

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

电解液龙头盈利稳健，一体化配套跟进

2023年8月16日

事件: 公司 2023 年上半年实现营业收入 79.87 亿元, 同比减少 22.93%; 归母净利润 12.88 亿元, 同比减少 55.67%; 实现扣非归母净利润 12.71 亿元, 同比减少 55.97%。2023Q2 公司实现营业收入 36.73 亿元, 同比减少 29.57%; 归母净利润 5.94 亿元, 同比减少 57.85%; 实现扣非归母净利润 5.85 亿元, 同比减少 57.97%。

点评:

- **电解液龙头盈利稳健。** 2023 年上半年公司毛利率 30.43%, 同比-29.30pct, 净利率 15.42%, 同比-46.33pct。2023Q2 公司毛利率 30.31%, 同比-27.93pct, 净利率 14.47%, 同比-47.87pct。我们预计 2023Q2 公司电解液出货 9 万吨, 同比增长约 39%, 吨净利约 0.6 万元/吨左右, 环比下滑。2023H1 受益于灵活销售策略, 日化材料及特种化学品盈利改善, 毛利率 36.03%, 同比+8.25pct。
- **受益产业链一体化、产品高端化, 公司 Q2 盈利稳健。** 一体化方面, 公司六氟磷酸锂、LiFSI 自供比例达到 92% 以上, 部分核心添加剂自供比例达到 80% 以上。高端化方面, 公司核心磷酸铁锂电池客户已批量导入 LiFSI, 随着 4C 快充、4680 大圆柱电池的快速上量, 公司预计 LiFSI 的添加比例及使用量将稳步、快速提升。
- **海外市场持续推进。** 公司欧洲本地客户导入顺利, 德国 OEM 工厂开始批量生产及供货; 北美电解液项目持续推进。公司本次发行 GDR 募集资金 59.78 亿元, 公司预计新增境内基础 A 股股份数为 2.89 亿股, 不超过发行前总股本比例约 15%, 将为摩洛哥、美国基地的建设提供资金来源。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年实现营收 221/260/338 亿元, 归母净利润分别为 33/46/61 亿元, 同比增长-41.9%、38.5%、33.0%。截至 8 月 15 日市值对应 23、24 年 PE 估值分别是 21/15 倍, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 新能源车需求不及预期风险; 锂电池技术迭代变化风险; 原材料价格波动超预期风险; 公司 GDR 发行不及预期风险; 环保及安全生产风险等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	11,091	22,317	22,069	26,005	33,786
增长率 YoY %	169.3%	101.2%	-1.1%	17.8%	29.9%
归属母公司净利润 (百万元)	2,208	5,714	3,320	4,598	6,115
增长率 YoY%	314.4%	158.8%	-41.9%	38.5%	33.0%
毛利率%	35.0%	38.0%	28.4%	29.9%	30.1%
净资产收益率ROE%	30.9%	45.5%	21.2%	22.7%	23.2%
EPS(摊薄)(元)	1.18	2.99	1.72	2.39	3.18
市盈率 P/E(倍)	97.16	14.67	20.83	15.04	11.31
市净率 P/B(倍)	15.38	6.74	4.41	3.41	2.62

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 8 月 15 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,252	15,179	19,203	22,097	30,263
货币资金	2,148	4,664	7,355	7,927	11,952
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	3,386	4,634	5,412	6,357	8,261
预付账款	360	343	395	456	591
存货	1,252	2,374	1,982	2,646	3,509
其他	2,107	3,165	4,060	4,711	5,950
非流动资产	4,648	10,352	11,445	11,998	12,427
长期股权投资	30	190	390	390	390
固定资产(合计)	2,493	4,381	4,885	4,967	4,991
无形资产	531	824	1,006	1,088	1,167
其他	1,593	4,957	5,164	5,554	5,879
资产总计	13,899	25,531	30,648	34,094	42,690
流动负债	6,146	8,528	10,404	9,098	11,389
短期借款	444	798	698	598	498
应付票据	126	47	65	75	97
应付账款	2,240	4,674	5,196	5,991	7,766
其他	3,335	3,010	4,446	2,434	3,029
非流动负债	384	4,165	4,215	4,265	4,315
长期借款	311	776	826	876	926
其他	73	3,389	3,389	3,389	3,389
负债合计	6,529	12,693	14,619	13,363	15,705
少数股东权益	213	292	367	471	610
归属母公司股东权益	7,157	12,546	15,662	20,260	26,375
负债和股东权益	13,899	25,531	30,648	34,094	42,690

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,091	22,317	22,069	26,005	33,786
同比(%)	169.3%	101.2%	-1.1%	17.8%	29.9%
归属母公司净利润	2,208	5,714	3,320	4,598	6,115
同比(%)	314.4	158.8%	-41.9%	38.5%	33.0%
毛利率(%)	35.0%	38.0%	28.4%	29.9%	30.1%
ROE%	30.9%	45.5%	21.2%	22.7%	23.2%
EPS(摊薄)(元)	1.18	2.99	1.72	2.39	3.18
P/E	97.16	14.67	20.83	15.04	11.31
P/B	15.38	6.74	4.41	3.41	2.62
EV/EBITDA	32.11	11.65	13.59	10.16	7.36

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,09	22,317	22,069	26,005	33,786
营业成本	7,211	13,843	15,805	18,224	23,621
营业税金及附加	78	158	154	182	237
销售费用	76	109	110	130	169
管理费用	355	547	662	780	1,014
研发费用	378	894	861	1,040	1,385
财务费用	38	21	112	53	41
减值损失合计	-241	-40	-438	-130	-62
投资净收益	-2	140	66	78	101
其他	-38	28	1	-12	-2
营业利润	2,672	6,872	3,994	5,532	7,357
营业外收支	29	0	0	0	0
利润总额	2,702	6,872	3,994	5,532	7,357
所得税	394	1,027	599	830	1,104
净利润	2,307	5,844	3,395	4,702	6,254
少数股东损益	99	130	75	104	139
归属母公司净利润	2,208	5,714	3,320	4,598	6,115
EBITDA	3,387	7,277	4,906	6,499	8,418
EPS(当年)(元)	1.18	2.99	1.72	2.39	3.18

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,047	4,164	5,109	2,353	5,783
净利润	2,307	5,844	3,395	4,702	6,254
折旧摊销	421	512	876	1,018	1,159
财务费用	41	66	214	215	215
投资损失	2	-140	-66	-78	-101
营运资金变动	-991	-2,133	187	-3,723	-1,909
其它	266	15	503	219	165
投资活动现金流	-1,758	-5,107	-1,936	-1,517	-1,492
资本支出	-1,609	-3,637	-2,896	-1,595	-1,593
长期投资	-149	-1,474	-280	0	0
其他	1	5	1,239	78	101
筹资活动现金流	1,553	3,451	-482	-265	-265
吸收投资	2,044	108	0	0	0
借款	664	1,836	-50	-50	-50
支付利息或股息	-147	-515	-214	-215	-215
现金流净增加额	1,836	2,519	2,691	572	4,026

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，伦敦卡斯商学院金融硕士，3年行业研究经验，2022年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责电力设备及储能行业研究。

陈政洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

李宇霆，团队成员，澳洲国立大学经济学硕士，上海财经大学学士，2023年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。