仅供内部参考，请勿外传！

海科新源（301292.SZ）

买入（首次评级）

量价齐升迎拐点，新品放量增弹性

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3,615	5,047	7,486	9,310	10,975
增长率 yoy（%）	7.5	39.6	48.3	24.4	17.9
归母净利润（百万元）	-267	-180	1,016	1,269	1,497
增长率 yoy（%）	-944.4	32.4	663.0	24.86	18.01
ROE（%）	-10.4	-7.5	29.9	27.1	24.3
EPS 最新摊薄（元）	-1.20	-0.81	4.56	5.69	6.72
P/E（倍）	-58.3	-86.2	15.3	12.3	10.4
P/B（倍）	5.5	5.9	4.2	3.1	2.4

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

行业周期触底回升，公司业绩强势反转。2025 年电解液溶剂行业产品价格持续低位，公司经营业绩承压。进入 2026 年，随着行业供需格局显著改善，叠加公司 25 万吨新建碳酸酯溶剂产能全面释放，且深度绑定比亚迪、法恩莱特等头部客户长协订单，公司 2026 年一季度实现营业收入 15.09 亿元，同比增长 33.90%；归母净利润 2.01 亿元，同比大幅增长 1922.01%，Q1 成功扭亏为盈。

下游新能源车与储能需求高增，行业供需紧平衡推动溶剂量价齐升。2026 年全球新能源车渗透率持续提升，叠加储能电池装机量快速增长，带动电解液溶剂需求同比增长，同时，根据石大胜华 2025 年年报，供给端行业新增产能增速大幅放缓至 20%以内，供需关系由过剩快速转为紧平衡，碳酸乙烯酯赛道仅新增一家 6 万吨产能的入局企业，且新增产线运行多不稳定，行业整体开工率仅 30%-40%。公司作为全球锂离子电池电解液溶剂龙头企业，凭借产能优势与优质客户资源保持满产满销，产品出货量同比大幅增长，叠加碳酸酯系列溶剂价格自 2025Q4 以来触底反弹，主业迎来量价齐升的上行周期。

纵向布局添加剂等高附加值产品，新品逐步放量开辟第二增长曲线。公司积极推进从单一溶剂生产商向"溶剂+添加剂+锂盐+前沿锂电材料"的综合锂电材料平台转型，目前 VC、FEC 等电解液添加剂产能已陆续投产并实现稳定供货。添加剂产品毛利率显著高于传统碳酸酯溶剂。同时，公司新品已逐步导入天赐材料、新宙邦等头部电解液厂商供应链，收入占比稳步提升。高附加值产品的持续放量将不断优化公司产品结构，显著增厚公司盈利水平，打开中长期成长空间。

丙二醇供需向好，精细化工构筑业绩压舱。2025 年美妆市场扩容带动丙二醇内需稳步提升，行业出口大增、进口连降五年，国产替代持续兑现。公司具有医药/食品级丙二醇的稀缺资质，2025 年高端丙二醇、1,3-丁二醇等产品销量分别同比增长 42%及 45%，且公司产品顺利进入欧莱雅、资生堂、强生等国际日化头部企业供应链。2026 年 PO 原料涨价助推丙二醇价格上行，高端产品盈利持续改善；同时 DMC 装置联产工业丙二醇，依托周期涨价进一步增厚溶剂收益，消费化工弱周期属性有效对冲锂电波动，成为公司重要盈利补充。

投资建议：公司为全球锂离子电池电解液溶剂重要供应商，坚定围绕“锂电池材料+消费化学品”双轮驱动战略，在新能源车与储能“双引擎”真实需求的支撑下，

股票信息

行业	基础化工
2026 年 07 月 10 日收盘价(元)	61.04
总市值（百万元）	13,599.45
流通市值（百万元）	5,199.95
总股本（百万股）	222.80
流通股本（百万股）	85.19
近 3 月日均成交额(百万元)	1,290.44

作者


分析师 张磊
SAC：S1070525100001
邮箱：zhanglei2@cgws.com


分析师 孙诗宁
SAC：S1070525070005
邮箱：sunshining@cgws.com

相关研究

公司在 2026Q1 已经实现量价齐升，我们预计 2026-2028 年公司营业收入为 74.86/93.10/109.75 亿元，同比分别增长 48.31%/24.37%/17.88%；归母净利润为 10.16/12.69/14.97 亿元，分别同比增长 663.00%/24.86%/18.01%；EPS 分别为 4.56/5.69/6.72 元/股，对应当前股价（2026 年 7 月 7 日收盘价）PE 分别为 15X/12X/10X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品价格波动风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险、新项目投产及客户导入不及预期风险。

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

1. 全球领先的锂离子电池电解液溶剂供应商 5
1.1 深耕电解液溶剂市场，锂电材料与消费化学品双轮驱动 5
1.2 基础化工起家，电池材料平台持续升级 6
1.3 管理层深耕化工产业，研发团队支撑产品升级 7
1.4 营收稳步增长，盈利触底修复趋势明确 8
2. 新能源车与储能需求共振，电解液材料进入供需修复阶段 11
2.1 电解液材料居产业链中游，溶剂与添加剂决定电芯性能 11
2.2 动力与储能双轮驱动，电解液材料需求弹性释放 12
2.3 供需边际逐步改善，材料价格触底修复 14
3. 长协产能与产品升级共振，盈利弹性逐步释放 16
3.1 绑定头部客户，长协订单为新增产能提供需求保障 16
3.2 行业集中度高，齐套供应与工艺能力构筑公司核心壁垒 16
3.3 重点项目进入兑现，产能释放匹配订单节奏 17
3.4 价格触底回升叠加海外高毛利贡献，公司毛利率有望持续修复 18
3.5 丙二醇产品国产提速，精细化工筑牢盈利底盘 19
4.投资建议 21
4.1 盈利预测 21
4.2 可比公司估值与投资建议 21
风险提示 23

图表目录

图表 1： 海科新源产品 5
图表 2： 海科新源生产基地及海外仓储 6
图表 3： 公司发展历程 7
图表 4： 公司股权高度集中（截至 2026 年一季度末） 8
图表 5： 公司营业收入及同比 8
图表 6： 公司归母净利润及同比 8
图表 7： 公司毛利率与净利率 9
图表 8： 各产品营收占比 9
图表 9： 各产品毛利率 9
图表 10： 公司期间费用 10
图表 11： 公司费用率 10
图表 12： 锂电池电解液材料产业链结构 11
图表 13： 锂离子电池电解液组成 12
图表 14： 电池成本结构（2025 年） 12
图表 15： 全球锂离子电池出货量上升显著 13
图表 16： 中国电解液出货量 13
图表 17： 电解液溶剂出货量 13

仅供内部参考，请勿外传！

图表 18： 2021-2025 年中国电解液添加剂出货量（万吨） 13
图表 19： 六氟磷酸锂价格走势图 14
图表 20： 电解液价格走势图（万元/吨） 14
图表 21： 电解液溶剂价格走势图（元/吨） 14
图表 22： 电解液添加剂价格走势图（万元/吨） 14
图表 23： 2025 年全球电解液溶剂市场份额 17
图表 24： 公司 2025 年主要产品产能、在建产能与产能利用率 17
图表 25： 公司重点在建项目进展 18
图表 26： 公司产品内销 18
图表 27： 公司产品外销 18
图表 28： 环氧丙烷价格（元/吨） 20
图表 29： 丙二醇价格走势（元/吨） 20
图表 30： 公司各业务盈利预测（单位：亿元） 21
图表 31： 可比公司估值表（截至 2026.7.7） 22

1. 全球领先的锂离子电池电解液溶剂供应商

1.1 深耕电解液溶剂市场，锂电材料与消费化学品双轮驱动

深耕碳酸酯溶剂二十余年，电解液材料平台型企业逐步成型。公司成立于 2002 年，从基础化工业务起步，依托对碳酸酯产业链的长期积累逐步切入锂电池电解液材料赛道，目前已形成"锂电池电解液材料+消费化学品"双轮驱动业务结构。锂电材料端，公司已覆盖五种碳酸酯溶剂，并布局多品类添加剂/锂盐及前沿电解质材料；消费化学品端，公司在医药级、食品级、化妆品级精细化学品领域深耕多年，已与国际日化公司建立长期合作。产品矩阵围绕高纯度、下游多领域延伸，整体业务结构与盈利来源逐步多元化。

图表1：海科新源产品

产品类别	主要产品	主要应用领域
锂电池电解液材料	DMC、EMC、DEC、EC、PC 等碳酸酯电解液溶剂产品	用于锂离子电池电解液配制，终端应用于新能源汽车、储能、消费电子等领域
	EA、MA、MP、EP、PP 等羧酸酯系列产品	液态电池电解液溶剂产品，提升电池的倍率、低温性能和高电压性能
	VC、FEC、DTD、LiFSI、LiODFB、$LiBF_4$等锂盐和添加剂产品	用于改善电池循环寿命、高低温性能、安全性及倍率性能
消费化学品	药用级丙二醇等药用辅料化学品	用于医药制剂中的保湿剂、溶剂、载体等
	食品级丙二醇等食品添加剂化学品	用于食品、香精香料、烟草等领域
	1,3-丁二醇、1,2-己二醇、1,2-戊二醇、苯氧乙醇等化妆品用化学品	用于护肤品、个人护理品中的保湿、防腐及溶剂体系
	工业级丙二醇、二丙二醇等基础化学品	用于树脂、防冻液、聚氨酯、涂料等工业领域

