化工材料领域的创新驱动型厂商，公司长期从事己内酯系列产品的技术研发与产业化应用。公司建成国内首套万吨级己内酯系列产品连续化生产线，实现核心技术及生产装备的自主创新，填补国内规模化生产空白。2023-2025 年，公司营业收入复合增长率达 49.98%，展现强劲增长动能。中国石油和化学工业联合会数据显示，公司产品全球市场占有率从 2022 年的 6.19%提升至 2025 年的 22.96%，国内占有率从 35.19%上升至 56.40%，已成长为国内规模最大、全球主要的己内酯系列产品供应商。

公司募投项目将补齐公司在衍生物产能规划上的短板，形成上下游紧密衔接的“己内酯-衍生物”配套生产体系，同时进一步增强技术优势，有效提升公司核心竞争力。

表20：可比公司 PE（2025）均值为 69.70X

公司	代码	市值（亿元）	PE（TTM）	PE（2025）	2025 年营业收入（百万元）	2025 年归母净利润（百万元）	2025 年销售毛利率（%）	2025 年销售净利率（%）
瑞华泰	688323.SH	52.66	-54.54	-57.03	386.73	-92.34	18.27	-23.88

公司	代码	市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2025)	2025 年营业收入 (百万元)	2025 年归母净利润 (百万元)	2025 年销售毛利率 (%)	2025 年销售净利率 (%)
中研股份	688716.SH	32.82	2,356.01	276.55	309.22	11.87	44.05	3.84
海正生材	688203.SH	18.04	168.93	182.85	851.69	9.87	10.74	1.16
汇得科技	603192.SH	35.13	45.56	43.21	2,472.44	81.29	14.46	3.29
长华化学	301518.SZ	32.09	35.21	33.01	2,755.04	97.22	7.54	3.53
一诺威	920261.BJ	36.83	18.89	19.73	7,500.02	186.68	6.41	2.49
均值		34.59	67.15	69.70	2,379.19	77.38	16.91	2.86
中值		33.97	40.38	38.11	1,662.07	46.58	12.60	2.89
聚仁新材	920258.BJ	-	-	-	635.02	121.79	32.11	19.18

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2026 年 7 月 21 日，可比公司均值已剔除负值及异常值）

5、风险提示

下游市场需求波动风险、产品价格下降风险、市场竞争加剧风险

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn