

前驱体龙头加速革新，一体化布局增强竞争力

2024年04月10日

► **受益一体化降本，2023年业绩稳定增长。**2024年1月20日公司发布业绩预告：2023年预计实现归母净利润19-20亿元，同增23.09%-29.57%，业绩持续增长主要受益于全球新能源市场的快速增长。2023年公司现有电池材料体系，包括镍系、钴系、磷系、钠系等产品合计销售量超27万吨。同时，由于公司收到政府补助资金等，预计非经常性损益对归母净利润影响金额约为3.9亿元。

► **受益三元需求高景气，2023年公司出货量稳步增长。**2023年，在海外客户需求支撑下，全国三元正极材料出货量仍有小幅提升，全年合计出货量65万吨，同比增长2%。2024年初，问界、理想等车型销量大幅提升，多款热门车型均系三元车型，将持续带动三元电芯的需求量，GGII预计2024年三元正极材料市场占比基本不变，出货量有望增长至75万吨。2023年前三季度公司现有材料体系（镍系、钴系、磷系、钠系）产品合计销售量约21万吨。2023H1公司三元前驱体出货量9.8万吨，同比增长10.6%，国内市占率达25.5%，稳居国内第一，其中9系三元前驱体出货占比达35%，8系及8系以上高镍产品出货占比达60%，受益高镍化趋势下三元电池需求稳定增长，未来公司高镍占比将逐步提升。

► **加速海外布局，印尼三大基地实现投产。**海外布局方面，印尼三大镍矿加工基地均已实现投产，韩国、摩洛哥、芬兰等产业基地建设正在有序推进中。2024年3月，与Doosan Recycling Solution在德国法兰克福签订电池回收事业合作协议，将就电池黑粉提锂展开合作，并通过off-take协议建立长期、稳定的合作关系，结合双方在各自领域的技术优势共同推动回收业务的发展；同期，与韩国IS Dongseo等公司合作电池回收项目，以更经济、更环保的方式实现废旧电池的循环回收，共同推进从材料端到回收端的产业闭环建设。

► **深化一体化全产业链布局，实现全产业链降本。**公司围绕“资源-冶炼-材料-回收”产业垂直一体化不断延伸，实现原材料循环利用。**1) 印尼：**公司在印尼加速前后端冶炼一体化布局，三大印尼基地均已实现投产，截止2023年10月，在建及建成资源粗炼端建设产能达12.5万金属吨。**2) 国内：**公司钦州产业基地制备高冰镍OESBF产线正逐步进入投产运营阶段，年产8万吨高冰镍，成功拉通“红土镍矿—低冰镍—高冰镍—硫酸镍—高镍三元前驱体”的全产业链，从资源端到材料端实现一体化布局。

► **投资建议：**我们预计公司2023-2025年营业收入为298.90、323.04、397.58亿元，归母净利润为19.75、23.24、31.47亿元，同增27.9%、17.7%、35.4%，对应估值20、17、12倍PE，考虑公司一体化布局拉动盈利能力不断提升，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 行业竞争风险；2) 需求不足风险；3) 原材料价格风险；4) 汇率波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,344	29,890	32,304	39,758
增长率(%)	51.2	-1.5	8.1	23.1
归属母公司股东净利润(百万元)	1,544	1,975	2,324	3,147
增长率(%)	64.4	27.9	17.7	35.4
每股收益(元)	2.30	2.95	3.47	4.70
PE	25	20	17	12
PB	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年04月10日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

58.45元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

邮箱：zhaodan@mszq.com

研究助理 黎静

执业证书：S0100123030035

邮箱：lijing@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

邮箱：xiziyi@mszq.com

目录

1 2023 年出货量稳步增长，单吨净利略提升	3
1.1 2023 年业绩维持增长，略超市场预期.....	3
1.2 受益全球三元需求，出货稳定增长	4
2 三元前驱体龙头，持续推进一体化布局	6
2.1 乘高镍东风，产品矩阵不断拓宽	6
2.2 一体化布局持续深入，构筑多元核心竞争力.....	7
3 盈利预测与投资建议	12
3.1 盈利预测假设与业务拆分	12
3.2 估值分析	13
3.3 投资建议	13
4 风险提示	14
插图目录	16
表格目录	16

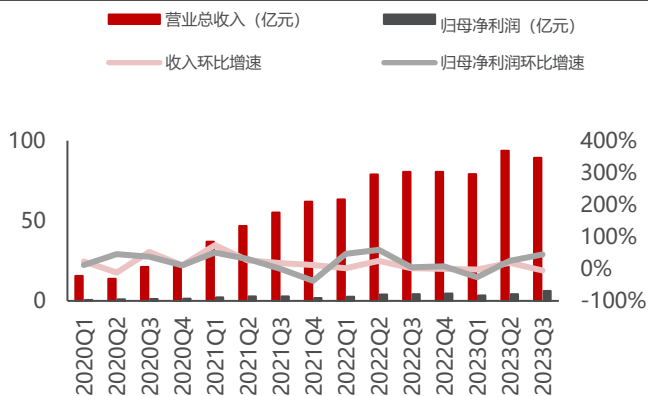
1 2023 年出货量稳步增长，单吨净利略提升

1.1 2023 年业绩维持增长，略超市场预期

受益一体化降本，2023 年业绩稳定增长。2024 年 1 月 20 日公司发布业绩预告：2023 年预计实现归母净利润 19-20 亿元，同比增加 23.09%-29.57%，业绩持续增长主要受益于全球新能源市场的快速增长。2023 年公司现有电池材料体系，包括镍系、钴系、磷系、钠系等产品合计销售量超 27 万吨。同时，由于公司收到政府补助资金等，预计非经常性损益对归母净利润的影响金额约为 3.9 亿元。

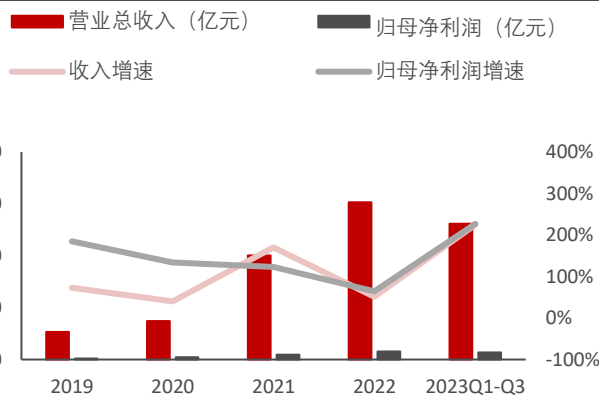
营业收入、归母净利润稳定增长。2010Q1-2022Q4，公司单季度营业收入从 15.69 亿元提升至 80.58 亿元；2022Q4，公司实现归母净利润 4.59 亿元，环比增长 8.19%。2023 年前三季度，公司营业收入提升至 261.91 亿元，同比增长 17.52%；实现归母净利润 13.87 亿元，同比增长 27.83%，增速较高。

图1：2020Q1-2023Q3 单季度收入与净利润（亿元）



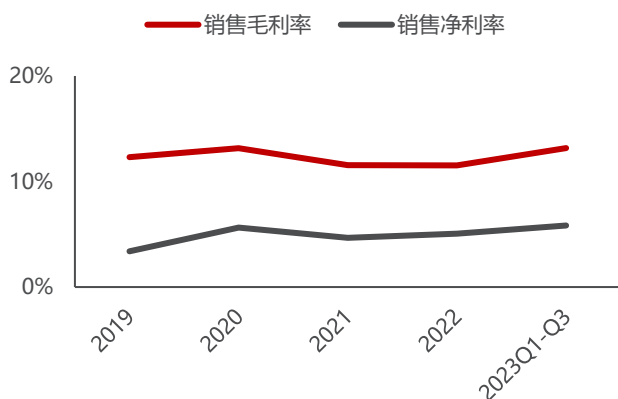
资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

图2：2019-2023Q1-Q3 年度收入与净利润（亿元）

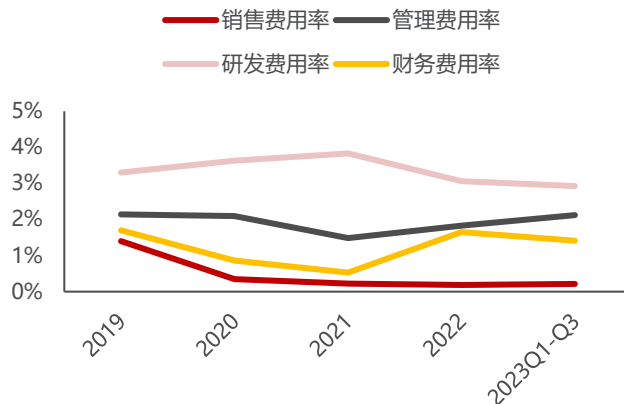


资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

毛利率逐步回升，盈利能力稳定。2021-2023 前三季度，公司产品结构持续优化，出货量大幅增长，毛利率自 11.54%提升至 13.17%，净利率自 4.67%提升至 5.83%，盈利水平转好。**费用结构进一步优化，费用管理优势明显。**公司逐年降低销售费用率，2020 年后保持在 2%左右水平。同时，公司不断提高研发投入。2023 年前三季度，公司合计费用率为 6.67%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 0.21%/2.12%/2.93%/1.41%，费用水平较低。

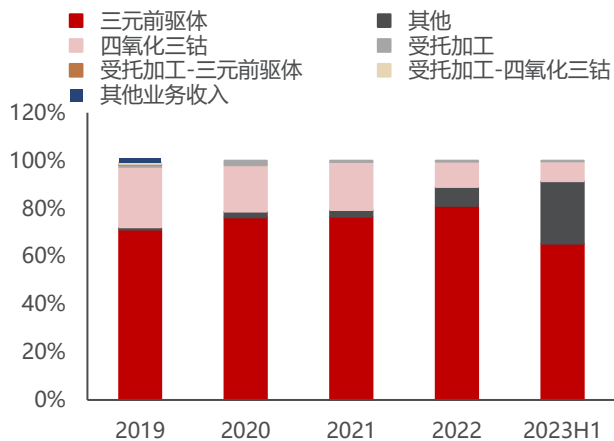
图3：2019-2023Q1-Q3 销售毛利率与净利率


资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

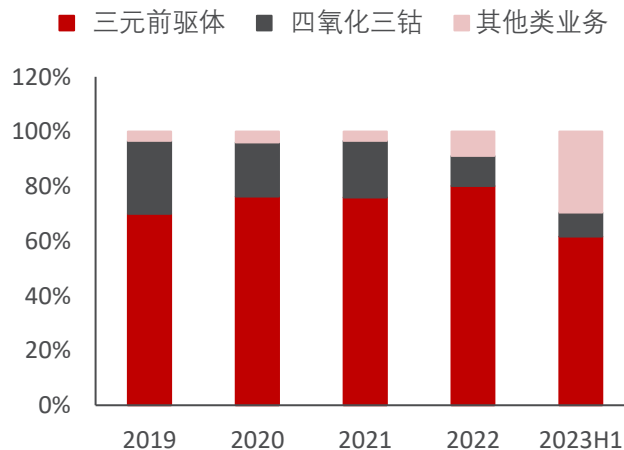
图4：2019-2023Q1-Q3 销售、管理、研发、财务费用率


资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

三元前驱体收入仍占主导。2019-2022 年，公司三元前驱体营收占比逐年提升，2023H1 营收占比有所降低。21/22/23H1 三元前驱体营收占比 76.54%/81.16%/65.35%，成本占比 75.92%/80.17%/61.63%。2021-2023H1，四氧化三钴营收占比逐步下降，分别为 20.13%/10.53%/8.28%，成本占比 20.67%/10.91%/8.83%。

图5：2019-2023H1 营收分布情况 (分行业)


资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

图6：2019-2023H1 成本分布情况 (分行业)