资料来源：公司官网，公司招股说明书，公司 2025 年报，长城证券产业金融研究院

产品技术指标对标国际一流水平，下游客户矩阵覆盖电解液和电池头部企业。根据公司 2025 年年报，公司五种电解液溶剂产品纯度均达到 99.995%以上，水含量小于 10ppm，单个杂质小于 4ppm，色度小于 5；生产工艺采用热泵精馏、结晶提纯、反应精馏、二氧化碳回收、膜分离脱水等连续化工艺，主要装置具备柔性调节能力。电解液材料下游客户已覆盖天赐材料、瑞泰新材、中央硝子、法恩莱特、比亚迪锂电池等国内外头部电解液与电池企业；消费化学品端公司与欧莱雅、资生堂、强生、联合利华等国际日化巨头建立稳固合作。

三大生产基地协同布局，欧美仓储基地构建全球化交付网络。公司布局山东东营、江苏连云港、湖北宜昌三大现代化生产基地，并配套东营、苏州两大研发中心。为响应全球锂电池产业海外扩张趋势，公司精准布局海外服务网络，已先后设立欧洲子公司、欧洲仓储基地及美国子公司、美洲仓储基地，依托欧洲消费化学品前置仓可实现 72 小时本地化供应，有效缩短海外交付周期、提升客户响应速度，海外服务网络已成为公司高质量发展的重要支撑。

仅供内部参考，请勿外传！

图表2：海科新源生产基地及海外仓储



资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

1.2 基础化工起家，电池材料平台持续升级

碳酸酯溶剂起家，逐步升级为电解液材料平台型企业。公司发展可大致划分为三个阶段：

（1）起步阶段（2002-2005 年）

公司 2002 年成立于山东东营，前期围绕工业级 DMC 及异丙醇等基础化工产品起步，建立规模化生产能力与早期客户基础，并搭建了以技术为核心的研发团队。

（2）突破发展阶段（2006-2015 年）

公司持续加大新产品的研发投入并实现了电解液溶剂、丙二醇和异丙醇等重要产品更新换代和新产品的研发生产突破。2013-2014 年公司完成工业级 DMC 向电池级 DMC 的产品升级，正式进入新能源锂电材料赛道，同期医药级丙二醇通过国家药品审评中心备案，公司消费化学品业务向高端化升级，打破陶氏、利安德、SK 等国际品牌的市场垄断。

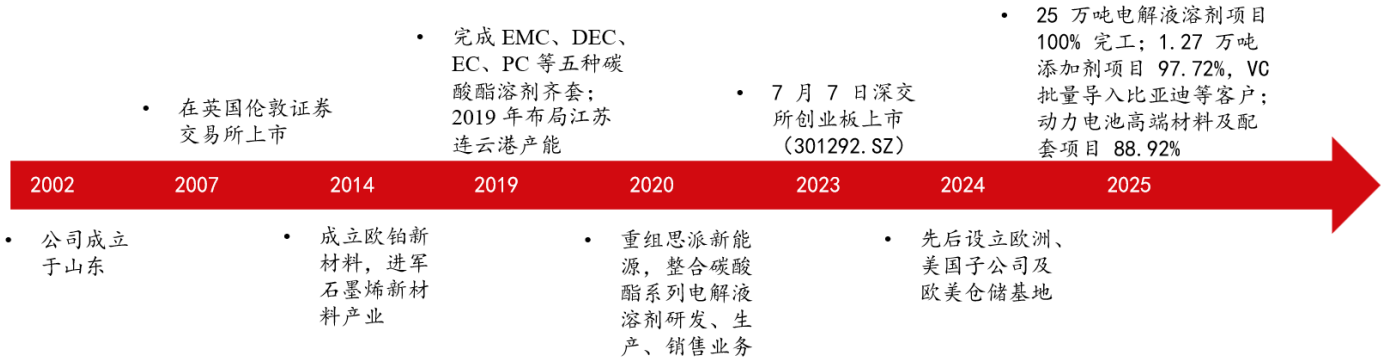
（3）业务深耕，引领电解液溶剂市场（2016 至今）

2016 年起公司依据下游客户需求陆续完成 EMC、DEC、EC、PC 等五种高纯碳酸酯溶剂齐套，建立国内外一站式溶剂供应能力，实现了研产销一体化。2019 年在江苏连云港徐圩新区投资布局完善华东产能，2023 年 7 月公司于深交所创业板上市，资本市场平台进一步打开融资与扩张空间。上市后产品边界进一步拓展，添加剂和前沿材料打开平台化空间。公司围绕电解液溶剂、添加剂、高端动力电池材料及半固态氧化物陶瓷类电解质持续布局，以 LATP 型产品为核心推进半固态及固态电解质研发，并同步推动产品导入客户端评测验证。

仅供内部参考，请勿外传！

2025 年起加速向电解液材料平台升级，长协订单与添加剂项目同步落地。2025 年公司进入锂离子电池电解液溶剂龙头向电解液材料平台升级阶段，湖北基地 25 万吨电解液溶剂项目已全面建成投产、1.27 万吨添加剂项目工程进度 97.72%且部分已投产、动力电池高端材料及配套项目工程进度 88.92%，新增产能依次进入放量期；同时，根据公司《关于签署战略合作暨原材料供货协议的公告》以及《关于签署长期合作协议暨湖北项目管输合作协议的公告》，公司在 2025 年底和 2026 年初分别与法恩莱特、比亚迪锂电池等头部客户密集签署长期供货协议，长协订单充足。公司产品结构由溶剂为主向“溶剂+添加剂+配方服务”的综合材料平台延伸。

图表3：公司发展历程

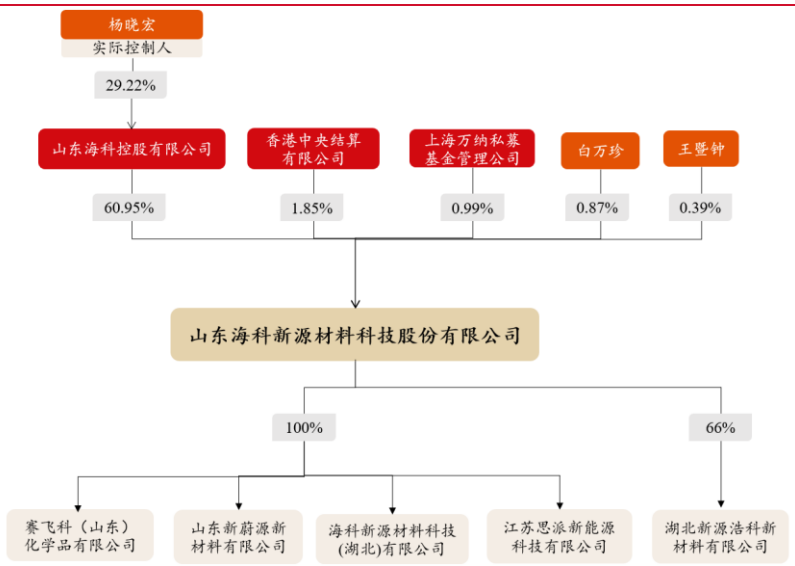


资料来源：公司 2024-2025 年年报，公司招股说明书，欧铂新材官网，首次公开发行股票并在创业板上市之上市公告书，长城证券产业金融研究院

1.3 管理层深耕化工产业，研发团队支撑产品升级

控股股东集中稳定，实控人产业经验深厚。公司控股股东为山东海科控股有限公司，实际控制人、董事长为杨晓宏。根据公司 2025 年年报以及 2026 年一季报，截至 2026 年 3 月 31 日，实控人、董事长杨晓宏持有山东海科控股有限公司 29.22%股份，山东海科控股有限公司为公司最大股东，持股超 60%，股权结构集中稳定。杨晓宏曾长期任职于东营石油化工厂和海科化工等主体，对化工行业生产经营和产业周期具备较深积累；总经理马立军、副总经理兼董事会秘书尉彬彬、董事张在忠等核心管理层亦具备多年化工和新能源材料从业经验，管理层产业经验丰富。

