

电解液盈利承压，市场占有率稳步提升

2024 年 03 月 26 日

➤ **事件。**2023 年 3 月 25 日，公司全年实现营收 154.05 亿元，同比-30.97%，实现归母净利润 18.91 亿元，同比-66.92%，扣非后归母净利润 18.24 亿元，同比-67.08%，业绩整体符合快报预期。

➤ **Q4 业绩拆分。营收和净利：**公司 2023Q4 营收 32.81 亿元，同比-44.29%，环比-20.71%，归母净利润为 1.39 亿元，同比-89.74%，环比-70.02%，扣非后归母净利润为 1.14 亿元，同比-91.10%，环比-73.93%。**毛利率：**2023Q4 毛利率为 16.96%，同增-13.94pct，环增-7.36pct。**净利率：**2023Q4 净利率为 4.05%，同比-19.56pcts，环比-7.52pcts。**费用率：**公司 2023Q4 期间费用率为 9.72%，同比-4.62pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.51%、3.62%、4.13%、1.46%。

➤ **电解液盈利承压。出货量方面，**公司 23 年电解液销量 39.6 万吨，同比增长 24%，四季度出货约 10.9 万吨。**单吨盈利方面，**公司 23 年电解液吨净利 0.4-0.5 万/吨，我们测算 Q4 电解液吨净利约 0.2-0.25 万/吨，吨净利环比下滑的主要原因：1、行业竞争加剧，电解液加工费进一步下滑，2、碳酸锂价格在四季度仍处于降价通道，单位盈利受减值影响。

➤ **一体化布局优势显著，市占率逐步提升。**公司核心原材料自供比例持续提升，6F 和 LiFSI 自供比例达到 93%以上，部分添加剂自供比例超 80%，后续随 4C 快充、4680 大圆柱电池放量，公司预计 LiFSI 添加比例将稳步提升，有效增厚电解液单吨利润。海外布局方面，公司德国 OEM 工厂顺利投产，北美电解液项目持续推进，并加速开拓海外客户，设立韩国配样室，精准配套 LG、SDI 等韩国客户。市占率方面，随着公司一体化布局完善和产能加速释放，23 年公司电解液国内市场占有率提升至 36.4%

➤ **磷铁盈利承压，资源循环深入布局。**公司 23 年磷酸铁亏损，主要原因为：1、下游去库+新产能设备调试，整体开工率不及预期，2、市场价格战超预期。公司积极优化磷酸铁工艺，持续提升产品性能并降低成本，24 年有望实现盈亏平衡。资源循环业务方面，公司碳酸锂提纯产线投产并着手碳酸锂湿法冶炼工艺研发，打造原矿端到高级纯碳酸锂的整链加工产能。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年实现营收 153.68、194.72、238.97 亿元，同比增速分别为-0.2%、26.7%、22.7%，归母净利润为 14.92、23.63、32.05 亿元，同比分别为-21.1%、+58.4%、+35.6%，当前时点对应 PE 为 26、16、12 倍，考虑到公司一体化布局，盈利优势明显，目前处于周期底部，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	15,405	15,368	19,472	23,897
增长率 (%)	-31.0	-0.2	26.7	22.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,891	1,492	2,363	3,205
增长率 (%)	-66.9	-21.1	58.4	35.6
每股收益 (元)	0.98	0.78	1.23	1.67
PE	20	26	16	12
PB	2.9	2.7	2.3	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 03 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

20.02 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

邮箱：xiziyi@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

邮箱：zhaodan@mszq.com

相关研究

1.天赐材料 (002709.SZ) 2023 年三季度点评：业绩短期承压，电解液龙头份额有望持续扩张-2023/10/30

2.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

3.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

4.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

5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	15,405	15,368	19,472	23,897
营业成本	11,412	12,069	14,851	17,994
营业税金及附加	101	108	136	167
销售费用	101	92	97	96
管理费用	640	615	740	860
研发费用	646	615	740	860
EBIT	2,456	1,986	3,059	4,111
财务费用	149	168	188	174
资产减值损失	-182	-23	-14	-17
投资收益	38	46	58	72
营业利润	2,343	1,857	2,935	4,016
营业外收支	-19	-10	-10	-10
利润总额	2,324	1,847	2,925	4,006
所得税	482	369	585	801
净利润	1,842	1,477	2,340	3,205
归属于母公司净利润	1,891	1,492	2,363	3,205
EBITDA	3,183	2,829	4,105	5,321

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,290	1,328	2,613	5,304
应收账款及票据	4,295	4,594	5,292	5,845
预付款项	344	362	446	540
存货	1,172	1,134	1,410	1,708
其他流动资产	1,835	1,887	2,245	2,627
流动资产合计	9,936	9,306	12,005	16,025
长期股权投资	401	401	401	401
固定资产	7,395	8,439	9,112	9,428
无形资产	1,215	1,652	1,624	1,616
非流动资产合计	14,041	15,520	15,959	15,867
资产合计	23,977	24,825	27,964	31,891
短期借款	1,249	1,299	1,329	1,349
应付账款及票据	3,421	3,439	4,232	5,127
其他流动负债	1,275	860	1,038	1,222
流动负债合计	5,944	5,597	6,598	7,698
长期借款	894	994	1,094	1,194
其他长期负债	3,559	3,559	3,559	3,559
非流动负债合计	4,453	4,553	4,653	4,753
负债合计	10,397	10,150	11,251	12,451
股本	1,924	1,924	1,924	1,924
少数股东权益	225	210	187	187
股东权益合计	13,580	14,675	16,713	19,441
负债和股东权益合计	23,977	24,825	27,964	31,891

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-30.97	-0.24	26.71	22.72
EBIT 增长率	-63.69	-19.13	54.00	34.40
净利润增长率	-66.92	-21.07	58.36	35.62
盈利能力 (%)				
毛利率	25.92	21.47	23.73	24.70
净利润率	12.27	9.71	12.14	13.41
总资产收益率 ROA	7.89	6.01	8.45	10.05
净资产收益率 ROE	14.16	10.32	14.30	16.64
偿债能力				
流动比率	1.67	1.66	1.82	2.08
速动比率	1.30	1.26	1.41	1.67
现金比率	0.39	0.24	0.40	0.69
资产负债率 (%)	43.36	40.89	40.23	39.04
经营效率				
应收账款周转天数	101.76	110.00	100.00	90.00
存货周转天数	37.48	35.00	35.00	35.00
总资产周转率	0.62	0.63	0.74	0.80
每股指标 (元)				
每股收益	0.98	0.78	1.23	1.67
每股净资产	6.94	7.52	8.59	10.01
每股经营现金流	1.18	1.13	1.60	2.23
每股股利	0.30	0.16	0.25	0.34
估值分析				
PE	20	26	16	12
PB	2.9	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	13.24	14.90	10.27	7.92
股息收益率 (%)	1.50	0.78	1.24	1.68

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,842	1,477	2,340	3,205
折旧和摊销	727	843	1,046	1,210
营运资金变动	-669	-356	-502	-312
经营活动现金流	2,274	2,175	3,081	4,294
资本开支	-3,100	-2,311	-1,471	-1,099
投资	-798	-5	-5	-5
投资活动现金流	-3,893	-2,270	-1,417	-1,032
股权募资	2	0	0	0
债务募资	700	-283	130	120
筹资活动现金流	-787	-867	-379	-570
现金净流量	-2,402	-962	1,284	2,692

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。	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