

## 公司研究

## 收购东莞腾威胶黏剂再添新布局，助力打造锂电材料平台型企业

## ——天赐材料（002709.SZ）公告点评

## 买入（维持）

当前价：45.83元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

联系人：胡星月

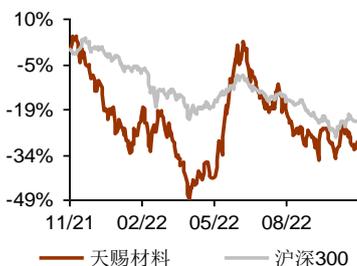
010-58452014

huxingyue@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	19.27
总市值(亿元):	882.99
一年最低/最高(元):	32.48/68.81
近3月换手率:	86.78%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.03	-4.65	-41.43
绝对	1.37	-12.62	-29.59

资料来源：Wind

## 相关研报

锂电材料量价齐升业绩高增，持续扩建产能打造锂电材料平台型企业——天赐材料（002709.SZ）公告点评（2022-07-13）  
Q1业绩高增超预期，锂电材料扩产步履不停——天赐材料（002709.SZ）公告点评（2022-04-15）  
产品价格大涨公司业绩亮眼，一体化布局巩固龙头地位——天赐材料（002709.SZ）2021年年度报告点评（2022-03-22）

## 要点

**事件：**11月25日，公司拟收购徐金富先生等4位自然人及上海合银投资管理有限公司持有的东莞市腾威电子材料技术有限公司85%股权，交易对价为人民币3.825亿元。本次交易后，公司持有东莞腾威85%的股权。与此同时，经过各方一致同意，交易对方承诺东莞腾威的扣非归母净利润在2023年不低于4,900万元；2024年不低于5,500万元；2025年净利润不低于6,200万元，在超额完成业绩承诺的基础上，可对经营管理团队进行额外奖励，奖励方式为现金，奖励金额不超过本次交易作价的20%。

**收购东莞腾威，动力电池胶黏剂再添布局。**东莞腾威成立于2006年，已在动力电池胶黏剂这一细分领域深耕多年，其产品特性包括高粘结强度、高阻燃等级、高韧性、高导热性等，现已覆盖宁德时代、中创新航等众多国内动力电池厂商。伴随客户数量的增长，东莞腾威的业务增长量不断攀升，2021年实现营业收入1.33亿元、归母净利润3757.87万元（经审计），2022年1-10月实现营业收入1.68亿元、归母净利润3973.21万元（未经审计）。本次收购东莞腾威股权，有助于公司进一步实现相关锂电材料产业链的布局及融合，同时，东莞腾威的胶黏剂属于反应型胶黏剂类型，与公司有机硅产品具有协同效用，本次收购还能够补充及丰富公司产品线并发挥行业协同效应。

**新型粘结剂有望于23年实现量产，公司加速转型升级为锂电材料平台型企业。**胶黏剂是公司打造锂电材料平台型企业的战略转型中的重要一环。公司此前还于2022年6月召开发布会推出了4种锂电粘结剂（用于LCO/NCM体系的正极粘结剂TinctiveP124，用于LFP体系的PI类正极粘结剂TinctiveT126，用于CMC替代的负极粘结剂TinctiveK112和用于SBR+CMC替代的负极粘结剂TinctiveE124）、1种NMP替代方案和PACK端新型封装胶。目前公司的新型粘结剂已处于客户验证及产品迭代阶段中，且已有小批量供应给部分客户，预计23年部分型号将实现量产。

**受益于新能源汽车行业需求增长，公司22年前三季度业绩表现亮眼。**2022年前三季度，受益于新能源汽车行业的高景气，公司锂离子电池材料电解液及正极材料产品量价齐升，尽管原材料价格处于高位，但公司凭借其产业链一体化布局，不断提升其原材料自产率，主要产品的盈利能力因此显著提升。2022年前三季度，公司实现营业收入164.29亿元，同比增长148.06%，实现归母净利润43.6亿元，同比增长180.65%，其中Q3单季度公司实现营业收入60.65亿元，同比增长107.46%，环比增长16.32%，实现归母净利润14.54亿元，同比增长88.61%，环比增长3.25%。

**持续拓展锂电材料循环产业链的整体布局，龙头优势显著。**公司持续加码电解液、正极材料、锂电回收等业务的布局，并以磷、硫、氟、氯循环为基础，多种核心原材料自供为核心，不断优化产品结构和成本区间。电解液方面，公司电解液电解质的自供比例接近100%，且以LiFSI为首的添加剂自供比例有所提升。2022年8月公司新公示年产75,500t锂电基础材料建设项目，包括5万吨/年双氟磺酰亚胺锂、1万吨/年二氟草酸硼酸锂、1万吨/年六氟磷酸钠、5000吨固体六氟磷酸锂和500吨六氟磷酸钾，项目建设周期18个月，达产后预计可实现年平均营业收入78.69亿元，年平均净利润5.54亿元，该项目能够有效提升公司未来在新型电池电解液配方中的长期竞争力。正极材料方面，公司年产30万吨磷酸铁项目（一期）已于10月中旬投产，磷酸铁生产是公司一体化的循环产业布局中硫循环的重要一环，且副产物硫酸铵可作为化肥外售，因此公司的磷酸铁在产能、工艺、成本控制方面均处于行业领先地位。

**盈利预测、估值与评级：**公司此次收购暂未正式完成，我们暂不考虑对应的业绩增量，我们维持公司 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 57.92/65.76/81.79 亿元。公司在电解液、正极材料等领域都拥有较大规模的产能规划，伴随着后续在建/规划产能的逐步投产，公司作为新能源材料行业龙头将维持快速增长，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**产能建设风险，下游需求不及预期，产品价格波动风险。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,119	11,091	23,582	35,240	47,141
营业收入增长率	49.53%	169.26%	112.62%	49.44%	33.77%
净利润 (百万元)	533	2,208	5,792	6,576	8,179
净利润增长率	3165.21%	314.42%	162.26%	13.55%	24.37%
EPS (元)	0.98	2.30	3.01	3.41	4.25
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.74%	30.86%	46.44%	36.80%	33.10%
P/E	47	20	15	13	11
P/B	7.4	6.1	7.1	4.9	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-24，2020 年公司总股本为 5.46 亿股，2021 年公司总股本为 9.60 亿股，2022 年及以后公司总股本为 19.27 亿股。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,119	11,091	23,582	35,240	47,141
营业成本	2,678	7,211	14,736	24,575	33,679
折旧和摊销	284	410	497	584	673
税金及附加	38	78	189	282	377
销售费用	67	76	161	241	323
管理费用	242	355	755	1,128	1,509
研发费用	168	378	804	1,202	1,607
财务费用	73	38	6	-2	-30
投资收益	-6	-2	100	100	100
营业利润	634	2,672	6,901	7,824	9,710
利润总额	626	2,702	6,930	7,853	9,739
所得税	126	394	1,040	1,178	1,461
净利润	500	2,307	5,891	6,675	8,278
少数股东损益	-32	99	99	99	99
归属母公司净利润	533	2,208	5,792	6,576	8,179
EPS(元)	0.98	2.30	3.01	3.41	4.25

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	632	2,047	3,511	6,176	7,821
净利润	533	2,208	5,792	6,576	8,179
折旧摊销	284	410	497	584	673
净营运资金增加	422	1,155	4,032	2,146	2,191
其他	-606	-1,728	-6,809	-3,130	-3,222
投资活动产生现金流	-397	-1,758	-1,000	-1,013	-1,000
净资本支出	-355	-1,609	-1,100	-1,113	-1,100
长期投资变化	7	-14	0	0	0
其他资产变化	-49	-135	100	100	100
融资活动现金流	-124	1,553	-928	-1,292	-1,305
股本变化	-2	414	967	0	0
债务净变化	-51	-93	-444	-117	0
无息负债变化	167	4,147	916	3,584	3,565
净现金流	107	1,836	1,583	3,871	5,515

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	35.0%	35.0%	37.5%	30.3%	28.6%
EBITDA 率	37.2%	33.2%	31.8%	24.1%	22.1%
EBIT 率	29.9%	29.4%	29.7%	22.4%	20.7%
税前净利润率	15.2%	24.4%	29.4%	22.3%	20.7%
归母净利润率	12.9%	19.9%	24.6%	18.7%	17.4%
ROA	8.3%	16.6%	29.8%	23.2%	21.1%
ROE (摊薄)	15.7%	30.9%	46.4%	36.8%	33.1%
经营性 ROIC	21.5%	41.9%	51.7%	47.3%	49.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	41%	47%	35%	36%	36%
流动比率	1.35	1.51	2.20	2.28	2.42
速动比率	1.08	1.30	2.08	2.16	2.30
归母权益/有息债务	3.51	8.21	29.16	57.46	79.47
有形资产/有息债务	5.68	15.14	44.53	89.91	123.59

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	6,010	13,899	19,784	28,749	39,257
货币资金	312	2,148	3,731	7,602	13,117
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,343	3,386	7,198	10,757	14,390
应收票据	5	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	16	22	47	71	95
存货	550	1,252	737	1,229	1,684
其他流动资产	514	2,085	2,085	2,085	2,085
流动资产合计	2,822	9,252	14,534	22,969	33,051
其他权益工具	308	302	302	302	302
长期股权投资	131	30	30	30	30
固定资产	1,914	2,493	2,817	3,094	3,310
在建工程	234	955	1,091	1,193	1,270
无形资产	409	531	573	611	645
商誉	37	0	0	0	0
其他非流动资产	48	138	138	138	138
非流动资产合计	3,189	4,648	5,250	5,780	6,207
总负债	2,475	6,529	7,001	10,469	14,034
短期借款	548	444	0	0	0
应付账款	851	2,240	4,577	7,634	10,461
应付票据	58	126	258	430	590
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	252	257	257	257	257
流动负债合计	2,097	6,146	6,617	10,085	13,650
长期借款	317	311	311	311	311
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	33	38	38	38	38
非流动负债合计	378	384	384	384	384
股东权益	3,536	7,370	12,783	18,280	25,223
股本	546	960	1,927	1,927	1,927
公积金	1,068	3,109	2,724	2,882	2,882
未分配利润	1,667	3,291	8,023	13,264	20,108
归属母公司权益	3,386	7,157	12,471	17,869	24,713
少数股东权益	150	213	312	411	510

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.62%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%
管理费用率	5.87%	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%
财务费用率	1.77%	0.35%	0.03%	-0.01%	-0.06%
研发费用率	4.09%	3.41%	3.41%	3.41%	3.41%
所得税率	20%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.20	0.50	0.61	0.69	0.86
每股经营现金流	1.16	2.13	1.82	3.21	4.06
每股净资产	6.20	7.46	6.47	9.27	12.83
每股销售收入	7.54	11.56	12.24	18.29	24.47

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	47	20	15	13	11
PB	7.4	6.1	7.1	4.9	3.6
EV/EBITDA	17.3	12.0	11.7	10.1	7.8
股息率	0.4%	1.1%	1.3%	1.5%	1.9%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE