

业绩短期承压，电解液龙头份额有望持续扩张

2023 年 10 月 30 日

► **事件。**2023 年 10 月 27 日，公司发布 2023 年三季报。2023 年前三季度，公司实现营收 121.24 亿元，同减 26.20%，实现归母净利润 17.52 亿元，同减 59.83%，扣非后归母净利润 17.09 亿元，同减 59.82%。单季度来看，2023 年 Q3 实现营收 41.38 亿元，同减 31.78%，环增 12.66%，归母净利润为 4.63 亿元，同减 68.14%，环减 21.94%，扣非后归母净利润为 4.39 亿元，同减 67.95%，环减 25.04%；毛利率为 24.32%，同减 11.85pcts，环减 5.99pcts，净利率为 11.56%，同减 12.81pcts，环减 2.91pcts。

► **Q3 电解液实施降价策略，市场份额有望进一步提升。**2023 年 Q3 公司电解液预计出货 11.7 万吨，环比+35%，单吨盈利约为 0.4 万元/吨，公司吨净利环比下滑的主要原因为：1、受碳酸锂价格波动、行业竞争加剧、板块盈利承压；2、公司主动降价，保障市场份额。目前，公司已具备液体六氟磷酸锂、新型添加剂 LiODFB 等产品工艺技术，并持续推进上游新型锂盐 LiFSI 布局，Q3LiFSI 添加比例已超 2%，明年有望提升至 3%左右，六氟磷酸锂和 LiFSI 自供比例达到 92%以上，部分核心添加剂自供比例达到 80%以上。随着下游需求逐步回暖，公司价格策略生效，我们预期公司市占率将实现进一步提升，预计 2023 年公司全年出货超 40 万吨，2024 年出货超 50 万吨。

► **磷酸铁业务短期承压。**公司 Q3 正极业务盈利情况较差，亏损的主要原因为：新增产能的调试及产能爬坡进展缓慢，导致生产成本较高，叠加行业竞争激烈，产品单价下滑，影响正极业务利润实现。公司磷酸铁总产能规划 33 万吨，目前项目一期 10 万吨已顺利投产，产能处于持续爬坡阶段，二期 20 万吨项目进入设备安装调试阶段，后续随开工率上升和规模效应显现，公司正极亏损将进一步收窄。

► **海外生产基地布局夯实自身优势，国际化进程加速推进。**公司规划在欧洲地区未来以电解液代加工的方式进行布局，目前已在德国布局电解液 OEM 工厂；在北美地区以规划建设电解液产能为主，摩洛哥除电解液外也考虑六氟磷酸锂配套材料以及正极材料。随着海外生产基地的逐步建设，预期海外市场为公司打开高成长空间。

► **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现营收 162.43、185.88、244.17 亿元，同比增速分别为-27.2%、14.4%、31.4%，归母净利润为 22.44、25.52、34.75 亿元，同比分别为-60.7%、+13.7%、+36.2%，当前时点对应 PE 为 24、21、16 倍，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：**锂离子电池材料行业政策风险，锂电池技术迭代的风险，原材料及产品价格波动风险，汇率风险，海外项目建设及地缘政治风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	22,317	16,243	18,588	24,417
增长率 (%)	101.2	-27.2	14.4	31.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,714	2,244	2,552	3,475
增长率 (%)	158.8	-60.7	13.7	36.2
每股收益 (元)	2.97	1.17	1.33	1.81
PE	10	24	21	16
PB	4.3	4.0	3.5	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

28.30 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 席子屹

执业证书：S0100122060007

电话：021-60876734

邮箱：xiziyi@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

电话：021-60876734

邮箱：zhaodan@mszq.com

相关研究

1.天赐材料 (002709.SZ) 2023 年半年报点评：电解液盈利能力领先同行，拟发行 GDR 加码主业-2023/08/15

2.天赐材料 (002709.SZ) 2023 年半年度业绩预告点评：Q2 业绩环比下滑，电解液盈利能力依旧坚韧-2023/07/17

3.天赐材料 (002709.SZ) 2023 年一季报点评：业绩符合预期，电解液龙头盈利能力强韧-2023/04/19

4.天赐材料 (002709.SZ) 2022 年年报点评：电解液龙头业绩高增，一体化布局驱动降本-2023/04/12

5.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

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	22,317	16,243	18,588	24,417
营业成本	13,843	11,855	13,822	18,136
营业税金及附加	158	114	130	171
销售费用	109	97	74	73
管理费用	547	698	651	806
研发费用	894	617	651	830
EBIT	6,765	2,880	3,285	4,440
财务费用	21	109	168	154
资产减值损失	-40	-48	-23	-30
投资收益	140	49	56	73
营业利润	6,872	2,788	3,169	4,354
营业外收支	0	-10	-10	-10
利润总额	6,872	2,778	3,159	4,344
所得税	1,027	556	632	869
净利润	5,844	2,222	2,527	3,475
归属于母公司净利润	5,714	2,244	2,552	3,475
EBITDA	7,277	3,570	4,253	5,625

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,664	2,006	3,741	5,483
应收账款及票据	4,634	5,739	6,062	7,300
预付款项	343	533	553	635
存货	2,374	1,910	2,249	2,951
其他流动资产	3,165	1,935	2,172	2,672
流动资产合计	15,179	12,123	14,778	19,042
长期股权投资	190	190	190	190
固定资产	4,381	6,549	7,772	8,697
无形资产	824	1,279	1,251	1,246
非流动资产合计	10,352	13,716	14,417	14,734
资产合计	25,531	25,839	29,195	33,775
短期借款	798	848	878	898
应付账款及票据	4,721	4,872	5,491	6,459
其他流动负债	3,010	1,494	1,728	2,160
流动负债合计	8,528	7,214	8,096	9,517
长期借款	776	1,376	1,776	1,976
其他长期负债	3,389	3,416	3,416	3,416
非流动负债合计	4,165	4,792	5,192	5,392
负债合计	12,693	12,006	13,289	14,909
股本	1,927	1,924	1,924	1,924
少数股东权益	292	270	244	244
股东权益合计	12,838	13,833	15,907	18,866
负债和股东权益合计	25,531	25,839	29,195	33,775

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	-27.22	14.44	31.36
EBIT 增长率	128.10	-57.43	14.09	35.15
净利润增长率	158.77	-60.73	13.73	36.15
盈利能力 (%)				
毛利率	37.97	27.01	25.64	25.73
净利率	25.61	13.82	13.73	14.23
总资产收益率 ROA	22.38	8.69	8.74	10.29
净资产收益率 ROE	45.55	16.55	16.30	18.66
偿债能力				
流动比率	1.78	1.68	1.83	2.00
速动比率	1.39	1.24	1.38	1.54
现金比率	0.55	0.28	0.46	0.58
资产负债率 (%)	49.72	46.46	45.52	44.14
经营效率				
应收账款周转天数	75.79	130.00	120.00	110.00
存货周转天数	62.59	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	1.13	0.63	0.68	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	2.97	1.17	1.33	1.81
每股净资产	6.52	7.05	8.14	9.68
每股经营现金流	2.16	1.19	1.85	1.90
每股股利	0.60	0.24	0.27	0.36
估值分析				
PE	10	24	21	16
PB	4.3	4.0	3.5	2.9
EV/EBITDA	8.03	16.37	13.74	10.39
股息收益率 (%)	2.12	0.83	0.95	1.29

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	5,844	2,222	2,527	3,475
折旧和摊销	512	690	967	1,185
营运资金变动	-2,133	-857	-139	-1,210
经营活动现金流	4,164	2,298	3,561	3,661
资本开支	-3,637	-3,418	-1,655	-1,482
投资	-1,474	-5	-5	-5
投资活动现金流	-5,107	-4,032	-1,604	-1,414
股权募资	108	-51	0	0
债务募资	4,286	456	430	220
筹资活动现金流	3,451	-923	-222	-506
现金净流量	2,519	-2,658	1,735	1,742

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