

业绩环比改善，产能持续快速释放

➤ **事件：近期公司发布2023年三季报。**公司2023年Q1-3实现营收39.7亿元，同比增长8.66%，归母净利润2.41亿元，同比下滑42.90%，扣非归母净利润2.37亿元，同比下滑39.55%。单季度看，Q3实现营收15.20亿元，同比增长57.09%，环比增长12.20%；归母净利润1.6亿元，同比实现扭亏为盈，环比增长120%，业绩改善明显。

➤ **业绩分析：产品结构优化，存货减值告一段落，业绩改善趋势或确定。****产品结构优化：**2023年上半年公司铜产品营收增长迅速，钴产品受价格影响营收下滑，预计3季度继续维持此趋势，铜产品或对公司前三季度贡献较大；价格上，3季度硫酸钴、氯化钴，LME铜价格分别同比变化-33.4%、-34.1%，8.8%，环比分别+9.7%、+4.4%，-0.9%，钴价环比改善，预计下行空间有限，铜价稳定，公司营收向好发展。**盈利能力回升，减值影响减弱：**公司盈利下降主要是由于公司毛利率降低，毛利减少所致。2023Q3公司毛利率回升到21.55%，从2022Q3以来持续改善，盈利能力提升；前三季度公司计提减值损失2.10亿元，占税前利润总额的61.8%，但Q3单季度仅计提资产减值损失4785万元，持平Q2，相比22年下半年及23年一季度大幅减少，降幅超50%，风险得到充分释放，利润压制因素缓解，盈利有望继续改善。**控费得当，资产负债率低，现金流大幅改善：**2023年Q1-3公司管理、销售、财务费用占营收比重分别为0.1%、3.5%、-2.3%，三费占比为公司新低，销售费用率和管理费用率基本保持稳定，财务费用为负主要是公司充足现金带来的利息收入和汇兑收益，前三季度实现收入6043.8万元，费用控制优秀；截至2023Q3，公司资产负债率仅为12%，负债端风险低；2023年Q1-3，公司经营性净现金流量达到4.89亿的历史最高水平，改善明显。总体来看，公司经营稳健，抗风险能力强，能够安全度过行业低谷。

➤ **未来看点：产能持续扩张，铜钴双轮驱动，未来成长可期。**公司海内外两个生产基地扩产并举，布局自然资源和二次资源，产能持续扩张。远期规划来看，海外刚果（金）钴铜湿法冶炼厂最终将形成1万吨钴、6万吨铜、20万吨硫酸、1.65万吨液体二氧化硫、4.5万吨硫化碱及21MW/H发电的规模；国内最终将形成钴产品4.6万金属吨、镍产品6万金属吨、锰产品2.5万金属吨、碳酸锂2万吨、前驱体12万吨及四氧化三钴2万吨。目前公司正在有序投入建设，公司有望形成铜钴双轮驱动，自然资源和二次资源协同发展的新格局，未来成长可期。

➤ **投资建议：**公司是钴盐生产龙头企业之一，业绩环比改善，钴价低点已过，未来规划产能释放后盈利有望继续增长，我们预计2023-2025年分别实现归母净利润3.97/7.91/11.36亿元，以2023年10月31日收盘价计算，对应PE分别为30/15/10倍，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**产能释放不及预期风险，需求不及预期风险，海外经营风险，汇率风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,801	4,959	6,169	7,372
增长率（%）	15.4	3.3	24.4	19.5
归属母公司股东净利润（百万元）	274	397	791	1,136
增长率（%）	-76.1	44.7	99.2	43.6
每股收益（元）	0.93	1.35	2.68	3.86
PE	43	30	15	10
PB	1.4	1.4	1.3	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年10月31日收盘价）

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

39.80元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhang.yiqing@mszq.com

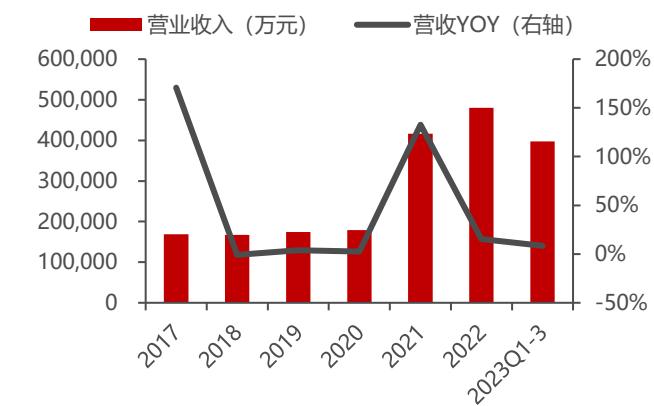
目录

1 事件：公司发布 2023 年三季报	3
2 业绩分析：产品结构优化，风险释放充分，业绩改善趋势或确定	4
2.1 铜产品发展迅速，钴产品改善在即	4
2.2 公司利润下滑主要来自毛利端，减值端修复明显	5
2.3 减值影响减弱，成本端风险充分释放，盈利有望改善	6
2.4 注重研发，费用控制得当，抗风险能力增加	7
2.5 资产负债率低，现金流大幅改善	8
3 未来看点：产能持续扩张，铜钴双轮驱动，未来成长可期	9
4 盈利预测与投资建议	11
4.1 盈利预测与业务拆分	11
4.2 估值分析	11
4.3 投资建议	12
5 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

