

2024年04月02日

买入（首次覆盖）

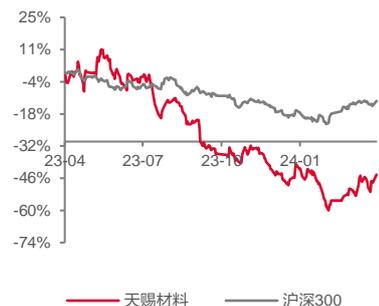
报告原因：业绩点评

天赐材料（002709）：业绩短时承压，行业市占率稳步提升

——公司简评报告

证券分析师周啸宇 S0630519030001
zhouxiaoy@longone.com.cn**联系人**张帆远
zfy@longone.com.cn

数据日期	2024/04/02
收盘价	24.45
总股本(万股)	192,416
流通A股/B股(万股)	138,489/0
资产负债率(%)	43.36%
市净率(倍)	3.58
净资产收益率(加权)	14.78
12个月内最高/最低价	47.68/16.07

**相关研究**

- 磐石首发阿维塔，工商储装机动力渐强——电池及储能行业周报（2024/03/25-2024/03/31）
- 电力现货市场不断完善，独立储能盈利空间拓宽——电池及储能行业周报（2024/03/18-2024/03/24）

投资要点

- **事件：**2024年3月26日，公司披露2023年度报告。2023年全年公司实现营业收入154.05亿元，同比下降30.97%，实现归母净利润18.91亿元，同比下降66.92%，实现扣非净利润18.24亿元，同比下降67.08%。2023Q4公司实现营业收入32.81亿元，同比下降44.29%，归母净利润1.39亿元，同比下降89.74%，实现扣非净利润1.14亿元，同比下降91.10%。
- **电解液价格下滑带动公司盈利承压。**2023年公司毛利率为25.92%，较上年下降12.05个百分点，主要归因于行业竞争加剧、电解液价格下滑、终端市场增速放缓。公司2023年期间费用率为9.97%，同比增长2.93pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.66%（+0.17pct）、4.16%（+1.70pct）、4.19%（+0.18pct）、0.97%（+0.87pct），管理费用较大是因为职工薪酬同比+16.7%，财务费用变动较大是因为2023年公司计提可转债利息。
- **电解液龙头地位稳固，核心原材料自供比例高。**根据鑫椏数据，2023年公司电解液国内和全球市占率分别为36.4%和31.2%，均位列第一。六氟磷酸锂、LiFSI自供比例达到93%以上，部分核心添加剂自供比例达到80%以上。尽管电解液价格有所下滑，但在公司一体化布局加持下，公司电解液产品市占率及盈利水平仍持续保持行业领先地位。
- **积极布局上游资源，日化材料盈利能力稳定。**锂资源布局：1）2023年12月5日，公司公告使用自筹资金投资建设“年产3万吨碳酸锂项目”，项目建设周期为14个月，总投资不超过人民币10.7亿元；2）资源循环：公司碳酸锂提纯产线顺利投产，打造从原料端到高纯级碳酸锂的链条加工产能，完善公司在资源端的布局。受市场价格波动影响，公司日化材料2023年实现收入10.17亿元，同比下降10.43%，但产品毛利相对稳定，2023年日化材料毛利同比增长7.6%。公司实施深度绑定大客户的营销策略，牛磺酸钠进入雅诗兰黛供应链体系，同时配合大客户进行其关键原材料的开发和供应，持续扩大在欧莱雅、宝洁、联合利华等国际MNC的市场份额。
- **投资建议：**考虑公司为锂电电解液行业龙头，新型添加剂+粘结剂将助力公司发展新增长点。我们预计公司2024/2025/2026年实现营业收入155.96/187.95/226.86亿元，同比+1.24%/+20.51%/+20.70%，公司2024/2025/2026年归母净利润为15.67/21.25/28.20亿元，EPS分别为0.81/1.10/1.47元/股，对应当前P/E为28x/21x/16x。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新能源汽车需求波动风险；电解液厂商竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

盈利预测与估值简表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	15,404.64	15,595.62	18,794.56	22,685.65
(+/-)(%)	-30.97%	1.24%	20.51%	20.70%
归母净利润	1,890.62	1,566.62	2,125.26	2,820.08
(+/-)(%)	-66.92%	-17.14%	35.66%	32.69%
EPS(元/股)	0.99	0.81	1.10	1.47
P/E	25.33	28.49	21.00	15.83

资料来源：Wind，东海证券研究所，2024年4月2日

正文目录

1. 主要观点	4
1.1. 电解液价格下滑导致公司 2023 年业绩承压.....	4
1.2. 电解液龙头地位稳固，原材料自供比例高，海外进展顺利	5
1.3. 积极布局上游资源，加速推进废旧电池回收再利用	6
1.4. 日化材料毛利稳定，持续扩大海外市场份额.....	7
2. 投资建议	7
3. 风险提示	7

图表目录

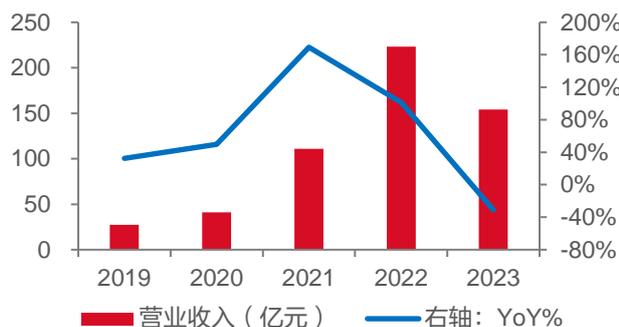
图 1 公司 2019-2023 年营业收入（单位：亿元）	4
图 2 公司 2019-2023 年归母净利润（单位：亿元）	4
图 3 公司单季度营业收入情况（单位：亿元）	4
图 4 公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）	4
图 5 2019-2023 年公司毛利率和净利率情况（%）	5
图 6 2019-2023 年公司期间费用率情况（%）	5
图 7 2023 年国内电解液场竞争格局	5
图 8 2023 年全球电解液场竞争格局	5
图 9 2022 年 7 月-至今 LiFSi 价格（万元/吨）	6
图 10 2023 年全球 LiFSi 市场竞争格局	6
图 11 公司废旧锂电池回收解决方案示意图	7
图 12 公司废旧锂电池回收技术优势	7
图 13 2019-2023 年公司日化材料营业收入（亿元）	7
图 14 2019-2023 年公司日化材料毛利率（%）	7
表 1 六氟磷酸锂主流生产工艺对比	5
附录：三大报表预测值	9

1.主要观点

1.1.电解液价格下滑导致公司 2023 年业绩承压

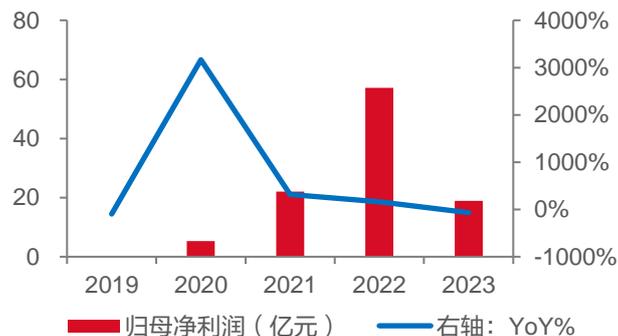
2024 年 3 月 26 日，公司披露 2023 年度报告。2023 年全年公司实现营业收入 154.05 亿元，同比下降 30.97%，实现归母净利润 18.91 亿元，同比下降 66.92%，实现扣非净利润 18.24 亿元，同比下降 67.08%。

图1 公司 2019-2023 年营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

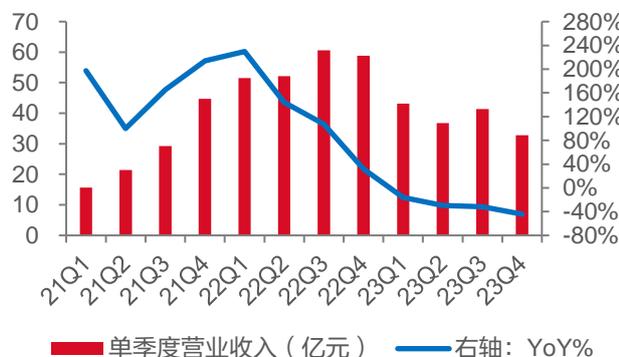
图2 公司 2019-2023 年归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

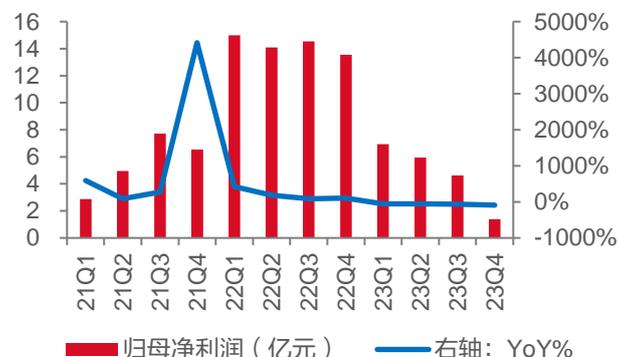
2023Q4 公司实现营业收入 32.81 亿元，同比下降 44.29%，归母净利润 1.39 亿元，同比下降 89.74%，实现扣非净利润 1.14 亿元，同比下降 91.10%。

图3 公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）

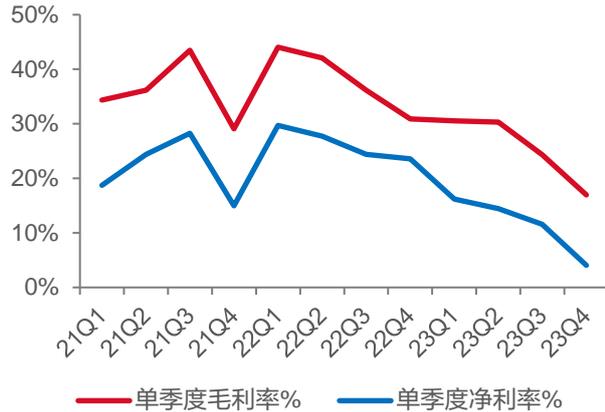


资料来源：Wind，东海证券研究所

全年毛利率为 25.92%，较上年下降 12.05 个百分点，四季度毛利率为 16.96%，较上年同期下降 13.94 个百分点，主要归因于行业竞争加剧，电解液价格下滑，叠加终端市场增速放缓，公司 2023 年毛利承压。

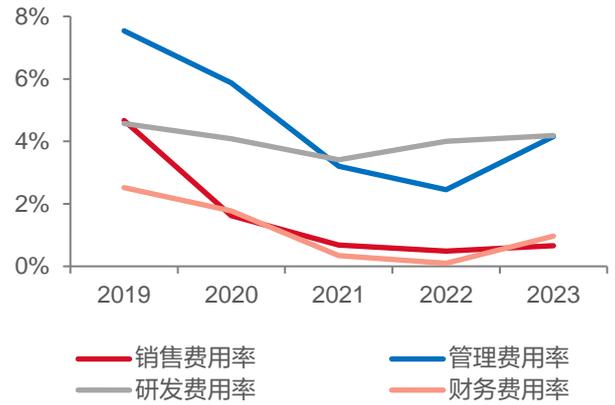
公司 2023 年期间费用率为 9.97%，同比增长 2.93pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.66% (+0.17pct)、4.16% (+1.70pct)、4.19% (+0.18pct)、0.97% (+0.87pct)，其中，管理费用主要因为职工薪酬同比+16.7%，财务费用变动主要因为 2023 年公司计提可转债利息。

图5 2019-2023 年公司毛利率和净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 2019-2023 年公司期间费用率情况 (%)

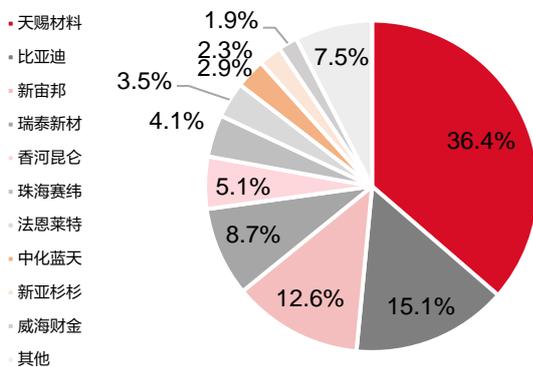


资料来源: Wind, 东海证券研究所

1.2. 电解液龙头地位稳固, 原材料自供比例高, 海外进展顺利

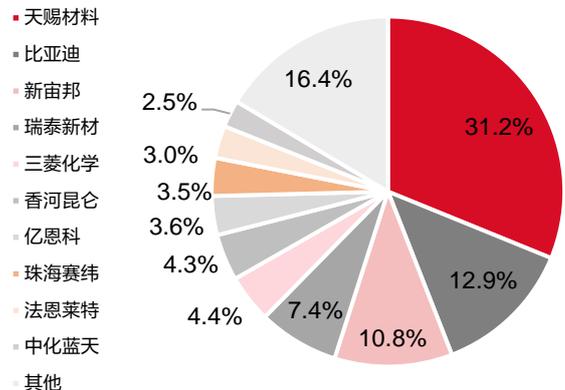
根据鑫椽数据, 2023 年公司电解液国内和全球市占率分别为 36.4% 和 31.2%, 均位列第一。公司六氟磷酸锂、LiFSI 自供比例达到 93% 以上, 部分核心添加剂自供比例达到 80% 以上。尽管电解液价格有所波动, 但在公司一体化布局加持下, 公司产品市占率及盈利水平仍持续保持行业领先地位。

图7 2023 年国内电解液市场竞争格局



资料来源: 鑫椽锂电, 东海证券研究所

图8 2023 年全球电解液市场竞争格局



资料来源: 鑫椽锂电, 东海证券研究所

六氟磷酸锂: 公司与日本中央硝子合作, 结合自身优势, 以五氟化磷为核心原料, 相较传统工艺, 所得产品纯度高、不含氯, 同时该工艺更适合大规模量产且具备成本优势。

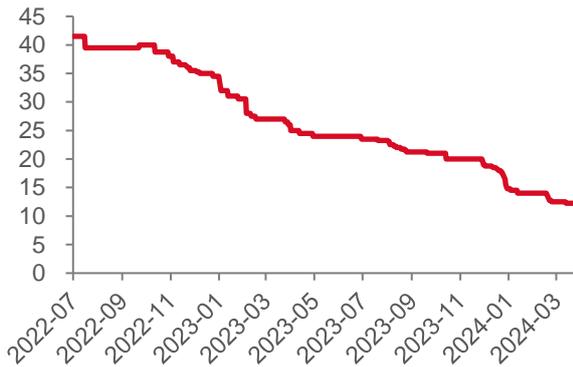
表1 六氟磷酸锂主流生产工艺对比

生产工艺	有机溶剂法	氟化氢溶剂法
方法	将 Li 及 PF ₅ 溶解在有机溶剂中进行连续反应生产六氟磷酸锂	将 LiF 溶于无水氟化氢中, 制备出均相的 LiF 溶液, 再将 PF ₅ 气体引入到 LiF 溶液中生产六氟磷酸锂
优势	工况温和产率高, 大规模生产成本低; 相比 HF 溶剂法避免使用腐蚀性物质, 降低设备要求	工艺简单, 结晶后杂质含量少, 纯度高
劣势	PF ₅ 易与溶剂产生副反应, 产品杂质脱除困难, 适用于制备液态六氟磷酸锂	由于 HF 的强腐蚀性, 需要对设备及管道有特殊要求, 设备要求高, 能耗大, 成本较高
代表企业	天赐材料	多氟多

