

净利润环比提升, 关注开工率反弹拐点

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年一季报, 23Q1 实现收入 191.1 亿元, 同比+45%, 环比+33%; 实现归母净利润 10.2 亿元, 同比-15%, 环比+14%; 实现扣非归母净利润 10.0 亿元, 同比-16%, 环比-6%。
- **新能源及前驱体业务加速成长, 毛利率显著增加。量:** 2022 年, 公司实现正极材料销售 8.9 万吨, 同比+57%; 其中, 三元正极材料总出货量 8.0 万吨, 同比+69%; 8 系及 9 系以上高镍出货量 6.6 万吨, 占比超 83%; 9 系以上超高镍出货量 3.3 万吨, 同比+1005%, 占比超 41%。公司产品高端化趋势显著, 单位价值量有望稳步提升。此外, 三元前驱体销售 9.9 万吨(含自供), 同比+43%, 高镍产品占比伴随高镍正极产品出货稳步提升。23Q1, 公司三元前驱体、正极材料产品销量进一步同比增加, 贡献营业收入主要增量。**价:** 2022 年, 公司正极材料均价 25.6 万元/吨, 三元前驱体均价 11.7 万元/吨。据 BAIINFO 披露, 主要受原材料碳酸锂跌价影响, 23Q1 811 三元材料均价下跌超 25%。考虑当前碳酸锂价格止跌企稳, 全年 811 三元材料价格有望维持 25 万元/吨水平, 较 22H2 下跌约 35%。**利:** 2022 年, 公司新能源业务毛利率显著增长, 正极材料毛利率+1.7pp 达 13.3%, 三元前驱体毛利率+5.4pp 达 20.6%。经测算, 23Q1 正极材料单位利润下降约 0.2 万元/吨, 或对公司盈利能力也形成一定拖累。**客户开拓:** 2023 年来, 公司与 POSCO FUTURE M、LG 化学等签署投资谅解备忘录公告, 拟在韩国投资设立前驱体及其原材料工厂, 进一步落实产能国际化事宜, 有助于规避未来风险。
- **资源业务稳健发展, 为一体化保驾护航。**22Q4 华科公司 4.5 万吨镍金属量高冰镍项目投料试产, 并于 23Q1 基本实现达产; 华飞公司 12 万吨镍金属量红土镍矿湿法冶炼项目按计划顺利推进, 华山 12 万吨镍金属量红土镍矿湿法冶炼项目和 Pomalaa 湿法冶炼项目前期工作有序展开; 津巴布韦 Arcadia 锂矿项目快速建设, 23Q1 项目正式投料试生产并成功产出第一批产品。此外, 公司积极布局锂电池循环回收业务, 子公司华友衢州、资源再生和江苏华友均已进入工信部“回收白名单”, 随着未来 3 年内第一批装车锂电大规模退役, 锂电回收业务有望成为公司另一增长极。
- **铜钴产品价格下跌造成一定业绩拖累。**铜: 22H2 以来, LME 铜价处于近几年历史地位, 导致公司铜产品毛利率显著下降。2022 年, 公司铜产品毛利率同比-13pp 达 36.1%; 23Q1, LME 铜均价达 8927 美元/吨, 环比+926 美元/吨。钴: 近年来, 随着锂电池高镍化、无钴化趋势推进, 叠加消费电子市场低迷, 钴需求逐步减少, 截至 2022 年底, MB 低品位钴价格跌幅达 44%。2022 年, 公司钴产品毛利率-5.2pp 达 36.3%。23Q1, MB 标准级钴均价达 17.0 美元/磅, 环比-5.9 美元/磅。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2023-2025 年 EPS 分别为 4.41 元、5.82 元、6.49 元, 对应 PE 分别为 12 倍、9 倍、8 倍。公司 23 年规划目标积极, 新增产能持续落地, 看好全年加速成长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品价格波动风险, 汇兑风险, 环境保护风险, 技术研发的不确定性风险, 管理风险, 跨国经营风险, 下游需求不及预期风险。

指标年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	63033.79	89664.93	106099.49	117299.49
增长率	78.48%	42.25%	18.33%	10.56%
归属母公司净利润(百万元)	3909.88	7051.43	9313.05	10385.41
增长率	0.32%	80.35%	32.07%	11.51%
每股收益 EPS(元)	2.44	4.41	5.82	6.49
净资产收益率 ROE	17.46%	24.39%	14.60%	22.37%
PE	21	12	9	8
PB	3.21	2.78	2.20	1.80

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	15.99
流通 A 股(亿股)	15.80
52 周内股价区间(元)	46.87-106.66
总市值(亿元)	831.72
总资产(亿元)	759.54
每股净资产(元)	16.88

相关研究

1. 华友钴业(603799): 专注三元一体化布局, 钴镍产品盈利能力提升 (2022-07-12)
2. 华友钴业(603799): 盈利能力稳固, 股权激励+员工持股指引长期成长 (2022-05-05)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2023-2025 年公司正极材料销量分别为 20/28/35 万吨，2023-2025 年公司三元前驱体销量分别为 20/28/35 万吨，其他业务基本维持稳定。

假设 2：2023-2025 年公司正极材料价格分别为 18/16/15 万元/吨，2023-2025 年公司三元前驱体价格分别为 11/10/9 万元/吨，碳酸锂价格较 2022 年均价-50%，其他业务基本维持稳定；

假设 3：各业务毛利率维持历史平均水平；

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
正极材料	收入	22802	36000	44800	52500
	增速	379%	58%	24%	17%
	毛利率	13%	14%	14%	14%
三元前驱体	收入	9929	22000	28000	31500
	增速	72%	122%	27%	13%
	毛利率	21%	21%	21%	21%
其他	收入	30303	31665	33299	33299
	增速	22%	4%	5%	0%
	毛利率	22%	22%	22%	22%
合计	收入	63034	89665	106099	117299
	增速	78%	42%	18%	11%
	毛利率	19%	18%	18%	18%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 897 亿元 (+42%)、1061 亿元 (+18%) 和 1173 亿元 (+11%)，归母净利润分别为 71 亿元 (+80%)、93 亿元 (+32%)、104 亿元 (+12%)，EPS 分别为 4.41 元、5.82 元、6.49 元，对应动态 PE 分别为 12 倍、9 倍、8 倍。

综合考虑业务范围，选取了锂电池行业 4 家上市公司作为估值参考，其中当升科技和中伟股份为三元正极行业龙头，已实现全国化布局，体量较大，且多品类覆盖；格林美专注循环业务，对标公司未来回收业务成长性；宁德时代为下游龙头与重要客户，象征行业成长性。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300073.SZ	当升科技	271.03	53.51	4.46	4.40	5.34	6.23	13	12	10	9
300919.SZ	中伟股份	415.19	61.91	2.30	3.24	4.58	5.63	29	19	14	11
002340.SZ	格林美	361.03	7.03	0.25	0.44	0.55	0.58	29	16	13	12
300750.SZ	宁德时代	10,148.84	230.85	12.58	10.63	14.11	18.22	31	22	16	13
平均值								26	17	13	11
603799.SH	华友钴业	831.72	52.00	2.44	4.41	5.82	6.49	21	12	9	8

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2023 年估值为 12 倍，行业平均值为 17 倍，显著低于行业平均估值水平。伴随公司未来一体化布局日益丰满，出海产能逐步落地，看好利润端进一步的弹性释放，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	63033.79	89664.93	106099.49	117299.49	净利润	5706.81	9551.43	12313.05	13885.41
营业成本	51313.70	73234.69	86812.61	96238.11	折旧与摊销	1903.07	2453.03	2453.03	2453.03
营业税金及附加	475.54	627.65	689.65	703.80	财务费用	1325.94	1793.30	1591.49	1759.49
销售费用	76.36	89.66	106.10	117.30	资产减值损失	-1292.30	500.00	300.00	200.00
管理费用	1962.55	5200.57	5941.57	6451.47	经营营运资本变动	3731.73	-2937.01	1398.83	82.64
财务费用	1325.94	1793.30	1591.49	1759.49	其他	-8461.45	-2377.95	-2630.26	-3145.29
资产减值损失	-1292.30	500.00	300.00	200.00	经营活动现金流净额	2913.81	8982.80	15426.14	15235.29
投资收益	1359.67	2000.00	2500.00	3000.00	资本支出	-19438.39	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	-147.50	0.00	0.00	0.00	其他	-4917.54	2000.00	2500.00	3000.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-24355.94	1000.00	1500.00	2000.00
营业利润	6074.77	10219.05	13158.07	14829.32	短期借款	3936.04	-5825.02	-6194.81	0.00
其他非经营损益	-43.57	-57.95	-59.08	-57.61	长期借款	5189.52	0.00	0.00	0.00
利润总额	6031.20	10161.10	13098.99	14771.71	股权融资	558.66	0.00	0.00	0.00
所得税	324.38	609.67	785.94	886.30	支付股利	-366.29	-781.98	-1410.29	-1862.61
净利润	5706.81	9551.43	12313.05	13885.41	其他	14383.85	-9845.09	-1591.49	-1759.49
少数股东损益	1796.93	2500.00	3000.00	3500.00	筹资活动现金流净额	23701.79	-16452.09	-9196.59	-3622.10
归属母公司股东净利润	3909.88	7051.43	9313.05	10385.41	现金流量净额	2471.25	-6469.28	7729.56	13613.19
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	15435.78	8966.49	16696.05	30309.23	成长能力				
应收和预付款项	10088.32	13388.75	16392.73	18063.33	销售收入增长率	78.48%	42.25%	18.33%	10.56%
存货	17692.02	25199.98	29881.39	33131.13	营业利润增长率	23.94%	68.22%	28.76%	12.70%
其他流动资产	6353.82	4597.87	5394.42	5937.26	净利润增长率	41.83%	67.37%	28.91%	12.77%
长期股权投资	7914.62	7914.62	7914.62	7914.62	EBITDA 增长率	43.46%	55.48%	18.92%	10.69%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	40196.14	39184.79	38173.43	37162.08	毛利率	18.59%	18.32%	18.18%	17.96%
无形资产和开发支出	4525.22	4091.47	3657.72	3223.97	三费率	8.05%	7.90%	7.20%	7.10%
其他非流动资产	8386.51	8378.58	8370.64	8362.71	净利率	9.05%	10.65%	11.61%	11.84%
资产总计	110592.42	111722.54	126481.01	144104.35	ROE	17.46%	24.39%	24.60%	22.37%
短期借款	12019.82	6194.81	0.00	0.00	ROA	5.16%	8.55%	9.74%	9.64%
应付和预收款项	27113.39	33061.84	41471.87	45933.62	ROIC	20.04%	25.02%	29.85%	34.24%
长期借款	11927.78	11927.78	11927.78	11927.78	EBITDA/销售收入	14.76%	16.13%	16.21%	16.23%
其他负债	26848.95	21380.05	23020.53	24159.32	营运能力				
负债合计	77909.94	72564.47	76420.18	82020.72	总资产周转率	0.75	0.81	0.89	0.87
股本	1599.68	1599.46	1599.46	1599.46	固定资产周转率	3.29	3.56	4.57	5.54
资本公积	10398.51	10398.72	10398.72	10398.72	应收账款周转率	9.60	9.31	8.75	8.31
留存收益	12232.12	18501.58	26404.34	34927.14	存货周转率	3.83	3.41	3.15	3.05
归属母公司股东权益	25893.16	29868.75	37771.51	46294.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.00%	—	—	—
少数股东权益	6789.32	9289.32	12289.32	15789.32	资本结构				
股东权益合计	32682.48	39158.07	50060.83	62083.63	资产负债率	70.45%	64.95%	60.42%	56.92%
负债和股东权益合计	110592.42	111722.54	126481.01	144104.35	带息债务/总负债	38.85%	33.69%	23.88%	22.25%
					流动比率	0.93	1.08	1.32	1.52
					速动比率	0.60	0.56	0.74	0.94
					股利支付率	9.37%	11.09%	15.14%	17.93%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	9303.78	14465.38	17202.59	19041.84	每股收益	2.44	4.41	5.82	6.49
PE	21.27	11.80	8.93	8.01	每股净资产	16.19	18.67	23.62	28.94
PB	3.21	2.78	2.20	1.80	每股经营现金	1.82	5.62	9.64	9.53
PS	1.32	0.93	0.78	0.71	每股股利	0.23	0.49	0.88	1.16
EV/EBITDA	10.23	6.23	4.43	3.29					
股息率	0.44%	0.94%	1.70%	2.24%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrty@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn