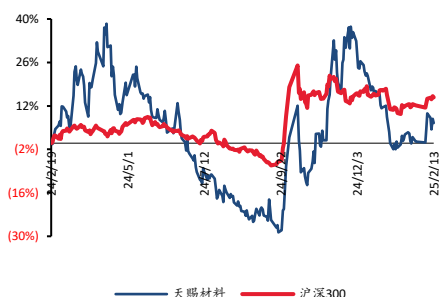


一体化夯实核心竞争力，周期底部有望见底回升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 19.19/13.85
总市值/流通(亿元) 371.48/268.14
12 个月内最高/最低价 25.81/12.86 (元)

相关研究报告

<<天赐材料 2024 年三季报点评：电解液出货量大幅提升，正极业务边际向好>>—2024-11-13

<<天赐材料 2024 半年报点评：锂盐外售提升市占率，一体化能力持续提升>>—2024-09-05

<<天赐材料点评：电解液龙头有望率先见底，看好后续量利齐升带来的弹性机会>>—2024-03-14

证券分析师：谭甘露

电话：

E-MAIL: tangl@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524110001

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

报告摘要

天赐材料是电解液全球龙头，通过一体化和技术进步引领行业发展。

天赐材料是电解液生产的龙头企业，产能行业第一，且高度绑定头部电池厂商，行业龙头地位稳固。2023 年全球市场占有率约 36%，排名全球第一。随着未来公司锂盐外售和海外市场的拓展，市场占有率将进一步提升。

一体化布局有效降本，新技术引领长期成长。

1) 一体化布局方面，为降本保供，公司引进先进技术，实现六氟磷酸锂及上游原材料氟化锂、五氟化磷等自产，同时采用液态六氟磷酸锂技术省去提纯结晶步骤，进一步降本。一体化布局下，公司电解液生产成本低于同行，供需松动格局下具备更强竞争力。2) 新技术方面，公司积极布局新型锂盐 LiFSI、各类添加剂以及固态电解质，技术和产能行业领先，打开长期发展空间。

有望穿越行业周期，多业务协同打造第二增长曲线。

随着六氟、电解液产能的逐步释放，预计行业进入周期底部。天赐材料兼具产能和成本优势，有望穿越周期，实现底部回升，并在低谷期进一步扩大市场占有率。同时，公司积极布局正极材料、电池回收及粘结剂业务，协同发展打造第二增长曲线：1) 正极材料及电池回收方面，公司逐步形成由锂辉石到碳酸锂、结合磷酸铁制成磷酸铁锂的纵向一体化布局，并布局锂电池回收业务实现锂电材料产业链闭环，目前公司已与多家电池持有方展开合作，补充锂资源供应；2) 粘结剂业务方面，公司收购东莞腾威，其结构胶业务销量增速较高，另外公司已推出 4 款自主研发的正负极粘结剂替代方案，粘结剂产线可由日化产线柔性切换，目前公司已具备一定批量交付能力，未来有望为公司长期发展贡献新的增长动力。

我们认为电解液行业进入周期底部，公司有望凭借成本优势底部回升。我们上调盈利预测，预计 2024/2025/2026 年公司营业收入分别为 128.63/164.29/260.39 亿元，同比增长-16.50%/27.72%/58.49%；归母净利润分别 4.82/21.13/44.36 亿元（4.79/12.75/23.11 亿元），同比增长-74.52%/338.64%/109.96%。对应 EPS 分 0.25/1.10/2.31 元。当前股价对应 PE 87.68/19.99/9.52，维持“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,404.64	12,862.81	16,429.01	26,038.61
营业收入增长率(%)	-30.97%	-16.50%	27.72%	58.49%
归母净利(百万元)	1,890.62	481.70	2,112.90	4,436.23

净利润增长率(%)	-66.92%	-74.52%	338.64%	109.96%
摊薄每股收益(元)	0.99	0.25	1.10	2.31
市盈率(PE)	25.33	87.68	19.99	9.52

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 深耕电解液行业数十年，大客户+一体化造就龙头地位	5
(一) 从日化切入锂电池材料市场，步步为营成为电解液龙头	5
(二) 公司股权结构稳定，核心管理层技术基因奠定研发优势	6
(三) 在锂电池材料业务带动下，2019 年以后公司营收及归母净利润大幅提升	9
二、 电动车需求有望保持增长，储能市场需求快速提升，电解液市场空间广阔	10
三、 锂电材料业务一体化+循环布局构建核心竞争力	10
(一) 电解液一体化布局造就成本优势，绑定优质客户提升市占率	10
(二) 正极业务加速起量，创造未来新增长点	17
(三) 布局锂资源循环形成产业链闭环，打开远期成长空间	17
四、 日化业务部分柔性切换至新型粘结剂，开辟第二增长曲线	18
五、 盈利预测与投资建议	19
六、 风险提示	19

