

天赐材料 (002709.SZ)

强烈推荐 (维持)

Q4 业绩预告大超预期, 锂电材料平台架构基本成型

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 46.33 元

公司公告: 2025 年公司预计实现归母、扣非净利润分别约 11-16 亿元、10.5-15.5 亿元, 分别同比增长 127-230%、增长 175-306%。公司作为全球最大的电解液、六氟磷酸锂、LiFSI 企业, 沉淀深厚, 完成了一体化布局, 综合优势突出。25 年下半年, 六氟价格迎来反转并较大幅度上涨, 近几个月, 六氟涨价也基本传导至电解液。Q4 公司凭借电解液一体化成本优势, 率先迎来盈利大幅反转, 预计明年盈利弹性将更突出。公司在固态电池材料业务上多个维度发力, 在铁锂正极及前驱体领域投入超过 10 年竞争力逐步加强, 公司围绕锂电材料的平台逐步形成, 综合竞争力也更清晰和稳固。

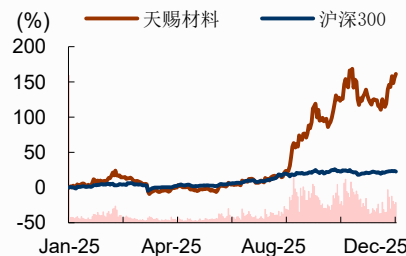
基础数据

总股本 (百万股)	2034
已上市流通股 (百万股)	1504
总市值 (十亿元)	94.2
流通市值 (十亿元)	69.7
每股净资产 (MRQ)	6.5
ROE (TTM)	4.3
资产负债率	45.9%
主要股东	徐金富
主要股东持股比例	36.5%

□ Q4 业绩大超预期。公司预告 25 年 Q4 归母、扣非净利润中值分别约 9.3、9.26 亿元, 分别环比 508%、508%。我们推测公司 Q4 实际盈利位于预告中上区间。四季度六氟、VC、FSI 等电解液原材料价格快速上涨, 并逐步传导到了电解液端, 公司电解液链一体化的成本优势得到直接体现。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	156	129
相对表现	12	138	111



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 在电解液领域的综合优势更稳固。公司是少数实现电解液全产业链高度一体化的企业, 其电解液全球市占率第一, 而上游的六氟、FSI 现有产能也是全球第一, 公司也较早就具有一部分添加剂产能, 未来添加剂自供比例预计也会显著提升。公司液体六氟酸锂工艺, 具有较明显的成本优势, 因具有自主知识产权, 也形成了较明显的产品差异。此外, 公司依托电解液及其上游资源一体化与磷、硫资源循环利用能力, 构建了多个环节的内循环体系, 进一步巩固了公司在电解液板块的综合优势。

□ 公司电解液业务盈利能力有望持续上行。近期电解液市场公开价格已成功实现二次价格传导, 两个月合计涨幅接近 1w 元/吨, 与公司单位盈利提升基本匹配。结合近两个月电解液价格的两轮跳涨, 我们基本可以明确 6F-电解液-电池厂价格传导路径已经相对顺畅, 大客户全行业电解液价格基本遵从 6F 价格 m-1 的模式+少许折扣进行结算, 近期, 电解液价格开始第三轮涨价, 我们预计 26 年公司单位盈利有望进一步上行。

相关报告

- 《天赐材料 (002709) —Q2 业绩符合预期, 电解液价格基本触底》 2024-09-19
- 《天赐材料 (002709) —电解液行业盈利触底, 公司竞争力仍然清晰》 2024-05-06

□ 锂电材料平台构架逐步形成。除了电解液板块, 公司 10 余年前开始布局铁锂正极 (主要是前驱体), 目前已经形成 20-25 万吨前驱体规模, 并在持续进行工艺的优化迭代与技术创新, 有望在新一代铁锂正极中获得先机。在固态电解质方面, 公司较早就开始投入与布局, 目前拥有 8 项硫化物固态电解质相关专利; 公司 UV 胶框已实现小批量对外销售, 而 MOF 材料已完成公斤级制备工艺开发并规划后年建成千吨级产线。

□ 投资建议: 公司是电解液、六氟、FSI 领先企业, 竞争力稳固, Q4 迎来盈利拐点, 26 年业绩弹性可能更突出。长远看, 公司锂电材料平台已基本成型。我们看好公司发展前景, 给予“强烈推荐”评级。

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

陈宇超 S1090524010002

chenyuchao@cmschina.com.cn

□ 风险提示: 行业政策波动风险、产品价格波动风险、原材料价格波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	15405	12518	16759	31953	36686
同比增长	-31%	-19%	34%	91%	15%
营业利润(百万元)	2343	665	1873	10857	11839
同比增长	-66%	-72%	182%	480%	9%
归母净利润(百万元)	1891	484	1352	7860	8571
同比增长	-67%	-74%	179%	482%	9%
每股收益(元)	0.93	0.24	0.66	3.86	4.21
PE	49.8	194.7	69.7	12.0	11.0
PB	7.1	7.2	6.6	4.3	3.4

资料来源: 公司数据、招商证券

一、2025 年 Q4 业绩预告点评

1、Q4 业绩超预期，业绩拐点来临

公司公告: 2025 年公司预计实现归母、扣非净利润分别约 11-16 亿元、10.5-15.5 亿元，分别同比增长 127-230%、增长 175-306%。

公司预告的 25 年 Q4 归母、扣非净利润中值分别约 9.3、9.26 亿元，分别环比 508%、508%。我们预计公司 Q4 实际盈利位于预告中上区间，业绩、盈利能力大超预期，主要系 Q4 6F、VC、FSI 等电解液原材料价格快速上涨，使得公司多年积累的电解液产业链一体化的成本优势在锂电新一轮大周期初始便展现出极强的盈利弹性。

2、Q4 公司主营业务拆分

电解液业务: 我们估算，公司 2025 年第四季度电解液出货量约为 22 万吨，同比增长 38%，环比增长 17.4%。公司 Q4 排产旺盛，主要得益于下游锂电需求持续超预期。

同时，电解液价格已完成部分原材料价格的顺利传导，估算 Q4 电解液业务单吨盈利约 4000 元，环比增加超 3000 元，贡献利润接近 9 亿元，同时电解液价格较大涨幅主要在 12 月贡献，因此我们估算单 12 月利润占比接近 7 成，即单 12 月公司电解液单吨盈利可能超过 7000 元。

此外我们观测到 12 月底电解液开始第三轮价格传导，预计公司 26Q1 电解液单吨盈利还会进一步修复。除去市场较为关注的 6F、VC 涨价外，LiFSI 价格近期开始加速上涨，公司在 FSI 的市占率超过 60%，电解液端盈利能力有望进一步受益。

