

业绩整体符合预期，精细化工龙头增长动能充沛

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年报及2023年第一季度报告。2022年，公司实现营业收入96.6亿元，同比增长39%；实现归母净利润17.6亿元，同比增长34.6%；实现扣非净利润17.1亿元，同比增长39%。2023Q1，公司实现营业收入16.5亿元，同比减少39.3%；实现归母净利润2.46亿元，同比下降52%；扣非归母净利润2.28亿元，同比下滑54.6%。归母净利润靠近此前预告上限，业绩整体符合市场预期。
- **一体多翼四轮驱动，精细化工龙头增长动能充沛。** 公司主业为新型电子化学品及功能材料的研发、生产、销售和服务，主要产品包括电池化学品、有机氟化学品、电容化学品、半导体化学品四大系列。电池化学品方面，现有产能24万吨，在建产能76万吨，2022年实现收入74亿元，同比增长40.5%，夯实业绩基本盘；同时公司拥有完善的产业链纵深一体化布局，切入新型锂盐、溶剂、添加剂等产品，在华南、华中、华东、华北、西南以及欧洲均有所布局。截至2022年12月，公司电池化学品国内已有7个生产基地实现交付保障，筑牢稳定发展基石，毛利水平维持稳定。
- **有机氟化学品产能充足，半导体化学品潜力已现。** 公司定位于高端精细氟化学品、高附加值产品，主要为六氟丙烯下游的含氟精细化学品，主营产品包括含氟医药农药中间体、氟橡胶硫化剂等十大系列，产品研发与生产技术较领先、产品线丰富、市占率高。2022年，该项业务实现收入11.7亿元，同比大幅提升69.4%，毛利率升至65.3%，近3年产品毛利率水平维持65%左右；现有产能逾5000吨，剔除中间品的在建产能2.2万吨，产品供应有望继续提升；半导体化学品为半导体制造和封装环节重要配套材料，伴随国内半导体化学品行业发展，半导体化学品市场需求或将显著提升，2022年实现营收3.2亿元，同比增长52%，叠加下游需求上行和产业政策驱动，有望成为稳定增长点。
- **限制性股权激励计划颁布，绑定核心员工利益。** 公司于2022年8月9日发布2022年限制性股票激励计划，拟向激励对象授予权益总计不超过1113万股的限制性股票（约占总股本的1.5%），首次授予激励对象总人数512人，约占公司员工总人数的17.7%，包括公司任职的董事、高级管理人员、中基层管理人员和核心技术（业务）骨干等。股权激励计划有助于构建公司利益共同体，持续提升内生增长动力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年归母净利润分别为15.5亿元、19.5亿元和27.3亿元，对应PE分别为22倍、18倍、13倍。公司为精细化工龙头，新增产能陆续释放，叠加电解液业务盈利或将触底，有机氟化学品业务确定性高，半导体业务为业绩新增长引擎，后续产能扩张可期。综上，我们给予公司2023年27倍估值，对应目标价56.16元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动风险、市场竞争加剧的风险、安全环保风险、管理风险、新建项目投产进度不及预期的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9660.71	10565.91	13554.29	17202.98
增长率	38.98%	9.37%	28.28%	26.92%
归属母公司净利润(百万元)	1758.40	1553.19	1954.62	2728.15
增长率	34.57%	-11.67%	25.85%	39.57%
每股收益EPS(元)	2.36	2.08	2.62	3.66
净资产收益率ROE	20.84%	17.03%	18.37%	20.89%
PE	20	22	18	13
PB	4.12	3.84	3.26	2.68

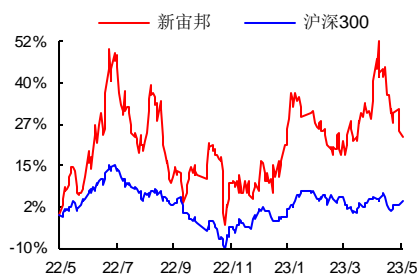
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 汪翌雯
执业证号: S1250522120002
电话: 13761961340
邮箱: wangyw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.46
流通A股(亿股)	5.36
52周内股价区间(元)	36.17-73.5
总市值(亿元)	344.52
总资产(亿元)	123.18
每股净资产(元)	17.55

相关研究

目 录

1 公司概况：精细化工龙头企业，四大业务并驾齐驱	1
1.1 行业老兵，全球视野	1
1.2 股权结构稳定，管理层勤耕不辍，行业经验丰富	2
1.3 业绩整体趋势向好，主营业务基本盘稳固	3
1.4 降本提质成效初现，研发创新持续深化	5
2 一体多翼齐头并进，业绩增长动能充沛	8
2.1 电池化学品：公司核心业务，电解液保持高增	9
2.2 有机氟化学品：增长迅速，第二增长曲线已现	11
2.3 半导体化学品增长明显，电容化学品阶段性增长放缓	13
2.4 股权激励彰显发展信心，后续表现可期	14
3 盈利预测与估值	15
3.1 盈利预测	15
3.2 相对估值	15
4 风险提示	16

图 目 录

图 1：公司全球化布局	1
图 2：公司发展历程	2
图 3：公司股权结构图	2
图 4：公司 2018 年以来营业收入及增速	4
图 5：公司 2018 年以来归母净利润及增速	4
图 6：公司 2018 年以来主营业务结构情况	5
图 7：公司 2018 年以来主营业务毛利率情况	5
图 8：公司各项业务毛利（亿元）	5
图 9：2022 年公司各项业务毛利占比	5
图 10：公司 2018-2023Q1 三费率变化	6
图 11：2022 年员工结构	6
图 12：公司与天赐材料、瑞泰新材研发投入对比	6
图 13：公司研发创新机制示意图	7
图 14：硬件设备保障全流程研究	7
图 15：四大主营业务部分产品概览	8
图 16：电池化学品应用场景	10
图 17：2018-2022 年电池化学品业务营收（亿元）	10
图 18：电池化学品业务毛利率变动情况	10
图 19：2022 年国内电解液市场产能占比情况	11
图 20：2022 年全球电解液市场产能占比情况	11
图 21：氟化工产业链	12
图 22：有机氟化学品业务部分产品概览	12
图 23：2018-2022 年有机氟化学品业务营收（亿元）	13
图 24：有机氟化学品业务毛利率变动情况	13
图 25：公司半导体化学品产品系列	13
图 26：公司电容器化学品产品系列	13
图 27：2018-2022 年半导体化学品业务营收（亿元）	14
图 28：2018-2022 年电容器化学品业务营收（亿元）	14

表 目 录

表 1：公司主要高管均为化工背景出身	3
表 2：公司主营业务概览	4
表 3：公司 2017-2022 年研发投入情况	6
表 4：主要产品产能	8
表 5：锂电池电解液构成	9
表 6：公司电池化学品产品系列	9
表 7：公司股权激励分配详情	14
表 8：分业务收入及毛利率	15
表 9：可比公司相对估值	16
附表：财务预测与估值	17

1 公司概况：精细化工龙头企业，四大业务并驾齐驱

1.1 行业老兵，全球视野

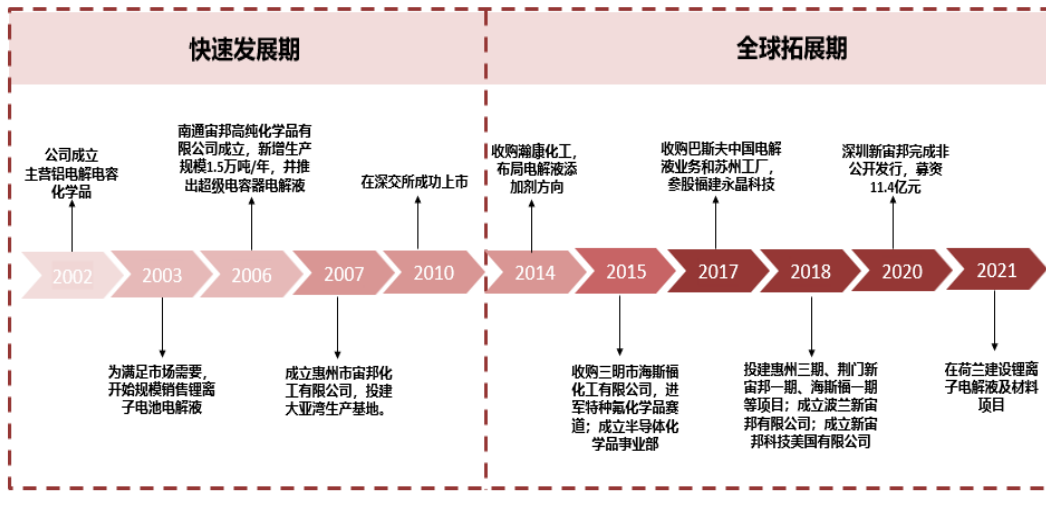
深圳新宙邦科技有限公司为全球领先的电子化学品和功能材料企业，成立于 2002 年，2010 年深交所创业板上市，主营业务为电池化学品、电容化学品、有机氟化学品和半导体化学品的研发、生产与销售，产品出口日本、韩国、美国等国家；总部位于深圳市，广东、江苏、福建、湖南、湖北、波兰、美国等均有生产基地，员工总数 3000 余人。

图 1：公司全球化布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

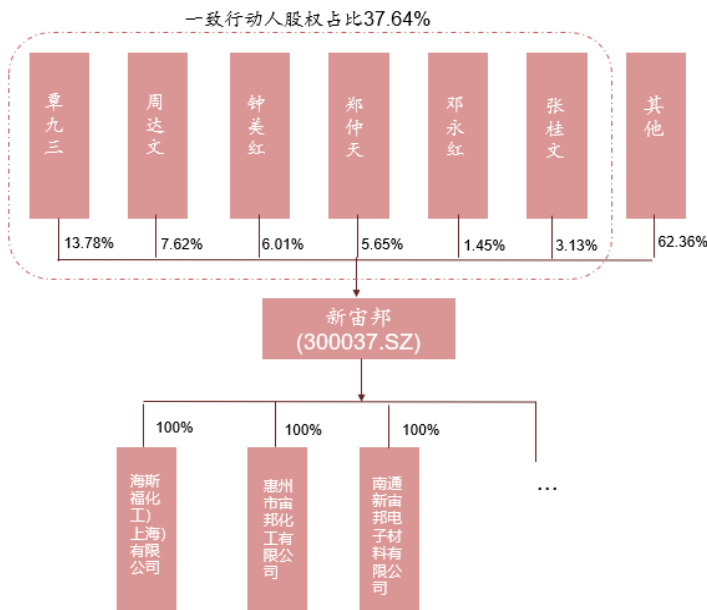
公司发展历程：公司前身深圳市宙邦化工有限公司成立于 1996 年，2002 年成立开始为客户提供铝电解电容器化学品。2003 年开始布局锂离子电池电解液研发，2006 年南通宙邦高纯化学品有限公司成立，新增生产规模 1.5 万吨/年，并推出超级电容器电解液；2010 年成功登陆深交所，2014 年收购瀚康化工，进入锂电池电解液添加剂方向，锂电池电解液销售数量升至全球第一；2015 年收购三明市海斯福化工有限公司，进军特种氟化工品赛道，并成立半导体事业部，从事半导体及液晶面板领域化学品经营；2017 年收购巴斯夫中国区电解液工厂和业务，开启全球化布局；2018 年投建惠州三期、荆门新宙邦一期、波兰新宙邦等项目；2021 年，公司宣布在荷兰建设锂离子电解液及材料项目。

图 2：公司发展历程


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 股权结构稳定，管理层勤耕不辍，行业经验丰富

公司创始团队覃九三、周达文、钟美红、郑仲天、张桂文、邓永红为一致行动人，合计持有公司 37.6% 股份，其中董事长覃九三持股 13.8%；全资子公司包含海斯福化工（上海）有限公司（有机氟化学品、锂离子电池电解液的研发、生产、销售和服务）、惠州市宙邦化工有限公司（新型电子材料研发、生产和销售）、张家港瀚康化工有限公司（锂电添加剂研发、生产和销售）。

图 3：公司股权结构图


数据来源：公司公告，西南证券整理

管理层均为技术出身，行业经验积淀深厚。公司主要高管均有化工行业背景，创始团队覃九三、周达文、钟美红、郑仲天、张桂文、邓永红为一致行动人，合计持有公司 37.6% 股份，为公司实际控制人。公司利用信息化手段细化、量化管理流程，提高公司治理水平，加强了公司内部团队实力。同时，海德福高性能氟材料项目主要依托于海斯福长期技术积累及以曹伟、谢伟东为核心的研发与管理团队，同时为进一步加快海斯福的业务发展，优化海斯福治理结构，稳定和吸引人才，充分调动管理团队和核心骨干员工的积极性，通过增资扩股方式向海斯福引入员工持股计划，为海德福高性能氟材料项目顺利实施提供坚实基础。

表 1：公司主要高管均为化工背景出身

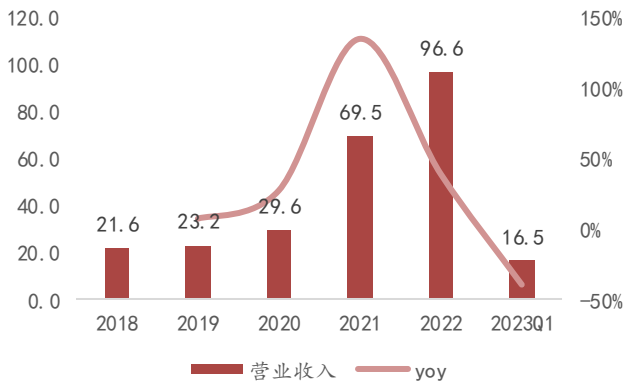
姓名	职务	个人经历
覃九三	董事长	湘潭大学化学工程专业，曾任职于株洲市化工研究所，湖南省石油化工贸易公司深圳分公司
周达文	总裁	中科院化工冶金所毕业，曾任职于深圳石化集团、深圳石化有机硅有限公司
郑仲天	副董事长	北京大学化学系毕业，曾担任珠海裕华聚酯有限公司工程师，电化学及材料化学资深专家
钟美红	董事，高级顾问	湘潭大学化学工程专业毕业，曾任职于益阳市橡胶机械厂、湖南金海化工有限公司生产部部长
周艾平	副总裁	湘潭大学化学工程专业毕业，历任湖南省冷水制碱厂车间主任，南龙电源公司总经理，神州科技股份有限公司技术部经理
张桂文	监事主席	湘潭大学化学工程专业毕业，先后担任湘潭大学化工系教师、珠海裕华聚酯有限公司品质部副经理
谢伟东	副总裁	上海大学有机化学专业，曾任职于三爱富，连云港泰卓，2011 年 5 月至今担任海斯福总经理
毛玉华	副总裁	北京大学化学专业毕业，历任深圳新纪元实业副经理及总工程师，深圳市曙光电镀公司经理

数据来源：公司公告，西南证券整理

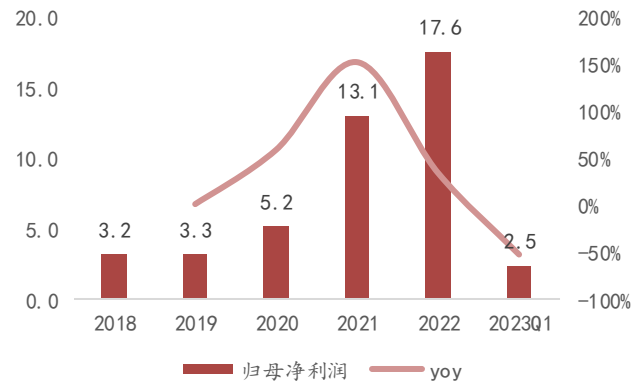
1.3 业绩整体趋势向好，主营业务基本盘稳固

公司业绩状况：1) 营收方面：2018-2022 年，公司营收维持快速上涨趋势，2020 年后发展显著提速，2019-2022 年营收 CAGR 为 45%。2022 年营收 96.6 亿元，同比增长 39%，主要由于公司采取“产品+解决方案”商业模式，提高战略客户粘性，加大项目建设力度，加强供应链管理，通过提效降本全面管控供应链各个环节的成本，确保经营业绩稳中有升。2023Q1 公司营收同比下降 39%，主要系新能源下游需求疲软，以及碳酸锂价格回落所致。

2) 归母净利润方面：2018-2022 年，公司归母净利润量级增长明显，2019-2022 年 CAGR 达 53%，快于营收复合增速。2022 年公司实现归母净利润 17.6 亿元，同比增长 34.6%；2023Q1 实现归母净利润 2.5 亿元，同比下滑 52%，主要由于公司电池化学品业务受春节假期延长、下游客户开工不足影响，出货量不及预期，叠加新能源汽车产业链供给需求关系变化的影响，销售价格同比大幅下降，量价均出现下滑，阶段性影响利润水平；但公司有机氟化学品业务市场需求旺盛，销售较好。整体业务后续有望迎来回暖。

图 4：公司 2018 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2018 年以来归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

四大业务支撑未来增长动能。公司主营业务是新型电子化学品及功能材料的研发、生产、销售和服务，主要产品包括电池化学品、有机氟化学品、电容化学品、半导体化学品四大品类。

其中，电池化学品主要包含：锂离子电池化学品（包括锂离子电池电解液、添加剂、新型锂盐、碳酸酯溶剂）、超级电容器化学品、一次锂电池化学品；近年来，电池化学品业务始终是公司的主要收入来源，2022 年收入占比为 77%，为公司第一大业务，支撑业务基本盘。

有机氟化学品为公司第二大业务，主要为六氟丙烯下游的含氟精细化学品，主营产品包括含氟医药农药中间体、氟橡胶硫化剂、半导体与显示用氟溶剂清洗剂等十大系列，在建项目海德福高性能氟材料项目主要从事六氟丙烯、四氟型氢氟醚、改性聚四氟乙烯（PTFE）、可熔融聚四氟乙烯(PFA)、全氟磺酸树脂(PFSA)的生产，2022 年该项业务收入占比达 12.1%，主要应用于医药、农药、电子、半导体、通信等领域。

电容器化学品与半导体化学品 2022 年收入占比分别为 7%、1%；其中半导体化学品为公司近年发展重点新业务，可分为超高纯化学品和功能性化学品，包括蚀刻液、剥离液、清洗液等，产业链上游为基础化工原料，下游应用领域主要有集成电路、显示面板、太阳能光伏制造行业。2022 年实现营收 3.2 亿元，同比增长 50.6%，处于快速成长期，有望形成业绩新增长曲线。

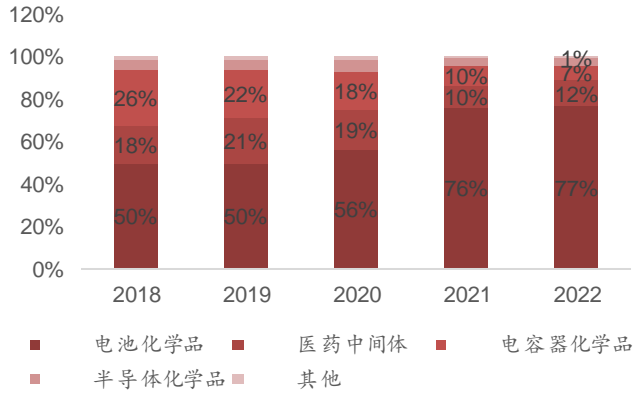
表 2：公司主营业务概览

类别	行业地位	涉及行业
电容器化学品	公司发展最早的业务，全球细分市场龙头企业	信息通讯、消费电子、家用电器、汽车电子等领域
锂电池电解液	细分领域国际领先	纯电动汽车、混合动力汽车消费电子、储能等领域
有机氟化学品	细分领域国际领先	医药、农药、电子、新能源等领域
半导体化学品	细分产品国内领先	LCD 面板、LED、集成电路制造加工领域

数据来源：公司公告，西南证券整理

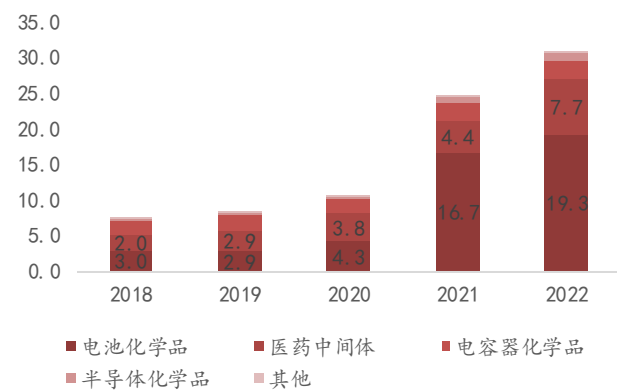
毛利率：2018-2023Q1 公司毛利率基本稳定在 32%左右，2022 年毛利率略有下滑至 32%，2023Q1 毛利率为 31.5%。2022 年，电池化学品贡献总毛利的 62%，毛利水平相对较高的有机氯化学品业务毛利增长至 7.7 亿元，占比为 25%。

