

天赐材料（002709）

2022 年报点评：电解液成本优势明显，业绩符合市场预期

买入（维持）

2023 年 04 月 11 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	22,317	24,393	31,171	40,500
同比	101%	9%	28%	30%
归属母公司净利润（百万元）	5,714	4,845	6,318	8,206
同比	159%	-15%	30%	30%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	2.97	2.51	3.28	4.26
P/E（现价&最新股本摊薄）	14.40	16.99	13.03	10.03

关键词：#业绩符合预期

投资要点

■ **2022 年归母净利润 57.14 亿元，同比增长 158.77%，业绩符合市场预期。**2022 年公司营收 223.17 亿元，同比增长 101.22%；归母净利润 57.14 亿元，同比增长 158.77%；扣非净利润 55.39 亿元，同比增长 155.38%；22 年毛利率为 37.97%，同比增加 2.99pct；净利率为 26.19%，同比增加 5.38pct。

■ **22 年出货 32 万吨，同增 122%，23 年预计维持 50%+增长。**出货方面，公司 22 年全年电解液出货近 32 万吨，同增 122%，其中 Q4 公司电解液出货近 11 万吨，环增 20%+。公司深度绑定宁德，22 年销售额占比达 54%，23 年在成本优势及长期客户合作下，市占率预计进一步提升，我们预计公司 23 年出货有望达 50 万吨+，同比增长 56%，其中 23Q1 公司预计出货 8 万吨，同增 30%+。

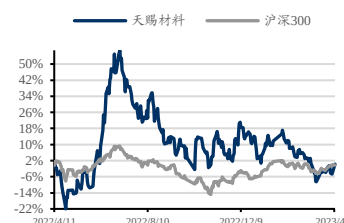
■ **公司与二线盈利差距维持，预计 23 年 Q2 盈利触底企稳。**盈利方面，我们预计公司 22 全年单吨盈利近 1.4 万元/吨，同比微增，其中 Q4 单吨净利 1 万元/吨左右，环降约 25%，与二线厂商盈利差扩大至 0.6 万元/吨左右；23 年 Q1 六氟价格降至 10 万元/吨以下，行业已逐步出清，随着碳酸锂价格企稳，我们预计电解液单位盈利在 Q2 见底企稳，全年看，公司液体六氟我们预计维持 2-3 万元/吨左右的成本优势，对应电解液利润增厚 0.3 万元/吨左右，LIFSI 贡献电解液利润 0.2~0.3 万元/吨，叠加电解液加工环节及部分添加剂自供贡献 0.2 万元/吨左右利润，我们预计公司 23 年单吨净利仍可维持 0.7 万元/吨左右，好于行业平均水平。

■ **磷酸铁 22 年出货 4 万吨，23 年新增产能释放推动出货高增长，日化贡献稳定增量。**出货方面，我们预计公司 22 年磷酸铁出货近 4 万吨，其中 Q4 出货约 1 万吨，环比微增，23 年随着新增产能逐步释放，出货有望达 15 万吨+，同增近 300%。盈利方面，我们预计 22 年磷酸铁单吨净利 0.8 万元左右，23 年磷酸铁价格预计逐步回归，单吨净利我们预计达 0.3 万元/吨左右，23 年磷酸铁业务可贡献 4-5 亿元左右利润；此外公司日化业务 22 年我们预计贡献 2-3 亿元左右利润，23 年预计稳定增长。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑六氟竞争加剧，我们下调公司 23-25 年归母净利润预期至 48.45/63.18/82.06 亿元（原预期 23-24 年归母净利润 60.37/80.49 亿元），同比-15%/30%/30%，对应 PE 为 17x/13x/10x，考虑到公司为电解液龙头，给予 23 年 25 倍 PE，对应目标价 62.8 元，“买入”评级。

■ **风险提示：**销量不及预期，盈利水平不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.72
一年最低/最高价	36.26/88.73
市净率(倍)	7.59
流通 A 股市值(百万元)	59,015.71
总市值(百万元)	82,306.85

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.63
资产负债率(%,LF)	52.11
总股本(百万股)	1,926.66
流通 A 股(百万股)	1,381.45

相关研究

《天赐材料(002709)：2022 年业绩预告点评：电解液单位盈利好于市场，业绩符合市场预期》

2023-01-19

《天赐材料(002709)：收购胶黏剂公司，电解液海外布局加速》

2022-11-25

2022 年归母净利润 57.14 亿元，同比增长 158.77%，业绩符合市场预期。2022 年公司营收 223.17 亿元，同比增长 101.22%；归母净利润 57.14 亿元，同比增长 158.77%；扣非净利润 55.39 亿元，同比增长 155.38%；22 年毛利率为 37.97%，同比增加 2.99pct；净利率为 26.19%，同比增加 5.38pct。

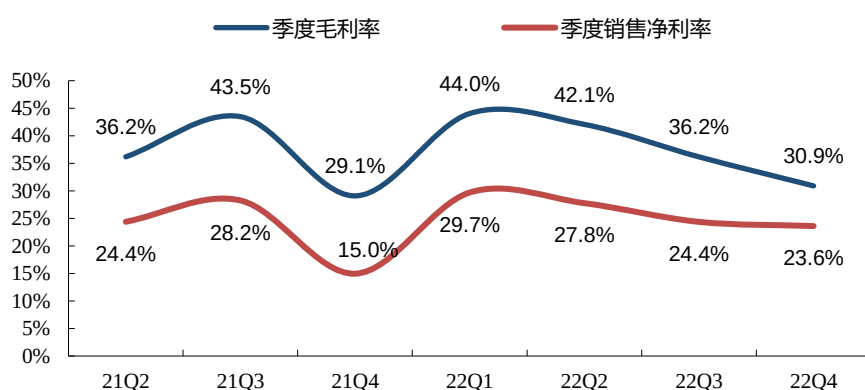
2022 年 Q4 公司实现归母净利润 13.54 亿元，同比增长 106.82%，环比下降 6.89%，毛利率环比下降。2022 年 Q4 公司实现营收 58.88 亿元，同比增加 31.79%，环比下降 2.92%；归母净利润 13.54 亿元，同比增长 106.82%，环比下降 6.89%，扣非归母净利润 12.85 亿元，同比增长 95.08%，环比下降 6.08%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 30.89%，同比增长 1.81pct，环比下降 5.27pct；归母净利率 22.99%，同比增长 8.34pct，环比下降 0.98pct；Q4 扣非净利率 21.82%，同比提升 7.08pct，环比下降 0.73pct。

图1：天赐材料季度业绩情况

	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	5,888.1	6,065.4	5,214.4	5,149.1
-同比	31.79%	107.46%	143.92%	229.71%
毛利率	30.89%	36.17%	42.06%	44.04%
归母净利润(百万)	1,354.0	1,454.2	1,408.4	1,497.9
-同比	106.82%	88.61%	184.04%	422.19%
归母净利率	22.99%	23.97%	27.01%	29.09%
扣非归母净利润(百万)	1,284.9	1,368.1	1,391.92	1,494.56
-同比	95.08%	83.80%	188.48%	427.01%
扣非归母净利率	21.82%	22.56%	26.69%	29.03%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：天赐材料分季度毛利率和销售净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

锂离子电池材料业务大幅增长，磷酸铁业务开始起量。锂离子电池材料业务 2022 年收入 208.22 亿元，同比增长 113.94%，其中 22H2 营收 111.95 亿元，环比增长 16%。

2022 年锂离子电池材料毛利率为 38.55%，同比增长 2.52pct，主要收入贡献来自电解液，磷酸铁业务开始逐渐起量。日化材料业务 2022 年收入 11.35 亿元，同比增长 3.02%，毛利率 29.83%，同比下降 3.75pct，主要受卡波姆价格下降及海外疫情影响。分子公司来看，九江天赐（电解液、日化等）2022 年营业收入为 172.15 亿元，同比增长 121.9%，净利润 31.87 亿元，同比增长 80.24%

图3：公司分业务拆分

	2022年				2022H2		2022H1		
	营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿)	毛利率	营业收入 (亿)	毛利率	
锂离子电池材料	208.22	113.94%	38.55%	2.52pct	111.95	33.66%	96.27	44.2%	
日化材料	11.35	3.02%	29.83%	-3.75pct	5.95	31.7%	5.40	27.8%	
其他	3.60	40.46%	29.94%	28.71pct	1.64	34.49%	1.96	26.1%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：公司子公司经营情况

