

2026 年 07 月 21 日

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
王宇璇
SAC: S1350525050003
wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

聚仁新材 (920258. BJ)

——国内产能最大的己内酯供应商，下游市场需求持续增长

投资要点：

- **发行价格 4.48 元/股，发行市盈率 14.71X，申购日为 2026 年 7 月 22 日。**聚仁新材本次发行股份全部为新股，本次公开发行股份数量 4,000.00 万股，发行后总股本为 40,000.00 万股，本次公开发行股份数量占发行后总股本的 10.00%。本次发行不安排超额配售选择权。经我们测算，公司发行股份数量占发行后可流通股本比例为 10%，老股占可流通股本比例为 0%。本次发行战略配售发行数量为 400.00 万股，占本次发行数量的 10.00%。公司此次募集资金主要用于“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”、“湖南聚仁高科技有限公司研发中心项目”、“补充流动资金”。
- **聚仁新材为已内酯国家专精特新重点“小巨人”企业，实控人合计控制公司 56.6% 表决权。**公司是国内己内酯系列产品领域的创新驱动型制造企业，建成国内首套万吨级连续化生产线，实现核心技术与装备自主创新，填补国内规模化生产空白。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% 提升至 56.40%，已成为国内规模最大、全球主要的己内酯系列产品供应商，客户覆盖巴斯夫、毕克化学、路博润、科思创等国际巨头及万华化学、美瑞新材、海正生材等国内龙头。依托国家级与省级创新平台，公司构建“基础研究—中试孵化—产业化”全链条技术转化体系，并获评国家专精特新重点“小巨人”企业、国家绿色工厂等资质，产品通过欧盟 REACH、韩国 K-REACH 及德国 DIN CERTCO 生物降解认证，并参与国家标准制定及国家重点研发计划。
- **以己内酯及其衍生物为代表的高性能化工新材料的市场应用及市场空间或将进一步扩大。**己内酯是一种七元环状内酯化合物，可通过自聚或共聚制备聚己内酯、聚己内酯多元醇及特种改性材料，终端覆盖新能源汽车、生物可降解、医疗、装备制造等国家政策重点支持领域。该行业长期由美国英杰维特、日本大赛璐和德国巴斯夫主导，我国因技术封锁长期依赖进口。聚仁新材率先突破技术瓶颈，于 2023 年建成全球单套规模最大 5 万吨/年装置及首条全自动化 PCL 生产线，成为产能最大的己内酯供应商，并进入巴斯夫、科思创等国际供应链，产品实现出口。下游需求持续增长，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，聚氨酯、丙烯酸、助剂、可降解及医用领域均呈现扩容趋势，行业新进入者的布局或将共同推动己内酯产业化进程，助力下游向高性能方向升级。
- **申购建议：建议关注。**根据中国石油和化学工业联合会数据，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%，已发展成为国内己内酯系列产品领军企业。截至 2026 年 7 月 20 日，行业可比公司 PE TTM 均值达 32X。
- **风险提示：下游市场需求波动导致的产能消化风险、原材料价格波动的风险、主要生产装备安全性和稳定性的风险**

内容目录

1. 初始发行 4000 万股，申购日为 2026/7/22	4
1.1. 发行情况：发行价格 4.48 元/股，发行市盈率 14.71X	4
1.2. 募投：聚仁新材拟投资总额约为 2.96 亿元，支持下游产业向高性能方向转型升级	4
2. 聚仁新材为已内酯国家专精特新重点“小巨人”企业，实控人合计控制公司 56.6% 表决权	6
2.1. 业务：主要产品涵盖己内酯及己内酯衍生物两大类，2025 年己内酯衍生物营收占比 71%	7
2.2. 模式：2025 年前五大客户的收入营收占比 43%，万华化学占比最高	9
2.3. 财务：2025 年公司营业总收入为 6.35 亿元，归母净利润达 12,179 万元	10
3. 行业：以己内酯及其衍生物为代表的高性能化工新材料的市场应用及空间或将进一步扩大	12
3.1. 预计短期国内己内酯及其衍生物市场空间将达 20 万吨/年，下游市场需求持续增长	12
3.2. 同行业公司：聚仁新材主要竞争对手系美国英杰维特和日本大赛璐	15
4. 申购建议：建议关注	16
5. 风险提示	16

