

天赐材料 (002709.SZ)

强烈推荐 (维持)

Q1 业绩超预期, 26 年盈利有弹性

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 60.51 元

公司公告: 2026 年 Q1 公司实现营收/归母/扣非净利润为 66.7/16.5/15.6 亿元, 同比+91.3%/+1005.8%/1062.2%, 盈利能力超市场预期。公司作为全球最大的电解液、六氟磷酸锂、LiFSI 企业, 沉淀深厚, 已完成大部分原材料的一体化布局, 综合优势突出。Q1 公司凭借成本护城河, 率先迎来盈利大幅反转。随着行业开工率持续回升、碳酸锂价格维持高位向上趋势, 6F 价格有望迎来新一轮上涨, 公司 26 年业绩有弹性。

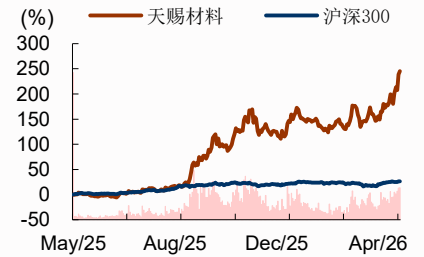
基础数据

总股本 (百万股)	2039
已上市流通股 (百万股)	1509
总市值 (十亿元)	123.4
流通市值 (十亿元)	91.3
每股净资产 (MRQ)	9.4
ROE (TTM)	15.0
资产负债率	35.6%
主要股东	徐金富
主要股东持股比例	34.27%

- Q1 业绩超预期。2026 年 Q1 公司实现营收、归母、扣非净利润分别 66.7 亿元、16.5、15.6 亿元, 分别同比增长 91.3%、增长 1005.8%、增长 1062.2%。公司 Q1 业绩实现 10 倍增长, 大超预期。主要系 Q1 6F、VC、LiFSI 等电解液原材料价格经历了 Q4 大幅涨价, 整体价格维持高位, 同时公司布局电解液产业链一体化多年, 成本优势在锂电新一轮周期中率先释放, 盈利弹性显著。
- 电解液单吨净利润大幅度增长。我们估算, 公司 2026 年 Q1 电解液出货量约为 20.2 万吨, 同比增长 38%, 环比略有下降, 主要系春节叠加检修导致。同时, 电解液价格已完成部分原材料价格传导, 估算 Q1 电解液业务单吨盈利约 7600 元, 环比增加超 3600 元, 贡献利润接近 14.1 亿元。此外, 公司外售锂盐业务也有一定贡献预计, 我们估算电解液板块合计盈利约 15.5 亿元。
- 价格有望再涨, 公司业绩有弹性。我们预计后续电解液价格有望迎来再次上涨, 主要由于: 1) 5 月行业开工率有望攀升, 供需景气修复; 2) 六氟磷酸锂重要原材料碳酸锂价格持续攀升, 六氟价格与碳酸锂价格相关性较强, 成本支撑增强。公司是行业龙头, 有望充分受益于电解液涨价。
- 一体化布局优势大。公司过去五年已基本完成电解液核心原料一体化布局, 成本护城河持续强化, 并在头部客户中保持绝对份额优势; 在此基础上, 公司向上游矿产资源端延伸路径清晰, 后续进度有望加快, 进一步增厚公司利润。此外公司布局钠电、固态电池, 已与头部客户深度合作。
- 投资建议: 公司是电解液、六氟磷酸锂、LiFSI 领先企业, 竞争力稳固, 若后续 6F 涨价带动电解液价格上涨, 公司 26 年业绩有望超预期。我们看好公司发展前景, 给予“强烈推荐”评级。
- 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。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	26	49	263
相对表现	18	45	235



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《天赐材料 (002709) —Q4 业绩预告大超预期, 锂电材料平台架构基本成型》2026-01-05
- 《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

