

业绩大幅反弹，盈利能力持续改善

2022 年 11 月 10 日

➤ **事件概述。**10 月 29 日，公司发布 2022 年三季度报：前三季度实现营业收入 18.85 亿元，同比增长 23.14%；归母净利润 0.22 亿元，同比下降 69.64%；扣非归母净利润 0.22 亿元，同比下降 70.41%。

➤ **事件点评：业绩大幅反弹，盈利能力持续改善**

Q3 营收环比增长 73%，主要原因系 NCA 下游需求的持续增长，以及 NCM 新客户的开拓。Q3 毛利率环比提升 1.19%，净利率环比提升 1.12%，主要原因系：1) NCM 营收占比提升，松下销售占比下降，使得后端冶炼自供比例提升；2) 硫酸镍、硫酸钴价格下行；3) 期间费用控制良好。

➤ **未来核心看点：NCA 充分受益美国市场高增长，NCM 开启新的成长曲线**

美国新能源车市场有望迎来高增长，绑定松下-特斯拉体系充分受益。受益于政策+市场驱动，美国新能源车逐步完成导入期，根据 Marklines 数据，2022 年 7 月，美国新能源汽车销量 8.6 万辆，渗透率约为 7.2%。政策加码下，渗透率提升有望加速。考虑到松下扩产计划带来的增量需求以及住友金属产能释放节奏较慢，预计公司在松下前驱体供应商的占有率将会提升。

依靠成本优势抢占 NCM 市场份额，开启新的成长曲线。三元材料技术迭代趋缓，转向成本竞争。向后段冶炼延申+回收业务自供原料，成本优势逐步形成，2021 年毛利率已反超中伟股份，未来有望依托成本优势，持续开拓新客户，提升市场份额。

➤ **投资建议：**预计公司 2022-2024 年归母净利润依次为 0.46、5.97、8.39 亿元，对应 2022 年 11 月 9 日收盘价 18.09 元，2022-2024 年 PE 依次为 200、16、11 倍。考虑到公司 NCA 前驱体护城河稳固，海外客户份额有望快速提升，NCM 前驱体开启第二成长曲线，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新能源车销量不及预期；依赖单一客户风险。

推荐

首次评级

当前价格：

18.09 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 李孝鹏

执业证书：S0100122010020

电话：021-60876734

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

电话：021-60876734

邮箱：xiziyi@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2070	3064	5807	10018
增长率 (%)	108.5	48.1	89.5	72.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	67	46	597	839
增长率 (%)	12.5	-30.5	1188.0	40.5
每股收益 (元)	0.13	0.09	1.17	1.64
PE	139	200	16	11
PB	7.0	6.1	4.4	3.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 11 月 09 日收盘价)

目录

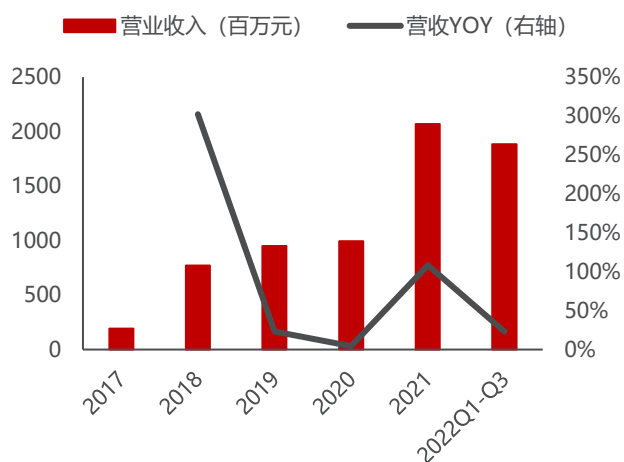
1 事件概述：22Q3 营收同比增长 49.59%	3
2 核心看点	4
2.1 业绩大幅反弹，盈利能力持续改善	4
2.2 NCA 前驱体：美国新能源车市场有望迎来高增长，绑定松下-特斯拉体系充分受益	4
2.3 NCM 前驱体：依靠成本优势抢占市场份额，开启新的成长曲线	6
3 盈利预测与投资建议	9
4 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 事件概述：22Q3 营收同比增长 49.59%

公司发布 2022 年三季报：前三季度实现营业收入 18.85 亿元，同比增长 23.14%；归母净利润 0.22 亿元，同比下降 69.64%；扣非归母净利润 0.22 亿元，同比下降 70.41%。

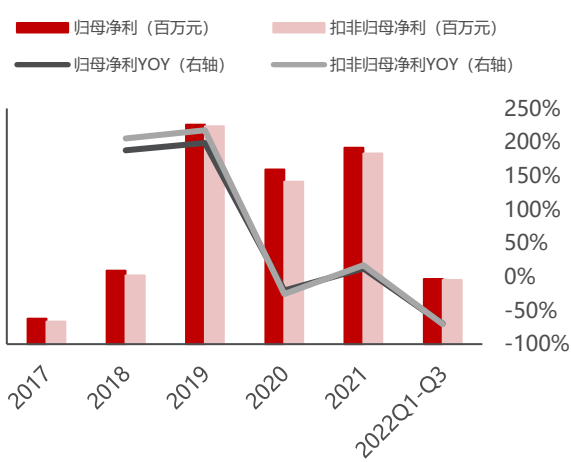
分季度：公司 2022Q3 实现营业收入 9.39 亿元，同比增长 49.59%；归母净利润 0.19 亿元，同比增长 1.82%；扣非归母净利润 0.20 亿元，同比增长 0.23%。

图1：公司年度营业收入及同比变化



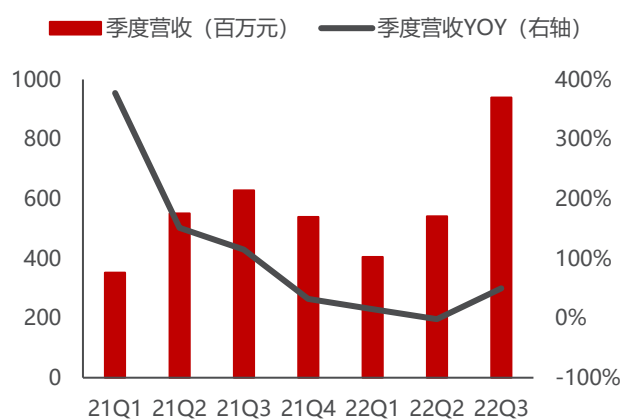
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：公司年度净利润及同比变化



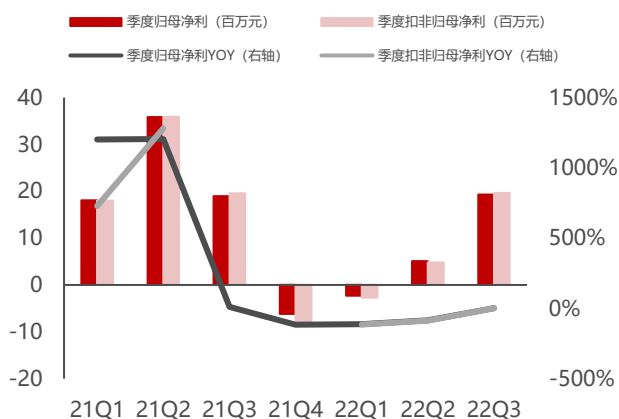
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司季度营业收入及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司季度净利润及同比变化



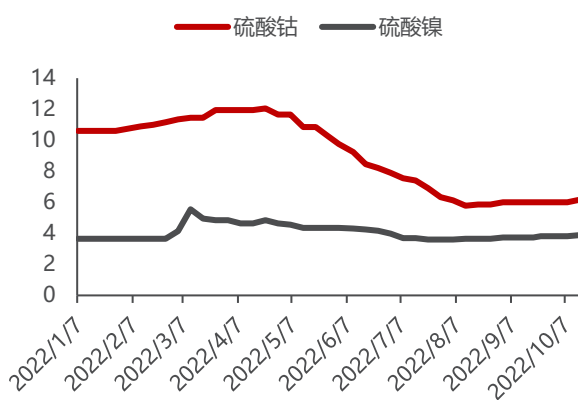
资料来源：wind，民生证券研究院

2 核心看点

2.1 业绩大幅反弹，盈利能力持续改善

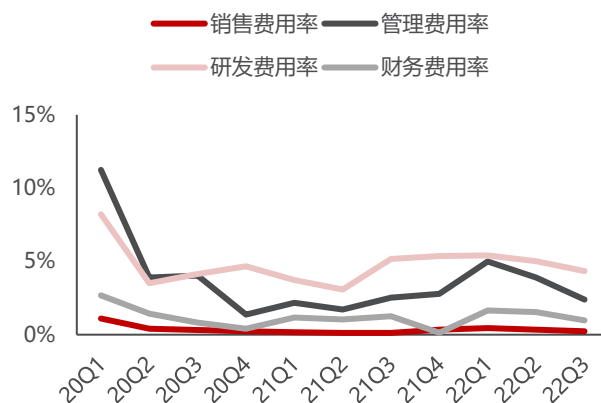
Q3 营收环比增长 73%，主要原因系 NCA 下游需求的持续增长，以及 NCM 新客户的开拓。Q3 毛利率环比提升 1.19%，净利率环比提升 1.12%，主要原因系：1) NCM 营收占比提升，松下销售占比下降，使得后端冶炼自供比例提升；2) 硫酸镍、硫酸钴价格下行；3) 期间费用控制良好。

图5：22Q3 硫酸镍、硫酸钴价格下行



资料来源：鑫椏锂电，民生证券研究院

图6：22Q3 期间费用率下行

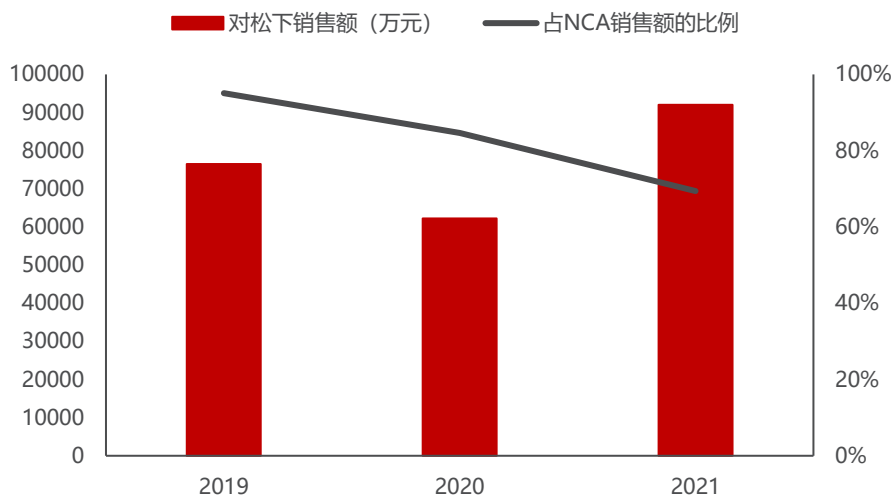


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 NCA 前驱体：美国新能源车市场有望迎来高增长，绑定

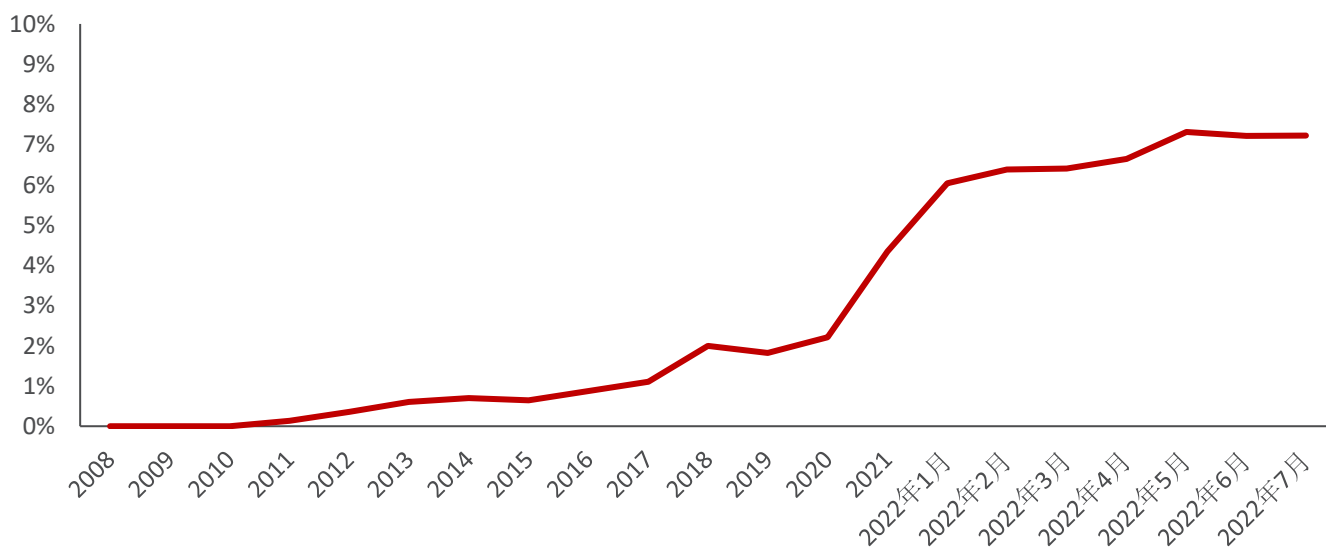
松下-特斯拉体系充分受益

2015 年，公司突破并掌握高镍 NCA 三元前驱体的关键工艺技术，并于 2017 年正式向松下批量供应高镍 NCA 三元前驱体，经松下加工生产成锂电池后用于特斯拉电动汽车。2018-2020 年，公司 NCA 三元前驱体出口量均排名国内第一。

图7：2019-2021 公司对松下 NCA 前驱体销售情况


资料来源：可转债募集说明书，民生证券研究院

美国新能源车渗透率已逐步提升至 7%，新能源车市场将引来高增速。随着能源结构优化、环境保护日益成为全球关注要点，大力发展新能源成为世界范围内众多国家的战略举措。美国新能源战略逐步确立，2021 年 8 月美国总统签署行政命令将 2030 年电动车占新车销量比重的 50%作为目标。受益于政策+市场驱动，美国新能源车逐步完成导入期，根据 Marklines 数据，2022 年 7 月，美国新能源汽车销量 8.6 万辆，渗透率约为 7.2%。2022 年 8 月 16 日，拜登签署了《降低通胀法案》(Inflation Reduction Act)，其中与新能源汽车相关的内容包括：1) 延续电动车税收抵免，7500 美元电动汽车税收抵免于 2023 年 1 月续签至 2032 年年底，有效期 10 年；2) 取消每家车企销量 20 万辆的补贴上限。政策加码下，渗透率提升有望加速。

图8：美国新能源车渗透率


资料来源：Marklines，民生证券研究院

公司扩产相对积极，对松下占有率有望提升。松下作为特斯拉最早的电池供应

商, 计划 2023 年初开始为特斯拉量产 4680 大容量电池, 已经在进行其在和歌山县工厂的扩建, 引进新设备。公司募投项目“年产 5 万吨高端三元锂电前驱体 (NCA、NCM) 和 1 万吨电池氢氧化锂项目”仍在积极推进建设中, 预计可于 2022 年 10 月投产; 公司通过控股子公司芳源锂能实施的“年产 2.5 万吨高品质 NCA、NCM 三元前驱体和 6 千吨电池级单水氢氧化锂建设项目”, 预计 2024 年可完成项目建设; 另外, 公司与飞南资源、超成投资签署了合作框架协议, 建设年产 5 万吨三元正极材料前驱体项目。考虑到松下扩产计划带来的增量需求以及海外产能释放节奏较慢, 预计公司在松下前驱体供应商的占有率将会提升。

