

振华新材 (688707)

2023 年中报点评: Q2 业绩低于预期, 下半年单吨利润有望恢复

买入 (维持)

2023 年 08 月 30 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

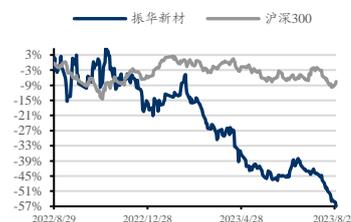
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	13,936	8,286	9,932	12,694
同比	153%	-41%	20%	28%
归属母公司净利润 (百万元)	1,272	139	529	702
同比	208%	-89%	281%	33%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.87	0.31	1.19	1.59
P/E (现价&最新股本摊薄)	8.41	77.08	20.24	15.24

关键词: #业绩不及预期

投资要点

- **2023 年 H1 公司实现归母净利润-0.36 亿元, 同比下降 105.37%, 业绩低于市场预期。**2023 年 H1 公司营收 32.58 亿元, 同比下降 40.11%; 归母净利润-0.36 亿元, 同比下降 105.37%; 扣非净利润-0.35 亿元, 同比下降 105.39%。2023 年 Q2 公司实现营收 12.52 亿元, 同比下降 56.24%, 环比下降 37.59%; 归母净利润-1.06 亿元, 同比下降 132.89%, 环比下降 250.67%, 扣非归母净利润-1.07 亿元, 同比下降 133.64%, 环比下降 249.41%。
- **23Q2 出货 0.6 万吨左右, 受下游去库影响同环比下滑, Q3 起需求逐步恢复。**出货端来看, 上半年出货 1.25 万吨左右, 同减 40%以上, 其中 23Q2 出货 0.6 万吨左右, 同比下滑 40%, 环比下降 8%左右, 主要系下游客户去库导致需求不及预期, 公司 7-9 月排产逐步恢复, 单月排产达 4000 吨左右, 我们预计 Q3 出货 1 万吨左右, 全年出货预计达到 3.5 万吨, 同比下降 20%左右。公司以单晶三元为主, 目前高镍收入占比达 4 成, 后续也将开发高镍多晶产品, 完善产品布局, 开发下游市场。
- **碳酸锂波动导致 23Q2 毛利率转负, 下半年预计恢复至正常水平。**盈利端来看, 公司上半年单吨利润-0.3 万元左右, 其中 Q1 单吨净利 1 万/吨左右, Q2 单吨利润-1.7 万元左右, 环比大幅下降, 主要系 4-5 月碳酸锂价格快速下跌导致公司生产成本较高, 且产能利用率下降导致固定成本摊销提升所致, 公司 Q2 毛利率-5.7%, 对应单吨毛利-1.1 万元左右, 我们预计下半年单吨盈利有望恢复至 0.5-1 万/吨, 全年单吨利润达 0.3-0.5 万/吨。
- **钠电正极独供宁德时代, 预计 Q3 实现规模化量产。**上半年公司钠电正极已实现百吨级销售, 第一大客户占比超 70%, 作为宁德的独家供应商, 产品已搭载在 A00 级汽车上; 8 月开始实现连续批量生产, 规模化量产预计 Q3 实现, 我们预计全年出货有望达 1000 吨, 24 年有望贡献万吨级别出货, 提供第二增长极。
- **盈利预测与投资评级:**考虑上半年出货及单吨利润不及预期, 我们下修公司 23-25 年归母净利润至 1.4/5.3/7.0 亿元 (原预期为 8.2/11.2/15.2 亿元), 同比-89%/+281%/+33%, 对应 PE 为 77x/20x/15x, 考虑钠离子电池放量在即, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电动车销量不及预期, 钠离子电池进展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.31
一年最低/最高价	21.90/59.28
市净率(倍)	2.76
流通 A 股市值(百万元)	6,497.40
总市值(百万元)	10,324.81

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.45
资产负债率(% ,LF)	54.56
总股本(百万股)	442.93
流通 A 股(百万股)	278.74

相关研究

《振华新材(688707): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: Q1 业绩基本符合预期, 单位盈利逐步回归》

