

电解液盈利有望改善，前沿技术布局领先

核心观点

- 公司近期发布 2024 年年报与 2025 年一季报：**2024 年公司实现营业收入 125.18 亿元，同比下降 18.74%；归母净利润 4.84 亿元，同比下降 74.40%；扣非归母净利润 3.82 亿元，同比下降 79.08%。2025 年一季度公司实现营业收入 34.89 亿元，同比增长 41.64%；归母净利润 1.50 亿元，同比增长 30.80%；扣非归母净利润 1.34 亿元，同比增长 33.35%。
- 电解液盈利拐点已现，有望企稳向上。**2024 年全年公司电解液销量超过 50 万吨，同比增长约 26%，但受到原材料价格波动、竞争加剧等多方面影响，产品价格及单位盈利均有所下降，导致全年业绩承压；2025 年随着下游需求的持续增加，公司开工率水平不断提升，随着行业供需关系逐步趋向平衡，行业竞争格局有望迎来良性的改善。磷酸铁 2024 年交付量超 9.5 万吨，同比增加 109%，跻身行业第一梯队，但受新产能集中转固、行业供过于求影响，预计仍处于亏损状态；2025 年随着交付能力提升出货量增加，有望持续减亏。公司单季度毛利率与净利率于 24Q3 触底，分别为 17.9%和 2.9%，24Q4 以来盈利能力呈现明显修复趋势，25Q1 毛利率与净利率已回升至 19.2%和 4.2%。
- 研发创新持续推进，强化长期竞争力。**公司持续开发电解液新产品，保持技术领先性，3 月已发布 5V 体系电解液，具备高安全性能与稳定性能，2025 年有望实现铁锂 5-6C 快充电解液、三元 6-7C 快充电解液、干电极电解液等多个项目的中试或量产。固态电池方面，公司利用现有的液态锂盐生产平台，开发出硫化物固态电解质，现处于中试阶段，配合下游电池客户开展验证。钠电方面，公司已有钠离子电池电解液的解决方案和核心材料六氟磷酸钠及 NaFSI 的技术储备，同时现有产线可实现材料体系的快速切换，具备量产条件，可配合下游客户的需求快速放量。

盈利预测与投资建议

- 由于电解液价格下跌，我们下调公司 2025-2026 年每股收益预测值至 0.53、0.81 元（原预测值为 1.12、1.60 元），并新增 2027 年预测值 1.15 元。结合可比公司估值水平，给予公司 2025 年 40 倍市盈率，对应目标价为 21.20 元，维持增持评级。

风险提示

- 政策变化风险；电动车销量不达预期风险；原材料价格波动，盈利变化风险；供给过剩持续风险；资产减值风险；技术路线革新风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,405	12,518	15,489	18,438	21,112
同比增长(%)	-31.0%	-18.7%	23.7%	19.0%	14.5%
营业利润(百万元)	2,343	665	1,381	2,084	2,958
同比增长(%)	-65.9%	-71.6%	107.7%	51.0%	41.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,891	484	1,023	1,547	2,199
同比增长(%)	-66.9%	-74.4%	111.4%	51.2%	42.2%
每股收益(元)	0.99	0.25	0.53	0.81	1.15
毛利率(%)	25.9%	18.9%	20.7%	22.6%	24.9%
净利率(%)	12.3%	3.9%	6.6%	8.4%	10.4%
净资产收益率(%)	14.6%	3.7%	7.5%	10.4%	13.3%
市盈率	17.3	67.6	32.0	21.1	14.9
市净率	2.4	2.5	2.3	2.1	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

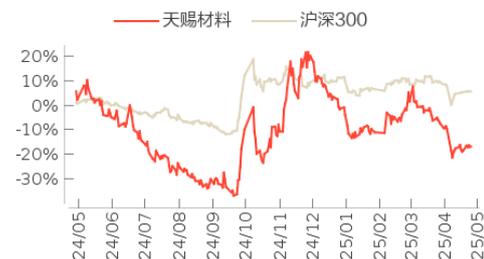
投资评级

增持（维持）

股价（2025年04月25日）	17.09元
目标价格	21.20元
52周最高价/最低价	25.63/12.86元
总股本/流通A股（万股）	191,434/138,490
A股市值（百万元）	32,716
国家/地区	中国
行业	新能源汽车产业链
报告发布日期	2025年04月29日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	1.97	-12.36	-7.87	-14.42
相对表现%	1.59	-8.66	-6.67	-21.69
沪深300%	0.38	-3.7	-1.2	7.27



证券分析师

李梦强	limengqiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517100003
杨雨浓	yangyunong@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090005
朱洪羽	zhuhongyu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860525010001

相关报告

盈利底部有望确立，电解液龙头迎向上拐点 2024-06-28 点

表 1：天赐材料可比公司估值水平

公司	代码	最新价格 (元) 2025/4/25	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
新宙邦	300037	30.79	1.34	1.25	1.69	2.10	22.96	24.64	18.23	14.65
多氟多	002407	11.53	0.43	-0.26	0.22	0.37	26.86	-44.50	53.35	31.26
石大胜华	603026	34.41	0.09	0.08	0.27	0.89	372.40	424.81	127.02	38.49
瑞泰新材	301238	16.32	0.64	0.12	0.34	0.49	25.66	141.42	47.48	33.10
湖南裕能	301358	31.28	2.09	0.78	2.61	3.58	14.99	39.91	12.01	8.74
	最大值						372.40	424.81	127.02	38.49
	最小值						14.99	(44.50)	12.01	8.74
	平均数						92.57	117.26	51.62	25.25
	调整后 平均						25.16	68.66	39.69	26.34

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,290	1,620	2,014	2,397	2,745	营业收入	15,405	12,518	15,489	18,438	21,112
应收票据、账款及款项融资	5,403	5,525	6,196	7,375	8,445	营业成本	11,412	10,154	12,279	14,276	15,854
预付账款	344	282	310	369	422	销售费用	101	75	85	98	106
存货	1,172	1,364	1,596	1,856	2,061	管理费用	640	642	697	774	844
其他	727	2,010	2,157	2,587	3,094	研发费用	646	668	774	922	1,056
流动资产合计	9,936	10,801	12,273	14,584	16,767	财务费用	149	184	283	305	303
长期股权投资	401	386	400	400	400	资产、信用减值损失	207	307	125	129	155
固定资产	7,395	7,754	7,980	7,901	7,645	公允价值变动收益	1	70	0	0	0
在建工程	1,782	1,426	1,207	1,388	1,696	投资净收益	38	46	50	50	50
无形资产	1,215	1,260	1,214	1,169	1,124	其他	54	62	85	100	114
其他	3,248	2,327	3,318	3,333	3,359	营业利润	2,343	665	1,381	2,084	2,958
非流动资产合计	14,041	13,152	14,119	14,191	14,225	营业外收入	7	7	7	7	7
资产总计	23,977	23,953	26,392	28,775	30,991	营业外支出	26	22	20	20	20
短期借款	1,249	1,520	2,651	2,999	2,749	利润总额	2,324	650	1,368	2,071	2,945
应付票据及应付账款	3,421	3,363	3,684	4,283	4,756	所得税	482	171	342	518	736
其他	1,275	993	1,013	1,052	1,088	净利润	1,842	478	1,026	1,554	2,209
流动负债合计	5,944	5,876	7,347	8,334	8,594	少数股东损益	(48)	(5)	3	7	9
长期借款	894	1,041	1,041	1,041	1,041	归属于母公司净利润	1,891	484	1,023	1,547	2,199
应付债券	3,302	3,413	3,300	3,300	3,300	每股收益(元)	0.99	0.25	0.53	0.81	1.15
其他	257	299	266	314	371						
非流动负债合计	4,453	4,753	4,608	4,655	4,713	主要财务比率					
负债合计	10,397	10,629	11,955	12,989	13,306		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	225	221	224	230	240	成长能力					
实收资本(或股本)	1,924	1,919	1,914	1,914	1,914	营业收入	-31.0%	-18.7%	23.7%	19.0%	14.5%
资本公积	1,452	1,303	1,659	1,659	1,659	营业利润	-65.9%	-71.6%	107.7%	51.0%	41.9%
留存收益	9,501	9,414	10,437	11,779	13,669	归属于母公司净利润	-66.9%	-74.4%	111.4%	51.2%	42.2%
其他	477	468	202	202	202	获利能力					
股东权益合计	13,580	13,325	14,437	15,786	17,685	毛利率	25.9%	18.9%	20.7%	22.6%	24.9%
负债和股东权益总计	23,977	23,953	26,392	28,775	30,991	净利率	12.3%	3.9%	6.6%	8.4%	10.4%
						ROE	14.6%	3.7%	7.5%	10.4%	13.3%
						ROIC	10.6%	3.2%	6.0%	7.9%	10.0%
						偿债能力					
						资产负债率	43.4%	44.4%	45.3%	45.1%	42.9%
						净负债率	26.4%	35.9%	37.3%	33.8%	26.8%
						流动比率	1.67	1.84	1.67	1.75	1.95
						速动比率	1.45	1.58	1.43	1.50	1.67
						营运能力					
						应收账款周转率	3.3	2.6	2.9	3.0	2.9
						存货周转率	6.1	7.1	7.5	7.4	7.0
						总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
						每股指标(元)					
						每股收益	0.99	0.25	0.53	0.81	1.15
						每股经营现金流	1.18	0.46	0.14	0.80	1.16
						每股净资产	6.98	6.84	7.42	8.13	9.11
						估值比率					
						市盈率	17.3	67.6	32.0	21.1	14.9
						市净率	2.4	2.5	2.3	2.1	1.9
						EV/EBITDA	12.0	21.3	14.9	11.3	8.8
						EV/EBIT	15.4	45.1	23.0	16.0	11.7

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,842	478	1,026	1,554	2,209
折旧摊销	693	946	905	995	1,069
财务费用	149	184	283	305	303
投资损失	(38)	(46)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(546)	(1,962)	(723)	(1,422)	(1,488)
其它	174	1,281	(1,177)	154	186
经营活动现金流	2,274	882	264	1,536	2,228
资本支出	(3,461)	(1,262)	(842)	(1,042)	(1,070)
长期投资	(212)	15	(14)	0	0
其他	(220)	236	(73)	50	50
投资活动现金流	(3,893)	(1,011)	(929)	(992)	(1,020)
债权融资	476	246	(140)	1	1
股权融资	51	(154)	352	0	0
其他	(1,314)	(622)	848	(162)	(862)
筹资活动现金流	(787)	(530)	1,059	(161)	(861)
汇率变动影响	4	5	-0	-0	-0
现金净增加额	(2,402)	(654)	393	383	348

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。