

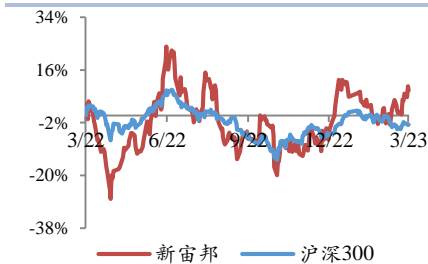
## 四大板块齐发力，年度业绩创新高

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-29

收盘价(元) 49.33  
近12个月最高/最低(元) 51.00/44.03  
总股本(百万股) 746  
流通股本(百万股) 535  
流通股比例(%) 71.79  
总市值(亿元) 368  
流通市值(亿元) 264

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：刘天文

执业证书号：S0010122070031

电话：18811321533

邮箱：liutw@hazq.com

### 相关报告

1. 三季度业绩符合预期，电解液一体化布局加速 2022-10-31
2. 上半年业绩大幅增长，新建项目稳步推进 2022-09-03

### 主要观点：

#### ● 事件描述

3月27日晚间，公司发布2022年报，2022年公司实现营业收入96.61亿元，同比增38.98%，实现归母净利润17.58亿元，同比增长34.57%，实现扣非归母净利润17.13亿元，同比增长38.99%。

#### ● 2022年业绩增长可观，盈利能力维持高位

2022年，公司实现营业收入96.61亿元，同比增38.98%，实现毛利30.95亿元，同比增长25.48%，归属于上市公司股东的净利润17.58亿元，同比增34.57%，扣非归母净利润17.13亿元，同比增长38.99%。2022年公司经营业绩稳中有升，一方面公司产品市场订单增加，产销量同比大幅增长，另一方面公司持续开展精益管理和降本提效专项工作，费控能力进一步增强，带动公司盈利能力持续增强。

#### ● 四大业务板块共同发力，多轮驱动业绩持续增长

公司主营业务包括电池化学品、有机氟化学品、电容化学品和半导体化学品。电池化学品板块，受益于下游新能源汽车及储能行业的快速增长，以及消费类电池市场的稳定增长，电解液需求快速增加，公司电池化学品业务实现高速增长。2022年，公司电池化学品量价齐升，收入同比增长40.49%。有机氟化学品板块，2022年公司营收为11.74亿元，同比增长69.37%。同时，公司氟精细化学品产能持续扩充，投资建设海德福生产基地，未来新增2.92万吨有机氟化学品产能，产品包括四氟乙烯、六氟丙烯单体，改性聚四氟乙烯(PTFE)、可熔融聚四氟乙烯(PFA)等氟聚合物和四氟乙烯为原料的氢氟醚系类含氟精细化学品等，未来将大幅提升有机氟板块产品供应能力。电容化学品板块，公司作为全球铝电容化学品细分市场龙头企业，客户涵盖国内前10大铝电解电容器制造厂和铝箔厂。但是，受到居民消费动力不足造成终端需求不稳定的影响，2022年公司电容化学品营收为6.97亿元，同比略降2.10%。半导体化学品板块，受益于显示面板的技术升级以及半导体高端产品的加速国产化，市场对半导体化学品的需求快速增长。公司抓住市场机遇，逐步加大了对半导体化学品的研发投入，半导体化学品收入规模逐年增长，产品结构日渐丰富。2022年公司半导体板块实现销售收入3.23亿元，同比增长50.64%。

#### ● 以锂电池电解液和有机氟化学品为核心，深化垂直一体化产业链布局

公司电池化学品业务逐步形成垂直一体化的生产能力，可生产电解液原材料溶质(LiFSI)、溶剂和锂电添加剂以自用。2022年9月，公司引进全球电解液领先企业日本触媒和丰田通商作为控股子公司湖南福邦股东，并将湖南福邦新型锂盐项目的产能扩大至1万吨/年，进一步强化对电解液中关键核心原材料的战略布局，提升公司在新型锂盐LiFSI领域的地位及综合竞争力。同时，随着我国含氟精细化工行业的技术积累以及下游应用行业的转型升级步伐加快，含氟精细化工企业进口替代的发展空间巨大。公司海德福高性能氟材料项目(一期)与三明海斯福高端氟精细化学品项目(二期)将于2023年下半年进入试产状态，产品主要用于含氟医药和农药中间体、含氟液晶材料、新型

环保材料等，届时将新增 2.92 万吨产能，高端氟精化工板块的产品供应能力将得到提升、产品线实现进一步完善，有利于优化产品结构，从而满足下游客户日益增长的需求。

#### ● 研发力度+股权激励强度均创新高，战略布局优势凸显

随着业务的拓展和规模的扩张，公司不断加大研发投入，强化研发力量，通过自主开发、产学研合作、收购兼并以及与客户联合开发等方式公司持续开展产品与技术创新。同时，公司聚焦以电子化学品和功能材料为核心的相关多元化发展和一体化战略，并与国内外众多头部企业建立了长期战略合作关系。2022 年 8 月 9 日公司公布了 2022 年限制性股票激励计划（草案），通过股权激励提升员工的凝聚力和积极性，为公司开启新一轮成长期。

#### ● 投资建议

公司作为国内电解液行业头部企业，规模化优势显著。同时，公司有机氟化学品和半导体化学品逐步进入快速放量期，未来业绩增速可观。同时，考虑到电解液价格下滑的影响，我们调整公司业绩预期，预计公司 2023 年-2025 年分别实现营业收入 101.18、128.52、187.82 亿元（2023、2024 年前值为 124.52、163.82 亿元），实现归母净利润 13.99、18.36、27.11 亿元（2023、2024 年前值为 22.67、28.95 亿元），对应 PE 分别为 27、20、14 倍。维持公司“买入”评级。

#### ● 风险提示

- (1) 原材料价格上涨带来成本的升高；
- (2) 客户验证进度不及预期；
- (3) 产能释放进度不及预期；
- (4) 下游需求不及预期。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9661	10118	12852	18782
收入同比 (%)	39.0%	4.7%	27.0%	46.1%
归属母公司净利润	1758	1399	1836	2711
净利润同比 (%)	34.6%	-20.4%	31.2%	47.6%
毛利率 (%)	32.0%	27.3%	28.3%	29.0%
ROE (%)	21.0%	14.3%	15.9%	19.0%
每股收益 (元)	2.37	1.88	2.46	3.64
P/E	18.34	26.63	20.29	13.75
P/B	3.88	3.82	3.22	2.61
EV/EBITDA	14.02	21.05	15.30	10.29

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 全年业绩增长可观，毛利率水平维稳 .....	6
2 四大业务板块共同发力，多轮驱动业绩持续增长 .....	8
2.1 电池化学品：锂电池行业需求爆发，电解液业务高速增长 .....	8
2.2 有机氟化学品：深耕行业多年，多产品布局保证业绩持续增长 .....	11
2.3 电容化学品：巩固铝电容化学品龙头地位，持续研发新产品 .....	14
2.4 半导体化学品：国产化加速发展，毛利率水平持续走高 .....	15
3 以锂电池电解液和有机氟化学品为核心，深化垂直一体化产业链布局 .....	18
3.1 大力布局新型锂盐 LIFSI，加速电解液一体化产业链建设 .....	19
3.2 进一步转向高端氟精细化学品，有望成为细分领域龙头 .....	20
4 研发力度+股权激励强度均创新高，战略布局优势凸显 .....	22
5 投资建议 .....	26
风险提示 .....	26
财务报表与盈利预测 .....	27

## 图表目录

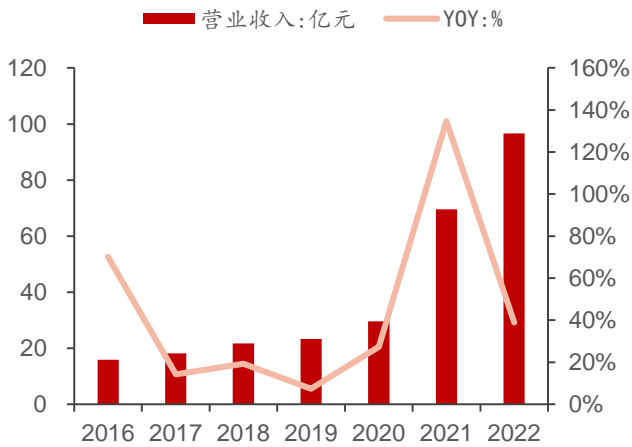
图表 1 2016-2022 公司营业收入 (亿元)	6
图表 2 2016-2022 公司毛利 (亿元)	6
图表 3 2016-2022 公司归母净利润 (亿元)	6
图表 4 2016-2022 公司扣非归母净利润 (亿元)	6
图表 5 2016-2022 公司期间费率 (%)	7
图表 6 2016-2022 公司销售毛利率与销售净利率 (%)	7
图表 7 2016-2022 公司资产负债率 (%)	7
图表 8 2016-2022 公司加权 ROE (%)	7
图表 9 公司营收构成 (亿元)	8
图表 10 锂电池电解液组成结构	8
图表 11 公司电池化学品板块主要产品	9
图表 12 2016-2022 电池化学品收入 (亿元)	9
图表 13 2016-2022 电池化学品毛利率 (%)	9
图表 14 2019-2022 电池化学品产销量 (吨)	10
图表 15 2016-2022 电池化学品平均销售单价 (万元/吨)	10
图表 16 公司电解液产能 (万吨)	10
图表 17 公司有机氟化学品主要产品	11
图表 18 有机氟化工产业相关政策	12
图表 19 氟化工产业链	12
图表 20 有机氟化学品收入 (亿元)	13
图表 21 有机氟化学品业务毛利率 (%)	13
图表 22 2019-2022 有机氟化学品产销量 (吨)	13
图表 23 2019-2022 有机氟化学品销售单价 (万元/吨)	13
图表 24 公司有机氟化学品产能 (吨)	14
图表 25 公司电容化学品板块主要产品	14
图表 26 2016-2022 电容化学品收入 (亿元)	15
图表 27 2016-2022 电容化学品业务毛利率 (%)	15
图表 28 公司电容化学品产能、产量情况 (万吨)	15
图表 29 公司半导体化学品板块主要产品	16
图表 30 半导体行业相关政策	16
图表 31 中国半导体设备市场规模 (亿元)	17
图表 32 2016-2022 半导体化学品收入 (亿元)	18
图表 33 2016-2022 半导体化学品毛利率 (%)	18
图表 34 公司半导体化学品产能、产量情况 (万吨)	18
图表 35 LiPF <sub>6</sub> 与 LiFSI 性能对比	19
图表 36 LiFSI 价格走势 (万元/吨)	19
图表 37 公司电解液上游原材料布局情况	20
图表 38 氟化工产业链产品附加值	21
图表 39 2019 年我国氢氟酸下游结构 (%)	21
图表 40 氟原子的功能效果	21

图表 41 含氟农药细分种类占比 (%) .....	21
图表 42 公司高端氟精细化学品新增产能 .....	22
图表 43 公司主要高端氟精细化学品种类及应用 .....	22
图表 44 公司主要产品技术研发情况 .....	23
图表 45 2018-2022 公司研发投入 (百万元) .....	24
图表 46 公司全球布局情况 .....	24
图表 47 公司客户遍布全球 .....	25
图表 48 公司 2022 年股权激励对象获授限制性股票的分配情况 .....	25

## 1 全年业绩增长可观，毛利率水平维稳

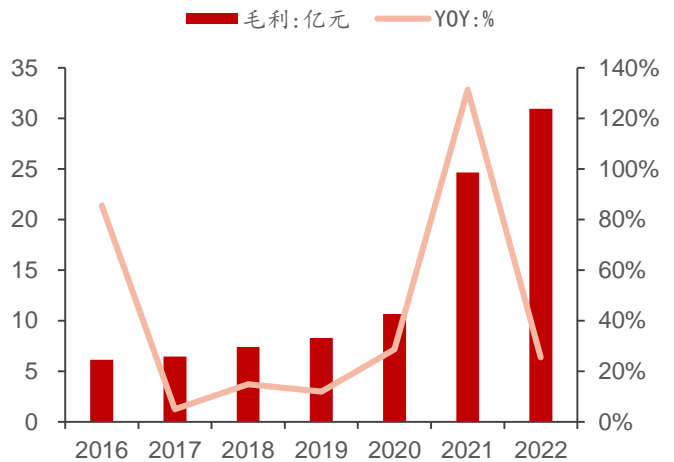
收入利润延续稳定增长势态。2022 年公司实现营业收入 96.61 亿元，同比增长 38.98%，实现毛利 30.95 亿元，同比增长 25.48%，归属于上市公司股东的净利润 17.58 亿元，同比增长 34.75%，扣非归母净利润 17.13 亿元，同比增长 38.99%。2022 年公司经营业绩稳中有升，产品市场订单增加，产销量同比大幅增长，同时持续开展精益管理和降本提效专项工作，提升公司成本控制能力，促进公司整体盈利能力提升。

图表 1 2016-2022 公司营业收入 (亿元)



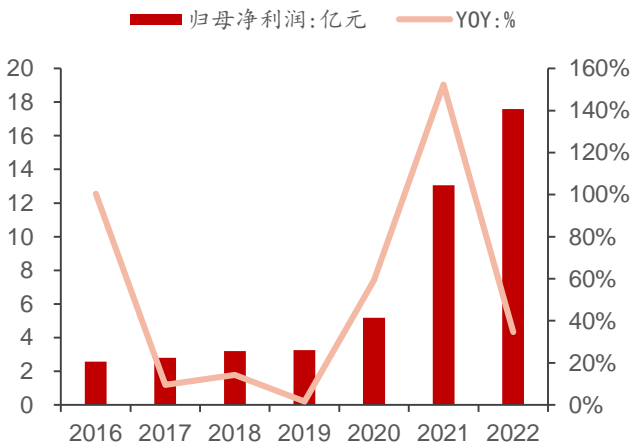
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 2 2016-2022 公司毛利 (亿元)



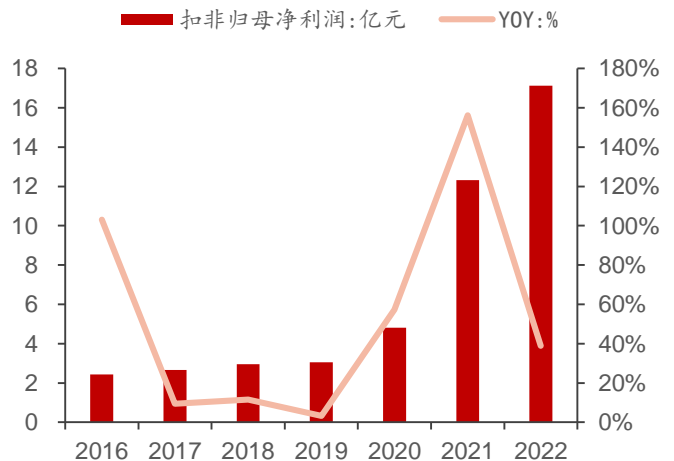
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 3 2016-2022 公司归母净利润 (亿元)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 4 2016-2022 公司扣非归母净利润 (亿元)

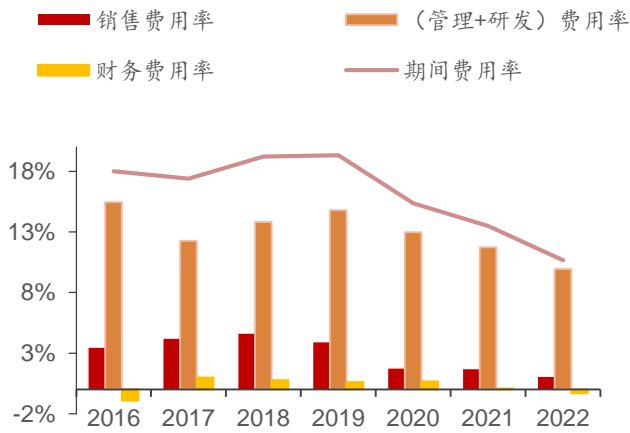


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

期间费率逐步下行，毛利率稳定在 35%左右。2022 年公司期间费率降至 10.67%，费控能力进一步增强，带动公司盈利能力持续增强。2022 年公司销售毛利率和销售净利率分别为 32.04%和 18.87%，公司毛利率和净利率水平均保持稳定。2022 年公司资产负债率上升至 43.19%，主要系公司生产经营规模的扩大，对

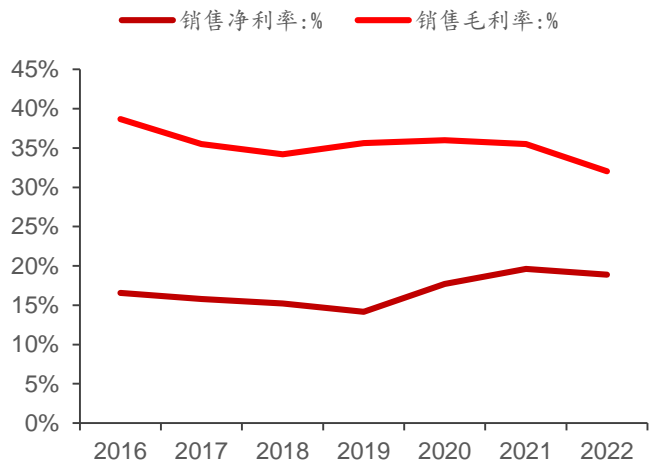
营运资金的需求将不断增加。

图表 5 2016-2022 公司期间费率 (%)



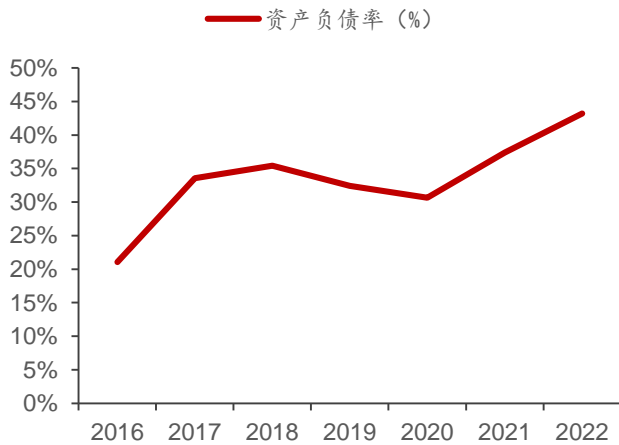
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 6 2016-2022 公司销售毛利率与销售净利率 (%)



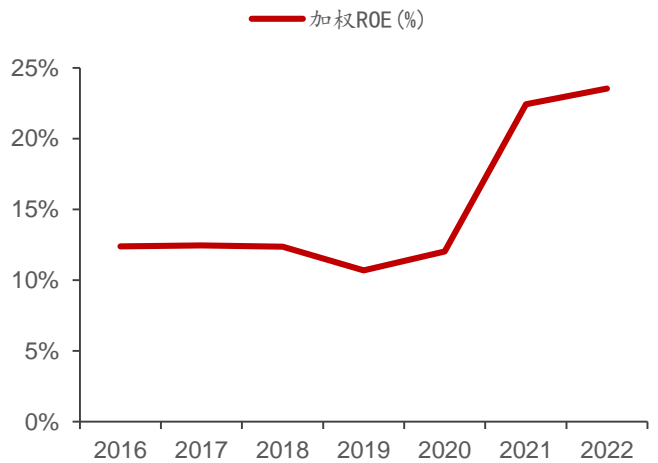
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 7 2016-2022 公司资产负债率 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

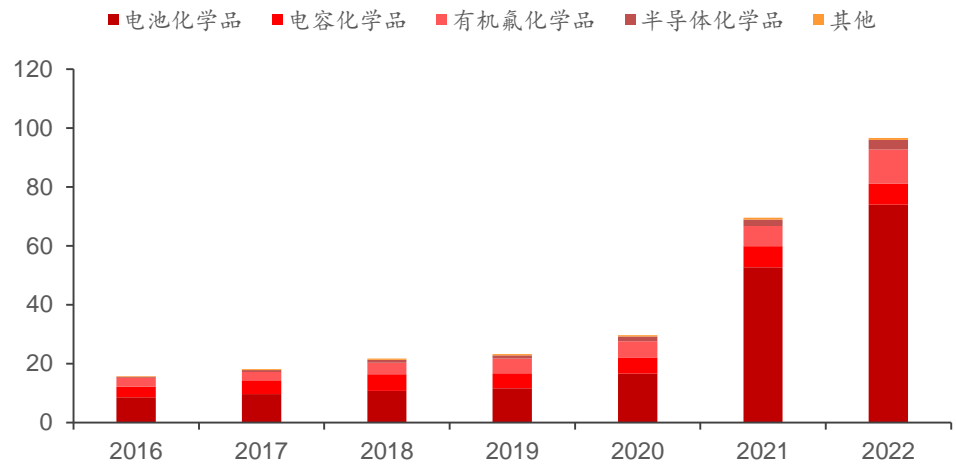
图表 8 2016-2022 公司加权 ROE (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

公司主营业务包括电池化学品、有机氟化学品、电容化学品和半导体化学品。其中电池化学品为公司第一大业务，2022 年电池化学品营收达 74.03 亿元，同比增长 40.49%，营收占比为 76.63%。2022 年新能源汽车市场持续向好，对锂电池材料的需求延续高增长，同时公司电解液新投产项目产能释放顺利，带动公司电池化学品销量以及销售额同比大幅增长。2022 年公司有机氟化学品收入为 11.74 亿元，营收占比 12.15%，主要系有机氟化学品市场需求旺盛，公司市场订单持续增加。2022 年公司半导体化学品营收突破 3 亿元，受益于半导体材料行业发展加速，下游客户对产品需求增加，公司加强与战略客户的合作，加快产能扩张和产品布局，销售额同比大幅上升。

图表 9 公司营收构成 (亿元)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

## 2 四大业务板块共同发力，多轮驱动业绩持续增长

### 2.1 电池化学品：锂电池行业需求爆发，电解液业务高速增长

电解液是锂电池四大关键主材之一。公司主要产品锂电池电解液，是锂电池的四大关键材料之一（正极、负极、隔膜、电解液），号称电池的“血液”，承担着在正负极之间运输锂离子的重任，影响锂离子电池的充放电特性、能量密度、安全性、循环性能等，是锂电池获得高电压、高比能等优点的保证。锂电池电解液主要构成组分为锂盐溶质、溶剂和添加剂，一般是由电解质溶质、高纯度有机溶剂和必要添加剂等在一定条件，按照特定比例配制而成。

图表 10 锂电池电解液组成结构

组成部分	作用	常见种类
溶质	主要为锂盐，是锂离子的来源，能够确保电池在反复充放电过程中有足够的锂离子参与，成本占比最高	锂电池电解液中常用的溶质有六氟磷酸锂 (LiPF <sub>6</sub> ) 以及新型锂盐双氟磺酸亚胺锂 (LiFSI)
溶剂	电解液的主体部分，与电解液的性能密切相关，一般用高介电常数溶剂与低粘度溶剂混合使用，质量占比最高	锂电池电解液中常用的溶剂有碳酸乙烯酯 (EC)、碳酸二甲酯 (DMC)、碳酸甲乙酯 (EMC)、碳酸二乙酯 (DEC) 等
添加剂	质量占比较小，但可以显著提升电解液性能与安全性	常见的添加剂有碳酸亚乙烯酯 (VC)、氟代碳酸乙烯酯 (FEC) 等

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司深耕电池化学品业务 20 多年，技术水平世界领先。公司的电池化学品主要有三大类：二次锂离子电池电解液、一次锂电池电解液和超级电容器电解液，产



品广泛应用于新能源汽车电池、数码产品电池、分布式储能等行业。公司深耕电池化学品业务 20 多年，致力于电解液功能添加剂和配方的机理研究，以解决长循环寿命、高低温兼顾等重点问题，目前在自主新添加剂和配方开发方面取得了一系列突出成果。

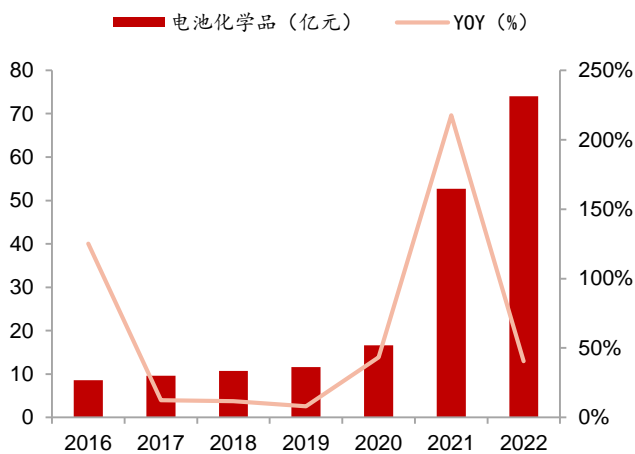
图表 11 公司电池化学品板块主要产品

产品类别	应用领域	产品特性
二次锂电池电解液	3C 数码、电动工具、新能源汽车、大型储能系统	高能量密度、长循环寿命、高低温性能优异、高安全性、低成本
超级电容器电解液	智能电网、风力发电、混合动力汽车、高铁等	高能量密度、高容量、长寿命
一次锂电池电解液	消防、便携式电子产品、ETC 收费站用锂电池、医疗器械、仪表及电脑等	高能量密度、长使用寿命、高低温性能优异、安全

资料来源：公司官网，华安证券研究所

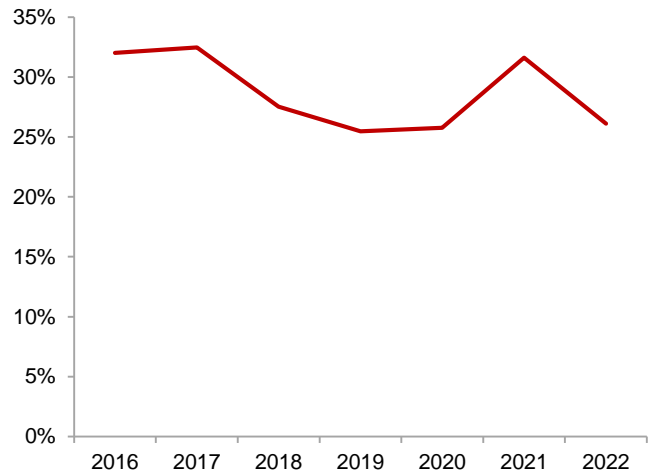
受益于新能源汽车市场爆发式增长，电池化学品业务实现高速增长。作为新能源汽车动力锂离子电池的关键材料，电解液的需求快速增加。2022 年，公司电池化学品量价齐升，收入同比增长 40.49%，销量同比增长 55.39%，主要系下游新能源汽车及储能行业的快速增长，以及消费类电池市场的稳定增长。2022 年公司电池化学品毛利率为 26.11%，同比下降 5.52 个点，主要受市场行情影响，下半年锂电电解液产品平均售价显著下降，导致 2022 年销售单价小幅下降至 5.17 万元/吨，毛利率有所下滑。

图表 12 2016-2022 电池化学品收入 (亿元)



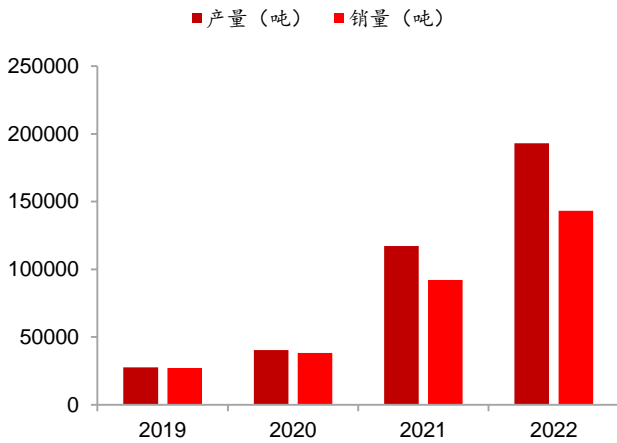
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 13 2016-2022 电池化学品毛利率 (%)



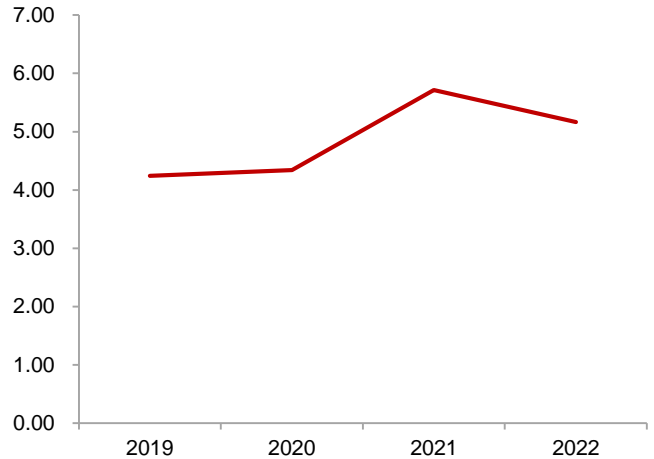
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 14 2019-2022 电池化学品产销量 (吨)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 15 2016-2022 电池化学品平均销售单价 (万元/吨)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**持续聚焦锂电电解液核心主业，全球化产能布局步履不停。**公司作为锂电池电解液第一梯队生产厂商，现有产能约 24 万吨，出货量位居行业前三。公司目前在国内已有 7 个生产基地实现交付保障，且生产工艺技术成熟稳定，达到行业先进水平，在就近服务客户的同时，增强了客户粘性，积极巩固和拓展现有业务的广度和深度。基于全球新能源汽车行业未来发展前景，公司还在欧洲多地建立生产基地，布局锂电电解液业务，以实现海外客户的就近供应，抢占市场先机，优先进入汽车产业供应链，为公司电池化学品业务持续快速增长提供产能保障，进而提升公司整体盈利能力。

图表 16 公司电解液产能 (万吨)

项目	实施主体	地点	规划产能	投产时间
惠州宙邦新型电子化学品一期项目	惠州宙邦	广东惠州	3.5	2014 年
惠州宙邦新型电子化学品二期项目				2018 年
惠州宙邦新型电子化学品三期项目				2021 年
惠州宙邦新型电子化学品 3.5 期项目				预计 2023 年
南通化工园区新型电子化学品项目	南通新宙邦	江苏南通	3	2014 年
年产 2.8 万吨新型电子化学品项目				2020 年
诺莱特电池材料 (苏州) 有限公司锂电池电解液生产技改项目	苏州诺莱特	江苏苏州	2.75	预计 2024 年 6 月
荆门“年产 28.3 万吨锂电池材料项目”一期	荆门新宙邦	湖北荆门	6	2022 年下半年
荆门“年产 28.3 万吨锂电池材料项目”二期			10.3	2023 年
三明市海斯福化工有限责任公司高端氟精细化学品项目 (一期)	海斯福	福建三明	1	2020 年
高端氟精细化学品项目 (二期)			3	预计 2024 年
天津新宙邦半导体化学品及锂电池材料项目 (一期)	天津新宙邦	天津	5	预计 2023 年
重庆新宙邦锂电池材料及半导体化学品项目 (一期)	重庆新宙邦	重庆	10	预计 2024 年上半年
珠海新宙邦电子化学品项目	珠海新宙邦	广东珠海	10.5	预计 2024 年上半年

美国新宙邦与 IVOX 投资合作项目	美国新宙邦	美国墨西哥湾沿岸	5	-
荷兰新宙邦锂离子电池电解液及材料项目一期	荷兰新宙邦	荷兰穆尔戴克	5	预计 2024 年下半年
波兰锂离子电池电解液项目	波兰新宙邦	波兰弗罗茨瓦夫市	4	2023 年一季度

资料来源：公司公告，公司新闻，华安证券研究所

## 2.2 有机氟化学品：深耕行业多年，多产品布局保证业绩持续增长

公司的有机氟化学品业务主要为六氟丙烯下游的含氟精细化学品，以六氟丙烯为原料，通过合成工艺生产六氟环氧丙烷，六氟环氧丙烷与其他原料合成生产有机氟的系列产品，包括含氟医药农药中间体、氟橡胶硫化剂、含氟溶剂、环境友好型表面活性剂及其它含氟润滑油等系列。有机氟化学品产品研发及生产的技术门槛高、附加值高，主要应用于医药、农药、纺织行业、电子、半导体、通信、汽车等各个终端消费领域。有机氟化学品产品普遍具有较高的技术壁垒、严格的客户品质要求、较长的验证周期等特点。经过十多年发展，公司与核心客户建立了长期稳定的合作关系，在特定的细分领域领先优势明显。

图表 17 公司有机氟化学品主要产品

产品	用途	特性
含氟医药农药中间体	含氟吸入式麻醉剂、低毒农药中间体、抗病毒药物中间体	高性能、高纯度
氟聚合物改性共聚单体	汽车、半导体、5G 信息通信设备及家庭用品等	耐高温、优异机械性能、长寿命、可加工性
氟橡胶硫化剂	汽车、半导体、5G 信息通信设备及家庭用品等	抗压缩变形、抗化学腐蚀、热稳定性佳
半导体与显示用氟溶剂清洗剂	半导体机台设备、OLED 显示器、光学镜片清洗、航空引擎清洗	高可靠性、高品质、稳定性
润滑脂全氟聚醚基础油和真空泵油	半导体、集成电路、OLED 显示、5G 通讯等	低蒸发损失、高绝缘性、耐化学稳定性、耐热稳定性
IC 刻蚀与电力绝缘含氟气体	中高压电气的绝缘保护、芯片干法刻蚀	低 GWP、不易燃、高介电强度
半导体与数据中心含氟冷却液	数据中心浸没式冷却、半导体加的 Chiller 循环冷却	高导热效率、电绝缘、高化学稳定性、不燃性
含氟表面活性剂	消防泡沫水成膜助剂、电镀铬雾抑制剂、不粘锅涂层	安全环保、高表面活性、高热力学稳定性
光刻胶与防污防潮涂层氟单体	光刻胶材料、防潮涂层	耐高温、高透光率

资料来源：公司官网，华安证券研究所

下游产业持续更新换代，我国有机氟化学品市场广阔。氟化工产品以萤石为起点，延伸出无机氟化物、氟碳化学品、含氟聚合物及含氟精细化学品四大类产品。有机氟化物是指氟化工产品中含有氟元素的碳氢化合物，主要包括含氟精细化学品、

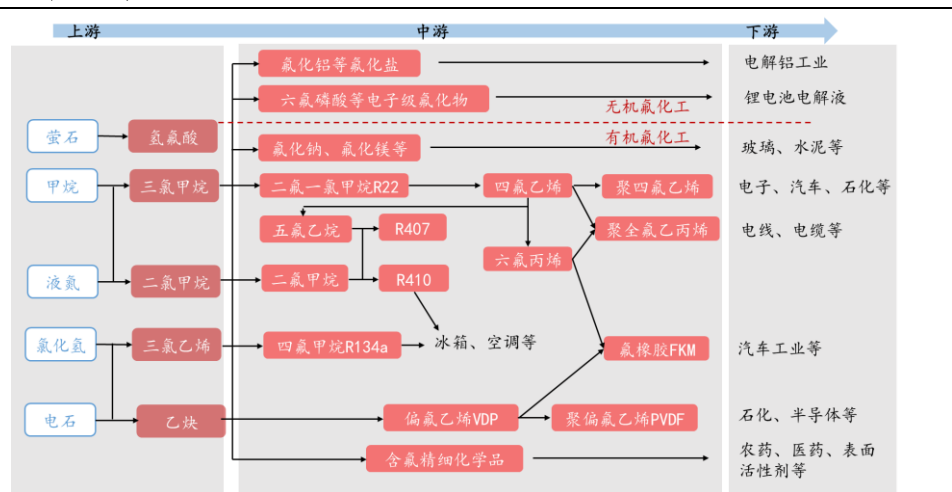
含氟碳化学品、含氟聚合物。随着我国电子电器、半导体、通讯工程、航空航天、国防、医药医疗、新能源等相关产业的快速发展，氟化工市场容量将呈现持续增长的趋势。根据“十四五”发展规划，截至 2019 年我国各类氟化工产品总产能将超过 640 万吨，总产值超过 1000 亿元。目前，我国的氟化工产业已突破绝大部分大宗、中低端氟化工产品的技术垄断，正在向高技术含量、高附加值的氟化学品发展。在“十四五”期间，我国将成为全球最大的氟化工生产和消费国，我国氟化工产业到 2025 年市场占有率有望达到 65% 以上。

图表 18 有机氟化工产业相关政策

名称	部门	时间	相关内容
《中国氟化工行业“十三五”发展规划》	中国氟硅有机材料工业协会	2016.3	要重点开发技术含量高、附加值高、成长性好的含氟精细化工产品，提高含氟精细化学品在氟化工产品中的比例，重点研发和培育高稳定性锂电池电解质等含氟精细化工产品。
《石化和化学工业发展规划》(2016-2020 年)	工业和信息化部	2016.1	加快化工新材料等新产品的应用技术开发，注重与终端消费需求结合，加快培育新产品市场。加强知识产权保护，加大人才培养和引进，营造“大众创业、万众创新”的良好社会氛围。
《产业结构调整指导目录(2019 年本)》	国家发改委	2019.11	含氟精细化学品为鼓励类产业
《中国氟化工行业“十四五”发展规划》	中国氟硅有机材料工业协会	2020.1	“十四五”是我国氟化工行业转向自主创新、积累新的技术优势的关键期，应加强前瞻性和基础性研究，提高自主创新和原始创新能力，突破一批关键技术，到“十四五”末基本实现技术由“跟跑”到“并跑”乃至“领跑”的转变，打破国外知识产权壁垒。

资料来源：各部门官网，华安证券研究所

图表 19 氟化工产业链

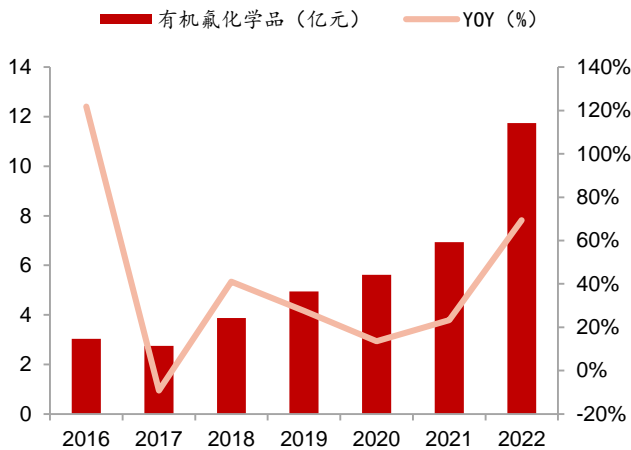


资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

有机氟化学品收入稳定增长，毛利率维持高位。2022 年公司有机氟化学品营收为 11.74 亿元，同比增长 69.37%。公司致力于高端含氟精细化学品以及含氟聚合物产品开发与销售，公司一代产品含氟农药医药中间体及氟橡胶硫化剂等市场保

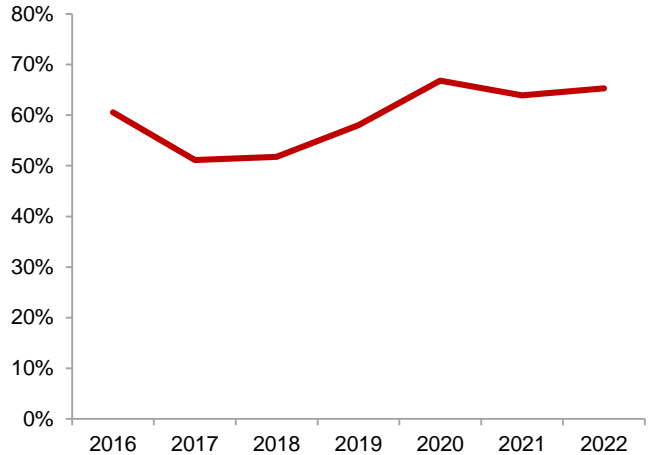
持稳定, 市场份额稳固。受国内医药、农药、半导体等市场对高端含氟材料国产替代需求增长、新型环保产品替代需求旺盛等影响, 公司二代产品显示用氟溶剂清洗剂、半导体与数据中心冷却液、氟聚合物改性共聚单体、含氟表面活性剂等保持高速增长态势。此外, 公司三代产品集成电路蚀刻及电力绝缘气体等已实现量产, 市场推广稳步推进, 目前部分产品已通过客户测试。2022 年公司有机氟化学品毛利率为 65.29%, 同比增长 1.36 个点。产品全年平均售价为 33.28 万元/吨, 同比上升了 16.54%。

图表 20 有机氟化学品收入 (亿元)



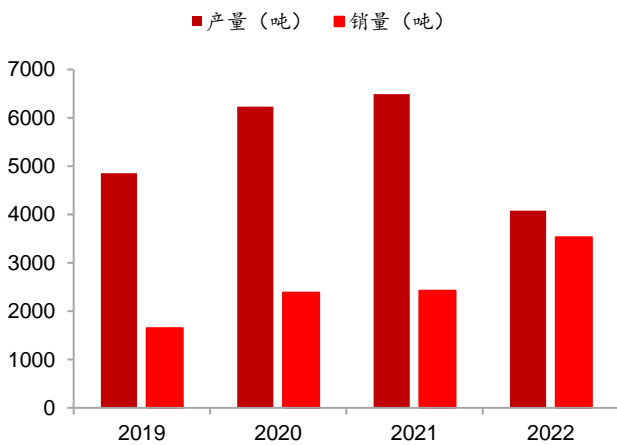
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 21 有机氟化学品业务毛利率 (%)



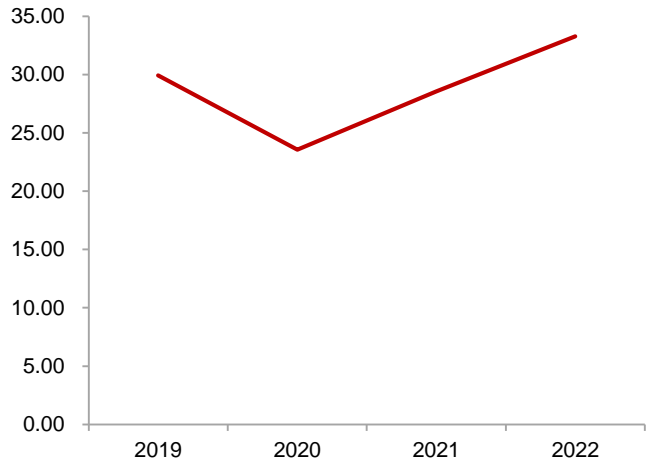
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 22 2019-2022 有机氟化学品产销量 (吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 23 2019-2022 有机氟化学品销售单价 (万元/吨)

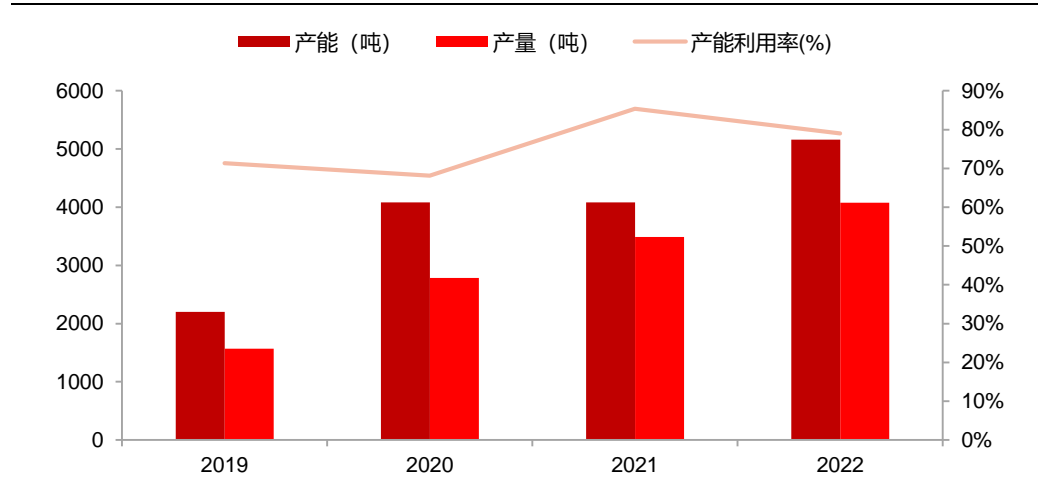


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**有机氟板块持续扩充, 2.92 万吨在建产能进一步完善产品矩阵。**公司 2015 年通过收购海斯福切入特种氟化学品赛道, 2022 年公司有机氟化学品实现 4077 吨产能, 产能利用率达 78.99%, 创下新高。此外, 为进一步完善产品线, 公司投资建设海德福生产基地, 携手三明海斯福生产基地未来新增 2.92 万吨有机氟化学品产能, 主要产品包括四氟乙烯、六氟丙烯单体, 改性聚四氟乙烯 (PTFE)、可熔融聚四氟乙烯 (PFA)、全氟磺酸树脂 (PFSA) 等氟聚合物和四氟乙烯为原料的氢氟醚系类含氟精细化学品等, 未来将大幅提升有机氟板块产品供应能力, 满足下游客户日