1 事件：公司发布 2023 年三季报

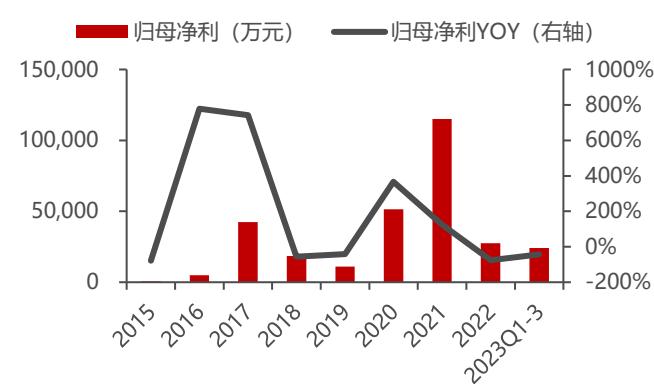
公司近期发布 2023 年三季报，公司业绩环比改善明显，回购股份彰显发展决心。公司 2023 年 Q1-3 实现营收 39.7 亿元，同比增长 8.66%，归母净利润 2.41 亿元，同比下滑 42.90%，扣非归母净利润 2.37 亿元，同比下滑 39.55%。单季度看，Q3 实现营收 15.20 亿元，同比增长 57.09%，环比增长 12.20%；归母净利润 1.6 亿元，同比实现扭亏为盈，环比增长 120%，业绩改善明显。公司开展回购计划，彰显发展决心，截至 2023 年 9 月 30 日，公司通过二级市场回购股份 135.8 万股，占公司目前总股本的 0.46%，使用资金总额为 4965.58 万元。

图1：2023 年 Q1-3，公司营收同比增加 8.66%



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023 年 Q1-3，公司归母净利润同比下滑 42.90%



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q3，公司营收同比增加 57.09%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q3，公司归母净利润同比实现扭亏为盈



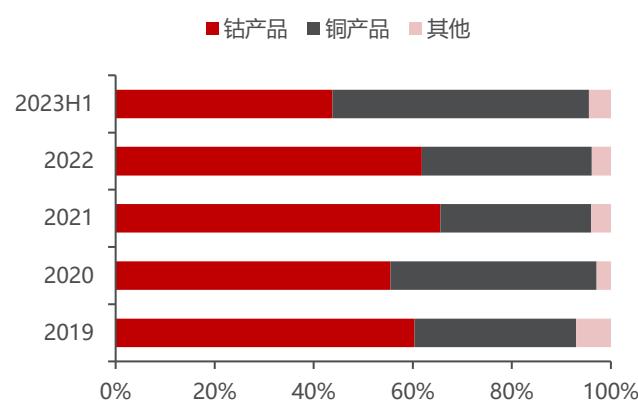
资料来源：wind，民生证券研究院

2 业绩分析：产品结构优化，风险释放充分，业绩改善趋势或确定

2.1 铜产品发展迅速，钴产品改善在即

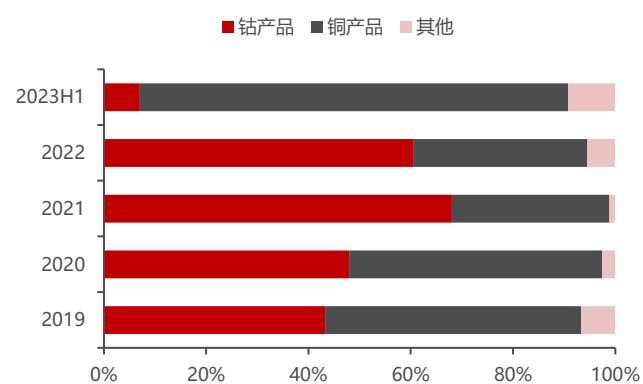
铜产品快速发展，营收表现亮眼，钴产品受价格影响营收下滑，铜产品或对三季度利润贡献较大，钴产品毛利环比或有改善。铜产品和钴产品占公司营收比例超过 95%，2023 年 H1，铜产品营收同比增长 33.8%，达到 12.69 亿，营收占比首次超过钴产品；钴产品受价格影响，2023 年 H1，营收下滑 33.8%。从毛利贡献看，2023 年 H1 铜产品毛利贡献占比高达 83.8%，钴产品毛利率降至 2.92%，Q3 利润改善或主要来源于铜；此外，Q3 公司毛利率回升至 21.55%，钴产品毛利环比或有改善。

图5：公司分产品营收占比情况（单位：%）



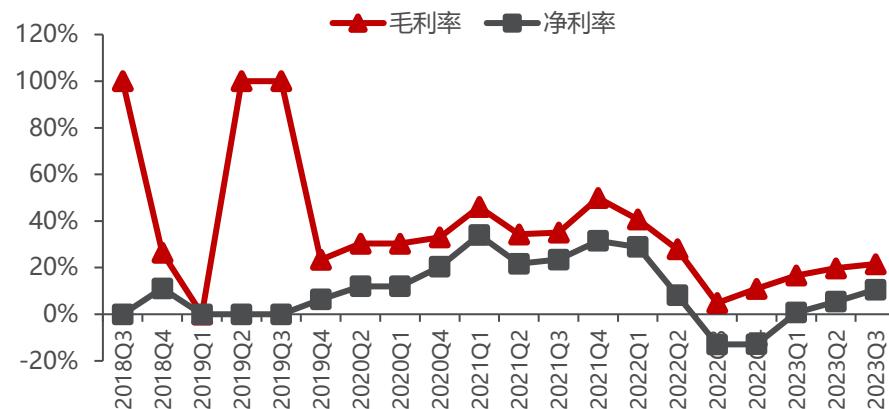
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：公司分产品毛利占比情况（单位：%）



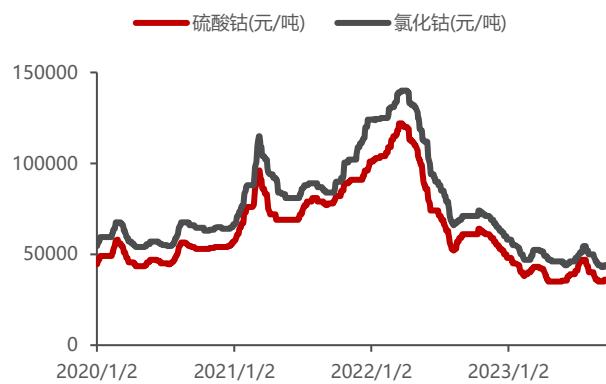
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：公司毛利率净利率变化（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

公司营收与金属价格相关性高，未来钴价下行空间有限，铜价长期向好，营收或将持续改善。公司钴产品主要包括硫酸钴和氯化钴。钴产品价格自 2022 年高位之后已经过长时间大幅度下跌，3 季度硫酸钴、氯化钴价格分别下降 33.4%、34.1%，但环比已有所改善，价格分别上涨 9.7%、4.4%，预计钴价未来下行空间有限；三季度 LME 铜价同环比分别变化 8.8%、-0.9%，铜价保持稳定，铜作为能源转型的关键金属，供给约束下预计价格长期向好，将对公司营收形成有效支撑。未来公司产能释放，加之钴价底部支撑，营收或将持续改善。

图8：2023 年 Q3 钴产品价格环比有所改善


资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图9：铜价保持稳定

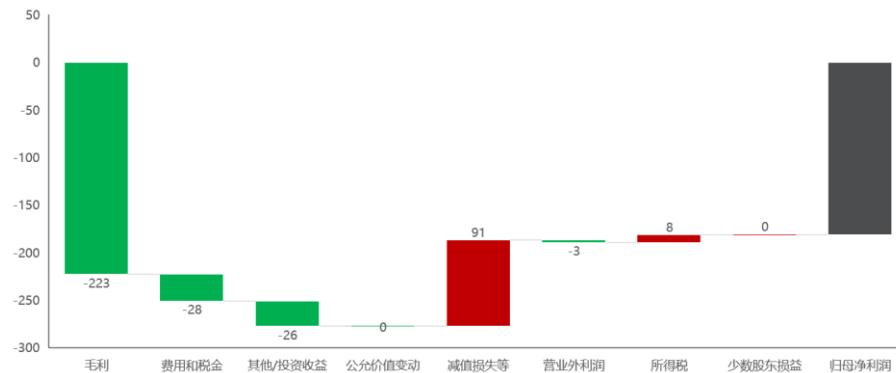

资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 公司利润下滑主要来自毛利端，减值端修复明显

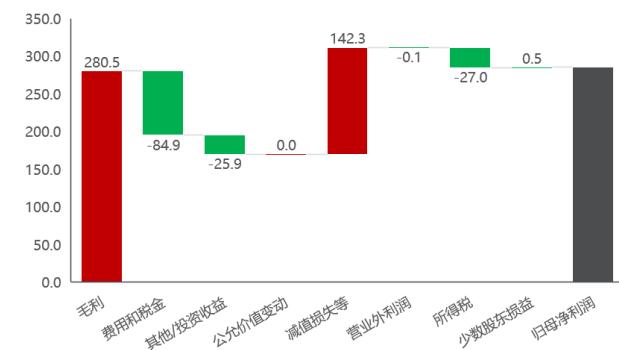
2023 年 Q1-3，公司实现归母净利润 2.41 亿元，同比减少 43%，业绩同比大幅减少主要是由于毛利同比大幅减少 2.23 亿元。毛利的减少主要是由于钴产品需求疲软，价格大幅下滑，而成本相对刚性所致。增项来自于减值损失（0.91 亿元），主要是由于公司本期的存货跌价准备计提大幅减少，对利润的影响减弱。

单季度同比来看，2023Q3 v.s. 2022Q3：2023Q3，公司归母净利润同比增长 2.85 亿元。增长主要来自于毛利（2.80 亿元），毛利的增长主要或由于铜产品销售提升及钴产品同比改善所致，其他增利项主要为减值损失（1.42 亿元），主要由于公司存货跌价准备同比计提大幅减少。减利项包括费用和税金（-0.85 亿元）、所得税（-0.27 亿元）、其他/投资收益（-0.26 亿元）。

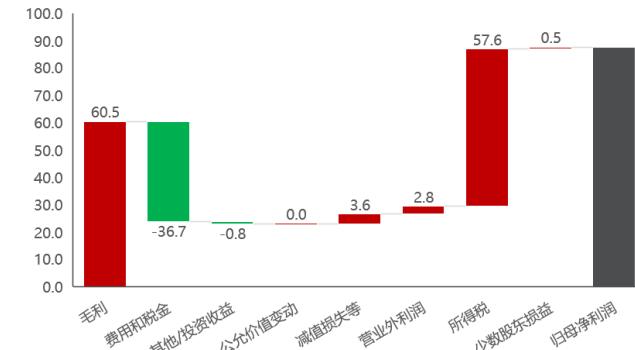
单季度环比来看，2023Q3 v.s. 2023Q2：2023Q3，公司归母净利润环比增加 0.87 亿元。增利主要来自于毛利（+0.61 亿元），所得税（+0.58 亿元）。而减利项主要在于费用和税金（-0.37 亿元），公司税金增长或主要来自于矿业税的增加。

图10：2023Q1-3 归母净利润变化拆分 (单位：百万元)


资料来源：wind, 民生证券研究院

图11：2023Q3 业绩同比变化拆分 (单位：百万元)


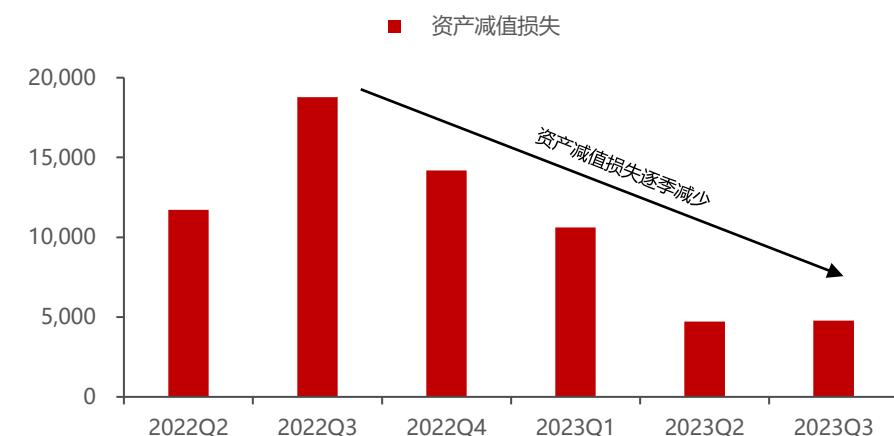
资料来源：wind, 民生证券研究院

图12：2023Q3 业绩环比变化拆分 (单位：百万元)


资料来源：wind, 民生证券研究院

2.3 减值影响减弱，成本端风险充分释放，盈利有望改善

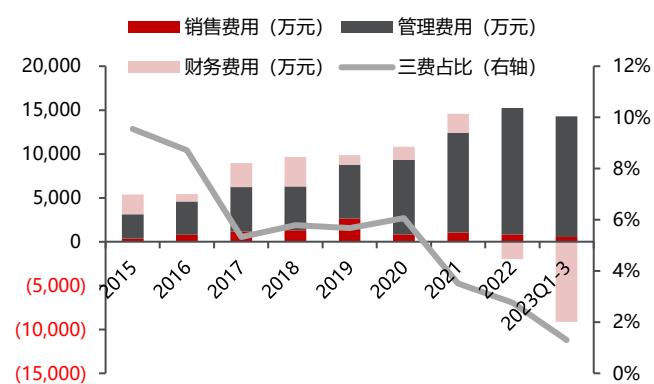
公司 2023 年 Q1-3 计提资产减值损失 2.01 亿元，全部为存货跌价准备，预计未来大幅减值风险降低，减值影响减弱，盈利有望得到改善。公司前三季度计提信用减值损失和资产减值损失共计 2.10 亿元，是前三季度税前利润总额的 61.8%；Q3 单季度计提资产减值损失 4785 万元，持平 Q2，相比 22 年下半年及 23 年一季度大幅减少，降幅超 50%，未来成本端风险得到充分释放，利润压制因素缓解，盈利有望持续改善。

图13：季度资产减值情况 (单位：万元)


