



25H1 盈利企稳，龙头效应凸显

——天赐材料（002709.SZ）首次覆盖报告

分析师：曾韬、段尚昌

25H1 盈利企稳，龙头效应凸显

——2025 年半年报业绩点评&首次覆盖报告

2025 年 8 月 21 日

核心观点

- **事件：**25H1 公司实现营收 70.3 亿元，同比+29.0%，归母净利 2.7 亿元，同比+12.8%，扣非净利 2.3 亿元，同比+26.0%；毛利率 18.7%，同比-0.19pcts，净利率 3.8%，同比-0.6pcts。25Q2 公司实现营收 35.4 亿元，同/环比+18.5%/+1.5%；归母净利 1.2 亿元，同/环比-3.9%/-20.9%；扣非净利 1.0 亿元，同/环比+17.4%/-25.2%；毛利率 18.2%，同/环比-0.1/-1.0pcts；净利率 3.3%，同/环比-0.8/-0.9pcts，符合预期。
- **下游需求带动业绩高增。**25H1 营收规模高增主要系新能源汽车销量持续增长带动动力电池装车量、锂电电解液等原材料出货量快速增长，我们预计期内公司出货同比增长超 50%，其中 Q2 同/环比+45%/+15%。展望后续，下游需求有望维持强势，同时锂价阶段性的上涨有望提升产品价格水平，公司产能利用率稳步提升，预计全年进一步高增。正极材料业务经历 Q2 产线调整升级后有望在下半年贡献业绩。
- **盈利能力稳健，龙头效应凸显。**得益于公司一体化布局及降本增效，公司净利率基本维持 4%左右领先行业，行业底部已现。随下游景气度向好，供需格局持续改善，公司作为龙头企业率先受益。
- **出海加速，卡位固态关键材料硫化物。**期内公司公告拟在摩洛哥投建 15 万吨电解液与原材料一体化基地；7 月公司拟在港交所上市加快全球化布局，提升全球市场影响力。此外，公司现已储备液相法硫化锂生产技术，硫化物固态电解质处于中试阶段，积极进行送样测试。
- **投资建议：**公司是全球锂电电解液产品龙头企业，现已打通从六氟磷酸锂、添加剂等上游原材料至电解液的一体化布局，实现了技术、成本、规模等方面的全面领先，经历近两年行业周期后，出清见底，行业随需求有望重回高增。此外，公司已布局正极材料一体化、粘结剂等第二增长曲线，同时具备液相法硫化锂技术卡位全固态电池，未来可期。预计公司 2025-2027 年营收分别为 175/223/266 亿元；归母净利分别为 9/14/19 亿元，EPS 0.5、0.7、1.0 元/股，对应 PE 43x/28x/21x。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、全球贸易形势复杂多变、原材料价格上涨等风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	12518.30	17483.58	22256.51	26590.04
同比/%	-18.74	39.66	27.30	19.47
归母净利润/百万元	483.93	931.13	1394.22	1891.38
同比/%	-74.40	92.41	49.73	35.66
EPS/元	0.25	0.49	0.73	0.99
PE	81.77	42.50	28.38	20.92

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

天赐材料（002709.SZ）

推荐 首次评级

分析师

曾韬

☎：010-8092-7627

✉：zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

段尚昌

☎：010-8092-7653

✉：duanshangchang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090003

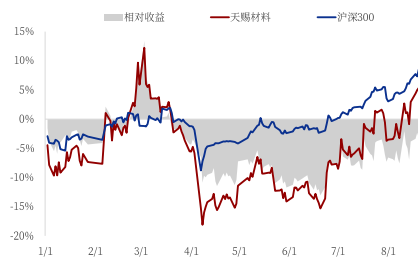
市场数据

2025-08-20

A 股收盘价/元	20.67
上证指数	3,766.21
总股本（亿股）	19.14
实际流通 A 股（亿股）	13.85
流通 A 股市值（亿元）	281.4

市场表现

2025-08-20



资料来源：iFind、中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 25H1 业绩符合预期	4
(一) 营收及盈利能力	4
(二) 资本结构与偿债能力	8
(三) 营运能力	8
(四) 现金流情况	9
(五) 杜邦分析	10
二、 全球锂电电解质龙头，深化国际化布局	12
三、 投资建议	15
(一) 盈利预测	15
(二) 相对估值	15
(三) 投资建议	15
四、 风险提示	16

一、25H1 业绩符合预期

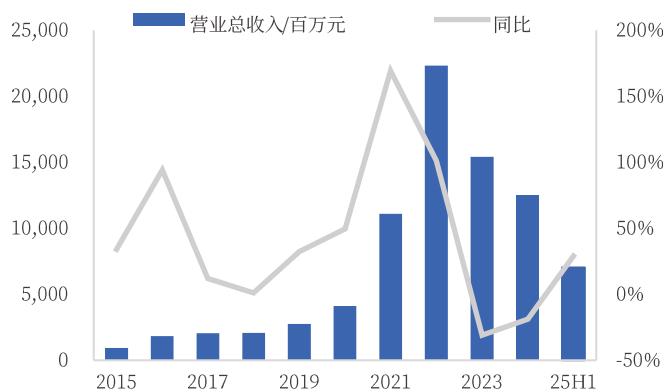
（一）营收及盈利能力

公司营收稳步增长。2025 年上半年，公司营业收入实现 70.3 亿元，同比增长 29.0%，其中锂电材料业务占比 89.7%，同比增长 33%，主要系新能源汽车销量持续增长带动动力电池装车量增长，据中国动力电池产业联盟，2025H1 我国动力电池装车量同比增长 47.3%，带动锂电电解液等原材料出货量快速增长，我们预计 25H1 电解液相关产品出货同比增长超 50%，收入规模增速略低主要系锂价下滑带来的产品价格降低；另一方面，公司日化业务产品基本维持，磷酸铁锂相关业务亦实现高增。展望后续，下游需求有望维持强势，同时锂价阶段性的上涨有望提升产品价格水平，公司产能利用率稳步提升，预计全年进一步高增。

25Q2 公司营收 35.4 亿元，同比+18.5%，环比+1.5%。我们预计 Q2 电解液出货 16 万吨+，同/环比+45%/+15%。正极材料出货下滑主要系产线调整升级所致。

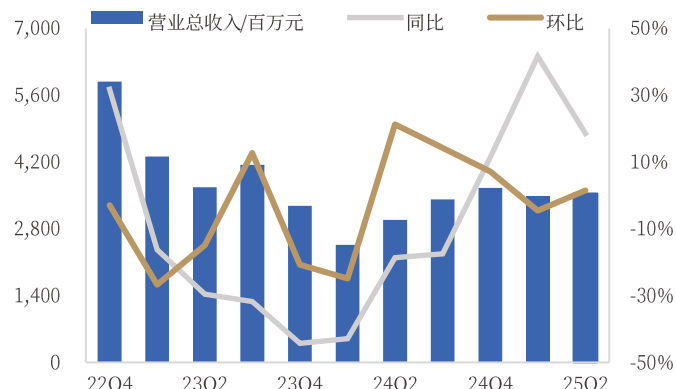
分地区看，公司 25H1 境外业务占比 4.5%，同比-0.5pcts。

图1：25H1 公司营业总收入同比+29.0%



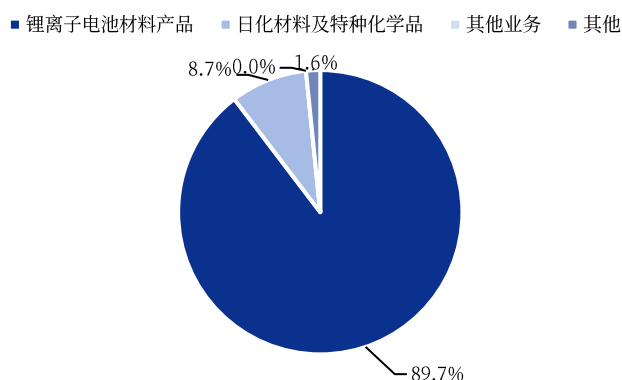
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图2：25Q2 公司营业总收入同比+18.5%、环比+1.5%



