

海科新源 (301292.SZ)

锂电溶剂龙头，溶剂与添加剂盈利有望双双反转

公司是全球锂电池电解液溶剂领军企业，是少数几家能供应 5 种锂电溶剂的企业，市占率显著领先；同时，公司积极培育锂电添加剂业务，也已经开始起量。受益于下游储能等需求快速增长，添加剂、溶剂等环节供需态势明显好转，主营的锂电溶剂、添加剂价格进入上涨通道，未来可能有较大的盈利弹性。

□ 公司简介。公司成立于 2002 年，“锂电池材料+消费化学品”双轮驱动，近 10 年公司重心发展锂电材料，是国内少数能同时供应 5 种碳酸酯溶剂的供应商，已建成 77 万吨锂电溶剂与接近 1.5 万吨锂电添加剂产能，锂电溶剂市占率接近 40%，显著领先，添加剂业务也在快速起量。消费化学品方面，是国内食品级和医药级丙二醇的主要生产商之一。

□ 核心竞争力突出，优势逐步显现。（1）产品线齐备，有规模优势：覆盖 5 种溶剂和多种核心添加剂，公司溶剂产能 77 万吨，有规模优势。（2）积淀深厚、技术实力较强：在锂电材料领域长期耕耘，是最早几家设计锂电溶剂的公司，积淀深厚；并保持较高的研发投入，紧盯头部客户迭代进步，提前布局固态电解质等前沿技术。（3）客户优质：系天赐材料、比亚迪、瑞泰新材等电解液主流公司的核心供应商，也是韩国多家企业重要供应商，产品穿透特斯拉、宁德时代、LG 等全球巨头。（4）经营管理能力较强：公司主业内生发展和培育，精益化要求高，研发、制造、供应链管理体系健全，经营管理水平较高。

□ 溶剂将持续复苏，添加剂有望带来较大增量弹性。伴随锂电需求的持续增长，上游锂电材料供需态势不断修复，六氟、添加剂等部分环节开始出现供需逆转的态势。9 月份以来，锂电溶剂价格开始温和复苏，预计后续 EC 等品种复苏会加速。公司产线已满产，后续溶剂主业有望持续复苏并在明年带来较大的利润贡献。同时，锂电添加剂也开始涨价，公司主要布局的 VC 添加剂价格涨幅已达 30%，后续可能还会加速。公司 1.27 万吨添加剂项目 24 年底开始投产，明年有望达 1.5 万吨产能，有望在明后年产生较大的增量弹性。

□ 投资建议：公司是锂电溶剂全球龙头，竞争力稳固，行业供需好转，主业经营将持续恢复。同时，培育的添加剂板块开始起量，目前添加剂涨价加速，未来可能带来较大利润弹性。看好公司长期发展，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 风险提示：行业政策波动风险、产品价格波动风险、原材料价格波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3363	3615	4964	6654	7022
同比增长	11%	7%	37%	34%	6%
营业利润(百万元)	3	(312)	(96)	677	829
同比增长	-99%	-9694%	-69%	-803%	22%
归母净利润(百万元)	32	(267)	(78)	520	638
同比增长	-89%	-944%	-71%	-770%	23%
每股收益(元)	0.14	-1.20	-0.35	2.34	2.86
PE	298.9	-	-	18.2	14.8
PB	3.0	3.3	3.4	2.9	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

中游制造/电力设备及新能源

目标估值：NA

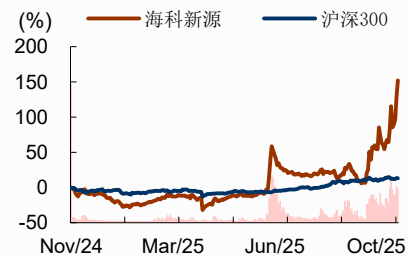
当前股价：42.42 元

基础数据

总股本（百万股）	223
已上市流通股（百万股）	85
总市值（十亿元）	9.5
流通市值（十亿元）	3.6
每股净资产（MRQ）	12.2
ROE（TTM）	-6.7
资产负债率	64.6%
主要股东	山东海科控股有限公司
主要股东持股比例	60.95%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	109	196	170
相对表现	108	173	157



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

吕昊 S1090524020002

lvhao1@cmschina.com.cn

正文目录

一、 公司基本情况介绍	4
1、 管理层分析	4
2、 业绩分析	5
二、 公司产品布局全，客户质量好	8
1、 产品体系完备，规模优势足	8
2、 积淀深厚，技术实力强	9
3、 深耕客户资源，携手行业龙头	9
4、 精细化经营管理，拓展全球市场	10
三、 溶剂、添加剂供需好转，价格进入上行通道	11
1、 下游需求好，储能增速亮眼	11
2、 行业触底反弹，溶剂、添加剂价格进入上行通道。	12
盈利预测	14
风险提示	15

图表目录

图 1： 公司股权结构	4
图 2： 2020-2025H1 年公司主营业务收入（百万元）	8
图 3： 2020-2025Q3 毛利率和净利率变化	8
图 4： 公司布局业务在锂电产业链中位置	8
图 5： 公司全球布局	11
图 6： 2020-2025H1 公司境内外营收占比	11
图 7： 2023-2025H1 公司境内外毛利率情况	11
图 8： 2017-2025H1 全球电解液产量变化	12
图 9： 全球储能市场电芯出货统计(GWh)	12
图 10： PC 第三方均价（单位：万元/吨）	13
图 11： DMC 第三方均价（单位：万元/吨）	13
图 12： EMC 第三方均价（单位：万元/吨）	13
图 13： EC 第三方均价（单位：万元/吨）	13
图 14： DEC 第三方均价（单位：万元/吨）	13

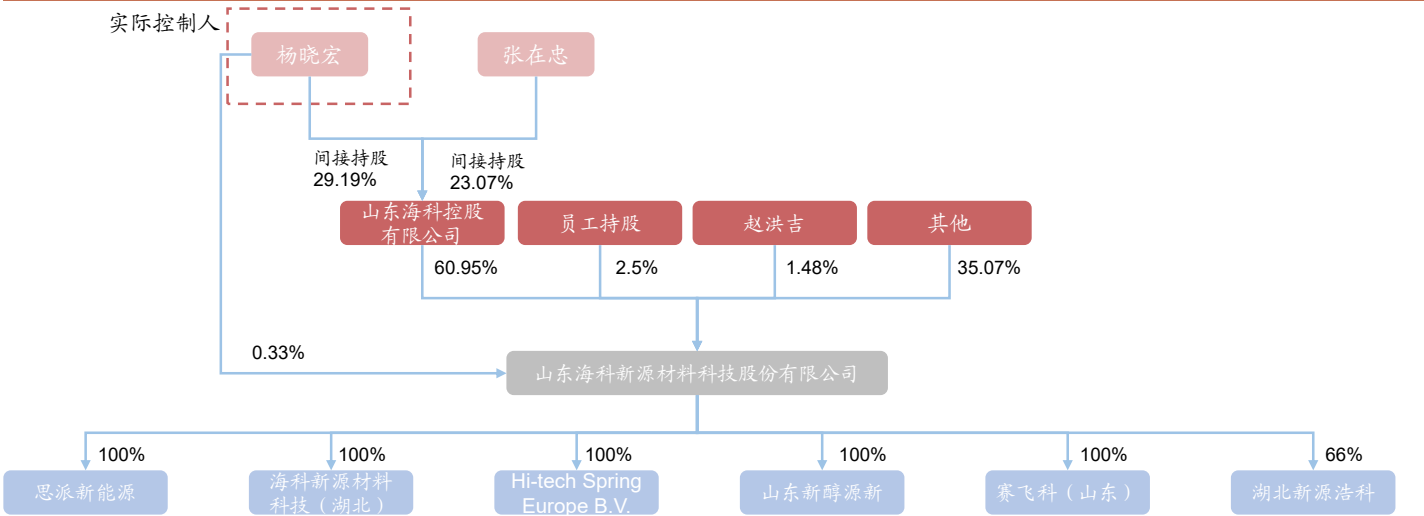
图 15: FEC 第三方均价 (单位: 万元/吨)	13
图 16: VC 添加剂第三方均价 (单位: 万元/吨)	14
图 17: 海科新源历史 PE Band	15
图 18: 海科新源历史 PB Band	15
表 1: 公司管理团队介绍	4
表 2: 业绩摘要	5
表 3: 分项业务拆分	6
表 4: 负债情况	6
表 5: 现金流情况	7
表 6: 资产回报率情况	7
表 7: 固定资产和在建工程情况	7
表 8: 公司人力资源情况	7
表 9: 海科新源产品结构	8
表 10: 公司在研或已完成产品列表	9
表 11: 公司前五大客户情况	10
表 12: 海科新源 2025H1 锂电材料产能利用率回升	12
表 13: 华鲁恒升 2020-2024 碳酸二甲酯产能利用率	12
表 14: 胜华新材 2020-2024 各材料产能利用率	13
表 15: 盈利预测	14
附: 财务预测表	16

一、公司基本情况介绍

山东海科新源材料科技股份有限公司（简称“海科新源”）成立于 2002 年，于 2023 年 7 月 7 日在深圳证券交易所创业板上市。实控人杨晓宏通过直接+间接持股上市公司 18.12%股权。

公司主营业务为碳酸酯系列锂离子电池电解液溶剂、添加剂、高端丙二醇等精细化学品的研发、生产和销售。公司执行“锂电池材料+消费化学品”双轮驱动的战略，近 10 年公司重心发展锂电材料，是国内少数能同时供应 5 种碳酸酯溶剂的供应商，已建成 77 万吨锂电溶剂与接近 1.5 万吨锂电添加剂产能，锂电溶剂市占率接近 40%，显著领先，添加剂业务也在快速起量。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

1、管理层分析

公司管理团队在化工及新能源材料领域拥有深厚的技术背景和丰富的行业经验。

表 1：公司管理团队介绍

姓名	职务	年龄	学历	背景
杨晓宏	海科控股董事长、海科新源董事长	60	硕士研究生	1988 年至 2021 年历任东营石油化工厂技术员、车间主任等职，2014 年 3 月至今任海科控股董事长，现任海科新源董事长
张在忠	海科控股董事、总经理，海科新源董事	59	硕士研究生、EMBA	1988 年至 2021 年历任东营区化工厂技术员、车间主任等职，2014 年 3 月至今任海科控股董事、总经理，现任海科新源董事
崔志强	海科控股董事，海科新源董事	59	硕士研究生	2006 年至 2008 年任西门子工业透平机械(葫芦岛)有限公司总经理，2008 年至 2016 年历任新奥集团财务管理部主任等职，2016 年 11 月进入海科控股，现任海科控股董事、海科新源董事
马立军	海科新源董事、总经理，莒美森执行董事，海科新源(荷兰)董事、新源浩科董	47	硕士研究生、EMBA	2002 年 3 月至 2015 年 9 月历任山东海科化工有限公司班长、科长助理等职，2015 年 9 月至 2021 年 8 月历任东营市赫邦化工有限公司副总经理等职，2021 年 12 月至今任镇江润晶高纯化工科技股份有限公司董事长，2024 年 4 月至今任山东海科控股有限公司董事，现任海科新源董事、总经理等职

姓名	职务	年龄	学历	背景
吴哲哲	海科新源董事长	42	本科学历	2005 年 4 月至 2008 年 4 月任新源有限操作工，2008 年 4 月至 2012 年 6 月历任海科化工工会编辑等职，2012 年 6 月至 2015 年 7 月任山东海科石化销售有限公司营销部经理，2015 年 7 月至 2023 年 10 月曾任海科新源营销总监等职，2020 年 7 月至 2023 年 10 月任海科新源副总经理，现任海科新源董事
尉彬彬	海科新源董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	44	本科学历、硕士研究生	2007 年 8 月至今历任海科化工财务部税务会计、会计主管等职，2021 年 12 月至 2023 年 10 月任海科化工审计部副总监（主持工作），2023 年 8 月至 2023 年 11 月任公司监事，现任公司董事、副总经理、财务总监、董事会秘书
王爱东	海科新源独立董事	62	博士研究生	自 1985 年起在中石油大学（华东）任教，曾任经济管理学院硕士生导师等职，现任会计学系教授，2020 年 10 月至今担任公司独立董事
孙新华	海科新源独立董事	62	本科学历	1986 年至 2002 年在天津化工研究设计院从事研究开发工作，2002 年至 2023 年 6 月在天津金牛电源材料有限责任公司工作，历任高级工程师等职，现任中海油能源发展专家等职，2023 年 8 月至今担任公司独立董事
肖振宇	海科新源独立董事	35	博士研究生	2018 年 1 月至 2020 年 7 月在青岛科技大学从事博士后研究工作，2020 年 8 月至今任青岛科技大学副教授，2023 年 8 月至今担任公司独立董事

资料来源：公司公告、招商证券

2、业绩分析

2024 年，受行业竞争加剧、产品价格大幅下降、以及子公司新装置（湖北浩科）投产初期产能爬坡等因素影响，公司业绩阶段性承压。全年实现营收 36.15 亿元，同比增长 7.49%；归母净利润为-2.67 亿元，同比大幅转亏。

2025 年，随着下游需求回暖及行业格局改善，公司经营业绩明显修复：

2025 年 Q1~Q3 实现营收 36.53 亿元，已超 2024 年全年，同比增长 43.17%；归母净利润-1.28 亿元，较上年同期的-2.14 亿元大幅减亏。

2025 年 Q3 单季度营收 13.37 亿元，同比大增 80.43%。

2025 年公司盈利能力逐步修复。2024 年全年毛利率为 0%，2025 年 H1 回升至 3.58%，核心业务碳酸酯系列（锂电材料）毛利率 2024 年为-4.16%，2025 年转正至 2.75%。

