

彩客新能源 (1986.HK)



买入 (首次覆盖)

目标价: 1.56 元

国内“一步法”磷酸铁龙头企业，多元化布局成果显现

核心投资亮点

彩客新能源是国内“一步法”磷酸铁龙头及多种化学材料中间体的全球龙头，深度布局染料、颜料、电池材料、新材料中间体领域，产品多点开花。公司产品类型多样，化学中间体下游客户包括消费、医药、食品等行业，电池材料深入新能源汽车和储能产业链，新材料对应中国高端制造的需求。公司依托在精细化学品中间体领域的技术优势，利用业务协同和技术交叉，为新材料领域的发展打开空间，助力公司可持续增长。

- 公司高度重视研发，多项新产品取得进展。**自主研发的磷酸铁“一步法”（铁法）工艺，打破了铁法技术壁垒，为国内首创。“一步法”工艺路线的磷酸铁，产品品质优异，一致性稳定性强、原子经济性高、电化学指标优越、成本低等特点得到了国轩高科、常州锂源和融捷股份等下游客户的认可。此外，公司新材料 BPDA 打破海外垄断，有望快速实现进口替代。
- 主要产品占据全球市场主导地位，客户遍布全球。**公司客户广泛分布在印度、印尼、巴西、德国、西班牙、中国台湾、日本、美国等地，形成全球化销售网络。与多家头部客户保持长期的紧密合作。DSD 酸与昂高、巴斯夫、Indulor、传化等世界知名企业建立了长期稳定合作关系。磷酸铁与国轩高科、江西智锂、常州锂源、合肥融捷等公司达成紧密合作，已成为国内新能源汽车电池龙头企业的优质间接供应商。
- 公司分拆业务独立上市，多元布局成果不断释放。**目前，公司持续推进电池材料业务主体公司山东彩客新材料在中国境内的证券交易所独立上市，以及高性能有机颜料中间体板块业务主体公司彩客科技转板至北交所上市。子公司通过资本市场获得更加公允的估值将令各业务板块更具发展活力，同时推动市场对港股公司重新认识和估值。
- 优秀的基本面+成长预期，价值显著低估。**选取电池材料板块湖北宜化、云天化、川恒股份、新洋丰、云图控股、兴发集团、天赐材料为可比公司，化学板块闰土股份、浙江龙盛、百合花、中国心连心化肥、阜丰集团、中国旭阳集团为可比公司。行业可比估值远高于公司当前估值，公司的成长属性以及独特市场价值未被充分认识，股价仍处于显著被低估的状态，估值修复和业绩成长空间大。

華升証券研究

陈思聪

nelsonchan@cfcg.com.hk

+852 31666842

	市盈率 (PE)				市销率 (PS)			
	TTM	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E	2025E
电池材料同业	14.54	11.84	9.21	7.45	1.23	1.20	0.99	0.84
化学板块同业	20.70	16.97	11.15	8.69	0.93	0.92	0.84	0.79
彩客新能源	5.09	13.97	4.83	2.33	0.46	0.47	0.41	0.34

*收盘价于 2023 年 11 月 14 日，估值预测采用 iFind 一致预期

目标价和评级

公司是国内“一步法”磷酸铁龙头，全球多种化学中间体龙头，具备较大业绩成长空间，同时考虑到港 A 股的估值差异，给予彩客新能源 6.5 倍 PE 估值。综合来看，给予 1.56 港币目标价和“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期的风险；原材料市场波动剧烈的风险；技术路线变化的风险；外汇风险。

目录

一、多元化布局发展战略成效显著	3
1.1 产品体系不断完善，公司开启快速成长	3
1.2 积极求变，转型升级开辟发展篇章	3
1.3 持续回购，维持稳定派息	4
1.4 主营业务多元，下游应用丰富	5
二、磷酸铁：动力储能双轮驱动	6
2.1 磷酸铁产业链：一步法磷酸铁工艺优势明显	6
2.2 未来需求向好：国内外动力、储能双轮驱动	7
2.3 竞争格局：价格回落，行业竞争激烈	10
2.4 彩客：灵活调整产能、布局电池回收新业务	11
三、传统化学业务：韧性十足	13
3.1 DSD 酸全球行业领导者	13
3.2 BPDA 有望成为新的增长点	14
四、公司优势：综合竞争实力优秀	16
4.1 布局优势：多业务驱动成长	16
4.2 技术优势：性能环保优势突出	16
4.3 客户优势：深入绑定头部客户	16
4.4 产能优势：产能储备充足	17
4.5 分拆上市：推动重新估值	17
五、财务分析与估值	18
5.1 财务表现稳健，保持较强韧性	18
5.2 盈利预测及假设	20
5.3 估值比较	21
5.4 投资建议	22
六、风险提示	22

一、多元化布局发展战略成效显著

1.1 产品体系不断完善，公司开启快速成长

立足中间体，多种新材料打开长期成长空间。彩客新能源成立于1986年，以化工新材料为开端，深耕中间体产业30余年。DSD酸、DMSS、DMAS等产品产销量世界第一，新能源电池材料产销居全国前三，现为国内“一步法”磷酸铁龙头企业。同时，新产品BPDA正在稳步推进。未来，公司依托在精细化学中间体领域的优势，通过多样化的新材料发展战略，助力企业的长期发展打开空间。

1.2 积极求变，转型升级开辟发展篇章

图：公司发展历程



资料来源：公司官网

公司以DSD酸崭露头角，稳定发展逐步扩大领先优势。1997年，公司自建DSD酸装置，正式生产销售染料中间体。2001年，公司开发出DMS和DMSS产品，进入颜料中间体业务。此后，公司分别在2004年和2008年开发出DIPS和DMAS产品。自此，公司主要产品走向全球，实现大规模生产和销售，目前主要产品已占据全球市场主导地位。

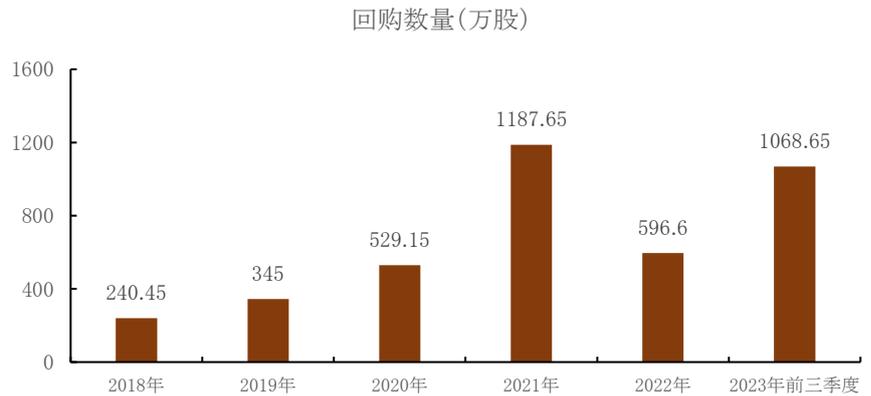
稳中求进，积极捕捉新机遇，电池材料成为公司第二增长曲线。2015年，公司于香港主板上市，凭借多年技术积累和经验加持，公司敏锐地捕捉到了新能源汽车市场的发展机遇，于2017年正式进入新能源锂电池材料行业。2019年，随着15,000吨/年磷酸铁产能正式投产，公司电池材料业务驶入快车道。近年来，磷酸铁产能不断提升，截至2022年12月底，公司磷酸铁产能已达80,000吨/年，同时仍有110,000吨产能在建中。电池材料业务已超越颜料中间体成为公司第二大业务，此外，公司正在积极研究磷酸铁锂电池黑粉回收技术，未来有望给电池材料业务带来更多发展可能。

转型升级、积极求变，通过分拆释放业务发展活力。2022年，港股股票简称从彩客化学更名为“彩客新能源”，并开启了分拆上市的资本市场布局。主营高性能有机颜料中间体板块的彩客科技，已于2022年8月31日在新三板正式挂牌，并成功晋升创新层，代码873772.NQ，目前正积极推进挂牌北交所。主营磷酸铁业务板块的彩客新材料在分拆完成前，已完成第一轮战略投资人引入，未来计划推进A股独立上市。分拆有望促进集团的业务于独立平台拓展，符合公司的整体发展战略。

1.3 持续回购，维持稳定派息

持续分红回购，彰显长期信心。2023年前三季度公司累计回购股份1068.65万股，占公司总股本约1.05%，成交总金额1265.44万元港币。其中截至7月回购的266.4万股已于7月27日公告注销，公司已发行股本按其面值减少。近两年公司持续回购，彰显公司对长远业务前景的信心，有利于维护市场价值，提振投资者信心，提高股东回报。

图：公司近年回购情况



资料来源：公司公告

持续高派息回馈股东，股息率具有吸引力。公司上市以来每年都有分红，分红派息较为稳定。公司2022年中期每股派息0.042港元、年末每股派息0.067港元，相对于目前的股价，股息率达到10.1%，具有吸引力。自2015年上市以来，将公司历年股息加总，公司通过股息的现金回报达到了0.82港币/股，相当于目前股价的75.8%，回馈股东诚意十足。

图：公司近年派息情况

报告期	年度	分红类型	方案说明	除净日	派息日期
2023 中报	2023 年	一般分红	每股 0.032 港元	2023-09-04	2023-11-06
2022 年报	2022 年	一般分红	每股 0.067 港元	2023-05-12	2023-06-30
2022 中报		一般分红	每股 0.042 港元	2022-09-05	2022-10-31
2021 年报	2021 年	一般分红	每股 0.081 港元	2022-05-12	2022-05-31
2021 中报		一般分红	每股 0.047 港元	2021-09-02	2021-09-21
2020 中报	2020 年	一般分红	每股港币 0.054 元	2020-09-03	2020-11-06
2019 年报		特别分红	每股港币 0.063527 元	2020-06-19	2020-07-31
2019 年报	2019 年	一般分红	每股股份 0.101 港元	2020-06-19	2020-07-31
2019 其他		特别分红	每股港币 0.065 港元	2020-03-17	2020-04-06
2018 年报	2018 年	一般分红	每股港币 0.072727 元	2019-06-21	2019-07-26
2017 年报	2017 年	一般分红	每股 0.048 港元	2018-06-22	2018-07-13
2016 年报	2016 年	特别分红	每 1 股现有股份可派送 1 股新股	2017-06-23	--
2016 年报		一般分红	每股人民币 0.073 元	2017-06-23	2017-07-13
2015 年报	2015 年	一般分红	每股人民币 0.062 元	2016-06-21	2016-07-08

资料来源：公司公告

1.4 主营业务多元，下游应用丰富

公司业务分为三大板块，包括染料及农业化学品中间体、颜料中间体及新材料、电池材料。2018-2022年，电池材料业务收入迅速放量，占比一路提高，超越颜料中间体及新材料成为公司第二大主营业务。2023上半年，三大板块业务分别占收入比重的58.8%，19.4%、21.9%。

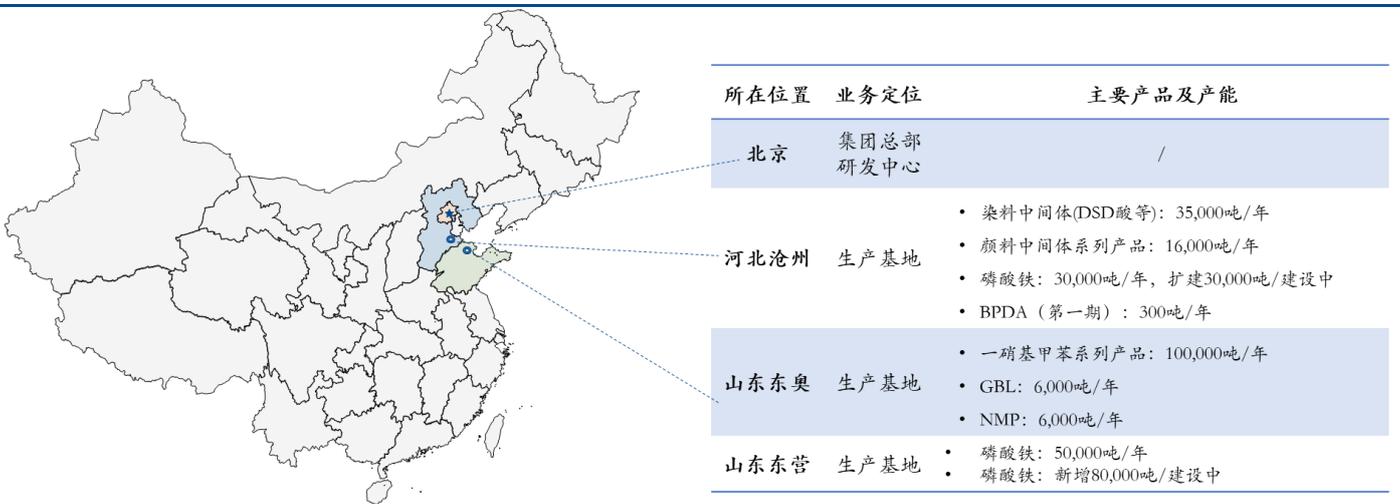
图：公司三大业务占营收比重



资料来源：公司公告

三大生产基地，产能储备充足。彩客新能源作为全球领先的染料及农业化学品中间体、颜料中间体的生产商之一，拥有众多先进生产厂房，包括全球最大的DSD酸、DMSS及全球三大一硝基甲苯之一的生产厂房。同时，公司在积极改进生产工艺，确保稳定、规模、绿色化量产，以实现生产能力提升、生产成本减少、生产能耗降低的目的。此外，磷酸铁、BPDA等主要产品均具备扩产能力，将根据市场需求，在适当时间完成产能扩建计划。

图：生产基地及主要产品产能



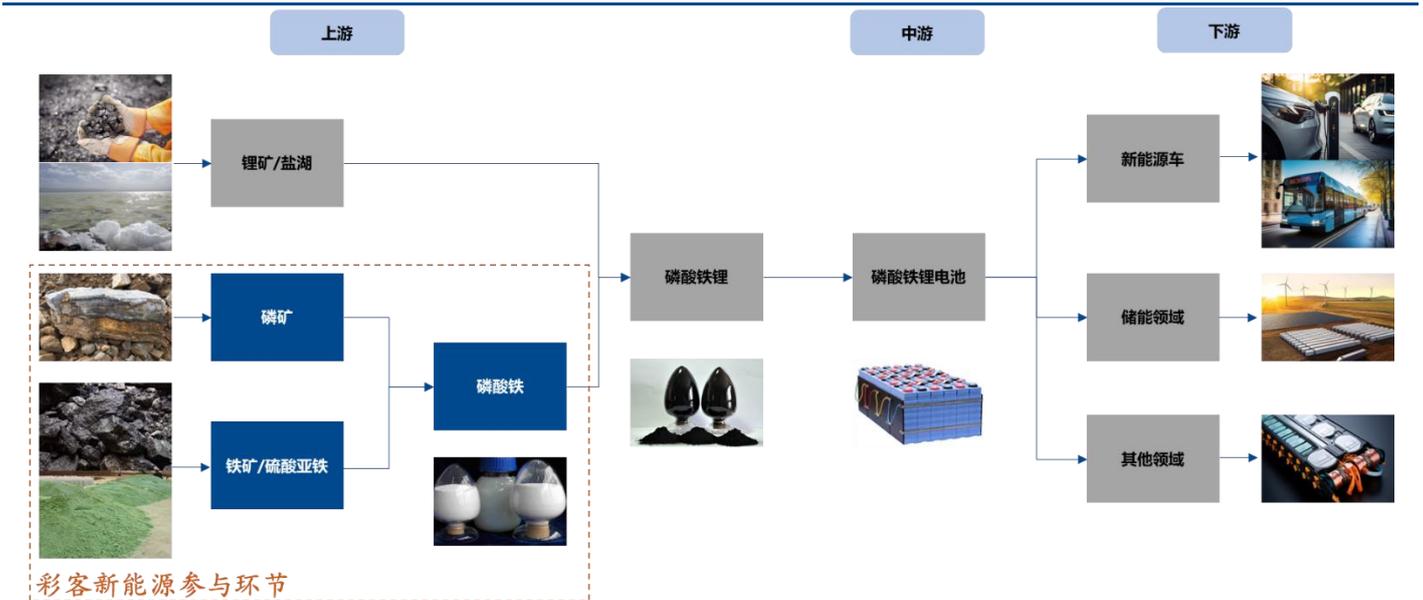
资料来源：根据公司公开材料整理

二、磷酸铁：动力储能双轮驱动

2.1 磷酸铁产业链：一步法磷酸铁工艺优势明显

磷酸铁，即正磷酸铁，分子式为 FePO_4 ，由铁源和磷源生产的盐，是新能源正极材料磷酸铁锂的前驱体。下游用作制备锂离子电池，并最终应用于新能源汽车、储能等领域。近年来，新能源汽车、通信基站、电力储能等多终端领域需求增加，带动上游材料市场需求快速上升。