日化及大正极等业务: 25Q4 日化业务保持平稳，卡波姆+传统日化业务预计贡献净利润近 0.6 亿元。大正极业务中，磷酸铁 Q4 出货约 5 万吨，产能利用率以及良品率显著回升，预计亏损约 0.4 亿元。近期行业反馈，天赐磷酸铁产品开始提价约 1000 元/吨，26 年公司正极业务有望扭亏。

图 1: 公司电解液出货量

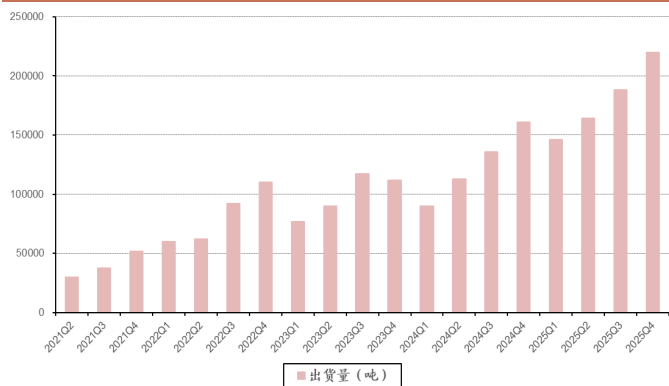
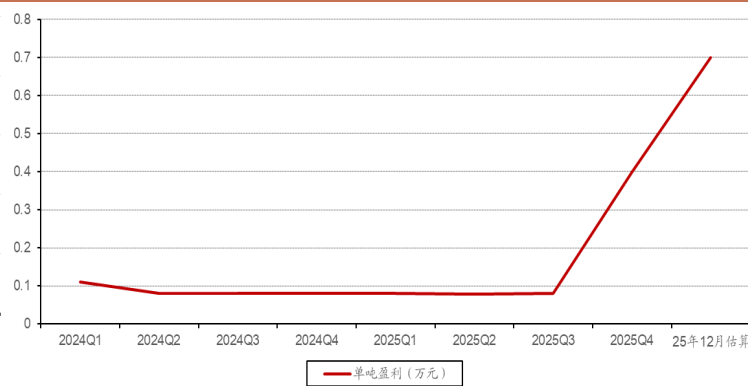


图 2: 公司电解液单位盈利



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

二、电解液产业链一体化成本优势凸显

电解液产业链一体化全覆盖。公司是全球最大的电解液、六氟磷酸锂、LiFSI 企业。六氟磷酸锂、LiFSI 自供比例达到 90%以上，部分核心添加剂自供比例达到 80%以上。公司突破上游高壁垒精细化工材料后带来成本优势近几年进一步巩固，同时，公司在各个环节达到较大经营规模后，开始推动部分中间品的循环使用，进一步降低了成本。公司电解液领域的综合竞争优势在上一轮周期中得到了巩固和加强，新一轮锂电周期来临，电解液盈利水平已经开始显著回升。

液体六氟工艺成本优势凸显。公司拥有全球最大液体 6F 产能折固超 11 万吨。公司通过与日本中央硝子合作研发独特的液体六氟磷酸锂工艺，成功替代传统晶体六氟生产工艺，该工艺具有以下显著优势：1. 在产品质量上，液体产品均一性更佳，能有效提升电芯性能的一致性。2. 在生产流程上，该工艺不仅大幅缩减减锂盐添加与搅拌时间，实现连续化生产以提升效率，还通过省去精析、干燥等工序降低了综合成本。

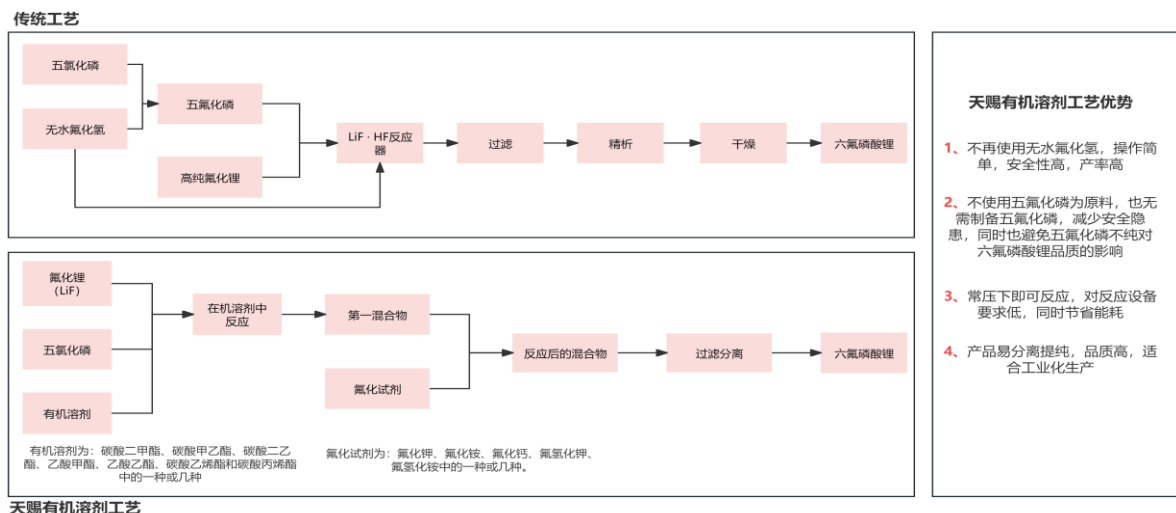
客户资源优秀，并在近期与头部电池企业签订长单。公司现已积累宁德时代、LG 化学、特斯拉等国内外大客户。并在近期公告，公司已与瑞浦兰钧能源、国轩高科、楚能新能源、中创新航等头部企业签订多笔长期保供协议，近期已累计锁定超百万吨电解液长期供应产量。后续摩洛哥以及美国的海外工厂顺利建设后，所带来的海外客户增量也值得期待。

表 1: 公司财务数据

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q1	2025Q2	2025Q3
营业收入 (百万元)	11,090.80	22,316.94	15,404.64	12,518.30	3,488.66	3,540.07	3,813.84
营业成本 (百万元)	7,210.98	13,843.39	11,411.59	10,154.14	2818.58	2896.48	3173.35
归上净利润 (百万元)	2,208.34	5,714.44	1,890.62	483.93	149.62	118.28	152.72
扣非净利润 (百万元)	2,169.06	5,539.41	1,823.79	381.60	134.24	100.36	138.57
锂电池材料业务							
电解液营收 (百万元)	8,615.83	18,621.24	11,555.14	8,629.82	2,196.46	2,438.23	2,695.22
出货量 (吨)	144,196	324,000	395,923	500,000	146,000	164,000	188,000
含税单价 (万元/吨)	6.75	6.49	3.30	1.95	1.70	1.68	1.62
净利润 (百万元)	2069.14	4681.88	2,019	427	116.80	127.92	150.40
单吨利润 (万元/吨)	1.43	1.45	0.51	0.09	0.08	0.08	0.08

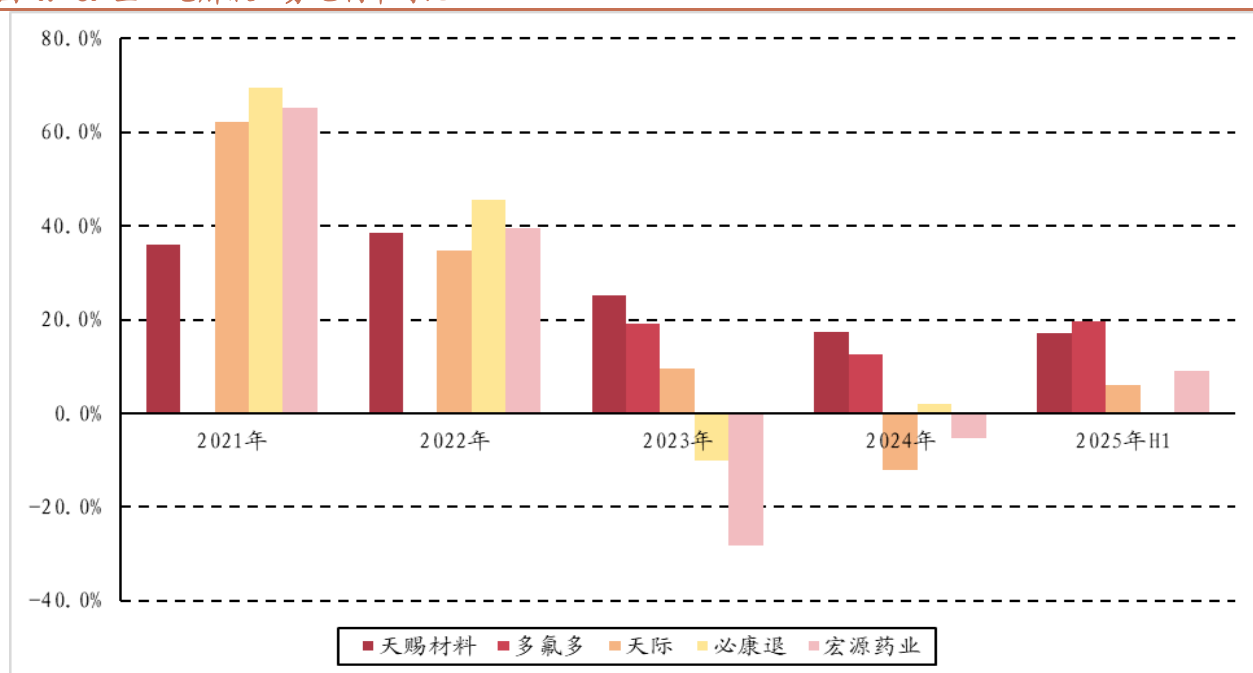
资料来源：公司公告、招商证券测算

图 3: 传统工艺与天赐独特液体 6F 制备工艺流程对比图



资料来源：国家专利局、招商证券

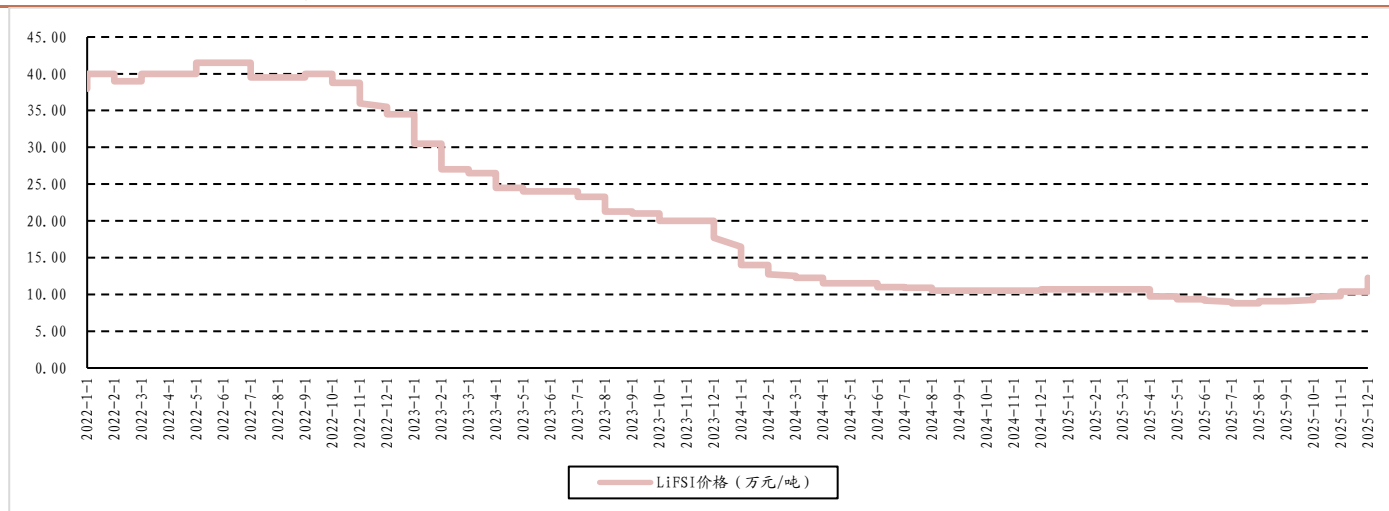
图 4: 6F 企业电解液业务毛利率对比



资料来源：公司公告、招商证券

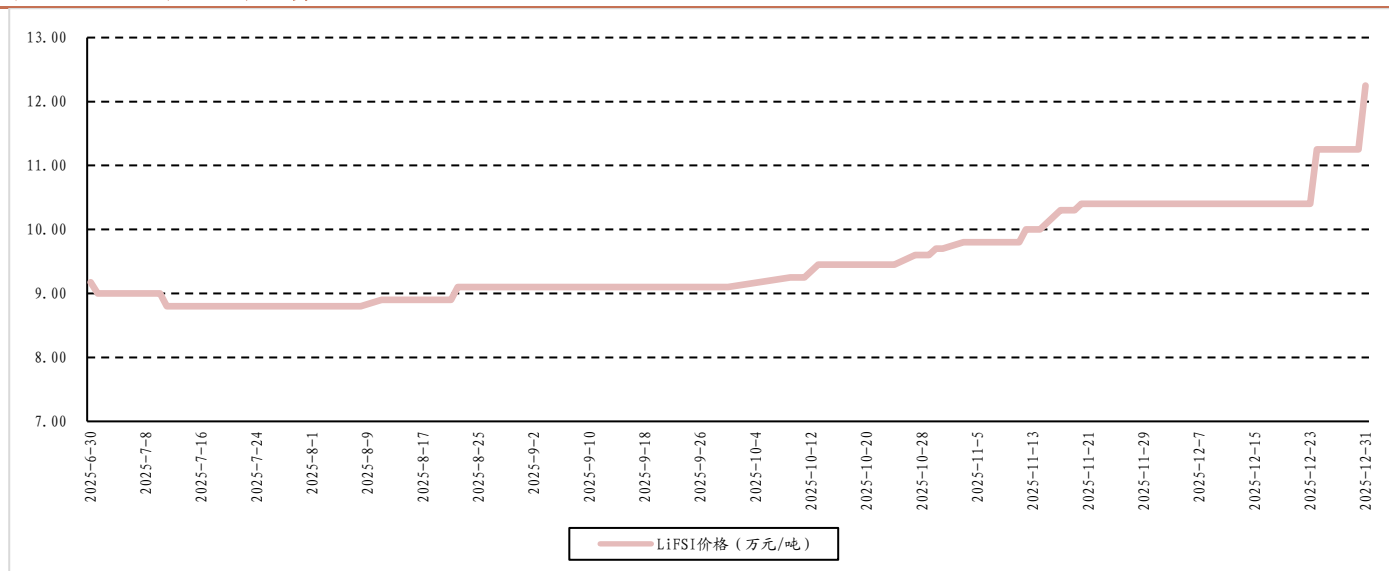
公司正在推动 LiFSI 走向大规模应用。LiFSI 是电解液中的新型添加剂，具备更优的高、低温性能和导电性。LiFSI 的分解温度高、热稳定性好、电导率高，添加到电解液中可以明显提高电池的常温循环、高温循环、倍率和低温性能。现阶段，其添加比例约为 2%，仍较低，主要系过去几年 LiFSI 价格仍显著高于六氟同时有一定的放热问题需要解决。公司目前是全球最大 LiFSI 厂商，现有产能 3 万吨，市场占有率 50% 以上。凭借其独有的液相工艺，公司 LIFSI 生产成本已实现快速下降，同时随着六氟价格上涨，两者目前价格已出现倒挂，据产业反馈更多的电池厂开始添加更大比例的 LIFSI。我们预计未来 LiFSI 在整体电解液配方中的比例有望进一步提升。

图 5: LiFSI 价格长期趋势



资料来源: 鑫椏锂电、招商电新

图 6: LiFSI 价格近期趋势



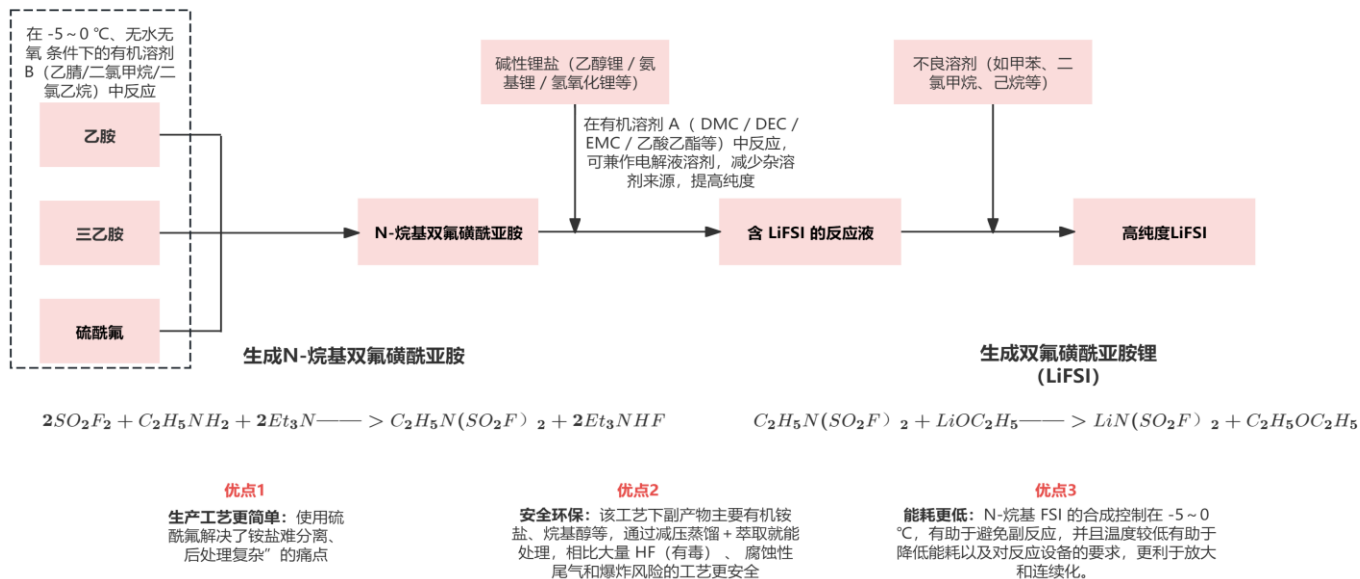
资料来源: 鑫椏锂电、招商电新

表 2: 6F 与 LiFSI 性能对比

指标	六氟磷酸锂	双氟磺酰亚胺锂 (LiFSI)
基础物性	热稳定性	60°C遇热分解
	遇水稳定性	易水解, 生成氢氟酸
	导电性能	较好
	氧化电压	>5V
	化学稳定性	不稳定
	循环寿命	
电池性能	低温性能	
	耐高温性能	
	气胀	会发生气胀
		抑制电池气胀

资料来源: 原料药情报局公众号、SMM 电解液公众号、招商证券

图 7: 双氟磺酰亚胺锂 (LiFSI) 工艺流程及化学反应式



资料来源: 国家专利局, 招商证券

表 3: 公司近期客户签约情况

签约日期	客户	协议名称	供应期限	约定供应量
2025年7月15日	武汉楚能新能源有限公司、孝感楚能新能源创新科技有限公司、宜昌楚能新能源创新科技有限公司	《生产材料采购合作协议》	2025年7月15日-2030年12月31日	≥55万吨电解液系列产品
2025年9月22日	瑞浦兰钧能源股份有限公司	《合作协议》	2025年9月22日-2030年12月31日	≥80万吨电解液系列产品
2025年11月6日	中创新航科技集团股份有限公司	《2026-2028年保供框架协议》	2026年1月1日-2028年12月31日	72.5万吨的电解液产品
2025年11月6日	合肥国轩高科动力能源有限公司	《年度采购合同》	2026年1月1日-2028年12月31日	87万吨的电解液产品

资料来源: 公司公告, 招商证券

三、电解液价格实现顺利传导，盈利弹性有望凸显

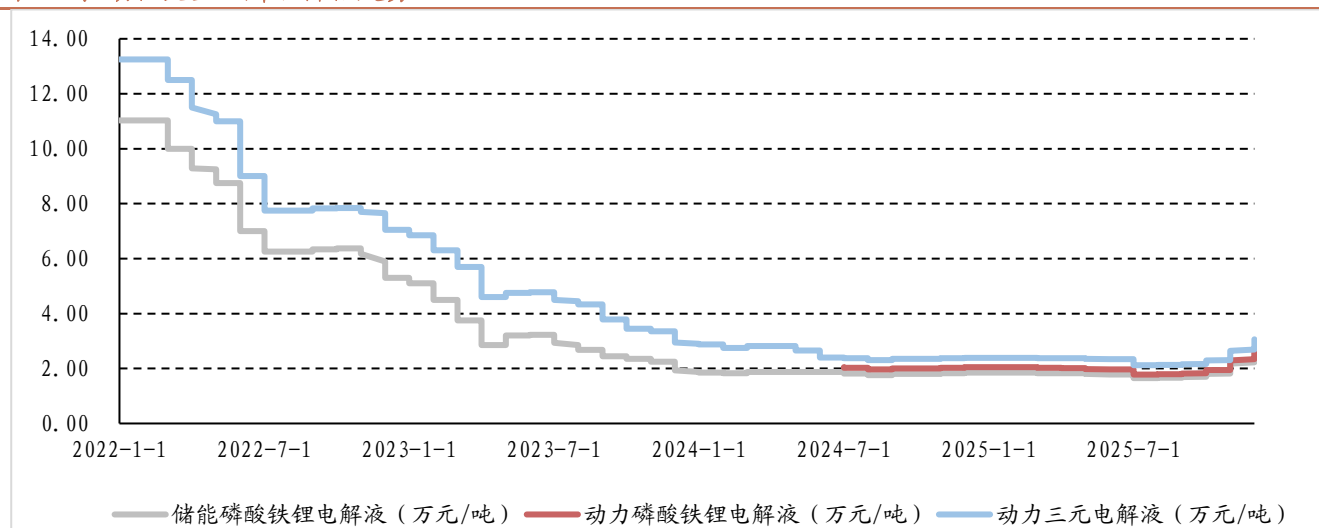
6F 价格已开始顺利传导至电解液。近期电解液市场公开价格成功实现第二次价格传导：

→第一轮价格传导：11月初，各类型电解液价格较底部跳涨约 3300 元/吨，对应 6F 价格从 5 万上涨至 7.5 万元/吨，涨幅约 2.5-2.6 万元/吨。

→第二轮价格传导：11月底-12月17日，各类型电解液价格再度合计跳涨约 6500 元/吨，对应 6F 价格从 7.5 万上涨至 12.5 万元/吨，涨幅约 5 万元/吨。

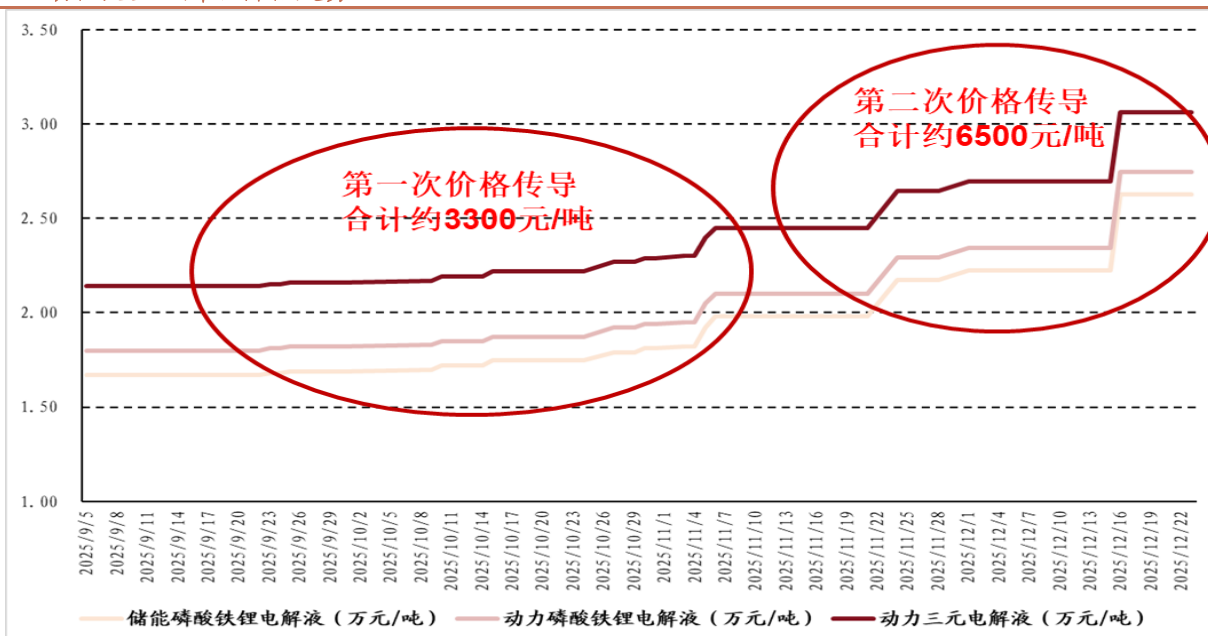
结合近两个月电解液价格的两轮跳涨，我们基本可以明确 6F-电解液-电池厂价格传导路径已经相对顺畅，大客户全行业电解液价格基本遵从 6F 价格 m-1 的模式+少许折扣进行结算，我们预计后续 26 年 1 月份电解液价格可能也会继续传导。

图 8：长期各类型电解液价格走势



资料来源：鑫椏咨询、招商证券

图 9：短期各类型电解液价格走势



资料来源：鑫椏咨询、招商证券

四、锂电材料平台构架逐步形成

1、持续扩展正极材料业务

公司现有年产 30 万吨磷酸铁项目已实现较高开工率，但由于生产场地限制，实际产量将调整至 20-25 万吨。根据产业反馈，此前存在的产品合格率问题已得到全面解决，且当前产线已具备量产三代及以上高端磷酸铁的能力。同时，依托公司在锂电池回收与上游矿产资源整合方面形成的一体化布局和规模效应，磷酸铁锂正极材料业务已建立起显著的成本优势。企业反馈该业务目前已实现盈亏平衡。

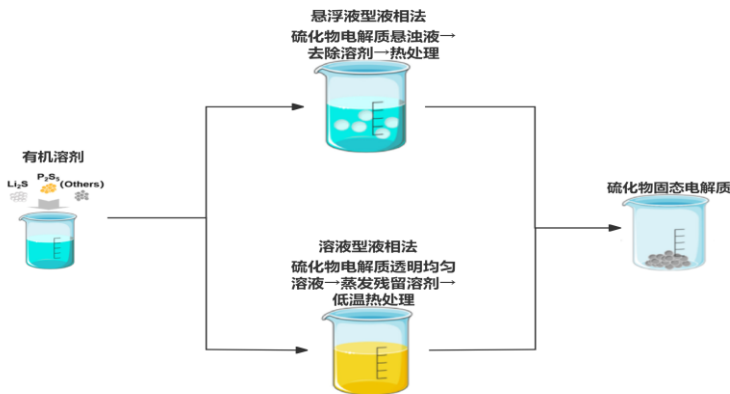
2、核心技术助力硫化物固态电解质业务

深度布局硫化物固态电解质。公司现有工艺体系有助于硫化物固态电解质产业化，协调下游厂商积极推进产品产业落地。公司主要采用溶液型液相法制备 $\text{Li}_{6-x}\text{PS}_{5-x}\text{X}_{1+x}$ 硫化物固态电解质。以 Li_2S 、 P_2S_5 、 LiX 和溶剂为原料，通过 $\text{Li}_{6-x}\text{PS}_{5-x}\text{X}_{1+x}$ 连续反应技术在液相中完成 Li_2S 向硫化物前驱体的连续转化，并结合微颗粒尺寸粒径调控技术，在合成阶段就对前驱体颗粒的形貌和粒径进行精准控制。随后，含前驱体的浆液经固液两相连续流反应技术进行浓缩、析晶和干燥，得到稳定的固体前驱物。最后采用固体结晶及粒径调控技术，优化最终产品的结晶度与粒径分布，实现在液相路线下兼顾空气稳定性、高离子电导率和低成本制备。公司已启动公斤级产品送样，积极推进下游电池厂商的材料技术认证。

产品基本克服传统硫化物固态电解质对湿气极端敏感的问题。硫化物固态电解质对水分极为敏感，遇湿会迅速反应，生成有毒的硫化氢（ H_2S ）气体，并导致其结构坍塌与离子导电性能丧失。而公司公斤级产品超细颗粒型电解质、小颗粒型电解质在 -40°C 露点条件下暴露 24 小时后，分别能维持 80%、70% 以上的电导率，充分证明公司产品在空气稳定性方面表现优异，具备在固态电池生产环节中抑制固态电解质内部副反应的潜力，为解决副产物问题奠定了坚实基础。

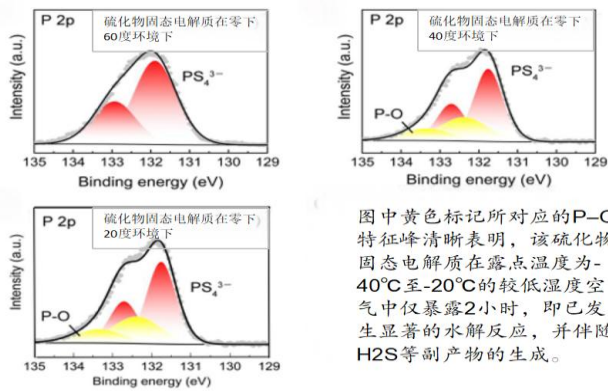
在维持产品多样性的同时兼顾高电导率。当前主流硫化物固态电解质在室温下的离子电导率多集中于 $1\sim 10\text{mS/cm}$ 范围内如 $\text{Li}_6\text{PS}_5\text{Cl}$ 粉体中，常规产品电导率约为 1.8mS/cm ，高端型号处于 $4\sim 10\text{mS/cm}$ 区间。在学术层面，被视为行业标杆的 $\text{Li}_{10}\text{GeP}_2\text{S}_{12}$ 材料，其电导率可达约 12mS/cm 。在此背景下，公司推出的超细颗粒型（ $\geq 6\text{mS/cm}$ ）与小颗粒型（ $\geq 8\text{mS/cm}$ ）电解质产品，整体性能已满足高端硫化物固态电解质要求，并接近部分研究级材料的水平，同时兼顾了不同粒径规格在正极复合与电解质成膜等工艺场景中的适配性，从而在综合性能与工艺适应性上具备了显著竞争力。

图 10: 不同反应初始状态的液相法



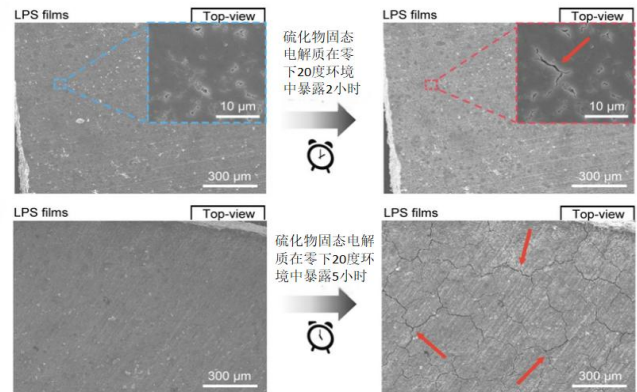
资料来源: Sulfide solid electrolyte synthesized by liquid phase approach and application in all-solid-state lithium batteries, Meng, et al、招商证券

图 11: 在不同露点温度下硫化物固态电解质生成副产物情况



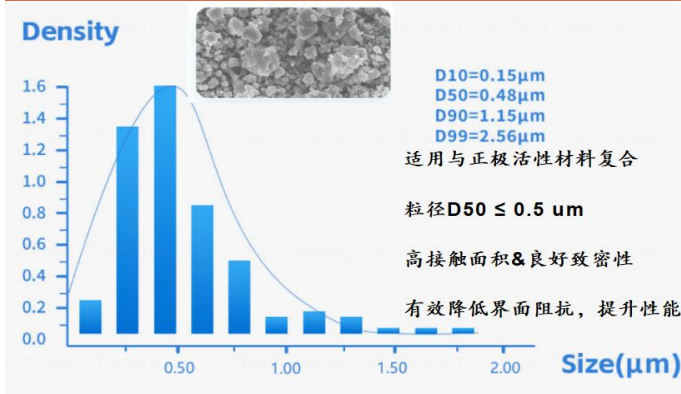
资料来源: 《硫化物固态电解质的界面稳定性研究》乔荣涵、招商证券

图 12: 极端低湿环境中固态电解质表面裂纹随暴露时间的演化



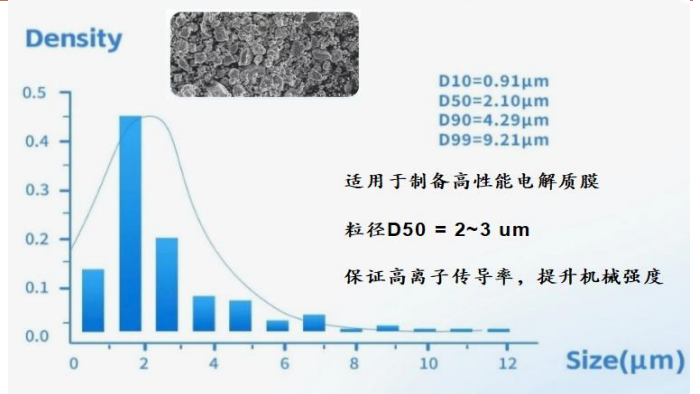
资料来源: 《硫化物固态电解质的界面稳定性研究》乔荣涵、招商证券

图 13: 超细颗粒型硫化物电解质粒径分布图



资料来源: 天赐材料发布会、招商证券

图 14: 小型颗粒型硫化物电解质粒径分布图



资料来源: 天赐材料发布会、招商证券

公司前瞻性布局上游高纯度硫化锂材料生产，构建供应链优势。公司主要采用液相复合分解反应法制备高纯 Li_2S ，其工艺首先通过 Na_2S 精制纯化技术提升原料纯度。随后在引入溶剂与 LiX 后，进入液相反应阶段，依托 Li_2S 固液连续流反应技术，在连续反应器中实现高效物质与热量传递，从而缩短反应时间、抑制副反应。反应所得 Li_2S 溶液再经 Li_2S 溶液原位除杂技术，进一步去除残余杂质，完成溶液级高纯精制。最终，浓缩干燥后的前驱物通过连续动态回转窑烧结技术进行固相转化与晶格重构，得到基本无碳残留以及纯度 $>99.9\%$ 的 Li_2S 固体产品，实现了液相路线下高纯度、高一致性的规模化制备。

公司持续推进低成本硫化锂制备路线研发。硫化锂 Li_2S 作为硫化物固态电解质的主要成本来源，占比高达 70%。依托自主创新的工艺路线，公司预期将硫化锂的 BOM 成本大幅降低，从而推动硫化物固态电解质的综合成本下降。公司目前已实现公斤级产品生产，预期 2026 年实现 Li_2S 、硫化物固态电解质吨级生产，27 年实现千吨级 Li_2S 、硫化物固态电解质生产。

表 4: 硫化物固态电解质目标成本结构

硫化物固态电解质成本测算	主要原料			其他辅料耗材等
	硫化锂	氯化锂	五硫化二磷	
用量 (吨)	0.43	0.16	0.41	/
价格 (万元/吨)	50	15	10	5
总价	21.5	2.4	4.1	5
总 BOM (万元)	33 (目标小于 30 万元)			

资料来源：天赐材料发布会，招商证券

盈利预测

公司是电解液、六氟磷酸锂、LIFSI 行业领先企业，竞争力稳固，Q4 已出现盈利拐点，明年业绩弹性会更突出。此外，公司固态电池材料业务持续突破，后续也值得期待。

锂电池材料：主要为电解液、正极业务，当前电解液价格已突破 2.6 万元/吨，还在继续上行，预计 2025-2027 年电解液出货分别约 72、110、130 万吨，对应销售含税均价分别约 1.7、2.5、2.3 万元/吨，毛利率为 28%/50%/48%。预计 2025-2027 年正极出货分别约 14、25、35 万吨，对应销售含税均价分别约 0.9、1.1、1.1 万元/吨，毛利率为 8%/15%/15%。

其他业务基本保持相对稳定。

预测公司 2025-2027 年合计营收 167.6/319.5/366.9 亿元，同比增速 33.9%/90.7%/14.8%；综合毛利 24%/42%/40%。

表 5: 盈利预测

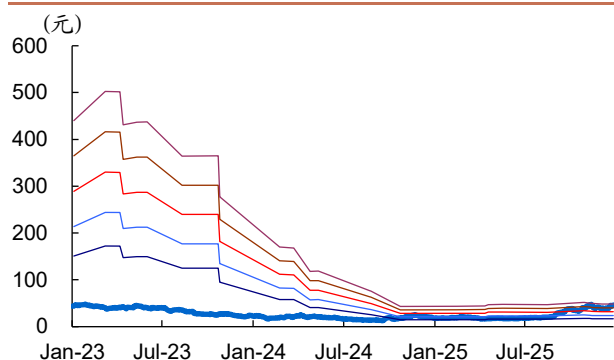
		2024A	2025E	2026E	2027E
锂电池材料产品	收入 (百万元)	10,974.2	11,946.9	26,659.3	30,862.8
	YOY	-22.2%	8.9%	123.1%	15.8%
	毛利率 (%)	17.5	26.1	47.0	44.5
个人护理品材料	收入 (百万元)	1,160.6	1,276.6	1,404.3	1,544.7
	YOY	14.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率 (%)	30.0	30.0	30.0	30.0
其他	收入 (百万元)	3,074.5	3,535.7	3,889.3	4,278.2
	YOY	13.6%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率 (%)	14.4	15.0	10.0	10.0
合计	收入 (百万元)	12,518.3	16,759.3	31,952.9	36,685.8
	YOY	-18.7%	33.9%	90.7%	14.8%
	毛利率 (%)	19%	24%	42%	40%

资料来源：公司公告、招商证券

风险提示

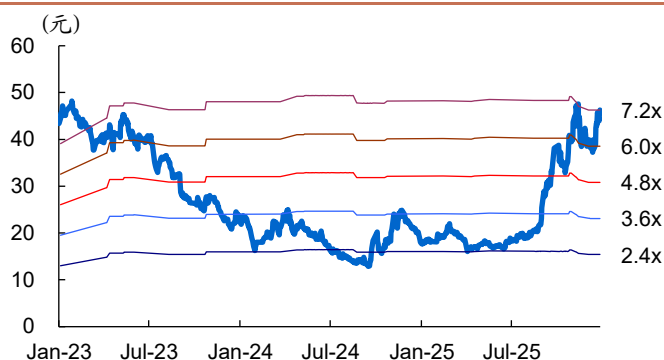
- 1、行业政策波动风险：**国家新能源汽车财政补贴政策逐步退坡，购置税补贴将于 2027 年完全退出。新能源产业政策的调整可能影响下游市场销量，进而对公司产品的销售及营收产生波动。
- 2、产品价格波动风险：**锂电池电解液上游材料行业新产能不断投放，市场呈现供应过剩态势，对公司经营业绩产生不利影响。
- 3、原材料价格波动风险：**公司主要原材料在生产成本中占比较高，原材料价格的大幅波动会对公司生产成本和经营业绩产生重大影响。

图 15: 天赐材料历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 16: 天赐材料历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、 公司报告：Q2 业绩符合预期，电解液价格基本触底，2024.09.19
- 2、 公司报告：电解液行业盈利触底，公司竞争力仍然清晰，2024.05.06
- 3、 公司报告：费用、库存计提影响 Q3 业绩，竞争力仍然清晰，2023.10.30
- 4、 公司报告：Q2 业绩符合预期，成本优势继续巩固，2023.9.6
- 5、 公司报告：年报、一季报业绩符合预期，一体化优势显著，2023.4.18
- 6、 公司报告：Q3 业绩超预期，一体化优势显现，2022.11.05
- 7、 公司报告：Q2 业绩符合预期，仍保持强劲盈利水平，2022.08.28
- 8、 公司报告：一季报业绩超预期，电解液业务量利齐升，2022.04.17
- 9、 公司报告：年报业绩符合预期，Q1 六氟自供率回暖盈利能力恢复，2022.03.28
- 10、 公司报告：业绩超预期，六氟基本完全自供提升盈利能力，2022.03.14
- 11、 公司报告：业绩基本符合预期，六氟自供率短期下滑影响盈利能力，2022.01.20
- 12、 公司报告：业绩略超预期，股权激励考核目标超预期，2021.10.27
- 13、 公司报告：业绩持续超预期，加速扩张进一步巩固领先优势，2021.8.25

- 14、电池与电气系统(76):六氟优势企业明年成长确定性更清晰,2021.6.22
- 15、电池与电气系统(74):电解液添加剂供应缺口扩大,成为制约锂电池放量的瓶颈,2021.6.7
- 16、电池与电气系统(72):六氟长单开始落地,六氟与电解液明年确定性逐步体现,2021.5.31
- 17、电池与电气系统(70):六氟产业加快向头部集中,明年供应仍将比较紧张,2021.4.26
- 18、电池与电气系统(68):六氟价格开启新一轮上涨,2021.1.17
- 19、电池与电气系统(65):LiFSI,电解液的下一个制高点,2020.12.16
- 20、电池与电气系统(59):六氟与电解液价格继续上涨,产业链高景气度确认,2020.9.28
- 21、电池与电气系统(58):六氟价格有望继续回升,电解液具备一定传导能力,2020.9.18
- 22、电池与电气系统(57):需求向好带动供需偏紧,六氟与电解液产业链价格开始回升,2020.9.8
- 23、公司报告:锁定全年高增长,明年仍有望保持强劲增长,2020.10.27
- 24、公司报告:中报业绩大幅增长,三季度业绩继续超预期,2020.8.19
- 25、公司报告:中报业绩大幅增长,电解液、日化业务将接力贡献,2020.7.6
- 26、公司报告:较高确定性的高增长,电解液业务开始新一轮成长,2020.6.23
- 27、公司报告:上半年业绩大幅增长,迎来经营拐点,2020.4.29
- 28、深度报告:卡波姆需求突增,公司日化业务有望超预期,2020.4.14
- 专题报告:天赐材料投资价值分析,2020.2.7

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	9936	10801	13641	24330	31935
现金	2290	1620	1491	2079	6280
交易性投资	2	1	1	1	1
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	4295	4870	6520	12430	14271
其它应收款	18	145	194	370	425
存货	1172	1364	1709	2501	2962
其他	2160	2802	3727	6949	7996
非流动资产	14041	13152	13330	13486	13623
长期股权投资	401	386	386	386	386
固定资产	7395	7754	8069	8346	8588
无形资产商誉	1430	1460	1314	1183	1065
其他	4815	3552	3560	3571	3584
资产总计	23977	23953	26971	37816	45558
流动负债	5944	5876	7182	10104	11032
短期借款	1249	1520	2337	3253	3000
应付账款	3421	3363	4214	6169	7304
预收账款	54	32	41	60	71
其他	1220	960	591	623	657
长期负债	4453	4753	5204	5762	6462
长期借款	894	1041	1121	1271	1521
其他	3559	3712	4083	4491	4940
负债合计	10397	10629	12387	15866	17493
股本	1924	1919	2034	2034	2034
资本公积金	1654	1505	1505	1505	1505
留存收益	9777	9680	10839	18294	24507
少数股东权益	225	221	206	116	19
归属于母公司所有者权益	13355	13104	14378	21833	28046
负债及权益合计	23977	23953	26971	37816	45558

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2274	882	431	768	7352
净利润	1842	478	1336	7771	8474
折旧摊销	724	964	1097	1120	1140
财务费用	191	207	230	150	150
投资收益	(57)	(58)	(170)	(170)	(180)
营运资金变动	(451)	(658)	(2055)	(8095)	(2224)
其它	25	(52)	(7)	(7)	(8)
投资活动现金流	(3893)	(1011)	(1092)	(1092)	(1082)
资本支出	(3102)	(772)	(1262)	(1262)	(1262)
其他投资	(790)	(239)	170	170	180
筹资活动现金流	(787)	(530)	531	912	(2070)
借款变动	302	209	473	1066	(3)
普通股增加	(2)	(5)	115	0	0
资本公积增加	54	(149)	0	0	0
股利分配	(1156)	(577)	(192)	(405)	(2358)
其他	16	(8)	135	252	292
现金净增加额	(2405)	(659)	(130)	588	4201

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15405	12518	16759	31953	36686
营业成本	11412	10154	12724	18626	22054
营业税金及附加	101	72	97	185	212
营业费用	101	75	101	192	220
管理费用	640	642	860	735	844
研发费用	646	668	895	1278	1467
财务费用	149	184	230	150	150
资产减值损失	(199)	(304)	(150)	(100)	(80)
公允价值变动收益	1	70	30	10	10
其他收益	147	131	120	130	140
投资收益	38	46	20	30	30
营业利润	2343	665	1873	10857	11839
营业外收入	7	7	7	7	7
营业外支出	26	22	22	22	22
利润总额	2324	650	1858	10842	11824
所得税	482	171	522	3071	3350
少数股东损益	(48)	(5)	(15)	(89)	(97)
归属于母公司净利润	1891	484	1352	7860	8571

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-31%	-19%	34%	91%	15%
营业利润	-66%	-72%	182%	480%	9%
归母净利润	-67%	-74%	179%	482%	9%
获利能力					
毛利率	25.9%	18.9%	24.1%	41.7%	39.9%
净利率	12.3%	3.9%	8.1%	24.6%	23.4%
ROE	14.6%	3.7%	9.8%	43.4%	34.4%
ROIC	12.8%	3.7%	8.8%	35.4%	29.1%
偿债能力					
资产负债率	43.4%	44.4%	45.9%	42.0%	38.4%
净负债比率	10.7%	12.5%	12.8%	12.0%	9.9%
流动比率	1.7	1.8	1.9	2.4	2.9
速动比率	1.5	1.6	1.7	2.2	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.7	1.0	0.9
存货周转率	6.4	8.0	8.3	8.8	8.1
应收账款周转率	3.5	2.7	2.9	3.4	2.7
应付账款周转率	2.8	3.0	3.4	3.6	3.3
每股资料(元)					
EPS	0.93	0.24	0.66	3.86	4.21
每股经营净现金	1.12	0.43	0.21	0.38	3.61
每股净资产	6.57	6.44	7.07	10.73	13.79
每股股利	0.28	0.09	0.20	1.16	1.26
估值比率					
PE	49.8	194.7	69.7	12.0	11.0
PB	7.1	7.2	6.6	4.3	3.4
EV/EBITDA	33.3	60.1	32.9	8.7	8.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。