

天赐材料 (002709.SZ)

电解液行业龙头穿越周期成长，关注锂电材料新产品成长性

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,091	22,317	23,053	28,834	34,786
增长率 yoy (%)	169.3	101.2	3.3	25.1	20.6
归母净利润(百万元)	2,208	5,714	4,368	5,832	7,292
增长率 yoy (%)	314.4	158.8	-23.6	33.5	25.0
ROE (%)	31.3	45.5	27.7	28.3	27.2
EPS 最新摊薄(元)	1.15	2.97	2.27	3.03	3.78
P/E(倍)	38.2	14.8	19.3	14.5	11.6
P/B(倍)	11.8	6.8	5.4	4.2	3.2

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 20 日收盘价

事件 1: 2023 年 4 月 10 日, 天赐材料发布 2022 年年报, 公司 2022 年营业总收入为 223.17 亿元, 同比增长 101.22%; 归母净利润为 57.14 亿元, 同比增长 158.77%; 扣非净利润为 55.39 亿元, 同比增长 155.38%。对应公司 4Q22 营业总收入为 58.88 亿元, 环比下滑 2.92%; 归母净利润为 13.54 亿元, 环比下滑 6.88%。

事件 2: 2023 年 4 月 17 日, 天赐材料发布 2023 年一季报, 公司 1Q23 营业总收入为 43.14 亿元, 同比下降 16.22%; 归母净利润为 6.95 亿元, 同比下降 53.62%; 扣非净利润为 6.86 亿元, 同比下降 54.11%。

受益于下游需求快速增长, 公司 2022 年锂离子电池材料板块营收高速增长。 公司 2022 年锂离子电池材料/日化材料及特种化学品/其他板块收入分别为 208.22/11.35/3.60 亿元, 同比分别为 113.94%/3.02%/40.46%, 毛利率分别为 38.55%/29.83%/29.94%, 同比分别为 2.52/-3.75/28.71pcts。公司收入增长主要与锂离子电池材料板块受益于下游旺盛的需求销量大幅增长有关。

销售费用同比上升 42.96%, 系职工薪酬增加所致; 管理费用同比上升 54.20%, 系职工薪酬和折旧增加所致; 财务费用同比下降 44.12%, 主要是由利息收入增加所致。研发费用同比上升 136.38%, 系为保证技术优势, 持续加大研发投入所致。2022 年公司净利润实现较大幅度增加, 净利率为 26.19%, 同比增长 5.39pcts, 其主要是锂离子电池材料收入占营业收入比重持续上升所致。

公司 2022 年现金流量情况良好。 经营性活动产生现金流净额为 41.64 亿元, 同比增长 103.45%, 主要由销售回款增加所致。投资性活动产生现金流净额为 -51.07 亿元, 同比增加 190.5%, 系定期存款、购买固定资产支出及对外投资增加所致。筹资活动产生现金流净额为 34.51 亿元, 同比增加 122.27%, 系发行债券取得资金增加所致。期末现金及现金等价物余额为 46.58 亿元, 同比上升 117.80%。应收账款同比增加 36.87%, 系随销售收入增加而增加, 应收账款周转率有所上升, 由 4.69 次变为 5.57 次。存货同比增加 89.66%, 主要由销量增加导致备货需求增加所致, 存货周转率下降, 由 8.01 次变为 7.64 次。

买入 (首次评级)

股票信息

行业	基础化工
2023 年 4 月 20 日收盘价(元)	42.15
总市值(百万元)	81,208.65
流通市值(百万元)	58,338.55
总股本(百万股)	1,926.66
流通股本(百万股)	1,384.07
近 3 月日均成交额(百万元)	955.44

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com

分析师 于夕滕

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

联系人 吴念峻

执业证书编号: S1070122070011

邮箱: wunianjun@cgws.com

相关研究

公司 2023 年一季度毛利率与净利率同比均有所下滑。公司 2023Q1 毛利率为 30.53%，同比下降 9.51pcts，净利率为 16.22%，同比下降 13.48pcts。销售费用同比下降 44.34%，主要因职工薪酬减少所致；管理费用同比上升 40.28%，系计提股权激励费用及职工薪酬增加所致；财务费用同比上升 416.82%，系计提可转债利息所致；研发费用同比下降 21.09%。经营活动产生现金流净额为 -4.90 亿元，同比下降 186.29%，主要因销售回款减少所致；投资活动产生现金流净额为 -14.66 亿元，同比下降 49.90%，主要因购买长期资产支出增加所致；筹资活动产生现金流净额为 4.59 亿元，同比上升 213.15%，主要因取得银行借款增加所致。存货同比下降 6.50%，存货周转率同比由 1.92 次变为 1.50 次。应收账款同比上升 64.61%，应收账款周转率同比由 1.47 次变为 0.82 次。

