

# 德方纳米 (300769)

## 2022 年报点评: 业绩符合市场预期, 加码布局锰铁锂产能

买入 (维持)

2023 年 04 月 03 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 刘晓恬

执业证书: S0600121070056  
liuxt@dwzq.com.cn

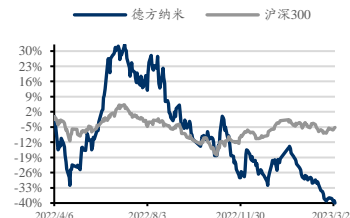
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	22,557	28,021	27,619	36,609
同比	355%	24%	-1%	33%
归属母公司净利润 (百万元)	2,380	2,005	2,825	3,936
同比	188%	-16%	41%	39%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	13.70	11.54	16.26	22.65
P/E (现价&最新股本摊薄)	14.08	16.72	11.86	8.52

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **2022 年归母净利润 23.8 亿元, 同比增长 188.36%, 业绩位于预告中值偏上, 符合市场预期。**2022 年公司营收 225.57 亿元, 同比增长 355.3%; 归母净利润 23.8 亿元, 同比增长 188.36%; 扣非净利润 23.19 亿元, 同比增长 191.7%; 22 年毛利率为 20.05%, 同比减少 8.81pct; 净利率为 10.67%, 同比减少 5.94pct。Q4 计提资产减值损失 2.2 亿, 若加回, 22 年归母净利润为 26 亿元, 此前公司预告 2022 年归母净利润 23.6-25.5 亿元, 业绩位于预告中值偏上, 符合市场预期。
- **22 年铁锂销售 17 万吨, 23 年有望维持 50%+ 增长, 盈利水平逐步回归正常。**22 年公司铁锂销 17.2 万吨, 同增 89%, 其中 Q4 预计 5.2 万吨, 环增 5%; 公司现有 26.5 万吨产能, 宜宾时代 8 万吨 23H2 投产, 预计 23 年出 30 万吨左右, 权益预计 28 万吨左右, 同增近 70%。盈利方面, 22 年单吨盈利 1.4 万元, 其中 Q4 约 1.15 万元, 环比微增。23 年初铁锂加工费下调 2000-3000 元, 磷酸铁价格由 2 万/吨回调至 1.5 万/吨, 考虑公司一体化布局及成本优势, 预计 23 年单位盈利可维持 7000 元以上。
- **加码布局锰铁锂产能, 新产品打开成长空间。**锰铁锂进展顺利, 曲靖德方 11 万吨锰铁锂产能于 22 年 9 月底进入试生产阶段, 预计 23 年 Q2 开始出货, Q3 有望实现装车, 全年出货预计 3-5 万吨, 主要应用于动力电池, 且盈利水平预计明显好于铁锂正极。公司现有产能规划 44 万吨, 此次公司公告拟投资 25 亿元于会泽县建设 11 万吨锰铁锂正极产能, 锰铁锂总规划产能高达 55 万吨, 彰显公司信心。此外, 公司布局正极补锂剂, 现已规划 5 万吨补锂剂产能, 预计 22 年底小批量投产 5000 吨, 23H2 满产, 预计全年出货 3000 吨左右, 开始贡献盈利。
- **存货较年初明显增长, 经营活动现金流承压。**22 年公司期间费用 13 亿元, 同增 212%, 费用率 6%, 同降 3pct; 22 年公司存货为 51 亿元, 较年初增长 229%, 其中原材料 18.5 亿, 较年初增长 108%; 应收账款 44 亿元, 较年初增长 230%; 22 年公司经营活动净现金流净额为 -61 亿, 同 -896%; 账面现金为 35 亿元, 较年初增长 88%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑碳酸锂跌价产生减值损失, 我们下修公司 2023-2025 年的归母净利润至 20/28/39 亿元 (23-24 年原预期 25.6/33.6 亿元), 同比增长 -16%/41%/39%, 对应 17/12/9X, 给予 2023 年 28 倍 PE, 目标价 323.1 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电动车销量不及预期、竞争格局恶化。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	189.42
一年最低/最高价	186.25/575.00
市净率(倍)	3.73
流通 A 股市值(百万元)	29,307.04
总市值(百万元)	32,914.65

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	50.72
资产负债率(% ,LF)	63.36
总股本(百万股)	173.77
流通 A 股(百万股)	154.72

### 相关研究

《德方纳米(300769): 2022 年三季报点评: 业绩符合市场预期, 补锂剂及一体化再深化》  
2022-10-28

2022 年归母净利润 23.8 亿元，同比增长 188.36%，业绩位于预告中值偏上，符合市场预期。2022 年公司营收 225.57 亿元，同比增长 355.3%；归母净利润 23.8 亿元，同比增长 188.36%；扣非净利润 23.19 亿元，同比增长 191.7%；22 年毛利率为 20.05%，同比减少 8.81pct；净利率为 10.67%，同比减少 5.94pct。Q4 计提资产减值损失 2.2 亿，若加回，22 年归母净利润为 26 亿元，此前公司预告 2022 年归母净利润 23.6-25.5 亿元，业绩位于预告中值偏上，符合市场预期。

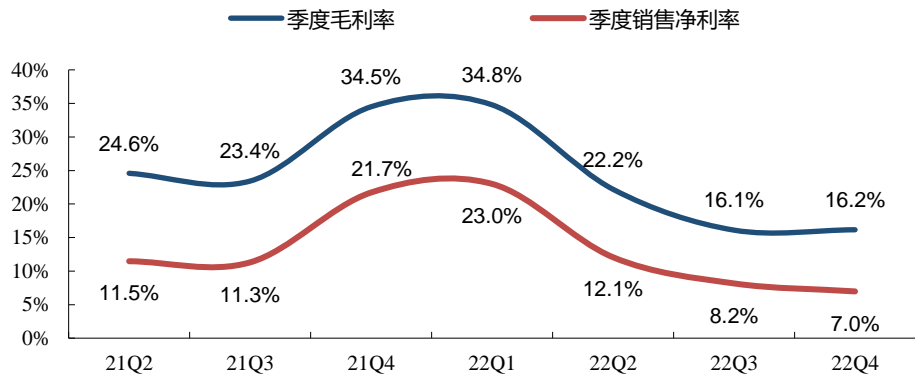
2022 年 Q4 公司实现归母净利润 5.53 亿元，环比微增。2022 年 Q4 公司实现营收 81.41 亿元，同比增加 216.7%，环比增长 18.69%；归母净利润 5.53 亿元，同比减少 0.71%，环比增长 0.89%，扣非归母净利润 5.42 亿元，同比减少 1.41%，环比增长 4.04%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 16.16%，同比减少 18.34pct，环比增长 0.05pct；归母净利率 6.79%，同比减少 14.86pct，环比减少 1.2pct；Q4 扣非净利率 6.65%，同比减少 14.72pct，环比减少 0.94pct。

图1: 分季度业绩情况

	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	8,141.1	6,859.2	4,182.9	3,373.9
-同比	216.70%	588.18%	446.91%	561.88%
毛利率	16.16%	16.11%	22.19%	34.78%
归母净利润(百万)	552.5	547.6	518.3	761.7
-同比	-0.71%	402.36%	514.00%	1402.77%
归母净利率	6.79%	7.98%	12.39%	22.58%
扣非归母净利润(百万)	541.6	520.6	500.99	755.54
-同比	-1.41%	392.12%	517.73%	2136.20%
扣非归母净利率	6.65%	7.59%	11.98%	22.39%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2: 分季度毛利率和销售净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

业绩分拆看，铁锂正极维持 20% 毛利率，合资子公司开始贡献利润。2022 年纳米磷酸铁锂营收 225.37 亿元，同比增长 357.8%，毛利率为 20.1%，同比下降 8.7pct。22 年公司铁锂销量 17.2 万吨，同比增长 89%，对应 22 年铁锂正极价格约 14.8 万元/吨（含税），同比增长 146%，H2 平均售价环增 25%，系碳酸锂采购价格大幅上涨所致。分子公司来看，纳米磷酸铁锂产品主要由全资子公司佛山德方、曲靖德方和控股子公司曲靖麟铁、德枋亿纬负责生产，合资子公司中，德枋亿纬 10 万吨 Q2 顺利投产，22 年营收 47.75 亿，净利润 0.4 亿元，曲靖麟铁 2 万吨满产满销，22 年营收 25 亿元，同比增长 270%，净利润 0.7 亿元。

图3：公司分业务经营情况

	2022				2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿元)	营收-同比	毛利率	毛利率-同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
纳米磷酸铁锂	225.37	357.8%	20.1%	-8.7%	150.14	16.2%	75.23	27.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：德方纳米子公司拆分

公司名称	2022					2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿元)	营收-同比	净利润 (亿元)	净利率	净利润-同比	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
佛山市德方纳米科技有限公司	60.80	164.6%	3.68	6.1%	209.2%	39.15	2.62	21.65	1.06
曲靖市德方纳米科技有限公司	169.06	406.3%	18.99	11.2%	179.7%	111.77	10.03	57.29	8.96
曲靖市麟铁科技有限公司	25.28	269.6%	0.72	2.8%	350.0%	15.32	0.55	9.96	0.17
曲靖市德枋亿纬有限公司	47.75	-	0.39	0.8%	-	47.75	0.30	0.00	0.09

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

22 年铁锂销售 17 万吨，23 年有望维持 50%+ 增长，盈利水平逐步回归正常。22 年公司铁锂销量 17.2 万吨，同比增长 89%，我们测算权益出货约 15-16 万吨左右，其中 Q4 铁锂出货预计 5.2 万吨，环增约 5%，权益出货预计近 5 万吨；看 23 年，公司现有 26.5 万吨产能，叠加 23 年宜宾时代 8 万吨 23H2 投产，预计 23 年出货 30 万吨左右，权益出货预计 28 万吨左右，同增近 70%。盈利方面，我们测算 2022 年单吨盈利 1.4 万元/吨左右，其中 Q4 单吨盈利约 1.15 万元/吨，环比持平微增。23 年初铁锂加工费下调 2000-3000 元，磷酸铁价格由 2 万/吨回调至 1.5 万/吨左右，我们预计铁锂正极单位盈利逐步回归正常，考虑公司一体化布局及技术领先带来成本优势，预计 23 年单位盈利可维持 7000 元以上。

加码布局锰铁锂产能，新产品打开成长空间。锰铁锂进展顺利，曲靖德方 11 万吨锰铁锂产能于 22 年 9 月底进入试生产阶段，预计 23 年 Q2 开始出货，Q3 有望实现装

车, 全年出货预计 3-5 万吨, 主要应用于动力电池, 且盈利水平预计明显好于铁锂正极。公司现有产能规划 44 万吨, 此次公司公告拟投资 25 亿元于会泽县建设 11 万吨锰铁锂正极产能, 锰铁锂总规划产能高达 55 万吨, 彰显公司信心。此外, 公司布局正极补锂剂, 现已规划 5 万吨补锂剂产能, 预计 22 年底小批量投产 5000 吨, 23H2 满产, 预计全年出货 3000 吨左右, 开始贡献盈利。

**公司整体费用控制良好, 费用率同比下降。**2022 年公司期间费用合计 12.88 亿元, 同比增长 211.91%, 费用率为 5.71%, 同比下降 2.82pct。2022 年销售费用 0.45 亿元, 销售费用率 0.2%, 同比减少 0.46pct; 管理费用 5.91 亿元, 管理费用率 2.62%, 同比减少 1.04pct; 财务费用 2.2 亿元, 财务费用率 0.97%, 同比增加 0.15pct; 研发费用 4.32 亿元, 研发费用率 1.92%, 同比减少 1.47pct。公司 2022 年计提资产减值损失 2.24 亿元; 计提信用减值损失 1.62 亿元。

图5: 分季度费用情况

单位: 百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
销售费用	8.96	9.63	11.87	14.73
-销售费用率	0.27%	0.23%	0.17%	0.18%
管理费用	113.59	142.87	139.63	194.86
-管理费用率	3.37%	3.42%	2.04%	2.39%
研发费用	100.21	94.21	141.51	96.42
-研发费用率	2.97%	2.25%	2.06%	1.18%
财务费用	30.90	42.47	72.27	74.01
-财务费用率	0.92%	1.02%	1.05%	0.91%
期间费用	253.67	289.17	365.29	380.02
-期间费用率	7.52%	6.91%	5.33%	4.67%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	-224.35
信用减值损失	-4.96	-56.53	-79.73	-20.65

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**存货较年初明显增长, 经营活动现金流承压。**2022 年公司存货为 51.33 亿元, 较年初增长 228.53%, 其中原材料 18.5 亿, 较年初增长 108%; 应收账款 43.67 亿元, 较年初增长 230.4%; 期末公司合同负债 5.92 亿元, 较年初增长 23.9%。2022 年公司经营活动净现金流净额为-61.36 亿元, 同比下滑 896.32%; 投资活动净现金流净额为-35.87 亿元, 同比下降 290.45%; 账面现金为 35.13 亿元, 较年初增长 88.23%, 短期借款 46.91 亿元, 较年初增长 370.89%。

**盈利预测与投资评级:** 考虑碳酸锂跌价产生减值损失, 我们下修公司 2023-2025 年的归母净利润至 20/28/39 亿元(23-24 年原预期 25.6/33.6 亿元), 同比增长-16%/41%/39%, 对应 17/12/9X, 给予 2023 年 28 倍 PE, 目标价 323.1 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 电动车销量不及预期、竞争格局恶化。

## 德方纳米三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>18,307</b>	<b>27,308</b>	<b>21,232</b>	<b>31,740</b>	<b>营业总收入</b>	<b>22,557</b>	<b>28,021</b>	<b>27,619</b>	<b>36,609</b>
货币资金及交易性金融资产	3,513	12,609	6,915	12,833	营业成本(含金融类)	18,035	23,295	22,454	30,133
经营性应收款项	9,084	7,676	7,526	9,982	税金及附加	73	91	90	119
存货	5,133	6,382	6,152	8,256	销售费用	45	56	55	66
合同资产	0	0	0	0	管理费用	591	729	690	732
其他流动资产	577	640	639	669	研发费用	432	560	552	586
<b>非流动资产</b>	<b>10,787</b>	<b>13,280</b>	<b>15,280</b>	<b>16,973</b>	财务费用	220	179	93	5
长期股权投资	98	108	118	128	加:其他收益	56	70	55	59
固定资产及使用权资产	5,233	7,043	8,851	10,352	投资净收益	-4	11	11	15
在建工程	3,581	3,971	3,971	3,971	公允价值变动	8	0	10	10
无形资产	385	668	851	1,034	减值损失	-386	-455	-100	-100
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-2	0	0	0
长期待摊费用	223	223	222	221	<b>营业利润</b>	<b>2,832</b>	<b>2,736</b>	<b>3,660</b>	<b>4,951</b>
其他非流动资产	1,267	1,267	1,267	1,267	营业外净收支	-6	2	2	7
<b>资产总计</b>	<b>29,094</b>	<b>40,587</b>	<b>36,512</b>	<b>48,712</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,826</b>	<b>2,738</b>	<b>3,662</b>	<b>4,958</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,243</b>	<b>23,127</b>	<b>16,193</b>	<b>24,533</b>	减:所得税	418	411	549	744
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,904	8,367	1,956	5,462	<b>净利润</b>	<b>2,407</b>	<b>2,327</b>	<b>3,113</b>	<b>4,215</b>
经营性应付款项	7,179	9,847	9,492	12,738	减:少数股东损益	27	322	288	278
合同负债	592	815	786	1,055	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,380</b>	<b>2,005</b>	<b>2,825</b>	<b>3,936</b>
其他流动负债	568	4,097	3,959	5,278	每股收益-最新股本摊薄(元)	13.70	11.54	16.26	22.65
非流动负债	4,192	4,192	4,192	4,192	EBIT	3,050	3,289	3,776	4,973
长期借款	2,478	2,478	2,478	2,478	EBITDA	3,431	3,908	4,786	6,291
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.05	16.86	18.70	17.69
租赁负债	796	796	796	796	归母净利率(%)	10.55	7.16	10.23	10.75
其他非流动负债	918	918	918	918	收入增长率(%)	355.30	24.22	-1.43	32.55
<b>负债合计</b>	<b>18,435</b>	<b>27,319</b>	<b>20,385</b>	<b>28,725</b>	归母净利润增长率(%)	188.36	-15.77	40.92	39.33
归属母公司股东权益	8,813	11,100	13,671	17,253					
少数股东权益	1,846	2,169	2,456	2,734					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,659</b>	<b>13,269</b>	<b>16,127</b>	<b>19,987</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>29,094</b>	<b>40,587</b>	<b>36,512</b>	<b>48,712</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-6,136	9,992	4,410	6,110	每股净资产(元)	50.72	63.88	78.68	99.30
投资活动现金流	-3,587	-3,099	-2,997	-2,988	最新发行在外股份(百万股)	174	174	174	174
筹资活动现金流	10,741	2,203	-7,118	2,787	ROIC(%)	20.61	12.50	13.87	16.88
现金净增加额	1,018	9,096	-5,705	5,909	ROE-摊薄(%)	27.01	18.06	20.67	22.82
折旧和摊销	381	619	1,010	1,318	资产负债率(%)	63.36	67.31	55.83	58.97
资本开支	-2,552	-3,098	-2,998	-2,993	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.08	16.72	11.86	8.52
营运资本变动	-9,955	2,601	-105	-1,145	P/B(现价)	3.80	3.02	2.45	1.94

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>