2023-05-03

《振华新材(688707): 2022 年业绩预告点评: Q4 出货环比微降, 业绩符合市场预期》

2023-01-06

2023 年 H1 公司实现归母净利润-0.36 亿元，同比下降 105.37%，业绩低于市场预期。2023 年 H1 公司营收 32.58 亿元，同比下降 40.11%；归母净利润-0.36 亿元，同比下降 105.37%；扣非净利润-0.35 亿元，同比下降 105.39%；23H1 毛利率为 3.96%，同比增加 14.73pct；销售净利率为-1.1%，同比下降 13.34pct。

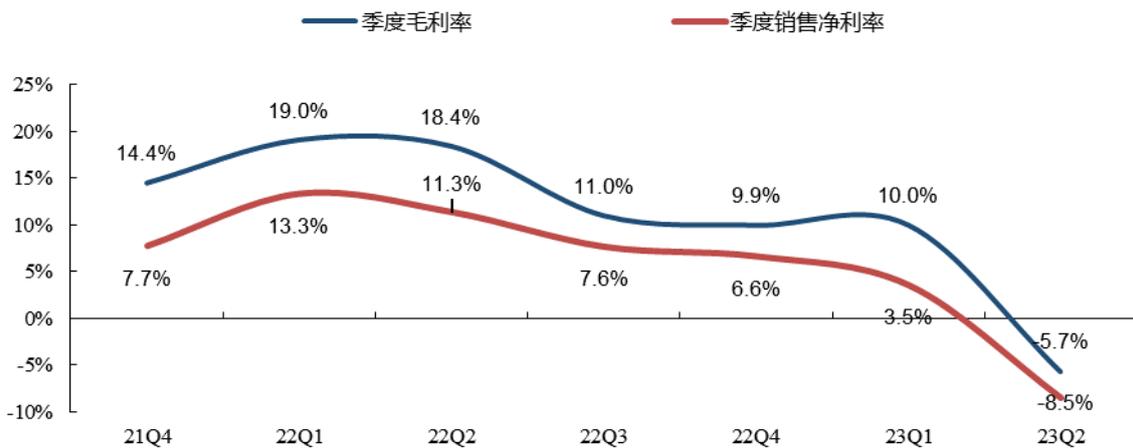
2023 年 Q2 归母净利润-1.06 亿元，同环比均下降，业绩低于市场预期。2023 年 Q2 公司实现营收 12.52 亿元，同比下降 56.24%，环比下降 37.59%；归母净利润-1.06 亿元，同比下降 132.89%，环比下降 250.67%，扣非归母净利润-1.07 亿元，同比下降 133.64%，环比下降 249.41%。盈利能力方面，23Q2 毛利率为-5.67%，同比下降 24.03pct，环比下降 15.63pct；归母净利率-8.5%，同比下降 19.81pct，环比下降 12.02pct；扣非净利率-8.54%，同比下降 19.65pct，环比下降 12.11pct。

图1: 公司季度经营情况 (百万元)

	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	1,252.0	2,006.2	4,031.5	4,463.9	2,861.1	2,579.1
-同比	-56.24%	-22.21%	104.50%	205.79%	160.81%	161.40%
毛利率	-5.67%	9.96%	9.94%	10.97%	18.36%	19.05%
归母净利润(百万)	-106.4	70.6	266.1	340.0	323.6	342.4
-同比	-132.89%	-79.37%	75.02%	210.63%	336.33%	345.35%
归母净利率	-8.50%	3.52%	6.60%	7.62%	11.31%	13.28%
扣非归母净利润(百万)	-106.9	71.6	256.71	334.58	317.84	338.34
-同比	-133.64%	-78.85%	71.96%	212.91%	341.59%	352.29%
扣非归母净利率	-8.54%	3.57%	6.37%	7.50%	11.11%	13.12%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图2: 公司季度盈利能力 (%)



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

分业务看，正极材料营收和毛利率同比均下降：1)正极材料业务 2023H1 营收 32.24 亿元，同比下降 40.05%，毛利率 3.48%，同比下降 14.84pct；2)其他业务 2023H1 营收 0.34 亿元，同比下降 45.16%，毛利率 49.76%，同比下降 0.32pct。

图3：公司分业务拆分情况

	2023H1				2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
正极材料	32.24	-40.05%	3.48%	-14.84pct	84.10	9.99%	53.78	18.32%
其他业务	0.34	-45.16%	49.76%	-0.32pct	0.86	58.51%	0.62	50.08%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

23Q2 出货 0.6 万吨左右，受下游去库影响同环比下滑，Q3 起需求逐步恢复。出货端来看，上半年出货 1.25 万吨左右，同减 40%以上，其中 23Q2 出货 0.6 万吨左右，同比下滑 40%，环比下降 8%左右，主要系下游客户去库导致需求不及预期，公司 7-9 月排产逐步恢复，单月排产达 4000 吨左右，我们预计 Q3 出货 1 万吨左右，全年出货预计达到 3.5 万吨，同比下降 20%左右。公司以单晶三元为主，目前高镍收入占比达 4 成，后续也将开发高镍多晶产品，完善产品布局，开发下游市场。

碳酸锂波动导致 23Q2 毛利率转负，下半年预计恢复至正常水平。盈利端来看，公司上半年单吨利润-0.3 万元左右，其中 Q1 单吨净利 1 万/吨左右，Q2 单吨利润-1.7 万元左右，环比大幅下降，主要系 4-5 月碳酸锂价格快速下跌导致公司生产成本较高，且产能利用率下降导致固定成本摊销提升所致，公司 Q2 毛利率-5.7%，对应单吨毛利-1.1 万元左右，我们预计下半年单吨盈利有望恢复至 0.5-1 万/吨，全年单吨利润达 0.3-0.5 万/吨。

钠电正极独供宁德，预计 Q3 实现规模化量产。上半年公司钠电正极已实现百吨级销售，第一大客户占比超 70%，作为宁德的独家供应商，产品已搭载在 A00 级汽车上；8 月开始实现连续批量生产，规模化量产预计 Q3 实现，我们预计全年出货有望达 1000 吨，24 年有望贡献万吨级别出货，提供第二增长极。

公司 Q2 费用率同环比提升。2023 年 H1 公司期间费用合计 1.46 亿元，同比下降 36.52%，费用率为 4.48%，同比增长 0.25pct。2023Q2 期间费用合计 0.66 亿元，同比下降 48.43%，环比降 16.87%，期间费用率为 5.29%，同比增 0.8pct，环比增 1.32pct；销售费用 0.03 亿元，销售费用率 0.24%，同比增 0.11pct，环比增 0.11pct；管理费用 0.22 亿元，管理费用率 1.78%，同比增 1.05pct，环比增 0.77pct；财务费用 0.23 亿元，财务费用率 1.85%，同比增 0.89pct，环比增 0.88pct；研发费用 0.18 亿元，研发费用率 1.42%，同比降 1.26pct，环比降 0.44pct。公司 2023Q2 计提资产减值损失 0.03 亿元，转回信用

减值损失 0.12 亿元。

图4：公司费用率情况

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
销售费用	3.13	3.69	2.32	2.58	2.68	3.02
-销售费用率	0.12%	0.13%	0.05%	0.06%	0.13%	0.24%
管理费用	17.35	20.81	15.93	22.16	20.35	22.29
-管理费用率	0.67%	0.73%	0.36%	0.55%	1.01%	1.78%
研发费用	61.19	76.63	55.83	57.29	37.30	17.79
-研发费用率	2.37%	2.68%	1.25%	1.42%	1.86%	1.42%
财务费用	19.73	27.24	25.28	24.77	19.31	23.11
-财务费用率	0.76%	0.95%	0.57%	0.61%	0.96%	1.85%
期间费用	101.40	128.38	99.36	106.79	79.65	66.21
-期间费用率	3.93%	4.49%	2.23%	2.65%	3.97%	5.29%
资产减值损失	0.00	-9.11	1.30	-3.01	-52.76	-3.31
信用减值损失	-12.17	-28.23	-7.28	19.17	16.30	12.31

