

业绩符合预期，锂电材料出货量同比大幅增长

2023 年 08 月 28 日

► **事件：公司发布 2023 年中期业绩报告：**2023 年 H1，公司实现营收 333.46 亿元，同比+7.5%；归母净利润 20.85 亿元，同比-7.56%；扣非归母净利 18.39 亿元，同比-16.11%。2022Q2 公司实现营收 142.35 亿元，同比-20.06%、环比-25.51%；归母净利润 10.61 亿元，同比+1.12%、环比+3.61%；扣非归母净利 8.44 亿元，同比-15.86%、环比-15.26%，二季度业绩基本符合预期。

► **H1 产品售价下行，锂电材料出货量大增。**公司主营产品上半年价格大多有所下跌，是导致毛利下滑主因，2023H1 镍、钴、铜金属价格同比分别-6.07%、-44.04%、-5.31%；2023Q2 分产品看，镍、钴、铜金属价格同比分别-17.82%、-45.50%、-6.25%。但上半年公司稳健经营，主营产品逆势增长，其中镍产品和锂电材料出货量增幅较大。H1 钴产品出货量约 2.05 万吨，同比增加 10.96%；镍产品出货量约 5.37 万吨，同比增长 236.58%；正极材料出货量 4.60 万吨，其中三元正极材料总出货量 4.09 万吨，同比增长约 23.11%，8 系、9 系占比达到 82.81%；钴酸锂出货量 0.52 万吨，同比增长 1.18%；三元前驱体出货量约 5.25 万吨（含内部自供），同比增长 42.40%。

► **毛利率有所下滑，期间费用率稳定。**H1 公司毛利率为 14.91%，同比-5.65pct，其中 Q2 毛利率为 13.16%，同比-6.61pct，环比-3.06pct，毛利率下滑主要受价格下跌影响，上半年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.19%/5.62%/1.62%/2.28%，同比分别变动 0.09/0.46/0.48/-0.43pct，期间费用率整体稳定。H1 非经常性损益项合计 2.46 亿元，其中政府补助 1.57 亿元，持有或处置交易性金融资产、负债等产生的公允价值变动损益 1.55 亿元。

► **锂电材料一体化布局，产能扩张稳步推进。**公司前驱体及正极材料产能进入快速投产期，上半年重点项目稳步推进：印尼华科高冰镍基本达产，华飞 12 万吨湿法镍于 6 月份投料试产。非洲区津巴布韦 Arcadia 锂矿项目于今年 3 月底正式投料试生产并成功产出第一批产品，广西配套 5 万吨锂盐于 6 月投料试产。欧洲区匈牙利三元正极项目前期工作顺利推进，桐乡、衢州、广西等地的硫酸镍、电镍、前驱体、正极材料等项目按计划建设。随着后续上游原材料冶炼和下游前驱体加工产能不断落地，作为一体化布局的锂电材料企业，未来有望在锂电正极材料行业建立起成本和规模优势，成长性将日益凸显。

► **投资建议：**公司上游资源布局完善，下游锂电材料产能投产后，产品销售有望放量，未来成长确定性高、护城河深厚。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润预测为 44.34、74.58、91.69 亿元，以 2023 年 8 月 25 日收盘价为基准，PE 分别为 17X、10X、8X，维持公司“推荐”评级。

► **风险提示：**产品价格大幅下跌、项目进展不及预期、需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	63,034	83,006	105,681	120,821
增长率 (%)	78.5	31.7	27.3	14.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,910	4,434	7,458	9,169
增长率 (%)	0.3	13.4	68.2	22.9
每股收益 (元)	2.30	2.61	4.39	5.40
PE	20	17	10	8
PB	3.0	2.2	1.8	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

45.49 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1. 华友钴业 (603799.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：23Q1 业绩靓丽，锂电材料闭环优势凸显-2023/05/05
2. 华友钴业 (603799.SH) 深度报告：打造全球锂电材料的闭环-2023/03/31
3. 华友钴业 (603799.SH) 2022 年三季度业绩点评：金属价格下滑及减值拖累业绩，一体化优势不断巩固-2022/10/31
4. 华友钴业 (603799.SH) 2022 年半年度业绩点评：减值释放风险，镍与正极盈利高增、一体化效果初成-2022/08/21
5. 华友钴业 (603799.SH) 2022 年半年度业绩预告点评：Q2 业绩符合预期，期待材料一体化布局下利润释放-2022/07/13

