

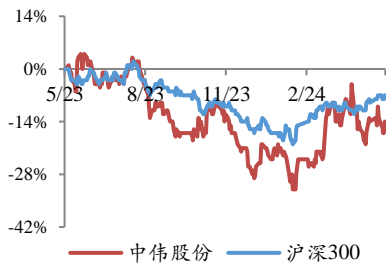
出货量稳定增长，加快海外布局

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-05-20

收盘价（元）	52.79
近12个月最高/最低（元）	64.90/38.03
总股本（百万股）	670
流通股本（百万股）	649
流通股比例（%）	96.93
总市值（亿元）	354
流通市值（亿元）	343

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。2023年公司实现营业收入342.73亿元，同比增长12.95%，实现归属净利润19.47亿元，同比增长26.15%，实现扣非净利润15.87亿元，同比增长43.13%；拆分至四季度，公司实现营业收入80.83亿元，同比增长0.31%，归属净利润5.6亿元，同比增长22.19%，实现扣非净利润4.56亿元，同比增长40.21%。2024Q1实现收入92.92亿元，同比增长17.58%，归母净利润3.79亿元，同比增长11.19%，扣非净利润3.40亿元，同比增长34.64%。业绩符合市场预期。

● 毛利率有所提升，费用控制优异

23年公司整体业务毛利率为13.94%，同比+2.41pct。分业务来看，三元前驱体收入217亿元，同比-11.75%，毛利率17.96%，同比+5.36pct；三氧化二钴收入29.6亿元，毛利率9.65%；镍产品收入33.9亿元，毛利率8.89%。

公司23年期间费用率为7.6%，同比+0.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.3%/2.5%/3.1%/1.8%，同比+0.1/+0.6/+0.0/+0.1pct。分季度来看，2023年Q4公司整体毛利率为16.45%，同比+3.32pct，环比-0.72pct，期间费用率10.5%，同比+1.7pct，环比+2.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.4%/3.6%/3.6%/2.9%，同比+0.1/+1.2/-0.3/+0.6pct，环比+0.1/+1.0/+0.1/+0.8pct。

● 出货量稳定增长，加快海外产能建设

根据公司年报，23年公司电池材料产品合计销售量超27万吨，同比+29%。其中三元前驱体高镍、超高镍产品出货量超13万吨。展望2024年，作为三元前驱体头部公司，公司产能进一步扩张，同时海外韩国、摩洛哥基地加快建设，支撑公司产品出货量进一步增长；盈利方面，海外客户占比高且加工费稳定，随着公司稼动率持续提升，我们认为公司盈利能力有望持续提升。

● 投资建议

我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为23.54/29.65/35.11亿元，对应PE 15、12、10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	34273	39000	46300	51800
收入同比 (%)	12.9%	13.8%	18.7%	11.9%
归属母公司净利润	1947	2354	2965	3511
净利润同比 (%)	26.2%	20.9%	26.0%	18.4%
毛利率 (%)	13.9%	13.1%	13.5%	13.6%
ROE (%)	9.8%	10.6%	11.8%	12.3%
每股收益 (元)	2.90	3.51	4.43	5.24
P/E	16.94	14.92	11.85	10.01
P/B	1.66	1.58	1.40	1.23
EV/EBITDA	11.09	9.45	7.54	6.10

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，现金流良好	5
2 盈利预测、估值及投资评级	6
风险提示：	6
财务报表与盈利预测	7

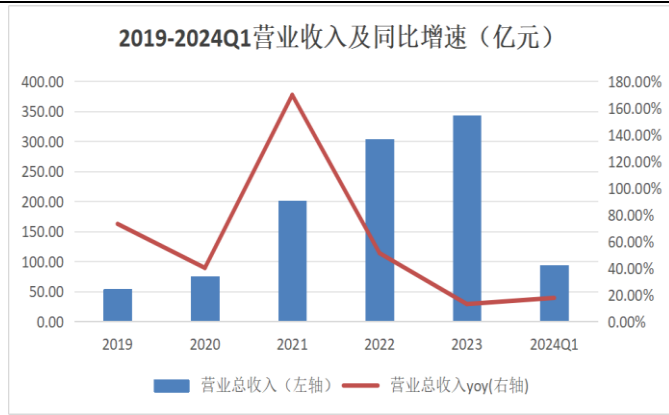
图表目录

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

1 财务状况：业绩符合预期，现金流良好

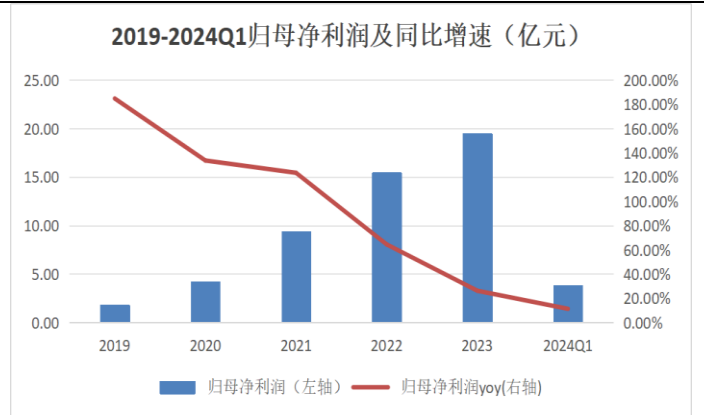
营收及利润稳步增长，业绩符合预期。2023 年度，公司实现营业收入为 342.73 亿元，同比增长 12.95%，实现归母净利润为 19.4656 亿元，同比增长 26.15%，实现扣非归母净利润 15.87 亿元，同比增长 43.13%。24Q1 实现营业收入 92.92 亿元，同增 17.58%，实现归母净利润 3.79 亿元，同增 11.19%，实现扣非归母净利润 3.40 亿元，同增 34.64%。符合市场预期。

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

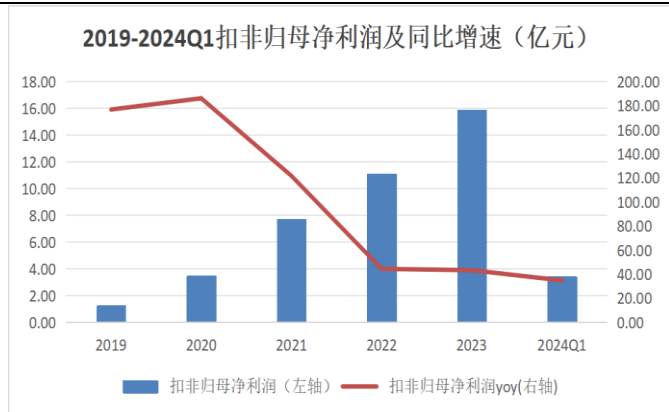
图表 2 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

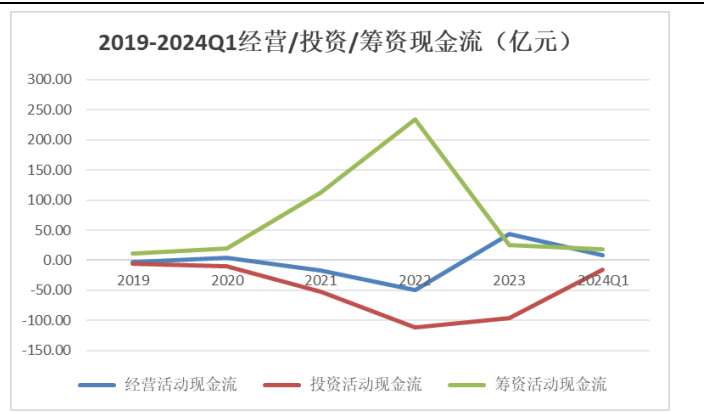
公司现金流情况稳定。2023 年，公司经营活动产生的现金流量净额 43.85 亿元，对比去年同期公司经营现金流净额-49.54 亿元，净流入增加 188.53%，主要系营收规模扩大，加大回款管理，销售回款增加；同时持续加强存货周转，优化库存管理，采购付款减少所致；公司投资活动产生的现金流量净额-96.44 亿元，对比去年同期公司投资现金流净额-117.75 亿元，净流出减少 18.10%，主要系公司购建资产投资减少所致；公司筹资活动产生的现金流量净额 25.19 亿元，对比去年同期公司筹资现金流净额 233.93 亿元，净流入减少 89.23%，主要系经营现金流改善，筹资现金流减少所致。

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)

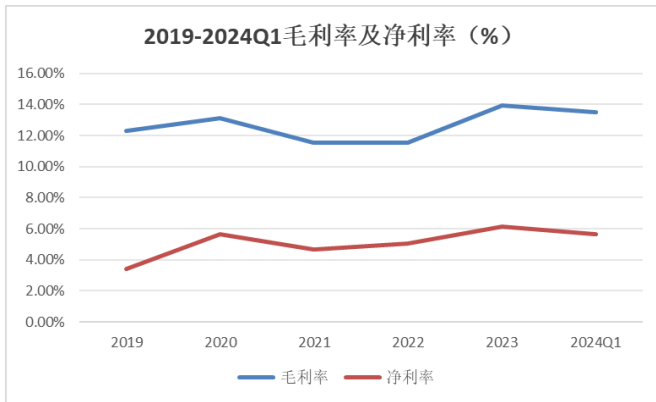


资料来源：iFinD，华安证券研究所

公司毛利率略有上升，费用控制优异。公司 23 年度毛/净利率分别为 13.94%/6.13%，

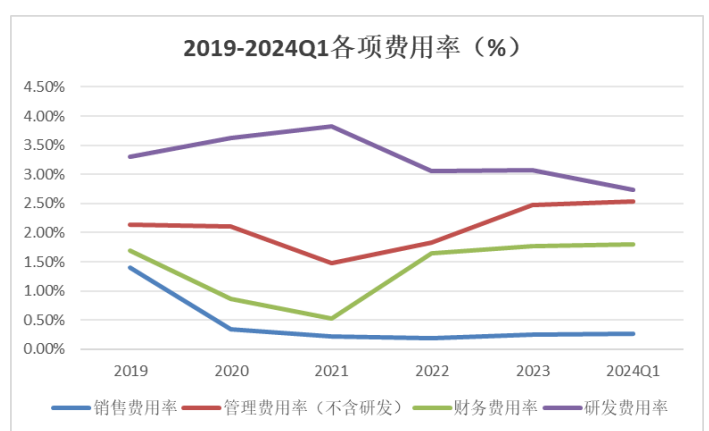
同比变化 2.41/1.07pct。公司 23 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.3%/2.5%/3.1%/1.8%，同比+0.1/+0.6/+0.0/+0.1pct。

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 23.54/29.65/35.11 亿元，对应 PE 15、12、10 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	29967	36097	42424	48865	营业收入	34273	39000	46300	51800
现金	11439	16319	20097	23999	营业成本	29495	33880	40072	44752
应收账款	3753	4808	5708	7096	营业税金及附加	120	117	185	155
其他应收款	674	427	507	568	销售费用	87	117	185	207
预付账款	1921	1694	2004	2238	管理费用	849	975	1158	1295
存货	7929	7426	7685	7356	财务费用	606	501	454	412
其他流动资产	4250	5422	6423	7608	资产减值损失	-203	0	0	0
非流动资产	32220	31447	30637	29788	公允价值变动收益	5	0	0	0
长期投资	2176	2176	2176	2176	投资净收益	-47	-39	-46	-52
固定资产	13982	12758	11479	10148	营业利润	2379	2782	3505	4150
无形资产	1663	1663	1663	1663	营业外收入	20	20	30	30
其他非流动资产	14399	14851	15319	15802	营业外支出	19	18	28	27
资产总计	62186	67544	73060	78654	利润总额	2380	2784	3507	4153
流动负债	16482	18511	20155	21401	所得税	280	306	386	457
短期借款	3521	3021	2321	1821	净利润	2099	2478	3121	3696
应付账款	4158	5105	6038	6743	少数股东损益	153	124	156	185
其他流动负债	8804	10385	11796	12837	归属母公司净利润	1947	2354	2965	3511
非流动负债	17780	18631	19382	20033	EBITDA	3927	4368	4977	5540
长期借款	13832	14632	15332	15932	EPS (元)	2.90	3.51	4.43	5.24
其他非流动负债	3948	3999	4050	4101					
负债合计	34263	37143	39538	41435					
少数股东权益	8096	8220	8376	8561					
股本	670	670	670	670					
资本公积	14623	14623	14623	14623					
留存收益	4535	6889	9854	13365					
归属母公司股东权益	19827	22181	25147	28658					
负债和股东权益	62186	67544	73060	78654					

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	4385	5785	5186	5263	成长能力				
净利润	1947	2354	2965	3511	营业收入	12.9%	13.8%	18.7%	11.9%
折旧摊销	900	1627	1666	1703	营业利润	42.7%	17.0%	26.0%	18.4%
财务费用	803	610	610	607	归属于母公司净利	26.2%	20.9%	26.0%	18.4%
投资损失	14	39	46	52	获利能力				
营运资金变动	297	1029	-256	-793	毛利率 (%)	13.9%	13.1%	13.5%	13.6%
其他经营现金流	2074	1451	3375	4486	净利率 (%)	5.7%	6.0%	6.4%	6.8%
投资活动现金流	-9644	-946	-949	-954	ROE (%)	9.8%	10.6%	11.8%	12.3%
资本支出	-6933	-502	-498	-497	ROIC (%)	5.3%	4.6%	5.3%	5.7%
长期投资	-2297	-400	-400	-400	偿债能力				
其他投资现金流	-414	-44	-51	-57	资产负债率 (%)	55.1%	55.0%	54.1%	52.7%
筹资活动现金流	2519	41	-459	-406	净负债比率 (%)	122.7%	122.2%	117.9%	111.3%
短期借款	-2811	-500	-700	-500	流动比率	1.82	1.95	2.10	2.28
长期借款	1226	800	700	600	速动比率	1.22	1.46	1.62	1.83
普通股增加	-1	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1312	0	0	0	总资产周转率	0.55	0.58	0.63	0.66
其他筹资现金流	2792	-259	-459	-506	应收账款周转率	9.13	8.11	8.11	7.30
现金净增加额	-2582	4880	3777	3902	应付账款周转率	7.09	6.64	6.64	6.64

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。