图 6：公司 2018 年以来主营业务结构情况



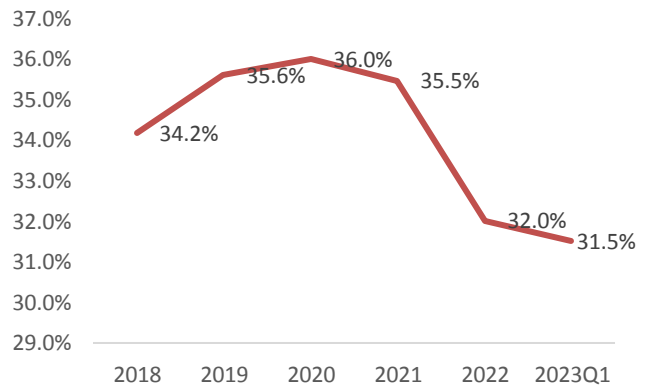
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司各项业务毛利（亿元）



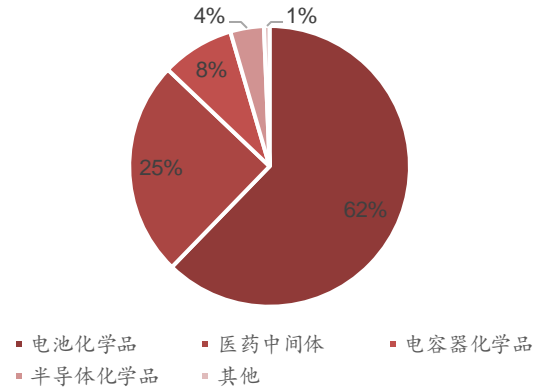
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2018 年以来主营业务毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

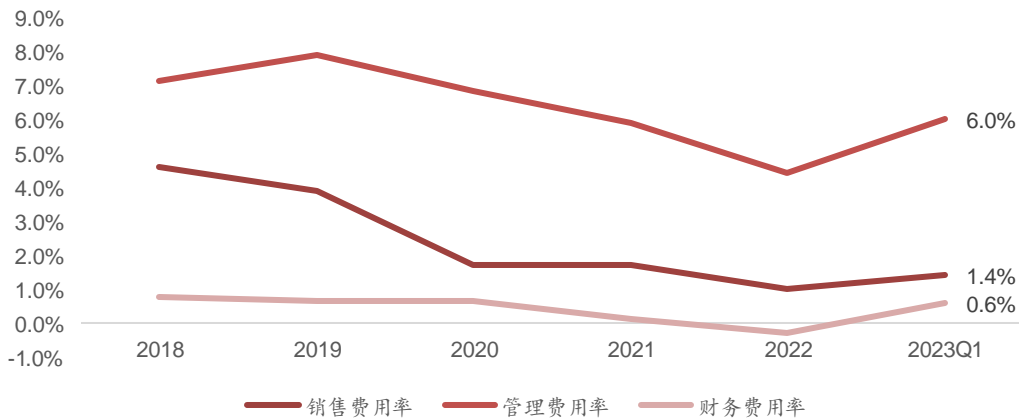
图 9：2022 年公司各项业务毛利占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.4 降本提质成效初现，研发创新持续深化

公司自 2018 年以来，销售费用率逐年下降至 2022 年的 1%，23Q1 略微上升至 1.4%，整体保持稳定；管理费用率方面，由 2018 年的 7.1% 下降至 2022 年的 4.4%，23Q1 略有回升。整体来看，公司费用管控较好，降本提质效果已现。

图 10：公司 2018-2023Q1 三费率变化


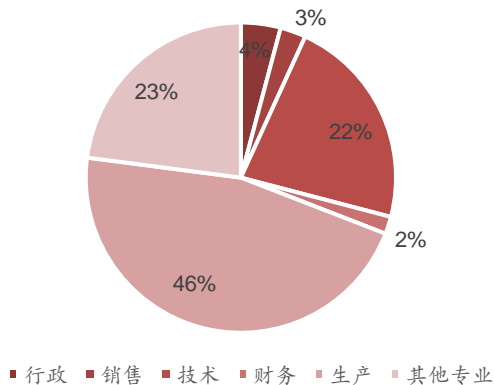
数据来源：公司官网，西南证券整理

公司坚持创新驱动发展，持续加大研发投入。公司为电解液行业领军企业，始终秉承创新驱动发展的理念，坚持研发创新。2017 年至今，公司研发人员数量占比始终维持在 20% 左右，研发投入占营业收入比例始终保持在 5.5% 以上，均高于行业平均，2022 年公司研发人员数量增长至 823 人，拥有十余位海归博士及专业的研发梯队人才，并先后与北京大学、华南理工大学、南方科技大学、上海交通大学、香港理工大学等院校和科研机构建立产学研合作关系，为公司持续创新提供坚实基础。截至 2022 年底，公司已递交并被受理专利申请累计 883 项，其中，累计国内专利申请 619 项、累计国外发明专利申请 134 项、累计 PCT 国际专利申请 130 项；公司已取得国内专利授权累计 242 项，累计获得国外发明专利授权 72 项。

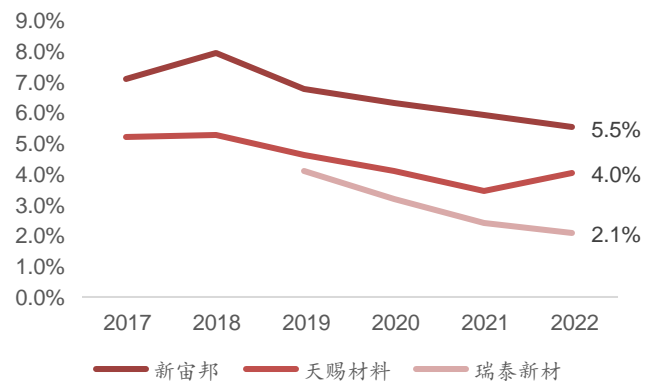
表 3：公司 2017-2022 年研发投入情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
研发投入总额（亿元）	1.29	1.71	1.57	1.87	4.11	5.29
研发投入总额占营业收入比例	7.1%	7.9%	6.7%	6.3%	5.9%	5.5%
研发人员数量(人)	363	370	407	443	535	823
研发人员数量占比	19%	18%	18%	18%	19%	22%

数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 11：2022 年员工结构


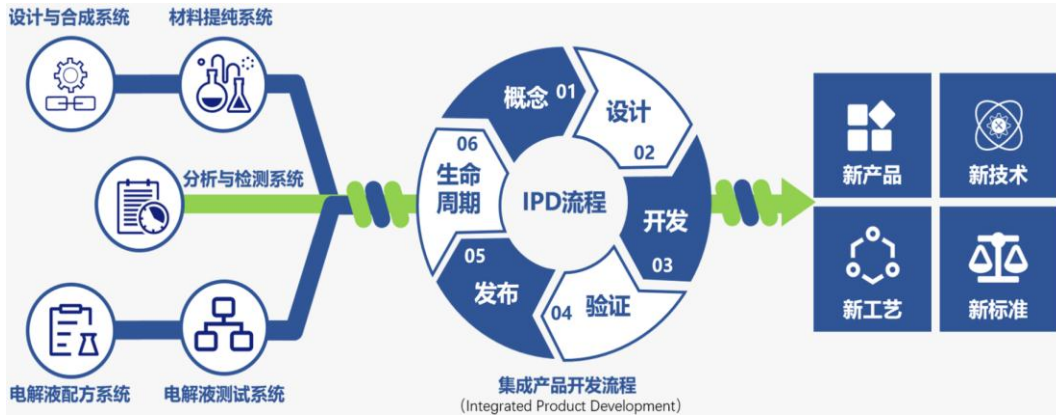
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 12：公司与天赐材料、瑞泰新材研发投入对比