资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

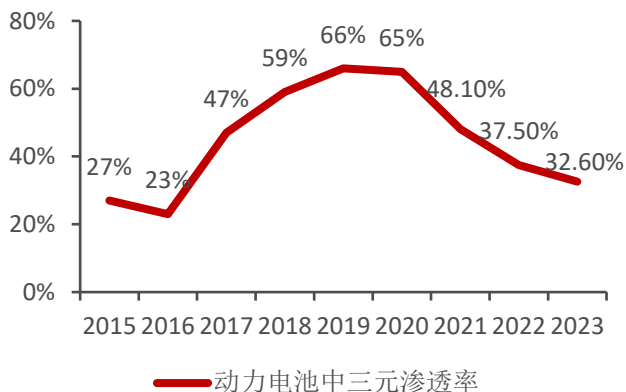
1.2 受益全球三元需求，出货稳定增长

热销车型市占率提升，近期三元份额有所提升。2023 年，在海外客户需求支撑下，全国三元正极材料出货量仍有小幅提升，全年合计出货量 65 万吨，同比增长 2%。2024 年初，问界、理想等车型销量大幅提升，多款热门车型均系三元车型，将持续带动三元电芯的需求量，GGII 预计 2024 年三元正极材料市场占比基本不变，出货量有望增长至 75 万吨。

三元前驱体产销逐步回暖，2024 年出货量预期增长。根据鑫椏锂电统计，

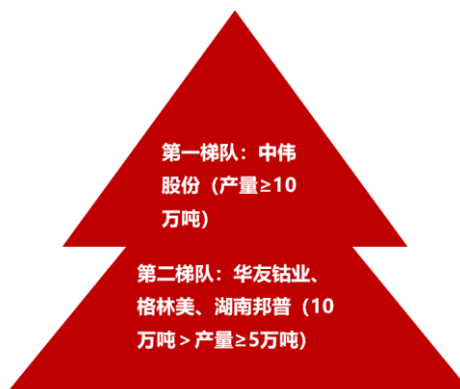
2023 年中国三元前驱体产量为 83.3 万吨，同比下滑 5.6%；全球三元前驱体产量为 96.8 万吨，同比下滑 4.9%。随着行业库存消化至相对合理区间，2024 年终端需求有望顺利传导至上游环节，有望带动三元前驱体产销回暖，鑫椤锂电预计 2024 年中国三元前驱体产量将来到 90.8 万吨，全球三元前驱体产量为 106.9 万吨。

图7：动力电池中三元正极材料电池渗透率



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，民生证券研究院

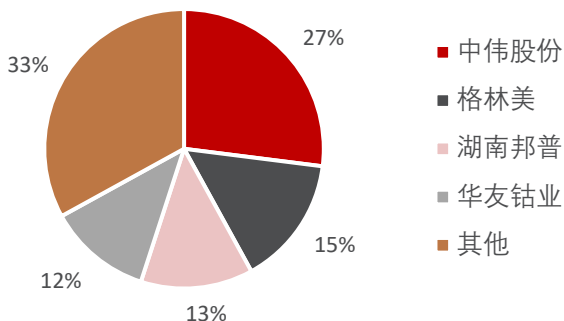
图8：2023H1 三元前驱体产量 TOP4



资料来源：鑫椤锂电，民生证券研究院

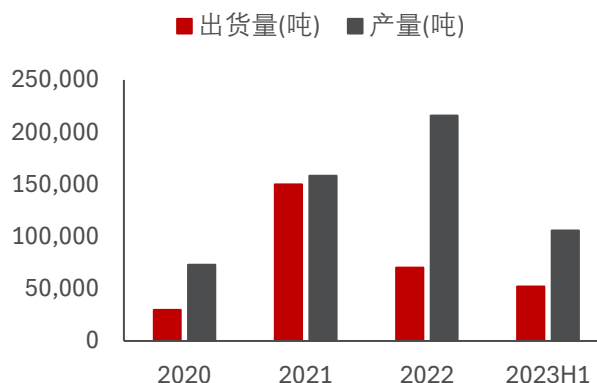
受益三元需求高景气，2023 年公司出货量稳步增长。2023 年前三季度公司现有材料体系（镍系、钴系、磷系、钠系）产品合计销售量约 21 万吨。2023H1 公司三元前驱体出货量 9.8 万吨，同比增长 10.6%，国内市占率达 25.5%，稳居国内第一，其中 9 系三元前驱体出货占比达 35%，8 系及 8 系以上高镍产品出货占比达 60%，受益高镍化趋势下三元电池需求稳定增长，未来公司高镍占比将逐步提升。

图9：2022 年三元前驱体市场竞争格局



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图10：公司年度三元前驱体出货量（吨）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

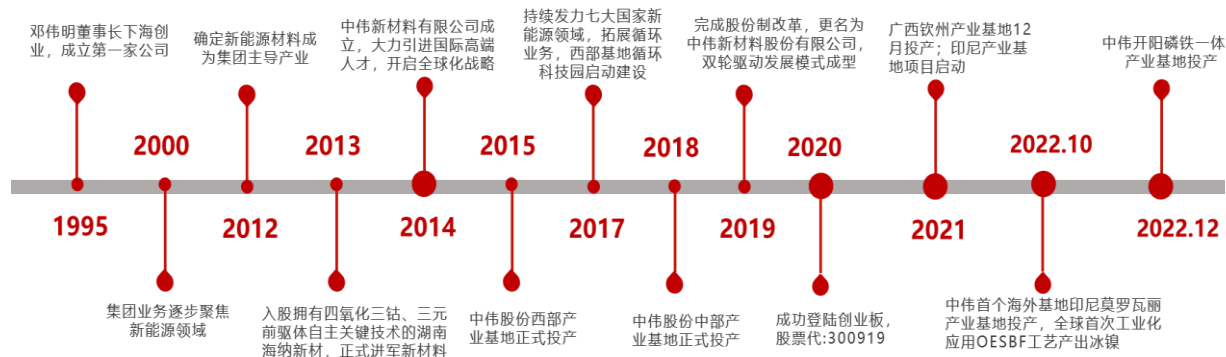
2 三元前驱体龙头，持续推进一体化布局

2.1 乘高镍东风，产品矩阵不断拓宽

2.1.1 深耕三元前驱体，持续提升原材料自供率

公司作为前驱体龙头企业，乘高镍东风，未来可期。公司是三元前驱体龙头厂商，前身于 1995 年由邓伟明董事长创立，2000 年至 2012 年集团业务重心逐渐转移至新能源材料；2013 年集团借助入股湖南海纳新材料重要契机，凭借其拥有的四氧化三钴、三元前驱体自主关键技术，成功进军新材料领域；2014 年中伟新材料有限公司成立，开启全球化战略，布局国内外市场；2019 年完成股份制改革正式更名为中伟新材料股份有限公司，次年便成功在深交所创业板正式挂牌上市；2021 年广西钦州产业基地 12 月投产，自此形成以中部、西部、南部产业基地为核心的三基地生产时代；但发展的脚步没有停歇，2022 年 10 月公司首个海外产业基地印尼莫罗瓦丽正式投产，也是全球首次实现工业化应用 OESBF 工艺产出冰镍的突破；2022 年 12 月开阳 20 万吨磷酸铁锂产业园一体化项目投产，进一步丰富产品矩阵，提升产能。

图11：公司发展历程

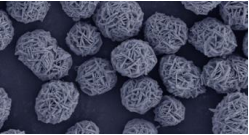
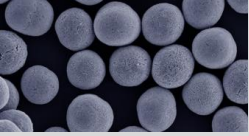
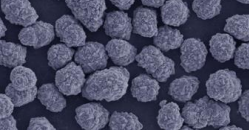
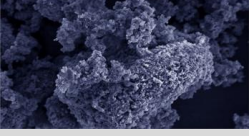
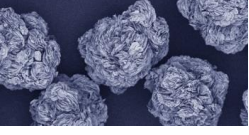


资料来源：中伟股份官网，民生证券研究院

2.1.2 产品矩阵持续创新，下游领域不断拓宽

坚持产品创新，产品应用领域广。公司首期年产 8000 吨钠电项目已于 2023 年正式投料投产，实现镍系、钴系、磷系、钠系等四大核心材料业务全覆盖。主要产品矩阵包括：高镍低钴全系列三元前驱体、高压四氧化三钴、磷系、锰系以及钠系前驱体等，分别用于生产三元正极材料、磷酸铁锂正极材料、钴酸锂正极材料，生产的正极材料再进一步加工制造成锂电池，最终应用于新能源汽车、储能及消费电子等领域。公司持续提高产品多样化、定制化、快速开发与量产的技术服务能力及产业化应用能力，做全做强产业链，竭力打造更具竞争力的新能源产业生态。

表1：产品矩阵

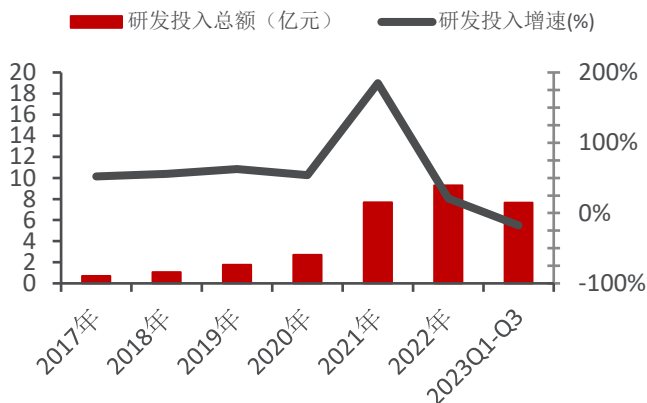
产品名称	产品介绍	图示	性能特征	应用领域
全系列三元前驱体	NCM523、NCM622、NCM811、NCA、NCM90 等前驱体, 其中以单晶、高镍前驱体为主, 是制备三元锂电池正极的关键核心材料		高能量密度、高安全性、长寿命	交通动力领域、储能领域
高电压四氧化三钴	高电压四氧化三钴分为掺杂大颗粒、掺杂小颗粒四氧化三钴, 是制备钴酸锂电池的核心材料		高电压、高功率	3C 领域
二元及多元前驱体	NC、NM 系列二元产品, 是新型高镍、无钴锂电池正极材料前驱体。通过掺杂制备的多元前驱体可显著提升电池性能		高电压、高能量密度、高安全性	动力交通、电动工具
磷酸铁	制备磷酸铁锂电池正极的核心材料		高循环、热稳定性、低成本	动力交通、储能领域
钠电前驱体	层状氧化物、普鲁士蓝和聚阴离子等系列前驱体		长循环、高安全性、高倍率	动力交通、储能领域

资料来源：公司年报，民生证券研究院整理

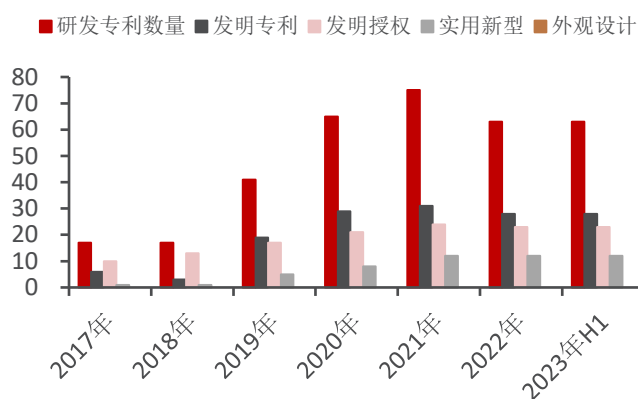
2.2 一体化布局持续深入，构筑多元核心竞争力

2.2.1 研发与产能优势凸显，持续深化海外布局

研发投入不断增加，加快创新推出新品。2020 -2023 前三季度公司累计投入研发经费 27.35 亿元，建立了 1000 余人的科技研发队伍，近三年研发投入保持高速增长，助力新质生产力的培育和壮大，推动新能源材料产业高质量发展。公司每年研发专利数量稳中有升，截至 2024 年 3 月，公司已参与制定国家/行业/团体标准 89 项，授权专利 168 件。同时不断完善产学研合作平台，持续打造多样化、定制化、高速化开发与量产的技术服务能力及产业化应用能力。

图12: 2017-2023Q1-Q3 研发费用投入情况


资料来源: 同花顺 iFind, 民生证券研究院

图13: 2017-2023H1 研发专利数量 (个)


资料来源: 同花顺 iFind, 民生证券研究院

抢占市场份额积极扩产，产能优势明显。2023 年公司三元前驱体市场占有率为 27%，已连续多年位于市场第一。国内，公司已建立铜仁、宁乡、钦州、开阳四大千亩级产业基地；海外，公司产能规划覆盖日韩、东南亚、欧洲以及北美等多个国家和地区，建有印尼原料基地，正加快韩国、摩洛哥、芬兰等国际化产业基地项目建设，力争产线投产、达产。2024 年 1 月，公司印尼北莫罗瓦利产业基地 NNI 公司首条产线在正式投产 5 天后成功产出镍铁，NNI 公司目前共建有 8 条 RKEF 产线，年产能 8 万吨镍金属当量低冰镍，预计今年将完成所有产线的建设与点火投产。截至 2024Q1，公司印尼三大基地，包括莫罗瓦利、纬达贝、北莫罗瓦利均已实现投产，后续产能逐步爬坡。公司 2023 年半年报披露，根据现有产能、在建及规划产能，2023 年末将建成近 40 万吨/年的三元前驱体产能、2.5 万吨/年四氧化三钴产能、20 万吨/年磷酸铁产能。

表2: 产能规划

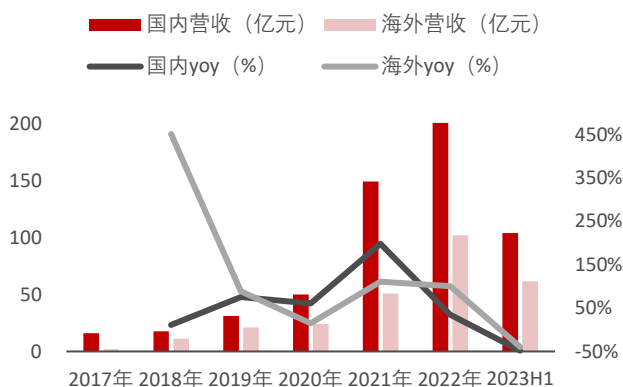
产业基地	所在地	投产时间	规划产能 (GWh)	投资规模
中伟铜仁	贵州	2015 年已投产，2022 年 9 月 28 日镍铈精 炼硫酸镍项目顺利投产	年产 6 万吨前驱体	总投资 100 亿元
中伟宁乡	宁乡	2018 年已投产	3.5 万吨锂电前驱体材料及配套镍钴资源、电池 循环回收项目建设	现已投资 13.39 亿元
中伟钦州	广西	2021 年 12 月已投产	18 万吨前驱体,年处理 8 万吨高冰镍产线正逐 步进入投产运营阶段	总投资约 330 亿元
开阳	贵州	2021 年 12 月 9 日磷酸铁锂一体化项目正式 落地，2022 年 12 月 5 日磷酸铁顺利实现投 产。	年产 20 万吨磷酸铁及磷酸铁锂材料	项目总投资约 100 亿元
莫罗瓦利	印度尼 西亚	2022 年 10 月 25 日，基地首条冰镍产线正 式投料	年产高冰镍含镍金属 6 万吨	总投资约 6.6 亿美元 (约 合人民币 42.3 亿元)
纬达贝	印度尼 西亚	2023 年 1 月 12 日首条冰镍一体化产线成功 出铁	年产 2.75 万吨镍金属当量低冰镍	总投资约为 1.5 亿美元
北莫罗瓦 利	印度尼 西亚	2024 年 1 月 18 日，首条冰镍产线正式投产	年产能 8 万吨镍金属当量低冰镍	\

摩洛哥	摩洛哥	该基地定于 2023 年底在摩洛哥的约夫拉斯法尔地区破土动工，将于 2025 年正式投产	实现年产 12 万吨三元前驱体、年产 6 万吨磷酸铁锂及年处理 3 万吨黑粉回收	总投资约 20 亿美元
芬兰	芬兰	预计 2024 年建成投产	高镍三元前驱体年产规模不超过 12 万吨，一期年产 2 万吨产能	约 2 亿欧元（折合人民币约 14.4 亿元）
韩国	韩国	2023 年 6 月签约，计划于 23Q4 开始建设，预计于 2025 年量产	规划产能为 5 万金吨电池级硫酸镍和 11 万吨前驱体材料，可满足超过 120 万辆电动汽车电池装置需求	1.5 万亿韩元

资料来源：高工锂电，民生证券研究院整理

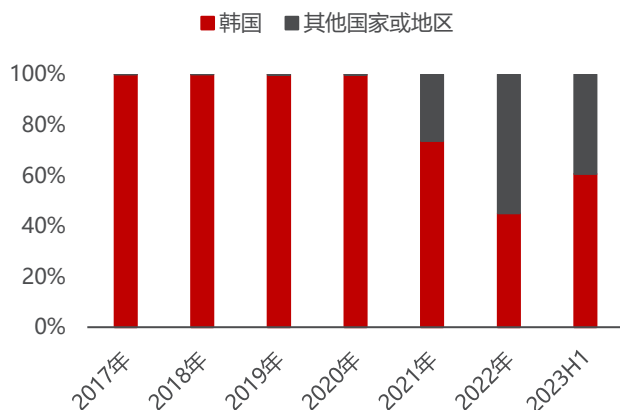
坚持“新四化”战略，加速全球化布局。受下游去库存影响，2023H1 公司国内营收 104.33 亿元，同比下降 48.16%，海外营业收入 61.81 亿元，整体有所回落，同比下降 39.52%。2023H1 海外营收占比合计超过 39.6%，同比提升 9.4 pct，有助于提升公司整体盈利水平。2023H1 公司在韩国实现营收 37.49 亿元，同比 +79.44%，占总营收 21.71%，韩国毛利率 16.40%，相较国内高 8.4pct；其他国家实现营收 24.33 亿元，同比+10.02%。

图14：2017-2023H1 营收结构变化（按地区划分）



资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院

图15：2017-2023H1 海外营收占比变化（%）



资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院

加速海外布局，印尼三大基地实现投产。在海外，公司已建立印尼莫罗瓦利、纬达贝、南加里曼丹、北莫罗瓦利四大原材料生产基地，其中印尼三大镍矿加工基地均已实现投产，有效提高公司关键原料的自供比例，提升公司产品国际竞争力。韩国、摩洛哥、芬兰等产业基地建设正在有序推进中。公司聚力海外布局，2024 年 3 月，与 Doosan Enerbility 电池回收子公司 Doosan Recycling Solution 在德国法兰克福签订电池回收事业合作协议，双方将在未来就电池黑粉提锂展开合作，并在框架协议的基础上通过 off-take 协议建立长期、稳定的合作关系，结合双方在各自领域的技术优势共同推动回收业务的发展；同期，与韩国 IS Dongseo 等公司合作电池回收项目，以更经济、更环保的方式实现废旧电池的循环回收，共同推进从材料端到回收端的产业闭环建设。

表3：海外布局动态

时间	合作方	合作协议/项目
2021年11月	韩国 SungEel Hitech	双方拟在欧洲开展电池回收、拆解及湿法冶炼项目合作，共同在全球完善废旧电池回收网络体系，海外湿法回收体系。
2023年6月	韩国 POSCO 集团	就镍精炼和前驱体业务签订合资协议（JVA），项目总投资约 1.5 万亿韩元，规划产能为 5 万金吨电池级硫酸镍和 11 万吨前驱体材料，可满足超过 120 万辆电动汽车电池装置需求。作为行业首家“镍+前驱体”合资项目，本次签约将促成首个在韩国规模超 10 万吨的中韩合作镍精炼及前驱体一体化产业基地落地。
2023年9月	非洲私人投资基金 Al Mada	双方将在摩洛哥成立合资企业，建设摩洛哥-中国绿色能源工业园区，是集三元前驱体、磷酸铁锂以及废旧电池回收的一体化产业基地，实现年产 12 万吨三元前驱体、年产 6 万吨磷酸铁锂及年处理 3 万吨黑粉回收。项目将于 2023 年启动建设，预计将于 2024 年第四季度开始分批投产，建成后每年可为 100 多万辆电动汽车提供电池材料。
2023年12月	全球领先回收企业 Cronimet	双方在德国卡尔斯鲁厄签署协议，将在德国比特费尔德共同投资建设锂电池回收拆解工厂，本次合作落地后将使中伟成为西欧地区首批运营电池回收工厂的企业，打通中伟在欧洲的锂电池供应链闭环，并在欧洲市场建立完整的、可持续的回收解决方案。
2024年3月	Doosan Recycling Solution	在德国法兰克福签订电池回收事业合作协议，双方将在未来就电池黑粉提锂展开合作，并在框架协议的基础上通过 off-take 协议建立长期、稳定的合作关系，结合双方在各自领域的技术优势共同推动回收业务的发展。
2024年3月	韩国 IS Dongseo	双方签订区域合作协议，双方将在电池回收产品长期供货及共同营销方面开展深入合作。

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

2.2.2 一体化全链贯通，提升盈利能力

深化一体化全产业链布局，提升原材料自供率，实现全产业链降本。公司围绕“资源-冶炼-材料-回收”产业垂直一体化不断延伸，实现锂电池上游原材料的循环利用，原料供应安全和供应链效益增强。**1) 印尼：**公司在印尼加速前后端冶炼一体化布局，三大印尼基地均已实现投产，截止 2023 年 10 月，在建及建成资源粗炼端建设产能达 12.5 万金属吨。同期，公司印尼莫罗瓦利产业基地首条冰镍产线正式投料试产并成功产出冰镍，打通从红土镍矿到电池级镍原料新的技术路径，印尼纬达贝产业基地冰镍项目也已实现投产并在加速产量爬坡。**2) 国内：**公司加快在镍资源方面布局，在国内铜仁产业基地、宁乡产业基地、钦州产业基地积极推进硫酸镍冶炼产能投建，实现以镍粉/豆、低冰镍、高冰镍、MHP 等多种镍原料精炼的多元化。2023 年 10 月，公司钦州产业基地低冰镍制备高冰镍 OESBF 产线正逐步进入投产运营阶段，年产 8 万吨高冰镍，成功拉通“红土镍矿—低冰镍—高冰镍—硫酸镍—高镍三元前驱体”的全产业链，从资源端到材料端实现一体化布局。

表4：一体化布局动态

环节	类别	项目
原矿冶炼	海外布局	印尼基地红土镍矿冶炼年产 6 万金吨高冰镍项目 设立莫罗瓦利产业基地、纬达贝产业基地、北莫罗瓦利产业基地
	签署合作	与腾远钴业在矿产资源共同开发方面建立合作 与当升科技共同开发印尼红土镍矿项目 与厦钨新能在矿山开发、产品加工等方面建立合作

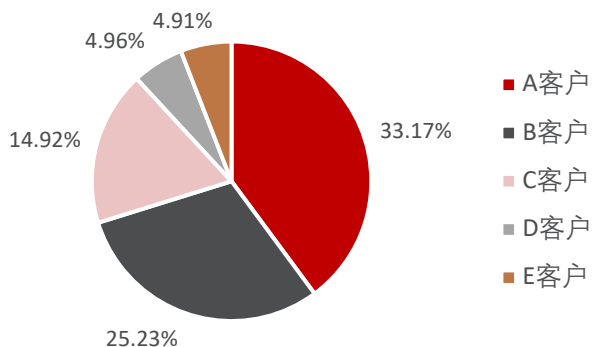
	自主扩产	设立中伟铜仁（上市主体）产业基地、中伟钦州（广西）产业基地、中伟宁乡（湖南）产业基地、开阳（贵州）产业基地等基地生产前驱体、磷酸铁及磷酸铁锂以及高冰镍等原材料
原料精炼	自主扩产	中伟铜仁（上市主体）产业基地 2022 年 9 月 28 日镍钴精炼硫酸镍项目顺利投产
	合资项目	与韩国 POSCO 集团就镍精炼和前驱体业务签订合资协议（JVA），项目总投资约 1.5 万亿韩元，规划产能为 5 万金吨电池级硫酸镍和 11 万吨前驱体材料，可满足超过 120 万辆电动汽车电池装置需求。
新能源材料制造	自主扩产	湖南中伟锂电池三元正极材料智能制造示范工厂
	联合合资	PT Hengsheng New Energy Materials
终端循环回收	联合合资	与非洲私人投资基金 Al Mada 成立合资企业，计划在摩洛哥共同建设集三元前驱体、磷酸铁锂以及废旧电池回收的一体化产业基地，
	签署协议	与韩国 SungEel Hitech 签署《战略合作备忘录》，拟在欧洲开展电池回收、拆解及湿法冶炼项目合作，共同在全球完善废旧电池回收网络体系，海外湿法回收体系。
	区域合作	与韩国 IS Dongseo（株）签订区域合作协议，双方将在电池回收产品长期供货及共同营销方面开展深入合作。
	联合合资	与 Cronimet 在德国比特费尔德共同投资建设锂电池回收拆解工厂，使中伟成为西欧地区首批运营电池回收工厂的企业，打通欧洲锂电池供应链闭环
	新设公司	分别在湖南、天津、广西设立中卫循环科技有限公司 设立贵州中卫资源循环产业发展有限公司

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

客户集中度降低，打造多元多层次客户体系。 1) **三元前驱体**：公司目前已建立覆盖“整车、电池、正极”多元多层次的核心客户体系，核心产品均成功跻身全球领先锂电池厂商，与 LG 化学、三星 SDI 等国际电池厂商建立稳定合作关系，与宁德时代、比亚迪等国内电池厂商长期合作，与特斯拉签订长期供货合同，与当升科技、贝特瑞、L&F、振华新材、天津巴莫等国内外主流正极材料客户持续合作。

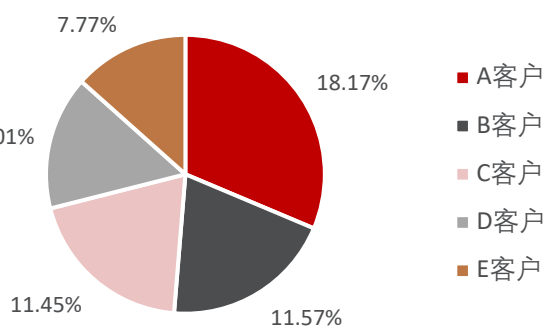
2) **四氧化三钴**：直供厦门钨业，并最终供应消费类锂电池龙头企业 ATL。

图16：2021 年前五名客户销售额占比



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图17：2022 年前五名客户销售额占比



资料来源：公司年报，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

- 1) **三元前驱体**: 公司深耕该领域多年, 产品矩阵丰富, 技术工艺娴熟, 获得市场高度认可且占据较高市场份额。三元前驱体终端应用于长续航车型, 公司业务有望充分受益全球汽车电动化及高端化进程。我们预计 2023/2024/2025 收入分别为 244.58/269.70/343.73 亿元。公司成本控制能力出色, 高镍化及全球化利于提升产品盈利水平, 从而有效对冲行业短期波动带来的风险, 我们预计 2023/2024/2025 毛利率分别为 12.50%/12.00%/12.70%。
- 2) **四氧化三钴**: 下游主要用于生产制造消费类电池, 该业务在公司整体营收中占比相对较小, 产能规模适度, 产品结构良好。我们预计 2023/2024/2025 收入分别为 30.47/29.49/30.00 亿元, 毛利率分别为 7.00%/6.00%/6.50%。

表5: 公司业务拆分 (百万元)

合计	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30344	29890	32304	39758
营业成本	26846	26128	28398	34706
毛利	3498	3763	3905	5052
毛利率	11.53%	12.59%	12.09%	12.71%
三元前驱体	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	24628	24458	26970	34373
营业成本	21524	21401	23733	30008
毛利	3104	3057	3236	4365
毛利率	12.60%	12.50%	12.00%	12.70%
四氧化三钴	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3195	3047	2949	3000
营业成本	2929	2834	2772	2805
毛利	266	213	177	195
毛利率	8.33%	7.00%	6.00%	6.50%
其他	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2521	2385	2385	2385
营业成本	2394	1893	1893	1893
毛利	128	492	492	492
毛利率	5.07%	20.63%	20.63%	20.63%

资料来源: 鑫椏锂电, 同花顺 ifind, 民生证券研究院预测

3.2 估值分析

我们选择供应三元前驱体的格林美、华友钴业和帕瓦股份作为公司估值参考的可比公司。根据 2024 年 4 月 10 日收盘价，24 年可比公司平均 PE 为 18x，公司对应 PE 为 17x，低于可比公司 PE 值，处于低估区间。公司前驱体业务稳步提升，一体化布局有望增厚盈利，看好公司后续成长性。

表6：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023 E	2024E	2025E
002340.SZ	格林美	6.44	0.18	0.30	0.40	36	21	16
603799.SH	华友钴业	31.14	2.70	3.60	4.38	12	9	7
688184.SH	帕瓦股份	17.75	0.20	0.71	1.10	89	25	16
平均值						45	18	13
300919.SZ	中伟股份	57.56	2.95	3.47	4.70	20	17	12

资料来源：iFind，民生证券研究院整理

注：可比公司数据采用 iFind 一致预期，股价时间为 2024 年 04 月 10 日

3.3 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 298.90、323.04、397.58 亿元，归母净利润为 19.75、23.24、31.47 亿元，同增 27.9%、17.7%、35.4%，对应估值 20、17、12 倍 PE，考虑公司一体化布局拉动盈利能力不断提升，首次覆盖，给予“推荐”评级。

4 风险提示

- 1) **行业竞争风险。**行业竞争加剧可能抑制公司毛利率，影响利润。
- 2) **需求不足风险。**销量及政策不及预期，下游新能源需求不及预期。行业需求疲软对公司经营有不利影响。
- 3) **原材料价格风险。**公司产品原材料价格波动较大超市场预期，一体化降本增效不及预期。
- 4) **汇率波动风险。**基于公司发展战略，公司海外业务持续增加，面临一定的汇率波动风险。

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	30,344	29,890	32,304	39,758
营业成本	26,846	26,128	28,398	34,706
营业税金及附加	100	149	129	199
销售费用	56	90	65	40
管理费用	555	568	485	596
研发费用	929	927	905	1,113
EBIT	2,237	2,497	2,883	3,775
财务费用	502	148	242	235
资产减值损失	-123	-100	-50	-25
投资收益	-73	0	0	0
营业利润	1,667	2,250	2,591	3,515
营业外收支	20	20	20	20
利润总额	1,687	2,270	2,611	3,536
所得税	153	295	287	389
净利润	1,534	1,975	2,324	3,147
归属于母公司净利润	1,544	1,975	2,324	3,147
EBITDA	2,773	3,677	4,169	5,165

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	15,249	15,464	18,398	24,650
应收账款及票据	4,879	4,908	4,948	6,859
预付款项	824	1,306	1,420	1,735
存货	9,620	6,247	7,803	7,547
其他流动资产	2,018	3,994	4,335	4,568
流动资产合计	32,590	31,918	36,903	45,360
长期股权投资	270	2,070	2,570	2,770
固定资产	8,115	11,456	12,027	12,036
无形资产	1,075	1,655	1,665	1,675
非流动资产合计	21,284	27,410	28,458	28,503
资产合计	53,875	59,328	65,361	73,863
短期借款	6,331	4,331	4,831	5,831
应付账款及票据	8,723	8,986	10,262	12,489
其他流动负债	2,536	3,109	3,236	3,583
流动负债合计	17,591	16,427	18,329	21,904
长期借款	12,606	17,606	19,606	21,606
其他长期负债	3,335	3,335	3,335	3,335
非流动负债合计	15,941	20,941	22,941	24,941
负债合计	33,531	37,367	41,270	46,845
股本	671	670	670	670
少数股东权益	3,821	3,821	3,821	3,821
股东权益合计	20,343	21,961	24,091	27,018
负债和股东权益合计	53,875	59,328	65,361	73,863

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	51.17	-1.49	8.07	23.08
EBIT 增长率	73.76	11.62	15.44	30.96
净利润增长率	64.39	27.94	17.69	35.40
盈利能力 (%)				
毛利率	11.53	12.59	12.09	12.71
净利润率	5.09	6.61	7.19	7.92
总资产收益率 ROA	2.87	3.33	3.56	4.26
净资产收益率 ROE	9.34	10.89	11.47	13.57
偿债能力				
流动比率	1.85	1.94	2.01	2.07
速动比率	1.16	1.37	1.40	1.55
现金比率	0.87	0.94	1.00	1.13
资产负债率 (%)	62.24	62.98	63.14	63.42
经营效率				
应收账款周转天数	52.72	55.00	52.00	51.00
存货周转天数	96.85	110.00	90.00	80.00
总资产周转率	0.74	0.53	0.52	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	2.30	2.95	3.47	4.70
每股净资产	24.67	27.08	30.26	34.63
每股经营现金流	-7.40	8.15	5.45	8.47
每股股利	0.26	0.21	0.24	0.33
估值分析				
PE	25	20	17	12
PB	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	17.72	13.37	11.79	9.52
股息收益率 (%)	0.45	0.36	0.42	0.57

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,534	1,975	2,324	3,147
折旧和摊销	536	1,179	1,287	1,390
营运资金变动	-7,674	1,613	-703	340
经营活动现金流	-4,954	5,462	3,648	5,673
资本开支	-9,538	-5,480	-1,810	-1,210
投资	-2,252	-1,805	-505	-205
投资活动现金流	-11,775	-7,285	-2,315	-1,415
股权募资	9,540	-219	-31	1
债务募资	15,483	3,000	2,500	3,000
筹资活动现金流	23,393	2,038	1,601	1,994
现金净流量	6,642	215	2,934	6,252

插图目录

图 1: 2020Q1-2023Q3 单季度收入与净利润 (亿元)	3
图 2: 2019-2023Q1-Q3 年度收入与净利润 (亿元)	3
图 3: 2019-2023Q1-Q3 销售毛利率与净利率	4
图 4: 2019-2023Q1-Q3 销售、管理、研发、财务费用率	4
图 5: 2019-2023H1 营收分布情况 (分行业)	4
图 6: 2019-2023H1 成本分布情况 (分行业)	4
图 7: 动力电池中三元正极材料电池渗透率	5
图 8: 2023H1 三元前驱体产量 TOP4	5
图 9: 2022 年三元前驱体市场竞争格局	5
图 10: 公司年度三元前驱体出货量 (吨)	5
图 11: 公司发展历程	6
图 12: 2017-2023Q1-Q3 研发费用投入情况	8
图 13: 2017-2023H1 研发专利数量 (个)	8
图 14: 2017-2023H1 营收结构变化 (按地区划分)	9
图 15: 2017-2023H1 海外营收占比变化 (%)	9
图 16: 2021 年前五名客户销售额占比	11
图 17: 2022 年前五名客户销售额占比	11

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 产品矩阵	7
表 2: 产能规划	8
表 3: 海外布局动态	10
表 4: 一体化布局动态	10
表 5: 公司业务拆分 (百万元)	12
表 6: 可比公司 PE 数据对比	13
公司财务报表数据预测汇总	15

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。	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