图表4：公司股权高度集中（截至 2026 年一季度末）



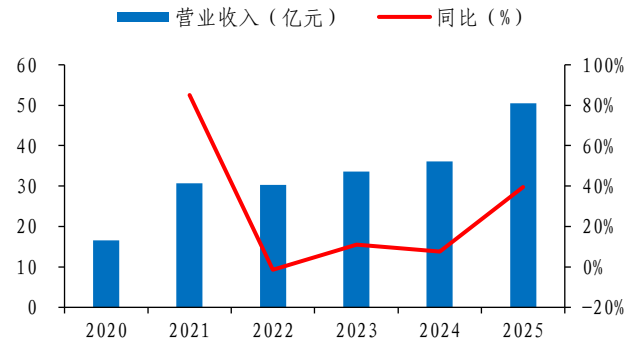
资料来源：ifind，公司 2025 年年报、公司 2026 年一季报，长城证券产业金融研究院

研发人员占比提升，研发投入聚焦添加剂、新型溶剂和前沿材料。2025 年末公司研发人员 149 人，占员工总数 13.12%，较 2024 年提升 3.32pct；公司累计获得授权专利 122 项，其中发明专利 72 项、实用新型专利 50 项。2025 年公司研发投入 1.89 亿元，同比增加 24.16%，重点投向添加剂、新型溶剂、固态电解质等方向。研发配置提升与公司产品矩阵升级方向一致，是后续从规模型溶剂供应向性能型材料配套延伸的基础。

1.4 营收稳步增长，盈利触底修复趋势明确

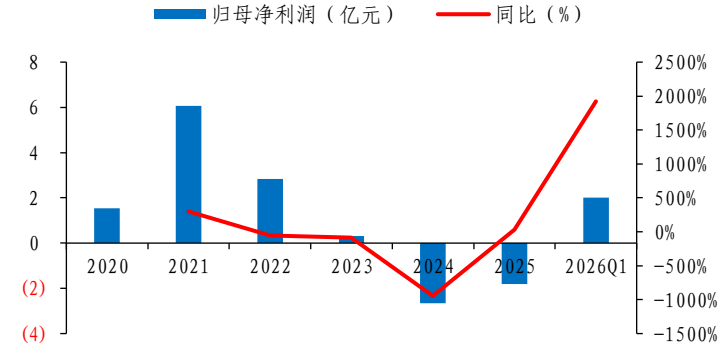
2025 年收入增速明显抬升，2026Q1 利润端扭亏为盈。营收端，自 2022 年以来公司营收持续稳定增长，2025 年全年实现营业收入 50.47 亿元，同比增长近 40%，主要系下游行业景气度高涨带动销量提升，叠加下半年产品价格有所修复。2026Q1 公司实现营业收入 15.09 亿元，同比增长 33.90%，营收端持续增长动能强劲。利润端，2025 年公司归母净利润-1.80 亿元，同比减亏 32.42%；2026Q1 公司利润端持续修复，实现归母净利润 2.01 亿元，同比增长 1922.01%，利润端触底修复，主要受销量增加、产品价格上涨及盈利能力提升带动。

图表5：公司营业收入及同比



资料来源：公司 2023-2025 年年报，公司招股说明书，长城证券产业金融研究院

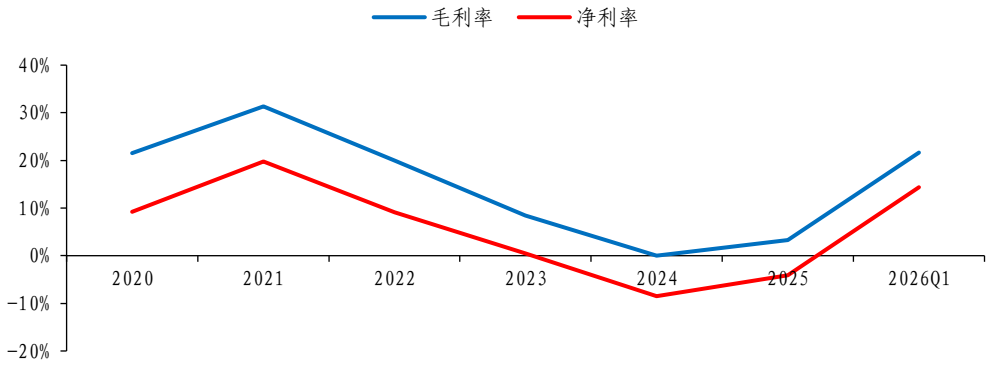
图表6：公司归母净利润及同比



资料来源：公司 2023 年-2025 年年报，2026 年一季报，公司招股说明书，长城证券产业金融研究院

2025 年综合毛利率触底回升，碳酸酯系列稳居核心收入来源。2025 年公司综合毛利率为 3.23%，综合净利率为-4.09%，相较于 2024 均有所改善；2026Q1 盈利能力进一步提升，综合毛利率进一步回升至 21.62%。综合毛利率修复的核心驱动来自占主营业务收入 71.21%的碳酸酯系列，板块毛利率由 2024 年的-4.16%回升至 2025 年的 1.78%，提升 5.94pct，由负转正贡献正向毛利。

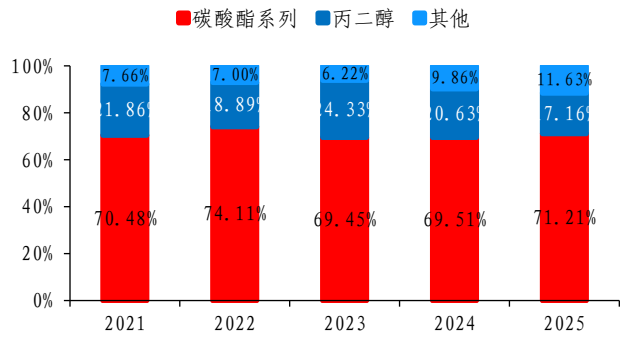
图表7：公司毛利率与净利率



资料来源：ifind，公司 2023 年-2025 年年报，2026 年一季报，公司招股说明书，长城证券产业金融研究院

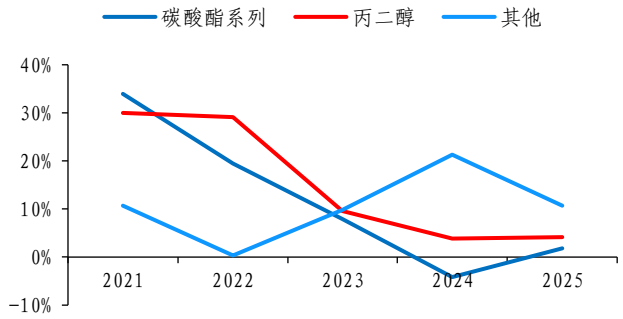
各业务板块毛利率分化，碳酸酯系列盈利率先修复。分产品看，碳酸酯系列为公司核心收入来源，2025 年实现收入 35.95 亿元，该业务营收占比自 2023 年逐年上行，2025 年占比达到 71.21%。同时，2025 年公司碳酸酯板块毛利率回正，由 2024 年的-4.16%回升至 2025 年的 1.78%，且丙二醇业务 2025 年毛利率小幅增长至 4.19%，公司主营业务盈利能力明显改善。

图表8：各产品营收占比



资料来源：公司 2023-2025 年年报，公司招股说明书，长城证券产业金融研究院

图表9：各产品毛利率

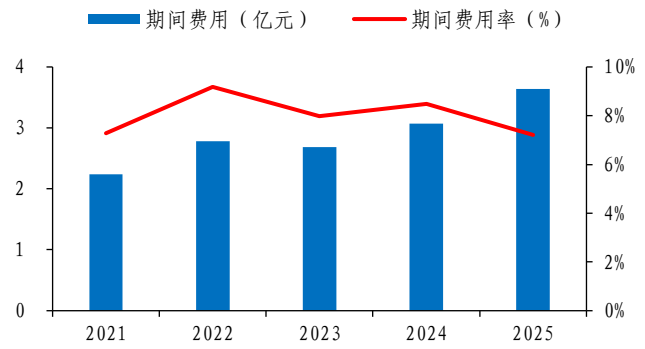


资料来源：公司 2023-2025 年年报，公司招股说明书，长城证券产业金融研究院

期间费用率回落至近 5 年最低水平，费用管控成效显现。2025 年公司期间费用率为 7.21%，回落至近五年最低水平，整体呈现波动下行趋势；其中销售费用率与管理费用率自 2022 年高点后稳步下降，主要受益于规模效应释放与流程优化共同推动。整体来看，公司期间费用管控良好，叠加新增产能爬坡后的固定成本摊薄效应，为盈利修复的延续性提供较好支撑。

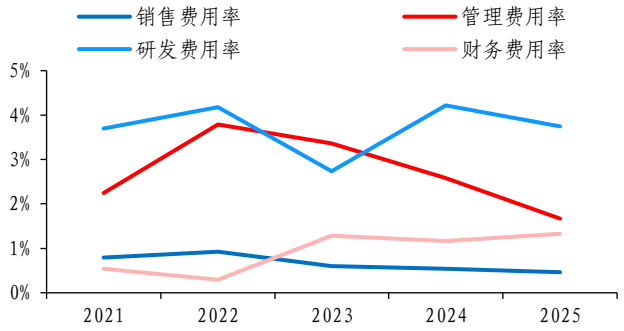
仅供内部参考，请勿外传！

图表10：公司期间费用



资料来源：公司 2023-2025 年年报，公司招股说明书，长城证券产业金融研究院

图表11：公司费用率



资料来源：公司 2023-2025 年年报，公司招股说明书，长城证券产业金融研究院

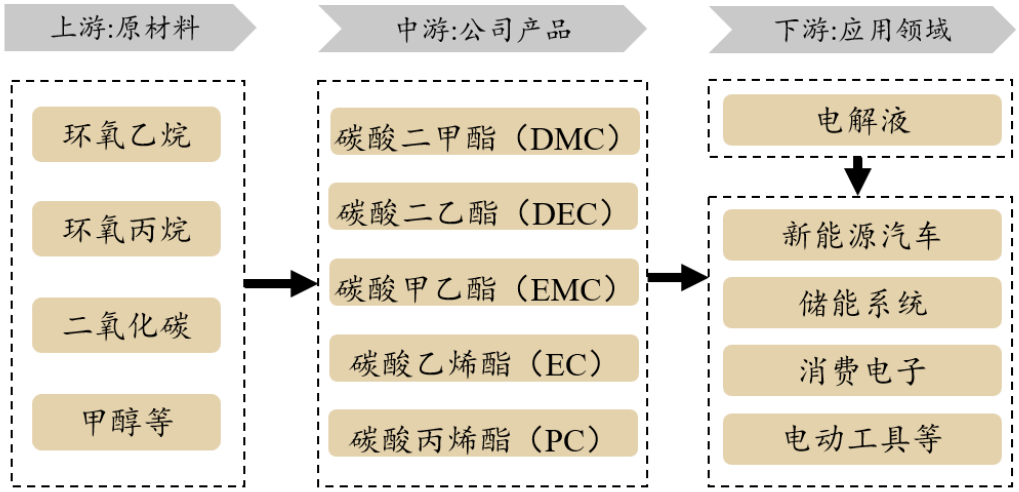
仅供内部参考，请勿外传！

2. 新能源车与储能需求共振，电解液材料进入供需修复阶段

2.1 电解液材料居产业链中游，溶剂与添加剂决定电芯性能

电解液溶剂位于锂电池产业链中游，连接基础化工原料与电池材料环节。电解液是锂离子电池内部离子传导的关键介质，由溶剂、锂盐与添加剂按一定比例配制而成，直接决定电池的能量密度、倍率、寿命与安全性能。从产业链来看，上游主要原材料包括环氧乙烷（EO）、环氧丙烷（PO）、二氧化碳、甲醇等基础化工产品，价格通常受原油价格波动影响；中游为碳酸酯类电解液溶剂及添加剂厂商，通过 EO/PO 两条工艺路线生产 EC、PC、DMC、EMC、DEC 五大碳酸酯溶剂，并配套 VC、FEC 等功能性添加剂；下游为电解液厂商，将溶剂、添加剂、锂盐复配为电池级电解液，再进一步配套至动力电池、储能电池及数码电池厂商，最终应用于新能源汽车、储能电站与消费电子三大场景。

图表12：锂电池电解液材料产业链结构



资料来源：华经产业研究院，长城证券产业金融研究院

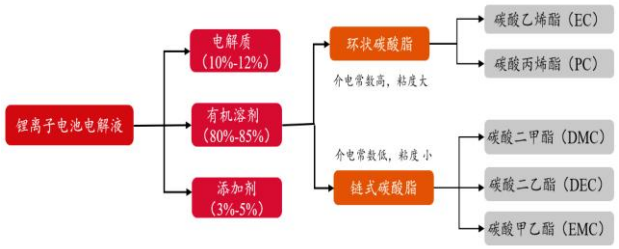
主导

电解液溶剂以碳酸酯类为主，按结构可分为环状（EC、PC）和链状（DMC、DEC、EMC）两类。环状碳酸酯介电常数高、稳定性好，链状碳酸酯黏度低、电导率高且成本较低，由于单一溶剂难以兼顾电导率、黏度、低温及循环等要求，实际应用中通常采用多种溶剂复配。五大碳酸酯溶剂的主流生产工艺包括 EO 与 PO 两条路线，目前以 PO 工艺为主。

锂离子电池电解液主要由溶剂、锂盐和添加剂组成，成本约占电池生产成本的 7%-8%。根据石大胜华港股上市申请书（第一次呈交）援引弗若斯沙利文和各公司年报的数据，从电解液内部质量结构看，有机溶剂占比最高，约为 80%-85%，锂盐约占 10%-12%，添加剂约占 3%-5%。功能分工方面，溶剂承担溶解锂盐、构建离子传输环境的核心介质功能，对纯度、水分与杂质含量要求严苛；锂盐决定锂离子的解离与传输；添加剂则在 SEI 成膜、循环寿命、安全性、低温与高电压稳定性等性能维度提供差异化调节。

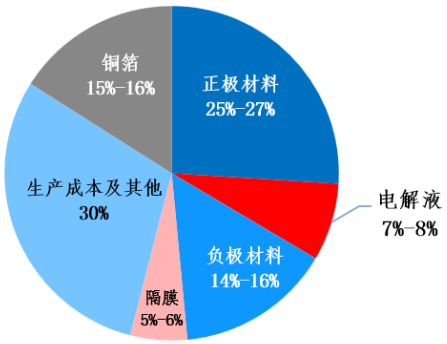
仅供内部参考，请勿外传！

图表13：锂离子电池电解液组成



资料来源：公司招股说明书，石大胜华港股上市申请书（第一次呈交），长城证券产业金融研究院

图表14：电池成本结构（2025 年）



资料来源：石大胜华港股上市申请书（第一次呈交），弗若斯沙利文，各公司年报，长城证券产业金融研究院

2.2 动力与储能双轮驱动，电解液材料需求弹性释放

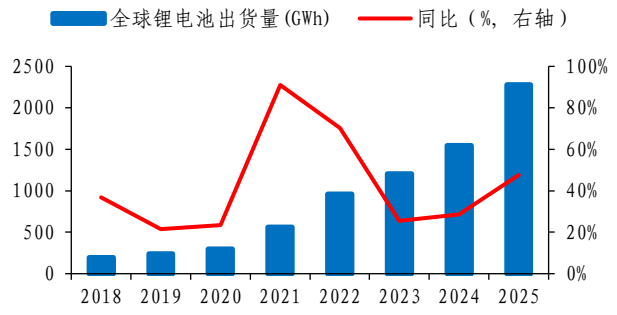
新能源汽车销量持续高增，动力电池需求保持快速扩张。全球新能源汽车销量近年保持较高增长，是锂电池产业链重要的需求拉动力之一。根据 SNEResearch 统计数据，2025 年全球新能源汽车销量达 2,147 万辆，同比增加 21.5%。中国市场是全球新能源车增长的核心引擎，根据中汽协数据，2025 年中国新能源汽车产销分别完成 1,662.6/1,649 万辆，同比分别增加 29%/28.2%，新能源汽车销量占当年中国汽车总销量比重为 47.9%。根据 EVTank 预测，2030 年全球新能源汽车销量有望达到 4,265 万辆，总体市场渗透率将超过 40%，新能源汽车市场仍将保持稳健增长，为电解液溶剂提供持续的需求支撑。在新能源汽车产销高增带动下，全球动力电池使用量同步快速放量，根据 SNEResearch，2025 年全球动力电池使用量达 1,187GWh，同比增加 31.7%。

储能成为锂电池需求增量的重要来源。在储能电池应用领域，电网储能、基站备用电源、家庭光储系统、电动汽车光储式充电站等细分赛道均呈现快速增长态势，从欧美成熟市场到亚非拉美新兴市场，全球储能产业布局持续推进，储能正成为锂电池需求增长的核心引擎之一。根据 SNEResearch 数据，2025 年全球储能电池出货量达 550GWh，同比激增 79%，成为电解液材料行业增长的重要引擎。储能电解液配方中溶剂与添加剂用量呈现 10-20%的增量趋势，结构性升级带动功能性添加剂、专用溶剂等高价值组分需求同步扩张。根据公司 2025 年年报，2026 年储能行业增速预计超过 50%，是锂电池产业链未来 3-5 年最重要的需求增量来源。

锂电池出货扩张直接带动电解液需求高增。电动汽车市场和储能行业的双重增长红利下，锂电池出货量显著增长，下游应用场景持续拓宽，市场需求迎来扩容。根据 EVTank 数据，2025 年全球锂离子电池出货量约 2,280.5GWh，同比增长 47.6%，动力与储能电池均贡献增量。下游电池出货扩张直接驱动电解液需求放量，根据石大胜华 2025 年年报，2025 年全球锂离子电池电解液出货量 236.7 万吨，同比增加 44.5%；其中中国电解液实际出货量 223.5 万吨，全球占比由 2024 年的约 90%进一步提升至 93.05%，中国为全球电解液核心供应基地。