公司保持高研发投入，2024 年研发投入 1.52 亿元，占营收 4.22%。2025 年前三季度研发投入 1.21 亿元，同比增长 28.19%，占营收 3.3%。

表 2：业绩摘要

单位：百万元	2022 年	2023 年	2024 年	2024 年 Q1-Q3	2025 年 Q1-Q3	同比变化(%)
营业收入	3029.20	3362.58	3614.52	2551.77	3653.42	43.17
营业成本	2423.09	3078.61	3614.37	2554.06	3571.75	39.85
毛利润	606.11	283.98	0.15	-2.30	81.67	-3657.02
销售税金	12.83	10.60	13.83	10.48	10.38	-0.90
毛利润（扣除销售税金）	593.28	273.38	-13.68	-12.77	71.29	-658.18
销售费用	28.01	20.31	19.31	12.15	12.86	5.92

管理费用	114.77	113.11	93.22	108.80	51.10	-53.04
研发费用	126.45	91.99	152.47	94.07	120.59	28.19
经营利润	324.05	47.97	-278.68	-227.79	-113.26	-50.28
资产和信用减值损失	-14.06	(7.34)	(16.71)	-10.62	-22.25	109.57
财务费用	8.89	43.32	42.03	41.93	43.99	4.93
投资收益	-4.21	-3.29	-2.51	1.86	-0.23	-112.14
资产处置收益	0.00	0.01	0.25	0.00	0.00	
公允价值变动净收益	(1.73)	(1.52)	(0.64)	0.00	2.35	
其他收益	10.44	10.75	28.27	22.29	21.86	-1.90
营业外收入	8.66	17.07	2.56	2.68	0.47	-82.37
营业外支出	1.55	1.27	6.46	0.94	1.75	85.69
利润总额	312.71	19.05	-315.95	-254.45	-156.80	-38.38
所得税	35.63	2.89	-8.63	-8.83	-7.39	-16.34
税后净利润	277.08	16.16	-307.32	-245.62	-149.41	-39.17
少数股东损益	-6.55	-15.46	-40.31	-32.02	-21.38	-33.22
归母净利润	283.63	31.62	-267.01	-213.60	-128.02	-40.06
非经常性损益	9.00	18.49	18.49	0.00	16.54	
扣非归母净利润	274.62	13.13	-285.50	-213.60	-144.56	-32.32
主要比率						百分点变化(%)
毛利率	20.01	8.45	0.00	-0.09	2.24	2.33
销售费用率	0.92	0.60	0.53	0.48	0.35	-0.12
管理费用率	3.79	3.36	2.58	4.26	1.40	-2.87
研发费用率	4.17	2.74	4.22	3.69	3.30	-0.39
财务费用率	0.29	1.29	1.16	1.64	1.20	-0.44
经营利润率	10.70	1.43	-7.71	-8.93	-3.10	5.83
所得税率	11.24	12.93	2.75	3.45	4.72	1.27
净利率	9.15	0.48	-8.50	-9.63	-4.09	5.54
扣非净利率	9.07	0.39	-7.90	-8.37	-3.96	4.41

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：分项业务拆分

	2022	2023	2024	2025H1
营业收入（百万元）	3,029.2	3,362.58	3,614.52	2,316.23
碳酸酯类产品	2,245.08	2,335.43	2,512.39	1,688.38
丙二醇	572.12	818.11	745.78	403.96
其他主营业务	210.39	209.04	356.36	223.89
其他业务	1.61			
综合毛利率（%）	20.01	8.45	0	3.58
碳酸酯类产品	19.48	7.91	-4.16	2.75
丙二醇	29.11	9.61	3.85	4.09
其他主营业务	3.82	9.84	21.3	8.88
其他业务	100			

资料来源：公司公告、招商证券

表 4：负债情况

	2022	2023	2024	2025Q2	2025Q3	环比变化(%)
负债率%	57.0	53.0	64.5	60.1	64.6	4.4
短期借款（百万元）	534.1	972.0	2454.5	1442.2	1713.2	18.8
一年内到期的非流动负债（百万元）	12.2	460.1	472.7	423.5	439.1	3.7
在手现金（百万元）	564.6	1011.4	1851.3	821.6	826.9	0.6

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 现金流情况

	2022	2023	2024	2024Q3	2025Q3	同比变化(%)
赊销比	29.87	27.25	32.02	41.30	49.98	8.68
存货营收比	7.07	6.20	26.46	7.80	6.21	-1.60
销售商品、劳务获现金(百万元)	2328.04	2237.20	2903.89	2016.32	2266.84	12.42
销售商品、劳务获现金/营收	76.85	41.24	80.34	79.02	62.05	-16.97
经营性现金流净额(百万元)	487.85	(62.08)	157.86	16.70	-445.79	转负
经营现金流净额/税后净利润	172.01	(213.85)	(59.12)	-7.82	348.22	356.03

资料来源：公司公告、招商证券

表 6: 资产回报率情况

	2022	2023	2024	2025Q3	2025Q3	同比变化(%)
归上净利率(%)	9.36	0.94	-7.39	-8.37	-3.50	4.87
总资产周转率(%)	0.76	0.55	0.47	0.34	0.45	0.11
权益乘数	2.06	2.34	2.56	2.46	2.92	0.46
ROE(%)	14.54	1.21	-8.94	-7.09	-4.61	2.48
ROA(%)	6.91	0.26	-4.02	-3.32	-1.84	1.47
ROIC(%)	11.20	1.22	-4.58	-3.73	-1.79	1.94

资料来源：公司公告、招商证券

表 7: 固定资产和在建工程情况

	2022	2023	2024	2024Q3	2025Q3	同比变化(%)
固定资产	2,012.84	2,435.79	2,264.33	2,297.17	2,824.41	22.95
在建工程	559.54	1,151.73	1,705.39	1,625.24	1,247.80	-23.22

资料来源：公司公告、招商证券

表 8: 公司人力资源情况

	2022	2023	2024
员工总人数	1,143	1,004	1,174
人均薪酬(万元)	26.87	17.55	22.28
人均创利(万元)	24.81	3.15	-22.74
人均创收(万元)	265.02	334.92	307.88
员工专业构成			
生产人员	619	720	892
销售人员	64	56	51
技术人员	119	110	115
财务人员		17	19
行政人员		101	90
其他	341		7
员工学历构成			
硕士及以上	73	63	59
本科	800	698	738
大专	213	188	327
大专以下	57	55	50

资料来源：公司公告、招商证券

二、公司产品布局全，客户质量好

1、产品体系完备，规模优势足

公司构建了“锂电池材料+消费化学品”双轮驱动的产品体系。

锂电池材料：公司业务主要布局电解液上游材料，是国内少数能同时供应 5 种锂电池碳酸酯溶剂（DMC、EMC、DEC、EC、PC）的企业。为拓展第二增长曲线，公司积极布局新型添加剂产品，包括双氟磺酰亚胺锂（LiFSI）、碳酸亚乙烯酯（VC）、氟代碳酸乙烯酯（FEC）、硫酸乙烯酯（DTD）等。公司已建成 77 万吨碳酸酯溶剂产能，规模效应明显。2024 年四季度公司 1.27 万吨添加剂项目投料试生产，2025 年上半年已实现对电解液头部企业批量供应公司，明年有望达 1.5 万吨产能，其中 VC 产能 1.1 万吨，后续通过技改或可提升至 1.3 万吨。

消费化学品：公司是国内高端丙二醇（PG）、1,3-丁二醇（BDO）等多元醇产品的主要生产商之一。公司是国内唯一通过国家药品审评中心（CDE）批准和备案并提供医药级丙二醇的企业，并拥有食品生产许可证、化妆品原料安全报送码等行业资质。其 1,3-丁二醇由玉米、木薯等天然原料制成，获得 COSMOS 证书。

图 2：2020-2025H1 年公司主营业务收入（百万元）

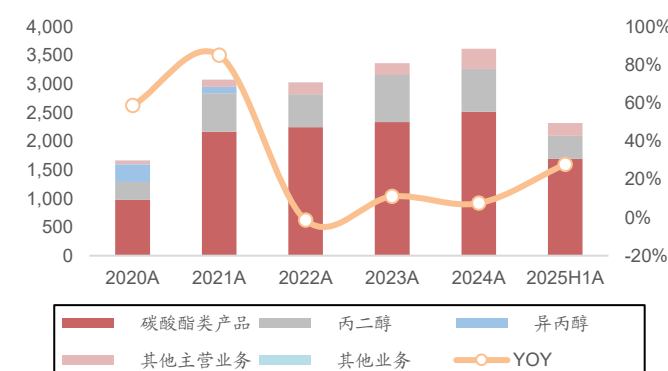
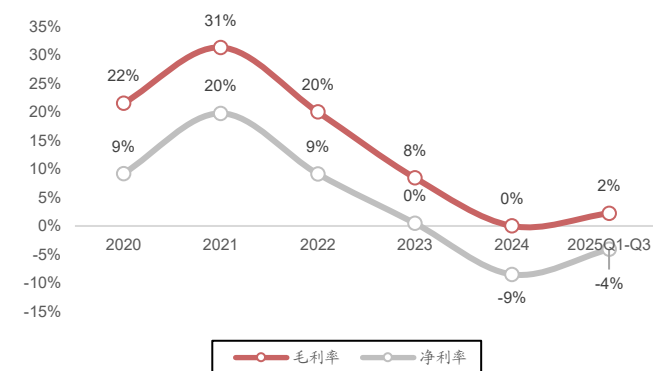


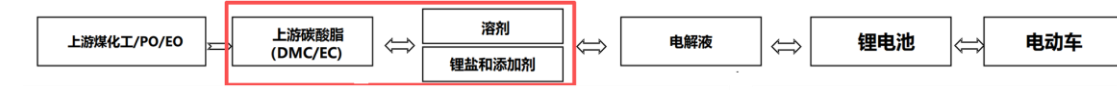
图 3：2020-2025Q3 毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、招商证券、公司 2022 年业务分类调整

资料来源：公司公告、招商证券

图 4：公司布局业务在锂电产业链中位置



资料来源：招商证券

表 9：海科新源产品结构

主要业务板块	产品类别	具体产品名称
锂电池材料	电解液溶剂	碳酸二乙酯 (DEC)
		碳酸甲乙酯 (EMC)
		碳酸二甲酯 (DMC)
		碳酸丙烯酯 (PC)
		碳酸乙烯酯 (EC)
		碳酸亚乙烯酯 (VC)
	电解液添加剂 / 锂盐	硫酸乙烯酯 (DTD)
		双氟磺酰亚胺锂 (LiFSI)

主要业务板块	产品类别	具体产品名称
消费化学品 / 精细化学产品	电子级化学品 多元醇 / 醇类	氟代碳酸乙烯酯 (FEC)
		四氟硼酸锂 (LiBF4)
		二氟草酸硼酸锂 (LiODFB)
		SAFICAL®电子级 1,3-丁二醇 (BG)
		丙二醇 (PG)
		1,3-丁二醇 (BG)
		1,2-己二醇 (HG)
		1,2-戊二醇 (PTG)
		二丙二醇 (DPG)
		三丙二醇 (TPG)
		乙二醇 (EG)

资料来源：公司官网、招商证券

2、积淀深厚，技术实力强

积淀深厚，产品布局早。公司成立于 2002 年 10 月，在锂电材料领域已深耕 23 年，是最早几家设计锂电溶剂的公司，积淀深厚。

积极布局新产品。公司在传统溶剂基础上提前布局功能性、高倍率添加剂，同时研发固态电解质、正极补锂剂等前沿技术材料。公司在东营、江苏设立两大研发平台，构建了新能源材料、电子级高纯化学品、电解液研发测试、电池制备和测评四大研发板块。截至 2025 年 6 月 30 日，公司拥有研发人员 175 人，占员工总数 15%，公司已获授权专利 116 项（其中发明专利 55 项），参与制定 12 项国家标准、行业标准及团体标准。

表 10：公司在研或已完成产品列表

产品名称	目前进度 (截至 2024 年底)
双氟磺酰亚胺锂盐(LIFSI)的工艺优化	完成工业化装置建设
VC/FEC 项目	完成工业化装置建设
多品种添加剂项目	完成工业化装置建设
LFO 正极补锂剂产品研发	完成工艺包开发

资料来源：公司公告

3、深耕客户资源，携手行业龙头

公司凭借 20 年的行业深耕，与下游头部客户达成长期战略合作，积累了优质核心客户资源。

锂电池客户：作为全球电解液溶剂龙头，公司在天赐材料、比亚迪、瑞泰新材、Enchem、Soulbrain、中央硝子（三菱）等电解液龙头企业中占据 A 供地位。产品通过下游客户覆盖特斯拉、比亚迪、宁德时代、LG、三星 SDI 及松下等全球知名车企及电池巨头。

消费化学品客户：客户包括欧莱雅、资生堂、强生、联合利华、爱普股份、珀莱雅等国内外知名企业。

2024 年，公司前五大客户合计销售金额占比为 54%，客户集中度高，合作稳固。同时公司与客户共同开发定制锂电产品，满足不断迭代需求，提高用户粘度。

表 11：公司前五大客户情况

排名	客户名称	销售收入（万元）	占营业收入比例
2024 年			
1	第一名	75973	21.0%
2	第二名	56605	15.7%
3	第三名	26667	7.4%
4	第四名	19256	5.3%
5	第五名	16534	4.6%
合计	--	195035	54.0%
2023 年			
1	第一名	73532	21.9%
2	第二名	70060	20.8%
3	第三名	19740	5.9%
4	第四名	10926	3.3%
5	第五名	7397	2.2%
合计	--	181654	54.0%
2022 年			
1	深圳市比亚迪供应链管理有限公司	64597	21.3%
2	广州天赐高新材料股份有限公司	64285	21.2%
3	张家港市国泰华荣化工新材料有限公司	19194	6.3%
4	CENTRAL GLASS CO., LTD	9909	3.3%
5	Enchem Co., Ltd	9044	3.0%
合计	—	167028	55.1%
2021 年			
1	广州天赐高新材料股份有限公司	82368	26.8%
2	深圳市比亚迪供应链管理有限公司	41952	13.7%
3	张家港市国泰华荣化工新材料有限公司	21052	6.9%
4	Enchem Co., Ltd	9148	3.0%
5	CENTRAL GLASS CO., LTD	7602	2.5%
合计	—	162121	52.8%

资料来源：公司公告、招商证券

4、精细化经营管理，拓展全球市场

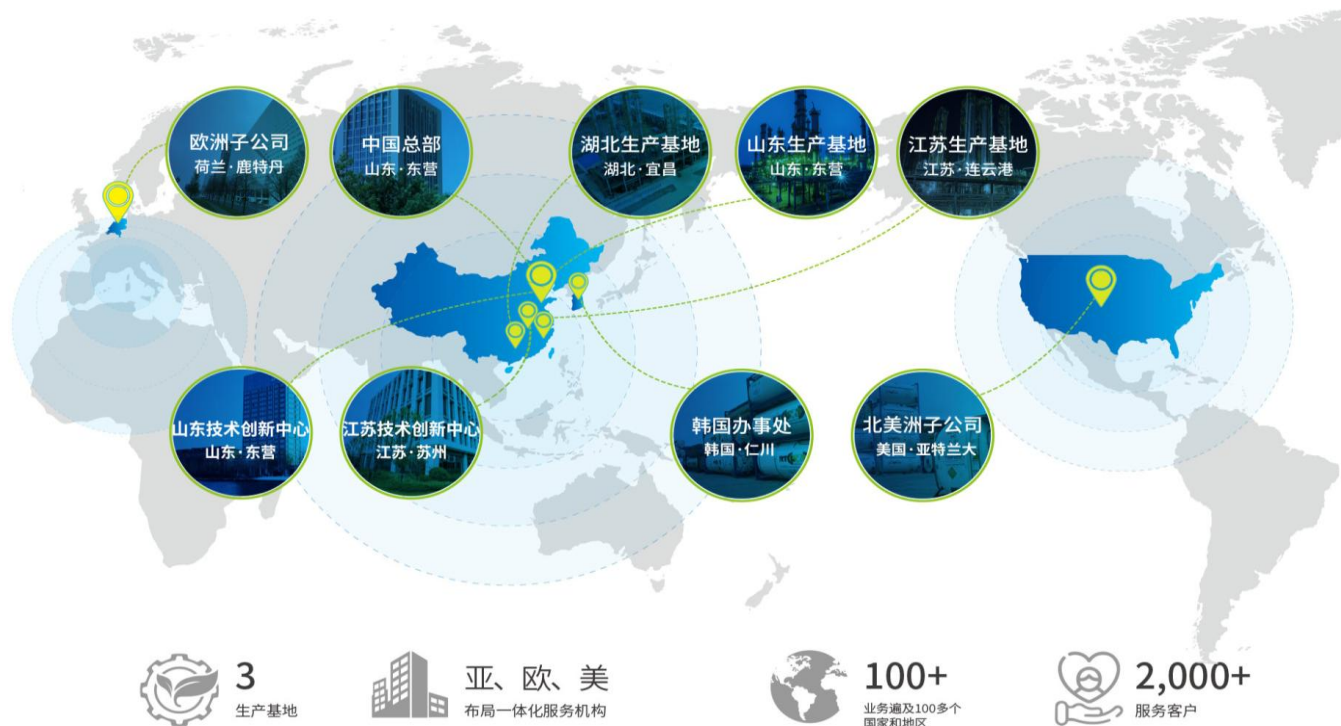
经营管理能力突出。公司以精益运营机制为依托，围绕价值链关键环节强化过程管控，通过科技创新、工艺优化和供应链整合实现降本增效。内部推行工艺全生命周期管理，制造效率达到历史最优；供应链方面构建内生体系，自主生产关键原料、循环利用副产品，建立绿色低碳链条，并积极培育高价值供应商、优化内部流程，持续增强产业链控制力，降低运营成本。

公司战略性布局国内三大生产基地并加速海外市场拓展。

国内布局：拥有山东东营、江苏连云港、湖北宜昌三大生产基地。多基地布局具备长期稳定的供应能力，贴近客户与原料产地，大幅降低运输成本。

全球布局：为响应龙头产业链海外扩张需求，公司积极开拓国际市场。已设立欧洲子公司(Hi-tech Spring Europe B.V.)与美洲子公司(Hi-Tech Spring America Holding Inc.)，并配套仓储基地，形成“本地仓储+快速响应”的交付体系，缩短海外订单周期。

图 5：公司全球布局



资料来源：公司官网、招商证券

图 6：2020-2025H1 公司境内外营收占比

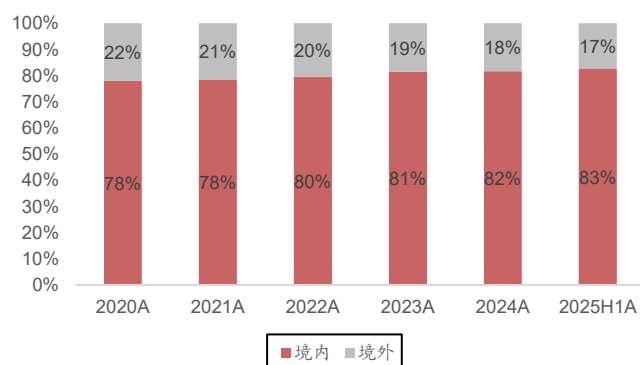
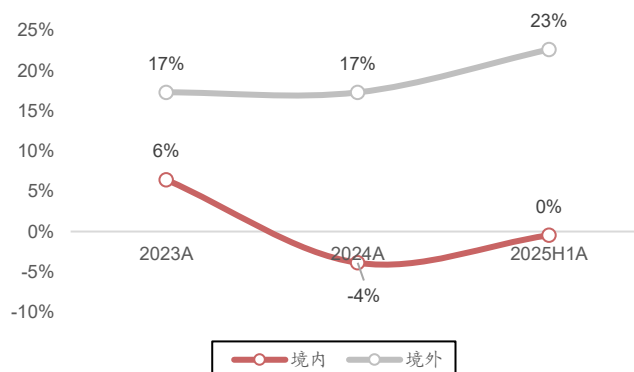


图 7：2023-2025H1 公司境内外毛利率情况



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

三、溶剂、添加剂供需好转，价格进入上涨通道

1、储能增速亮眼，拉动电解液需求

储能或拉动电解液需求高增。2024 年全球锂电池电解液出货量达 166.2 万吨，同比增长 26.7%。2025H1，中国电解液出货 87 万吨，同比增长 45%。储能是电池端核心增长动力，受益于国内政策驱动转收益驱动、海外美国大储及各场景涌现，2025H1，全球储能电芯出货 240GWh（同比+106%），预计 26 年需求持续旺盛。受益于下游储能的快速增长，预计 2026 年电解液需求有望维持高增速。

