

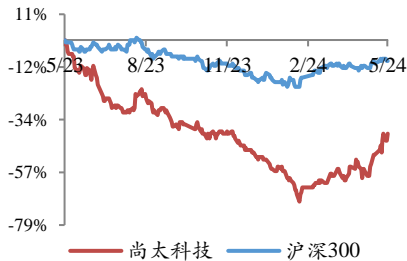
负极出货稳定增长，加快创新产品迭代

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-05-16

收盘价(元)	45.32
近12个月最高/最低(元)	75.80/22.71
总股本(百万股)	261
流通股本(百万股)	160
流通股比例(%)	61.37
总市值(亿元)	118
流通市值(亿元)	73

公司价格与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

联系人：牛义杰

执业证书号：S0010121120038

邮箱：niuyj2hazq.com

相关报告

主要观点：

● 业绩

公司发布2023年年报和2024年一季报。公司23年实现营收43.91亿元，同比-8.18%；实现归母净利润7.23亿元，同比-43.94%，扣非归母净利润为7.13亿元，同比-44.34%。其中23年Q4实现营收12.20亿元，同环比-2.07%/+1.29%；实现归母净利润1.55亿元，同比-36.28%，环比-5.24%，实现扣非归母净利润1.62亿元，同比-33.10%，环比+0.87%。24Q1公司实现营收8.61亿元，同比-9.58%，环比-29.40%；实现归母净利润1.49亿元，同比-35.48%，环比-3.95%，实现扣非归母净利润1.43亿元，同比-35.16%，环比-11.75%。业绩符合市场预期。

● 负极产品销量稳定增长，盈利短期承压

2023年公司锂电负极业务实现营收37.36亿元，同比-11.01%，主要系行业竞争加剧，产品价格下降所致；公司23年负极产品销售量为14.1万吨，同增31.5%。根据年报，公司负极业务毛利率为27.16%，同比-16.44pct，主要系公司产品价格下降幅度超过成本下降幅度所致。

● 加快创新产品迭代，主动进行产能调整

公司开发的多款具备高容量、高倍率、长循环寿命、高安全性的新一代负极材料实现批量销售，并迅速占据市场，实现了对过往产品的迭代。在行业企业持续产能扩张，大量跨界资本涌入的情况下，负极材料行业出现结构性产能过剩，公司主动进行产能调整，将里城道基地进行停产和改造，在石家庄无极县启动“年产10万吨锂电池负极材料一体化项目”，采用最新的生产设备和工艺，该项目已于2024年2月开工。

● 投资建议

我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为7.17/9.70/12.46亿元，对应PE 16、11、9倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

新能源车需求不及预期；下游市场增速不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；客户拓展不及预期等。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4391	4920	6200	7650
收入同比(%)	-8.2%	12.1%	26.0%	23.4%
归属母公司净利润	723	717	970	1246
净利润同比(%)	-43.9%	-0.8%	35.4%	28.3%
毛利率(%)	27.7%	25.1%	25.2%	25.0%
ROE(%)	12.8%	11.2%	13.2%	14.5%
每股收益(元)	2.78	2.75	3.72	4.78
P/E	13.17	15.53	11.47	8.94
P/B	1.69	1.74	1.51	1.30
EV/EBITDA	9.06	9.58	8.27	6.91

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 财务状况：业绩符合预期，费用控制优异	4
2 盈利预测、估值及投资评级	5
风险提示:	5
财务报表与盈利预测	6

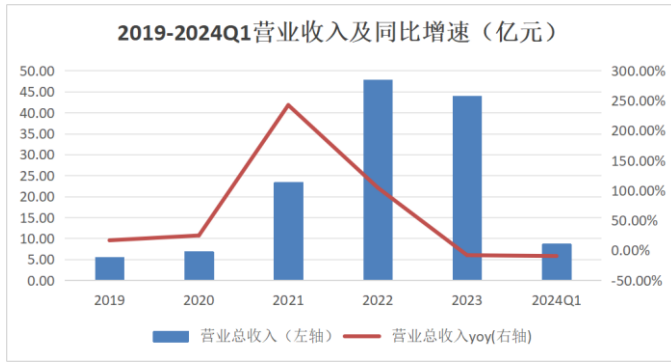
图表目录

图表 1 2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)	4
图表 2 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	4
图表 3 2019-2024Q1 扣非归母净利润及同比增速 (亿元)	4
图表 4 2019-2024Q1 经营/投资/筹资现金流 (亿元)	4
图表 5 2019-2024Q1 毛利率及净利率 (%)	5
图表 6 2019-2024Q1 各项费用率 (%)	5

1 财务状况：业绩符合预期，费用控制优异

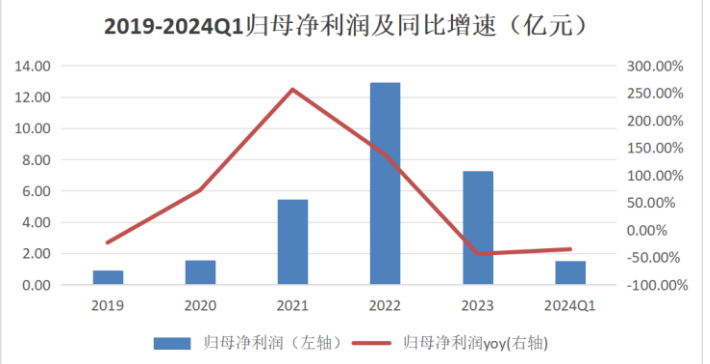
公司营收与净利润有所减少，业绩符合预期。公司 23 年全年实现营业收入 43.91 亿元，同减 8.18%，实现归母净利润 7.23 亿元，同减 43.94%，实现扣非归母净利润 7.13 亿元，同减 44.34%。24Q1 实现营业收入 8.61 亿元，同减 9.58%，实现归母净利润 1.49 亿元，同减 35.48%，实现扣非归母净利润 1.49 亿元，同减 35.16%。

图表 1 2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 2 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

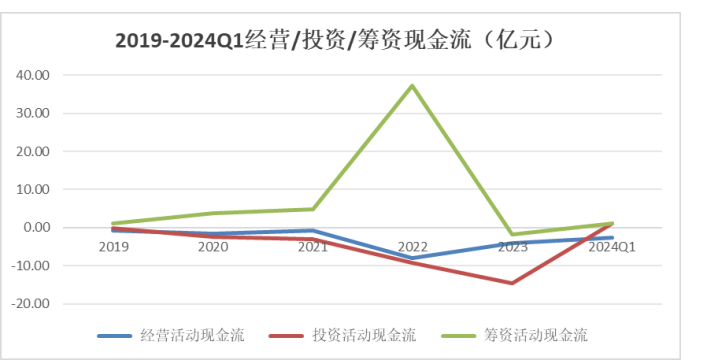
公司现金流有一定波动。公司 23 年经营/投资/筹资活动现金流达-4.16/-14.61/-1.78 亿元，同比+47.61%/-57.95%/-104.76%。其中经营活动产生的现金流量净额同比增加主要原因系公司部分客户支付销售回款方式调整，由商业承兑汇票转为信用等级较高的银行承兑汇票；其中投资活动产生的现金流量净额同比减少主要原因系公司 2023 年末存在较大金额的理财产品未赎回；其中筹资活动产生的现金流量净额同比减少主要原因系 2022 年末公司进行了首次公开发行股票，募集资金规模较大所致。

图表 3 2019-2024Q1 扣非归母净利润及同比增速 (亿元)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

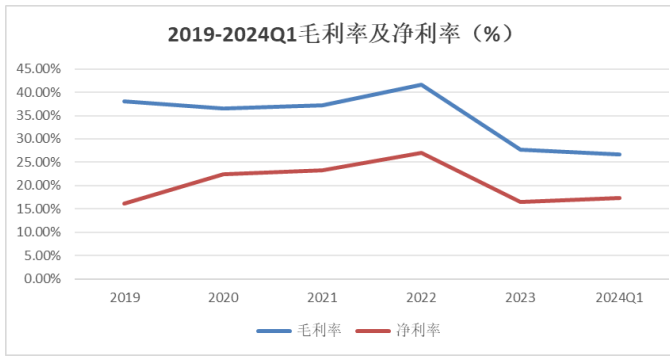
图表 4 2019-2024Q1 经营/投资/筹资现金流 (亿元)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

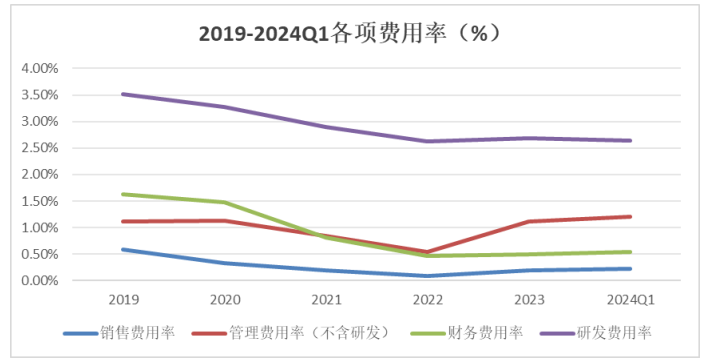
公司毛利率有一定下滑，费用控制优异。公司 23 年度毛/净利率分别为 27.74%/16.46%，同比变化-13.91/-10.51pct，毛利率变化主要系业务结构调整。公司 23 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.19%/1.11%/0.50%/2.68%，同比变化+0.1/+0.57/+0.04/+0.05pct。

图表 5 2019-2024Q1 毛利率及净利率 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 6 2019-2024Q1 各项费用率 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

2 盈利预测、估值及投资评级

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 7.17/9.70/12.46 亿元, 对应 PE 16、11、9 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

新能源车需求不及预期; 下游市场增速不及预期; 原材料价格大幅上涨; 行业竞争加剧; 客户拓展不及预期等。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4729	5914	7713	9474	营业收入	4391	4920	6200	7650
现金	134	287	515	852	营业成本	3173	3684	4640	5740
应收账款	1718	1368	1389	1507	营业税金及附加	31	25	37	54
其他应收款	8	13	17	21	销售费用	5	5	7	9
预付账款	68	111	139	172	管理费用	81	59	93	115
存货	1092	1011	1503	1787	财务费用	37	32	31	47
其他流动资产	1710	3124	4150	5134	资产减值损失	-105	-200	-150	-100
非流动资产	2688	2596	2504	2413	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	6	5	6	8
固定资产	2344	2151	1957	1764	营业利润	873	857	1159	1488
无形资产	211	211	211	211	营业外收入	9	10	11	12
其他非流动资产	133	234	336	438	营业外支出	7	8	8	8
资产总计	7418	8510	10217	11887	利润总额	875	859	1162	1492
流动负债	1184	1509	2194	2568	所得税	152	142	192	246
短期借款	652	452	952	1152	净利润	723	717	970	1246
应付账款	202	303	318	315	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	331	754	925	1101	归属母公司净利润	723	717	970	1246
非流动负债	569	620	671	722	EBITDA	1172	1243	1479	1758
长期借款	444	494	544	594	EPS (元)	2.78	2.75	3.72	4.78
其他非流动负债	125	126	127	128					
负债合计	1753	2129	2865	3290					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	261	261	261	261					
资本公积	3041	3041	3041	3041					
留存收益	2362	3079	4050	5295					
归属母公司股东权益	5664	6381	7352	8597					
负债和股东权益	7418	8510	10217	11887					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2026E
经营活动现金流	-416	423	-198	223	成长能力				
净利润	723	717	970	1246	营业收入	-8.2%	12.1%	26.0%	23.4%
折旧摊销	252	194	194	194	营业利润	-45.3%	-1.9%	35.3%	28.3%
财务费用	45	32	39	54	归属于母公司净利	-43.9%	-0.8%	35.4%	28.3%
投资损失	-6	-5	-6	-8	获利能力				
营运资金变动	-1520	-687	-1505	-1311	毛利率(%)	27.7%	25.1%	25.2%	25.0%
其他经营现金流	2333	1577	2586	2605	净利率(%)	16.5%	14.6%	15.7%	16.3%
投资活动现金流	-1461	-89	-87	-83	ROE(%)	12.8%	11.2%	13.2%	14.5%
资本支出	-254	-93	-91	-88	ROIC(%)	11.1%	11.8%	12.0%	12.5%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-1206	4	4	6	资产负债率(%)	23.6%	25.0%	28.0%	27.7%
筹资活动现金流	-178	-181	512	197	净负债比率(%)	31.0%	33.4%	39.0%	38.3%
短期借款	-1036	-200	500	200	流动比率	3.99	3.92	3.52	3.69
长期借款	444	50	50	50	速动比率	3.01	3.18	2.77	2.93
普通股增加	1	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	30	0	0	0	总资产周转率	0.59	0.58	0.61	0.64
其他筹资现金流	384	-31	-38	-53	应收账款周转率	2.56	3.60	4.46	5.08
现金净增加额	-2055	153	228	337	应付账款周转率	15.74	12.17	14.60	18.25

每股指标(元)				
每股收益	2.78	2.75	3.72	4.78
每股经营现金流薄)	-1.60	1.62	-0.76	0.85
每股净资产	21.72	24.47	28.19	32.97

估值比率				
P/E	13.17	15.53	11.47	8.94
P/B	1.69	1.74	1.51	1.30
EV/EBITDA	9.06	9.58	8.27	6.91

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

华安证券电力设备与新能源研究组:

张志邦: 华安证券电新行业首席分析师, 香港中文大学金融学硕士, 5 年卖方行业研究经验, 专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

牛义杰: 研究助理, 新南威尔士大学经济与金融硕士, 曾任职于银行总行授信审批部, 2 年行业研究经验, 覆盖锂电产业链。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。