

瑞泰新材 (301238)

电解液老牌厂商，积极扩产稳份额

增持 (首次)

2023 年 09 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009

yuesy@dwzq.com.cn

证券分析师 刘晓恬

执业证书: S0600523070005

liuxt@dwzq.com.cn

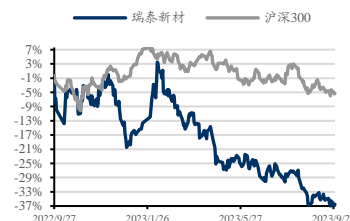
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	6,135	4,697	4,699	5,194
同比	18%	-23%	0.03%	11%
归属母公司净利润 (百万元)	777	524	460	552
同比	29%	-32%	-12%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.06	0.72	0.63	0.75
P/E (现价&最新股本摊薄)	16.88	25.00	28.52	23.74

关键词: #产能扩张

投资要点

- **公司为电解液行业领军者，具备深厚技术积累。**公司由江苏国泰分拆上市，专注于电池材料及硅烷偶联剂业务，具备深厚技术积累。2022 年公司电池材料/硅烷偶联剂收入占比分别为 96%/3%，其中电解液为主要收入来源，占总收入比约 90%。受益行业需求爆发，2020-2022 年公司营收/归母净利 CAGR 分别为 84%/74%，23H1 受产品价格下降影响，业绩同比下滑，但盈利能力相对稳定，H1 毛利率/净利率分别为 21%/15%。
- **电解液市场空间广阔，盈利逐步回归合理水平。**我们预计 2023 年电解液需求 132 万吨，同增 36%，2027 年锂电池全球需求超 3600GWh，对应电解液需求约 367 万吨，23-27 年电解液需求 CAGR 近 30%。竞争格局来看，2021-2022 年公司出货稳居前三，23 年比亚迪突飞猛进跃居龙二地位，瑞泰退居第四，1-8 月累计份额 9%。盈利端，电解液厂商盈利逐步回归合理水平，我们测算 Q2 天赐/新宙邦吨净利分别为 0.6/0.1 万元/吨，瑞泰新材 H1 吨净利约 0.63 万元/吨，均为历史底部。考虑目前六氟非锂加工费约 5 万元，与加工成本相当，已触底，尾部产能逐步出清，预计 24H2 电解液盈利有望企稳回升。
- **电解液业务兼具客户及技术优势，精细化管理下盈利领先。**公司电解液技术参数处于行业领先水平，同时在固态、锂硫、钠电等新型电池方面持续研发投入，部分新型锂盐产品已形成批量销售。公司客户资源优质，22 年宁德/LG/新能源科技/亿纬销售占比分别为 45%/19%/14%/11%，同时积极扩产支撑后续高增，现有电解液产能 26 万吨，总规划超 150 万吨。盈利端，23H1 电池材料毛利率 20.5%，仅低于龙头天赐，得益于较强的供应链管理能力和 23H1 公司六氟采购均价 11.9 万元/吨，低于市场价。同时，公司实行精细化管理，H1 管理费用率约 2%，显著低于同行。
- **公司硅烷偶联剂定位高端市场，研发技术行业领先。**全球硅烷偶联剂需求稳步增长，国内市场增长迅速，产业正加速向中国转移。公司具备硅烷偶联剂生产的核心技术，产品精度较高，定位高端市场，目前已与国际大型化工企业陶氏化学、巴斯夫、欧文斯科宁、迈图高新等建立长期合作关系，且产品均价逐年提高，由 2019 年 4.72 万元/吨增至 2021 年 5.75 万元/吨。2022 年公司有机硅产能 7600 吨/年，产量 2307 吨/年，产能利用率维持 30%左右，仍有较大提升空间，后续有望进一步贡献增量。
- **盈利预测与投资评级：**考虑电解液盈利逐步回归，我们预计公司 2023-2025 年归母净利为 5.24/4.6/5.52 亿元，同比-32%/-12%/+20%，对应 PE 为 25/29/24x，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动、境外经营风险、客户集中度较高、安全生产及环保风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.88
一年最低/最高价	17.63/30.19
市净率(倍)	1.88
流通 A 股市值(百万元)	3,814.40
总市值(百万元)	13,112.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.53
资产负债率(% ,LF)	30.01
总股本(百万股)	733.33
流通 A 股(百万股)	213.33

相关研究

内容目录

1. 瑞泰新材：锂离子电池电解液行业领军者	4
1.1. 化工新材料供应商，管理层经验丰富	4
1.2. 重点布局电池材料业务，电解液为主要收入来源	5
1.3. 产品降价业绩同比下滑，盈利能力相对稳定	6
2. 电解液：竞争格局相对稳定，行业盈利逐步回归	7
2.1. 电解液为锂电池关键材料，与六氟价格高度联动	7
2.2. 电解液市场空间广阔，预计未来五年 CAGR 近 30%	10
2.3. 竞争格局：龙头份额稳定，比亚迪自产份额明显提升	11
2.4. 行业供给过剩，盈利逐步回归合理水平	12
3. 公司兼具技术及客户优势，产业链纵向布局盈利有望提升	14
3.1. 产品技术指标行业领先，新型电池技术前瞻布局	14
3.2. 绑定头部电池厂商，具备优质客户资源	15
3.3. 远期产能规划庞大，支撑公司长期高增	16
3.4. 产业链纵向布局，盈利水平有望提升	16
4. 硅烷偶联剂：国内企业竞争优势明显，公司研发技术行业领先	18
4.1. 行业：全球市场规模逐步增长，产业逐步向国内转移	18
4.2. 公司：硅烷偶联剂处于领先水平，研发、核心工序优于同行	19
4.2.1. 硅烷偶联剂处于领先水平，产品定位高于同行	19
4.2.2. 有机硅产能稳步扩张，后续产能利用率有望提升	20
5. 盈利预测与投资评级	21
6. 风险提示	23

图表目录

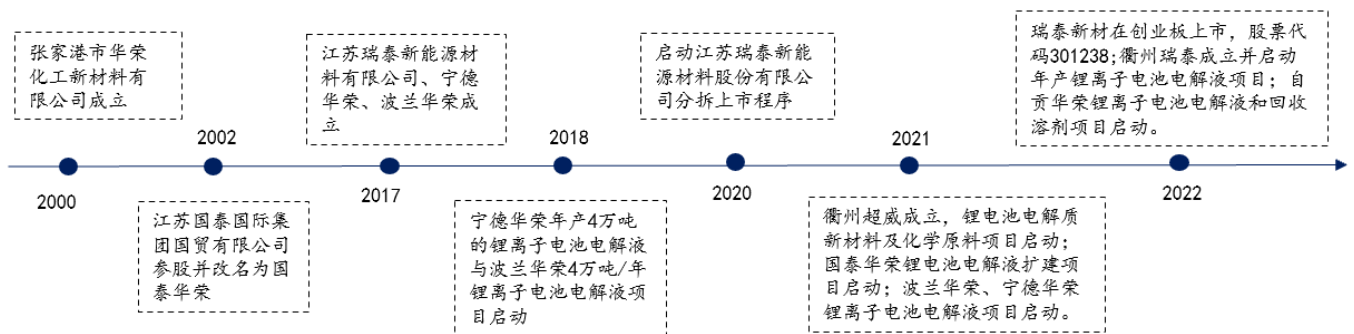
图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	瑞泰新材股权结构（截至 2023 年 H1）.....	4
图 3:	公司营业收入及同比增速（百万元）.....	7
图 4:	公司归母净利润及同比增速（百万元）.....	7
图 5:	公司毛利率和销售净利率.....	7
图 6:	公司期间费用率.....	7
图 7:	锂离子电池电解液构成图.....	8
图 8:	锂电池产业链.....	8
图 9:	电解液生产流程.....	8
图 10:	六氟及电解液（铁锂/三元）价格（万元/吨）.....	10
图 11:	国内电解液市场分季度产量（万吨）.....	11
图 12:	国内 2022 年电解液竞争格局.....	12
图 13:	国内 2023 年 1-8 月电解液竞争格局.....	12
图 14:	电解液厂商季度单位盈利走势（万元/吨）.....	14
图 15:	公司产品相关技术指标.....	15
图 16:	2021 年瑞泰新材客户结构（按销售金额计）.....	16
图 17:	2022 瑞泰新材客户结构（按销售金额计）.....	16
图 18:	瑞泰新材与可比公司电解液板块毛利率对比.....	17
图 19:	瑞泰新材与可比公司管理费用率对比.....	17
图 20:	硅烷偶联剂产业链.....	18
图 21:	2014-2020 年国内有机硅行业产量（万吨）.....	19
图 22:	瑞泰新材 2019-2022 年有机硅产能和产量情况.....	21
图 23:	分业务盈利预测.....	22
表 1:	瑞泰新材主要管理人员履历.....	5
表 2:	瑞泰新材主要产品介绍.....	6
表 3:	瑞泰新材收入结构.....	6
表 4:	锂离子电池电解液成本构成（万元/吨）.....	9
表 5:	全球电解液需求测算及空间预测.....	10
表 6:	电解液供需测算.....	12
表 7:	六氟磷酸锂产能梳理（万吨）.....	13
表 8:	六氟磷酸锂供需测算.....	13
表 9:	公司在新型电池技术的相关储备.....	15
表 10:	瑞泰新材电解液产能规划（万吨）.....	16
表 11:	瑞泰新材硅烷偶联剂核心工序与同行比较.....	20
表 12:	瑞泰新材 2019-2021 年硅烷偶联剂价格变化（单位：万元/吨）.....	20
表 13:	可比公司估值（截至 2023 年 9 月 27 日）.....	23

1. 瑞泰新材：锂离子电池电解液行业领军者

1.1. 化工新材料供应商，管理层经验丰富

公司为江苏国泰分拆上市，专注于化工新材料研发生产。公司成立于 2017 年，上市前为江苏国泰的子公司。江苏国泰为双主业结构，主要从事消费品供应链和化工新材料业务，瑞泰新材作为江苏国泰化工新材料业务发展平台，主要从事锂离子电池材料以及硅烷偶联剂等化工新材料的研发、生产和销售。公司后于 2020 年启动分拆上市程序，并于 2022 年在创业板成功上市。

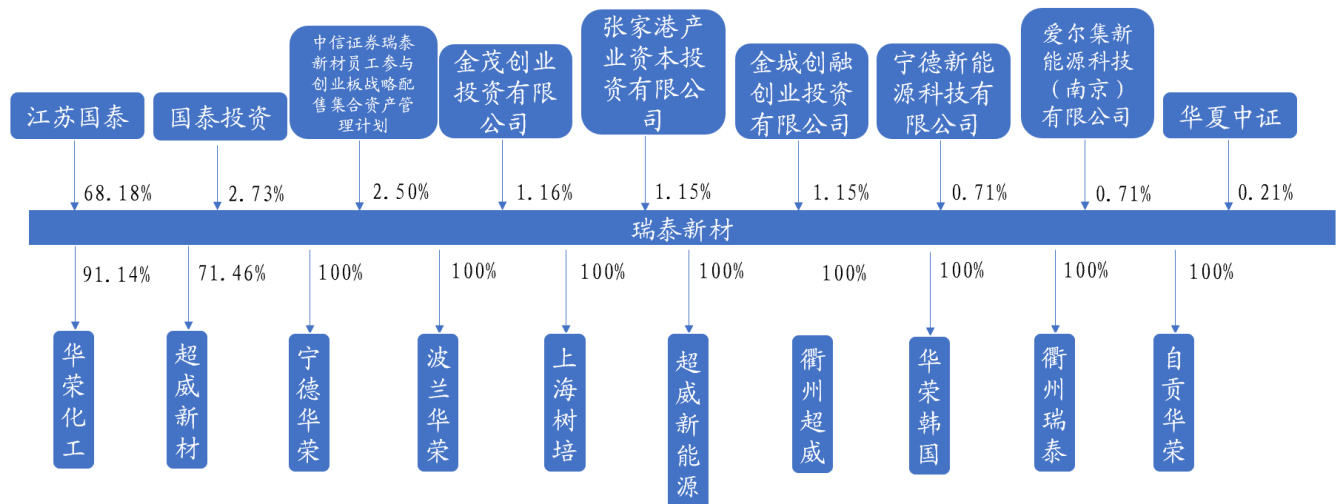
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司股权结构稳定且集中，控股股东为江苏国泰。公司实际控制人为江苏国泰国际贸易有限公司。截至 2023 年 H1，江苏国泰直接或间接持有公司 70.91% 的股份，股权结构稳定集中。公司下属有张家港市国泰华荣化工新材料有限公司、江苏国泰超威新材料有限公司等多家子公司，其中超威新材为中国首家量产新型锂盐添加剂二氟磷酸锂的领军企业。

图2：瑞泰新材股权结构（截至 2023 年 H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司管理层产业经验丰富，多位董监高具备化工背景。江苏国泰化工基础深厚，公司管理层多在江苏国泰有着长期的工作经验，对行业有着较深的理解且具备技术积累。董事长张子燕此前任江苏国泰国际集团有限公司董事长，管理经验丰富；副总王一明长期任职于华荣化工，深耕化工领域；郭军、李建中等多位董监高曾任职于华荣化工，具备化工领域技术背景，管理经验丰富。

表1: 瑞泰新材主要管理人员履历

管理人员	职务	履历
张子燕	董事长	历任张家港市外贸公司业务员、副科长，张家港市纺织品进出口公司科长、副经理，香港钟山公司张家港部经理，香港海坤企业有限公司董事长，江苏国泰国际集团丝绸进出口有限公司总经理、董事长
马晓天	董事兼总经理	历任张家港市对外贸易公司科长，江苏国泰国际集团轻工工艺进出口有限公司科长，江苏国泰董事、副董事长、总经理、副总裁。
王晓斌	董事兼副总经理兼董事会秘书	历任江苏国泰国际集团国华进出口有限公司总经理、董事长，江苏国泰华鼎投资有限公司董事长，江苏国泰国际集团有限公司董事。
王一明	董事兼副总经理	历任江苏国泰业务员，华荣化工副总经理、总经理。现兼任华荣化工董事长及总经理、宁德华荣执行董事、衢州瑞泰董事长。
钱亚明	财务总监	历任江苏国泰国际集团股份有限公司综合业务部副总经理、江苏瑞泰财务总监等职务。现任公司财务部部长、采购部总经理，兼任国泰华荣化工新材料有限公司副总经理、衢州瑞泰新材料有限公司监事。
郭军	监事会主席	历任张家港市国泰华荣化工新材料有限公司副董事长、董事长，2017年至2020年任江苏瑞泰新能源材料有限公司常务副总裁，2013年至今历任江苏国泰超威新材料有限公司执行董事、董事长。
赵世勇	监事	历任张家港市国泰华荣化工新材料有限公司工程部经理、专职项目经理，宁德国泰华荣新材料有限公司总经理。现任公司监事，兼任张家港市国泰华荣化工董事、宁德国泰华荣总经理。
李建中	职工监事	2015年起任江苏国泰超威新材料有限公司总经理。现任公司职工监事，兼任江苏国泰超威新材料有限公司董事及总经理。
朱慧	职工监事	2005年至2022年历任张家港市国泰华荣化工新材料有限公司生产部经理、总经理助理、副总经理。现任公司职工监事，兼任衢州瑞泰新材料有限公司总经理。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 重点布局电池材料业务，电解液为主要收入来源

公司产品种类丰富，专注于电池材料及硅烷偶联剂等业务。公司主要产品包含锂离子电池电解液、锂离子电池电解液添加剂、超电产品、硅烷偶联剂等。**1) 电解液：**作用是在电池内部正负极之间形成良好的离子导电通道，是锂电池获得高电压、高比能等优点的保证，根据鑫椏资讯，2020-2022 年公司锂离子电池电解液产量皆位列国内前三；**2) 硅烷偶联剂：**有机硅材料四大门类之一，用于改善无机物与有机物之间的界面作用，提高复合材料性能；**3) 电解液添加剂：**为改善电解液电化学性能而加入少量添加物，公司产品以锂盐添加剂为主，包括双三氟甲基磺酰亚胺锂（LiTFSI）、二氟草酸硼酸锂（LiDFOB）以及三氟甲磺酸锂（LiCF₃SO₃）；**4) 超电产品：**超级电容器电解液，超级电容器指介于传统电容器和充电电池之间的一种新型储能装置，既有电容器快速充放电、长寿命特性，又有电池的储能特性。

表2: 瑞泰新材主要产品介绍

产品分类	产品用途及特性
锂离子电池电解液	包括动力电池电解液, 消费电池电解液, 储能电池电解液, 具有保证锂离子电池获得高电压、高比能等优点的功能。
锂离子电池电解液添加剂	为改善电解液的电化学性能而加入电解液中的少量添加物, 具有改善成膜质量、改善高低温性能等功能。
超电产品	主要为超级电容器电解液, 与电极、隔膜等材料共同决定了超级电容器的性能, 主要应用于交通运输、工业、新能源以及装备领域等。
硅烷偶联剂	包括氨基硅烷、酰氧基硅烷、环氧烷基硅烷等, 用于高档涂料、玻璃纤维等领域。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司重点布局电池材料, 电解液为主要收入来源。从收入结构来看, 电池材料业务(包括电解液、电解液添加剂、超电产品)贡献主要收入增量, 2021 年/2022 年/2023H1, 公司电池材料收入占比分别为 96.64%/96.2%/96.3, 其中锂离子电池电解液为核心产品, 约占公司总体收入比重 90%左右; 硅烷偶联剂收入占比分别为 2.39%/3.14%/1.98%。

表3: 瑞泰新材收入结构

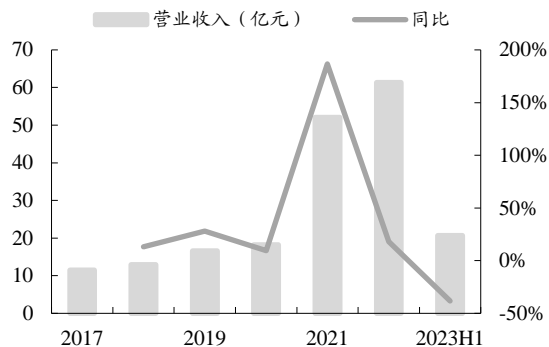
业务	产品	2021 年	2022 年	2023H1
电池材料	锂离子电池电解液	91.62%	96.22%	96.29%
	锂离子电池电解液添加剂	4.28%		
	超电产品	0.74%		
有机硅	硅烷偶联剂	2.39%	3.14%	1.98%
其他	其他	0.97%	0.64%	1.73%
合计		100%	100%	100%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 产品降价业绩同比下滑, 盈利能力相对稳定

