

电解液龙头业绩高增，一体化布局驱动降本

2023 年 04 月 12 日

➤ **事件说明。**2023 年 4 月 10 日，公司发布 2022 年年报，全年实现营收 223.17 亿元，同比增长 101.22%，实现归母净利润 57.14 亿元，同比增长 158.77%，扣非后归母净利润 55.39 亿元，同比增长 155.38%，业绩基本符合预期。

➤ **Q4 业绩拆分。营收和净利：**公司 2022Q4 营收 58.88 亿元，同比+31.79%，环比-2.92%，归母净利润为 13.54 亿元，同比+106.82%，环比-6.89%，扣非后归母净利润为 12.85 亿元，同比+95.08%，环比-6.08%。**毛利率：**2022Q4 毛利率为 30.89%，同比+1.81pcts，环比-5.27pcts。**净利率：**2022Q4 净利率为 23.60%，同比+8.65pcts，环比-0.77pcts。

➤ **电解液出货大幅增长，盈利能力行业领先。出货量方面，**公司 Q4 电解液出货约 10 万吨，全年出货达 32 万吨，同比增长 122%。2023 年出货有望达 50 万吨。**单吨净利方面，**我们测算 Q4 电解液吨净利约 1.1 万/吨，全年平均吨净利约 1.5 万/吨。

➤ **一体化布局构建成本优势。**公司打造“硫酸-氢氟酸-氟化锂/五氟化磷-六氟磷酸锂-电解液”产业链一体化布局。截至 22 年底，公司拥有六氟磷酸锂产能约 6 万吨，已完全覆盖公司电解液产能，自供比例达 95%-100%。报告期内，公司六氟磷酸锂、双氟磺酰亚胺锂、双氟草酸硼酸锂等多种电解质及添加剂顺利扩产，进一步提高关键原材料自供比例，有望持续增厚公司单吨盈利水平。

➤ **多线布局贡献新增长。磷酸铁方面，**22 年出货约 3.4 万吨，同比增长 71%。Q4 吨净利约 0.6 万/吨，全年平均吨净利 0.7-0.8 万/吨，贡献 2.5-3 亿利润。公司六氟磷酸锂产线的副产物可用于磷酸铁的生成，实现生产线的横向循环，有望进一步降低磷酸铁的生产成本。报告期内，宜昌天赐 30 万吨一期 10 万吨产线投产，我们预计二期项目 20 万吨产能将于今年投产。随着新产能的落地，预计磷酸铁产品将于 2023 年迎来放量，成为公司未来新的营收及利润增长点之一。

日化方面，22 年出货约 12.6 万吨，贡献 2-2.5 亿利润，我们预计 23 年保持 10%-15%的增速。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现营收 268.78、354.97、448.17 亿元，同比增速分别为 20.4%、32.1%、26.3%，归母净利润为 46.80、62.67、78.45 亿元，同比分别为-18.1%、+33.9%、+25.2%，当前时点对应估值 18、13、11 倍 PE，考虑到公司一体化布局，盈利优势明显，磷酸铁贡献新增量，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新能源车销量不及预期，行业竞争加剧，原材料波动超预期，产能释放节奏不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	22317	26878	35497	44817
增长率 (%)	101.2	20.4	32.1	26.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	5714	4680	6267	7845
增长率 (%)	158.8	-18.1	33.9	25.2
每股收益 (元)	2.97	2.43	3.25	4.07
PE	14	18	13	11
PB	6.6	5.2	3.9	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

42.80 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 李孝鹏

执业证书：S0100122010020

电话：021-60876734

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

电话：021-60876734

邮箱：zhaodan@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

电话：021-60876734

邮箱：xiziyi@mszq.com

相关研究

1.天赐材料 (002709.SZ) 2022 年三季报点评：业绩符合预期，盈利领先体现一体化优势-2022/10/30

2.天赐材料 (002709.SZ) 2022 年半年报点评：一体化布局持续推进，电解液盈利能力行业领先-2022/08/25

3.天赐材料 (002709.SZ) 事件点评：产能全球布局，电解液龙头转型锂电平台型企业-2022/06/28

4.天赐材料 (002709.SZ) 深度报告：一体化构筑成本壁垒，新型锂盐带来成长性-2022/06/15

5.天赐材料 (002709.SZ) 2021 年年报点评：业绩符合预期，龙头一体化布局深化-2022/03/22

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	22317	26878	35497	44817
营业成本	13843	19275	25575	32583
营业税金及附加	158	188	248	314
销售费用	109	108	106	134
管理费用	547	645	824	986
研发费用	894	1021	1278	1524
EBIT	6765	5652	7491	9320
财务费用	21	13	-66	-145
资产减值损失	-40	-32	-42	-54
投资收益	140	-5	-6	-8
营业利润	6872	5603	7509	9403
营业外收支	0	15	15	15
利润总额	6872	5618	7524	9418
所得税	1027	843	1129	1413
净利润	5844	4775	6395	8005
归属于母公司净利润	5714	4680	6267	7845
EBITDA	7277	6318	8409	10452

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4664	11238	17293	25538
应收账款及票据	4634	5103	5777	6078
预付款项	343	386	511	652
存货	2374	3137	4162	5303
其他流动资产	3165	3434	4013	4476
流动资产合计	15179	23297	31756	42046
长期股权投资	190	190	190	190
固定资产	4381	6549	7772	8697
无形资产	824	823	821	819
非流动资产合计	10352	12425	13152	13472
资产合计	25531	35723	44908	55518
短期借款	798	848	878	898
应付账款及票据	4721	6918	9179	11694
其他流动负债	3010	3677	4796	6030
流动负债合计	8528	11442	14852	18622
长期借款	776	1376	1776	1976
其他长期负债	3389	6536	6536	6536
非流动负债合计	4165	7912	8312	8512
负债合计	12693	19355	23164	27135
股本	1927	1927	1927	1927
少数股东权益	292	387	515	675
股东权益合计	12838	16368	21743	28383
负债和股东权益合计	25531	35723	44908	55518

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	101.22	20.44	32.07	26.26
EBIT 增长率	128.10	-16.45	32.54	24.41
净利润增长率	158.77	-18.11	33.93	25.18
盈利能力 (%)				
毛利率	37.97	28.29	27.95	27.30
净利率	25.61	17.41	17.66	17.51
总资产收益率 ROA	22.38	13.10	13.96	14.13
净资产收益率 ROE	45.55	29.28	29.52	28.31
偿债能力				
流动比率	1.78	2.04	2.14	2.26
速动比率	1.39	1.67	1.77	1.89
现金比率	0.55	0.98	1.16	1.37
资产负债率 (%)	49.72	54.18	51.58	48.88
经营效率				
应收账款周转天数	75.79	70.00	60.00	50.00
存货周转天数	62.59	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	1.13	0.88	0.88	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	2.97	2.43	3.25	4.07
每股净资产	6.51	8.29	11.02	14.38
每股经营现金流	2.16	3.65	4.35	5.68
每股股利	0.60	0.53	0.71	0.89
估值分析				
PE	14	18	13	11
PB	6.6	5.2	3.9	3.0
EV/EBITDA	11.37	12.63	8.82	6.33
股息收益率 (%)	1.40	1.24	1.66	2.07

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	5844	4775	6395	8005
折旧和摊销	512	666	918	1132
营运资金变动	-2133	1431	876	1590
经营活动现金流	4164	7028	8383	10950
资本开支	-3637	-2720	-1625	-1432
投资	-1474	-5	-5	-5
投资活动现金流	-5107	-2729	-1636	-1445
股权募资	108	0	0	0
债务募资	4286	3603	430	220
筹资活动现金流	3451	2275	-692	-1260
现金净流量	2519	6574	6055	8245

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026