

华盛锂电（688353）

国内电解液添加剂龙头，拓展硫化锂等新领域，竞争力持续向上

买入（上调）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	525.03	504.90	797.17	2,899.01	4,108.02
同比（%）	(39.09)	(3.83)	57.89	263.66	41.70
归母净利润（百万元）	(23.91)	(174.67)	(51.11)	1,063.43	1,752.39
同比（%）	(109.17)	(630.50)	70.74	2,180.57	64.79
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.15)	(1.10)	(0.32)	6.67	10.99
P/E（现价&最新摊薄）	(621.28)	(85.05)	(290.65)	13.97	8.48

投资要点

- **国内电解液添加剂龙头，具备行业领先的技术优势。**公司产品主要为电子化学品，是国内 VC 和 FEC 市场领先的供应商之一，主要客户包括比亚迪、天赐材料、三菱化学、国泰华荣、Enchem、新宙邦、昆仑新材、珠海赛纬等，产品广泛应用于新能源汽车、电动两轮车、电动工具、UPS 电源、移动基站电源、光伏电站、3C 产品等领域。
- **核心产品技术自主可控，市场占有率持续提升。**公司①具备市场与规模优势，25 年 1-9 月营收 5.4 亿元，同增 62.3%，其中 VC 销量 8657 吨，同增 70.2%，市占率 18.2%，FEC 销量 5531 吨，同增 166.8%，市占率 45.1%，远超行业平均增长速度；②具备研发与技术优势，自主设计开发了短流程制备技术以及全流程合成与精馏自动化工程装备技术，极大提升了万吨级装置的生产效能，应用自主设计的连续流制备控制技术及行业领先的产品精制技术；③具备环保优势，拥有行业领先的废气、废固和废液一站式清洁化处理装置，过去十多年安全环保事故为零。
- **添加剂价格底部反弹，供需处于紧平衡状态，后续有望继续上涨。**近年来产品的年度平均销售价格逐年下降，25 年 7 月 VC 已至市场底部价格 4.5 万元/吨，后续价格触底反弹，并于 11 月开始加速上涨，目前市场散单 VC 价格涨至 17.8 万元/吨，FEC 价格涨至 7.2 万元/吨。添加剂供需仍处于紧平衡状态，25 年产能利用率超 90%，26 年预计仍维持偏紧状态，价格有望继续向上。我们测算公司 VC 全成本 5.5 万元/吨，FEC 全成本 4.5 万元/吨，有望贡献客观的利润弹性。
- **26 年 H2 投产 VC 一期 3 万吨，引入先进的短流工艺，具备低成本优势。**公司目前具备 VC 产能 1.4 万吨，FEC 产能 1 万吨。产能规划方面，公司已启动“年产 6 万吨碳酸亚乙烯酯项目”（VC 一期 3 万吨），通过引入先进的短流程生产工艺和装备，实现高效、环保、节能及高品质、低成本优势，预计 26 年下半年试产，将大幅提升 VC 产能，优化产品组合，为公司在新能源电池材料行业的持续领先注入强劲动力。此外，公司布局硫化锂、负极、粘结剂和新型添加剂等新材料，驱动公司拓宽领域持续发展。
- **盈利预测与投资评级：**考虑下游需求波动，我们下修 25 年归母净利润预期至-0.5 亿元（原预期-0.1 亿元），考虑到 VC/FEC 价格快速上涨，上修 26 年归母净利润预期至 10.6 亿元（原预期 0.3 亿元），新增 27 年归母净利润预期 17.5 亿元，25 年亏损缩窄 71%，26 年利润转正，27 年同增 65%，26-27 年对应 PE 14/8x，上修至“买入”评级。
- **风险提示：**销量不及预期，盈利水平不及预期。

2025 年 12 月 22 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

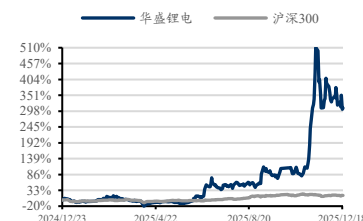
证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

证券分析师 朱家佟

执业证书：S0600524080002
zhujt@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	93.14
一年最低/最高价	17.61/155.00
市净率(倍)	4.50
流通 A 股市值(百万元)	11,090.27
总市值(百万元)	14,855.83

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.71
资产负债率(%，LF)	19.31
总股本(百万股)	159.50
流通 A 股(百万股)	119.07

相关研究

《华盛锂电(688353)：电解液添加剂龙头，盈利拐点可期》

2024-12-25

《华盛锂电(688353)：电解液添加剂龙头，积极布局新业务寻找盈利增量》

2023-12-01

国内电解液添加剂龙头，具备行业领先的技术优势。公司产品主要为电子化学品，是国内碳酸亚乙烯酯（VC）和氟代碳酸乙烯酯（FEC）市场领先的供应商之一，主要客户包括比亚迪、天赐材料、三菱化学、国泰华荣、Enchem、新宙邦、昆仑新材、珠海赛纬等，产品广泛应用于新能源汽车、电动两轮车、电动工具、UPS 电源、移动基站电源、光伏电站、3C 产品等领域。此外，在特殊有机硅领域，公司是少数拥有“非光气法生产异氰酸酯硅烷”技术的生产商之一，具备行业领先的技术优势。

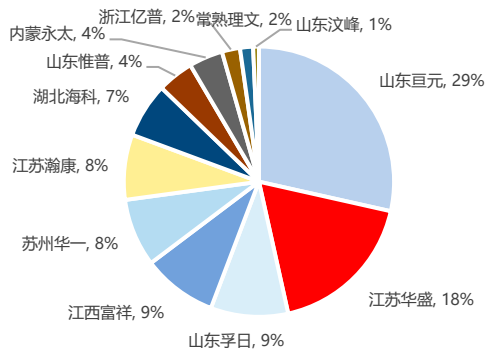
图1：公司产品布局情况



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

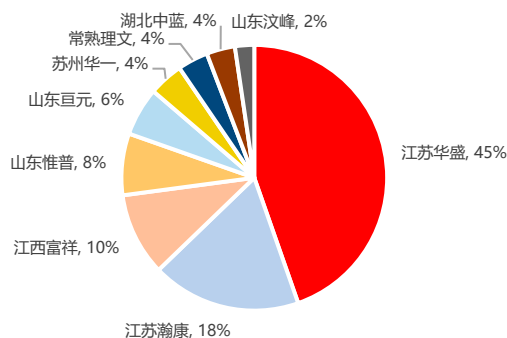
核心产品技术自主可控，市场占有率持续提升。公司①具备市场与规模优势，25 年 1-9 月营收 5.4 亿元，同增 62.3%，其中 VC 销量 8657 吨，同增 70.2%，市占率 18.2%，FEC 销量 5531 吨，同增 166.8%，市占率 45.1%，远超行业平均增长速度；②具备研发与技术优势，具备行业技术沉淀最久，最丰富的核心技术，且国内外授权专利数量最多，是 VC 和 FEC 产品国标、行标的主草单位。自主设计开发了短流程制备技术以及全流程合成与精馏自动化工程装备技术，极大提升了万吨级装置的生产效能，应用自主设计的连续流制备控制技术及行业领先的产品精制技术，始终确保公司核心添加剂拥有行业领先的高品质、低成本及稳定可靠的全球交付能力；③具备环保优势，拥有行业领先的废气、废固和废液一站式清洁化处理装置，并依规达标排放，过去十多年安全环保事故为零，装置运行稳定且可靠。

图2：25 年 1-9 月国内 VC 市场份额情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图3：25 年 1-9 月国内 FEC 市场份额情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

26 年 H2 投产 VC 一期 3 万吨，引入先进的短流程工艺，具备低成本优势。公司目前具备 VC 产能 1.4 万吨，FEC 产能 1 万吨。产能规划方面，公司已启动“年产 6 万吨碳酸亚乙烯酯项目”（VC 一期 3 万吨），该项目不仅着眼于满足当前市场需求，通过引入先进的短流程生产工艺和装备，实现高效、环保、节能及高品质、低成本优势。项目用地已获，预计 26 年下半年试产，将大幅提升 VC 产能，优化产品组合，为公司在新能源电池材料行业的持续领先注入强劲动力。

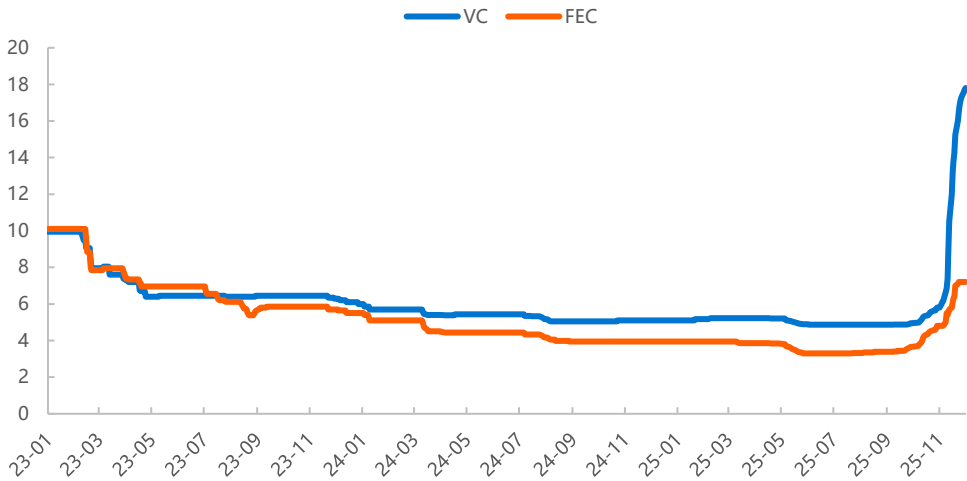
表1：公司 VC 和 FEC 有效产能测算

品类	2025 年	2026 年 E	2027 年 E
VC	1.4 万吨	3 万吨	4.5 万吨
FEC	1 万吨	1 万吨	1 万吨

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

添加剂价格底部反弹，供需处于紧平衡状态，后续有望继续上涨。近年来产品的年度平均销售价格逐年下降，25 年 7 月 VC 已至市场底部价格 4.5 万元/吨，后续价格触底反弹，并于 11 月开始加速上涨，目前市场散单 VC 价格涨至 17.8 万元/吨，FEC 价格涨至 7.2 万元/吨。添加剂供需仍处于紧平衡状态，25 年产能利用率超 90%，26 年预计仍维持偏紧状态，价格有望继续向上。我们测算公司 VC 全成本 5.5 万元/吨，FEC 全成本 4.5 万元/吨，有望贡献客观的利润弹性。

图4：VC 和 FEC 的市场价格情况（万元/吨）



数据来源：SMM，东吴证券研究所

表2: 行业 VC 和 FEC 需求测算

品类	2024 年	2025 年 E	2026 年 E
新能源汽车销量/万辆	1603	2101	2363
全球电池产量/GWh	1545	1900	2600
全球电解液产量/万吨	162	200	273
铁锂: 三元	70:30	77:23	80:22
VC 添加平价比例	3.04%	3.31%	3.40%
全球 VC 需求总量/万吨	4.9	6.6	9-10
FEC 添加平价比例	1.02%	0.87%	0.90%
全球 FEC 需求总量/万吨	1.65	1.73	2.5-3
华盛锂电 VC 销量/吨	8053	12000	30000
华盛 VC 市场份额	16.4%	18.2%	30-35%
华盛锂电 FEC 销量/吨	3377	7800	10000
华盛 FEC 市场份额	20.4%	45.0%	45-50%

数据来源：wind，东吴证券研究所

图5: 公司利润弹性测算（截止 25 年 12 月 3 日）

VC 弹性测算		2026E VC 价格 (万元/吨)						
		6	7	8	9	10	11	12
出货量 (万吨)	华盛锂电	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
单位盈利 (万元/吨)	华盛锂电	0.5	1.3	2.0	2.8	3.5	4.3	5.1
归母净利润 (亿元)	华盛锂电	1.6	4.0	6.4	8.9	11.3	13.8	16.2
PE	华盛锂电	102	40	25	18	14	12	10
FEC 价格假设 (万元/吨)		5	5.25	5.5	5.75	6	6.25	6.5

数据来源：东吴证券研究所测算

布局硫化锂、负极、粘结剂和新型添加剂等，驱动公司拓宽领域持续发展。除了碳酸酯类添加剂项目外，公司其他重要项目也在加速推进并取得积极进展。目前，“年产 20 万吨低能耗高性能锂电池负极材料项目（一期 3 万吨）”、“年产 500 吨 DFOB 及 2000 吨 MMDS 项目”和“年产 3000 吨双氟磺酰亚胺锂项目”均已进入试生产和客户产品评价阶段。公司正集中资源，全力冲刺，旨在尽快实现这些项目的产能释放，从而进一步巩固市场地位，驱动公司持续发展和业绩增长。

图6：公司布局硫化锂、负极、粘结剂和新型添加剂等材料



数据来源：公司微信公众号，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：考虑下游需求波动，我们下修 25 年归母净利润预期至-0.5 亿元（原预期-0.1 亿元），考虑到 VC/FEC 价格快速上涨，上修 26 年归母净利润预期至 10.6 亿元（原预期 0.3 亿元），新增 27 年归母净利润预期 17.5 亿元，25 年亏损缩窄 71%，26 年利润转正，27 年同增 65%，26-27 年对应 PE 14/8x，上修至“买入”评级。

风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期。

华盛锂电三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,202	2,392	4,064	6,128	营业总收入	505	797	2,899	4,108
货币资金及交易性金融资产	1,700	1,549	3,151	4,881	营业成本(含金融类)	603	742	1,535	2,019
经营性应收款项	367	661	585	829	税金及附加	9	12	29	21
存货	87	132	273	359	销售费用	6	8	10	12
合同资产	0	0	0	0	管理费用	92	96	116	123
其他流动资产	49	50	55	59	研发费用	41	52	87	123
非流动资产	2,088	2,129	2,145	2,150	财务费用	(12)	(8)	(9)	(19)
长期股权投资	101	101	101	101	加:其他收益	7	11	41	58
固定资产及使用权资产	1,262	1,453	1,419	1,374	投资净收益	34	46	87	180
在建工程	439	239	239	239	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	206	256	306	356	减值损失	(25)	(10)	(10)	(10)
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	(217)	(57)	1,250	2,057
其他非流动资产	80	80	80	80	营业外净收支	(2)	(4)	(4)	(4)
资产总计	4,290	4,521	6,210	8,278	利润总额	(220)	(61)	1,246	2,053
流动负债	500	760	1,447	1,867	减:所得税	(31)	(7)	149	246
短期借款及一年内到期的非流动负债	6	100	100	100	净利润	(189)	(54)	1,096	1,807
经营性应付款项	452	556	1,151	1,514	减:少数股东损益	(14)	(3)	33	54
合同负债	0	45	92	121	归属母公司净利润	(175)	(51)	1,063	1,752
其他流动负债	42	59	105	132	每股收益-最新股本摊薄(元)	(1.10)	(0.32)	6.67	10.99
非流动负债	223	223	223	223	EBIT	(264)	(113)	1,122	1,810
长期借款	169	169	169	169	EBITDA	(129)	48	1,307	2,007
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	(19.41)	6.93	47.06	50.86
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	(34.60)	(6.41)	36.68	42.66
其他非流动负债	54	54	54	54	收入增长率(%)	(3.83)	57.89	263.66	41.70
负债合计	724	983	1,671	2,090	归母净利润增长率(%)	(630.50)	70.74	2,180.57	64.79
归属母公司股东权益	3,468	3,442	4,410	6,005					
少数股东权益	99	96	129	183					
所有者权益合计	3,566	3,538	4,539	6,188					
负债和股东权益	4,290	4,521	6,210	8,278					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(111)	(103)	1,822	1,920	每股净资产(元)	21.74	21.58	27.65	37.65
投资活动现金流	(1,154)	(160)	(118)	(25)	最新发行在外股份(百万股)	160	160	160	160
筹资活动现金流	6	112	(102)	(164)	ROIC(%)	(5.91)	(2.63)	22.92	28.28
现金净增加额	(1,258)	(151)	1,602	1,730	ROE-摊薄(%)	(5.04)	(1.48)	24.11	29.18
折旧和摊销	135	160	185	197	资产负债率(%)	16.87	21.74	26.91	25.25
资本开支	(308)	(204)	(204)	(204)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(85.05)	(290.65)	13.97	8.48
营运资本变动	(17)	(184)	607	75	P/B (现价)	4.28	4.32	3.37	2.47

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>