资料来源: 智研咨询, 东海证券研究所

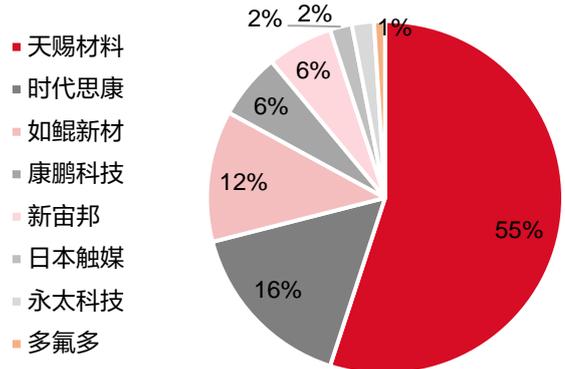
新型添加剂 LiFSi：近年来锂电池材料技术不断迭代，LiFSi 凭借优异特性，下游市场对其需求不断提升，2022 年 7 月时 LiFSi 价格一度达 41.5 万元/吨。后续随着 LiFSi 的核心工艺不断提升，生产成本持续下降，截至 2024 年 4 月 1 日 LiFSi 报价回落至 12.25 万元/吨。公司通过调整价格策略，加速推进添加 LiFSi 的电解液配方产品及解决方案，部分核心磷酸铁锂电池客户已批量引入使用。伴随快充电池和 4680 大圆柱电池的快速上量，LiFSi 的添加比例及使用量将实现稳步、快速提升。根据鑫椤数据，2023 年全球 LiFSi 产量 12700 吨，天赐材料市占率达 55%，位列第一。

图9 2022 年 7 月-至今 LiFSi 价格 (万元/吨)



资料来源：鑫椤锂电，东海证券研究所

图10 2023 年全球 LiFSi 市场竞争格局



资料来源：鑫椤锂电，东海证券研究所

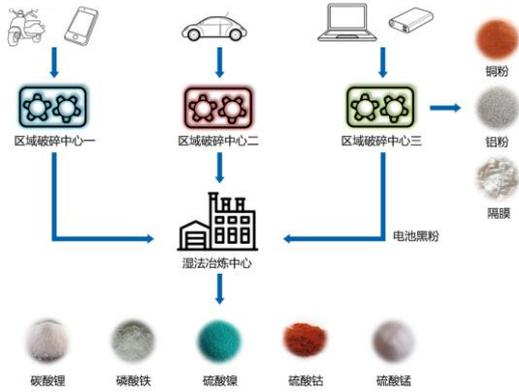
公司产能落地积极，海外项目进展顺利。2023 年公司重点落地四川电解液产能、池州液体六氟磷酸锂产能、宜昌磷酸铁产能以及九江碳酸锂提纯产能，进一步提升公司原材料自供比例及范围。德国 OEM 工厂顺利投产；北美电解液项目持续推进，项目选址、土地购买等事项相继落地，国际客户开拓进程同步加快。同时公司在韩国设立配样室，精准配套 LG、SDI 等韩国客户，提升新项目配合效率和服务质量。

1.3.积极布局上游资源，加速推进废旧电池回收再利用

1) 锂资源布局：2023 年 12 月 5 日，公司公告使用自筹资金投资建设“年产 3 万吨碳酸锂项目”，项目建设周期为 14 个月，总投资不超过人民币 10.7 亿元。该项目建成投产后，对公司上下游产业链具有重要意义，提升公司电解液及磷酸铁锂等产品的成本优势，显著增强公司盈利能力和市场竞争力。