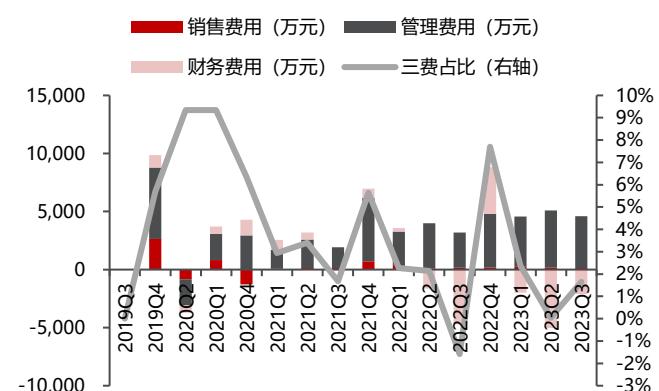
资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 注重研发，费用控制得当，抗风险能力增加

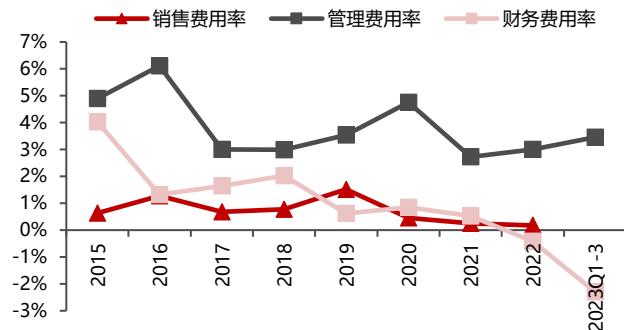
费用控制得当，费用率持续下降，优秀的控费表现提升公司抗风险能力。公司三费保持稳定，2023年Q1-3公司管理、销售、财务费用占营收比重分别为0.1%、3.5%、-2.3%，三费占比为公司新低。销售费用率和管理费用率基本保持稳定，管理费用是主要的费用支出，财务费用表现亮眼，2023每个季度均实现收益，财务费用不正反负主要是由于：1) 公司账上IPO募集资金充裕，尚未完全投出，利息收入较多，2023年每个季度平均获得利息收入1891万元；2) 2023年上半年公司汇兑收益达到3812.5万元；3) 公司借款少，相应利息支出也较低。公司优秀的控费表现帮助公司在行业下行期间提升抵御风险的能力。

图14：公司三费及占比情况


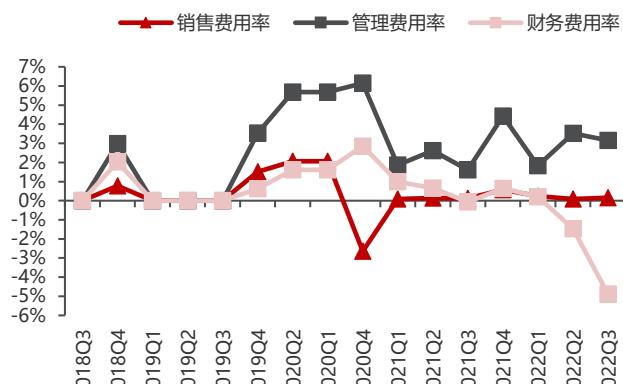
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：公司季度三费及占比情况


资料来源：wind，民生证券研究院

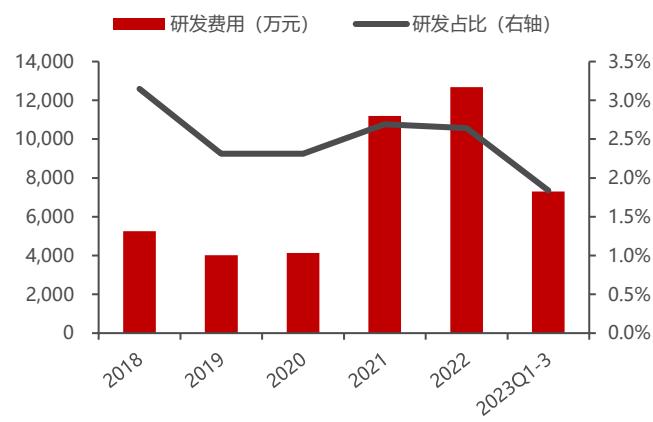
图16：公司费用率情况


资料来源：wind, 民生证券研究院

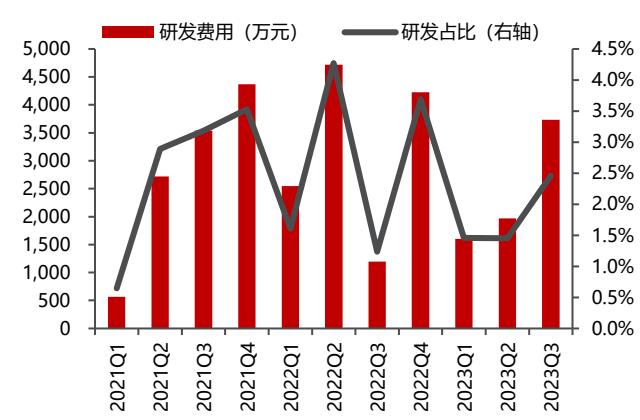
图17：公司季度费用率情况


资料来源：wind, 民生证券研究院

公司注重研发，3季度研发投入增加。腾远钴业一直致力于钴冶炼技术的开发，是国内较早从事钴湿法冶炼技术研发与应用的领先企业。近两年，公司加大了研发投入，研发费用占比保持在 2.6% 左右。2023 年上半年，或出于控费考虑，研发投入有所下降，但 3 季度业绩改善后，公司加大了研发投入，以保持公司在技术、工艺、成本等方面的优势。

图18：公司研发费用投入情况


资料来源：wind, 民生证券研究院

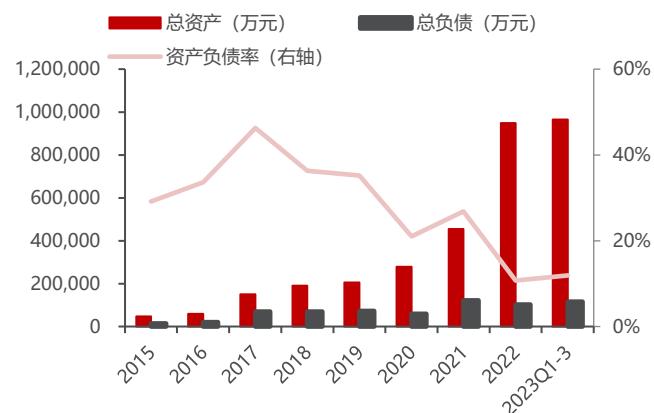
图19：23Q3 公司研发投入加大


资料来源：wind, 民生证券研究院

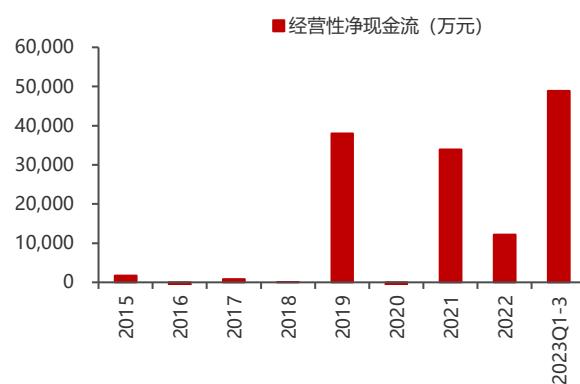
2.5 资产负债率低，现金流大幅改善

23Q1-3，公司经营性净现金流大幅改善，资产负债率为 12%，较年初提升 1%。2023 年，由于公司铜产品的快速发展，营收增长支撑公司的现金流入；加之相比 22 年，公司降低采购备货规模，23 年前三季度公司购买商品和接受劳务支

付的现金总额为 30.81 亿，同比减少了近 15 亿，公司现金流实现大幅改善，2023 年 Q1-3，公司经营性净现金流量达到 4.89 亿的历史最高水平。公司资产负债率总体呈下降趋势，截至 23 年 Q3，公司资产负债表上尚有货币资金 38.24 亿，主要为 IPO 募集资金，得益于此，公司资产负债率下降至 12%。从资产负债率和创造现金流入看，公司整体经营稳健，能够安全度过行业低谷。

图20：截至 23Q3，公司资产负债率为 12%


资料来源：wind，民生证券研究院

图21：23Q1-3 经营性净现金流创新高


资料来源：wind，民生证券研究院

3 未来看点：产能持续扩张，铜钴双轮驱动，未来成长可期

公司海内外两个生产基地扩产并举，布局自然资源和二次资源，打造一体化协同产业链。海外，公司积极布局刚果（金）钴、铜原料端，投建刚果（金）钴铜湿法冶炼工厂，由刚果腾远负责，若按规划产能如期投建，钴铜产销将持续释放。国内，腾远本部主要产品为钴盐与部分电积铜，赣州腾驰则负责 12 万吨前驱体及 2 万吨四氧化三钴产品生产。

- **刚果腾远**：已具备年产 40,000 吨铜的产能，10,000 吨钴中间品的产能。刚果三期项目正在进行中，同时，公司规划了配套四期工程。四期建设完成后，刚果（金）钴铜湿法冶炼厂最终将形成 1 万吨钴、6 万吨铜、20 万吨硫酸、1.65 万吨液体二氧化硫、4.5 万吨硫化碱及 21MW/H 发电的规模
- **腾远本部**：本部年产 2 万吨钴、1 万吨镍金属量系列产品异地智能化技术改造升级及原辅材料配套生产项目扩能及完善相关配套建设项目建设 13,500 金属吨钴部分、10,000 金属吨镍部分、15,000 吨电池废料综合回收部分、5,000 吨碳酸锂部分已投产。全部项目扩能完成后，公司整体

钴镍锰锂的生产规模将分别达到钴产品 46,000 金属吨、镍产品 60,000 金属吨、锰产品 25,000 金属吨、碳酸锂 20,000 吨

- **赣州腾驰**：4 万吨三元前驱体及 1 万吨四氧化三钴项目已于 2022 年 12 月开工建设，其中一阶段 2 万吨三元前驱体及 0.5 万吨四氧化三钴产线已进入产线主体设备安装阶段，预计 2023 年底试产。