数据来源：公司官网，西南证券整理

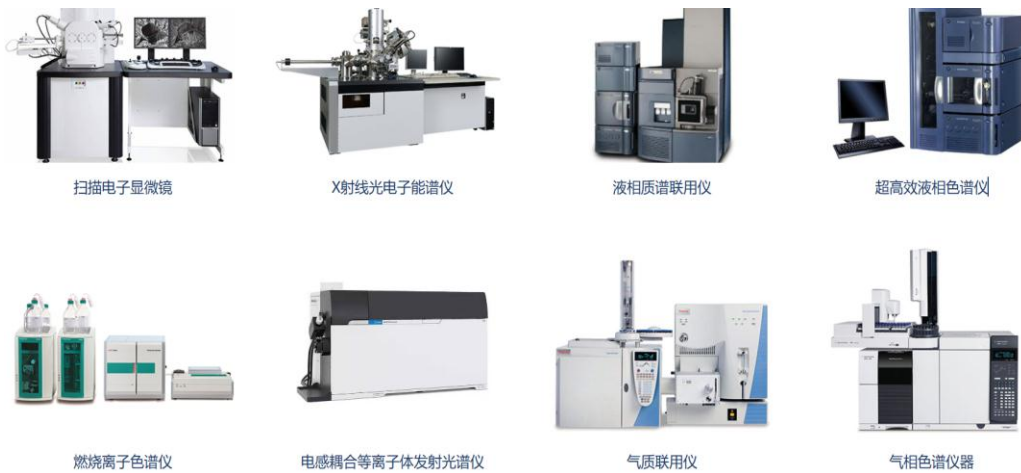
公司已建成集锂电池化学品、电容器化学品、有机氟化学品、半导体化学品及 LED 封装材料研究、开发、技术服务、检测验证及信息管理于一体的新宙邦研究院；旗下共有 12 个研究部门和 12 个研发创新平台，并配备高性能的研发测试仪器，实现从前期元器件制作到性能测试及机理分析的全过程研究。

图 13：公司研发创新机制示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 14：硬件设备保障全流程研究



数据来源：公司官网，西南证券整理

2 一体多翼齐头并进，业绩增长动能充沛

公司主要产品包括电池化学品、有机氟化学品、电容化学品、半导体化学品四大品类，核心业务之一为锂离子电池电解液及电池化学品。

图 15：四大主营业务部分产品概览



数据来源：公司官网，西南证券整理

主要产品产能规划充足，夯实未来发展基础。根据企业年报披露，2022 年底公司电池化学品设计产能达 24 万吨，产能利用率 80.6%，在建产能 76 万吨，总产能规划 100 万吨，其中包含波兰新宙邦锂离子电池电解液项目、天津新宙邦半导体化学品及锂电池材料项目、荆门新宙邦“年产 28.3 万吨锂电池材料项目”第一和第二阶段等。全球化布局深化，截至 2022 年末，公司波兰锂离子电池电解液项目进度达 90%，4 万吨产能推进顺利，已在试生产准备中，欧洲荷兰项目前期筹建中。

有机氟化学品产能为 0.52 万吨，在建产能共 2.2 万吨(包括海德福一期和海斯福二期)；海斯福二期计划 23Q3 试产、海德福一期预计 2023 年 10 月试产。

半导体和电容器化学品产能持续扩张。半导体化学品方面，公司设计产能 6.32 万吨，天津基地在建产能 3 万吨。电容化学品方面，公司现有产能 3.84 万吨，珠海基地目前在建产能 1.1 万吨。

表 4：主要产品产能

主要产品	设计产能(万吨)	产能利用率	在建产能(万吨)	投资建设情况
电池化学品	23.96	80.58%	75.9	波兰新宙邦锂离子电池电解液项目、天津新宙邦半导体化学品及锂电池材料项目、荆门新宙邦“年产 28.3 万吨锂电池材料项目”阶段一&二、珠海新宙邦电子化学品项目、重庆新宙邦锂电池材料及半导体化学品项目、惠州宙邦 3.5 期溶剂扩产项目、瀚康电子材料“年产 59600 吨锂电添加剂项目”一期、惠州宙邦四期电子化学品项目、湖南福邦新型锂盐项目

主要产品	设计产能(万吨)	产能利用率	在建产能(万吨)	投资建设情况
有机氟化学品	0.52	78.99%	2.2	海斯福高端氟精细化学品项目（二期）、海德福高性能氟材料项目
电容化学品	3.84	66.92%	1.1	珠海新宙邦电子化学品项目
半导体化学品	6.32	57.06%	3	天津新宙邦半导体化学品及锂电池材料项目

数据来源：公司年报，西南证券整理

2.1 电池化学品：公司核心业务，电解液保持高增

锂离子电池电解液在电池中起到传导离子的作用，为锂离子电池的“血液”，是锂离子电池获得高电压、高比能等优点的保证，下游市场包括动力电池、储能电池和消费类电池。伴随动力电池和储能电池需求增长，锂离子电池电解液出货量得以快速上升。电解液一般由高纯度的有机溶剂、电解质锂盐、必要的添加剂等原料配制而成，其中电解质锂盐为电解液核心构成，六氟磷酸锂具有良好的导电性和电化学稳定性，是使用最普遍的电解质锂盐。

根据公司年报及 ICC 鑫椏资讯统计，2022 年全球电解液总产量 101.78 万吨(+80.7%)，中国电解液总产量 86.75 万吨(+78.4%)；预计 2023 年中国国内电解液总产量约 119.7 万吨，全球电解液总产量约 140.5 万吨，同比增速逾 35%。

表 5：锂电池电解液构成

主要构成	种类
锂盐	六氟磷酸盐、新型锂盐双氟磺酸亚胺锂（LiFSI）
溶剂	环状碳酸酯类、链状碳酸酯类、醚类有机溶剂、羧酸酯类
添加剂	成膜添加剂、阻燃添加剂、高低温添加剂、过充添加剂、控制水和 HF 含量的添加剂

数据来源：华盛锂电招股书，华经产业研究院，西南证券整理

公司电池化学品业务积淀深厚，布局多元。公司锂离子电池化学品（包括锂离子电池电解液、添加剂、新型锂盐、碳酸酯溶剂）、超级电容器化学品、一次锂电池化学品；根据各产品应用场景不同，锂离子电池化学品中的锂离子电池电解液主要应用于动力电池、储能电池、消费类电池领域。动力电池主要应用于电动汽车等终端领域；储能电池主要应用于电网调度、城市轨道交通、通信基站、风电和光伏等终端领域；消费类电池广泛应用于智能手机、笔记本电脑、平板、智能穿戴、无人机以及各种便携式移动电子产品等终端领域。

超级电容器化学品主要应用于超级电容器。超级电容器具有放电功率大、适用温度范围宽和循环寿命长等特点，主要应用于智能电表、风力发电、混合动力汽车、高铁等领域。

一次锂电池化学品主要应用于一次锂电池。一次锂电池具有能量密度高、可靠性好等特点，主要应用在便携式电子产品、ETC 收费站用锂电池、医疗器械、仪表、电脑及消防等领域。

表 6：公司电池化学品产品系列

产品系列	用途	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	新能源汽车、新能源发电系统、智能电网、风力发电等	高能量密度、高容量、长寿命、提升能量密度
一次锂电池电解液	电子仪器、计算机主板、医疗保健设备、军工航天	高能量密度、长使用寿命、高低温性能优异、高安全性

数据来源：公司官网，西南证券整理

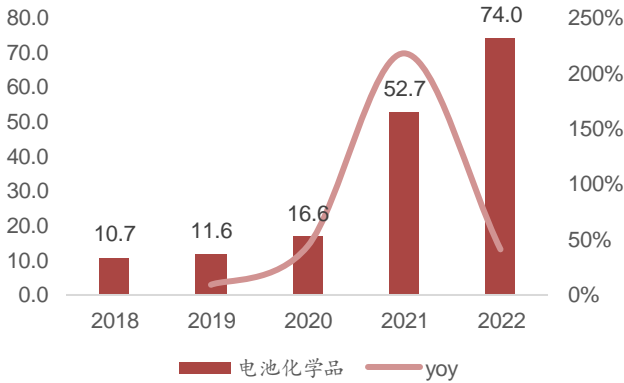
图 16：电池化学品应用场景



数据来源：公司官网，西南证券整理

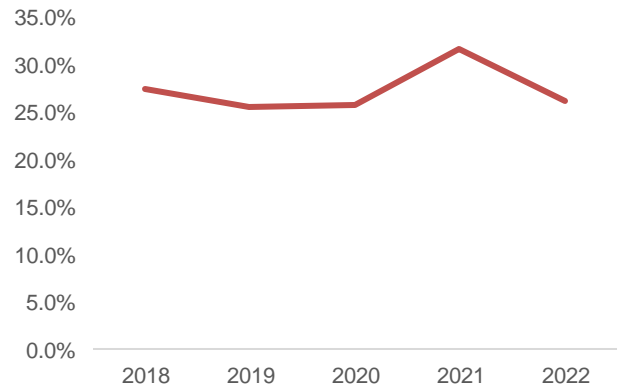
新能源汽车行业景气度向上，电池化学品业务维持高增。公司电池化学品业务 2022 年实现营收 74 亿元，同比增长 40%，2019-2022 年营收 CAGR 达 62%；全球新能源汽车行业持续高景气背景下，国内新能源汽车渗透率稳步提升，公司为锂离子电池电解液行业领先企业，充分享受市场扩容红利，客户粘性高，新投产项目产能顺利释放，市场订单增加，产销量均同比显著增长。

图 17：2018-2022 年电池化学品业务营收（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

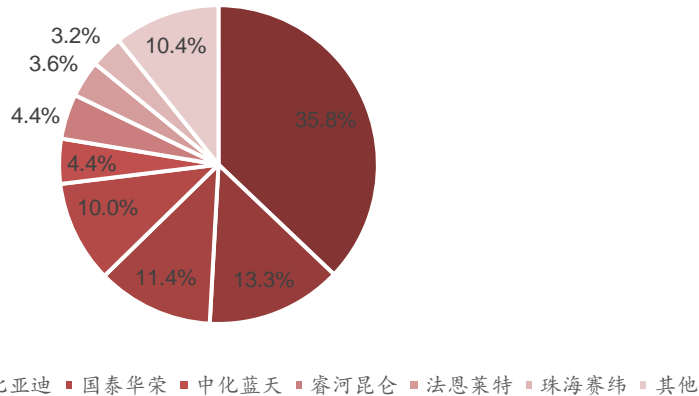
图 18：电池化学品业务毛利率变动情况



数据来源：wind，西南证券整理

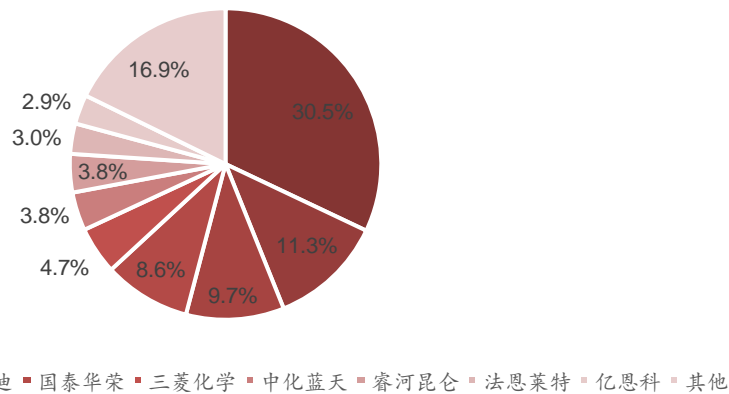
公司电解液产能稳居国内和全球第一梯队。2022 年电解液行业集中度较高，CR4 产能占比为 70.4%，据 ICC 鑫椽资讯数据统计，截至 2022 年底，国内电解液总产能超过 206 万吨，其中公司现有产能已超过 17 万吨。全球来看中国电解液企业供应量占全球的 85.2%，电解液市场第一梯队竞争格局基本保持稳定，公司稳居国内和全球第一梯队，竞争优势较为明显。

图 19：2022 年国内电解液市场产能占比情况



数据来源：ICC 鑫椽资讯，西南证券整理

图 20：2022 年全球电解液市场产能占比情况



数据来源：ICC 鑫椽资讯，西南证券整理

2.2 有机氟化学品：增长迅速，第二增长曲线已现

氟化工产品是指含氟的化工材料生产和制作研发，由于产品具有高性能、高附加值。氟化工的细分产品主要分为含氟单体、有机氟化物和无机氟化物，根据分子结构的区别，性质亦有不同。氟化工行业主要可以分为无机氟化工和有机氟化工两大行业。行业上游主要分成萤石、甲烷氯化物、液氯和电石；中游主要可以分成制冷剂和其他氟化物制造；下游主要有农药、医药、表面活性剂、石化、半导体等。

图 21：氟化工产业链

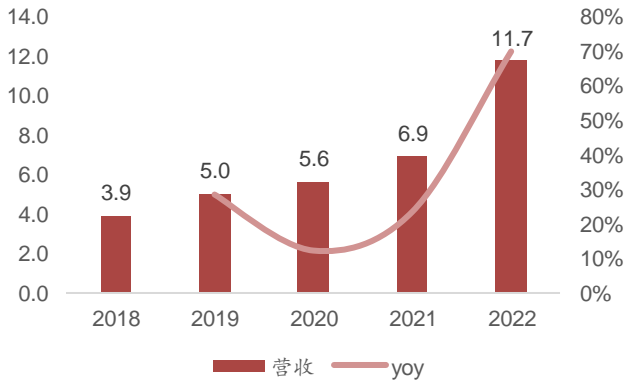

数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

公司生产的有机氟化学品主要为六氟丙烯下游含氟精细化学品，包括含氟医药农药中间体、氟橡胶硫化剂、含氟溶剂、光刻胶与防污防潮涂层氟单体等，应用场景主要在医药、农药、纺织行业、电子、半导体、机械等终端消费领域。

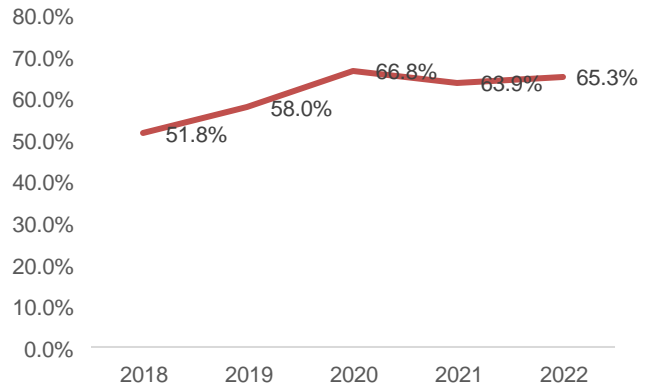
图 22：有机氟化学品业务部分产品概览


数据来源：ICC 鑫椏资讯，西南证券整理

含氟精细化学品产品技术壁垒较高，在特定的细分领域领先优势明显。伴随新能源、半导体、5G 产业的发展成熟，国内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；据公司年报披露，含氟聚合物改性单体、环保型含氟表面活性剂、半导体与显示用氟溶剂清洗剂、半导体与数据中心含氟冷却液等系列产品销售增长较快。2022 年该业务实现营收 11.7 亿元，同比增长 70%，毛利率提升至 65.3%，维持较高水平。

图 23：2018-2022 年有机氟化学品业务营收（亿元）


数据来源：wind，西南证券整理

图 24：有机氟化学品业务毛利率变动情况


数据来源：wind，西南证券整理

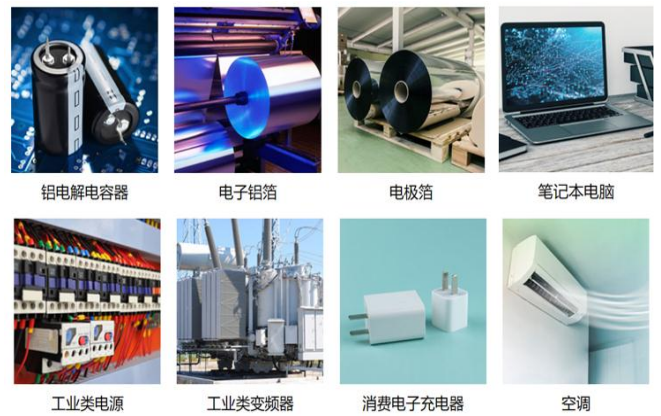
2.3 半导体化学品增长明显，电容化学品阶段性增长放缓

公司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，应用于显示面板（含 TFT-LCD 和 OLED）、IC 集成电路、太阳能光伏等多领域，为生产制程中的光刻、显影、蚀刻、剥离、清洗等制造工艺的关键化学品材料。

作为电容器的四大关键材料之一（阳极、阴极、电解纸、电解液），电解液作为电容器的实际阴极，承担着修补铝氧化膜的作用，保证电容器获得高可靠性、长寿命。公司为电容器化学品的龙头企业，具备世界领先的水平，产品用于电容器铝箔处理、铝电解电容器、固态电容器等领域。

图 25：公司半导体化学品产品系列

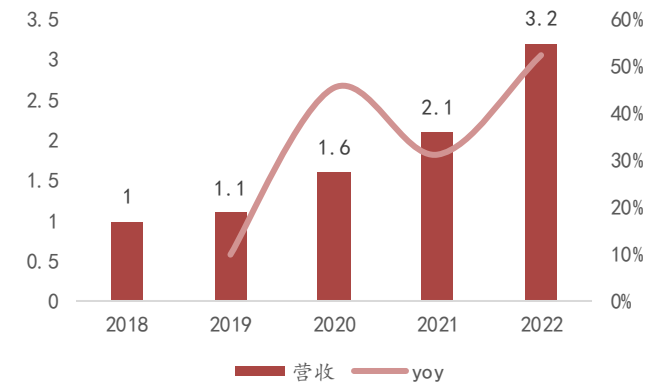

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 26：公司电容器化学品产品系列


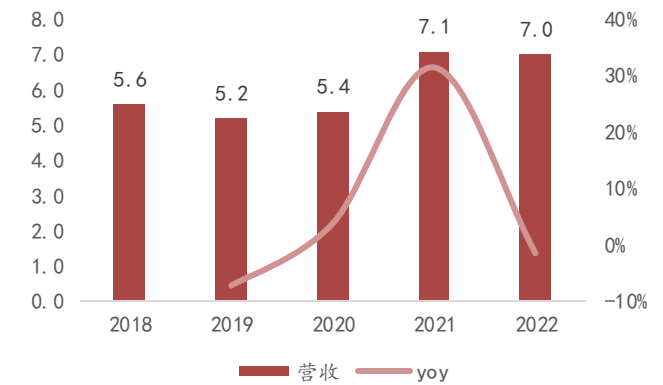
数据来源：公司官网，西南证券整理

半导体业务实现较快增长。半导体化学品为半导体制造和封装环节重要配套材料，伴随全球半导体行业发展，以及未来全球新增产能主要集中在中国，助力国内半导体化学品行业的发展，半导体化学品市场需求有望大幅增长，2022 年实现营收 3.2 亿元，同比增长 52%，该业务或将成为公司新的增长点。

电容化学品业务阶段性放缓。公司电容化学品业务 2022 年营收 7 亿元,同比下降 2.1%,主要系 2022 年居民消费动力不足,终端需求不稳定,传统电容器化学品同比下降,但公司确保核心客户订单稳定;同时借助光伏、新能源行业快速发展,积极开拓新的市场,公司电容化学品在新兴行业中销售业绩保持稳增。

图 27：2018-2022 年半导体化学品业务营收（亿元）


数据来源：wind, 西南证券整理

图 28：2018-2022 年电容器化学品业务营收（亿元）


数据来源：wind, 西南证券整理

2.4 股权激励彰显发展信心，后续表现可期

股权激励有望构筑公司利益共同体。2022 年 8 月 9 日,公司发布 2022 年限制性股票激励计划,本激励计划拟向激励对象授予权益总计不超过 1113 万股的限制性股票(约占公司股本总额的 1.5%),其中首次授 1011.2 万股(占公司股本总额的 1.36%);本激励计划首次授予激励对象总人数 512 人,约占公司员工总人数的 17.7%,包括公司任职的董事、高级管理人员、中基层管理人员和核心技术(业务)骨干,以及公司董事会认为应当激励的其他员工(不包含独立董事和监事)。股权激励或将绑定核心员工利益,筑牢公司长期发展基石。

表 7：公司股权激励分配详情

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)
1	周艾平	常务副总裁	11
2	姜希松	副总裁	12
3	毛玉华	副总裁	9
4	宋慧	副总裁	8.5
5	贺靖策	董事会秘书	8
6	黄瑶	财务总监	8
7	周忻	董事长助理	4
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(505人)			950.7
预留			101.8

数据来源：公司公告, 西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：预计电池化学品平均售价与毛利率有所下滑，预计 2023-2025 年平均售价分别为 4.6/4.3/4.2 万元/吨；毛利率维持在 23%左右；销量逐年增长，预计 2023-2025 年销量为 17/23/28 万吨；

假设 2：有机氟化学品或将伴随海斯福和海德福项目落地实现高增，2023-2025 年预计业务增速为 10%/30%/60%，毛利率 2023-2025 年分别为 65%/67%/68%；

假设 3：其他业务均维持正常水平，行业政策持续向好。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
电容器化学品	收入	696.7	870.9	1088.6	1360.7
	增速	-2.09%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	37.25%	37.00%	37.00%	37.00%
电池化学品	收入	7403.3	7820.0	9890.0	11760.0
	增速	40.5%	5.6%	26.5%	18.9%
	毛利率	26.10%	23.00%	23.00%	23.00%
有机氟化学品	收入	1173.7	1291.1	1678.4	2685.4
	增速	69.4%	10.0%	30.0%	60.0%
	毛利率	65.30%	65.00%	67.00%	68.00%
半导体化学品	收入	322.9	516.7	826.7	1322.7
	增速	50.64%	60.00%	60.00%	60.00%
	毛利率	35.88%	37.00%	39.00%	40.00%
其他	收入	64.2	67.4	70.8	74.3
	增速	2.36%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	31.90%	32.00%	32.00%	32.00%
合计	收入	9660.8	10565.91	13554.29	17202.98
	增速	44.50%	9.37%	28.28%	26.92%
	毛利率	32.04%	30.12%	30.51%	32.23%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 相对估值

我们选取天赐材料、华盛锂电作为同行可比公司，2 家公司 2023 年平均 PE 为 20 倍，2024 年平均 PE 为 14 倍。公司为精细化工龙头，新增产能陆续释放，叠加电解液业务盈利或将触底，有机氟化学品业务确定性高，半导体业务为业绩新增长引擎，后续产能扩张值得可期。我们给予公司 2023 年 27 倍估值，对应目标价 56.16 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司相对估值

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002709.SZ	天赐材料	118.6	2.97	2.44	3.2	15	17	13
688353.SH	华盛锂电	55.96	2.37	2.44	3.88	27	23	14
平均值						21	20	14

数据来源：Wind 一致性预测，西南证券整理（统计时间为 2022.5.8）

4 风险提示

原材料价格大幅波动风险、市场竞争加剧的风险、安全环保风险、管理风险、新建项目投产进度不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9660.71	10565.91	13554.29	17202.98	净利润	1822.75	1601.23	2036.06	2812.53
营业成本	6565.31	7223.88	9308.38	11615.82	折旧与摊销	266.58	334.48	334.48	334.48
营业税金及附加	71.88	78.61	100.85	73.97	财务费用	-30.38	10.57	14.91	18.92
销售费用	100.97	175.10	201.37	252.73	资产减值损失	-5.59	0.00	0.00	0.00
管理费用	422.56	1267.91	1626.51	2064.36	经营营运资本变动	-199.01	2297.29	160.77	519.53
财务费用	-30.38	10.57	14.91	18.92	其他	-44.66	58.09	21.14	35.72
资产减值损失	-5.59	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1809.68	4301.66	2567.37	3721.18
投资收益	27.63	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1191.86	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	-1.35	-0.55	-0.82	-0.73	其他	-1013.48	-0.55	-0.82	-0.73
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2205.33	-80.55	-80.82	-80.73
营业利润	2063.01	1809.29	2301.45	3176.45	短期借款	88.18	-112.98	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.71	-4.73	-4.96	-5.04	长期借款	230.37	0.00	0.00	0.00
利润总额	2059.30	1804.55	2296.49	3171.41	股权融资	217.97	0.00	0.00	0.00
所得税	236.55	203.32	260.43	358.88	支付股利	-280.48	-409.60	-355.98	-431.18
净利润	1822.75	1601.23	2036.06	2812.53	其他	1890.56	-858.14	-14.91	-18.92
少数股东损益	64.35	48.04	81.44	84.38	筹资活动现金流净额	2146.60	-1380.72	-370.89	-450.10
归属母公司股东净利润	1758.40	1553.19	1954.62	2728.15	现金流量净额	1758.86	2840.38	2115.66	3190.35
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3218.15	6058.53	8174.19	11364.54	成长能力				
应收和预付款项	2090.96	2927.22	3524.82	3904.64	销售收入增长率	38.98%	9.37%	28.28%	26.92%
存货	905.14	997.72	1287.93	1617.18	营业利润增长率	34.19%	-12.30%	27.20%	38.02%
其他流动资产	3548.66	1025.84	1062.50	1107.26	净利润增长率	33.59%	-12.15%	27.16%	38.14%
长期股权投资	303.51	303.51	303.51	303.51	EBITDA 增长率	31.41%	-6.30%	23.05%	33.16%
投资性房地产	86.76	86.76	86.76	86.76	获利能力				
固定资产和在建工程	3016.31	2773.27	2530.24	2287.20	毛利率	32.04%	31.63%	31.33%	32.48%
无形资产和开发支出	1116.59	1114.34	1112.09	1109.84	三费率	5.10%	13.76%	13.60%	13.58%
其他非流动资产	1109.04	1099.84	1090.65	1081.45	净利率	18.87%	15.15%	15.02%	16.35%
资产总计	15395.11	16387.04	19172.68	22862.37	ROE	20.84%	17.03%	18.37%	20.89%
短期借款	112.98	0.00	0.00	0.00	ROA	11.84%	9.77%	10.62%	12.30%
应付和预收款项	3057.34	3858.13	4827.09	5984.21	ROIC	29.87%	28.29%	46.80%	68.99%
长期借款	650.95	650.95	650.95	650.95	EBITDA/销售收入	23.80%	20.39%	19.56%	20.52%
其他负债	2828.33	2475.07	2611.68	2762.89	营运能力				
负债合计	6649.61	6984.15	8089.71	9398.05	总资产周转率	0.73	0.66	0.76	0.82
股本	745.69	745.70	745.70	745.70	固定资产周转率	6.29	6.67	10.11	15.66
资本公积	2450.26	2450.26	2450.26	2450.26	应收账款周转率	5.21	4.91	4.75	4.91
留存收益	4719.15	5862.73	7461.37	9758.34	存货周转率	7.58	7.53	8.09	7.97
归属母公司股东权益	8363.54	8972.89	10571.52	12868.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.11%	—	—	—
少数股东权益	381.97	430.00	511.44	595.82	资本结构				
股东权益合计	8745.51	9402.89	11082.97	13464.32	资产负债率	43.19%	42.62%	42.19%	41.11%
负债和股东权益合计	15395.11	16387.04	19172.68	22862.37	带息债务/总负债	36.98%	33.59%	29.00%	24.96%
					流动比率	2.44	2.54	2.58	2.67
					速动比率	2.22	2.31	2.35	2.43
					股利支付率	15.95%	26.37%	18.21%	15.80%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	2299.21	2154.34	2650.84	3529.85	每股收益	2.36	2.08	2.62	3.66
PE	19.59	22.18	17.63	12.63	每股净资产	11.22	12.03	14.18	17.26
PB	4.12	3.84	3.26	2.68	每股经营现金	2.43	5.77	3.44	4.99
PS	3.57	3.26	2.54	2.00	每股股利	0.38	0.55	0.48	0.58
EV/EBITDA	13.84	13.26	9.98	6.59					
股息率	0.81%	1.19%	1.03%	1.25%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn