

Leader in electrolyte additive actively expands new businesses to seek profit increments

Outperform (Initiation)

21 Dec 2023

Research Analyst
 Ruibin Chen
 (852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue (RMB mn)	862	557	746	920
Growth (YoY %)	-15%	-35%	34%	23%
Net profit (RMB mn)	261	29	60	113
Growth (YoY %)	-38%	-89%	109%	88%
EPS (RMB)	1.64	0.18	0.38	0.71
P/E (X)	17.85	144.83	68.61	36.72

Key words: # Capacity expansion

Investment Thesis

- **As the leader in electrolyte additives, the company maintains the second position in the industry's shipment volume.** Established in 1997, the company has been deeply involved in the electrolyte additive industry for 20 years and was listed on July 13, 2022. The company's revenue and net profit achieved a CAGR of +28.7% and +62.5% from 2018 to 2022. Starting from 2022, there has been an oversupply in the industry, and the prices of VC/FEC products have entered a downward cycle. In 2023Q1-Q3, the company achieved revenue/net profit of Rmb391/26mn, -44%/-88.64% yoy. In terms of industry landscape, the company maintained the second position in 2022, with market shares of 15% and 23% for VC and FEC, respectively, second only to Shandong Genyuan.
- **Continuous industry oversupply has driven additive prices to the bottom.** In 2023, the industry's capacity continued to be oversupplied, and according to SMM data, the market prices for VC/FEC in November 2023 were Rmb64,500/58,500 per ton (excluding tax), a decrease of 56%/59% compared to the company's average sales price for 2022. We expect the effective capacity of the VC/FEC industry to be 64,000/30,000 tons in 2023, with effective demand of 37,000/16,000 tons, corresponding to capacity utilization rates of 58%/54%, a decrease of 14pct/13pct from 2022. In 2024, the capacity utilization rate of the VC/FEC industry is expected to further decline to 46%/41%, and we expect the oversupply to persist.
- **The company optimizes VC/FEC technology to reduce costs and increase efficiency, and actively develops new lithium salts and additives to open profit increments.** The company strongly supports the R&D of VC/FEC detailed control technology, improving product purity and production efficiency through a series of new technologies, achieving cost reduction and green production, and actively introducing leading battery manufacturers at home and abroad to consolidate its leading position in traditional additives. The company established a joint venture with an investment of Rmb600mn to build a 3,000-ton LiFSI project. The first phase of 500 tons began trial production in 2023H2, and we expect gradual shipments to begin in 2024. In terms of new additives, the company is building a new 500-ton per year ODFB and 1,000-ton per year MMDS, further improving the layout of electrolyte additives, and we expect it to contribute to profit increments starting in 2024.
- **Earnings Forecast & Rating:** We expect the net profit of the company in 2023-2025 to be Rmb29/60/113mn, -89%/+109%/+88% yoy, implying P/E at 145x/69x/37x. We initiate coverage with "Outperform" rating.
- **Risks:** Sustainability of revenue growth, the risk that downstream customers may expand the industry chain upstream, changes in the downstream battery technology route.

Price Performance



Market Data

Closing price (RMB)	26.07
52-week Range (RMB)	26.07/78.99
P/B (X)	1.10
Market Cap (RMB mn)	4,158.17

Basic Data

BVPS (RMB)	23.70
Liabilities/assets (%)	13.74
Total Issued Shares (mn)	159.50
Shares outstanding (mn)	57.91

Related reports

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Duohong Zeng (曾朵红), Qiaoyan Ruan (阮巧燕), Siyao Yue (岳斯瑶) and Hanbo Sun (孙瀚博).**

2023 年 12 月 21 日

电解液添加剂龙头，积极布局新业务寻找盈利增量

增持（首次）

分析师
陈睿彬(852) 3982 3212
chenrobin@dwzq.com.hk

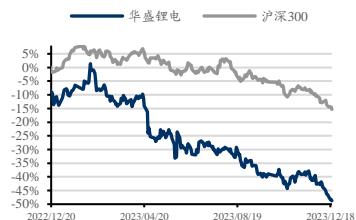
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	862	557	746	920
同比	-15%	-35%	34%	23%
归属母公司净利润（百万元）	261	29	60	113
同比	-38%	-89%	109%	88%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.64	0.18	0.38	0.71
P/E (现价&最新股本摊薄)	17.85	144.83	68.61	36.72

关键词：#产能扩张

投资要点

- 电解液添加剂龙头，出货量稳居行业第二。**公司成立于 1997 年，目前已深耕电解液添加剂行业 20 年，并于 2022 年 7 月 13 日在上交所科创板上市。公司 2018-2022 年营收和归母净利 CAGR 分别为 +28.7%/+62.5%。2022 年起行业产能过剩，VC/FEC 产品开始降价周期。2023 年 Q1-Q3 公司实现营收 3.91 亿元，同比下降 44%，归母净利 0.26 亿元，同减 88.64%。行业格局来看，2022 年公司维持行业第二地位，VC/FEC 市占率分别达 15% 及 23%，仅次于山东亘元。
- 行业产能持续过剩，添加剂价格跌至底部。**23 年行业产能进一步过剩，根据 SMM 数据，2023 年 11 月 VC/FEC 市场价格为 6.45/5.85 万元/吨（不含税），较公司 2022 年全年销售均价下跌 56%/59%。我们预计 2023 年 VC/FEC 行业有效产能分别为 6.4 万吨/3.0 万吨，有效需求分别为 3.7 万吨/1.6 万吨，对应产能利用率为 58%/54%，较 2022 年下滑 14pct/13pct。2024 年 VC/FEC 行业产能利用率将进一步下滑至 46%/41%，我们预计产能过剩或将持续。
- VC/FEC 技术优化以降本增效，布局新型锂盐及添加剂打开盈利增量。**公司大力支持研发 VC/FEC 细节控制技术，通过一系列新技术提高产品纯度及生产效率并实现回收降本及绿色生产，并积极导入国内外领先电池厂商，巩固传统添加剂龙头地位。公司成立合资公司投资 6 亿元建设年产 3000 吨 LiFSI 项目，其中一期 500 吨 2023 年下半年已开始试生产，我们预计 24 年起有望形成逐步出货。新型添加剂方面，公司新建年产 500 吨二氟草酸硼酸锂 ODFB 和 1000 吨甲烷二磺酸亚甲酯 MMDS，进一步完善电解液添加剂布局，24 年起有望贡献盈利增量。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 0.29/0.60/1.13 亿元，同比 -89%/+109%/+88%，对应 PE 为 145/69/37x。当前电解液添加剂产品价格处于历史底部，我们预计公司盈利触底后 24 年起有望逐步改善，LiFSI、新型添加剂产品陆续投产后有望贡献利润增量，且添加剂产品处于精细化工行业，技术壁垒及环保回收要求形成较高壁垒。当前公司 PB 仅 1.23x，处于历史底部。考虑公司为电解液添加剂龙头，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**业绩增长的可持续性风险；下游客户将产业链向上游拓展的风险；下游电池技术路线的变化的风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.07
一年最低/最高价	26.07/78.99
市净率(倍)	1.10
流通 A 股市值(百万元)	1,509.61
总市值(百万元)	4,158.17

基础数据

每股净资产(元,LF)	23.70
资产负债率(% ,LF)	13.74
总股本(百万股)	159.50
流通 A 股(百万股)	57.91

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和支持，尤其感谢曾采红、阮巧燕、岳斯瑶、孙瀚博的指导。

1. 华盛锂电：电解液添加剂龙头企业，综合优势显著

深耕电解液添加剂 20 年，为电解液添加剂龙头企业，综合优势显著。江苏华盛锂电材料股份有限公司前身为张家港市华盛纺织助剂厂，成立于 1997 年 8 月。公司于 2003 年进入锂电池电解液添加剂市场，专注于锂电池电解液添加剂的研发、生产和销售，通过自主研发于 2006 年在国内率先开发出氟代碳酸乙烯酯(FEC)卤素置换工艺路线，产品于 2008 年被评为国家重点新产品。2019 年控股公司长园集团出售持有的 80% 公司股权，公司整体更名为江苏华盛锂电材料股份有限公司，随后于 2022 年 7 月 13 日在上交所科创板上市。目前公司产品主要有电子化学品及特殊有机硅两大系列，是碳酸亚乙烯酯(VC)和氟代碳酸乙烯酯(FEC)市场领先的供应商之一，客户涵盖国内外知名锂电池产业链厂商，包括三菱化学、比亚迪、宁德时代、天赐材料等。根据中国电池工业协会统计，公司 2018-2020 年锂离子电池电解液添加剂市场占有率在国内同类产品中排名第一。

2. 电解液添加剂龙头，VC/FEC 双轮驱动

电解液添加剂供过于求，价格跌至底部。2022 年，随着行业新增产能持续释放，供求紧缺缓解，电解液添加剂价格开始下降，华盛锂电 VC 产品单价由 2021 年的 20.4 万元/吨（不含税）下跌至 2022 年 14.6 万元/吨（不含税），同降 28%，FEC 产品单价由 2021 年 15.0 万元/吨（不含税）跌至 2022 年 14.2 万元/吨（不含税），同降 6%。23 年行业产能进一步过剩，根据 SMM 数据，2023 年 11 月 VC 市场价格为 6.45 万元/吨（不含税），较公司 2022 年全年销售均价下跌 56%，FEC 市场价格为 5.85 万元/吨（不含税），较公司 2022 年全年销售均价下跌 59%。

各大厂商持续扩产，未来行业产能过剩情况或将持续。各大主流厂商 VC/FEC 规划产能将陆续于 23 年-25 年投产，我们预计 2023 年 VC/FEC 行业有效产能分别为 6.4 万吨/3.0 万吨，有效需求分别为 3.7 万吨/1.6 万吨，对应产能利用率为 58%/54%，较 2022 年下滑 14pct/13pct。2024 年 VC/FEC 行业产能利用率将进一步下滑至 46%/41%，我们预计产能过剩或将持续。

产能端：公司具备完备的前后道工序生产能力，电解液添加剂产能持续扩张。目前公司拥有张家港二期、三期以及全资子公司泰兴华盛三个生产基地，其中张家港二期/三期 VC 产能 3000/6000 吨，FEC 产能 2000/3000 吨，三期一体化产能 2023 年 Q2 已逐步投产，泰兴华盛主要配套张家港二期前道工序，公司 2023 年底总产能将达 VC 9000 吨，FEC 5000 吨。

3. 布局新型锂盐及新型添加剂产品，打开盈利增量

成立合资公司，布局新型锂盐 LiFSI。随着电池技术的更新换代，高镍三元正极材料在高续航乘用车领域的市场份额逐渐增大，高镍电池在高压环境下表现出色。然而在高压环境下，电解液容易被氧化分解，导致正负极受损，需要更高性能的电解液来匹配

高镍电池。添加新型添加剂可以缓解电池正负极受损问题，显著改善电池性能。华盛锂电计划与三美股份等合作伙伴合作，成立盛美锂电子公司（华盛锂电持股 51%）。盛美锂电投资 6 亿元建设年产 3000 吨 LiFSI 项目，其中一期 500 吨 2023 年下半年已开始试生产，公司预计该项目投产后将借助公司现有销售网络，在动力锂电池电解液中进行广泛推广，我们预计 24 年起有望形成逐步出货。

投资 ODFB、MMDS 车间，完善锂电池电解液添加剂产品布局。为进一步完善公司锂电池电解液添加剂产品布局，满足客户产品配套需求，公司拟投资不低于 3.7 亿元在江苏张家港扬子江国际化学工业园开展“新建年产 500 吨二氟草酸硼酸锂 ODFB 和 1000 吨甲烷二磺酸亚甲酯 MMDS”项目。其中，ODFB 是一种有机扩散阻碍剂，通过扩散阻碍和界面稳定作用来提高锂离子电池的安全性能和循环寿命；MMDS 能够很好地改善电池的常温和高温循环性能，并随着添加剂用量增加，电池循环稳定性随之加强。

4. 盈利预测、估值与评级

盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 0.29/0.60 /1.13 亿元，同比-89%/+109%/+88%，对应 PE 为 145/69/37x。当前电解液添加剂产品价格处于历史底部，我们预计公司盈利触底后 24 年起有望逐步改善，LiFSI、新型添加剂产品陆续投产后有望贡献利润增量，且添加剂产品处于精细化工行业，技术壁垒及环保回收要求形成较高壁垒。当前公司 PB 仅 1.10x，处于历史底部。考虑公司为电解液添加剂龙头，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

- 1) 业绩增长的可持续性风险。
- 2) 下游客户将产业链向上游拓展的风险
- 3) 下游电池技术路线的变化的风险
- 4) 无法满足趋严的环保政策导致的限产、停产或处罚风险
- 5) 专利许可变化的风险

华盛锂电三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)				
					营业总收入	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,230	2,868	3,003	3,182	营业成本(含金融类)	862	557	746	920
货币资金及交易性金融资产	2,842	2,537	2,721	2,848	税金及附加	459	455	597	695
经营性应收款项	285	227	151	186	销售费用	10	6	9	11
存货	78	81	106	124	管理费用	8	5	7	9
合同资产	0	0	0	0	研发费用	84	83	75	83
其他流动资产	24	23	24	24	财务费用	49	48	56	60
非流动资产	1,309	1,834	1,905	1,931	加: 其他收益	(30)	(24)	(23)	(25)
长期股权投资	0	0	0	0	投资净收益	9	33	30	30
固定资产及使用权资产	398	673	994	1,370	公允价值变动	4	10	10	10
在建工程	691	891	591	191	减值损失	0	(10)	(10)	(10)
无形资产	149	199	249	299	资产处置收益	(1)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	营业利润	300	21	62	124
长期待摊费用	0	0	0	0	营业外净收支	1	2	2	2
其他非流动资产	71	71	71	71	利润总额	301	23	64	126
资产总计	4,539	4,703	4,908	5,113	减: 所得税	45	4	10	19
流动负债	498	624	780	889	净利润	256	20	54	107
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	100	100	100	减: 少数股东损益	(5)	(9)	(6)	(6)
经营性应付款项	440	436	572	666	归属母公司净利润	261	29	60	113
合同负债	0	27	36	42	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.64	0.18	0.38	0.71
其他流动负债	58	61	72	81	EBIT	258	(41)	3	63
非流动负债	108	108	108	108	EBITDA	322	35	133	239
长期借款	75	75	75	75	毛利率(%)	46.79	18.29	20.00	24.47
应付债券	0	0	0	0	归母净利率(%)	30.26	5.19	8.09	12.31
租赁负债	1	1	1	1	收入增长率(%)	(14.97)	(35.42)	34.09	23.23
其他非流动负债	32	32	32	32	归母净利润增长率(%)	(37.97)	(88.92)	108.83	87.66
负债合计	606	732	888	997					
归属母公司股东权益	3,872	3,919	3,974	4,077					
少数股东权益	60	51	46	39					
所有者权益合计	3,932	3,971	4,020	4,117					
负债和股东权益	4,539	4,703	4,908	5,113					

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标				
					2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	311	137	352	299	每股净资产(元)	35.20	35.63	36.13	37.07
投资活动现金流	(492)	(567)	(169)	(169)	最新发行在外股份 (百万股)	160	160	160	160
筹资活动现金流	2,553	114	(8)	(13)	ROIC(%)	8.45	(0.86)	0.06	1.27
现金净增加额	2,384	(315)	174	116	ROE-摊薄(%)	6.74	0.74	1.52	2.78
折旧和摊销	64	77	130	175	资产负债率(%)	13.36	15.56	18.10	19.49
资本开支	(503)	(598)	(198)	(198)	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.85	144.83	68.61	36.72
营运资本变动	225	69	185	37	P/B (现价)	0.83	0.73	0.72	0.70

数据来源: Wind, 东吴证券(香港), 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。

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提及的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>