图表目录

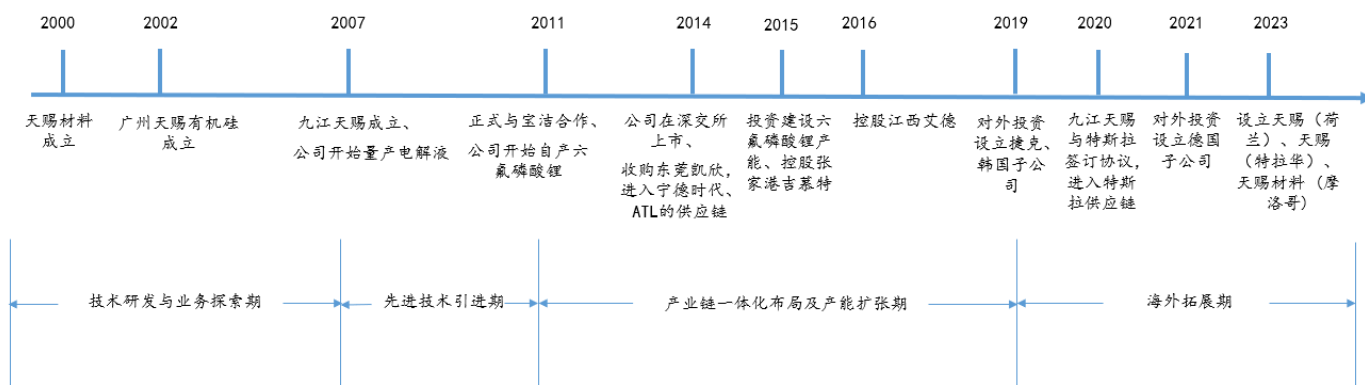
图表 1：公司深耕电解液行业数十年，成为全球电解液龙头企业	5
图表 2：天赐材料现国内布局 15 处生产工厂，江西省九江天赐是天赐材料最大的生产基地	6
图表 3：公司已在美国、德国、摩洛哥、新加坡设立子公司，韩国设立实验室	6
图表 4：公司目前拥有 39 家全资子公司及 16 家控股子公司	7
图表 5：公司核心管理层均具备技术背景	7
图表 6：公司费用率整体呈下降趋势	9
图表 7：公司研发费用行业领先	9
图表 8：公司锂电池材料业务营收占比逐年增长	9
图表 9：锂电池材料业务助力营业收入规模快速增长	9
图表 10：锂电池材料业务毛利率保持在较高水平	10
图表 11：2019 年以后公司归母净利润大幅提升	10
图表 12：天赐材料毛利率高于行业平均水平	11
图表 13：2023 年天赐材料全国市占率 36%	11
图表 14：公司纵横一体化产业布局完善	13
图表 15：溶质在电解液中质量约 12%-13%	13
图表 16：溶质在电解液成本中占比最高	13
图表 17：天赐材料 2024 年拥有 33 万吨液体六氟磷酸锂产能	14
图表 18：添加剂可提高电解液各项性能	14
图表 19：公司高度绑定头部电池厂商，客户份额较为集中	15
图表 20：公司在德国、美国设立子公司，开拓海外市场	16
图表 21：LiFSI 各项性能优于 LiPF ₆ ，但生产成本较高	16
图表 22：公司采用氨基磺酸工艺生产 LiFSI，核心原材料自产降低成本	17
图表 23：天赐 LiFSI 产能达到 3 万吨，行业领先	17

一、深耕电解液行业数十年，大客户+一体化造就龙头地位

(一)从日化切入锂电池材料市场，步步为营成为电解液龙头

自产六氟打造核心竞争力，收购东莞凯欣绑定优质客户。公司成立于 2000 年，2014 年在深交所上市。公司在成立初期主要从事个人护理品材料的研发、生产与销售。2002 年，突破硅油产品的技术难关，成立广州天赐有机硅公司，正式开拓有机硅橡胶业务。2005 年，公司开始进军锂电池材料市场，并于 2007 年开始大批量销售锂电池电解液产品，公司至此形成了个人护理品材料、锂离子电池材料及有机硅橡胶材料三大业务板块。2011 年公司实现六氟磷酸锂的自产，成为国内少数掌握六氟磷酸锂生产技术的企业之一。2014 年，公司收购东莞凯欣 100% 股权，快速进入宁德时代和 ATL 供应链，成为电解液供应的龙头企业。

图表 1：公司深耕电解液行业数十年，成为全球电解液龙头企业



资料来源：公司公告、公司官网、公司公告、太平洋研究院整理

公司的发展历程可以划分为：2000—2007 年、2007—2011 年、2011—2018 年以及 2019 年至今四个阶段：

(1) 2000—2007 年：技术研发与业务探索，形成“三驾马车”业务格局。公司于 2000 年成立，成立初期主要从事个人护理品材料的研发、生产与销售。依托在个人护理硅油产品生产的技术积累，天赐材料在 2002 年出资设立广州天赐有机硅公司，生产有机硅橡胶，构成公司的又一业务板块。2004 年起，公司创始人、现任董事长兼总经理看中锂电池的广阔发展前景，组建研发团队进行锂离子电池材料研发，经过两年的研发工作和锂电池市场的逐渐成熟，公司于 2007 年开始量产及大批量销售电解液。至此，公司形成日化材料、锂电池材料、有机硅橡胶“三驾马车”的业务格局。

(2) 2007—2011 年：引进先进技术，实现六氟磷酸锂自产。锂电池电解液生产企业的核心核心竞争力在于是否掌握六氟磷酸锂的生产技术。2007 年 12 月，公司与美国化学技术公司、Dr. Novis Smith 签署协议，以技术转让的方式引进六氟磷酸锂生产技术。在此阶段，结合 Dr. Novis Smith 提供的技术，公司由总工程师领衔组建研发团队

优化、改进工艺流程和生产工艺，形成六氟磷酸锂规模化生产技术。2011 年，公司成功实现六氟磷酸锂的自产，随后采用液体六氟技术，大幅降低了锂电池电解液的生产成本。

(3) 2011—2019 年：积极扩产果断布局，产业链双向布局发挥协同作用。2015 年、2017 年和 2018 年，公司积极扩产，分别投资建设固体六氟磷酸锂项目、投资建设年产 20 万吨电解液项目、投资建设年产 25000 吨磷酸铁锂正极材料项目。2014 年，公司收购东莞凯欣，快速进入宁德时代和 ATL 的供应链，成为全球电解液供应龙头。2015 年，公司增资张家港吉慕特，布局电解液添加剂领域，拓展六氟磷酸锂的下游应用；投资参股江苏容汇，布局六氟磷酸锂的上游材料碳酸锂和氢氧化锂，保障上游原材料供应。2016 年，公司增资控股江西艾德，切入正极材料领域。至此，公司既形成了“碳酸锂—六氟磷酸锂—电解液”的纵向布局，又打通了“碳酸锂—磷酸铁—磷酸铁锂”的正极产业链，形成了“电解液—正极材料”的横向布局，产业链双向布局发挥协同作用，保障供应链稳定，有效控制了成本。

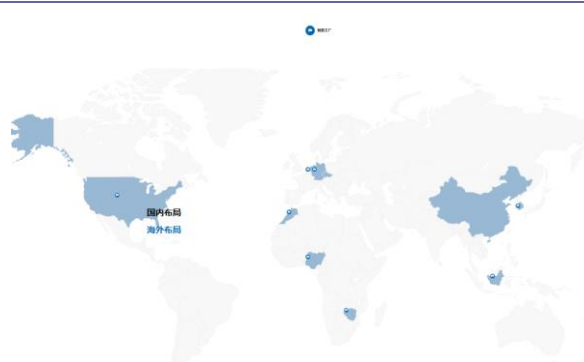
(4) 2019 年至今：积极布局海外业务期。2019 年，公司对外投资设立捷克子公司、韩国子公司。2020 年，公司投资建设捷克年产 10 万吨锂电池电解液项目，2020 年天赐材料国际化启动，2020 年 11 月，公司子公司九江天赐与特斯拉签订协议，向特斯拉供应电解液产品进入特斯拉的供应链。目前公司德国 OEM 工厂顺利投产，北美电解液项目持续推进，项目选址、土地购买等事项相继落地，且公司拟通过在摩洛哥设立子公司推动海外一体化产能建设，国际客户的开拓进程进一步加快。

