

道氏技术（300409.SZ）

固本培元，蓄力固态电池材料

公司聚焦新材料业务，业务布局已从单一陶瓷材料业务发展形成当前“碳材料+锂电材料+陶瓷材料+战略资源”的新格局。碳材料业务和锂电材料业务逐渐成为公司核心战略业务，目前正在聚焦固态电池领域，通过整合现有单壁碳纳米管、硅基负极、高镍三元前驱体、富锂锰基前驱体、石墨负极等材料，以及固态电解质的研究成果，形成固态电池材料的整体解决方案。

□公司致力于打造新材料研发生产一体化平台，积极布局固态电池。

公司是建筑陶瓷材料行业的龙头企业，近年来积极布局新能源赛道，目前已全面升级为“碳材料+锂电材料+陶瓷材料+战略资源”的新材料企业。碳材料业务和锂电材料业务已经成为公司核心业务，海外市场开拓取得成果，已经实现了基于韩国，辐射欧美的全球化战略布局。

公司成立了固态电池研究院，聚焦固态电池领域，通过整合现有单壁碳纳米管、硅基负极、高镍三元前驱体、富锂锰基前驱体、石墨负极等材料，以及固态电解质的研究成果，形成固态电池材料的整体解决方案。同时，公司为探索 AI+材料的运用，与湖南培森刘杰教授团队建立战略合作关系，推动人工智能技术在新能源材料领域的应用，提升公司在研发、生产制造等环节的竞争力。

2024 年前三季度，公司实现营收 61.10 亿元，同比+14.11%，归母净利润为 1.47 亿元，同比提升 633.87%，主要受益于公司三元前驱体出货量提升，铜、钴产品产能释放量价齐升。

□锂电材料：价格筑底，产能利用率逐步提升，海外客户快速放量。

公司锂电产品有三元正极材料前驱体、氯化钴、硫酸钴、碳酸钴。公司成功跻身 POSCO 等全球领先企业的供应链，与国内竞争对手形成了明显的竞争优势。前驱体国内客户覆盖贝特瑞、瑞翔新材料、振华新材料、科恒实业、湖南雅城、邦普循环等头部三元正极企业。钴盐覆盖 ATL、厦门钨业、湖南雅城等头部企业。

公司海外收入主要由前驱体贡献，2023 年海外业务收入反超国内业务，成为营收主要贡献力量，并且占比持续提升，2024 年上半年实现收入 28.04 亿元，营收占比为 67.81%，基于海外客户导入工作进展顺利，预计后续海外业务仍有巨大的扩容空间。

□碳材料：份额提升，产品和客户结构优化，布局固态电池。

公司碳材料产品主要为碳纳米管导电剂和石墨烯导电剂、石墨化加工和硅基负极材料，其中碳纳米管导电剂、硅基负极材料为固态电池的增量材料。公司单壁碳纳米管产品性能出色，订单将于后续逐步释放。客户主要覆盖比亚迪、宁德时代、中创新航、珠海冠宇等头部电池企业。在 2023 年，公司的导电剂产品市场份额在行业内名列前茅，同时海外客户导入工作顺利进行，预计海外市占率将进一步扩大。

目前公司硅碳负极月产吨级产线已经建成，随着市场需求迅猛高增以及公司客户端的验证完成，公司计划在未来大力扩充硅碳负极材料的产能，预计到 2025 年将建成年产 1000 吨的生产线，并进一步拓宽客户基础。

强烈推荐（首次）

中游制造/汽车

目标估值：NA

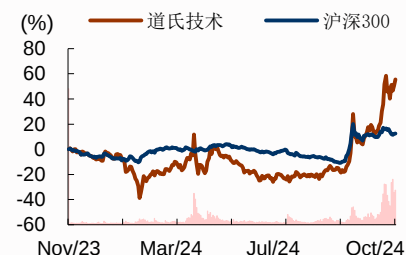
当前股价：16.99 元

基础数据

总股本（百万股）	608
已上市流通股（百万股）	513
总市值（十亿元）	10.3
流通市值（十亿元）	8.7
每股净资产（MRQ）	9.6
ROE（TTM）	2.5
资产负债率	53.8%
主要股东	荣继华
主要股东持股比例	21.21%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	50	64	51
相对表现	48	56	40



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

汪刘胜 S1090511040037

wangls@cmschina.com.cn

陆乾隆 S1090523060001

luqianlong@cmschina.com.cn

□投资建议：公司是新材料研发生产一体化平台型企业，形成了“碳材料+锂电材料+陶瓷材料+战略资源”战略布局，目前各项业务均积极向好，同时积极拓展第三增长曲线固态电池材料，预计 2024、2025、2026 年分别实现归母净利润 2.48、5.97、7.18 亿元，对应 41.7、17.3、14.4 X PE，给予“强烈推荐”投资评级。

□风险提示：1、下游需求不及预期风险；2、汇率风险；3、固态电池业务推进不及预期风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	6862	7296	8215	11107	12817
同比增长	4%	6%	13%	35%	15%
营业利润(百万元)	64	22	326	750	878
同比增长	-90%	-66%	1391%	130%	17%
归母净利润(百万元)	86	(28)	248	597	718
同比增长	-85%	-132%	988%	141%	20%
每股收益(元)	0.14	-0.05	0.41	0.98	1.18
PE	119.8	-370.0	41.7	17.3	14.4
PB	1.9	1.7	1.7	1.5	1.4

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、公司基本情况分析	5
二、基本盘积极向好，布局固态电池材料	12
1、锂电材料：价格筑底，海外客户快速放量	12
2、碳材料：份额提升，结构优化，布局固态电池材料	14
3、战略资源：上下游协同，增厚盈利	17
4、建筑陶瓷：陶瓷墨水行业龙头，盈利稳定	17
三、盈利预测及投资建议	18
1、盈利预测	18
2、投资建议	20
四、风险提示	21

图表目录

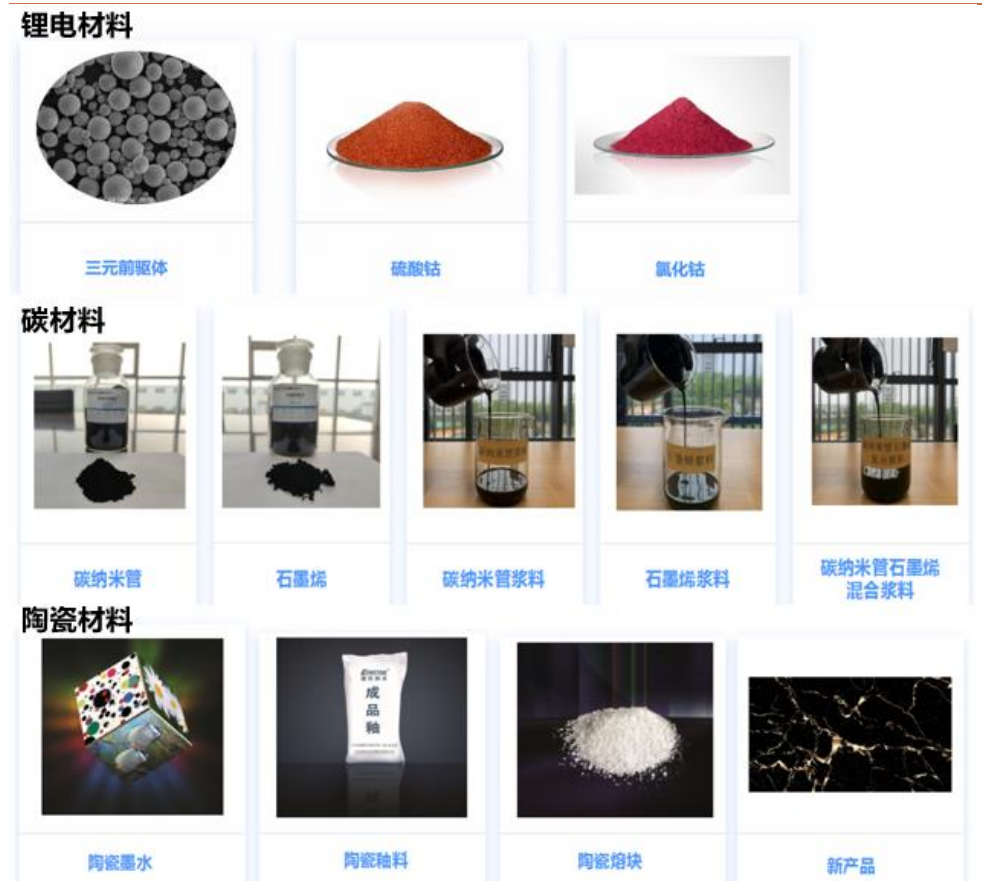
图 1：道氏技术公司核心产品	5
图 2：阶段一：道氏技术营收及净利润（亿元）	6
图 3：阶段一：道氏技术销售毛利率及净利率	6
图 4：阶段二：道氏技术营收及净利润（亿元）	6
图 5：阶段二：道氏技术销售毛利率及净利率	6
图 6：阶段三：道氏技术营收及净利润（亿元）	7
图 7：阶段三：道氏技术销售毛利率及净利率	7
图 8：公司历史沿革	7
图 9：公司股权架构	8
图 10：公司营业收入及同比（亿元）	9
图 11：公司业务结构	9
图 12：公司净利润及同比（亿元）	9
图 13：公司销售毛利率及净利率	9
图 14：公司海内外营收及占比（亿元）	10
图 15：公司海内外销售毛利率	10
图 16：公司全球业务布局	10
图 17：剔除汇兑损益净利润及同比（亿元）	11

图 18: 剔除汇兑损益的净利率	11
图 19: 公司期间费用 (亿元)	11
图 20: 公司期间费用率变化趋势	11
图 21: 公司固定资产及在建工程 (亿元)	12
图 22: 公司资本开支 (亿元)	12
图 23: 三元前驱体产能及出货量	13
图 24: 公司锂电业务收入 (亿元)	14
图 25: 公司锂电业务毛利率 (亿元)	14
图 26: 全球硅基负极材料市场规模.....	14
图 27: 公司导电剂产能及出货量	16
图 28: 公司碳材料业务收入 (亿元)	16
图 29: 公司碳材料业务毛利率 (亿元)	16
图 30: 公司陶瓷业务收入 (亿元)	18
图 31: 公司陶瓷业务毛利率 (亿元)	18
图 32: 道氏技术历史 PE Band	21
图 33: 道氏技术历史 PB Band	21
表 1: 锂电材料业务产品简介	12
表 2: 锂电材料业务分工	12
表 3: 碳材料业务产品简介.....	15
表 4: 碳材料业务各代产品简介	15
表 5: 战略资源业务分工	17
表 6: 战略资源业务产品简介	17
表 7: 公司分业务盈利预测 (亿元)	19
表 8: 公司盈利预测 (亿元)	20
附: 财务预测表	22

一、公司基本情况分析

广东道氏技术股份有限公司（简称：道氏技术；股票代码：300409），于2007年9月创立，2014年12月在深交所上市。经过多年深耕，公司从聚焦陶瓷材料业务转型升级为当前“**碳材料+锂电材料+陶瓷材料+战略资源**”的新材料企业，并以锂电材料产业链和碳材料产业链为主赛道，致力于打造新材料研发生产一体化平台。

图 1：道氏技术公司核心产品



资料来源：公司官网、招商证券

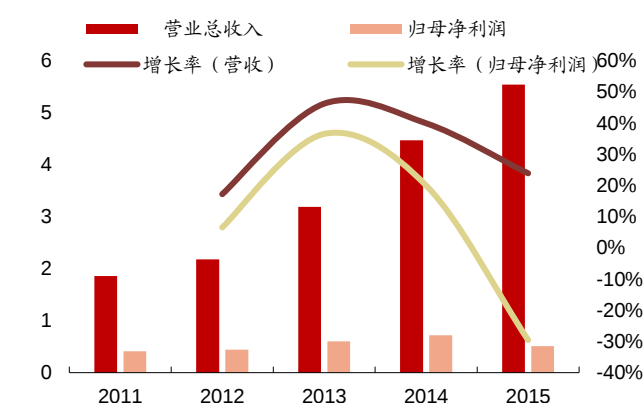
公司发展历程可以归结成以下三个阶段：

阶段一：2007-2015 年。公司业务聚焦于建筑陶瓷领域，主要产品为陶瓷墨水与陶瓷釉料。

道氏技术前身为江门道氏标准制釉股份有限公司，金属釉引领行业风向。随后凭借技术创新，公司率先成为国内有能力批量生产陶瓷墨水的供应商，该技术也保证公司成为国内最大的陶瓷墨水供应商之一。2014 年公司在深圳证券交易所创业板上市，成为中国建陶材料第一股。

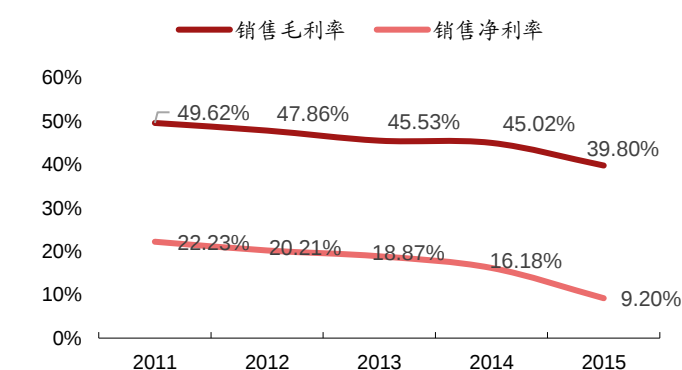
公司核心产品为陶瓷墨水、全抛印刷釉和基础釉。陶瓷墨水是公司业绩增长的重点产品，2015 年陶瓷墨水为公司带来收入 2.28 亿元，占公司营业收入的 41.16%，累计装机 877 台，处于国产陶瓷墨水的第一梯队。

图 2: 阶段一: 道氏技术营收及净利润 (亿元)



资料来源: iFinD、招商证券

图 3: 阶段一: 道氏技术销售毛利率及净利率



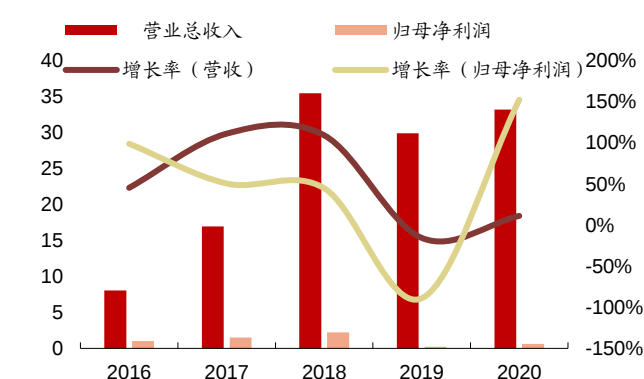
资料来源: iFinD、招商证券

阶段二: 2016-2020 年。公司在深耕陶瓷材料业务的基础上, 积极拓展新能源锂电领域。

面对陶瓷行业整体呈现趋势性下滑以及陶瓷产品价格战持续升温, 管理层决定进军具备高成长性的碳材料与锂电材料领域。道氏技术通过逐步全资控股广东佳纳能源科技有限公司、青岛昊鑫能源科技有限公司及设立兰州格瑞芬碳材料有限公司切入了新能源产业链中电池的正极材料: 三元前驱体、钴盐; 人造负极 (硅基) 以及石墨烯、碳纳米管导电剂等材料领域, 形成了“碳材料+锂电材料+陶瓷材料”的产业布局, 实现了产业链的协同效应和整合优势。在巩固其在传统业务领域的领先地位的同时, 公司不断探索新的盈利增长点。

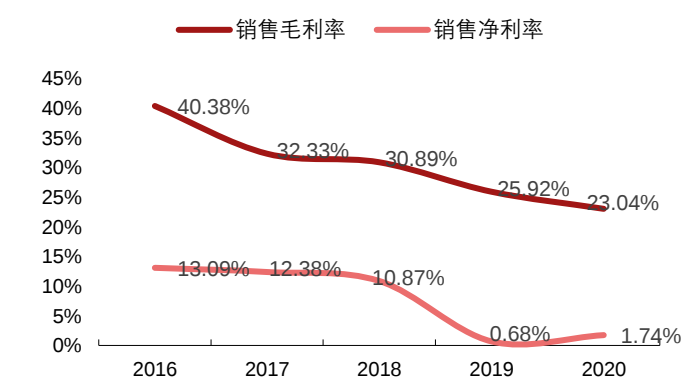
锂电业务逐渐成为营收主力, 随着新能源汽车市场走强以及政策延长补贴期限支持, 叠加阶梯式产品布局助力公司实现订单与收入的双增长, 公司业务呈现季度性向好趋势, 经营成效持续增强, 全年业绩表现卓越, 实现营业收入 33.15 亿元。

图 4: 阶段二: 道氏技术营收及净利润 (亿元)



资料来源: iFinD、招商证券

图 5: 阶段二: 道氏技术销售毛利率及净利率



资料来源: iFinD、招商证券

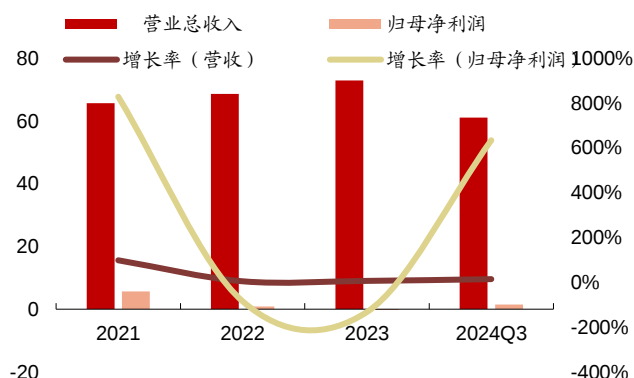
阶段三: 2021 年至今。道氏技术推出五年(2021-2025)发展战略规划

公司正积极拓展镍资源领域, 致力于与能够提供长期稳定合作的战略供应商建立伙伴关系, 构建钴+镍+正极材料前驱体一体化。目前公司已建立“英德+龙南

+芜湖"三大三元前驱体生产基地，并配套钴镍盐产线，三元前驱体产品在市场上取得了突破性进展，积极拓展国际市场业务，已率先融入 POSCO 等国际知名企业的供应链体系，领先同业竞争对手。

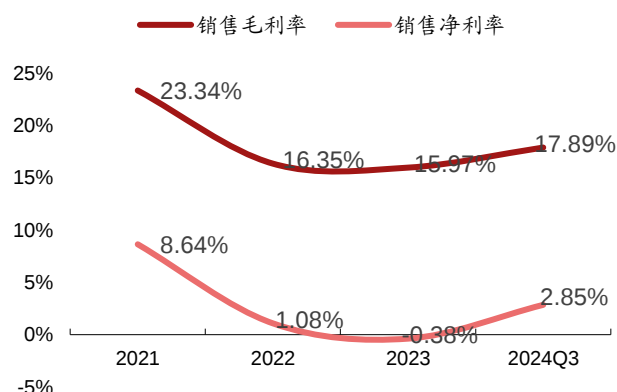
面对国内激烈的竞争环境，公司采取差异化的市场销售策略，致力于拓展国际市场份额，以提升公司的全球市场竞争力，实现基于韩国，辐射欧美的全球化战略布局。2023 年海外业务收入反超国内业务，成为营收主要贡献力量，并且占比持续提升，2024 年上半年实现收入 28.04 亿元，营收占比为 67.81%，基于海外客户导入工作进展顺利，预计后续海外业务仍有巨大的扩容空间。