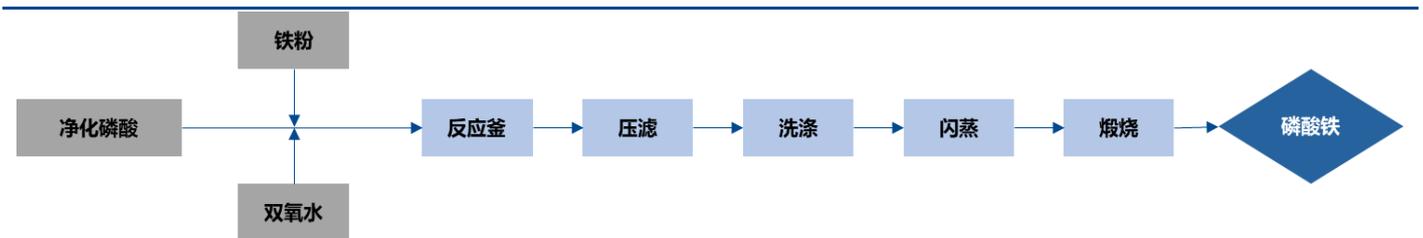
图：磷酸铁产业链



资料来源：根据公司公开材料整理

彩客结合市场需求、材料痛点与自身技术储备，成功研发出“一步法”制备磷酸铁的创新工艺。两步法生产工艺，先进行磷酸铁合成，经过过滤、洗涤后再进行陈化转晶，最后进行分离、干燥、破碎、包装等，其氧化合成工序和陈化转晶工序分开。一步法生产工艺，氧化合成和陈化转晶在同一工序完成，该方法流程短、工艺简单、安全环保、成本低，且适合大批量工业生产。

图：彩客磷酸铁生产工序



资料来源：根据公司公开材料整理

彩客自主研发的“一步法”工艺，具备较强竞争优势

第一，清洁生产，废水经处理后可循环使用，实现废水零排放、资源再利用；第二，成功开发连续化生产工艺，用电量节约 25%，原材料成本降低 25%，低温性能提高 15%以上；第三，通过工艺控制稳定把控产品均一性，与市场同类型产品相比，纯度更高、稳定性更好，各项指标均达到国内领先水平。并可根据下游不同客户需求进行参数调整，实现为客户量身定制。

2.2 未来需求向好：国内外动力、储能双轮驱动

受益于“碳达峰、碳中和”政策，中国新能源汽车快速发展。根据中汽协数据，2017-2022年，国内新能源汽车产量由 79.4 万辆增长到 705.8 万辆，CAGR 达 54.8%。2023 年前三季度新能源汽车产量达 631.3 万辆，同比增 33.7%。新能源车渗透率已达 30%左右，对传统燃油车的替代呈现加速状态。

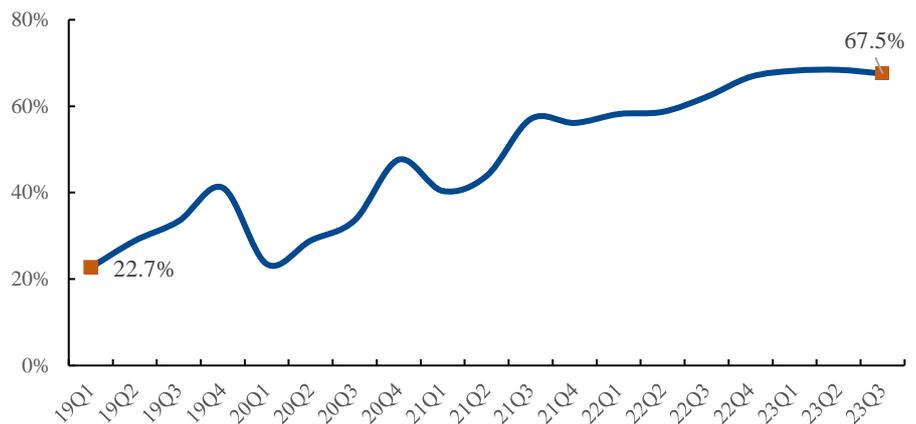
图：中国新能源汽车产量（单位：万辆）



资料来源：中国汽车工业协会

铁锂渗透率持续提升，装机量远超三元电池。磷酸铁锂主要原材料为锂源、铁源、磷源，磷酸铁锂单位碳酸锂用量较三元更低，加之我国铁源、磷源的资源储备更加丰富，使得磷酸铁锂具备天然成本优势。2019 年以来补贴续航门槛抬高、补贴金额下降，新能源政策从偏好高能量密度转向重视安全性。在成本驱动下，各大车企纷纷推出了各自的磷酸铁锂车型。2023 年前三季度中国磷酸铁锂装机量占比 67.5%，时隔多年重新超过三元电池。

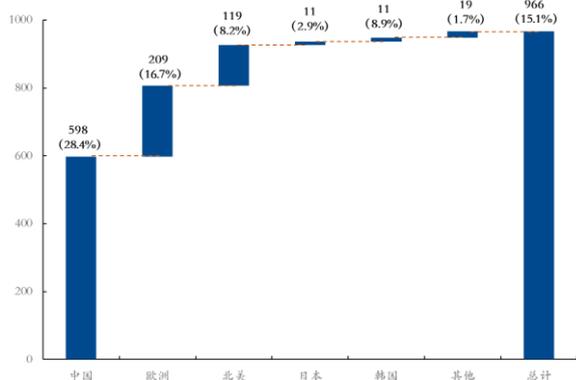
图：磷酸铁锂电池装机量占比超 60%



资料来源：iFind

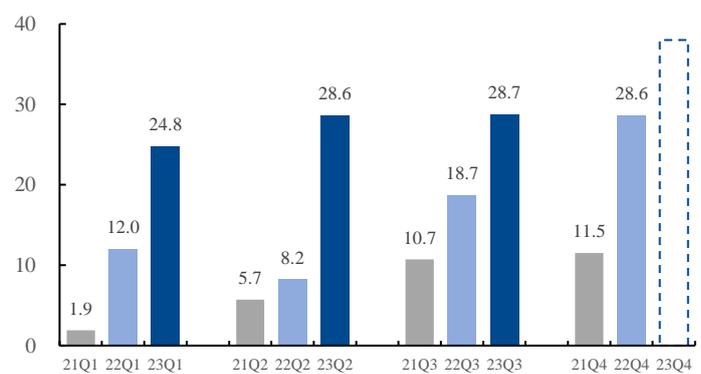
全球动力铁锂化趋势显著，中国制造走向世界。中国与欧洲新能源汽车发展领先，全球其他国家地区渗透率快速提升。2018-2022年，新能源汽车在中国和欧洲部分国家的渗透率超过 20%，在美国、日本、韩国渗透率较低，仍在快速提升。海外市场，特斯拉、福特、大众的部分车型也将选用铁锂电池，国内外电池厂也在纷纷扩建铁锂电池产能。伴随中国新能源的规模优势和市场扩张需求，中国制造新能源产品品牌越来越多地走出国门，在海外的认可度持续提升以及服务网络的完善，市场前景向好。

图：2023 年 1-9 月全球主要市场新能源车销量及渗透率 (万辆)



资料来源：MarkLines、IHS

图：中国新能源车出口量 (按季度) (万辆)

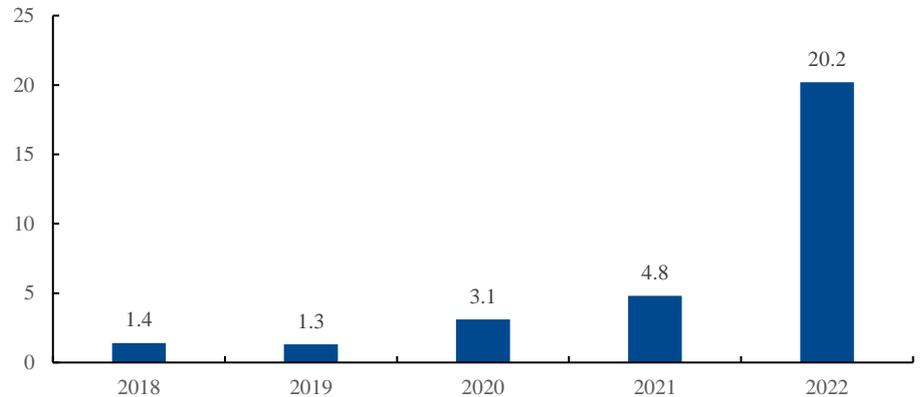


资料来源：iFind

中国电化学储能装机量逐年稳步提升。电化学储能可与光伏、风电等新能源发电相结合，缓解可再生能源稳定性差的问题。同时，电化学储能可提供调峰、调频、AGC、黑启动等辅助服务，保障电网安全。此外，电化学储能可以起到削峰填谷的作用，为住宅、工业和商业用户节约用电成本。近年来中国出台多项政策确立储能的战略性地位，随着电化学储能行业盈利模式的持续提升，中国电化学储能市场迎来快速增长期。根据沙利文数据，2018-2022年中国电力系

统电化学储能新增装机量从 1.4 GWh 增长至 20.2 GWh，装机量飞跃式增长。

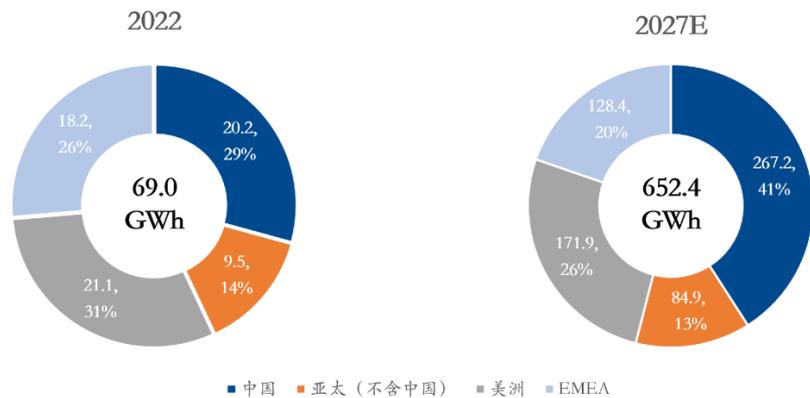
图：中国电力系统电化学储能新增装机量（GWh）



*图中数据为电力系统的电化学储能；资料来源：沙利文《全球电化学储能行业现状与未来发展白皮书》

储能迎来高速发展期，全球储能市场广阔。随着碳达峰、碳中和目标下电力清洁化加速带来储能需求持续增长、国内外对储能领域政策实施力度明显加大。未来在政府政策扶持、储能系统成本进一步下降以及储能意识提升的推动下，预计全球电力系统新增电化学储能装机量将从 2022 年的 69.0GWh 的增长至 2027 年的 652.4GWh，期间复合增长率为 56.7%。

图：全球电力系统电化学储能新增装机量（GWh）

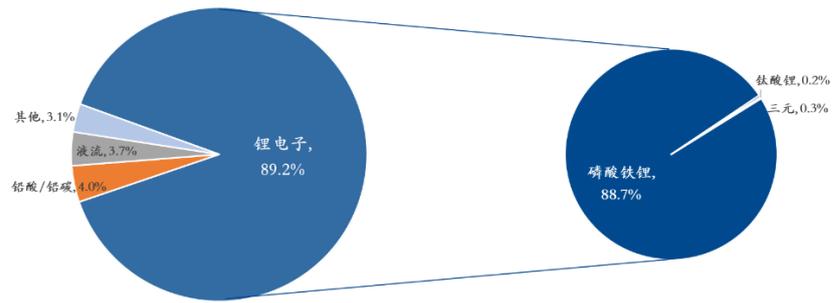


*图中数据为电力系统的电化学储能；资料来源：沙利文《全球电化学储能行业现状与未来发展白皮书》

电化学储能装机规模以锂离子电池为主导，其中磷酸铁锂趋势向好。国内方面，根据智研咨询数据，截至 2022 年底，中国累计投运的电化学储能项目中锂离子电池占比为 89.2%，其中磷酸铁锂电池占比 88.7%。海外方面，早期海外储能市场多选用三元锂电池技术路线，出于安全担忧，以及磷酸铁锂的高性价比、高安全和长循环等优势逐渐被认可，全球储能主要系统集成商开始倾向于同全球研发磷酸铁锂电池的头部企业合作，2022 年宁德时代、比亚迪、亿纬锂能占全球储能电池市场前三。未来磷酸铁锂持续降价有助于储能经济性的提升，以

及对于三元锂技术路线在储能领域的替代。

图：2022年各类电池类型电化学储能项目累计能量分布



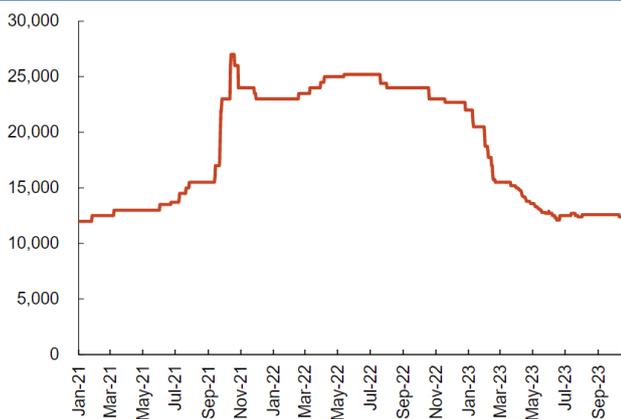
资料来源：智研咨询

2.3 竞争格局：价格回落，行业竞争激烈

多方玩家入局，铁锂行业竞争加剧。除去铁锂原有的企业加速扩产，部分跨界玩家，如钛白粉、磷化工企业纷纷宣布大规模的磷酸铁锂产能建设规划。2023年底，国内磷酸铁锂的产能将超300万吨。但根据市场反馈，高端型材料仍然紧缺，且目前过半产能扩张计划都因环评、能评等限制难以顺利推进。

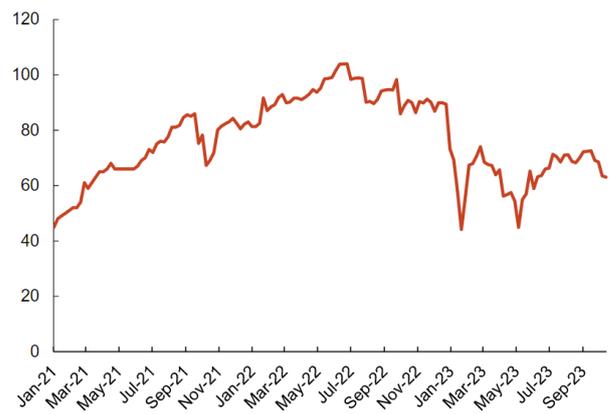
2023年以来，由于新能源汽车终端需求较为疲弱，外加部分磷酸铁新增产能的投放，致使磷酸铁价格回落。进入23Q2后，伴随着下游电池行业排产增多外加新能源汽车需求有所回升，国内磷酸铁价格逐步企稳。根据百川盈孚数据，23Q3国内磷酸铁价格基本稳定在1.26万元/吨。

图：国内磷酸铁价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚

图：国内磷酸铁行业开工率（%）

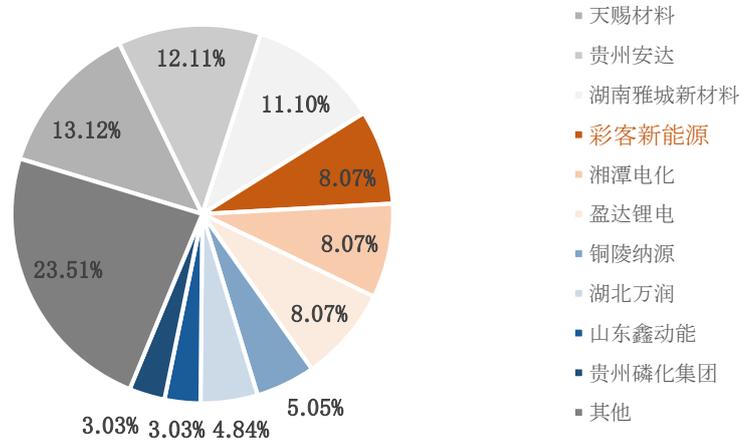


资料来源：百川盈孚

关注头部企业核心竞争优势。在目前的竞争环境下，行业门槛逐渐走高，落后产能逐渐出清，未来的竞争是质量、技术、环保、成本、客户的综合性比较。彩客作为全球领先的精细化工企业，进入磷酸铁行业具有降维级优势。一步法工艺竞争优势明显，能耗低、零排放、质量优、稳定性好，已受到下游客户的

广泛认可。公司已与国轩高科、江西智锂、常州锂源、合肥融捷等公司达成紧密合作，下游需求稳定。从2022年市占率来看，公司已稳步迈入行业头部之列，秉承稳健的经营风格，逐步巩固并提高竞争优势，未来有望进一步扩大市场份额。

图：2022年我国磷酸铁产能占比



资料来源：公开资料整理

2.4 彩客：灵活调整产能、布局电池回收新业务

积极应对市场变化，及时调整产能规划。公司原计划于本年底前建成的年产能八万吨生产线，以及将现有年产能三万吨生产线提升至六万吨的扩建计划，推迟至于明年底前或其他适当时间完成。公司位于山东的磷酸铁生产基地，采用建立先进过程控制、智能仓储、供应链可视化、人机协同制造等6大智能制造场景，建成全国自动化程度最高的磷酸铁生产线。配备智能化立体仓库、数字化无人叉车，实现了产品自动运输、存储、包装智能全覆盖，极大降低了成本、提高了生产效率。预留总产能40万吨，公司将根据下游需求情况灵活安排产能建设，确保公司磷酸铁业务供需平衡，实现效益最大化。

图：山东彩客 40 万吨/年锂电池电极材料生产项目



资料来源：公开资料整理

瞄准电池回收广阔市场，前瞻性布局新业务。随着新能源汽车产业的发展成熟，磷酸铁锂电池渗透率不断提升，未来将有大量废旧磷酸铁锂电池流入回收市场，磷酸铁锂电池回收行业有望迎来高速发展。中信证券预计 2027 年全球动力电池回收市场规模有望达到 567 亿元，对应 2023-2027 年 CAGR 为 65.7%。

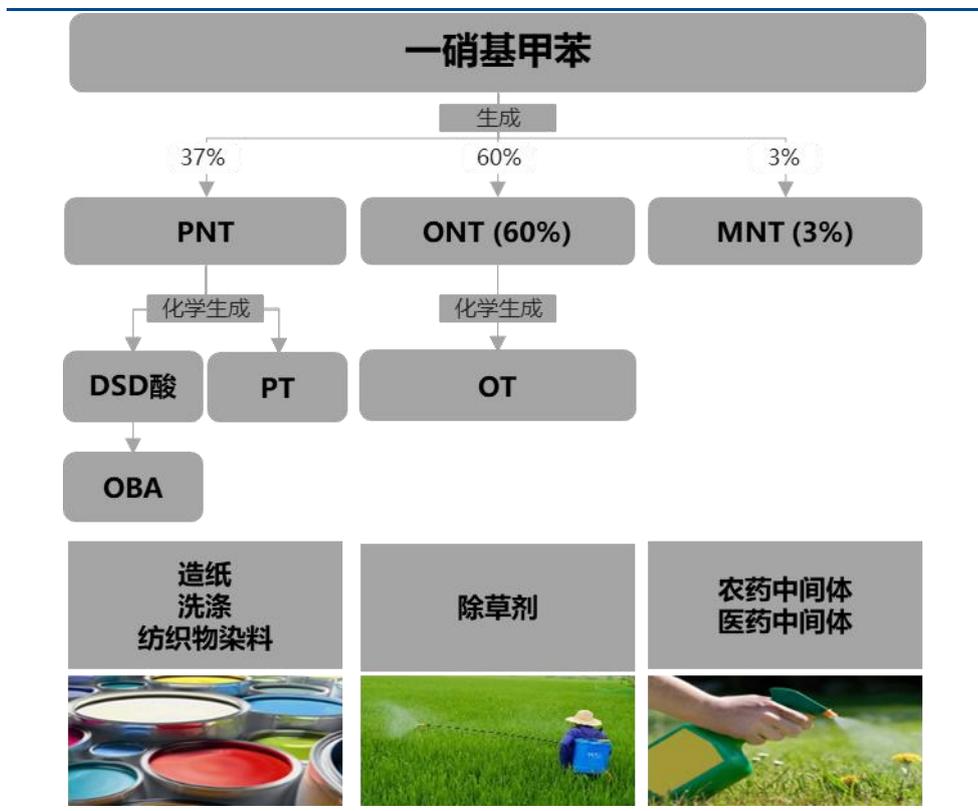
彩客自主研发回收技术，打造先发优势。磷酸铁锂回收技术壁垒高，且不同回收工艺的经济性差异显著，其中磷酸铁的高效回收可以显著提升锂电回收经济效益，因此磷酸铁的回收将成为行业未来发展关键。彩客作为行业领先的磷酸铁制造商，在产业链中占据关键一环，丰富的经验有助于公司在回收环节具备先发优势，未来有望成为电池回收业务的主要玩家。

三、传统化学业务：韧性十足

3.1 DSD 酸全球行业领导者

染料及农业化学品中间体业务主要包括生产销售 DSD 酸、ONT 和 MNT。DSD 酸为荧光增白剂 (OBA) 的中间体，为无可比较的替代品，最终应用于造纸、纺织及清洁剂等稳步增长的成熟行业。ONT 的主要用途是生产 OT，而 OT 的绝大部分用作生产农药化学品 (特别是除草剂)。除草剂主要用在规模化种植上，不论国外农业的规模化种植，还是我国农业规模化种植的趋势，除草剂都是一个非常可观的市场。

图：染料及农业化学中间体业务主要产品及下游应用



资料来源：公开资料整理

彩客是 DSD 酸全球市场领导者，全球市占率超 60%。公司深耕 DSD 酸领域二十多年，从 2000 年至今，DSD 酸生产规模及销量高居世界第一。公司注重科技创新，建有省染料与颜料中间体工程技术研究中心，与多所高校建立长期合作关系，同时在北京建有研发中心，致力新产品、新工艺的研究。DSD 酸获国家级单项冠军产品，企业先后获评国家级绿色工厂、中国精细化工百强企业、中国印染百年优秀企业等荣誉称号。

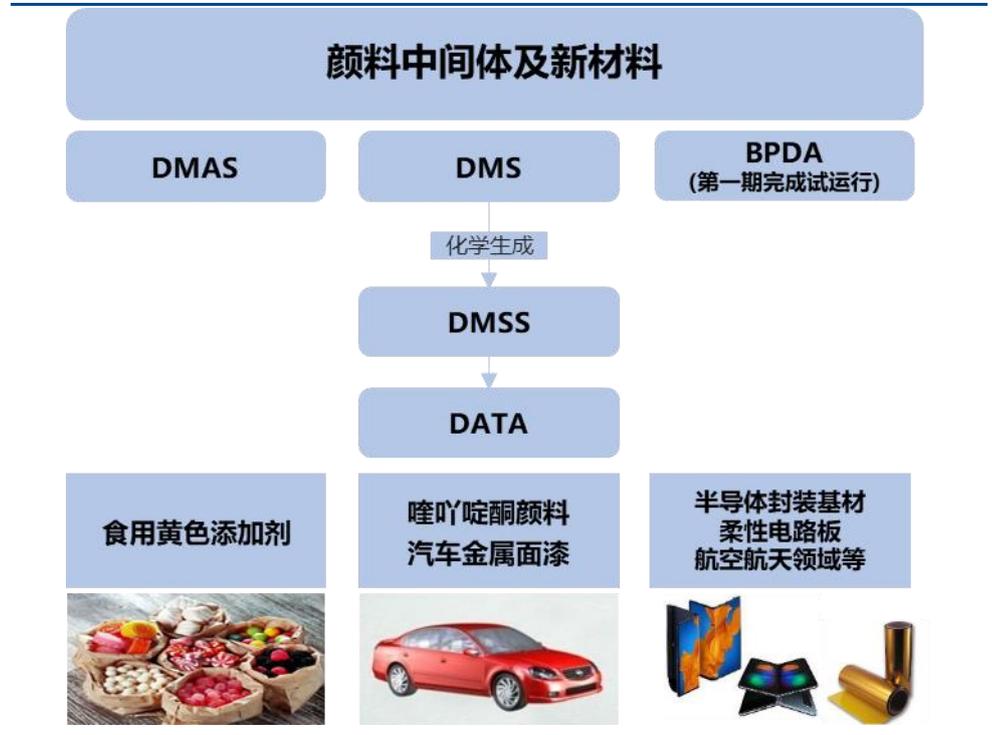
DSD 酸产业上下游延伸，巩固竞争优势。公司拥有 3.5 万吨 DSD 酸产能，凭借规模优势和领先的技术水平，与昂高、巴斯夫、Indulor、传化等世界知名企业

建立了长期稳定合作关系。同时，公司积极延伸产业链，垂直整合上游DSD酸原材料供应商，成为全球第二的一硝基甲苯生产商，全球市占率约35%。布局印染OBA及洗涤OBA等下游产品，打通DSD酸上下游产业链将在长期赋予公司更强的竞争优势。

3.2 BPDA 有望成为新的增长点

颜料中间体及新材料业务主要包括DMAS、DMSS和新品BPDA。DMAS和DMSS全球市占率第一，分别占比约55%及70%。DMAS生成DMAS食品黄及食品添加剂，主要制作人造食用色素柠檬黄，也用于医药行业生产药品。DMSS下游的应用主要是汽车涂料、食品颜料、医药颜料和建筑涂料。受惠于下游汽车、食品、医药等消费市场的持续增长，DMAS和DMSS需求预计也将稳定增长。

图：颜料中间体及新材料业务主要产品及下游应用



资料来源：公开资料整理

BPDA 是技术壁垒较高的重要单体。BPDA 学名联苯四甲酸二酐，是超级工程塑料之一聚酰亚胺的原料，可用于制造树脂和PI膜等新型高分子材料，具有耐高温、绝缘、高强度等特性，广泛应用在航空、航天、微电子、纳米、液晶、分离膜、激光等领域。

图：BPDA 及下游应用



资料来源：根据公司公开材料整理

BPDA 的需求快速提升，国产替代空间较大。近年来，OLED 照明、显示、有机光伏、柔性印刷电路板等飞速发展驱动 PI 膜需求增长；屏下摄像头和可折叠型智能手机的开发对 PI 需求持续增长。随着聚酰亚胺薄膜产能不断扩张，BPDA 的行业需求量也将随之持续增长。BPDA 及聚酰亚胺的研发、制造技术主要被美国、日本和韩国企业垄断，如日本的宇部兴产、钟渊化学、美国杜邦、中国台湾的达迈科技，中国 BPDA 及聚酰亚胺需要大量进口。彩客 BPDA 第一期 300 吨/年产能已建成并投产，未来将持续受益国产替代，成为公司新的业务增长点。

四、公司优势：综合竞争实力优秀

4.1 布局优势：多业务驱动成长

深度布局染料、颜料、电池材料、新材料中间体领域，产品多点开花。公司产品类型多样，化学中间体下游客户包括消费、医药、食品等行业，电池材料深入新能源汽车和储能产业链，新材料对应中国高端制造的需求。下游应用丰富，客户分布在不同行业不同领域，有效避免周期影响，充分分散风险。

未来，随着中国高端制造对新材料需求不断增加、叠加电动车渗透率提升、国产替代需求，多样化的中间体材料将迎来快速发展的阶段。公司依托在精细化学中间体领域的技术优势，利用业务协同和技术交叉，将为新材料领域的发展打开空间，助力公司可持续增长。

4.2 技术优势：性能环保优势突出

公司坚持技术创新，自主研发的磷酸铁“一步法”制备工艺，打破了铁法技术壁垒，为国内首创。“一步法”工艺路线的磷酸铁，产品品质优异，一致性稳定性强、原子经济性高、电化学指标优越、成本低等特点得到了国轩高科、常州锂源和融捷股份等下游客户的深度认可。此外，公司的一步法工艺环评能评指标优异，显著领先其他工艺，未来电池产业链出海，一步法磷酸铁具有较强竞争优势（原材料易获得、海外对环保要求更严格）。

公司高度重视研发，多项新产品取得进展。新材料 BPDA 技术打破海外垄断，目前已投产销售，有望快速实现进口替代。此外，公司电池黑粉回收技术也取得突破。未来研发成果陆续落地，有效支撑公司各项业务保持竞争力。

公司重视数字赋能，坚持高端化、绿色化、智能化发展理念。建立先进过程控制、智能仓储、供应链可视化、人机协同制造等 6 大智能制造场景，建成全国自动化程度最高的磷酸铁生产线。配备智能化立体仓库、数字化无人叉车，实现了产品自动运输、存储、包装智能全覆盖，极大降低了成本、提高了生产效率。

4.3 客户优势：深入绑定头部客户

主要产品占据全球市场主导地位，客户遍布全球。从 2023 年中报来看，中国大陆收入占比达 79%，其余客户广泛分布在印度、印尼、巴西、德国、西班牙、中国台湾、日本、美国等地，形成全球化销售网络。目前多种产品全球总需求尚未完全恢复，如 DSD 酸等。随着经济的复苏和通胀的缓解，海外需求将继续向好发展。

与下游多家头部客户保持长期的紧密合作。DSD 酸

与昂高、巴斯夫、Indulor、传化等世界知名企业建立了长期稳定合作关系。磷酸铁与国轩高科、江西智锂、常州锂源、合肥融捷等公司达成紧密合作，已成为国内新能源汽车龙头企业的优质间接供应商。

4.4 产能优势：产能储备充足

磷酸铁具备 110,000 吨产能扩建能力，BPDA 具备二期建设能力。随着国内新能源汽车购置税减免政策的延长、置换补贴政策的延续、国家对公共充电设施的持续投入，以及海外主要汽车消费市场扶植新能源汽车产业发展的政策密集出台，叠加电化学储能产业的强势爆发，电池材料产品的全球市场需求将持续高速增长。目前公司扩产力度领先行业，预计未来产能领先优势将持续增加。

扩产进度根据市场需求稳步推进。厂房规划、技术工艺等已有充足储备，扩产的先决条件已经达成。但公司不盲目追求迅速扩张，将根据多年积累的经验，以稳健的战略安排产能建设和释放的节奏，并根据市场变化及时调整，以达到最大化的效益。

4.5 分拆上市：推动重新估值

公司分拆业务独立上市，多元布局成果不断释放。目前，公司持续推进电池材料业务主体公司山东彩客新材料在中国境内的证券交易所独立上市，以及高性能有机颜料中间体板块业务主体公司彩客科技转板至北交所上市。

图：彩客新材料获得增资

时间	投资方	注资金额
2023 年 3 月 10 日	河北产投、山东舜和、中电中金、芯创未来、国创未来、安亦达、新高地资本等	1.49 亿元
2023 年 4 月 17 日	中石化资本、中国五矿双创基金	0.8 亿元

资料来源：公开资料整理

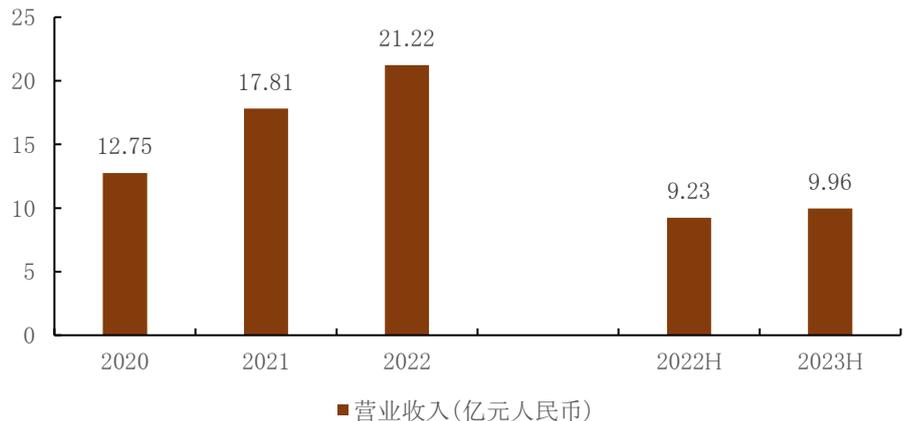
分拆上市有助于丰富股东结构，推动市场给予公允价值。上半年，山东彩客新材料与包括中石化资本在内的 10 位独立投资者签订增资协议，注资人民币 2.29 亿元，以换取山东彩客新材料经扩大后的注册资本中合共约 9.84% 的股权。计算估值超 23 亿，展现出对彩客新材料未来发展前景及投资价值的信心。子公司通过资本市场获得更加公允的估值将令各业务板块更具发展活力，同时推动市场对港股公司重新认识和估值。

五、财务分析与估值

5.1 财务表现稳健，保持较强韧性

营业收入持续增长。随着业务规模的不断扩大，2020-2022 年公司营业收入从 12.75 亿元增长到 21.22 亿元，复合增长率 29%。2023 上半年在行业竞争加剧、多个主要产品售价有所下降的情况下，公司整体收入仍保持增长，上半年公司收入 9.96 亿元，同比增长 7.9%，展示一定韧性。

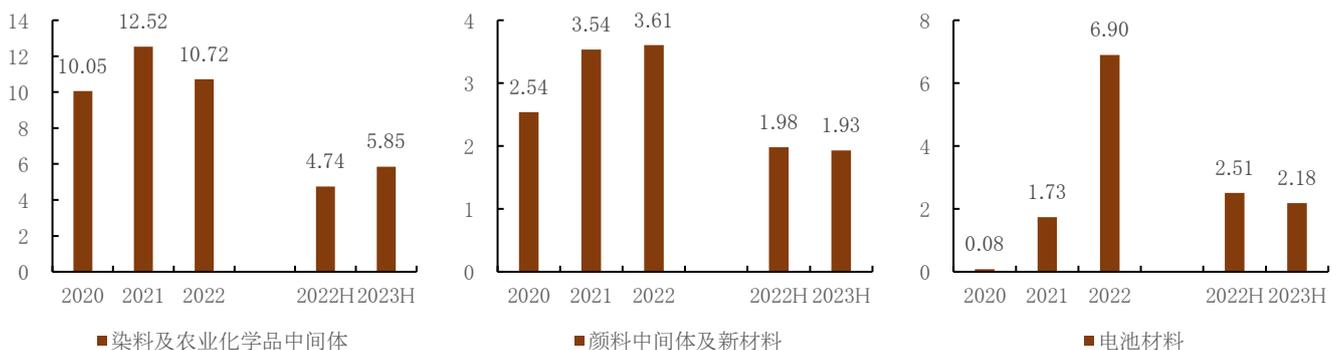
图：公司营收情况（亿元人民币）



资料来源：定期公告

染料及农业化学品中间体收入基本盘稳固，业务多元化优势凸显。上半年 DSD 酸市场需求逐渐恢复，销量同比大幅上升，染料及农业化学品中间体板块整体收入 5.85 亿元，同比增长 23.4%，占整体营收 58.8%。颜料中间体板块上半年销量上升，但单位平均售价降低，整体收入 1.93 亿元，同比基本持平。电池板块上半年销量大幅提升，但由于市场波动，平均售价大幅下降，电池板块收入同比下降 13.1%至 2.18 亿元。随着下游需求持续释放，电池材料业务波动有望趋于平缓，恢复增长趋势。多元化的业务结构给公司带来了一定的抵抗风险能力，有利于公司保持长期竞争力，可持续发展。

图：分业务营业收入（亿元）



资料来源：定期公告

利润率有所下滑，电池业务毛利率波动较大。受磷酸铁降价影响，公司整体毛利同比下降约 32.8%至 1.76 亿元。上半年毛利率约 17.7%（2022 年上半年：28.4%），净利率约 4.3%（2022 上半年：9.1%），均呈现不同程度下滑。分业务看，电池业务波动较大，传统化学业务保持稳定。未来随着电池业务行业格局稳定，利润率有望得到恢复，带动公司整体利润率回到正轨。

图：公司整体利润率情况



资料来源：定期公告

图：分业务毛利率



资料来源：定期公告

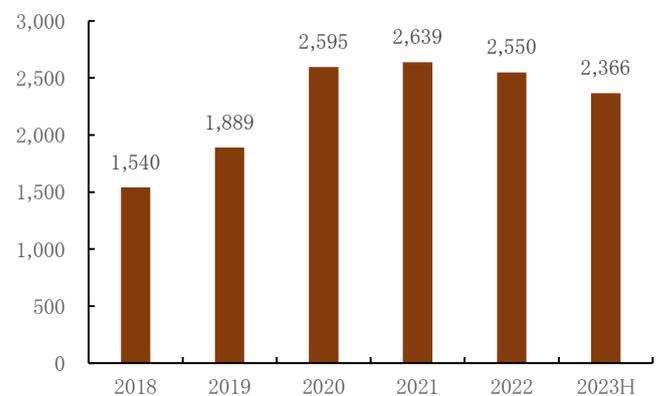
费用率整体稳定，研发持续投入。公司期间费用率波动不大，在 2020 年之后持续回落，目前稳定在 12%左右（2021 年 12.8%、2022 年 10.3%、2023 上半年 13%），费用控制良好。公司每年研发投入在 2500 万元左右，用于支撑新工艺、新材料的研发，为公司长远发展奠定了坚实的技术保障。

图：公司期间费用率



资料来源：定期公告

图：公司研发投入（万元）

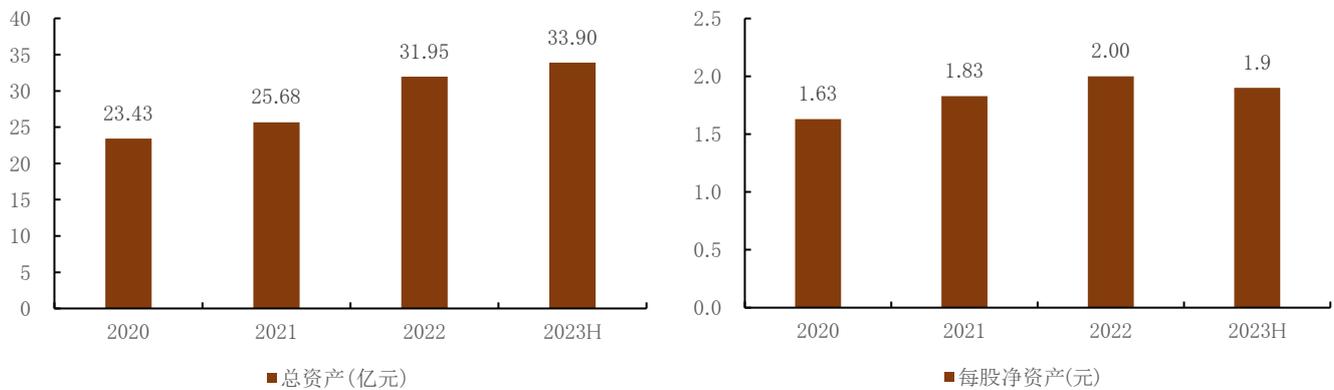


资料来源：定期公告

资产持续扩张，每股净资产持续提升。公司资产负债

债表稳健增长，2020-2022年总资产从23.43亿元增长至31.95亿元，复合增长率16.8%，2023上半年进一步增长至33.9亿元。同时，每股净资产保持稳健，2023上半年维持在1.9。整体资产结构保持健康发展趋势。

图：公司总资产及每股净资产



资料来源：定期公告

5.2 盈利预测及假设

公司是“一步法”磷酸铁龙头企业，公司工艺技术先进、产品质量稳定性好，规模优势日渐突出，市场份额有望稳步提高。公司传统化学业务全球地位稳固，下游需求逐步复苏向好，业绩利润有望保持稳中有升。

我们预计：

传统化学业务产品布局丰富，国内外下游需求回暖，预计23/24/25年染料及农业化学品中间体业务收入分别达13.4 / 15.4 / 17.7亿元，颜料中间体及新材料业务收入分别达到3.7 / 4.0 / 4.5亿元。公司传统化学龙头地位稳固，利润率稳定，2023-2025年染料及农业化学品中间体毛利率分别为25%、28%、30%，颜料中间体及新材料业务毛利率分别为45% / 42% / 40%。

磷酸铁业务工艺技术、产能建设领先行业，我们预计随着市场价格回稳，公司23/24/25年电池材料收入达到6.2 / 7.4 / 10.4亿元，利润率扭转今年亏损局面，逐步复苏，2023-2025年电池材料毛利率达到-10% / 20% / 40%。

预计公司2023-2025年整体营收分别为23.3 / 26.9 / 32.6亿元，归母净利润为0.78 / 2.27 / 4.7亿元。

图：公司盈利预测（百万元人民币）

报告期	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1781	2122	2329	2691	3260
同比	39.7%	19.2%	9.7%	15.5%	21.2%
分业务：					
电池材料	173	690	621	745	1043
同比	2006.2%	297.4%	-10.0%	20.0%	40.0%
毛利率	6.0%	36.4%	-10.0%	10.0%	30.0%
染料及农业化学品中间体	1252	1072	1340	1541	1773
同比	24.6%	-14.4%	25.0%	15.0%	15.0%
毛利率	32.4%	19.1%	25.0%	28.0%	30.0%
颜料中间体及新材料	354	361	368	405	445
同比	39.2%	2.0%	2.0%	10.0%	10.0%
毛利率	34.8%	31.3%	45.0%	42.0%	40.0%
销售成本	1241	1554	1890	2015	2238
毛利	540	568	439	676	1023
毛利率	30.3%	26.8%	18.8%	25.1%	31.4%
其他收入	28	10	20	20	20
销售费用	58	51	54	65	78
销售费用率	3.27%	2.38%	2.30%	2.40%	2.40%
管理费用	144	134	186	242	293
管理费用率	8.08%	6.31%	8.00%	9.00%	9.00%
财务费用	26	35	37	43	55
财务费用率	1.46%	1.63%	1.60%	1.60%	1.70%
其他费用	25	8	10	12	15
税前利润	308	335	171	334	600
所得税费用	80	81	93	108	130
归属于母公司股东利润	226	242	78	227	470
净利率	12.7%	11.4%	3.4%	8.4%	14.4%

资料来源：公司年报

5.3 估值比较

我们选取电池材料板块湖北宜化、云天化、川恒股份、新洋丰、云图控股、兴发集团、天赐材料为可比公司，2023-2025年可比公司平均市盈率为11.84、9.21、7.45倍，平均市销率为1.20、0.99、0.84倍。

化学板块闰土股份、浙江龙盛、百合花、中国心连心化肥、阜丰集团、中国旭阳集团为可比公司，2023-2025年可比公司平均市盈率为16.97、11.15、8.69倍，平均市销率为0.92、0.84、0.79倍。

图:可比公司估值表

市场	公司名称	收盘价	总市值 (亿元)	市盈率 (PE)				市销率 (PS)			
				TTM	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E	2025E
电池材料板块											
A股	湖北宜化	10.24	108.3	26.83	11.11	7.36	5.54	0.59	0.61	0.55	0.52
	云天化	16.45	301.7	6.57	5.99	5.52	5.11	0.42	0.42	0.40	0.38
	川恒股份	19.05	95.6	14.49	13.24	9.80	7.39	2.35	2.29	1.68	1.29
	新洋丰	11.3	147.4	13.42	11.41	9.45	8.07	0.95	0.96	0.88	0.80
	云图控股	8.46	102.2	11.30	10.76	8.90	7.26	0.47	0.52	0.47	0.43
	兴发集团	20.08	223.2	11.91	14.59	10.31	8.29	0.82	0.87	0.77	0.70
	天赐材料	27.89	536.6	17.28	15.80	13.16	10.50	2.98	2.75	2.18	1.76
均值		/	/	14.54	11.84	9.21	7.45	1.23	1.20	0.99	0.84
化学板块											
A股	闰土股份	6.61	76.0	47.99	40.24	18.41	12.49	1.35	1.37	1.26	1.17
	浙江龙盛	8.87	288.6	13.25	11.94	9.33	8.03	1.55	1.59	1.33	1.21
	百合花	10.17	41.9	38.88	35.22	27.76	21.61	1.85	1.75	1.73	1.65
港股(港币)	中国心连心化肥	3.41	41.6	4.22	3.47	2.80	2.25	0.16	0.17	0.16	0.14
	阜丰集团	3.89	98.7	2.71	3.21	2.96	2.81	0.32	0.35	0.33	0.31
	中国旭阳集团	3.22	142.5	17.17	7.76	5.62	4.98	0.32	0.29	0.25	0.23
均值		/	/	20.70	16.97	11.15	8.69	0.93	0.92	0.84	0.79
彩客新能源		1.08	10.94	5.09	13.97	4.83	2.33	0.46	0.47	0.41	0.34

资料来源: iFind;

*收盘价为2023年11月14日, 估值预测采用iFind一致预期

5.4 投资建议

彩客新能源整体市盈率和市销率明显低于同业, 公司作为 DSD 酸、DMSS、DMAS 全球龙头, 国内“一步法”磷酸铁龙头, 具备较高成长性, 综合优势明显。但考虑到港股整体估值低于 A 股, 给予公司 6.5 倍 PE 估值。结合 2024 年预测净利润 2.27 亿, 测算目标价 1.56 元, 给予“买入”评级。

六、风险提示

- 1) 下游需求不及预期的风险;
- 2) 原材料市场波动剧烈的风险;
- 3) 技术路线变化的风险;
- 4) 外汇风险。

華升證券研究

華升證券為中國首控集團有限公司（香港上市編號 01269.HK，下稱“首控集團”）旗下的全資附屬子公司。華升證券憑藉著母公司的資源和優勢，致力推動中國投資者和企業完善境外投資及融資渠道，及協助境外投資者參與中國資本市場。華升證券研究作為華升證券的研究部門，主要從事香港市場股票研究，並專注於覆蓋教育行業上市公司，團隊專注基本面研究，挖掘被低估的投資機會並為客戶提供多種研究產品。

分析師聲明

主要負責撰寫本研究报告全部或部分內容的分析師在此聲明：(i) 本研究报告所表述的任何觀點均精準地反映了上述每位分析師個人對所評論的證券和發行人的看法；(ii) 該分析師所得報酬的任何組成部分無論是在過去、現在及將來均不會直接或間接地與研究报告所表述的具體建議或觀點相關。

免責條款

本文純粹為提供數據而編寫，並未經過任何司法管轄區的任何監管機構審閱。本文所載數據可隨時更改，而無須事前另行通知。華升證券有限公司謹慎地編寫本文，然而華升證券及其關聯公司、其董事或僱員「相關方」並不就本文所載之聲明、數據、數據及內容的準確性、及時性和完整性做出任何明示或隱含之聲明或保證。本文亦不構成所涉及的任何買賣或交易之要約。閣下應進行獨立的評估及適當的研究，以對內容加以參考取舍。因此，如對任何因信賴或參考本文章內容所導致的損失，相關方將不會對您或任何第三方承擔任何及所有直接或間接因此產生的責任。

風險披露

金融產品價格可能會波動，任何個別金融產品的價格可升亦可跌，甚至在某些情況下可變成毫無價值。買賣金融產品存有潛在風險，所以未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。在法律許可的情況下，華升證券或關聯機構可能會持有報告中所提到公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務，因此，投資者應當考慮到華升證券及/或其相關人員或公司可能存在影響本報告觀點的潛在利益衝突。

本文所載的商標、標識及服務商標乃本文所有內容的版權均屬於本公司擁有，閣下在未取得本公司書面同意前不得更改、複製、發放、刊登或下載，或用於商業或公眾用途。