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

Q2 存货水平仍较高，经营性现金流环比大幅提升。2023 年 H1 公司存货为 18.17 亿元，较年初下降 0.47%；应收账款 8.08 亿元，较年初下降 48.46%；期末公司合同负债 0.12 亿元，较年初下降 67.79%。23H1 公司经营活动净现金流净额为 1.43 亿元，同比下降 6.39%，其中 Q2 经营性净现金流 9.2 亿，环比提升 218%；投资活动净现金流净额为 -1.79 亿元，同比上升 64.01%；资本开支为 0.67 亿元，同比下降 49.62%；账面现金为 14.9 亿元，较年初下降 21.55%，短期借款 7.2 亿元，较年初增长 0%。

盈利预测和投资评级：考虑上半年出货及单吨利润不及预期，我们下修公司 23-25 年归母净利润至 1.4/5.3/7.0 亿元(原预期为 8.2/11.2/15.2 亿元)，同比-89%/+281%/+33%，对应 PE 为 77x/20x/15x，考虑钠离子电池放量在即，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，钠离子电池进展不及预期。

振华新材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,195	5,267	7,082	9,047	营业总收入	13,936	8,286	9,932	12,694
货币资金及交易性金融资产	1,899	1,149	1,003	1,289	营业成本(含金融类)	12,029	7,653	8,923	11,402
经营性应收款项	4,429	1,561	3,104	3,968	税金及附加	24	14	17	22
存货	1,825	2,516	2,934	3,749	销售费用	12	8	10	13
合同资产	0	0	0	0	管理费用	76	108	55	63
其他流动资产	41	41	41	42	研发费用	251	149	159	184
非流动资产	2,877	3,646	4,225	5,036	财务费用	97	83	96	138
长期股权投资	56	56	66	76	加:其他收益	14	8	10	13
固定资产及使用权资产	2,367	3,009	3,451	4,105	投资净收益	24	12	10	14
在建工程	109	209	309	409	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	216	243	270	317	减值损失	(39)	(132)	(102)	(102)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	1,446	159	601	807
其他非流动资产	128	128	128	128	营业外净收支	11	1	7	0
资产总计	11,072	8,912	11,307	14,083	利润总额	1,457	160	608	807
流动负债	5,709	3,400	5,311	7,446	减:所得税	185	21	79	105
短期借款及一年内到期的非流动负债	987	100	1,598	2,927	净利润	1,272	139	529	702
经营性应付款项	3,780	2,405	2,804	3,583	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	38	15	18	23	归属母公司净利润	1,272	139	529	702
其他流动负债	904	880	892	914	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.87	0.31	1.19	1.59
非流动负债	1,274	1,274	1,274	1,274	EBIT	1,519	353	768	1,010
长期借款	1,236	1,236	1,236	1,236	EBITDA	1,655	615	1,129	1,459
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	13.68	7.63	10.16	10.18
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	9.13	1.68	5.32	5.53
其他非流动负债	38	38	38	38	收入增长率(%)	152.69	(40.54)	19.86	27.81
负债合计	6,983	4,674	6,586	8,721	归母净利润增长率(%)	208.36	(89.09)	280.75	32.85
归属母公司股东权益	4,089	4,238	4,721	5,362					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,089	4,238	4,721	5,363					
负债和股东权益	11,072	8,912	11,307	14,083					

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	1,157	1,229	(586)	395	每股净资产(元)	9.23	9.57	10.66	12.11
投资活动现金流	(841)	(1,016)	(923)	(1,246)	最新发行在外股份(百万股)	443	443	443	443
筹资活动现金流	(138)	(963)	1,354	1,127	ROIC(%)	23.72	5.17	10.18	10.29
现金净增加额	177	(751)	(155)	276	ROE-摊薄(%)	31.11	3.28	11.20	13.10
折旧和摊销	137	261	361	449	资产负债率(%)	63.07	52.44	58.24	61.92
资本开支	(844)	(1,029)	(923)	(1,250)	P/E(现价&最新股本摊薄)	8.41	77.08	20.24	15.24
营运资本变动	(371)	650	(1,659)	(994)	P/B(现价)	2.62	2.52	2.27	2.00

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）），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>