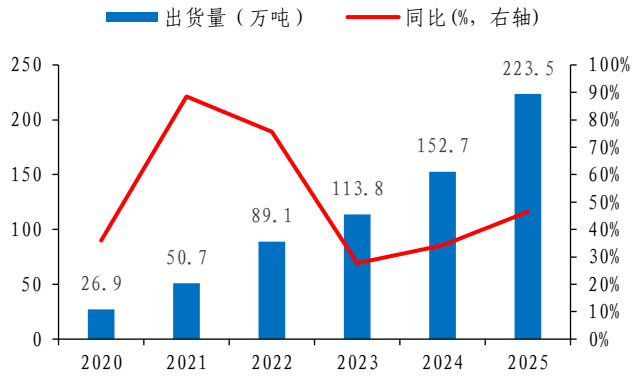
仅供内部参考，请勿外传！

图表15：全球锂离子电池出货量上升显著



资料来源：EVTank，电池网，长城证券产业金融研究院

图表16：中国电解液出货量

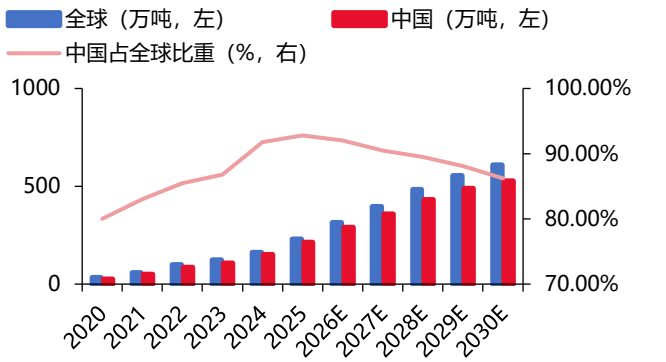


资料来源：EVTank，电池网，长城证券产业金融研究院

溶剂供需趋向紧平衡，头部优势凸显带动价涨。据石大胜华 2025 年年报，2025 年国内电解液溶剂需求量同比增长约 45%至 189.4 万吨，而供给端新增产能有限、产能增速放缓至 20%以内，其中碳酸乙烯酯赛道仅新增一家 6 万吨产能的入局企业，且新增产线运行多不稳定，行业整体开工率仅 30%-40%，其中头部企业开工率较高、中小产能开工偏低，头部企业凭借满负荷运行和稳定客户结构无需参与价格内卷，最终带动碳酸酯溶剂价格筑底反弹。

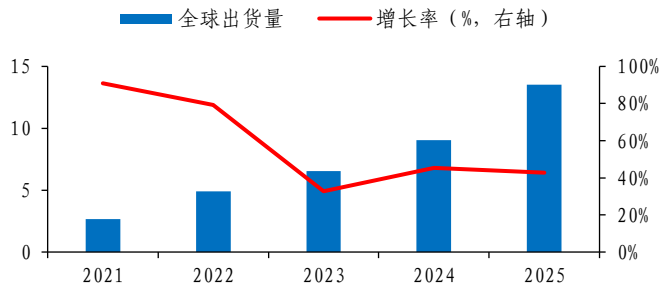
添加剂为电池配方升级的核心受益品种，量价齐升弹性较大。添加剂领域，VC、FEC、DTD、LiFSI、LiODFB、$LiBF_4$等添加剂在改善 SEI 膜、提升循环寿命、保障倍率与低温性能及高电压稳定性方面作用突出，需求增长除受电池出货拉动外，更受电池配方升级驱动。根据华盛锂电港股上市申请书（第一次呈交）援引中国电池工业协会及灼识咨询数据，2021-2025 年中国电解液添加剂出货量由 2.67 万吨增长至 13.54 万吨，2025 年同比增长率高达 42.89%。其中，我国 VC 出货量增长迅猛，由 2020 年的 0.48 万吨上升至 2025 年的 6.82 万吨，年均复合增长率达 70.02%，显著快于锂电池电解液添加剂整体水平及 FEC（36.22%）和其他添加剂（54.35%）。

图表17：电解液溶剂出货量



资料来源：石大胜华港股上市申请书（第一次呈交），长城证券产业金融研究院

图表18：2021-2025 年中国电解液添加剂出货量（万吨）



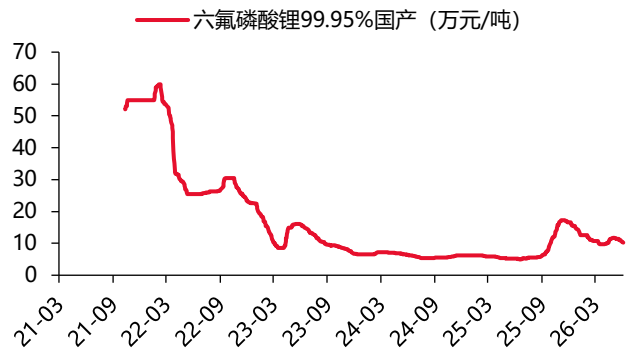
资料来源：华盛锂电港股上市申请书（第一次呈交），中国电池工业协会，灼识咨询，长城证券产业金融研究院

仅供内部参考，请勿外传！

2.3 供需边际逐步改善，材料价格触底修复

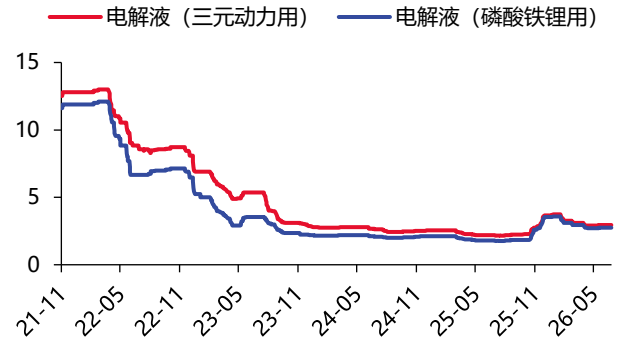
前期价格竞争压缩盈利空间，2025H2 电解液与六氟磷酸锂率先开启价格修复。2021 年后锂电材料价格高位回落，电解液与六氟磷酸锂价格均经历较长时间下行，行业盈利空间被压缩，部分低效产能开工承压；进入 2025 年下半年，下游需求增长叠加供给端新增产能放缓，行业供需关系持续改善，电解液与六氟磷酸锂价格率先反弹。根据 SMM 数据，六氟磷酸锂均价由 2025 年 7 月的 4.9 万元/吨上涨至 12 月的 16.7 万元/吨；同期三元动力用电解液与磷酸铁锂用电解液价格亦自低位修复，2026 年相关产品价格维持修复后区间震荡，电解液材料板块景气度持续边际向好。

图表19：六氟磷酸锂价格走势图



资料来源：SMM，长城证券产业金融研究院

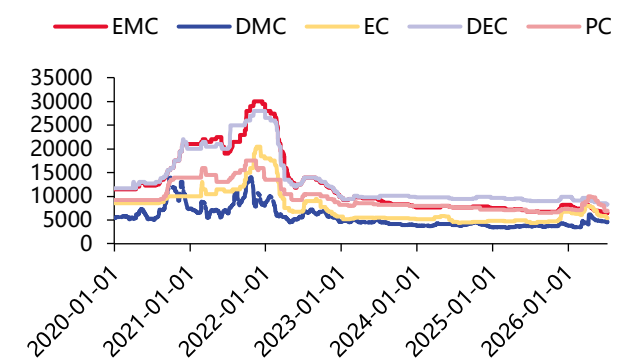
图表20：电解液价格走势图（万元/吨）



资料来源：SMM，长城证券产业金融研究院

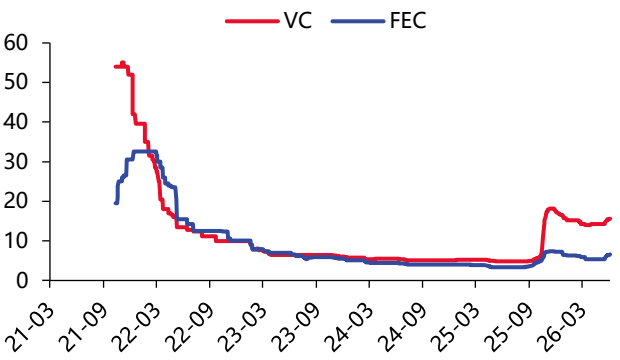
电解液溶剂与添加剂价格同步修复，添加剂价格弹性领先。根据 SMM 数据，截至 2026 年 7 月 9 日，三元动力用电解液与磷酸铁锂用电解液价格分别为 2.94/2.76 万元/吨，年度分别上涨 34.02%/53.76%；VC、FEC 价格分别为 15.60/6.55 万元/吨，VC 年度涨幅达 220.33%，FEC 年度涨幅为 98.48%。添加剂单位价值量较高，价格弹性显著领先于常规碳酸酯溶剂，是本轮行业盈利修复的重要驱动来源。

图表21：电解液溶剂价格走势图（元/吨）



资料来源：SMM，长城证券产业金融研究院

图表22：电解液添加剂价格走势图（万元/吨）



资料来源：SMM，长城证券产业金融研究院

仅供内部参考，请勿外传！

价格触底修复，龙头企业盈利弹性更大。本轮价格修复是需求、供给与价格机制共同作用的结果：需求端，新能源汽车与储能电池出货高增带动电解液及上游材料排产改善；供给端，2025 年电解液溶剂新增产能减少、产能增速放缓，行业整体开工率仍处低位，头部企业开工率相对较高；价格机制上，原材料价格上涨与下游需求改善共同推动部分品种进入价格修复窗口。

价格修复对行业的影响主要体现在三个方面：

（1）溶剂与添加剂价格回升有助于改善行业毛利率，行业盈利能力底部反转；

（2）头部企业开工率较高，并具备客户结构、规模交付与工艺成本优势，价格修复向盈利端传导；

（3）行业新增产能放缓、低开工产能修复仍需时间，供给端改善有望延续，后续竞争将更多体现为成本控制、技术能力、合规生产和客户服务能力的综合竞争。

价格修复持续性仍取决于储能与动力电池需求增速、新增产能投放节奏及原材料价格变化。

3. 长协产能与产品升级共振，盈利弹性逐步释放

3.1 绑定头部客户，长协订单为新增产能提供需求保障

电解液材料客户认证壁垒高、切换成本大，公司已稳定进入国内外主流市场体系。根据公司 2025 年年报以及招股说明书，电解液材料属于直接影响电池性能的关键配料，公司需经过客户调查评估、验厂考察、样品测试等多重认证程序，认证周期较长。一旦完成供应商资质认证，客户对供应商粘性较强、切换成本较高。公司是全球主要的锂离子电池电解液溶剂制造商之一，在电解液溶剂行业居于领先地位，其碳酸酯系列锂离子电池电解液溶剂国内主要客户包括天赐材料、比亚迪、国泰华荣等；海外主要客户包括中央硝子、韩国天宝、韩国 ENCHEM 等知名锂电池电解液厂商。其中，天赐材料、国泰华荣、韩国 ENCHEM 等客户的终端客户为特斯拉、宁德时代、LG、三星 SDI 及松下等全球范围内知名锂离子电池厂商。

法恩莱特、比亚迪锂电池长协订单密集落地，下游需求可见度大幅提升。2025 年 12 月以来，公司密集签署核心客户长期供货协议。根据公司《关于签署战略合作暨原材料供货协议的公告》以及《关于签署长期合作协议暨湖北项目管输合作协议的公告》，2025 年 12 月，公司与法恩莱特签署供货协议，约定 2026-2028 年法恩莱特向公司及子公司采购电解液溶剂及添加剂合计约 27 万吨；2026 年 1 月，公司与比亚迪锂电池签署长期合作协议，约定 3 年协议期内公司以管输方式向比亚迪锂电池湖北项目供应 DMC、EC、EMC、DEC 四款溶剂，保证产能满足每年至少 10 万吨需求。两份长协落地夯实中长期下游合作基础，且涵盖公司核心溶剂品类，为公司新增产能释放提供较强的需求保障。

销量与产量同步快速增长，一站式供应增强客户粘性。根据公司 2025 年年报，受益于下游行业景气度高涨，2025 年公司主要产品销量与产量同步快速增长，全年销售量约 86.72 万吨、生产量约 100.58 万吨，同比分别增长 47.37%、45.08%。主要产线产能利用率较 2024 年全面提升，均突破 100%（碳酸酯/丙二醇/添加剂分别达 109.66%/114.68%/102.74%），其中碳酸酯较 2024 年提升 23.96pct，产销两旺格局有效兑现。公司“五种碳酸酯溶剂+核心添加剂+锂盐”一站式打包供应模式，有助于降低头部客户的供应链管理成本、保障电解液原料批次间一致性，与核心客户的合作深度持续提升，或将利好公司产销量进一步增长。

3.2 行业集中度高，齐套供应与工艺能力构筑公司核心壁垒

电解液溶剂行业集中度较高，公司处于全球第一梯队。根据观研天下数据，2025 年全球电解液溶剂市场份额前五大企业分别为石大胜华、海科新源、抚顺东科、华鲁恒升与新宙邦，市场份额分别约为 22.2%、21.1%、16.6%、15.9%和 8.3%，CR5 合计超过 80%，公司位居全球第二、国内第二，与龙头企业市场份额相差甚微。基于如此集中的行业格局，头部企业依托规模、品质、成本、客户认证和齐套供应能力或将获得更高市场份额。

图表23：2025 年全球电解液溶剂市场份额

排名	企业	出货量（万吨）	市场份额
1	石大胜华	51.00	22.20%
2	海科新源	48.60	21.10%
3	抚顺东科	38.10	16.60%
4	华鲁恒升	36.50	15.90%
5	新宙邦	19.10	8.30%
-	其他	36.71	16.00%
总计		**230.01**	**100%**

资料来源：观研天下，长城证券产业金融研究院

碳酸酯+添加剂+专用溶剂矩阵，构筑公司核心壁垒。在维持电解液溶剂行业领先地位的同时，公司积极拓展第二增长曲线，布局锂电池电解液新型添加剂、固态电解质及新型溶剂等产品，为全球电解液客户提供一站式服务。

添加剂方面，公司具备 VC、FEC、DTD、LiFSI、LiODFB、$LiBF_4$等品类量产能力，分别匹配 SEI 成膜、硅基负极、高温稳定与高电压体系等差异化性能需求。专用溶剂方面，公司前瞻布局羧酸酯（EA、MA、MP、EP、PP 等）及氟代羧酸酯系列产品满足极端环境下的稳定运行需求。其中 EA/MA 提升电池的倍率和低温性能，应用于动力电池。MP/EP/PP 能有效提升电池的高电压性能，应用于消费类电池。

3.3 重点项目进入兑现，产能释放匹配订单节奏

主要装置满负荷运行，新增产能进入放量期。根据公司 2025 年年报，2025 年公司碳酸酯系列、丙二醇与添加剂主要装置产能利用率均超过 100%，核心产品整体处于满产满销状态。在下游需求高增与长协订单密集落地的背景下，公司持续加大产能建设投入，截至 2025 年末在建产能包括碳酸酯系列 2.30 万吨与添加剂 0.82 万吨。

图表24：公司 2025 年主要产品产能、在建产能与产能利用率

产品	现有产能（万吨）	在建产能（万吨）	产能利用率	产量（万吨）
碳酸酯系列	77.37	2.30	109.66%	84.85
丙二醇	13.27	—	114.68%	15.22
添加剂	0.50	0.82	102.74%	0.51

资料来源：公司 2025 年报，长城证券产业金融研究院

三大重点项目工程进度接近收尾，产能与长协订单形成精准匹配。根据公司 2025 年年报，截至 2025 年末，公司 25 万吨电解液溶剂项目已全面建成投产，为法恩莱特、比亚迪锂电池等需求提供稳定供给；动力电池高端材料及配套项目累计实际投入 1.76 亿元，工程进度 88.92%；1.27 万吨添加剂项目工程进度 97.72%，已实现部分投产，其中湖北工厂核心产品 VC 于 2025 年首次实现稳定运行并向比亚迪等客户批量供应，项目适配公司产品结构升级，达产后叠加订单兑现有望成为后续利润弹性的核心变量。

仅供内部参考，请勿外传！

图表25：公司重点在建项目进展

项目名称	截至 2025 年末的进度
1.27 万吨添加剂项目	本报告期投入 1.08 亿元，截至 2025 年末累计实际投入 13.71 亿元，项目进度 97.72%，部分已投产
25 万吨电解液溶剂项目	本报告期投入 0.68 亿元，截至 2025 年末累计实际投入 8.99 亿元，项目进度 100.00%
动力电池高端材料及配套项目	本报告期投入 1.36 亿元，截至 2025 年末累计实际投入 1.76 亿元，项目进度 88.92%

资料来源：公司 2025 年报，长城证券产业金融研究院

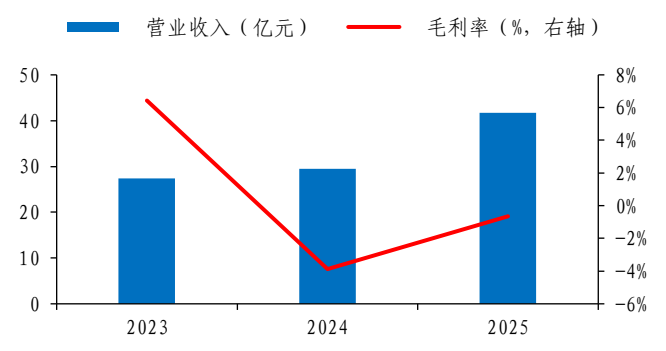
3.4 价格触底回升叠加海外高毛利贡献，公司毛利率有望持续修复

储能需求增长带动电解液材料价格触底反弹，价格修复直接传导至公司盈利端。根据 SMM 和百川盈孚数据，受储能电池快速增长拉动，2025Q4 起锂电池电解液核心原材料价格普遍开启反弹：公司核心供应产品 VC 在 Q4 价格涨幅明显，同期电解液溶剂、电解质等产品价格同步上行。公司主要产线满负荷运行，价格上涨阶段单位毛利改善直接传导至盈利端，2026Q1 公司综合毛利率同环比均明显回升。

