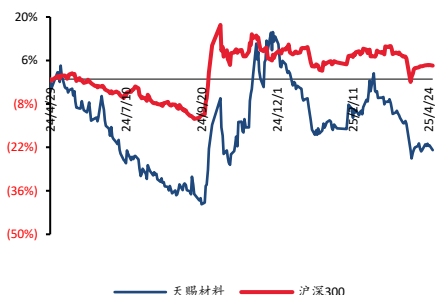


## 天赐材料点评：底部向上迹象明显，未来业绩弹性较大

### 走势比较



### 股票数据

总股本/流通(亿股) 19.14/13.85  
总市值/流通(亿元) 320.46/231.83  
12 个月内最高/最低价 25.63/12.86 (元)

### 相关研究报告

<<一体化夯实核心竞争力，周期底部有望见底回升>>—2025-02-14

<<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

### 证券分析师：刘强

电话:

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522080001

### 证券分析师：梁必果

电话:

E-MAIL: liangbg@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524010001

### 证券分析师：钟欣材

电话:

E-MAIL: zhongxc@tpyzq.com

■ **事件：**1) 近期，天赐材料发布 2024 年报，2024 年公司营业收入 125.18 亿元，同比下滑 18.74%；扣非归母净利润 3.82 亿元，同比下滑 79.08%。

2) 近期，天赐材料发布 2025 年一季报，2025 年第一季度公司营业收入 34.89 亿元，同比增长 41.64%；扣非归母净利润 1.34 亿元，同比增长 33.35%。

### 点评：

**盈利大底部逐步得到确认，后续有望逐步向好。**从盈利看，2024 年受锂电电解液降价拖累明显，但 2025 年一季度显著回暖。一季度盈利回升反映产能开工率提升及公司降本增效成果，后续开工率有望继续抬升，从而带来量价齐升的态势。从研发看，公司重点投向固态电解质、钠电池材料及 PEEK 等新技术，新型电解液（如 5V 体系）逐步推出。从资本开支看，公司后续重心转向美国、摩洛哥等海外基地。

**行业底部出清态势比较明显，有利于天赐材料等龙头穿越周期成长。**

1) 电解液产能释放比较快，目前行业已经经过三年左右的供需下降周期；随着高成本产能的逐步出清，行业将逐步进入向上周期，且头部公司的定价权和集中度有望提升；公司具备液体六氟磷酸锂和海外产能优势，有望持续受益。2) 高压实等技术迭代推动磷酸铁锂产业链走出差异化竞争，且动力+储能对高端铁锂保持强劲需求；天赐材料的磷酸铁业务有望受益于此趋势。

**公司业务未来有较大的成长弹性。**1) 海外：公司摩洛哥和美国产能有望在未来两年逐步落地，从而在欧美市场进一步打开格局。2) PEEK 材料瞄准机器人等新市场，2025 年小批量试产，未来有望贡献增量。3) 电解液和磷酸铁未来都具有较大的单吨盈利向上弹性。

### 投资评级：

我们预计公司 2025-2027 归母净利分别为 10.75/18.35/25.34 亿元；公司锂电电解液和磷酸铁业务底部特征明显，已经出现周期向上趋势，未来业绩弹性大；维持“买入”评级。

■ **风险提示：**下游需求不及预期、行业竞争加剧、新业务不及预期

### 盈利预测和财务指标

|           | 2024A   | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|-----------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 12,518  | 16,035  | 20,566 | 27,783 |
| YOY, %    | -18.74% | 28.09%  | 28.26% | 35.09% |
| 归母净利（百万元） | 484     | 1,075   | 1,835  | 2,534  |
| YOY, %    | -74.40% | 122.18% | 70.71% | 38.04% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.25    | 0.56    | 0.96   | 1.32   |

分析师登记编号：S1190524110004

**证券分析师：刘淞**

电话：

E-MAIL: liusong@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523030002

**证券分析师：谭甘露**

电话：

E-MAIL: tangl@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524110001

市盈率 (PE)

78.88

29.80

17.46

12.65

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

| 资产负债表 (百万) |        |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|            | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 货币资金       | 2,290  | 1,620  | 3,968  | 4,515  | 5,110  |
| 应收和预付款项    | 4,639  | 5,152  | 5,042  | 7,044  | 9,879  |
| 存货         | 1,172  | 1,364  | 1,789  | 2,028  | 2,878  |
| 其他流动资产     | 1,835  | 2,665  | 3,200  | 3,375  | 3,908  |
| 流动资产合计     | 9,936  | 10,801 | 13,999 | 16,961 | 21,776 |
| 长期股权投资     | 401    | 386    | 386    | 386    | 386    |
| 投资性房地产     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产       | 7,395  | 7,754  | 6,763  | 5,773  | 4,782  |
| 在建工程       | 2,013  | 1,944  | 2,044  | 2,144  | 2,244  |
| 无形资产开发支出   | 1,215  | 1,260  | 1,223  | 1,186  | 1,150  |
| 长期待摊费用     | 36     | 20     | 20     | 20     | 20     |
| 其他非流动资产    | 12,917 | 12,590 | 15,660 | 18,613 | 23,418 |
| 资产总计       | 23,977 | 23,953 | 26,097 | 28,122 | 32,000 |
| 短期借款       | 1,249  | 1,520  | 1,520  | 1,520  | 1,520  |
| 应付和预收款项    | 3,421  | 3,363  | 4,257  | 5,190  | 7,097  |
| 长期借款       | 894    | 1,041  | 1,041  | 1,041  | 1,041  |
| 其他负债       | 4,834  | 4,704  | 5,550  | 5,530  | 5,965  |
| 负债合计       | 10,397 | 10,629 | 12,368 | 13,281 | 15,623 |
| 股本         | 1,924  | 1,919  | 1,914  | 1,914  | 1,914  |
| 资本公积       | 1,818  | 1,655  | 1,655  | 1,655  | 1,655  |
| 留存收益       | 9,501  | 9,414  | 10,063 | 11,175 | 12,711 |
| 归母公司股东权益   | 13,355 | 13,104 | 13,507 | 14,620 | 16,156 |
| 少数股东权益     | 225    | 221    | 221    | 221    | 221    |
| 股东权益合计     | 13,580 | 13,325 | 13,728 | 14,841 | 16,377 |
| 负债和股东权益    | 23,977 | 23,953 | 26,097 | 28,122 | 32,000 |

| 现金流量表 (百万) |        |        |       |       |       |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|
|            | 2023A  | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营性现金流     | 2,274  | 882    | 2,824 | 1,369 | 1,694 |
| 投资性现金流     | -3,893 | -1,011 | 11    | -100  | -100  |
| 融资性现金流     | -787   | -530   | -484  | -723  | -998  |
| 现金增加额      | -2,402 | -654   | 2,348 | 546   | 596   |

| 利润表 (百万) |        |        |        |        |        |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|          | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 营业收入     | 15,405 | 12,518 | 16,035 | 20,566 | 27,783 |
| 营业成本     | 11,412 | 10,154 | 13,140 | 16,304 | 21,871 |
| 营业税金及附加  | 101    | 72     | 112    | 144    | 194    |
| 销售费用     | 101    | 75     | 136    | 175    | 236    |
| 管理费用     | 640    | 642    | 561    | 720    | 972    |
| 财务费用     | 149    | 184    | 0      | 0      | 0      |
| 资产减值损失   | -182   | -184   | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益     | 38     | 46     | 9      | 20     | 0      |
| 公允价值变动   | 1      | 70     | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润     | 2,343  | 665    | 1,265  | 2,159  | 2,981  |
| 其他非经营损益  | -19    | -15    | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额     | 2,324  | 650    | 1,265  | 2,159  | 2,981  |
| 所得税      | 482    | 171    | 190    | 324    | 447    |
| 净利润      | 1,842  | 478    | 1,075  | 1,835  | 2,534  |
| 少数股东损益   | -48    | -5     | 0      | 0      | 0      |
| 归母股东净利润  | 1,891  | 484    | 1,075  | 1,835  | 2,534  |

| 预测指标          |         |         |         |        |        |
|---------------|---------|---------|---------|--------|--------|
|               | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
| 毛利率           | 25.92%  | 18.89%  | 18.06%  | 20.73% | 21.28% |
| 销售净利率         | 12.27%  | 3.87%   | 6.71%   | 8.92%  | 9.12%  |
| 销售收入增长率       | -30.97% | -18.74% | 28.09%  | 28.26% | 35.09% |
| EBIT 增长率      | -63.69% | -67.22% | 57.10%  | 70.71% | 38.04% |
| 净利润增长率        | -66.92% | -74.40% | 122.18% | 70.71% | 38.04% |
| ROE           | 14.16%  | 3.69%   | 7.96%   | 12.55% | 15.68% |
| ROA           | 7.44%   | 2.00%   | 4.30%   | 6.77%  | 8.43%  |
| ROIC          | 9.99%   | 3.00%   | 5.29%   | 8.56%  | 11.02% |
| EPS (X)       | 0.99    | 0.25    | 0.56    | 0.96   | 1.32   |
| PE (X)        | 25.33   | 78.88   | 29.80   | 17.46  | 12.65  |
| PB (X)        | 3.61    | 2.89    | 2.37    | 2.19   | 1.98   |
| PS (X)        | 3.13    | 3.02    | 2.00    | 1.56   | 1.15   |
| EV/EBITDA (X) | 16.30   | 24.04   | 15.07   | 10.68  | 8.35   |

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。