

天赐材料（002709.SZ）—2022 年报及 2023 一季报业绩点评

买入

电解液销量稳步提升，关注锂电新产品贡献业绩

核心观点

2022 年公司实现归母净利润 57.14 亿元，同比+158.8%。公司 2022 年实现营收 223.17 亿元，同比增长 101.2%，实现归母净利润 57.14 亿元，同比增长 158.8%；2022 年公司毛利率 38%，同比+3pct，净利率为 26.2%，同比+5.4pct；2022Q4/2023Q1 公司实现营收 58.88/43.14 亿元，同比+31.8%/+16.2%，环比-2.9%/-26.7%；2022Q4/2023Q1 公司实现归母净利润 13.54/6.95 亿元，同比 106.8%/-53.6%，环比-6.9%/-48.7%；2022Q4/2023Q1 实现毛利率 30.9%/30.5%，环比-5.3/-0.4pct，实现净利率 23.6%/16.2%，环比-0.8/-7.4pct。

电解液销量稳步提升，单位盈利承压。我们估计公司 2022 年全年电解液出货约 32 万吨，其中 Q4 出货约 11 万吨，对应 Q4 单吨净利 9500 元。2023 年 Q1 公司电解液出货 8 万吨，同比+33%，销量实现稳步提升；单位盈利方面，受到行业供需格局扰动和碳酸锂价格大幅下行影响，Q1 六氟磷酸锂及电解液价格均出现大幅下行。根据鑫椤锂电数据，截至一季度末，六氟磷酸锂报价 11.5 万元/吨，较 2022 年末价格下跌幅度约 50%，电解液报价 3.75 万元/吨，较 2022 年末价格下跌幅度约 30%。我们预计 Q1 公司电解液单吨盈利约 7500 元。展望 2023 全年，我们预计公司电解液出货 45-50 万吨，单吨盈利保持在 6000 元以上。

磷酸铁业务产能加速释放。我们估计公司 2022 年磷酸铁出货 3.8 万吨，单吨净利 5000 元，随着宜昌一期 10 万吨和宜昌二期 20 万吨相继投产，公司目前拥有磷酸铁 25 万吨产能，我们估计公司 2023Q1 磷酸铁出货 0.9 万吨，单吨盈利 2000 元。展望 2023 全年，我们预计公司磷酸铁出货 10 万吨，单吨净利保持在 2000 元以上

中长期打造锂电平台型公司，关注新产品贡献业绩。公司目前远期规划电解液产能超 200 万吨，LIFSI 超 10 万吨以打造电解液业务基本盘，同时横向拓展锂电粘结剂、六氟磷酸钠等新产品为公司贡献新业绩。

风险提示：下游需求不及预期；投产进度不及预期；原料价格上涨超预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。基于电解液行业供需格局扰动，电解液产品价格下行，我们下调原有盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润分别为 41.19/60.38/69.06 亿元（原预测 2023-2024 年 67.98/81.62 亿元），同比增速分别为-27.9%/46.6%/14.4%，摊薄 EPS 分别为 2.14/3.14/3.59 元，当前股价对应 PE 分别为 20.1/13.7/12.0 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,091	22,317	23,899	35,320	42,265
(+/-%)	169.3%	101.2%	7.1%	47.8%	19.7%
归母净利润(百万元)	2,208	5,714	4,119	6,038	6,906
(+/-%)	314.4%	158.8%	-27.9%	46.6%	14.4%
每股收益(元)	1.15	2.97	2.14	3.14	3.59
EBIT Margin	27.0%	30.3%	20.9%	20.8%	19.8%
净资产收益率 (ROE)	30.9%	45.5%	26.0%	29.2%	28.6%
市盈率 (PE)	37.5	14.5	20.1	13.7	12.0
EV/EBITDA	26.3	13.1	16.0	11.5	10.2
市净率 (PB)	11.57	6.60	5.23	4.01	3.43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	44.61 元
总市值/流通市值	85948/61743 百万元
52 周最高价/最低价	84.80/36.26 元
近 3 个月日均成交额	944.58 百万元

市场走势



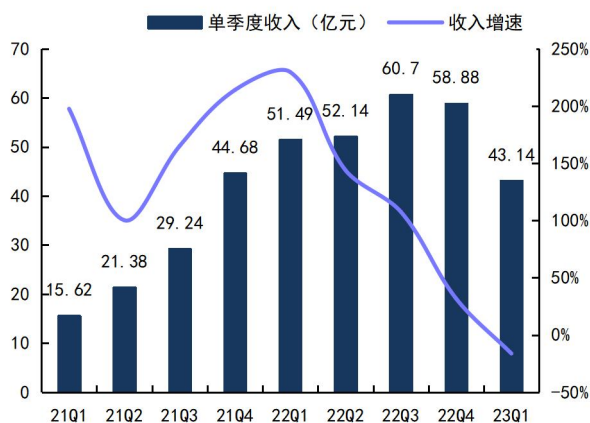
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《天赐材料（002709.SZ）—2022 年三季报业绩点评-电解液出货量环比大增，关注新型锂盐及钠盐进展情况》——2022-10-28
- 《天赐材料（002709.SZ）—2022 半年报点评-一体化布局加深成本优势，电解液盈利水平良好》——2022-08-25
- 《天赐材料（002709.SZ）—2022 年一季报点评-电解液量利齐升，磷酸铁加速布局》——2022-04-16
- 《天赐材料（002709.SZ）-完善产业链布局 一体化夯实竞争优势》——2022-04-11
- 《天赐材料-002709-2021 年三季报点评：电解液量利齐升，一体化布局再完善》——2021-10-28

公司 2022 年实现营收 223.17 亿元，同比增长 101.2%，实现归母净利润 57.14 亿元，同比增长 158.8%；2022 年公司毛利率 38%，同比+3pct，净利率为 26.2%，同比+5.4pct；2022Q4/2023Q1 公司实现营收 58.88/43.14 亿元，同比+31.8%/-16.2%，环比-2.9%/-26.7%；2022Q4/2023Q1 公司实现归母净利润 13.54/6.95 亿元，同比 106.8%/-53.6%，环比-6.9%/-48.7%；2022Q4/2023Q1 实现毛利率 30.9%/30.5%，环比-5.3/-0.4pct，实现净利率 23.6%/16.2%，环比-0.8/-7.4pct。

图1：天赐材料单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：天赐材料单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电解液销量稳步提升，单位盈利承压。我们估计公司 2022 年全年电解液出货约 32 万吨，其中 Q4 出货约 11 万吨，对应 Q4 单吨净利 9500 元。2023 年 Q1 公司电解液出货 8 万吨，同比+33%，销量实现稳步提升；单位盈利方面，受到行业供需格局扰动和碳酸锂价格大幅下行影响，Q1 六氟磷酸锂及电解液价格均出现大幅下行。根据鑫椤锂电数据，截至一季度末，六氟磷酸锂报价 11.5 万元/吨，较 2022 年末价格下跌幅度约 50%，电解液报价 3.75 万元/吨，较 2022 年末价格下跌幅度约 30%。我们预计 Q1 公司电解液单吨盈利约 7500 元。展望 2023 全年，我们预计公司电解液出货 45-50 万吨，单吨盈利保持在 6000 元以上。

磷酸铁业务产能加速释放。我们估计公司 2022 年磷酸铁出货 3.8 万吨，单吨净利 5000 元，随着宜昌一期 10 万吨和宜昌二期 20 万吨相继投产，公司目前拥有磷酸铁 25 万吨产能，我们估计公司 2023Q1 磷酸铁出货 0.9 万吨，单吨盈利 2000 元。展望 2023 全年，我们预计公司磷酸铁出货 10 万吨，单吨净利保持在 2000 元以上

中长期打造锂电平台型公司，关注新产品贡献业绩。公司目前远期规划电解液产能超 200 万吨，LIFSI 超 10 万吨以打造电解液业务基本盘，同时横向拓展锂电粘结剂、六氟磷酸钠等新产品为公司贡献新业绩。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

基于电解液行业供需格局扰动，电解液产品价格下行，我们下调原有盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润分别为 41.19/60.38/69.06 亿元（原预测 2023-2024 年 67.98/81.62 亿元），同比增速分别为 -27.9%/46.6%/14.4%，摊薄 EPS 分别为 2.14/3.14/3.59 元，当前股价对应 PE 分别为 20.1/13.7/12.0 倍，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值表（2023 年 4 月 17 日）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			PB MRQ	投资 评级
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
603659	璞泰来	53.23	740.3	2.2	2.4	2.7	23.8	22.4	19.9	4.9	增持
300073	当升科技	60.78	307.9	4.5	4.4	5.0	13.6	13.8	12.2	2.5	买入
300037	新宙邦	53.00	395.2	2.4	1.7	2.4	22.4	31.7	22.6	4.0	增持
002709	天赐材料	44.61	859.5	3.0	2.1	3.1	15.0	20.8	14.2	6.2	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2148	4664	4386	6317	8769	营业收入	11091	22317	23899	35320	42265
应收款项	3408	4656	5238	7741	9264	营业成本	7211	13843	17310	25939	31487
存货净额	1252	2374	2738	4133	5021	营业税金及附加	78	158	215	318	380
其他流动资产	2444	3485	3585	5298	5072	销售费用	76	109	119	106	127
流动资产合计	9252	15179	15947	23490	28126	管理费用	355	547	583	739	794
固定资产	3480	6970	8379	9208	9359	研发费用	378	894	669	883	1099
无形资产及其他	531	824	791	758	725	财务费用	38	21	122	104	71
投资性房地产	606	2368	2368	2368	2368	投资收益	(2)	140	0	0	0
长期股权投资	30	190	190	190	190	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	13899	25531	27675	36014	40768	其他收入	(658)	(906)	(669)	(883)	(1099)
短期借款及交易性金融负债	561	991	600	600	600	营业利润	2672	6872	4880	7230	8307
应付款项	2366	4721	4106	6200	7532	营业外净收支	29	(0)	60	50	30
其他流动负债	3218	2816	2598	3894	3772	利润总额	2702	6872	4940	7280	8337
流动负债合计	6146	8528	7305	10693	11904	所得税费用	394	1027	741	1092	1250
长期借款及应付债券	311	3965	3965	3965	3965	少数股东损益	99	130	80	150	180
其他长期负债	73	200	200	200	200	归属于母公司净利润	2208	5714	4119	6038	6906
长期负债合计	384	4165	4165	4165	4165	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	6529	12693	11470	14859	16069	净利润	2208	5714	4119	6038	6906
少数股东权益	213	292	364	484	574	资产减值准备	68	(206)	219	58	28
股东权益	7157	12546	15841	20672	24125	折旧摊销	410	497	905	1146	1354
负债和股东权益总计	13899	25531	27675	36014	40768	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	38	21	122	104	71
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(508)	(3300)	(1658)	(2165)	(945)
每股收益	1.15	2.97	2.14	3.14	3.59	其它	24	324	(147)	62	62
每股红利	0.08	0.27	0.43	0.63	1.79	经营活动现金流	2203	3030	3438	5139	7405
每股净资产	3.72	6.52	8.23	10.74	12.53	资本开支	0	(3761)	(2500)	(2000)	(1500)
ROIC	40.34%	44.57%	23%	30%	31%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	30.86%	45.55%	26%	29%	29%	投资活动现金流	101	(3921)	(2500)	(2000)	(1500)
毛利率	35%	38%	28%	27%	26%	权益性融资	(5)	108	0	0	0
EBIT Margin	27%	30%	21%	21%	20%	负债净变化	(6)	465	0	0	0
EBITDA Margin	31%	33%	25%	24%	23%	支付股利、利息	(147)	(515)	(824)	(1208)	(3453)
收入增长	169%	101%	7%	48%	20%	其它融资现金流	(157)	3398	(391)	0	0
净利润增长率	314%	159%	-28%	47%	14%	融资活动现金流	(468)	3407	(1215)	(1208)	(3453)
资产负债率	49%	51%	43%	43%	41%	现金净变动	1836	2516	(278)	1931	2452
股息率	0.2%	0.6%	1.0%	1.5%	4.2%	货币资金的期初余额	312	2148	4664	4386	6317
P/E	37.5	14.5	20.1	13.7	12.0	货币资金的期末余额	2148	4664	4386	6317	8769
P/B	11.6	6.6	5.2	4.0	3.4	企业自由现金流	0	(810)	999	3215	6030
EV/EBITDA	26.3	13.1	16.0	11.5	10.2	权益自由现金流	0	3054	503	3126	5969

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032