

# 天赐材料(002709)

## 一体化布局彰显成本优势，电解液龙头地位稳固

### 投资要点：

公司深耕电解液领域，市占率持续保持全球第一。一体化布局电解液产业链成本优势明显，有望受益于动力和储能电池带来的下游需求持续提升；新能源结构胶业务加速放量，有望持续提升公司盈利能力。

#### ► 锂电出货量高增带动电解液需求提升

国内政策端持续加码，叠加大下游动力储能电池景气依旧带动电解液需求提升。我们预计2026年全球锂电出货量达2387GWh，三年CAGR为27%；预计2026年全球电解液出货量为292万吨，三年CAGR为31%；2026年全球六氟磷酸锂出货量为38万吨，三年CAGR为31%；2026年全球双氟磺酰亚胺锂(LIFSI)出货量为8.8万吨，三年CAGR为55%。行业持续增长提升公司发展天花板，LIFSI作为新兴产品增速领先，成为行业最强增长点。

#### ► 电解液产业链一体化布局彰显成本优势

电解液成本占比中，锂盐成本占比约66%，添加剂约11%。2023年公司锂盐自供比例超95%，部分核心添加剂超80%，构建公司坚实成本优势。2023年公司电解液销量达39.6万吨，同比+24%，2023年公司国内电解液市占率达36.4%，全球市占率达31.2%，均位列第一。在未来行业集中度提升趋势下，我们预计公司有望凭借一体化布局进一步抢占市场份额。

#### ► 锂盐外售与结构胶放量有望贡献新盈利点

公司自创锂盐工艺提高了原材料的纯度与产出率，LIFSI工艺还可实现副产物循环再利用。目前锂盐盈利能力已位于近年来底部，基本企稳。2024年公司锂盐开始外售，目前已取得比亚迪、国轩高科以及宁德时代大客户订单，有望提供公司业绩新增长点。公司收购东莞腾威实现锂电池用结构胶产品搭建，截至2023年末，结构胶正持续上量中，已形成一定市场规模，后续有望持续提升公司盈利能力。

#### ► 盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年营收分别为161.2/198.7/229.1亿元，分别同比+4.6%/+23.3%/+15.3%；归母净利润分别为12.8/19.6/27.1亿元，分别同比-32.1%/+52.6%/+38.0%，三年CAGR为12.7%，给予“买入”评级。

**风险提示：**新能源车销量不及预期；原材料价格大幅波动；行业竞争加剧导致盈利能力下滑；行业规模测算偏差风险。

行业：电力设备/电池  
投资评级：买入(维持)  
当前价格：17.72元  
目标价格：

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,918.82/1,385.02
流通A股市值(百万元)	24,542.48
每股净资产(元)	6.90
资产负债率(%)	42.76
一年内最高/最低(元)	42.31/16.07

### 股价相对走势



### 作者

分析师：贺朝晖  
执业证书编号：S0590521100002  
邮箱：hezha@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22317	15405	16118	19874	22913
增长率(%)	101.22%	-30.97%	4.63%	23.30%	15.29%
EBITDA(百万元)	7405	3197	2278	3099	3983
归母净利润(百万元)	5714	1891	1284	1960	2705
增长率(%)	158.77%	-66.92%	-32.09%	52.64%	38.02%
EPS(元/股)	2.98	0.99	0.67	1.02	1.41
市盈率(P/E)	6.9	20.8	30.7	20.1	14.6
市净率(P/B)	3.2	3.0	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	11.6	16.3	18.7	13.6	10.2

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年06月27日收盘价

### 相关报告

1、《天赐材料(002709)：存货减值影响净利，海外布局未来可期》2024.03.26

## 投资聚焦

### 核心逻辑

锂电池安全性能提升、能量密度提高是锂电行业发展趋势，叠加下游动力和储能电池需求持续提升带动电解液的需求及技术提升是公司业绩长期增长的核心逻辑。当前公司电解液及锂盐全球市占率第一，在未来行业集中化趋势越发明显下，我们预计公司有望凭借技术+成本优势进一步抢占市场份额；电池用结构胶业务持续放量，有望持续提升公司盈利能力。

### 不同于市场的观点

**市场部分观点认为：**目前电解液产能过剩严重，担忧市场竞争加剧引发价格战。  
**我们认为：**随着电解液行业 CR3 集中度越来越高，叠加下游需求的持续增长，公司有望凭借技术+成本优势率先打破供需错配格局，持续提高产能利用率，增强盈利能力。此外，公司在电解液材料、日化材料及特种化学品等领域均与头部客户深度绑定，进一步加强客户粘性。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 161.2/198.7/229.1 亿元，分别同比 +4.6%/+23.3%/+15.3%；归母净利润分别为 12.8/19.6/27.1 亿元，分别同比 -32.1%/+52.6%/+38.0%，三年 CAGR 为 12.7%，给予“买入”评级。

## 正文目录

1. 发展历程：产业一体化的电解液龙头	5
1.1 持续开拓电解液全产业链布局蓝图	5
1.2 股权结构集中，管理层技术导向	7
1.3 业绩短期承压，公司费用率有所提升	8
2. 下游需求旺盛，电解液市场空间广阔	11
2.1 动力电池持续增长，储能需求旺盛	11
2.2 锂电出货量高增带动电解液需求提升	12
3. 锂电材料成本优势明显，结构胶加速放量	13
3.1 一体化布局彰显成本优势，电解液龙头地位稳固	14
3.2 锂盐自供与外售比例提高增厚公司利润	18
3.3 日化销量稳步增长，结构胶有望提升公司业绩	23
4. 盈利预测与投资建议	24
4.1 盈利预测	24
4.2 投资建议	25
5. 风险提示	25

## 图表目录

图表 1：天赐材料历史沿革	5
图表 2：公司电池材料业务核心产品	6
图表 3：2019-2023 年公司各业务营收（亿元）	6
图表 4：2023 年公司各业务营收占比（%）	6
图表 5：2019-2023 年公司研发费用（亿元）	7
图表 6：公司主要股权结构图（截至 2024 年一季度）	7
图表 7：部分公司高管履历	8
图表 8：2019-2023 年公司营业收入（亿元）	9
图表 9：2019-2023 年公司归母净利润（亿元）	9
图表 10：2019-2023 年公司毛利率及净利率（%）	9
图表 11：近三年 Q1 公司毛利率及净利率（%）	9
图表 12：2019-2023 年公司各项费用率（%）	10
图表 13：近三年 Q1 公司各项费用率（%）	10
图表 14：2019-2023 年同业销售费用率比较（%）	10
图表 15：2019-2023 年同业管理费用率比较（%）	10
图表 16：2019-2023 年同业研发费用率比较（%）	11
图表 17：2019-2023 年同业财务费用率比较（%）	11
图表 18：国内新能源车月度销量（万辆）	11
图表 19：2024 年储能新增投运同环比保持较高速增长	11
图表 20：新能源汽车、储能的相关利好政策	12
图表 21：锂电核心材料需求预测	13
图表 22：公司一体化布局	14
图表 23：电解液成分构成	15
图表 24：电解液成本构成	15
图表 25：2015-2023 年我国电解液出货量及同比增速（万吨，%）	15
图表 26：各厂商电解液产能布局（万吨）	16
图表 27：2023 年我国电解液公司竞争格局	16
图表 28：2023 年全球电解液公司竞争格局	16
图表 29：天赐材料电解液产能（万吨）	17

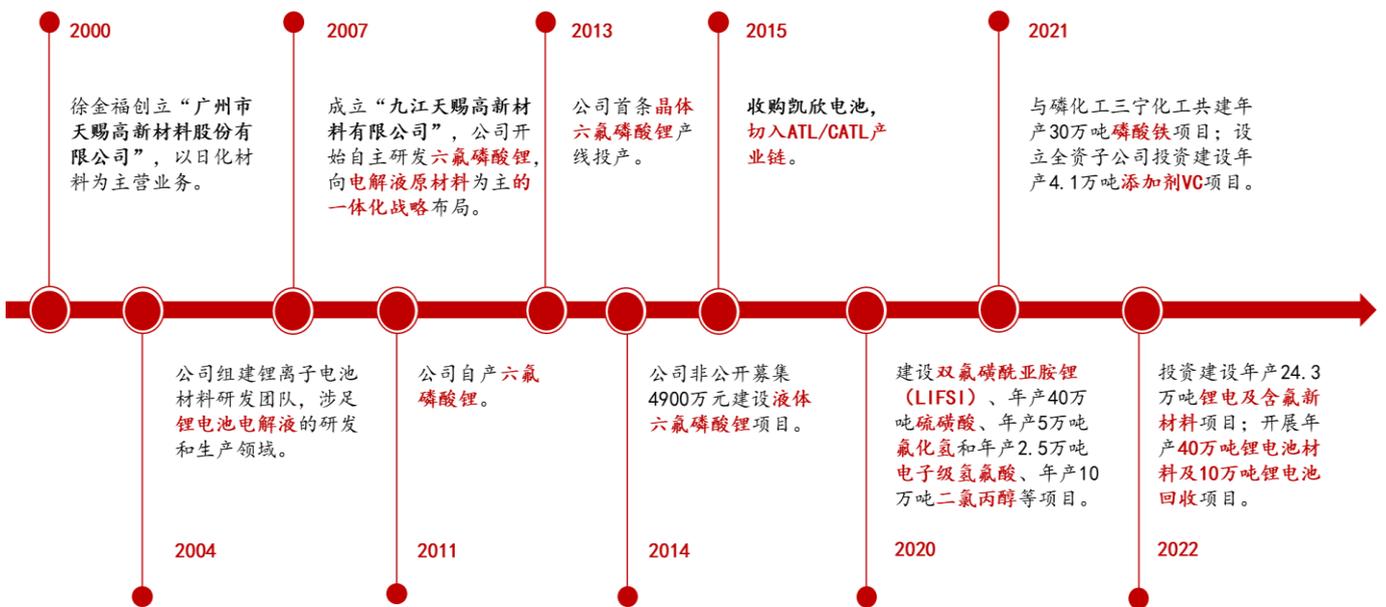
图表 30:	天赐材料电解液产能分布 .....	17
图表 31:	电解液市场均价 (万元/吨) .....	17
图表 32:	天赐海外布局 .....	18
图表 33:	天赐材料液体六氟磷酸锂制备流程 .....	19
图表 34:	改进型六氟磷酸锂晶体制备流程 .....	19
图表 35:	2023 年我国六氟磷酸锂主要产能布局 (万吨/年) .....	20
图表 36:	天赐材料六氟磷酸锂产能 (万吨) .....	20
图表 37:	六氟磷酸锂、碳酸锂及价差走势 (万元/吨) .....	21
图表 38:	传统五氟化磷制备流程 .....	21
图表 39:	天赐材料改良型五氟化磷制备流程 .....	21
图表 40:	高镍三元对电解液提出更高的安全性要求 .....	22
图表 41:	LiFSI 性能显著优于 LiPF <sub>6</sub> .....	22
图表 42:	天赐材料自研两步法制备 LiFSI 流程 .....	22
图表 43:	公司日化材料及特种化学品营收和毛利率 (亿元, %) .....	23
图表 44:	公司日化材料及特种化学品品销量 (万吨) .....	23
图表 45:	天赐材料新品正负极粘结剂 .....	24
图表 46:	公司主营业务及毛利率测算汇总 .....	24
图表 47:	公司盈利预测 .....	25

## 1. 发展历程：产业一体化的电解液龙头

### 1.1 持续开拓电解液全产业链布局蓝图

公司不断布局电解液全产业链。天赐材料是一家主营锂离子电池材料、日化材料及特种化学品生产销售的高新技术企业。公司成立于2000年6月，创立之初主营业务为日化材料；2004年，公司开始涉足锂离子电池材料行业；自2007年开始，公司形成了以电解液原材料为主的一体化布局战略；公司锂离子电池电解液销量自2015年以来全球领先，行业龙头地位进一步稳固；2021年，公司布局电池材料再生业务；未来公司将加快开拓全球市场步伐，以市场增量明确、盈利更高的海外市场作为重要破局方向。

图表1：天赐材料历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国联证券研究所

公司拥有电池材料五大产品序列，电解液、电解质及添加剂为公司电池业务核心。公司致力于电解液功能添加剂配方机理研究，以解决长循环寿命、高低温兼顾等重点问题，目前在自主新添加剂和配方开发方面取得了突出成果。公司配套六氟磷酸锂、新型电解质、添加剂、磷酸铁等关键原料，拥有较高的产能规模和成本优势，是全球可靠的新能源集成材料服务商。目前公司产品广泛应用于新能源汽车、数码产品、分布式储能等领域。

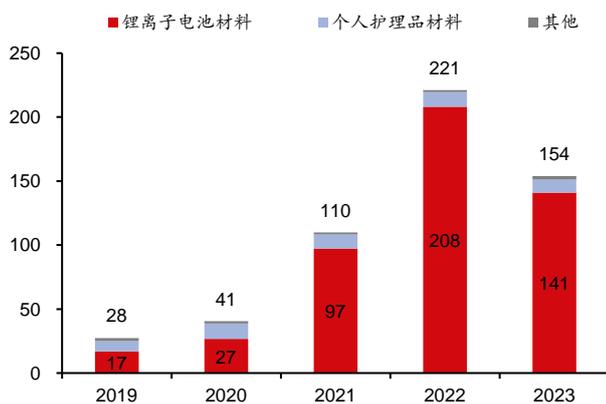
图表2：公司电池材料业务核心产品

锂离子电池电解液	电解质及添加剂	正极相关材料
3C数码产品电池电解液 动力锂离子电池电解液 储能锂离子电池电解液	六氟磷酸锂 六氟磷酸钠 双氟磺酰亚胺锂 二氟双草酸磷酸锂 二氟草酸硼酸锂 二氟磷酸锂 硫酸乙烯酯 三磷酸酯	磷酸铁锂 磷酸铁
特种化学品	钠离子电池电解液	
新能源粘结剂 新能源胶黏剂（有机硅） 新能源胶黏剂（聚氨酯）	低速车钠离子电池电解液 储能钠离子电池电解液	

资料来源：公司官网，国联证券研究所

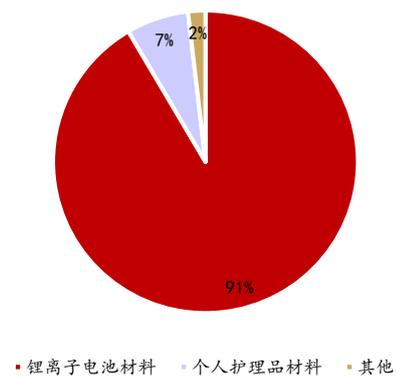
电池业务贡献主要营收，销量稳步增长。2019-2023年，公司电池材料业务快速发展，2023年公司锂离子电池材料业务营收占比高达91%，个人护理品材料占比7%，受市场波动影响，个人护理品业务销售额较2022年同比-10.43%，但销量稳步增长。2023年公司电解液销量39.6万吨，同比增长24%。

图表3：2019-2023年公司各业务营收（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

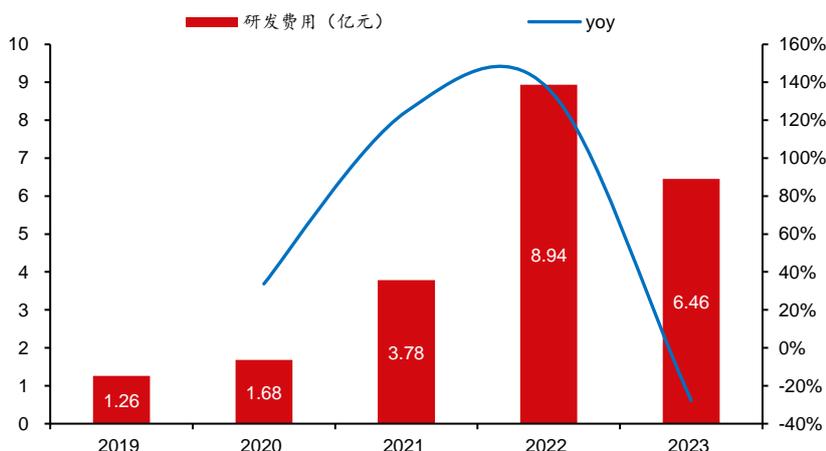
图表4：2023年公司各业务营收占比（%）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

持续创新技术工艺，研发费用占营收比低于行业平均水平。公司坚持通过技术优势提高核心竞争力，截至2023年末，公司拥有472项授权专利，包括发明280项，实用新型182项，外观设计10项。2023年公司研发费用同比下降27.79%，主要系研发材料价格下降叠加部分新增研发项目处于前期研发阶段，导致研发投入减少及另外部分限制性股票及期权注销，冲减了研发费用。

图表5：2019-2023 年公司研发费用（亿元）



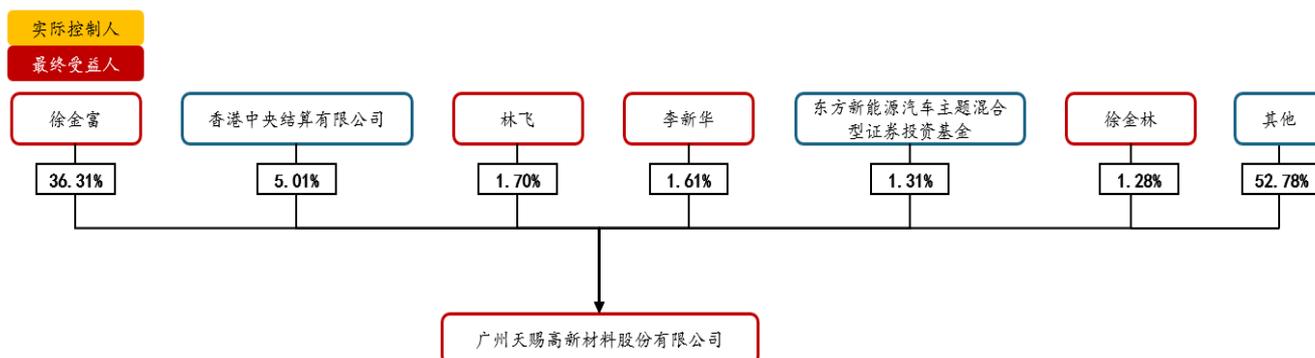
资料来源：公司公告，国联证券研究所

**公司提供多项行业解决方案。**通过在锂电池材料领域的多年深耕，公司形成了强大的平台研发能力，积累了深厚的客户基础，基于此公司向客户提供各类定制化解决方案，例如为新能源汽车制造商提供定制化的锂电池电解液解决方案，根据客户对电池性能、能量密度、充放电速度等方面的要求，开发出具有优异性能的电解液配方。通过满足客户个性化需求，帮助客户提升产品质量和竞争力，有效扩大锂电池材料市场。

## 1.2 股权结构集中，管理层技术导向

**公司实控人股权集中，主动增持利益绑定。**公司控股股东、实际控制人为徐金富，截至 2024Q1 徐金富持股为 36.31%，在公司长期发展目标和决策中拥有绝对主导权，公司运营高度稳定，且 2023 年公司董事长徐金富主动增持股票，对公司的长期繁荣发展彰显信心。

图表6：公司主要股权结构图（截至 2024 年一季报）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

**管理层技术导向，多年从业经验丰富。**公司管理层中多为工程师出身，5人为硕士学历，3人为博士学历，对公司的创新研发和技术路线有坚实推动作用；现任13位高管中7人在公司任职时长超过14年，与公司长期共同成长。公司高管对于各自分管领域均有深厚的经验积累，形成具有丰富行业经验的专业队伍。

**图表7：部分公司高管履历**

姓名	职务	学历	背景
徐金富	董事长 总经理	硕士	1964年生，中国国籍，中国科学院化学专业硕士研究生学历，中欧国际工商管理学院EMBA。历任广州市道明化学有限公司经理，广州市天赐高新材料科技有限公司总经理。现任公司董事长，总经理。
徐三善	副董事长 副总经理	硕士	1969年生，中国国籍，浙江大学工商管理硕士研究生学历，高级工程师。2010年2月加入公司，历任公司副总经理，九江天赐总经理，九江天赐执行董事，公司常务副总。现任公司董事，副总经理。
顾斌	董事 财务总监	专科	1965年生，中国国籍，中南财经大学会计学专科学历，会计师。历任湖北金龙泉啤酒集团公司财务处副处长，广州蓝月亮实业有限公司董事，财务总监。现任公司董事，副总经理，财务总监。
赵经纬	董事 九江天赐总 经理	博士	1977年生，中国国籍，中国科学院博士学位。历任中国科学院上海有机化学研究所盐城新材料研发中心主任，江苏省新能源汽车及汽车零部件产业园副主任，创办了张家港吉慕特化工科技有限公司。现任公司董事，九江天赐高新材料有限公司总经理。
韩恒	董事 董事会秘书	硕士	1983年生，中国国籍，江南大学应用化学硕士研究生学历，PMP(国际项目管理师)，2008年8月加入公司，历任公司技术支持经理，大客户经理，国际业务部部长，市场发展部总监，正极基础材料事业部总经理。现任公司董事及董事会秘书，分管证券法务部，审计部，投资发展部，资源循环事业部。
陈丽梅	独立董事	本科	1968年生，中国国籍，华南理工大学应用化学专业本科学历，获理学学士学位，具有中国注册会计师及税务师执业资格。历任广州江南橡胶厂研究所技术员，广州市明通会计师事务所审计员，广东金桥会计师事务所审计部部长，现任广州市新东越会计师事务所有限公司副所长，为公司独立董事。
李志娟	独立董事	硕士	1979年生，中国国籍，武汉大学法学院法律硕士研究生学位，具有证券从业资格，律师执业资格。历任广东雪莱特光电科技股份有限公司的法务证券部部长，证券事务代表；广东广州日报传媒股份有限公司的证券部经理；广东轩辕网络股份有限公司的董事会秘书；现任广东广信君达律师事务所为执业律师，为公司独立董事。
南俊民	独立董事	博士	1969年生，中国国籍，厦门大学理学博士学位。1987.9-1994.6，就读于郑州大学化学系，并获得学士及硕士学位。天津大学应用化学与技术博士后流动站博士后，韩国Yonsei大学访问学者。历任国营755厂技术员，杭州南都电源有限公司工程师。现任华南师范大学教授化学系教授，博士生导师，物理化学研究所所长，为公司独立董事。
章明秋	独立董事	博士	1961年生，中国国籍，中山大学高分子化学与物理专业在职研究生学历，获理学博士学位。历任中山大学化学学院材料科学研究所助教，讲师。现任中山大学化学学院材料科学研究所所长，教授，兼任中国材料研究会常务理事，亚澳复合材料协会(ACCM)常务理事，广东省复合材料学会理事长等职，为公司独立董事。

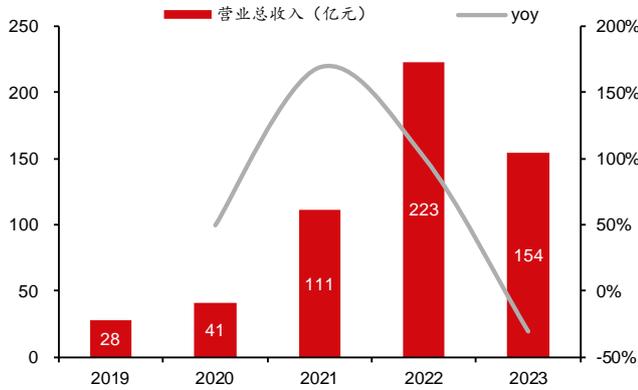
资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 1.3 业绩短期承压，公司费用率有所提升

**公司业绩短期承压。**2019-2022年，公司营收与归母净利润逐年提升，2023年公司实现营业收入154.05亿元，同比下降30.97%；归母净利润18.91亿元，同比下降

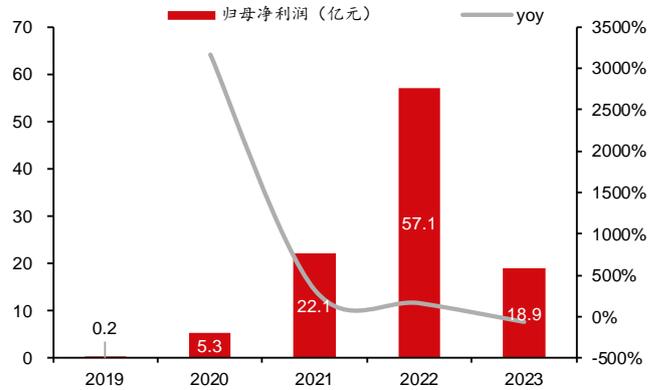
66.92%。2023 年公司正极材料前驱体磷酸铁产品产能爬坡缓慢，盈利能力不及预期。

图表8：2019-2023 年公司营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表9：2019-2023 年公司归母净利润（亿元）

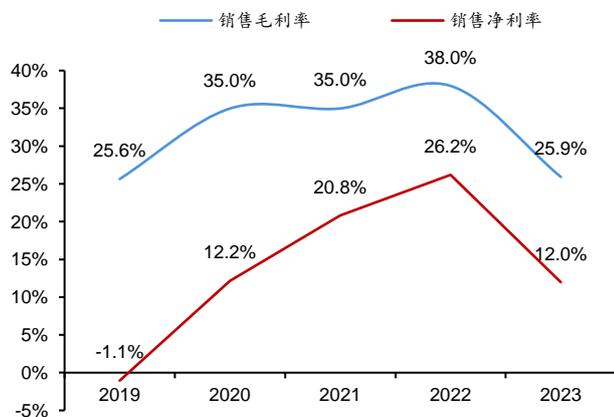


资料来源：公司公告，国联证券研究所

**公司原材料计提存货跌价损失影响净利。**公司围绕电解液布局的关键原材料如磷酸铁和碳酸锂，受市场竞争加剧和设备调试等因素销量不及预期，叠加原材料价格大幅下跌影响公司净利，23 年公司全年计提存货减值损失 1.71 亿元。我们预计原材料市场已达出清末期，未来价格或将趋于稳定，叠加下游市场需求增加和产能爬坡完成，公司业绩有望迎来新增长局面。

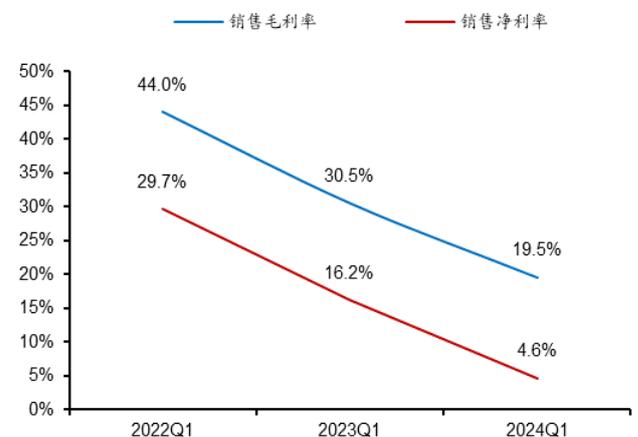
**受原材料价格影响，24Q1 毛利率及净利率下滑。**2019-2022 年公司毛利率和净利率上升，2022 年分别达到 38.0%和 26.2%；2023 年毛利率和净利率下降，2024Q1 毛利率下降至 19.5%，净利率下降至 4.6%。受原材料价格波动导致电解液价格大幅下降等原因影响，一季度电解液行业业绩整体处于底部承压状态。未来随着销售规模的扩大，固定成本在总成本中的占比降低，公司有望通过有效的成本控制提高毛利率。

图表10：2019-2023 年公司毛利率及净利率（%）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表11：近三年 Q1 公司毛利率及净利率（%）

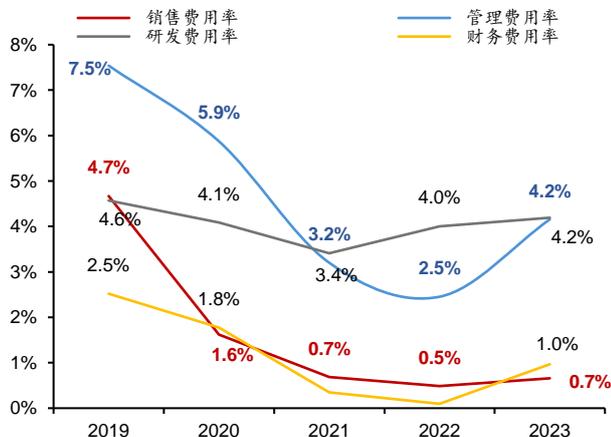


资料来源：公司公告，国联证券研究所

**2023 年及 2024Q1 公司费用率有所增加。**2023 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别同比增长 0.2pct/1.7pct/0.9pct/0.2pct；24Q1 公司费用率同比有所增加，其

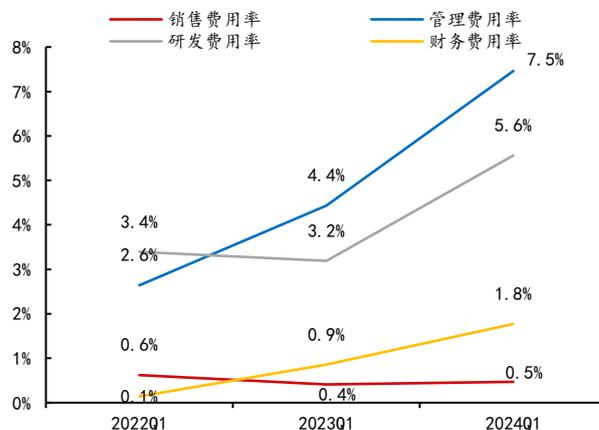
中管理费用率达 7.5%，同比+3.1pct，主要为公司计提股权激励成本费用及职工薪酬增加所致。

图表12：2019-2023 年公司各项费用率 (%)



资料来源：公司公告，国联证券研究所

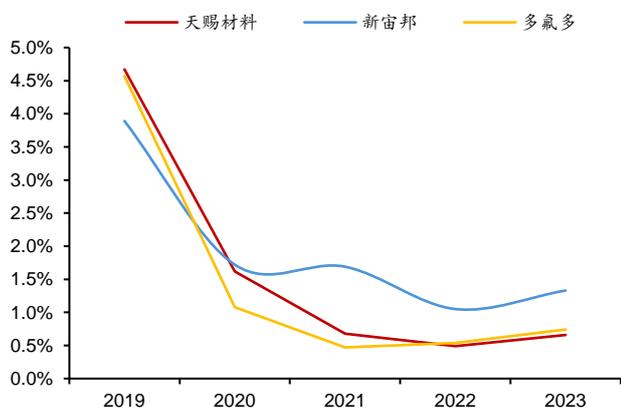
图表13：近三年 Q1 公司各项费用率 (%)



资料来源：公司公告，国联证券研究所

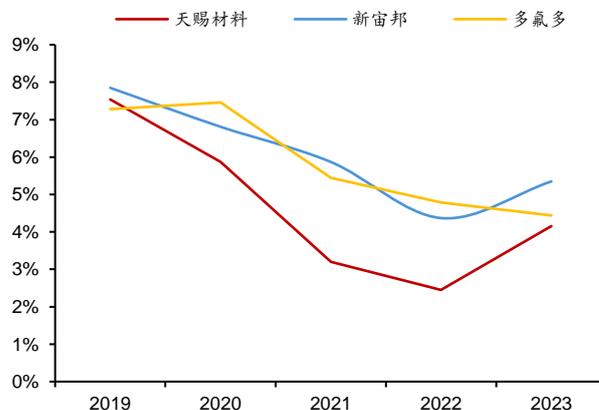
公司销售管理费用率低于同行业公司。19-22 年整体行业销售费用率呈下降态势，主要系营收增加所致，2023 年行业销售费用率小幅增加。公司自 2020 年后销售费用率显著减小，2023 年公司销售费用率与管理费用率均低于同行业公司。

图表14：2019-2023 年同业销售费用率比较 (%)



资料来源：公司公告，国联证券研究所

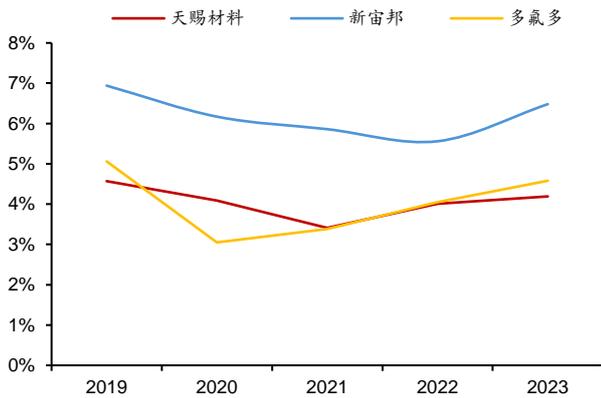
图表15：2019-2023 年同业管理费用率比较 (%)



资料来源：公司公告，国联证券研究所

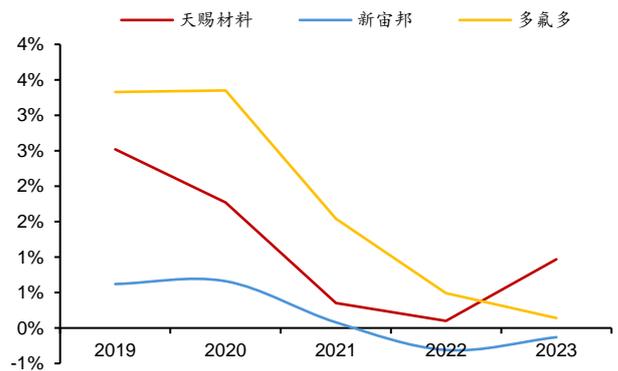
公司研发费用率处于行业中游水平，整体投入比例较稳定，研发项目进展顺利。作为国家高新技术企业，公司拥有行业领先液体六氟磷酸锂制备工艺技术，有效减少生产过程中的能耗与排放，2023 年公司单位产能投资成本及生产成本均低于行业平均水平；2023 年公司财务费用率明显上升，主要系计提可转债利息所致。

图表16: 2019-2023年同业研发费用率比较 (%)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表17: 2019-2023年同业财务费用率比较 (%)



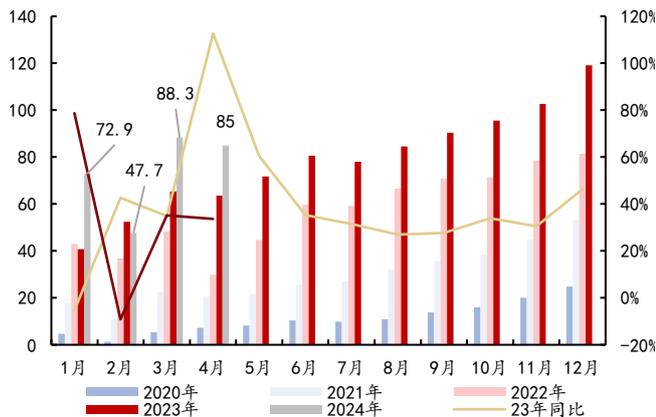
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 2. 下游需求旺盛, 电解液市场空间广阔

### 2.1 动力电池持续增长, 储能需求旺盛

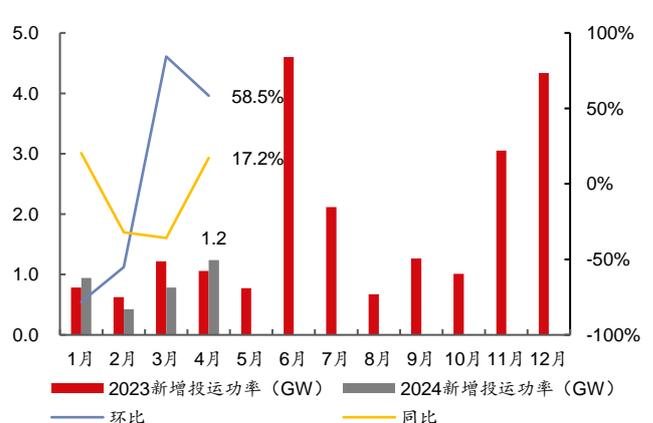
**终端新能源车销量及储能电池装机量持续向上是锂电需求高增的基础:** 新能源车方面, 据 Clean Technica, 2023 年全球新能源车销量达 1369 万辆, 同比增长 35.7%。24 年初国内新能源车销量表现亮眼, 2024 年 1-4 月中国新能源车销量达 294 万辆, 同比+32.3%, 其中 4 月销量持续增长, 销量为 85 万辆, 同比增长 33.5%。储能电池方面, 2024 年 4 月, 国内新增投运新型储能项目规模共计 1.2GW, 同比增长 18%, 新增投运规模创 2024 年以来新高。

图表18: 国内新能源车月度销量 (万辆)



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

图表19: 2024年储能新增投运同比保持高速增长



资料来源: CNESA, 国联证券研究所

**国内政策端持续加码, 为锂电行业高质量发展赋能。** 近两年来, 加快推进新能源汽车及储能发展的国家政策频繁出台, 助力早日实现“双碳”目标。2024 年 4 月 26 日商务部、财务部等 7 部门联合印发《汽车以旧换新补贴实施细则》, “以旧换新”政

策的落地有望带动新能源汽车销量进一步上行。从长期来看，目前新能源汽车购置税免征政策已明确延至 2025 年，2026-2027 年减半征收购置税，有望为新能源汽车销量的持续增长保驾护航。2023 年 9 月，工信部、财政部发布《电子信息制造业 2023-2024 年稳增长行动方案》，公告需统筹资源加大锂电、钠电、储能等产业支持力度，保障高质量锂电、储能产品供给。随着国家大力支持，锂电需求有望持续迎来高增长。

**图表 20：新能源汽车、储能的相关利好政策**

时间	政府部门	政策名称	主要内容
2024. 04	国家发改委等 7 部门	《汽车以旧换新补贴实施细则》	至 2024 年 12 月 31 日，对报废燃油乘用车并购买燃油乘用车的补贴 7000 元；对报废燃油或新能源乘用车并购买新能源乘用车新车的补贴 1 万元。
2023. 12	国家发改委、国家能源局	《国家发展改革委等部门关于加强新能源汽车与电网融合互动的实施意见》	到 2025 年新能源车作为移动式电化学储能资源的潜力通过试点示范得到初步验证；到 2030 年新能源汽车成为电化学储能体系的重要组成部分。
2023. 09	工信部、财政部	《电子信息制造业 2023-2024 年稳增长行动方案》	统筹资源加大锂电、钠电、储能等产业支持力度，加快关键材料设备、工艺薄弱环节突破，保障高质量锂电、储能产品供给。
2023. 09	国家机关事务管理局	《中央国家机关所属事业单位公务用车管理办法（试行）》	事业单位应当优先配备使用新能源汽车，按照规定逐步扩大新能源汽车配备比例。
2023. 09	国家发改委、国家能源局	《电力现货市场基本规则（试行）》	推动分布式发电、负荷聚合商、储能和虚拟电厂等新型经营主体参与交易。
2023. 08	国家发改委等九部委	《县域商业三年行动计划（2023-2025 年）》	继续支持新能源汽车下乡，加快农村充换电设施建设。
2023. 08	工信部、科技部等四部委	《新产业标准化领航工程实施方案（2023-2035 年）》	聚焦锂电池领域，研制电池碳足迹、正负极材料、保护器件等关键原材料及零部件标准。面向钠离子电池、氢储能/氢燃料电池、固态电池等新型储能技术发展趋势，加快研究便携式、小型动力、储能等电池产品标准。
2023. 07	国务院	《关于恢复和扩大消费的措施》	扩大新能源汽车消费。落实构建高质量充电基础设施体系、支持新能源汽车下乡、延续和优化新能源汽车车辆购置税减免等政策。
2023. 06	国家能源局	《关于开展新型储能试点示范工作的通知》	以推动新型储能多元化、产业化发展为目标，遴选一批典型应用场景下，在安全性、经济性等方面具有竞争潜力的各类新型储能技术示范项目。

来源：中国汽车报，中关村储能产业技术联盟，前瞻产业研究院，国际能源网，国家能源局，储能盒子，国联证券研究所

## 2.2 锂电出货量高增带动电解液需求提升

电解液是电池中离子传输载体，预计 26 年全球电解液需求量将达到 292 万吨。锂电池电解液由锂盐、有机溶剂和添加剂按一定比例组合而成，在电池正、负极之间起到传导离子的作用，是锂离子电池获得高电压、高比能等优点的保证。伴随全球新能源汽车渗透率及储能装机量的不断攀升，锂电原材料的出货量将持续增长。我们预计 24-26 年全球电解液出货量分别为 206 万吨/253 万吨/292 万吨；24-26 年全球六氟磷酸锂出货量分别为 27 万吨/33 万吨/38 万吨；24-26 年全球双氟磺酰亚胺锂（LIFSI）出货量分别为 4.5 万吨/6.3 万吨/8.8 万吨。