图表目录

图表 1：聚仁新材本次发行价格 4.48 元/股	4
图表 2：战略配售发行数量为 400 万股	4
图表 3：聚仁新材拟投资总额约为 2.96 亿元	5
图表 4：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（截至 2026/7/21）	7
图表 5：各系列特种己内酯改性材料产品特性	8
图表 6：公司产品的下游制品、特性、作用和应用领域	8
图表 7：2025 年己内酯衍生物收入占主营业务收入比例为 71%	9
图表 8：2025 年己内酯业务的毛利率为 38.85%（%）	9
图表 9：2023-2025 年前五大客户收入中万华化学占比最高	10
图表 10：2025 年公司营业总收入为 6.35 亿元，归母净利润达 12,179 万元	11
图表 11：全球己内酯行业主要供应商及产能规模情况	12
图表 12：2020 年至 2024 年中国聚氨酯制品产量及增速（万吨）	13
图表 13：2020 年至 2024 年中国 UV 光固化材料市场规模（万元）	14
图表 14：2019 年至 2024 年中国新能源汽车销量及增速（万辆）	14
图表 15：可降解材料性能对比	15
图表 16：聚仁新材同行业公司情况	15
图表 17：可比公司 PE TTM 均值达 32X	16

1. 初始发行 4000 万股，申购日为 2026/7/22

1.1. 发行情况：发行价格 4.48 元/股，发行市盈率 14.71X

聚仁新材本次发行价格 4.48 元/股，发行市盈率 14.71X，申购日为 2026 年 7 月 22 日。本次发行股份全部为新股，本次公开发行股份数量 4,000.00 万股，发行后总股本为 40,000.00 万股，本次公开发行股份数量占发行后总股本的 10.00%。本次发行不安排超额配售选择权。经我们测算，公司发行股份数量占发行后可流通股本比例为 10%，老股占可流通股本比例为 0%。

图表 1：聚仁新材本次发行价格 4.48 元/股

基本信息	股票代码	920258.BJ	所属国民经济行业	化学原料和化学制品制造业
	股票简称	聚仁新材	发行代码	920258
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	4.48
	募集金额(万元)	17,920.00	主承销商	中信建投证券股份有限公司
	初始发行股份数量(万股)	4,000.00	占发行后总股本比例	10.00%
日期与申购限制	战略配售比例	10.00%	超额配售比例	0.00%
	路演日	2026-07-21	申购日	2026-07-22
	申购款退回日	2026-07-24	网上最高申购量(万股)	180.00
基本面信息	2025年总营收(亿元)	6.35	2025年归母净利润(万元)	12,179.23
	2025年毛利率	32.11%	2025年加权ROE%	16.26%
	2025年营收增速	32.63%	2025年归母净利润增速	46.12%
股本信息	发行前总股本(万股)	36,000.00	发行前限售股(万股)	36,000.00
	发行后预计可流通比例	10.00%	老股占可流通股本比例	0.00%
价格信息	发行PE(LYR)(倍)	14.71	发行后2025EPS(元)	0.30

资料来源：wind、公司公告、华源证券研究所

注：表中数据均不考虑超额配售

本次发行战略配售发行数量为 400.00 万股，占本次发行数量的 10.00%。网上发行数量为 3,600.00 万股，占本次发行数量的 90.00%。

图表 2：战略配售发行数量为 400 万股

序号	战略投资者名称	拟认购股数 (股)	拟认购金额(元)	限售期(月)
1	中信建投基金-共赢 92 号员工参与战略配售集合资产管理计划	2,901,782	12,999,983.36	12
2	深圳市创新投资集团有限公司	669,642	2,999,996.16	12
3	中信建投投资有限公司	428,576	1,920,020.48	12
	合计	4,000,000	17,920,000.00	-

资料来源：公司公告、华源证券研究所

1.2. 募投：聚仁新材拟投资总额约为 2.96 亿元，支持下游产业向高性能方向转型升级

公司此次募集资金主要用于“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”、“湖南聚仁高科技有限公司研发中心项目”、“补充流动资金”。“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”计划利用公司已投产的 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，项目总投资额预计为 23,591.00 万元；“湖南聚仁高科技有限公司研发中心

项目”计划通过购置专业设备、引进技术人才为企业研发物质基础和良好的研发环境，从而提高研发水平与效率，推动生产工艺技术提升，实现降本增效。

图表 3：聚仁新材拟投资总额约为 2.96 亿元

序号	项目名称	拟投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（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

