



天赐材料 (002709.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

匠心铸就龙头，技术赋能登高

投资逻辑:

长期主义筑龙头，全链整合取周期。秉持长期主义的发展初心，天赐材料在电解液赛道深耕二十余载，历经行业三轮周期更迭与格局洗牌，持续巩固并强化全球龙头地位。当前行业正处于新一轮向上周期，公司迎来关键战略升维：以成熟氟化工一体化为基底，探索向上延伸碳酸锂等资源布局，稳步向资源平台型企业转型。

电解液产业链：从单一电解液制造商转型锂-氟-电解液垂直整合资源型平台，周期盈利弹性与全球化价值提升共振，助力 EPS 与 PE 双击。

- 1. 周期：六氟&电解液拐点向上，锂延伸优化周期曲线。**当前六氟、电解液处于周期向上阶段，六氟价格自 4Q25 大幅反转后 1Q26 随淡季回落，结合行业供需及稼动率回升趋势我们仍判断全年价格中枢普遍支撑在 10-15 万元/吨，公司业绩于 4Q25-1Q26 已呈现较大拐点。此外，公司通过锂-氟-电解液垂直一体化实现成本可控及全流程降本；从历史周期看，电解液及六氟上行拐点前置、碳酸锂滞后，布局碳酸锂或有效延伸盈利高点平台期及减缓下行斜率，强化盈利韧性。
- 2. 全球化：A+H 资本赋能，国际战略升维。**在全球能源资源自主可控的背景下，锂电企业出海已是大势所趋。公司此前出口占比仍较小，2026 年拟推进港股 IPO，推进摩洛哥、美国等核心市场的本土化产能落地，由出口导向向本土化生产与全球化供应体系转型。

公司于 2026 年 3 月递交 H 股招股书，本次募资约 80% 聚焦全球化业务布局：其中 60% 投向摩洛哥 15 万吨电解液及核心材料项目，20% 用于海外产能拓展与上游资源布局；剩余 20% 分别用于研发投入与营运资金补充。本次 IPO 或将成为公司全球化战略的核心资本支点，加速其向多极运营模式升级。

品类扩张：技术赋能登高，再启宏图新章。为突破单一赛道上限、平滑周期波动，公司依托电解液配方与氟化工核心工艺，积极向固态电池材料、钠电电解液及锂电用胶等高附加值领域延伸。助力公司构建多元盈利结构，推动其从电解液龙头迈向平台型新能源材料集团，打开长期成长与估值天花板。

盈利预测、估值和评级

公司为全球锂电材料电解液产业链龙头，当前由单一电解液制造商向氟化工与碳酸锂等资源平台型企业转型，全球化及多品类扩张前景下业绩有望稳步上台阶。我们预计，2026-2028 年公司业绩分别为 67/67/73 亿元，对应 PE 分别 17/17/16 倍。参考可比公司，给予公司 2026 年 20 倍 PE，目标价 65.96 元。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

电解液产业链涨价不及预期、需求不及预期、港股上市不及预期等

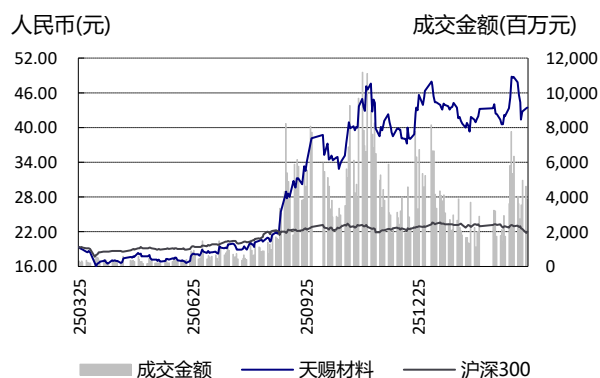
国金证券研究所

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币) : 54.44 元

目标价 (人民币) : 65.96 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	12,518	16,650	32,040	35,885	40,370
营业收入增长率	-18.74%	33.00%	92.43%	12.00%	12.50%
归母净利润(百万元)	484	1,362	6,709	6,744	7,296
归母净利润增长率	-74.40%	181.43%	392.64%	0.52%	8.19%
摊薄每股收益(元)	0.252	0.670	3.291	3.308	3.579
每股经营性现金流净额	0.45	0.58	2.37	4.16	6.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.69%	7.63%	31.66%	27.63%	26.16%
P/E	78.19	69.19	17.01	16.92	15.64
P/B	2.89	5.28	5.38	4.67	4.09

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司介绍：匠心铸就龙头，技术赋能登高	4
1.1 历史沿革：以匠心守初心，以技术破局境	4
1.2 周期：电解液拐点已至，迎接量价主升浪	4
1.3 管理层及股权结构：股权高度集中，治理结构稳定	7
1.4 行业地位及前景：材料龙头全球领航，铸就长期全链壁垒	7
1.5 赴港 IPO 启动：战略布局欧美市场，开拓全球化新征程	8
二、电解液产业链：穿越周期龙头，扶摇直上长虹	8
2.1 电解液：底部价格夯实，步入上行周期	9
2.2 氟化工：6F 边际走俏，上行拐点已至	10
2.3 碳酸锂：延长上行高点，强化盈利韧性	15
三、品类扩张：技术赋能登高，再启宏图新章	16
3.1 硫化物固态电解质	16
3.2 固态电池 UV 绝缘胶	17
3.3 锂电池用胶	17
3.4 钠离子电解液	17
四、财务分析&盈利预测	19
五、风险提示	20

图表目录

图表 1：公司历史沿革（2000~2026 年）	4
图表 2：锂电中游环节加权平均扣非净利率历史走势（2021A、3Q25A、1Q26A；%），电解液产业链子环节于 1Q26 触底反弹阶段均呈现显著回升弹性	5
图表 3：锂电电解液公司扣非净利率已呈现明显触底回升信号（1Q20-1Q26）	5
图表 4：锂电电解液公司单位盈利能力呈现向上拐点（万元/吨；1Q20-1Q26）	5
图表 5：利用锂电板块产成品存货同比划分库存周期（2014-2026 年）	6
图表 6：公司股权结构图（2025 年）	7
图表 7：公司所在行业产品核心成就及业绩表现	8
图表 8：公司港股 IPO 募投方向聚焦国际化	8
图表 9：公司电解液产品生产流程及主要原料示意图	9
图表 10：2020-2030 年公司基于电解液行业价格历史及预测判断	9
图表 11：电解液企业资本开支对比（2009-1Q26；亿元）	10
图表 12：六氟磷酸锂库存走势（2020-2026 年；吨）	11



图表 13: 六氟磷酸锂行业开工率及价格数据对比 (2020-2026 年)	11
图表 14: 公司价格、盈利随产能利用率回升改善	12
图表 15: 六氟行业月度供需平衡测算 (2025-2026 年; 吨)	12
图表 16: 六氟行业供需平衡测算 (2024-2027 年; 万吨)	13
图表 17: 全球锂电池需求结构拆分 (GWh)	13
图表 18: 6F 与碳酸锂及电解液历史价格走势复盘 (2017-2025 年; 万元/吨)	14
图表 19: 液相法 6F 企业历史毛利率具备优势 (2016-2025 年)	14
图表 20: 全球锂电电解液市场竞争格局 (2025A)	15
图表 21: 全球锂电 6F 市场竞争格局 (2025A)	15
图表 22: 电解液企业扣非净利率对比 (2006-1Q26A; %)	15
图表 23: 天赐材料历史 EPS、PE、股价走势 (2014-2026A)	15
图表 24: 碳酸锂与公司股价行情复盘	16
图表 25: 碳酸锂价格自 2025 年底起呈高波动态势 (万元/吨)	16
图表 26: 公司基于历史碳酸锂价格预测	16
图表 27: 全球锂电池用胶市场规模统计 (2020-2030 年; 千吨)	17
图表 28: 全球若干先进材料市场规模 (2030-2050 年; 十亿元)	18
图表 29: 公司分业务结构盈利预测拆分 (2024-2028 年; 亿元)	19
图表 30: 可比公司估值比较 (市盈率法)	20



一、公司介绍：匠心铸就龙头，技术赋能登高

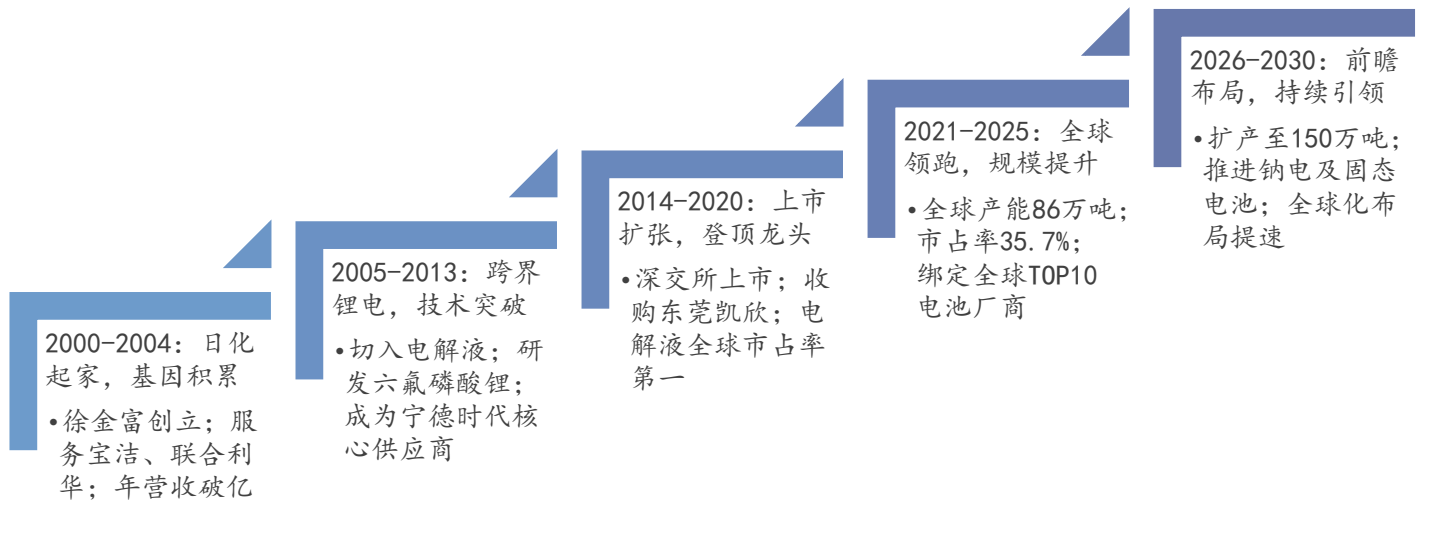
1.1 历史沿革：以匠心守初心，以技术破局境

天赐材料（下文称“公司”）自 2000 年由徐金富创立以来，始终以长期主义为指引，坚守“一生就干一件事”的初心，作为坚定的长期主义践行者，拒绝多元化诱惑，从日化精细化工领域稳步跨界，将精细化工的严谨与匠心融入发展每一步。公司秉持技术主导的核心战略，凭借持续的技术创新突破行业瓶颈，逐步构筑起“原料-电解液-添加剂”垂直一体化的核心护城河。

初创阶段，公司深耕日化表面活性剂领域，凭借稳定的产品品质获得宝洁、联合利华等国际巨头的认可，快速实现年营收突破亿元，为后续转型积累了扎实的化工技术基因。2005 年，公司敏锐捕捉锂电产业发展机遇，果断切入电解液赛道；2007 年，在六氟磷酸锂技术仅被全球 5 家企业掌握背景下，主动启动研发攻关，于 2010 年成功成为宁德时代首批电解液供应商，为后续发展筑牢合作根基。2014 年在深交所上市后，公司加速规模扩张，2015 年收购市占率达七成以上的电解液添加剂龙头东莞凯欣，进一步完善产业链布局。此后，依托技术主导的核心优势与高效的成本管控能力，公司逐步实现行业领跑，2020 年电解液全球市占率跃居第一，且连续九年蝉联全球榜首；截至 2025 年，全球电解液市占率升至 35.7%，显著领先同行。同时，公司深耕全球化布局，不仅掌握六氟磷酸锂等核心原料的主导权，更深度绑定全球 TOP10 电池厂商，构建起覆盖全球的客户与供应链体系。

管理层低调务实、深耕技术，核心团队追随创始人十余年，潜心攻克多项行业技术难题，其液体六氟磷酸锂技术全球独有，VC 添加剂纯度达到行业顶尖水平。未来，公司仍将坚守长期主义、深耕技术创新，同时前瞻布局钠电、固态电池等下一代技术，以匠心打磨产品，用技术驱动成长，走出了一条从日化小厂到全球电解液龙头的坚实成长之路。

图表1：公司历史沿革（2000~2026年）



来源：公司公告等，国金证券研究所

注：图表中市占率 35.7%指公司 2024 年全球电解液出货量份额，根据公司港股招股书

1.2 周期：电解液拐点已至，迎接量价主升浪

我们根据锂电、电解液及碳酸锂板块公司产成品存货及收入增速同比划分库存周期，2014 至 2025 年，锂电、电解液均经历 2 轮库存周期，大致均于 2016-2017 年、2020-2021 年为上行周期，2018-2019 年、2022-2023 年为下行周期，电解液、锂电周期长度大致为 4-5 年。碳酸锂库存周期较锂电整体滞后，历史上 2021-2022 年呈现大级别行情。

电解液历史 2 轮上行周期起点分别为 4Q15、4Q20，4Q25 电解液原料价格 6F、VC，及碳酸锂等均已启动，电解液价格呈现上扬，亦出现触底拐点信号，我们认为，4Q25 为本轮电解液库存周期上行起点，2026-2027 年为板块补库上行阶段。

具体电解液品种分析，板块龙头天赐材料历轮上行周期收入累计同比增速均提前于行业，且上一轮周期高度较行业显著高出，上行阶段呈现明显先发优势及规模弹性特点，主要系公司战略上选择果断扩张、绑定头部客户，及独创锂盐等新技术溢价等。板块下行阶段，

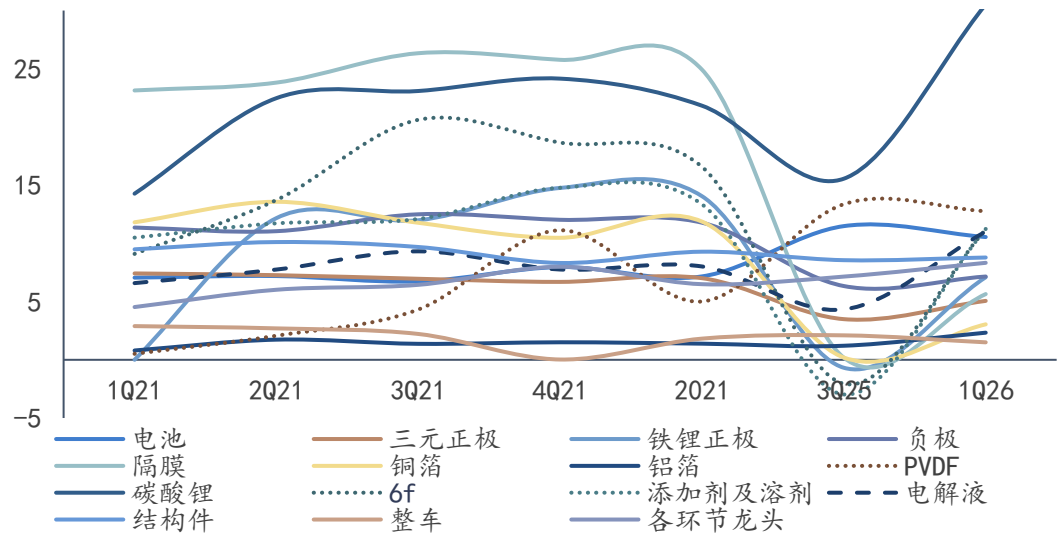


公司累库高度亦较行业高出，且去库较深，主要系公司电解液产业链一体化布局下库存层级多、总量大，且需保供大客户，刚性存留较高库存。综上，公司在历史电解液周期中呈现放大周期波动特点特征，上行期涨幅更大，及下行期跌幅更深。

此外，电解液环节资本开支特点，2021年公司果断扩张，资本开支较行业完整提前一年，行业整体于2022年进入规模资本开支，与上述公司战略选择果断扩张、绑定头部客户相符，奠定周期中公司先发及规模优势基础。

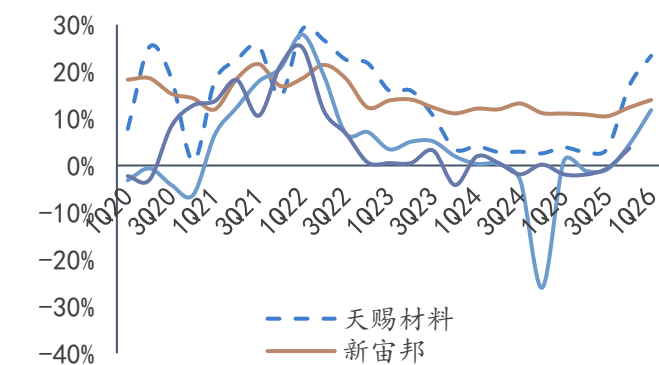
此外，我们认为，碳酸锂系本轮电解液周期延续性关键支撑品种，当前呈现周期性拐点向上态势，价格累计涨幅较2025年中周期低点已至2-3倍。碳酸锂为电解液核心原材料，建设周期较长、资源禀赋属性及低库存特点造就历史上价格弹性较高，或为本轮电解液上行行情涨幅关键支撑。

图表2：锂电中游环节加权平均扣非净利率历史走势（2021A、3Q25A、1Q26A；%），电解液产业链子环节于1Q26触底反弹阶段均呈现显著回升弹性



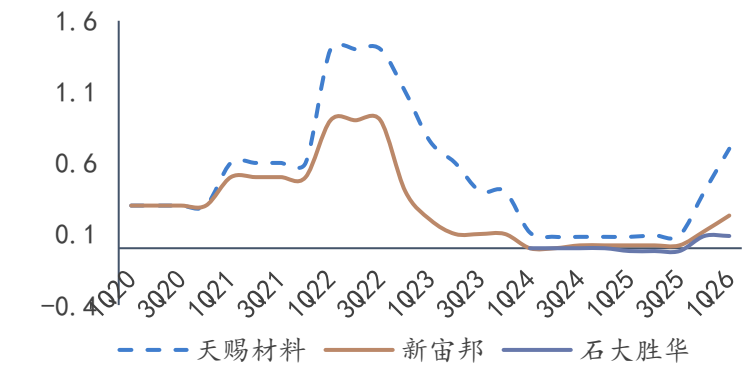
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：锂电电解液公司扣非净利率已呈现明显触底回升信号（1Q20-1Q26）



来源：公司财报，国金证券研究

图表4：锂电电解液公司单位盈利能力呈现向上拐点（万元/吨；1Q20-1Q26）



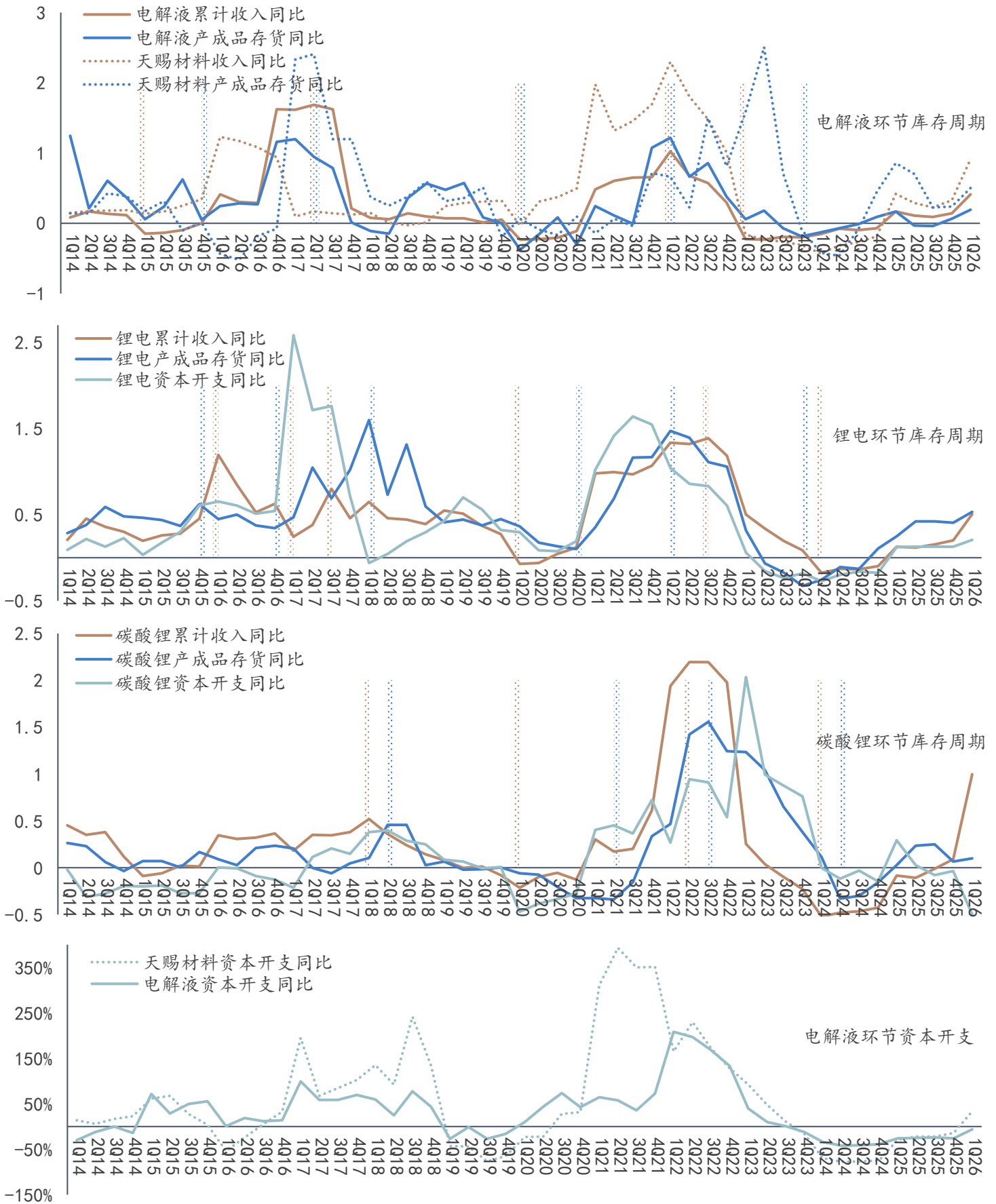
来源：公司财报等，国金证券研究所

注：单位盈利根据公司当期排产等数据测算，部分为估算值，仅供参考，请以公司实际发生数据为准



图表5：利用锂电板块产成品存货同比划分库存周期（2014-2026年）

由上而下分别：电解液、锂电、碳酸锂环节库存周期划分，及电解液环节资本开支统计



来源：Wind，国金证券研究所



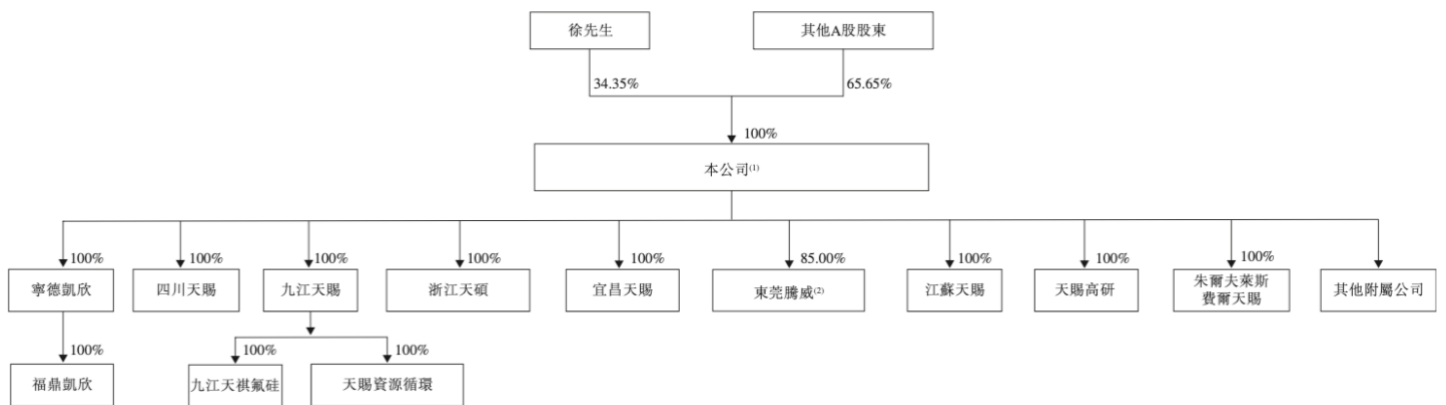
注：上述图表中各环节收入、库存及基本开支数据均来自于上市公司财报；(1) 电解液环节包括天赐材料、多氟多、天际股份、新宙邦、石大胜华、海科新源、华盛锂电、瑞泰新材及江苏国泰；(2) 碳酸锂环节包括天齐锂业、赣锋锂业、永兴材料、盐湖股份、融捷股份、江特电机、川能动力、藏格矿业、盛新锂能、中矿资源、雅化集团、国城矿业、天华新能及西藏矿业；(3) 锂电环节包括湖南裕能、中科电气、尚太科技、璞泰来、贝特瑞、震裕科技、科达利、当升科技、容百科技、华友钴业、格林美、中伟股份、德方纳米、宁德时代、多氟多、新宙邦、天赐材料、壹石通、沧州明珠、星源材质、恩捷股份、鹏辉能源、孚能科技、欣旺达、国轩高科、亿纬锂能。

1.3 管理层及股权结构：股权高度集中，治理结构稳定

公司股权结构高度集中，治理架构清晰稳定，为长期战略落地提供坚实保障。截至 2025 年 12 月 31 日（港股 IPO 申报基准日），创始人徐金富直接持有公司 34.35% 股份，为控股股东及实际控制人，同时担任公司董事长、总经理，核心决策权高度统一。

从股权架构来看，公司通过 100% 控股宁德时代凯欣、四川天赐、九江天赐、浙江天硕等核心子公司，实现对锂电材料全产业链的垂直一体化管控，保障战略执行、业务协同与成本管控的高效性。整体而言，公司股权高度集中、决策链条短、响应效率高，管理层与核心股东长期深度绑定，有效规避代理问题，为公司新业务拓展、技术迭代升级及全球化布局提供了稳定的治理支撑。

图表6：公司股权结构图（2025 年）



来源：公司港股申请书，国金证券研究所

1.4 行业地位及前景：材料龙头全球领航，铸就长期全链壁垒

公司构筑“电解液+核心原料”双龙头闭环：公司为全球锂电材料领域绝对龙头，以电解液为核心基本盘，通过产业链纵深布局与多元赛道协同，构筑竞争壁垒。根据公司港股申请书，电解液出货量连续九年稳居全球第一，2024 年市占率达 36%，同步掌握上游 6F、LiFSI 等核心原理，市占率分别 38%、51%，位居全球第一。此外，长期深度绑定全球头部客户，动力、储能、消费及日化厂商全球前十覆盖率超 80%，依托 1100 余项专利一体化研发平台，持续巩固技术领先性，筑牢长期全链壁垒。

公司历史稼动率已呈现明确触底回升趋势：根据公司港股申报书，电解液及核心材料 2023/2024/2025 年稼动率分别 62%/59%/84%，2023 年以来公司仍处于大规模产能爬坡阶段，当前产能利用率已回升至较为合理水平。

公司产品所在行业增速预期：根据公司港股申报书，2024-2030 年：

- (1) 全球锂电池市场规模预计保持 24.7% CAGR，2030 年达 5448GWh，动力/储能/3C 预计分别 24.6%/29.0%/10.9% CAGR；分地区看，海外贡献较高增速，欧洲/美国市场预计保持 27.7%/27.9% 增速，2030 年分别达 1110/996GWh。
- (2) 全球电解液/6F/LiFSI 预计保持 23.2%/20.1%/42.7% CAGR，2030 年预计达 493/51/20 万吨。
- (3) 全球磷酸铁/铁锂正极预计均为 24.9% CAGR，2030 年规模达 895/942 万吨。
- (4) 全球锂电池用胶预计 24.2%，2030 年规模达 123 万吨。
- (5) 全球锂电回收规模预计保持 35.9% CAGR，2030 年规模达 568 万吨。
- (6) 全球日化材料/香精香料市场规模 2030 年分别预计达 8000/3000 亿元。
- (7) 固态电池 2030/2040 年预计达 65/1000GWh。



(8) 固态电解质/汽车电子&半导体专用胶&密封胶/PEEK&PI/冷却剂&阻燃材料 2040 年预计分别 1000/2000/1000/2000 亿元。

图表7：公司所在行业产品核心成就及业绩表现



来源：公司港股招股书，国金证券研究所

1.5 赴港 IPO 启动：战略布局欧美市场，开拓全球化新征程

A+H 资本赋能，全球战略升维。能源资源自主可控背景下锂电企业出海已是大势所趋，公司此前出口占比仍较小；2026 年公司拟推进港股 IPO 战略落地摩洛哥、美国等核心市场，由出口导向转型本土化生产与全球化供应体系。

公司当前海外收入占比仍较低，具备提升空间：2023/2024/2025 年，公司海外收入占比分别 3.0%/4.4%/3.8%，主要系来自东南亚、美国及韩国地区收入。

公司募投方向梳理：战略布局欧美市场，开拓全球化新征程。

- (1) 80%预计投向全球业务发展，包括 60%资金预计投向摩洛哥项目，及其他东南亚、美国等市场。同时，公司计划全球上游资源投资，如锂、磷、氟资源等。
- (2) 10%预计投向研发活动，侧重电解液及核心组件、正极材料、固态电解质及其他材料。
- (3) 10%预计投向运营资金及一般企业用途支持。

图表8：公司港股 IPO 募投方向聚焦国际化

地区	产品	投资额	说明
美国	20 万吨电解液	2 亿美元 (0.1 亿美元/万吨)	4Q25 启动建设，4Q27 完成建设 (22 个月)
摩洛哥	15 万吨电解液	2.8 亿美元 (0.2 亿美元/万吨)	4Q28 完成建设 (36 个月)，投资回收期预计 54 个月 (4.5 年)

来源：公司港股申请书，国金证券研究所

二、电解液产业链：穿越周期龙头，扶摇直上长虹

电解液产业链：从单一电解液制造商转型锂-氟-电解液垂直整合资源型平台，周期盈利弹性与全球化价值提升共振，助力 EPS 与 PE 双击。

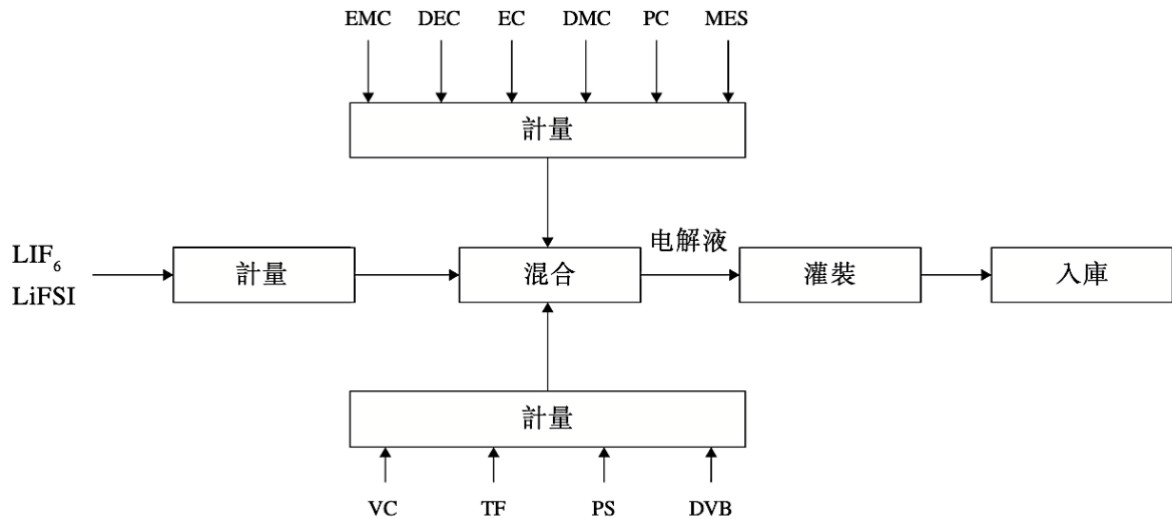
EPS：六氟&电解液拐点向上，锂延伸优化周期曲线。当前六氟、电解液处于周期向上阶段，公司自 4Q25 业绩触底反转，2026 年起预计迎接显著业绩拐点。此外，公司通过锂-氟-电解液垂直一体化实现成本可控及全流程降本；从历史周期看，电解液及六氟上行拐点前置、



碳酸锂滞后，布局碳酸锂或有效延伸盈利高点平台期及减缓下行斜率，强化盈利韧性。

PE：电解液属大化工赛道，涉及多种原料及配方，一体化布局是龙头地位的核心护城河；但传统外购原料模式下，企业易受多原料周期错配冲击，出现利润高波动、加工费被挤压等问题，估值长期受限，公司的垂直整合战略正是破解这一行业痛点的关键，为长期估值提升奠定坚实基础。

图表9：公司电解液产品生产流程及主要原料示意图



来源：公司港股申请书，国金证券研究所

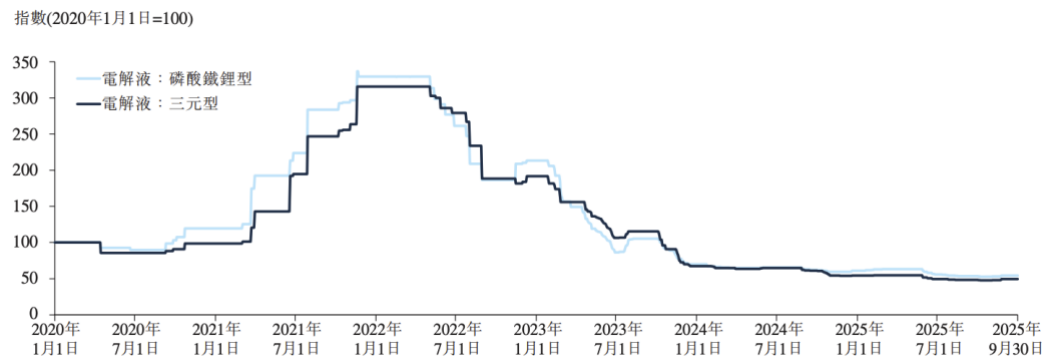
2.1 电解液：底部价格夯实，步入上行周期

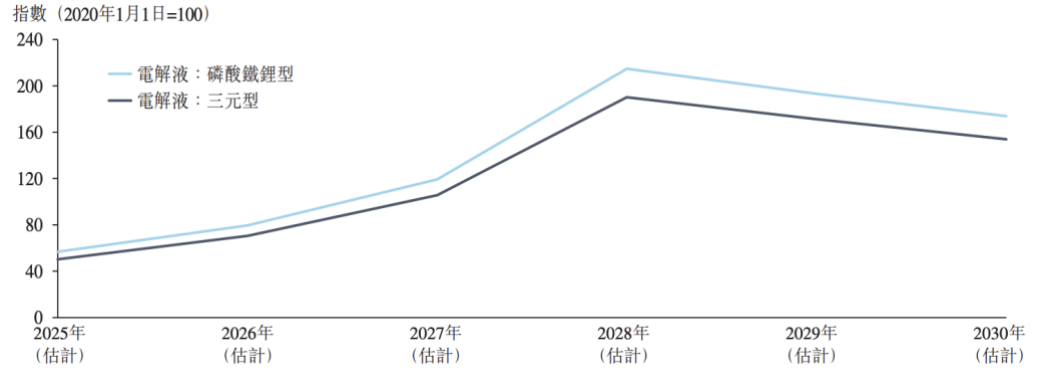
电解液走势复盘及趋势：2023年起随着上游产能扩张带动电解液原材料供应改善，产能及供给增速超过下游增速、市场竞争加剧，价格显著下跌；2024-2025年电解液维持低位运行，主要系原料成本下降、供给充足；2H25起，随着供需改善及原料价格小幅上涨，电解液趋于趋于稳定并呈现回升态势，截至2026年1-5月，电解液价格已从2025年低点1-2万元/吨回升至3-4万元/吨。

根据公司港股申报书，2026年起上游产能增速相对缓慢，预计产能将难以满足需求，电解液价格或再度大幅上涨，步入新一轮上涨周期；我们按照2020年年初均价（4.5万元/吨，公司2022年可转债披露）为基准价格，2022年高点近12.0万元/吨，2025年降至2.0万元/吨附近，根据2026年起趋势展望，2026/2027/2028年价格预计分别3.5/4.5/8.5万元/吨。电解液价格回升主要系行业供需及碳酸锂、6F、溶剂等原料价格上涨驱动。

图表10：2020-2030年公司基于电解液行业价格历史及预测判断

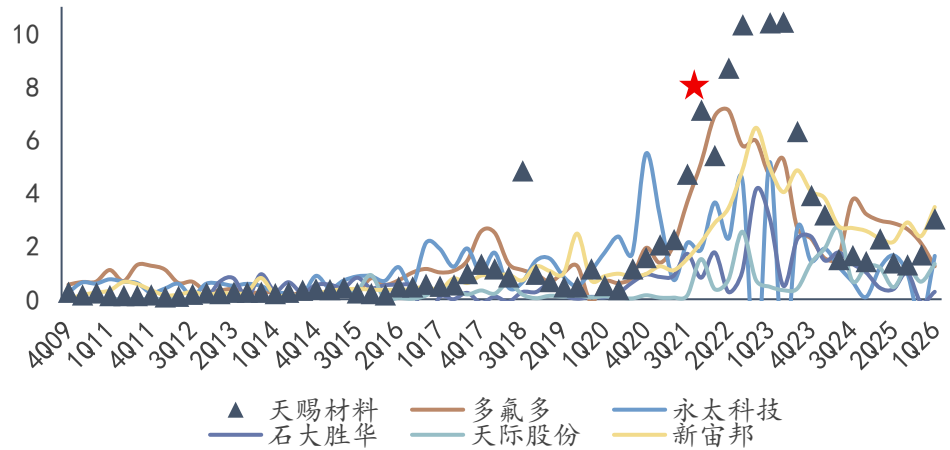
注：图表中为按照2020年1月1日=100指数作图，非电解液产品报价





来源：公司港股招股书，国金证券研究所

图表11：电解液企业资本开支对比（2009-1Q26；亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

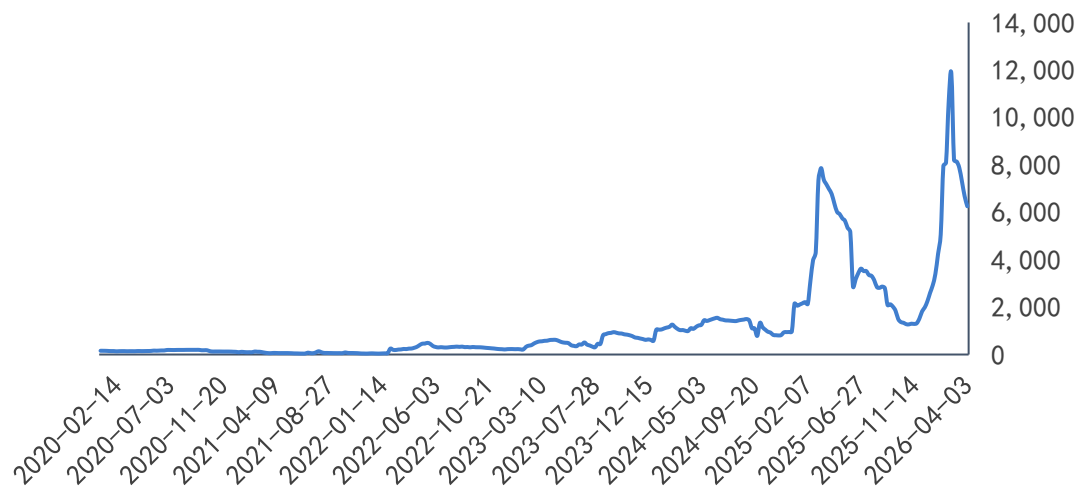
注：红色星星代表公司上一轮股价高点（2021.10）

2.2 氟化工：6F 边际走俏，上行拐点已至

6F 行业库存：当前处于去库阶段，低库存属性支撑价格上涨弹性。我们测算，根据 AIBA 发布电池需求数据，2026 年 3 月国内电池总产量为 178GWh，按照 6F 单耗 0.011 万吨/GWh 测算，考虑 1.2 冗余系数等，对应 2.3 万吨 6F 需求；根据百川盈孚数据，2026 年 3-4 月 6F 行业库存约 6000-8000 吨，对应近 10 天库存。2025 年底 6F 库存触底引起较大价格回升，2026 年一季度考虑春假等淡季影响库存一路攀升，当前仍处于去库阶段，我们认为 6F 低库存属性旺季或再度催化价格上涨。



图表12: 六氟磷酸锂库存走势 (2020-2026年; 吨)

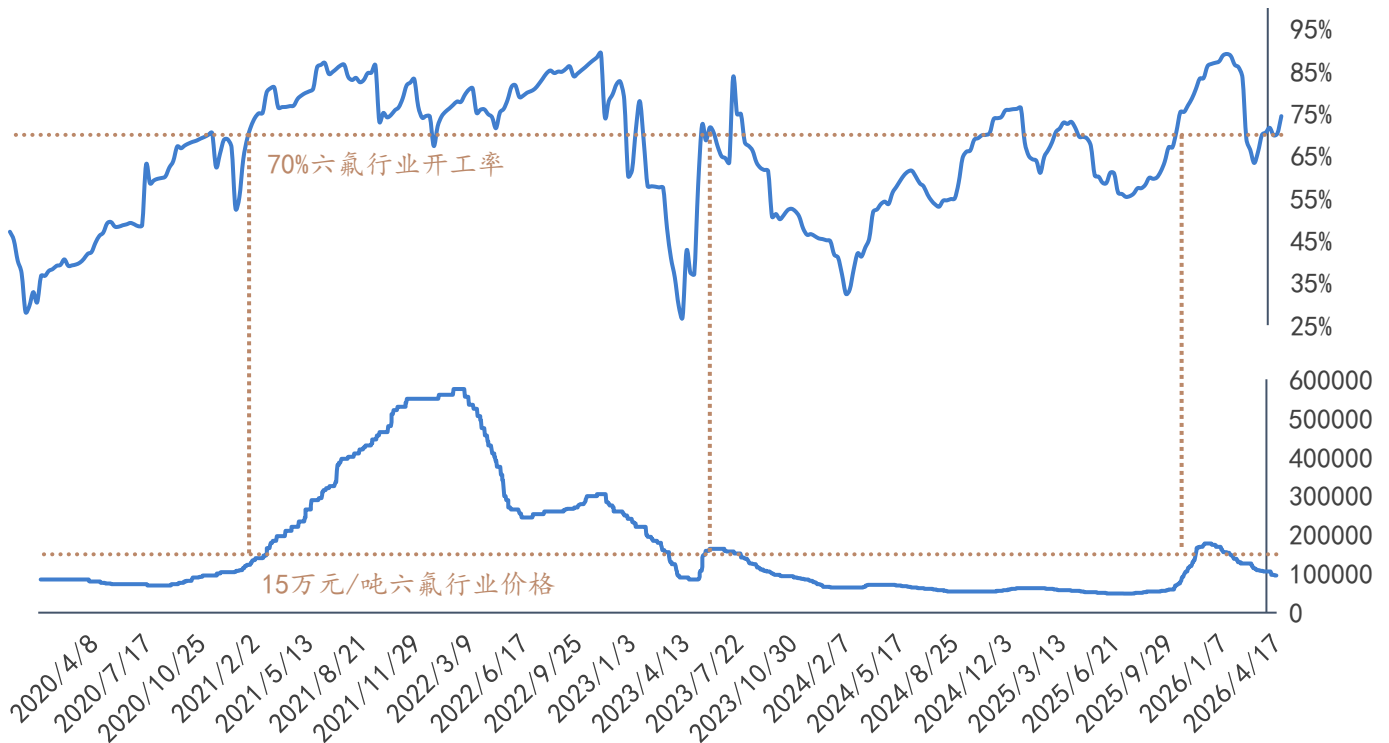


来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

6F 价格走势判断: 开工率与价格强相关, 拐点信号已现。复盘历史数据, 6F 行业开工率与价格呈现显著正相关: 当行业开工率维持 70% 以上时, 价格中枢普遍支撑在 15 万元/吨以上。本轮周期中, 受益于 4Q25 开工率快速回升, 行业供需格局边际改善, 带动价格阶段性回暖; 进入 1Q26, 受传统淡季需求疲软影响, 开工率与价格同步回落。当前开工率已再度拐头向上, 随着下游需求逐步进入旺季, 行业供需格局有望持续改善, 6F 价格或迎来新一轮修复行情。

图表13: 六氟磷酸锂行业开工率及价格数据对比 (2020-2026年)

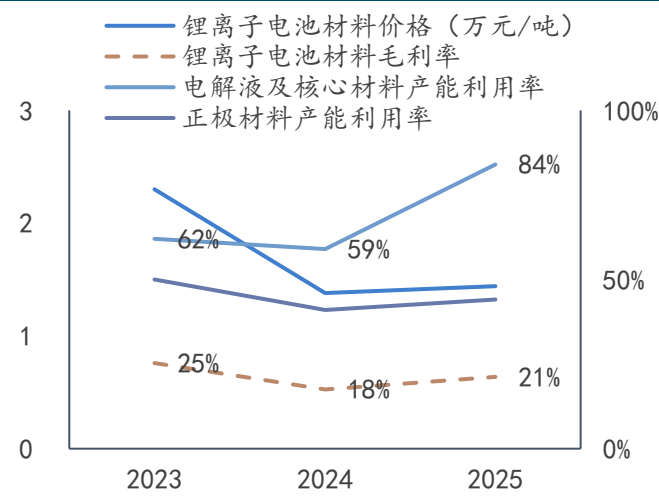
上图、下图分别展示六氟行业开工率、行业价格走势 (元/吨)



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

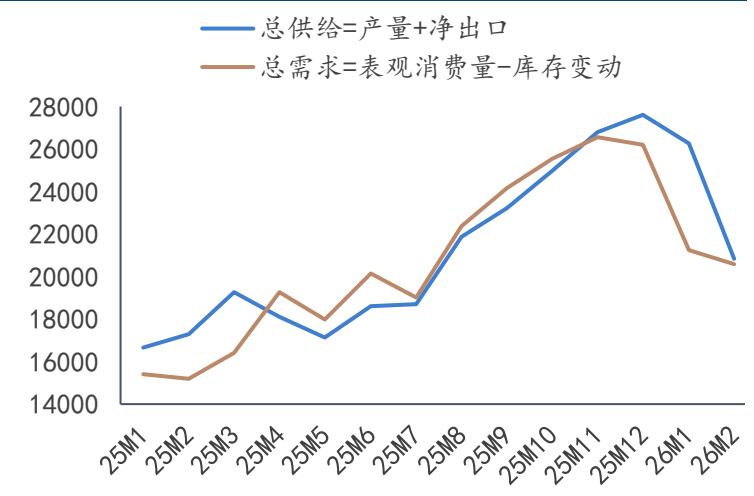


图表14：公司价格、盈利随产能利用率回升改善
左轴：价格（万元/吨）；右轴：毛利率及产能利用率



来源：公司港股申请书，国金证券研究

图表15：六氟行业月度供需平衡测算（2025-2026年；吨）
2025年六氟供需错配导致价格上涨，1Q26、1Q25供给表现过剩
剩系反映淡季正常现象



来源：百川盈孚，国金证券研究所

2026年，我们测算全球锂电池需求为2537GWh (YoY+25%)，拆分子环节动力/储能/消费/电动工具需求分别1592/788/119/37GWh (YoY分别+16%/56%/10%/10%)。国内储能经济性改善、全球储能需求爆发，及欧洲新能源车需求向好、国内单车带电量提升等系2026年行业维持高景气主要推动力。

拆分具体环节：

(1) 动力：我们测算2026年国内/欧洲/美国/其他地区新能源车销量预计1446/422/158/140万辆 (YoY分别+7%/18%/-10%/20%)，其中国内纯电乘用车由于长续航等受到消费者青睐销量预计保持增长，插混同比或下滑，整体新能源车增速维稳；欧洲车市预计延续2025年态势保护高景气，主要系地方补贴及新车型周期投放，增速有望维持近20%；美国市场受到政策补贴不确定性等购车表现低迷，2026年或经历下行态势，预计销量-10%；全球其他地区维持20%扩张增速，主要系东南亚、非洲地区等电动化率提升。

单车带电量：2025年新能源商用车尤其重卡、客车等，叠加PHEV“大电池”升级等，带动国内新能源车带电量从平均47kWh抬升至50kWh以上水平。考虑到新能源车重卡高带电量趋势延续，及消费者纯电倾向性提升等，预计2026年单车带电量仍有提升空间，假设为58kWh。

(2) 储能：我们测算2026年全球/国内/美国/欧洲/其他地区装机分别438/250/70/51/67GWh (YoY分别+62%/67%/35%/55%/91%)，储能呈现刚性需求高增主要受到国内地方政府政策激励、低碳转型及市场化驱动，美国AI驱动储能呈现刚性需求，及欧洲清洁能源目标与安全需求双重推动等。

储能电池装机：考虑到储能项目装机周期较长、地方政策变动导致抢装等，储能电池环节库存及确收周期较长，预计2026年延续2025年库存系数情况，测算2026年全球储能装机需求为438GWh，实际储能电芯需求为788GWh。

(3) 消费电子&电动工具：2026年端侧AI消费电子产品发布活跃，如AI眼镜、AI手机、AIPC等，均推动消费电子产品续航要求提升，驱动平均单机带电量提升。预计消费电子及电动工具电池2026年需求增速为10%。

6F供需平衡拆分：上行拐点已至，供需边际走俏。公司业绩2025年呈现明确拐点，根据港股申请书，2023/2024/2025年公司毛利率25%/18%/21%，电解液及核心材料产能利用率62%/59%/84%，锂离子电池材料价格、正极材料产能利用率2025年亦呈现回升，产能利用率反转推动盈利改善。此外，根据百川盈孚，2025-2026年六氟月度供需平衡出现阶段性供不应求，除1Q25、1Q26淡季外，旺季供需紧张支撑价格上涨。我们测算2026-2027年六氟行业供需平衡，产能利用率有望保持在70%-80%以上，叠加六氟定价模式中碳酸锂等联动，后者亦处于周期上行期，有望支撑六氟价格旺季迎接反转。



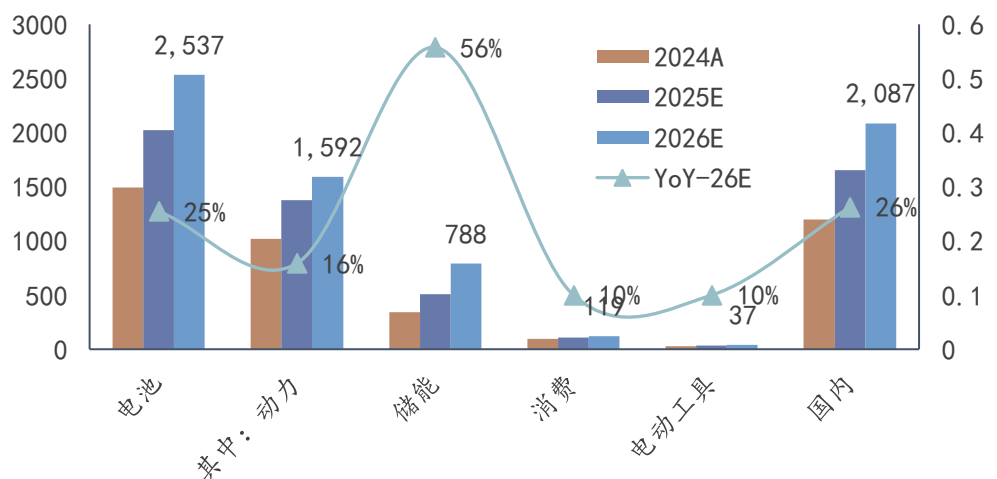
图表16: 六氟行业供需平衡测算 (2024-2027年; 万吨)

	2024A	2025A	2026E	2027E	CAGR
一、需求端:					
①全球新能源车销量 (万辆)	1622	2001	2166	2350	8%
平均带电量 (kWh)	52	57	61	65	7%
库存系数	0.2	0.2	0.2	0.2	/
全球动力电池需求 (GWh)	1012	1369	1586	1833	16%
②全球储能装机需求 (GWh)	189	270	438	570	45%
其中: 中国	110	150	250	300	41%
美国	37	52	70	100	39%
欧洲	22	33	51	70	46%
其他	20	35	67	100	69%
库存系数	0.8	0.8	0.8	0.8	/
全球储能电池需求 (GWh)	340	486	788	1026	45%
③消费电池需求 (GWh)	98	108	119	131	10%
④电动工具电池需求 (GWh)	31	34	37	41	9%
全球锂电池需求 (GWh)	1481	1997	2530	3031	23%
六氟磷酸锂单耗 (万吨/GWh)	0.011	0.011	0.011	0.011	0%
库存系数	0.2	0.2	0.2	0.2	/
全球锂电池六氟磷酸锂需求 (万吨)	19.8	26.7	33.8	40.5	23%
二、供给端:					
全球六氟磷酸锂产能 (万吨)	39.6	44.8	59.4	75.0	29%
良率折损系数	0.7	0.7	0.7	0.7	/
全球锂电池六氟磷酸锂供给 (万吨)	27.7	31.4	41.6	52.5	25%
三、供需平衡测算					
供给/需求	1.4	1.2	1.2	1.3	/
六氟磷酸锂产能利用率	71.5%	85.2%	81.4%	77.2%	/

来源: 百川盈孚, 国金证券研究所测算

注: 表格中供需平衡测算主要通过测算全球六氟磷酸锂需求、供给, 从而推算行业供给/需求比值及产能利用率; 六氟需求测算主要系通过全球锂电池需求、六氟磷酸锂单耗等测算; 供给测算来源于百川盈孚数据。测算结果仅供参考, 请以实际发生情况为准。

图表17: 全球锂电池需求结构拆分 (GWh)

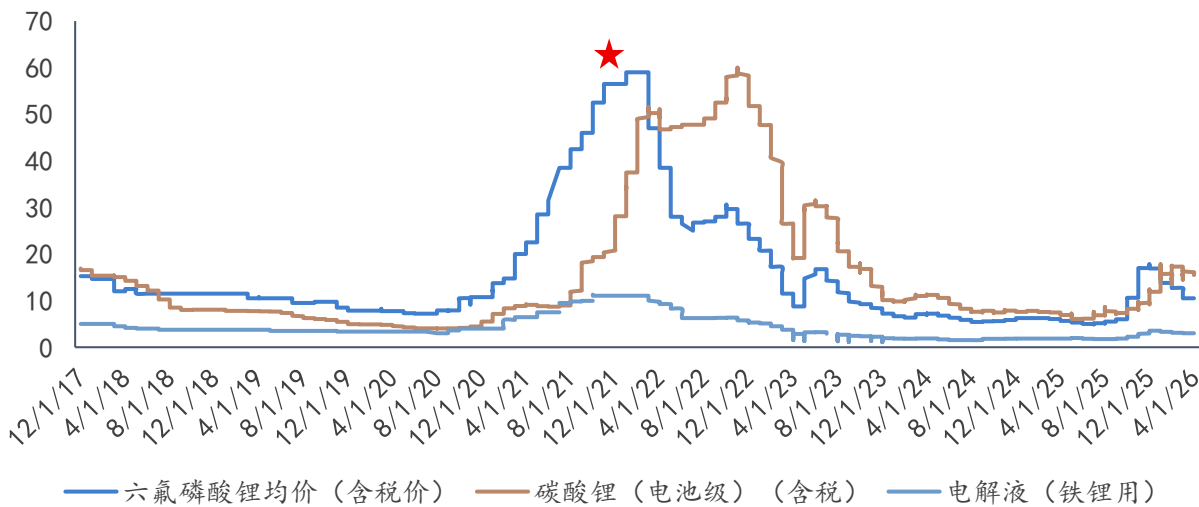


来源: 国金证券研究所测算



6F 与碳酸锂联动及周期性分析：6F、电解液周期相较碳酸锂具备前置性特征。拆分 6F 成本结构，原料/能耗/制造成本占比分别 74%/11%/12%，考虑当前材料价格；其中，碳酸锂贡献接近一半成本，为 6F 关键原材料。从产品定价关系看，6F 与碳酸锂主要系联动关系，一般采用“成本加成+供需定价”模式，根据 0.2-0.3 吨/吨（碳酸锂/6F）单耗测算，碳酸锂价格上涨 1 万元/吨对应 6F 成本增加 2000-3000 元/吨。历史价格走势复盘看，6F 价格较碳酸锂先行启动，与电解液基本同步，主要系 6F 处于即时排产辅材环节、且因短期存放特性基本无库存，叠加行业天然扩产周期长、头部集中度高，造成 6F 供需失衡后脱离单纯成本联动束缚先行暴涨，单 6F 上行周期持续时长大致为 1.5 年（2020.10-2022.3）；此外，碳酸锂价格启动后对 6F、电解液价格同样起到支撑，延缓整体价格中枢跌势（若以 20 万元/吨价格为基准，上轮高价 6F 持续时长接近 2 年）。同样的趋势或呈现于本轮行情走势中（2025.10 开始启动）。

图表18：6F 与碳酸锂及电解液历史价格走势复盘（2017-2025 年；万元/吨）



来源：百川盈孚等，国金证券研究所

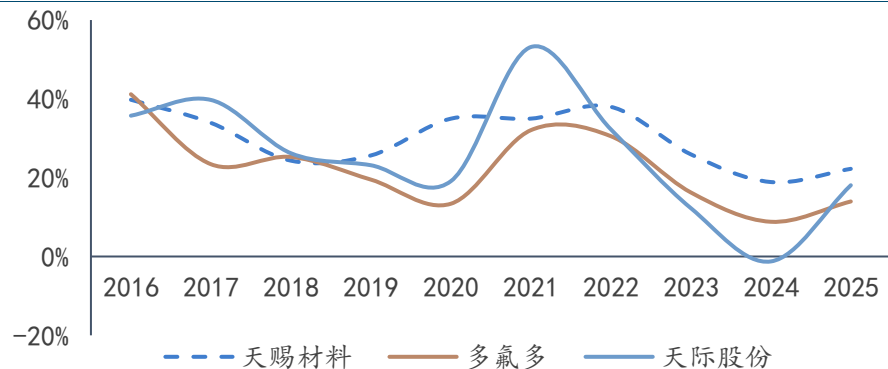
注：红色星星代表公司上一轮股价高点（2021.10），股价高点领先于 6F 价格约一个季度（2022.02）

公司独创液相法 6F，高具性价比，垄断全球高端市场。公司深耕六氟磷酸锂研发，后续携手日本中央硝子攻克液相法核心工艺，跳过传统结晶干燥环节，实现连续化、低成本量产；经过多年迭代优化，叠加锂-氟-磷全产业链配套，最终将液相法 6F 打造成高端动力电池的首选锂盐，坐稳全球龙头地位。

其核心壁垒在于：工艺机理上天生优于固相法，锂与氟利用率更高、能耗与危废更少，成本优势难以复制；叠加独家专利、大规模量产经验、全链自供体系，以及头部电池厂长达 1-2 年的严苛认证，形成了技术、成本、客户三重护城河，后来者几乎无法追赶。

我们对比 6F 企业毛利率，公司为液相法 6F 供应商，2016-2025 年毛利率保持在 20%-40%，普遍中枢高于固相法 6F 企业。此外，液相法批次一次性高，且杂质、水分含量低，头部电池厂高镍、800V 及长循环等高端电池仅采购液相法 6F，保障公司市占率及利润空间。

图表19：液相法 6F 企业历史毛利率具备优势（2016-2025 年）



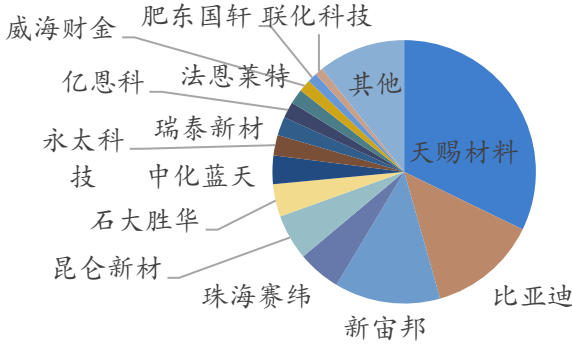
来源：公司公告等，国金证券研究所测算

注：公司为液相法 6F 供应商，其余企业均为固相法



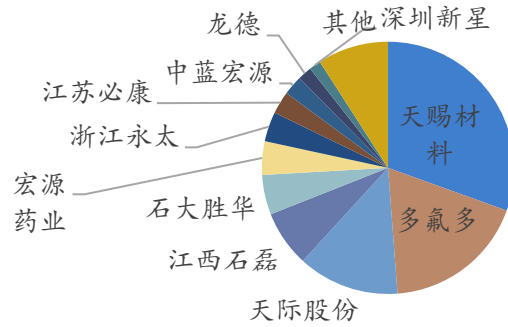
竞争格局：龙头地位稳固，份额差距悬殊。根据鑫椽锂电统计，公司、新宙邦，及比亚迪稳居电解液前三，2025年产量分别>30万吨，市占率预计30%/13%/13%，与二梯队差距悬殊；公司、多氟多，及新泰新材位居6F前三，2025年产量分别>3.5万吨，市占率预计30%/18%/13%，亦与二梯队拉开差距。公司自2016年起已连续9年蝉联全球6F及电解液龙头，市占率稳居30%以上，主要系公司为全球唯一实现液体6F量产企业，且形成垂直一体化抗周期能力，构筑深厚品质、成本壁垒。

图表20：全球锂电电解液市场竞争格局（2025A）



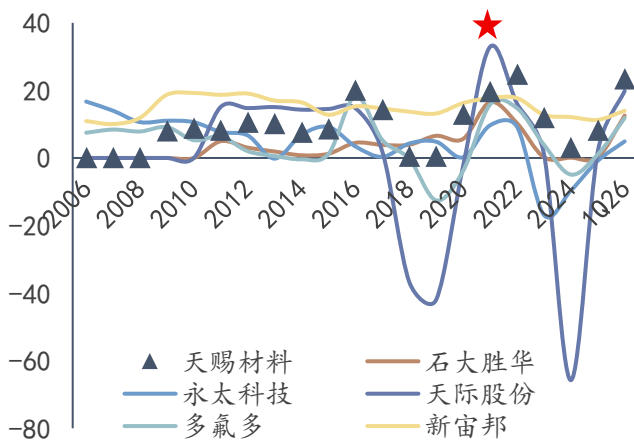
来源：鑫椽锂电，国金证券研究

图表21：全球锂电6F市场竞争格局（2025A）



来源：鑫椽锂电，国金证券研究所

图表22：电解液企业扣非净利率对比（2006-1Q26A；%）

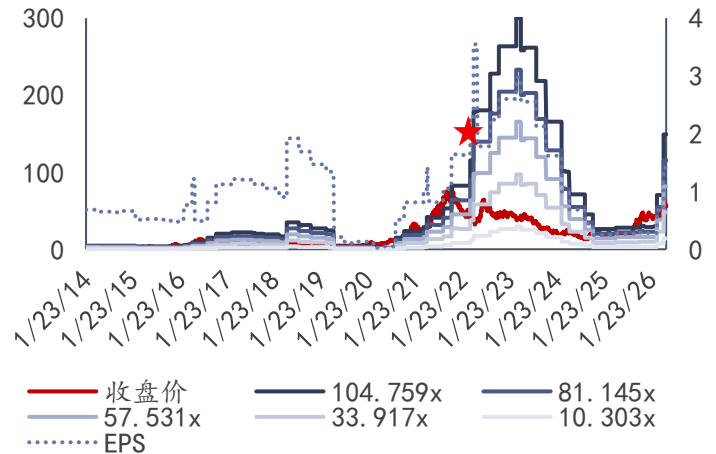


来源：Wind，国金证券研究

注：红色星星代表公司上一轮股价高点（2021.10）

图表23：天赐材料历史EPS、PE、股价走势（2014-2026A）

左轴：PE、股价；右轴：EPS



来源：Wind，国金证券研究所

注：红色星星代表公司上一轮股价高点（2021.10）

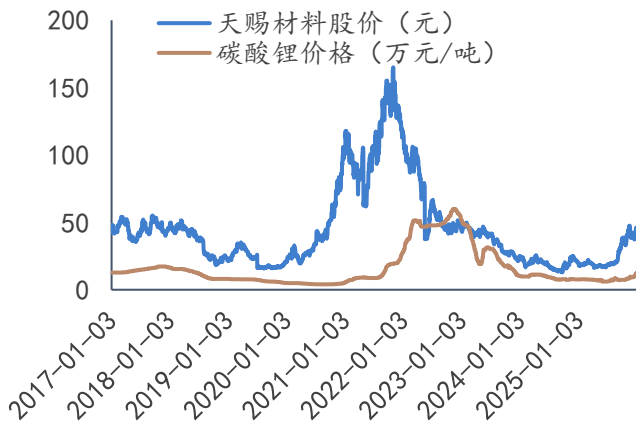
2.3 碳酸锂：延长上行高点，强化盈利韧性

公司当前业绩与股价对碳酸锂价格波动的敏感度较低，核心源于电解液及6F业务采用长协定价模式：公司仅对碳酸锂原料成本进行顺价传导，不直接承担锂价涨跌的损益。以6F为例，长协定价公式为：长协价格=约定单耗×碳酸锂价格+加工费。在此定价机制下，碳酸锂价格上行无法直接增厚公司利润，公司盈利不直接受益于锂价涨跌；但锂价下行阶段，公司将面临库存减值风险，同时剧烈的价格波动会削弱长协锁价的可行性，对年度业绩规划形成较大扰动。

碳酸锂自供可有效降低全产业链成本，拉长盈利上行周期、平滑业绩波动。从历史周期来看，电解液及6F行业景气度上行拐点早于碳酸锂，而碳酸锂价格周期顶点相对滞后；公司布局碳酸锂自供，可依托锂价上行周期的盈利弹性，有效延长整体业绩的上行平台期，同时缓冲电解液产品价格下行对盈利的冲击，进一步强化公司盈利韧性。

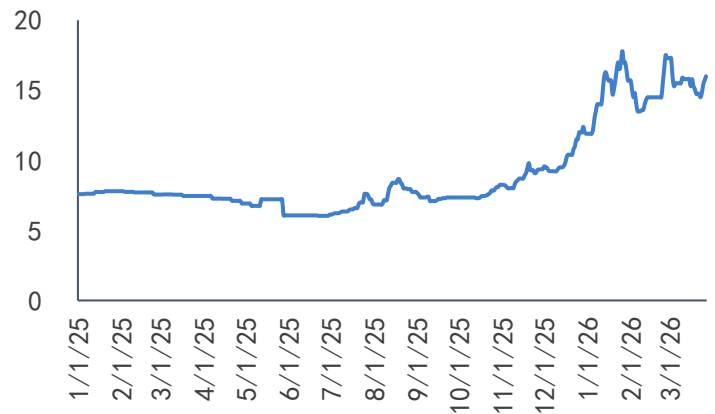


图表24: 碳酸锂与公司股价行情复盘



来源: iFind, 国金证券研究

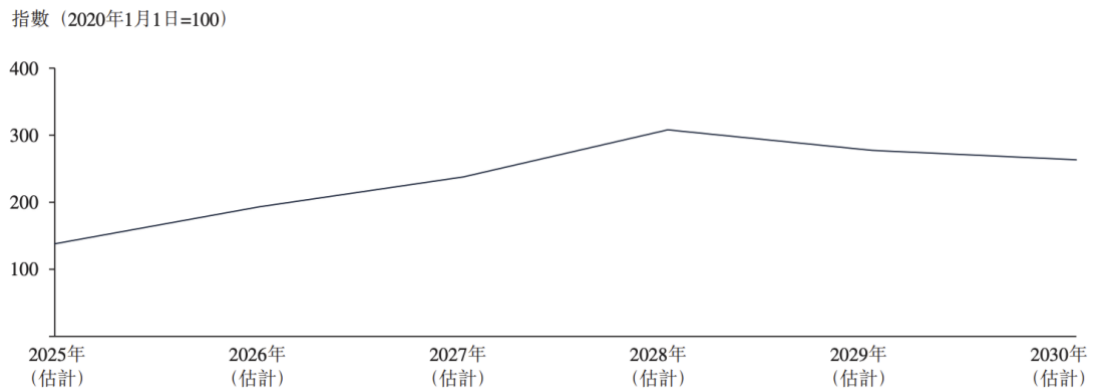
图表25: 碳酸锂价格自 2025 年底起呈高波动态势 (万元/吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

图表26: 公司基于历史碳酸锂价格预测

注: 图表中为按照 2020 年 1 月 1 日=100 指数作图, 非碳酸锂产品报价



来源: 公司公告等, 国金证券研究所

注: 我们按照 2020 年年初均价 (5.0 万元/吨) 为基准价格, 2026/2027/2028 年价格预计分别 10.0/12.0/15.5 万元/吨, 2030 年回归至 13.0 万元/吨

三、品类扩张: 技术赋能登高, 再启宏图新章

公司在电解液与六氟磷酸锂领域已建立全球领先的规模与成本优势, 为突破单一赛道成长边界、平滑产业周期波动, 依托核心技术禀赋向高附加值领域延伸布局, 积极拓展高景气新品类, 打造多元协同的盈利结构, 实现从电解液龙头向平台型新能源材料集团升级, 打开长期成长与估值空间。

凭借深厚的电解液配方开发及氟化工合成纯化技术积累, 公司具备天然的跨品类延伸能力: 固态电池材料、钠电电解液可高度复用电解质制备与氟化工核心工艺, 锂电用胶、功能胶黏剂依托高分子合成技术快速产业化, 汽车电子、半导体及热管理材料进一步拓宽技术应用场景, 有效降低研发与扩产成本、缩短产业化周期。

3.1 硫化物固态电解质

固态新技术领航, 硫化物优势凸显。当前液态电解液动力电池的性能与安全瓶颈持续凸显: 不仅存在高温易燃、漏液等固有安全隐患, 也难以适配高镍正极、硅碳负极等高压高容量体系, 能量密度提升遭遇明确瓶颈。固态电池被行业公认为下一代动力电池的核心发展方向, 电解质则是决定其商业化落地进度的核心关键环节。在氧化物、硫化物、聚合物等多条技术路线中, 硫化物电解质因室温离子电导率接近液态电解液、与现有锂电产线兼容性较强、成本下行空间明确, 成为全球头部电池厂与车企布局的主流技术选择。行业核心壁



垒集中于三方面：一是硫化物对水氧高度敏感，高纯合成工艺门槛极高；二是需解决正负极界面阻抗与副反应问题，界面改性技术难度大；三是规模化量产的工程化能力，是企业核心竞争力的核心体现。

公司布局硫化物电解质具备天然产业链同源性优势。依托全球电解液龙头的锂-氟-电解液垂直整合平台，硫化物核心原料与现有 LiPF_6 、 LiFSI 、氟化工业务高度协同，锂盐提纯、无水无氧生产等核心工艺可直接复用；同时，电解液配方开发、电解质界面改性技术可快速迁移，叠加深度绑定全球头部电池厂的客户资源，为产品快速验证与导入奠定坚实基础。

3.2 固态电池 UV 绝缘胶

固态趋势明晰，封装技术核心。随着固态电池商业化进程加速，封装与绝缘成为制约其规模化落地的关键瓶颈。传统液态电池的方案无法适配硫化物等固态体系：一方面，硫化物电解质对水氧高度敏感，需高阻隔封装避免性能衰减；另一方面，固态电池极片间绝缘、粘结要求更高，需防范短路与界面失效风险。UV 绝缘胶作为胶框打印工艺的核心材料，可同时满足高绝缘、高阻隔、UV 快速固化需求，适配自动化产线，是固态电池高可靠量产的必备配套材料，成为全球头部电池厂核心布局方向。行业核心壁垒集中于配方平衡、工艺适配与长周期客户认证三大环节。

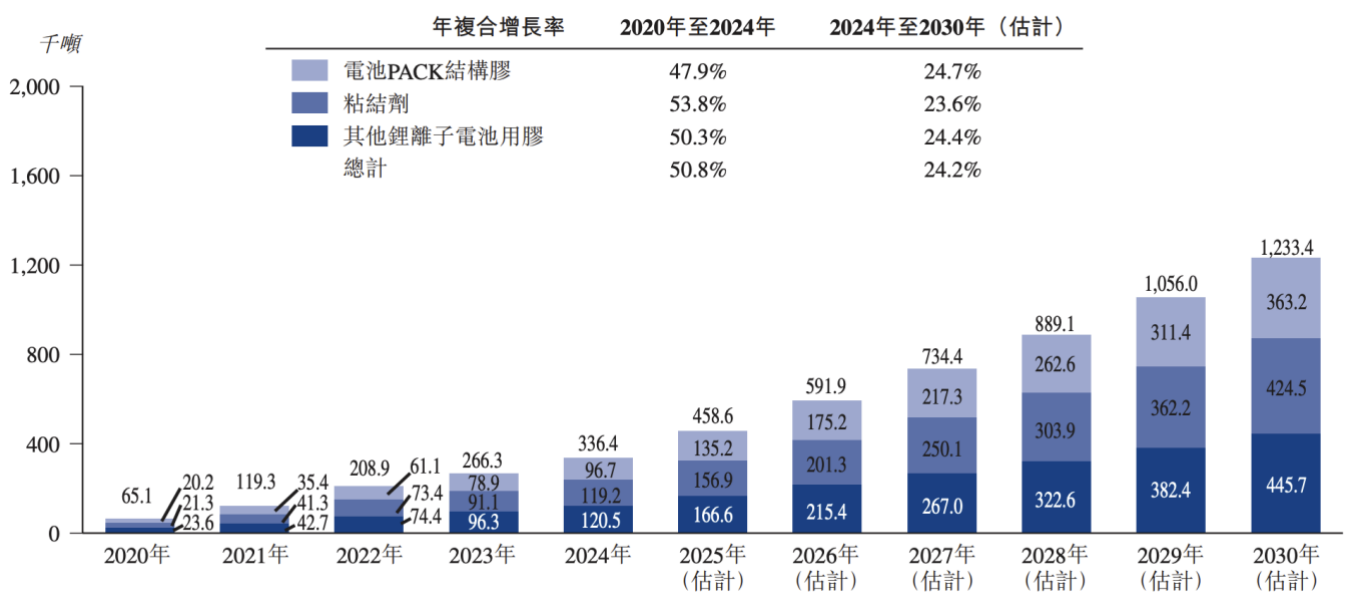
公司布局该赛道具备天然业务同源性优势：依托现有锂电池用胶平台（PACK 结构胶全球市占率第三），UV 绝缘胶、粘结/绝缘技术与现有胶类业务高度同源，核心研发平台可直接复用；原料端与精细化工、氟化工平台协同，实现原料自主保障；客户端深度绑定全球头部电池厂，为 UV 胶快速验证导入奠定基础。目前公司已完成配方开发，适配胶框打印工艺并送样，后续推进产能规划，卡位固态电池配套赛道。

3.3 锂电池用胶

锂电池用胶应用于电芯、PACK 及电池包组装与封装环节，分为 PACK 结构胶及粘接剂，具备结构粘接、导热散热、密封防水及阻燃保护功能，常见粘接剂又分为水基型如 SBR、CMC，及溶剂型 PVDF 等。

公司布局锂电池用胶具备天然技术与产业链同源性优势。依托锂电材料及精细化工一体化平台，胶类核心技术与公司全球领先的日化材料业务高度同源，可直接复用现有研发与量产平台；公司实现现有客户份额提升，并进入更多大客户供应体系，为粘接剂新品快速验证导入奠定基础，原料端依托氟化工平台实现自主保障，强化成本与供应链优势。

图表27：全球锂电池用胶市场规模统计（2020-2030年；千吨）



来源：公司港股招股书，国金证券研究所

3.4 钠离子电解液

全球储能市场高速增长背景下，钠离子电池凭借钠资源储量丰富、成本优势显著、低温性能优异等特点，成为锂离子电池的关键补充赛道，在储能、两轮车、低端电动车等场景具备广阔应用空间。电解液作为钠离子电池的核心材料，直接决定电池的能量密度、循环寿



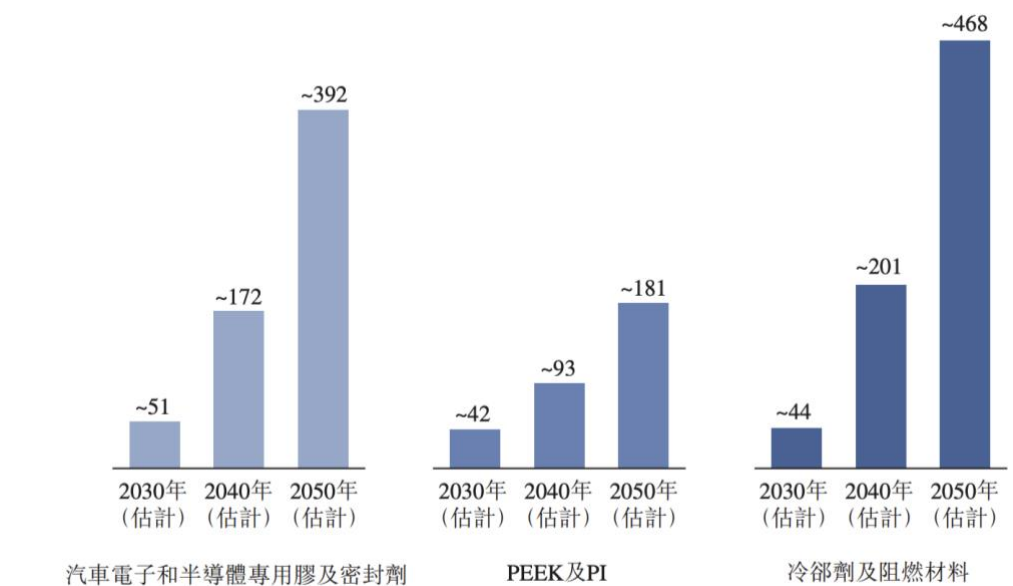
命与安全性，是钠电规模化落地的核心支撑。与锂电电解液相比，钠电电解液需适配钠离子半径更大的特性，对钠盐纯度、溶剂体系、添加剂配方提出差异化要求。行业核心壁垒集中于三方面：一是适配性配方开发，需平衡离子电导率、界面稳定性与成本；二是规模化生产的工艺适配，需依托成熟电解液产线实现降本；三是长周期客户认证，需通过电池厂多场景可靠性验证。

公司布局钠离子电解液具备天然产业链同源性优势。依托全球锂电电解液龙头的垂直整合平台，钠电电解液的核心生产工艺（配制、提纯、添加剂开发）与锂电电解液完全同源，现有电解液产线可通过改造快速适配，电解液研发平台（配方开发、界面改性技术）可直接复用，大幅降低研发与投产门槛；同时，公司深度绑定全球头部电池厂客户，为产品快速验证与导入奠定坚实基础。目前公司已开发出成熟的钠离子电解液产品，完成送样验证，具备规模化量产能力，卡位钠电产业化浪潮。

重塑增长曲线，成长空间可期。公司为全球电解液龙头，传统核心业务具备强周期化工属性，盈利波动深度绑定锂价走势与行业供需格局，周期下行期业绩承压显著，估值长期受周期属性压制。公司依托现有锂-氟-电解液垂直整合平台，以产业链同源性为核心逻辑，前瞻性布局硫化物固态电解质、固态电池 UV 绝缘胶、锂电池用胶、钠离子电解液等下一代锂电材料赛道，同步拓展汽车电子、半导体用胶等跨赛道增量，实现低成本、高效率卡位。

上述新业务与传统周期业务形成显著周期互补，有效平滑行业景气度波动对公司盈利的冲击，在传统业务下行期构筑坚实业绩支撑，重塑公司盈利结构与抗风险能力。

图表28：全球若干先进材料市场规模（2030-2050年；十亿元）



来源：公司港股招股书，国金证券研究所



四、财务分析&盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年营业总收入为 320/359/404 亿元，CAGR 为 12%；归母净利润为 64/65/70 亿元，CAGR 为 7%；综合毛利率为 35%/30%/28%。暂不考虑港股 IPO 事项，分业务拆分如下：

- (1) 锂离子电池材料：公司锂离子电池材料主要系电解液、六氟磷酸锂，及铁锂正极材料等构成，整体均呈现周期上行特征，量、利预计保持增长。我们假设 2026-2028 年，公司锂离子电池材料收入 301/339/381 亿元，CAGR=33%，主要系电解液材料等跟随下游动力、储能电池需求放量，及价格周期性回暖，我们假设锂离子电池材料价格中枢预计支撑在 2-3 万元/吨。参考公司整体毛利率 4Q25-1Q26 已回升至 30%-40%，假设公司 2026-2028 年锂离子电池材料产品毛利率保持在 28%-35%，主要系产品稼动率回升及价格上涨等带来盈利能力提升。
- (2) 日化材料及特种化学品：公司日化材料及特种化学品业绩表现稳定，长期贡献稳健收入、利润，依托日化材料领域先进工艺、客户网络等，延伸香精香料等新领域。我们假设 2026-2028 年，公司日化业务收入 14/16/17 亿元，CAGR=10%，主要系产品国产替代、结构化升级等；历史毛利率水平较为稳健，预计仍保持在 30% 水平。
- (3) 其他业务：公司其他业务包括钠离子电池材料、固态电池材料、电池用胶等，有望于 2026 年起逐步放量。我们假设 2026-2028 年，其他业务收入为 4/5/6 亿元，CAGR=25%；毛利率保持在 35%-40%，主要系新业务高溢价、规模放量等。
- (4) 期间费用：伴随公司规模效应及内部精细化管理成效逐步兑现，公司整体费用率预计下降。假设 2026-2028 年，公司销售费用率保持在 0.3%-0.5%，主要系公司电解液产品与下游客户绑定加深，品牌与渠道壁垒成型，营收规模扩张有望进一步摊薄单位销售费用；管理费用率保持在 3.5%-4.5%，主要系公司组织架构持续优化，内部管理精细化推进等，管理降本增效成果预计显现；研发费用率保持在 3.5%-4.5%，公司研发资源预计投向高附加值、高壁垒新材料方向等。

图表29：公司分业务结构盈利预测拆分（2024-2028年；亿元）

	单位	2024	2025	2026E	2027E	2028E	CAGR
一、锂离子电池材料：							
收入	亿元	109.7	150.5	301.0	338.6	381.0	33%
毛利率	/	17%	21%	35%	30%	28%	/
毛利	亿元	19	32	105	102	107	52%
二、个人护理材料：							
收入	亿元	11.6	12.9	14.1	15.5	17.1	10%
毛利率	/	30%	30%	30%	30%	30%	/
毛利	亿元	3.5	3.8	4.2	4.7	5.1	10%
三、其他主营业务：							
收入	亿元	3.8	3.2	3.9	4.9	6.2	25%
毛利率	/	26%	37%	38%	38%	38%	/
毛利	亿元	1.0	1.2	1.5	1.8	2.3	25%
四、费用率：							
销售费用	/	0.6%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	/
管理费用	/	5.1%	5.2%	4.5%	3.7%	3.5%	/
研发费用	/	5.3%	5.1%	4.5%	3.5%	3.5%	/
五、合计：							
总收入	亿元	125.2	166.5	319.1	359.1	404.2	13%
综合毛利率	/	19%	22%	35%	30%	28%	/

来源：公司港股招股书，国金证券研究所测算



投资建议及估值。公司为全球锂电材料电解液产业链龙头，当前由单一电解液制造商向氟化工与碳酸锂等资源平台型企业转型，全球化及多品类扩张前景下业绩有望稳步上台阶。我们预计，2026-2028年公司业绩分别为67/67/73亿元，对应PE分别17/17/16倍。参考可比公司，给予公司2026年20倍PE，目标价65.96元。首次覆盖给予“增持”评级。

图表30：可比公司估值比较（市盈率法）

公司	股价 元	EPS					PE		
		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
恩捷股份	77	-0.6	0.2	2.2	3.5	4.8	35	22	16
赣锋锂业	75	-1.0	0.8	3.3	4.0	4.9	23	19	15
石大胜华	97	0.1	0.1	1.8	2.0	2.2	55	49	45
多氟多	37	-0.3	0.2	2.0	2.4	3.1	19	15	12
新宙邦	64	1.3	1.5	2.9	3.3	3.9	22	19	17
华盛锂电	125	-1.1	0.1	5.9	7.0	7.3	21	18	17
平均值	/	-0.3	0.5	3.0	3.7	4.3	29	24	20
天赐材料	54	0.3	0.7	3.3	3.3	3.6	17	17	16

来源：Wind，国金证券研究所

注：上市公司股价均取自2026年5月18日，预测及估值均采用Wind一致预期

五、风险提示

电解液产业链涨价不及预期：若行业供需宽松、原材料回落或下游压价，导致电解液涨价不及预期，将影响公司电解液业务盈利。

需求不及预期：若下游新能源汽车、储能需求放缓，订单缩减，将导致电解液需求不及预期，拖累公司业绩。

港股上市不及预期：若港股市场低迷、审批延迟或估值未达预期，导致上市不及预期，将影响公司资金筹措及全球化布局。

产业链排产提升、稼动率提升不及预期：若下游不及预期，则产业链或排产提升不及预期，稼动率提升不及预期。

欧美政策制裁风险：欧美地区可能出台限制国内电池出口的措施，对电池及材料公司的利润构成影响。

原材料价格上涨风险：若碳酸锂等原材料价格未来上涨，则对部分产业链企业盈利产生影响。

新技术进展不及预期风险：若新技术的量产、应用进展不及预期，部分企业的业绩增长将受影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	15,405	12,518	16,650	32,040	35,885	40,370	货币资金	2,290	1,620	1,915	1,214	5,612	14,417
增长率		-18.7%	33.0%	92.4%	12.0%	12.5%	应收款项	5,421	5,670	7,896	13,053	13,888	12,500
主营业务成本	-11,412	-10,154	-12,947	-20,826	-25,083	-28,986	存货	1,172	1,364	1,619	2,351	2,690	2,487
%销售收入	74.1%	81.1%	77.8%	65.0%	69.9%	71.8%	其他流动资产	1,053	2,147	1,627	2,009	2,084	2,039
毛利	3,993	2,364	3,703	11,214	10,801	11,384	流动资产	9,936	10,801	13,057	18,627	24,275	31,443
%销售收入	25.9%	18.9%	22.2%	35.0%	30.1%	28.2%	%总资产	41.4%	45.1%	48.5%	59.3%	65.1%	70.6%
营业税金及附加	-101	-72	-91	-208	-161	-121	长期投资	860	811	1,084	1,084	1,084	1,084
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.7%	0.5%	0.3%	固定资产	9,408	9,697	9,903	10,242	10,462	10,562
销售费用	-101	-75	-72	-160	-144	-121	%总资产	39.2%	40.5%	36.8%	32.6%	28.1%	23.7%
%销售收入	0.7%	0.6%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	无形资产	1,466	1,481	1,438	1,427	1,417	1,406
管理费用	-640	-642	-859	-1,442	-1,328	-1,332	非流动资产	14,041	13,152	13,870	12,784	12,992	13,080
%销售收入	4.2%	5.1%	5.2%	4.5%	3.7%	3.3%	%总资产	58.6%	54.9%	51.5%	40.7%	34.9%	29.4%
研发费用	-646	-668	-847	-1,442	-1,256	-1,413	资产总计	23,977	23,953	26,927	31,412	37,267	44,523
%销售收入	4.2%	5.3%	5.1%	4.5%	3.5%	3.5%	短期借款	1,681	1,945	1,903	399	1,178	1,637
息税前利润 (EBIT)	2,505	906	1,834	7,962	7,913	8,397	应付款项	3,803	3,615	4,931	6,845	8,609	11,434
%销售收入	16.3%	7.2%	11.0%	24.9%	22.1%	20.8%	其他流动负债	460	316	660	1,787	1,885	2,380
财务费用	-149	-184	-182	-41	-21	33	流动负债	5,944	5,876	7,493	9,030	11,672	15,450
%销售收入	1.0%	1.5%	1.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	长期贷款	894	1,041	987	987	987	987
资产减值损失	-207	-307	-234	-48	-7	4	其他长期负债	3,559	3,712	410	21	15	10
公允价值变动收益	1	70	15	0	0	0	负债	10,397	10,629	8,891	10,038	12,674	16,448
投资收益	38	46	8	20	50	150	普通股股东权益	13,355	13,104	17,852	21,189	24,408	27,890
%税前利润	1.6%	7.1%	0.5%	0.3%	0.6%	1.7%	其中：股本	1,924	1,919	2,034	2,034	2,034	2,034
营业利润	2,343	665	1,600	7,893	7,934	8,584	未分配利润	8,868	8,680	9,700	12,903	16,122	19,604
营业利润率	15.2%	5.3%	9.6%	24.6%	22.1%	21.3%	少数股东权益	225	221	185	185	185	185
营业外收支	-19	-15	-62	0	0	0	负债股东权益合计	23,977	23,953	26,927	31,412	37,267	44,523
税前利润	2,324	650	1,539	7,893	7,934	8,584	比率分析						
利润率	15.1%	5.2%	9.2%	24.6%	22.1%	21.3%		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
所得税	-482	-171	-194	-1,184	-1,190	-1,288	每股指标						
所得税率	20.7%	26.4%	12.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.983	0.252	0.670	3.291	3.308	3.579
净利润	1,842	478	1,344	6,709	6,744	7,296	每股净资产	6.940	6.829	8.777	10.394	11.973	13.681
少数股东损益	-48	-5	-18	0	0	0	每股经营现金净流	1.173	0.451	0.578	2.368	4.165	6.591
归属于母公司的净利润	1,891	484	1,362	6,709	6,744	7,296	每股股利	0.300	0.100	0.350	1.724	1.733	1.875
净利率	12.3%	3.9%	8.2%	20.9%	18.8%	18.1%	回报率						
							净资产收益率	14.16%	3.69%	7.63%	31.66%	27.63%	26.16%
							总资产收益率	7.89%	2.02%	5.06%	21.36%	18.10%	16.39%
							投入资本收益率	10.16%	3.37%	7.62%	29.74%	25.14%	23.25%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-30.97%	-18.74%	33.00%	92.43%	12.00%	12.50%
							EBIT 增长率	-62.98%	-63.83%	102.45%	334.06%	-0.62%	6.12%
							净利润增长率	-66.92%	-74.40%	181.43%	392.64%	0.52%	8.19%
							总资产增长率	-6.09%	-0.10%	12.41%	16.66%	18.64%	19.47%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	105.8	133.6	128.8	128.8	122.4	97.9
							存货周转天数	56.7	45.6	42.0	42.0	39.9	32.0
							应付账款周转天数	126.9	115.1	105.4	105.4	110.7	127.3
							固定资产周转天数	175.2	226.1	164.5	85.9	75.9	65.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	26.41%	35.86%	2.70%	-1.48%	-16.00%	-43.75%
							EBIT 利息保障倍数	16.8	4.9	10.1	196.3	369.6	-255.6
							资产负债率	43.36%	44.37%	33.02%	31.96%	34.01%	36.94%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	8	13	22	42
增持	0	3	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.27	1.19	1.15	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明:

国金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。

何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服



【公众号】
国金证券研究