图 8：2017-2025H1 全球电解液产量变化

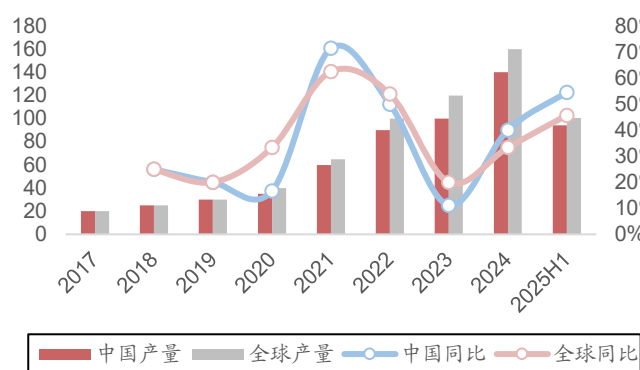
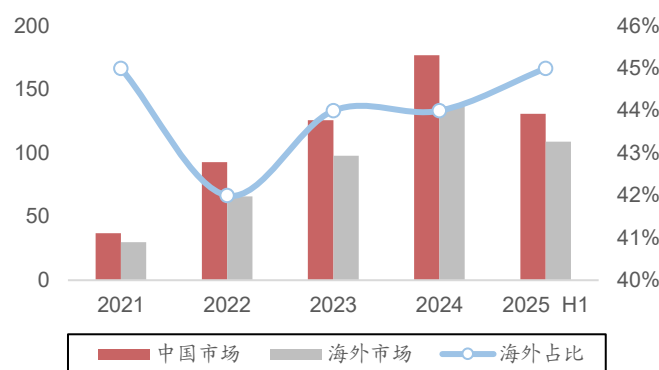


图 9：全球储能市场电芯出货统计(GWh)



资料来源：鑫椤锂电、招商证券

资料来源：infoLink、招商证券 注:国内外数据为估算值

2、行业触底反弹，溶剂、添加剂价格进入上涨通道。

在全球电解液溶剂市场，海科新源、华鲁恒升、石大胜华，前三大供应商市场占有率超过 80%，市场呈现寡头竞争格局。截止 2025 年上半年，海科新源市场占有率超过 40%，位居全球领先地位。其中海科新源、石大胜华布局五大碳酸酯溶剂及各种添加剂，客户绑定紧密，成本管控好，竞争优势明显；华鲁恒升以煤气化平台为基础，构筑一体化调控中枢，构建多产业链协同运营模式。2025 年下半年以来，行业头部公司已基本满产。随着下游需求快速增长，行业价格已经呈现上行趋势。电解液溶剂方面，价格温和复苏，产业反馈 25 年 Q3 以来，EMC 已有 500-700 元/吨涨价，涨幅超 5%；EC 自 9 月以来，已有 5%涨价，出厂价突破 4200 元/吨。添加剂方面，VC 添加剂第三方价格 8 月中旬以来持续上涨，涨幅已超 30%，后续可能加速上涨；FEC 也较 8 月大幅上涨超 35%。

电解液溶剂：目前电解液溶剂有效供给约 260 万吨，头部企业已经满负荷，尾部企业由于认证问题预计对市场供需影响有限，虽行业仍有部分计划产能，但因成本高等原因，投入概率较低。预计 26 年行业可能迎来价格上行。其中 EC 品种产业反馈较为紧张，后续有望涨价有所加速。

添加剂：目前行业 VC 有效供给约 8 万吨，市场已呈现“需求强、供给紧”的格局，目前虽价格涨幅较多，但刚接近企业盈亏平衡线，后续行业价格有望加速上涨。VC 添加剂行业投资多为计划，实际进度缓慢，且前期山东巨元 5 万吨 VC 新产能开工三次均出现安全事故，暂无开工计划，市场供给有限。

表 12：海科新源 2025H1 锂电材料产能利用率回升

产品	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
碳酸酯系列	82.6%	103.6%	88.7%	91.7%	85.7%	99.9%
添加剂	-	-	-	-	-	96.0%
丙二醇	99.8%	107.2%	73.0%	107.6%	110.7%	127.5%

资料来源：公司公告、招商证券

表 13：华鲁恒升 2020-2024 碳酸二甲酯产能利用率

产品	2020	2021	2022	2023	2024
碳酸二甲酯	-	35%	107.63%	71.24%	102.47%

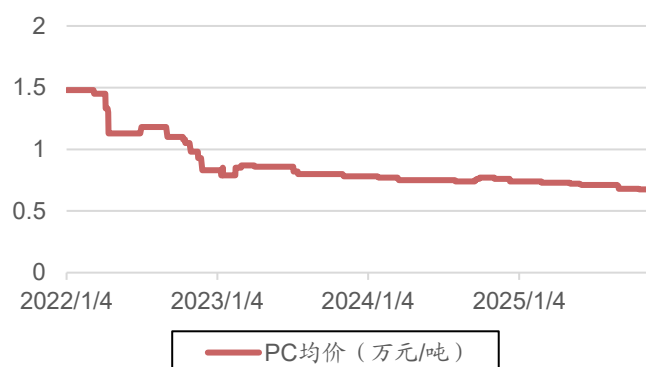
资料来源：公司公告、招商证券

表 14: 胜华新材 2020-2024 各材料产能利用率

产品	2020	2021	2022	2023	2024
碳酸二甲酯装置	100%	100%	91%	89%	93.30%
碳酸甲乙酯装置	70%	90%	62%	64%	98.11%
碳酸乙烯酯装置	70%	90%	95%	82%	78.8
六氟磷酸锂装置	50%	58%	53%	17%	99.45%
混合碳四深加工装置	50%	50%	85%	85%	91.50%
添加剂装置	-	-	40%	5.70%	36.87%

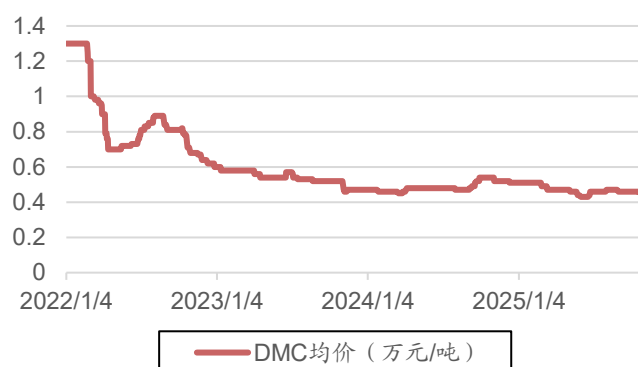
资料来源: 公司公告、招商证券

图 10: PC 第三方均价 (单位: 万元/吨)



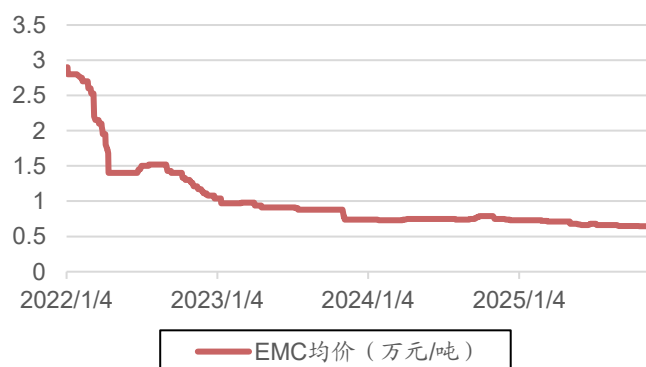
资料来源: 鑫椋锂电、招商证券

图 11: DMC 第三方均价 (单位: 万元/吨)



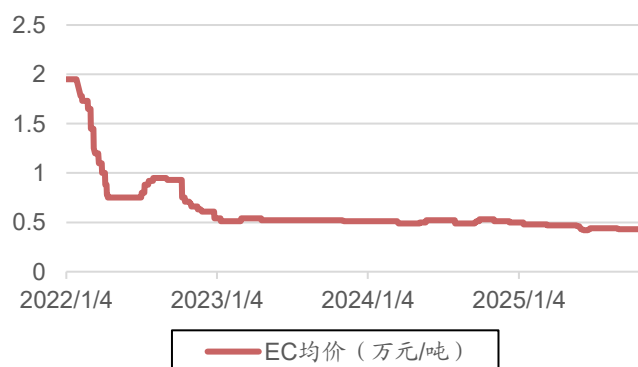
资料来源: 鑫椋锂电、招商证券

图 12: EMC 第三方均价 (单位: 万元/吨)



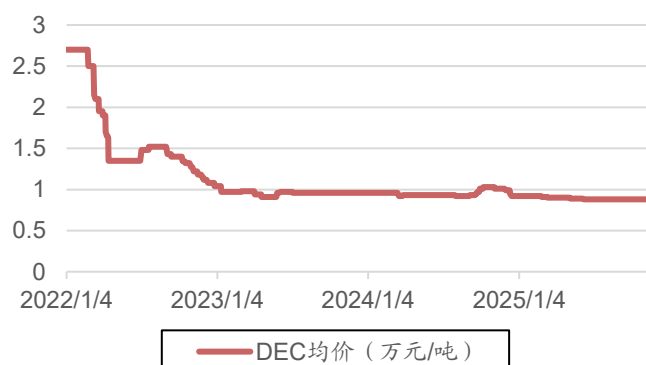
资料来源: 鑫椋锂电、招商证券

图 13: EC 第三方均价 (单位: 万元/吨)



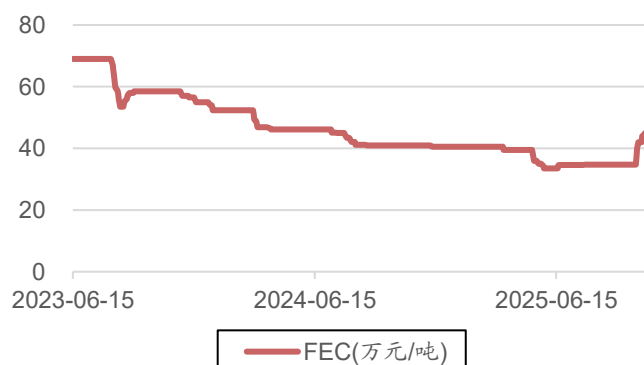
资料来源: 鑫椋锂电、招商证券

图 14: DEC 第三方均价 (单位: 万元/吨)



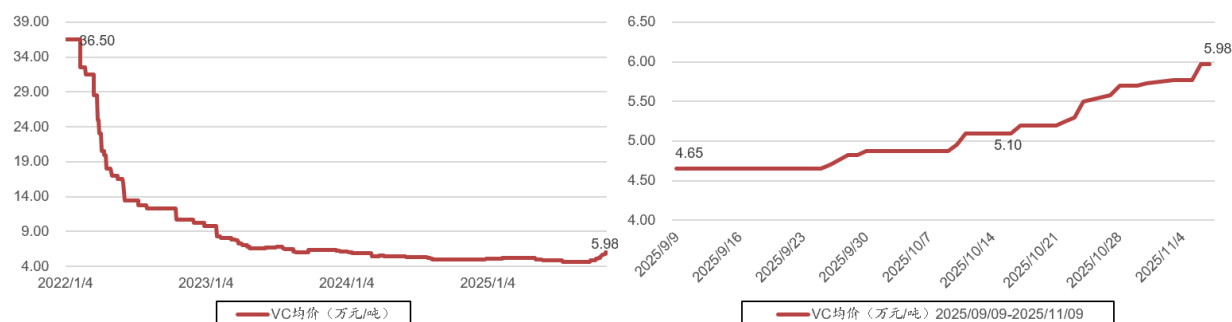
资料来源: 鑫椋锂电、招商证券

图 15: FEC 第三方均价 (单位: 万元/吨)



资料来源: ifind、招商证券

图 16: VC 添加剂第三方均价 (单位: 万元/吨)



资料来源: 鑫椤锂电、招商证券

盈利预测

公司是锂电电解液溶剂、添加剂行业领先供应商, 布局全品类五种溶剂和各添加剂类型。随着下游储能需求快速增长, 行业供需步入紧平衡, 主营业务溶剂、添加剂步入上涨通道, 公司业绩可能迎来弹性。

碳酸酯类产品: 行业电解液溶剂产能利用率高位, 扩产缓慢, 价格进入上行通道, 预计 2025-2027 年增速为 32.66%/19.96%/5.41%, 毛利率为 4%/10%/13%。

添加剂: 公司添加剂产能已建成, 预计后续将为公司业绩带来较大弹性, 预计 2025-2027 年增速为 -1275%/5%。毛利率为 2%/50%/50%。

丙二醇: 公司消费类产品向高端化演化, 盈利保持稳定, 预计 2025-2027 年增速为 21.18%/15.08%/4.5%。毛利率为 5%/10%/10%。

其他主营业务: 预计 2025-2027 年增速为 20%/15%/10%。毛利率为 20%/20%/20%。

预测公司 2025-2027 年合计营收 49.64/66.54/70.22 亿元, 同比增速 37.32%/34.06%/5.53%; 综合毛利 6%/18%/19%。预计 2026、2027 年归母净利润为 5.2/6.38 亿元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 15: 盈利预测

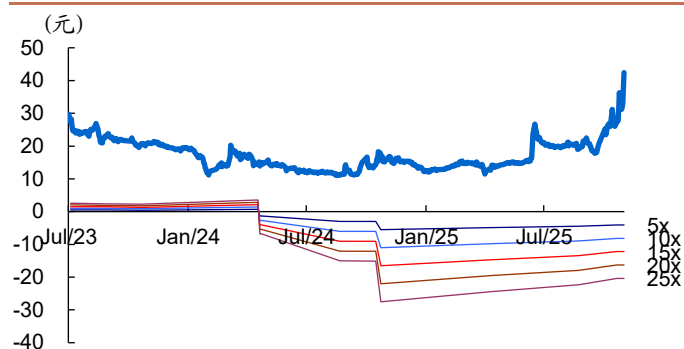
百万元		2023	2024	2025E	2026E	2027E
碳酸酯类产品	营业收入	2335	2512	3332	3997	4213
	YoY	4.01%	7.58%	32.66%	19.96%	5.41%
	毛利率(%)	8%	-4%	4%	10%	13%
添加剂	营业收入	0	0	300	1125	1181
	YoY	0.00%	0.00%	0.00%	275.00%	5.00%
	毛利率(%)	0%	0%	2%	50%	50%
丙二醇	营业收入	818	746	904	1040	1087
	YoY	43.01%	-8.80%	21.18%	15.08%	4.50%
	毛利率(%)	10%	4%	5%	10%	10%
其他主营业务	营业收入	209	356	427	491	540
	YoY	-0.48%	70.33%	20.00%	15.00%	10.00%
	毛利率(%)	10%	21%	20%	20%	20%
合计	营业收入	3363	3615	4964	6654	7022
	YoY	11.01%	7.49%	37.32%	34.06%	5.53%
	毛利率(%)	8%	0%	6%	18%	19%

资料来源: 公司公告、招商证券

风险提示

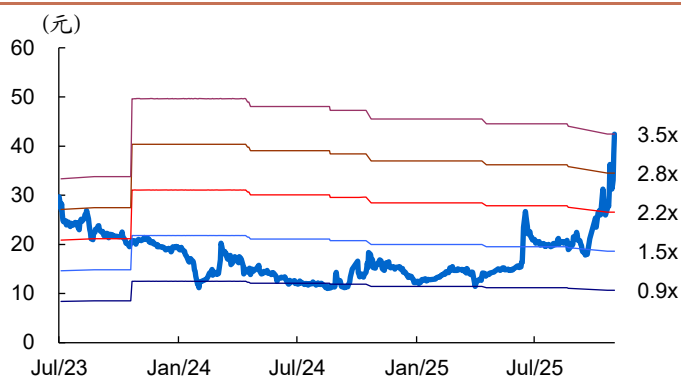
- 1、行业政策波动风险：**国家新能源汽车财政补贴政策逐步退坡，购置税补贴将于 2027 年完全退出。新能源产业政策的调整可能影响下游市场销量，进而对公司锂电池溶剂产品的销售及营收产生波动。
- 2、产品价格波动风险：**锂电池电解液上游材料行业新产能不断投放，市场呈现供应过剩态势。电解液溶剂价格出现较大波动，对公司经营业绩产生不利影响。
- 3、原材料价格波动风险：**公司主要原材料在生产成本中占比较高，原材料价格的大幅波动会对公司生产成本和经营业绩产生重大影响。

图 17：海科新源历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 18：海科新源历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2935	4063	3434	4301	4592
现金	1011	1851	508	518	621
交易性投资	122	247	247	247	247
应收票据	175	216	297	398	420
应收款项	741	941	1292	1733	1828
其它应收款	3	5	6	9	9
存货	230	205	265	310	321
其他	653	598	818	1087	1145
非流动资产	4033	4270	4098	3944	3806
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2436	2264	2112	1975	1852
无形资产商誉	167	162	146	131	118
其他	1430	1844	1841	1838	1836
资产总计	6968	8333	7532	8245	8398
流动负债	2743	4281	3570	3684	3103
短期借款	972	2455	1839	1674	1028
应付账款	1139	1069	1386	1622	1677
预收账款	18	19	25	30	31
其他	614	739	319	359	368
长期负债	952	1093	1093	1093	1093
长期借款	582	711	711	711	711
其他	370	382	382	382	382
负债合计	3695	5374	4662	4776	4195
股本	223	223	223	223	223
资本公积金	1865	1853	1853	1853	1853
留存收益	1037	775	697	1217	1855
少数股东权益	148	108	96	175	271
归属于母公司所有者权益	3125	2851	2773	3294	3931
负债及权益合计	6968	8333	7532	8245	8398

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(62)	158	(152)	283	862
净利润	16	(307)	(89)	599	734
折旧摊销	207	264	255	237	221
财务费用	46	61	46	51	56
投资收益	3	3	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	(325)	147	(347)	(589)	(125)
其它	(10)	(9)	9	10	2
投资活动现金流	(1253)	(437)	(57)	(57)	(57)
资本支出	(1054)	(319)	(82)	(82)	(82)
其他投资	(199)	(118)	25	25	25
筹资活动现金流	1425	341	(1135)	(216)	(702)
借款变动	456	376	(1088)	(165)	(646)
普通股增加	56	(0)	0	0	0
资本公积增加	949	(12)	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(35)	(23)	(46)	(51)	(56)
现金净增加额	111	61	(1343)	10	104

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3363	3615	4964	6654	7022
营业成本	3079	3614	4689	5486	5671
营业税金及附加	11	14	19	24	26
营业费用	20	19	27	36	38
管理费用	113	93	124	166	176
研发费用	92	152	174	233	246
财务费用	43	42	46	51	56
资产减值损失	(7)	(16)	(6)	(6)	(6)
公允价值变动收益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益	11	28	28	28	28
投资收益	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
营业利润	3	(312)	(96)	677	829
营业外收入	17	3	3	3	3
营业外支出	1	6	6	6	6
利润总额	19	(316)	(100)	673	825
所得税	3	(9)	(11)	74	91
少数股东损益	(15)	(40)	(12)	79	96
归属于母公司净利润	32	(267)	(78)	520	638

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	11%	7%	37%	34%	6%
营业利润	-99%	-9694%	-69%	-803%	22%
归母净利润	-89%	-944%	-71%	-770%	23%
获利能力					
毛利率	8.4%	0.0%	5.5%	17.6%	19.2%
净利率	0.9%	-7.4%	-1.6%	7.8%	9.1%
ROE	1.2%	-8.9%	-2.8%	17.2%	17.7%
ROIC	1.0%	-4.4%	-0.7%	11.5%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	53.0%	64.5%	61.9%	57.9%	50.0%
净负债比率	28.9%	43.7%	33.9%	28.9%	20.7%
流动比率	1.1	0.9	1.0	1.2	1.5
速动比率	1.0	0.9	0.9	1.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.8	0.8
存货周转率	13.9	16.6	20.0	19.1	18.0
应收账款周转率	3.7	3.5	3.6	3.6	3.2
应付账款周转率	2.3	3.3	3.8	3.6	3.4
每股资料(元)					
EPS	0.14	-1.20	-0.35	2.34	2.86
每股经营净现金	-0.28	0.71	-0.68	1.27	3.87
每股净资产	14.03	12.80	12.45	14.78	17.65
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	1.15
估值比率					
PE	298.9	-	-	18.2	14.8
PB	3.0	3.3	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。