公司名称	主要业务	2022					2022H2		2022H1	
		营业收入 (亿元)	营收-同比	净利润 (亿元)	净利润-同比	净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
九江天赐	精细化工产品生产与销售	172.15	121.90%	31.87	80.24%	18.51%	94.57	14.19	77.58	17.68
天赐中硝	精细化工产品生产与销售	36.19	162.02%	1.89	82.75%	5.21%	22.38	0.85	13.81	1.03
宜春天赐	精细化工产品生产与销售	5.63	174.06%	0.93	396.05%	16.60%	2.71	0.16	2.91	0.77
浙江天硕	精细化工产品生产与销售	3.45	-	0.48	-	13.96%				

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

22 年出货 32 万吨，同增 122%，23 年预计维持 50%+增长。出货方面，公司 22 年全年电解液出货近 32 万吨，同增 122%，其中 Q4 公司电解液出货近 11 万吨，环增 20%+。公司深度绑定宁德，22 年销售额占比达 54%，23 年在成本优势及长期客户合作下，市占率预计进一步提升，我们预计公司 23 年出货有望达 50 万吨+，同比增长 56%，其中 23Q1 公司预计出货 8 万吨，同增 30%+。

公司与二线盈利差距维持，预计 23 年 Q2 盈利触底企稳。盈利方面，我们预计公司 22 年全年单吨盈利近 1.4 万元/吨，同比微增，其中 Q4 单吨净利 1 万元/吨左右，环降约 25%，与二线厂商盈利差扩大至 0.6 万元/吨左右；23 年 Q1 六氟价格降至 10 万元/吨以下，行业已逐步出清，随着碳酸锂价格企稳，我们预计电解液单位盈利在 Q2 见底企稳，全年看，公司液体六氟我们预计维持 2-3 万元/吨左右的成本优势，对应电解液利润增厚 0.3 万元/吨左右，LIFSI 贡献电解液利润 0.2~0.3 万元/吨，叠加电解液加工环节及部分添加剂自供贡献 0.2 万元/吨左右利润，我们预计公司 23 年单吨净利仍可维持 0.7 万元/吨左右，好于行业平均水平。

磷酸铁 22 年出货 4 万吨，23 年新增产能释放推动出货高增长，日化贡献稳定增量。出货方面，我们预计公司 22 年磷酸铁出货近 4 万吨，其中 Q4 出货约 1 万吨，环比微

增，23 年随着新增产能逐步释放，出货有望达 15 万吨+，同增近 300%。盈利方面，我们预计 22 年磷酸铁单吨净利 0.8 万元左右，23 年磷酸铁价格预计逐步回归，单吨净利我们预计达 0.3 万元/吨左右，23 年磷酸铁业务可贡献 4-5 亿元左右利润；此外公司日化业务 22 年我们预计贡献 2-3 亿元左右利润，23 年预计稳定增长。

公司 2022 年费用率同比下降，Q4 费用环比下降。2022 年公司期间费用合计 15.71 亿元，同比增长 85.4%，费用率为 7.04%，同比下降 0.6pct。2022Q4 期间费用合计 3 亿元，同比下降-1.57%，环比下降-41.11%，期间费用率为 5.1%，同比下降 1.73pct，环比下降 3.31pct；销售费用 0.005 亿元，销售费用率 0.01%；管理费用 1.12 亿元，管理费用率 1.9%；财务费用 0.34 亿元，财务费用率 0.57%；研发费用 1.54 亿元，研发费用率 2.62%。公司 2022Q4 计提资产减值损失 0.24 亿元；计提信用减值损失 0.34 亿元。

图5：天赐材料分季度费用情况

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
销售费用	31.77	33.43	42.88	0.49
-销售费用率	0.62%	0.64%	0.71%	0.01%
管理费用	136.19	121.98	177.70	111.59
-管理费用率	2.64%	2.34%	2.93%	1.90%
研发费用	174.43	261.94	303.34	154.21
-研发费用率	3.39%	5.02%	5.00%	2.62%
财务费用	7.19	-5.24	-14.28	33.82
-财务费用率	0.14%	-0.10%	-0.24%	0.57%
期间费用	349.57	412.11	509.64	300.12
-期间费用率	6.79%	7.90%	8.40%	5.10%
资产减值损失	-0.76	-11.12	-4.72	-23.55
信用减值损失	-7.86	-8.97	2.38	-33.88

数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司经营现金流大幅增长，存货增长明显。2022 年公司存货为 23.74 亿元，较年初增长 89.66%；应收账款 46.34 亿元，较年初增长 36.87%；期末公司合同负债 11.8 亿元，较年初增长-41.78%。2022 年公司经营活动净现金流净额为 41.64 亿元，同比上升 103.45%；投资活动净现金流出 51.07 亿元，同比下降 190.5%；资本开支为 36.37 亿元，同比上升 126.05%；账面现金为 46.64 亿元，较年初增长 117.14%，短期借款 7.98 亿元，较年初增长 79.47%。

盈利预测和投资评级：考虑六氟竞争加剧，我们下调公司 23-25 年归母净利预期至 48.45/63.18/82.06 亿元（原预期 23-24 年归母净利 60.37/80.49 亿元），同比-15%/30%/30%，对应 PE 为 17x/13x/10x，考虑到公司为电解液龙头，给予 23 年 25 倍 PE，对应目标价 62.8 元，“买入”评级。

风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期

天赐材料三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	15,179	20,554	27,122	35,574	营业总收入	22,317	24,393	31,171	40,500
货币资金及交易性金融资产	4,664	6,603	9,513	10,603	营业成本(含金融类)	13,843	16,353	21,033	27,610
经营性应收款项	7,470	10,350	13,195	19,372	税金及附加	158	173	220	286
存货	2,374	2,912	3,746	4,917	销售费用	109	166	212	275
合同资产	0	0	0	0	管理费用	547	732	873	1,053
其他流动资产	672	688	668	682	研发费用	894	903	1,029	1,215
非流动资产	10,352	11,349	12,059	12,666	财务费用	21	134	141	168
长期股权投资	190	180	180	180	加:其他收益	71	29	25	28
固定资产及使用权资产	4,381	5,021	5,359	5,594	投资净收益	140	146	156	162
在建工程	2,588	2,788	2,988	3,188	公允价值变动	0	10	10	10
无形资产	824	997	1,170	1,343	减值损失	-88	-280	-250	-210
商誉	14	14	14	14	资产处置收益	5	2	3	4
长期待摊费用	48	48	47	46	营业利润	6,872	5,842	7,607	9,887
其他非流动资产	2,306	2,301	2,301	2,301	营业外净收支	0	35	40	35
资产总计	25,531	31,903	39,181	48,240	利润总额	6,872	5,877	7,647	9,922
流动负债	8,528	11,380	13,864	16,706	减:所得税	1,027	882	1,147	1,488
短期借款及一年内到期的非流动负债	991	378	1,898	2,471	净利润	5,844	4,995	6,500	8,433
经营性应付款项	4,721	5,576	7,172	9,415	减:少数股东损益	130	150	182	228
合同负债	1,180	3,271	2,103	1,381	归属母公司净利润	5,714	4,845	6,318	8,206
其他流动负债	1,636	2,155	2,691	3,439	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.97	2.51	3.28	4.26
非流动负债	4,165	4,165	4,165	4,165	EBIT	6,765	6,068	7,804	10,060
长期借款	776	776	776	776	EBITDA	7,277	6,807	8,744	11,143
应付债券	3,189	3,189	3,189	3,189	毛利率(%)	37.97	32.96	32.52	31.83
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	25.61	19.86	20.27	20.26
其他非流动负债	200	200	200	200	收入增长率(%)	101.22	9.30	27.78	29.93
负债合计	12,693	15,545	18,029	20,871	归母净利润增长率(%)	158.77	-15.21	30.39	29.88
归属母公司股东权益	12,546	15,916	20,528	26,518					
少数股东权益	292	442	624	851					
所有者权益合计	12,838	16,358	21,152	27,370					
负债和股东权益	25,531	31,903	39,181	48,240					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,164	5,911	4,867	4,542	每股净资产(元)	6.41	6.79	8.78	11.36
投资活动现金流	-5,107	-1,613	-1,501	-1,499	最新发行在外股份(百万股)	1,927	1,927	1,927	1,927
筹资活动现金流	3,451	-2,368	-466	-1,964	ROIC(%)	44.20	26.80	27.81	28.12
现金净增加额	2,519	1,929	2,900	1,080	ROE-摊薄(%)	45.55	30.44	30.78	30.94
折旧和摊销	512	739	940	1,083	资产负债率(%)	49.72	48.73	46.02	43.26
资本开支	-3,637	-1,763	-1,657	-1,661	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.40	16.99	13.03	10.03
营运资本变动	-2,394	-673	-3,449	-6,028	P/B(现价)	6.67	6.30	4.87	3.76

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

