

2023年05月05日

振华新材 (688707.SH)

公司快报

业绩符合预期，客户结构优秀

投资要点

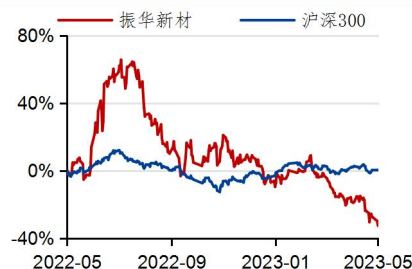
- ◆ **事件：**振华新材发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 实现营收 139.36 亿元、同比+152.69%，归母净利润 12.72 亿元、同比+208.36%，扣非归母净利润 12.47 亿元、同比+209.55%。2023Q1 营业收入 20.06 亿元、同比-22.21%、环比-50.24%，归母净利润 0.71 亿元、同比-79.37%、环比-73.45%，扣非归母净利润 0.72 亿元、同比-78.85%、环比-72.13%。
- ◆ **三元正极材料销量大幅增长推动公司业绩增长。**2022 营收增幅较大主要系新能源汽车动力电池市场快速增长，下游客户对正极材料需求旺盛，公司正极材料销量及收入实现同比大幅增长。分产品看营业收入，三元正极材料营收 135.33 亿元、同比+158.02%、占营业收入 97.11%，主要系动力电池需求增长；复合三元及其他营收 2.09 亿元、同比+1.00%、占营业收入 1.50%；钴酸锂营收 0.46 亿元、同比+77.60%、占营业收入 0.33%。2022 年，公司三元正极材料全年销售量 4.44 万吨，单吨售价 30.48 万元/吨，同比+92%，单吨毛利约 4 万元/吨，同比+73%。2023Q1 营业收入 20.06 亿元、同比-22.21%，环比-50.24%，主要系上游锂盐市场价格下滑较快，下游客户为优化存货结构，相应调整正极材料采购节奏，公司产品销量下降所致。2023Q1 净利润下滑较多，主要系销量减少，导致单位产品分摊的人工及制造费用有所上升；以及上游锂盐市场价格大幅下滑，报告期末计提相应存货跌价准备所致。
- ◆ **整体业绩符合预期。**2022 公司毛利率为 13.68%、同比-0.91pct；扣非归母净利率 8.95%、同比+1.64pct。公司销售费用率 0.08%、同比-0.24pct，管理费用率 0.55%、同比-0.73pct，财务费用率 0.70%、同比-0.72pct，主要系公司费用管控能力及经营效率较强所致。报告期内公司研发投入 2.51 亿元、同比+67.93%，主要系公司持续进行研发投入和新产品开发，研发费用率 1.80%、同比-0.91pct。2023Q1，公司毛利率为 9.96%、同比-9.08pct、环比+0.02pct，扣非归母净利率 3.57%、同比-9.55pct、环比-2.80pct。公司销售费用率 0.13%、同比+0.01pct、环比+0.07pct，管理费用率 1.01%、同比+0.34pct、环比+0.46pct，财务费用率 0.96%、同比+0.20pct、环比+0.35pct，研发费用率 1.86%、同比-0.51pct、环比+0.44pct。
- ◆ **维持稳定优质客户资源。**自 2004 年开始，公司凭借可靠的产品质量陆续进入国内知名锂离子电池生产企业供应链，并形成长期稳定合作关系。通过长期的紧密合作，公司已成为宁德时代、孚能科技、新能源科技 (ATL)、多氟多、天津力神、珠海冠宇、微宏动力等国内电池生产企业的正极材料供应商。2022 年度前五名客户销售额 132.9 亿元，占年度销售总额 95.36%，公司第一大客户销售额占年度销售总额 77.29%。
- ◆ **投资建议：**公司钠电池正极材料出货累积数十吨，与头部电芯客户达成全面深度的合作关系，并已布局相应的专利，为后续钠电正极材料业务的发展奠定坚实基础。

 投资评级 **买入-B(首次)**
 股价(2023-05-05) 32.60 元

交易数据

总市值 (百万元)	14,439.67
流通市值 (百万元)	9,214.33
总股本 (百万股)	442.93
流通股本 (百万股)	282.65
12 个月价格区间	78.30/34.38

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.24	-29.44	-36.15
绝对收益	-17.34	-32.45	-36.13

