

振华新材（688707）

2023 年年报及 2024 年一季报点评：Q1 业绩低于预期，后续新品拓展有望恢复

增持（下调）

2024 年 04 月 21 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

研究助理 胡锦芸

执业证书：S0600123070110
hujinyun@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	13,936	6,876	6,105	7,656	10,114
同比（%）	152.69	(50.66)	(11.21)	25.40	32.11
归母净利润（百万元）	1,272.21	102.68	65.63	245.54	355.41
同比（%）	208.36	(91.93)	(36.08)	274.10	44.75
EPS-最新摊薄（元/股）	2.50	0.20	0.13	0.48	0.70
P/E（现价&最新摊薄）	5.19	64.32	100.62	26.90	18.58

投资要点

■ **2023 年归母净利 1.03 亿元，符合市场预期，2024Q1 归母净利-1.37 亿元，低于市场预期。**2023 年公司营收 68.76 亿元，同比降低 50.66%；归母净利润 1.03 亿元，同比降低 91.93%；此前预告归母净利 0.9-1.1 亿，位于预告中值，符合市场预期。2023 年 Q4 公司实现营收 15.95 亿元，同比降低 60.44%，环比降低 21.16%；归母净利润 0.65 亿元，同比降低 75.54%，环比降低 11.31%，低于市场预期。2024 年 Q1 公司实现营收 6.36 亿元，同比降低 68.28%，环比降低 60.1%；归母净利润-1.37 亿元，同比降低 293.59%，环比降低 310.12%，低于市场预期。

■ **24Q1 出货环减 50%左右，24 年出货预计增长 30-40%。**出货端来看，23 年三元正极产量 3.3 万吨，同减 25%，销量 3.2 万吨，同减 28%，库存 3412 吨，同增 47%，其中我们预计 Q4 出货 1 万吨左右，环比持平；我们预计 24Q1 出货 0.5 万吨左右，环减 50%左右，目前 6 系单晶产品占比呈增长趋势，我们预计下半年 6 系新产品放量，24 全年出货有望实现 30-40%增长。此外，钠电正极获得装车应用，23 年已实现百吨级出货，我们预计 24 年大批量出货；高容量富锂锰基实现第一代产品量产，已成功送样下游头部客户。

■ **24Q1 因产能利用率下降导致亏损，后续盈利有望恢复。**盈利端来看，23 全年三元正极单吨扣非利润近 0.3 万元，同比下降 90%左右，其中 23Q4 单吨扣非利润近 0.5 万元，环比下降 30%以上，主要系原材料锂镍价格下跌、产能利用率下降所致；我们测算 24Q1 单吨扣非亏损 3.5 万元左右，若加回存货减值，单吨扣非亏损 2 万元左右，主要系产能利用率和加工费进一步下降，我们预计 Q2 起排产恢复，随着新产品放量，24 全年单吨扣非利润有望实现 0.2-0.3 万元左右。

■ **Q1 末存货较年初减少，资本开支持续低位。**Q1 末公司存货 13 亿元，较年初减少 30%；24Q1 计提资产减值损失 0.6 亿元，环增 217%。24Q1 公司经营活动净现金流为-13 亿元，同减 69%，环减 192%，主要系 Q1 应收款项融资 12.5 亿元，较年初增 8 亿元，应付账款及票据较年初减少 10 亿元；资本开支为 0.52 亿元，同减 53%，环增 26%。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑产能利用率及加工费下降，我们下调公司 2024-2025 年盈利预测，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 0.7/2.5/3.6 亿元（原预期 24-25 年为 2.7/3.6 亿元），同比-36%/+274%/+45%，对应 PE 为 101x/27x/19x，由于公司 24 年业绩下调明显，下调至“增持”评级。

■ **风险提示：**电动车销量不及预期，新产品进展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.98
一年最低/最高价	11.46/37.74
市净率(倍)	1.37
流通 A 股市值(百万元)	3,675.52
总市值(百万元)	6,604.02

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.50
资产负债率(% ,LF)	49.33
总股本(百万股)	508.78
流通 A 股(百万股)	283.17

相关研究

《振华新材(688707)：2023 年业绩预告点评：Q4 业绩符合预期，24 年利润有望维持》

2024-01-29

《振华新材(688707)：2023 年三季报点评：Q3 业绩略超市场预期，单吨利润明显恢复》

2023-10-15

2023 年归母净利 1.03 亿元，同比降低 91.93%，符合市场预期。2023 年公司营收 68.76 亿元，同比降低 50.66%；归母净利润 1.03 亿元，同比降低 91.93%；扣非净利润 0.98 亿元，同比降低 92.17%；23 年毛利率为 6.77%，同比降低 6.91pct；销售净利率为 1.49%，同比降低 7.64pct；此前预告归母净利 0.9-1.1 亿，位于预告中值，符合市场预期。2023 年 Q4 公司实现营收 15.95 亿元，同比降低 60.44%，环比降低 21.16%；归母净利润 0.65 亿元，同比降低 75.54%，环比降低 11.31%，扣非归母净利润 0.57 亿元，同比降低 77.92%，环比降低 25.8%。盈利能力方面，23Q4 毛利率为 9.14%，同比降低 0.8pct，环比降低 0.31pct；归母净利率 4.08%，同比降低 2.52pct，环比增长 0.45pct；23Q4 扣非净利率 3.55%，同比降低 2.81pct，环比降低 0.22pct。

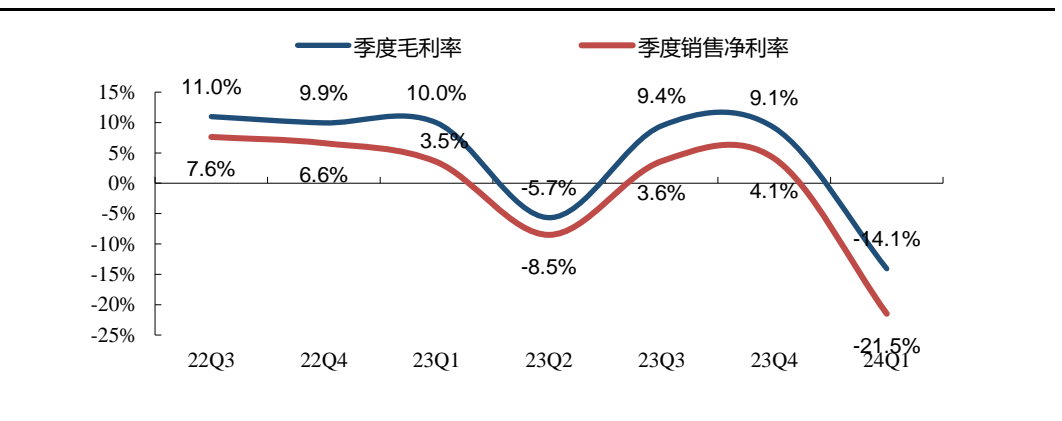
24Q1 归母净利-1.37 亿元，环比降低 293.59%，低于市场预期。2024 年 Q1 公司实现营收 6.36 亿元，同比降低 68.28%，环比降低 60.1%；归母净利润-1.37 亿元，同比降低 293.59%，环比降低 310.12%，扣非归母净利润-1.38 亿元，同比降低 293.44%，环比降低 344.21%。盈利能力方面，24Q1 毛利率为-14.07%，同比降低 24.04pct，环比降低 23.21pct；归母净利率-21.49%，同比降低 25.01pct，环比降低 25.57pct；24Q1 扣非净利率-21.75%，同比降低 25.32pct，环比降低 25.31pct。

图1: 公司季度业绩情况

	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
营业收入(百万)	636.3	1,594.8	2,022.8	1,252.0	2,006.2
-同比	-68.28%	-60.44%	-54.68%	-56.24%	-22.21%
毛利率	-14.07%	9.14%	9.45%	-5.67%	9.96%
归母净利润(百万)	-136.8	65.1	73.4	-106.4	70.6
-同比	-293.59%	-75.54%	-78.42%	-132.89%	-79.37%
归母净利率	-21.49%	4.08%	3.63%	-8.50%	3.52%
扣非归母净利润(百万)	-138.4	56.7	76.39	-106.92	71.56
-同比	-293.44%	-77.92%	-77.17%	-133.64%	-78.85%
扣非归母净利率	-21.75%	3.55%	3.78%	-8.54%	3.57%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 分季度毛利率和销售净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

分业务看，23年三元正极营收同比下降明显，三元及钴酸锂毛利率均下降：1)三元正极材料2023年营收65.82亿元，同比降低51.37%，毛利率6.19%，同比降低7.04pct，产量3.3万吨，同比降低25.47%，销量3.2万吨，同比降低28.48%；2)钴酸锂产品2024年营收0.39亿元，同比降低15.98%，毛利率3.47%，同比下降9.41pct，产量132.16吨，同比增长25.84%，销量130.25吨，同比增长24.63%；3)复合三元及其他产品2023年营收1.75亿元，同比降低16.32%，毛利率11.05%，同比下降0.21pct，产量790.72吨，同比增长48.34%，销量765.94吨，同比增长30.86%。

图3: 公司分业务拆分情况

	2023年				2022年	
	营业收入(亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入(亿元)	毛利率
三元正极材料	65.82	-51.37%	6.19%	-7.04pct	135.33	14.52%
钴酸锂	0.39	-15.98%	3.47%	-9.41pct	0.46	24.74%
复合三元及其他	1.75	-16.32%	11.05%	-0.21pct	2.09	14.45%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图4: 公司2023年主要产品产销情况

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量同比	销售量同比	库存量同比
三元正极材料	吨	33,285.20	31,759.83	3,412.47	-25.47%	-28.48%	47.47%
钴酸锂	吨	132.16	130.25	3.28	25.84%	24.63%	118.67%
复合三元及其他	吨	790.72	765.94	58.52	48.34%	30.86%	1606.12%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

24Q1出货环减50%左右，24年出货预计增长30-40%。出货端来看，23年三元正极产量3.3万吨，同减25%，销量3.2万吨，同减28%，库存3412吨，同增47%，其中我们预计Q4出货1万吨左右，环比持平；我们预计24Q1出货0.5万吨左右，环减50%左右，目前6系单晶产品占比呈增长趋势，我们预计下半年6系新产品放量，24全年出货有望实现30-40%增长。此外，钠电正极获得装车应用，23年已实现百吨级出货，我们预计24年大批量出货；高容量富锂锰基实现第一代产品量产，已成功送样下游头部客户。

24Q1因产能利用率下降导致亏损，后续盈利有望恢复。盈利端来看，23全年三元正极单吨扣非利润近0.3万元，同比下降90%左右，其中23Q4单吨扣非利润近0.5万元，环比下降30%以上，主要系原材料锂镍价格下跌、产能利用率下降所致；我们测算24Q1单吨扣非亏损3.5万元左右，若加回存货减值，单吨扣非亏损2万元左右，主要系产能利用率和加工费进一步下降，我们预计Q2起排产恢复，随着新产品放量，24全年单吨扣非利润有望实现0.2-0.3万元左右。

2024Q1期间费用率同环比增长，减值计提相对审慎。2023年公司期间费用合计2.55

亿元，同比降低 41.49%，费用率为 3.71%，同比增长 0.58pct。2024 年 Q1 公司期间费用合计 0.52 亿元，同比降低 34%，环比降低 6%，费用率为 8.2%，同比增长 4.2pct，环比增长 4.7pct。期间销售费用 0.02 亿元，销售费用率 0.24%，同比增 0.11pct；管理费用 0.18 亿元，管理费用率 2.81%，同比增 1.8pct；财务费用 0.03 亿元，财务费用率 0.4%，同比降低 0.56pct；研发费用 0.3 亿元，研发费用率 4.74%，同比增 2.88pct。公司 2024 年 Q1 计提资产减值损失 0.62 亿元，环增 217%；转回信用减值损失 0.44 亿元。

图5：公司分季度费用情况

单位：百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
销售费用	2.68	3.02	1.54	3.71	1.54
-销售费用率	0.13%	0.24%	0.08%	0.23%	0.24%
管理费用	20.35	22.29	20.26	25.73	17.91
-管理费用率	1.01%	1.78%	1.00%	1.61%	2.81%
研发费用	37.30	17.79	16.52	10.97	30.19
-研发费用率	1.86%	1.42%	0.82%	0.69%	4.74%
财务费用	19.31	23.11	15.22	15.26	2.56
-财务费用率	0.96%	1.85%	0.75%	0.96%	0.40%
期间费用	79.65	66.21	53.53	55.68	52.19
-期间费用率	3.97%	5.29%	2.65%	3.49%	8.20%
资产减值损失	-52.76	-3.31	-24.83	-19.67	-62.44
信用减值损失	16.30	12.31	-16.73	3.92	43.85

数据来源：Wind，东吴证券研究所

Q1 末存货较年初减少，资本开支持续低位。2023 年公司经营活动净现金流净额为 16.21 亿元，同比上升 40.11%；投资活动净现金流净额为-2.57 亿元，同比下降 69.45%；资本开支为 2.57 亿元，同比下降 69%。2024 年 Q1 公司存货为 12.85 亿元，较年初下降 29.58%；应收账款 8.19 亿元，较年初下降 47.76%；期末公司合同负债 0.07 亿元，较年初下降 82.04%。24Q1 年公司经营活动现金流净额为-13.18 亿元，同比下降 69.48%，环比下降 192%，主要系 Q1 应收款项融资 12.5 亿元，较年初增 8 亿元，应付账款及票据较年初减少 10 亿元；投资活动现金流净额为-0.52 亿元，同比下降 53.01%，环比下降 394.23%；资本开支为 0.52 亿元，同比下降 53%；账面现金为 25.04 亿元，较年初增长 31.83%，短期借款 8 亿元，较年初增长 11.12%。

盈利预测和投资评级：考虑产能利用率及加工费下降，我们下调公司 2024-2025 年盈利预测，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 0.7/2.5/3.6 亿元（原预期 24-25 年为 2.7/3.6 亿元），同比-36%/+274%/+45%，对应 PE 为 101x/27x/19x，由于公司 24 年业绩下调明显，下调至“增持”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，新产品进展不及预期。

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,461	5,213	6,078	7,465	营业总收入	6,876	6,105	7,656	10,114
货币资金及交易性金融资产	2,840	1,241	1,206	1,076	营业成本(含金融类)	6,410	5,744	7,090	9,364
经营性应收款项	1,936	1,938	2,396	3,165	税金及附加	28	25	31	41
存货	1,538	1,888	2,331	3,079	销售费用	11	11	11	14
合同资产	0	0	0	0	管理费用	89	92	107	131
其他流动资产	147	145	146	146	研发费用	83	92	107	126
非流动资产	3,164	3,185	3,281	3,460	财务费用	73	2	11	13
长期股权投资	61	61	71	81	加:其他收益	11	6	8	10
固定资产及使用权资产	2,505	2,449	2,507	2,629	投资净收益	5	9	8	11
在建工程	331	381	381	381	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	211	238	265	312	减值损失	(85)	(82)	(52)	(52)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	4	4	4	营业利润	114	74	272	404
其他非流动资产	52	52	52	52	营业外净收支	(5)	1	7	0
资产总计	9,626	8,398	9,358	10,925	利润总额	109	75	279	404
流动负债	4,556	3,246	3,981	5,222	减:所得税	6	9	33	48
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,061	100	100	100	净利润	103	66	246	355
经营性应付款项	3,442	3,084	3,807	5,028	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	6	11	14	19	归属母公司净利润	103	66	246	355
其他流动负债	48	51	60	75	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.20	0.13	0.48	0.70
非流动负债	1,188	1,188	1,188	1,188	EBIT	182	143	309	437
长期借款	1,127	1,127	1,127	1,127	EBITDA	375	401	604	768
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	6.77	5.92	7.40	7.42
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	1.49	1.08	3.21	3.51
其他非流动负债	61	61	61	61	收入增长率(%)	(50.66)	(11.21)	25.40	32.11
负债合计	5,744	4,434	5,168	6,409	归母净利润增长率(%)	(91.93)	(36.08)	274.10	44.75
归属母公司股东权益	3,882	3,965	4,190	4,516					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,882	3,965	4,190	4,516					
负债和股东权益	9,626	8,398	9,358	10,925					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,621	(331)	397	436	每股净资产(元)	8.76	8.95	9.46	10.19
投资活动现金流	(257)	(270)	(375)	(499)	最新发行在外股份(百万股)	509	509	509	509
筹资活动现金流	(213)	(999)	(67)	(77)	ROIC(%)	2.78	2.23	5.13	6.89
现金净增加额	1,151	(1,599)	(45)	(140)	ROE-摊薄(%)	2.65	1.66	5.86	7.87
折旧和摊销	193	259	295	331	资产负债率(%)	59.67	52.79	55.23	58.67
资本开支	(257)	(279)	(373)	(500)	P/E(现价&最新股本摊薄)	64.32	100.62	26.90	18.58
营运资本变动	1,149	(780)	(215)	(326)	P/B(现价)	1.48	1.45	1.37	1.27

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>