产品结构向高价值平台化延伸，添加剂、锂盐放量打开盈利弹性。锂电材料端，公司由单一溶剂向“溶剂+添加剂+配方服务”的平台化配套延伸，添加剂与 LiFSI 等高价值产品收入占比有望稳步上行，利好公司盈利能力进一步增强。

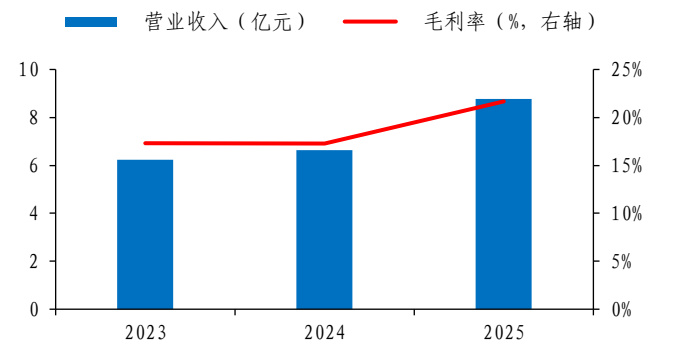
海外业务毛利率显著高于境内，本地化交付能力构筑差异化优势。在巩固国内市场地位的同时，公司积极拓展海外业务。根据公司 2025 年年报，2025 年公司境外收入 8.78 亿元，占业务板块比重 17.39%，同比增长 32.38%；境外毛利率 21.67%，显著高于境内毛利率，海外业务对公司综合毛利率形成显著正向拉动。同时，公司已与天赐材料、瑞泰新材、中央硝子等核心客户深化海外合作，在欧美市场逐步构建起完整的全球化交付网络，海外业务收入占比与盈利贡献有望持续扩大。

图表26：公司产品内销



资料来源：公司 2023-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

图表27：公司产品外销



资料来源：公司 2023-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

3.5 丙二醇产品国产提速，精细化工筑牢盈利底盘

丙二醇赛道需求稳步扩容，国产替代趋势持续深化。根据公司 2025 年年报，2025 年中国化妆品市场交易总额突破 1.1 万亿元，同比增长 2%-3%，为消费化学品提供了广阔市场空间。国内精细化工产品需求稳定，海外出口亮眼，2025 年出口总量突破历史新高约近 30 万吨，同比增长 20.31%。1,2-丙二醇市场结构呈现“出口增长、进口收缩”的良好态势，2025 年出口量同比增速超 20%，进口量同比减少 6.47%，自 2021 年起进口量连续 5 年下降，国产替代成效显著。公司是食品级、医药级丙二醇等醇类产品的国内主要生产商之一，也是国内最大的一缩二丙二醇生产企业、国内最早的 1,3-丁二醇稳定量产企业。产品资质与产能规模的领先地位，形成与新能源产业链互补的双轮驱动格局。依托海外仓储布局与客户资源积累，公司产品出口量持续提升，并通过多项国际权威认证，在高端多元醇细分市场具备较强定价权。

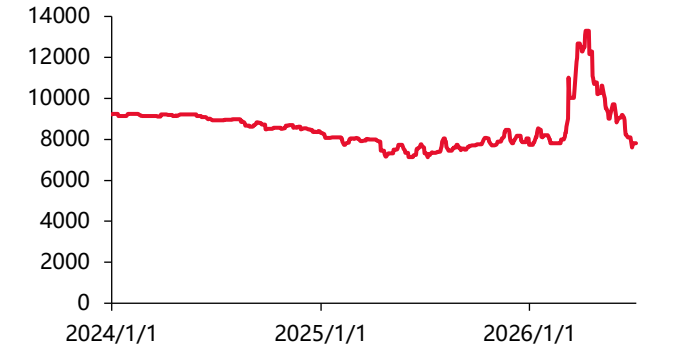
高端消费化学品销量高增，资质认证与客户导入增强利润韧性。公司核心产品销量同步快速增长，根据公司 2025 年年报，2025 年公司香精级二丙二醇销量同比增加 42%，生物基 1,3-丁二醇销量同比增加 45%，高端 1,2-丙二醇销量稳步攀升，产品结构持续升级，带动 PG 系列盈利质量改善。其中生物基 1,3-丁二醇产品成功打破美国、日本企业的技术垄断、建成国内首套生物基生产装置，产品顺利进入欧莱雅、资生堂、强生、联合利华等国际日化巨头供应链。消费化学品产品进入下游合格供应链需经过严格资质与品质认证，食品级、医药级丙二醇等产品资质壁垒较高；丙二醇及高端消费化学品独立于锂电景气，能够有效对冲电解液行业价格下行带来的业绩压力，持续夯实公司盈利底盘。

消费化学品是公司抵御单一周期波动的“压舱石”，新品放量打开成长空间。在盈利能力上，高端日化原料（如医药级/食品级丙二醇、生物基 1,3-丁二醇等）由于技术壁垒极高且直接替代进口，享有很强的定价权，利润率表现非常稳健，在锂电周期底部时提供了强大的利润支撑。日化巨头对原料供应商的粘性极强，切入后份额将呈现阶梯式上升。目前公司的份额占比仍处于上升期，未来随着新产品线（如苯氧乙醇、二氯苯甲醇）的持续导入，业务增量空间非常广阔。同时，根据《海科新源投资者关系管理信息 20260506》，公司将通过投资并购快速完善产品布局，推进前沿生物基产品、特种消费化学品的技术布局，打造国内领先的高端消费化学品服务商。

丙二醇价格维持高位，公司高端产品盈利显著改善。2026 年以来国际地缘冲突加剧，原油、天然气价格走高拉动丙烯报价攀升，丙烯作为环氧丙烷核心原料，叠加多套装置集中检修，PO 供给收紧，根据百川盈孚数据，3 月份以来 PO 价格显著增长，后逐渐回落。根据摩研迅达数据，全球约 70%的丙二醇采用 PO 水合法生产，PO 的价格占丙二醇生产成本的大部分，原料成本占据生产成本大头，成本抬升推动 PG 市场价自 3 月开启上行行情，随后有所下降但仍维持相对较高的水平。依托稀缺医药、食品级产品资质与成熟海外经销网络，公司高纯丙二醇产品议价能力突出，消费化学品板块有望成为全年重要业绩增量来源。

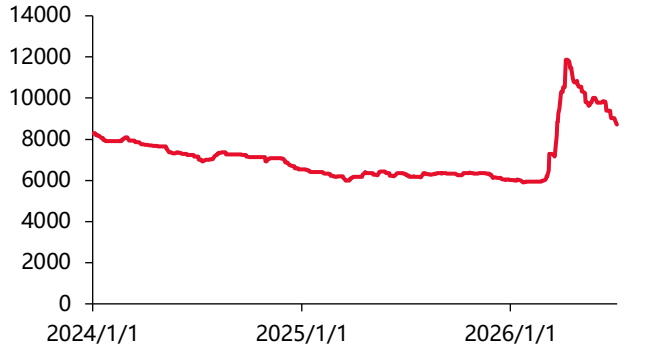
仅供内部参考，请勿外传！

图表28：环氧丙烷价格（元/吨）



资料来源：百川盈孚，长城证券产业金融研究院

图表29：丙二醇价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，长城证券产业金融研究院

DMC 联产工艺实现产业链协同，丙二醇涨价反向增厚溶剂业务收益。公司电解液溶剂的核心产品 DMC 采用酯交换生产工艺，生产电解液溶剂过程中同步联产工业级丙二醇，形成天然产业链协同优势。在丙二醇全品类涨价行情下，装置副产产品价值同步抬升，在溶剂主业之外带来额外收益，有效提升溶剂板块整体盈利水平。公司同步享受锂电溶剂景气与丙二醇周期涨价双重红利，平抑单一产品价格波动带来的经营风险。

4.投资建议

4.1 盈利预测

关键假设：

（1）溶剂业务：受益于新能源车和储能行业的快速增长，下游电池及电解液需求持续高增，公司核心产品整体处于满产满销状态，盈利能力得到有效修复，预计 2026–2028 年公司溶剂产品有望量价齐升。

（2）丙二醇业务：消费化学品领域，公司将聚焦防腐保湿等新兴产品线，全力巩固并提升在高端消费化学品的综合竞争力； 医药级/食品级领域，受益于资质壁垒和客户稳定性，预计整体保持较高开工水平。丙二醇价格自 3 月份上升以来维持相对较高的水平，叠加下游需求高涨，或将成为公司全年重要业绩增量来源。

（3）添加剂业务：公司持续开拓添加剂业务的优质客户，受益于下游行业的快速增长，2026 年起有望贡献增量收入，且其价格稳步回升，助推公司盈利能力增长。

（4）费用率假设：2026 年开始，公司的添加剂等新产品的销量增长以及市场拓展或将导致销售费用率及管理费用率有所增长；研发费用率方面，公司持续增加研发投入，开发市场新产品，研发费用率保持较高水平。我们预计 2026-2028 年公司的销售费用率为 0.53%/0.59%/0.61%，管理费用率为 2.04%/2.18%/2.20%；研发费用率为 3.67%/3.68%/3.70%。

图表30：公司各业务盈利预测（单位：亿元）

		2025A	2026E	2027E	2028E
碳酸脂	收入	35.95	48.75	60.06	69.37
	YoY(%)	43.07%	35.62%	23.20%	15.50%
	毛利率（%）	1.78%	16.00%	16.50%	16.50%
丙二醇	收入	8.66	11.81	13.02	14.36
	YoY(%)	16.11%	36.39%	10.25%	10.25%
	毛利率（%）	4.19%	20.00%	20.50%	21.50%
其他	收入	5.87	14.30	20.02	26.03
	YoY(%)	64.72%	143.62%	40.00%	30.00%
	毛利率（%）	10.73%	60.00%	55.00%	50.00%

资料来源：公司 2025 年年报、长城证券产业金融研究院

4.2 可比公司估值与投资建议

可比公司：

公司是国内电解液溶剂领先企业，纵向延伸锂盐、添加剂等高附加值锂电新材料。我们选择天赐材料、新宙邦、石大胜华作为可比公司，其中天赐材料为全球电解液一体化领先企业，业务覆盖电解液、溶剂、锂盐全产业链，产品品类与公司多元化布局高度重合；新宙邦深耕电解液及锂电新材料领域，同步布局溶剂、添加剂、锂盐产品，同为电解液

产业链一体化厂商；石大胜华是传统电解液溶剂行业标杆，主营碳酸酯系列电解液溶剂，与公司溶剂主业直接对标，产业链定位与公司“溶剂+添加剂+锂盐+前沿锂电材料”全平台化发展路径高度契合，具备较强可比性。

图表31：可比公司估值表（截至 2026.7.7）

代码	公司	收盘价（元）	总股本（亿股）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			市盈率（P/E）		
					2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002709.SZ	天赐材料	49.54	20.39	1009.90	320.41	387.04	460.73	68.27	79.65	92.58
300037.SZ	新宙邦	85.04	7.54	641.11	150.81	173.20	202.50	22.32	25.71	30.32
603026.SH	石大胜华	80.40	2.33	187.09	126.36	151.50	184.71	9.53	13.13	16.34
平均值		-	-	612.70	199.19	237.25	282.65	33.37	39.50	46.41
301292.SZ	海科新源	69.23	2.23	154.24	10.16	12.69	14.97	15.31	12.26	10.39

资料来源：ifind、长城证券产业金融研究院（注：可比公司归母净利润及市盈率为 ifind 机构一致预期）

投资建议：

公司为全球锂离子电池电解液溶剂重要供应商，坚定围绕“锂电池材料+消费化学品”双轮驱动战略，在新能源车与储能“双引擎”真实需求的支撑下，公司在 2026Q1 已经实现量价齐升，且公司持续推进创新型溶剂和添加剂的研发及推广，我们预计 2026-2028 年公司营业收入为 74.86/93.10/109.75 亿元，同比分别增长 48.31%/24.37%/17.88%；归母净利润为 10.16/12.69/14.97 亿元，分别同比增长 663.00%/24.86%/18.01%；EPS 分别为 4.56/5.69/6.72 元/股，对应当前股价（2026 年 7 月 7 日收盘价）PE 分别为 15X/12X/10X，首次覆盖，给予“买入”评级。

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

产品价格波动风险：公司碳酸酯溶剂、添加剂及丙二醇价格受行业供需、原材料价格和竞争格局影响，若价格回升不及预期，盈利修复可能低于预期。

行业竞争加剧风险：电解液溶剂及添加剂行业仍存在新增产能释放，若供给增长快于需求增长，行业价格和公司产能利用率可能承压。

原材料价格波动风险：公司主要原材料包括环氧丙烷、环氧乙烷、甲醇等大宗化工品，价格波动可能影响成本控制和毛利率水平。

新项目投产及客户导入不及预期风险：公司添加剂、25 万吨电解液溶剂及动力电池高端材料项目仍处建设或爬坡阶段，若转固、调试、客户验证或订单放量慢于预期，业绩兑现节奏可能受到影响。

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4063	3690	4706	6234	8223
现金	1851	750	1470	2234	4043
应收票据及应收账款	1157	1844	1982	2712	2790
其他应收款	5	4	10	8	12
预付账款	44	75	188	105	216
存货	205	242	307	400	396
其他流动资产	800	776	749	775	767
非流动资产	4270	4376	5139	5561	5848
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2264	3064	3307	3563	3794
无形资产	162	159	150	139	130
其他非流动资产	1844	1153	1683	1859	1925
资产总计	8333	8066	9845	11795	14071
流动负债	4281	4408	5130	5710	6379
短期借款	2455	1874	2767	3165	3602
应付票据及应付账款	1069	1360	1873	1999	2176
其他流动负债	758	1173	490	546	601
非流动负债	1093	922	812	727	616
长期借款	711	633	600	503	375
其他非流动负债	382	289	212	223	241
负债合计	5374	5330	5942	6437	6995
少数股东权益	108	82	231	416	635
股本	223	223	223	223	223
资本公积	1863	1857	1857	1857	1857
留存收益	768	587	1753	3206	4922
归属母公司股东权益	2851	2654	3672	4942	6441
负债和股东权益	8333	8066	9845	11795	14071

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	158	-407	1729	1380	2282
净利润	-307	-206	1166	1453	1716
折旧摊销	264	343	296	344	396
财务费用	42	67	154	165	151
投资损失	3	0	2	1	1
营运资金变动	119	-641	68	-623	-32
其他经营现金流	38	31	43	40	49
投资活动现金流	-437	0	-1116	-779	-658
资本支出	319	125	991	806	679
长期投资	0	119	0	0	0
其他投资现金流	-118	6	-125	27	21
筹资活动现金流	341	203	107	164	185
短期借款	1483	-580	893	398	437
长期借款	129	-77	-33	-97	-128
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-2	-7	0	0	0
其他筹资现金流	-1269	868	-753	-137	-124
现金净增加额	66	-201	720	765	1808

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3615	5047	7486	9310	10975
营业成本	3614	4884	5612	6951	8228
营业税金及附加	14	15	25	38	49
销售费用	19	23	40	55	67
管理费用	93	84	153	203	242
研发费用	152	189	275	343	406
财务费用	42	67	154	165	151
资产和信用减值损失	-17	-26	-30	-43	-51
其他收益	28	25	21	25	24
公允价值变动收益	-1	0	-1	0	0
投资净收益	-3	0	-2	-1	-1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-312	-216	1217	1536	1805
营业外收入	3	1	7	4	4
营业外支出	6	5	4	5	5
利润总额	-316	-220	1220	1535	1804
所得税	-9	-14	54	81	88
净利润	-307	-206	1166	1453	1716
少数股东损益	-40	-26	150	185	219
归属母公司净利润	-267	-180	1016	1269	1497
EBITDA	-11	187	1667	2040	2347
EPS（元/股）	-1.20	-0.81	4.56	5.69	6.72

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入（%）	7.5	39.6	48.3	24.4	17.9
营业利润（%）	-9694.4	30.6	662.3	26.2	17.5
归属母公司净利润（%）	-944.4	32.4	663.0	24.9	18.0
获利能力					
毛利率（%）	0.0	3.2	25.0	25.3	25.0
净利率（%）	-8.5	-4.1	15.6	15.6	15.6
ROE（%）	-10.4	-7.5	29.9	27.1	24.3
ROIC（%）	-3.9	-2.4	17.9	18.0	17.3
偿债能力					
资产负债率（%）	64.5	66.1	60.4	54.6	49.7
净负债比率（%）	70.1	96.3	55.5	32.4	3.7
流动比率	0.9	0.8	0.9	1.1	1.3
速动比率	0.8	0.6	0.7	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.9	0.8
应收账款周转率	4.3	4.3	5.0	4.9	5.0
应付账款周转率	3.9	4.7	4.1	4.2	4.6
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	-1.20	-0.81	4.56	5.69	6.72
每股经营现金流（最新摊薄）	0.71	-1.83	7.76	6.19	10.24
每股净资产（最新摊薄）	12.80	11.91	16.47	22.17	28.89
估值比率					
P/E	-58.3	-86.2	15.3	12.3	10.4
P/B	5.5	5.9	4.2	3.1	2.4
EV/EBITDA	-1585.1	96.9	10.7	8.6	6.9

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

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）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数			

长城证券产业金融研究院

深圳
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京
地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686

上海
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES