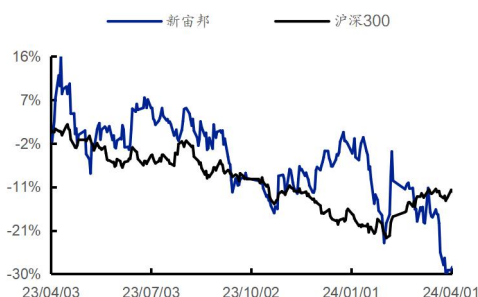


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：仲逸涵 S0350123070022
 zhongyh@ghzq.com.cn

电解液盈利有望筑底，有机氟化学品持续放量

——新宙邦（300037）2023 年年报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

	2024/04/02		
表现	1M	3M	12M
新宙邦	-11.9%	-25.1%	-28.1%
沪深 300	1.2%	5.7%	-11.6%

市场数据

	2024/04/02
当前价格(元)	34.71
52 周价格区间(元)	33.40-56.97
总市值(百万)	26,167.24
流通市值(百万)	18,828.71
总股本(万股)	75,388.18
流通股本(万股)	54,245.79
日均成交额(百万)	566.90
近一月换手(%)	2.31

相关报告

《新宙邦（300037）公司动态研究：3M 加速退出 PFAS 生产，新宙邦有望充分受益（买入）*电池*李永磊，董伯骏，汤永俊》——2023-12-02

《新宙邦（300037）2023 年三季报点评：三季度业绩环比改善，氟化工支撑未来成长（买入）*电池*李永磊，董伯骏，李航，汤永俊》——2023-11-01

事件：

2024 年 4 月 1 日，新宙邦发布 2023 年年度报告：2023 年实现营业收入 74.84 亿元，同比降低 22.5%；实现归母净利润 10.11 亿元，同比降低 42.5%；实现扣非归母净利润 9.56 亿元，同比降低 44.2%；销售毛利率 28.9%，同比降低 3.1 个 pct，销售净利率 13.5%，同比降低 5.4 个 pct；经营活动现金流净额为 34.48 亿元。

2023Q4 单季度，公司实现营业收入 19.01 亿元，同比-18.5%，环比-11.6%；实现归母净利润为 2.14 亿元，同比-32.3%，环比-23.7%；扣非后归母净利润 2.11 亿元；经营活动现金流净额为 9.45 亿元。销售毛利率为 26.1%，同比-3.8pct，环比-2.2pct；销售净利率为 10.7%，同比降低 3pct，环比降低 2.5pct。

投资要点：

■ 电解液盈利阶段下滑，公司 2023 年业绩结构性承压

2023 年，电解液大量新增产能集中释放，电解液行业已进入产能阶段性、结构性过剩阶段。2023 年公司实现营业收入 74.84 亿元，同比降低 22.5%；实现归母净利润 10.11 亿元，同比降低 42.5%。分板块来看，2023 年，电解液/有机氟化学品/电容化学品/半导体化学品分别实现营收 50.53/14.25/6.29/3.11 亿元，同比分别变动-32%/21%/-10%/-4%；其中电解液/有机氟化学品实现毛利润分别为 8.14/9.96 亿元，同比分别变动-58%/30%，实现毛利率分别为 26.11%/65.29%，同比分别变动-10.0 个 pct/+4.6 个 pct。据百川盈孚，2023 年电解液年度均价为 34040 元/吨，同比-59.26%，年度毛利润为 1834 元吨，同比-83.33%。在此背景下，行业进入洗牌期，伴随尾部产能出清加速，头部企业凭借产业链优势、品牌优势、资金优势、成本优势和技术优势等，稳步提升市场份额。公司营收质量提升明显，2023 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 34.48 亿元，同比+90.53%，主要系销售回款以及票据提前回笼增加所致。

期间费用率方面，2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.33%/5.35%/6.48%/-0.13%，同比+0.29 pct/0.97 pct/0.92 pct/0.18 pct，其中财务费用变动主要系可转换公司债券利息费用增加，汇兑收益减少。

2023Q4，公司实现营收 19.01 亿元，同比-4.31 亿元，环比-2.48 亿元；实现毛利润 4.96 亿元，同比-2.01 亿元，环比-1.12 亿元；实现归母净利润 2.14 亿元，同比-1.02 亿元，环比-0.66 亿元。公司业绩阶段性承压主要系电解液盈利下滑。据百川盈孚，2023Q4，电解液单吨毛利为 1090 元/吨，同比-87%，环比-34%，2024Q1，电解液单吨毛利为 1111 元/吨，同比-58%，环比+2%，电解液行业有望筑底，迎来底部反转。

■ 3M 加速退出 PFAS 生产，公司有机氟化学品有望充分受益

据美通社，2022 年 12 月，美国工业集团 3M 宣布将退出全氟烷基和多氟烷基物质（PFAS）的生产，并于 2025 年底前停止在其产品组合中使用 PFAS。PFAS 是一类以烷基链为骨架、氢原子被氟原子部分或全部取代的人工化学物质，被广泛应用于半导体、储能电站和数据中心。3M 生产的 PFAS 年净销售额约 13 亿美元，预计在退出过程中产生的总税前费用为 13 亿~23 亿美元。据 REUTERS，2023 年 9 月，3M 宣布加快比利时工厂停产 PFAS 进程。

公司布局了较为完整的氟化工产业链，其中三明海斯福是国内六氟丙烯下游含氟精细化学品的主要企业之一，公司以三明海斯福为核心成立了有机氟化学品事业部，统筹有机氟化学品业务发展，投资建设以含氟聚合物材料为核心业务的海德福高性能氟材料项目，控股以含氟化学品和材料应用及解决方案为核心业务的深圳海斯福，参股以无机氟为核心业务的永晶科技（布局上游氢氟酸）。公司拥有领先的产品研发与生产技术、较丰富的产品线、较高的市场占有率、稳固的市场地位。

截至 2023 年底，公司拥有有机氟化学品产能 6162 吨，在建产能 9600 吨。公司有机氟化学品业务涉及的下游行业包括医药、农药、汽车、新能源、显示器件、数字基建等领域，行业发展与国家政策、经济发展、市场消费能力息息相关，产品普遍存在较高的准入门槛，具有技术要求高、验证周期长、交付要求高等特点。市场机会主要集中在新技术带动的高端氟产品及替代品的需求，市场有较大的增长潜力。

■ 电解液业务发展更加聚焦，公司核心原材料自供+全球布局优势显现

截止 2023 年底，公司拥有电池化学品产能 26.97 万吨，产能利用率达 81.29%，在建产能 67.24 万吨。波兰基地于 2023 年上半年成功投产，实现了电解液欧洲本地化供应。天津基地于 2023 年 6 月成功投产，填补了华北区域电子化学品的空白。2024 年 4 月 1 日，公司发布公告称，荆门新宙邦年产 28.3 万吨锂电池材料项目二期 103,000 吨锂电池电解液产能的预计可使用状态日期延长至 2026 年 12 月 31 日。

未来将聚焦公司电解液核心原材料自供+全球布局优势，不断提升市占份额。截至 2023 年 12 月，公司电池化学品在全球范围内已有 9 个生产基地实现交付保障，其中国内 8 个，欧洲 1 个。就近服务客户，增强了客户粘性，为公司持续稳定发展提供了重要支撑。同时，公司已初步完成在溶剂、添加剂、新型锂盐等方面的产业链布局，确保了核心原材

料自供，有效降低生产成本。在电池化学品领域，公司在研发创新、品质控制、产业链一体化、客户结构、国际化布局、品牌价值等方面具有较大优势，是行业主要供应企业之一。国内重庆新宙邦锂电池材料项目、江苏省（淮安市）5.96 万吨的添加剂项目正在建设中，美国基地等正在筹建中。

■ 上市以来分红总额不断提升，2023 年股利支付率达 45%

根据 2023 年度公司利润分配预案，公司拟以实施权益分派股权登记日登记的总股本扣除公司回购专户上已回购股份后的股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 6 元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。本次利润分配后尚未分配的利润结转以后年度分配。截至 2024 年 2 月 29 日，公司总股本为 7.54 亿股，公司回购专户上已回购股份数量为 0.03 亿股，以此计算 2023 年度拟派发现金红利总额为 4.51 亿元，同比+21%，分红额为上市以来最高水平，股利支付率为 44.59%。

■ 盈利预测和投资评级 综合考虑公司主要产品价格及毛利情况，我们对公司业绩预测进行适度调整，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 12.11、16.33、19.29 亿元，对应 PE 分别 22、16、14 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

■ 风险提示 政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、丙烷价格大幅震荡。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7484	8497	10349	12676
增长率(%)	-23	14	22	22
归母净利润（百万元）	1011	1211	1633	1929
增长率(%)	-43	20	35	18
摊薄每股收益（元）	1.34	1.61	2.17	2.56
ROE(%)	11	12	14	14
P/E	34.78	21.62	16.02	13.56
P/B	3.86	2.52	2.18	1.88
P/S	4.74	3.08	2.53	2.06
EV/EBITDA	22.63	13.09	10.13	8.46

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

图 1: 公司主要产品收入情况

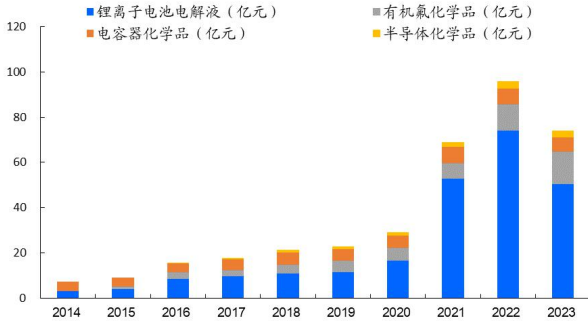
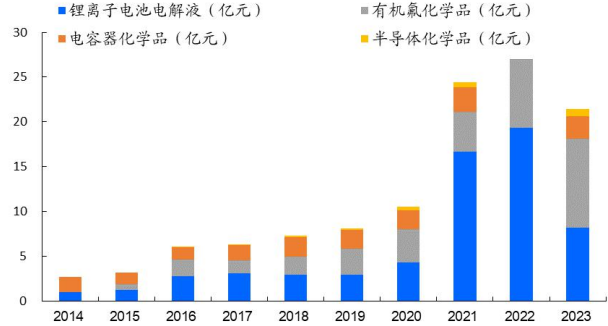


图 2: 公司主要产品毛利率



资料来源: wind, 国海证券研究所

资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 公司主要产品毛利率

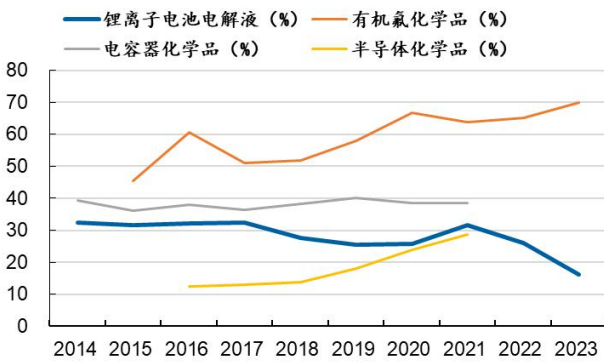


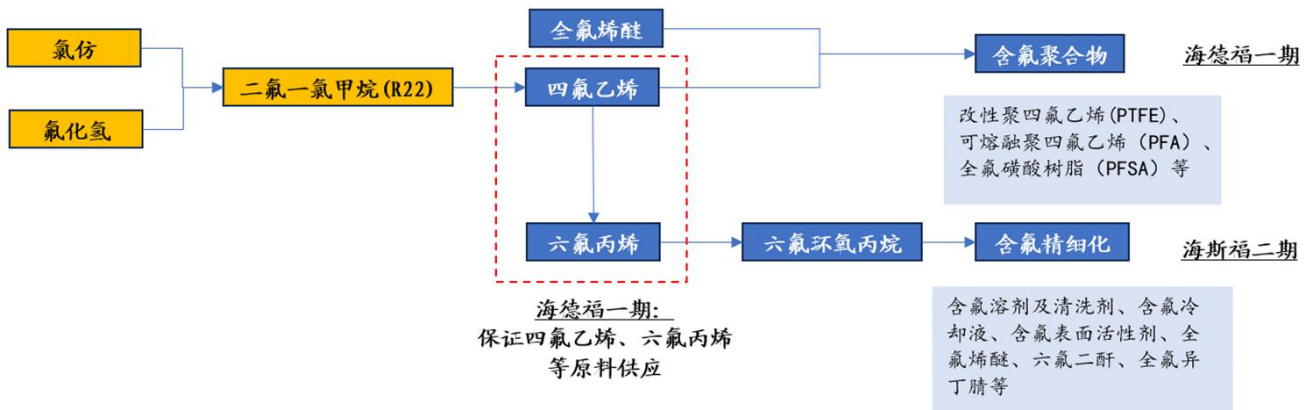
图 4: 主要产品产能及产能利用率 (截至 2023 年底)

	设计产能 (万吨)	产能 利用率	在建产能 (万吨)
电池化学品	26.97	81.29%	67.24
有机氟化学品	0.62	77.74%	0.96
电容化学品	3.84	63.72%	—
半导体化学品	7.15	55.59%	10.1

资料来源: wind, 国海证券研究所

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 5: 公司氟化工产业链 (蓝色为公司可产产品)



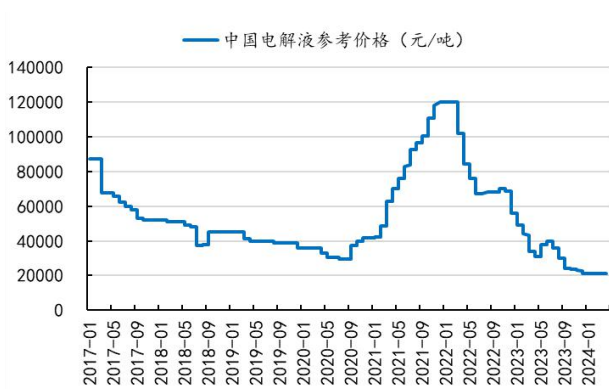
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 6: 公司近期有机氟化学品主要项目

项目名称	产品	产能 (吨/年)	投资额 (亿元)
海斯福高端氟精细化学品项目 (二期)	六氟异丙醇及六氟异丙基甲醚	六氟异丙醇2100吨/年、六氟异丙基甲醚1500吨/年	5.25
	表面活性剂	500	
	六氟环氧丙烷	2800	
	六氟丙酮三水化合物	2800	
	双酚AF	500	
	三氟乙酸乙酯	800	
	全氟聚醚	500	
	全氟异丁基甲醚	800	
	全氟戊基甲醚	200	
	BOXAF	300	
	六氟丙烯低聚体	1000	
	全氟醚系列产品	500	
	全氟异丁腈	1000	
	六氟二酐	200	
	2,2-双[(3-硝基-4-羟基)苯基]-六氟丙烷	100	
全氟己基乙基磺酸	100		
氟聚酰亚胺	200		
海德福高性能氟材料项目 (一期)	四氟乙烯 (TFE)	11000	8
	六氟丙烯 (HFP)	5000	
	聚四氟乙烯 (PTFE悬浮树脂、分散树脂、分散乳液)	2800	
	可溶性聚四氟乙烯 (PFA树脂、乳液)	500	
	全氟磺酸树脂 (PFSA)	100	
	四氟磺内酯	100	
氟醚	1000		
海斯福年产3万吨高端氟精细化学品项目 (三期)	高端氟精细化学品	30000	12

资料来源: 公司公告、中化新网, 国海证券研究所

图 7: 中国电解液参考价格



资料来源: wind, 国海证券研究所

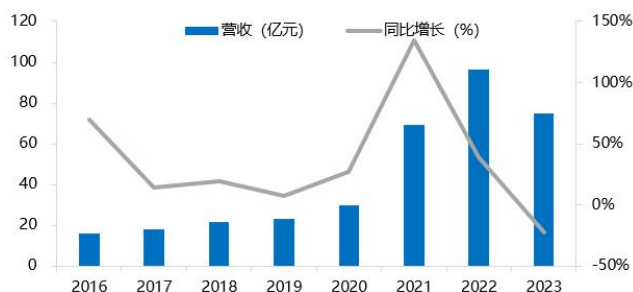
图 8: 中国电解液毛利



资料来源: wind, 国海证券研究所

2、公司财务数据

图 9：2023 年营收同比下滑 22.53%



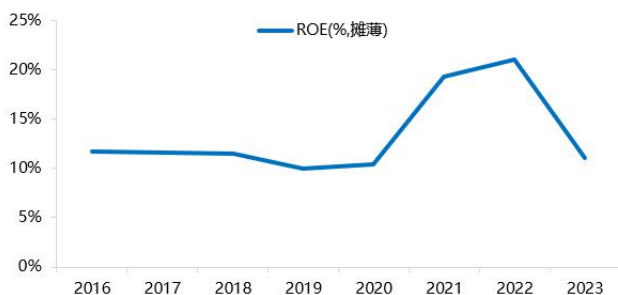
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2023 年归母净利润同比下降 42.5%



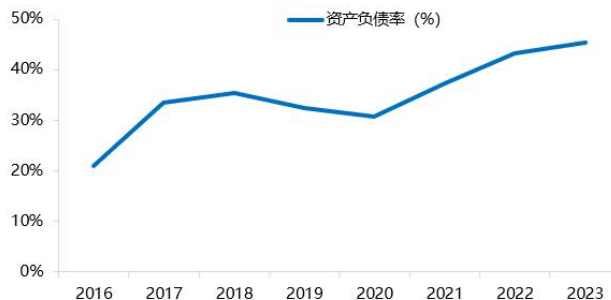
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：2023 年净资产收益率下滑



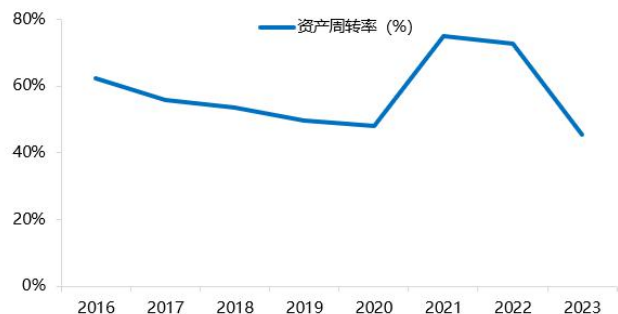
资料来源：wind，国海证券研究所

图 12：2023 年资产负债率渐升



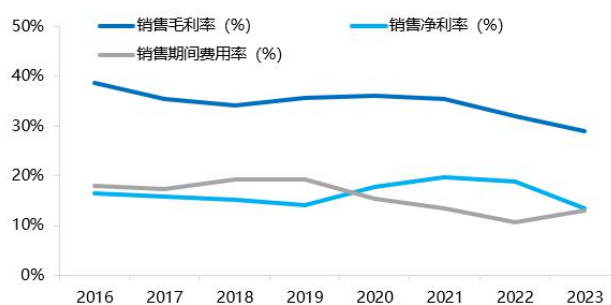
资料来源：wind，国海证券研究所

图 13：2023 年资产周转率为 45.33%



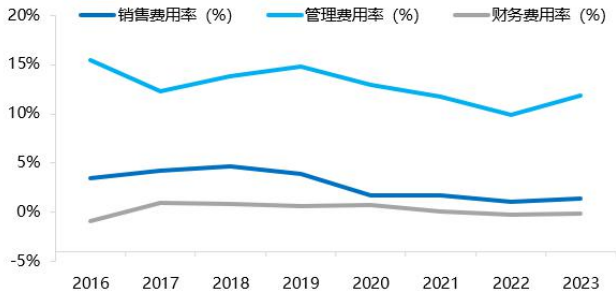
资料来源：wind，国海证券研究所

图 14：2023 年毛利率为 28.9%



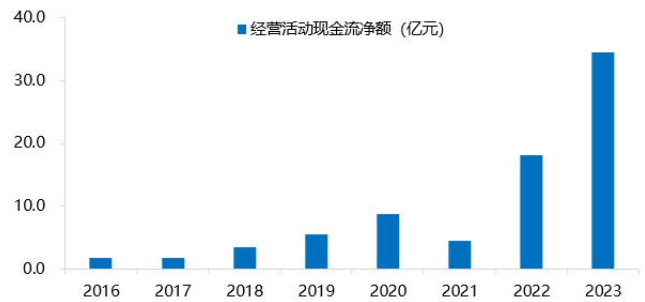
资料来源：wind，国海证券研究所

图 15: 2023 年期间费用率基本维持



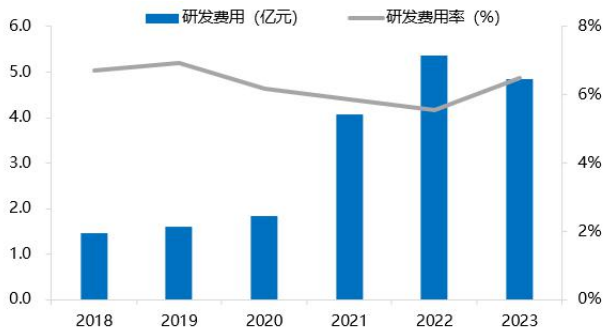
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 2023 年经营活动现金流净额 34.48 亿元



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 2023 年研发费用达 4.85 亿元



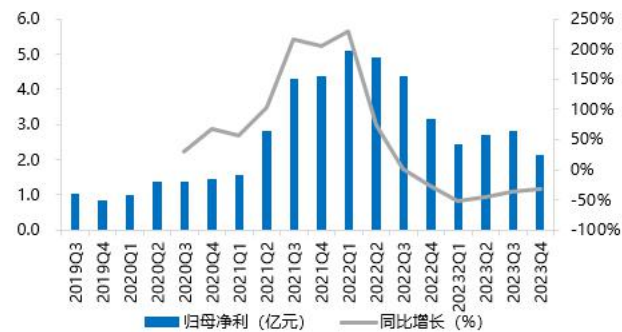
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 2023 年 Q4 营收环比下降 11.6%



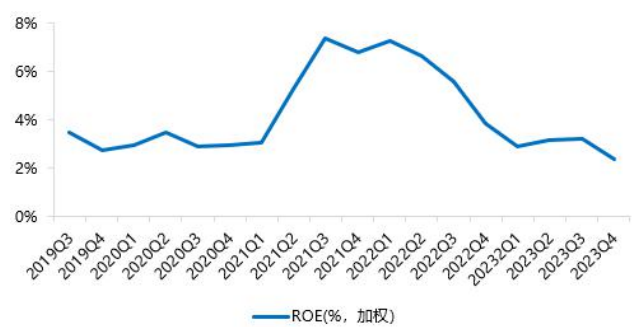
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 2023 年 Q4 归母净利润环比下降 23.7%



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度净资产收益率



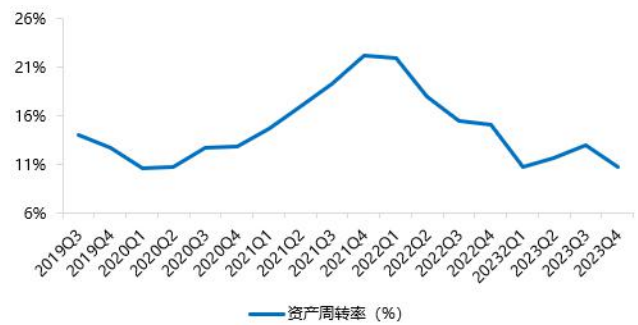
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 季度资产负债率



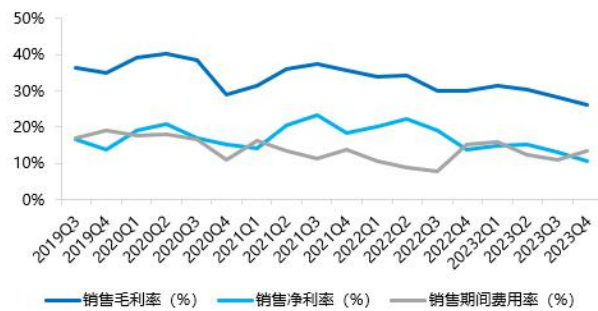
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 季度资产周转率



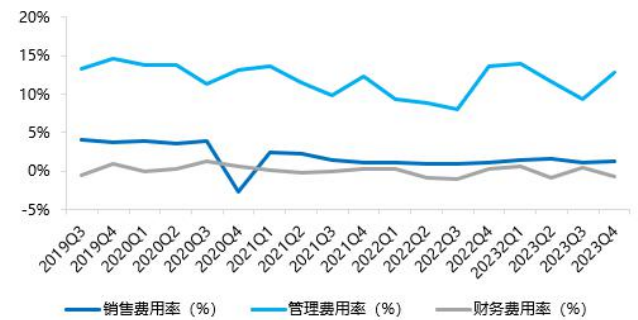
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 季度毛利率及净利率



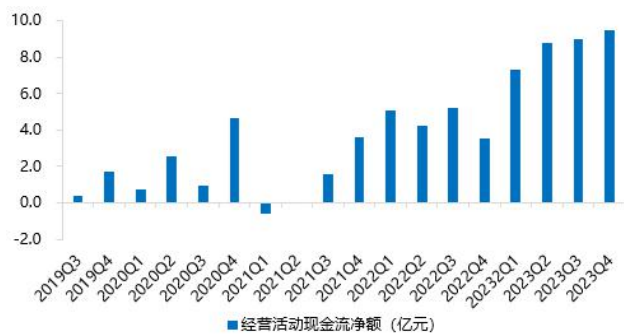
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 季度期间费用率



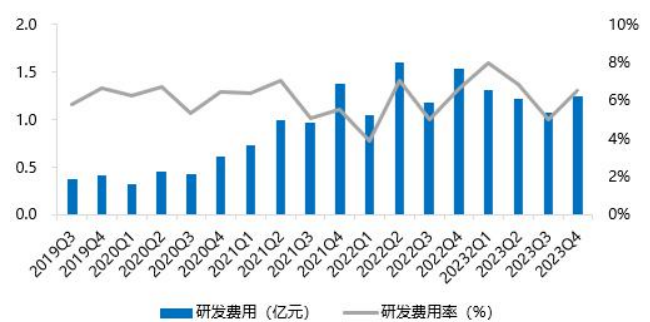
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 2023 年 Q4 经营活动现金流净额 9.45 亿元



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: 季度研发费用情况



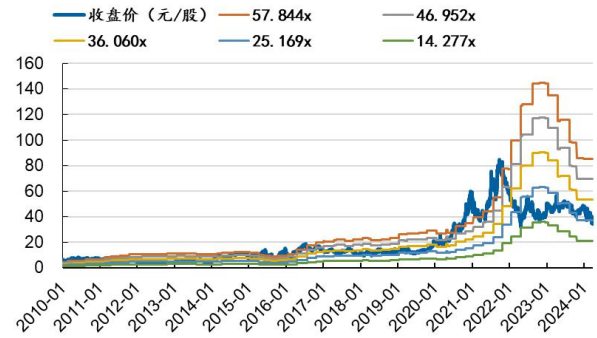
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 27: 收盘价及 PE (TTM)



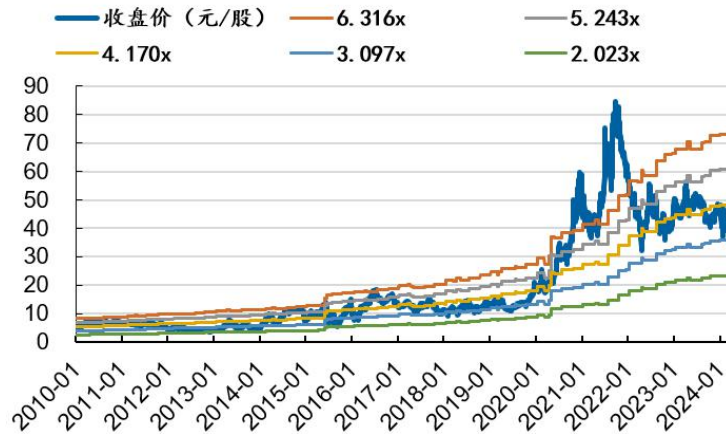
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 28: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 29: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

3、盈利预测与评级

综合考虑公司主要产品价格及毛利情况,我们对公司业绩预测进行适度调整,预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 12.11、16.33、19.29 亿元,对应 PE 分别 22、16、14 倍,考虑公司未来成长性,维持“买入”评级。

4、风险提示

政策落地情况；新产能建设进度不达预期；新产能贡献业绩不达预期；原材料价格波动；环保政策变动；经济大幅下行；丙烷价格大幅震荡。

附表：新宙邦盈利预测表

证券代码:	300037				股价:	34.71		投资评级:	买入		日期:	2024/04/02	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	11%	12%	14%	14%	EPS	1.36	1.61	2.17	2.56				
毛利率	29%	29%	31%	30%	BVPS	12.24	13.78	15.94	18.50				
期间费率	7%	7%	7%	6%	估值								
销售净利率	14%	14%	16%	15%	P/E	34.78	21.62	16.02	13.56				
成长能力					P/B	3.86	2.52	2.18	1.88				
收入增长率	-23%	14%	22%	22%	P/S	4.74	3.08	2.53	2.06				
利润增长率	-43%	20%	35%	18%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.42	0.47	0.52	0.59	营业收入	7484	8497	10349	12676				
应收账款周转率	3.54	3.98	3.76	3.53	营业成本	5318	6015	7133	8831				
存货周转率	8.25	7.74	9.56	11.26	营业税金及附加	44	51	79	96				
偿债能力					销售费用	100	113	138	169				
资产负债率	45%	40%	37%	33%	管理费用	400	450	548	672				
流动比	1.78	2.05	2.31	2.70	财务费用	-10	-5	-5	-20				
速动比	1.56	1.76	2.03	2.40	其他费用/(-收入)	485	552	673	824				
					营业利润	1194	1368	1845	2180				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-29	0	0	0				
现金及现金等价物	4838	4597	5065	5867	利润总额	1165	1368	1845	2180				
应收款项	2406	2456	3293	4101	所得税费用	154	157	212	251				
存货净额	908	1098	1082	1126	净利润	1011	1211	1633	1929				
其他流动资产	1363	1597	1903	2022	少数股东损益	0	0	0	0				
流动资产合计	9514	9748	11344	13116	归属于母公司净利润	1011	1211	1633	1929				
固定资产	3377	3513	3542	3475									
在建工程	1241	992	794	635	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	3209	3504	3735	3933	经营活动现金流	3448	815	1368	1656				
长期股权投资	283	377	409	444	净利润	1011	1211	1633	1929				
资产总计	17624	18135	19823	21602	少数股东损益	0	0	0	0				
短期借款	473	453	433	423	折旧摊销	348	600	640	702				
应付款项	3549	3134	3127	2760	公允价值变动	-32	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	1994	-1054	-952	-1011				
其他流动负债	1327	1161	1344	1671	投资活动现金流	-3779	-863	-713	-684				
流动负债合计	5349	4749	4904	4854	资本支出	-1789	-746	-681	-650				
长期借款及应付债券	2270	2170	2070	1970	长期投资	-2039	-134	-52	-59				
其他长期负债	374	374	374	374	其他	50	17	21	25				
长期负债合计	2643	2543	2443	2343	筹资活动现金流	62	-192	-187	-171				
负债合计	7992	7292	7347	7197	债务融资	199	-120	-120	-110				
股本	750	754	754	754	权益融资	457	0	0	0				
股东权益	9632	10843	12476	14405	其它	-594	-72	-67	-61				
负债和股东权益总计	17624	18135	19823	21602	现金净增加额	-268	-240	468	801				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。