

新宙邦 (300037.SZ)

2026 年 08 月 04 日

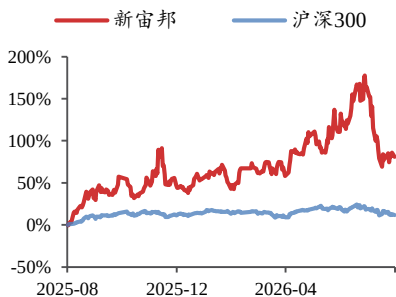
全球精细化学品龙头，电子信息化学品成长逻辑加速兑现

投资评级：买入（首次）

——公司首次覆盖报告

日期	2026/8/3
当前股价(元)	60.97
一年最高最低(元)	96.08/33.28
总市值(亿元)	459.64
流通市值(亿元)	333.37
总股本(亿股)	7.54
流通股本(亿股)	5.47
近 3 个月换手率(%)	377.72

股价走势图



数据来源：聚源

陈诺（分析师）	周航（联系人）
chennuo@kysec.cn	zhouhang1@kysec.cn
证书编号：S0790525070008	证书编号：S0790125050020

● 高端精细化学品平台企业，三大业务协同共振

新宙邦 1996 年以电容化学品起家，深耕电子化学品领域三十年，电容化学品全球市占率连续多年位居第一，凭借深耕精细电子化学品的经验积累和技术优势，已突破半导体化学品部分品类，公司电子信息化学品业务有望在 AI 产业链高景气中实现加速放量。同时，公司锂电电解液出货量连续多年位居行业前列，并通过参股上游产业链，构筑从溶质到添加剂的一体化成本优势。公司在高端氟精细化学品具有领先的技术和产品地位，有望充分受益于半导体显示、数据中心和绿色低碳产业的快速发展。公司三大业务板块协同共振，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 145.95/180.02/207.91 亿元，归母净利润为 22.18/29.90/38.19 亿元，对应当前股价 PE 为 20.7、15.4、12.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 电容化学品全球领跑，AI 服务器与半导体国产替代驱动电子化学品高增

AI 服务器功耗大幅提升带动高端铝电解电容需求放量，全球龙头贵弥功、尼吉康均给出积极收入指引，公司电容化学品卡位全球龙头，全球市占率接近 50%，有望充分受益于 AI 算力高景气。半导体化学品方面，公司是 2024 年半导体冷却液国内本土份额第一，客户已覆盖国内前五大晶圆厂，随着下游晶圆厂扩产及国产化率提升，半导体化学品业务整体进入快速放量阶段。

● 3M 退出 PFAS 重塑行业格局，有机氟化学品有望量价齐升

3M 于 2025 年底全面退出 PFAS 生产，全球电子级氟化液供给缺口短期内难以弥补，供需格局持续偏紧。有机氟业务是公司盈利能力最好的赛道，随着 AI 数据中心液冷渗透率加速提升、全球电力设备六氟化硫替代趋势确立，有机氟业务有望迎来量价齐升的中长期成长周期。

● 风险提示：竞争激烈风险；技术替代风险；新业务放量不及预期；外汇风险。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,847	9,639	14,595	18,002	20,791
YOY(%)	4.8	22.8	51.4	23.3	15.5
归母净利润(百万元)	942	1,097	2,218	2,990	3,819
YOY(%)	-6.8	16.5	102.2	34.8	27.7
毛利率(%)	26.5	24.3	26.5	27.3	28.3
净利率(%)	12.0	11.4	15.2	16.6	18.4
ROE(%)	9.3	9.8	16.9	19.0	19.9
EPS(摊薄/元)	1.25	1.46	2.94	3.97	5.07
P/E(倍)	48.8	41.9	20.7	15.4	12.0
P/B(倍)	4.9	4.4	3.7	3.1	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司简介：高端精细化学品平台企业	4
1.1、 电容化学品起步，深耕电子化学品	4
1.2、 公司治理：管理团队具有丰富的从业经验	5
1.3、 财务情况：收入稳健增长，有机氟与电子化学品贡献核心利润	6
2、 电子信息化学品：电容化学品全球领跑，AI 服务器与半导体国产替代双轮驱动	9
2.1、 电容化学品：全球市占率持续领先，AI 服务器驱动需求高增	9
2.2、 半导体化学品：湿电子化学品品类扩张，半导体冷却液加速国产替代	12
2.3、 电子信息化学品：电容与半导体两大类别均有较大的增长潜力	14
3、 有机氟化学品：3M 退出 PFAS 重塑格局，AI 数据中心驱动需求高增	16
3.1、 电子级氟化液：数据中心液冷与半导体制造的核心材料	16
3.2、 海斯福已建成一定氟化液产能，全氟异丁腈率先受益绝缘气体环保替代	18
4、 电池化学品：价格触底回升景气修复，海外布局与上游一体化构筑竞争优势	20
4.1、 锂电电解液格局高度集中	20
4.2、 海外产能加速落地，上游一体化锁定成本优势	22
5、 盈利预测与投资建议	24
5.1、 关键假设	24
5.2、 估值与评级	25
6、 风险提示	26
附：财务预测摘要	27

图表目录

图 1： 公司 1996 年成立之初业务为电容化学品	4
图 2： 产品涵盖电池化学品、有机氟化学品与电子信息化学品三大系列	4
图 3： 公司实控人为六位一致行动人	5
图 4： 公司收入自 2025 年起恢复高速增长	6
图 5： 2026Q1 公司归母净利润高速增长	6
图 6： 公司收入的基本盘为电池化学品	7
图 7： 公司毛利率最高的业务为有机氟化学品	7
图 8： 公司毛利率持续承压	7
图 9： 公司期间费用控制良好	7
图 10： 电容化学品是电容的关键材料之一	9
图 11： 2024 年全球铝电解电容市场空间为 614 亿元	10
图 12： 2024 年铝电解电容器主要为中日玩家	10
图 13： 预估 2025 年全球电容化学品市场空间为 30 亿元	10
图 14： 2025 年 AI 服务器用铝电解电容在下游占比仅为 5%	11
图 15： 预计单服务器需要的电容容量会增长	11
图 16： 贵弥功对自身的 AI 服务器电容收入指引乐观	11
图 17： 尼吉康对自身的 AI 服务器电容收入指引乐观	11
图 18： 半导体化学品包括湿电子化学品、蚀刻液、半导体冷却液、清洗液等	12
图 19： 2019 年中国大陆企业在全球集成电路湿电子化学品的市占率较低	13
图 20： 预计国内湿电子化学品市场规模将保持较高增速	13

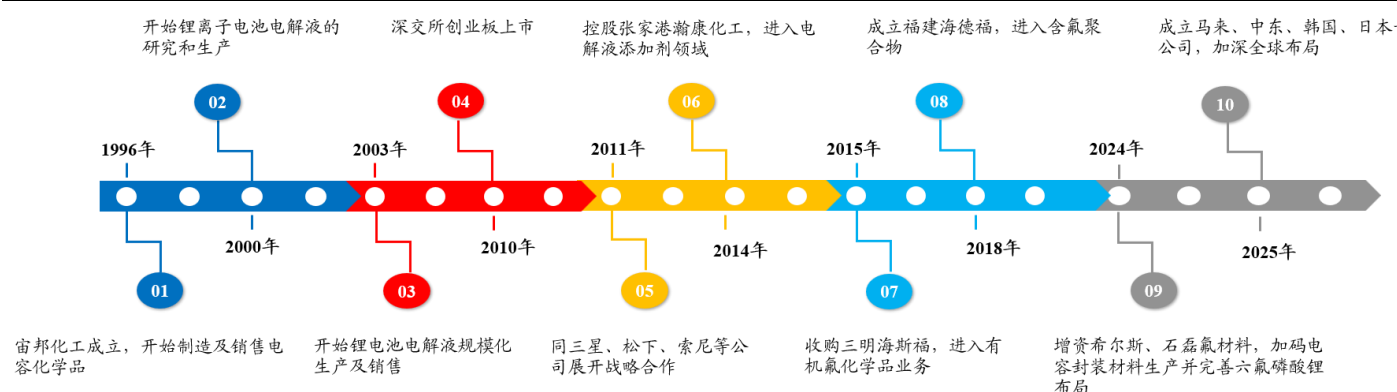
图 21: 2024 年起电子信息化学品收入保持较高增速.....	14
图 22: 电子信息化学品毛利率呈现提升趋势.....	14
图 23: 2024 年新宙邦的电容化学品份额全球第一.....	15
图 24: 电子信息化学品产能利用率较低.....	15
图 25: 2024 年全球有机氟化学品规模超 1500 亿元（单位：亿元）.....	16
图 26: 预计全球电子级氟化液保持稳健增长态势.....	16
图 27: 电子级氟化液以 PFPE 和 HFE 为两大主流.....	17
图 28: 电子级氟化液主要用途为导热冷却和电子清洁.....	17
图 29: 公司通过收购海斯福与海德福进入氟化工领域.....	18
图 30: 公司近 3 年有机氟业务收入体量较稳定.....	19
图 31: 有机氟化学品是公司毛利率最高的业务.....	19
图 32: 2025 年电解液 CR5 出货份额接近 70%.....	20
图 33: 锂电电解液成本以 6F 为主.....	20
图 34: 2026 年六氟磷酸锂价格小幅回落.....	21
图 35: 2025 年六氟磷酸锂 CR3 份额接近 60%.....	21
图 36: 2025 年电池化学品收入重回高增速.....	22
图 37: 电池化学品毛利率持续承压.....	22
图 38: 新宙邦产能布局覆盖欧洲、东南亚、北美、中东四大区域.....	23
表 1: 公司管理团队经验丰富.....	5
表 2: 公司股权激励考核收入与净利润的双目标.....	8
表 3: 我们预测 2028 年全球铝电解电容器化学品市场规模在 39.9 亿元.....	12
表 4: 3M 退出电子氟化液将重塑竞争格局.....	18
表 5: 公司已布局氢氟醚、全氟聚醚产能.....	19
表 6: 预计 2026 年六氟磷酸锂有效产能近 40 万吨.....	22
表 7: 公司在电解液上游原材料 6F、VC、FEC 都有布局.....	23
表 8: 我们预计公司电子信息化学品业务将保持高增速.....	24
表 9: 公司 2027 年 PE 与 PEG 均低于可比公司估值平均.....	25

1、 公司简介： 高端精细化学品平台企业

1.1、 电容化学品起步，深耕电子化学品

新宙邦聚焦新型电子化学品及功能材料。公司成立于1996年，早期以电容器化学品为起点；2000年开始锂离子电池电解液相关产品的研究与生产，并在2003年实现电解液规模化生产；2010年在创业板上市，逐步完善电子化学品平台布局。2015年，通过收购海斯福切入特种氟化学品领域，强化含氟材料能力。2020年之后，公司持续推进“一体化+全球化”，2024年通过增资江西石磊氟材料布局六氟磷酸锂等关键原料，完善电解液上游供应链；2025年陆续成立马来西亚、中东、韩国、日本分公司，加深全球布局。

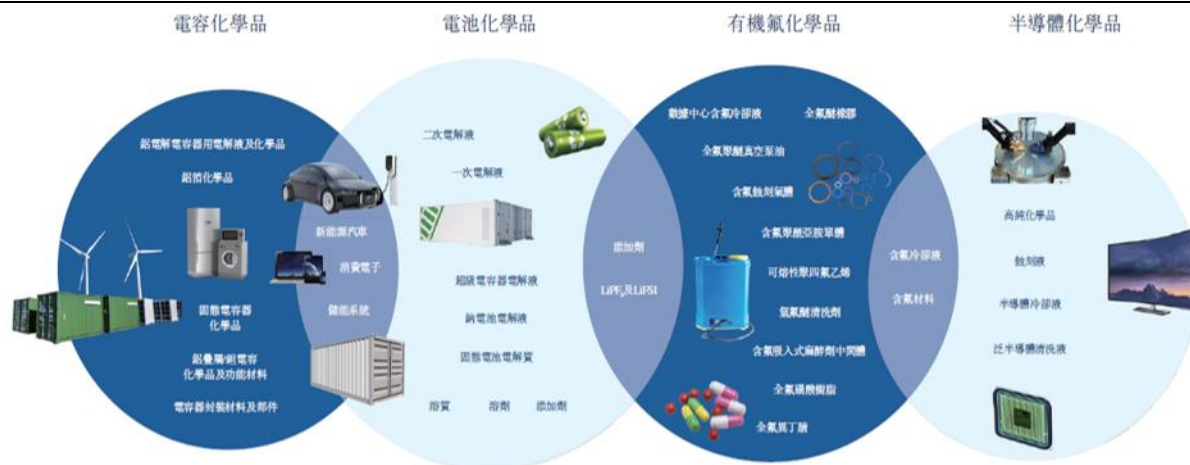
图1： 公司 1996 年成立之初业务为电容化学品



资料来源：公司官网、开源证券研究所

新宙邦主要产品涵盖电池化学品、有机氟化学品与电子信息化学品三大系列。广泛应用于新能源汽车、储能系统、消费电子、医药农药、半导体制造等场景。电池化学品包括锂离子电池电解液、溶剂、锂盐及添加剂等核心产品；有机氟化学品涵盖含氟精细化学品与含氟特种化学品；电子信息化学品包括半导体与显示用湿电子化学品、电容化学品等。公司持续推进“一体化+全球化”战略布局，加大上游原材料整合力度，强化在全球电子化学品市场的综合竞争力。

图2: 产品涵盖电池化学品、有机氟化学品与电子信息化学品三大系列

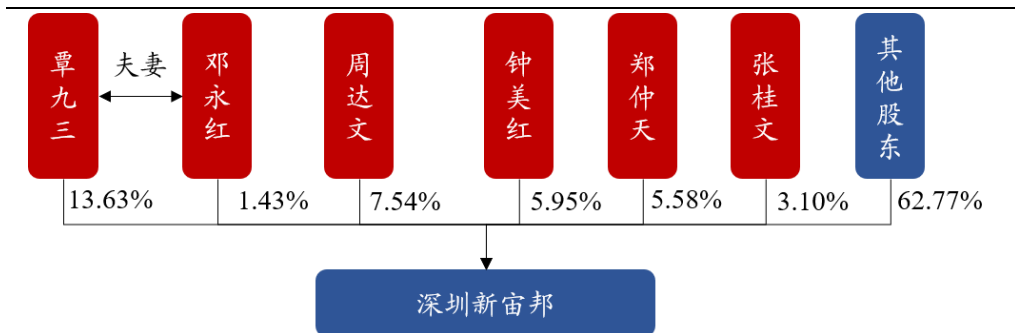


资料来源：公司公告

1.2、公司治理：管理团队具有丰富的从业经验

公司股权结构稳定，实控人为六位一致行动人。截至 2026Q1，公司第一大股东为董事长覃九三先生直接持股 13.63%，与其配偶邓永红女士合计持股 15.06%；二位与周达文、钟美红、郑仲天、张桂文自 2008 年 3 月起确认为一致行动人，上述六人作为一致行动人合计持股 37.23%。

图3：公司实控人为六位一致行动人



资料来源：Wind、开源证券研究所（截至 2026Q1）

公司管理层具有丰富的化工材料行业经验，技术与管理能力兼备。总裁姜希松拥有多年市场营销与业务管理经验，在公司多岗位经过历练，现任电容化学品事业部和半导体化学品事业部总经理；常务副总裁周艾平具备化工专业背景，在锂电相关业务领域拥有较长时间的管理经验；总工程师郑仲天毕业于北京大学化学系，长期全面统筹公司研发体系。公司管理层具有丰富的专业经验，有利于公司在电池化学品、有机氟、半导体化学品等方向持续推进产品开发与产业化落地。

表1：公司管理团队经验丰富

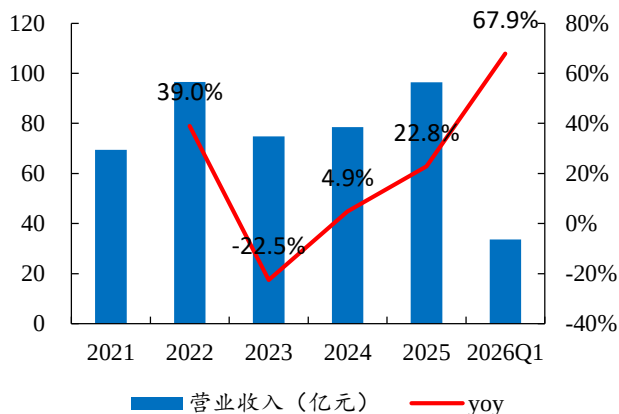
姓名	职务	履历
姜希松	总裁	1999年毕业于华东理工大学，2008年加入新宙邦，历任监事、营销经理、事业部总经理，现任电容化学品事业部和半导体化学品事业部总经理，2025年12月起任总裁。
周艾平	常务副总裁	1990年毕业于湘潭大学化工系化学工程专业，2008年起历任锂电事业部总经理、公司副总裁，2017年起任常务副总裁。
宋慧	副总裁	曾任比亚迪股份有限公司法务部助理经理。2011年12月加入公司，2017年4月起任公司副总裁。
江卫健	副总裁	2000年毕业于中南大学冶金物理化学及化学新材料专业，2010年加入南通新宙邦电子材料有限公司，现任深圳新宙邦电子信息化学品事业部副总经理、南通新宙邦董事长兼总经理等，2025年12月起任公司副总裁。
钱榭娴	副总裁	2017年毕业于德国明斯特大学化学院博士，历任研究院电池化学品研究部主任、电池事业部技术总监，现任电池化学品事业部总经理，2025年12月起任公司副总裁。
吴成英	副总裁	2008年加入三明海斯福，从研发工程师成长为总工程师，现任有机氟化学品事业部研发副总监、公司副总裁。
贺靖策	董事会秘书	曾任三明海斯福财务总监，2020年起任董事会秘书。
郑仲天	总工程师	1988年毕业于北京大学化学系，历任公司总工程师、副总裁。

资料来源：Wind、开源证券研究所

1.3、财务情况：收入稳健增长，有机氟与电子化学品贡献核心利润

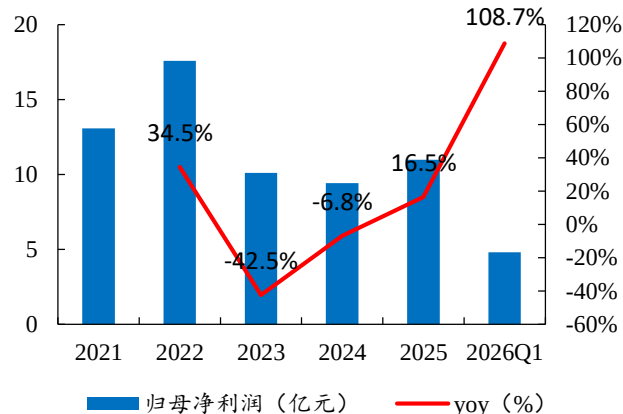
新宙邦收入与利润整体呈稳健增长态势。2025 年公司实现营业总收入 96.39 亿元，yoy+22.8%，2026Q1 实现营收 33.61 亿元，yoy+67.9%，2025 年实现归母净利润 10.97 亿元，yoy+16.5%，2026Q1 实现归母净利润 4.80 亿元，yoy+108.7%。尽管 2023 年受电池化学品行业竞争加剧及材料价格波动等因素影响，公司收入及利润承压，当前公司已重回增长通道，电池化学品、有机氟化学品、电子信息化学品三大板块同步景气上行，业务增长韧性与成长动能持续增强。

图4：公司收入自 2025 年起恢复高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2026Q1 公司归母净利润高速增长

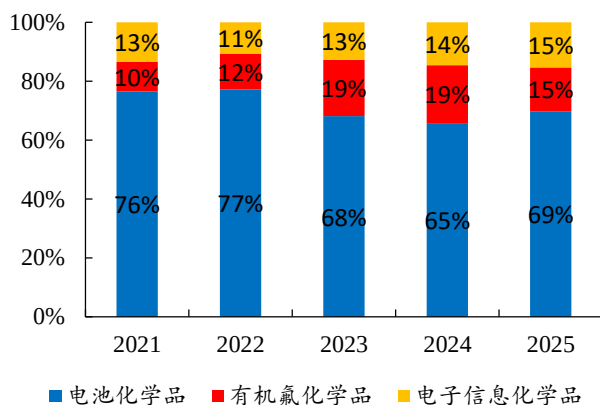


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司收入结构以电池化学品为主。2021-2025 年电池化学品收入占比在 65% 以上，是公司最核心的收入来源。公司过去 5 年收入增长最快的是有机氟化学品，2021-2025 年的复合增长率为 19.8%，2025 年收入占比为 15%，与电子信息化学品占比相当。2025 年公司进行组织架构调整，将原电容化学品事业部与半导体化学品事业部合并为电子信息化学品事业部，该板块收入贡献有望随着半导体化学品放量和电容化学品在 AI 服务器领域需求增长而进一步提升。

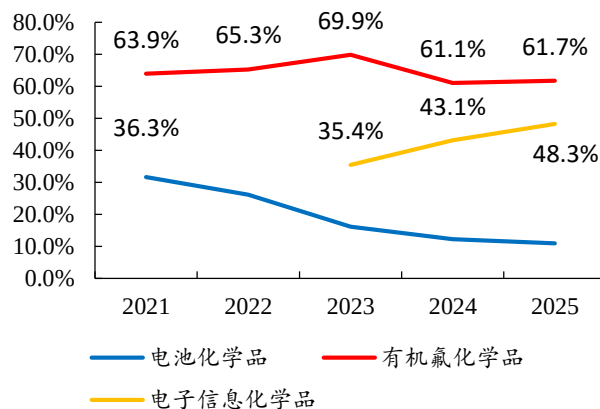
利润贡献主要来自有机氟化学品和电子信息化学品。受锂电池产能释放较快竞争加剧且下游客户降本压力较大，电池化学品盈利连年下滑，2025 年该业务毛利率为 10.9%。2025 年有机氟化学品毛利率为各品类最高达 61.7%，有机氟化学品毛利率长期维持在 60% 以上，是公司毛利率最高的板块。电子信息化学品毛利率自 2023 年起持续提升，2025 年进一步提升至 48.3%。

图6：公司收入的基本盘为电池化学品



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司毛利率最高的业务为有机氟化学品

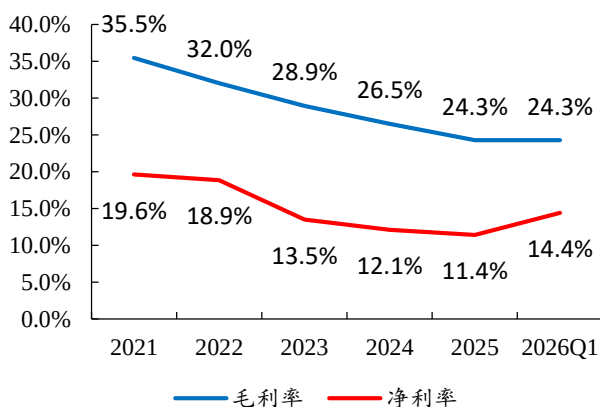


数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率与净利率持续承压，2026Q1 净利率有所修复。受电池化学品价格下行影响，毛利率与净利率自 2021 年以来持续走低。公司毛利率由 2021 年的 35.5% 下滑至 2025 年的 24.3%，2026Q1 维持 24.3%。净利率由 2021 年的 19.6% 下滑至 2025 年的 11.4%，2026Q1 回升至 14.4%，随着高毛利的有机氟化学品和电子信息化学品收入占比提升，以及电池化学品价格逐步企稳，公司整体盈利能力有望逐步改善。

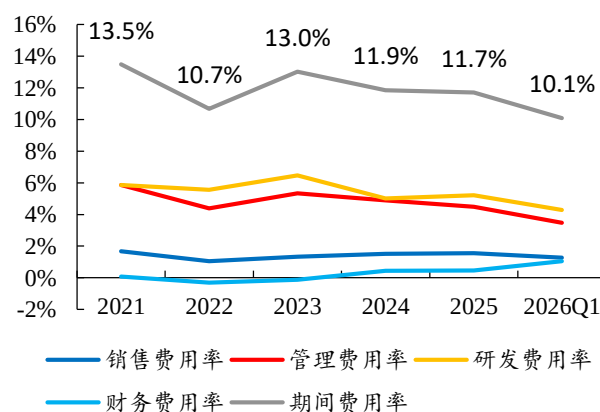
费用控制稳健支撑净利率。2025 年公司期间费用率为 11.7%，同比下降 0.2pct，费用管控较为稳健。拆分来看，研发费用率维持在 5% 左右的高位，体现公司对高端领域的持续研发投入，管理费用率与财务费用率保持相对稳定，管理效率改善有效对冲了费用增长。在毛利率承压的背景下，费用率维持低位，对净利率形成一定托底作用。

图8：公司毛利率持续承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：公司期间费用控制良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

新宙邦通过股权激励绑定核心骨干，强化中长期执行力。2025 年股票激励计划采用"净利润+营业收入"双指标考核，权重各占 50%，本次激励计划拟向 576 名激励对象授予 1357 万股限制性股票，约占 2025 年 3 月 31 日总股本的 1.8%，授予价格为 19.43 元/股。2025 年为第一个归属期，根据公司经营情况，2025 年公司层面归属比例为 98%。2026、2027 年收入目标为 120、150 亿元，净利润目标为 14、18 亿元，彰显公司对中期业绩增长的信心。

表2：公司股权激励考核收入与净利润的双目标

归属期	考核年度	净利润（亿元）	营业收入（亿元）
第二个归属期	2026	14	120
第三个归属期	2027	18	150

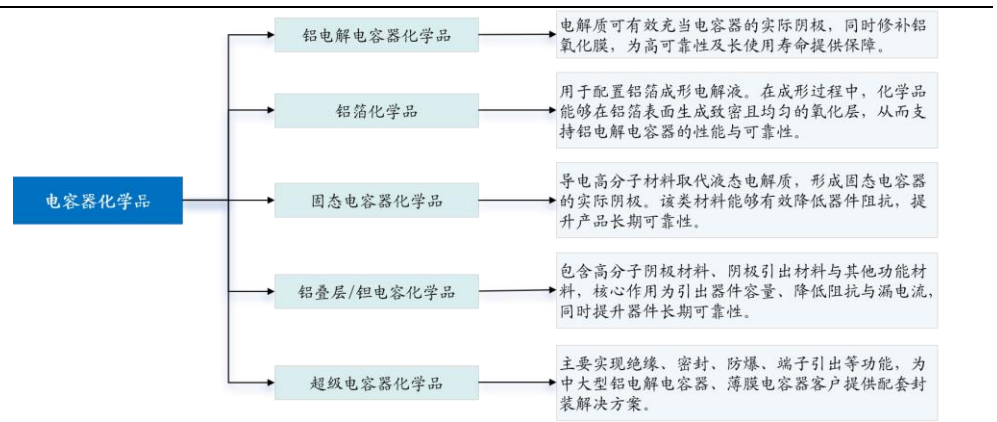
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、电子信息化学品：电容化学品全球领跑，AI 服务器与半导体国产替代双轮驱动

2.1、电容化学品：全球市占率持续领先，AI 服务器驱动需求高增

电容化学品是电容器的四大关键材料之一，电解液是电容器的实际阴极，承担着修补铝氧化膜的重任，是电容器获得可靠性、长寿命等优点的保证。电容器化学品包括铝电解电容器的电解液及相关化学品、成箔过程中使用的铝箔化学品、电容引出的固态电容器化学品、铝叠层/钽电容化学品及功能材料、为电容器设备提供绝缘、密封、防爆保护及端子引出功能的电容器封装材料及部件。

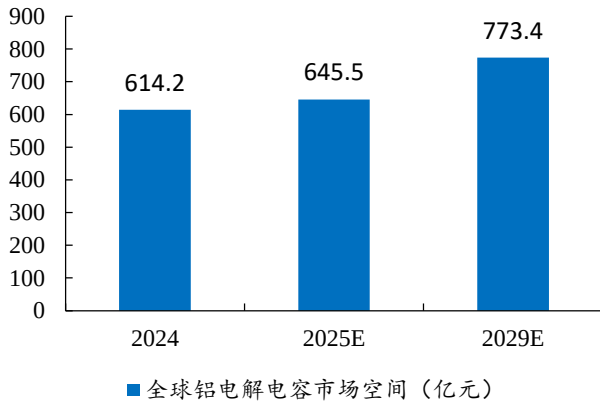
图10：电容化学品是电容的关键材料之一



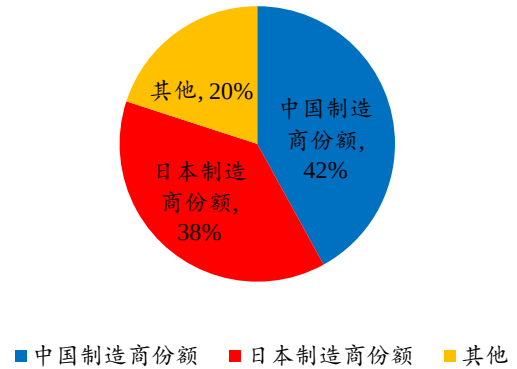
资料来源：公司招股书、开源证券研究所

铝电解电容器是常见的电子元件。铝电解电容是传统被动元件中规模最大的品类之一，广泛应用于电源、消费电子、新能源汽车等领域，根据中国电子元件行业协会数据，2024 年全球铝电解电容市场空间约为 614.2 亿元，预计 2029 年将增长至 773.4 亿元，2024-2029 年复合增速约为 4.7%。

铝电解电容器主要为中日玩家，日系厂商在高端市场占主导。2024 年中国制造商占据约 42% 的市场份额，日本制造商占据约 38% 的份额，二者合计占比达 80%，其余约 20% 由韩国、中国台湾及欧洲厂商占据。日本企业在高端铝电解电容领域技术积淀深厚，以 NCC（贵弥功）、Nichicon（尼吉康）、Rubycon（红宝石）等为代表，在车载、工业电源、高端消费电子等高可靠性应用领域具备较强的品牌与技术壁垒。中国制造商近年来凭借成本优势、技术升级与产能扩张，在中高端产品领域的市占率持续提升，以江海股份、艾华集团等为代表的企业已逐步切入新能源汽车、光伏逆变器、服务器电源等高景气赛道，国产替代空间广阔。

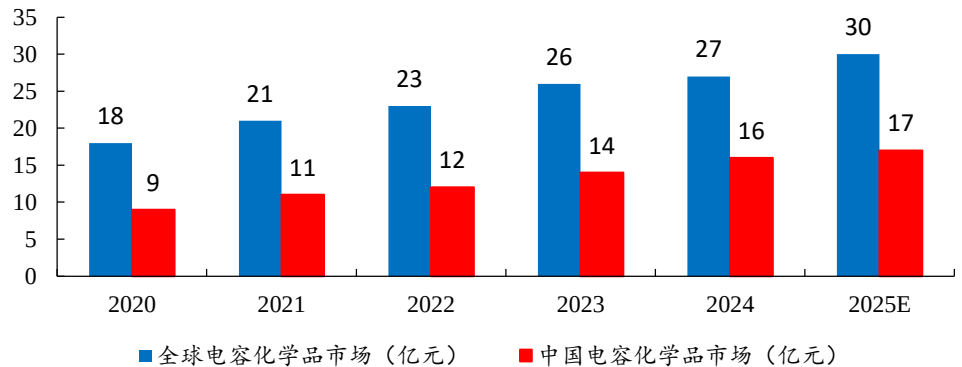
图11：2024 年全球铝电解电容市场空间为 614 亿元


数据来源：中国电子元件行业协会、开源证券研究所

图12：2024 年铝电解电容器主要为中日玩家


数据来源：中国电子元件行业协会、开源证券研究所

全球电容化学品市场保持稳健增长态势。根据弗若斯特沙利文数据，2020 年全球电容化学品市场规模为 18 亿元，2025 年有望增长至 30 亿元，2020-2025 年复合增速约为 10.8%。其中，中国市场是全球电容化学品的重要增长极，2020 年市场规模为 9 亿元，2025 年预计达 17 亿元，同期复合增速约 13.6%，高于全球平均水平。中国市场在全球的占比从 2020 年的 50%逐步提升至 2025 年的 57%，反映出国内电容化学品产业链的快速发展与下游需求的持续扩张。

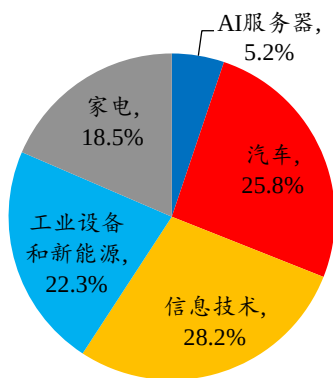
图13：预估 2025 年全球电容化学品市场空间为 30 亿元


数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股书、开源证券研究所

2025 年 AI 服务器用铝电解电容在下游占比仅为 5%。根据贵弥功统计，2025 财年 AI 服务器用铝电解电容市场规模约为 436 亿日元，折合人民币约 18.2 亿元，在铝电解电容下游应用占比仅为 5.2%。随着数据中心功耗提升与 AI 服务器出货放量，其对高容量铝电解电容的需求弹性显著高于传统应用场景。

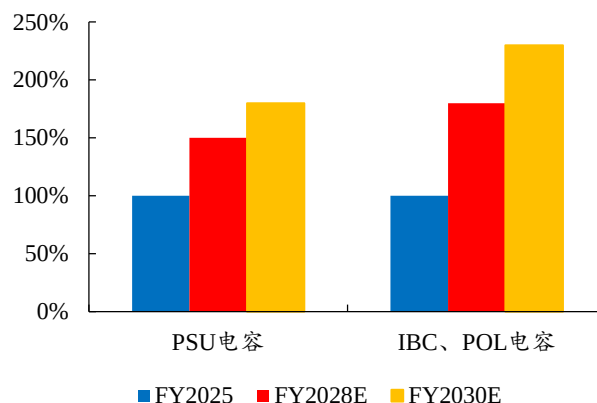
不仅是出货量提升，单服务器需要的电容容量有望增长。根据贵弥功预测，以 FY2025 为基准，PSU 电容市场规模到 FY2028 年提升约 50%，到 FY2030 年提升至约 1.8 倍；柜内二次电源 IBC、三次电源 POL 电容市场增速更快，到 FY2028 年提升至约 1.8 倍，到 FY2030 年扩大至约 2.3 倍。高容量化已成为 AI 服务器用铝电解电容的核心技术演进方向。

图14：2025 年 AI 服务器用铝电解电容在下游占比仅为 5%



数据来源：贵弥功公告、开源证券研究所

图15：预计单服务器需要的电容容量会增长

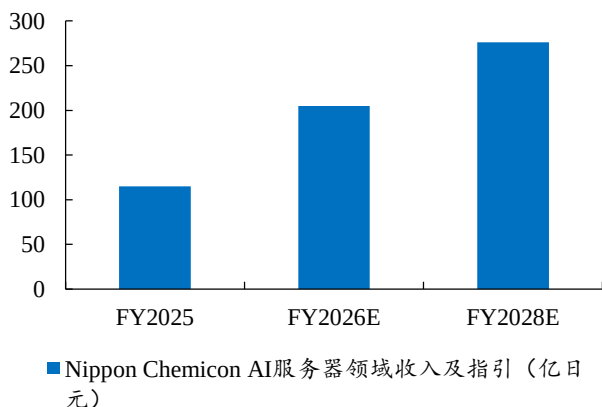


数据来源：贵弥功公告、开源证券研究所

日系铝电解电容龙头对 AI 服务器电容收入指引乐观。日本贵弥功是全球铝电解电容份额第一，FY2025 AI 服务器领域收入为 115 亿日元，折合人民币 4.8 亿元，AI 服务器领域在其收入的占比为 10%，其对自己的 AI 领域收入指引乐观，预计 FY2026 的 AI 服务器收入将上升至 205 亿日元，yoy+78%，FY2028 将达到 276 亿日元，FY2025-FY2028 的复合增长率为 34%。

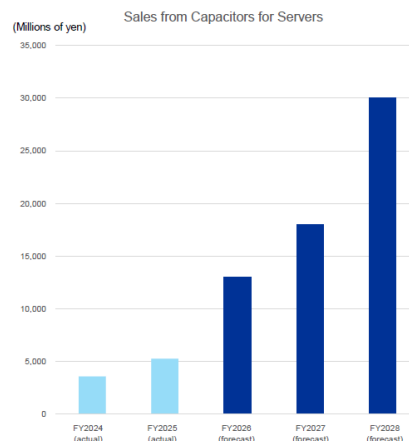
日本尼吉康是全球铝电解电容龙头之一，FY2025 AI 服务器领域收入超 50 亿日元，尼吉康也在加速布局服务器赛道，其对自己 FY2028 的 AI 服务器收入指引达到约 300 亿日元，FY2025-FY2028 的复合增长率约为 82%。

图16：贵弥功对自身的 AI 服务器电容收入指引乐观



数据来源：贵弥功公告、开源证券研究所

图17：尼吉康对自身的 AI 服务器电容收入指引乐观



资料来源：尼吉康公告

根据中国电子元件行业协会，2024、2025 年的全球铝电解电容市场规模为 614.2、645.5 亿元，我们预计全球铝电解电容需求保持稳定增长，假设每年同比增速 5%，对应 2028 年全球铝电解电容市场空间为 747.2 亿元。

参考全球铝电解电容龙头贵弥功统计，2025 年全球 AI 服务器用电容规模约为 18.2 亿元。考虑到服务器功率提升对电容需求的显著拉动，并且参考贵弥功、尼吉康给自己 FY2025-FY2028 AI 服务器收入复合增速预测 34%、82%，假设 AI 服务器用电容需求 2026-2028 年的增速分别为 50%、40%、30%，对应的 2026-2028 年 AI 服务器用电容市场空间为 27.3、38.3、49.8 亿元。

根据弗若斯特沙利文统计，2025 年全球电容化学品市场规模约为 30 亿元，则 2025 年电容化学品在电容的成本占比约为 4.6%。电容器化学品作为铝电解电容的关键上游材料，其价值量占比随产品向高容量、高可靠性升级而逐步提升，假设电容化学品在传统领域和 AI 领域电解电容的占比分别为 5%、10%，对应的 2026-2028 年全球电容化学品市场空间为 35.3、37.5、39.9 亿元。

表3：我们预测 2028 年全球铝电解电容器化学品市场规模在 39.9 亿元

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
全球铝电解电容规模（亿元）	614.2	645.5	677.8	711.7	747.2
yoy		5%	5%	5%	5%
其中：AI 服务需求电容规模（亿元）		18.2	27.3	38.3	49.8
yoy			50%	40%	30%
化学品在成本的占比		4.6%	5.2%	5.3%	5.3%
全球电容器化学品市场规模（亿元）		30.0	35.3	37.5	39.9

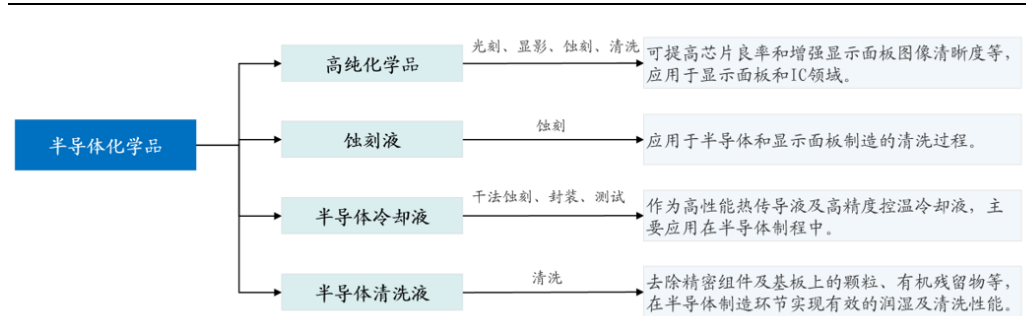
数据来源：中国电子元件行业协会、新宙邦公告、弗若斯特沙利文等、开源证券研究所

2.2、半导体化学品：湿电子化学品品类扩张，半导体冷却液加速国产替代

湿电子化学品是决定半导体性能的重要材料。湿电子化学品是专为电子信息产品制造中的显影、蚀刻、清洗和电镀等湿法工艺制程配套的精细化工材料，其质量的好坏，直接影响到电子产品的成品率、电性能及可靠性，是半导体制造重要的配套材料，下游需求包括 IC 集中电路、显示面板及光伏太阳能电池三大核心应用市场。

半导体化学品根据工艺可分为超高纯化学品、功能性化学品，超高纯化学品包括高纯双氧水、高纯硫酸等，具有高纯度、低金属杂质含量、高一致性及稳定性的特点，可满足客户的高要求，是光刻、显影、蚀刻、清洗等制造过程的关键工艺材料。功能性化学品包括蚀刻液、半导体冷却液、清洗液等。

图18：半导体化学品包括湿电子化学品、蚀刻液、半导体冷却液、清洗液等

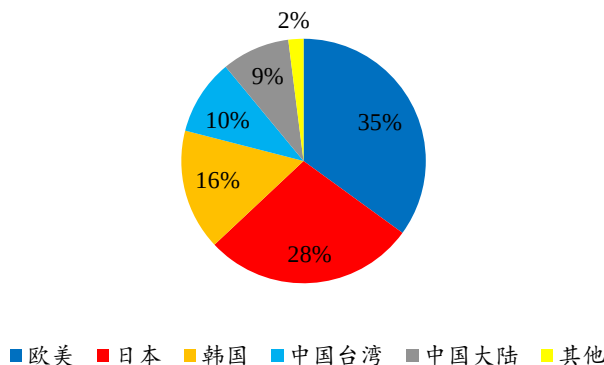


资料来源：公司招股书、开源证券研究所

国内的湿电子化学品主要满足内需，正在推进国产替代。湿电子化学品产品壁垒较高，与集成电路行业发展同步，欧美、日韩等发达国家集成电路行业起步早、供应链成熟，所以在先进制程技术节点与先端存储制造用的湿电子化学品方面掌握了最先进的技术。根据前瞻产业研究院统计，2019 年欧、美、日、韩在国内湿电子化学品的份额合计为 79%，中国台湾、大陆分别占比 10%、9%，国产化率较低，国内湿电子化学品市场德国巴斯夫、日本住友化学等外资厂商主导。

随着国内企业加大研发、半导体产业向中国的转移，国内晶圆厂商近几年迎来密集投产期，也为湿电子化学品的国产化带来机会，根据 CEMIA，2024 年国内企业的电子级双氧水、电子级硫酸、电子级氢氟酸以及电子级磷酸在国内的市占率已经达到 55%，正在快速推进国产化进程。国内企业在全球集成电路湿电子化学品的市占率约为 10%，仍有较大高端产品进口替代空间。

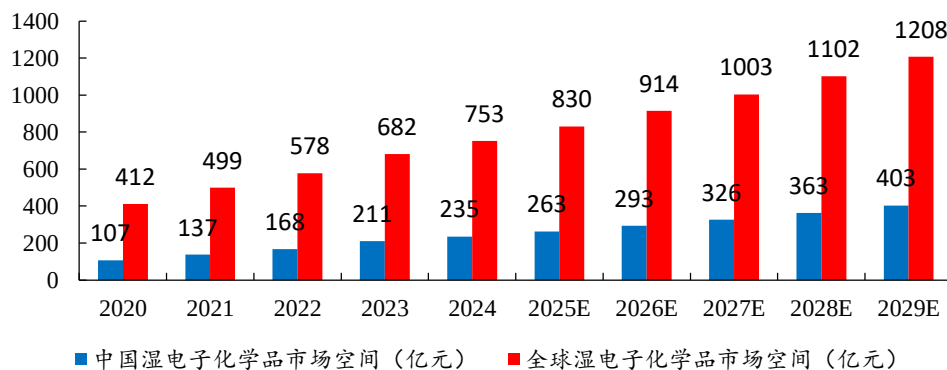
图19：2019 年中国大陆企业在全球集成电路湿电子化学品的市占率较低



数据来源：中巨芯招股书、前瞻产业研究院、开源证券研究所

湿电子化学品是一个具有高附加值且具有广阔市场发展前景的朝阳行业。根据中国电子材料行业协会，预估 2025 年国内湿电子化学品市场按下游领域拆分，集成电路、显示面板、太阳能电池分别占比 39%、36%、25%。在国内半导体产业链自主可控持续推进、新型显示产业稳步发展以及光伏行业景气度较高的带动下，国内需求将稳步增长，根据弗若斯特沙利文，2024 年国内湿电子化学品空间在 235 亿元，预计到 2029 年将增长至 403 亿元，2025-2029 年的复合增长率将达到 11.3%，高于全球 9.8% 的增速。

图20：预计国内湿电子化学品市场规模将保持较高增速

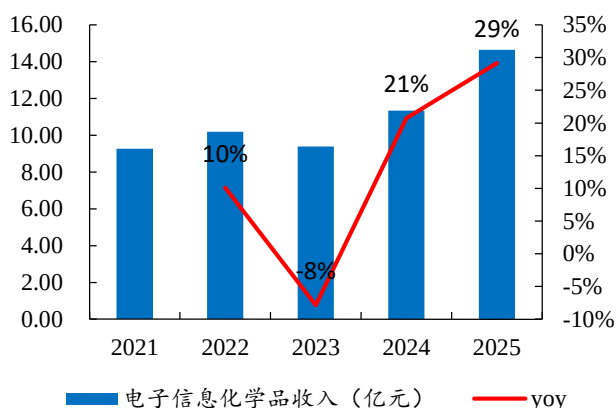


数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股书、开源证券研究所

2.3、电子信息化学品：电容与半导体两大类别均有较大的增长潜力

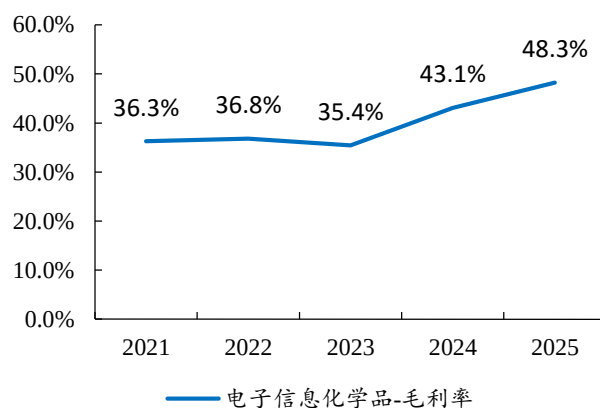
公司电子信息化学品业务量利双增。2025 年公司将电容化学品事业部与半导体化学品事业部合并为电子信息化学品事业部，2024 年电容化学品与半导体化学品收入合计 11.34 亿元，其中电容与半导体收入分别为 7.66、3.68 亿元，在电子信息化学品的收入占比分别为 68%、32%。2025 年电子信息化学品实现收入 14.65 亿元，yoy+29%，2021-2025 年电子信息化学品业务收入复合增长率为 12%，电容器与半导体产业都受益于 AI 数据中心需求的拉动，2024 年起公司电子信息化学品收入开始加速增长。2025 年电子信息化学品毛利率为 48.3%，呈现提升趋势。

图21：2024 年起电子信息化学品收入保持较高增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

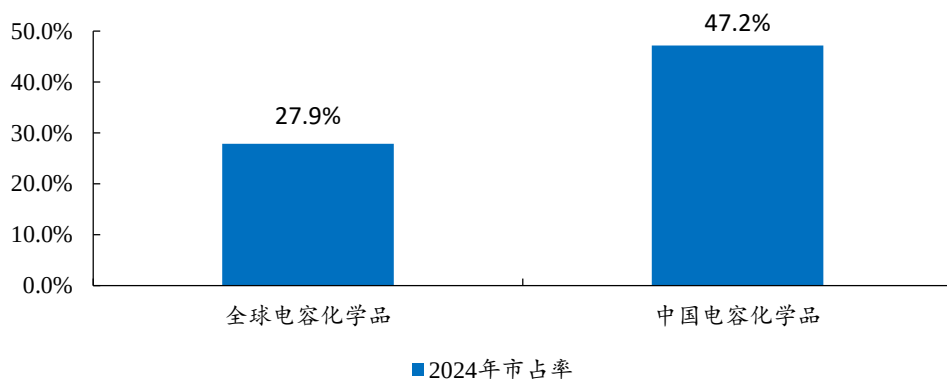
图22：电子信息化学品毛利率呈现提升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

电容化学品是公司起家业务，维持全球领先优势。公司 1996 年成立之初主业就为电容化学品，经过 30 年积累已成为全球及中国电容化学品市场的最大参与者，根据弗若斯特沙利文统计，2024 年新宙邦在全球电容化学品的市占率为 27.9%，2020-2024 年都保持全球第一，且产品屡获韩国及日本知名客户颁授的优秀供应商等奖项，作为具备一站式解决方案输出能力、完备的品质体系、可以为客户提供高可靠性产品及定制化产品开发服务的头部企业，公司有望充分受益电容化学品下游需求扩张红利。

半导体冷却液国内领先，已实现国内头部晶圆厂客户全覆盖。2019 年半导体化学品业务初期，初期以蚀刻液代工业务切入赛道，半导体行业验证周期长、客户准入门槛高，新产品规模化导入存在显著时间壁垒。公司凭借扎实的研发实力、成本管理等优势，2025 年已实现对国内前五大 IC 厂商的批量稳定供货，在细分品类中，2024 年半导体冷却液位列国内本土份额第一。

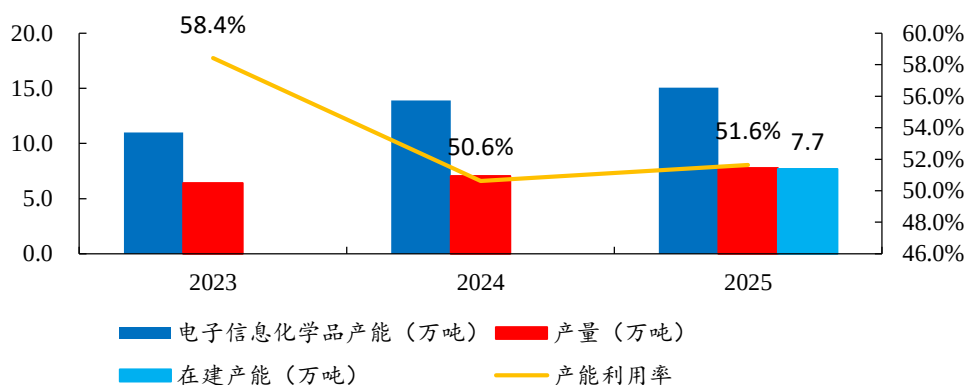
图23：2024年新宙邦的电容化学品份额全球第一


数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股书、开源证券研究所

公司电子信息化学品产能利用率较低，随逐步达产盈利能力仍有较大上行空间。2025年公司电子信息化学品产能为15.1万吨，产量约7.8万吨，产能利用率仅51.6%，主要系电子信息化学品附加值高、技术门槛高，客户认证周期长且部分新产品产能尚处在爬坡阶段。随着AI服务器电容、半导体国产替代需求放量，产能利用率提升将驱动该板块毛利率进一步上行。

积极扩产电子信息化学品，提前卡位高景气赛道。2025年底电子信息化学品在建产能7.7万吨，按品类看，电容化学品2026年现有产能为4.33万吨，2025年刚投产5000吨电子封装材料项目，实现电容级凝胶树脂封装材料自主可控，填补国内铝电容材料产业链上游空白，在建及规划产能约3.2万吨，其中宜都产业园一期年产1.2万吨电容化学品将重点完善华中区域产能布局，巩固公司在电容器化学品领域的行业影响力。

半导体化学品方面，天津新宙邦半导体化学品项目（二期）与南通新宙邦科技半导体新材料及电池化学品项目将增加电子级高纯氨水产能，并新增半导体级硫酸、异丙醇（IPA）产品，进一步丰富公司在半导体湿电子化学品领域的产品矩阵。

图24：电子信息化学品产能利用率较低


数据来源：公司公告、开源证券研究所

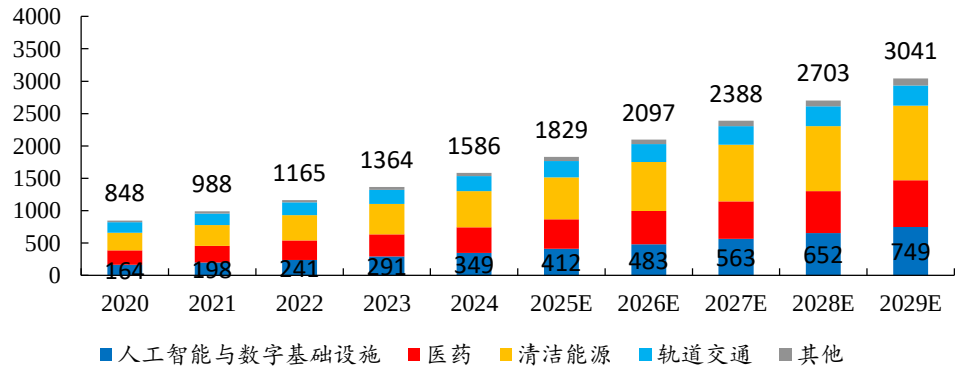
3、有机氟化学品：3M 退出 PFAS 重塑格局，AI 数据中心驱动需求高增

3.1、电子级氟化液：数据中心液冷与半导体制造的核心材料

氟化工产业链以萤石为资源起点，经无水氢氟酸形成产业基础，产品分为无机氟化物和有机氟化物两大分支。其中，有机氟化物是氟化工产业中技术壁垒最高、附加值最为丰厚的细分领域，可进一步划分为含氟精细化学品和含氟聚合物两大类。

有机氟主要下游包括清洁能源、人工智能和医药等领域。全球有机氟化学品市场收入由 2020 年的 848 亿元增至 2024 年的 1585 亿元，CAGR 达 16.9%，弗若斯特沙利文预计 2029 年达 3041 亿元。增长主要受益于 AI 与数字基建、医药、清洁能源等下游领域对高性能材料需求的持续扩大，有机氟化学品凭借化学稳定性、耐热性、耐腐蚀性及介电性能等独特优势，高端应用渗透率有望不断提升。

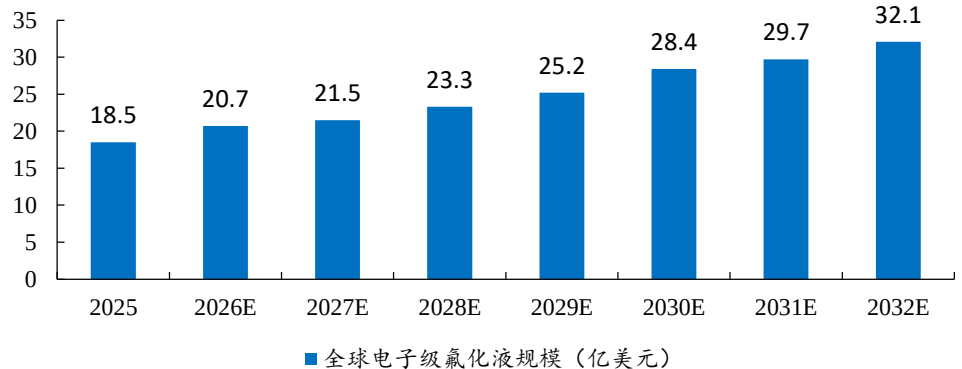
图25：2024 年全球有机氟化学品规模超 1500 亿元（单位：亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

全球电子级氟化液保持稳健增长态势。电子级氟化液可满足半导体制造与精密电子设备使用要求的高纯度氟化液，技术壁垒显著高于工业级氟化液，兼具化学惰性、优异电绝缘性、低表面张力与高热传导性能。根据 pmarketresearch 数据，2025 年全球电子级氟化液市场规模约为 18.5 亿美元，预计 2032 年将增长至 32.1 亿美元，2025-2032 年复合增速约为 8.2%。

图26：预计全球电子级氟化液保持稳健增长态势

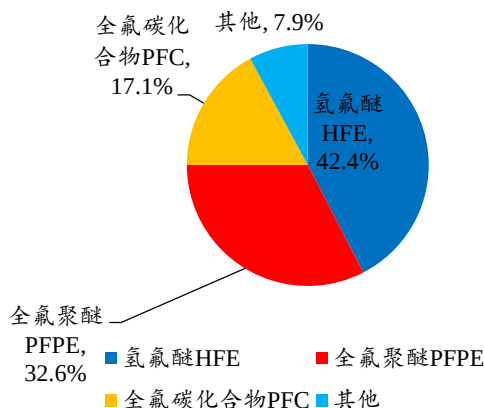


数据来源：pmarketresearch、开源证券研究所

全球电子级氟化液以全氟聚醚 PFPE 和氢氟醚 HFE 为两大主流。根据 pmarketresearch 数据，2024 年全球电子级氟化液市场中，HFE 占比约 42.4%，PFPE 占比约 32.6%，二者合计占比达 75.0%，是电子级氟化液的核心品类；全氟碳化合物 PFC 占比约 17.1%，主要应用于半导体蚀刻、气相焊接等场景；其他品类占比约 7.9%。PFPE 凭借更优异的化学稳定性、热传导性能和材料相容性，在高端浸没式液冷、半导体设备热管理等长寿命应用场景中占据主导地位；HFE 则因蒸发热适中、环境友好性较好，在电子清洗、除油干燥等应用中广泛使用。

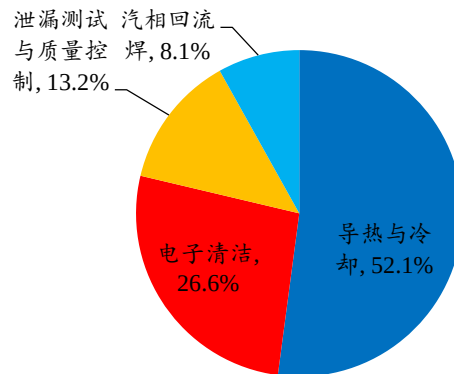
电子级氟化液是半导体制造与数据中心热管理的关键材料。在半导体领域，氟化液主要应用于晶圆清洗、蚀刻、光刻胶剥离等湿电子化学品环节，以及半导体设备冷却与晶圆承载等热管理场景；在数据中心领域，氟化液凭借优异的电绝缘性、化学稳定性与热传导性能，是 AI 服务器浸没式液冷系统的核心冷却介质，导热与冷却需求在下游占比达到 52%。电子清洁占比约 26.6%，主要用于晶圆、PCB、精密电子元器件的清洗、干燥与去残留；泄漏测试与质量控制占比约 13.2%，用于密封性检测、示踪测试等工艺环节；汽相回流焊占比约 8.1%。

图27：电子级氟化液以 PFPE 和 HFE 为两大主流



数据来源：pmarketresearch、开源证券研究所

图28：电子级氟化液主要用途为导热冷却和电子清洁



数据来源：pmarketresearch、开源证券研究所

3M 全面退出 PFAS 产品生产，该业务体量约为 13 亿美元。受美国环境政策影响，2022 年 12 月，3M 公司宣布于 2025 年底前全面退出 PFAS 产品，包括其标志性的 Novec 和 Fluorinert 系列电子级氟化液全线停产，2022 年 3M 制造 PFAS 的相关销售额约为 13 亿美元。3M 退出前在全球电子级氟化液市场占据主导地位，根据亚化咨询估算，3M 退出前在电子级氟化液市场占据约 70% 份额，3M 的退出将颠覆供给格局。

从海外竞争格局看，PFPE 技术路线由索尔维与大金主导。索尔维凭借比利时基地与航空航天领域的技术积累，成为 3M 退出后半导体高端 PFPE 订单的核心承接方；大金则是日韩半导体产业链的核心供应商，在亚太半导体 PFPE 市场占据约 20% 份额。HFE 路线以日本旭硝子为代表，主要覆盖电子清洗、数据中心浸没式液冷与消费电子中端市场。美国科慕则选择 HFO 路线，凭借合规认证优势占据欧美半导体与医疗电子市场，是欧盟环保管控趋严背景下的主流替代选择。

表4：3M 退出电子氟化液将重塑竞争格局

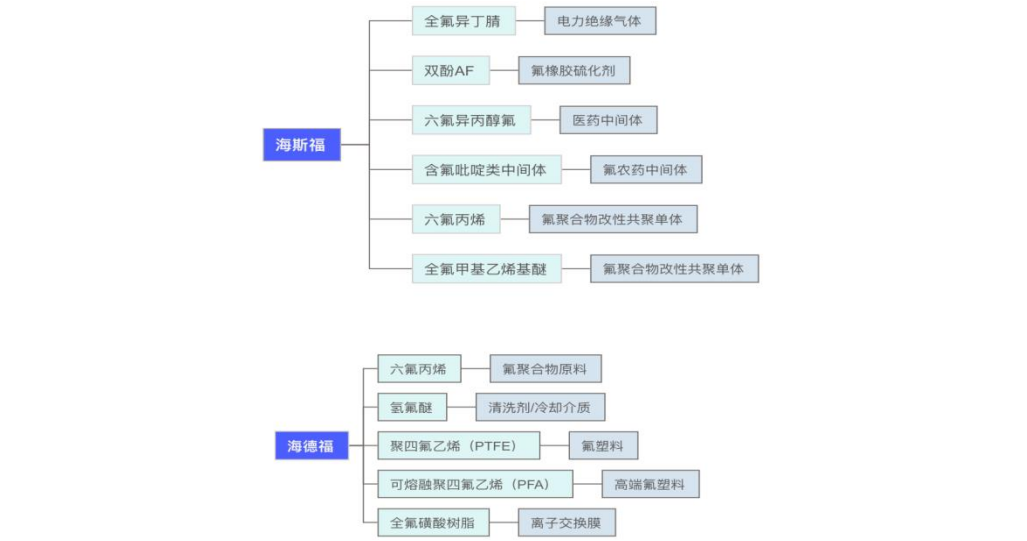
海外主流厂商	国家	技术路线	进展
3M	美国	PFC&HFE	2025 年底全面退出 PFAS 产品，2022 年该业务体量约为 13 亿美元。
索尔维	比利时	PFPE	是 3M 退出后半导体与航空航天领域的核心替代者，迅速承接三星、SK 海力士等头部客户的高端订单。
大金	日本	PFPE	是日韩半导体产业链的核心供应商，亚太半导体供应链占据约 20% 的 PFPE 市场份额。
旭硝子	日本	HFE	主要用于电子清洗，是数据中心与消费电子中端主力。
科慕	美国	HFO	凭借合规认证优势，科慕在欧美半导体、医疗电子市场占据重要份额，是欧盟环保管控下的主流替代选择。

资料来源：fluophase、亚化咨询、开源证券研究所

3.2、海斯福已建成一定氟化液产能，全氟异丁腈率先受益绝缘气体环保替代

公司通过收购海斯福与海德福进入氟化工领域。三明海斯福是全球规模最大的六氟环氧丙烷（HFPO）生产商之一，下游产品包括含氟医药农药中间体、氟橡胶硫化剂、氟聚合物改性共聚单体、含氟表面活性剂、全氟异丁腈电力绝缘气体等系列产品，直接面向 AI 数字基建、医药、清洁能源等快速增长的终端市场。福建海德福以 TFE 为起点，海德福产品主要包括六氟丙烯、氢氟醚、聚四氟乙烯（PTFE）、可熔融聚四氟乙烯（PFA）及全氟磺酸树脂等，用于制作耐腐蚀件、密封件、容器内衬及离子交换膜，应用于化工、电子、燃料电池及电解水制氢等领域。

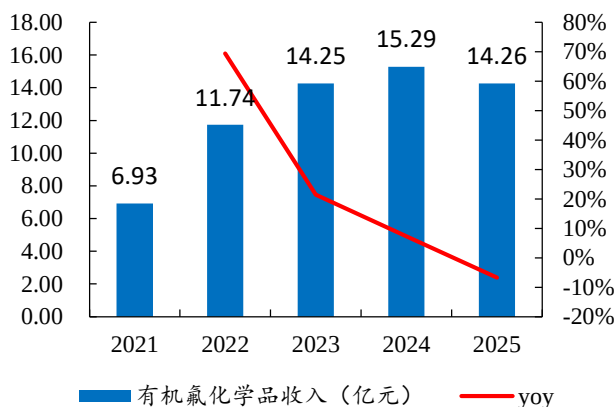
图29：公司通过收购海斯福与海德福进入氟化工领域



资料来源：公司官网、开源证券研究所

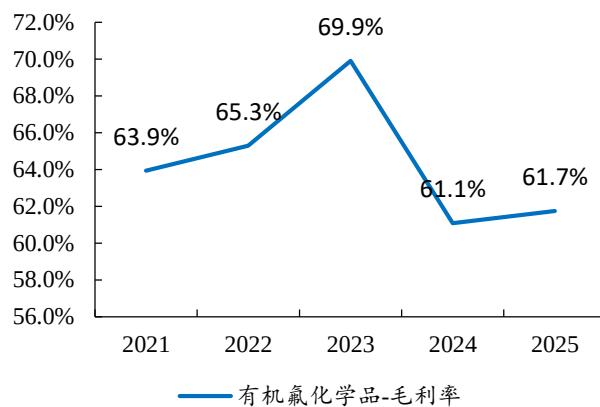
有机氟化学品业务是公司盈利质量最优的板块。2025 年有机氟化学品实现收入 14.26 亿元，yoy-7%，板块收入趋势由增转负主要系含氟医农药中间体竞争激烈使得价格下滑，此外半导体冷却液分类至电子信息化学品类目，报表科目分类阶段性影响。2025 年含氟冷却液与含氟清洗剂出货量持续增长，随着 3M 退出后全球氟化液供需格局重构，公司有机氟化学品规模有望重回增长态势。有机氟化学品毛利率长期维持在 60% 以上，考虑到高附加值的氟化液项目正在积极扩产且子公司海德福持续减亏，公司有机氟业务的毛利率仍有上行空间。

图30：公司近3年有机氟业务收入体量较稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：有机氟化学品是公司毛利率最高的业务



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司已完成氟化液产品的阶段性产能建设。公司氟化液目前已在半导体制程冷却、精密清洗、数据中心浸没式液冷等领域实现稳定批量出货，截至2025年，分别建成氢氟醚、全氟聚醚年产能3000、2500吨，当前产能规模可满足半导体、数据中心等下游领域对氟化液的高端需求。为应对国际主流厂商停产后释放的替代需求，以及数据中心、半导体等下游行业的增量需求，公司已规划年产3万吨高端氟精细化学品项目，系统性扩大氢氟醚、全氟聚醚等氟化液产品的产能规模

表5：公司已布局氢氟醚、全氟聚醚产能

	产能（吨/年）	投产时间
有机氟化学品 2025 年设计产能	19585	
其中：氢氟醚	3000	
其中：全氟聚醚	2500	
海斯福高端氟精细化学品项目（三期）	30000	2027 年底
海德福高性能氟材料项目（1.5 期）	5000	2026 年底

资料来源：公司公告、开源证券研究所

海斯福已建成 1000 吨全氟异丁腈产能，在电力绝缘气体存在较大的替代市场。六氟化硫具有优秀的绝缘性能和电弧灭绝能力，是 GIS、GIL、高压断路器等电力设备中重要的介质，但其是 GWP 较高的温室气体，欧洲已出台相关政策陆续禁用六氟化硫。全氟异丁腈（C₄F₇N）是综合性能最优的六氟化硫替代方案，根据新宙邦招股书统计，替代市场机会在 15000 吨，海斯福已建成全球首条千吨级产业化产线，有望率先受益绝缘气体的环保替代需求。

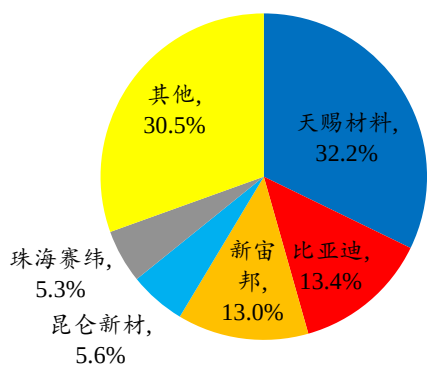
4、电池化学品：价格触底回升景气修复，海外布局与上游一体化构筑竞争优势

4.1、锂电电解液格局高度集中

锂电电解液竞争格局高度集中。电解液是电池内锂离子传导的介质，在电池的成本占比约 10-15%，是电池四大主材之一。根据 EV Tank 按出货量统计，2025 年市场份额前三家合计占比接近 60%，天赐材料以 32.2% 份额位居行业第一，是全球电解液龙头，比亚迪凭借垂直一体化产业链优势，份额达 13.4%，位列第二；第三名的新宙邦 13.0% 份额接近第二，是全球电解液行业第一梯队企业。昆仑新材与珠海赛纬分别占 5.6%、5.3% 份额，位列第二梯队，CR5 份额接近 70%，锂电电解液行业高度集中。

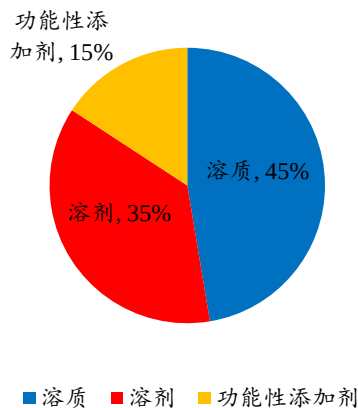
锂电电解液成本以 6F 为主。电解液成本结构以溶质、溶剂、功能性添加剂三大组分构成，三者配比直接决定电解液的性能与成本，电解液成本结构中溶质占比约 45%，是电解液成本中占比最高的组分，其中以六氟磷酸锂为代表的核心溶质单价高、技术壁垒高，是电解液价值与定价的核心；溶剂占比约 35%，主要由碳酸酯类溶剂（如 EC、EMC、DMC 等）构成；功能性添加剂占比约 15%，虽用量小但对电池循环寿命、低温性能、高电压稳定性等关键指标具有决定性作用。溶质在电解液成本中占比最高，意味着电解液厂商对六氟磷酸锂的自供能力与成本控制能力直接决定其盈利能力。

图32：2025 年电解液 CR5 出货份额接近 70%



数据来源：EV Tank、开源证券研究所

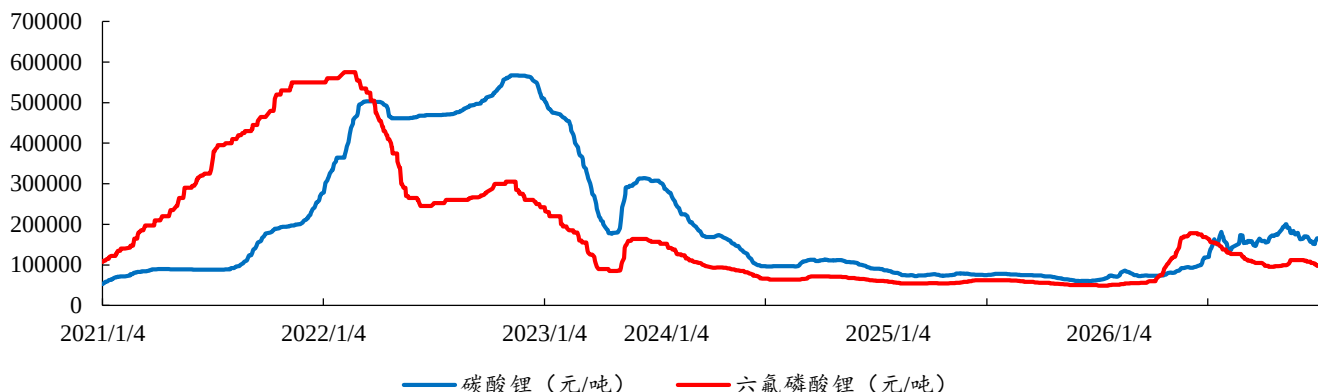
图33：锂电电解液成本以 6F 为主



数据来源：天赐材料招股书、开源证券研究所

六氟磷酸锂价格经历大幅周期波动，2025 年下半年触底反弹。六氟磷酸锂价格与上游碳酸锂价格高度相关，2021 年初至 2022 年初，受下游新能源汽车与储能需求提升、上游锂盐供给偏紧影响，六氟磷酸锂从单吨 10 万快速攀升至 57 万的高价；2023 年随着六氟磷酸锂与碳酸锂产能集中释放、下游需求增速边际放缓，六氟磷酸锂价格于 2024 年一度跌至约 7-8 万元/吨。2025 年下半年起，受碳酸锂价格反弹、六氟磷酸锂行业库存去化、下游电解液需求回暖及储能需求放量等多重因素驱动，六氟磷酸锂价格触底回升。2026 年初价格小幅回落，但仍高于 2024-2025 年上半年的底部中枢，行业盈利修复趋势延续。

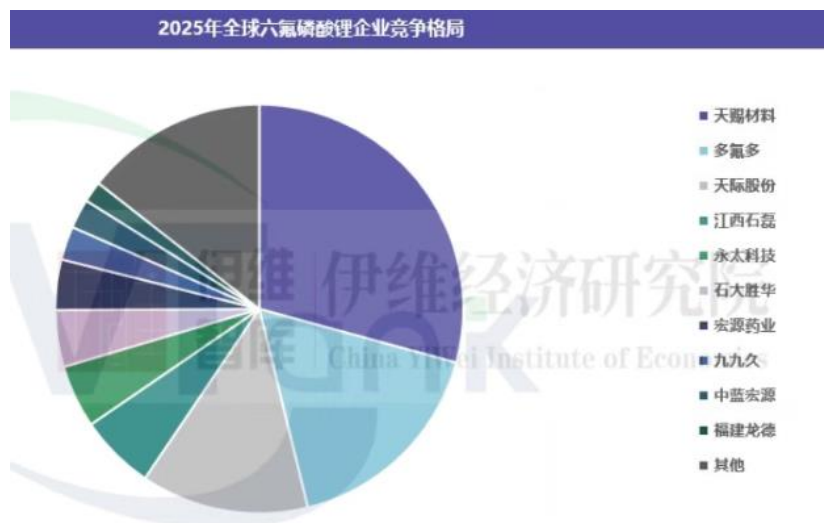
图34：2026 年六氟磷酸锂价格小幅回落



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

六氟磷酸锂 CR3 份额接近 60%。根据 EV Tank 统计，2025 年全球六氟磷酸锂出货量排名前三企业分别为天赐材料、多氟多、天际股份，三家企业合计市场份额约 59.5%。2025 年全球六氟磷酸锂 TOP10 企业出货量门槛由 2024 年的 2000 吨提升至 5000 吨，行业头部化趋势显著。同时，2025 年全球六氟磷酸锂 TOP10 企业全部为中国企业，国内厂商已基本主导全球六氟磷酸锂供给。

图35：2025 年六氟磷酸锂 CR3 份额接近 60%



数据来源：EV Tank

六氟磷酸锂行业扩产节奏已显著收敛。根据鑫椤锂电统计，2025 年六氟磷酸锂名义产能 47.03 万吨，有效产能 33.5 万吨，根据我们不完全统计，预计新增产能释放后 2026 年有效产能将达 39.8 万吨。尽管 2026 年仍有部分前期规划产能陆续落地，但行业新增产能主要集中于头部企业，中小厂商扩产意愿明显减弱，头部企业凭借规模化成本优势、上游资源一体化布局及长期客户绑定，市场份额有望进一步向龙头集中。需求侧来看，随着储能市场需求高增，六氟磷酸锂下游需求增长确定性强。我们判断近 2 年出现严重产能过剩的概率较小，在旺季可能呈现结构性紧平衡格局，价格中枢有望在合理区间内保持稳健。

表6：预计 2026 年六氟磷酸锂有效产能近 40 万吨

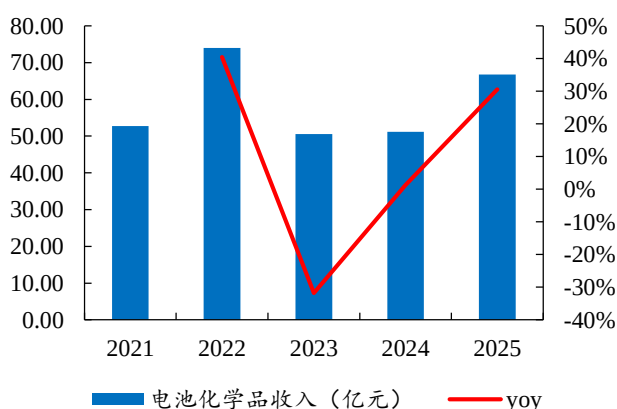
	2025 年实际产能（万吨）	2026 年底扩产后理论产能（万吨）
天赐材料	11.0	15.0
多氟多	6.5	6.5
天际股份	3.7	5.2
江西石磊	3.6	3.6
永太科技	1.8	1.8
石大胜华	3.6	3.6
宏源药业	1.0	1.8
九九久	0.6	0.6
其他	1.7	1.7
有效产能	33.5	39.8

数据来源：公司公告、GGII、鑫椏锂电、开源证券研究所

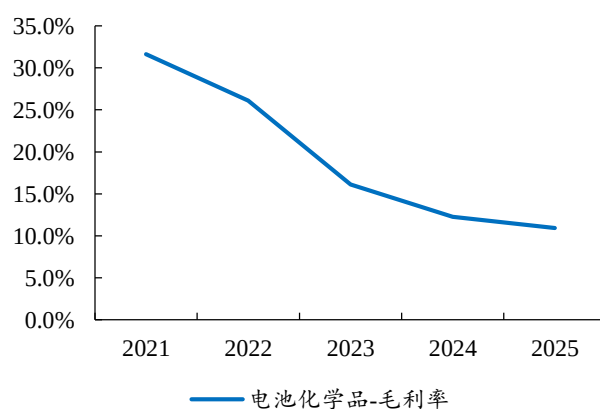
4.2、海外产能加速落地，上游一体化锁定成本优势

公司电池化学品收入规模与盈利能力受电解液价格周期影响显著。2022 年随下游新能源车与储能需求提升，收入高增，2023 年受电解液价格大幅回落及行业去库存影响，收入回落，2025 年在六氟磷酸锂价格触底反弹、电解液出货量大幅扩张及行业景气回暖带动下，重回较快增长通道。

盈利能力方面，电池化学品毛利率随行业竞争加剧持续承压。2025 年仅为 10.9%，为近年来最低水平。毛利率持续下滑主要受电解液行业产能过剩、产品价格下行、外购六氟磷酸锂成本占比高等因素影响。2025 年下半年以来，六氟磷酸锂价格触底回升，公司收购江西石磊后六氟磷酸锂自供比例提升，电池化学品板块盈利能力的边际改善趋势已逐步显现，但全年毛利率仍处于低位。

图36：2025 年电池化学品收入重回高增速


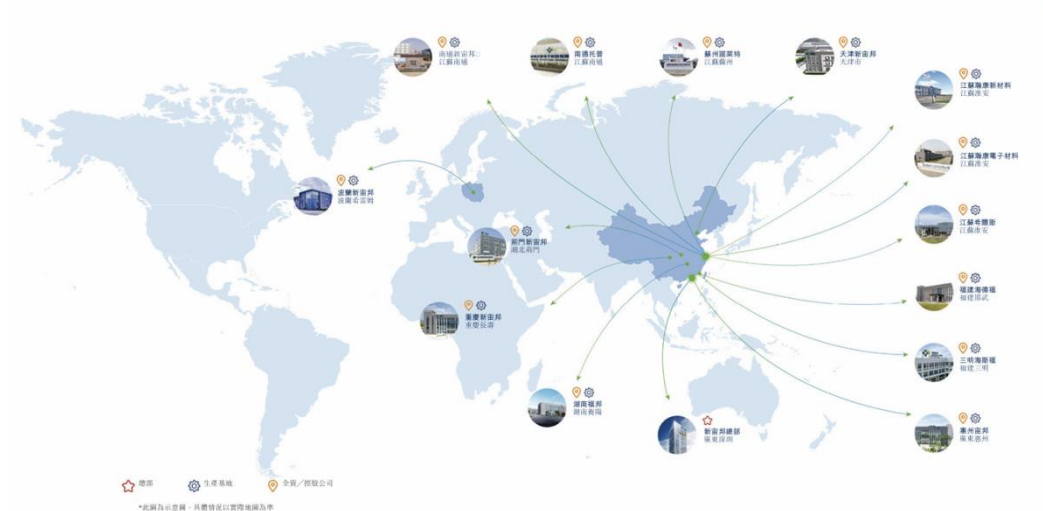
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：电池化学品毛利率持续承压


数据来源：Wind、开源证券研究所

新宙邦海外产能布局覆盖欧洲、东南亚、北美、中东四大区域，全球化先发优势显著，波兰一期 4 万吨电解液产能已投产运营，是公司服务欧洲动力电池与储能客户的核心基地；二期 5 万吨电解液项目在建，正在建设马来西亚基地，筹备美国电池化学品、中东锂电池基地，海外产能放量有望持续优化公司整体盈利结构。

图38：新宙邦产能布局覆盖欧洲、东南亚、北美、中东四大区域



资料来源：公司公告

新宙邦通过收购江苏瀚康、江西石磊，构建上游材料一体化布局。公司通过参股石磊氟材料锁定 3.6 万吨六氟磷酸锂产能，持股比例为 42.8%；并通过控股子公司瀚康电子材料布局锂电添加剂，具备 1 万吨 VC 和 6500 吨 FEC 的供应能力，2026 年下半年投产后，VC 和 FEC 产能分别达到 1.5 万吨和 1.05 万吨。六氟磷酸锂与 VC、FEC 分别是电解液溶质与关键成膜添加剂，公司通过股权绑定方式向上游延伸，保障核心原料供应稳定性，并持续拉开成本差距。

表7：公司在电解液上游原材料 6F、VC、FEC 都有布局

产品		产能（万吨）	持股
石磊氟材料	六氟磷酸锂	3.6	42.8%
瀚康电子材料	锂电添加剂包括 VC 和 FEC	1 万吨 VC+0.65 万吨 FEC	90.3%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

(1) 电池化学品：公司电池化学品业务以锂电池电解液为核心，受六氟磷酸锂价格触底反弹、行业库存周期切换及新增产能逐步消化影响，电解液行业景气度自2025年下半年起逐步回升。假设2026年公司电池化学品收入受益于电解液出货量大幅扩张及六氟磷酸锂自供比例提升，收入有望同比增长60.0%至106.87亿元，2027-2028年增速回归至20.0%、10.0%；预计2026-2028年电池化学品收入分别为106.87/128.24/141.07亿元，毛利率为16.0%/15.0%/14.0%。

(2) 电子信息化学品：包括电容化学品与半导体化学品，产品涵盖电容器用电解液、半导体级高纯试剂、超纯氨水等关键材料。我们假设受益于半导体国产替代加速、AI服务器用电容化学品需求放量及公司新建产能逐步释放，预计公司电子化学品业务在2026-2028年保持高速增长，收入分别为21.97/32.95/46.14亿元；受益于半导体化学品占比提升、产能利用率爬坡及高附加值产品结构优化，预计毛利率持续提升至50.0%/54.0%/55.0%。

(3) 有机氟化学品：公司有机氟化学品业务以氟化液、全氟异丁腈、含氟医药农药中间体等高端氟精细化学品为核心，3M于2025年底全面退出PFAS生产后，全球电子级氟化液供需格局重构，公司全资子公司海斯福已建成一定的全氟聚醚、氢氟醚产能，有望充分受益国产替代。预计2026-2028年有机氟化学品收入分别为17.12/18.83/20.71亿元，毛利率为62.0%/64.0%/66.0%。

表8：我们预计公司电子信息化学品业务将保持高增速

业务	项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
电池化学品	营业收入（亿元）	51.16	66.79	106.87	128.24	141.07
	yoy		30.6%	60.0%	20.0%	10.0%
	毛利（亿元）	6.27	7.30	17.10	19.24	19.75
	毛利率	12.3%	10.9%	16.0%	15.0%	14.0%
电子信息化学品	营业收入（亿元）	11.34	14.65	21.97	32.95	46.14
	yoy		29.1%	50.0%	50.0%	40.0%
	毛利（亿元）	4.89	7.07	10.98	17.80	25.37
	毛利率	43.1%	48.3%	50.0%	54.0%	55.0%
有机氟化学品	营业收入（亿元）	15.29	14.26	17.12	18.83	20.71
	yoy		-6.7%	20.0%	10.0%	10.0%
	毛利（亿元）	9.34	8.81	10.61	12.05	13.67
	毛利率	61.1%	61.7%	62.0%	64.0%	66.0%
合计	营业收入（亿元）	78.47	96.39	145.95	180.02	207.91
	yoy		22.8%	51.4%	23.3%	15.5%
	毛利（亿元）	20.79	23.40	38.70	49.08	58.79
	毛利率	26.5%	24.3%	26.5%	27.3%	28.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、估值与评级

公司是高端精细化学品平台型企业，电池化学品通过波兰、马来西亚、美国、沙特等海外基地推进全球化布局，在电子信息化学品领域，公司电容化学品连续多年保持全球市占率第一，半导体级化学品则在国产替代加速与 AI 算力高景气的双轮驱动下进入快速放量阶段；在有机氟化学品领域，3M 退出 PFAS 生产后，公司有望成为全球电子级氟化液与电力绝缘气体环保化升级的国产受益厂商。三大业务协同驱动下，公司中期增长确定性强，电子化学品与有机氟化学品贡献主要利润弹性。

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 145.95/180.02/207.91 亿元，归母净利润为 22.18/29.90/38.19 亿元，对应当前股价 PE 为 20.7、15.4、12.1 倍，对应当前股价的 2027 年 PEG 为 0.44。我们分别选取与公司同为湿电子化学品龙头的江化微、主业为锂电且第二增长曲线同样布局电子级氟化液的多氟多、氟化工龙头巨化股份为可比公司，公司 2027 年 PE 与 PEG 均低于可比公司估值平均，首次覆盖，给予"买入"评级。

表9：公司 2027 年 PE 与 PEG 均低于可比公司估值平均

代码	可比公司名称	收盘价（元）	归母净利润（亿元）			P/E			PEG
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2027E
603078.SH	江化微	26.64	1.42	1.89	2.45	72.3	54.4	41.9	2.04
002407.SZ	多氟多	30.01	23.22	28.46	36.82	15.4	12.6	9.7	0.02
600160.SH	巨化股份	39.86	72.85	85.35	97.28	14.8	12.6	11.1	0.33
	平均					34.2	26.5	20.9	0.80
300037.sz	新宙邦	60.97	22.18	29.90	38.19	20.7	15.4	12.1	0.44

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：新宙邦、巨化股份盈利预测来自开源证券研究所，其余来自 Wind 一致预期，收盘价为 2026 年 8 月 3 日）

6、风险提示

(1) 行业竞争加剧。公司电池化学品业务所处的电解液行业近年产能大幅扩张，行业竞争加剧导致电解液价格持续下行，公司电池化学品业务的价格可能持续承压，进而拖累公司整体盈利能力。

(2) 技术替代风险。公司电池化学品业务以锂电池电解液为核心产品，全固态电池采用固态电解质替代液态电解液，若未来固态电池实现规模化量产并在动力电池领域加速渗透，将对传统液态锂电池电解液需求形成直接替代冲击，进而影响公司电池化学品业务的收入规模与产能利用率。

(3) 新业务放量不及预期。公司的数据中心氟化液、半导体电子化学品是重要增长看点，但大规模订单落地节奏、客户导入进度存在不确定性。

(4) 外汇风险。海外业务是公司重要的利润来源。公司海外基地布局涵盖波兰、马来西亚、美国、沙特等多个国家与地区，若人民币汇率出现大幅波动，或海外运营地货币汇率发生不利变动，可能对公司海外业务的汇兑损益产生负面影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	8247	10456	12806	14912	17322	营业收入	7847	9639	14595	18002	20791
现金	2745	1138	1724	2126	3614	营业成本	5768	7299	10726	13094	14912
应收票据及应收账款	2904	4318	5174	6980	7176	营业税金及附加	56	70	102	126	146
其他应收款	46	64	103	103	134	营业费用	119	149	161	180	208
预付账款	59	81	131	130	171	管理费用	384	432	511	540	520
存货	997	1215	2035	1933	2586	研发费用	393	502	540	594	624
其他流动资产	1497	3640	3640	3640	3640	财务费用	34	45	52	59	8
非流动资产	9376	9341	11845	13565	14926	资产减值损失	-45	-57	-29	-36	-42
长期投资	252	713	1191	1674	2164	其他收益	82	95	84	88	88
固定资产	4005	4582	6228	7299	8116	公允价值变动收益	-27	20	6	6	6
无形资产	842	826	870	918	922	投资净收益	20	156	65	74	82
其他非流动资产	4278	3220	3556	3675	3725	资产处置收益	-0	-0	0	0	-0
资产总计	17623	19798	24651	28478	32249	营业利润	1102	1293	2571	3459	4412
流动负债	4630	6083	9018	10433	11166	营业外收入	2	3	2	2	2
短期借款	754	350	523	1580	484	营业外支出	9	35	23	24	25
应付票据及应付账款	2922	4703	6784	7145	8676	利润总额	1095	1261	2550	3437	4389
其他流动负债	955	1031	1710	1708	2006	所得税	143	162	331	447	571
非流动负债	2770	2461	2535	2333	1930	净利润	952	1099	2218	2990	3819
长期借款	2391	2028	2103	1900	1497	少数股东损益	10	2	0	0	0
其他非流动负债	379	433	433	433	433	归属母公司净利润	942	1097	2218	2990	3819
负债合计	7401	8544	11553	12766	13096	EBITDA	1703	1950	3256	4342	5361
少数股东权益	472	458	458	458	458	EPS(元)	1.25	1.46	2.94	3.97	5.07
股本	754	752	754	754	754	主要财务比率					
资本公积	2852	2899	2899	2899	2899		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
留存收益	5860	6827	8314	10230	12758	成长能力					
归属母公司股东权益	9751	10795	12640	15253	18695	营业收入(%)	4.8	22.8	51.4	23.3	15.5
负债和股东权益	17623	19798	24651	28478	32249	营业利润(%)	-7.7	17.4	98.9	34.6	27.5
现金流量表(百万元)						归属于母公司净利润(%)	-6.8	16.5	102.2	34.8	27.7
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	获利能力					
经营活动现金流	818	1169	3409	2317	5475	毛利率(%)	26.5	24.3	26.5	27.3	28.3
净利润	952	1099	2218	2990	3819	净利率(%)	12.0	11.4	15.2	16.6	18.4
折旧摊销	487	569	596	775	880	ROE(%)	9.3	9.8	16.9	19.0	19.9
财务费用	34	45	52	59	8	ROIC(%)	7.9	8.8	14.3	15.8	18.0
投资损失	-20	-156	-65	-74		偿债能力					
营运资金变动	-820	-608	555	-1508	759	资产负债率(%)	42.0	43.2	46.9	44.8	40.6
其他经营现金流	185	221	53	75	91	净负债比率(%)	8.8	15.5	13.7	14.8	-3.2
投资活动现金流	-720	-1543	-3028	-2415	-2154		1.8	1.7	1.4	1.4	1.6
资本支出	1181	972	2622	2012	1751	速动比率	1.5	1.2	1.0	1.1	1.1
长期投资	355	-600	-477	-483	-490	营运能力					
其他投资现金流	107	30	71	80	88	总资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.7	0.7
筹资活动现金流	-297	-1236	153	-537	-745	应收账款周转率	3.4	3.1	3.6	3.5	3.4
短期借款	281	-404	173	1057	-1097	应付账款周转率	4.7	3.9	4.4	4.3	4.3
长期借款	122	-363	75	-202	-403	每股指标(元)					
普通股增加	4	-2	2	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.25	1.46	2.94	3.97	5.07
资本公积增加	149	48	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	1.55	4.52	3.07	7.26
其他筹资现金流	-853	-515	-97	-1392	754	每股净资产(最新摊薄)	12.57	13.99	16.43	19.90	24.46
现金净增加额	-200	-1608	534	-635	2576	估值比率					
数据来源：聚源、开源证券研究所						P/E	48.8	41.9	20.7	15.4	12.0
						P/B	4.9	4.4	3.7	3.1	2.5
						EV/EBITDA	27.4	24.5	14.7	11.1	8.5

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn