

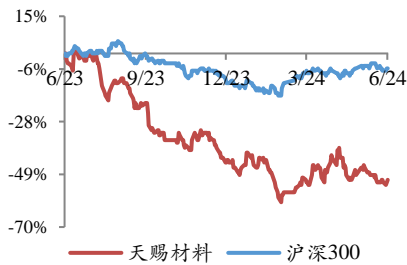
电解液韧性依旧，电池用胶放量在即

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-06-05

收盘价（元）	20.08
近12个月最高/最低（元）	42.68/16.07
总股本（百万股）	1,919
流通股本（百万股）	1,385
流通股比例（%）	72.18
总市值（亿元）	385
流通市值（亿元）	278

公司价格与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzb@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 公司发布2023年度业绩报告

公司23年实现营收154.05亿元，同减31%；归母净利润18.91亿元，同减67%，扣非后归母净利18.24亿元，同减67%。23Q4公司实现营收32.81亿元，同减44%，归母净利润1.39亿元，同减90%，扣非后归母净利1.14亿元，同减91%。23年下半年碳酸锂价格大幅波动，公司大额计提存货减值1.81亿元，且电解液盈利空间压缩致公司承压。

● 电解液销量稳定增长，24年有望底部回暖

23年公司锂离子电池材料业务实现营收141.04亿元，毛利率25.26%，头部地位叠加一体化布局保证公司盈利能力。2023年公司电解液销量共计39.6万吨，同比增长24%，其中Q4出货约11万吨，单吨净利约0.25万元/吨。我们认为，24年上半年电解液板块仍将磨底，下半年有望逐步回暖，预计24年公司电解液出货50万吨，单吨净利0.27万元/吨。

● 日化材料增长稳定，粘结剂结构胶有望成为新盈利点

2023年全年公司日化材料实现销量10.87万吨，同增12%；23年全年实现营收10.17亿元，同减10.43%；22年下半年公司正式进入锂电池正负极粘结剂及电池用胶业务，目前已形成批量销售并初具市场规模，结构胶的部分主要以东莞腾威的产品体系为主快速上量中。此外，公司计划在清远以及九江做相应产能的升级，电解液盈利承压的同时公司发展新盈利点，周期兜底能力有望加强。

● 投资建议

公司作为头部，下行周期仍有盈利相对优势，预计公司24/25年电解液分别实现出货47/53万吨，单吨净利为0.27/0.3万元/吨，公司总体归母净利分别为13/19亿元，对应PE30X/20X。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

材料价格波动；产能扩张不及预期；储能发展不及预期

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15405	15802	17954	21530
收入同比（%）	-31.0%	2.6%	13.6%	19.9%
归属母公司净利润	1891	1271	1942	2712
净利润同比（%）	-66.9%	-32.8%	52.8%	39.6%
毛利率（%）	25.9%	20.2%	23.9%	28.0%
ROE（%）	14.2%	9.1%	12.2%	14.6%
每股收益（元）	0.99	0.66	1.01	1.41
P/E	25.33	30.32	19.84	14.21
P/B	3.61	2.77	2.43	2.07
EV/EBITDA	16.30	16.35	11.83	8.91

资料来源：Wind，华安证券研究所

正文目录

1 近年业绩营收承压，盈利水平明显波动	4
2 上游原材料景气度不振，电解液板块承压明显	6
2.1 23 年电解液出货量增速放缓，行业集中度进一步提高	6
2.2 电解液采取成本加成定价模式，碳酸锂景气度不振电解液价格有所下行	7
2.3 电解液产能扩张稳步推进，海外基地建设项目提上日程	8
3 日化材料盈利稳定 粘结剂结构胶释放业绩弹性	10
风险提示:	11
财务报表与盈利预测	12

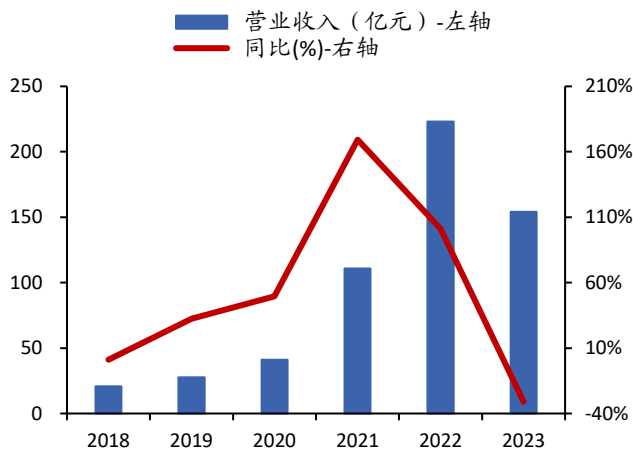
图表目录

图表 1 公司近年营业收入 (亿元)	4
图表 2 公司分季度营业收入 (亿元)	4
图表 3 公司近年归母净利润 (亿元)	4
图表 4 公司分季度归母净利 (亿元)	4
图表 5 公司近年毛利率和净利率情况 (%)	5
图表 6 公司分季度毛利率和净利率情况 (%)	5
图表 7 公司期间费用情况 (%)	5
图表 8 锂电产业链概览	6
图表 9 我国电解液出货量 (万吨)	6
图表 10 各电解液主要厂商市占率变动 (%)	6
图表 11 我国电解液行业市场集中度 (%)	6
图表 12 主要电解液厂商市占率 (2023)	7
图表 13 电解液组成拆分	7
图表 14 电解液总成本拆分	7
图表 15 碳酸锂、六氟磷酸锂制备关系	8
图表 16 六氟磷酸锂市场主流价 (万元/吨)	8
图表 17 关键溶剂 DMC 价格走势 (万元/吨)	8
图表 18 三元、磷酸铁锂电解液价格走势 (万元/吨)	8
图表 19 天赐材料电解液业务一体化布局	8
图表 20 天赐材料海内外电解液产能情况	9
图表 21 近年日化材料营业收入 (亿元)	10
图表 22 近年磷酸铁出货情况 (万元/吨)	10

1 近年业绩营收承压，盈利水平明显波动

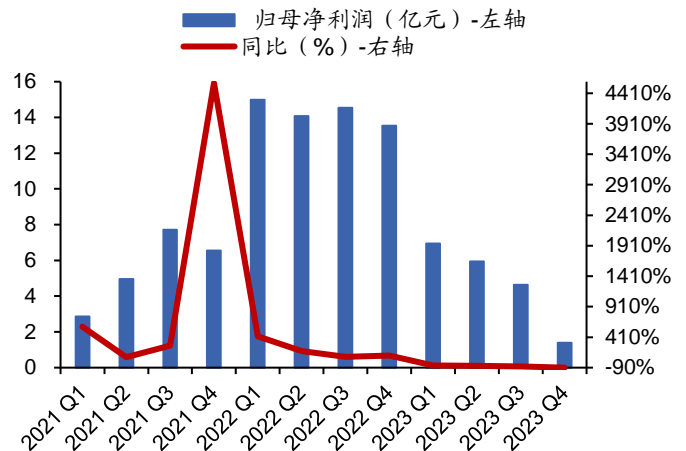
2023 公司业绩承压, 营收不及预期。 23 年下半年碳酸锂价格大幅波动, 公司大额计提存货减值 1.81 亿元, 同时电解液盈利空间压缩导致公司整体承压。2023 年 Q4 公司实现营收 32.81 亿元, 同减 44.29%, 归母净利润 1.39 亿元, 同减 89.74%, 扣非后归母净利 1.14 亿元, 同减 91.10%。同时, 2023 年公司盈利水平有所下滑。2023 年 Q4 公司毛利率和净利率分别为 16.96% 和 4.05%, 因电解液价格大幅下滑, 叠加原材料价格大幅度波动导致。

图表 1 公司近年营业收入 (亿元)



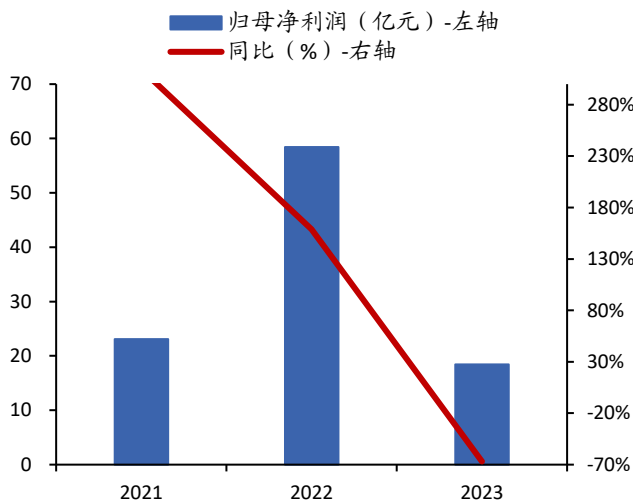
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2 公司分季度营业收入 (亿元)



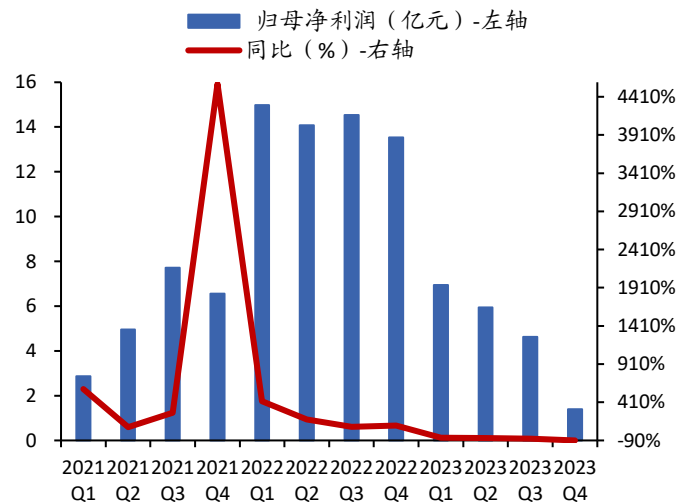
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 公司近年归母净利润 (亿元)



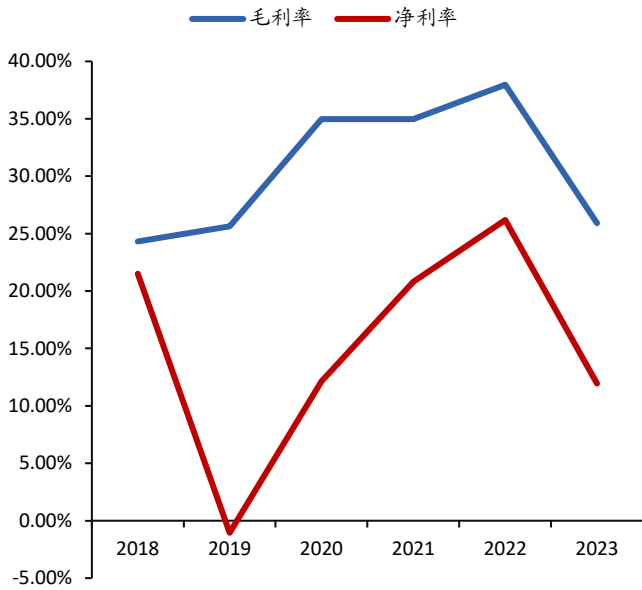
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4 公司分季度归母净利润 (亿元)



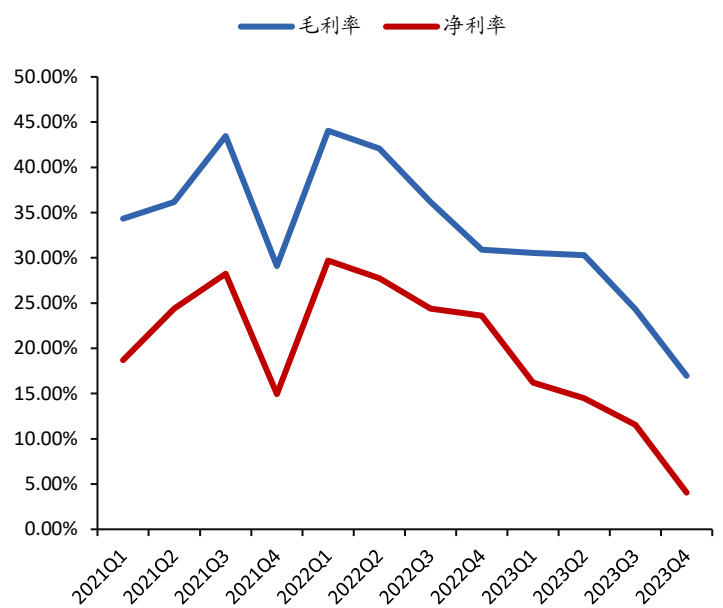
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 公司近年毛利率和净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

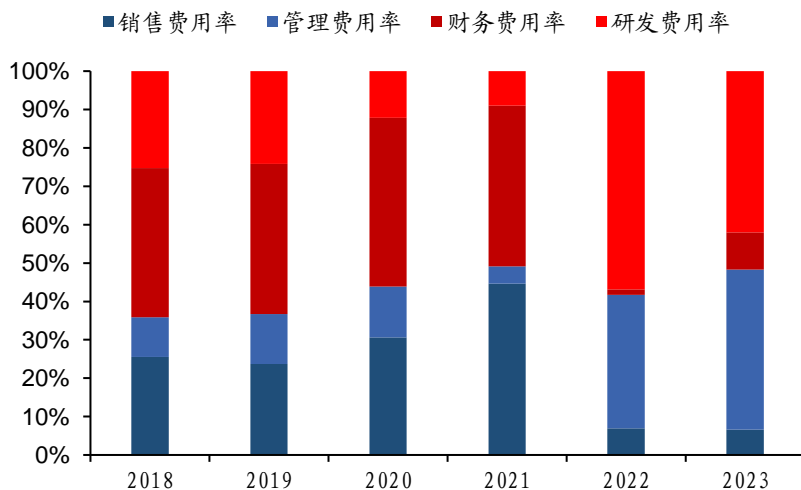
图表 6 公司分季度毛利率和净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

2023 年公司费用率有所增加，利润率有所下滑。2023 年公司期间费用率为 9.98%，同增 2.93pct；其中销售/管理/财务/研发费用率分别变动+0.17/1.71/0.87/0.18pct。财务费用同比增长，系报告期内计提可转债利息；研发费用同增，系报告期内部分新增研发项目处于前期研发阶段，研发投入增加。

图表 7 公司期间费用情况 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

现金流方面,2023 年公司经营活动产生的现金流量净额为 22.74 亿元,同减 45.38%,主要原因为销售回款减少;投资活动产生的现金流量净额为-38.93 亿元,同减 23.58%,主要原因为购买长期资产支出增加;筹资活动产生的现金流量净额为-7.87 亿元,同减 122.81%,主要原因为上年同期收到可转债到账资金。

2 上游原材料景气度不振，电解液板块承压明显

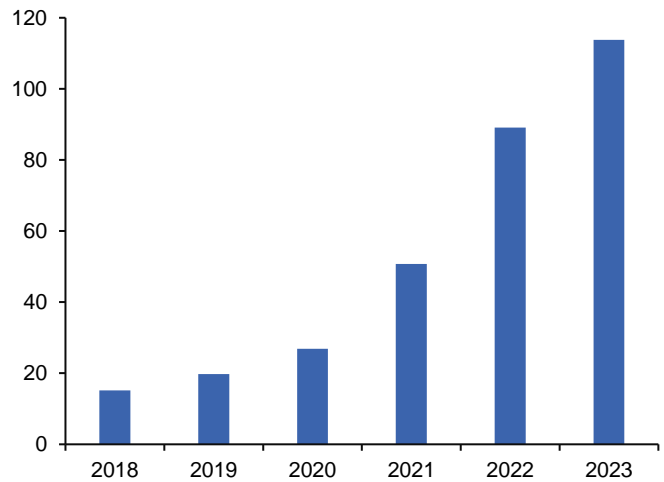
2.1 23 年电解液出货量增速放缓，行业集中度进一步提高

电解液行业增速放缓，业内企业出货量投放速度有所降低。我国电解液产品出货量自 2017 年开始走高，并于 2020 年与 2022 年间明显增长，同增 88.48%。23 年国内电解液总产量为 113.8 万吨，同增 27.7%。

图表 8 锂电产业链概览



图表 9 我国电解液出货量 (万吨)

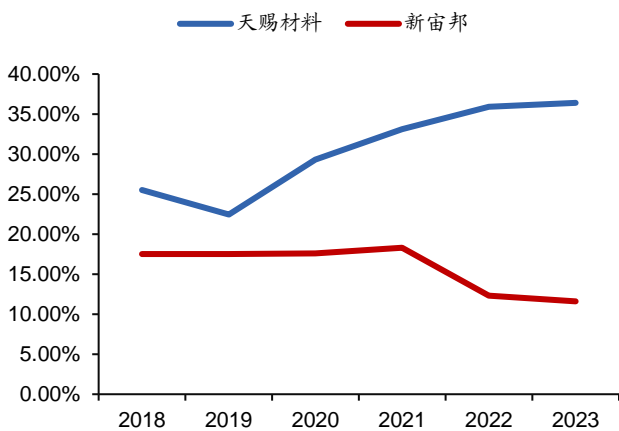


资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

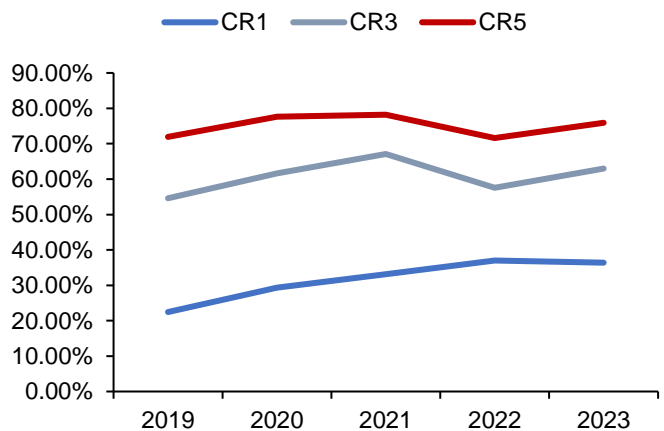
资料来源：EVTank，鑫椋锂电，华安证券研究所

电解液市场集中度进一步提高，天赐市场份额领先明显。2018 年-2023 年上半年，我国电解液行业 CR1 呈逐年上升趋势，CR3 长期处于较高水平，CR5 维持震动波动在较高位置。其中，天赐、比亚迪、新宙邦居第一梯队，市场份额占比分别为 34.7%、16.7%、11.6%。