图 6：阶段三：道氏技术营收及净利润（亿元）



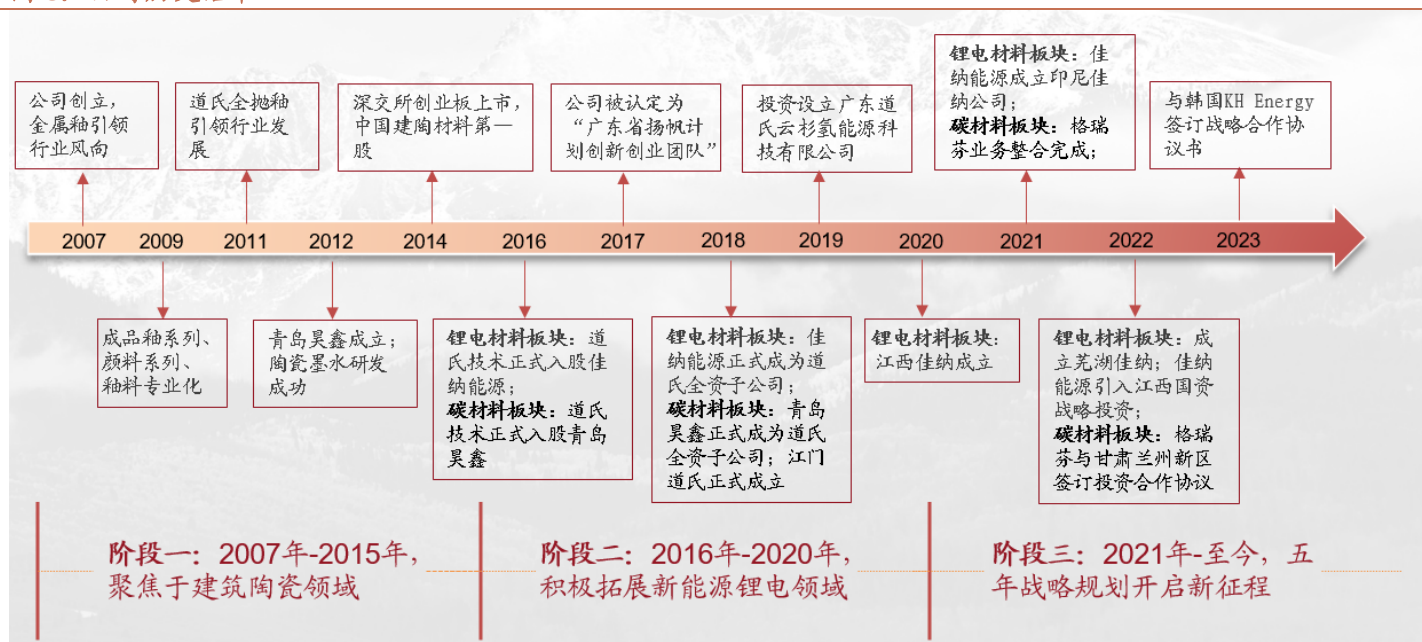
资料来源：iFinD、招商证券

图 7：阶段三：道氏技术销售毛利率及净利率



资料来源：iFinD、招商证券

图 8：公司历史沿革

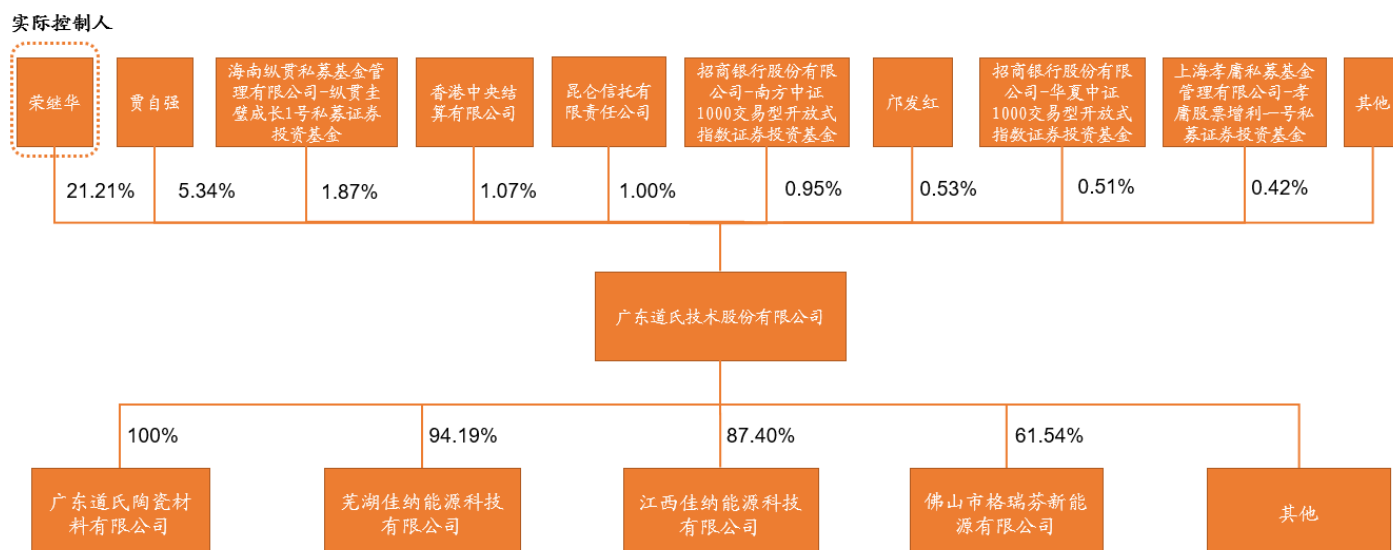


资料来源：iFinD、招商证券

公司股权结构稳定，荣继华为第一大控股股东兼实际控制人，在陶瓷材料领域深耕多年，拥有丰富的研发与管理经验，持股比例为 21.21%。第二大控股股东为贾自强，持股比例为 5.34%。道氏技术在全球范围设有 9 家子公司（其中 7

家为全资子公司）、22 家孙公司、3 家联营企业，共计 34 家参股或控股公司，其中报表合并的有 31 家。其中芜湖佳纳为公司锂电材料业务控股管理平台，佛山市格瑞芬新能源有限公司为公司碳材料业务的经营主体，广东道氏陶瓷材料有限公司为公司陶瓷材料业务主要经营平台，广东佳纳控股子公司 M.J.M SARLU（MJM）和 MINERAL METAL TECHNOLOGY SARL（MMT）负责开展战略资源业务。

图 9：公司股权架构

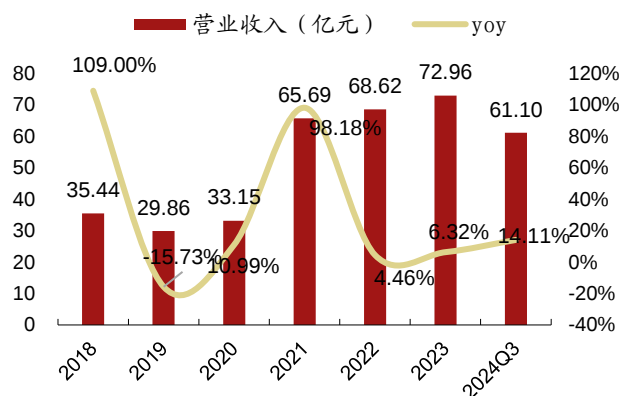


资料来源：iFinD、招商证券

2020-2021 年，新能源汽车市场逐渐回暖，带动公司新能源材料业务收入规模走扩，2021 年营业收入为 65.69 亿元，同比实现大幅增长。然而 2022 年以来，行业出现结构性产能过剩，同业间激烈竞争导致产品价格持续承压，公司收入增速放缓，2023 年公司总营收达到 72.96 亿元，受益于其他业务收入大幅上行，收入规模仍维持增长态势。

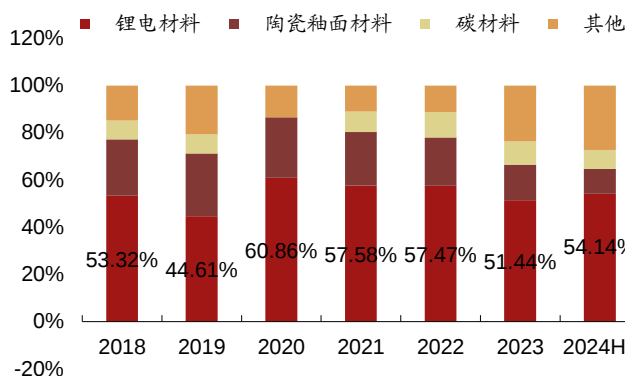
2024 年前三季度，公司实现营收 61.10 亿元，同比+14.11%。增长动能主要来自（1）新能源与碳材料业务走强，公司三元前驱体和阴极铜出货量同比去年有所提升；海外前驱体出货量超 2.5 万吨，同比增长 90%，阴极铜出货超 2.9 万吨，同比增长 46.38%（2）出海业务景气度高企，海外市场出货量持续提升，成为创收主力，预计今年公司海外营收占比将达到 70%；（3）公司铜、钴产品产能释放助推产量抬升，叠加金属铜价格处于上行通道，阴极铜产品量价齐增。

图 10：公司营业收入及同比（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

图 11：公司业务结构

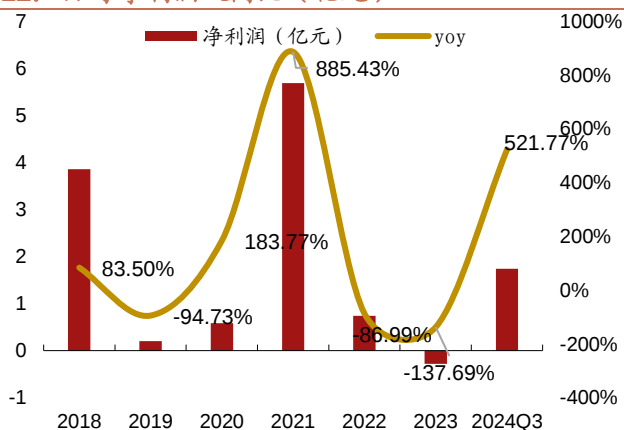


资料来源：iFinD、招商证券

2022 年受产品降价以及大额计提存货跌价损失影响，净利增速转负。2023 年 MMT、兰州格瑞芬、江西佳纳投产运行使得职工薪酬及折旧摊销增加，产能在爬坡阶段时产能利用率较低，导致制造费用有所增加，叠加期间费用与存货减值对利润侵蚀影响，导致年内净利润出现亏损，2023 年公司亏损达 0.28 亿元，同比下滑 137.69%。

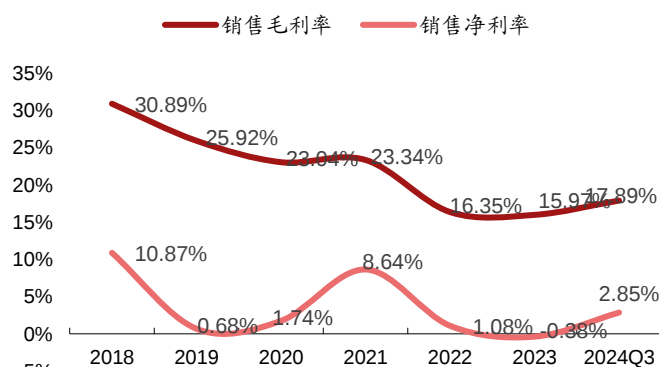
2024 年前三季度公司归母净利润为 1.47 亿元，业绩扭亏，同比提升 633.87%。2024 年毛利率小幅修复，前三季度销售毛利率 17.89%，同比增长 3.09pct，主要得益于战略资源业务表现亮眼，毛利率水平大幅提振；销售净利率同比转正，前三季度销售净利率 2.85%，同比增长 3.62pct。2024 年在营收高增基础上，成本端资产减值损失同比改善，计提存货跌价准备对利润拖累大幅缓解，前三季度公司净利润大幅改善。

图 12：公司净利润及同比（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

图 13：公司销售毛利率及净利率

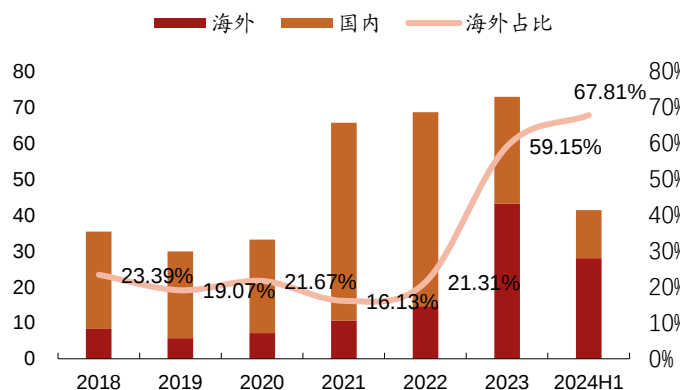


资料来源：iFinD、招商证券

公司各主营业务遍及全球多个地区国家，海外业务收入比重持续走高。截至 2024 年上半年，海外业务占比为 67.81%，2023 年以来出海业务成为营收主力，主要系韩国市场出货大幅增长，非洲阴极铜产能快速释放且盈利能力较好。海外业务毛利率相对较高，2024 年前三季度为 19.47%。国内毛利率边际回升，2024 年提升至 12.71%，后续随着韩国、非洲市场规模优势逐步建立，海外业

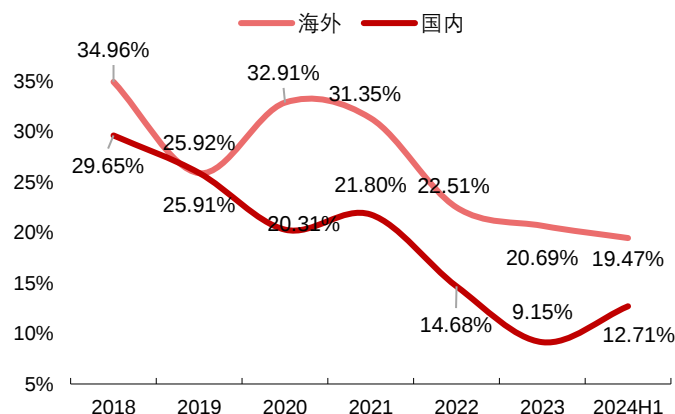
务毛利率有望进一步提升。

图 14: 公司海内外营收及占比 (亿元)



资料来源: iFinD、招商证券

图 15: 公司海内外销售毛利率



资料来源: iFinD、招商证券

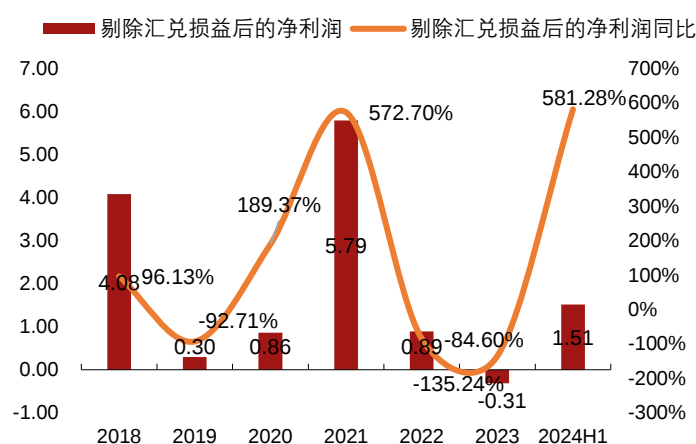
图 16: 公司全球业务布局



资料来源: 公司 ESG 报告、招商证券

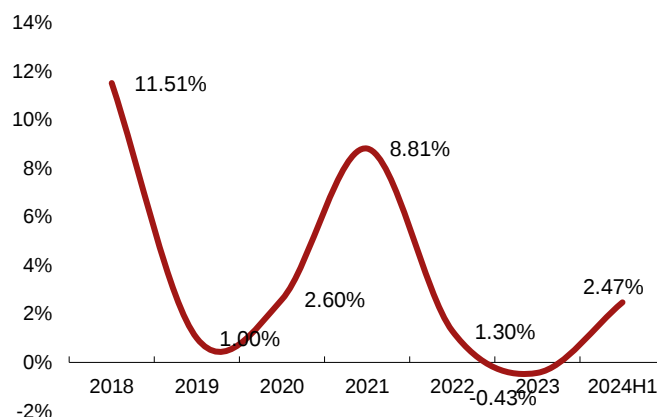
公司海外业务占比持续抬升，汇兑损益对公司利润的影响逐步凸显。在剔除汇兑损益后，2024 上半年公司实现净利润 1.51 亿元，同比+581.28%，2023 年以来汇兑损益对盈利形成正向支撑，2024 年上半年公司经营性净利率为 2.47%，同比+2.91pct。

图 17: 剔除汇兑损益净利润及同比 (亿元)



资料来源: WIND、招商证券

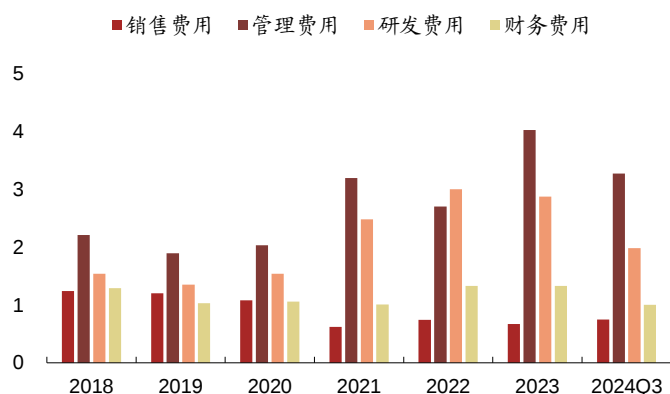
图 18: 剔除汇兑损益的净利率



资料来源: WIND、招商证券

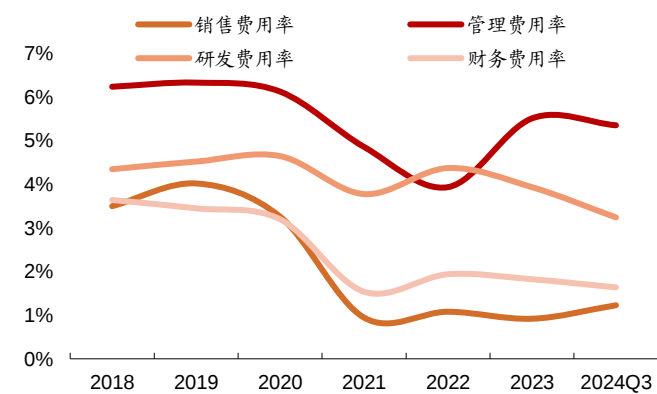
公司期间费用持续增长,近年来期间费用率企稳。公司近两年在研发投入速度有所放缓,2024Q3 研发费用为 1.98 亿元,研发费用率降至 3.24%,处于历史低位。为加大市场推广 2024 年前三季度财务费用率高涨,管理费用与财务费用小幅上浮。

图 19: 公司期间费用 (亿元)



资料来源: iFinD、招商证券

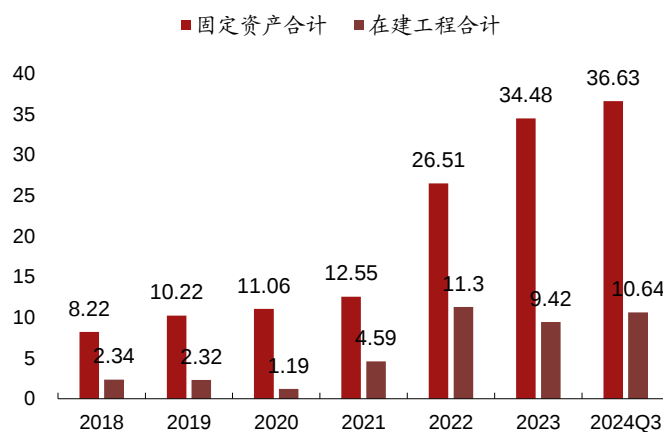
图 20: 公司期间费用率变化趋势



资料来源: iFinD、招商证券

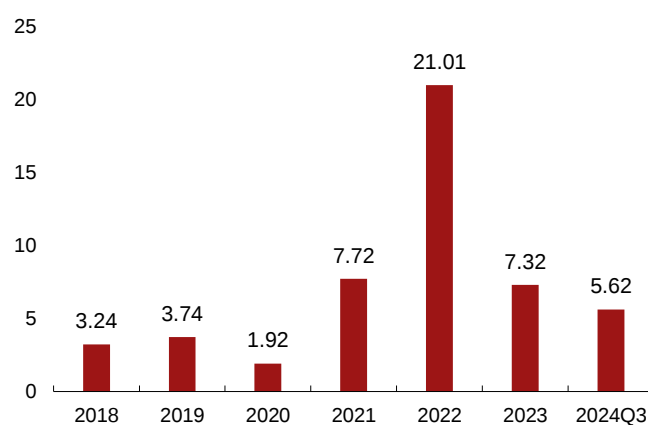
产能建设速度放缓,资本开支力度减弱。2022 年以来,公司资本开支回落,2023 年末固定资产与在建工程涨跌互现,主要系芜湖、江西、刚果、兰州生产基地建设持续投入、部分转固所致。目前公司产能利用率已出现边际回暖。目前公司产能建设稳步推进,刚果(金)基地正在进行技术改造和 MMT 二期项目扩建,芜湖基地 3 万吨三元前驱体产线已具备带料试产的条件,尚处于调试阶段。

图 21：公司固定资产及在建工程（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

图 22：公司资本开支（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

二、基本盘积极向好，布局固态电池材料

1、锂电材料：价格筑底，海外客户快速放量

公司锂电材料产品主要包括三元前驱体及钴盐等。上游主要为钴中间品、镍粉、镍豆、液碱、氢氧化镍钴等原材料生产商，下游行业为三元锂电池正极材料行业。公司通过控股子公司芜湖佳纳作为控股管理平台，统筹旗下各子公司，专注于三元前驱体和钴盐的研发、制造与销售工作，采用以销定产的经营模式，公司锂电材料业务目前主要集中在广东佳纳和江西佳纳，芜湖新能源材料产能仍未完全释放。

表 1：锂电材料业务产品简介

分类	产品名称	主要用途
三元前驱体	三元正极材料前驱体	主要用于生产动力汽车、电动工具、储能系统的电池正极材料
	氯化钴	主要用于油漆催干剂、氨气吸收、干湿指示剂、电镀、陶瓷着色剂、其他钴盐的合成等
钴盐	硫酸钴	主要用于制造锂离子电池三元材料、镍氢电池材料、电镀、陶瓷釉料、油漆催干剂、催化剂、分析试剂、饲料添加剂、轮胎胶粘剂等
	碳酸钴	主要用于生产钴的氧化物、钴盐、化学试剂、以及玻璃、陶瓷等行业的着色颜料

资料来源：公司半年报、招商证券

表 2：锂电材料业务分工

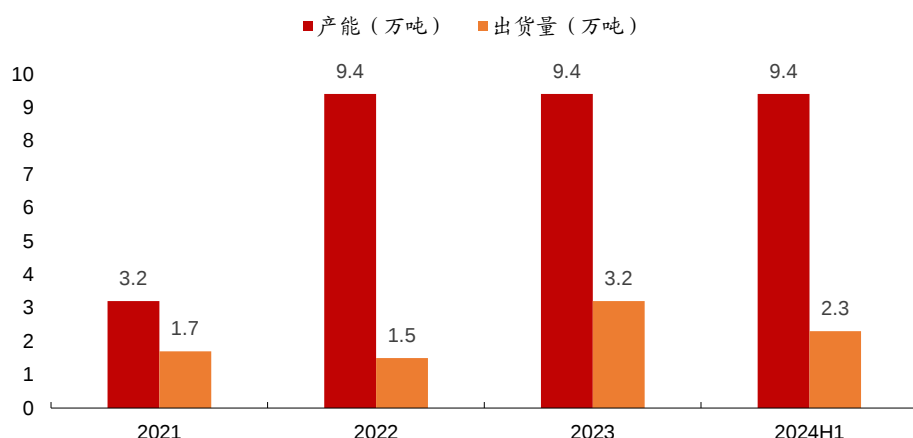
公司名称	业务分工
芜湖佳纳	控股管理平台
广东佳纳	三元前驱体、钴盐、镍盐的研发、生产、销售
江西佳纳	三元前驱体、钴盐、镍盐、废旧锂电池回收再利用的生产
芜湖新能源材料	三元前驱体及镍盐的生产
香港佳纳	海外贸易及投资平台
广东佳纳进出口	海外项目公司采购、出口平台
清远佳致研究院	三元前驱体产品和工艺、固态电池等研发平台

资料来源：公司半年报、招商证券

公司在三元前驱体领域实现战略性市场突破，积极拓展国际市场。公司成功跻身 POSCO 等全球领先企业的供应链，与国内竞争对手形成了明显的竞争优势。国内客户覆盖贝特瑞新材料集团股份有限公司、南通瑞翔新材料有限公司、贵州振华新材料股份有限公司、江门市科恒实业股份有限公司、湖南雅城新材料有限公司、湖南邦普循环科技有限公司等国内知名客户。钴盐产品客户主要有宁德新能源科技有限公司（ATL）、厦门钨业股份有限公司、湖南雅城新材料有限公司、ECOPRO、BHP、CODELCO、嘉能可等国内外知名企业。2023 年，公司与韩国 KHEnergy 签订战略合作协议，在韩国设立合资公司，品牌海外知名度进一步提升。

公司已形成“英德+龙南+芜湖”三大三元前驱体生产基地，并配套钴镍盐产线。其中英德基地三元前驱体产能为 4.4 万吨，龙南基地已形成 5 万吨三元前驱体产能。芜湖基地 3 万吨三元前驱体产线已具备带料试产的条件，尚处于调试阶段。2024 年上半年三元前驱体出口超过 1.8 万吨，同比增长 137%，行业排名前列，同时，配合海外头部客户进行产品导入进展顺利。2022 年公司与 POSCO CHEMICAL CO.,LTD 签订高镍 NCM 前驱体《购买合同》，合同期限为三年（自 2023 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日），得益于该订单签订三元前驱体销售合同持续交付，公司三元前驱体产销量大幅增长。

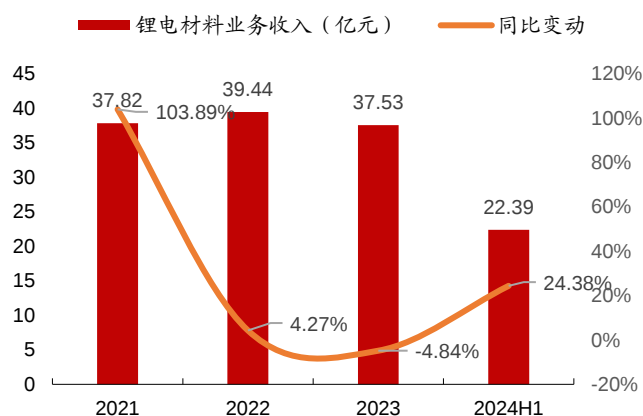
图 23：三元前驱体产能及出货量



资料来源：公司半年报、招商证券

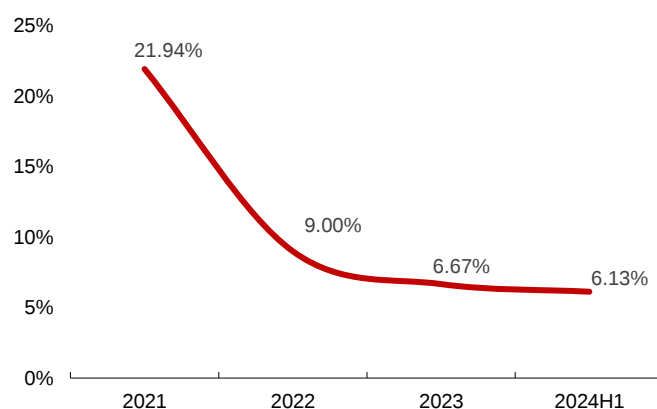
锂电材料业务边际回暖，三元前驱体出货量提升。2021 年受益于新能源行业景气度提升，锂电业务营收高增至 37.82 亿元，同比增长 103.89%，毛利率小幅修复 5.35pct；2022-2023 年，锂电行业出现结构性产能过剩，行业竞争加剧导致公司钴盐及导电剂产品销售价格同比大幅回落，锂电材料业务收入下滑至 37.53 亿元，毛利率大幅下滑至 6.67%，同时由于前期公司采购的钴产品价格相对较高，致使部分结存钴原材料及产成品成本产生减值损失，公司连续两年大幅计提资产减值损失，利润空间大幅缩水。2024 年公司三元前驱体出货量同比提升，叠加出海业务收入增长共振，锂电业务营收同比大幅上涨 24.38%，毛利率边际提升 1.08pct 至 6.13%。

图 24：公司锂电业务收入（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 25：公司锂电业务毛利率



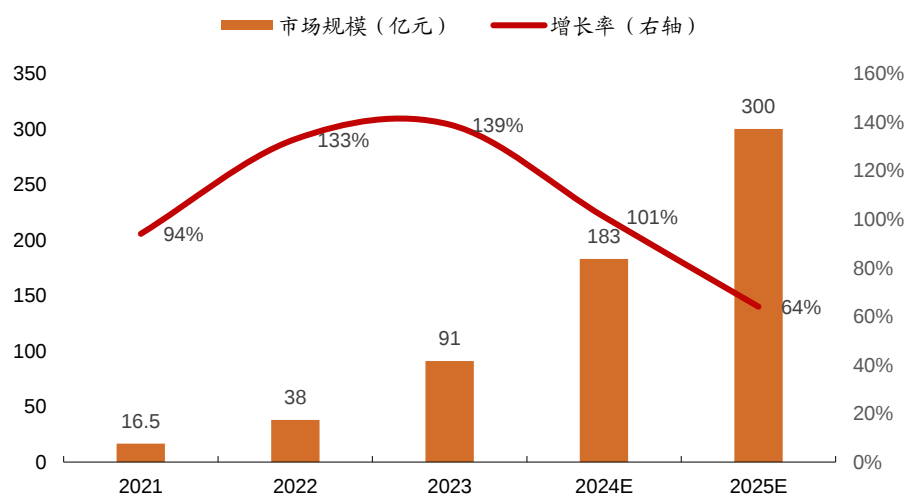
资料来源：公司公告、招商证券

2、碳材料：份额提升，结构优化，布局固态电池材料

固态电池拉动碳纳米管用量提升。2023 年中国锂电池导电剂（折合为粉体）出货 4.6 万吨，同比增长 24%，展望未来，国际市场对碳纳米管的需求有望实现大规模增长，同时国内碳纳米管粉体的出口量也预期将上升，叠加 4680 大圆柱电池、半固态、固态电池等高性能电池的发展，预计将为单壁碳纳米管市场带来强劲的增长动能。

固态电池拉动碳纳米管用量提升。2024Q1-Q3 中国负极材料出货量 149 万吨，同比增长 24%。其中人造石墨、天然石墨材料出货分别为 128 万吨、20.5 万吨。固态及半固态电池对硅碳负极需求量增加，硅基负极渗透率或逐步提升，预计 2025 年全球硅基负极材料整体市场规模有望达 300 亿元。

图 26：全球硅基负极材料市场规模



资料来源：中商产业研究院、招商证券

公司碳材料产品主要为碳纳米管导电剂和石墨烯导电剂、石墨化加工和硅基负极材料，均由旗下控股子公司佛山市格瑞芬新能源有限公司负责运营。公司在

敬请阅读末页的重要说明

碳材料领域构建了完整的导电剂供应链和研发架构，涵盖了催化剂、碳纳米管粉体、高纯粉体、导电浆料以及 NMP 回收等关键环节，完成了催化剂、粉体到浆料的垂直整合，基本实现了粉体 100% 自供，一体化战略布局不仅优化了成本控制，也加强了公司在导电剂领域的市场竞争力。

表 3: 碳材料业务产品简介

分类	产品名称	主要用途
导电剂	碳纳米管导电剂	主要用于镍钴锰三元动力电池正极、硅基负极
	石墨烯导电剂	主要用于铁锂动力和储能电池
负极材料 (部分产线建成投产)	石墨负极	应用于制造动力电池、消费电子电池和储能电池
	硅基负极	

资料来源：公司公告、招商证券

公司单壁碳纳米管产品性能出色，订单将于后续逐步释放。由于单壁碳纳米管是硅碳负极规模化应用所必需的核心材料，公司大力发展单壁碳纳米管的研发制备工作，目前公司单壁碳纳米管项目已有客户验证通过。公司生产的单壁碳纳米管粉体在纯度、比表、GD 值等关键性能指标上与国际同类产品媲美，甚至在杂质金属元素含量等特定参数上超越了进口产品。在单壁碳纳米管浆料领域，公司自主研发的分散剂技术，在粘度和固含量等指标上亦展现出优于进口产品的卓越性能。

表 4: 碳材料业务各代产品简介

代系	产品名称	量产时间	产品特点	重点应用产品
第一代	石墨烯导电浆料 G8 系	2015 年	石墨烯层数为 8 层，片径为 10um,具有优异的导电性和加工性能	磷酸铁锂正极
第二代	碳管复配石墨烯导电浆料 G6 系	2016 年	石墨烯层数为 6-8 层，片径为 5-10um，与碳纳米管复配形成面-线多维导电网络，降低内阻同时可以改善锂离子电池倍率性能	磷酸铁锂正极
第三代	高纯高导电性细管径导电浆料 NS-7 系	2017 年	碳管直径为 5-15nm，具有优异的导电性，在三元以及钴酸锂正极中使用，可以明显降低电池内阻	三元正极和磷酸铁锂正极
第四代	细管径薄壁碳管 NS-6 系	2020 年	碳管直径 3-6nm，长度为 10-50um,管壁壁数为 3-5 层，具有接近单壁碳纳米管的导电性，单独或复配使用均能使导电剂的添加量降低 30%-50%	三元正极和磷酸铁锂正极
第五代	单壁碳纳米管	已有客户验证通过	直径 1-3nm,长度 $\geq 50 \mu m$ ，比表面积 $\geq 800m^2/g$ ，纯度 $\geq 98.5\%$	正极材料、硅碳负极

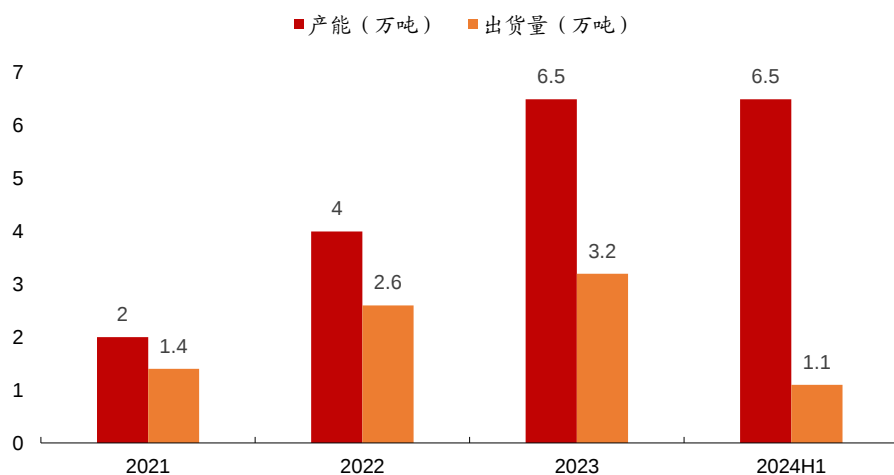
资料来源：公司半年报、招商证券

碳材料业务获客户高度认可，市场份额或将进一步走扩。在碳材料行业，公司凭借卓越的产品品质和技术创新，赢得了比亚迪股份有限公司、宁德时代新能源科技股份有限公司、中创新航科技股份有限公司、珠海冠宇电池股份有限公司、孚能科技（赣州）股份有限公司、浙江南都电源动力股份有限公司、瑞浦兰钧能源股份有限公司、天津力神电池股份有限公司等业界主流企业的青睐，不仅印证了公司在碳材料领域的领先地位，也彰显了产品的市场竞争力。在 2023 年，公司的导电剂产品市场份额在行业内名列前茅，同时海外客户导入工作顺利进行，预计海外市占率将进一步扩大。

公司稳步推进产能建设，硅碳负极材料仍有较大扩产需求。目前，公司已形成“青岛+江门（古井和恩平）+龙南”三大导电剂生产基地，合计拥有 6.5 万吨浆料的年产能，其中青岛基地导电浆料产能为 2 万吨，江门基地通过产能扩张，已扩产至 4.5 万吨导电浆料产能。兰州基地的负极材料石墨化生产线年产可达 2

万吨，现已全面投产，目前公司硅碳负极月产吨级产线已经建成，随着市场需求迅猛高增以及公司客户端的验证完成，公司计划在未来大力扩充硅碳负极材料的产能，预计到 2025 年将建成年产 1000 吨的生产线，并进一步拓宽客户基础。

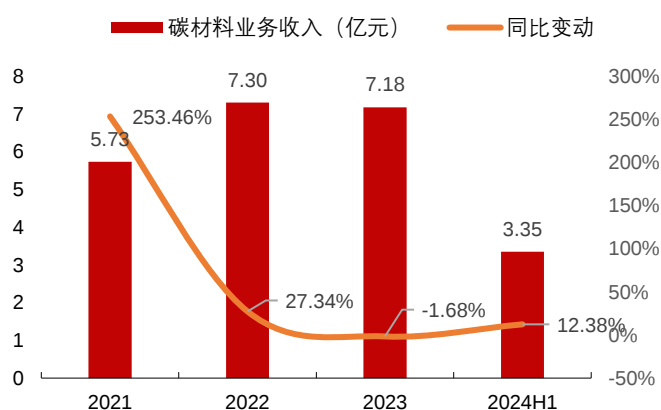
图 27：公司导电剂产能及出货量



资料来源：公司公告、招商证券

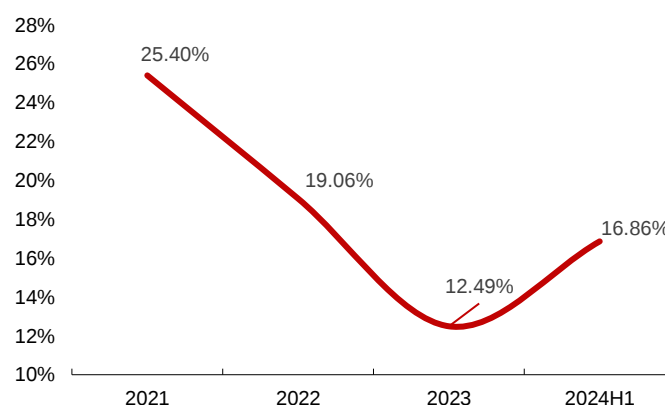
碳材料业务客户渠道拓展推动盈利能力实现修复。2021 年动力电池需求攀升，带动碳材料业务营收大幅增长，营业收入上升至 5.73 亿元，同比增长 253.46%，同时受益于全供应链的规模优势，毛利率抬升 10.93pct；2022 年虽然营收维持增长态势，但增速回落，同时受碳纳米管导电剂与石墨烯导电剂销售均价下降影响，毛利率下滑 6.34pct；2023 年行业竞争加剧导致碳材料业务创收承压，同比下降 1.68pct，受开工率不足与产品降价双重影响，毛利率继续下行。2024 年上半年公司拓展新增的核心客户取得成效，营业收入同比增长 12.38% 至 3.35 亿元，毛利率提升 5.54pct 至 16.86%。

图 28：公司碳材料业务收入（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 29：公司碳材料业务毛利率（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

3、战略资源：上下游协同，增厚盈利

公司积极配置铜、钴、镍战略资源。中国作为最大的精炼铜消费国，海外矿石资源的高度依赖，国际矿业企业在资源定价权上占据主导。公司在战略资源领域进行了前瞻性布局，主要为铜、钴、镍等关键金属资源，当前业务重心在于矿石冶炼与开采，核心产品包括阴极铜及钴中间产品。

表 5：战略资源业务分工

公司名称	主要用途
MJM	阴极铜的生产与销售
MMT	阴极铜、钴中间品的生产与销售

资料来源：公司公告、招商证券

公司的战略资源业务板块深度依托于非洲刚果（金）的 MJM 与 MMT 两大基地。该地区作为全球电池级钴的最大的钴资源聚集地以及主要产地，其产量占据全球总产量的 60% 以上，拥有超过四成的钴资源，同时位居世界第二大铜生产国之列，鉴于我国在铜钴资源上的相对匮乏，钴资源储量不足全球的 2%，公司在刚果（金）的战略布局旨在优化钴铜资源的配置。2021 年，公司通过增资方式新建 MMT 基地，叠加 MJM 在湿法炼铜领域十年以上的深耕经验，公司完成了对钴中间品和阴极铜产能的战略布局，阴极铜客户主要有 TRAXYS 和 SAMSUNG 等国际优质企业。

表 6：战略资源业务产品简介

分类	产品名称	主要用途
铜产品	阴极铜	广泛应用于电气、电子、机械制造、建筑、国防等工业领域
钴中间品	粗制氢氧化钴、硫化钴等	进一步加工制成硫酸钴和氯化钴成品

资料来源：公司公告、招商证券

阴极铜与钴中间品放量增长，量价上涨助力业绩回升。截至 2024 年上半年，公司刚果（金）基地阴极铜产能为 3.8 万吨，钴中间品总产能为 0.3 万吨，其中 MMT 铜钴湿法项目一期设计阴极铜产能为年产 2 万吨，MMT 铜钴湿法项目一期工程原设计年产阴极铜 2 万吨，得益于工艺技术的持续优化，实际产能已提升至年产 2.6 万吨；MJM 阴极铜产能为年产 1.2 万吨。非洲刚果（金）阴极铜产量 19,674 吨，较去年同期增长约 61%；钴中间品产量 793 吨金属量，同比高增约 510%，随着金属铜市场价格向好，产销量均有明显的提升。

4、建筑陶瓷：陶瓷墨水行业龙头，盈利稳定

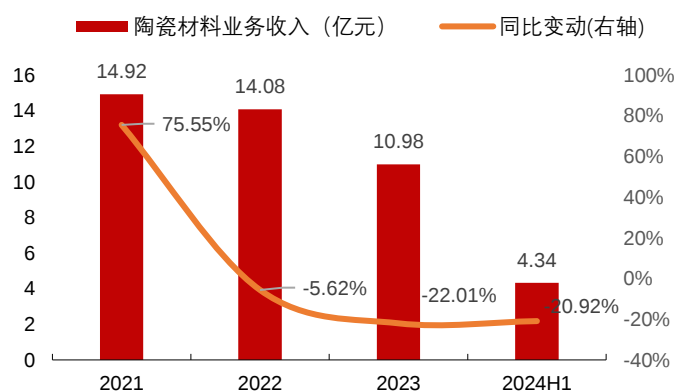
公司陶瓷材料产品主要包括陶瓷墨水和陶瓷釉料。公司陶瓷材料业务的上游主要涵盖长石、石灰石和高岭土等矿山开采行业，以及氧化锆、氧化锆和氧化锌等化工产品的生产。下游为建筑陶瓷行业，公司陶瓷釉料产品客户主要为瓷质釉面砖制造企业。此外，公司的陶瓷墨水产品拥有广泛的客户基础，不仅覆盖瓷质釉面砖企业，还包括外墙砖和瓷片生产领域。陶瓷材料业务涵盖了陶瓷原材料研发、产品设计、生产技术服务、市场营销信息服务等领域，是国内唯一

的陶瓷产品全业务链服务提供商，也是国内唯一的全品类釉面材料上市公司，公司陶瓷材料业务主要由子公司广东道氏陶瓷材料有限公司为主体开展。

作为公司的传统优势领域，陶瓷材料业务已构建起稳固的客户基础。下游客户涵盖了包括广东东鹏控股股份有限公司、马可波罗控股股份有限公司、新明珠集团股份有限公司、广东金意陶陶瓷集团有限公司在内的多家知名陶瓷企业，与公司建立深度战略合作关系。在巩固国内高端战略客户关系的同时，公司积极开拓国际市场，在非洲、俄罗斯、秘鲁、墨西哥等地区拓展业务渠道，挖掘海外市场增量取得一定进展。展望未来，公司将继续强化全球销售网络的建设，提升公司的国际市场竞争力。

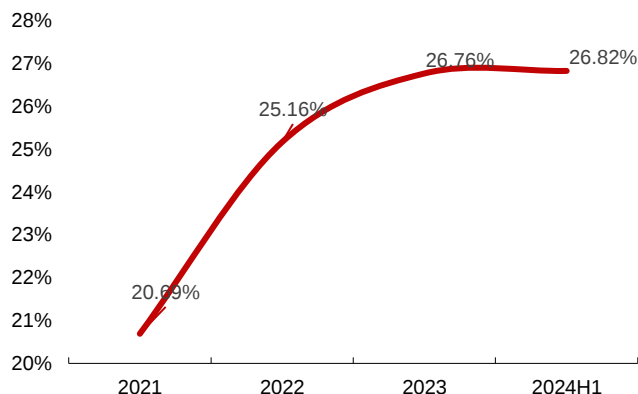
陶瓷业务营收规模阶段性承压，盈利能力持续提升。受地产行业施工面积下降影响，建筑陶瓷需求走弱，自 2022 年起业务收入规模持续收窄，2024 年上半年陶瓷材料业务创收 4.34 亿元，同比下滑 20.92pct。毛利率处于回升通道，盈利能力却逐步回暖，2022 年得益于产品升级陶瓷墨水提价，毛利率小幅上升 4.47pct 至 25.16%；2023 年受氧化钴、氧化锌和氧化铝等上游原材料采购均价同比下降影响，毛利率提升至 26.76%，并且在 2024 年上半年企稳于 26.82%。

图 30：公司陶瓷业务收入（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 31：公司陶瓷业务毛利率（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

三、盈利预测及投资建议

1、盈利预测

锂电材料：我们预计 2024、2025、2026 年，分别实现营收 39.38、58.30、67.10 亿元，毛利率分别为 9.0%、10.0%、10.0%，目前行业价格已经见底，随着后续海外业务的快速拓展，公司产能利用率也将逐步提升。

碳材料：我们预计 2024、2025、2026 年，分别实现营收 8.60、12.24、14.58 亿元，毛利率分别为 17.0%、18.0%、18.0%，目前产品价格稳定，客户和产品结构优化，硅碳负极和碳纳米管，蓄力固态电池。

陶瓷材料：我们预计 2024、2025、2026 年，分别实现营收 7.75、7.50、7.50 亿元，毛利率分别为 26.0%、26.8%、26.8%，该产品下游需求受到房地产压

抑，但是公司作为行业龙头议价能力凸显，毛利率也在逐步提升，因此该业务将基本保持平稳。

战略资源材料：我们预计 2024、2025、2026 年，分别实现营收 26.40、33.00、39.00 亿元，毛利率分别为 30.0%、30.0%、30.0%，该板块业务需求较为旺盛，今年上半年同产品涨价，盈利情况较好。

2024、2025、2026 年，公司合计营收预计分别为 82.13、111.04、128.18 亿元，yoy 分别为+12.60%、+35.2%、+15.4%。毛利率分别为 18.3%、18.0%、18.0%。业绩增长动能主要为：（1）下游电动车需求依旧旺盛；（2）锂电材料库存消耗殆尽，产能利用率提升，海外业务需求较好、产品价格提升；（3）碳材料产品价格稳定，市场份额提升，产品结构优化；（4）陶瓷材料保持稳定，盈利较为稳定；（5）战略资源材料铜产品需求旺盛，产能利用率较高，公司积极扩产，预计后续有较好盈利。

表 7：公司分业务盈利预测（亿元）

	收入（亿元）	毛利率	产能（吨）	产量（吨）	销量（吨）	产能利用率	产销率	均价（万元/吨）
锂电材料								
2022	39.44	9.00%	114,000	27,127	24,146	23.8%	89.0%	16.33
2023	37.53	6.67%	137,000	36,630	36,159	26.7%	98.7%	10.38
2024H1	22.39	6.13%	130,000	32,984	25000	50.7%	75.8%	8.95
2024E	39.38	9.00%	130,000	38,500	37500	29.6%	97.4%	10.50
2025E	58.30	10.00%	130,000	54,000	53000	41.5%	98.1%	11.00
2026E	67.10	10.00%	130,000	61,500	61000	47.3%	99.2%	11.00
碳材料								
2022	7.30	19.06%	40,000	24,130	24,781	60.3%	102.7%	2.95
2023	7.18	12.49%	85,000	41,868	40,702	49.3%	97.2%	1.76
2024H1	3.35	16.86%	85,000	39,183	37000	92.2%	94.4%	1.70
2024E	8.60	17.00%	95,000	49,200	47800	51.8%	97.2%	1.80
2025E	12.24	18.00%	95,000	69,500	68000	73.2%	97.8%	1.80
2026E	14.58	18.00%	95,000	81,500	81000	85.8%	99.4%	1.80
陶瓷材料								
2022	14.08	25.16%	440,000	323,086	337,624	73.4%	104.5%	0.42
2023	10.98	26.76%	440,000	208,507	218,885	47.4%	105.0%	0.50
2024H1	4.34	26.82%	440,000	64,737	66000	29.4%	102.0%	0.50
2024E	7.75	26.80%	440,000	150,000	155000	34.1%	103.3%	0.50
2025E	7.50	26.80%	440,000	150,000	150000	34.1%	100.0%	0.50
2026E	7.50	26.80%	440,000	150,000	150000	34.1%	100.0%	0.50
战略资源材料								
2022	7.80	35.11%	32,000	13,454	13,568	42.0%	100.8%	5.75
2023	17.27	30.78%	32,000	30,937	31,124	96.7%	100.6%	5.55
2024H1	11.28	35.91%	38,000	19,675	18000	103.6%	91.5%	6.60
2024E	26.40	30.00%	39,500	39500	40000	100.0%	101.3%	6.60
2025E	33.00	30.00%	57,500	57500	55000	100.0%	95.7%	6.00
2026E	39.00	30.00%	67,500	65000	65000	96.3%	100.0%	6.00

资料来源：WIND、招商证券

表 8：公司盈利预测（亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	65.69	68.62	72.96	82.13	111.04	128.18
yoy	98.18%	4.46%	6.32%	12.60%	35.20%	15.40%
毛利率	23.3%	16.4%	16.0%	18.3%	18.0%	18.0%

资料来源：WIND、招商证券

2、投资建议

公司致力于打造新材料研发生产一体化平台，积极布局固态电池。

公司是建筑陶瓷材料行业的龙头企业，近年来积极布局新能源赛道，目前已全面升级为“碳材料+锂电材料+陶瓷材料+战略资源”的新材料企业。碳材料业务和锂电材料业务已经成为公司核心业务，海外市场开拓取得成果，已经实现了基于韩国，辐射欧美的全球化战略布局。

公司成立了固态电池研究院，聚焦固态电池领域，通过整合现有单壁碳纳米管、硅基负极、高镍三元前驱体、富锂锰基前驱体、石墨负极等材料，以及固态电解质的研究成果，形成固态电池材料的整体解决方案。同时，公司为探索 AI+ 材料的运用，与湖南培森刘杰教授团队建立战略合作关系，推动人工智能技术在新能源材料领域的应用，提升公司在研发、生产制造等环节的竞争力。

2024 年前三季度，公司实现营收 61.10 亿元，同比+14.11%，归母净利润为 1.47 亿元，同比提升 633.87%，主要受益于公司三元前驱体出货量提升，铜、钴产品产能释放量价齐升。

锂电材料：价格筑底，产能利用率逐步提升，海外客户快速放量。

公司锂电产品有三元正极材料前驱体、氯化钴、硫酸钴、碳酸钴。公司成功跻身 POSCO 等全球领先企业的供应链，与国内竞争对手形成了明显的竞争优势。前驱体国内客户覆盖贝特瑞、瑞翔新材料、振华新材料、科恒实业、湖南雅城、邦普循环等头部三元正极企业。钴盐覆盖 ATL、厦门钨业、湖南雅城等头部企业。

公司海外收入主要由前驱体贡献，2023 年海外业务收入反超国内业务，成为营收主要贡献力量，并且占比持续提升，2024 年上半年实现收入 28.04 亿元，营收占比为 67.81%，基于海外客户导入工作进展顺利，预计后续海外业务仍有巨大的扩容空间。

碳材料：份额提升，产品和客户结构优化，布局固态电池。

公司碳材料产品主要为碳纳米管导电剂和石墨烯导电剂、石墨化加工和硅基负极材料，其中碳纳米管导电剂、硅基负极材料为固态电池的增量材料。公司单壁碳纳米管产品性能出色，订单将于后续逐步释放。客户主要覆盖比亚迪、宁德时代、中创新航、珠海冠宇等头部电池企业。在 2023 年，公司的导电剂产品市场份额在行业内名列前茅，同时海外客户导入工作顺利进行，预计海外市占率将进一步扩大。

目前公司硅碳负极月产吨级产线已经建成，随着市场需求迅猛高增以及公司客户端的验证完成，公司计划在未来大力扩充硅碳负极材料的产能，预计到 2025 年将建成年产 1000 吨的生产线，并进一步拓宽客户基础。

投资建议：公司是新材料研发生产一体化平台型企业，形成了“碳材料+锂电材料+陶瓷材料+战略资源”战略布局，目前各项业务均积极向好，同时积极拓展第三增长曲线固态电池材料，预计 2024、2025、2026 年分别实现归母净利润 2.48、5.97、7.18 亿元，对应 41.7、17.3、14.4 X PE，给予“强烈推荐”投资评级。

四、风险提示

1、下游需求不及预期风险

公司产品下游主要是乘用车市场，可能存在乘用车销量不及预期而影响公司营收的情况。

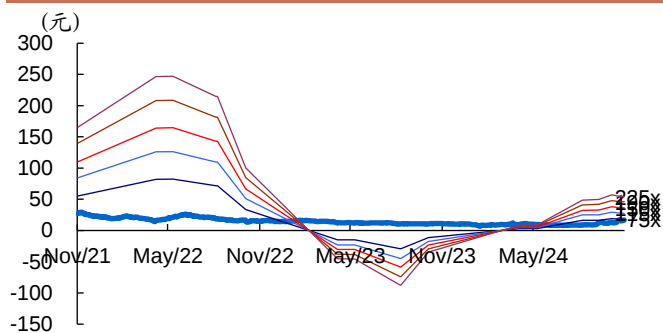
2、汇率风险

目前公司海外营收占比较大，且海外业务还在快速拓展，因此可能存在汇兑损益影响公司盈利的情况。

3、固态电池业务推进不及预期风险

虽然固态电池是较为确定的下一代电池技术路径，但是仍存在较多技术难点有待攻克，因此下游放量仍有一定不确定性。

图 32：道氏技术历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 33：道氏技术历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6371	8761	8198	8696	9156
现金	1538	4203	3129	1831	1234
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	250	211	237	321	370
应收款项	1603	1421	1600	2164	2497
其它应收款	71	74	84	113	130
存货	2146	1835	2009	2727	3147
其他	763	1017	1139	1541	1778
非流动资产	5332	6108	6701	7219	7671
长期股权投资	79	69	69	69	69
固定资产	2651	3448	4142	4751	5285
无形资产商誉	1011	1000	900	810	729
其他	1591	1591	1590	1589	1588
资产总计	11703	14869	14899	15915	16827
流动负债	4180	4198	4072	4613	4930
短期借款	2210	2309	2309	2309	2309
应付账款	1425	1154	1263	1714	1978
预收账款	30	30	33	45	52
其他	515	705	466	545	591
长期负债	1149	3571	3571	3571	3571
长期借款	977	1119	1119	1119	1119
其他	172	2452	2452	2452	2452
负债合计	5329	7769	7643	8184	8501
股本	581	582	608	608	608
资本公积金	3591	4248	4248	4248	4248
留存收益	1239	1198	1330	1805	2402
少数股东权益	962	1072	1072	1070	1069
归属于母公司所有者	5412	6028	6185	6661	7257
负债及权益合计	11703	14869	14899	15915	16827

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(77)	327	487	(29)	661
净利润	74	(28)	247	596	716
折旧摊销	205	351	530	606	672
财务费用	82	160	130	80	70
投资收益	12	17	(43)	(60)	(60)
营运资金变动	(386)	(142)	(383)	(1265)	(747)
其它	(65)	(31)	7	14	9
投资活动现金流	(2089)	(872)	(1083)	(1066)	(1066)
资本支出	(2101)	(732)	(1126)	(1126)	(1126)
其他投资	12	(140)	43	60	60
筹资活动现金流	2553	3247	(478)	(202)	(192)
借款变动	1844	470	(258)	0	0
普通股增加	2	0	26	0	0
资本公积增加	852	657	0	0	0
股利分配	(29)	(29)	(116)	(122)	(122)
其他	(117)	2149	(130)	(80)	(70)
现金净增加额	386	2701	(1074)	(1297)	(597)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6862	7296	8215	11107	12817
营业成本	5740	6130	6712	9107	10510
营业税金及附加	66	144	162	219	253
营业费用	74	67	115	122	141
管理费用	270	402	444	444	513
研发费用	300	287	370	444	513
财务费用	133	133	130	80	70
资产减值损失	(241)	(152)	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0	0
其他收益	38	58	60	60	60
投资收益	(12)	(17)	(17)	0	0
营业利润	64	22	326	750	878
营业外收入	5	3	3	3	3
营业外支出	13	7	7	7	7
利润总额	56	18	322	745	874
所得税	(18)	45	75	149	157
少数股东损益	(12)	0	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利	86	(28)	248	597	718

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	4%	6%	13%	35%	15%
营业利润	-90%	-66%	1391%	130%	17%
归母净利润	-85%	-132%	-988%	141%	20%
获利能力					
毛利率	16.4%	16.0%	18.3%	18.0%	18.0%
净利率	1.3%	-0.4%	3.0%	5.4%	5.6%
ROE	1.7%	-0.5%	4.1%	9.3%	10.3%
ROIC	3.1%	-0.5%	3.3%	6.1%	6.8%
偿债能力					
资产负债率	45.5%	52.2%	51.3%	51.4%	50.5%
净负债比率	29.3%	24.8%	23.0%	21.5%	20.4%
流动比率	1.5	2.1	2.0	1.9	1.9
速动比率	1.0	1.6	1.5	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.7	0.8
存货周转率	3.0	3.1	3.5	3.8	3.6
应收账款周转率	3.7	4.2	4.7	5.1	4.8
应付账款周转率	4.8	4.8	5.6	6.1	5.7
每股资料(元)					
EPS	0.14	-0.05	0.41	0.98	1.18
每股经营净现	-0.13	0.54	0.80	-0.05	1.09
每股净资产	8.91	9.92	10.18	10.96	11.95
每股股利	0.05	0.19	0.20	0.20	1.30
估值比率					
PE	119.8	-370.0	41.7	17.3	14.4
PB	1.9	1.7	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	41.3	32.8	16.1	11.1	9.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。