

国际化+一体化，重塑长期竞争力

2024 年 04 月 27 日

➤ **事件。**公司发布 2023 年报及 2024 年一季报。2023 年营业收入为 342.73 亿元，同比增长 12.95%；归母净利润为 19.47 亿元，同比增长 26.15%；扣非后净利润为 15.87 亿元，同比增长 43.13%；经营性现金流净额 43.85 亿元，同比+188.53%。2024 年一季度营业收入为 92.92 亿元，同比增长 17.58%；归母净利润为 3.79 亿元，同比增长 11.19%；扣非后净利润为 3.40 亿元，同比增长 34.64%；经营性现金流净额 7.82 亿元，同比+188.08%。

➤ **产品客户卡位好，龙头地位稳固。**产品方面，技术积淀深厚，形成镍系、钴系、磷系、钠系等多元化的新能源材料产品矩阵，2023 年公司各类材料出货量超过 27 万吨，其中三元前驱体市占率 27%，蝉联行业第一。客户方面，延续全球化战略，包括与特斯拉、三星 SDI、LG 化学、SK On、松下、ECOPRO、POSCO、宁德时代、容百科技等国内外一流客户建立紧密合作关系，当年海外营收占比在 40%左右。

➤ **产能多元化，出海提速。**2023 年底建成近 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。同时韩国、摩洛哥等产业基地建设正在有序推进中，逐步完善全球布局。在韩国规划建设 5 万金吨电池级硫酸镍和 11 万吨前驱体材料，此为行业首家“镍+前驱体”合资项目 (POSCO)，亦是公司打造的首个海外精炼及前驱体一体化产业基地。在摩洛哥成立合资企业共建年产 12 万吨三元前驱体、年产 6 万吨磷酸铁锂及年处理 3 万吨黑粉回收产能，以便更好满足欧美新能源汽车需求。

➤ **一体化逐步落地，业绩有望增厚。**公司坚定实施一体化战略，掌握富氧侧吹及 RKEF 双技术路线，镍资源在建及建成资源粗炼端建设产能达 19.5 万金属吨。翡翠湾项目、德邦项目相继建成投产，全部达产后年产 5.5 万金吨低冰镍，实现镍资源自供率提升。公司收购 PT NNI 60%股权，后者作为德龙三期工业园项目 RKEF 火法冰镍产线项目主体之一，在印尼有 8 条 RKEF 低冰镍产线。低冰镍是制备硫酸镍的重要原材料，项目逐步投产可有效提升一体化程度。此外，公司全球首条低冰镍制备高冰镍 OESBF 产线在钦州基地正式进入工艺优化与产能爬坡阶段。随着一体化项目持续落地，公司原材料保供降本能力有望得到加强，长期盈利中枢有望拔高。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年实现营收 386.2、438.4 和 501.0 亿元，同比变化+12.7%、+13.5%和+14.3%；实现归母净利润 22.6、27.2、33.1 亿元，同比变化+16.0%、+20.3%和+21.7%。当前股价对应 2024-2026 年市盈率分别为 15、13、10 倍，考虑公司国际化+一体化深入推进，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新能源车销量不及预期，海外产能建设不及预期等。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 34,273 | 38,620 | 43,836 | 50,095 |
| 增长率 (%) | 12.9 | 12.7 | 13.5 | 14.3 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 1,947 | 2,258 | 2,716 | 3,307 |
| 增长率 (%) | 26.2 | 16.0 | 20.3 | 21.7 |
| 每股收益 (元) | 2.91 | 3.37 | 4.05 | 4.94 |
| PE | 18 | 15 | 13 | 10 |
| PB | 1.7 | 1.6 | 1.4 | 1.2 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

50.91 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 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@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 席子屹

执业证书：S0100122060007

邮箱：xiziyi@mszq.com

研究助理 黎静

执业证书：S0100123030035

邮箱：lijing@mszq.com

相关研究

1.中伟股份 (300919.SZ) 动态报告：前驱体龙头加速革新，一体化布局增强竞争力-2024/04/10

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 34,273 | 38,620 | 43,836 | 50,095 |
| 营业成本 | 29,495 | 33,442 | 37,723 | 42,855 |
| 营业税金及附加 | 120 | 193 | 219 | 250 |
| 销售费用 | 87 | 116 | 132 | 150 |
| 管理费用 | 849 | 1,081 | 1,227 | 1,403 |
| 研发费用 | 1,056 | 1,197 | 1,447 | 1,753 |
| EBIT | 3,027 | 3,198 | 3,785 | 4,480 |
| 财务费用 | 606 | 246 | 308 | 287 |
| 资产减值损失 | -203 | -100 | -50 | -25 |
| 投资收益 | -47 | -53 | -61 | -69 |
| 营业利润 | 2,379 | 2,799 | 3,366 | 4,098 |
| 营业外收支 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 2,380 | 2,800 | 3,367 | 4,099 |
| 所得税 | 280 | 364 | 438 | 533 |
| 净利润 | 2,099 | 2,436 | 2,929 | 3,566 |
| 归属于母公司净利润 | 1,947 | 2,258 | 2,716 | 3,307 |
| EBITDA | 3,927 | 4,917 | 5,611 | 6,409 |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 11,439 | 12,723 | 16,122 | 19,700 |
| 应收账款及票据 | 4,104 | 6,399 | 4,058 | 9,152 |
| 预付款项 | 1,921 | 1,672 | 1,886 | 2,143 |
| 存货 | 7,929 | 9,621 | 9,090 | 13,453 |
| 其他流动资产 | 4,573 | 5,226 | 6,875 | 5,803 |
| 流动资产合计 | 29,967 | 35,641 | 38,031 | 50,250 |
| 长期股权投资 | 2,176 | 3,976 | 4,476 | 4,676 |
| 固定资产 | 13,982 | 16,784 | 16,816 | 16,286 |
| 无形资产 | 1,663 | 2,243 | 2,253 | 2,263 |
| 非流动资产合计 | 32,220 | 37,806 | 38,315 | 37,821 |
| 资产合计 | 62,186 | 73,447 | 76,347 | 88,071 |
| 短期借款 | 3,521 | 1,521 | 2,021 | 3,021 |
| 应付账款及票据 | 8,594 | 14,073 | 11,495 | 16,599 |
| 其他流动负债 | 4,368 | 4,899 | 5,137 | 5,422 |
| 流动负债合计 | 16,482 | 20,492 | 18,653 | 25,042 |
| 长期借款 | 13,832 | 18,832 | 20,832 | 22,832 |
| 其他长期负债 | 3,948 | 3,948 | 3,948 | 3,948 |
| 非流动负债合计 | 17,780 | 22,780 | 24,780 | 26,780 |
| 负债合计 | 34,263 | 43,273 | 43,433 | 51,822 |
| 股本 | 670 | 673 | 673 | 673 |
| 少数股东权益 | 8,096 | 8,274 | 8,487 | 8,747 |
| 股东权益合计 | 27,924 | 30,174 | 32,914 | 36,249 |
| 负债和股东权益合计 | 62,186 | 73,447 | 76,347 | 88,071 |

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 12.95 | 12.68 | 13.51 | 14.28 |
| EBIT 增长率 | 35.32 | 5.64 | 18.34 | 18.36 |
| 净利润增长率 | 26.15 | 16.02 | 20.27 | 21.74 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 13.94 | 13.41 | 13.95 | 14.45 |
| 净利润率 | 5.68 | 5.85 | 6.20 | 6.60 |
| 总资产收益率 ROA | 3.13 | 3.07 | 3.56 | 3.75 |
| 净资产收益率 ROE | 9.82 | 10.31 | 11.12 | 12.02 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.82 | 1.74 | 2.04 | 2.01 |
| 速动比率 | 1.05 | 1.05 | 1.29 | 1.26 |
| 现金比率 | 0.69 | 0.62 | 0.86 | 0.79 |
| 资产负债率 (%) | 55.10 | 58.92 | 56.89 | 58.84 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 43.01 | 45.00 | 40.00 | 45.00 |
| 存货周转天数 | 107.10 | 95.00 | 90.00 | 95.00 |
| 总资产周转率 | 0.59 | 0.57 | 0.59 | 0.61 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 2.91 | 3.37 | 4.05 | 4.94 |
| 每股净资产 | 29.60 | 32.70 | 36.47 | 41.06 |
| 每股经营现金流 | 6.55 | 9.58 | 6.23 | 4.60 |
| 每股股利 | 1.16 | 0.23 | 0.28 | 0.34 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 18 | 15 | 13 | 10 |
| PB | 1.7 | 1.6 | 1.4 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 11.67 | 9.32 | 8.17 | 7.15 |
| 股息收益率 (%) | 2.28 | 0.46 | 0.56 | 0.68 |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 2,099 | 2,436 | 2,929 | 3,566 |
| 折旧和摊销 | 900 | 1,719 | 1,826 | 1,929 |
| 营运资金变动 | 297 | 1,509 | -1,386 | -3,282 |
| 经营活动现金流 | 4,385 | 6,415 | 4,174 | 3,083 |
| 资本开支 | -6,933 | -5,499 | -1,829 | -1,229 |
| 投资 | -2,297 | -1,805 | -505 | -205 |
| 投资活动现金流 | -9,644 | -7,357 | -2,394 | -1,503 |
| 股权募资 | 4,419 | -27 | -0 | 1 |
| 债务募资 | 342 | 3,000 | 2,500 | 3,000 |
| 筹资活动现金流 | 2,519 | 2,225 | 1,620 | 1,998 |
| 现金净流量 | -2,582 | 1,283 | 3,399 | 3,578 |

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 |
| 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