益增长的需求。

图表 24 公司有机氟化学品产能 (吨)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 2.3 电容化学品：巩固铝电容化学品龙头地位，持续研发新产品

公司是全球铝电容化学品细分市场龙头企业。电容化学品是公司设立初期的核心业务，主要系列产品有铝电解电容器用电解液及化学品、固态高分子电容器用化学品、铝箔用化学品和叠层电容化学品等。电容化学品是生产电容器的专用电子化学品和关键原材料之一，电容器作为三大基础元器件之一，广泛应用于信息通讯、消费电子、家用电器、汽车电子的滤波和变频等领域。基于持续的研发投入和创新，公司电容化学品性能赶超日本同类产品，客户涵盖国内前 10 大铝电解电容器制造厂和铝箔厂，公司在电容化学品的市场占有率超过 50%。

图表 25 公司电容化学品板块主要产品

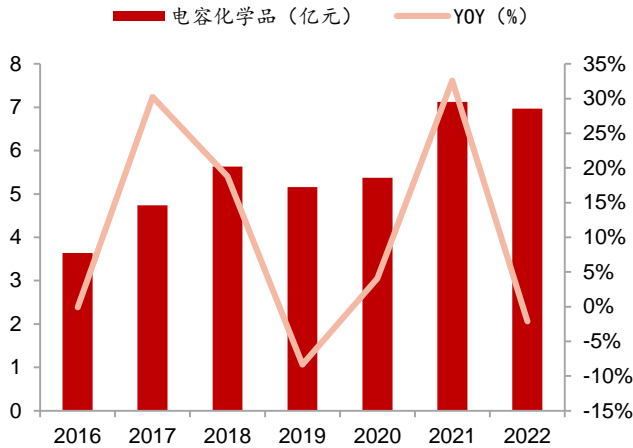
产品	用途	特性
电容级化学品	铝电解电容器、电子铝箔、电极箔	高性能、高纯度
铝电解电容器用电解液	工业类电源、变频器、消费电子充电器、空调、冰箱、洗衣机	高耐压、长寿命、低阻抗
固态电容器分散液及化学品	工业类电源、笔记本电脑、电视	低阻抗、高耐压、抗浪涌、耐温性
导电银浆	比特币挖矿机、服务器、笔记本电脑、智能手机	低阻抗、流平性、边缘包覆、耐结性
电子元件密封材料	LED、背光材料、红外安防等	长寿命、低光衰、高耐热

资料来源：公司官网，华安证券研究所

2022 年消费电子行业整体需求疲软，公司电容化学品增长放缓。2022 年公司电容化学品营收为 6.97 亿元，同比下降 2.10%，2022 年电容化学品毛利率为 37.25%，基本保持稳定。2022 年由于居民消费动力不足造成终端需求不稳定，公

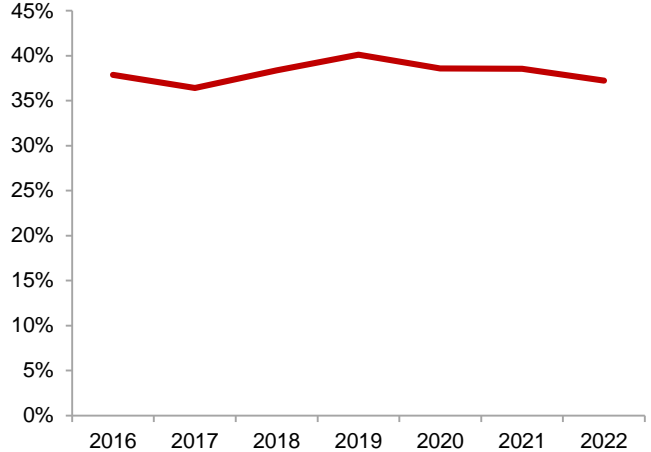
司传统电容器化学品同比下降。公司凭借行业龙头地位，通过先进的技术水平和丰富的产品品类，深耕战略客户，确保核心客户订单稳定。此外，公司紧抓光伏、新能源行业快速发展契机，积极开拓新的市场，不断研发新产品，如陶瓷电容和固态电容，为客户提供有竞争力的产品，在保证公司电容化学品销售业绩持续稳定的同时，寻找结构性成长机会。

图表 26 2016-2022 电容化学品收入 (亿元)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

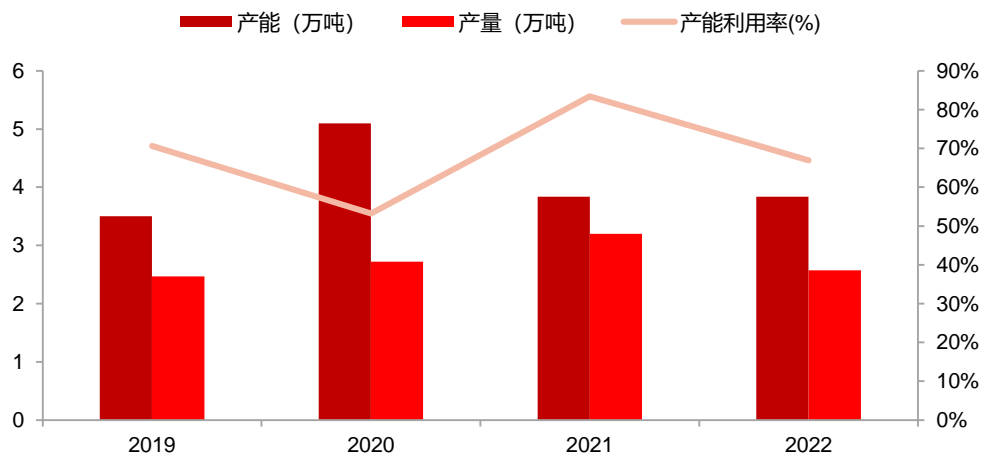
图表 27 2016-2022 电容化学品业务毛利率 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

电容化学品产能基本保持不变。2022 年公司电容化学品产能为 3.84 万吨，与上年持平，产能利用率小幅下降至 66.92%。2022 年，受到经济下行影响，快充、电脑、手机、家电、家用照明等消费类产品出货量有所下降。但光伏、储能、新能源汽车及充电桩等新兴行业需求持续保持市场增长，公司紧跟电容器行业耐宽温、耐高电压、长寿命、小型化、贴片化、低阻抗等技术发展趋势，聚焦电容器化学品材料的升级换代。

图表 28 公司电容化学品产能、产量情况 (万吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 2.4 半导体化学品: 国产化加速发展, 毛利率水平持续走高

半导体化学品主要包括蚀刻液、剥离液、超高纯试剂、清洗液和含氟功能材料等系列产品，广泛应用于显示面板（含 TFT-LCD 和 OLED）、IC 集成电路、太阳能光伏等多个领域，是生产制程中的光刻、显影、蚀刻、剥离、清洗等制造工艺的关键化学品材料，对芯片的良率提升、显示面板画质的清晰度、硅片电池的使用寿命等起着重要的作用。公司半导体化学品的纯度、金属杂质含量、颗粒数量和粒径、品质一致性、稳定性均满足半导体行业的制程要求，并且直接或间接向华星光电、天马、维信诺、中芯国际、台积电、长江存储等显示面板和集成电路头部企业供货。

**图表 29 公司半导体化学品板块主要产品**

产品	用途	简介
蚀刻液系列	手机屏幕、LED 电视、车载显示屏、其他穿戴设备显示屏、CPU 芯片	主要用于面板蚀刻制程，将光刻胶上的微图形转移到光刻胶下面的各层材料，如 TFT-LCD/OLED 的蚀刻制程，性能优异、长寿命、安全
剥离液系列	手机屏幕、LED、车载显示屏、其他穿戴设备显示屏	主要用于平板显示面板制造 Array 工艺中光刻胶剥离，产品性能优异，安全环保，可根据不同应用需求定制化开发。
高纯化学品系列	芯片、物联网、智能家居、5G	主要用于晶圆清洗、光刻、腐蚀等工序中，主要系列有双氧水、氨水等，均达到 G5 标准要求，高纯度、高洁净度
清洗剂系列	智能手机、云计算、5G、车载显示屏	主要用于晶圆制造、封装、OLED 等制程中的清洗工艺，能去除晶圆、OLED 表面杂质和蚀刻后残留物质，保证产品的洁净度
冷却试剂系列	半导体机台设备、芯片、5G、云计算	主要用于晶圆制造的机台冷却，高效，不可燃，环境友好，性价比高，稳定性高
含氟功能材料系列	智能手机、计算机、高清电视机、5G	主要包括光刻胶及透明聚酰亚胺的中间体，用于光刻胶及透明聚酰亚胺的合成

资料来源：公司官网，华安证券研究所

**市场需求增长+政策扶持，我国半导体产业增长势头强劲。**全球半导体化学品市场主要被欧美和日韩企业占据，但随着电子产业向中国转移、美国对中国半导体产业的封锁和国内配套产业链的完善，未来不断实现进口替代是国内半导体产业的趋势所向。国家近年对半导体产业的支持力度，以及下游产能扩张，推动国内半导体产业链迎来了高速发展的历史机遇。根据国际半导体产业协会（SEMI）数据，预计 2023 年中国半导体设备市场规模将达 3032 亿元，2017-2023 复合增长率为 32.66%。半导体产业规模在国内继续保持快速增长，对半导体化学品的需求也将保持较高景气。

**图表 30 半导体行业相关政策**

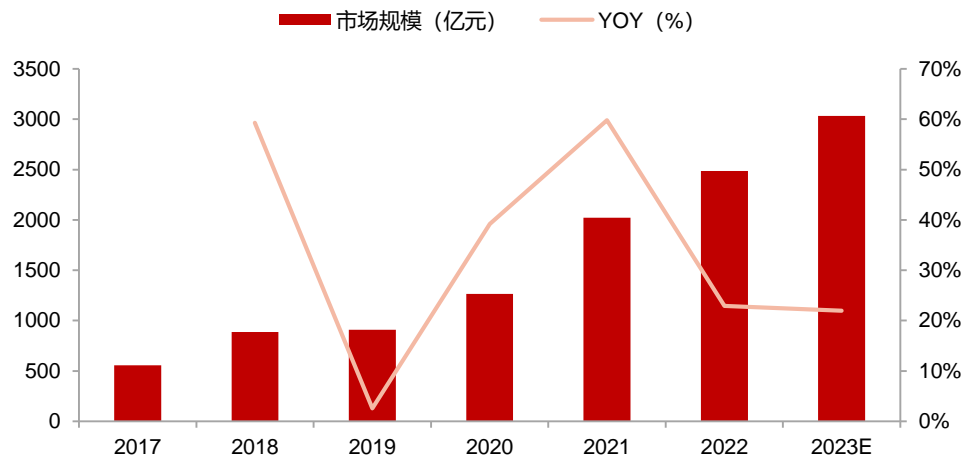
时间	政策名称	主要内容
2022	《关于做好 2022 年享受税收优惠政策的集成电路企业或项目、软件企业清单制定工作有关要求的通知》	重点集成电路设计领域：高性能处理器和 FPGA 芯片；存储芯片；智能传感器；工业、通信、汽车和安全芯片；EDA、IP 和设计服务。
2021	《“十四五”利用外资发展规划》	支持外商投资企业通过境内再投资进一步完善产业链布局，引导外商投资投向集成电路、数字经济、新材料、生物医药、高端装备、研发、现代物流等产业，推动高端高新产业外商投资集聚发展。
2021	《“十四五”信息通信行业发展	完善数据化服务应用产业生态，加强产业链协同创新。丰富



	规划》	5G 芯片、终端、模组、网关等产品种类。加快推动面向行业的 5G 芯片、模组、终端、网关等产品研发和产业化进程，推动芯片企业丰富产品体系，加快模组分级分类研发，优化模组环境适应性，持续降低能耗和成本，增强原始创新能力和产业基础支撑能力
2021	《关于加快培育发展制造业优质企业的指导意见》	提出要提高优质企业自主创新能力，加大基础零部件、基础电子元器件、基础软件、基础材料、基础工艺、高端仪器设备、集成电路、网络安全等关键核心技术、产品、装备攻关和示范应用
2021	《基础电子元器件产业发展行动计划》	提出实施重点产品高端提升行动，面向电路类元器件等重点产品，突破制约行业发展的专利、技术壁垒、补足电子元器件发展短板，保障产业链供应链安全稳定。重点产品高端提升行动中明确在电路类元器件中重点发展耐高温、耐高压、高可靠半导体分立器件及模块，小型化、高可靠、高灵敏度电子防护器件，高性能、高密度混合集成电路。
2020	《关于促成集成电路产业和软件产业高质量发展企业所得税政策的公告》	国家鼓励的重点集成电路设计企业和软件企业，自获利年度起，第一年至第五年免征企业所得税，持续年度按 10% 的税率征收企业所得税

资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

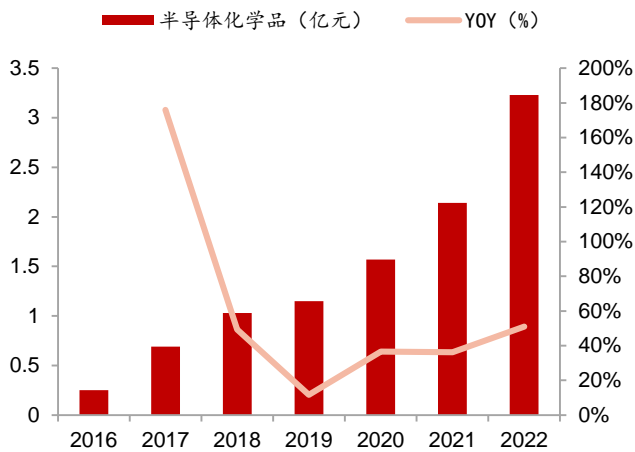
图表 31 中国半导体设备市场规模 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

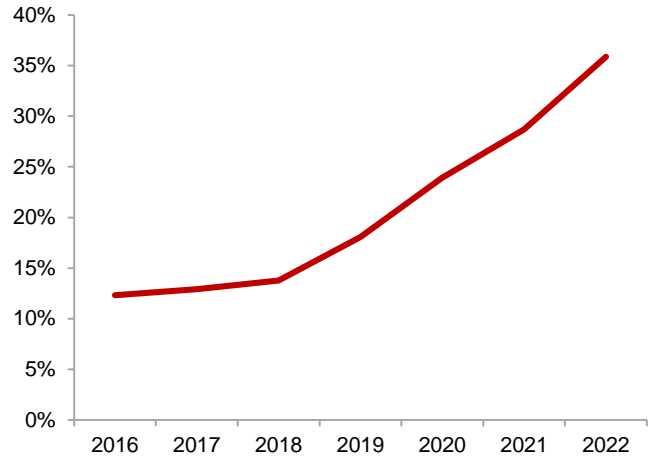
半导体化学品为公司未来重点发展的业务，毛利率水平持续提升。受益于半导体产能向国内转移、产业政策支持、下游产能扩张等因素，公司半导体化学品收入规模逐年增长，2022 年公司半导体化学品实现销售收入 3.23 亿元，同比增长 50.64%。公司半导体化学品毛利率显著增长，2022 年毛利率达到 35.88%。2019 年业务初期，公司半导体化学品主要以蚀刻液代工为主，整体毛利率水平较低，2020 年起，显示面板的技术升级以及半导体高端产品的加速国产化，市场对半导体化学品的需求快速增长，公司抓住市场机遇，逐步加大了对半导体化学品的研发投入，自主研发的产品得到了市场认可，产品结构日渐丰富，毛利率持续上升。

图表 32 2016-2022 半导体化学品收入 (亿元)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

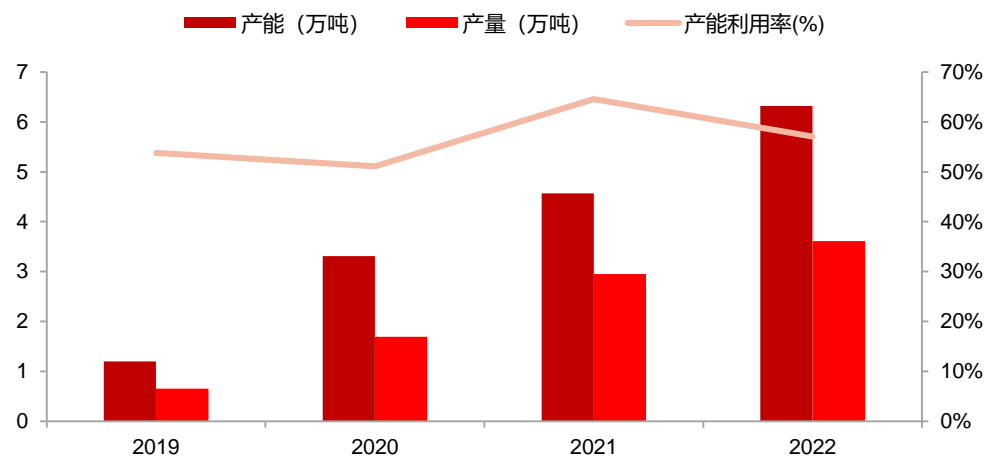
图表 33 2016-2022 半导体化学品毛利率 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

作为未来重要的战略增长点, 公司半导体化学品加速扩产。根据下游集成电路晶圆和显示面板市场空间推算, 2022 年至 2025 年, 半导体级双氧水和半导体级氨水市场需求的复合增长率预计为 10.86%, 集成电路和显示面板用蚀刻液市场需求的复合增长率为 7.64%。下游需求驱动公司半导体化学品产能快速释放, 2022 年在建产能 3 万吨, 其中半导体级双氧水、半导体级氨水和蚀刻液各 1 万吨, 公司半导体化学品产能不断增长, 为日益增长的市场需求提供充足的产能保障。2022 年公司半导体产能利用率为 57.06%, 同比下降 7.53 个点, 主要由于半导体行业验证周期长, 且通常在新产线投产后仍需验证, 使得新增产能投产初期的产能利用率较低。

图表 34 公司半导体化学品产能、产量情况 (万吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

### 3 以锂电池电解液和有机氟化学品为核心, 深化垂直一体化产业链布局

### 3.1 大力布局新型锂盐 LiFSI，加速电解液一体化产业链建设

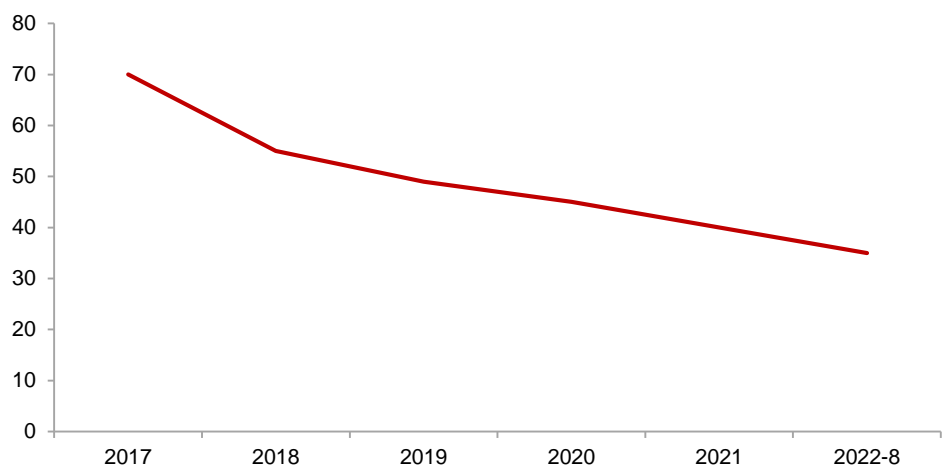
随着新型锂盐 LiFSI 技术成熟和成本下降，对电解液性能的改善作用明显，行业内生产企业正在积极布局开发。传统电解液溶质六氟磷酸锂面临着热稳定性较差、易水解、在低温使用受限等问题，容易造成电池容量快速衰减并带来安全隐患。相比之下，新型电解质溶质锂盐双氟磺酰亚胺锂 (LiFSI) 更高的热稳定性，更长的循环寿命，更好的电导率和更优的热力学稳定性，能大幅提高电解液耐高温和高压性能，在实现电池高温循环稳定性方面，包括延长循环寿命、提高倍率性能和安全性上均有极大的提升，是目前最受行业内公司青睐，未来发展确定性最高的新型锂盐。GGII 认为，随着技术突破，短期 LiFSI 售价有望降至 35 万元/吨以内，最终成本有望降至 15 万元/吨以内，从而加速新型锂盐对六氟磷酸锂的替代。

图表 35 LiPF<sub>6</sub> 与 LiFSI 性能对比

		LiFSI	LiPF <sub>6</sub>
基础物性	分解温度	>200°C	>80°C
	氧化电压	≤4.5V	>5V
	溶解度	易溶	易溶
	电导率	最高	较高
	化学稳定性	较稳定	差
	热稳定性	较好	差
电池性能	低温性能	好	一般
	循环寿命	好	一般
	耐高温性能	好	差
工艺成本	合成工艺	复杂	简单
	成本	高	低

资料来源：CNKI，康鹏科技招股书，华安证券研究所

图表 36 LiFSI 价格走势 (万元/吨)