目录

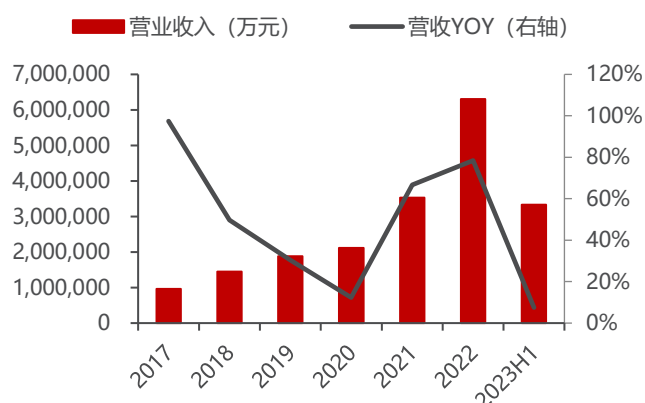
1 公司发布 2023 年中报	3
2 镍产品放量，价格下跌导致毛利率承压	3
3 锂电材料一体化布局，下游客户逐步拓展	8
4 盈利预测与投资建议	12
5 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

1 公司发布 2023 年中报

公司发布 2023 年中报：2023H1 公司实现营收 333.46 亿元，同比增长 7.5%；归母净利润 20.85 亿元，同比下降 7.56%；扣非归母净利 18.39 亿元，同比下降 16.11%。

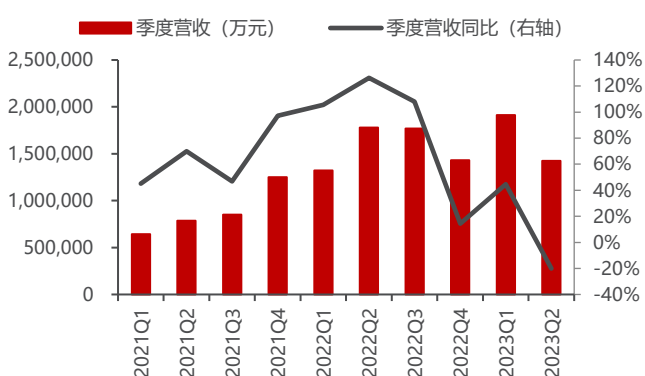
分季度看，2023Q2 公司实现营收 142.35 亿元，同比下降 20.06%、环比下降 25.51%；归母净利润 10.61 亿元，同比增长 1.12%、环比增长 3.61%；扣非归母净利 8.44 亿元，同比下降 15.86%、环比下降 15.26%。

图1：2023H1，公司实现营收 333.46 亿元



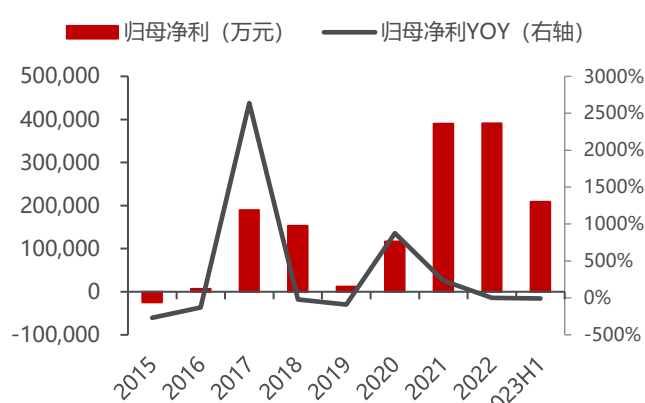
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q2，公司实现营收 142.35 亿元



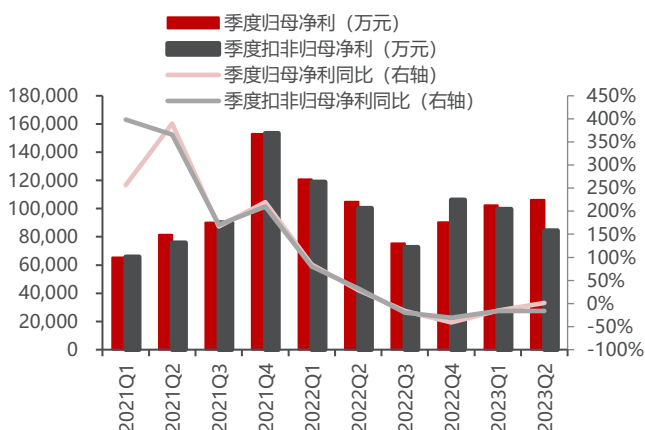
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023H1，公司实现归母净利润 20.85 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q2，公司实现归母净利润 10.61 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

2 镍产品放量，价格下跌导致毛利率承压

H1 镍、三元前驱体、正极材料、钴销量同比增长。2023H1，由于新建项目产能释放，公司镍、三元前驱体、正极材料产销大幅增长。**(1) 钴：**公司钴销量

2.05 万金属吨，同比+11.0%；**(2) 镍**：镍销量 5.37 万金属吨，同比+236.6%；

(3) 锂电材料：三元前驱体销量 5.25 万吨，同比+42.4%。正极材料销量 4.09 万吨，同比+23.1%，市占率提升至第二位。

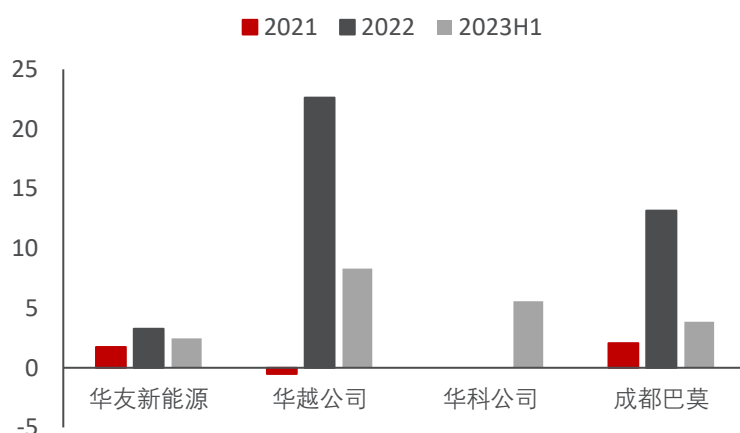
表1：公司主要产品产销量

产品	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1	2023H1 同比
钴 (万金属吨)	2.44	2.83	3.34	3.65	3.85	2.05	11.0%
铜 (产量)	3.88	7.14	9.86	10.29	9.04	-	-
镍 (万金属吨)	0.04	0.71	1.17	1.58	7.00	5.37	236.6%
三元前驱体 (万吨)	1.28	1.32	3.47	6.54	10.19	5.25	42.4%
正极材料 (万吨)				5.48	9.49	4.09	23.1%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

华科投产贡献业绩、成都巴莫业绩同比增长。子公司口径来看，华友新能源负责三元前驱体的生产，2023H1 年实现净利润 2.47 亿元，同比+21%；华越从事镍钴产品的生产，2023H1 年实现利润 8.3 亿元，同比-39%；成都巴莫主要从事正极材料的生产，2023H1 年实现净利润 3.25 亿元，同比+19%；华科 2022H2 投产，上半年实现净利润 5.56 亿元，公司持股 70%，可贡献约 3.89 亿归母净利润，大幅增利。

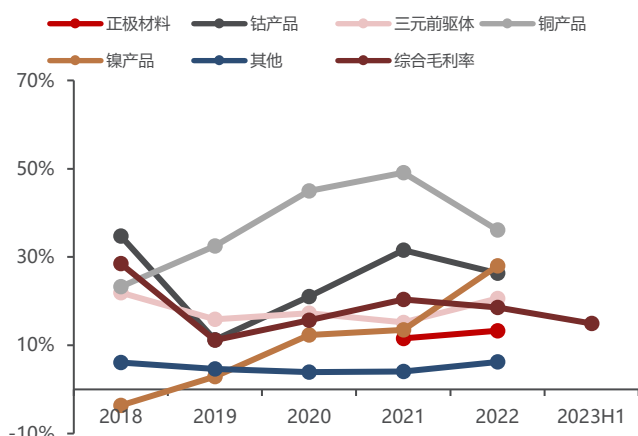
图5：公司主要子公司净利润 (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

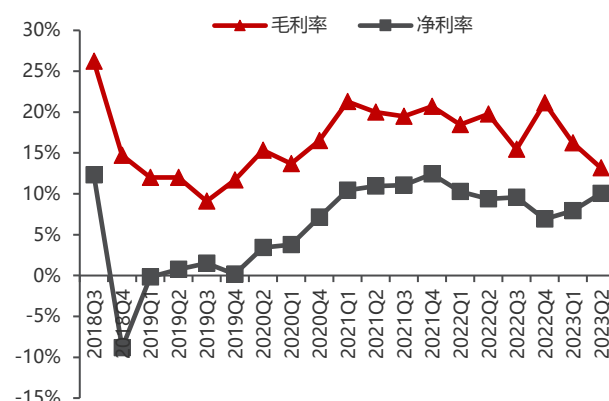
产品价格下行拖累毛利率。2023H1 公司综合毛利率为 14.91%，同比下降 4.3pct，分季度看，2023Q2 公司综合毛利率为 13.16%，同比下降 6.61pct，环比下滑 3.05pct。金属价格下跌是导致毛利下滑主因，2023H1 镍、钴、铜金属价格同比分别-6.07%、44.04%、5.31%；2023Q2 分产品看，镍、钴、铜金属价格同比分别-17.82%、45.50%、6.25%。

图6：2023H1 公司毛利率下滑 4.30pct 至 14.91%



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2023Q2 毛利率环比下滑 3.05pct 至 13.16%

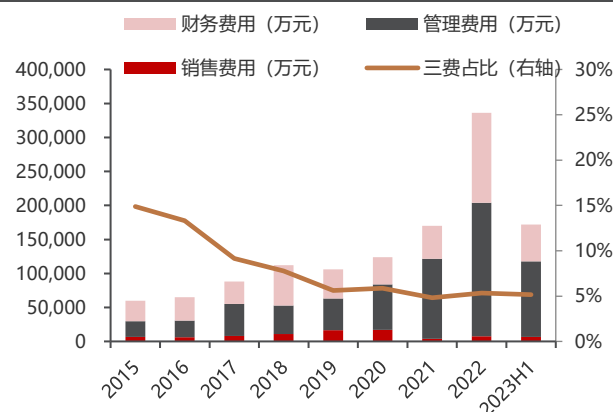


资料来源：wind，民生证券研究院

H1 业务扩张，期间费率小幅上升。随着业务扩张，2023H1 公司三费均有所增长，期间费用率小幅增长 1.46pct 至 5.15%。同比来看，2023H1 销售费用为 0.64 亿元，同比增长 93.36%，主要由于业务扩张，导致工资薪酬等相关费用增加；管理费用为 11.16 亿元，同比增长 46.62%，主要由于职工薪酬、股份支付费用增加；财务费用为 5.39 亿元，同比增长 52.85%，主要原因在于利息费用及手续费增加；研发费用为 7.60 亿元，同比减少 9.53%，主要由于原材料价格下降，导致研发所消耗的材料成本降低。

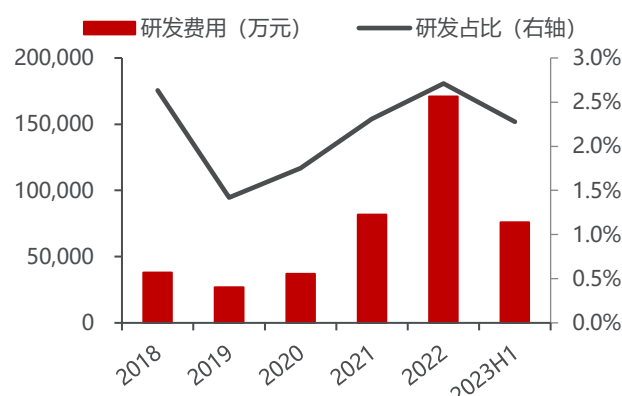
分季度看，汇兑收益使 Q2 财务费用大幅下滑。2023Q2 期间费用合计 3.77 亿元，同比减少 2.39 亿元，环比减少 9.65 亿元。其中销售费用、管理费用和财务费用分别同比变化+0.14 亿元/+1.67 亿元/-4.20 亿元，环比变化+0.06 亿元/-0.17 万元/-9.54 万元，研发费用为 3.52 亿元，同比减少 2.67 亿元，环比减少 0.55 亿元；销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为 0.2%/3.9%/-1.5%/2.5%。H1 公司实现汇兑收益 4.36 亿元，同比增加 3.33 亿元，为 Q2 财务费用大幅下滑的主因。

图8：2023H1 公司期间费用率略有提高



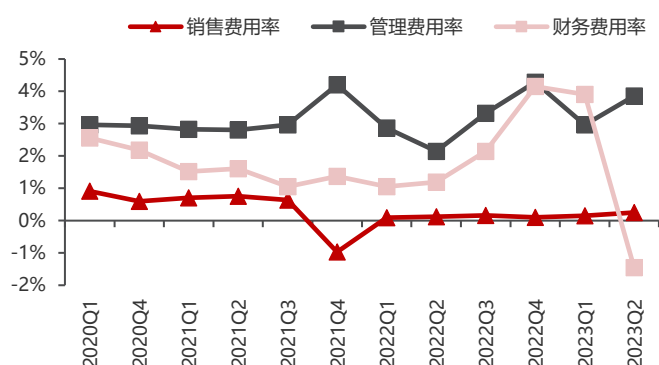
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2023H1 公司研发费用小幅下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

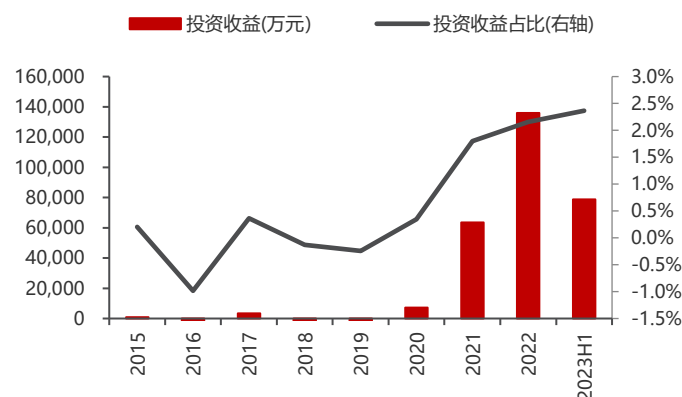
图10：汇兑损益导致 Q2 财务费用大幅下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

投资收益大幅增长，新越科技贡献主要增幅。2023H1 包括合营企业、联营企业在内带来的投资收益合计 9.00 亿元，较去年同期的 6.52 亿元同比+38%，其中新越科技实现投资收益 5.67 亿元，较去年同期的 2.94 亿元同比+92.9%。公司通过新越科技参股纬达湾镍业 15.4%股权，上半年随着镍产量的上升，公司参股的资源企业贡献效益明显，此外参股的浦华、乐友等正极材料公司也不断带来投资收益。