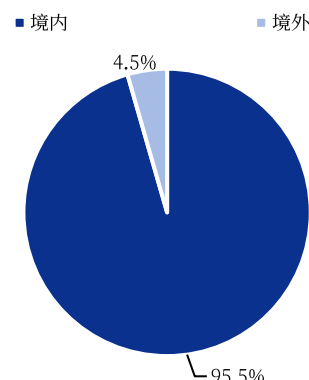
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图3：25H1 公司核心业务贡献 90%收入



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

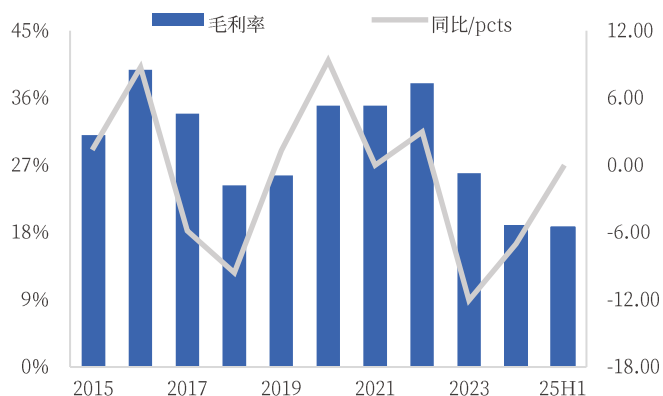
图4：25H1 公司国内市场份额提升至 96%



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

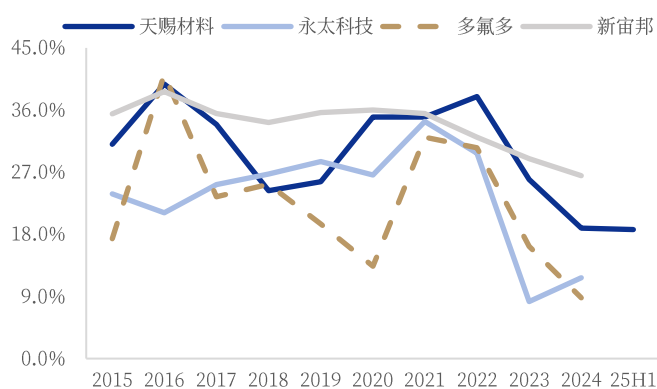
25Q2 公司毛利率维持稳定。25H1 公司销售毛利率 18.7%，同比-0.19pcts 基本稳定，面对降价压力，公司通过内部降本实现盈利能力稳定。25Q2 公司销售毛利率 18.2%，同/环比-0.10/-1.03pcts。公司毛利率水平近年保持对二三线企业的领先态势，龙头地位凸显。

图5: 25H1 公司毛利率 18.7%



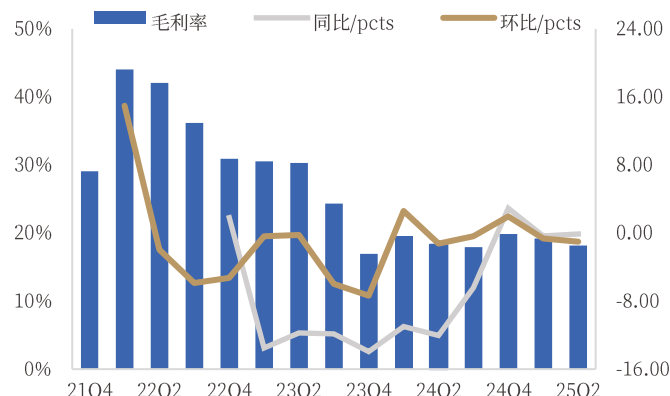
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图7: 可比公司毛利率对比



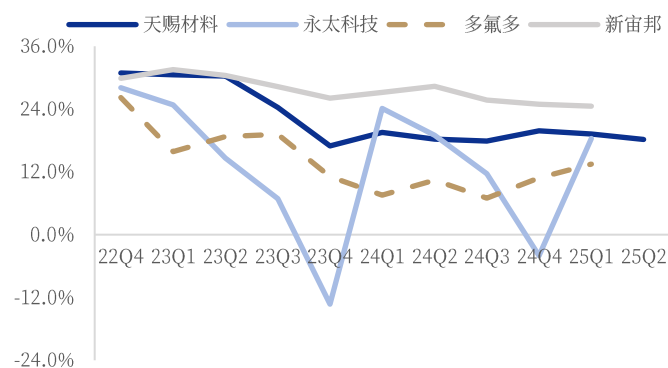
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图6: 25Q2 公司毛利率 18.2%



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

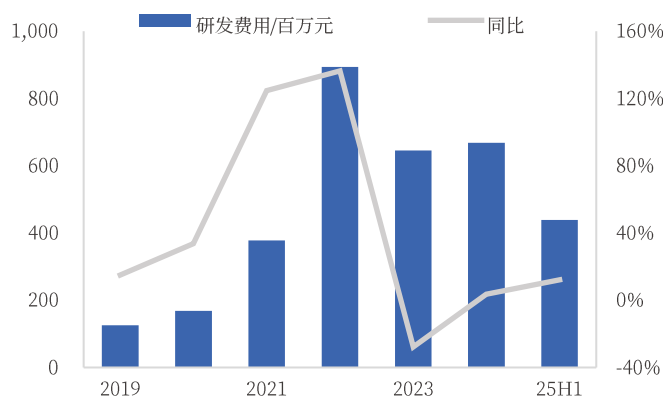
图8: 季度间可比公司毛利率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

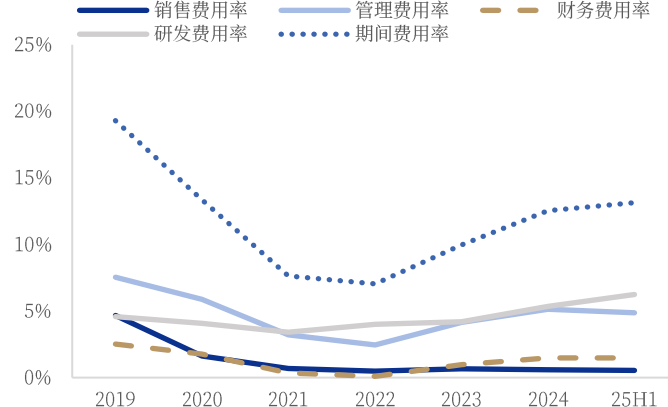
期间费用率相对稳定，坚持高研发投入。25H1 公司期间费用率为 13.7%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.6%、5.8%、5.6%、1.7%。25Q2 公司期间费用率为 12.9%，环比-0.5pcts。公司凭借规模效应及生产制造管理能力，费用率低于同行可比公司。

图9: 25H1 公司研发费率 5.3%



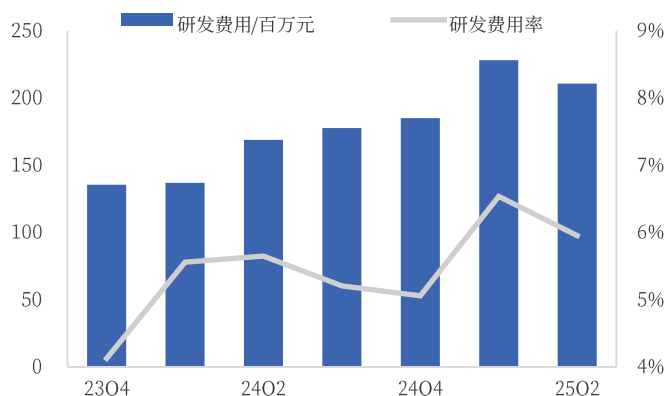
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图10: 25H1 公司期间费用为 9.4%



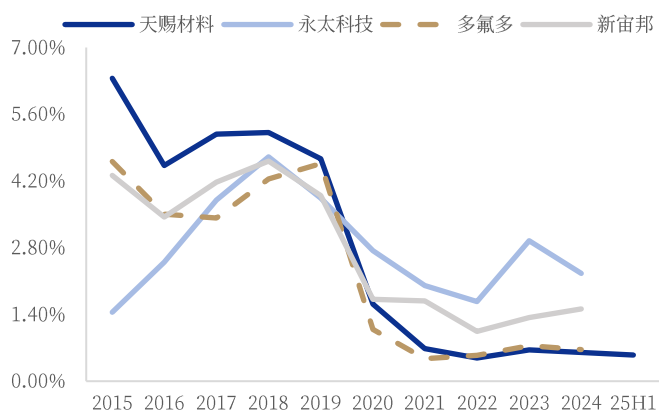
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图11: 25Q2 公司研发费率 5.5%



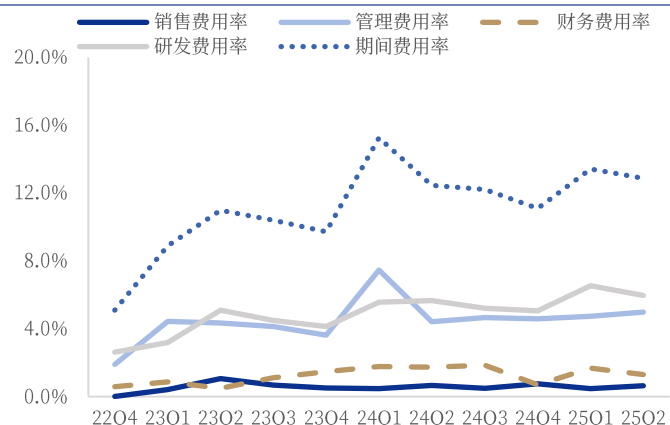
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图13: 25H1 可比公司销售费用率对比



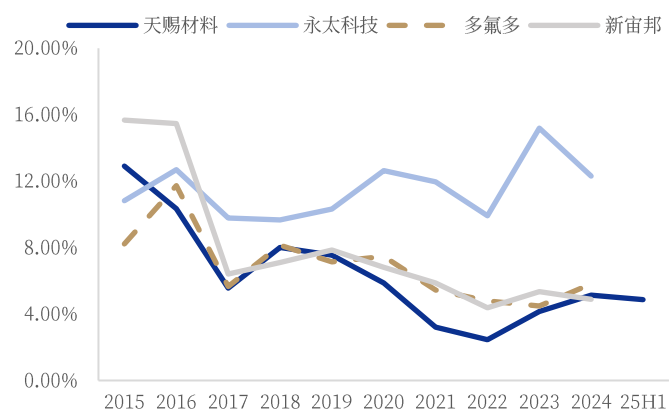
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图12: 25Q2 公司期间费用率为 9.5%



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

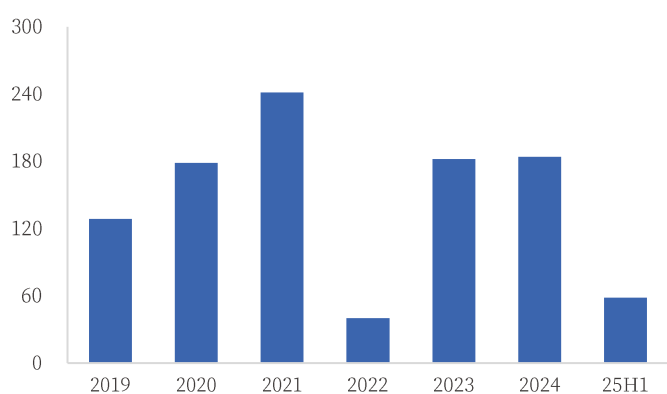
图14: 25H1 可比公司管理费用率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

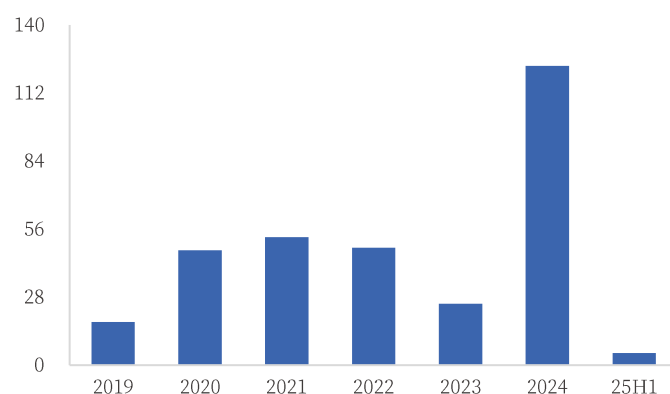
2025 年上半年公司资产减值损失和信用减值损失分别为 0.6 亿元、5 百万元。若用信用减值损失/应收账款及应收票据衡量信用风险变化，公司整体经营依旧稳健。

图15: 25H1 公司资产减值损失 0.6 亿元（单位：百万元）



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

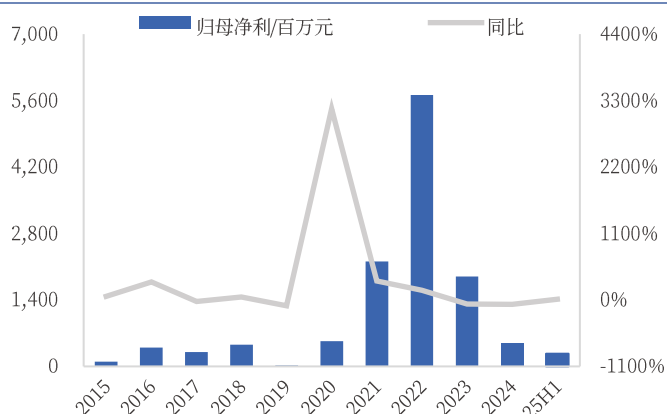
图16: 25H1 公司信用减值损失 5 百万元（单位：百万元）



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

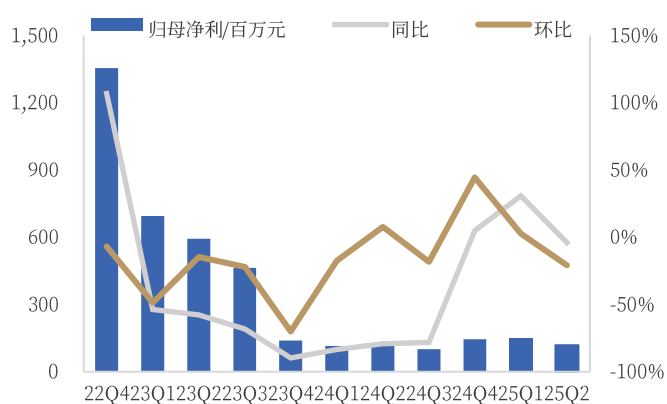
公司净利率水平维持，龙头效应明显。2025 年上半年公司实现归母净利润 2.7 亿元，同比+12.8%，归母净利率 3.8%，同比-0.6pcts。扣非净利 2.3 亿元，同比+26.0%。25Q2 公司归母净利润 1.2 亿元，同/环比-3.9%/-20.9%，归母净利率 3.3%，同/环比-0.8pcts/-0.9pcts；扣非净利 1.0 亿元，同/环比+17.4pcts/-25.2pcts，扣非归母净利率 2.8%，同比持平/环比-1.0pcts。

图17: 25H1 公司归母净利润 2.7 亿元, 同比+12.8%



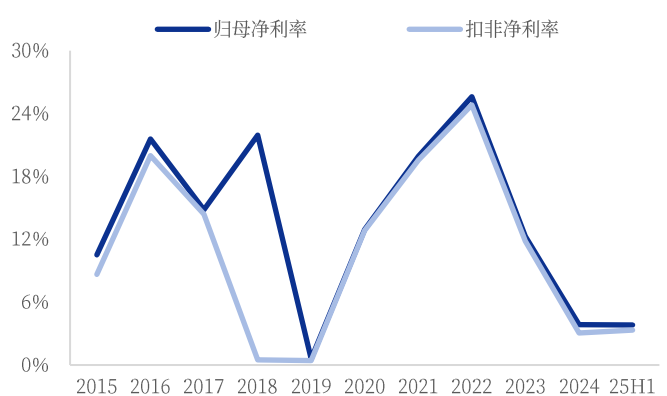
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图19: 25Q2 公司归母净利润 1.2 亿元