资料来源：康鹏科技招股书，华经产业研究院，华安证券研究所

引入日本触媒和丰田通商发力新型锂盐，持续推进电解液上游原材料一体化布局。随着行业内低端电解液产能逐步淘汰，掌握核心材料、对新项目强力支撑的配

方技术、布局上游核心原材料资源的企业将有机会确立成本优势并实现长期稳健发展。近年来公司电池化学品业务逐步形成垂直一体化的生产能力，可生产电解液原材料溶质（LiFSI）、溶剂和锂电添加剂以自用。2022年9月，公司引进全球电解液领先企业日本触媒和丰田通商作为控股子公司湖南福邦股东，并将湖南福邦新型锂盐项目的产能扩大至1万吨/年，进一步提升公司在新型锂盐LiFSI领域的地位及综合竞争力，强化对电解液中关键核心原材料的战略布局。

**图表 37 公司电解液上游原材料布局情况**

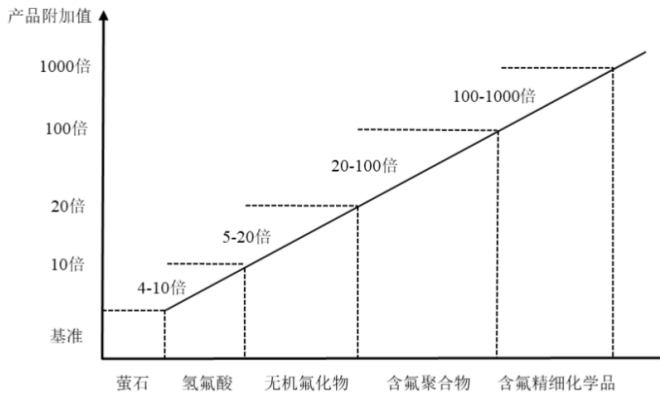
原材料	项目/基地	产品	产能 (吨)	投产时间
溶质	湖南福邦年产 2400 吨双氟磺酰亚胺锂项目 (一期)	LiFSI	1200	2022 年末
	湖南福邦新型锂盐项目	LiFSI	10000	-
溶剂	惠州宙邦三期项目	碳酸酯溶剂	54000	2021 年
	惠州宙邦 3.5 期项目	碳酸酯溶剂	100000	预计 2023 年
添加剂	淮安瀚康生产基地	碳酸亚乙烯酯 (VC)	1000	-
		氟代碳酸乙烯酯 (FEC)	1000	-
	南通新宙邦	碳酸亚乙烯酯、氟代碳酸乙烯酯	1000	2014 年
	瀚康电子材料年产 59600 吨锂电添加剂项目 (一期)	氟代碳酸乙烯酯、氟代碳酸乙烯酯、碳酸亚乙烯酯、硫酸乙烯酯	29300	预计 2023 年

资料来源：公司公告，华安证券研究所

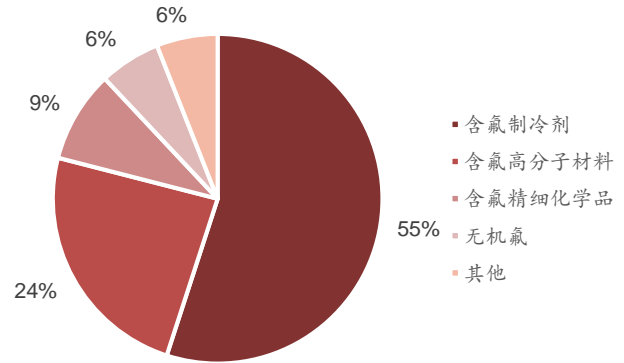
### 3.2 进一步转向高端氟精细化学品，有望成为细分领域龙头

含氟精细化工企业技术不断突破，国产替代成长空间巨大。在氟化工产业链中，随产品加工深度增加，产品的附加值和利润率成几何级数增长，含氟精细化学品的产品附加值较高，下游主要应用于电子化学品、医药、农药、新能源、信息技术等行业。附加值高、深度加工以及技术要求高的高端氟精细化工基本被海外企业占据，发达国家含氟精细化学品在氟化工中的产值比例高达 45%，而我国含氟精细化学品的产值占比为 27%，仍有较大差距。近年来，随着我国含氟精细化工行业的技术积累以及下游应用行业的转型升级步伐加快，我国含氟精细化工企业进口替代的发展空间巨大。

图表 38 氟化工产业链产品附加值



图表 39 2019 年我国氢氟酸下游结构 (%)

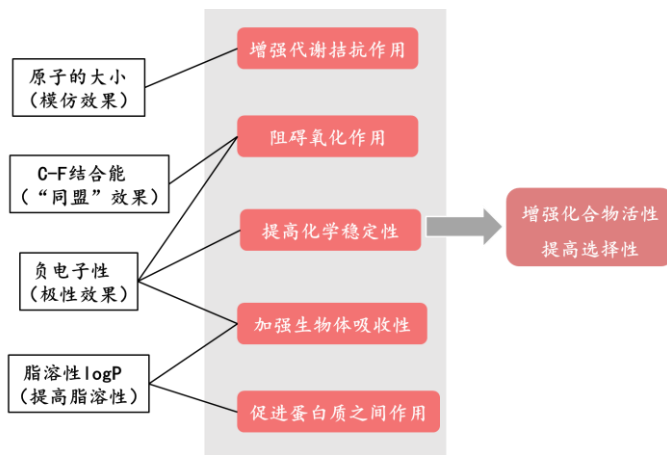


资料来源: wind, 康鹏科技招股书, 华安证券研究所

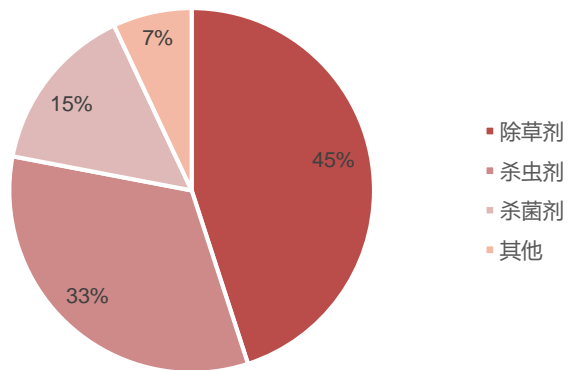
资料来源: 中国氟化工发展白皮书 (2020), 华安证券研究所

**含氟医药农药中间体应用前景广阔。**在医药领域, 由于含氟医药具有高效、低毒、易代谢等特点, 应用日益普遍。2019 年, FDA 批准了 48 个新药的上市申请, 其中 11 个药物分子含氟, 在全球销售前 200 名的药物中, 含氟药物高达 29 个, 占比达 14.5%, 全球含氟药物年销售额约为 400 亿美元, 含氟医药中间体市场规模约为 40 亿美元。在农药领域, 含氟农药具有活性高, 且低毒、环境友好等优势, 近十年来世界上含氟农药发展迅速, 目前全球农药品种多达 1300, 含氟农药约占 12%, 应用于化学农药的含氟中间体产值在 35 亿美元左右。

图表 40 氟原子的功能效果



图表 41 含氟农药细分种类占比 (%)



资料来源: 《2003 年-2011 年上市的含氟医药新品种》张一宾, 华安证券研究所

资料来源: CAFSI, 华安证券研究所

**新增 2.92 万吨高端氟精细化学品产能, 打造高端有机氟化学品龙头企业。**公司海德福高性能氟材料项目 (一期) 与三明海斯福高端氟精细化学品项目 (二期) 也将于 2023 年下半年进入试产状态, 产品主要用于含氟医药和农药中间体、含氟液晶材料、新型环保材料等, 届时将新增 2.92 万吨产能, 高端氟精细化工板块的产品供应能力将得到提升、产品线实现进一步完善, 有利于优化产品结构, 从而满足下游客户日益增长的需求。

**图表 42 公司高端氟精细化学品新增产能**

项目	产品	产能 (吨)	投产时间
海斯福高端氟精细化学品项目 (一期)	全氟聚醚、三氟丙酮酸乙酯、乙基四氢糠基醚、乙氧基五氟环三磷腈、二氟磷酸锂等	622	2020 年
海斯福高端氟精细化学品项目 (二期)	六氟环氧丙烷、六氟丙酮三水化合物、六氟异丙醇、六氟异丙基甲醚、双酚 AF、BOXAF、六氟丙烯低聚体、全氟烯醚系列产品、表面活性剂系列产品、全氟异丁基甲醚、全氟异丁腈、全氟聚醚基础油等	19200	预计 2023 年试产
海德福高性能氟材料项目 (一期)	四氟乙烯、六氟丙烯、聚四氟乙烯、可溶性聚四氟乙烯、全氟磺酸树脂、氢氟醚、四氟磺内酯等	10000	预计 2023 年试产

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 43 公司主要高端氟精细化学品种类及应用**

产品	具体应用
三氟丙酮酸乙酯	作为新一代医药、农药的最前体原料被广泛应用
乙氧基五氟环三磷腈	锂电池电解液阻燃剂，应用在新能源汽车等领域性能优异
二氟磷酸锂	生产高性能蓄电池中作为新型添加剂取代了六氟磷酸锂
五氟丙酸	作为含氟烷基化试剂在含氟医药、含氟农药领域使用
六氟环氧丙烷	重要的含氟中间体，主要用于合成高档的含氟功能化合物
六氟丙酮三水化合物	用于医药、农药和有机化学品的合成
六氟异丙醇	可用于制备含氟表面活性剂、含氟乳化剂、含氟医药等多种含氟化学品
六氟异丙基甲醚	新型吸入式全身麻醉剂关键原料
双酚 AF	用于氟橡胶的硫化或交联，也可用作医药中间体
全氟聚醚基础油	主要应用在航天、极端工业环境，具有不可替代性
全氟烯醚系列	合成特种氟聚合物和改性氟聚合物的关键原料
全氟异丁腈	作为一种新型环保的绝缘、灭弧气体，替代 SF6 应用于电力设备中

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 4 研发力度+股权激励强度均创新高，战略布局优势凸显

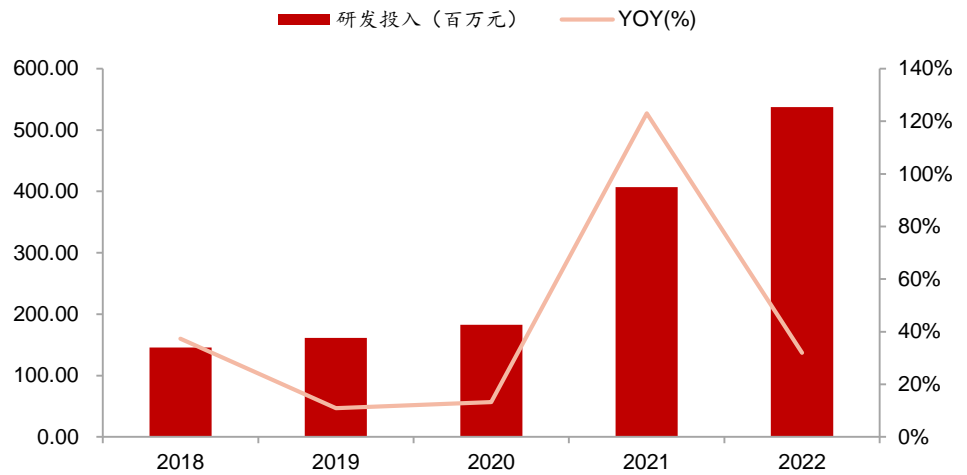
研发投入 2022 年超过 5 亿元，2020-2022 年复合增长率达 71.53%。公司坚持技术创新，持续改进工艺技术与产品品质，控制产品成本，提高市场竞争力。随着业务的拓展和规模的扩张，公司不断加大研发投入，强化研发力量。公司通过自主开发、产学研合作、收购兼并以及与客户联合开发等方式公司持续开展产品与技术创新，公司先后与中科院、华南理工大学、南方科技大学、上海交通大学、厦门大学等高校合作，共同构建产学研成果转化的创新实践基地。公司已取得国内专利授权累计 242 项（包含 171 项发明专利和 71 项实用新型专利），累计取得国外发明专利授权 72 项，拥有广东省新型电子化学品工程技术研究开发中心、深圳市锂离子电池电解液工程实验室等 24 个研发创新平台。

**图表 44 公司主要产品技术研发情况**

主要产品	专利技术	产品研发优势
锂电电解液用新型成膜添加剂	拥有核心及配方的知识产权专利	具有明显改善电池的高温存储和循环性能, 工艺成熟, 技术水平先进可靠, 产品质量好
超级电容器用高电压电解液溶质及其电解液	拥有核心及配方的知识产权专利	具有在同类超级电容器电解液产品中, 电导率高, 工艺成熟, 流程短, 技术水平先进可靠, 产品质量好, 生产成本低等优点
高能量密度磷酸铁锂体系适用电解液	《一种非水电解液及锂离子电池》、《锂离子电池非水电解液及包含该电解液的锂离子电池》等专利≥5篇	针对高能量密度磷酸铁锂体系而开发, 提升动力电池的循环寿命、低温性能和快充性能
铝电解电容器用化学品	《一种消氢剂及其制备方法、铝电解电容器电解液》	成功开发了一类新消氢剂, 具有溶解性好, 对电解液的电导率和闪火电压无任何影响, 消氢性能优异等特点
阳极蚀刻液	《一种用于 ITO/Ag/ITO 薄膜的低张力的蚀刻液》	适用于 AMOLED 领域一步或多步 ITO/Ag 金属的蚀刻液, 包含传统混酸及有机酸两种体系, 具有侧向蚀刻小、无残留等性能优势
电子级双氧水	《一种利用工业级双氧水为原料, 经过一系列过滤提纯工艺后, 生产出高纯电子级双氧水的技术》	1.关键设备及材料国产替代; 2.全自动化的生产工艺; 3.产品规格涵盖 G4-G6, 可满足半导体用户高端制程的要求
电子级氨水	技术保密	1.国产替代关键材料; 2.用于 IC 制程基板清洗; 3.产品品质达到 G6 以上, 可满足半导体用户高端制程的要求
含氟表面活性剂	《一种聚四氟乙烯水性乳液、聚四氟乙烯细粉及制备方法》	环境友好型用于替代持久性污染物 PFOA, 高纯质量满足氟聚合物生产工艺, 率先完成在下游企业的验证和导入
氢氟醚	《一种新型氧杂氢氟醚化合物及制备方法和用途》、《包含氧杂氢氟醚化合物的清洗组合物及其用于清洁的方法》	半导体与显示行业用氢氟醚的率先实现国产化, 生产运行平稳, 完成部分知名客户的验证导入等优点
半导体先进制程蚀刻气体	《一种氢氟烯烃的制备方法》	产品纯度达 4N 级, 用于集成电路的高纵横比干法蚀刻。

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 45 2018-2022 公司研发投入 (百万元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**战略布局优势显著，拥有行业内领先的全球客户资源。**公司聚焦以电子化学品和功能材料为核心的相关多元化发展战略。公司持续推动产品创新、迭代，并在新技术、新材料、新产能、新项目和产业链等战略布局方面有较强的储备，为公司注入新动力。公司贯彻一体化战略，向有机氟化学品价值链的上游延伸，拓展含氟精细化学品和功能材料的品类实现高端进口替代；向电池化学品价值链延伸，强化锂电池电解液的成本竞争优势和稳定的供应保障。目前公司在惠州、南通、苏州、淮安、荆门、衡阳、三明、邵武、波兰、美国等地建立生产基地及子公司，就近市场，并实现产品的批量交付。基于产品品质和供应能力，公司与国内外众多头部企业建立了长期战略合作关系，在新能源领域，积累了宁德时代、亿纬锂能、比亚迪、国轩高科、蜂巢能源等优质客户，与 LG 化学、三星 SDI、村田制作所等海外客户保持稳固合作关系；在半导体领域，逐步取得了台积电、中芯国际、长江存储、华星光电等行业头部客户的认证和批量交付。

图表 46 公司全球布局情况



资料来源：公司官网，华安证券研究所



图表 47 公司客户遍布全球



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司发布 2022 年股权激励方案，开启新一轮成长期。公司一贯注重各类型人才梯队的培养和人才激励。于 2022 年 8 月 9 日公布了 2022 年限制性股票激励计划（草案），通过股权激励提升员工的凝聚力、团队稳定性，激发管理团队的积极性，进一步为公司带来更高的经营业绩和内在价值。本次激励对象为公司董事、核心管理人员和核心技术骨干，计划首次授予激励对象总人数为 512 人，约占公司员工总人数的 17.72%，激励计划拟向激励对象授予总计不超过 1113 万股的限制性股票，约占公司股本总额的 1.50%。

图表 48 公司 2022 年股权激励对象获授限制性股票的分配情况

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例 (%)
1	周艾平	常务副总裁	11	0.99%
2	姜希松	副总裁	12	1.08%
3	毛玉华	副总裁	9	0.81%
4	宋慧	副总裁	8.5	0.76%
5	贺靖策	董事会秘书	8	0.72%
6	黄瑶	财务总监	8	0.72%
7	周忻	董事长助理	4	0.36%
中基层管理人员、核心技术（业务）人员，以及公司董事会认为应当激励的其他员工（504 人）			949.7	85.33%
预留			102.8	9.24%
合计（511 人）			1113	100%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5 投资建议

公司作为国内电解液行业头部企业，规模化优势显著。同时，公司有机氟化学品和半导体化学品逐步进入快速放量期，未来业绩增速可观。同时，考虑到电解液价格下滑的影响，我们调整公司业绩预期，预计公司 2023 年-2025 年分别实现营业收入 101.18、128.52、187.82 亿元（2023、2024 年前值为 124.52、163.82 亿元），实现归母净利润 13.99、18.36、27.11 亿元（2023、2024 年前值为 22.67、28.95 亿元），对应 PE 分别为 27、20、14 倍。维持公司“买入”评级。

## 风险提示

- (1) 原材料价格上涨带来成本的升高；
- (2) 客户验证进度不及预期；
- (3) 产能释放进度不及预期；
- (4) 下游需求不及预期。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	9763	11662	14331	19663	
现金	3218	4108	5281	5827	
应收账款	1629	2306	2692	4612	
其他应收款	9	83	34	137	
预付账款	82	197	247	358	
存货	905	1429	1494	2737	
其他流动资产	3919	3538	4582	5991	
<b>非流动资产</b>	5632	6111	6417	6659	
长期投资	304	344	384	424	
固定资产	1706	2501	2825	2939	
无形资产	693	744	796	847	
其他非流动资产	2930	2522	2413	2450	
<b>资产总计</b>	15395	17773	20748	26321	
<b>流动负债</b>	3997	4909	6014	8879	
短期借款	113	113	113	113	
应付账款	971	1594	1619	3032	
其他流动负债	2913	3202	4282	5734	
<b>非流动负债</b>	2653	2782	2889	2975	
长期借款	651	771	871	951	
其他非流动负债	2002	2011	2018	2024	
<b>负债合计</b>	6650	7692	8903	11854	
少数股东权益	382	328	266	187	
股本	746	746	746	746	
资本公积	2450	2450	2450	2450	
留存收益	5168	6557	8383	11084	
归属母公司股东权益	8364	9753	11579	14280	
<b>负债和股东权益</b>	15395	17773	20748	26321	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	1810	1815	2002	1368	
净利润	1823	1346	1774	2632	
折旧摊销	276	266	318	351	
财务费用	-31	218	224	229	
投资损失	-28	-5	-6	-9	
营运资金变动	-213	-1	-297	-1825	
其他经营现金流	2019	1338	2062	4448	
<b>投资活动现金流</b>	-2205	-826	-703	-669	
资本支出	-1758	-480	-360	-330	
长期投资	-461	-351	-351	-351	
其他投资现金流	14	5	8	11	
<b>筹资活动现金流</b>	2147	-88	-117	-143	
短期借款	88	0	0	0	
长期借款	230	120	100	80	
普通股增加	333	0	0	0	
资本公积增加	-115	0	0	0	
其他筹资现金流	1610	-208	-217	-223	
<b>现金净增加额</b>	1759	890	1173	546	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业收入</b>	9661	10118	12852	18782	
营业成本	6565	7358	9215	13339	
营业税金及附加	72	72	92	134	
销售费用	101	164	208	304	
管理费用	423	542	689	1007	
财务费用	-30	-121	-101	-70	
资产减值损失	-6	2	3	2	
公允价值变动收益	-1	5	5	5	
投资净收益	28	5	6	9	
<b>营业利润</b>	2063	1583	2087	3096	
营业外收入	2	1	2	2	
营业外支出	6	1	1	2	
<b>利润总额</b>	2059	1583	2087	3096	
所得税	237	237	313	464	
<b>净利润</b>	1823	1346	1774	2632	
少数股东损益	64	-54	-62	-79	
<b>归属母公司净利润</b>	1758	1399	1836	2711	
EBITDA	2282	1714	2288	3358	
EPS (元)	2.37	1.88	2.46	3.64	

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	39.0%	4.7%	27.0%	46.1%
营业利润	34.2%	-23.3%	31.9%	48.3%
归属于母公司净利	34.6%	-20.4%	31.2%	47.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	32.0%	27.3%	28.3%	29.0%
净利率 (%)	18.2%	13.8%	14.3%	14.4%
ROE (%)	21.0%	14.3%	15.9%	19.0%
ROIC (%)	15.4%	9.5%	11.3%	14.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	43.2%	43.3%	42.9%	45.0%
净负债比率 (%)	76.0%	76.3%	75.2%	81.9%
流动比率	2.44	2.38	2.38	2.21
速动比率	2.17	2.02	2.07	1.85
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.73	0.61	0.67	0.80
应收账款周转率	5.49	5.14	5.14	5.14
应付账款周转率	6.99	5.74	5.74	5.74
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.37	1.88	2.46	3.64
每股经营现金流	2.43	2.43	2.69	1.83
每股净资产	11.22	13.08	15.53	19.15
<b>估值比率</b>				
P/E	18.34	26.63	20.29	13.75
P/B	3.88	3.82	3.22	2.61
EV/EBITDA	14.02	21.05	15.30	10.29

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。