

2023 年一季报点评: Q1 业绩符合预期, 单位盈利即将触底 买入 (维持)

2023 年 04 月 25 日

分析师
芮雯

(852) 3982 3217

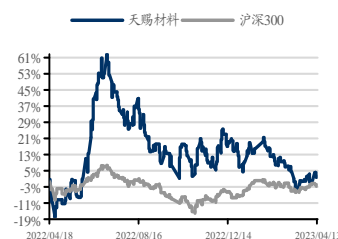
ruiraven@dwzq.com.hk

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 22,317 | 24,393 | 31,171 | 40,500 |
| 同比 | 101% | 9% | 28% | 30% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 5,714 | 4,845 | 6,318 | 8,206 |
| 同比 | 159% | -15% | 30% | 30% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 2.97 | 2.51 | 3.28 | 4.26 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 14.50 | 17.10 | 13.12 | 10.10 |

投资要点

- **2023 年 Q1 公司实现归母净利润 6.95 亿元, 环比下降 48.69%, 符合市场预期。** 2023 年 Q1 公司实现营收 43.14 亿元, 同比下降 16.22%, 环比下降 26.73%; 归母净利润 6.95 亿元, 同比下降 53.62%, 环比下降 48.69%, 扣非归母净利润 6.86 亿元, 同比下降 54.11%, 环比下降 46.62%。盈利能力方面, 23Q1 毛利率为 30.53%, 同比下降 13.51pct, 环比下降 0.37pct; 归母净利率 16.1%, 同比下降 12.99pct, 环比下降 6.89pct; 23Q1 扣非净利率 15.9%, 同比下降 13.13pct, 环比下降 5.92pct。
- **23Q1 电解液出货 8 万吨, 同增 30%+, 环降约 25%。** 出货方面, 我们预计公司 23Q1 电解液出货约 8 万吨, 同增 30%+, 环降约 25%。目前看公司 4 月排产环比持平, 5 月环增预计 10-15%, 6 月需求预计恢复正常水平, 我们维持 23 年 50 万吨出货预期, 同增 57%。
- **23Q1 电解液单吨净利 0.7 万元+, 预计 Q2 单吨盈利见底。** 盈利方面, 我们预计公司 23Q1 单吨盈利 0.7 万元+, 环降约 30%, 其中由于 23Q1 碳酸锂跌价较快, 公司购买高价碳酸锂跌价导致经营性成本增加, 预计亏损接近 2 亿元, 若加回, 则公司单吨盈利达 0.9 万元/吨+, 显著好于市场。23 年 4 月部分六氟厂商抛货导致价格已达行业成本线, 行业逐步出清, 随着碳酸锂价格企稳, 预计公司 Q2 单位盈利达 0.7 万元/吨左右, 单位盈利见底企稳。全年看, 我们预计公司 23 年单吨净利仍可维持 0.7 万元/吨左右, 好于行业平均水平。
- **磷酸铁 23Q1 出货近 1 万吨, 23 年新增产能释放推动出货高增长, 日化贡献稳定增量。** 我们预计公司 23Q1 磷酸铁出货近 1 万吨, 环降约 25%, 随着新增产能逐步释放, 我们预计 23 全年出货有望达 10 万吨+, 同比翻番以上增长。盈利方面, 受产能爬坡和产品降价影响, 我们预计 23Q1 磷酸铁维持微利, 预计 23Q2 起盈利修复。23 年磷酸铁价格逐步回归, 我们预计 23 全年单吨盈利可维持 0.2-0.3 万元/吨左右。此外我们预计日化业务 23Q1 贡献 0.7 亿元左右利润, 23 年预计稳定增长。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑六氟竞争加剧, 我们维持公司 23-25 年归母净利润预期为 48.45/63.18/82.06 亿元, 同比-15%/30%/30%, 对应 PE 为 17x/13x/10x, 考虑到公司为电解液龙头, 给予 23 年 25 倍 PE, 对应目标价 62.8 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 销量不及预期, 盈利水平不及预期。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 42.65 |
| 一年最低/最高价 | 36.26/84.80 |
| 市净率(倍) | 6.66 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 59,030.59 |
| 总市值(百万元) | 82,171.98 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 6.41 |
| 资产负债率(% ,LF) | 49.72 |
| 总股本(百万股) | 1,926.66 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,384.07 |