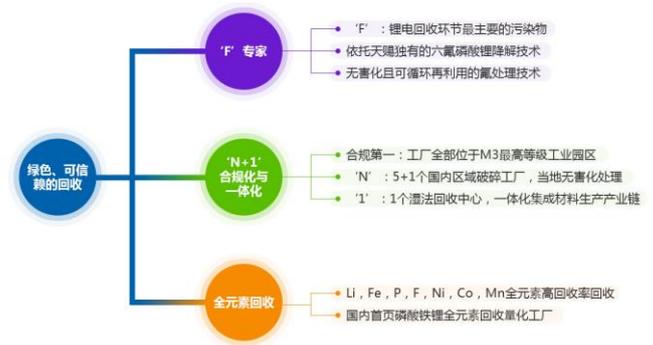
2) 资源循环：公司碳酸锂提纯产线顺利投产，并着手于碳酸锂湿法冶炼的工艺研发，打造从原矿端到高纯级碳酸锂的原材料链条加工产能，完善公司在资源端的布局。围绕原材料碳酸锂的供应，公司目前已形成电池拆解及回收、高纯碳酸锂提纯等业务布局，实现资源有效利用，深化产业循环布局。

图11 公司废旧锂电池回收解决方案示意图



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图12 公司废旧锂电池回收技术优势

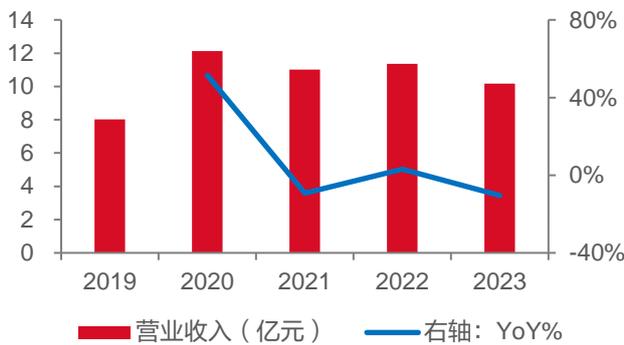


资料来源：公司官网，东海证券研究所

1.4. 日化材料毛利稳定，持续扩大海外市场份额

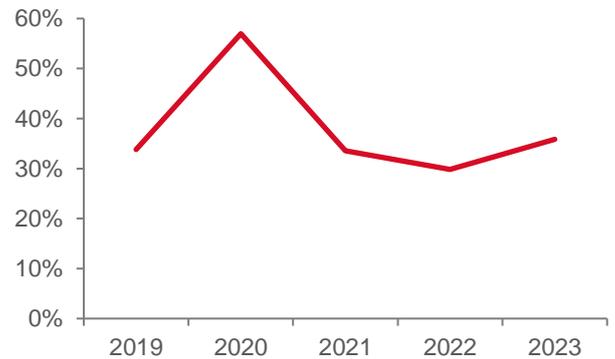
受市场价格波动影响，公司日化材料 2023 年实现收入 10.17 亿元，同比下降 10.43%，但产品整体销售额相对稳定。2023 年日化材料毛利额同比增长 7.6%，毛利率 35.8%，同比增加 6.0pct。公司实施深度绑定国内外大客户的营销策略，牛磺酸钠获得进入雅诗兰黛供应链体系的重大突破，同时配合大客户进行其关键原材料的开发和供应，持续扩大在欧莱雅、宝洁、联合利华等国际 MNC 的市场份额。

图13 2019-2023 年公司日化材料营业收入（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 2019-2023 年公司日化材料毛利率（%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

2. 投资建议

考虑公司为锂电电解液行业龙头，新型添加剂+粘结剂将助力公司发展新的增长点。我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 155.96/187.95/226.86 亿元，同比 +1.24%/+20.51%/+20.70%，公司 2024/2025/2026 年归母净利润为 15.67/21.25/28.20 亿元，EPS 分别为 0.81/1.10/1.47 元/股，对应当前 P/E 为 28x/21x/16x。首次覆盖，给予“买入”评级。

3. 风险提示

新能源汽车需求波动风险：若未来下游电动车需求下滑，市场出现大规模的不景气及停产减产情况，公司将面临经营业绩下滑的风险。

电解液厂商竞争加剧风险：目前电解液厂商纷纷布局加码扩产，行业竞争加剧，电解液价格持续走低，若公司不能顺利拓展客户，增加市场份额，公司将面临业绩下滑风险。

原材料价格波动风险：公司盈利能力与原材料成本紧密相关，当前碳酸锂价格急剧下滑带动六氟磷酸锂价格下探，若公司未能在合适的价格采购、生产原材料，将对公司盈利能力造成负面影响。

附录：三大报表预测值

利润表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	15,405	15,596	18,795	22,686
%同比增速	-31%	1%	21%	21%
营业成本	11,412	12,129	14,473	17,287
毛利	3,993	3,466	4,321	5,398
%营业收入	26%	22%	23%	24%
税金及附加	101	106	128	154
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	101	103	124	150
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	640	655	752	862
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	646	639	733	839
%营业收入	4%	4%	4%	4%
财务费用	149	113	97	93
%营业收入	1%	1%	1%	0%
资产减值损失	-182	-184	-222	-268
信用减值损失	-25	-44	-54	-65
其他收益	147	149	180	217
投资收益	38	51	66	74
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
资产处置收益	8	3	6	7
营业利润	2,343	1,824	2,464	3,266
%营业收入	15%	12%	13%	14%
营业外收支	-19	0	0	0
利润总额	2,324	1,824	2,464	3,266
%营业收入	15%	12%	13%	14%
所得税费用	482	255	345	457
净利润	1,842	1,569	2,119	2,809
%营业收入	12%	10%	11%	12%
归属于母公司的净利润	1,891	1,567	2,128	2,826
%同比增速	-67%	-17%	36%	33%
少数股东损益	-48	2	-9	-17
EPS（元/股）	0.99	0.81	1.11	1.47

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.99	0.81	1.10	1.47
BVPS	6.94	7.76	8.86	10.33
PE	25.33	28.49	21.00	15.83
PEG	—	—	0.59	0.48
PB	3.61	2.99	2.62	2.25
EV/EBITDA	16.30	16.29	12.67	9.69
ROE	14%	10%	12%	14%
ROIC	10%	8%	9%	11%

资产负债表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,290	5,093	6,709	9,101
交易性金融资产	2	2	2	2
应收账款及应收票据	4,295	4,002	4,737	5,772
存货	1,172	1,164	1,203	1,248
预付账款	344	344	419	498
其他流动资产	1,834	2,054	2,247	2,599
流动资产合计	9,936	12,659	15,317	19,218
长期股权投资	401	401	401	401
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	7,395	7,623	7,764	7,815
无形资产	1,215	1,215	1,215	1,215
商誉	215	215	215	215
递延所得税资产	93	93	93	93
其他非流动资产	4,722	5,233	5,737	6,242
资产总计	23,977	27,439	30,742	35,199
短期借款	1,249	1,699	2,149	2,599
应付票据及应付账款	3,421	3,894	4,617	5,471
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	139	167	195	231
应交税费	257	347	399	472
其他流动负债	879	1,727	1,662	1,902
流动负债合计	5,944	7,834	9,021	10,674
长期借款	894	894	894	894
应付债券	3,302	3,302	3,302	3,302
递延所得税负债	84	84	84	84
其他非流动负债	172	172	172	172
负债合计	10,397	12,287	13,474	15,127
归属于母公司的所有者权益	13,355	14,925	17,050	19,870
少数股东权益	225	227	218	201
股东权益	13,580	15,152	17,268	20,071
负债及股东权益	23,977	27,439	30,742	35,199

现金流量表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	2,274	4,052	2,861	3,642
投资	-798	0	0	0
资本性支出	-3,100	-1,619	-1,609	-1,608
其他	6	51	66	74
投资活动现金流净额	-3,893	-1,567	-1,543	-1,534
债权融资	700	450	450	450
股权融资	2	0	0	0
支付股利及利息	-1,252	-136	-151	-167
其他	-237	0	0	0
筹资活动现金流净额	-787	314	299	283
现金净流量	-2,402	2,803	1,616	2,391

资料来源：携宁，东海证券研究所，2024年4月2日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
座机: (8621) 20333275
手机: 18221959689
传真: (8621) 50585608
邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
座机: (8610) 59707105
手机: 18221959689
传真: (8610) 59707100
邮编: 100089