

行业盈利能力触底，龙头市占率有望稳步提升

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年一季报, 实现收入43.1亿元, 同比+16%, 环比-27%; 实现归母净利润6.9亿元, 同比-54%, 环比-49%。
- **电解液盈利能力下滑, 二线供应商利润趋零, 公司市占率有望稳步提升。量:** 公司2022年实现锂电材料销售43万吨, 同比+92%。经测算, 22Q4电解液产品销售约11万吨, 环比+20%, 翘尾现象显著; 23Q1电解液产品销售约8万吨, 同比维持增长, 环比-27%。**利:** 经测算, 公司2022年电解液单位利润约1.5万元/吨, 同比+50%; 22Q4公司电解液单位利润约1.2万元/吨, 环比-22%, 盈利能力下滑较为显著, 主要系低价碳酸锂库存消化完毕导致; 23Q1公司电解液单位利润为0.75万元/吨, 主要系下游需求不足、产品价格下降等原因导致营收规模萎缩, 期间费用显著拖累净利率。经测算, 公司一体化布局进入成熟阶段, 产能利用率维持高位, 规模效应显著, 综合成本较二线供应商低约0.5~1万元/吨。因此, 在二线供应商利润趋零的背景下, 投资回收周期大幅度延长, 导致产能扩张迟滞, 预示行业整体盈利能力触底。公司凭借其成本优势及规模优势, 有望于窗口期内持续扩产, 提升市占率。
- **原材料价格显著下降, 毛利率先降后升, 年内或将迎来反转。** 22Q4, 公司主要原材料碳酸锂价格维持历史高位, 预计碳酸锂均价超过50万元/吨。23Q1, 下游需求疲软, 主要以库存消化为主, 碳酸锂价格急速下跌, 降至25万元/吨, 经测算, 释放电解液产品成本约2.5万元/吨。预计公司高价碳酸锂库存消化完毕后, 公司毛利率有望触底, 并于年内迎来反转。当下电解液行业单位毛利已降至2020年来最低水平, 部分供应商已出现亏损, 随着下游需求恢复、辅材价格持续下跌, 行业景气度有望回暖。公司高价原材料消化+行业供需格局改善, 年内将受益双加速推动业绩快速修复。
- **持续深化一体化布局, 磷酸铁规模出货。** 2022年, 预计公司磷酸铁产品实现出货3~4万吨, 同比+71%, 对应单位利润约6000元/吨, 贡献归母净利润约2亿元。随着在建磷酸铁项目投产在即, 年内磷酸铁产能有望达到30万吨。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为2.28元、3.20元、4.38元, 对应动态PE分别为18倍、13倍、10倍。公司23年规划目标积极, 一体化动作持续落地, 看好业绩于年内触底反弹, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业政策风险, 锂电池技术迭代风险, 账期风险, 原材料价格波动风险, 产品价格波动风险, 行业竞争加大风险, 汇率风险, 项目管理风险, 地缘政治风险。

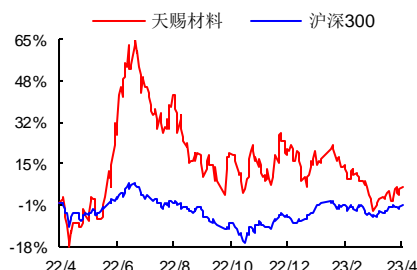
指标年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	22316.94	26830.84	33070.41	40813.93
增长率	101.22%	20.23%	23.26%	23.42%
归属母公司净利润(百万元)	5714.44	4391.12	6168.35	8447.65
增长率	158.77%	-23.16%	40.47%	36.95%
每股收益EPS(元)	2.97	2.28	3.20	4.38
净资产收益率ROE	45.52%	28.80%	19.95%	30.16%
PE	14	18	13	10
PB	6.42	5.25	3.91	2.89

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.27
流通A股(亿股)	13.84
52周内股价区间(元)	37.48-83.2
总市值(亿元)	828.66
总资产(亿元)	162.68
每股净资产(元)	9.00

相关研究

1. 天赐材料(002709): 高毛利水平延续, 关注22H2产能释放 (2022-09-02)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2023-2025 年公司电解液产品销量分别为 50/65/80 万吨，跟随原材料价格下降，对应产品价格分别下降 30%/5%/0%，单位利润约 0.7/0.8/0.8 万元/吨；

假设 2：2023-2025 年公司磷酸铁产品销量分别为 20/30/40 万吨，对应产品价格分别为 1.4/1.2/1.2 万元/吨，单位利润维持历史平均水平；

假设 3：公司其他业务平稳发展，毛利率维持在历史平均水平。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
锂电材料	收入	20822	25300	31500	39200
	增速	114%	22%	25%	24%
	毛利率	39%	30%	32%	34%
日化	收入	1135	1135	1135	1135
	增速	3%	0%	0%	0%
	毛利率	30%	30%	30%	30%
其他	收入	360	396	435	479
	增速	40%	10%	10%	10%
	毛利率	30%	30%	30%	30%
合计	收入	22317	26831	33070	40814
	增速	101%	20%	23%	23%
	毛利率	38%	30%	32%	34%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 268 亿元（+20%）、331 亿元（+23%）和 408 亿元（+23%），归母净利润分别为 44 亿元（-23%）、62 亿元（+40%）、84 亿元（+37%），EPS 分别为 2.28 元、3.20 元、4.38 元，对应动态 PE 分别为 18 倍、13 倍、10 倍。

综合考虑业务范围，选取了电解液行业 4 家上市公司作为估值参考，其中多氟多和新宙邦为行业龙头，已实现全国化布局，体量较大，且多品类覆盖；胜华新材为新进入者，技术储备丰厚，成长空间较大。宁德时代为下游主要客户。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22A/E	23E	24E	21A	22A/E	23E	24E
002407	多氟多	254.47	33.22	1.64	2.94	3.20	4.32	20	11	10	8
300037	新宙邦	400.81	53.75	3.17	2.56	2.10	2.95	17	21	26	18
603026	胜华新材	163.77	80.80	5.81	5.99	7.41	11.15	14	13	11	7
300750	宁德时代	9,962.00	407.88	6.84	11.98	18.66	24.97	60	34	22	16

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22A/E	23E	24E	21A	22A/E	23E	24E
平均值								28	20	17	12
002709	天赐材料	810.93	42.09	2.30	2.97	2.28	3.20	18	14	18	13

数据来源: Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看, 公司 2023 年估值为 18 倍, 行业平均值为 17 倍, 作为绝对龙头, 估值与行业平均估值水平相当。伴随公司未来持续深耕电解液领域、巩固优势, 同时锂电材料一体化进程推进, 叠加渠道优化、效率提升和规模效应等因素, 业绩将呈现高质量增长趋势, 看好利润端进一步的弹性释放, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22316.94	26830.84	33070.41	40813.93	净利润	5844.04	4541.12	6368.35	8647.65
营业成本	13843.39	18781.59	22519.29	27001.75	折旧与摊销	511.76	695.71	868.69	947.86
营业税金及附加	157.84	199.34	239.75	297.13	财务费用	21.50	329.26	304.27	284.37
销售费用	108.57	134.15	165.35	204.07	资产减值损失	-40.14	300.00	200.00	200.00
管理费用	547.46	1744.00	2149.58	2652.91	经营营运资本变动	-1546.09	-332.76	-521.94	-960.97
财务费用	21.50	329.26	304.27	284.37	其他	-627.20	-192.68	-144.85	-120.76
资产减值损失	-40.14	300.00	200.00	200.00	经营活动现金流净额	4163.86	5340.65	7074.52	8998.15
投资收益	139.55	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3484.01	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1622.61	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5106.62	-1000.00	-1000.00	-1000.00
营业利润	6871.67	5342.50	7492.17	10173.71	短期借款	353.18	-797.56	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.17	0.00	0.00	0.00	长期借款	465.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	6871.50	5342.50	7492.17	10173.71	股权融资	28.21	0.00	0.00	0.00
所得税	1027.46	801.37	1123.83	1526.06	支付股利	-476.55	-1142.89	-878.22	-1233.67
净利润	5844.04	4541.12	6368.35	8647.65	其他	3080.77	-989.52	-304.27	-284.37
少数股东损益	129.60	150.00	200.00	200.00	筹资活动现金流净额	3450.85	-2929.97	-1182.50	-1518.04
归属母公司股东净利润	5714.44	4391.12	6168.35	8447.65	现金流量净额	2519.18	1410.68	4892.02	6480.11
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4663.82	6074.50	10966.52	17446.64	成长能力				
应收和预付款项	4999.08	7700.95	9044.23	11012.27	销售收入增长率	101.22%	20.23%	23.26%	23.42%
存货	2373.84	3220.64	3861.57	4630.21	营业利润增长率	157.15%	-22.25%	40.24%	35.79%
其他流动资产	3142.69	780.49	962.00	1187.25	净利润增长率	153.28%	-22.29%	40.24%	35.79%
长期股权投资	189.51	189.51	189.51	189.51	EBITDA 增长率	136.43%	-14.01%	36.08%	31.63%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	6751.63	7148.49	7372.35	7517.05	毛利率	37.97%	30.00%	31.91%	33.84%
无形资产和开发支出	838.10	750.35	662.59	574.84	三费率	24.16%	8.23%	7.92%	7.70%
其他非流动资产	2572.25	2567.45	2562.64	2557.84	净利率	26.19%	16.93%	19.26%	21.19%
资产总计	25530.93	28432.37	35621.42	45115.61	ROE	45.52%	28.80%	29.95%	30.16%
短期借款	797.56	0.00	0.00	0.00	ROA	22.89%	15.97%	17.88%	19.17%
应付和预收款项	5537.29	7386.13	8863.84	10678.77	ROIC	61.10%	36.69%	46.51%	56.56%
长期借款	776.22	776.22	776.22	776.22	EBITDA/销售收入	33.18%	23.73%	26.20%	27.95%
其他负债	5582.14	4500.40	4721.61	4986.90	营运能力				
负债合计	12693.21	12662.76	14361.67	16441.89	总资产周转率	1.13	0.99	1.03	1.01
股本	1926.66	1926.66	1926.66	1926.66	固定资产周转率	6.49	4.65	4.55	5.48
资本公积	1944.23	1944.23	1944.23	1944.23	应收账款周转率	5.33	4.41	4.13	4.25
留存收益	8755.07	12003.31	17293.43	24507.41	存货周转率	7.64	6.71	6.36	6.36
归属母公司股东权益	12545.97	15327.87	20618.00	27831.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	56.37%	—	—	—
少数股东权益	291.75	441.75	641.75	841.75	资本结构				
股东权益合计	12837.72	15769.62	21259.74	28673.72	资产负债率	49.72%	44.54%	40.32%	36.44%
负债和股东权益合计	25530.93	28432.37	35621.42	45115.61	带息债务/总负债	37.52%	31.31%	27.61%	24.11%
					流动比率	1.78	2.09	2.44	2.79
					速动比率	1.50	1.71	2.06	2.41
					股利支付率	8.34%	26.03%	14.24%	14.60%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	7404.93	6367.46	8665.14	11405.94	每股收益	2.97	2.28	3.20	4.38
PE	14.09	18.34	13.05	9.53	每股净资产	6.51	7.96	10.70	14.45
PB	6.42	5.25	3.91	2.89	每股经营现金	2.16	2.77	3.67	4.67
PS	3.61	3.00	2.43	1.97	每股股利	0.25	0.59	0.46	0.64
EV/EBITDA	10.57	11.92	8.19	5.66					
股息率	0.59%	1.42%	1.09%	1.53%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrty@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	