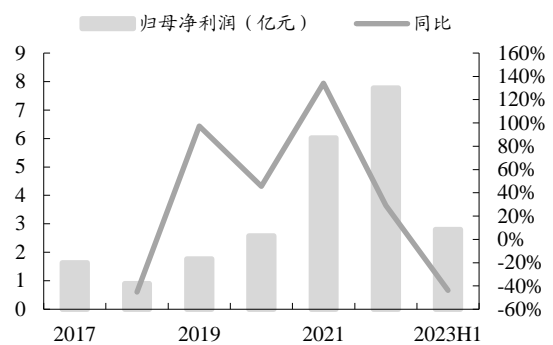
21-22 年营收规模高速增长, 23H1 产品价格下降致业绩同比下滑。公司 2020-2022 营业收入分别为 18.15/52.03/61.35 亿元, 归母净利润分别为 2.57/6.02/7.77 亿元, 营收、归母净利 CAGR 分别为+84%/+74%, 2021 年业绩高增, 系电动车行业需求爆发, 公司波兰华荣、宁德华荣等电解液项目启动, 产能扩张。2023H1 实现营业收入 20.68 亿元, 同比下滑 38%, 归母净利 2.8 亿元, 同比下降 44%, 主要由于原材料价格下跌带动产品价格大幅下降, 23H1 电池材料销售均价较期初下滑 33%。

图3: 公司营业收入及同比增速 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

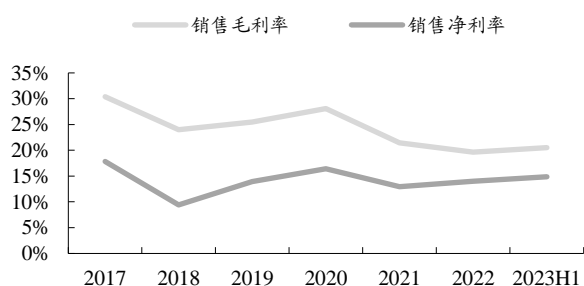
图4: 公司归母净利润及同比增速 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

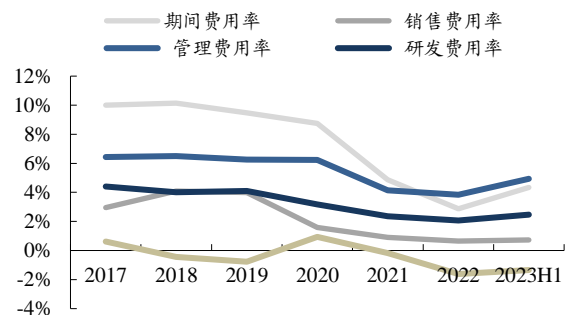
23H1 盈利能力相对稳定, 公司整体费用控制良好。2020-2022 年公司毛利率分别为 28%/21%/20%, 主要系上游原材料价格上涨及新增产线固定资产折旧增加所致, 2023H1 毛利率 20.50%, 同比下降 1.62pct。公司净利率相对稳定, 2020-2022 年净利率分别为 16%/13%/14%, 23H1 净利率 14.9%, 公司费用控制良好, 期间费用率呈下降趋势, 2020-2022 年期间费用率分别为 8.8%/4.9%/2.9%, 23H1 费用率 4.33%, 同比提升 1.3pct, 系管理费率提升所致。

图5: 公司毛利率和销售净利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 公司期间费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

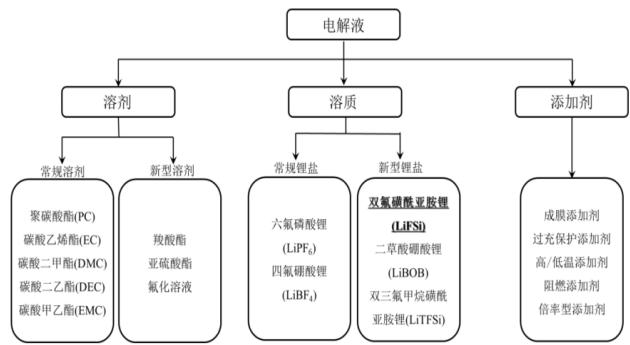
2. 电解液: 竞争格局相对稳定, 行业盈利逐步回归

2.1. 电解液为锂电池关键材料, 与六氟价格高度联动

电解液上游为化用品, 下游应用于锂电池。电解液处于锂电池产业链的中间环节: 锂离子电池电解液一般由电解质、高纯度有机溶剂、添加剂等材料在一定条件下, 按一

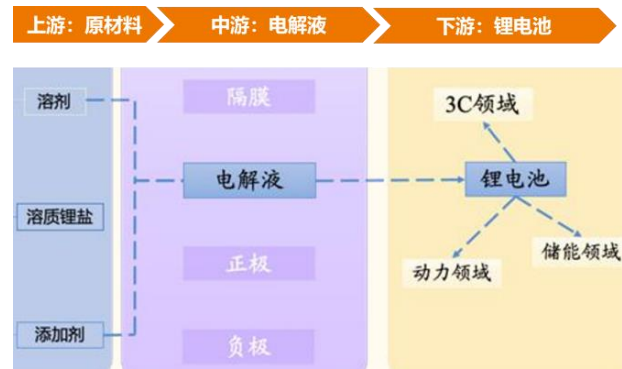
定比例配制而成。电解液是锂离子电池的关键原材料之一，在电池内部正负极之间起到传导输送能量的作用，是锂离子电池获得高电压、高比能等优点的保证，其成本约占锂离子电池生产成本的 5%-10%左右。下游为锂离子电池，按应用领域主要分为动力电池、消费电池和储能电池等三大类。

图7：锂离子电池电解液构成图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：锂电池产业链

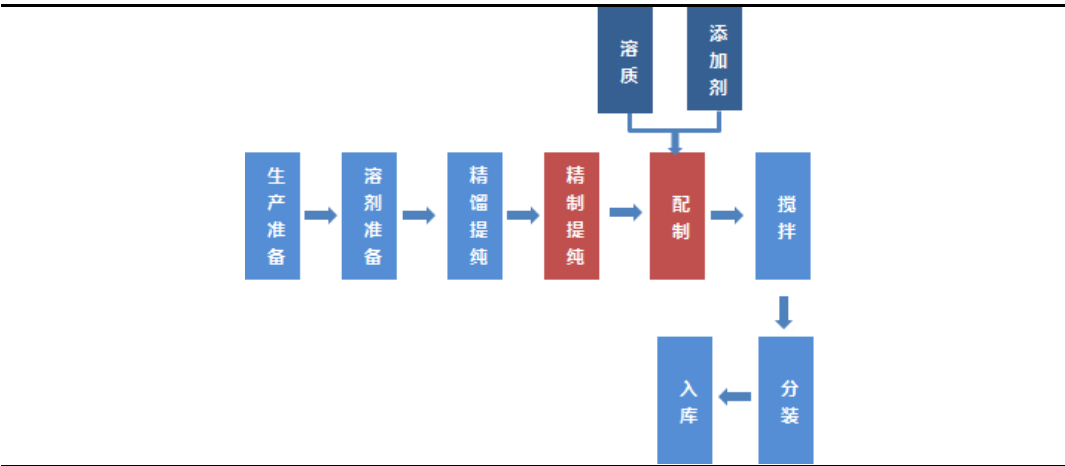


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

电解液的性能指标：（1）高电导率：可迅速传导锂离子充放电过程，充放电性能好。（2）高化学稳定性：可忍受更高的工作电压，是锂离子电池能量密度优势的关键之一。（3）较宽的可用温度范围：可使用温度范围宽的电解液保障了锂离子电池高低温工作性能。（4）较好的阻燃性：电解液可燃的有机溶剂是电池安全的主要问题。

电解液生产流程：配置为关键环节。1）有机溶剂提纯：严格控制水分，水分降至 10^{-6} 以上，可降低六氟分解、SEI膜分解、防胀气等。2）溶剂中加入锂盐和添加剂配置，这个环节配方最为重要；3）搅拌分装。

图9：电解液生产流程



数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

电解质是锂离子电池电解液中最核心的成分之一，目前最主要的电解质为六氟磷酸锂。电解质能够作为锂离子迁移的介质，使其在正负极之间的往返嵌入和脱嵌，实现能量的存储和释放。目前常见的电解质主要有六氟磷酸锂（LiPF₆）、高氯酸锂（LiClO₄）、四氟硼酸锂（LiBF₄）、六氟砷酸锂（LiAsF₆），其中六氟磷酸锂是目前使用的锂盐电解质中电性能最好、使用最广泛的一种，其在电解液总成本中占比较高，因此电解液价格主要受六氟磷酸锂价格影响。

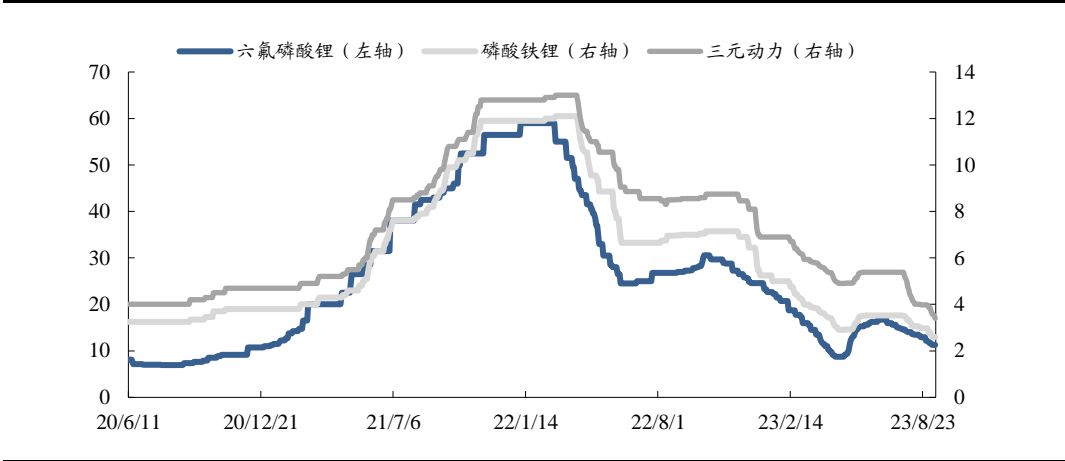
电解液原材料中六氟成本占比最高，两者价格具有高联动性。电解液核心原材料主要包括六氟、溶剂、添加剂，其中用量上各占 12%、80%、8%。六氟磷酸锂（LiPF₆）在电解液总成本中占比较高，当前价格水平下，六氟成本约占电解液成本的 50%左右。因此，历史上电解液价格走势和六氟磷酸锂（LiPF₆）价格走势基本同步，具有高度联动性。

表4：锂离子电池电解液成本构成（万元/吨）

	单吨用量 (吨)	单价 (含税, 万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)	成本占比
六氟磷酸锂	0.12	10.6	1.1	59%
溶剂	0.80	0.5	0.3	18%
添加剂	0.08	6.0	0.4	22%
原材料成本	1.9			
单位折旧	0.1			
单位能耗&水	0.2			
单位员工费用	0.1			
电解液成本合计	2.3			
电解液售价（含税）	2.7			
毛利率	3%			

数据来源：SMM，东吴证券研究所

图10：六氟及电解液（铁锂/三元）价格（万元/吨）



数据来源：百川，东吴证券研究所

2.2. 电解液市场空间广阔，预计未来五年 CAGR 近 30%

全球电动化进程加速带动电解液需求持续增长，2023 年全球需求预计 132 万吨。我们预计 2023 年全球新能源汽车销量有望达 1302 万辆，对应动力锂电池需求达 858GWh，叠加储能和消费类电池需求，以及车企库存储备需求，我们预测 2023 年全球锂电池合计需求接近 1200GWh，对应电解液实际需求达 132 万吨，较 2022 年增长 36%，全球电动化进程确定，我们预计 2027 年全球新能源车销量达 3320 万辆，对应动力电池需求超 2643 GWh，锂电池全球需求超 3600GWh，对应电解液需求约 367 万吨，23-27 年电解液需求复合增速近 30%。

表5：全球电解液需求测算及空间预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
海外：新能源乘用车销量（万辆）	300	391	535	733	1,045	1,447	1,887
-增速	78%	31%	37%	37%	43%	38%	30%
国内：新能源车销量合计（万辆）	324	619	766	906	1,090	1,255	1,434
-增速	143%	91%	24%	18%	20%	15%	14%
全球新能源车销量（万辆）	623	1,011	1,302	1,639	2,136	2,702	3,320
-增速	107%	62%	29%	26%	30%	27%	23%
国内动力类电池（gwh）	149	289	374	451	557	663	782
海外动力类类电池（gwh）	127	192	297	439	668	958	1283
全球动力电池实际需求（gwh）	359	648	858	1140	1568	2076	2643
-增速	107%	80%	32%	33%	38%	32%	27%
全球消费类电池合计（gwh）	119	119	131	144	158	174	192
全球储能电池（gwh）	62	124	207	300	420	600	800
全球锂电池合计（gwh）	540	891	1196	1584	2146	2850	3634
YoY（%）	74%	65%	34%	32%	36%	33%	28%
国内 1gwh 三元电池对应电解液（万吨）	0.10	0.09	0.09	0.08	0.08	0.08	0.08

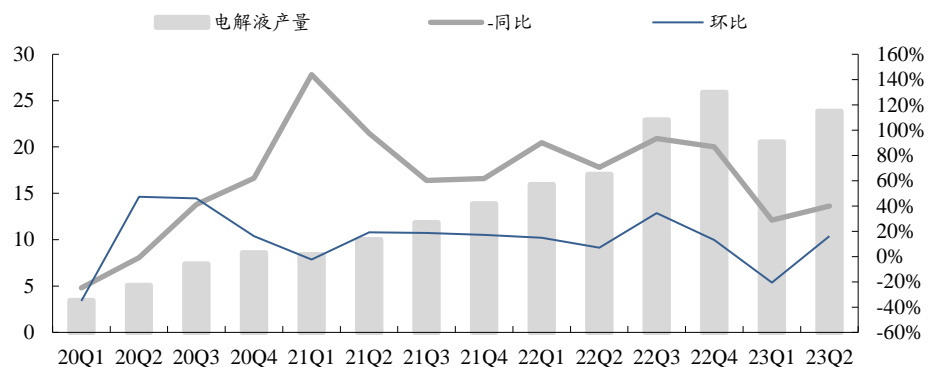
海外 1gwh 三元电池对应电解液 (万吨)	0.09	0.09	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
1gwh 铁锂电池对应电解液 (万吨)	0.13	0.13	0.12	0.12	0.12	0.11	0.11
1gwh 钴酸锂电池对应电解液 (万吨)	0.10	0.10	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
1gwh 锰酸锂电池对应电解液 (万吨)	0.13	0.13	0.13	0.13	0.12	0.12	0.12
合计: 全球电解液装机需求 (万吨)	50	77	105	137	181	235	294
-增速	66%	56%	36%	30%	32%	30%	25%
合计: 全球电解液实际需求 (万吨)	62	97	132	171	226	294	367

数据来源: GGII, 东吴证券研究所测算

2.3. 竞争格局: 龙头份额稳定, 比亚迪自产份额明显提升

2022 年国内电解液产量实现高增长, 23Q2 同比增速明显放缓。2022 年我国电解液产量合计 81.75 万吨, 较 21 年增长 85.5%, 2023 年 Q2 产量合计 23.84 万吨, 同环比 +40%/-16%, 系行业去库存影响。

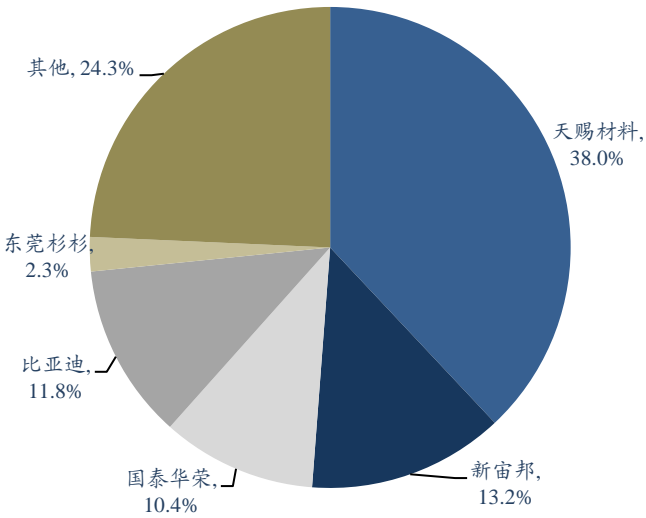
图11: 国内电解液市场分季度产量 (万吨)



数据来源: 鑫椏资讯, 东吴证券研究所

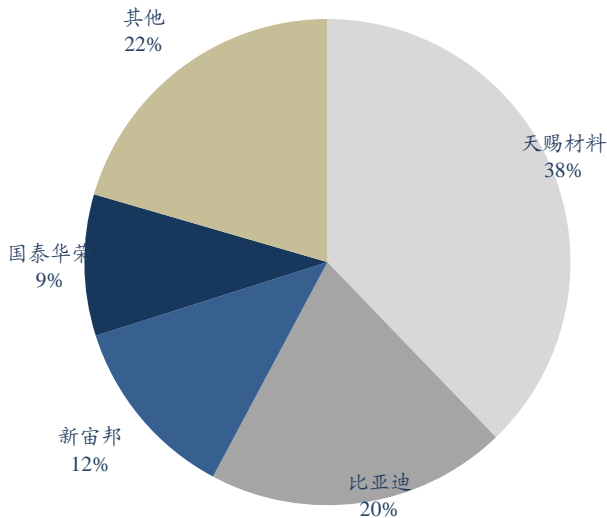
电解液龙头天赐市占率维持 38%，比亚迪自产电解液份额大幅提升 8pct。电解液行业格局稳定，2022 年天赐材料、新宙邦、国泰华荣以及比亚迪市占率分别为 38.0%/13.2%/10.4%/11.8%。2023 年 1-8 月，天赐材料市占率 38%，比亚迪市占率提升至 20.0%，较 22 年提升 8.2pct，跃升至龙二地位，主要由于比亚迪销量亮眼电解液产量显著提升，新宙邦、国泰产量退居第三、第四。