**图表21：锂电核心材料需求预测**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
全球新能源汽车销量 (万辆)	195	216	320	648	1046	1374	1714	2029	2442
YOY		11%	48%	103%	61%	31%	25%	18%	15%
国内新能源汽车销量 (万辆)	106	109	121	312	607	950	1200	1380	1587
YOY		3%	11%	158%	95%	57%	26%	15%	15%
国内平均单车带电量 (kWh)	53.8	56.9	52.9	49.7	46.1	47.2	48	50	50
国内动力电池装机需求 (GWh)	57	62	64	155	280	448	576	690	794
海外新能源汽车销量 (万辆)	89	107	199	336	439	424	514	649	855
海外平均单车带电量 (GWh)	40.4	52.3	36.2	42.3	54.3	61.0	63	64	64
海外动力电池装机需求 (GWh)	36	56	72	142	238	259	363	442	508
全球动力电池锂电装机需求 (GWh)	93	118	136	297	518	707	939	1132	1301
动力电池备货系数	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
全球动力电池锂电需求合计 (GWh)	99	124	159	372	684	860	1221	1471	1692
全球储能电池装机需求 (GWh)		6	11	24	47	102	149	194	220
储能电池备货系数		3.2	2.5	2.8	3.4	2.2	2.5	2.5	2.5
储能电池锂电需求合计 (GWh)	15	20	27	66	159	224	374	484	550
YOY		33%	31%	147%	141%	41%	67%	29%	14%
3C 电池锂电需求合计 (GWh)	82	94	109	126	114	92	110	126	145
YOY		15%	16%	16%	-10%	-20%	20%	15%	15%
全球锂电需求合计 (GWh)	196	239	295	565	957	1175	1704	2081	2387
YOY		22%	23%	92%	70%	23%	45%	22%	15%
磷酸铁锂电池占比 (%)	39%	33%	41%	52%	62%	67%	70%	72%	75%
三元电池占比 (%)	58%	65%	58%	48%	28%	33%	30%	28%	25%
三元电池需求 (GWh)	113.7	155.2	170.9	271.1	268.1	387.8	511.2	582.7	596.7
磷酸铁锂电池需求 (GWh)	76.5	78.8	120.8	293.7	593.6	787.5	1192.8	1498.5	1790.1
磷酸铁锂电池电解液需求 (万吨)	9.9	10.2	15.7	38.2	77.2	102.4	155.1	194.8	232.7
三元电池电解液需求 (万吨)	11.4	15.5	17.1	27.1	26.8	38.8	51.1	58.3	59.7
电解液总需求 (万吨)	21	27	33	61	104	131	206	253	292
YOY		26%	25%	83%	70%	26%	57%	23%	16%
六氟磷酸锂添加比例		13.4%	14.1%	11.4%	12.8%	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%
六氟磷酸锂需求量 (万吨)		4	5	7	13	17	27	33	38
YOY			31%	49%	91%	26%	59%	23%	16%
LIFSI 添加比例			0.5%	0.8%	1.0%	1.8%	2.2%	2.5%	3.0%
LIFSI 需求量 (万吨)			0.2	0.5	1.0	2.4	4.5	6.3	8.8
YOY				193%	113%	126%	92%	39%	39%

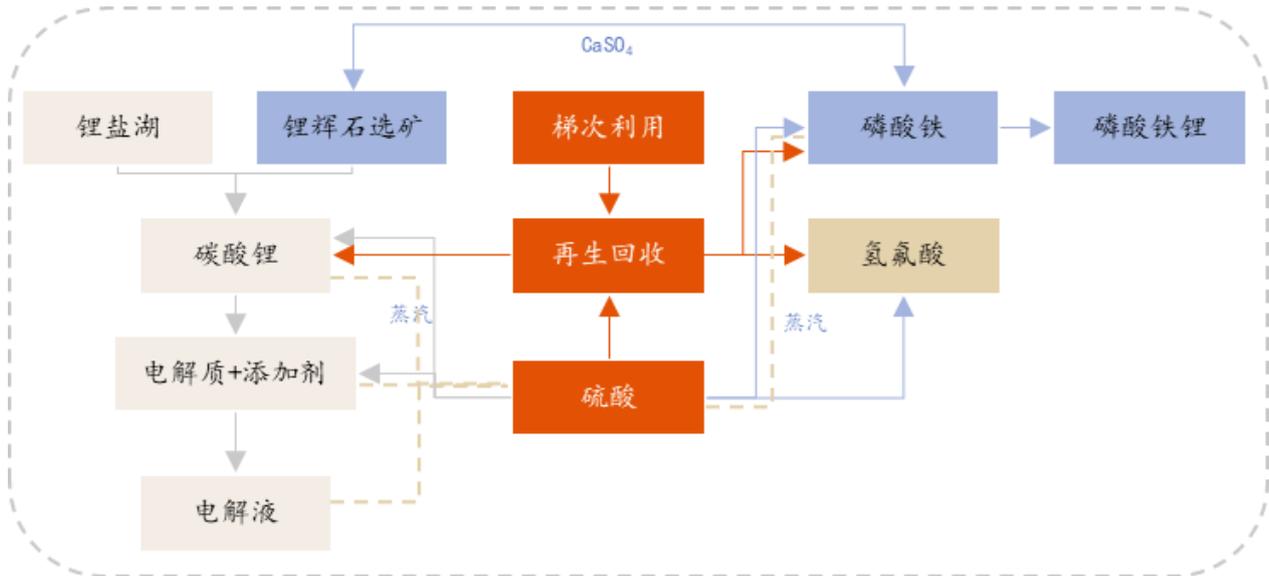
资料来源：公司公告，GGII，BNEF，Wood Mackenzie，IHS Markit，EVTank，中汽协，大地新材料，华经产业研究院，国联证券研究所测算

### 3. 锂电材料成本优势明显，结构胶加速放量

公司实现电解液一体化产业线布局延伸。在锂电材料产业链构建上，天赐材料以锂盐、磷铁为两大核心产品线，以硫酸、再生回收为两个循环点，打造一体化集成产

业链优势，实现成本和效益的最优化。锂盐线方面，天赐材料布局了六氟磷酸锂核心电解液原材料及添加剂，形成产业链一体化战略布局。磷铁线方面，公司通过六氟产线副产硫酸，横向切入磷酸铁，交叠 LFP 电池回收业务，形成磷酸铁锂正极材料一体化循环体系。资源循环业务方面，公司碳酸锂提纯产线顺利投产，并着手于碳酸锂湿法冶炼的工艺研发，打造从原矿端到高纯级碳酸锂的原材料链条加工产能，完善公司在资源端的布局。

图表22：公司一体化布局



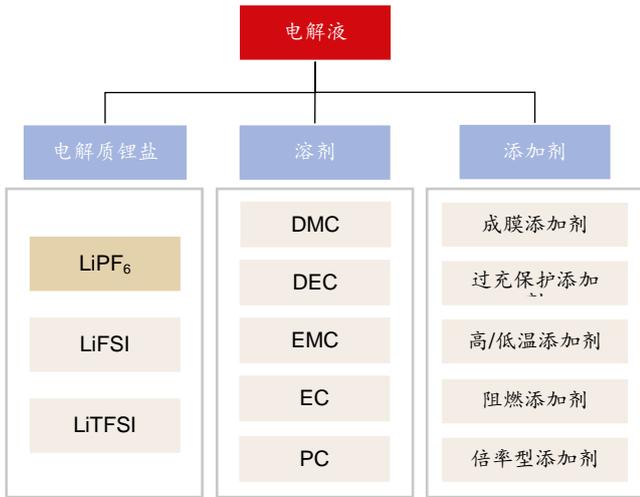
资料来源：高工锂电，国联证券研究所

### 3.1 一体化布局彰显成本优势，电解液龙头地位稳固

电解液由电解质锂盐、溶剂和添加剂三部分组成。按质量占比划分，电解质锂盐占电解液比例约 10%-15%，有机溶剂占比约 80%，添加剂占比约 5%-10%。溶质、添加剂及电解液配方是电解液核心，其技术水平对电解液导电性、稳定性等至关重要。溶质决定了电解液基本理化性能，对锂电池特性有重要影响，目前主流溶质为六氟磷酸锂 (LiPF<sub>6</sub>)。此外，添加剂不同配比对电解液性能同时具有显著影响，添加剂类型主要包括成膜添加剂、过充保护添加剂、高/低温添加剂、阻燃添加剂和倍率型添加剂等。

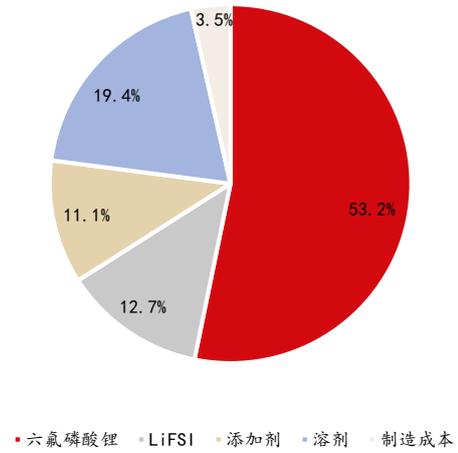
锂盐占电解液成本比重最大。单吨电解液需消耗 LiPF<sub>6</sub>/LiFSI 约 0.12 吨，溶剂约 0.82 吨，添加剂约 0.01-0.02 吨。其中，六氟磷酸锂、LiFSI、添加剂和溶剂成本占比分别为 53.2%、12.7%、11.1%和 19.4%，电解液中锂盐六氟磷酸锂和 LiFSI 占据主要成本。

图表23: 电解液成分构成



资料来源: GGI, 国联证券研究所

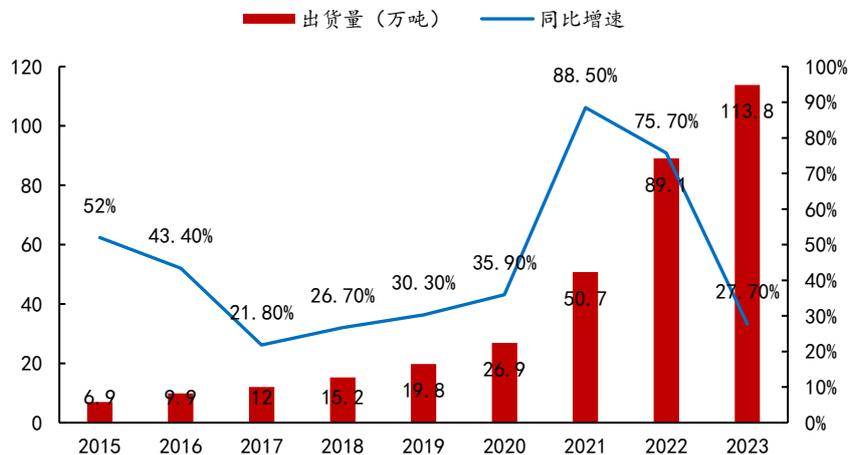
图表24: 电解液成本构成



资料来源: SMM, 国联证券研究所

2023年,全球锂离子电池电解液出货量达到131.2万吨,同比增长25.8%,其中中国电解液出货量为113.8万吨,同比增长27.7%,中国电解液出货量的全球占比继续提升至86.7%。我们预计24-26年全球电解液出货量将分别达到206万吨/253万吨/292万吨。

图表25: 2015-2023年我国电解液出货量及同比增速(万吨,%)



资料来源: EVTank, 国联证券研究所

预计25年电解液行业扩产规模将显著放缓。据百川盈孚,预计24/25年电解液行业新增产能分别为130万吨/77万吨,到25年电解液总产能将达487万吨。由于目前电解液产能过剩严重,不少企业因行业供给错配格局而选择停产或延迟投产。23年11月,新宙邦终止总投资12亿元的珠海新宙邦电子化学品项目,小厂商产能投放同样面临放缓或终止,我们预计在24-25年实际产能投放将放缓。当前产业链主要还是结构性产能过剩,真正高性能高质量产品市场供需平衡状态有望到来。

图表26：各厂商电解液产能布局（万吨）

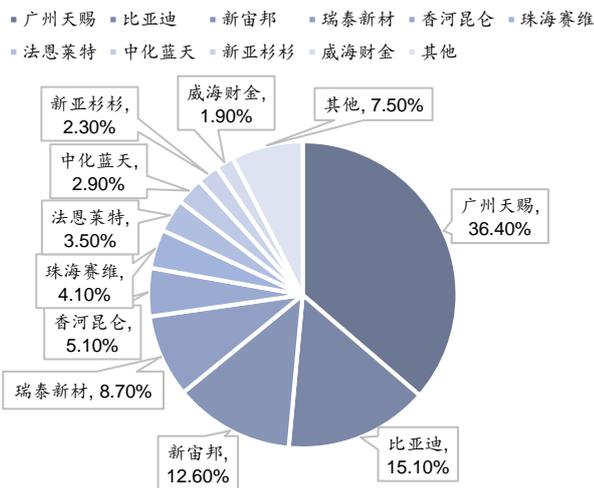
厂商简称	产能（2022）	新增产能（2023）	新增产能（2024）	新增产能（2025）
天赐材料	61.9	45.0	20.0	37.0
国泰华荣	19.0	7.0	56.0	30.0
新宙邦	16.0	5.9	33.5	10.0
永太科技	15.0	20.0	0.0	0.0
比亚迪	10.0	0.0	0.0	0.0
金光高科	7.0	0.0	0.0	0.0
法恩莱特	7.0	14.0	0.0	0.0
杉杉股份	6.0	0.0	0.0	0.0
湖州昆仑	6.0	0.0	10.0	0.0
安徽兴锂	5.0	20.0	0.0	0.0
赛纬电子	5.0	11.0	10.0	0.0

资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

注：天赐材料产能来自国联证券研究所整理，其余产能信息来自百川盈孚

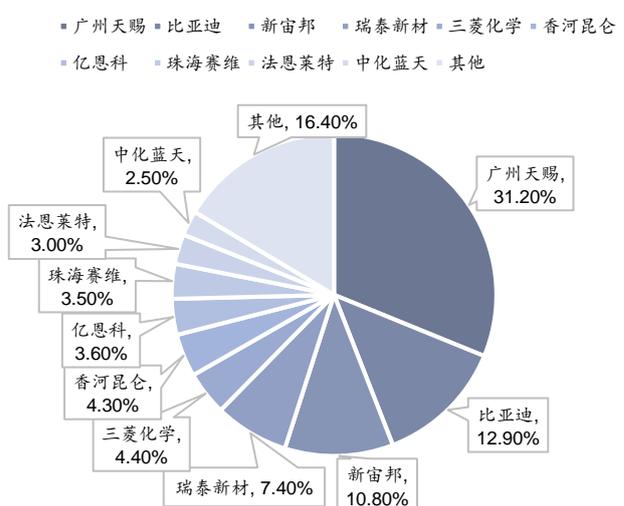
2017年以来公司问鼎电解液龙头，市占率持续保持全球第一。公司长期与宁德时代、LG 新能源、特斯拉等下游锂电头部企业合作，拥有稳定客户及订单，保证公司电解液销量。2023年公司电解液销量达39.6万吨，同比增长约24%，2023年公司国内电解液市占率达36.4%，全球市占率达31.2%。

图表27：2023年我国电解液公司竞争格局



资料来源：鑫椴锂电，国联证券研究所

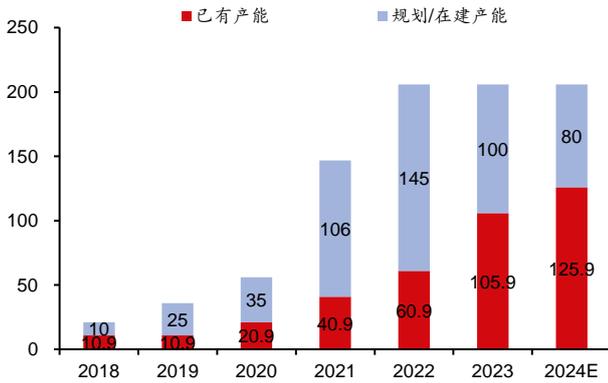
图表28：2023年全球电解液公司竞争格局



资料来源：鑫椴锂电，国联证券研究所

公司电解液产能扩张放缓，有望提升产能利用率。截止2023年底，公司拥有电解液产能约85万吨/年，设计产能105.9万吨/年，主要分布在江西九江、江苏南通、江苏溧阳、福建宁德等。在目前电解液行业竞争加剧背景下，行业集中化趋势将越发明显，公司有望凭借一体化布局进一步抢占市场份额。

图表29：天赐材料电解液产能（万吨）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表30：天赐材料电解液产能分布

电解液	2022	2023	2024E
单位：万吨	产能	产能	产能
福鼎凯欣	10	10	30
江苏天赐	10	30	30
安徽天赐	10	10	10
南通天赐	-	20	20
肇庆天赐	20	20	20
天津天赐	0.9	0.9	0.9
九江天赐	10	15	15

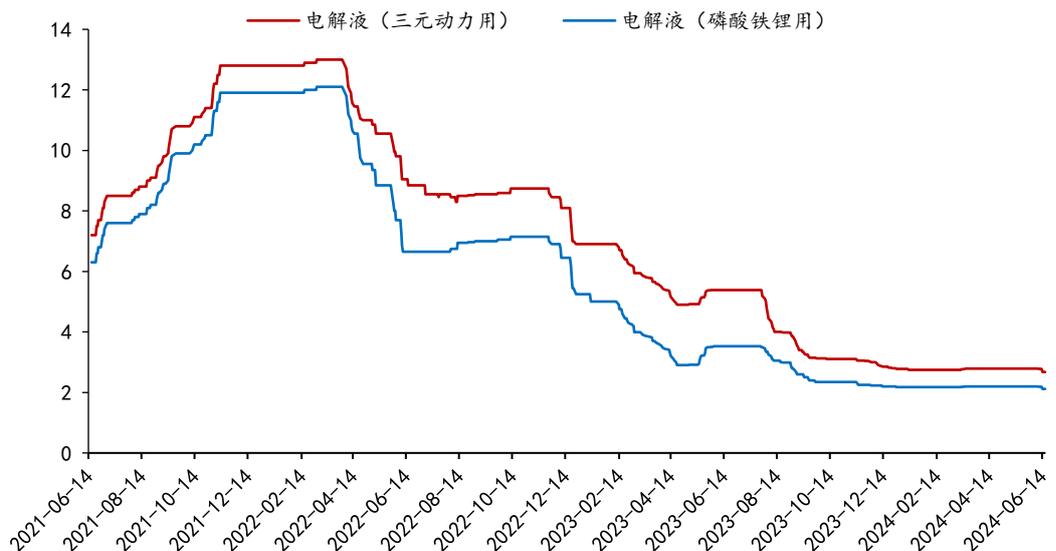
资料来源：公司公告，国联证券研究所

注：有些产地产能未全部投产

2024年6月17日，公司与宁德时代签订物料供货协议，约定至2025年12月31日，公司向宁德时代供应固体六氟磷酸锂使用量为5.86万吨的对应数量电解液产品。2024H2公司有望凭借下游需求增加进一步提高产能利用率。

2025年电解液价格有望企稳回弹。从市场规模来看，2023年全球电解液市场规模为522.1亿元，同比下滑36.7%，主要原因在于电解液价格的下滑。截至2024年6月17日，中国电解液的销售均价已跌至2.7万元/吨，位于近三年来底部水平。各大电解液厂商利润被进一步压缩，下游电池厂商以去库为主。2024H1电解液价格已企稳，预计随着行业供需关系的持续改善，2025年有望迎来电解液价格企稳回弹。

图表31：电解液市场均价（万元/吨）



资料来源：SMM，国联证券研究所

布局电解液上游实现成本优势。自公司切入锂电池材料以来，先后通过自主研发布局液体六氟磷酸锂（LiPF<sub>6</sub>）、双氟磺酰亚胺锂（LiFSI）、碳酸亚乙烯酯（VC）、硫

酸乙烯酯 (DTD)、二氟草酸硼酸锂 (LiODFB) 等核心电解液原材料及添加剂。目前公司已实现电解质 (LiPF<sub>6</sub>和 LiFSI)、溶剂和添加剂自产,且自供比例较高。目前 LiPF<sub>6</sub> 自供比例超 95%, LiFSI 自供比例超 93%, 部分核心添加剂自供比例达到 80%以上, 在增强供应链稳定基础上构筑了公司坚实的成本优势。

**海外布局逐步推进,有望贡献业绩新增长点。**随着国内电解液市场的竞争加剧和饱和,未来电解液出口海外将成为明确主线。2023 年公司德国 OEM 工厂顺利投产;北美电解液项目持续推进,项目选址、土地购买等事项于报告期内相继落地,国际客户的开拓进程进一步加快,同时公司于韩国设立配样室,精准配套 LG、SDI 等韩国客户,进一步提升新项目配合效率和服务质量。

图表32: 天赐海外布局



资料来源:公司公告,国联证券研究所

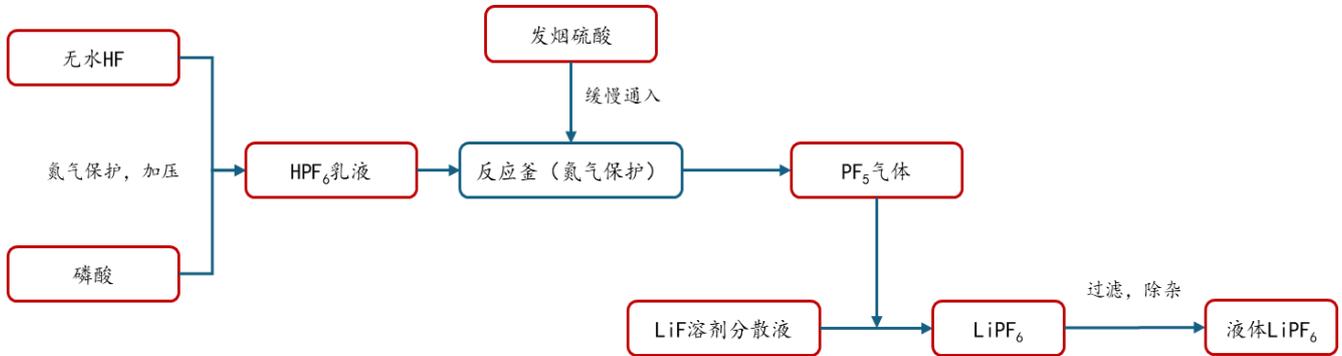
### 3.2 锂盐自供与外售比例提高增厚公司利润

电解液性能主要由锂盐来决定。电解液的作用是在电池的正极和负极之间传导离子,其品质会影响锂电池的性能、安全以及循环寿命等关键指标。其中电解液锂盐产品 (LiPF<sub>6</sub>/LiFSI) 决定了电解液的主要性能参数,并进一步影响电池的安全性及其他性能。

公司六氟磷酸锂工艺自研,行业领先浓缩液工艺。公司独创大规模高品质六氟磷酸锂浓缩液生产技术,技术行业领先。六氟磷酸锂制备流程为:一是在氮气保护下使用磷酸加入氟化氢 (HF) 在加压环境下进行反应,生成液体 HPF<sub>6</sub>乳液;二是在加有 HPF<sub>6</sub>

溶液的反应釜中，慢慢加入发烟硫酸，在氮气保护下反应生成  $PF_5$  气体；最后是在  $LiF$  溶剂分散液中通入  $PF_5$  生成  $LiPF_6$ 。

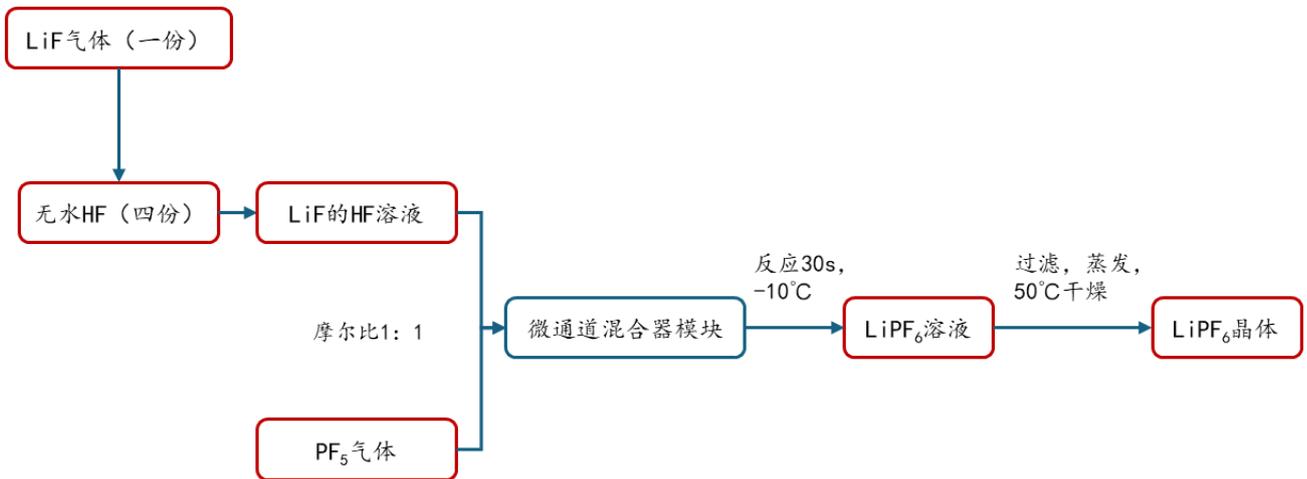
图表33：天赐材料液体六氟磷酸锂制备流程



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

**创新微通道制备，大幅提高六氟磷酸锂晶体产出率。**公司新研发一种微通道六氟磷酸锂制备法，该工艺通过五氟化磷 ( $PF_5$ ) 气体与氟化锂 ( $LiF$ ) 溶液经过计量后通入微通道反应器混合、反应，反应液结晶、干燥制得  $LiPF_6$ ，产出率可超过 96.2%。该制备工艺优点主要在于通过采用微通道反应器混合使反应时间缩短，效率和安全性得到显著提高，避免了常规间歇反应中需额外配置装置和转移中出现的泄漏。

图表34：改进型六氟磷酸锂晶体制备流程



资料来源：《六氟磷酸碱金属盐的制备方法》刘雅婷，国联证券研究所

2023 年我国六氟磷酸锂总产能约 33.9 万吨/年，同比+53.4%。据 ICC，2023 年全球六氟磷酸锂有效产能为 36 万吨/年，整体产能利用率为 44%。公司六氟磷酸锂全球市占率为 31%。我们预计 24-26 年全球六氟磷酸锂出货量将分别达到 27 万吨/33 万吨/38 万吨。随着各企业六氟磷酸锂扩产速度放缓，产能出清速度加快，我们预计公司 24 年有望凭借技术+规模优势进一步抢占市场份额，提升产能利用率。

图表35：2023年我国六氟磷酸锂主要产能布局（万吨/年）

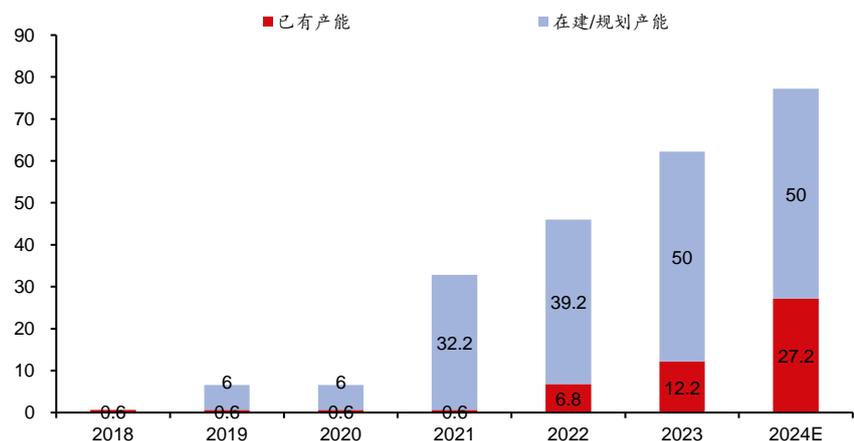
厂商简称	产能	省/市
天赐材料	12.2	江西九江
多氟多	5.5	河南焦作
天际股份	2.2	江苏常熟
森田新能源	0.6	江苏张家港
江苏九九久	0.6	江苏南通
中蓝宏源	0.4	湖北黄冈
厚成科技	0.4	江苏南通
胜华新材	0.2	山东东营
永太科技	1.7	福建邵武

资料来源：ACMI，储能前沿，国联证券研究所

注：天赐材料产能来自国联证券研究所整理

液体六氟磷酸锂逐年增产，供应能力大幅提高。公司在华东地区（安徽池州）和中地区（湖北宜昌、江西九江）布局了液体六氟磷酸锂生产基地，2023年底公司液体六氟磷酸锂设计产能达12.2万吨/年。目前在建产能包括九江20万吨及池州15万吨项目。随着24年下半年锂电需求复苏及海外需求增长，有望进一步提高六氟磷酸锂需求量。

图表36：天赐材料六氟磷酸锂产能（万吨）



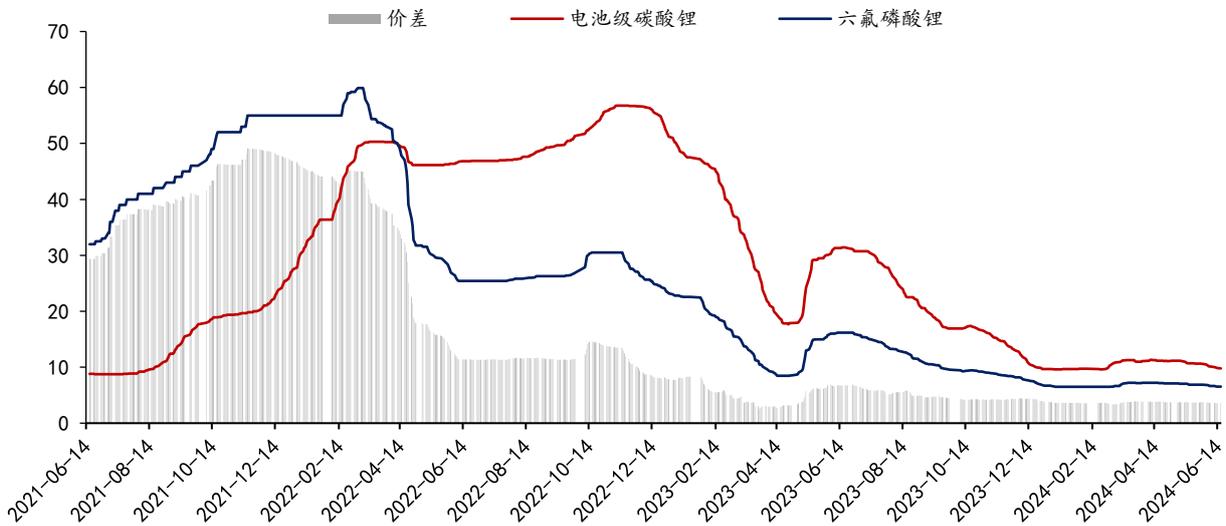
资料来源：公司公告，国联证券研究所

24年六氟磷酸锂外售贡献利润新增长点。2022年以来公司六氟磷酸锂自供率已达到95%以上。提升核心原材料自供比例有助于完善一体化布局，平抑产品价格波动风险，保持公司电解液产品市占率及盈利水平的行业领先地位。2024年公司锂盐开始外售，目前已取得比亚迪、国轩高科以及宁德时代大客户订单，有望提供公司业绩新增长点。

24年以来六氟磷酸锂盈利已基本企稳。目前碳酸锂、六氟磷酸锂价格已均回落至三年以来底部水平。采用1吨六氟磷酸锂与0.3吨碳酸锂价差来代表六氟磷酸锂盈利能力，

发现目前六氟磷酸锂盈利能力已位于近年来底部水平，基本企稳。

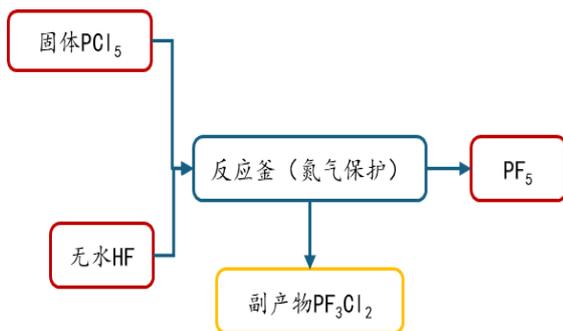
图表37：六氟磷酸锂、碳酸锂及价差走势（万元/吨）



资料来源：SMM，国联证券研究所

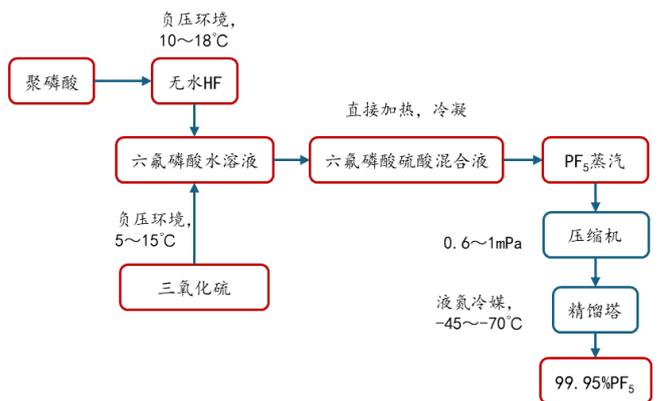
优化原料生产工艺，材料自供显成本优势。传统的六氟磷酸锂生产原材料  $PF_5$  制备工艺是由固体  $PCl_5$  与无水 HF 在氮气保护下直接反应，会剧烈放热且容易产生大量  $PF_3Cl_2$  副产物，最终  $PF_5$  纯度较低，天赐所用的  $PF_5$  工艺有别于传统路径，纯度大大提高，超 99.95%，且无含氯副产物，可直接用于制备六氟磷酸锂，降低了六氟磷酸锂的直接材料成本。

图表38：传统五氟化磷制备流程



资料来源：《一种高纯度五氟化磷的制备方法》杨鹏，国联证券研究所

图表39：天赐材料改良型五氟化磷制备流程



资料来源：《一种高纯度五氟化磷的制备方法》杨鹏，国联证券研究所

双氟磷酸亚胺锂盐 (LiFSI) 性能显著优于  $LiPF_6$ 。目前体系活性更高的高镍三元体系对电解液提出了更高安全要求，因此需选择与之适配的新型锂盐。相较于  $LiPF_6$ ，LiFSI 具有更高热稳定性、电化学稳定性及电导率，能更好地配合高电压、高镍、高倍率电池，以应对未来电池发展的高续航、宽工作温度、高安全性等趋势。由于 LiFSI 目前生产总成本较高，因此  $LiFSI$  与  $LiPF_6$  混合使用是当前提升电池性能主流方法。

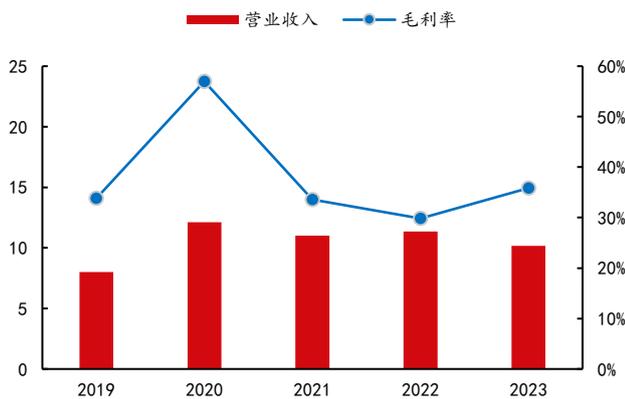


同比增长 137.2%。公司目前 LiFSI 产能 2.6 万吨/年，在建产能 5 万吨/年，2023 年产量维持全球市占率第一，为 55%。我们预计 24-26 年全球 LIFSI 需求分别为 4.5 万吨/6.3 万吨/8.8 万吨，公司有望凭借成本+技术优势继续领先市场。

### 3.3 日化销量稳步增长，结构胶有望提升公司业绩

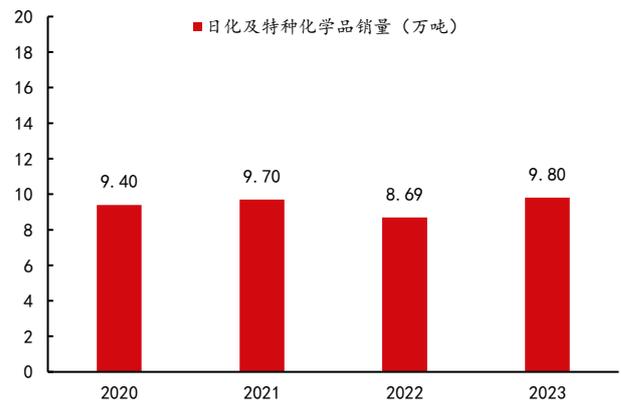
**2023 年日化材料及特种化学品盈利能力回升。**2023 年公司日化及特种化学品实现营收 10.17 亿元，同比-10.43%，受市场价格波动影响，日化材料 2023 年销售额较去年有所下降；23 年日化及特种化学品销量为 9.8 万吨，保持稳步增长。2023 年公司日化及特种化学品实现毛利 3.64 亿元，同比+7.6%，毛利率 35.84%，同比+6.01pct。23 年公司深度绑定国内外大客户，牛磺酸钠获得进入雅诗兰黛供应链体系的重大突破，同时配合大客户进行关键原材料的开发和供应，目前公司在欧莱雅、宝洁、联合利华等国际 MNC 的市场份额持续扩大。

图表 43：公司日化材料及特种化学品营收和毛利率（亿元，%）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 44：公司日化材料及特种化学品销量（万吨）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

**粘结剂和结构胶是锂离子电池生产过程中重要的辅材。**粘结剂可以有效改善浆料在极片上的附着力，并稳定极片结构，提升电池性能，主要应用在正极、负极和隔膜领域。结构胶用来将电芯与 PACK 壳体可靠连接固定，取代模组结构的机械连接，电池用结构胶对强度、柔韧性、耐老化、阻燃绝缘和导热性都提出了较高的性能要求。

**公司积极布局正负极粘结剂及电池用结构胶，有望提升公司业绩。**2022 年 6 月公司发布锂离子电池粘结剂和 PACK/模组用胶粘剂的新技术与新产品，正式进军锂离子电池辅材领域，并积极与各大电芯客户推进项目合作。2022 年 11 月，公司收购东莞腾威 85% 股权，进一步实现锂离子电池用胶领域产品线搭建。截至 23 年末，公司已有部分粘结剂产品顺利通过客户验证并批量销售，电池用胶类产品已形成一定市场规模，后续有望持续提升公司盈利能力。

**图表45：天赐材料新品正负极粘结剂**

产品		优点	
粘结剂	正极	粉体粘结剂 Tinctive P124	正极粘结剂的非氟替代，具备高粘结性、耐高电压、成本低、高溶解性
	领域	溶液粘结剂 Tinctive T126	匀浆使用方面具有更低的粘度，更高的稳定性，为电芯企业降本达到千万级
	负极	高效增稠剂 Tinctive K112	在水溶液中的增稠性能为 CMC 的一个数量级以上
		增稠二合一 Tinctive E124 乳液	粘结/增稠二合一，容量保持率和低温放电平台方面优于 SBR+CMC，浆料稳定
结构胶	Bondway3112	公司结构胶主要以东莞腾威的产品体系为主，东莞腾威动力电池胶粘剂产品具有高粘结强度、高阻燃等级、高韧性、高导热性的特性	
	Bondway8815		
导热结构胶	Bondway3920L		
	Bondway3912LD		
	Bondway8867		

资料来源：公司官网，公司公众号，有机硅商城，国联证券研究所

**结构胶产能布局加速。**公司结构胶主要以东莞腾威的产品体系为主，23 年腾威结构胶产能为 8000t/a，目前东莞腾威正在快速上量中。公司计划在清远及九江做结构胶及粘结剂相应产能升级，同时持续推进原有客户体系的融合，加快客户验证及产品引入，持续提升市场份额。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们将公司主营业务分为**锂离子电池材料**、**日化材料及特种化学品**两大类。

**锂离子电池材料：**受益下游新能源车、储能需求高增，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 146.3/181.8/210.4 亿元，同比提升分别为 3.7%/24.3%/15.7%，毛利率分别为 14%/20%/19%。

**日化材料及特种化学品：**受益于新能源结构胶的快速放量，我们预计 2024-2026 年营收分别为 12.0/14.1/15.2 亿元，同比提升分别为 18.4%/16.9%/8.4%，整体毛利率相对稳定，分别为 36%/39.0%/38.0%。

**图表46：公司主营业务及毛利率测算汇总**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>锂离子电池材料</b>						
营业收入 (亿元)	97.3	208.2	141.0	146.3	181.8	210.4
YoY	265.9%	113.9%	-32.3%	3.7%	24.3%	15.7%
毛利率 (%)	36.0%	38.6%	25.3%	13.6%	20.4%	18.5%
<b>日化材料及特种化学品</b>						
营业收入 (亿元)	11.0	11.4	10.2	12.0	14.1	15.2
YoY	-9.2%	3.0%	-10.4%	18.4%	16.9%	8.4%

(%)	33.6%	29.8%	35.9%	35.6%	38.9%	38.0%
<b>其他</b>						
营业收入 (亿元)	2.6	3.6	2.8	2.9	2.9	3.5
YoY	4.1%	40.6%	-21.4%	2.0%	0.5%	20.7%
毛利率 (%)	1.2%	30.0%	23.2%	24.0%	25.0%	25.0%

资料来源：iFinD，国联证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 161.18/198.74/229.13 亿元，分别同比增长 4.63%/23.30%/15.29%；归母净利润分别为 12.84/19.60/27.05 亿元，分别同比增长-32.09%/52.64%/38.02%；三年 CAGR 为 12.67%，EPS 分别为 0.67/1.02/1.41 元/股。

**图表47：公司盈利预测**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22317	15405	16118	19874	22913
增长率	101.22%	-30.97%	4.63%	23.30%	15.29%
归母净利润(百万元)	5714	1891	1284	1960	2705
增长率	158.77%	-66.92%	-32.09%	52.64%	38.02%
EPS(元/股)	2.98	0.99	0.67	1.02	1.41

资料来源：iFinD，国联证券研究所

## 4.2 投资建议

考虑到当前电解液盈利能力处于历史底部，公司锂电材料业务及新能源结构胶业务有望持续放量，以及公司电解液龙头地位稳固，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

- 1) 新能源车销量不及预期：**行业受终端需求影响大，如果新能源车销量未达预期，可能对电解液产业链市场需求产生明显影响。
- 2) 原材料价格大幅波动：**中游厂商通过价格变化对成本的传导普遍具备滞后性，原材料价格的大幅波动或将明显影响厂商的盈利能力。
- 3) 行业竞争加剧导致盈利能力下滑：**电解液产业链目前处于出清阶段，行业竞争格局加剧，甚至价格战激烈将显著影响相关厂商盈利能力。
- 4) 行业规模测算偏差风险：**由于报告中行业规模测算基于一定的假设，存在新能源车销量和储能装机不及预期风险，可能导致行业规模测算存在偏差。



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