

天赐材料 (002709)

2023 年报点评：Q4 业绩符合预期，预计 24 年电解液盈利见底

买入（维持）

2024 年 03 月 26 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

研究助理 孙瀚博

执业证书：S0600123040064
sunhb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	22,317	15,405	14,690	19,231	24,762
同比	101.22%	-30.97%	-4.64%	30.91%	28.76%
归母净利润（百万元）	5,714	1,891	1,213	2,106	3,104
同比	158.77%	-66.92%	-35.82%	73.57%	47.40%
EPS-最新摊薄（元/股）	2.97	0.98	0.63	1.09	1.61
P/E（现价&最新摊薄）	6.74	20.38	31.75	18.29	12.41

投资要点

■ 公司发布 2023 年报，23 年营收 154 亿元，同减 31%，归母净利 19 亿元，同减 67%，扣非净利 18 亿元，同减 67%，23 年毛利率为 26%，同减 12pct。其中 23Q4 收入 33 亿元，环减 21%，归母净利 1.4 亿元，环减 70%，23Q4 毛利率 17%，环减 7.3pct。23Q4 其他收益 0.95 亿元，环增 169%，主要为增值税的加计扣除和补助，且 23Q4 计提碳酸锂及正极减值 1.5 亿元。

■ 六氟降价导致电解液盈利承压，24 年单位盈利预计下降至约 0.2 万元。出货方面，公司 23 年电解液出货 39.6 万吨，同增 24%，国内市占率 36.4%，其中 23Q4 我们预计出货 11 万吨+，环降约 5%，24 年 3 月起公司排产明显起量，我们预计 24Q1 出货近 9 万吨，环降约 20%，预计 24 年出货 50 万吨+，维持 25% 增长。盈利来看，我们预计 23 年电解液单吨盈利近 0.5 万元，同降约 65%，其中 23Q4 电解液业务贡献利润 3.2-3.3 亿元，对应单吨净利 0.3 万元左右，环降约 20%，主要系 23 年 9 月起六氟降价。24Q1 六氟价格见底，且碳酸锂涨价，六氟报价跟随小幅反弹。公司六氟仍有 1-2 万元/吨成本优势，对应增厚电解液单吨利润 0.1-0.2 万元，叠加 LIFSI 添加比例提升+导入核心铁锂客户，快充提升添加比例至 3%-5%，添加剂 DTD、ODFP 等新增产能落地，我们预计 24 年单吨利润下降至约 0.2 万元。

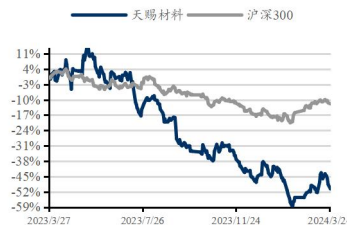
■ 磷酸铁 23Q4 计提减值，日化业务稳定贡献利润增量。我们预计 23Q4 磷酸铁及铁锂亏损 1.5 亿元，其中经营性亏损 0.6 亿元+，减值计提 0.8 亿元+，目前公司高价库存基本计提完毕，24 年规模化后有望实现盈亏平衡。此外，日化材料 23 年收入 10 亿元，同降 10%，销量 10.9 万吨，同增 12%，毛利率 36%，同增 6pct，我们预计 23 年贡献 2.5 亿元左右利润，24-25 年维持稳定增长。

■ 23 年资本开支放缓，存货显著下降。23 年公司费用 15 亿元，期间费用率 10%，同增 3pct，其中 23Q4 期间费用 3.2 亿元，环减 26%，23Q4 费用率 9.7%，环减 0.7pct。23 年底存货 12 亿元，较年初下降 51%，较 23Q3 末下降 34%；23 年经营活动净现金流净额 23 亿元，同降 45%，资本开支 31 亿元，同降 16%，在建工程 20 亿元，较年初降 22%。

■ 盈利预测与投资评级：考虑公司产品价格下降，我们下调公司 2024 年，上调 2025 年，新增 2026 年归母净利润预测至 12.13/21.06/31.04 亿元（2024-2025 年原预期为 15.62/20.69 亿元），同比-36%/+74%/+47%，对应 PE 为 32x/18x/12x，考虑公司处于周期底部，未来价格恢复利润弹性较大，维持“买入”评级。

■ 风险提示：电动车销量不及预期，盈利水平不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.02
一年最低/最高价	16.07/47.68
市净率(倍)	2.93
流通 A 股市值(百万元)	27,725.43
总市值(百万元)	38,521.62

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.84
资产负债率(% ,LF)	43.36
总股本(百万股)	1,924.16
流通 A 股(百万股)	1,384.89

相关研究

《天赐材料(002709)：发布“质量回报双提升”行动方案，看好公司主业长期发展》

2024-02-05

《天赐材料(002709)：2023 年业绩预告点评：Q4 降价盈利承压，预计 24 年电解液盈利见底》

2024-01-31

天赐材料三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,936	11,657	13,929	17,647	营业总收入	15,405	14,690	19,231	24,762
货币资金及交易性金融资产	2,292	2,565	2,338	1,625	营业成本(含金融类)	11,412	11,635	14,991	19,009
经营性应收款项	5,747	6,288	8,203	11,910	税金及附加	101	97	127	163
存货	1,172	2,072	2,670	3,385	销售费用	101	103	119	154
合同资产	0	0	0	0	管理费用	640	646	769	891
其他流动资产	726	731	719	728	研发费用	646	632	731	867
非流动资产	14,041	14,082	13,864	13,514	财务费用	149	154	126	129
长期股权投资	401	391	391	391	加:其他收益	147	118	115	149
固定资产及使用权资产	7,430	7,313	7,324	7,201	投资净收益	38	48	77	74
在建工程	2,013	2,013	1,613	1,213	公允价值变动	1	10	10	10
无形资产	1,215	1,388	1,561	1,734	减值损失	(207)	(180)	(60)	(50)
商誉	215	215	215	215	资产处置收益	8	1	2	2
长期待摊费用	36	36	35	34	营业利润	2,343	1,420	2,512	3,736
其他非流动资产	2,731	2,726	2,726	2,726	营业外净收支	(19)	(14)	(9)	(9)
资产总计	23,977	25,739	27,794	31,161	利润总额	2,324	1,406	2,503	3,727
流动负债	5,944	7,020	7,516	8,554	减:所得税	482	211	375	559
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,681	100	100	100	净利润	1,842	1,195	2,127	3,168
经营性应付款项	3,421	3,488	4,494	5,698	减:少数股东损益	(48)	(18)	21	63
合同负债	54	2,327	1,499	950	归属母公司净利润	1,891	1,213	2,106	3,104
其他流动负债	788	1,105	1,423	1,805	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.98	0.63	1.09	1.61
非流动负债	4,453	4,453	4,453	4,453	EBIT	2,456	1,577	2,494	3,679
长期借款	894	894	894	894	EBITDA	3,183	2,703	3,792	5,120
应付债券	3,302	3,302	3,302	3,302	毛利率(%)	25.92	20.80	22.05	23.24
租赁负债	31	31	31	31	归母净利率(%)	12.27	8.26	10.95	12.54
其他非流动负债	225	225	225	225	收入增长率(%)	(30.97)	(4.64)	30.91	28.76
负债合计	10,397	11,472	11,969	13,007	归母净利润增长率(%)	(66.92)	(35.82)	73.57	47.40
归属母公司股东权益	13,355	14,059	15,596	17,863					
少数股东权益	225	207	228	292					
所有者权益合计	13,580	14,266	15,825	18,154					
负债和股东权益	23,977	25,739	27,794	31,161					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,274	3,792	1,613	1,399	每股净资产(元)	6.84	5.99	6.65	7.63
投资活动现金流	(3,893)	(1,161)	(1,030)	(1,032)	最新发行在外股份(百万股)	1,924	1,924	1,924	1,924
筹资活动现金流	(787)	(2,367)	(820)	(1,090)	ROIC(%)	10.44	7.04	10.94	14.67
现金净增加额	(2,402)	264	(238)	(723)	ROE-摊薄(%)	14.16	8.63	13.50	17.38
折旧和摊销	727	1,125	1,298	1,441	资产负债率(%)	43.36	44.57	43.06	41.74
资本开支	(3,100)	(1,213)	(1,107)	(1,107)	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.38	31.75	18.29	12.41
营运资本变动	(669)	1,060	(2,044)	(3,433)	P/B(现价)	2.93	3.34	3.01	2.62

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证50指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

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>