图12: 国内 2022 年电解液竞争格局



数据来源：鑫椤资讯，东吴证券研究所

图13: 国内 2023 年 1-8 月电解液竞争格局



数据来源：鑫椤资讯，东吴证券研究所

2.4. 行业供给过剩，盈利逐步回归合理水平

电解液主流厂商积极扩产，行业整体供给过剩，24 年行业竞争加剧。天赐材料/新宙邦/瑞泰新材电解液产能规划均在百万吨以上，合计约 440 万吨。我们预计 2023-2024 年主流厂商有效供给分别为 125/188 万吨，扣除比亚迪后的电解液需求量为 110/147 万吨，主流厂商供给/需求分别为 117%/137%，2024 年供给过剩进一步加剧。

表6: 电解液供需测算

	规划产能（万吨）	2022 年	2023 年 E	2024 年 E
天赐材料	190	56	86	116
新宙邦	100	24	30	50
瑞泰新材	150	18	26	56
主流厂商合计产能	440	98	142	222
主流厂商有效供给		83	125	188
电解液总需求（万吨）		97	132	171
比亚迪电池需求量（GWh）		100	200	280
电解液单耗（万吨）		0.13	0.12	0.12
电解液需求（万吨）		13	25	34
电解液需求量（扣除比亚迪）		84	107	137
主流厂商供给/需求		98%	117%	137%

数据来源：GGII，东吴证券研究所测算

六氟非锂加工费已触底，尾部产能逐步出清。2023 年 4 月六氟报价 8-9 万元/吨，

主要系二线厂商抛货导致超跌，5月碳酸锂快速反弹至30万元/吨企稳，且二线厂商六氟抛货结束，带动六氟价格反弹至15-16万元/吨左右，9月碳酸锂价格跌至18万，带动六氟价格下行至10-11万元/吨。2023年我们预计六氟有效供给22万吨，需求16.5万吨，产能利用率76%。目前六氟非锂加工费约5万元，与加工成本相当，已触底，尾部产能逐步出清。

表7：六氟磷酸锂产能梳理（万吨）

公司	2021 年底	2022 年底	2023 年底 E	2024 年底 E
韩国厚成	5,000	6,000	6,000	6,000
森田张家港	5,000	7,000	7,000	7,000
关东电化	4,500	4,500	4,500	4,500
瑞星化工	2,100	2,100	2,100	2,100
多氟多	19,000	55,000	65,000	85,000
天赐材料	32,000	62,000	110,000	140,000
金牛化工	1,500	1,500	1,500	1,500
江苏新泰材料	8,240	13,500	23,500	23,500
九九久	6,000	6,000	6,000	6,000
石大胜华	4,000	4,000	4,000	4,000
赣州石磊	4,000	4,000	4,000	4,000
永太科技	8,000	18,000	38,000	38,000
湖北宏源	5,000	5,000	5,000	5,000
东莞杉杉	2,000	2,000	2,000	2,000
滨化股份	1,000	1,000	1,000	1,000
其他	4,000	6,000	8,000	8,000
外资产能合计（吨）	14,500	17,500	17,500	17,500
国内自主合计（吨）	89,740	173,000	263,000	313,000
合计	104,240	190,500	280,500	330,500

数据来源：GGII，东吴证券研究所测算

表8：六氟磷酸锂供需测算

全球	2021 年	2022 年	2023 年 E	2024 年 E	2025 年 E
供给（吨）	84,590	147,370	217,500	280,500	330,500
需求（吨）	77,418	120,870	164,694	213,512	282,817
过剩（吨）	7,172	26,500	52,806	66,988	47,683
产能利用率	92%	82%	76%	76%	86%

数据来源：GGII，东吴证券研究所测算

电解液盈利逐步回归合理水平，头部厂商成本优势显著。电解液行业盈利逐步回归

合理水平，龙头天赐材料液体六氟优势明显，Q2 天赐六氟成本较竞争对手低 1-2 万元/吨，享受超额利润，较行业新进入者低约 3 万元/吨，对应电解液成本优势 0.3-0.4 万元/吨左右；LIFSI 按照 2%添加比例计算，LIFSI 100%自供对应电解液利润增厚 0.1-0.2 万元/吨左右，叠加添加剂自供，Q2 吨净利约 6000 元。我们测算新宙邦/瑞泰新材单位盈利分别降至 1200/6000 元左右，为历史底部，盈利基本见底。考虑尾部产能出清仍需时间，23H2 电解液盈利仍将处于底部位置，我们预计随着后续需求逐步恢复好转，24H2 电解液盈利有望企稳回升。

图14: 电解液厂商季度单位盈利走势（万元/吨）

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
天赐材料	0.96	1.45	1.80	1.20	1.85	1.80	1.27	1.05	0.75	0.60
新宙邦	0.44	0.80	1.50	1.50	1.65	1.50	0.85	0.40	0.20	0.12
瑞泰新材	0.85				0.86				0.63	

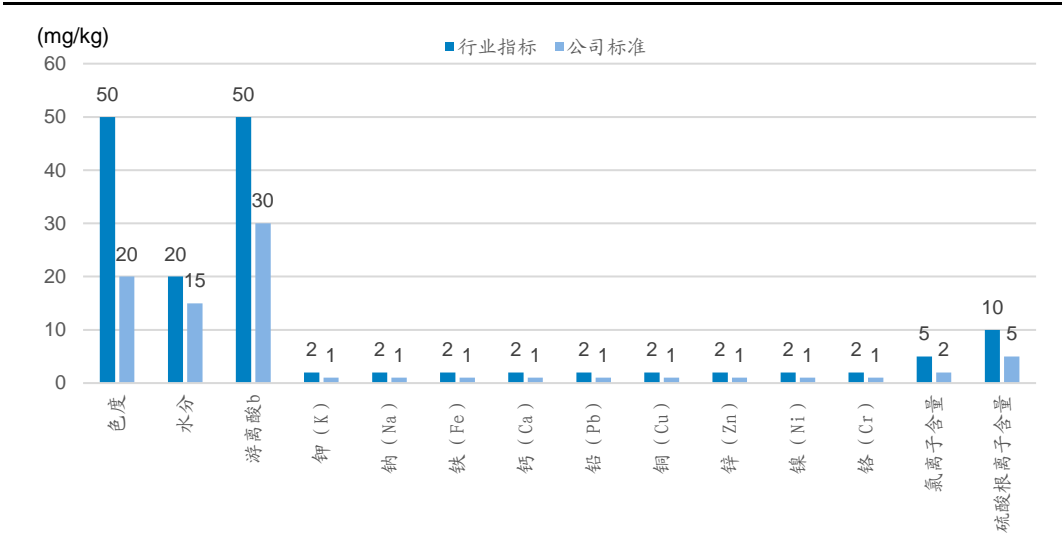
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 公司兼具技术及客户优势，产业链纵向布局盈利有望提升

3.1. 产品技术指标行业领先，新型电池技术前瞻布局

公司电解液产品技术指标优于行业，新型电池技术方向均有布局。公司通过多年在技术、管理经验、客户资源上的积累，电解液产品质量较高且稳定性良好，在色度、水分、游离酸、金属杂质含量、氟离子含量、硫酸根离子含量等技术参数上整体优于行业标准，处于行业领先水平，如行业标准金属杂质含量 $\leq 2\text{mg/kg}$ ，公司电解液可做到低于 1mg/kg 。此外，公司已经在新型电池方面持续性地进行了相关的研发投入与积累，在固态电池、半固态电池、锂硫电池以及钠离子电池等新型电池材料方面皆存在相应布局。公司的锂电池电解液添加剂以锂盐类添加剂为主，具备较高的技术门槛，且已大量应用于主流动力锂离子电池中。此外，公司的部分产品已应用于固态锂离子电池等新型电池中，并形成批量出货。

图15：公司产品相关技术指标



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表9：公司在新型电池技术的相关储备

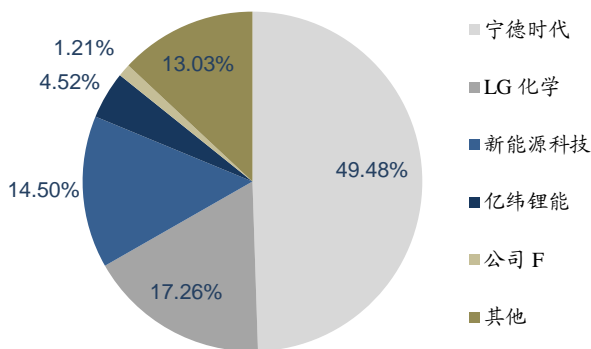
研发方向	研发项目	研发目标
固态电池	高能比固态锂电技术——“刚柔并济”复合固态电解质的设计与制造	预计该产品可以作为电解质材料应用于固态锂电池中
	类固态电池电解液研究	预计该产品可以用于类固态锂离子电池电解液中，该产品相较于现有产品的电导率及循环性能将进一步提升
锂硫电池	锂硫电池电解液	预计该产品可以用于锂硫电池电解液中，该产品相较于现有产品的循环性能将进一步提升
钠离子电池	钠离子电池电解液	预计该产品可以用于钠离子电池电解液中，该产品相较于现有产品的电导率、循环性能将进一步提升

