

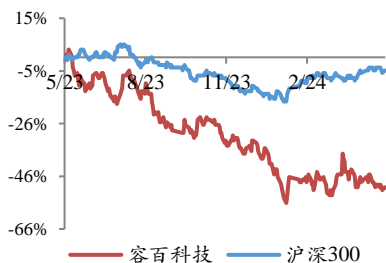
业绩短期承压，出货稳定加快创新产品研发

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-05-28

收盘价(元)	28.30
近12个月最高/最低(元)	60.50/23.80
总股本(百万股)	484
流通股本(百万股)	315
流通股比例(%)	65.08
总市值(亿元)	137
流通市值(亿元)	89.37

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：niuyj@hazq.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2023年营收226.57亿元，同比-25%，归母净利润为5.81亿元，同比-57%，扣非归母净利润为5.15亿元，同比-61%；其中2023Q4实现营收40.83亿元，同比-62%，环比-28%，归母净利润-0.35亿元，环比-115%，同比-108%，扣非归母净利润为-0.44亿元，同比-111%，环比-119%。

2024Q1公司营收36.92亿元，同比-56%，环比-10%，归母净利润为-0.37亿元，同比-112%，环比-6%，扣非归母净利润为-0.38亿元，同比-113%，环比+13%。

● 受锂盐价格下降影响，业绩短期承压，出货量居行业首位

23年公司营收226.57亿元，实现归母净利润5.81亿元，同比分别下降24.78%和57.07%，主要系：1) 23年主要原材料锂盐的价格大幅下跌，对公司营收及利润等产生不利影响；2) 公司在全球化布局（韩国、欧美）、磷酸锰铁锂和钠电产品开发方面加大了战略性投入，对当前利润有一定影响；3) 公司采取更积极市场竞争策略，保证了市场占有率的提升，对当期毛利有一定影响。根据公司年报披露，23年公司三元正极材料出货约10万吨，同比增长11%，全球市占率超10%，连续三年保持行业首位。2023年，公司分别与日韩客户签订合作框架协议，并实现向欧美主流车企客户的规模化出货，四季度单月出货规模达千吨。公司产品应用于海外终端车型占比有显著提升，海外市场的品牌影响力进一步提升。

● 9系超高镍产品规模出货，加快创新产品技术迭代

23年公司9系及以上产品已在大圆柱电池大规模应用，全年出货近万吨，夯实了公司在高镍领域的技术领先优势。磷酸锰铁锂方面，公司开发了三元掺混的M6P产品、锰铁比7:3的高容量产品，以及下一代固液一体工艺产品，并在车规动力电池上完成中试，2024年有望在车用市场实现突破。公司的钠电正极层状材料目前已稳定量产，且同时开发行业领先的聚阴离子产品，并已经获得不同细分市场核心客户订单。前驱体方面，销量同比增长近30%，同期配套完成海外客户产线认证。

● 投资建议

我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为5.14/8.80/12.51亿元，对应PE 27、16、11倍，基于公司海外客户占比提升叠加新品进展较快，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	22657	21100	28940	39452
收入同比 (%)	-24.8%	-6.9%	37.2%	36.3%
归属母公司净利润	581	514	880	1251
净利润同比 (%)	-57.1%	-11.5%	71.1%	42.2%
毛利率 (%)	8.6%	8.6%	8.8%	8.8%
ROE (%)	6.7%	5.6%	8.7%	11.0%
每股收益 (元)	1.27	1.06	1.82	2.58
P/E	31.34	27.28	15.94	11.21
P/B	2.22	1.52	1.39	1.24
EV/EBITDA	13.25	10.15	7.13	5.18

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 财务状况：业绩短期承压，毛利率略有下滑	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

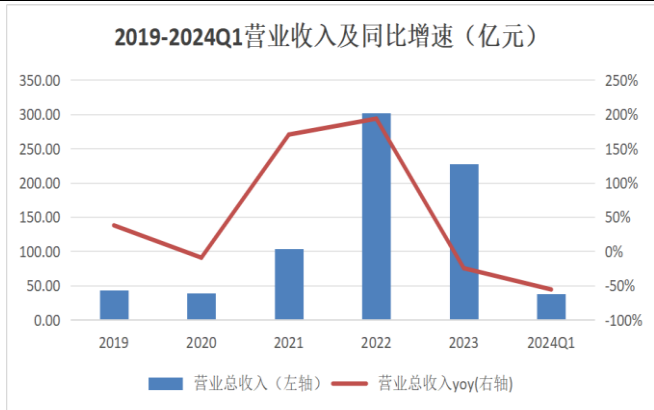
图表目录

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：业绩短期承压，毛利率略有下滑

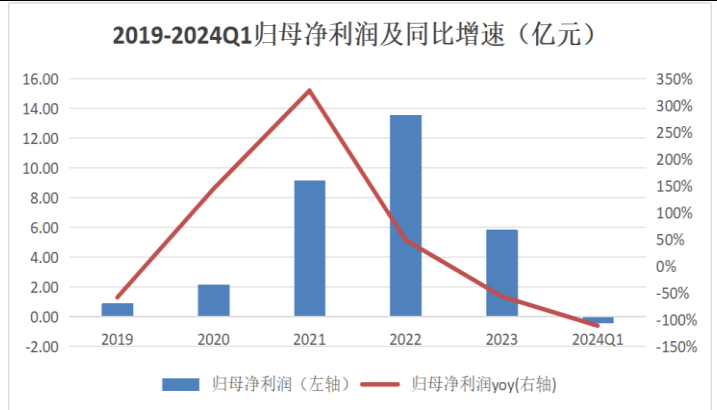
业绩短期承压，符合预期。公司 2023 年营收 226.57 亿元，同比-25%，归母净利润 5.81 亿元，同比-57%，扣非归母净利润为 5.15 亿元，同比-61%；其中 2023Q4 实现营收 40.83 亿元，同比-62%，环比-28%，归母净利润-0.35 亿元，环比-115%，同比-108%，扣非归母净利润为-0.44 亿元，同比-111%，环比-119%。

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

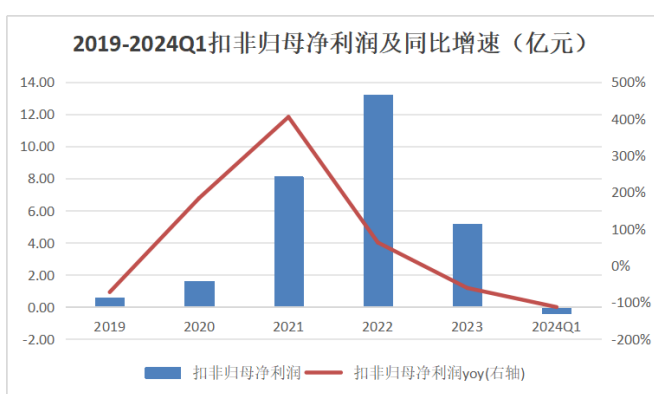
图表 2 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

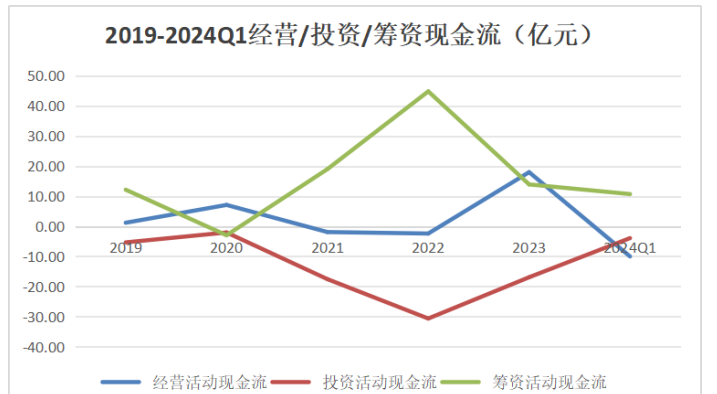
公司现金流情况稳定。公司 23 年经营/投资/筹资活动现金流达 17.95/-16.92/13.89 亿元，同比+845.03%/+44.76%/-68.97%。其中经营活动产生的现金流量净额同比增加主要原因系公司的销售回款方式以银行承兑汇票回款为主，公司根据现金需求及资金成本状况，对应收票据贴现进行管理；其中投资活动产生的现金流量净额同比增加主要原因系公司 23 年在国内的产能建设有所放缓，投资活动产生的现金净流出有所减少；其中筹资活动产生的现金流量净额同比减少主要原因系公司 23 年完成定增发行，募集资金净额 13.25 亿元。债权融资方面，公司在报告期内对债务结构进行了优化，在根据生产建设需求借入长期借款的同时，使用自有资金偿还了部分短期借款。

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)

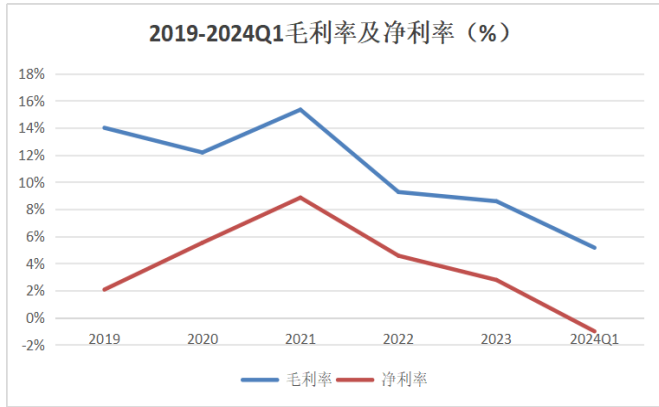


资料来源：iFinD，华安证券研究所

公司毛利率略有下滑，费用控制优异。公司 23 年度毛/净利率分别为 8.58%/2.77%，

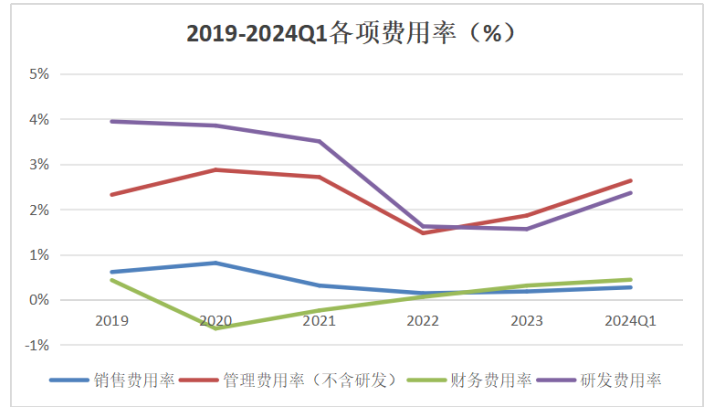
同比变化-0.68/-1.79pct, 毛利率变化主要系业务结构调整。公司 23 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.18%/1.86%/0.31%/1.56%, 同比变化+0.04/+0.39/+0.25/-0.05pct。

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 5.14/8.80/12.51 亿元, 对应 PE 27、16、11 倍, 基于公司海外客户占比提升叠加新品进展较快, 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	15037	16162	21032	26765	营业收入	22657	21100	28940	39452
现金	5674	8070	10035	11902	营业成本	20713	19293	26396	35965
应收账款	3741	2890	3964	5404	营业税金及附加	64	63	81	118
其他应收款	85	58	79	108	销售费用	41	211	232	316
预付账款	334	386	528	719	管理费用	421	401	492	671
存货	1533	1586	2170	2956	财务费用	71	128	161	184
其他流动资产	3671	3172	4256	5675	资产减值损失	-267	0	0	0
非流动资产	9602	10713	11391	12094	公允价值变动收益	-8	0	0	0
长期投资	79	79	79	79	投资净收益	-137	-106	-145	-197
固定资产	6201	7287	7844	8525	营业利润	744	625	1058	1487
无形资产	656	656	656	656	营业外收入	34	10	12	15
其他非流动资产	2666	2691	2812	2834	营业外支出	5	8	10	13
资产总计	24639	26875	32423	38859	利润总额	773	627	1060	1489
流动负债	9269	8986	12150	16330	所得税	146	113	180	238
短期借款	200	300	450	570	净利润	628	514	880	1251
应付账款	3124	2643	3616	4927	少数股东损益	47	0	0	0
其他流动负债	5945	6043	8084	10833	归属母公司净利润	581	514	880	1251
非流动负债	5100	7105	8610	9615	EBITDA	1445	1339	1863	2422
长期借款	4819	6819	8319	9319	EPS (元)	1.27	1.06	1.82	2.58
其他非流动负债	281	286	291	296					
负债合计	14369	16091	20759	25944					
少数股东权益	1572	1572	1572	1572					
股本	484	484	484	484					
资本公积	5225	5225	5225	5225					
留存收益	2989	3503	4383	5634					
归属母公司股东权益	8698	9212	10092	11343					
负债和股东权益	24639	26875	32423	38859					

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	
经营活动现金流	1795	2265	1981	2608	成长能力				
净利润	581	514	880	1251	营业收入	-24.8%	-6.9%	37.2%	36.3%
折旧摊销	470	524	557	632	营业利润	-54.0%	-16.1%	69.3%	40.6%
财务费用	159	185	243	286	归属于母公司净利	-57.1%	-11.5%	71.1%	42.2%
投资损失	44	106	145	197	获利能力				
营运资金变动	279	938	159	244	毛利率 (%)	8.6%	8.6%	8.8%	8.8%
其他经营现金流	563	-426	719	1005	净利率 (%)	2.6%	2.4%	3.0%	3.2%
投资活动现金流	-1692	-1789	-1428	-1580	ROE (%)	6.7%	5.6%	8.7%	11.0%
资本支出	-1637	-1598	-1198	-1298	ROIC (%)	5.0%	3.6%	5.2%	6.4%
长期投资	0	-50	-50	-50	偿债能力				
其他投资现金流	-55	-141	-180	-232	资产负债率 (%)	58.3%	59.9%	64.0%	66.8%
筹资活动现金流	1389	1920	1412	839	净负债比率 (%)	139.9%	149.2%	178.0%	200.9%
短期借款	-1763	100	150	120	流动比率	1.62	1.80	1.73	1.64
长期借款	2140	2000	1500	1000	速动比率	1.42	1.58	1.51	1.41
普通股增加	33	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1307	0	0	0	总资产周转率	0.92	0.79	0.89	1.02
其他筹资现金流	-328	-180	-238	-281	应收账款周转率	6.06	7.30	7.30	7.30
现金净增加额	1487	2396	1965	1867	应付账款周转率	6.63	7.30	7.30	7.30

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。