

# 天赐材料 (002709)

## 2022 年三季度报点评：业绩符合市场预期，出货环比高增长 买入（维持）

2022 年 10 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009  
yuesy@dwzq.com.cn

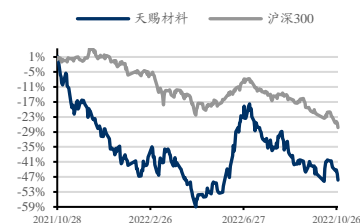
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	11,091	25,673	39,875	46,957
同比	169%	131%	55%	18%
归属母公司净利润（百万元）	2,208	6,046	7,584	9,900
同比	314%	174%	25%	31%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.15	3.14	3.94	5.14
P/E（现价&最新股本摊薄）	36.64	13.38	10.67	8.17

#业绩符合预期

### 投资要点

- Q3 归母净利 14.54 亿元，同增 89%，业绩预告中值，符合市场预期。**  
 2022 年 Q3 公司实现营收 60.65 亿元，同比增加 107.46%，环比增长 16.32%；归母净利润 14.54 亿元，同比增长 88.61%，环比增长 3.25%，扣非归母净利润 13.68 亿元，同比增长 83.8%，环比-1.71%。此前公司预告归母净利 13.5-15.5 亿元，本次业绩处于业绩预告中值，符合市场预期。盈利能力方面，Q3 毛利率为 36.17%，同比-7.31pct，环比-5.89pct；归母净利率 23.97%，同比-2.4pct，环比-3.03pct；Q3 扣非净利率 22.56%，同比-2.9pct，环比-4.14pct。公司 Q3 毛利率环比下降，主要系降价影响，且单吨成本受碳酸锂价格上涨影响。
- Q3 电解液出货环增 40%、单吨净利约 1.2-1.3 万元/吨。**我们预计公司 2022Q3 电解液出货约 9.1 万吨，环增近 50%，表现亮眼，前三季度累计出货 21 万吨+，Q4 有望环增 30%+，我们预计 2022 全年出货达 33 万吨，同增 130%+。随着新增产能释放，我们预计 2023 年电解液出货 50-60 万吨，维持 60%+高增长。盈利方面，我们预计 Q3 单吨盈利 1.2-1.3 万元/吨，环降约 25%，主要系电解液价格随溶剂及添加剂价格下降，且 Q3 计提约 0.6 亿元股权激励费用，若加回，对应公司单吨盈利约 1.35 万元/吨，全年看单吨盈利仍有望维持 1.4-1.5 万元/吨左右。公司成本优势明显，且随着 LIFSI、添加剂等新增产能逐步释放，对冲六氟跌价影响，我们预计 23 年单吨盈利可维持 1.1 万元/吨+。
- Q3 磷酸铁出货高增长，单吨净利维持高位。**我们预计 2022Q3 磷酸铁出货 0.9-1 万吨，环比增 10%-20%，主要系磷酸铁新增产能 10 月起释放。随着新增产能释放，我们预计磷酸铁全年出货近 5 万吨，盈利方面，Q3 磷酸铁供给紧平衡维持，我们预计单吨盈利 0.7-0.8 万元左右，环比略降，叠加铁锂正极开始出货贡献利润，Q3 磷酸铁及磷酸铁锂正极共贡献 0.8 亿元+利润，全年看铁锂板块单吨盈利有望维持高位。
- 盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预期 60.46/75.84/99.00 亿元，同增 174%/25%/31%，对应 PE 为 13x/11x/8x，考虑公司为隔膜行业龙头，给予 2023 年 20xPE，对应目标价 78.8 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	42.00
一年最低/最高价	36.26/167.87
市净率(倍)	7.46
流通 A 股市值(百万元)	58,018.95
总市值(百万元)	80,919.56

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.63
资产负债率(% ,LF)	52.11
总股本(百万股)	1,926.66
流通 A 股(百万股)	1,381.40

### 相关研究

《天赐材料(002709)：2022 年中报点评：业绩符合市场预期，下半年排产拐点明确》

2022-08-25

《天赐材料(002709)：股权激励方案落地，绑定员工共享高成长》

2022-08-09

**Q3 归母净利 14.54 亿元，同增 89%，业绩预告中值，符合市场预期。**2022 年前三季度公司营收 164.29 亿元，同比增长 148.06%；归母净利润 43.6 亿元，同比增长 180.65%；扣非净利润 42.55 亿元，同比增长 181.68%；22 年前三季度毛利率为 40.5%，同比增加 1.54pct；归母净利率为 27.11%，同比增加 2.36pct。

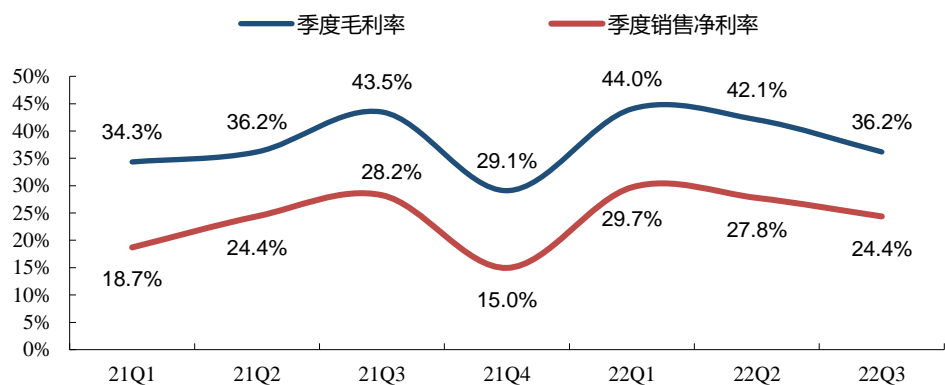
2022 年 Q3 公司实现营收 60.65 亿元，同比增加 107.46%，环比增长 16.32%；归母净利润 14.54 亿元，同比增长 88.61%，环比增长 3.25%，扣非归母净利润 13.68 亿元，同比增长 83.8%，环比-1.71%。此前公司预告归母净利 13.5-15.5 亿元，本次业绩处于业绩预告中值，符合市场预期。盈利能力方面，Q3 毛利率为 36.17%，同比-7.31pct，环比-5.89pct；归母净利率 23.97%，同比-2.4pct，环比-3.03pct；Q3 扣非净利率 22.56%，同比-2.9pct，环比-4.14pct。公司 Q3 毛利率环比下降，主要系降价影响，且单吨成本受碳酸锂价格上涨影响。

图1: 公司分季度业绩拆分情况

	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2
营业收入(百万)	6,065.4	5,214.4	5,149.1	4,467.8	2,923.6	2,137.8
-同比	107.46%	143.92%	229.71%	213.86%	165.10%	100.21%
毛利率	36.17%	42.06%	44.04%	29.08%	43.47%	36.17%
归母净利润(百万)	1,454.2	1,408.4	1,497.9	654.6	771.0	495.8
-同比	88.61%	184.04%	422.19%	4415.56%	273.00%	83.53%
归母净利率	23.97%	27.01%	29.09%	14.65%	26.37%	23.19%
扣非归母净利润(百万)	1,368.1	1,391.9	1,494.56	658.64	744.32	482.51
-同比	83.80%	188.48%	427.01%	5150.84%	263.13%	78.78%
扣非归母净利率	22.56%	26.69%	29.03%	14.74%	25.46%	22.57%

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图2: 公司季度盈利能力



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

**Q3 电解液出货环增 40%、单吨净利约 1.2-1.3 万元/吨。**我们预计公司 2022Q3 电解液出货约 9.1 万吨，环增近 50%，表现亮眼，前三季度累计出货 21 万吨+，Q4 有望环增

30%+, 我们预计 2022 全年出货达 33 万吨, 同增 130%+。随着新增产能释放, 我们预计 2023 年电解液出货 50-60 万吨, 维持 60%+高增长。盈利方面, 我们预计 Q3 单吨盈利 1.2-1.3 万元/吨, 环降约 25%, 主要系电解液价格随溶剂及添加剂价格下降, 且 Q3 计提约 0.6 亿元股权激励费用, 若加回, 对应公司单吨盈利约 1.35 万元/吨, 全年看单吨盈利仍有望维持 1.4-1.5 万元/吨左右。公司成本优势明显, 且随着 LIFSI、添加剂等新增产能逐步释放, 对冲六氟跌价影响, 我们预计 23 年单吨盈利可维持 1.1 万元/吨+。

**Q3 磷酸铁出货高增长, 单吨净利维持高位。**我们预计 2022Q3 磷酸铁出货 0.9-1 万吨, 环比增 10%-20%, 主要系磷酸铁新增产能 10 月起释放。随着新增产能释放, 我们预计磷酸铁全年出货近 5 万吨, 盈利方面, Q3 磷酸铁供给紧平衡维持, 我们预计单吨盈利 0.7-0.8 万元左右, 环比略降, 叠加铁锂正极开始出货贡献利润, Q3 磷酸铁及磷酸铁锂正极共贡献 0.8 亿元+利润, 全年看铁锂板块单吨盈利有望维持高位。

**日化业务稳健增长, 碳酸锂库存贡献部分收益。**公司日化业务稳健增长, 我们预计 Q3 贡献 0.6 亿元+利润, 2022 全年预计贡献 2.5-3 亿元左右利润。碳酸锂库存收益我们预计 Q3 贡献 0.7 亿元左右利润。

**公司费用控制良好, Q3 期间费用率环比微增。**2022 年前三季度公司期间费用合计 12.71 亿元, 同比增长 134.25%, 费用率为 7.74%, 同比-0.46pct。2022Q3 期间费用合计 5.1 亿元, 同比增长 146.44%, 环比增 23.67%, 期间费用率为 8.4%, 同比增 1.33pct, 环比增 0.5pct; 销售费用 0.43 亿元, 销售费用率 0.71%; 管理费用 1.78 亿元, 管理费用率 2.93%; 财务费用-0.14 亿元, 财务费用率-0.24%; 研发费用 3.03 亿元, 研发费用率 5%。公司 2022Q3 计提资产减值损失 0.05 亿元; 转回信用减值损失 0.02 亿元。

图3: 公司季度费用情况

单位: 百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
销售费用	19.21	29.50	19.68	7.55	31.77	33.43	42.88
-销售费用率	1.23%	1.38%	0.67%	0.17%	0.62%	0.64%	0.71%
管理费用	75.85	65.89	85.53	127.76	136.19	121.98	177.70
-管理费用率	4.86%	3.08%	2.93%	2.86%	2.64%	2.34%	2.93%
研发费用	56.19	63.65	95.53	162.81	174.43	261.94	303.34
-研发费用率	3.60%	2.98%	3.27%	3.64%	3.39%	5.02%	5.00%
财务费用	14.62	11.01	6.06	6.78	7.19	-5.24	-14.28
-财务费用率	0.94%	0.52%	0.21%	0.15%	0.14%	-0.10%	-0.24%
期间费用	165.87	170.04	206.80	304.90	349.57	412.11	509.64
-期间费用率	10.62%	7.95%	7.07%	6.82%	6.79%	7.90%	8.40%
资产减值损失	0.00	37.03	-136.22	-142.25	-0.76	-11.12	-4.72
信用减值损失	-4.51	-16.79	-9.59	-21.83	-7.86	-8.97	2.38

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

**在手现金充裕, 资本开支大幅增长, 经营性现金流同环比转负。**公司 Q3 投资收益 1 亿元, 主要为公司出售云锂股份。2022 年三季度末公司存货为 18.99 亿元, 较 Q2 末增长 40%, 较年初增长 52%, 主要系生产备货所致; 应收账款 46.11 亿元, 较 Q2 末增长 27%, 较年初增长 36%; 期末公司合同负债 17.38 亿元, 较年初下降 14.27%。2022 年

Q3 公司经营活动净现金流净额为-0.84 亿元,同比由正转负,主要由于应收账款的增加;投资活动净现金流出 5.38 亿元,同比上升 17.88%;资本开支为 10.32 亿元,同比上升 119.54%;账面现金为 51.66 亿元,较年初增长 140.54%,短期借款 3.63 亿元,较年初下降 18.27%。

**盈利预测与投资建议:**我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预期 60.46/75.84/99.00 亿元,同增 174%/25%/31%,对应 PE 为 13x/11x/8x,考虑公司为隔膜行业龙头,给予 2023 年 20xPE,对应目标价 78.8 元,维持“买入”评级。

风险提示:电动车销量不及预期,上游原材料大幅波动

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>9,252</b>	<b>17,119</b>	<b>28,018</b>	<b>35,791</b>	<b>营业总收入</b>	<b>11,091</b>	<b>25,673</b>	<b>39,875</b>	<b>46,957</b>
货币资金及交易性金融资产	2,148	3,166	6,001	7,543	营业成本(含金融类)	7,211	15,988	27,445	31,240
经营性应收款项	5,621	10,856	16,896	22,437	税金及附加	78	181	282	332
存货	1,252	2,847	4,888	5,563	销售费用	76	175	271	319
合同资产	0	0	0	0	管理费用	355	770	1,117	1,221
其他流动资产	231	250	233	248	研发费用	378	873	1,236	1,409
<b>非流动资产</b>	<b>4,648</b>	<b>5,895</b>	<b>6,854</b>	<b>7,711</b>	财务费用	38	10	18	45
长期股权投资	30	20	20	20	加:其他收益	26	31	32	33
固定资产及使用权资产	2,493	3,382	3,969	4,454	投资净收益	-2	-3	-4	-5
在建工程	987	1,187	1,387	1,587	公允价值变动	0	10	10	10
无形资产	531	704	877	1,050	减值损失	-294	-327	-400	-490
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-12	-3	-4	-5
长期待摊费用	6	6	5	4	<b>营业利润</b>	<b>2,672</b>	<b>7,385</b>	<b>9,140</b>	<b>11,935</b>
其他非流动资产	600	595	595	595	营业外净收支	29	35	40	35
<b>资产总计</b>	<b>13,899</b>	<b>23,013</b>	<b>34,873</b>	<b>43,502</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,702</b>	<b>7,420</b>	<b>9,180</b>	<b>11,970</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,146</b>	<b>10,769</b>	<b>16,874</b>	<b>18,002</b>	减:所得税	394	1,187	1,377	1,795
短期借款及一年内到期的非流动负债	561	100	1,619	2,193	<b>净利润</b>	<b>2,307</b>	<b>6,233</b>	<b>7,803</b>	<b>10,174</b>
经营性应付款项	2,366	5,246	9,006	10,251	减:少数股东损益	99	187	218	275
合同负债	2,027	3,198	2,745	1,562	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,208</b>	<b>6,046</b>	<b>7,584</b>	<b>9,900</b>
其他流动负债	1,192	2,226	3,504	3,996	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.15	3.14	3.94	5.14
非流动负债	384	384	384	384	EBIT	2,966	7,686	9,524	12,437
长期借款	311	311	311	311	EBITDA	3,387	8,176	10,215	13,270
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.98	37.72	31.17	33.47
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	19.91	23.55	19.02	21.08
其他非流动负债	73	73	73	73	收入增长率(%)	169.26	131.48	55.32	17.76
<b>负债合计</b>	<b>6,529</b>	<b>11,153</b>	<b>17,257</b>	<b>18,385</b>	归母净利润增长率(%)	314.42	173.77	25.45	30.53
归属母公司股东权益	7,157	11,460	16,997	24,223					
少数股东权益	213	400	619	893					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,370</b>	<b>11,860</b>	<b>17,615</b>	<b>25,117</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,899</b>	<b>23,013</b>	<b>34,873</b>	<b>43,502</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,047	5,026	5,071	5,397	每股净资产(元)	7.46	8.49	12.60	17.96
投资活动现金流	-1,758	-1,767	-1,668	-1,674	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	1,553	-2,251	-577	-2,191	ROIC(%)	39.76	62.95	50.89	44.83
现金净增加额	1,836	1,008	2,826	1,532	ROE-摊薄(%)	30.86	52.76	44.62	40.87
折旧和摊销	421	490	690	833	资产负债率(%)	46.98	48.46	49.49	42.26
资本开支	-1,609	-1,768	-1,664	-1,670	P/E(现价&最新股本摊薄)	36.64	13.38	10.67	8.17
营运资本变动	-997	-3,027	-5,124	-6,634	P/B(现价)	5.63	4.94	3.33	2.34

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

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