相关研究

《天赐材料(002709): 2022 年报点评: 电解液成本优势明显, 业绩符合市场预期》

2023-04-11

《天赐材料(002709): 2022 年业绩预告点评: 电解液单位盈利好于市场, 业绩符合市场预期》

2023-01-19

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢曾朵红, 阮巧燕和岳斯瑶的指导。

2023Q1 公司实现归母净利润 6.95 亿元，环比下降 48.69%，符合市场预期。2023 年 Q1 公司实现营收 43.14 亿元，同比下降 16.22%，环比下降 26.73%；归母净利润 6.95 亿元，同比下降 53.62%，环比下降 48.69%，扣非归母净利润 6.86 亿元，同比下降 54.11%，环比下降 46.62%。盈利能力方面，23Q1 毛利率为 30.53%，同比下降 13.51pct，环比下降 0.37pct；归母净利率 16.1%，同比下降 12.99pct，环比下降 6.89pct；23Q1 扣非净利率 15.9%，同比下降 13.13pct，环比下降 5.92pct。

图1: 天赐材料季度业绩情况

| | 2023Q1 | 2022Q4 | 2022Q3 | 2022Q2 | 2022Q1 |
|-------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万) | 4,314.0 | 5,888.1 | 6,065.4 | 5,214.4 | 5,149.1 |
| -同比 | -16.22% | 31.79% | 107.46% | 143.92% | 229.71% |
| 毛利率 | 30.53% | 30.89% | 36.17% | 42.06% | 44.04% |
| 归母净利润(百万) | 694.8 | 1,354.0 | 1,454.2 | 1,408.4 | 1,497.9 |
| -同比 | -53.62% | 106.82% | 88.61% | 184.04% | 422.19% |
| 归母净利率 | 16.10% | 22.99% | 23.97% | 27.01% | 29.09% |
| 扣非归母净利润(百万) | 685.9 | 1,284.9 | 1,368.06 | 1,391.92 | 1,494.56 |
| -同比 | -54.11% | 95.08% | 83.80% | 188.48% | 427.01% |
| 扣非归母净利率 | 15.90% | 21.82% | 22.56% | 26.69% | 29.03% |

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

23Q1 电解液出货 8 万吨，同增 30%+，环降约 25%。出货方面，我们预计公司 23Q1 电解液出货约 8 万吨，同增 30%+，环降约 25%。目前看公司 4 月排产环比持平，5 月环增预计 10-15%，6 月需求预计显著回升，我们维持 23 年 50 万吨出货预期，同增 57%。

23Q1 电解液单吨净利 0.7 万元+，预计 Q2 单吨盈利见底。盈利方面，我们预计公司 23Q1 单吨盈利 0.7 万元+，环降约 30%，其中由于 23Q1 碳酸锂跌价较快，公司购买高价碳酸锂跌价导致经营性成本增加，预计造成亏损接近 2 亿元，若加回，则公司单吨盈利达 0.9 万元/吨+，显著好于市场。23 年 4 月部分六氟厂商抛货导致价格已达行业成本线，行业逐步出清，随着碳酸锂价格企稳，六氟价格触底，预计公司 Q2 单位盈利达 0.7 万元/吨左右，单位盈利见底企稳。全年看，我们预计公司 23 年单吨净利仍可维持 0.7 万元/吨左右，好于行业平均水平。

磷酸铁 23 年新增产能释放推动出货高增长，日化贡献稳定增量。我们预计公司 23Q1 磷酸铁出货近 1 万吨，环降约 25%，随着新增产能逐步释放，我们预计 23 全年出货有望达 10 万吨+，同比翻番以上增长。盈利方面，受产能爬坡和产品降价影响，我们预计 23Q1 磷酸铁维持微利，预计 23Q2 起盈利修复。23 年磷酸铁价格逐步回归，我们预计 23 全年单吨盈利可维持 0.2-0.3 万元/吨左右。此外我们预计日化业务 23Q1 贡献 0.7 亿元左右利润，23 年预计稳定增长。

公司 2023Q1 费用率同环比上升，计提信用减值损失。2023Q1 期间费用合计 3.84 亿元，同比增长 9.71%，环比增 27.79%，期间费用率为 8.89%，同比增 2.1pct，环比增 3.79pct；销售费用 0.18 亿元，销售费用率 0.41%；管理费用 1.91 亿元，管理费用率 4.43%；财务费用 0.37 亿元，财务费用率 0.86%；研发费用 1.38 亿元，研发费用率 3.19%。公司 2023Q1 计提资产减值损失 0 亿元；计提信用减值损失 0.35 亿元。

图2：天赐材料分季度费用情况

| 单位：百万元 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用 | 31.77 | 33.43 | 42.88 | 0.49 | 17.68 |
| -销售费用率 | 0.62% | 0.64% | 0.71% | 0.01% | 0.41% |
| 管理费用 | 136.19 | 121.98 | 177.70 | 111.59 | 191.04 |
| -管理费用率 | 2.64% | 2.34% | 2.93% | 1.90% | 4.43% |
| 研发费用 | 174.43 | 261.94 | 303.34 | 154.21 | 137.64 |
| -研发费用率 | 3.39% | 5.02% | 5.00% | 2.62% | 3.19% |
| 财务费用 | 7.19 | -5.24 | -14.28 | 33.82 | 37.17 |
| -财务费用率 | 0.14% | -0.10% | -0.24% | 0.57% | 0.86% |
| 期间费用 | 349.57 | 412.11 | 509.64 | 300.12 | 383.53 |
| -期间费用率 | 6.79% | 7.90% | 8.40% | 5.10% | 8.89% |
| 资产减值损失 | -0.76 | -11.12 | -4.72 | -23.55 | 0.00 |
| 信用减值损失 | -7.86 | -8.97 | 2.38 | -33.88 | -34.90 |

数据来源：Wind，东吴证券（香港）

公司 Q1 经营性现金流转负，资本开支大幅上涨。2023 年 Q1 末公司存货为 16.33 亿元，较年初下降 31.23%；应收账款 59.22 亿元，较年初增长 74.93%；期末公司合同负债 9.72 亿元，较年初下降 52.06%。23Q1 公司经营活动净现金流净额为-4.9 亿元，同比下降 186.29%；投资活动净现金流出 14.66 亿元，同比上升 49.9%；资本开支为 10.4 亿元，同比上升 92.54%；账面现金为 31.62 亿元，较年初增长 47.24%，短期借款 12.15 亿元，较年初增长 173.41%。

盈利预测和投资评级：考虑六氟竞争加剧，我们维持公司 23-25 年归母净利预期为 48.45/63.18/82.06 亿元，同比-15%/30%/30%，对应 PE 为 17x/13x/10x，考虑到公司为电解液龙头，给予 23 年 25 倍 PE，对应目标价 62.8 元，维持“买入”评级。

风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期

天赐材料三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 15,179 | 20,554 | 27,122 | 35,574 | 营业总收入 | 22,317 | 24,393 | 31,171 | 40,500 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 4,664 | 6,603 | 9,513 | 10,603 | 营业成本(含金融类) | 13,843 | 16,353 | 21,033 | 27,610 |
| 经营性应收款项 | 7,470 | 10,350 | 13,195 | 19,372 | 税金及附加 | 158 | 173 | 220 | 286 |
| 存货 | 2,374 | 2,912 | 3,746 | 4,917 | 销售费用 | 109 | 166 | 212 | 275 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 547 | 732 | 873 | 1,053 |
| 其他流动资产 | 672 | 688 | 668 | 682 | 研发费用 | 894 | 903 | 1,029 | 1,215 |
| 非流动资产 | 10,352 | 11,349 | 12,059 | 12,666 | 财务费用 | 21 | 134 | 141 | 168 |
| 长期股权投资 | 190 | 180 | 180 | 180 | 加:其他收益 | 71 | 29 | 25 | 28 |
| 固定资产及使用权资产 | 4,381 | 5,021 | 5,359 | 5,594 | 投资净收益 | 140 | 146 | 156 | 162 |
| 在建工程 | 2,588 | 2,788 | 2,988 | 3,188 | 公允价值变动 | 0 | 10 | 10 | 10 |
| 无形资产 | 824 | 997 | 1,170 | 1,343 | 减值损失 | -88 | -280 | -250 | -210 |
| 商誉 | 14 | 14 | 14 | 14 | 资产处置收益 | 5 | 2 | 3 | 4 |
| 长期待摊费用 | 48 | 48 | 47 | 46 | 营业利润 | 6,872 | 5,842 | 7,607 | 9,887 |
| 其他非流动资产 | 2,306 | 2,301 | 2,301 | 2,301 | 营业外净收支 | 0 | 35 | 40 | 35 |
| 资产总计 | 25,531 | 31,903 | 39,181 | 48,240 | 利润总额 | 6,872 | 5,877 | 7,647 | 9,922 |
| 流动负债 | 8,528 | 11,380 | 13,864 | 16,706 | 减:所得税 | 1,027 | 882 | 1,147 | 1,488 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 991 | 378 | 1,898 | 2,471 | 净利润 | 5,844 | 4,995 | 6,500 | 8,433 |
| 经营性应付款项 | 4,721 | 5,576 | 7,172 | 9,415 | 减:少数股东损益 | 130 | 150 | 182 | 228 |
| 合同负债 | 1,180 | 3,271 | 2,103 | 1,381 | 归属母公司净利润 | 5,714 | 4,845 | 6,318 | 8,206 |
| 其他流动负债 | 1,636 | 2,155 | 2,691 | 3,439 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 2.97 | 2.51 | 3.28 | 4.26 |
| 非流动负债 | 4,165 | 4,165 | 4,165 | 4,165 | EBIT | 6,765 | 6,068 | 7,804 | 10,060 |
| 长期借款 | 776 | 776 | 776 | 776 | EBITDA | 7,277 | 6,807 | 8,744 | 11,143 |
| 应付债券 | 3,189 | 3,189 | 3,189 | 3,189 | 毛利率(%) | 37.97 | 32.96 | 32.52 | 31.83 |
| 租赁负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归母净利率(%) | 25.61 | 19.86 | 20.27 | 20.26 |
| 其他非流动负债 | 200 | 200 | 200 | 200 | 收入增长率(%) | 101.22 | 9.30 | 27.78 | 29.93 |
| 负债合计 | 12,693 | 15,545 | 18,029 | 20,871 | 归母净利润增长率(%) | 158.77 | -15.21 | 30.39 | 29.88 |
| 归属母公司股东权益 | 12,546 | 15,916 | 20,528 | 26,518 | | | | | |
| 少数股东权益 | 292 | 442 | 624 | 851 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 12,838 | 16,358 | 21,152 | 27,370 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 25,531 | 31,903 | 39,181 | 48,240 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 4,164 | 5,911 | 4,867 | 4,542 | 每股净资产(元) | 6.41 | 6.79 | 8.78 | 11.36 |
| 投资活动现金流 | -5,107 | -1,613 | -1,501 | -1,499 | 最新发行在外股份(百万股) | 1,927 | 1,927 | 1,927 | 1,927 |
| 筹资活动现金流 | 3,451 | -2,368 | -466 | -1,964 | ROIC(%) | 44.20 | 26.80 | 27.81 | 28.12 |
| 现金净增加额 | 2,519 | 1,929 | 2,900 | 1,080 | ROE-摊薄(%) | 45.55 | 30.44 | 30.78 | 30.94 |
| 折旧和摊销 | 512 | 739 | 940 | 1,083 | 资产负债率(%) | 49.72 | 48.73 | 46.02 | 43.26 |
| 资本开支 | -3,637 | -1,763 | -1,657 | -1,661 | P/E (现价&最新股本摊薄) | 14.50 | 17.10 | 13.12 | 10.10 |
| 营运资本变动 | -2,394 | -673 | -3,449 | -6,028 | P/B (现价) | 6.71 | 6.34 | 4.90 | 3.78 |

数据来源:Wind,东吴证券(香港),全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