表1: 公司 NCA/NCM 投产节奏 (万吨)

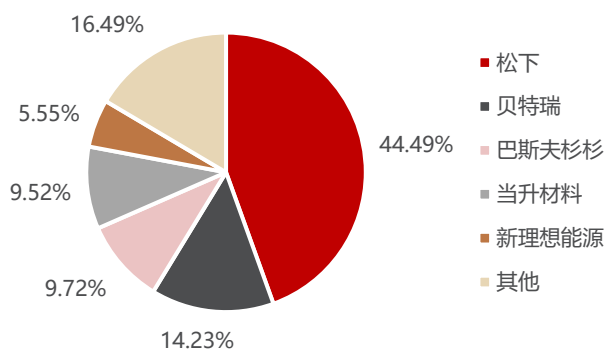
项目	建设主体	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	投产节奏
年产 3.6 万吨前驱体项目	芳源新能源	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	2020 年底投产
年产 5 万吨前驱体和 1 万吨电池级氢氧化锂项目	芳源循环		5	5	5	5	2022 年 10 月投产
年产 2.5 万吨前驱体和 6000 吨氢氧化锂项目	芳源锂能				2.5	2.5	计划 2024 年投产
芳源飞南 5 万吨前驱体项目	芳源飞南新材料				5	5	计划 2024 年投产

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院;

2.3 NCM 前驱体: 依靠成本优势抢占市场份额, 开启新的成长曲线

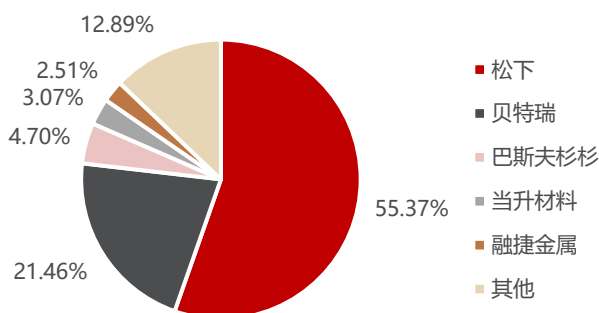
技术迭代趋缓, 转向成本竞争。 提高镍含量已经成为三元动力电池主要技术路线之一, 高镍化有助于提高三元动力电池的能量密度和续航里程, 高镍三元正极材料的需求将保持高速增长。同时, 钴原料的单价高于其他原料, 因此高镍化有助于降低钴的单位含量从而降低材料成本, 提高产品的性价比。具体来说, 三元正极材料高镍化产品的发展路径为: NCM 正极材料的代表性产品主要从 NCM111、NCM523、NCM622、NCM712 到 NCM811 以及更高镍型号发展, NCA 正极材料的代表性产品主要从 NCA80、NCA88、到 NCA91 及更高镍型号发展。但含镍量的提升存在上限, 未来技术迭代必然趋缓, 前驱体企业将更加聚焦成本竞争, 一体化布局已经成为行业共识。目前, 公司 NCM 前驱体已形成 5 系和 8 系的产品体系, NCM811/NCM83/ NCM88 等型号高镍 NCM 前驱体已产业化, 大客户包括贝特瑞、巴斯夫杉杉、当升材料、新理想能源等。

图9：2021 年公司客户结构



资料来源：可转债募集说明书，民生证券研究院

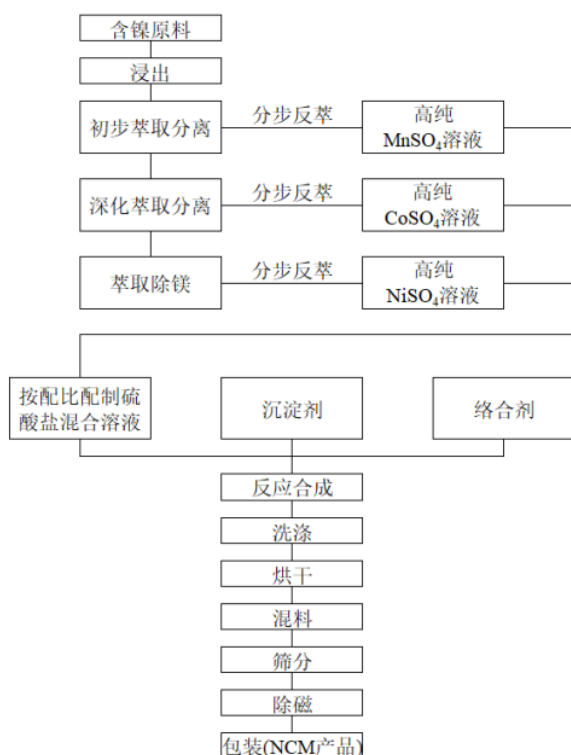
图10：2022H1 公司客户结构



资料来源：可转债募集说明书，民生证券研究院

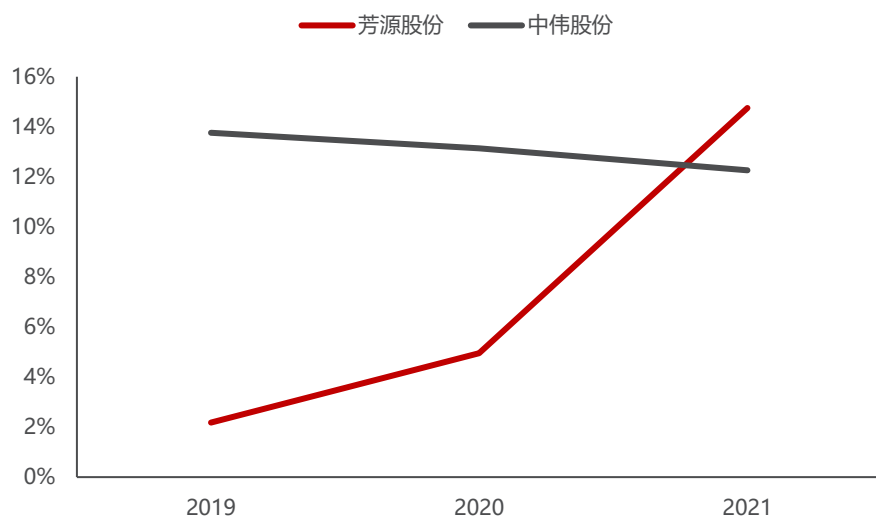
向后段冶炼延申+回收业务自供原料，成本优势逐步形成。公司依托“萃杂不萃镍”湿法冶炼技术，形成了行业领先的现代分离技术体系，通过对萃取槽的结构优化、萃取级数的合理选取、不同萃取剂的组合运用，实现低成本、高效率地去除杂质，在生产中获得高品质、低成本的高纯硫酸镍和高纯硫酸钴等硫酸盐溶液。公司与全球大型镍钴矿湿法冶炼中间品生产商 MCC 签署战略合作协议，采购镍中间品生产硫酸镍。同时，公司与全球最大的环保服务企业之一威立雅合资设立动力电池回收拆解企业威立雅江门，充分利用威立雅在资源回收领域的渠道，提升原料自供比例。公司 NCM 产品与中伟股份产品毛利率差距逐渐缩小，2021 年已反超中伟股份，未来有望依托成本优势，持续开拓新客户，提升市场份额。

图11：公司 NCM 产品合成工艺流程图



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图12：公司 NCM 产品与中伟股份产品毛利率对比



资料来源：wind，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

(1) NCA 前驱体: NCA 前驱体技术壁垒较高, 公司绑定松下-特斯拉体系, 充分受益美国市场高增长。预计 22-24 年出货量分别为 1.5 万吨、3.0 万吨、5.4 万吨; 价格随镍钴价格回落有所下滑, 分别为 11 万/吨、10 万/吨、10 万/吨; 毛利率随自供比例提升有所提升, 分别为 11%、14%、13%。

(2) NCM 前驱体: 公司 NCM 产品具备成本优势, 22 年湖南邦普放量, 后续随着产能释放, 持续提升市场份额。预计 22-24 年出货量分别为 1.0 万吨、2.1 万吨、3.8 万吨; 价格随镍钴价格回落有所下滑, 分别为 11 万/吨、10 万/吨、10 万/吨; 毛利率随自供比例提升有所提升, 分别为 15%、17%、16%。

(3) 球镍: 2021 年受疫情影响, 球镍出货量大幅下降, 预计后续随疫情影响减弱, 球镍出货量将逐步回归正常水平, 预计 22-24 年出货量分别为 1000 吨、1400 吨、1820 吨, 维持 40% 稳定增长。

(4) 硫酸钴: 硫酸钴为公司副业务, 部分产能用于自供生产三元前驱体, 部分产能外售, 出货保持稳定增速 40%, 预计 22-24 年出货量分别为 3035 吨、4249 吨、5949 吨。

(5) 锂回收: 公司芳源循环项目落地, 具备一万吨氢氧化锂产能, 预计 22-24 年锂回收业务出货量分别为 2 吨、1000 吨、1500 吨。

表2: 公司主营业务分项预测情况 (单位: 百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,070	3,064	5,807	10,018
YOY	108%	48%	89%	73%
综合毛利率	12%	12%	19%	17%
NCA 前驱体	1,326	1,658	3,000	5,400
销量 (吨)	13,982	15,000	30,000	54,000
单价 (万/吨)	9	11	10	10
毛利率	12%	11%	14%	13%
球形氢氧化镍	76	110	140	182
销量 (吨)	820	1,000	1,400	1,820
单价 (万/吨)	9	11	10	10
毛利率	15%	15%	15%	14%
NCM 前驱体	537	1,100	2,100	3,780
销量 (吨)	5,816	10,000	21,000	37,800
单价 (万/吨)	9	11	10	10
毛利率	15%	15%	17%	16%
硫酸钴	119	182	246	327
销量 (吨)	2,168	3,035	4,249	5,949
单价 (万/吨)	6	6	6	6
毛利率	5%	5%	6%	5%
锂回收		0.2	300	300

销量 (吨)		2	1000	1500
单价 (万/吨)		10	30	20
其他主营业务	10	14	20	28
YOY	134%	40%	40%	40%
毛利率	-7%	20%	20%	20%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

预计公司 2022-2024 年归母净利润依次为 0.46、5.97、8.39 亿元, 对应 2022 年 11 月 9 日收盘价 18.09 元, 2022-2024 年 PE 依次为 200、16、11 倍。格林美与中伟均是三元前驱体的领先企业, 与公司商业模式和主营业务相近, 因此选择中伟股份、格林美作为公司估值参考的可比公司, 2022-2024 年可比公司平均 PE 依次为 26、15、11 倍。公司 23-24 年 PE 与行业平均水平相近, 考虑到公司 NCA 前驱体护城河稳固, 海外客户份额有望快速提升, 并且 NCM 前驱体开启第二成长曲线, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表3: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300919.SZ	中伟股份	85.26	1.55	2.96	5.93	8.79	55	29	14	10
002340.SZ	格林美	7.96	0.19	0.33	0.48	0.64	42	24	17	12
	行业平均						48	26	15	11
688148.SH	芳源股份	18.09	0.13	0.09	1.17	1.64	139	200	16	11

资料来源: 民生证券研究院预测 (可比公司采用 wind 一致预期, 股价为 2022 年 11 月 9 日收盘价);

4 风险提示

1) **新能源车销量不及预期。**公司三元前驱体下游终端为新能源汽车，新能源汽车销量直接影响公司产能利用率、出货量以及加工费等经营数据。

2) **依赖单一客户风险。**公司当前最大的客户为松下，松下深度绑定特斯拉，且以 NCA 三元动力电池为主，如果松下出现出货量下降或技术路线改变，公司将面临不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2070	3064	5807	10018
营业成本	1821	2688	4690	8363
营业税金及附加	7	5	9	15
销售费用	4	6	12	20
管理费用	48	107	174	250
研发费用	91	123	232	401
EBIT	92	147	710	998
财务费用	18	36	40	36
资产减值损失	0	-37	-3	-4
投资收益	-1	-1	-2	-3
营业利润	73	52	628	902
营业外收支	-1	-2	-3	-4
利润总额	72	50	625	898
所得税	5	3	31	63
净利润	67	46	594	835
归属于母公司净利润	67	46	597	839
EBITDA	148	214	796	1102

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	277	548	780	1081
应收账款及票据	491	620	1096	1622
预付款项	27	27	47	84
存货	848	1804	2567	3891
其他流动资产	233	270	327	434
流动资产合计	1877	3269	4817	7112
长期股权投资	10	10	10	10
固定资产	439	559	662	746
无形资产	132	132	132	133
非流动资产合计	997	1472	1796	2003
资产合计	2874	4741	6613	9114
短期借款	542	592	592	592
应付账款及票据	547	1694	2955	4835
其他流动负债	85	155	200	353
流动负债合计	1174	2441	3748	5780
长期借款	245	645	645	645
其他长期负债	117	118	118	118
非流动负债合计	362	763	763	763
负债合计	1536	3204	4510	6543
股本	512	512	512	512
少数股东权益	10	10	7	3
股东权益合计	1338	1537	2103	2571
负债和股东权益合计	2874	4741	6613	9114

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	108.49	48.06	89.50	72.52
EBIT 增长率	21.31	59.67	383.03	40.45
净利润增长率	12.46	-30.53	1188.04	40.53
盈利能力 (%)				
毛利率	12.02	12.27	19.23	16.51
净利润率	3.22	1.51	10.28	8.38
总资产收益率 ROA	2.32	0.98	9.03	9.21
净资产收益率 ROE	5.02	3.04	28.49	32.67
偿债能力				
流动比率	1.60	1.34	1.29	1.23
速动比率	0.73	0.54	0.56	0.52
现金比率	0.24	0.22	0.21	0.19
资产负债率 (%)	53.44	67.57	68.20	71.79
经营效率				
应收账款周转天数	60.86	60.00	55.00	45.00
存货周转天数	169.96	250.00	200.00	170.00
总资产周转率	0.96	0.80	1.02	1.27
每股指标 (元)				
每股收益	0.13	0.09	1.17	1.64
每股净资产	2.59	2.98	4.10	5.02
每股经营现金流	0.24	0.39	1.51	2.03
每股股利	0.08	0.06	0.72	1.01
估值分析				
PE	139	200	16	11
PB	7.0	6.1	4.4	3.6
EV/EBITDA	66.36	46.81	12.26	8.58
股息收益率 (%)	0.44	0.31	3.96	5.56

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	67	46	594	835
折旧和摊销	56	67	86	105
营运资金变动	-29	12	13	10
经营活动现金流	121	198	771	1040
资本开支	-410	-512	-415	-319
投资	-64	0	0	0
投资活动现金流	-474	-525	-417	-322
股权募资	380	0	0	0
债务募资	195	488	-42	0
筹资活动现金流	501	599	-122	-418
现金净流量	146	271	232	301

插图目录

图 1: 公司年度营业收入及同比变化.....	3
图 2: 公司年度净利润及同比变化.....	3
图 3: 公司季度营业收入及同比变化.....	3
图 4: 公司季度净利润及同比变化.....	3
图 5: 22Q3 硫酸镍、硫酸钴价格下行.....	4
图 6: 22Q3 期间费用率下行.....	4
图 7: 2019-2021 公司对松下 NCA 前驱体销售情况.....	5
图 8: 美国新能源车渗透率.....	5
图 9: 2021 年公司客户结构.....	7
图 10: 2022H1 年公司客户结构.....	7
图 11: 公司 NCM 产品合成工艺流程图.....	7
图 12: 公司 NCM 产品与中伟股份产品毛利率对比.....	8

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司 NCA/NCM 投产节奏 (万吨).....	6
表 2: 公司主营业务分项预测情况 (单位: 百万元).....	9
表 3: 可比公司 PE 数据对比.....	10
公司财务报表数据预测汇总.....	12

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026