图表 10 各电解液主要厂商市占率变动 (%)



图表 11 我国电解液行业市场集中度 (%)

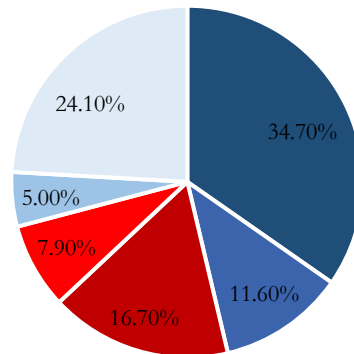


资料来源：EVTank (22-23)，前瞻产业研究院 (19-21)，高工锂电 (2018)，华安证券研究所

资料来源：EVTank (22-23)，前瞻产业研究院 (19-21)，高工锂电 (2018)，华安证券研究所

图表 12 主要电解液厂商市占率 (2023)

■ 天赐材料 ■ 新宙邦 ■ 比亚迪 ■ 国泰华荣 ■ 昆仑化学 ■ 其他



资料来源: EVTank, 华安证券研究所测算

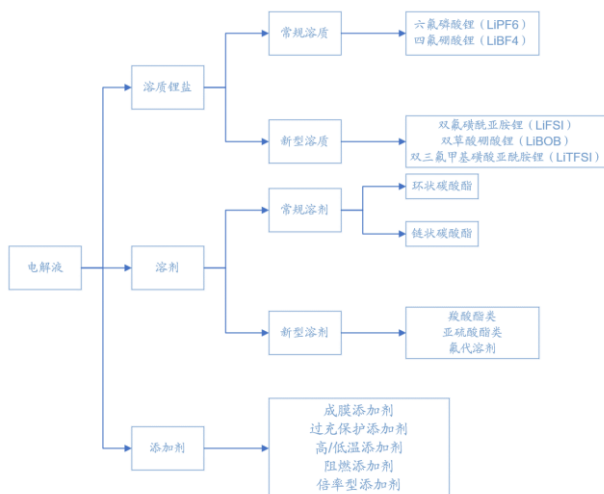
2.2 电解液采取成本加成定价模式, 碳酸锂景气度不振电解液价格有所下行

电解液采取成本加成定价模式, 成品价格受原料价格波动影响较大。

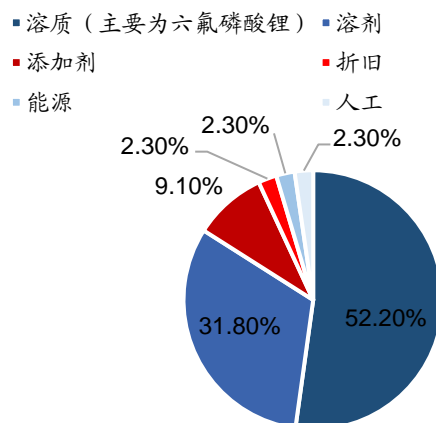
1) 从电解液成分组成来看: 电解液主要由溶剂、溶质锂盐和添加剂三部分构成。溶质锂盐是电解液的核心组成部分, 直接决定电解液性能, 其主要功能为在电池正负极之间传递锂离子。六氟磷酸锂具备良好导电性和电化学稳定性, 同时制备成本较低, 是业界普遍采用的电解液溶质;

2) 从电解液成本组成来看: 电解液成本可拆分为原料成本和制造及折旧费用两大块, 其中原料成本占成品总成本比重超过 90%。电解液行业系 To B 模式, 头部锂电厂商普遍有一定电解液专利储备, 且生产中多采取共有配方生产, 因此电解液产品同质化程度相对较高, 主要表现为成本竞争。原料成本方面, 各成分成本占比因价格波动而存在一定变化, 总体上溶质成本占比约为 52.20%、溶剂成本占比约为 31.8%、添加剂成本占比为 9.1%。一般而言, 溶质成本占比最高, 而六氟磷酸锂作为电解液溶质的主流原材料, 其价格变动直接影响电解液的原料成本。

图表 13 电解液组成拆分



图表 14 电解液总成本拆分

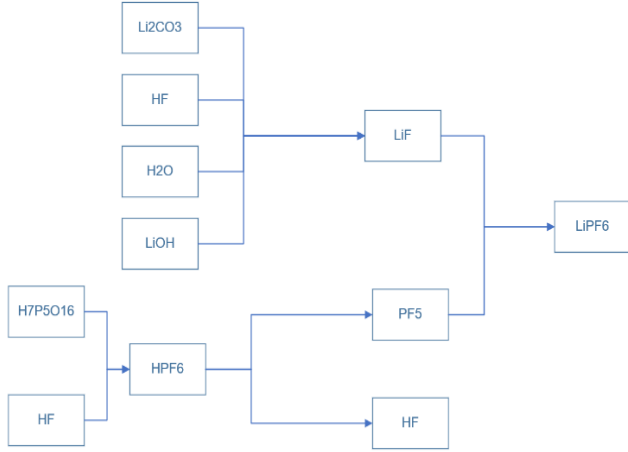


资料来源: EVTank, 华安证券研究所

资料来源: 中商产业研究院, 华安证券研究所

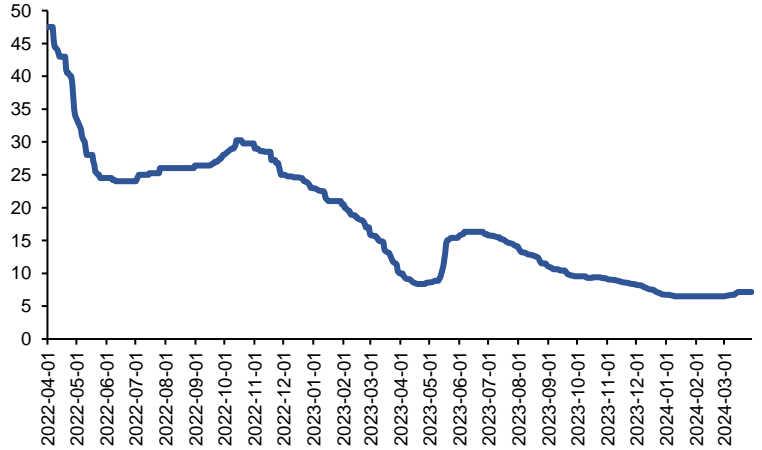
成本加成定价模式决定碳酸锂-六氟磷酸锂-电解液传导路径。六氟磷酸锂的主要原料为五氯化磷、氟化氢和氟化锂，而氟化锂主要由碳酸锂和氢氟酸制备。受碳酸锂跌价影响，六氟磷酸锂价格走低，另有主要溶剂 DMC、EC 价格走低，电解液价格进而承压，截止 2024 年 5 月 30 日，三元/磷酸铁锂电解液价格为 2.79/2.2 万元/吨，同减 48.14/37.23%。

图表 15 碳酸锂、六氟磷酸锂制备关系



资料来源：鑫椏锂电，华安证券研究所

图表 16 六氟磷酸锂市场主流价 (万元/吨)



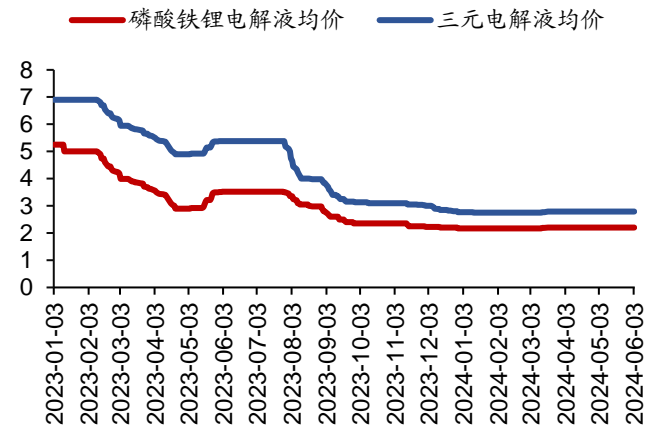
资料来源：鑫椏锂电，华安证券研究所

图表 17 关键溶剂 DMC 价格走势 (万元/吨)



资料来源：鑫椏锂电，华安证券研究所

图表 18 三元、磷酸铁锂电解液价格走势 (万元/吨)



资料来源：聚源数据，华安证券研究所

2.3 电解液产能扩张稳步推进，海外基地建设项目提上日程

公司电解液板块现有七大基地、八大工厂，有效产能合计约 56 万吨/年。

其中，各基地详细产能情况：1) 天津基地已有产能 0.9 万吨/年；2) 溧阳基地已有产能 20 万吨/年；3) 凤凰基地已有产能 9.6 万吨/年；4) 龙山基地已有产能 15 万吨/年；5) 宁德基地两家工厂已有产能 0+10 万吨/年；6) 江门基地规划产能 20 万吨/年，尚未投产放量；7) 眉山基地规划产能 30 万吨，尚未投产放量。

图表 19 天赐材料电解液业务一体化布局

国内/国外	所在地	基地名称	已有产能 (万吨/年)	规划产能 (万吨/年)
国内	天津	天津基地	0.9	3.0

国内	江苏	溧阳基地	20.0	40.0
	江西	凤凰基地	9.6	9.6
		龙山基地	15.0	15.0
	福建	宁德基地	10.0	45.0
	广东	江门基地	0.0	20.0
	四川	眉山基地	0.0	30.0
国内合计			55.5	162.6
国外	欧洲	德国勒沃库森基地	0.0	21.3
		比利时安特卫普基地		
	北美洲	美国德克萨斯基地	0.0	20.0
	非洲	摩洛哥基地	0.0	15.0
国外合计			0.0	56.3
世界产能合计			55.5	218.9

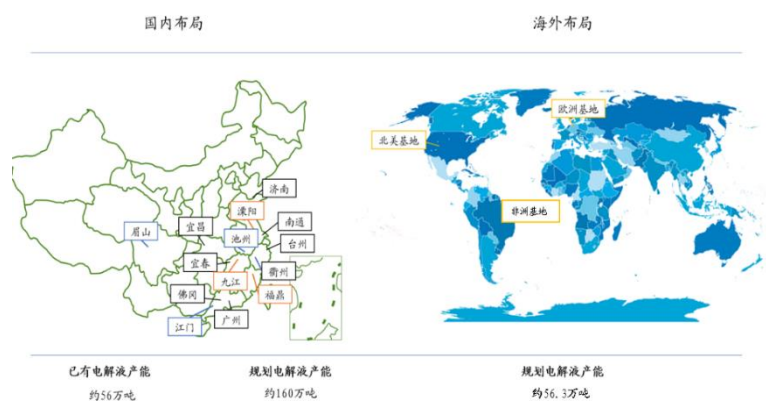
资料来源：天赐材料企业社会责任报告，华安证券研究所

围绕中长期战略规划，公司于海内外合计规划电解液产能约 219 万吨/年。

国内布局：1) 天津基地规划产能 3 万吨/年；2) 溧阳基地规划产能 40 万吨/年；3) 凤凰基地规划产能 9.6 万吨/年；4) 龙山基地规划产能 15 万吨/年；5) 宁德基地规划产能 45 万吨/年；6) 江门基地规划产能 20 万吨/年；7) 眉山基地 30 万吨/年。国内七大基地、八大工厂合计规划产能约 162.6 万吨/年，其中已落地产能约 55.5 万吨/年，待建或建设中产能约 107.1 万吨/年。国内工厂布局采取 JIT（准时生产制）模式，保证敏捷供应+服务，极速响应客户需求，做到 100 公里半径圈 1 小时内响应，1000 公里半径圈 4 小时内响应。

国外布局：1) 欧洲市场的量要 2026 年才能开始，欧洲市场德国勒沃库森基地+比利时安特卫普基地共规划产能 21.3 万吨/年；2) 北美市场美国德克萨斯基地规划产能 20 万吨/年，美国建厂的计划继续按计划进行中，预计 25 年年初到年终持续实行；3) 非洲市场摩洛哥基地规划产能 15 万吨/年。国外四大基地合计规划产能 56.3 万吨/年。四大海外基地可基本覆盖主要客户圈，保证电池厂在半径圈 500 公里内，整车厂在半径圈 1000 公里内。