图表 2：天赐材料现国内布局 15 处生产工厂，江西省九江天赐是天赐材料最大的生产基地



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表 3：公司已在美国、德国、摩洛哥、新加坡设立子公司，韩国设立实验室



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

(二) 公司股权结构稳定，核心管理层技术基因奠定研发优势

公司股权集中，结构稳定。公司实际控制人为徐金富，持股比例为 36.41%，现任天赐材料董事长兼总经理。公司第二大股东为香港中央结算有限公司，持股比例为 3.14%。公司股权较为集中、较为稳定。公司目前拥有多家全资子公司及控股子公司，其中江西省九江天赐是天赐材料最大的生产基地，也是全球最大的液体六氟磷酸锂制造基地，

公司成立于 2007 年，位于江西省九江市湖口县金砂湾工业园内，九江天赐下设九江天祺、九江天微、天赐资源循环、九江天赐电解液、九江天赐新动力、天赐中硝、池州天赐等母公司天赐材料的首要生产供应基地，九江天赐南抵鄱阳湖，北靠长江，俯看三省，交通发达，区位优势明显。

图表 4：公司目前拥有 39 家全资子公司及 16 家控股子公司



资料来源：公司官网、太平洋研究院整理

核心管理层均为技术出身，风格稳健，重视研发投入，夯实公司技术及成本优势。公司董事长兼总经理徐金富为中国科学院化学专业硕士，曾任广州市道明化学有限公司总经理，2004 年起徐金富敏锐地捕捉到锂电新能源行业的广阔前景，领衔组建锂电池材料研发团队；2007 年开始布局六氟磷酸锂，使得天赐材料在新能源汽车行业爆发式增长的时期，成为了最直接的受益者。董事兼副总经理徐三善历任浙江巨化股份电化厂机修车间技术员、副主任，浙江巨化股份氟聚厂建设科科长、厂长助理、副厂长。公司管理层深耕化工行业多年，重视研发投入，为公司技术积累、成本控制做出重要支持。

图表 5：公司核心管理层均具备技术背景

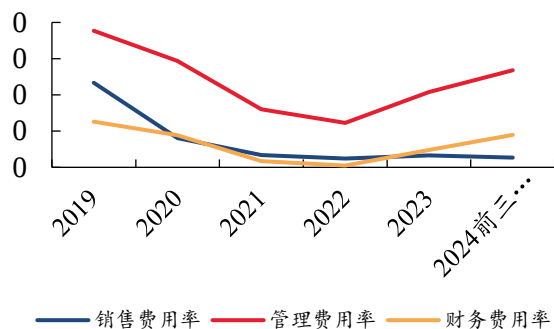
姓名	职位	履历
徐金富	董事长兼总经理	1964 年生，中国国籍，中国科学院化学专业硕士研究生学历，中欧国际工商管理学院 EMBA。历任广州市道明化学有限公司经理。2007 年 11 月至今任公司董事长，2018 年 1 月至今任公司总经理。

姓名	职位	履历
徐三善	副董事长	1969 年出生，中国国籍，高级工程师，毕业于华中理工大学，浙江大学工商管理硕士，历任浙江巨化股份电化厂机修车间技术员、副主任，浙江巨化股份氟聚厂建设科科长、厂长助理、副厂长。2010 年至 2022 年 11 月任公司副总经理，2018 年 1 月至今任公司董事，2022 年 11 月任公司副董事长。
顾斌	董事、副总经理、财务总监	1965 年生，中国国籍，中南财经大学会计学专业，会计师。历任湖北金龙泉啤酒集团公司财务处副处长，广州蓝月亮实业有限公司董事、财务总监。2007 年至今任公司财务总监，2009 年至今任公司副总经理，2010 年至今任公司董事。
韩恒	董事、副总经理、董事会秘书	1983 年生，中国国籍，江南大学应用化学硕士研究生学历，PMP(国际项目管理师)，2008 年 8 月加入公司，历任公司技术支持经理、大客户经理、国际业务部部长、市场发展部总监、正极基础材料事业部总经理，现任公司董事及董事会秘书，分管证券事务部、法务部、审计监察部、投资发展部、资源循环事业部。2020 年 1 月至今任公司董事、董事会秘书，2022 年 11 月至今任公司副总经理。

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

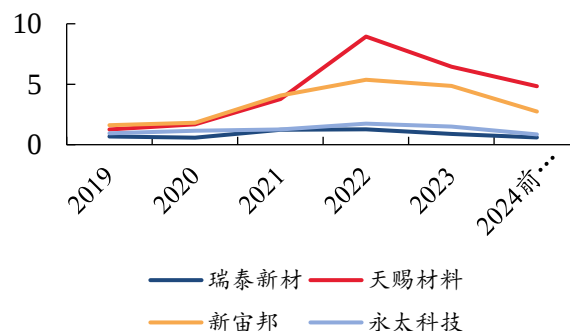
天赐材料在研发领域投入较高。公司近年来研发投入整体呈上升趋势，行业领先。公司研发人员占总员工人数约 7.98%，其中硕士 128 人、博士 27 人。目前公司拥有国家级企业技术中心、院士工作站、博士后科研工作站、广东省工程技术研究开发中心、广东省企业技术中心、江西省企业技术中心、广东省锂电池电解质材料工程实验室、电化学储能材料与技术教育部工程技术研发中心，同时在高校合作方面，公司与华南师范大学建立“能源材料化学联合实验室”，在金属锂电池、固态电解质项目上进行深入合作，开发的耐高压电解液溶剂成功应用于公司的高电压电解液产品中，此外，与华南理工大学建立“含氟锂电材料联合实验室”“反应与过程联合实验室”，与广东工业大学共同建立“生物与化学工程技术联合实验室”，对新材料、新技术进行共同开发和引进。作为在电解质行业特别是六氟磷酸锂领域深耕 10 余年的企业，公司已经很早关注到钠离子电池的发展。公司参与了国家十四五规划国家重点研发计划项目——储能与智能电网重点专项，负责由中科院物理所牵头的“百兆瓦时级钠离子电池储能技术”项目中课题：钠离子电池高稳定电解液材料优化及量产技术。公司作为该计划项目唯一参加的电解液生产厂商，为钠离子电池材料技术研发做足储备。

图表 6：公司费用率整体呈下降趋势



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 7：公司研发费用行业领先



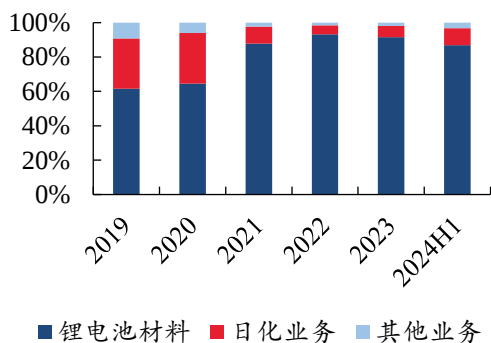
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(三)在锂电池材料业务带动下，2019 年以后公司营收及归母净利润大幅提升

营收方面，2019-2022 年公司营收持续增长，2022 年营业收入为 223 亿元，同比增长 101%。2023、2024 年营收同比下滑，主要原因在于电解液价格快速回调，我们估计 2024 年电解液价格已处于底部区间，后续价格有望触底回升，公司营收有望开启新一轮的增长。

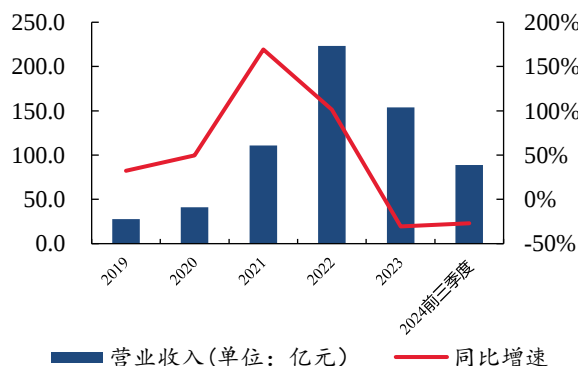
盈利方面，由于正极材料、锂盐制造及锂矿冶炼业务发生亏损以及锂辉石等存货损失影响，公司 2019 年归母净利润为 0.16 亿元，利润较低。2020 年电解液价稳量升，带动公司归母净利润大幅提升，2021、2022 年归母净利润持续大幅增长，2022 年净利润达到 57 亿元，同比+159%。2023、2024 年公司利润下滑，主要原因在于电解液及正极材料价格快速回调，随着后续价格的触底回升以及公司进一步降本增效，盈利水平有望逐步修复。

图表 8：公司锂电池材料业务营收占比逐年增长



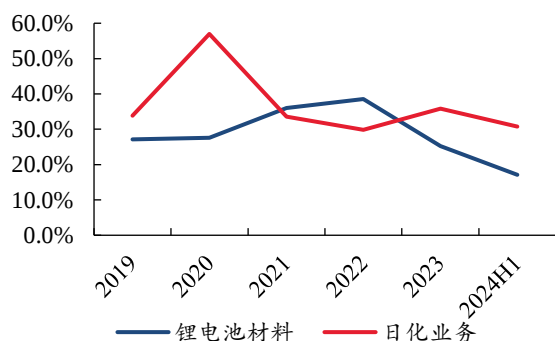
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 9：锂电池材料业务助力营业收入规模快速增长



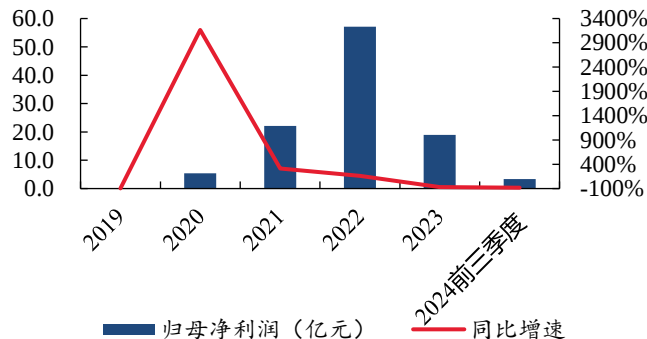
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 10：锂电池材料业务毛利率保持在较高水平



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 11：2019 年以后公司归母净利润大幅提升



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

二、电动车需求有望保持增长，储能市场需求快速提升，电解液市场空间广阔

全球新能源车市场需求有望持续增长：根据中国汽车工业协会数据，2024 年 1-10 月我国新能源汽车产销分别完成 978 万辆和 975 万辆，同比分别增长 33%和 34%。受益于新能源优质车型投放、充换电基础设施数量增长、消费者对新能源车接受度提高等因素，我们认为全球新能源车市场需求有望持续增长，我们预计 2025/2026 年全球电动车销量同比增速将达到 24%/27%。

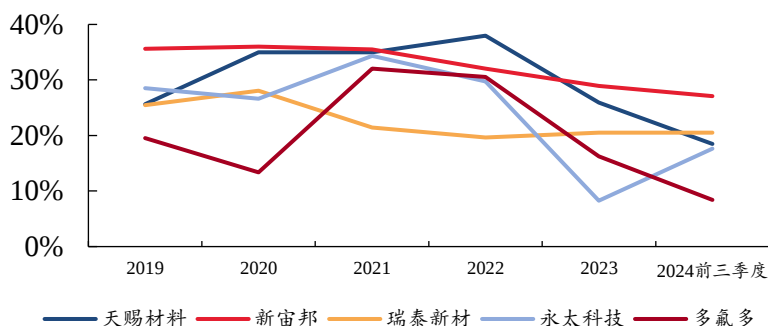
全球储能电池需求快速提升：国内市场，风电光伏装机继续高增，根据国家能源局数据，2024 年 1-6 月我国风电光伏新增装机容量 128.3GW，同比增长 26.5%；同时，储能单位投资成本降低，推动储能需求快速增长，根据中关村储能产业技术联盟统计，2024 年 1-6 月我国新型储能新增装机规模达 26.4GWh，同比增长 48.5%。海外市场，因经济性提升和可再生能源配套需求提升，美国储能项目落地进度加快，大型储能装机增长强劲；欧洲多国储能支持政策落地，多个 GWh 级大型储能系统项目启动，是快速增长的增量需求市场。我们认为受益于各国可再生能源转型加速、储能政策和市场环境优化等因素，全球储能市场需求有望持续快速增长。

三、锂电材料业务一体化+循环布局构建核心竞争力

(一) 电解液一体化布局造就成本优势，绑定优质客户提升市占率

公司锂电材料毛利率行业领先：近年来，公司毛利率行业里领先，2022 年最高达到 38%，远超行业。2023 年及 2024 年毛利率有所下滑，主要受电解液价格回调影响，但公司毛利率仍高于行业整体。

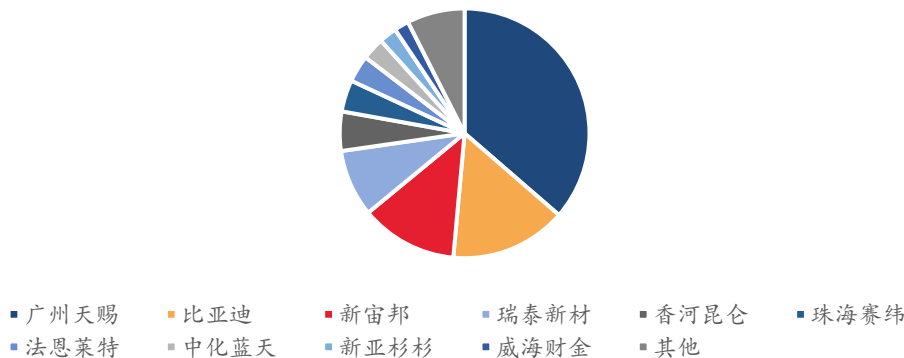
图表 12：天赐材料毛利率高于行业平均水平



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司电解液市占率全球第一，后续市场份额有望进一步提升。国内主要电解液生产企业有天赐材料、新宙邦、江苏国泰、永太科技、东莞杉杉、珠海赛纬等，国外的主要生产企业为日本的三菱宇部、中央硝子和韩国的 Panax 等。其中，2023 年行业龙头天赐材料全国市占率提升至 36%，2024 年公司锂盐开始外售，市场份额估计提升至 40% 以上。

图表 13：2023 年天赐材料全国市占率 36%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

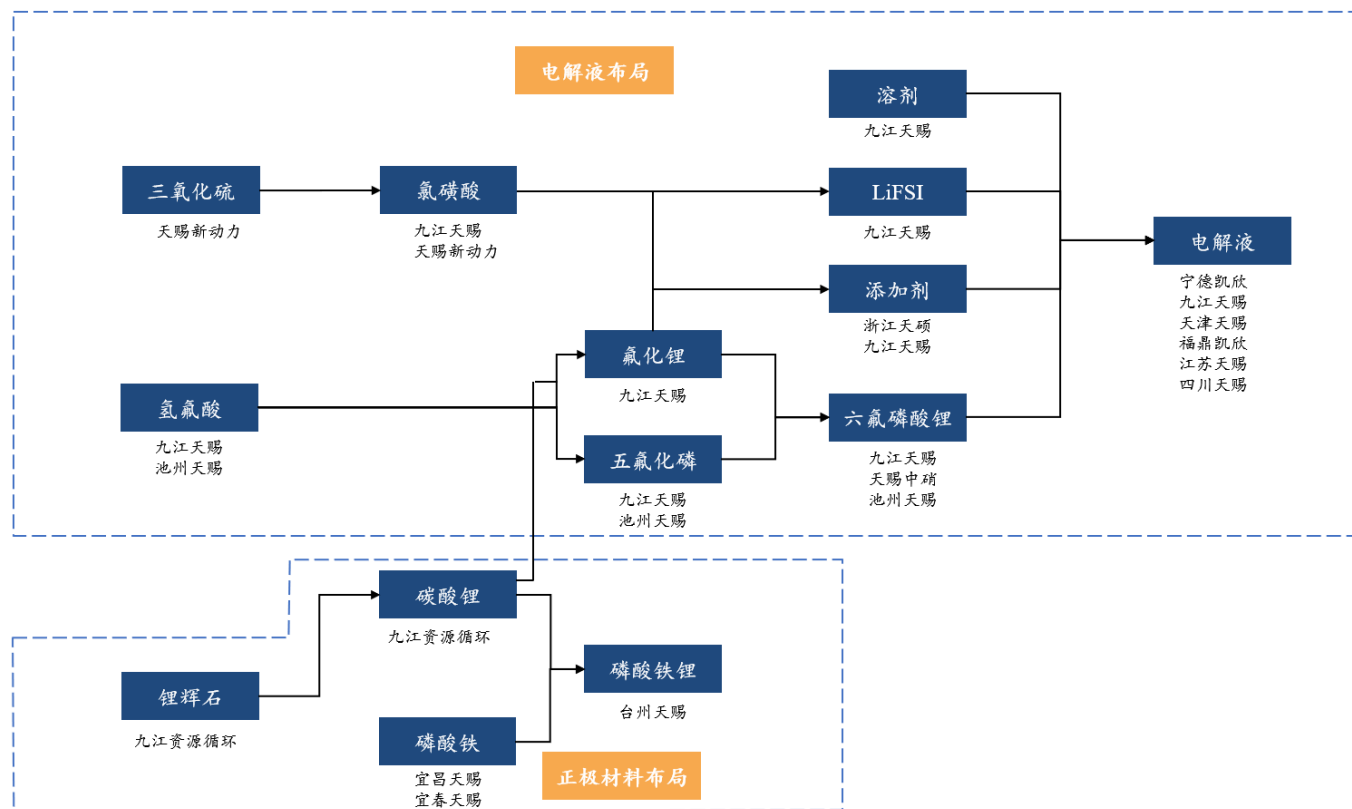
天赐材料作为全球排名前列的电解液供应商，近年来盈利能力超越行业，市占率稳居第一，我们预计公司市占率有望进一步提升，主要原因在于：1）一体化产业链布局行业领先，成本优势凸显；2）公司通过与宁德时代、LG 等战略客户签订长期供货协议的方式与大客户深度绑定，快速提升市占率，同时积极开拓核心原材料六氟磷酸锂及 LiFSI 外售新客户、率先海外建厂，进一步提升市占率；3）率先布局新一代电解质材料，包括 LiFSI、固态电解质等，有望通过在材料体系变革中稳固龙头地位。

一体化产业链布局行业领先，成本优势凸显。近年来，公司先后通过自主研发布局了液体六氟磷酸锂、LiFSI、VC、DTD、二氟磷酸锂等核心电解液原材料及添加剂，形成了以电解液原材料为主的一体化布局战略。在 2020 年非公开发行募投项目中，公司再次通过完善“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，全面提升原材料自产率，持续强化公司的核心竞争力。同时布局碳酸锂资源循环，以保障关键上游锂资源稳定供应。

其中，六氟磷酸锂是电解液的重要组成部分，成本占比在 40%-50%，公司采用液态六氟磷酸锂生产技术，在有机溶剂的环境下生产六氟磷酸锂，将混合状态下的溶剂和六氟磷酸锂直接生产为电解液，省去结晶等步骤，在单位投资、原材料利用率、量产速度、碳排放等方面具备多重优势，且在配置成电解液的过程中更易混合且避免了固体溶解的放热问题，使用更为便利。目前公司六氟磷酸锂已有 33 万吨液体六氟磷酸锂产能，生产成本远低于同行，自供率已经达到 98%以上。

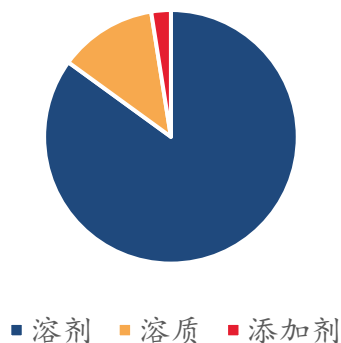
公司自产自用多种添加剂，提升品质，保证供应，降低成本。公司已具备 VC 产能 1000 吨/年，技改完成后达到 3000 吨，另外在建产能 2 万吨。公司 FEC 在建产能 1 万吨/年。公司 DTD 产能 5400 吨（折固），在建产能 8 万吨（液体）。公司添加剂自供能力在业内属于领先地位。在新型添加剂方面，公司还布局了 LiODFP、LiBOB、LiPO2F2、LiDFOP 等新型添加剂项目。

图表 14：公司纵横一体化产业布局完善



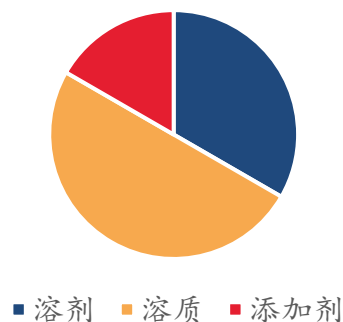
资料来源：公司官网、公司公告、太平洋研究院

图表 15：溶质在电解液中质量约 12%-13%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 16：溶质在电解液成本中占比最高



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 17：天赐材料 2024 年拥有 33 万吨液体六氟磷酸锂产能

产品	现有产能（万吨）	预计 2025 年产能（万吨）	预计 2026 年产能（万吨）
电解液	86	86	106
液体六氟磷酸锂	33	33	43
LiFSI	3	3	6
VC	0.1	0.3	2.3
FEC	-	-	1

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 18：添加剂可提高电解液各项性能

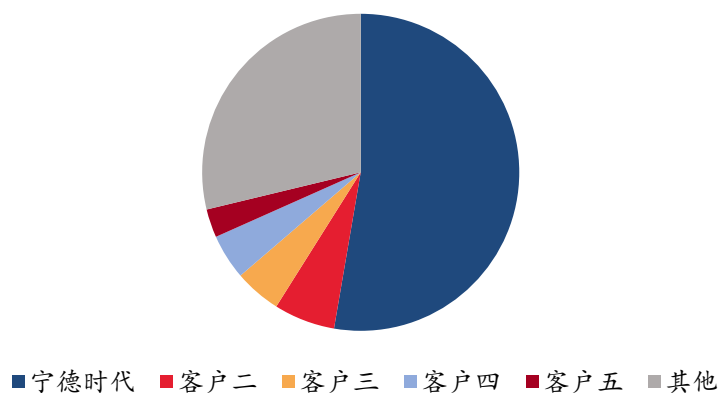
分类	名称	缩写	主要功能
环状碳酸酯	碳酸亚乙烯酯	VC	作为成膜添加剂和过充电保护添加剂，具有良好的高低温性能和防气胀功能，可提高电池的容量和循环寿命。
	氟代碳酸乙烯酯	FEC	作为成膜添加剂且形成 SEI 膜的功能比 VC 更好，形成紧密结构层但又不增加阻抗，能阻止电解液进一步分解，提高电解液低温性能。
有机酯酸	硫酸乙烯酯	DTD	增大电池初始放电容量，减少高温放置后的电池膨胀，提高电池充放电功能和循环次数。
磺酸酯	1,3-丙烯磺酸内酯	PST	促进 SEI 膜的形成，提升电池循环性能和高温性能。
新型锂盐	双氟磺酰亚胺锂	LiFSI	电化学稳定性好、高低温性能好、不易水解、电导率高、可形成稳定的 SEI 膜且阻抗小，可改善动力电池循环性能。

二草酸硼酸锂	LiB0B	高温性能好，热稳定性高，促进形成较稳定的 SEI 膜，但是低温性能较差、吸湿性较强。
二氟草酸硼酸锂	LiDF0B	高温性能好，热稳定性高，促进形成较稳定的 SEI 膜。
二氟磷酸锂	LiP02F2	促进形成较稳定的 SEI 膜，抑制电解质分解，降低界面阻抗，提高电池在高温和低温下的循环稳定性和倍率性能。

资料来源：中国知网，康鹏科技招股说明书，太平洋研究院整理

公司高度绑定头部电池厂商，行业龙头地位稳固。公司目前已经深度绑定宁德时代、LG 化学等龙头电池厂商，产品质量得到下游厂商的高度认同。2014 年，公司收购东莞凯欣，快速进入宁德时代和 ATL 的供应链。2020 年，公司发布公告称子公司九江天赐与特斯拉签署合同，将向特斯拉供应锂离子电池电解液产品，成功切入特斯拉供应链。2021 年，九江天赐与 LG 新能源签订采购协议。2024 年 6 月，公司再次与宁德时代签订物料供货协议，并且积极推进核心原材料六氟磷酸锂及 LiFSI 的外售，继续拓展客户，市占率持续提升。

图表 19：公司高度绑定头部电池厂商，客户份额较为集中



资料来源：公司公告、公司官网、公司公告、太平洋研究院

公司积极拓展海外客户，进一步提升市占率。2020 年公司电解液产品在海外拓展取得较大收获，AESC、Northvolt、Dyson、SDI、BMW、Panasonic 等均进入密切合作阶段，LG、村田等多年深耕的客户取得较高供应份额和良好评价。目前公司德国 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，且公司拟通过在摩洛哥设立子公司推动海外一体化产能建设，国际客户的开拓进程进一步加快，同时公司于韩国设立配样室，精准配套 LG，SDI 等韩国客户，进一步提升新项目配合效率和服务质量。

图表 20：公司在德国、美国设立子公司，开拓海外市场

地点	产能规划	项目进展
德国	1.3 万吨	已投产
美国	20 万吨	在工厂设计及相关环评手续办理阶段
摩洛哥	15 万吨	处于项目设计阶段，预计在 2026 年底完成建设

资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

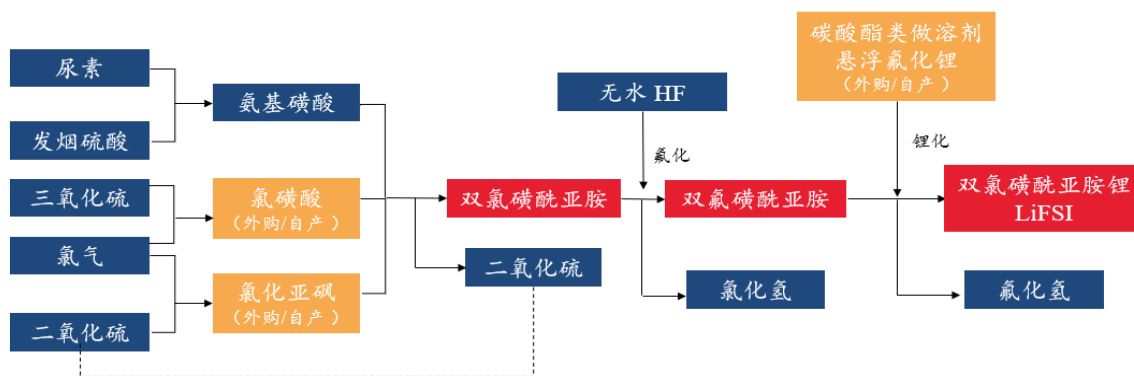
加速布局新型锂盐，抢占新型锂盐市场先机。LiFSI 各性能优于六氟磷酸锂，是未来锂盐发展新方向。LiFSI（双氟磺酰亚胺锂）是一种新型电解液溶质材料。与六氟磷酸锂相比，具有更高导电率、化学稳定性、热稳定性，因此极有可能部分替代六氟磷酸锂，是未来电解液溶质材料发展新方向。目前量产 LiFSI 的主要壁垒在于原料使用转化率低和污染物处理成本高，因此普遍用作添加剂改善电解液导电性，主要用于三元电池，部分磷酸铁锂电池也开始添加，目前整个行业平均添加比例为 2%。随着技术突破，LiFSI 成本有望与六氟磷酸锂相当，LiFSI 的需求有望大幅提升。公司延用液体六氟思路生产液体双氟磺酰亚胺锂，生产成本大幅降低。

图表 21：LiFSI 各项性能优于 LiPF₆，但生产成本较高

比较项目		LiFSI	LiPF ₆
基础物性	分解温度	>200℃	>80℃
	氧化电压	≤4.5V	>5V
	溶解度	易溶	易溶
	电导率	最高	较高
	化学稳定性	较稳定	差
	热稳定性	较好	差
电池性能	低温性能	好	一般
	循环寿命	高	一般
	耐高温性能	好	差
工艺成本	合成工艺	复杂	简单
		复杂	简单

资料来源：公司官网、公司公告、太平洋研究院

图表 22：公司采用氨基磺酸工艺生产 LiFSI，核心原材料自产降低成本



资料来源：公司官网、公司公告、太平洋研究院

图表 23：天赐 LiFSI 产能达到 3 万吨，行业领先

公司名	基地	2024
天赐	江西九江	30000 吨
新宙邦	湖南衡阳	2400 吨
多氟多	-	3000 吨

资料来源：公司公告、太平洋研究院

(二) 正极业务加速起量，创造未来新增长点

公司正极材料业务作为循环产业发展布局中的重要组成部分已深耕多年，产业链逐渐向上延伸，在正极材料业务领域逐步形成由锂辉石制成碳酸锂，结合磷酸铁制成磷酸铁锂的纵向一体化布局。2024 年公司重点解决 30 万吨磷酸铁项目（一期）产线的调试问题，通过提高产品质量的稳定性和提升产能利用率来降低磷酸铁的成本，加强产品竞争优势；同时公司推进生产工艺改进，重点开展氧化改造、回收磷酸铁等多项降本措施，打造公司正极材料的竞争优势，目前项目均处于中试阶段。在产品应用上，磷酸铁产品在头部客户处实现突破上量，公司加快新客户的验证周期，成功导入多家新客户，为巩固公司行业地位及推动后续正极材料业务提质增效打下良好基础。得益于头部客户的上量及产品稳定性的提升，2024 年上半年公司磷酸铁产品销量同比实现 67% 的增长，但由于产品竞争激烈，正极业务盈利能力仍然承压。随着磷酸铁产品持续放量，预计公司正极材料的横向布局将进一步完善，公司核心材料一体化成本竞争优势将进一步凸显。

(三) 布局锂资源循环形成产业链闭环，打开远期成长空间

布局锂电池回收业务实现锂电材料产业链闭环。基于目前锂电池产业链一体化布局的背景，废旧锂电池资源化

循环利用产出的高纯碳酸锂、磷酸铁及镍钴锰硫酸盐均为生产锂电池的基础原材料，其将节省一部分碳酸锂的成本，进一步加强公司在锂电池电解液核心原料供应链上的战略布局，为公司培育新的利润增长点，增强公司的盈利能力和市场竞争力。公司围绕磷酸铁锂电池回收，采用带电破碎+高低温处理工艺，电池黑粉回收率达到 98%，实现资源有效利用，公司回收业务与多家行业下游电池企业及车企达成了合作意向，产能利用率持续提升。

随着碳酸锂提纯产线的顺利开工及调试并保持稳定的开工率，目前公司已具备选矿到冶炼以及提纯碳酸锂的一体化处理能力。公司积极推进参股子公司的碳酸锂产线的调试运营，满足碳酸锂自用需求，打通从原矿端到高纯级碳酸锂的全链条生产流程，叠加碳酸锂期货套保业务的开展，进一步降低原材料的市场价格波动带来的影响。

四、日化业务部分柔性切换至新型粘结剂，开辟第二增长曲线

日化材料业务方面，得益于新产品的成功导入及上量，日化材料产品销量保持稳步增长。公司生产的日化材料主要有表面活性剂、硅油、水溶性聚合物、阳离子调理剂、有机硅及橡胶助剂材料等系列产品。产品应用于各类个人护理品、日常家居用品中，为领域提供创新的解决方案。随着新型氨基酸甲牛产品完成前两大客户的导入上量，公司 2024 年上半年日化材料销量较 2023 年同期增长 7.5%，销售额增长 11.36%。同时为了快速响应国货品牌，持续深挖跨国 MNC 的需求，增加新市场份额。

粘结剂市场空间广阔，公司日化产线可柔性切换至粘结剂产线。锂电池粘结剂的作用是将活性物质与导电剂混合均匀，粘附于集流体上，减少电极的阻抗。目前主流的正极粘结剂是 PVDF，市场广泛关注的负极粘结剂包括 CMC、SBR 等。受新能源汽车销量带动，粘结剂需求快速增长。而供给方面，由于高端粘结剂生产壁垒较高，供应商集中于国外厂商，高端粘结剂国产化率较低。由于粘结剂和公司日化产品的生产过程具备一定的相似性，公司日化产线可柔性切换至粘结剂产线，贡献未来新增量。2022 年 6 月，公司推出 4 款粘结剂新品：石墨负极粘结剂 Tinctive E124、石墨/硅碳负极粘结剂 Tinctive K112、LFP 正极粘结剂 Tinctive T126、LCO、NCM 正极粘结剂 Tinctive P124。四款粘结剂相比传统 PVDF 产品的优势在于：1) 原料来源广泛；2) 制造更加环保；3) 粘接力更高、添加量降低；性能易于调整，适用不同场景。由于公司粘结剂生产线可由日化生产线柔性切换，目前公司已快速形成部分粘结剂的量产和交付能力：Tinctive E124 已完成量产，具备一定批量交付能力；Tinctive K112 已经具备每年 5000 吨的产能；Tinctive T126 处于量产阶段；Tinctive P124 已完成量产并具备一定批量交付能力。未来公司有望凭借强大的研发及量产能力，有望打造公司新增长曲线，促进新型粘结剂国产替代进程。

收购东莞腾威，带动粘结剂业务高增。公司于 2022 年 11 月 23 日通过《关于收购股权暨关联交易的议案》，公司收购东莞腾威 85% 股权，东莞腾威于 2023 年 3 月 6 日已完成工商变更，自 2023 年 3 月纳入公司合并范围。东莞腾威成立于 2006 年，公司一直专注于电子胶粘剂的科技创新开发，主营业务产品为胶黏剂产品。胶黏剂是具有良好的粘接性能，能在两个物体表面间形成薄膜并把他们牢固粘接在一起的材料。得益于新能源汽车的发展，动力电池

需求持续增加及技术水平的不断提高是东莞腾威锂电池粘胶剂产品发展的重要推动力。东莞腾威动力电池胶粘剂产品的特性包括高粘结强度、高阻燃等级、高韧性、高导热性等，公司在动力电池胶粘剂这一细分领域深耕多年，其胶粘剂产品经过客户多年的使用，产品质量得到充分印证。同时，公司目前已覆盖了宁德时代、中创新航等众多国内动力电池厂商，能够与客户技术人员保持紧密联系，实时进行技术革新、配方更新，持续保持了行业领先优势。随着客户数量的不断提升，公司业务增长量不断攀升，后续有望持续带动公司粘结剂业务高增。

五、盈利预测与投资建议

我们认为电解液行业进入周期底部，公司有望凭借成本优势底部回升。我们上调盈利预测，预计 2024/2025/2026 年公司营业收入分别为 128.63/164.29/260.39 亿元，同比增长-16.50%/27.72%/58.49%；归母净利润分别 4.82/21.13/44.36 亿元(4.79/12.75/23.11 亿元)，同比增长-74.52%/338.64%/109.96%。对应 EPS 分 0.25/1.10/2.31 元。当前股价对应 PE 87.68/19.99/9.52，维持“买入”评级。

业务(单位: 亿元)	2024E			2025E			2026E		
	收入金额	毛利率	YOY	收入金额	毛利率	YOY	收入金额	毛利率	YOY
锂离子电池材料产品	115	17%	-18%	150	28%	30%	245	33%	63%
日化材料及特种化学品	11	31%	8%	12	31%	10%	13	31%	10%
其他业务	3	29%	0%	3	29%	0%	3	29%	0%

六、风险提示

行业竞争加剧、下游需求不及预期。

资产负债表 (亿)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	47	23	30	42	65
应收和预付款项	50	46	38	49	77
存货	24	12	11	12	18
其他流动资产	32	18	24	27	34
流动资产合计	152	99	103	129	194
长期股权投资	2	4	4	4	4
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	44	74	72	70	67
在建工程	26	20	24	28	32
无形资产开发支出	8	12	13	13	14
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	175	129	123	150	215
资产总计	255	240	237	265	332
短期借款	8	12	13	14	15
应付和预收款项	47	34	30	34	50
长期借款	8	9	10	11	12
其他负债	64	48	50	51	55
负债合计	127	104	103	110	133
股本	19	19	19	19	19
资本公积	19	18	17	17	17
留存收益	88	95	94	115	159
归母公司股东权益	125	134	131	153	197
少数股东权益	3	2	2	2	2
股东权益合计	128	136	134	155	199
负债和股东权益	255	240	237	265	332

现金流量表 (亿)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	42	23	10	18	29
投资性现金流	-51	-39	2	-7	-6
融资性现金流	35	-8	-6	1	1
现金增加额	25	-24	7	12	24

利润表 (亿)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	223	154	129	164	260
营业成本	138	114	105	118	175
营业税金及附加	2	1	1	1	2
销售费用	1	1	1	1	1
管理费用	5	6	7	9	14
财务费用	0	1	2	2	2
资产减值损失	0	-2	0	0	0
投资收益	1	0	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	69	23	7	27	56
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	69	23	7	27	56
所得税	10	5	2	6	12
净利润	58	18	5	21	44
少数股东损益	1	0	0	0	0
归母股东净利润	57	19	5	21	44

预测指标					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	37.97%	25.92%	18.30%	28.03%	32.88%
销售净利率	25.61%	12.27%	3.74%	12.86%	17.04%
销售收入增长率	101.22%	-30.97%	-16.50%	27.72%	58.49%
EBIT 增长率	128.10%	-63.69%	-62.39%	211.21%	102.31%
净利润增长率	158.77%	-66.92%	-74.52%	338.64%	109.96%
ROE	45.55%	14.16%	3.66%	13.84%	22.52%
ROA	22.38%	7.89%	2.03%	7.98%	13.36%
ROIC	32.33%	9.99%	3.25%	10.36%	17.30%
EPS (X)	2.99	0.99	0.25	1.10	2.31
PE (X)	14.67	25.33	87.68	19.99	9.52
PB (X)	6.74	3.61	3.21	2.77	2.14
PS (X)	3.79	3.13	3.28	2.57	1.62
EV/EBITDA (X)	11.65	16.30	31.24	13.01	6.64

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。