

# 鼎胜新材 (603876.SH)

## 食品包装箔板块拖累业绩，电池箔加工费趋稳

增持

### 核心观点

**2023 年营收同比增速-11.76%，归母净利润同比增速-61.29%。**公司披露 2023 年报及 2024 年一季报，2023 年实现营收 190.64 亿元，-11.76%；归母净利润 5.35 亿元，-61.29%；扣非归母净利润 4.80 亿元，-66.60%。24Q1，公司实现营收 51.21 亿元（同比+13.58%，环比+6.10），归母净利润 0.30 亿元（同比-80.31%，环比-54.33%），扣非归母净利润 0.27 亿元（同比-80.99%，环比-57.79%）。此外，公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.19 元（含税），现金分红总额约 1.69 亿元，占公司 2023 年归母净利润的 31.61%。

**盈利能力阶段性下降，费用率保持稳定。**2023 年，公司销售毛利率为 11.08%，-5.10pct；销售净利率为 2.79%，-3.61pct；期间费用率为 7.09%，同比基本保持不变，费用率保持稳定。24Q1，公司毛利率为 9.72%，同比-4.24pct，环比+1.36pct；净利率为 0.60%，同比-2.83%，环比-0.77%。截至 2024 年 3 月 31 日，公司的资产负债率为 72.04%，较 2023 年末上涨 4.44pct。

**铝箔产品量价均有所下跌，铝板带产量同比增加 24%。**2023 年，公司铝箔产品实现产量 63.16 万吨（-6.42%），销量 63.26 万吨（-4.30%），营收 154.89 亿元（-16.23%），毛利率为 12.91%（-4.76pct）；铝板带产品实现产量 11.28 万吨（+24.32%），销量 10.70 万吨（+15.28%），营收 21.77 亿元（+8.22%），毛利率为 3.30%（-4.29pct）。铝箔产品的盈利能力下降、量价齐跌主要由于公司在 2023 年收购了欧洲子公司 Slim 铝业，但疫情放开后铝加工产品的出口受到影响，导致订单不足，且电池铝箔产品的加工费也经历了几次下调。

**电池铝箔盈利能力或趋于稳定，包装箔有望扭亏为盈。**对于电池铝箔，根据我们的拆分与推测，1) 销量：21-23 年分别为 6/11/13 万吨；2) 盈利：电池铝箔产品 23 年共下调两次加工费，全年电池箔单吨净利润 4000 元/吨左右，随着今年年初加工费再度下调，部分电池箔企业已经不盈利，加工费有望趋于稳定。对于食品包装箔，我们推测公司 21-23 年销量分别为 19/31/23 万吨，23 年包装箔业务亏损，24 年随着海外订单复苏有望实现扭亏为盈。

**风险提示：**需求不及预期；行业竞争加剧、产能过剩导致加工费下滑。

**投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。**由于电池铝箔加工费进一步降低，我们下调公司 2024-2026 年营业收入至 210.81/215.49/221.75 亿元（2024/2025 年前值为 223.48/242.97 亿元），同比增速 10.58%/2.22%/2.90%；归母净利润至 5.30/6.42/7.69 亿元（2024/2025 年前值为 12.31/15.05 亿元），同比增速-0.93%/+21.20%/+19.75%；摊薄 EPS 分别为 0.60/0.72/0.86，当前股价对应 PE 分别为 17.5/14.5/12.1x，维持“增持”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,605	19,064	21,081	21,549	22,175
(+/-%)	18.9%	-11.8%	10.6%	2.2%	2.9%
净利润(百万元)	1382	535	530	642	769
(+/-%)	221.3%	-61.3%	-0.9%	21.2%	19.7%
每股收益(元)	2.82	0.60	0.60	0.72	0.86
EBIT Margin	9.1%	3.5%	3.0%	3.6%	4.2%
净资产收益率 (ROE)	21.9%	8.2%	8.0%	9.9%	12.2%
市盈率 (PE)	3.9	18.3	18.5	15.2	12.7
EV/EBITDA	8.6	19.5	18.5	16.3	14.5
市净率 (PB)	0.86	1.49	1.51	1.54	1.57

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦 联系人：马可远  
010-88005312  
liumengluan@guosen.com.cn makeyuan@guosen.com.cn  
S0980520040001

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	10.42 元
总市值/流通市值	9273/9234 百万元
52 周最高价/最低价	36.18/7.58 元
近 3 个月日均成交额	250.87 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《鼎胜新材 (603876.SH) - 二季度业绩环比改善，市场份额保持稳定》——2023-09-04
- 《鼎胜新材 (603876.SH) - 阶段性业绩承压，看好海外基地发展》——2023-05-01
- 《鼎胜新材 (603876.SH) - 全球电池铝箔龙头，低成本叠加高良率构筑业绩支撑》——2022-11-14

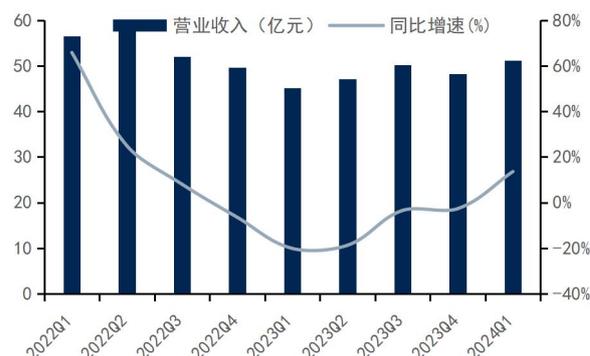
**公司披露 2023 年报及 2024 年一季报：2023 年营收-11.76%，归母净利润-61.29%。**公司 2023 年实现营收 190.64 亿元（同比-11.76%），实现归母净利润 5.35 亿元（同比-61.29%），实现扣非归母净利润 4.80 亿元（同比-66.60%）。23Q4，公司实现营收 48.26 亿元（同比-2.69%，环比-3.84%），实现归母净利润 0.67 亿元（同比-80.86%，环比-43.34%），扣非归母净利润 0.64 亿元（同比-82.36%，环比-42.91%）。24Q1，公司实现营收 51.21 亿元（同比+13.58%，环比+6.10），归母净利润 0.30 亿元（同比-80.31%，环比-54.33%），扣非归母净利润 0.27 亿元（同比-80.99%，环比-57.79%）。此外，公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.19 元（含税），现金分红总额约 1.69 亿元，占公司 2023 年归母净利润的 31.61%。

图1：鼎胜新材营业收入及增速（单位：亿元、%）



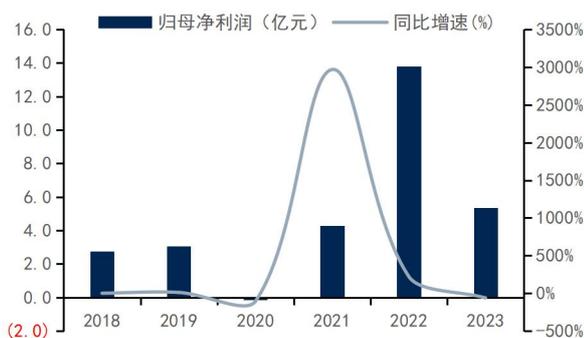
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：鼎胜新材单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



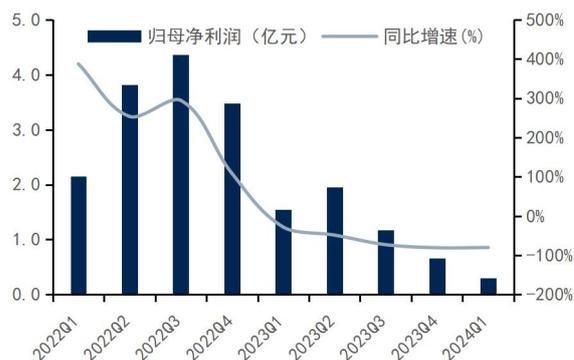
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：鼎胜新材归母净利润及增速（单位：亿元、%）



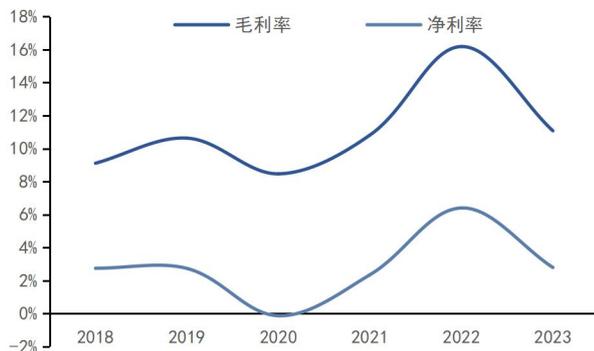
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：鼎胜新材单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

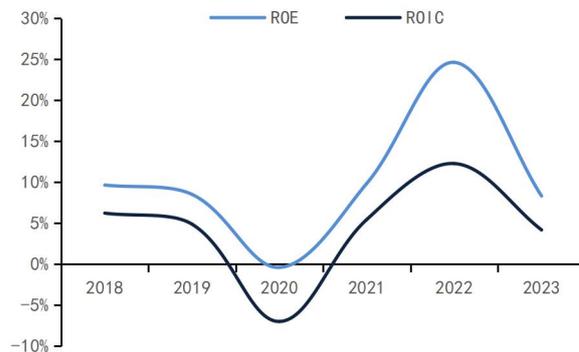


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**盈利能力阶段性下降，费用率保持稳定。**2023 年，公司销售毛利率为 11.08%，同比下降 5.10pct；销售净利率为 2.79%，同比下降 3.61pct；期间费用率为 7.09%，同比基本保持不变，费用率保持稳定。23Q4，公司毛利率为 8.36%，同比-9.57pct，环比-1.26pct；净利率为 1.37%，同比-5.64pct，环比-0.95pct。24Q1，公司毛利率为 9.72%，同比-4.24pct，环比+1.36pct；净利率为 0.60%，同比-2.83%，环比-0.77%。截至 2024 年 3 月 31 日，公司的资产负债率为 72.04%，较 2023 年末上涨 4.44pct。

**图5：鼎胜新材毛利率、净利率变化情况（%）**


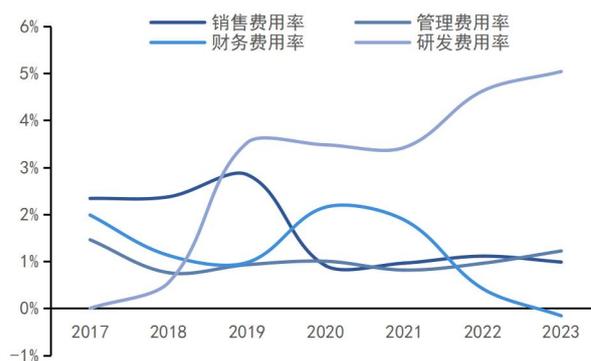
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**图6：鼎胜新材 ROE、ROIC 变化情况（%）**


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**图7：鼎胜新材资产负债率（%）**


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**图8：鼎胜新材期间费用率（%）**


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**铝箔产品量价均有所下跌，铝板带产量同比增加 24%。**2023 年，公司铝箔产品实现产量 63.16 万吨（-6.42%），销量 63.26 万吨（-4.30%），营收 154.89 亿元（-16.23%），毛利率为 12.91%（-4.76pct）；铝板带产品实现产量 11.28 万吨（+24.32%），销量 10.70 万吨（+15.28%），营收 21.77 亿元（+8.22%），毛利率为 3.30%（-4.29pct）。铝箔产品的盈利能力下降、量价齐跌主要由于公司在 2023 年收购了欧洲子公司 Slim 铝业，但疫情放开后铝加工产品的出口受到影响，导致订单不足，且电池铝箔产品的加工费也经历了数次下调。

**电池铝箔盈利能力或趋于稳定，包装箔有望扭亏为盈。**对于主要贡献利润的电池铝箔产品，根据我们的拆分与推测，1) 销量：公司 21-23 年分别实现电池铝箔销量 6/11/13 万吨；2) 盈利：公司电池铝箔产品 23 年共下调两次加工费，年初第一次下降 1000 元/吨左右，年中再度小幅下降，全年电池箔单吨净利润 4000 元/吨左右，随着今年年初加工费再度下调，部分电池箔企业已经不盈利，未来加工费有望趋于稳定。对于食品包装箔产品，我们推测公司 21-23 年销量分别为 19/31/23 万吨，23 年由于前述原因导致包装箔业务亏损，24 年随着海外订单复苏，有望实现扭亏为盈。

**我们的盈利预测主要基于以下假设条件：**

- 1) **空调箔**：2024-2026 年销售量均为 28 万吨，销售单价为 2.11 万元/吨，单位毛利为 1700 元/吨，毛利率为 8.05%。
- 2) **包装箔**：2024-2026 年销售量均为 27 万吨，销售单价为 2.75 万元/吨，单位毛利分别为 2260/2560/2860 元/吨，毛利率分别为 8.23%/9.32%/10.41%。
- 3) **普板带**：2024-2026 年销售量均为 11 万吨，销售单价为 2.01 万元/吨，单位毛利为 1630 元/吨，毛利率为 8.10%。
- 4) **电池箔光箔**：2024-2026 年销售量分别为 14.85/16.20/18.00 万吨，销售单价为 2.91 万元/吨，单位毛利为 1.25 万元/吨，毛利率为 17.54%/18.94%/20.28%。
- 5) **电池箔涂炭箔**：2024-2026 年销售量分别为 1.65/1.80/2.00 万吨，销售单价为 5.06 万元/吨，营业收入分别为 8.59/9.37/10.41 亿元，毛利润分别为 2.31/2.52/2.80 亿元，毛利率分别为 24.70%。

**表1：公司产品价格和销量假设**

	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
空调箔	销量	万吨	20.25	25.15	22.97	28.33	22.00	28.00	28.00	28.00
	售价	元/吨	17,124.29	16,496.49	16,381.06	20,535.22	21,890.11	20,548.34	21,115.04	21,115.04
	毛利	元/吨	1,665.11	1,524.85	1,120.77	1,718.25	2,150.00	1,700.00	1,700.00	1,700.00
包装箔	销量	万吨	22.04	23.07	26.00	29.04	31.00	22.00	27.00	27.00
	售价	元/吨	19,120.22	18,146.52	17,866.80	22,882.51	29,943.17	26,748.34	27,475.04	27,475.04
	毛利	元/吨	1,684.59	2,118.16	1,684.22	2,478.76	4,109.38	1,900.00	2,260.00	2,560.00
光箔	销量	万吨	1.85	1.92	2.40	5.57	10.21	11.70	14.85	16.20
	售价	元/吨	25,404.69	25,751.22	26,932.00	31,492.57	33,374.64	30,048.34	29,115.04	29,115.04
	毛利	元/吨	6,354.43	7,410.64	7,186.09	9,334.47	9,308.27	6,600.00	5,100.00	5,100.00
涂炭箔	销量	万吨	—	—	—	—	0.59	1.30	1.65	2.00
	售价	元/吨	—	—	—	—	54,762.06	51,548.34	50,615.04	50,615.04
	毛利	元/吨	—	—	—	—	16,857.63	14,000.00	12,500.00	12,500.00
	营业收入	百万元	10,291.37	11,236.35	12,426.55	18,167.91	21,605.25	19,064.06	21,080.52	21,549.49
合计	综合毛利率	%	9.11%	10.63%	8.47%	10.82%	16.18%	11.08%	10.73%	11.28%
	归母净利润	百万元	276.46	308.72	-14.99	430.05	1,381.56	534.83	529.86	642.18
	EPS		0.64	0.71	-0.03	0.88	2.82	0.60	0.60	0.72

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测；注：公司 2022 年起年报不再细分铝箔品种，表中所列为推测值

**投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。**由于电池铝箔加工费进一步降低，我们下调公司 2024-2026 年营业收入至 210.81/215.49/221.75 亿元（2024/2025 年前值为 223.48/242.97 亿元），同比增速 10.58%/2.22%/2.90%；归母净利润至 5.30/6.42/7.69 亿元（2024/2025 年前值为 12.31/15.05 亿元），同比增速 -0.93%/+21.20%/+19.75%；摊薄 EPS 分别为 0.60/0.72/0.86，当前股价对应 PE 分别为 17.5/14.5/12.1x，维持“增持”评级。

**表2：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价		EPS				PE				PB	总市值 亿元
		2024/04/30	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
603876.SH	鼎胜新材	10.42	0.61	0.59	0.72	0.86	17.1	17.5	14.5	12.1	1.4	92.7	
可比公司：													
600219.SH	南山铝业	3.58	0.30	0.33	0.34	0.37	11.93	10.8	10.4	9.6	0.9	419.2	
600673.SH	东阳光	8.85	-0.10	0.42	0.57	0.75	-88.50	21.3	15.4	11.87	2.7	266.7	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；备注：可比公司盈利预测为 Wind 一致预期

**风险提示：**需求不及预期的风险；行业竞争加剧、产能过剩导致加工费下滑的风险。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7154	4715	4860	5511	5467	营业收入	21605	19064	21081	21549	22175
应收款项	2208	2356	2605	2663	2740	营业成本	18109	16952	18819	19119	19547
存货净额	3452	3865	4277	4332	4427	营业税金及附加	83	72	80	81	84
其他流动资产	1645	1181	1306	1335	1374	销售费用	240	188	208	212	218
<b>流动资产合计</b>	<b>14822</b>	<b>12123</b>	<b>13054</b>	<b>13848</b>	<b>14015</b>	管理费用	207	233	257	263	271
固定资产	6502	7424	7020	6560	6076	研发费用	1000	961	1062	1086	1118
无形资产及其他	329	390	375	359	343	财务费用	90	(30)	32	32	33
投资性房地产	301	302	302	302	302	投资收益	(245)	(94)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	64	56	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>21954</b>	<b>20239</b>	<b>20750</b>	<b>21068</b>	<b>20737</b>	其他收入	(104)	25	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	4521	5241	5160	5489	5125	营业利润	1591	677	623	756	905
应付款项	8381	5930	6563	6647	6793	营业外净收支	18	(27)	0	0	0
其他流动负债	494	414	459	465	475	<b>利润总额</b>	<b>1609</b>	<b>650</b>	<b>623</b>	<b>756</b>	<b>905</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>13396</b>	<b>11585</b>	<b>12181</b>	<b>12601</b>	<b>12393</b>	所得税费用	227	117	91	111	133
长期借款及应付债券	1863	1388	1388	1388	1388	少数股东损益	1	(2)	0	0	0
其他长期负债	380	707	707	707	707	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1382</b>	<b>535</b>	<b>530</b>	<b>642</b>	<b>769</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2243</b>	<b>2096</b>	<b>2096</b>	<b>2096</b>	<b>2096</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>15638</b>	<b>13681</b>	<b>14276</b>	<b>14696</b>	<b>14489</b>	净利润	1382	535	530	642	769
少数股东权益	11	9	10	10	10	资产减值准备	32	(33)	8	(2)	(4)
股东权益	6304	6549	6465	6362	6238	折旧摊销	468	544	662	728	753
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21954</b>	<b>20239</b>	<b>20750</b>	<b>21068</b>	<b>20737</b>	公允价值变动损失	(64)	(56)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	90	(30)	32	32	33
每股收益	2.82	0.60	0.58	0.71	0.85	营运资本变动	5223	(2333)	(101)	(54)	(59)
每股红利	0.64	0.70	0.68	0.83	0.99	其它	(32)	34	(19)	(8)	(6)
每股净资产	12.85	7.36	7.27	7.15	7.01	<b>经营活动现金流</b>	<b>7009</b>	<b>(1311)</b>	<b>1079</b>	<b>1306</b>	<b>1453</b>
ROIC	13.58%	4.51%	4%	5%	6%	资本开支	0	(1475)	(250)	(250)	(250)
ROE	21.91%	8.17%	8%	10%	12%	其它投资现金流	(51)	356	0	0	0
毛利率	16%	11%	11%	11%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(51)</b>	<b>(1119)</b>	<b>(250)</b>	<b>(250)</b>	<b>(250)</b>
EBIT Margin	9%	3%	3%	4%	4%	权益性融资	79	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	6%	6%	7%	8%	负债净变化	652	(434)	0	0	0
收入增长	19%	-12%	11%	2%	3%	支付股利、利息	(316)	(622)	(603)	(734)	(883)
净利润增长率	221%	-61%	-3%	22%	20%	其它融资现金流	(2674)	2104	(82)	329	(364)
资产负债率	71%	68%	69%	70%	70%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1923)</b>	<b>(9)</b>	<b>(685)</b>	<b>(405)</b>	<b>(1246)</b>
股息率	3.2%	6.4%	6.2%	7.5%	9.0%	<b>现金净变动</b>	<b>5034</b>	<b>(2439)</b>	<b>144</b>	<b>651</b>	<b>(43)</b>
P/E	3.9	18.3	18.5	15.2	12.7	货币资金的期初余额	2119	7154	4715	4860	5511
P/B	0.9	1.5	1.5	1.5	1.6	货币资金的期末余额	7154	4715	4860	5511	5467
EV/EBITDA	8.6	19.5	18.5	16.3	14.5	企业自由现金流	0	(2725)	854	1081	1228
						权益自由现金流	0	(1055)	618	1259	721

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032