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 绑定头部电池厂商，具备优质客户资源

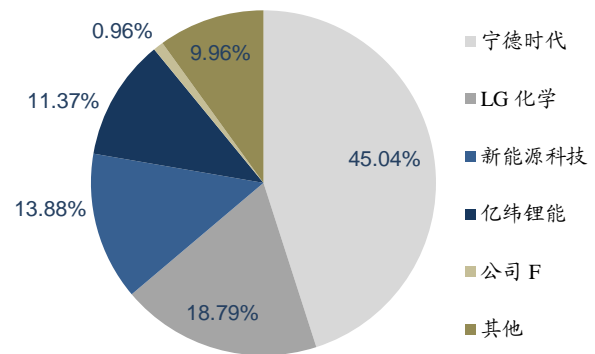
绑定头部电池厂商，具备较强客户黏性。公司与宁德时代、LG 化学、新能源科技等头部电池厂商建立长期合作。2020-2022 年公司前五大客户销售收入占比分别为 78%/87%/90%，客户集中度提升。2022 年宁德时代/LG 化学/新能源科技/亿纬锂能销售占比分别为 45%/19%/14%/11%，同比-4.4/+1.5/-0.6/+6.9pct，其中亿纬锂能占比显著提升。由于锂电产品测试周期长，对产品性能的稳定性和一致性要求高，公司对于核心客户的技术要求和技术信息较为了解，能够提供更为有效的电解液产品、技术支持以及整体解决方案，而下游客户切换供应商也面临着重新进行认证等较高的时间和财务成本，因此公司具备较强的客户黏性。此外，公司在宁德、波兰等地建设电解液工厂，配套向下游客户供应产品，深化合作关系。

图16: 2021 年瑞泰新材客户结构 (按销售金额计)



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图17: 2022 瑞泰新材客户结构 (按销售金额计)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3.3. 远期产能规划庞大, 支撑公司长期高增

公司电解液基地配套核心客户, 总产能规划超 150 万吨。目前公司现有和规划的电解液产能超 150 万吨, 包括张家港、浙江衢州、福建宁德、四川自贡及波兰, 目前产能 26 万吨, 包括华荣化工 10 万吨、波兰 4 万吨、宁德华荣 12 万吨。自贡华荣 30 万吨、衢州瑞泰 30 万吨处于在建阶段, 预计 24/25 年底公司产能可达 56/86 万吨, 叠加宁德华荣 40 万吨、波兰华荣 26 万吨正在规划中, 公司总产能规划超 150 万吨, 远期规划庞大。

表10: 瑞泰新材电解液产能规划 (万吨)

	规划产能	2023E	2024E	2025E	2026E
华荣化工	10	10	10	10	10
宁德华荣	52	12	12	12	52
波兰华荣	30	4	4	4	4
衢州瑞泰	30		30	30	30
自贡华荣	30			30	30
合计	152	26	56	86	126

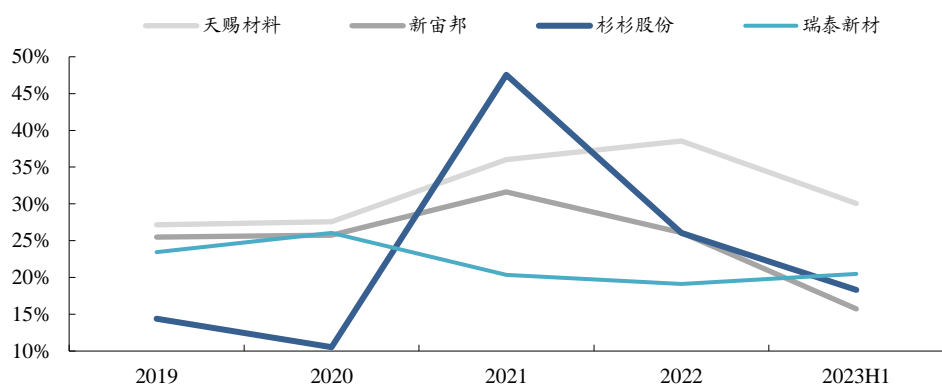
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.4. 产业链纵向布局, 盈利水平有望提升

23H1 公司盈利能力处行业较高水平, 供应链管理能力强。2020-2022 年瑞泰新材电解液业务毛利率分别为 26%/20%/19%, 低于行业平均, 2021 年原材料采购单价大幅上升, 带动单位成本提升, 同时价格调整相对滞后, 产品毛利率有所下降。与可比公司对比, 公司毛利率相对较低, 杉杉股份电解液板块中包含六氟, 21 年六氟价格大幅上涨带动毛利率显著提升; 新宙邦、天赐材料相应版块构成中包含其他毛利率较高的产品,

且覆盖产业链较长,包括六氟、溶剂、添加剂等。2023H1 公司电池材料板块毛利率 20.50%,较 22 年提升 1.4pct,我们测算公司 23H1 单位盈利约 0.63 万元/吨,仅低于龙头天赐,得益于公司较强的供应链管理能力和,23H1 公司六氟采购均价 11.9 万元/吨,而上半年六氟市场均价 15.3 万元/吨。

图18: 瑞泰新材与可比公司电解液板块毛利率对比

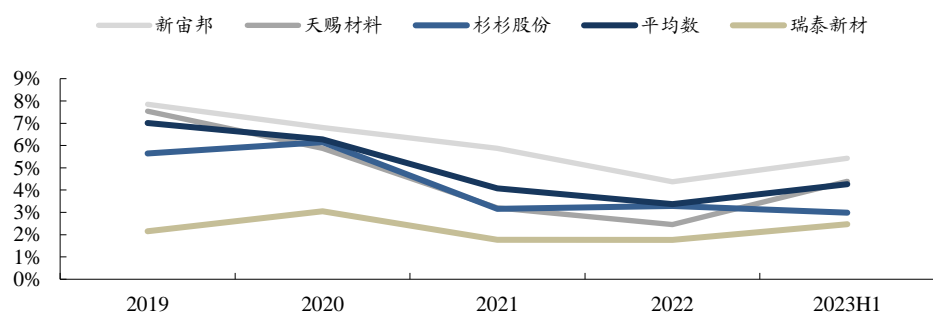


数据来源: 公司年报, 招股说明书, 东吴证券研究所

备注: 瑞泰新材 2022 年末披露电解液毛利率, 故选取电池材料毛利率

公司实行精细化管理, 管理费用率低于同行。2019 年以来, 公司管理费用率维持 2% 左右 (2020 年达 3.1%), 显著低于行业平均水平, 主要由于公司管理模式更为精细, 人员按需配置, 员工数量与同行业公司相比较为精简, 人员成本较低, 职工薪酬相对更低; 同时, 现有办公楼资产和账面值均较小, 计提折旧较少。此外, 21 年 12 月公司与江苏新泰、宁德新能源成立合资公司江苏瑞泰联腾, 投资 3 万吨六氟项目, 项目已开工建设, 一体化布局有望贡献盈利。

图19: 瑞泰新材与可比公司管理费用率对比



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

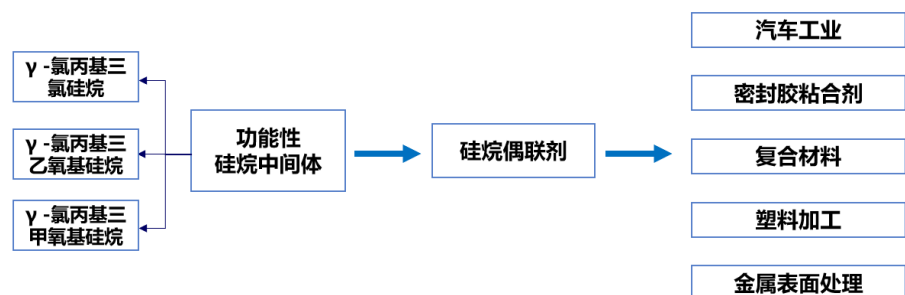
4. 硅烷偶联剂：国内企业竞争优势明显，公司研发技术行业领先

4.1. 行业：全球市场规模逐步增长，产业逐步向国内转移

硅烷偶联剂是四大有机硅材料之一，能提高复合材料的性能和增加粘接强度。有机硅材料主要分为硅橡胶、硅油、硅树脂以及功能性硅烷四大类，其中功能性硅烷按用途可分为硅烷偶联剂和硅烷交联剂两类。硅烷偶联剂是一类分子中同时含有两种不同化学性质的有机硅化合物，可使高分子聚合物与无机填料产生良好的偶联和补强效果，属于新材料有机硅领域精细化学品范畴，是国家重点支持的高新技术产品。

硅烷偶联剂处于有机硅产业上游，下游应用广泛。硅烷偶联剂的主要原材料为功能性硅烷中间体，如 γ -氯丙基三氯硅烷、 γ -氯丙基三乙氧基硅烷、 γ -氯丙基三甲氧基硅烷，行业产能处于扩张的阶段，预计将进一步降低国内功能性硅烷中间体的成本。下游应用较为广泛，涉及较多产业，如汽车工业、密封胶粘合剂、复合材料、塑料加工、涂料、金属表面处理和建筑防水等。据全国硅产业绿色发展战略联盟统计，2020 年我国有机硅行业生产规模约为 27.82 万吨，同比增长 3.00%。从长远来看，有机硅行业尚未饱和，仍处于扩张状态。

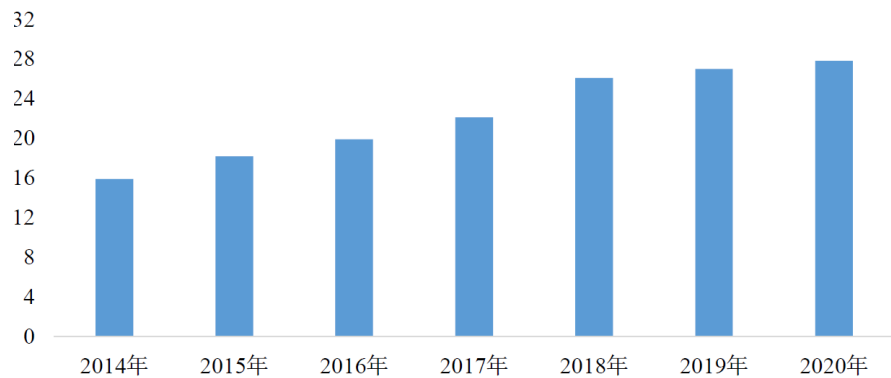
图 20：硅烷偶联剂产业链



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

全球硅烷偶联剂需求稳步增长，预计 22-29 年市场规模 CAGR 为 6%。受复合材料、表面处理、新能源汽车、绿色轮胎等领域的需求拉动，硅烷偶联剂的市场消费量快速增长，据 Markets and Markets 调研报告，2022 年硅烷偶联剂的全球市场规模达 9.49 亿美元，预计 2029 年达到 14.4 亿美元，22-29 年 CAGR 为 6.1%。随着新能源汽车市场的逐渐成熟，绿色轮胎法规的逐步实施，以及复合材料、表面处理等新兴产业在中国的持续发展，有望推动中国功能性硅烷的需求快速增长。

图21：2014-2020 年国内有机硅行业产量（万吨）



数据来源：SAGSI，东吴证券研究所

硅烷偶联剂行业壁垒高，竞争激烈，产业正加速向中国转移。国外硅烷偶联剂主要生产企业为陶氏化学、瓦克化学、赢创、信越化学、迈图高新等国际有机硅巨头，上述企业的硅烷偶联剂年产量均在3万吨以上，且产品质量高。龙头企业利用规模优势生产需求量较大的硅烷偶联剂品种，通过向全球其他中小型硅烷偶联剂生产企业采购其他品种完善产品序列，市场下沉为国内硅烷偶联剂生产企业提供了发展机遇，目前我国形成了江瀚新材、宏柏新材、晨光新材等规模较大的硅烷生产企业。

4.2. 公司：硅烷偶联剂处于领先水平，研发、核心工序优于同行

4.2.1. 硅烷偶联剂处于领先水平，产品定位高于同行

硅烷偶联剂产品整体性能稳定，具有较高的行业地位。硅烷偶联剂产品主要用以改善无机物与有机物之间的界面作用，从而提高复合材料的性能。公司的硅烷偶联剂产品主要包括氨基硅烷、酰氧基硅烷、环氧烷基硅烷等，用于高档涂料、玻璃纤维等领域，目前，目前已与国际大型化工企业陶氏化学、巴斯夫、欧文斯科宁、迈图高新等建立长期合作关系。

公司具备硅烷偶联剂生产的核心技术，产品精度较高。对外销售的产品中，也是以公司自有技术生产的自产产品为主。公司生产的硅烷偶联剂产品涵盖九大系列六十多个品种，其中1种产品被认定为国家重点新产品，29种产品被评为省高新技术产品。公司已有多项与硅烷偶联剂生产相关的专利。公司核心工序在滴加、抽滤、高沸以及精馏方面和其他同行公司有所差异，使得公司可以根据下游客户的需求，生产具备较高工艺精度的产品。

表11: 瑞泰新材硅烷偶联剂核心工序与同行比较

工序	公司	国内一般同行
滴加	采用自动滴加联锁控制, 控温稳定, 副反应少, 安全水平高	一次性投料, 副反应较多, 但设备投资费用低
抽滤	采用真空抽滤的方式, 配合多层专用滤布叠加规定, 滤液品质高	离心过程有异味散发, 前期滤液质较低
高沸精馏	综合利用, 变废为宝, 附加值高 确保了公司销售 98%规格优级品	综合利用所得副产物品质较低, 适合低端行业如铸造 一般无精馏工序, 降级成 95%规格出售。

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

公司硅烷偶联剂产品专注高端市场, 产品价格高于同行。公司硅烷偶联剂产品均价由 2019 年的 4.72 万元/吨增长至 2021 年的 5.75 万元/吨, 主要由于公司对于硅烷偶联剂的技术研发、产能的持续投入以及原材料的价格提高; 同时, 2019-2021 年的整体产品均价也均高于同行业公司, 主要由于公司需要以高标准的核心工序和产品精度去匹配高端供应商对产品的高质量标准。

表12: 瑞泰新材 2019-2021 年硅烷偶联剂价格变化 (单位: 万元/吨)

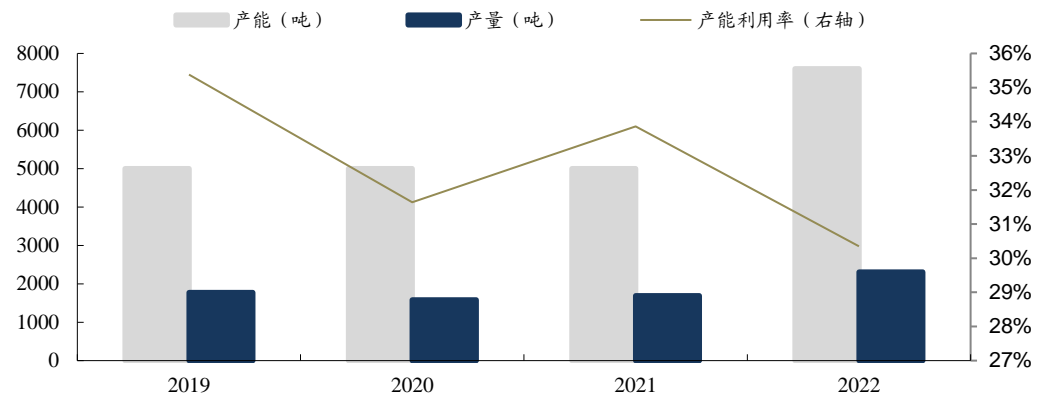
	2019	2020	2021
瑞泰新材	4.72	4.43	5.75
同比		-6.14%	29.80%
晨光新材	2.07	2.06	3.41
同比		-0.48%	65.53%
宏柏新材	1.73	1.5	2.1
同比		-13.29%	40.00%

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

4.2.2. 有机硅产能稳步扩张, 后续产能利用率有望提升

有机硅产能稳步扩张, 当前产能利用率处于低位。公司积极开拓客户, 产量逐年增长, 由 2019 年的 1769 吨/年增长至 2022 年的 2307 吨/年; 公司有机硅产能增长至 7600 吨/年主系宁德华荣年产 8 万吨新材料项目中包含 2600 吨/年有机硅材料的新增计划已完工; 公司硅烷偶联剂业务产能利用率持续低位, 维持在 30%左右, 主要系国内化工项目审批、建设周期较长, 从筹备开始到投产需要较长时间, 且报批新项目难度较大, 因此公司在报批产能时会做长期的预判, 对产能留有一定的余量。

图22: 瑞泰新材 2019-2022 年有机硅产能和产量情况



数据来源：招股说明书，公司年报，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

电池材料业务：随着公司电解液、添加剂和电池材料新增产能陆续释放，我们预计公司 2023-2025 年电池材料业务收入分别为 44/43/46 亿元，同比-26%/-2%/+8%，毛利率分别为 19%/17%/18%，其中电解液为主要产品，我们预计 2023-2025 年公司电解液业务收入分别为 40/39/42 亿元，同比-28%/-4%/+8%，毛利率分别为 19%/17%/17.5%，销量分别为 10/12/15 万吨，单位盈利 0.46/0.31/0.3 万元/吨，净利润贡献 4.7/3.8/4.5 亿元。

硅烷偶联剂：公司硅烷偶联剂业务注重高端市场，产量、产能优势明显，后续产能利用率仍有提升空间。我们预计 2023-2025 年硅烷偶联剂业务收入分别为 279/358/451 百万元，同比+45%/+40%/+26%，毛利率分别为 28%/28%/28%。

参考公司招股说明书，我们选取同为锂电池电解液行业的上市公司天赐材料、新宙邦、杉杉股份作为可比公司，可比公司 23 年平均 PE 为 18 倍。考虑电解液盈利逐步回归，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 5.24/4.6/5.52 亿元，同比-32%/-12%/+20%，对应 PE 为 25/29/24x，首次覆盖，给予“增持”评级。

图23：分业务盈利预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
一、电池材料						
收入（百万元）	1,688	5,028	5,903	4,359	4,252	4,611
-增速	10%	198%	17%	-26%	-2%	8%
成本（百万元）	1,224	3,967	4,775	3,534	3,525	3,801
毛利	467	1,074	1,129	826	728	810
毛利率	28%	21%	19%	19%	17%	18%
（一）电解液						
收入（百万元）	1,517	4,767	5,608	4,038	3,876	4,186
-增速	8%	214%	18%	-28%	-4%	8%
成本（百万元）	1,122	3,796	4,536	3,271	3,217	3,454
销量（万吨）	3.33	7.16	8.60	10.32	12.38	14.86
-增速	8%	115%	20%	20%	20%	20%
均价（万元/吨，含税）	5.15	7.53	7.37	4.42	3.54	3.18
均价（万元/吨，不含税）	4.56	6.66	6.52	3.91	3.13	2.82
-增速	0%	46%	-2%	-40%	-20%	-10%
毛利（百万元）	395	971	1,072	767	659	733
单吨毛利（万/吨）	1.19	1.36	1.25	0.74	0.53	0.49
毛利率	26.1%	20.4%	19.1%	19.0%	17.0%	17.5%
费用率	9.2%	5.1%	3.3%	4.9%	5.2%	4.7%
净利润（百万元）	222	607	743	474	383	448
单吨利润（万元/吨）	0.67	0.85	0.86	0.46	0.31	0.30
净利率	14.6%	12.7%	13.3%	11.7%	9.9%	10.7%
（二）添加剂						
收入（百万元）	132	223	254	280	333	380
-增速	45%	68%	14%	23%	19%	14%
成本（百万元）	72	140	201	230	273	311
毛利（百万元）	61	83	53	50	60	68
毛利率	45.7%	37.1%	21.0%	18.0%	18.0%	18.0%
（三）超电产品						
收入（百万元）	38	39	41	41	43	45
-增速	29%	1%	7%	-1%	5%	5%
成本（百万元）	31	31	38	33	34	36
毛利（百万元）	8	8	3	8	9	9
毛利率	20.4%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
二、硅烷偶联剂						
收入（百万元）	100	124	192	279	358	451

-增速	-9%	24%	55%	45%	40%	26%
成本（百万元）	66	90	135	201	258	325
毛利（百万元）	34	35	58	78	100	126
毛利率	34.3%	27.9%	30.0%	28.0%	28.0%	28.0%
三、其他						
收入（百万元）	27	50	39	59	88	132
-增速	46%	87%	-22%	50%	50%	50%
成本（百万元）	16	30	21	35	53	79
毛利（百万元）	11	20	19	24	35	53
毛利率	41.6%	39.9%	41.5%	40.0%	40.0%	40.0%
合计						
收入（百万元）	1,815	5,203	6,135	4,697	4,699	5,194
-增速	10%	187%	18%	-23%	0%	11%
成本（百万元）	1,306	4,087	4,930.02	3,770	3,836	4,205
毛利（百万元）	509	1,116	1,205	928	863	989
毛利率	28.1%	21.5%	19.6%	19.7%	18.4%	19.0%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表13：可比公司估值（截至 2023 年 9 月 27 日）

公司名称	证券代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS(元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
天赐材料	002709.SZ	27.17	523	1.83	2.62	3.68	15	10	7
新宙邦	300037.SZ	44.35	332	1.67	2.28	3.36	27	19	13
杉杉股份	600884.SH	13.57	307	1.12	1.42	1.8	12	10	8
平均							18	13	9
瑞泰新材	301238.SZ	17.88	131	0.72	0.63	0.75	25	29	24

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测（杉杉股份盈利预测来自 wind 一致预期，其余均为东吴证券研究所预测）

6. 风险提示

- 技术路线变动的风险：**新型技术路径如氢燃料电池、固态锂离子电池等可能对现有的液态锂离子电池产生冲击，从而导致对锂离子电池电解液的市场需求下降。若出现上述情况，公司作为锂离子电池电解液及添加剂供应商，若不能顺应行业发展趋势，及时实现技术进步或转型，则其收入和经营业绩将受到较大的不利影响。
- 原材料价格波动及供应风险：**2021 年以来，六氟磷酸锂等主要原材料由于产能扩张速度不及下游需求增速，价格呈上升趋势。若未来主要原材料价格因宏观

经济波动、上下游供需情况以及“两高”政策实施等因素影响而出现大幅不利变化，同时公司不能把原材料价格波动的风险及时向下游转移，将可能对公司产品毛利率造成不利影响，进而对公司业绩造成不利影响。

- 3) **客户集中度较高的风险：**公司客户相对集中与下游动力电池行业竞争格局较为集中的发展现状相一致。如果下游主要客户的生产经营发生重大不利变化、或者主要客户订单大量减少，而公司无法及时拓展新客户，将会对公司的经营业绩产生不利影响。
- 4) **境外经营风险：**公司在波兰、韩国等地设有子公司，积极拓展海外业务。由于境外市场受政策法规变动、政治经济局势变化、知识产权保护、不正当竞争、消费者保护等多种因素影响，随着业务规模的进一步扩大，公司涉及的境外经营环境将会更加复杂。若境外市场出现较大不利变化，或公司境外业务拓展效果未达预期，会对公司经营的业务带来一定的风险。
- 5) **安全生产及环保风险：**公司生产会产生一定数量的废水、废气、废渣，部分原料、半成品、成品为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质。尽管公司配备有较完备的安全设施和环保处理设施，制定了较为完善的事故预警处理机制，技术水平比较先进，但仍然可能因物品保管及操作不当、设备故障或自然灾害等原因导致安全事故或环境污染事故发生，从而影响公司生产经营的正常进行。

瑞泰新材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,831	9,143	9,497	10,196	营业总收入	6,135	4,697	4,699	5,194
货币资金及交易性金融资产	5,240	5,792	6,144	6,498	营业成本(含金融类)	4,930	3,770	3,836	4,205
经营性应收款项	2,943	2,775	2,771	3,062	税金及附加	24	42	23	26
存货	623	551	557	609	销售费用	40	35	37	36
合同资产	0	0	0	0	管理费用	109	117	103	104
其他流动资产	24	26	26	27	研发费用	127	117	108	109
非流动资产	1,373	1,509	1,616	1,673	财务费用	(99)	(38)	(5)	(6)
长期股权投资	49	49	49	49	加:其他收益	13	19	9	10
固定资产及使用权资产	876	959	1,007	1,004	投资净收益	(6)	9	0	0
在建工程	189	149	120	90	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	184	276	364	454	减值损失	10	(1)	(9)	(13)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	1,026	681	596	717
其他非流动资产	75	75	75	75	营业外净收支	5	2	2	2
资产总计	10,204	10,652	11,113	11,869	利润总额	1,031	683	598	719
流动负债	3,151	2,808	2,750	2,896	减:所得税	169	113	99	119
短期借款及一年内到期的非流动负债	263	300	200	100	净利润	861	570	500	600
经营性应付款项	2,684	2,272	2,312	2,535	减:少数股东损益	84	46	40	48
合同负债	6	30	31	34	归属母公司净利润	777	524	460	552
其他流动负债	198	206	207	227	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.06	0.72	0.63	0.75
非流动负债	37	257	357	457	EBIT	929	615	591	714
长期借款	0	220	320	420	EBITDA	997	742	730	865
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.64	19.75	18.37	19.04
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	12.66	11.17	9.78	10.63
其他非流动负债	37	37	37	37	收入增长率(%)	17.91	(23.43)	0.03	10.55
负债合计	3,188	3,066	3,107	3,353	归母净利润增长率(%)	28.98	(32.49)	(12.34)	20.11
归属母公司股东权益	6,739	7,263	7,643	8,105					
少数股东权益	278	323	363	411					
所有者权益合计	7,016	7,586	8,006	8,516					
负债和股东权益	10,204	10,652	11,113	11,869					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	956	563	702	680	每股净资产(元)	9.19	9.90	10.42	11.05
投资活动现金流	(2,735)	(250)	(244)	(207)	最新发行在外股份(百万股)	733	733	733	733
筹资活动现金流	3,629	239	(106)	(118)	ROIC(%)	15.43	6.68	5.94	6.79
现金净增加额	1,918	552	352	355	ROE-摊薄(%)	11.53	7.22	6.02	6.81
折旧和摊销	68	126	139	151	资产负债率(%)	31.24	28.78	27.96	28.25
资本开支	(434)	(260)	(244)	(207)	P/E (现价&最新股本摊薄)	16.88	25.00	28.52	23.74
营运资本变动	59	(147)	29	(130)	P/B (现价)	1.95	1.81	1.72	1.62

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>