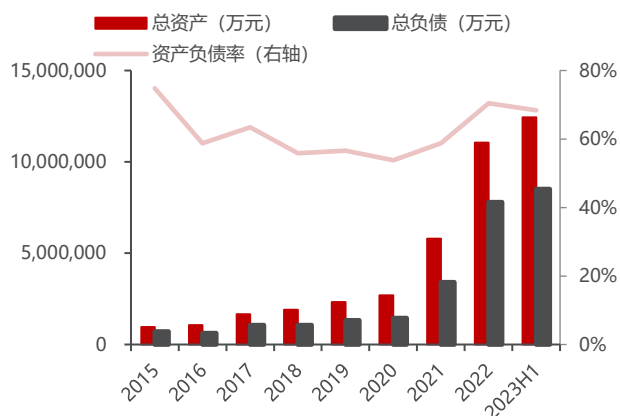
图11：2023H1 投资收益大幅上升



资料来源：wind，民生证券研究院

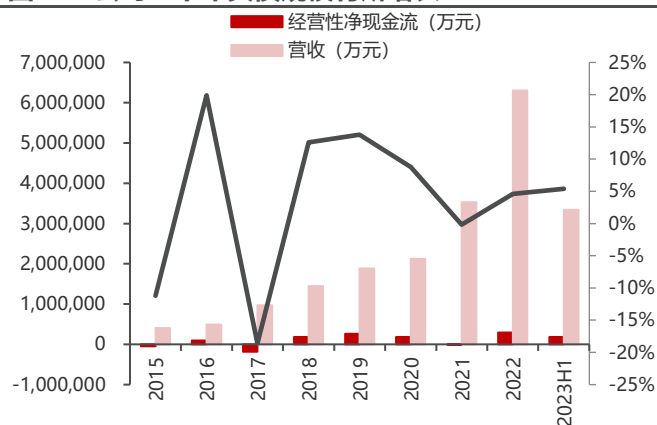
经营性净现金流大幅改善，资产负债率有所上升。随着规模的扩大，公司资产和负债端均有所扩张，截至 2023 年 6 月 30 日，公司资产负债率 68%，同比+0.2pct。2023H1 公司新能源、新材料产品产销大幅增加，叠加存货占用现金减少，公司实现经营活动现金净流入 17.9 亿元，同比增加 28.5 亿元，回款能力有所增强。

图12: 2023H1 公司资产负债率 68%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 公司上半年负债规模有所增长



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 锂电材料一体化布局，下游客户逐步拓展

公司拥有锂电正极材料产业最完整的一体化产业链闭环布局，从矿山原料到冶炼端，再由前驱体到正极材料，加上资源循环回收板块，上中下游高效协同是公司的核心优势，公司完成了总部在桐乡、资源保障在境外、制造基地在中国、市场在全球的空间布局，形成了从资源开发、有色精炼、新能源材料研发制造上、中、下游一体化的产业链条，布局了从钴镍资源开发、绿色冶炼加工、三元前驱体和正极材料制造到资源循环回收利用的新能源锂电产业生态，与同类企业相比拥有明显优势。

上游资源布局一：深耕刚果金，保障铜钴资源稳定供应。公司铜钴资源集中于非洲资源板块，以自有矿山为核心，外部采购为补充，通过子公司 CDM 公司、MIKAS 公司拥有 PE527 矿、KAMBOVE 尾矿及 SHONKOLE 矿的 4 项矿业权。目前公司在刚果金拥有 2.14 万吨的粗制氢氧化钴产能，CDM 公司 6.6 万吨和 MIKAS 公司 3 万吨粗铜/电积铜产能，再加上国内铜钴冶炼产能，公司已经形成了约 11 万吨铜+3.9 万吨钴的年产能，铜钴业务为公司产能扩建提供了护城河。

上游资源布局二：印尼布局低成本湿法镍，未来公司成长的核心 alpha。公司在印尼的镍钴布局主要包括镍矿-园区服务-能源保障布局，以及配套的湿法及火法冶炼产能布局，帮助公司形成了深厚的护城河。目前公司在印尼参股的镍矿项目包括：**1) 纬达湾镍业项目：**目前年产能 930 万金属吨红土镍矿+4.2 万吨镍铁，公司参股新越科技，穿透股权比例为 15.39%，公司对应权益产能为 143 万吨红土镍矿/年；**2) HLN 项目：**22 年 5 月，公司认购相当于 HLN 公司 10% 股权的可转债，HLN 控股的 JPI 持有 SCM 镍矿 51% 股权。SCM 镍矿靠近公司华越项目，镍资源丰富，合计拥有镍资源量 1445 万吨，钴资源量 100 万吨。同时公司延伸布局园区服务：在保障印尼镍业务顺利推进的同时，实现稳定投资收益。HLN 控股的 JPI 持有 CSI 冶炼厂 49% 股权，BSI 冶炼厂 29.4% 股权。HLN 全资子公司 JIM 持有 CEI 水电厂 98.3% 股权以及 IKIP 工业园 32% 股权，公司园区布局不断完善。

表2：公司镍矿-园区服务-能源保障布局

项目	环节	项目地点	产品形式	现有产能/资源量	穿透权益
纬达湾镍业	镍钴资源	印尼小 K 岛	镍钴矿+镍铁	930 万金属吨红土镍矿+4.2 万吨镍铁	15.39%
HLN	镍钴资源	印尼大 K 岛	镍钴矿	镍金属资源量 1445 万吨+ 钴资源量 100 万吨	4.86%
纬达贝工业园	园区	印尼小 K 岛	园区服务		24%
维斯通	能源	印尼小 K 岛	能源供应		24%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司目前在印尼共布局 7 处镍冶炼项目，规划总产能达 64.5 万金属吨，冶炼工艺以湿法为主，产品形式为 MHP 和高冰镍。**1) 华越 6 万吨湿法项目：**22 年 4 月已提前达产；**2) 华科 4.5 万吨火法项目：**22 年 4 月电炉提前点火生产，

22H2 已投产，生产的第一批高冰镍已于 22 年 12 月运回国内；3) **华飞 12 万吨湿法项目**：预计 23H1 具备投料条件，23H2 投产；4) **华山 12.3 万吨湿法项目**：建设期 3 年，预计 25 年投产；5) **其他项目**：22 年密集规划的华友-大众-青山 12 万吨湿法项目、华友-淡水河谷印尼-福特 12 万吨湿法项目、华友-淡水河谷印尼 6 万吨湿法项目目前在规划推进中。

表3：公司在印尼镍冶炼项目汇总

项目	项目地点	项目启动时间	项目进度	投产/预计投产时间	主要产品	冶炼工艺	穿透权益	年产能(金属吨)	权益年产能-镍(金属吨)
华越项目	印尼大 K 岛	2018/10	已提前达产	2022/04	氢氧化镍钴 (MHP)	湿法	57%	6 万吨镍 +7800 吨钴	3.42
华科项目	印尼小 K 岛	2020/05	近期达产	2022H2	高冰镍	火法	70%	4.5 万吨镍	3.15
华飞项目	印尼小 K 岛	2021/05	达产爬坡阶段	2023H2	氢氧化镍钴 (MHP)	湿法	51%	12 万吨镍 +1.5 万吨钴	6.12
华山项目	印尼小 K 岛	2022/06	建设中	2025	氢氧化镍钴 (MHP)	湿法	68%	12.3 万吨镍 +1.57 万吨钴	8.36
华友-大众-青山项目	印尼大 K 岛	2022/03	规划中	/	氢氧化镍钴 (MHP)	湿法	/	12 万吨镍 +1.5 万吨钴	/
华友-淡水河谷印尼-福特项目	印尼大 K 岛	2022/07	公司全资子公司华骐新加坡已完成对项目运营主体 KNI 的 80% 股权的收购	/	氢氧化镍钴 (MHP)	湿法	/	12 万吨镍 +1.5 万吨钴	/
华友-淡水河谷项目	印尼大 K 岛	2022/09	规划中	/	氢氧化镍钴 (MHP)	湿法	/	6 万吨镍 +7800 吨钴	/
合计								64.8 万吨镍 +7.6 万吨钴	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

上游资源布局三：布局锂矿补齐能源金属资源最后的拼图。公司旗下锂资源布局为一参股一控股，其中参股的锂资源项目为非洲刚果金 Manono 锂矿项目，控股的锂矿项目为非洲津巴布韦 Arcadia 锂矿项目。

2023 年 3 月 Arcadia 锂矿项目全部产线已完成设备安装调试工作，年处理 450 万吨矿石的产线全线贯通并投料试产成功，成功产出第一批产品。仅仅九个月便完成了项目的建设和投料，是非洲地区开发速度最快的锂项目之一。

图14: Arcadia 锂矿产出第一批产品


资料来源：奋斗的华友人，民生证券研究院

图15: Arcadia 锂矿生产设施鸟瞰图


资料来源：奋斗的华友人，民生证券研究院

下游布局一：三元前驱体十年磨剑，持续扩产剑指全球一体化龙头。公司通过自建及合资两种途径，稳步推进三元前驱体产能扩建。目前公司三元前驱体项目建设主要落地华友衢州、广西玉林和浙江桐乡。2018 年公司与 LG 化学合资成立华金公司布局前驱体项目，通过控股企业华友新能源持股华金公司 51% 股权，华友钴业实际权益占比 20.51%；与浦项公司合资成立华浦公司，通过华友新能源持股 60%，华友钴业实际权益占比 24.14%。

公司三元前驱体产能的扩建将在近年得到释放，产能将有较大幅度的增长：假设华友衢州各项目于 2023-2024 年间建成，2024 年起达产；广西巴莫项目于 2023 年上半年内建成，产能爬坡于 2025 年完成；华金项目于 2024 年内建成，2025 年完成产能爬坡；华浦项目于 2023 年内建成投产并完成爬坡。测算得到公司 2025 年正极规划产能有望达到 40 万吨，对应的权益产能有望达到 30 万吨。

表4: 公司三元前驱体产能建设计划

项目名称	地点	华友钴业权益占比	投（达）产时间	目前产能	规划产能
年产 20000 吨锂离子电池三元正极材料前驱体项目	衢州	100%	2016 年达产	合计 5.5 万吨	2 万吨
华海年产 5 万吨动力电池三元前驱体新材料项目	衢州	100%	2021 年达产		5 万吨
年产 5 万吨高镍型动力电池用三元前驱体材料项目	衢州	100%	2022 年 H1 一期 2.5 万吨建成试产	2.5 万吨	5 万吨
年产 5 万吨高性能动力电池三元正极材料前驱体项目	衢州	100%	在建	-	5 万吨
年产 10 万吨三元前驱体材料一体化项目	广西	100%	在建	-	10 万吨
华友新能源 51% 华金 LG 化学 49%	衢州	20.51%	2022 年 Q1 建成投产，产能爬坡中	4 万吨	-
华友新能源 60% 华浦 浦项 40%	浙江	24.14%	0.5 万吨建成 2.5 万吨在建	0.5 万吨	3 万吨

资料来源：公司公告，民生证券研究院

下游布局二：收购巴莫科技，正极材料加速放量。公司通过收购正极材料头部企业天津巴莫，快速切入三元正极材料市场，于广西进行一体化项目投资，进一步压降各环节成本，提升正极材料毛利率。

公司通过可转债募资，由全资子公司广西巴莫建设“年产 5 万吨（金属量）高纯电池级硫酸镍生产线、年产 10 万吨高镍型动力电池用三元前驱体材料生产线和年产 5 万吨高镍型动力电池用三元正极材料生产线”，预计项目内部收益率为 20.18%，预计投资回收期（含 2 年建设期）为 6.49 年，达产后可新增 5 万吨高镍型动力电池三元正极材料产能。同时成都巴莫、乐友、浦华、天津巴莫扩产规划提上日程，随着未来三年产能加速释放，公司正极业务业绩贡献未来可期。

表5：公司三元材料产能建设计划

项目名称	地点	华友钴业权益占比	项目情况	目前产能	规划产能
广西巴莫	广西	100%	预计 2024 年初建成	-	5 万吨
成都巴莫	成都	36.86%	产能爬坡中	10 万吨	10 万吨
乐友（华友新能源 49%）	无锡	19.71%	稳定量产	4 万吨	
浦华（华友钴业 40%）	浙江	40%	稳定量产	3 万吨	3 万吨
天津巴莫（巴莫科技 49%）	天津	17.97%		0.5 万吨	远期规划6.6万吨（韩国龟尾）

资料来源：公司公告，民生证券研究院

巨额长单不断锁定，深度绑定全球龙头企业。2021Q4 开始公司陆续与容百科技、当升科技、孚能科技、特斯拉等签订战略合作协议，通过大额供应协议保障了未来的销售与合作，为持续成长打下基石，根据已经披露的公告，公司未来长单锁定的前驱体订单合计达 80 万吨以上，保障了公司后续产能落地的销量增长，未来可期。

表6：公司三元前驱体长单汇总

签订时间	合作方	时间范围	供货量（万吨）
2021-11-19	容百科技	2022-2025	18-41.5
2021-11-30	当升科技	2022-2025	30-35
2021-12-02	孚能科技	2021.12-2025	16.15
2022-08-01	特斯拉	2022.7-2025	以订单方式确定
2023-01-04	浦华公司	2023.1-2025.12	1.5
2023-01-04	浦项化学	2023.1-2025.12	16

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

公司上游资源布局完善，下游锂电材料扩产推进顺利有望快速放量，且与国际资源和汽车巨头深度绑定，成长确定性高、护城河深厚。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润预测为 44.34、74.58、91.69 亿元，以 2023 年 8 月 25 日收盘价为基准，PE 分别为 17X、10X、8X，维持公司“推荐”评级。

5 风险提示

1) 产品价格大幅下跌的风险。公司产品的盈利随金属价格的波动而变化，若金属价格出现下跌，公司业绩将会受到不利影响。

2) 公司募投项目进展不及预期。公司有较多在建项目，若部分项目的投产、达产进度受到内部或外部因素干扰延期，则会对公司利润产生不利影响。

3) 需求不及预期等。公司在建项目较多，产能增长迅速，若下游市场开拓遇到困难，或是需求增长不及预期，导致公司产能利用率不足，单吨折旧摊销会增加，从而使得成本增加，叠加产量增长不及预期，对公司盈利产生打击。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	63,034	83,006	105,681	120,821
营业成本	51,314	70,636	85,620	94,598
营业税金及附加	476	623	941	1,075
销售费用	76	108	137	157
管理费用	1,963	2,034	2,959	3,987
研发费用	1,709	2,075	2,642	3,021
EBIT	6,188	7,738	13,646	18,284
财务费用	1,326	1,788	1,903	2,049
资产减值损失	-1,292	-1	0	0
投资收益	1,360	1,568	1,894	2,234
营业利润	6,075	7,516	13,636	18,469
营业外收支	-44	-5	-7	-9
利润总额	6,031	7,511	13,629	18,460
所得税	324	901	1,772	2,769
净利润	5,707	6,610	11,858	15,691
归属于母公司净利润	3,910	4,434	7,458	9,169
EBITDA	8,133	10,038	16,712	22,150

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	15,436	22,454	22,615	23,645
应收账款及票据	8,037	9,551	12,161	13,903
预付款项	1,635	4,238	4,709	5,203
存货	17,692	20,320	23,457	25,917
其他流动资产	6,770	7,369	8,375	9,046
流动资产合计	49,570	63,932	71,317	77,714
长期股权投资	7,915	9,482	11,377	13,611
固定资产	26,217	38,619	50,645	62,644
无形资产	4,067	4,063	4,056	4,048
非流动资产合计	61,022	75,639	91,767	108,202
资产合计	110,592	139,571	163,084	185,916
短期借款	12,020	14,912	16,912	18,412
应付账款及票据	25,393	28,019	33,963	37,525
其他流动负债	16,037	22,802	25,892	27,800
流动负债合计	53,450	65,733	76,766	83,736
长期借款	11,928	13,885	14,885	15,685
其他长期负债	12,532	13,277	13,262	13,244
非流动负债合计	24,460	27,163	28,148	28,929
负债合计	77,910	92,896	104,914	112,666
股本	1,600	1,699	1,699	1,699
少数股东权益	6,789	11,764	16,163	22,685
股东权益合计	32,682	46,675	58,170	73,251
负债和股东权益合计	110,592	139,571	163,084	185,916

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	78.48	31.69	27.32	14.33
EBIT 增长率	28.93	25.05	76.35	33.99
净利润增长率	0.32	13.41	68.20	22.94
盈利能力 (%)				
毛利率	18.59	14.90	18.98	21.70
净利率	6.20	5.34	7.06	7.59
总资产收益率 ROA	3.54	3.18	4.57	4.93
净资产收益率 ROE	15.10	12.70	17.76	18.13
偿债能力				
流动比率	0.93	0.97	0.93	0.93
速动比率	0.51	0.56	0.53	0.52
现金比率	0.29	0.34	0.29	0.28
资产负债率 (%)	70.45	66.56	64.33	60.60
经营效率				
应收账款周转天数	46.54	42.00	42.00	42.00
存货周转天数	125.85	105.00	100.00	100.00
总资产周转率	0.75	0.66	0.70	0.69
每股指标 (元)				
每股收益	2.30	2.61	4.39	5.40
每股净资产	15.24	20.54	24.72	29.75
每股经营现金流	1.71	5.66	9.91	11.52
每股股利	0.20	0.21	0.36	0.44
估值分析				
PE	20	17	10	8
PB	3.0	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	12.86	10.42	6.26	4.72
股息收益率 (%)	0.44	0.47	0.79	0.97

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	5,707	6,610	11,858	15,691
折旧和摊销	1,944	2,300	3,066	3,866
营运资金变动	-5,984	478	1,810	102
经营活动现金流	2,914	9,618	16,837	19,572
资本开支	-16,198	-16,891	-17,260	-18,014
投资	-6,423	-28	0	0
投资活动现金流	-24,356	-15,257	-17,260	-18,014
股权募资	1,583	6,977	0	0
债务募资	19,561	6,986	3,000	2,300
筹资活动现金流	23,702	12,657	585	-529
现金净流量	2,471	7,018	162	1,030

插图目录

图 1: 2023H1, 公司实现营收 333.46 亿元	3
图 2: 2023H1, 公司实现归母净利润 20.85 亿元	3
图 3: 2023Q2, 公司实现营收 142.35 亿元	3
图 4: 2023Q2, 公司实现归母净利润 10.61 亿元	3
图 5: 公司主要子公司净利润 (亿元)	4
图 6: 2023H1 公司毛利率下滑 4.30pct 至 14.91%	5
图 7: 2023Q2 毛利率环比下滑 3.05pct 至 13.16%	5
图 8: 2023H1 公司期间费用率略有提高	5
图 9: 2023H1 公司研发费用小幅下滑	5
图 10: 汇兑损益导致 Q2 财务费用大幅下滑	6
图 11: 2023H1 投资收益大幅上升	6
图 12: 2023H1 公司资产负债率 68%	7
图 13: 公司上半年负债规模有所增长	7
图 14: Arcadia 锂矿产出第一批产品	10
图 15: Arcadia 锂矿生产设施鸟瞰图	10

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司主要产品产销量	4
表 2: 公司镍矿-园区服务-能源保障布局	8
表 3: 公司在印尼镍冶炼项目汇总	9
表 4: 公司三元前驱体产能建设计划	10
表 5: 公司三元材料产能建设计划	11
表 6: 公司三元前驱体长单汇总	11
公司财务报表数据预测汇总	14

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026