资料来源：聚仁新材招股书、华源证券研究所

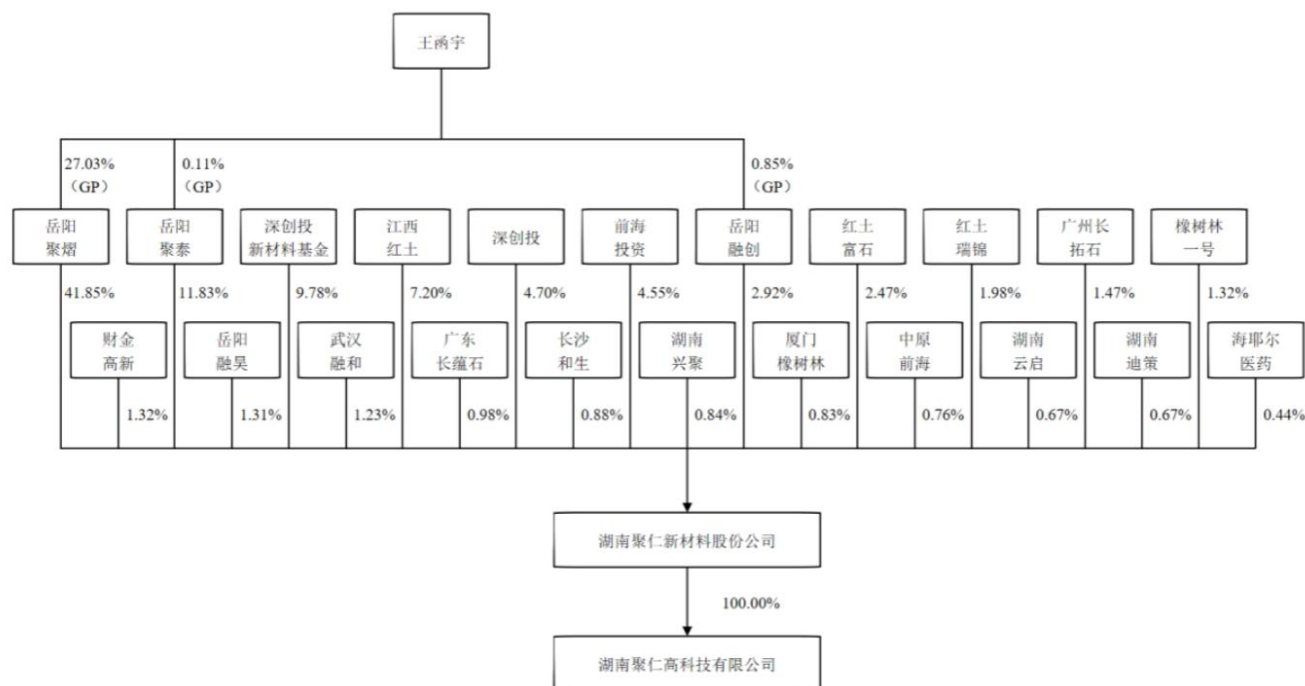
2. 聚仁新材为己内酯国家专精特新重点“小巨人”企业，实控人合计控制公司 56.6%表决权

聚仁新材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。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。

截至 2026/7/21，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。王函宇通过岳阳聚熠间接享有公司 11.31% 的股份权益，通过岳阳融创间接享有公司 0.02% 的股份权益，通过岳阳聚泰间接享有公司 0.01% 的股份权益，合计间接享有公司 11.35% 的股份权益。同时，王函宇作为岳阳聚熠、岳阳聚泰、岳阳融创的执行事务合伙人，可实际支配岳阳聚熠持有的公司 15,067.33 万股股份的表决权，占公司股份总数的 41.85%；可实际支配岳阳聚泰持有的公司 4,259.62 万股股份的表决权，占公司股份总数的 11.83%；可实际支配岳阳融创持有的公司 1,050.91 万股股份的表决权，占公司股份总数的 2.92%。据此，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。

图表 4：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（截至 2026/7/21）



资料来源：聚仁新材招股书、华源证券研究所

2.1. 业务：主要产品涵盖己内酯及己内酯衍生物两大类，2025 年己内酯衍生物营收占比 71%

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。己内酯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。

图表 5：各系列特种己内酯改性材料产品特性

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、回弹与耐磨性能，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：聚仁新材招股书、华源证券研究所

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。

图表 6：公司产品的下游制品、特性、作用和应用领域

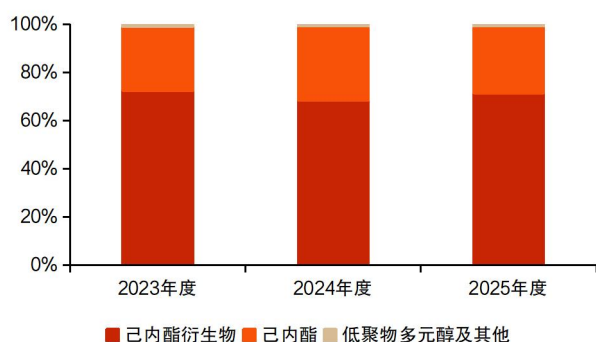
产品	下游制品	特性和作用	应用领域
己内酯	己内酯系一种重要的有机合成单体，可与多种基础化工原料共聚或自聚制备性能优异的先进化工材料		
聚己内酯多元醇	热塑性聚氨酯弹性体（TPU）	具有较高的耐候性、耐水解性、耐高温性和低温柔韧性，优异的机械强度，抗冲击性、耐久性和阻燃性能	主要用于制备车衣膜、充电线缆、胶黏剂和密封件等，在新能源汽车、服装鞋材和机械制造等领域具有广泛应用
	浇注型聚氨酯弹性体（CPU）	具有优异的耐磨性、耐久性、耐候性、耐水解性和高承载性能	主要用于制备 AGV 轮，在盾构机等装备制造领域具有广泛应用
	PU 涂料	具有优异的柔韧性、耐冲击、耐候性、耐水解性和较高机械强度及基材附着力。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、高铁和船舶涂料涂层有着广泛的应用
	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
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
聚己内酯	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
	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制备的骨科固定板具有较好记忆功能、可多次重复塑形和较低塑形温度，重量轻、强度高、透气性好	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：聚仁新材招股书、华源证券研究所

收入情况：2023-2025 年，公司已内酯衍生物营收分别为 20,336.01 万元、32,552.89 万元、45,168.48 万元，占主营业务收入比例依次为 72.44%、68.4%、71.41%，是公司核心收入板块之一；**其中：聚己内酯多元醇**营收分别为 16,236.73 万元、27,148.64 万元、38,103.13 万元，占主营业务收入比例为 57.83%、57.05%、60.24%；**特种己内酯改性材料**营收分别为 2563.41 万元、2321.37 万元、2709.04 万元，占主营业务收入比例为 9.13%、4.88%、4.28%；**聚己内酯**营收分别为 1535.87 万元、3082.88 万元、4356.31 万元，占主营业务收入比例为 5.47%、6.48%、6.89%。**己内酯**营收分别为 7,424.91 万元、14,647.27 万元、17,584.67 万元，占主营业务收入比例为 26.45%、30.78%、27.8%。**低聚物多元醇及其他**营收分别为 313.91 万元、391.23 万元、498.59 万元，占主营业务收入比例为 1.12%、0.82%、0.79%。

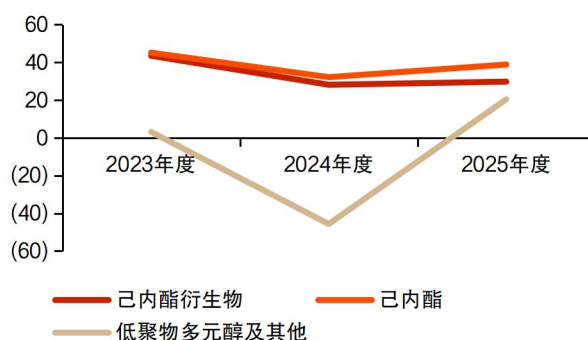
毛利率情况：公司综合毛利主要来源于主营业务，各期主营业务毛利占综合毛利的比例均在 95%以上，公司主营业务突出。己内酯衍生物 2023-2025 年度毛利率分别为 43.5%、28.14%和 29.77%，有所下降并保持稳定；己内酯毛利率分别为 45.14%、32.16%和 38.85%，呈现先下降后提升的改善态势；低聚物多元醇及其他 2023-2025 年度毛利率分别为 3.15%、-45.69%和 20.42%，盈利能力显著改善。

图表 7：2025 年己内酯衍生物收入占主营业务收入比例为 71%



资料来源：聚仁新材招股书、华源证券研究所

图表 8：2025 年己内酯业务的毛利率为 38.85% (%)



资料来源：聚仁新材招股书、华源证券研究所

2.2. 模式：2025 年前五大客户的收入营收占比 43%，万华化学占比最高

公司通过市场调研、技术改进和工艺创新升级，优化产品质量、拓展产品种类，丰富应用领域，满足下游客户多元化需求。销售采用“直销”模式，通过展会和客户拜访拓展市场，为客户提供系统化原材料解决方案，结算以电汇为主。生产实行“以销定产，适量备货”，依据销售预测和库存情况制定月度生产计划，并通过跨部门调度会议确保交付及时性，品质管理贯穿生产全过程。采购则遵循“以产定采，合理库存”，根据生产计划向合格供应商采购，并严格执行来料质检。研发体系分为前瞻型、需求响应型和工艺改进型三类，分别着眼于市场预判、客户个性化需求以及生产过程中的工艺设备优化，推动产业化技术升级。

2023-2025 年，公司前五大客户销售金额分别为 10447.84 万元、20,314.77 万元、27,254.95 万元，对应占主营业务收入比重依次为 37.01%、42.43%、42.92%。2023-2025

年万华化学、尼伦集团、中天科盛、美瑞新材料股份有限公司持续进入前五大客户名单，2025年新增华峰集团进入前五大客户名单。

图表 9：2023-2025 年前五大客户收入中万华化学占比最高

年份	序号	客户名称	销售产品类别	销售收入（万元）	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	23.6
	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	4.9
	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	15.5
	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

资料来源：聚仁新材招股书、华源证券研究所

2.3. 财务：2025 年公司营业总收入为 6.35 亿元，归母净利润达 12,179 万元

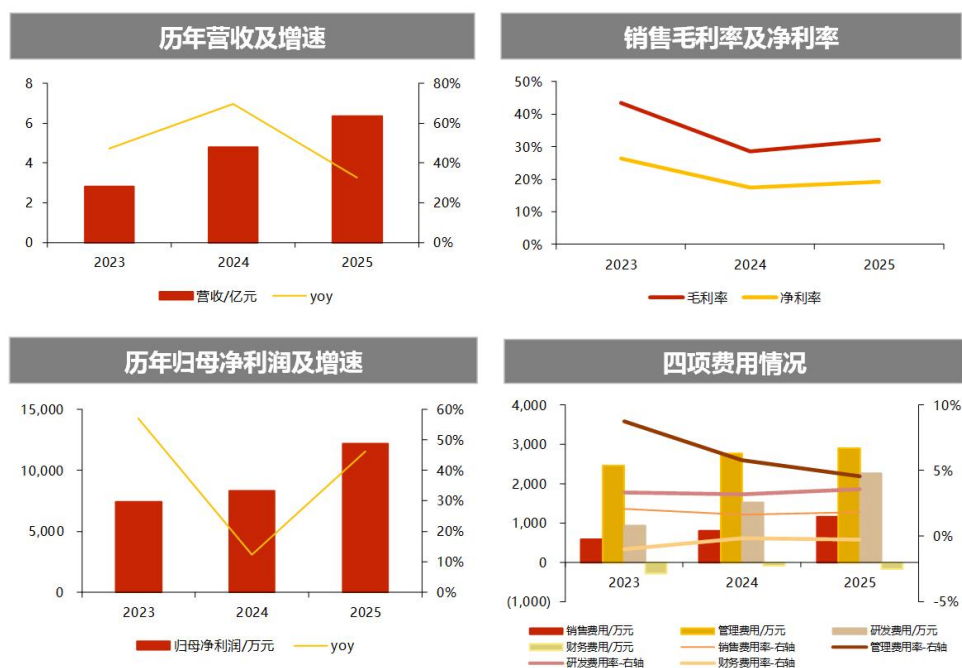
营收方面，2023-2025 年公司营业总收入分别为 2.82 亿元、4.79 亿元和 6.35 亿元，同比+47.4%、+69.61%和+32.63%。其中 2024 年收入增速有所提升，2025 年增速回落，公司经营规模持续稳步扩张，这与市场需求增长、产品布局优化以及客户资源拓展有关。

利润方面，2023-2025 年公司归母净利润分别为 7,420 万元、8,335 万元和 12,179 万元，同比+57.00%、+12.33%和+46.12%，整体呈现先下降后增长态势。

盈利能力方面，2023-2025 年公司销售毛利率分别为 43.37%、28.60%和 32.11%，2024 年毛利率有所下降，2025 年上升；净利率分别为 26.29%、17.41%和 19.18%。

成本管控方面，2023-2025 年公司期间费用率分别为 13.07%、10.42%和 9.69%，整体呈下降趋势。其中，销售费用率分别为 2.06%、1.65%和 1.83%，整体较为稳定；管理费用率分别为 8.72%、5.77%和 4.55%，整体波动较小；研发费用率分别为 3.31%、3.17%和 3.56%，波动较小；财务费用率分别为-1.02%、-0.17%和-0.26%。

图表 10：2025 年公司营业总收入为 6.35 亿元，归母净利润达 12,179 万元



资料来源：iFind、华源证券研究所

3. 行业：以己内酯及其衍生物为代表的高性能化工新材料的市场应用及空间或将进一步扩大

3.1. 预计短期国内己内酯及其衍生物市场空间将达 20 万吨/年，下游市场需求持续增长

根据聚仁新材招股书信息，在国外，20 世纪 60 年代末以来，美国、欧洲、日本等多家化工巨头相继研发出己内酯生产技术，先后建成 4 个主要的己内酯生产基地——美国塔夫脱（Taft）工厂、英国沃灵顿（Warrington）工厂、日本大竹（Otake）和美国弗波特（Freeport）工厂。21 世纪开始，海外化工巨头通过技术升级、扩建改造、并购等方式进行产线扩建和业务整合，最终形成美国英杰维特（Ingevity）、日本大赛璐（DAICEL）和德国巴斯夫（BASF）3 家企业占据市场支配地位。在国内，我国对己内酯的产业化研究始于 20 世纪 70 年代，几乎与日本同步。然而，由于西方国家的技术封锁，我国的己内酯工业化生产之路步履维艰。即便如此，仍有多家研究机构和企业（中国科学技术大学、中科院长春应用化学研究所、国防科技大学、巴陵石化、四川大学、武汉理工大学、黎明研究院、湖南聚仁新材、安徽红太阳等）迎难而上，相继开展相关研究开发工作。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。

