

## 万润新能 (688275)

# 2023 年报及 2024 年一季报点评: Q1 亏损环比缩窄, 加工费触底静待盈利修复

买入 (维持)

2024 年 04 月 30 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

证券分析师 刘晓恬

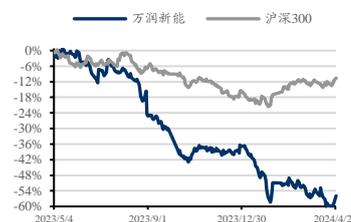
执业证书: S0600523070005  
liuxt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	12,351	12,174	8,654	11,545	15,008
同比 (%)	454.03	(1.44)	(28.92)	33.41	30.00
归母净利润 (百万元)	958.70	(1,503.63)	14.99	336.96	609.45
同比 (%)	171.90	(256.84)	101.00	2,147.64	80.87
EPS-最新摊薄 (元/股)	7.60	(11.92)	0.12	2.67	4.83
P/E (现价&最新摊薄)	5.67	-	362.59	16.13	8.92

### 投资要点

- Q1 亏损环比缩窄:** 公司 23 年营收 122 亿元, 同-1.4%; 归母净利-15 亿元, 同-257%, 毛利率 0%, 同减 17pct, 归母净利率-13%, 同减 20pct; 其中 23Q4 营收 22 亿元, 同环比-56%/-49%, 归母净利-5.6 亿元, 同环比-433%/-406%, 毛利率-6%, 同环比-21/-12pct。24Q1 营收 12 亿元, 同环比-63%/-47%; 归母净利-1.3 亿元, 环比-77%; 毛利率-0.85%, 同环比-13/+5pct; 归母净利率-11%, 同环比-10/+14pct。
- Q1 出货环降 33%, 预计 24 年出货 40% 增长。** 根据公司年报, 23 年铁锂出货 16.4 万吨, 同增 78%, 其中 Q4 出货 4.6 万吨, 同环比+40%/-18%。公司绑定宁德时代, 23 年合计营收占比 88%, 同比+3pct。Q1 铁锂出货约 3.1 万吨, 环降 33%, 公司选择性接部分低价订单。3 月起需求起量, 预计 Q2 出货有望环增 40%+至近 5 万吨。目前公司产能 28-30 万吨, 在建工程 33 亿含山东 6 万吨及十堰 10 万吨, 原规划 23 年投产的 24 万吨山东项目延期, 预计 24 年底总产能 36 万吨, 24 全年出货预计 20-25 万吨, 同增约 40%。
- Q1 单位亏损缩窄, Q2 有望持续改善。** 23 年公司铁锂均价 8.3 万元/吨, 同降 49%。Q1 单价约 4.2 万元/吨, 环降 20%, 与市场价格基本一致。盈利端, 23 年单位净利-0.9 万元/吨, Q4 单位净利-1.2 万元/吨, 若加回减值 3 亿元, 单位净利-0.6 万元/吨, 亏损环比扩大。24Q1 单位净利-0.4 万元/吨, 亏损环比缩窄 30%, 系锂价对盈利影响减弱, 抵消部分铁锂加工费下滑及 Q1 开工率低的影响, Q1 加工费已触底, 随着 Q2 产能利用率提升, 单位亏损将进一步缩窄, H2 有望扭亏, 预计 24 年基本盈亏平衡, 25 年产能出清, 盈利预计恢复至 0.1 万元以上。
- Q1 经营现金流同比大增, 费用率环比提升。** 23 年期间费用合计 9.3 亿元, 同比+35%, 费用率 7.6%, 同比+2.1pct。24Q1 期间费用合计 2.1 亿元, 同环比-9%/-23%, 费用率 18%, 同环比+11/6pct, 减值损失冲回 0.6 亿元。23 年经营净现金流-16 亿元, 同比+39%; 资本开支 40.52 亿元, 同增 56%。24Q1 经营净现金流 6.5 亿元, 同增 140%, Q1 末公司存货为 8 亿元, 较年初增长 5%; 合同负债 0.01 亿元, 较年初降 67%。
- 盈利预测与投资评级:** 考虑铁锂处于周期底部, 我们下调 2024-2026 年归母净利润预测至 0.1/3.4/6.1 亿元 (原 24-25 年预测值为 4.7/8.9 亿元), 同比+101%/2148%/81%, 对应 363/16/9XPE, 周期底部公司业绩承压, 但公司绑定大客户需求稳定, 长期仍具备竞争力, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 电动车销量不及预期、政策不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	43.10
一年最低/最高价	38.92/149.94
市净率(倍)	0.74
流通 A 股市值(百万元)	3,115.87
总市值(百万元)	5,435.71

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	58.07
资产负债率(% ,LF)	64.16
总股本(百万股)	126.12
流通 A 股(百万股)	72.29

### 相关研究

《万润新能(688275): 动态点评: 盈利能力环比提升, 亏损缩窄》

2023-11-06

《万润新能(688275): 动态点评: 存货跌价影响显著, 预计 H2 盈利边际向好》

2023-10-06

万润新能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>9,314</b>	<b>6,559</b>	<b>9,056</b>	<b>11,354</b>	<b>营业总收入</b>	<b>12,174</b>	<b>8,654</b>	<b>11,545</b>	<b>15,008</b>
货币资金及交易性金融资产	4,042	2,059	3,214	4,080	营业成本(含金融类)	12,172	7,801	10,159	13,146
经营性应收款项	3,947	3,070	4,098	5,324	税金及附加	43	30	40	53
存货	747	855	1,165	1,368	销售费用	52	26	35	45
合同资产	0	0	0	0	管理费用	284	303	369	420
其他流动资产	578	576	579	582	研发费用	422	363	439	525
<b>非流动资产</b>	<b>10,118</b>	<b>10,657</b>	<b>11,096</b>	<b>11,462</b>	财务费用	173	156	174	183
长期股权投资	75	75	85	95	加:其他收益	102	104	104	90
固定资产及使用权资产	5,712	6,064	6,307	6,475	投资净收益	(56)	(17)	(12)	0
在建工程	3,348	3,528	3,708	3,888	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	469	476	483	490	减值损失	(797)	(60)	(60)	(60)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	9	12	15
长期待摊费用	19	19	19	19	<b>营业利润</b>	<b>(1,721)</b>	<b>9</b>	<b>373</b>	<b>681</b>
其他非流动资产	495	495	495	495	营业外净收支	6	8	8	8
<b>资产总计</b>	<b>19,432</b>	<b>17,216</b>	<b>20,152</b>	<b>22,816</b>	<b>利润总额</b>	<b>(1,715)</b>	<b>17</b>	<b>380</b>	<b>688</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,950</b>	<b>5,560</b>	<b>8,184</b>	<b>10,284</b>	减:所得税	(168)	2	38	69
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,241	2,785	4,481	5,670	<b>净利润</b>	<b>(1,547)</b>	<b>15</b>	<b>342</b>	<b>620</b>
经营性应付款项	3,606	2,679	3,592	4,478	减:少数股东损益	(44)	0	5	10
合同负债	3	8	10	13	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(1,504)</b>	<b>15</b>	<b>337</b>	<b>609</b>
其他流动负债	101	89	101	123	每股收益-最新股本摊薄(元)	(11.92)	0.12	2.67	4.83
非流动负债	4,890	4,890	4,890	4,890	EBIT	(799)	130	503	819
长期借款	3,744	3,744	3,744	3,744	EBITDA	(367)	701	1,184	1,573
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	0.01	9.86	12.01	12.41
租赁负债	27	27	27	27	归母净利率(%)	(12.35)	0.17	2.92	4.06
其他非流动负债	1,118	1,118	1,118	1,118	收入增长率(%)	(1.44)	(28.92)	33.41	30.00
<b>负债合计</b>	<b>12,840</b>	<b>10,450</b>	<b>13,074</b>	<b>15,174</b>	归母净利润增长率(%)	(256.84)	101.00	2,147.64	80.87
归属母公司股东权益	6,586	6,760	7,067	7,622					
少数股东权益	6	6	11	21					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,592</b>	<b>6,766</b>	<b>7,078</b>	<b>7,643</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,432</b>	<b>17,216</b>	<b>20,152</b>	<b>22,816</b>					

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	(1,558)	635	823	1,078	每股净资产(元)	52.22	53.60	56.03	60.43
投资活动现金流	(2,951)	(1,111)	(1,113)	(1,097)	最新发行在外股份(百万股)	126	126	126	126
筹资活动现金流	3,204	(1,507)	1,445	885	ROIC(%)	(5.11)	0.84	3.16	4.55
现金净增加额	(1,309)	(1,983)	1,155	866	ROE-摊薄(%)	(22.83)	0.22	4.77	8.00
折旧和摊销	432	571	681	754	资产负债率(%)	66.08	60.70	64.88	66.50
资本开支	(4,052)	(1,094)	(1,091)	(1,087)	P/E (现价&最新股本摊薄)	-	362.59	16.13	8.92
营运资本变动	(1,300)	(223)	(473)	(582)	P/B (现价)	0.83	0.80	0.77	0.71

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>