表1：公司重要在建工程

项目名称	预算数 (亿元)	期初余额 (亿元)	本期增加金 额 (亿元)	工程累计投入占预算比例	工程进度	资金来源
赣州腾远本部新厂区项目 (二期)	7.35	1.78	1.48	98.58%	98.58%	其他
刚果 16 万吨/年硫磺制酸及 1.5 万吨 二氧化硫项目	1.86	0.14	0.008	8.72%	8.72%	其他
刚果 (金) 厂房及配套项目-三期	5.12	0.86	0.94	65.59%	65.59%	其他
腾驰前驱体项目 (一期)	1.24	0.50	1.22	10.23%	10.23%	其他
合计	18.61	0.94	3.85	--	--	--

资料来源：公司 2023 半年报，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测与业务拆分

公司是钴盐生产龙头企业之一，主要产品为钴产品、铜产品和其他主营业务三部分。公司利润释放的关键在于：(1) 募投项目带来的产能提升，(2) 产品结构的调整优化。

关键假设：1) 钴产品：在建产能如期释放，本部扩能项目接近尾声，预计钴产品产量稳步提升；价格方面，钴价低点已过，底部支撑较强，预计 2023-2025 年价格维持在 22-26 万元/吨；公司高价库存已合理计提减值，随着市场好转，成本将得到有效控制，预计 2023-2025 年毛利率将持续实现修复；2) 铜产品：产量上刚果腾远三期项目 2023 年到 2025 年预计新增约 2 万吨铜。价格方面，铜价供给约束下支撑较强，预计 2023-2025 价格维持 5.6-5.9 万元/吨；考虑成本方面较刚性的影响，假设铜产品毛利率稳中略降。

表2：营收按业务拆分预测

	2022A	2023E	2024E	2025E	2022-2025CAGR
钴产品收入 (百万元)	2,967.62	2,508.00	3,484.80	4,365.68	14%
YoY(%)	9%	-15%	39%	25%	
钴产品成本 (百万元)	2,285.97	2,223.00	2,779.92	3,134.36	
毛利率(%)	23.0%	11.4%	20.2%	28.2%	
铜产品收入 (百万元)	1,646.73	2,236.88	2,442.12	2,734.38	18%
YoY(%)	30%	36%	9%	12%	
铜产品成本 (百万元)	1,264.91	1,560.00	1,755.00	1,989.00	
毛利率(%)	23.2%	30.3%	28.1%	27.3%	
其他收入 (百万元)	186.49	214.24	242.22	271.77	13%
YoY(%)	12%	15%	13%	12%	
其他成本 (百万元)	124.86	138.87	154.58	173.39	
毛利率(%)	33.0%	35.2%	36.2%	36.2%	

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

4.2 估值分析

选取同行业上市公司华友钴业进行对比，华友钴业一家专注于钴、铜有色金属冶炼及钴新材料产品深加工的龙头企业；腾远钴业目前以铜钴冶炼为主，并正向下游深加工材料端拓展，与华友钴业业务具备可比性，因此选择华友钴业作为可比公司。以 2023 年 10 月 31 日的收盘价计算，可比公司的 2023-2025 年的 PE 均值分别为 12/8/7 倍。我们预计腾远钴业 2023-25 年的 EPS 分别为 1.35/2.68/3.86 元/股，对应 2023-25 年的 PE 为 30/15/10 倍。腾远钴业 PE 高于华友钴业，但

考虑到腾远钴业目前主要仍集中在铜钴冶炼，在下游面对的行业压力相对较小，加之公司目前规划的在建产能较多，铜钴有望持续放量从而推动业绩实现增长，特别是相比同业公司而言，公司铜产品未来发展能够增厚公司利润，因此我们认为公司的估值可以享有一定的溢价。

表3：可比公司 PE 数据对比

代码	简称	收盘价 (元)		EPS (元)				PE (倍)		
		2023/10/31	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
301219.SZ	腾远钴业	39.89	0.93	1.35	2.68	3.86	19	30	15	10
603799.SH	华友钴业	36.79	2.45	3.18	4.44	5.54	20	12	8	7

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

注：华友钴业采用 wind 一致预期

4.3 投资建议

公司是钴盐生产龙头企业之一，业绩环比改善，钴价低点已过，未来规划产能释放后盈利有望继续增长，我们预计 2023-2025 年分别实现归母净利润 3.97/7.91/11.36 亿元，以 2023 年 10 月 31 日收盘价计算，对应 PE 分别为 30/15/10 倍，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

产能释放不及预期风险。公司在建的赣州腾远本部新厂区项目、刚果（金）厂房及配套项目如果建设进展不及预期，将影响公司钴、铜产品产能的释放，从而影响公司业绩。

需求不及预期风险。若未来三元材料电池的市场需求度、普及度低于预期，亦会对公司的经营业绩产生不利影响。

海外经营风险。公司在境外设立了1家刚果（金）子公司，但刚果（金）当地政治、社会局势不甚稳定，经济社会发展较为落后，公司面临着境外经营风险。

汇率风险。随着未来公司在刚果金业务的不断发展，境外销售和采购比例不断上升，外币资产规模不断扩大，存在外汇风险敞口，人民币对美元汇率的波动将对公司的盈利水平产生影响。

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	4,801	4,959	6,169	7,372
营业成本	3,676	3,922	4,690	5,297
营业税金及附加	90	124	154	206
销售费用	8	7	9	11
管理费用	144	174	216	295
研发费用	127	119	148	177
EBIT	342	614	962	1,397
财务费用	-20	-113	-63	-47
资产减值损失	-447	-222	-30	-17
投资收益	-13	-5	-6	-7
营业利润	349	500	989	1,420
营业外收支	-2	-4	0	0
利润总额	347	496	989	1,420
所得税	72	99	198	284
净利润	274	397	791	1,136
归属于母公司净利润	274	397	791	1,136
EBITDA	451	732	1,103	1,568

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,471	3,913	3,034	2,660
应收账款及票据	195	222	285	340
预付款项	59	39	47	53
存货	2,375	2,249	2,925	3,321
其他流动资产	232	380	476	560
流动资产合计	7,332	6,803	6,767	6,933
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,458	1,650	1,926	2,197
无形资产	54	54	53	53
非流动资产合计	2,157	3,091	3,966	4,838
资产合计	9,490	9,894	10,734	11,771
短期借款	195	195	195	195
应付账款及票据	396	634	758	856
其他流动负债	174	203	247	287
流动负债合计	765	1,032	1,200	1,339
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	252	209	209	209
非流动负债合计	252	209	209	209
负债合计	1,018	1,241	1,409	1,548
股本	227	295	295	295
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	8,472	8,653	9,325	10,224
负债和股东权益合计	9,490	9,894	10,734	11,771

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	15.39	3.30	24.40	19.50
EBIT 增长率	-75.59	79.83	56.53	45.28
净利润增长率	-76.14	44.71	99.18	43.61
盈利能力 (%)				
毛利率	23.44	20.92	23.98	28.15
净利润率	5.72	8.01	12.82	15.41
总资产收益率 ROA	2.89	4.01	7.37	9.65
净资产收益率 ROE	3.24	4.59	8.48	11.11
偿债能力				
流动比率	9.58	6.59	5.64	5.18
速动比率	6.33	4.22	2.99	2.49
现金比率	5.84	3.79	2.53	1.99
资产负债率 (%)	10.72	12.54	13.13	13.15
经营效率				
应收账款周转天数	10.12	16.00	16.00	16.00
存货周转天数	235.87	230.00	230.00	230.00
总资产周转率	0.68	0.51	0.60	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	0.93	1.35	2.68	3.86
每股净资产	28.75	29.36	31.64	34.69
每股经营现金流	0.41	2.66	0.90	3.12
每股股利	1.20	0.40	0.81	1.16
估值分析				
PE	43	30	15	10
PB	1.4	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	17.84	10.98	7.29	5.13
股息收益率 (%)	3.01	1.01	2.02	2.90
现金流量表 (百万元)				
净利润	274	397	791	1,136
折旧和摊销	109	117	142	170
营运资金变动	-737	10	-714	-422
经营活动现金流	121	783	264	919
资本开支	-596	-1,012	-1,017	-1,041
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-598	-1,112	-1,016	-1,049
股权募资	5,204	0	0	0
债务募资	-299	0	0	0
筹资活动现金流	4,385	-229	-127	-245
现金净流量	3,925	-558	-879	-375

插图目录

图 1: 2023 年 Q1-3, 公司营收同比增加 8.66%	3
图 2: 2023 年 Q1-3, 公司归母净利润同比下滑 42.90%	3
图 3: 2023Q3, 公司营收同比增加 57.09%	3
图 4: 2023Q3, 公司归母净利润同比实现扭亏为盈	3
图 5: 公司分产品营收占比情况 (单位: %)	4
图 6: 公司分产品毛利占比情况 (单位: %)	4
图 7: 公司毛利率净利率变化 (单位: %)	4
图 8: 2023 年 Q3 钴产品价格环比有所改善	5
图 9: 铜价保持稳定	5
图 10: 2023Q1-3 归母净利润变化拆分 (单位: 百万元)	6
图 11: 2023Q3 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)	6
图 12: 2023Q3 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)	6
图 13: 季度资产减值情况 (单位: 万元)	7
图 14: 公司三费及占比情况	7
图 15: 公司季度三费及占比情况	7
图 16: 公司费用率情况	8
图 17: 公司季度费用率情况	8
图 18: 公司研发费用投入情况	8
图 19: 23Q3 公司研发投入加大	8
图 20: 截至 23Q3, 公司资产负债率为 12%	9
图 21: 23Q1-3 经营性净现金流创新高	9

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司重要在建工程	10
表 2: 营收按业务拆分预测	11
表 3: 可比公司 PE 数据对比	12
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。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、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受到任何形式的补偿。

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。	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
	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