根据聚仁新材招股书信息，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。由于技术难题导致国内市场价格居高不下，制约下游产业发展。2023 年 7 月，聚仁新材突破技术瓶颈后，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。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，全球己内酯行业形成如下的主要供应商及产能规模；除已建设产线外，国内部分企业正在积极推进己内酯相关产业的布局。

图表 11：全球己内酯行业主要供应商及产能规模情况

序号	公司名称	设计产能（吨/年）
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

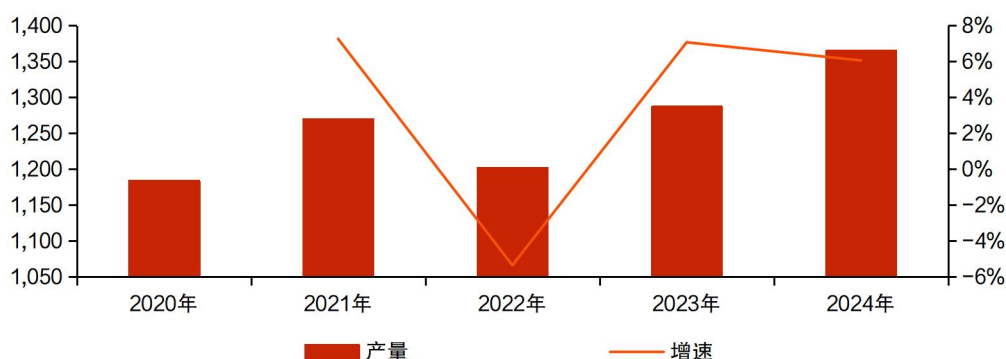
资料来源：聚仁新材招股书、华源证券研究所 注：截至 2026/7/21

根据聚仁新材招股书，己内酯及其衍生物作为高性能化工原料和功能性材料，下游已拓展至聚氨酯、丙烯酸、生物可降解、医用材料和助剂等领域；随着聚氨酯产业升级和高性能材料渗透提升，需求持续增长。聚仁新材通过技术研发与规模化生产，不断丰富产品型号、增强市场适应性，并依托规模效应降低成本，推动车衣膜、UV 涂料等细分场景实现较高渗透。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，未来随着产能规模化和工艺优化，应用成本下降、市场可及性提升，行业空间有望进一步扩容。

根据聚仁新材招股书，**聚氨酯制品**方面，聚氨酯是由多元醇和多异氰酸酯经缩聚反应形成的高分子材料，具有耐磨、高回弹、耐油、耐低温、绝缘和加工性能好等特点，可制成软泡、硬泡、弹性体、涂料、胶粘剂等形态，广泛应用于轻工、化工、电子、医疗、建筑、汽车、航空航天等领域。全球聚氨酯市场中，2019 年全球市场规模约 2200 万吨，预计 2025 年约 3000 万吨；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。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。

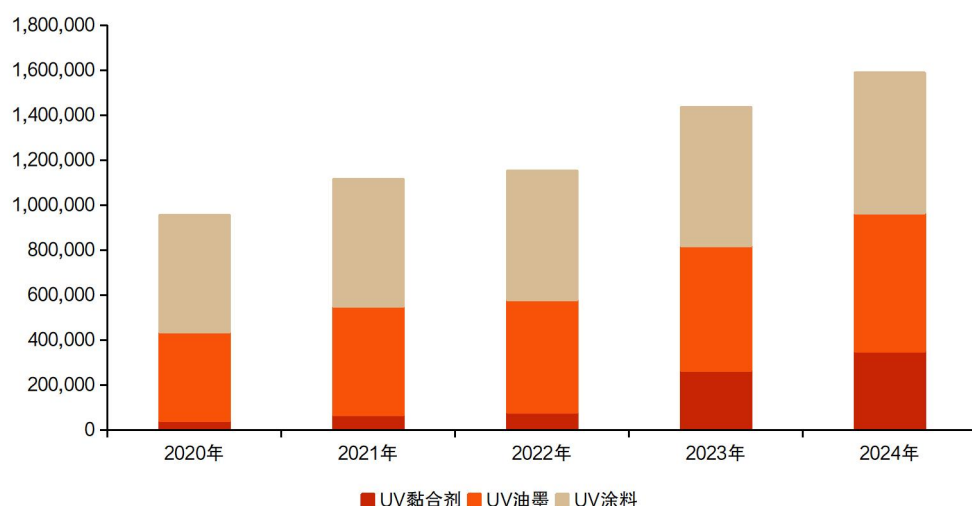
图表 12：2020 年至 2024 年中国聚氨酯制品产量及增速（万吨）



资料来源：中国聚氨酯工业协会、聚仁新材招股书、华源证券研究所

根据聚仁新材招股书，**丙烯酸制品**方面，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，主要用于制备光固化材料。丙烯酸树脂是以丙烯酸酯类单体聚合而成的高分子材料，其强极性酯基，赋予优异透明度、耐候性、耐化学腐蚀性和良好的附着力，并通过单体与工艺调控实现硬度、柔韧性和成膜性能的灵活调节。该树脂按固化方式分为多种类型，广泛应用于涂料、胶粘剂、油墨、纺织助剂及电子光刻胶、3D 打印等领域，在建筑外墙和汽车面漆中发挥抗紫外老化作用。其中，UV 光固化材料由光引发剂、单体、低聚物等组成，在光照下快速交联成网状结构，具有高效、节能、低 VOC 排放等环保优势，是涂料、油墨等行业实现 VOCs 减排的关键技术路径，也是国家绿色发展战略的重要支撑。水性丙烯酸树脂同样因低 VOC 特性成为环保涂料主流，彰显了在绿色化工中的核心价值。我国 UV 光固化材料增长迅速，在此背景下，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。

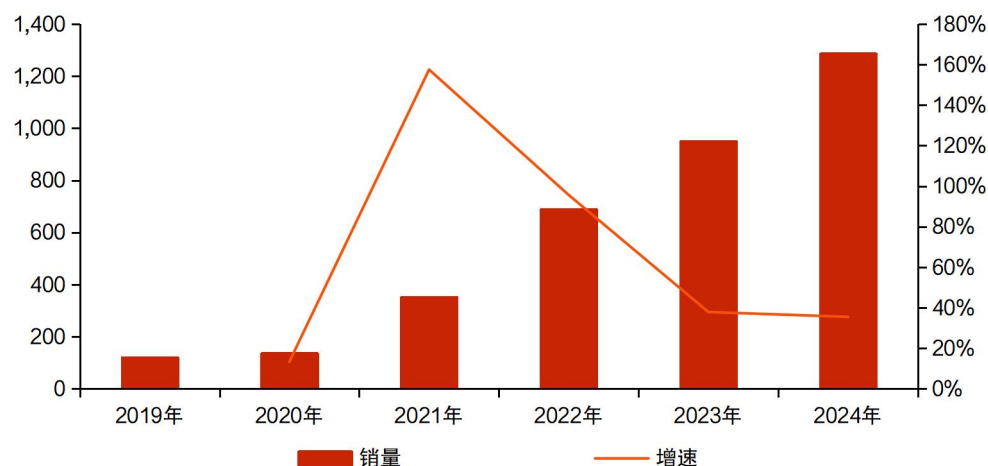
图表 13：2020 年至 2024 年中国 UV 光固化材料市场规模（万元）



资料来源：中国感光学会辐射固化专业委员会、扬帆新材公司公告、华源证券研究所

根据聚仁新材招股书，**助剂类制品**方面，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，主要用于锂电超分散剂等高性能添加剂领域，该分散剂直接影响动力电池浆料中电极活性物质的均匀性与界面稳定性，市场需求与新能源汽车产业高度绑定。受益于《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》提出的 2025 年渗透率 20%及 2035 年全面电动化目标，以及对能量密度与快充性能的技术迭代要求，超分散剂需求持续提升。据中国汽车工业协会数据,2019 年至 2024 年国内新能源汽车销量从 120.60 万辆增至 1,286.59 万辆，年均复合增长率达 60.55%，预计 2025 年将达 1,600 万辆，行业仍处高速增长期，为公司产品提供广阔市场空间。同时，我国动力电池装车量保持高速增长态势，行业从“高速增长”向“规模化放量”的成熟阶段加速过渡。受益于“政策强驱动+技术高壁垒”双轮增长模型，公司己内酯改性 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，有望成为电池厂商突破能量密度瓶颈的关键助剂之一。

图表 14：2019 年至 2024 年中国新能源汽车销量及增速（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会、聚仁新材招股书、华源证券研究所

根据聚仁新材招股书，**生物可降解制品**方面，公司核心产品聚己内酯是一种石油基完全生物可降解材料，具备人体组织、海水、工业堆肥及家庭堆肥等多种降解途径，且玻璃化转变温度低（ -60°C ）、软化点低（ $58\sim 60^{\circ}\text{C}$ ），具有优异的相容性、可塑性、形状记忆性和高黏度特性。相比 PLA、PBAT 等主流生物可降解材料，PCL（聚己内酯）拥有独特的海水降解优势和综合性能平衡。在“白色污染”治理背景下，我国《关于进一步加强塑料污染治理的意见》明确了关键节点，推动快递、外卖、农膜等领域用可降解材料替代不可降解塑料，随着政策深化和成本优化，PCL 市场空间有望加速扩容。

图表 15：可降解材料性能对比

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：聚仁新材招股书、华源证券研究所

根据聚仁新材招股书，**医用材料**方面，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，未来可降解塑料在放疗定位、冠脉支架和骨科康复等医疗领域的应用有望进一步扩大。

3.2. 同行业公司：聚仁新材主要竞争对手系美国英杰维特和日本大赛璐

全球己内酯生产企业主要包括聚仁新材、美国英杰维特、日本大赛璐和德国巴斯夫，其中德国巴斯夫己内酯产品主要系自用，公司主要竞争对手系美国英杰维特和日本大赛璐。

图表 16：聚仁新材同行业公司情况

序号	公司名称	公司简介
1	美国英杰维特	1975 年，比利时索尔维公司通过过氧乙酸氧化环己酮制备高纯度己内酯。2003 年，索尔维公司开发了新的催化氧化体系，以介孔二氧化硅负载三氟化锑催化剂与环己酮混合，加入一定浓度双氧水，实现了己内酯简便合成。该工艺具有路线简单、安全风险较低等优点。2008 年，特种化学产品集团帕斯托全面收购索尔维公司旗下己内酯产线。2018 年，帕斯托完成己内酯产线扩能改造，己内酯产能达到 40,000 吨/年。2019 年，美国英杰维特公司收购帕斯托己内酯业务，成为全球己内酯生产的引领者。

日本 2 大赛 璐	1980 年代，日本大赛璐采用过氧乙酸作为氧化剂、乙酸乙酯作为溶剂，通过流动式反应器氧化环己酮制备己内酯，随着工艺升级、产能扩增，建成 2 条年产 10,000 吨己内酯生产线。日本大赛璐采用的工艺路线反应效率高、流程复杂、安全控制技术要求高，且产品抗黄变性能偏弱，部分应用领域拓展受限。
-----------------	--

资料来源：聚仁新材招股书、华源证券研究所

4. 申购建议：建议关注

根据中国石油和化学工业联合会数据，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%，已发展成为国内己内酯系列产品领军企业。截至 2026 年 7 月 20 日，行业可比公司 PE TTM 均值达 32X。

图表 17：可比公司 PE TTM 均值达 32X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2025 年营收/亿元	2025 年归母净利润/万元	2025 年毛利率/%	2025 年净利率/%	2025 年研发费用率
汇得科技	603192.SH	31.93	41.42	24.72	8,128.92	14.46	3.29	3.23%
长华化学	301518.SZ	32.80	35.99	27.55	9,721.81	7.54	3.53	0.91%
一诺威	920261.BJ	36.10	18.51	75.00	18,668.28	6.41	2.49	0.71%
	均值	33.61	31.97					
	中值	32.80	35.99					
聚仁新材	920258.BJ	-	-	6.3502	12,179.23	32.11	19.18	3.56%

资料来源：iFinD、华源证券研究所 注：数据截至 2026/7/20

5. 风险提示

下游市场需求波动导致的产能消化风险：公司产品的下游制品及应用市场为聚氨酯制品、新能源汽车（如车衣膜）、生物可降解和生物医疗等新兴领域，其市场潜力与宏观经济环境及下游行业景气度高度相关。国内外政策环境变化或宏观经济不确定性可能导致车衣膜等市场需求增长放缓，进而影响行业的持续快速发展，将对公司己内酯系列产品下游市场需求造成不利影响。

原材料价格波动的风险：公司主营业务成本中直接材料占比较高，产品生产所用的主要原材料为环己酮、双氧水等化学原料，上述材料价格的波动会导致公司采购成本的波动，进而对公司的业绩产生一定影响。近年来，公司生产所用的主要材料的价格由于受到石油价格波动等因素影响呈现一定程度的波动，对公司的产品成本造成一定的影响。如果未来主要原材料价格受到石油价格波动等因素影响发生对公司不利方向的波动，或者公司无法将原材料价格的变动进一步传导至销售价格中，将影响公司的毛利率和利润水平。

主要生产装备安全性和稳定性的风险：公司“万吨级己内酯连续化”生产线目前是公司生产运营的重要装备，由于该装备及连续化生产技术为公司独立研发技术，系国内首套“万吨级己内酯系列产品连续化”生产线，没有成熟技术可参考，若后续该生产设备或关键部件在生产运行过程中出现故障，可能会导致企业停产检修，进而可能对企业的生产经营稳定性造成影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读完整篇报告，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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。