蒋国峰 S1090524100005
 jiangguofeng@cmschina.com.cn
 吕昊 S1090524020002
 lvhao1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	12518	16650	31744	36446	41191
同比增长	-19%	33%	91%	15%	13%
营业利润(百万元)	665	1600	9978	10836	11558
同比增长	-72%	141%	524%	9%	7%
归母净利润(百万元)	484	1362	8773	9532	10171
同比增长	-74%	181%	544%	9%	7%
每股收益(元)	0.24	0.67	4.30	4.68	4.99
PE	254.9	90.6	14.1	12.9	12.1
PB	9.4	6.9	4.7	3.6	2.9

资料来源: 公司数据、招商证券

一、2026 年 Q1 业绩预告点评

1、Q1 业绩超预期，业绩拐点来临

公司公告：2026 年 Q1 公司实现营收、归母、扣非净利润分别 66.7 亿元、16.5、15.6 亿元，分别同比增长 91.3%、增长 1005.8%、增长 1062.2%。公司 Q1 业绩实现 10 倍增长，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、Q1 公司主营业务拆分

电解液单吨净利润大幅度增长。我们估算，公司 2026 年 Q1 电解液出货量约为 20.2 万吨，同比增长 38%，环比下降 8%。公司 Q1 出货量下降，主要系春节假期叠加检修导致公司排产减少。同时，电解液价格已完成部分原材料价格的顺利传导，估算 Q1 电解液业务单吨盈利约 7600 元，环比增加超 3600 元，贡献利润接近 14.1 亿元，同时公司外售锂盐业务也有一定贡献，我们估算电解液板块合计盈利约 15.5 亿元。

3、2026 年公司有望实现业绩高增长

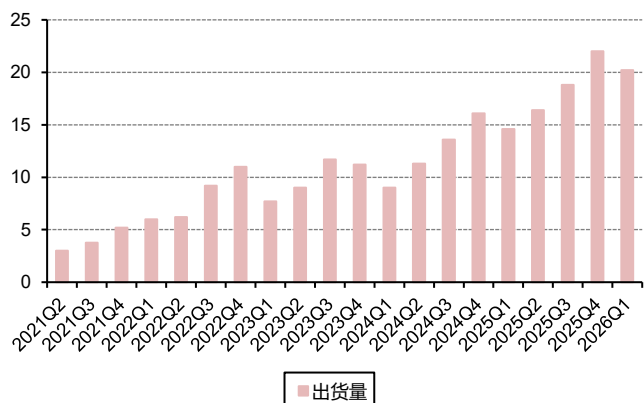
6F 价格有望迎来新一轮上行周期。我们预计后续电解液价格有望迎来再次上涨，主要由于：1) 从开工率看，估算 5 月行业开工率有望攀升，供需格局已具备涨价基础；2) 从原材料维度看，近期碳酸锂价格高企而六氟磷酸锂价格走低，两者出现阶段性背离。历史上二者具有较高的正相关性。若未来碳酸锂价格维持高位或进一步上行，我们预期 6F 价格有望迎来新一轮上涨。

重视添加剂及各类辅料循环的盈利贡献。Q1 六氟三方价格较高点回调超 40%，但公司对比同行来看，依然维持了十分明显的盈利优势，我们预计主要系添加剂及各类辅料循环带来的一体化优势，导致 6F 价格下滑对其电解液的盈利情况影响较小。

持续强化成本优势。过去 5 年，公司已经完成绝大部分电解液原料的一体化布局，并获取了极大的成本优势与绝对稳定的头部份额。未来可以期待的是公司向上游矿产资源端继续布局，进度可能会持续超预期，进一步增厚公司利润。

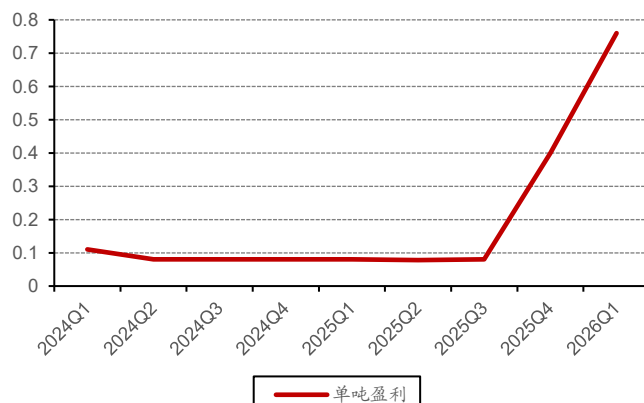
在持续拓展新产品方面，公司已积极布局钠电池、固态电池等新兴下游领域，并与行业头部客户开展了深度合作。截至目前，公司在规划建设年产 5 万吨钠电池电解液专项产能，以及 4500 吨钠电池核心电解质项目，其中电解质项目已顺利完成环境影响评价。

图 1: 公司电解液出货量 (单位: 万吨)



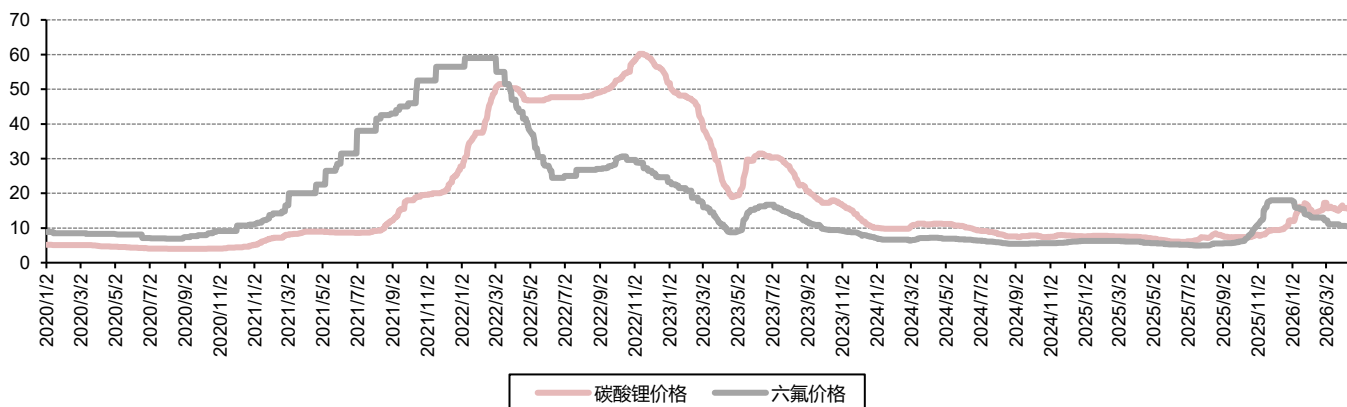
资料来源: 公司公告、招商证券预测

图 2: 公司电解液单位盈利 (万元/吨)



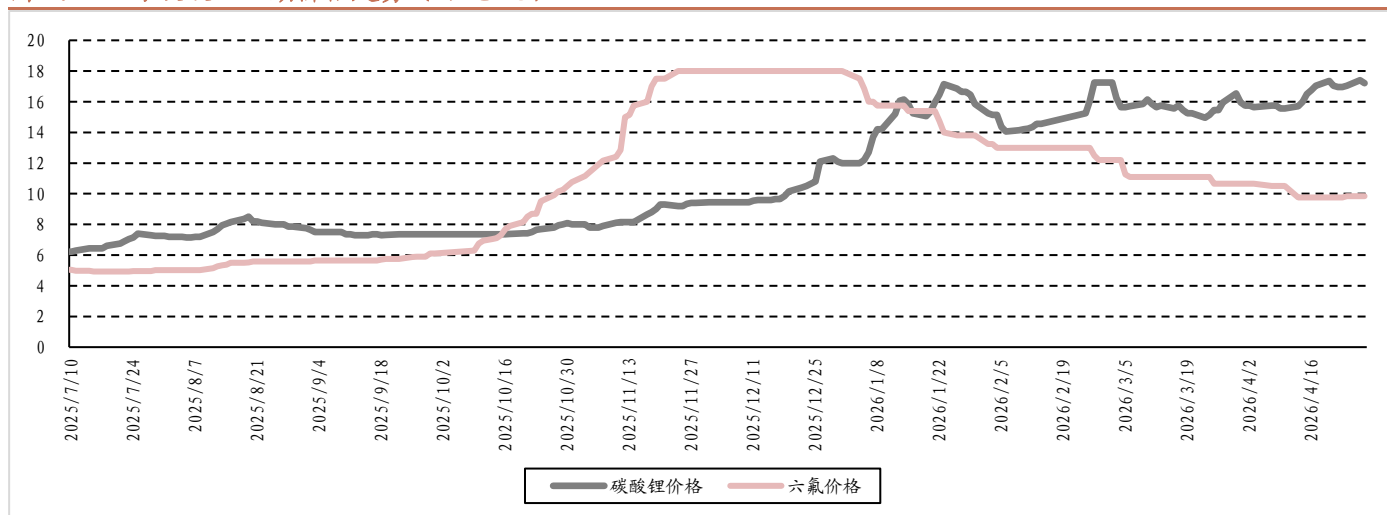
资料来源: 公司公告、招商证券预测

图 3: 6F 与碳酸锂长期价格走势 (万元/吨)



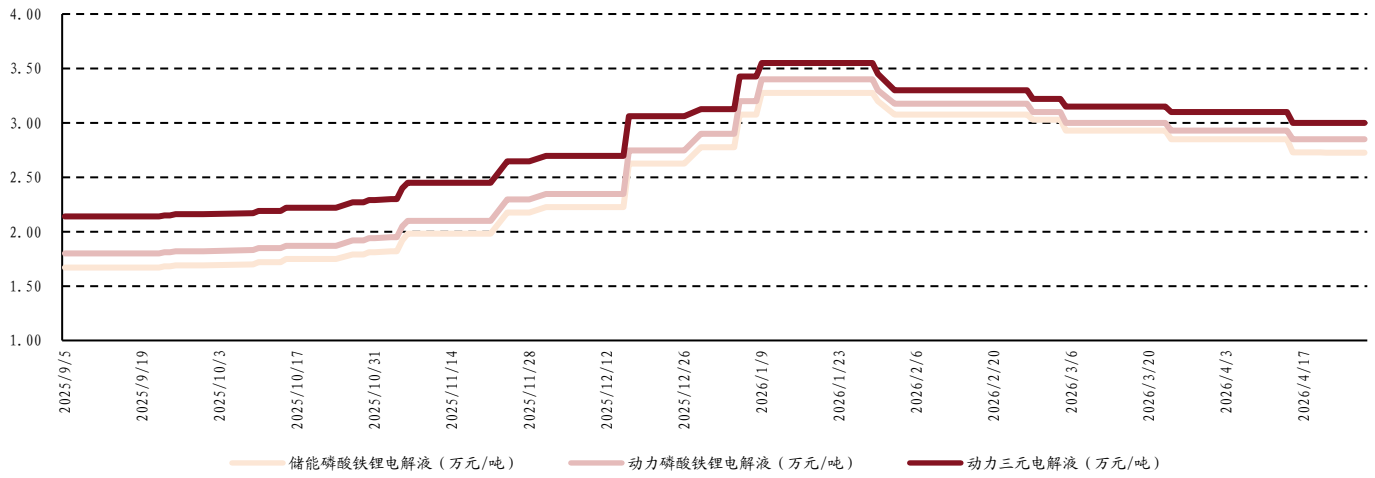
资料来源: 鑫椏锂电、招商证券

图 4: 6F 与碳酸锂短期价格走势 (万元/吨)



资料来源: 鑫椏锂电、招商证券

图 5: 电解液短期价格走势



资料来源: 鑫椏锂电、招商证券

表 1: 公司财务数据

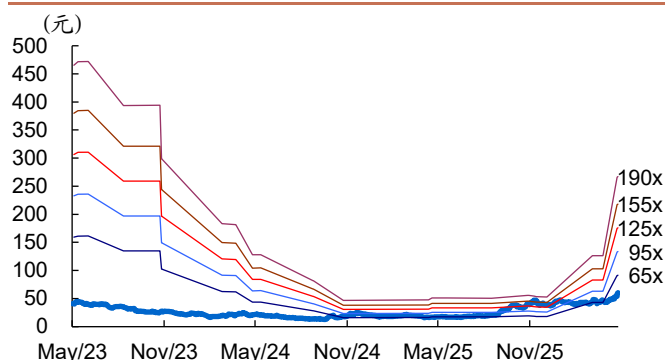
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026Q1
营业收入 (百万元)	11,090.80	22,316.94	15,404.64	12,518.30	16,649.90	6,673.48
营业成本 (百万元)	7,210.98	13,843.39	11,411.59	10,154.14	14,997.21	4,703.23
归上净利润 (百万元)	2,208.34	5,714.44	1,890.62	483.93	1,361.92	1,654.40
扣非净利润 (百万元)	2,169.06	5,539.41	1,823.79	381.60	1,359.72	1,560.16
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	11,418.41	5,184.07
出货量 (吨)	144,196	324,000	395,923	500,000	718,000	202,000
含税单价 (万元/吨)	6.75	6.49	3.30	1.95	1.8	2.9
净利润 (百万元)	2,069.14	4,681.88	2,019	427	1,275	1,535.20
单吨利润 (万元/吨)	1.43	1.45	0.51	0.09	0.18	0.76

资料来源: 公司公告、招商证券测算

风险提示

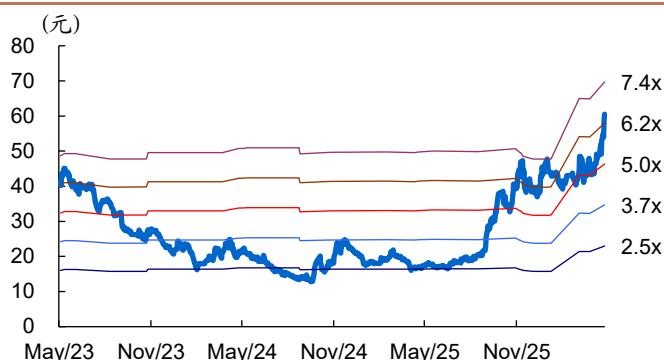
- 1、行业政策波动风险：**国家新能源汽车财政补贴政策逐步退坡，购置税补贴将于 2027 年完全退出。新能源产业政策的调整可能影响下游市场销量，进而对公司产品的销售及营收产生波动。
- 2、产品价格波动风险：**锂电池电解液上游材料行业新产能不断投放，市场呈现供应过剩态势，对公司经营业绩产生不利影响。
- 3、原材料价格波动风险：**公司主要原材料在生产成本中占比较高，原材料价格的大幅波动会对公司生产成本和经营业绩产生重大影响。

图 6：天赐材料历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 7：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：Q4 业绩预告大超预期，锂电材料平台架构基本成型，2026.01.05
- 2、 公司报告：Q2 业绩符合预期，电解液价格基本触底，2024.09.19
- 3、 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
- 4、 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
- 5、 公司报告：Q2 业绩符合预期，成本优势继续巩固，2023.9.6
- 6、 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
- 7、 公司报告：Q3 业绩超预期，一体化优势显现，2022.11.05
- 8、 公司报告：Q2 业绩符合预期，仍保持强劲盈利水平，2022.08.28
- 9、 公司报告：一季报业绩超预期，电解液业务量利齐升，2022.04.17
- 10、 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
- 11、 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
- 12、 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
- 13、 公司报告：业绩略超预期，股权激励考核目标超预期，2021.10.27

- 14、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
- 15、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
- 16、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
- 17、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
- 18、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
- 19、电池与电气系统（68）：六氟价格开启新一轮上涨，2021.1.17
- 20、电池与电气系统（65）：LiFSI，电解液的下一个制高点，2020.12.16
- 21、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
- 22、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
- 23、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
- 24、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
- 25、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
- 26、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
- 27、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
- 28、公司报告：上半年业绩大幅增长，迎来经营拐点，2020.4.29
- 29、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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	10801	13057	23719	34843	42014
现金	1620	1915	3865	12020	16164
交易性投资	1	489	489	489	489
应收票据	0	2	4	4	5
应收款项	4870	6880	13118	15061	17021
其它应收款	145	66	126	145	164
存货	1364	1619	2314	2740	3194
其他	2802	2086	3803	4385	4978
非流动资产	13152	13870	13527	13229	12971
长期股权投资	386	374	374	374	374
固定资产	7754	7502	7283	7092	6926
无形资产商誉	1460	1427	1285	1156	1041
其他	3552	4566	4585	4607	4631
资产总计	23953	26927	37246	48073	54986
流动负债	5876	7493	9369	11809	10063
短期借款	1520	1079	1800	3000	0
应付账款	3363	4554	6509	7706	8983
预收账款	32	77	110	130	152
其他	960	1783	950	972	928
长期负债	4753	1397	1588	1883	1933
长期借款	1041	987	1137	1387	1387
其他	3712	410	451	496	545
负债合计	10629	8891	10957	13692	11996
股本	1919	2034	2034	2034	2034
资本公积金	1505	4866	4866	4866	4866
留存收益	9680	10952	19319	27535	36276
少数股东权益	221	185	70	(54)	(186)
归属于母公司所有者权益	13104	17852	26218	34435	43176
负债及权益合计	23953	26927	37246	48073	54986

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	882	1182	3018	8716	9266
净利润	478	1344	8659	9408	10039
折旧摊销	964	1051	1109	1066	1028
财务费用	207	183	150	150	150
投资收益	(58)	(8)	(155)	(165)	(165)
营运资金变动	(658)	(1340)	(6733)	(1730)	(1772)
其它	(52)	(49)	(11)	(12)	(14)
投资活动现金流	(1011)	(332)	(589)	(579)	(579)
资本支出	(772)	(659)	(744)	(744)	(744)
其他投资	(239)	328	155	165	165
筹资活动现金流	(530)	(557)	(479)	18	(4542)
借款变动	209	(115)	47	1450	(3000)
普通股增加	(5)	115	0	0	0
资本公积增加	(149)	3360	0	0	0
股利分配	(577)	(395)	(407)	(1316)	(1430)
其他	(8)	(3522)	(119)	(116)	(112)
现金净增加额	(659)	294	1950	8155	4144

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	12518	16650	31744	36446	41191
营业成本	10154	12947	18505	21910	25538
营业税金及附加	72	91	173	199	224
营业费用	75	72	137	157	178
管理费用	642	859	1587	1822	2060
研发费用	668	847	1270	1458	1648
财务费用	184	182	150	150	150
资产减值损失	(304)	(225)	(100)	(80)	0
公允价值变动收益	70	15	10	10	10
其他收益	131	150	130	140	140
投资收益	46	8	15	15	15
营业利润	665	1600	9978	10836	11558
营业外收入	7	16	16	16	16
营业外支出	22	78	78	78	78
利润总额	650	1539	9916	10774	11497
所得税	171	194	1257	1366	1458
少数股东损益	(5)	(18)	(114)	(124)	(132)
归属于母公司净利润	484	1362	8773	9532	10171

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-19%	33%	91%	15%	13%
营业利润	-72%	141%	524%	9%	7%
归母净利润	-74%	181%	544%	9%	7%
获利能力					
毛利率	18.9%	22.2%	41.7%	39.9%	38.0%
净利率	3.9%	8.2%	27.6%	26.2%	24.7%
ROE	3.7%	8.8%	39.8%	31.4%	26.2%
ROIC	3.7%	8.4%	35.3%	28.2%	24.6%
偿债能力					
资产负债率	44.4%	33.0%	29.4%	28.5%	21.8%
净负债比率	12.5%	10.7%	7.9%	9.1%	2.5%
流动比率	1.8	1.7	2.5	3.0	4.2
速动比率	1.6	1.5	2.3	2.7	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	1.0	0.9	0.8
存货周转率	8.0	8.7	9.4	8.7	8.6
应收账款周转率	2.7	2.8	3.2	2.6	2.6
应付账款周转率	3.0	3.3	3.3	3.1	3.1
每股资料(元)					
EPS	0.24	0.67	4.30	4.68	4.99
每股经营净现金	0.43	0.58	1.48	4.28	4.55
每股净资产	6.43	8.76	12.86	16.89	21.18
每股股利	0.09	0.20	0.65	0.70	0.75
估值比率					
PE	254.9	90.6	14.1	12.9	12.1
PB	9.4	6.9	4.7	3.6	2.9
EV/EBITDA	74.3	46.9	11.6	10.8	10.2

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。