业务布局扩张叠加产能稳步提升，锂离子电池材料业务迎来增长。 受益于消费电子，新能源汽车，储能等下游应用领域的高速发展，锂离子电池及其上游电池材料等行业也迎来高速发展期。下游锂电需求韧性十足，但仍受疫情反复、汽车行业价格战、储能项目观望等负面因素影响，供需宽松，叠加原材料碳酸锂跌价，国内锂离子电池材料新增产能持续增加，六氟磷酸锂等锂盐价格下滑，锂电池电解液价格出现回调。公司凭借技术优势以及市场优势，纵横双向布局构建公司竞争优势，纵向方面，公司实现了电解液的核心关键原材料 LiFSI，六氟磷酸锂的自产，同时通过副产品循环使用技术，构建循环产业链体系，获得持续的成本竞争优势。横向方面，公司完成在锂电材料的布局，成功进入正极材料，电池用胶类产品等市场。正极材料业务随着宜昌基地年产 30 万吨磷酸铁项目（一期）的落地及二期工厂的推进实现逐步放量。同时，公司于 2022 年正式发布锂离子电池粘结剂和 PACK/模组用胶粘剂的新技术与新产品，并通过收购东莞腾威股权完成产品线的搭建。此外，公司还积极布局锂离子电池材料循环再生业务，增加低碳基本原材料供给的同时培育新的利润增长点。我们认为随着业务布局的逐步扩张与各项产能的逐步达产，上述锂电新材料项目有望成为公司近期新的营收及利润增长点，锂离子电池材料业务将迎来进一步发展。

日化行业竞争加剧，公司多策略实现销售稳步增长。 国内消费需求多元化以及个性化，国内日化行业市场竞争加剧。公司深度绑定洗护领域大客户，配合客户进行关键原材料的开发以及供应。同时，公司积极开展市场营销，利用云课堂、虚拟场景等手段与客户进行技术讨论与宣讲，采用线上与线下相结合的方式增加品牌曝光度，加强品牌影响力。在行业竞争加剧的背景下，业务销售收入依旧实现稳步增长。

创新驱动长期发展。 公司拥有院士工作站、国家级博士后科研工作站、广东省精细化工材料工作技术研发中心等多个科研平台，同时具有高素质研发团队，在合成、提纯、过程反应控制等方面积累了丰富的经验，形成一系列成熟的小试、中试、工业化技术和工艺诀窍，具备创新研发优势。公司电解液以及关键原材料 LiFSI、六氟磷酸锂浓缩液、二氟磷酸锂的生产合成方面具有技术优势，其中液体六氟磷酸锂工艺技术显著降低单位产能投资成本以及生产成本，并有效减少电解液生产过程中的能耗与排放。公司目前积极进行 46 系列大圆柱电池、Ni90 及以上软包电池以及钠离子电池电解液的开发，我们认为新技术和新工艺开发提升公司内在竞争力，有助于公司穿越价格周期，新产品的投放为公司提供新的业绩增长曲线。

新建项目进一步扩大产能与业务布局，为公司扩张打下坚实基础。公司针对重点产品产能的提升以及业务布局的扩大进行持续项目投资。锂离子电池材料方面，在建项目包括年产 15.2 万吨锂电新材料项目、年产 2 万吨双氟磺酰亚胺锂项目、年产 41,000t/a 锂离子电池材料项目（一期）、年产 9.5 万吨锂电基础材料及 10 万吨二氯丙醇项目、年产 20 万吨锂电材料项目、年产 30 万吨电解液和 10 万吨铁锂电池回收项目、年产 30 万吨磷酸铁项目（二期）、年产 30 万吨锂电池电解液改扩建和 10 万吨铁锂电池拆解回收项目、年产 20 万吨锂电池电解液项目和 10 万吨锂离子电池回收项目、年产 20 万吨锂电池电解液改扩建和 10 万吨铁锂电池回收项目、年产 75500 吨锂电基础材料项目、年产 25000 吨磷酸铁锂正极材料项目。日化材料及特种化学品方面，包括年产 18.5 万吨日用化工新材料项目以及年产 6 万吨日化基础材料项目（一期）。我们认为新建项目的逐步进入投产期，在锂电材料方面产品数量增加，从电解液逐步扩展至正极材料、电池用胶类产品，为公司未来的发展提供持续动力。

投资建议：预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 230.53/288.34/347.86 亿元，实现归母净利润分别为 43.97/58.67/73.34 亿元，对应 EPS 分别为 2.28/3.04/3.81，当前股价对应的 PE 倍数分别为 18X、14X、11X。我们基于以下三个方面，1）短期碳酸锂价格下跌，下游企业采购意愿下降，短期需求下滑，新能源板块表现相对较弱。随着未来碳酸锂价格探底，产业链采购意愿有望恢复，考虑碳中和背景下，全球锂电材料需求仍处于较快增长阶段，我们对电解液、正极材料、电池用胶等需求仍较为乐观，未来随着需求恢复，相关材料价格有望修复，利好公司未来业绩；2）公司 LiFSI、磷酸铁、磷酸铁锂、电解液及电池回收等方面均有新产能在建，我们认为上述产品需求仍处于快速增长阶段，未来产能逐步释放，有望增厚公司业绩；3）创新驱动公司长期发展，一方面公司持续改进工艺，液体六氟磷酸锂等产品工艺技术提升，降本增效，另一方面，公司在 46 系列大圆柱电池、Ni90 及以上软包电池以及钠离子电池电解液等方面进行新产品研发，我们认为新技术和新工艺开发提升公司内在竞争力，有助于公司穿越价格周期，新产品的投放为公司提供新的业绩增长曲线。我们看好公司产品从电解液扩展至电解液、正极材料、电池用胶等锂电材料。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；新建项目进展不及预期；上游原材料价格波动等风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9252	15179	16906	20438	23918
现金	2148	4664	4818	6692	8501
应收票据及应收账款	3386	4634	6748	6753	8881
其他应收款	22	23	24	34	36
预付账款	360	343	383	525	570
存货	1252	2374	1791	3291	2788
其他流动资产	2085	3143	3143	3143	3143
非流动资产	4648	10352	11883	14854	17070
长期投资	30	190	349	510	674
固定资产	2493	4381	4986	7404	9272
无形资产	531	824	913	1004	1110
其他非流动资产	1593	4957	5635	5936	6014
资产总计	13899	25531	28789	35292	40988
流动负债	6146	8528	9113	11171	11142
短期借款	444	798	855	798	798
应付票据及应付账款	2366	4721	4525	6364	6150
其他流动负债	3335	3010	3734	4009	4194
非流动负债	384	4165	3527	3068	2444
长期借款	311	3965	3327	2868	2243
其他非流动负债	73	200	200	200	200
负债合计	6529	12693	12641	14239	13585
少数股东权益	213	292	391	523	688
股本	960	1927	1927	1927	1927
资本公积	2883	1944	1944	1944	1944
留存收益	3517	8755	12285	17020	22927
归属母公司股东权益	7157	12546	15758	20530	26715
负债和股东权益	13899	25531	28789	35292	40988

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2047	4164	3471	7197	6794
净利润	2307	5844	4467	5964	7458
折旧摊销	421	512	565	797	1124
财务费用	38	21	150	110	37
投资损失	2	-140	-31	-41	-52
营运资金变动	-997	-2394	-1683	221	-1938
其他经营现金流	275	320	3	146	166
投资活动现金流	-1758	-5107	-2069	-3730	-3291
资本支出	1610	3681	1938	3606	3176
长期投资	51	-1449	-160	-161	-163
其他投资现金流	-199	24	28	38	49
筹资活动现金流	1553	3451	-1305	-1536	-1695
短期借款	-103	353	57	-57	0
长期借款	-6	3654	-638	-460	-624
普通股增加	414	967	0	0	0
资本公积增加	1937	-939	0	0	0
其他筹资现金流	-688	-584	-725	-1019	-1070
现金净增加额	1836	2519	97	1931	1809

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11091	22317	23053	28834	34786
营业成本	7211	13843	15902	19403	23212
营业税金及附加	78	158	163	204	246
销售费用	76	109	171	187	227
管理费用	355	547	566	707	853
研发费用	378	894	923	1155	1393
财务费用	38	21	150	110	37
资产和信用减值损失	-294	-88	0	-143	-163
其他收益	26	71	33	36	42
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	140	31	41	52
资产处置收益	-12	5	-3	-3	-3
营业利润	2672	6872	5239	6999	8745
营业外收入	35	7	12	14	17
营业外支出	6	7	10	8	8
利润总额	2702	6872	5241	7005	8755
所得税	394	1027	774	1041	1297
净利润	2307	5844	4467	5964	7458
少数股东损益	99	130	99	132	165
归属母公司净利润	2208	5714	4368	5832	7292
EBITDA	3148	7420	5854	7801	9803
EPS (元/股)	1.15	2.97	2.27	3.03	3.78

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	169.3	101.2	3.3	25.1	20.6
营业利润 (%)	321.6	157.1	-23.8	33.6	24.9
归属母公司净利润 (%)	314.4	158.8	-23.6	33.5	25.0
获利能力					
毛利率 (%)	35.0	38.0	31.0	32.7	33.3
净利率 (%)	20.8	26.2	19.4	20.7	21.4
ROE (%)	31.3	45.5	27.7	28.3	27.2
ROIC (%)	28.9	33.3	21.6	23.6	23.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.0	49.7	43.9	40.3	33.1
净负债比率 (%)	-16.9	3.2	1.9	-9.4	-15.9
流动比率	1.5	1.8	1.9	1.8	2.1
速动比率	1.2	1.4	1.5	1.4	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	4.7	5.6	4.1	4.3	4.4
应付账款周转率	4.7	4.0	3.7	3.8	3.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.15	2.97	2.27	3.03	3.78
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.06	2.16	1.80	3.74	3.53
每股净资产 (最新摊薄)	3.71	6.41	8.07	10.55	13.76
估值比率					
P/E	38.2	14.8	19.3	14.5	11.6
P/B	11.8	6.8	5.4	4.2	3.2
EV/EBITDA	26.5	11.5	14.5	10.6	8.2

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 20 日收盘价

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		

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

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>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686