 分析师 **张文臣**
 SAC 执业证书编号：S0910523020004
 zhangwenchen@huajinsec.cn

 分析师 **顾华昊**
 SAC 执业证书编号：S0910523020002
 guhuahao@huajinsec.cn

 报告联系人 **申文雯**
 shenwenwen@huajinsec.cn

 报告联系人 **乔春绒**
 qiaochunrong@huajinsec.cn

相关报告



我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.5 亿元、11.1 亿元和 15.1 亿元，对应的 PE 分别是 17、13、10 倍，首次覆盖，给予“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**新能源汽车销量不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,515	13,936	14,652	17,162	21,953
YoY(%)	432.1	152.7	5.1	17.1	27.9
净利润(百万元)	413	1,272	851	1,111	1,509
YoY(%)	343.3	208.4	-33.1	30.5	35.8
毛利率(%)	14.6	13.7	11.4	11.6	12.0
EPS(摊薄/元)	0.93	2.87	1.92	2.51	3.41
ROE(%)	14.1	31.1	17.2	18.4	20.0
P/E(倍)	35.0	11.4	17.0	13.0	9.6
P/B(倍)	4.9	3.5	2.9	2.4	1.9
净利率(%)	7.5	9.1	5.8	6.5	6.9

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4894	8195	7539	8834	10583	营业收入	5515	13936	14652	17162	21953
现金	1471	1899	1627	1997	3088	营业成本	4710	12029	12986	15174	19323
应收票据及应收账款	1099	2780	2866	2922	3151	营业税金及附加	17	24	80	96	87
预付账款	54	36	59	53	90	营业费用	18	12	12	14	18
存货	1520	1825	1786	2434	2940	管理费用	70	76	134	125	180
其他流动资产	749	1654	1202	1428	1315	研发费用	149	251	330	348	470
非流动资产	2058	2877	2990	3442	4270	财务费用	78	97	109	84	100
长期投资	35	56	84	114	146	资产减值损失	-28	-39	-58	-58	-80
固定资产	1767	2367	2400	2738	3445	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	101	216	243	266	293	投资净收益	9	24	7	9	12
其他非流动资产	155	238	263	324	386	营业利润	462	1446	950	1272	1706
资产总计	6952	11072	10529	12275	14853	营业外收入	2	13	4	5	6
流动负债	3422	5709	4530	5274	6347	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	521	720	620	670	645	利润总额	464	1457	954	1275	1712
应付票据及应付账款	1553	3780	2713	3357	4373	所得税	51	185	102	165	203
其他流动负债	1348	1209	1196	1247	1329	税后利润	413	1272	851	1111	1509
非流动负债	603	1274	1060	951	947	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	580	1236	1022	913	909	归属母公司净利润	413	1272	851	1111	1509
其他非流动负债	24	38	38	38	38	EBITDA	612	1662	1107	1437	1885
负债合计	4025	6983	5589	6224	7294						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	443	443	443	443	443	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	2127	2127	2127	2127	2127	成长能力					
留存收益	357	1519	2370	3481	4989	营业收入(%)	432.1	152.7	5.1	17.1	27.9
归属母公司股东权益	2927	4089	4940	6051	7560	营业利润(%)	326.5	212.9	-34.3	33.8	34.2
负债和股东权益	6952	11072	10529	12275	14853	归属于母公司净利润(%)	343.3	208.4	-33.1	30.5	35.8
						获利能力					
						毛利率(%)	14.6	13.7	11.4	11.6	12.0
						净利率(%)	7.5	9.1	5.8	6.5	6.9
						ROE(%)	14.1	31.1	17.2	18.4	20.0
						ROIC(%)	8.9	21.1	12.8	14.2	15.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	57.9	63.1	53.1	50.7	49.1
						流动比率	1.4	1.4	1.7	1.7	1.7
						速动比率	0.8	0.8	1.0	0.9	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	1.5	1.4	1.5	1.6
						应收账款周转率	7.0	7.2	5.2	5.9	7.2
						应付账款周转率	3.4	4.5	4.0	5.0	5.0
						估值比率					
						P/E	35.0	11.4	17.0	13.0	9.6
						P/B	4.9	3.5	2.9	2.4	1.9
						EV/EBITDA	24.4	8.9	13.3	10.0	7.0

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张文臣、顾华昊声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn