

瑞泰新材 (301238)

电解液老牌厂商，盈利有望好转

增持（首次）

2025年01月02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

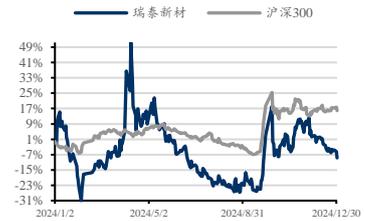
执业证书：S0600517120002
021-60199793
ruanqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	6135	3718	2293	2966	3602
同比（%）	17.91	(39.39)	(38.33)	29.36	21.44
归母净利润（百万元）	776.90	466.42	190.87	252.07	361.54
同比（%）	28.98	(39.96)	(59.08)	32.07	43.43
EPS-最新摊薄（元/股）	1.06	0.64	0.26	0.34	0.49
P/E（现价&最新摊薄）	14.78	24.62	60.17	45.56	31.76

投资要点

- **公司24Q3业绩基本符合预期。**公司24Q1-3营收16.1亿元，同-47.8%，归母净利润1.5亿元，同-63.4%，毛利率20.5%，同-0.4pct，归母净利率9.3%，同-4pct；其中24Q3营收5.5亿元，同环比-45%/+11.8%，归母净利润0.4亿元，同环比-67.7%/-36.5%，毛利率22.3%，同环比+2/-1.1pct，归母净利率7.5%，同环比-5.3/-5.7pct。
- **电解液竞争格局稳定，公司绑定核心客户。**24年电解液价格磨底中，龙头开始外售六氟，24年1-10月天赐份额33.4%，较23全年降3pct，龙头地位仍稳固，比亚迪份额较23年降2pct至14%，新宙邦23年1-10月份额13%维持稳定，国泰华荣24年1-10月份额6%，较23年下降2pct。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，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。
- **公司电解液基地配套核心客户，总产能规划超150万吨。**公司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，24年底产能56万吨，包括华荣化工10万吨、波兰4万吨、宁德华荣12万吨、衢州瑞泰30万吨。自贡华荣30万吨处于在建阶段，部分产线预计将于明年上半年进入试生产阶段，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。
- **24Q1-Q3费用率提升明显、资本开支同比显著下降。**公司24Q1-3期间费用1.3亿元，同增16.7%，费用率8%，同增4.4pct，其中Q3期间费用0.7亿元，同环比+234.1%/+150.5%，费用率12.8%，同环比+10.7/+7.1pct；24Q1-3经营性净现金流-1.5亿元，同降125.1%，其中Q3经营性现金流-1.1亿元；24Q1-3资本开支4亿元，同-29.1%，其中Q3资本开支1亿元，同环比-50.4%/+11%；24Q3末存货2.4亿元，较年初增12.4%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑行业仍处周期底部，电解液价格触底，过剩产能缓慢出清，我们预计公司24-26年归母净利1.9/2.5/3.6亿元，同比-59%/+32%/+43%，对应PE为60/46/32倍，考虑行业当前处于周期底部，未来价格恢复利润弹性较大，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**销量不及预期，盈利水平不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.66
一年最低/最高价	11.43/26.28
市净率(倍)	1.59
流通A股市值(百万元)	3,340.80
总市值(百万元)	11,484.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.82
资产负债率(% ,LF)	23.77
总股本(百万股)	733.33
流通A股(百万股)	213.33

相关研究

《瑞泰新材(301238)：电解液老牌厂商，积极扩产稳份额》

2023-09-28

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。

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。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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，根据鑫椽资讯，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。

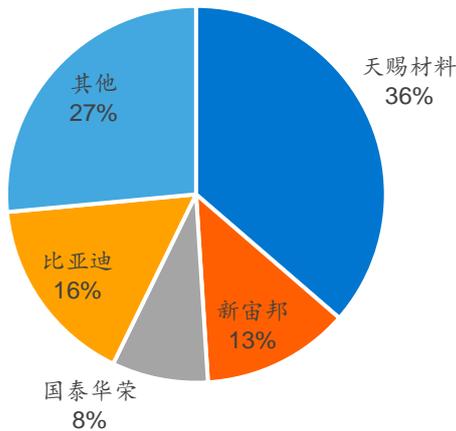
表2: 瑞泰新材主要产品介绍

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

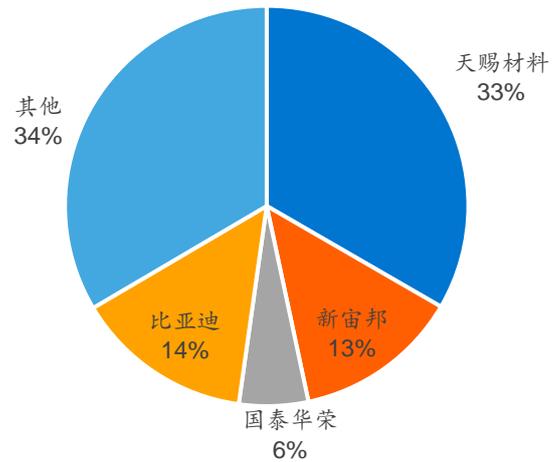
电解液竞争格局稳定, 公司份额微降。24 年电解液价格磨底中, 龙头开始外售六氟, 24 年 1-10 月天赐份额 33.4%, 较 23 全年降 3pct, 龙头地位仍稳固, 比亚迪份额较 23 年降 2pct 至 14%, 新宙邦 23 年 1-10 月份额 13% 维持稳定, 国泰华荣 24 年 1-10 月份额 6%, 较 23 年下降 2pct。

图2：国内 2023 年电解液竞争格局



数据来源：鑫椽资讯，东吴证券研究所

图3：国内 2024 年 1-10 月电解液竞争格局



数据来源：鑫椽资讯，东吴证券研究所

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。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。

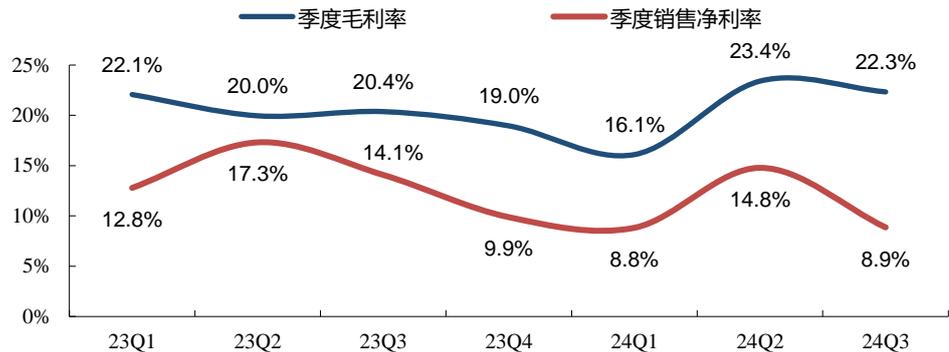
公司 24Q3 业绩基本符合预期。公司 24Q1-3 营收 16.1 亿元，同-47.8%，归母净利润 1.5 亿元，同-63.4%，毛利率 20.5%，同-0.4pct，归母净利率 9.3%，同-4pct；其中 24Q3 营收 5.5 亿元，同环比-45%/+11.8%，归母净利润 0.4 亿元，同环比-67.7%/-36.5%，毛利率 22.3%，同环比+2/-1.1pct，归母净利率 7.5%，同环比-5.3/-5.7pct。

图4：公司分季度财务数据

	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3
营业收入(百万)	554	496	556	643	1007
-同比	-45.0%	-47.6%	-50.4%	-51.8%	-30.6%
毛利率	22.3%	23.4%	16.1%	19.0%	20.4%
归母净利润(百万)	41	65	43	58	128
-同比	-67.7%	-56.5%	-67.2%	-50.1%	-21.4%
归母净利率	7.5%	13.2%	7.7%	8.9%	12.8%
扣非归母净利润(百万)	38	68	41	59	124
-同比	-69.0%	-48.1%	-68.3%	-50.5%	-24.2%
扣非归母净利率	6.9%	13.7%	7.4%	9.2%	12.3%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：公司季度毛利率及销售净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

24Q1-Q3 费用率提升明显、资本开支同比显著下降。公司 24Q1-3 期间费用 1.3 亿元，同增 16.7%，费用率 8%，同增 4.4pct，其中 Q3 期间费用 0.7 亿元，同环比 +234.1%/+150.5%，费用率 12.8%，同环比+10.7/+7.1pct；24Q1-3 经营性净现金流-1.5 亿元，同降 125.1%，其中 Q3 经营性现金流-1.1 亿元；24Q1-3 资本开支 4 亿元，同-29.1%，其中 Q3 资本开支 1 亿元，同环比-50.4%/+11%；24Q3 末存货 2.4 亿元，较年初增 12.4%。

图6：公司分季度费用情况

单位：百万元	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3
销售费用	7	8	5	9	6
-销售费用率	1.3%	1.6%	0.9%	1.4%	0.6%
管理费用	41	30	25	38	28
-管理费用率	7.5%	6.1%	4.5%	5.9%	2.8%
研发费用	21	20	19	15	22
-研发费用率	3.7%	3.9%	3.4%	2.4%	2.2%
财务费用	2	(29)	(19)	(26)	(35)
-财务费用率	0.3%	-5.9%	-3.5%	-4.0%	-3.5%
期间费用	71	28	30	36	21
-期间费用率	12.8%	5.7%	5.4%	5.6%	2.1%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

产能端：公司电解液基地配套核心客户，总产能规划超 150 万吨。公司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，24 年底产能 56 万吨，包括华荣化工 10 万吨、波兰 4 万吨、宁德华荣 12 万吨、衢州瑞泰 30 万吨。自贡华荣 30 万吨处于在建阶段，部分产线预计将于明年上半年进入试生产阶段，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3：瑞泰新材电解液产能规划（万吨）

	规划产能	2023 年底	2024 年底 E	2025 年底 E	2026 年底 E
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

盈利预测与投资评级：考虑行业仍处周期底部，电解液价格触底，过剩产能缓慢出清，我们预计公司 24-26 年归母净利 1.9/2.5/3.6 亿元，同比-59%/+32%/+43%，对应 PE 为 60/46/32 倍，考虑行业当前处于周期底部，未来价格恢复利润弹性较大，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期。

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,424	7,897	8,250	8,722	营业总收入	3,718	2,293	2,966	3,602
货币资金及交易性金融资产	5,935	6,223	6,105	6,139	营业成本(含金融类)	2,955	1,800	2,306	2,751
经营性应收款项	2,198	1,343	1,739	2,112	税金及附加	34	21	15	18
存货	216	258	331	395	销售费用	30	17	23	25
合同资产	0	0	0	0	管理费用	117	138	163	180
其他流动资产	74	73	74	75	研发费用	88	84	109	132
非流动资产	2,524	2,817	2,995	3,122	财务费用	(88)	(31)	21	24
长期股权投资	456	456	456	456	加:其他收益	21	12	16	19
固定资产及使用权资产	930	1,460	1,776	1,973	投资净收益	25	(14)	0	0
在建工程	829	533	350	228	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	216	275	320	372	减值损失	(16)	(17)	(19)	(22)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	614	246	326	469
其他非流动资产	91	91	91	91	营业外净收支	16	2	2	2
资产总计	10,948	10,714	11,244	11,844	利润总额	630	248	328	471
流动负债	2,713	2,052	2,289	2,485	减:所得税	118	41	54	78
短期借款及一年内到期的非流动负债	818	802	702	602	净利润	513	207	274	393
经营性应付款项	1,668	1,085	1,390	1,658	减:少数股东损益	46	17	22	31
合同负债	4	14	18	22	归属母公司净利润	466	191	252	362
其他流动负债	224	151	178	203	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.64	0.26	0.34	0.49
非流动负债	743	963	1,063	1,163	EBIT	499	234	350	495
长期借款	705	925	1,025	1,125	EBITDA	593	415	574	756
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.53	21.52	22.25	23.63
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	12.54	8.32	8.50	10.04
其他非流动负债	36	36	36	36	收入增长率(%)	(39.39)	(38.33)	29.36	21.44
负债合计	3,457	3,015	3,352	3,648	归母净利润增长率(%)	(39.96)	(59.08)	32.07	43.43
归属母公司股东权益	7,191	7,382	7,554	7,825					
少数股东权益	300	317	339	370					
所有者权益合计	7,491	7,699	7,893	8,196					
负债和股东权益	10,948	10,714	11,244	11,844					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	569	633	430	581	每股净资产(元)	9.81	10.07	10.30	10.67
投资活动现金流	360	(487)	(400)	(386)	最新发行在外股份(百万股)	733	733	733	733
筹资活动现金流	1,157	142	(149)	(161)	ROIC(%)	4.98	2.12	3.07	4.23
现金净增加额	2,107	288	(118)	34	ROE-摊薄(%)	6.49	2.59	3.34	4.62
折旧和摊销	94	182	224	261	资产负债率(%)	31.57	28.14	29.81	30.80
资本开支	(749)	(473)	(400)	(386)	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.62	60.17	45.56	31.76
营运资本变动	(41)	153	(153)	(163)	P/B(现价)	1.60	1.56	1.52	1.47

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),北交所基准指数为北证 50 指数),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>