图表 20 天赐材料海内外电解液产能情况

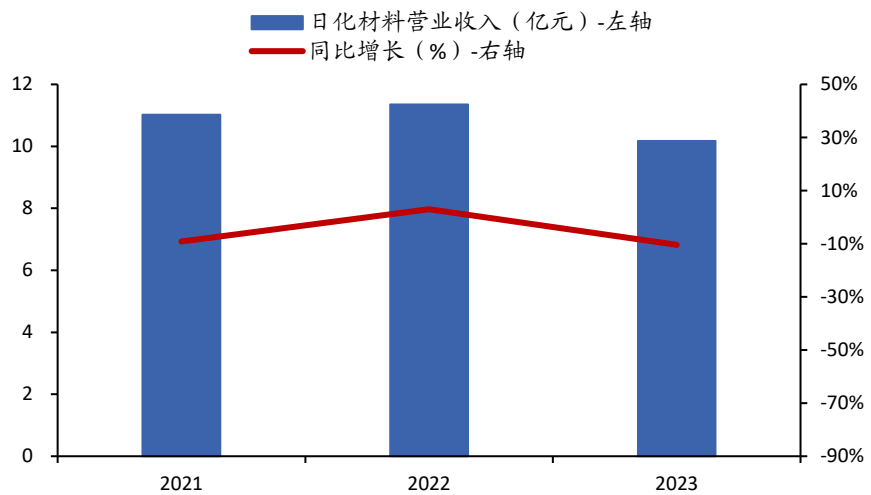


资料来源：天赐材料企业社会责任报告，华安证券研究所

3 日化材料盈利稳定 粘结剂结构胶释放业绩弹性

日化材料盈利稳定，横向拓展维持增长。2023 年全年公司日化材料实现销量 10.87 万吨，同增 12%。营收方面，受市场价格波动影响，单位售价有所下降，23 年全年实现营收 10.17 亿元，同减 10.43%，单位毛利同比上升，23 年实现毛利率 35.84%，同增 6.01pct。

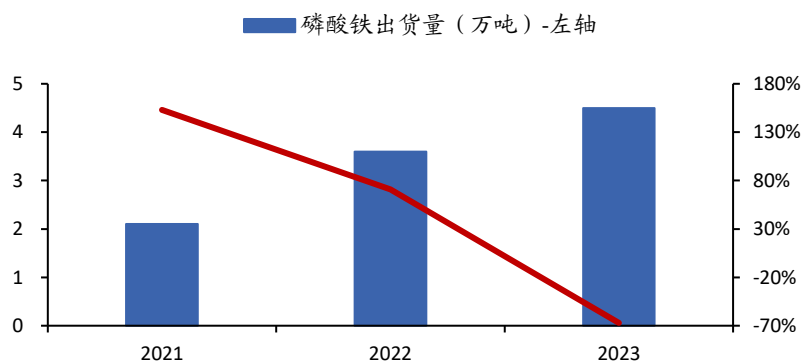
图表 21 近年日化材料营业收入 (亿元)



资料来源：2021-2023 公司年报，华安证券研究所

下游去库叠加设备调试，磷酸铁业务不及预期。23 年公司磷酸铁出货约 4.5 万吨，亏损约 6000 万元。23 年公司磷酸铁受到下游去库存、新产能设备调试、市场竞争加剧等因素影响，整体开工率及销量未及预期，盈利水平承压。公司正在积极进行磷酸铁技术的优化与调整，聚焦新型产品研发，磷酸铁锂二代产品性能已较为稳定同时磷酸锰铁锂开发中，公司有望进一步推动正极材料横向布局，构建竞争优势。

图表 22 近年磷酸铁出货情况 (万吨/吨)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

下游 MNC 供应占比增加，胶成为锂电板块营收之一。23 年公司在下游 MNC 日化

头部供应占比增加，客户绑定加深，同时公司积极横向拓展国内新锐品牌，随国货潮流新机会或将显现，预计日化材料及特种化学品板块景气有所增长。另外，胶黏剂在汽车动力电池中应用广泛，主要应用在 PACK 密封、结构导热、结构粘结等方面。22 年下半年公司正式进入锂电池正负极粘结剂及电池用胶业务，目前已形成批量销售并初具市场规模，结构胶的部分主要以东莞腾威的产品体系为主快速上量中。此外，公司计划在清远以及九江做相应产能的升级，电解液盈利承压的同时公司发展新盈利点，周期兜底能力有望加强。

风险提示：

政治政策风险。若相关企业所处国家或地区出现相关限制政策，影响海外出口、产能建设等行业发展。

新能源汽车、储能发展不及预期。若新能源汽车、储能发展增速放缓不及预期，产业政策临时性变化，补贴退坡幅度和执行时间预期若发生变化，对新能源汽车产销量、储能造成冲击，直接影响行业发展。

相关技术出现颠覆性突破。近年固态锂电池技术有一定发展，过渡形态的固态锂电池（聚合物/半固态）逐步开始商业化，传统锂电池细分市场占有或将承压，进而影响公司电解液业务。

原材料价格波动。原材料成本占公司生产成本比例较大，主要原材料价格持续大幅波动，成本端或将承压进而影响公司盈利水平。

行业竞争激烈，产品价格下降超出预期。近年下游电池厂需求激增，电解液及上游原材料短缺导致电解质和添加剂价格快速上涨。随着行业新产能不断投放，产品价格下降超预期，公司盈利端或将承压。

产能扩张不及预期、产品开发不及预期。若建立新产能进度落后，新产品开发落后，公司市场份额将出现一定程度萎缩。

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦 华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5年卖方行业研究经验，专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。