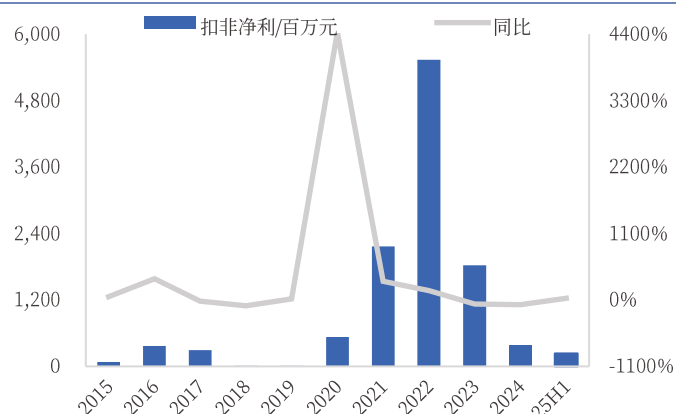
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图21: 25H1 公司扣非归母净利润率微降至 3.3%



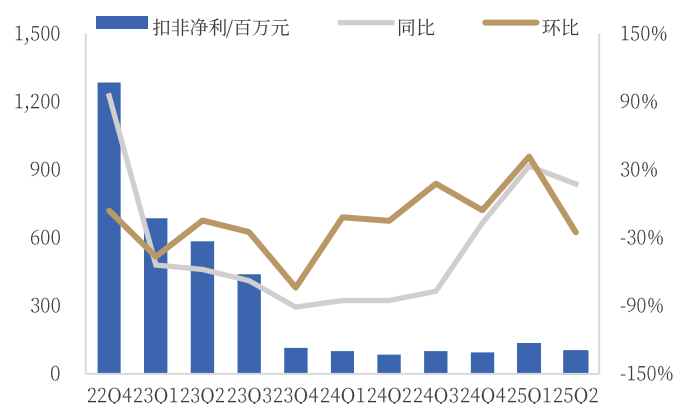
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图18: 25H1 公司扣非归母净利润 2.3 亿元, 同比+26.0%



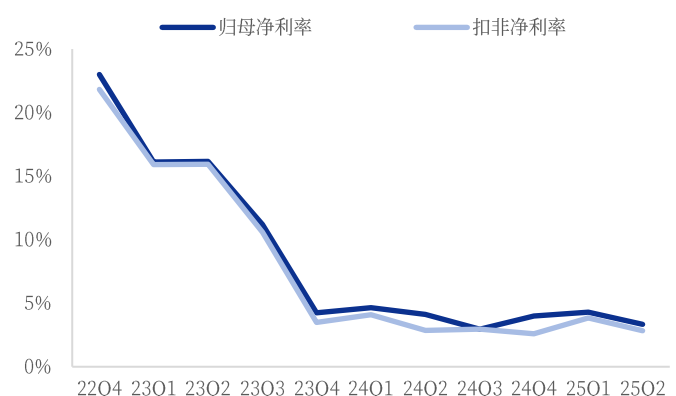
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图20: 25Q2 公司扣非归母净利润 1.0 亿元



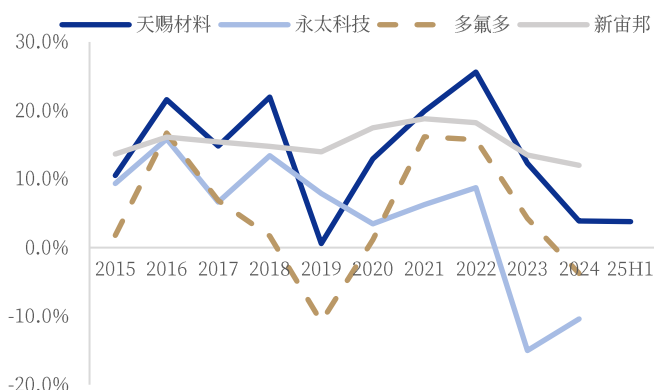
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图22: 25Q2 公司净利率降至 3.3%



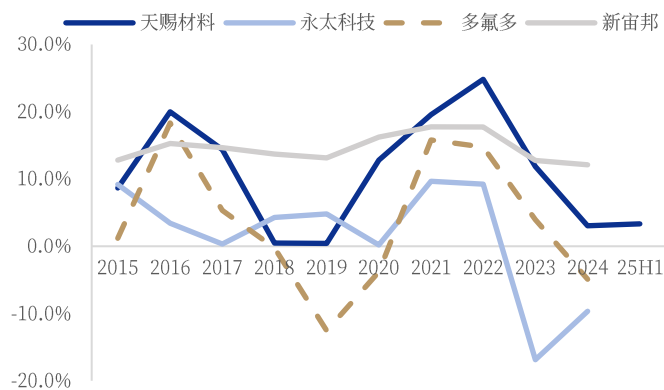
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图23: 25H1 可比公司归母净利率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图24: 25H1 可比公司扣非归母净利率对比

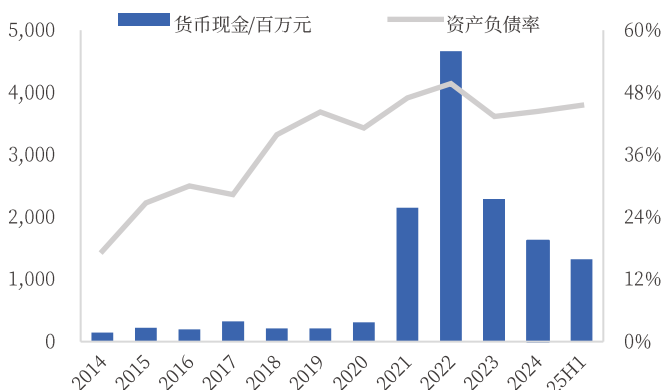


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(二) 资本结构与偿债能力

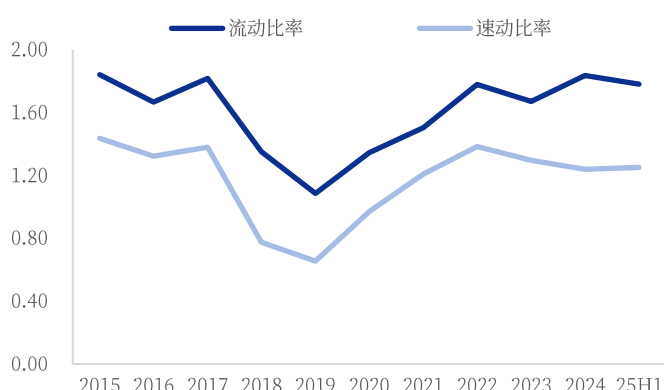
2025 年上半年公司资产负债率 45.5%，资产结构健康。期末货币现金 13.2 亿元，同比微降 3%。公司流动比率/速动比率分别为 1.78/1.25，近两年维持稳定，偿债能力强。

图25: 25H1 公司货币现金达 13.2 亿元



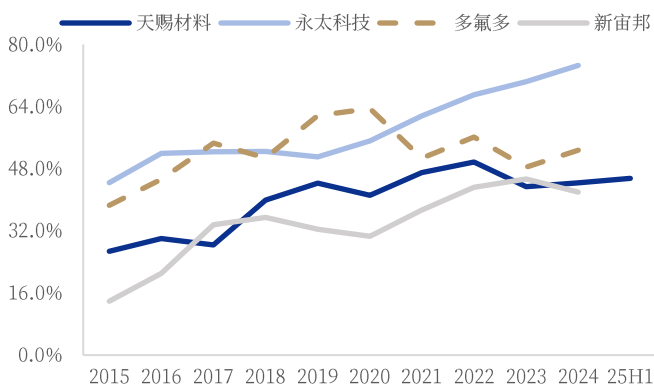
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图26: 25H1 公司流动/速动比率稳定



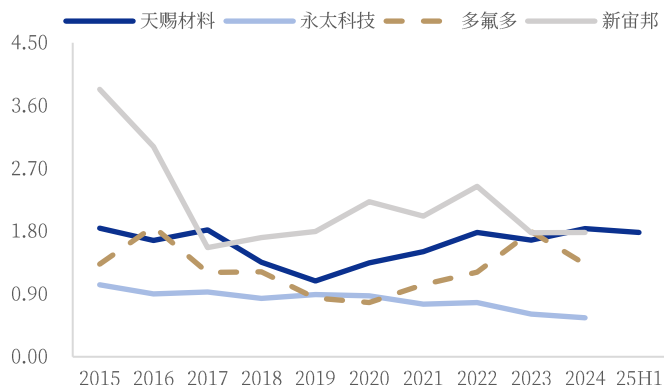
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图27: 25H1 可比公司资产负债率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图28: 25H1 可比公司流动比率对比

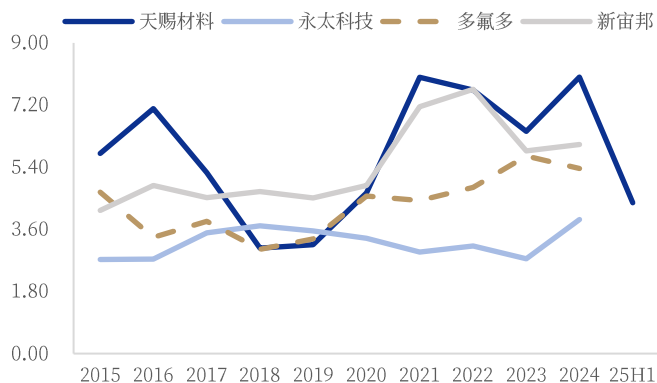


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(三) 营运能力

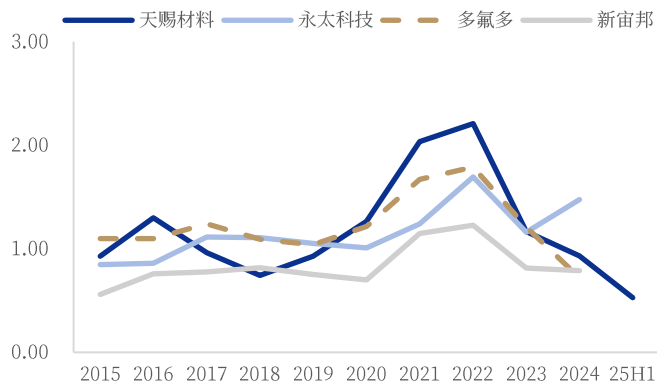
2025H1 公司存货周转率、应收账款周转率、净资产周转率、总资产周转率分别为 4.4 次、1.4 次、0.5 次、0.3 次，公司整体营运能力处于行业领先水平。

图29: 25H1 可比公司存货周转率对比



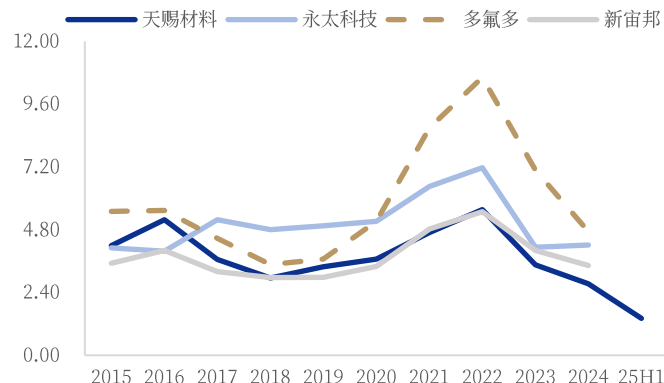
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图31: 25H1 可比公司净资产周转率对比



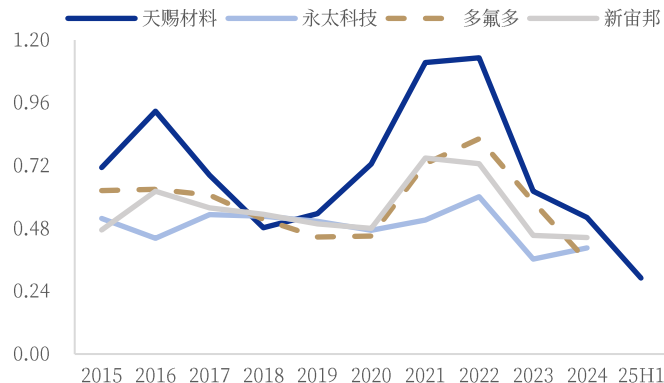
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图30: 25H1 可比公司应收账款周转率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图32: 25H1 可比公司总资产周转率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(四) 现金流情况

25Q2 公司经营性现金流净额再创新高。2025H1 公司经营性现金流净额为 4.1 亿元，其中 Q2 为 5.3 亿元。以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为“资本开支”参考，25 年上半年公司资本开支明显下滑至 3.6 亿元。

图33: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元

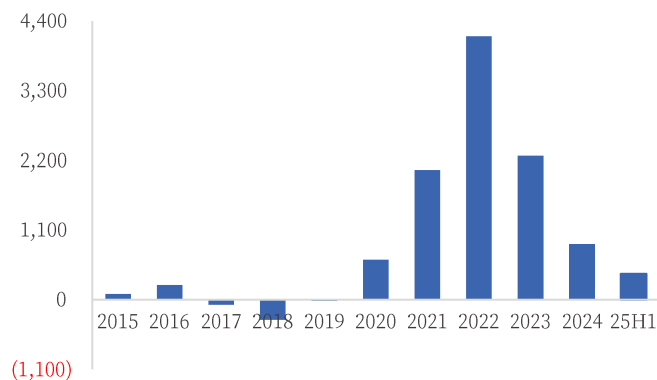
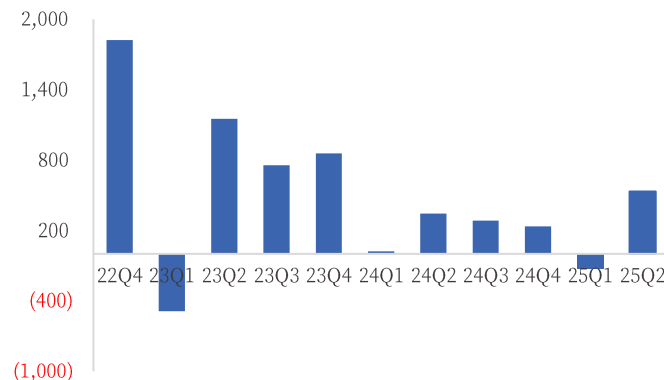
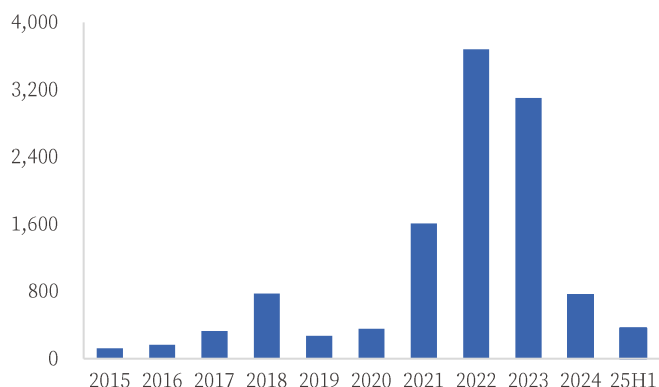


图34: 25Q2 公司经营性现金流净额/百万元



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

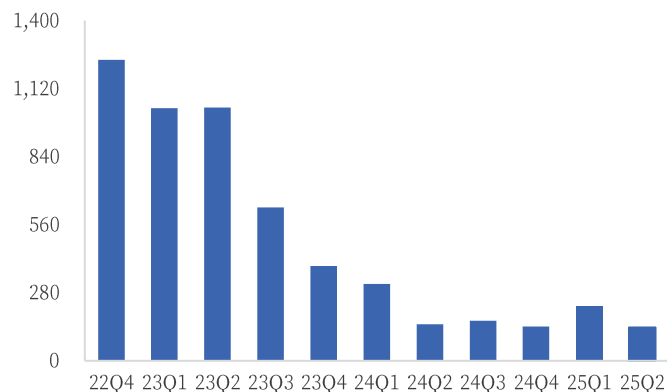
图35：25H1 公司资本开支/百万元



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

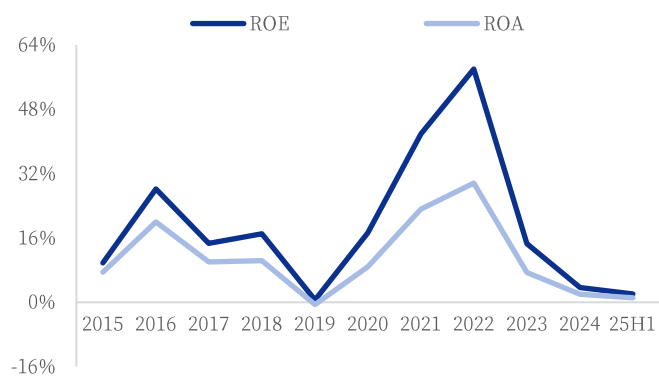
图36：25Q2 公司资本开支/百万元



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

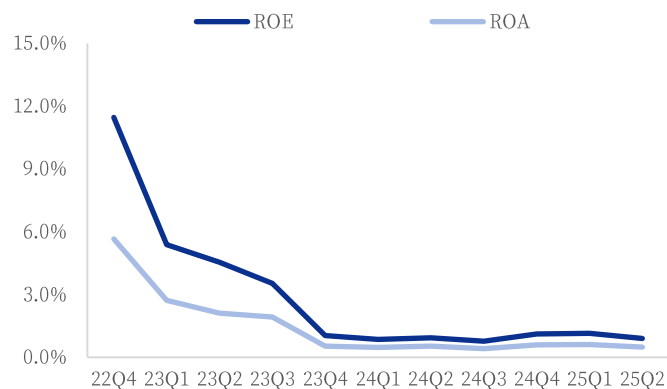
（五）杜邦分析

图37：25H1 公司 ROE、ROA 情况



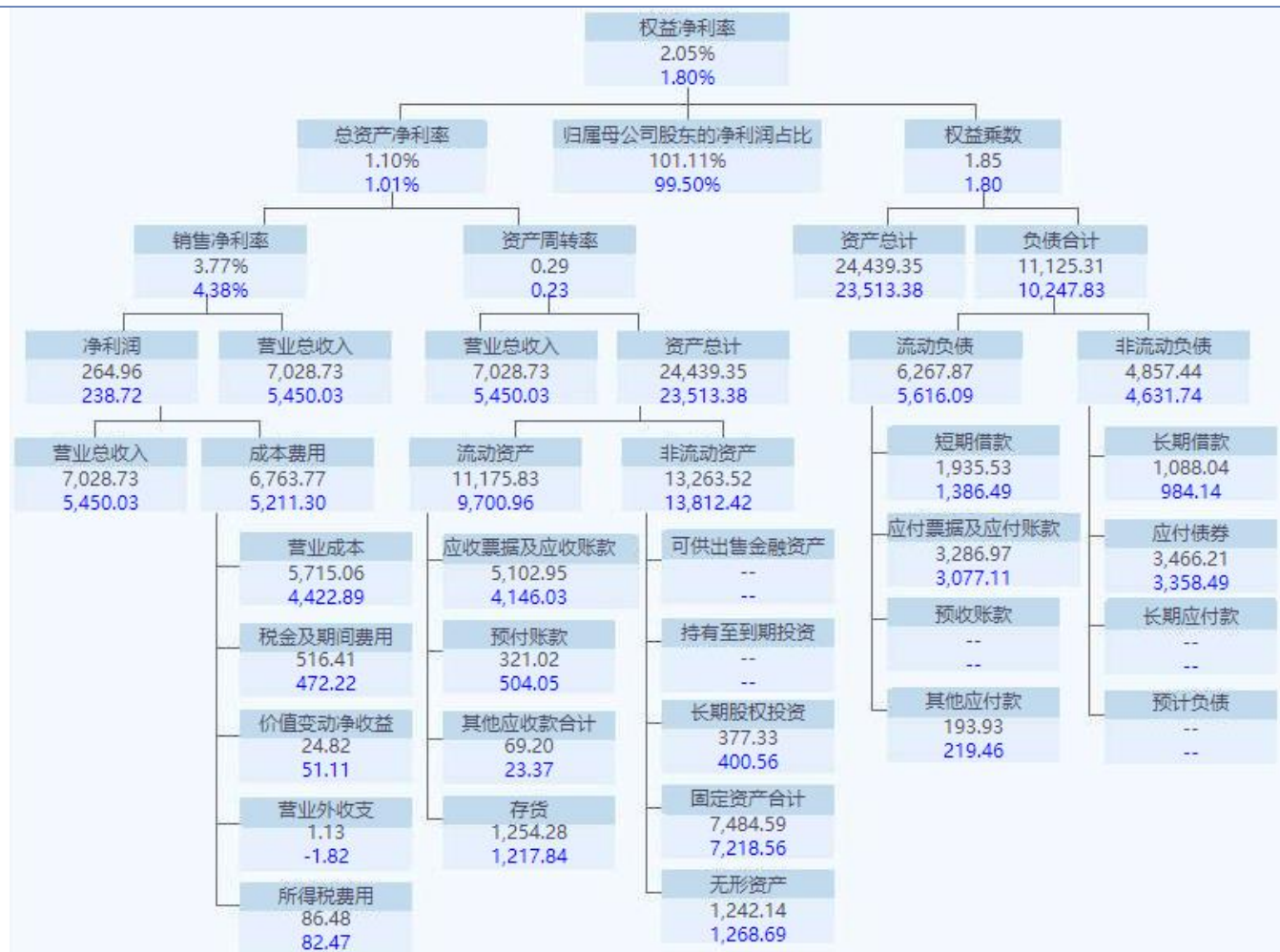
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图38：25Q2 公司 ROE、ROA 情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图39: 公司 25H1 (黑字) 与 24H1 (蓝字) 杜邦分析拆分对比

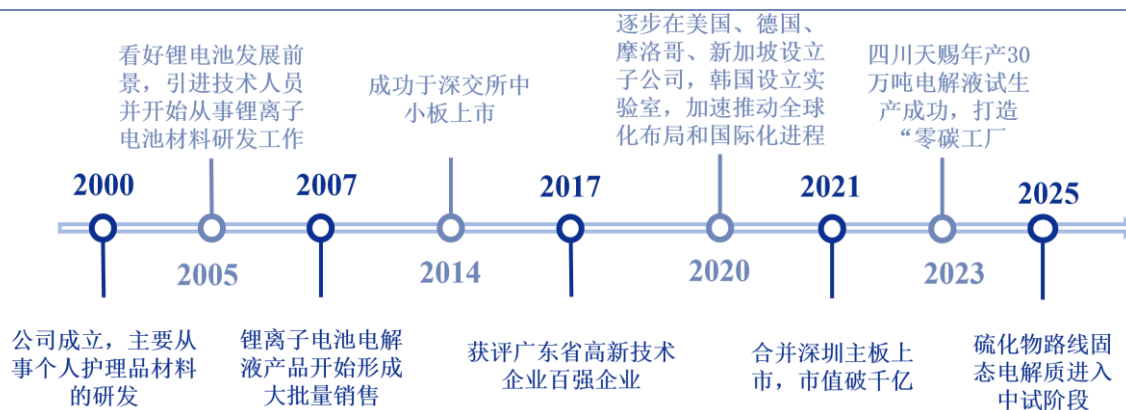


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

二、全球锂电电解质龙头，深化国际化布局

全球锂电池电解质龙头，全面一体化布局。公司成立于 2000 年，成立初期主要从事个人护理品材料的研发，2005 年公司了解到锂离子电池新产业并看好其发展，开始从事锂离子电池材料研发工作，2007 年公司锂离子电池电解液产品开始形成大批量销售，至此锂电池材料、日化材料和特种化学品三大业务板块基本形成。2014 年，公司于深圳中小板上市，近年来以锂电池电解液业务为核心，进行了一体化布局，自主研发布局了核心电解液原材料及添加剂，布局了正极与前驱体材料、正负极粘结剂、锂电池用胶类产品及电池材料再生业务等领域。公司锂电池电解液业务从 2015 年起全球领先，2024 年度公司出货量接近 50 万吨，在国内电解液市场份额高达 31.6%，稳居首位。

图40：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，iFinD，中国银河证券研究院

深化国际化战略布局，积极扩大海外产能。2020 年，公司启动全球化发展战略，逐步在美国、德国、摩洛哥、新加坡设立子公司，并在韩国设立实验室，加速推动全球化布局和国际化进程，公司电池材料产品主要出口国家包括美国，加拿大，法国，德国，英国，挪威，瑞典，韩国，日本，新加坡等。2024 年德国 OEM 工厂顺利投产，美国电解液项目持续推进，摩洛哥子公司成立，并计划在摩洛哥投资建设电解液与原材料一体化生产的综合基地，生产年产 15 万吨电解液产品及其关键原材料。2025 年初，与 Honeywell 开展股权相互转让及共同组建合资公司，实现优势互补与资源贡献；与德山集团下属 Duksan Electera 签订委托加工协议，快速推动公司产品在海外市场化。目前公司产能覆盖美国、荷兰、德国、摩洛哥、尼日利亚、津巴布韦、新加坡、韩国等地。

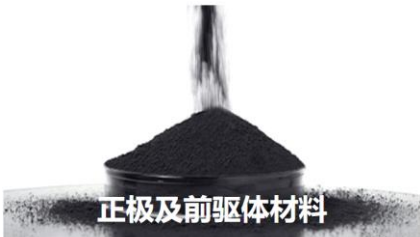
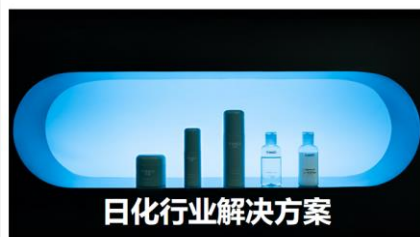
图41：天赐材料海外产能布局



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司围绕锂电池电解液业务，进行一体化布局。公司产品主要分为锂电池材料、日化材料和特种化学品三大业务板块，电池材料以电池电解质为核心，配套六氟磷酸锂、新型电解质、添加剂、磷酸铁等关键原料，拥有较高的产能规模和成本优势，产品广泛应用于新能源汽车、数码产品、分布式储能等领域。近期公司积极布局固态电解质领域，目前硫化物路线固态电解质处于中试阶段。

表1：公司主要产品情况

分类	产品示意图		
日化业务	日化业务 日化材料下游产品应用为个人护理品，包括洗发水、护发素、沐浴露、洗手液、消毒杀菌产品、护肤品等；同时，日化材料还广泛应用于日常家居、衣物的清洁及护理上，下游产品应用包括卫浴、厨房等硬表面用清洁剂、皮革护理蜡和洗衣液等； 全部系列 		
电池材料	 锂离子电池电解液	 电解质及添加剂	 钠离子电池电解液
	 固态电解质	 正极及前驱体材料	 特种化学品
行业解决方案	 日化行业解决方案	 电池材料解决方案	 废旧锂电池回收再利用解决方案

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

长期培养团队，持续技术研发。公司管理团队大多为硕士、博士学历，在精细化工行业有丰富的经验和深刻的理解，平均行业从业年龄超过 20 年。公司始终将技术创新和人才建设作为发展核心，通过建立完善的培训生体系自主培育专业人才，并推出股权激励等长效激励措施，持续优化薪酬福利制度，为提升企业综合竞争力提供制度保障。目前，集团研发工程师 200 余人，汇聚了来自京都大学、中科院化学所、中山大学等国内外顶尖院校的博士人才。与此同时，公司与华南理工大学、浙江大学、广东工业大学等高校开展深度产学研合作，共同建立了"国家级电化学储能材料与技术教育部工程技术研发中心"，并获批设立"国家级博士后科研工作站"。

表2：公司管理层情况

姓名	职位	基本情况
徐金富	董事长、总经理	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，广州市天赐高新材料科技有限公司总经理。2007 年 11 月至今任广州天赐高新材料股份有限公司董事长，2018 年 1 月至今任广州天赐高新材料股份有限公司总经理。
印大维	副董事长	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 10 月任广州天赐高新材料股份有限公司副总经理，2018 年 1 月至今任广州天赐高新材料股份有限公司董事，2022 年 11 月至今任广州天赐高新材料股份有限公司副董事长。
史利涛	副总经理	广东工业大学应用化学硕士学历，2010 年 7 月加入广州天赐高新材料股份有限公司，历任分析检测中心主任、电解液事业部技术经理、生产技术总监、宁德凯欣总经理、正极材料事业部总经理。现任广州天赐高新材料股份有限公司研究院院长、正极材料事业部总经理，分管设计院、总工办、正极前驱体事业部，2022 年 11 月至今任广州天赐高新材料股份有限公司副总经理。
韩恒	副总经理、董事会秘书	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 月加入广州天赐高新材料股份有限公司，历任广州天赐高新材料股份有限公司技术支持经理、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，现任广州天赐高新材料股份有限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 月至今任广州天赐高新材料股份有限公司董事、董事会秘书，2022 年 11 月至今任广州天赐高新材料股份有限公司副总经理。
顾斌	副总经理、财务总监	本科学历，高级工程师。2008 年 10 月至 2011 年 6 月，任合肥铜冠车间主任；2011 年 7 月至 2020 年 10 月，任铜冠铜箔工场场长；2020 年 10 月至 2022 年 11 月，任合肥铜冠经理，2022 年 11 月至 2024 年 6 月任合肥铜冠董事、经理；2024 年 6 月至今任铜陵铜冠董事、经理；2020 年 6 月至 2024 年 5 月，任铜冠铜箔职工代表董事；2024 年 5 月至今，任铜冠铜箔副总经理。
黄娜	副总经理	华南师范大学环境科学本科学历、法国 IPAG 高等商学院工商管理博士（DBA）。2006 年 7 月加入广州天赐高新材料股份有限公司，历任研发助理工程师、企业管理部主管、质量保证部部长、黄埔工厂厂长、事业部供应链总监、EHS 总监。现任广州天赐高新材料股份有限公司总经理助理、市场营销部总监、HR 总监，EHS 总监，分管计划物流部、质量运营部、总经办、工程建设部，2022 年 11 月至今任广州天赐高新材料股份有限公司副总经理。

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

三、投资建议

(一) 盈利预测

公司未来的各主要业务预测如下：

表3：分业务预测（单位：百万元）

产品名称	项目	2024	2025E	2026E	2027E
锂离子电池材料产品	营业收入	10,974.23	15,638.27	20,036.54	23,963.70
	YOY	-22.19%	42.50%	28.13%	19.60%
日化材料及特种化学品	营业收入	1,160.57	1,341.27	1,508.92	1,659.82
	YOY	14.14%	15.57%	12.50%	10.00%
其他	营业收入	383.50	504.04	711.05	966.53
	YOY	35.28%	31.43%	41.07%	35.93%
营业收入合计		12518.30	17483.58	22256.51	26590.04
YOY		-18.74%	39.66%	27.30%	19.47%
归母净利润合计		483.93	931.13	1394.22	1891.38
YOY		-74.40%	92.41%	49.73%	35.66%
EPS（元）		0.25	0.49	0.73	0.99

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

(二) 相对估值

结合公司业务情况，我们选取多氟多、新宙邦作为可比公司。计算可得可比公司 2025-2027 年 PE 均值为 38x/27x/19x。结合公司业务发展情况及未来战略，我们给予公司 25 年 40~50xPE，首次覆盖给予推荐评级。

表4：与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 15 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期）

股票代码	股票名称	EPS（元/股）				PE（倍）			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002407.SZ	多氟多	-0.26	0.26	0.40	0.60	—	51.00	33.15	22.10
300037.SZ	新宙邦	1.25	1.67	2.04	2.45	32.77	24.53	20.08	16.72
	平均值					32.77	37.76	26.61	19.41
002709.SZ	天赐材料	0.25	0.49	0.73	0.99	81.77	42.50	28.38	20.92

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

(三) 投资建议

公司是全球锂电电解液产品龙头企业，现已打通从六氟磷酸锂、添加剂等上游原材料至电解液的一体化布局，实现了技术、成本、规模等方面的全面领先，经历近两年行业周期后，出清见底，行业随需求有望重回高增。此外，公司已布局正极材料一体化、粘结剂等第二增长曲线，同时具备液相法硫化锂技术卡位全固态电池，未来可期。预计公司 2025-2027 年营收分别为 175/223/266 亿

元；归母净利分别为 9/14/19 亿元，EPS 0.5、0.7、1.0 元/股，对应 PE 43x/28x/21x。首次覆盖给予“推荐”评级。

四、风险提示

- 1、行业竞争加剧风险。若行业竞争进一步加剧，企业通过降价获取市场份额导致新一轮价格战，行业内企业业绩将进一步承压，公司盈利进一步受损。
- 2、全球贸易形势多变，中美关税壁垒进一步提升、蔓延至全球贸易市场，针对中国零部件、原材料的限制性政策增多导致公司出海战略受阻的风险等。
- 3、原材料价格上涨的风险。公司成本结构受原材料价格影响大，若原材料价格剧烈波动会对公司业绩及经营稳定性造成影响。

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10801.40	13714.36	16429.09	19108.33
现金	1620.23	1935.49	2157.87	2695.50
应收账款	4869.86	6736.67	8507.63	10087.99
其它应收款	145.05	185.20	217.48	239.39
预付账款	282.14	392.52	491.64	573.91
存货	1363.69	1791.23	2131.42	2361.66
其他	2520.43	2673.25	2923.06	3149.88
非流动资产	13151.99	12942.48	12440.32	12038.99
长期投资	386.19	386.19	386.19	386.19
固定资产	7753.65	7988.89	7833.16	7533.49
无形资产	1259.84	1208.58	1157.32	1106.07
其他	3752.31	3358.81	3063.64	3013.24
资产总计	23953.39	26656.84	28869.41	31147.33
流动负债	5875.86	7928.63	9311.86	10464.71
短期借款	1520.43	1935.53	1935.53	1935.53
应付账款	3144.37	4374.55	5479.18	6396.01
其他	1211.07	1618.55	1897.15	2133.17
非流动负债	4752.96	4857.44	4857.44	4857.44
长期借款	1041.33	1088.04	1088.04	1088.04
其他	3711.62	3769.40	3769.40	3769.40
负债合计	10628.82	12786.07	14169.30	15322.15
少数股东权益	220.98	210.40	194.57	173.08
归属母公司股东权益	13103.59	13660.37	14505.54	15652.09
负债和股东权益	23953.39	26656.84	28869.41	31147.33

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	881.54	1143.74	1651.97	2345.78
净利润	478.43	920.56	1378.39	1869.89
折旧摊销	968.87	1220.03	1322.16	1421.32
财务费用	206.88	127.92	134.17	134.17
投资损失	-57.92	-64.59	-82.22	-98.23
营运资金变动	-901.39	-1243.74	-1356.83	-1289.90
其它	186.66	183.56	256.31	308.51
投资活动现金流	-1010.75	-944.07	-746.38	-929.15
资本支出	-769.37	-829.94	-828.60	-1027.37
长期投资	-253.93	-2.36	0.00	0.00
其他	12.55	-111.76	82.22	98.23
筹资活动现金流	-530.27	119.33	-683.21	-879.00
短期借款	271.89	415.10	0.00	0.00
长期借款	147.38	46.71	0.00	0.00
其他	-949.55	-342.48	-683.21	-879.00
现金净增加额	-654.26	315.26	222.38	537.64

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12518.30	17483.58	22256.51	26590.04
营业成本	10154.14	14126.79	17693.98	20654.71
营业税金及附加	72.35	101.04	128.63	153.67
营业费用	75.13	104.93	133.58	159.59
管理费用	642.43	897.24	1142.19	1364.58
财务费用	184.18	93.09	92.55	87.77
资产减值损失	-184.11	-105.98	-138.89	-167.38
公允价值变动收益	69.64	0.00	0.00	0.00
投资净收益	46.24	64.59	82.22	98.23
营业利润	664.78	1265.37	1887.29	2554.96
营业外收入	7.34	7.34	7.34	7.34
营业外支出	22.21	22.21	22.21	22.21
利润总额	649.91	1250.50	1872.41	2540.08
所得税	171.48	329.94	494.03	670.19
净利润	478.43	920.56	1378.39	1869.89
少数股东损益	-5.50	-10.58	-15.84	-21.48
归属母公司净利润	483.93	931.13	1394.22	1891.38
EBITDA	1774.05	2563.62	3287.13	4049.18
EPS (元)	0.25	0.49	0.73	0.99

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	-18.74%	39.66%	27.30%	19.47%
营业利润增速	-71.63%	90.34%	49.15%	35.38%
归属母公司净利润增	-74.40%	92.41%	49.73%	35.66%
毛利率	18.89%	19.20%	20.50%	22.32%
净利率	3.87%	5.33%	6.26%	7.11%
ROE	3.69%	6.82%	9.61%	12.08%
ROIC	3.00%	4.73%	6.65%	8.46%
资产负债率	44.37%	47.97%	49.08%	49.19%
净负债比率	36.07%	36.77%	33.18%	27.43%
流动比率	1.84	1.73	1.76	1.83
速动比率	1.24	1.23	1.29	1.38
总资产周转率	0.52	0.69	0.80	0.89
应收账款周转率	2.73	3.01	2.92	2.86
应付账款周转率	3.17	3.76	3.59	3.48
每股收益	0.25	0.49	0.73	0.99
每股经营现金	0.46	0.60	0.86	1.23
每股净资产	6.84	7.14	7.58	8.18
P/E	81.77	42.50	28.38	20.92
P/B	3.02	2.90	2.73	2.53
EV/EBITDA	24.04	17.42	13.52	10.84
P/S	3.16	2.26	1.78	1.49

图表目录

图 1: 25H1 公司营业总收入同比+29.0%	4
图 2: 25Q2 公司营业总收入同比+18.5%、环比+1.5%	4
图 3: 25H1 公司核心业务贡献 90%收入	4
图 4: 25H1 公司国内市场份额提升至 96%	4
图 5: 25H1 公司毛利率 18.7%	5
图 6: 25Q2 公司毛利率 18.2%	5
图 7: 可比公司毛利率对比	5
图 8: 季度间可比公司毛利率对比	5
图 9: 25H1 公司研发费率 5.3%	5
图 10: 25H1 公司期间费用为 9.4%	5
图 11: 25Q2 公司研发费率 5.5%	6
图 12: 25Q2 公司期间费用率为 9.5%	6
图 13: 25H1 可比公司销售费用率对比	6
图 14: 25H1 可比公司管理费用率对比	6
图 15: 25H1 公司资产减值损失 0.6 亿元（单位：百万元）	6
图 16: 25H1 公司信用减值损失 5 百万元（单位：百万元）	6
图 17: 25H1 公司归母净利润 2.7 亿元，同比+12.8%	7
图 18: 25H1 公司扣非归母净利润 2.3 亿元，同比+26.0%	7
图 19: 25Q2 公司归母净利润 1.2 亿元	7
图 20: 25Q2 公司扣非归母净利润 1.0 亿元	7
图 21: 25H1 公司扣非归母净利率微降至 3.3%	7
图 22: 25Q2 公司净利率降至 3.3%	7
图 23: 25H1 可比公司归母净利率对比	8
图 24: 25H1 可比公司扣非归母净利率对比	8
图 25: 25H1 公司货币现金达 13.2 亿元	8
图 26: 25H1 公司流动/速动比率稳定	8
图 27: 25H1 可比公司资产负债率对比	8
图 28: 25H1 可比公司流动比率对比	8
图 29: 25H1 可比公司存货周转率对比	9
图 30: 25H1 可比公司应收账款周转率对比	9
图 31: 25H1 可比公司净资产周转率对比	9
图 32: 25H1 可比公司总资产周转率对比	9
图 33: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元	9
图 34: 25Q2 公司经营性现金流净额/百万元	9

图 35: 25H1 公司资本开支/百万元 10

图 36: 25Q2 公司资本开支/百万元..... 10

图 37: 25H1 公司 ROE、ROA 情况 10

图 38: 25Q2 公司 ROE、ROA 情况 10

图 39: 公司 25H1（黑字）与 24H1（蓝字）杜邦分析拆分对比 11

图 40: 公司发展历程 12

图 41: 天赐材料海外产能布局..... 12

表 1: 公司主要产品情况..... 13

表 2: 公司管理层情况..... 14

表 3: 分业务预测（单位：百万元） 15

表 4: 科达利与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 15 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期） 15

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，2025年3月加入银河证券，曾任职于中金公司。《亚洲货币》新能源行业2018-2023年连续第一名，《机构投资者》2020年全球最受欢迎十位分析师，锂电池2020年第一名，新能源2018年第一名，2019-2020年第二名，2021-2024年第一名。2017年新财富分析师第二名，水晶球第二名，金牛奖第一名，IAMAC保险最受欢迎分析师第一名。2016年新财富分析师第三名。

段尚昌，北京大学本硕。2022年8月加入银河证券。曾任职于网易有道、字节跳动，从事互联网教育产品的研发工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%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20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn