

## 评级：增持（维持）

市场价格：67.39元

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：朱柏睿

执业证书编号：S0740522080002

Email: zhubr@zts.com.cn

## 公司盈利预测及估值

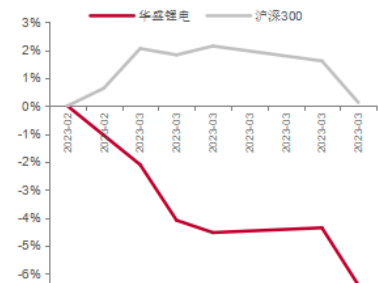
| 指标        | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 1,014 | 862   | 1,075 | 1,848 | 2,493 |
| 增长率 YoY%  | 128%  | -15%  | 25%   | 72%   | 35%   |
| 净利润（百万元）  | 420   | 261   | 204   | 281   | 340   |
| 增长率 YoY%  | 439%  | -38%  | -22%  | 38%   | 21%   |
| 每股收益（元）   | 3.82  | 2.37  | 1.85  | 2.55  | 3.09  |
| 每股现金流量    | 2.61  | 2.82  | 1.53  | 3.47  | 4.99  |
| 净资产收益率    | 40%   | 7%    | 3%    | 4%    | 5%    |
| P/E       | 17.6  | 28.4  | 36.4  | 26.4  | 21.8  |
| P/B       | 7.2   | 1.9   | 1.2   | 1.2   | 1.1   |

备注：股价取自 2023 年 3 月 26 日收盘价

## 基本状况

|           |       |
|-----------|-------|
| 总股本（百万股）  | 110   |
| 流通股本（百万股） | 26    |
| 市价（元）     | 67.39 |
| 市值（百万元）   | 7,413 |
| 流通市值（百万元） | 1,782 |

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

## 投资要点

- 事件：**公司发布 2022 年报，营业收入 8.6 亿元，同比下降 15%；归母净利润 2.6 亿元，同比下降 38%。其中，22Q4 营业收入 1.6 亿元，环比下降 16%；归母净利润 0.4 亿元，环比提升 44%。盈利能力方面，22 年公司毛利率 46.8%，同比下滑 15.3pct，净利率 29.7%，同比-11.5pct。其中，22Q4 公司毛利率 26.5%，同比下滑 43.0pct，环比下滑 0.4pct；22Q4 公司净利率 21.0%，同比-43.0pct，环比+8.8pct。随着行业内电解液添加剂新增产能逐步释放，添加剂价格同比下滑较多，导致营收及利润下滑。同时，公司募投项目尚在建设中，暂时无法利用新增产能拓展市场，导致公司产品市场占有率有所下降。
- 22 年公司 VC 销售量 3348 吨，同比提升 10%；FEC 销售量 2249 吨，同比提升 16%；整体平均吨净利 4.7 万/吨。预计 23Q1 公司出货量同比有所下滑，Q2 之后会有较明显回升。**
- 预计随产能释放，公司 23 年销量有所增长。**当前公司 VC、FEC 产品年产能共 5000 吨。公司募投项目 VC6000 吨，FEC3000 吨建设有序推进中，预计 23 年 Q2 试生产。预计 23 年全年添加剂出货量 1.1 万吨，其中 VC 7000 吨、FEC 4000 吨。子公司盛美锂电（公司持股 51%）新建的“年产 3000 吨双氟代磺酰亚胺锂项目”一期 500 吨项目，预计于 2023 年年中进行试生产。子公司华盛联赢，新建的“年产 20 万吨低能耗高性能锂电池负极材料项目”进展较顺利。
- 盈利预测：**预计 23 年全年添加剂出货量 1.1 万吨，其中 VC 7000 吨、FEC 4000 吨；预计毛利率受行业产能扩张影响，同比下滑。预计 23 年 LiFSI 建成 500 吨产能，出货 250 吨左右。预计 23 年负极建成 4 万吨产能，出货 5400 吨左右。因产品价格下滑，我们预计公司 23-24 年归母净利润 2.04、2.80 亿（前值为 6.6、7.1 亿），对应 PE 估值 36、26 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期、市场竞争加剧风险、原材料价格变动风险、产能扩张不及预期。

图表 1：公司财务指标

| 资产负债表       |        |       |       |       | 利润表           |        |        |       |       |
|-------------|--------|-------|-------|-------|---------------|--------|--------|-------|-------|
| 单位:百万元      |        |       |       |       | 单位:百万元        |        |        |       |       |
| 会计年度        | 2022   | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度          | 2022   | 2023E  | 2024E | 2025E |
| 货币资金        | 2,842  | 4,800 | 5,008 | 5,325 | 营业收入          | 862    | 1,075  | 1,848 | 2,493 |
| 应收票据        | 39     | 0     | 0     | 0     | 营业成本          | 459    | 776    | 1,367 | 1,836 |
| 应收账款        | 159    | 197   | 326   | 433   | 税金及附加         | 10     | 11     | 17    | 22    |
| 预付账款        | 2      | 7     | 12    | 17    | 销售费用          | 8      | 8      | 13    | 17    |
| 存货          | 78     | 116   | 224   | 295   | 管理费用          | 84     | 102    | 172   | 229   |
| 合同资产        | 0      | 0     | 0     | 0     | 研发费用          | 49     | 59     | 102   | 132   |
| 其他流动资产      | 110    | 129   | 222   | 265   | 财务费用          | -30    | -90    | -113  | -94   |
| 流动资产合计      | 3,230  | 5,250 | 5,793 | 6,334 | 信用减值损失        | 1      | 0      | 0     | 1     |
| 其他长期投资      | 0      | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失        | -1     | 0      | 0     | 0     |
| 长期股权投资      | 0      | 0     | 0     | 0     | 公允价值变动收益      | 4      | 0      | -1    | 1     |
| 固定资产        | 396    | 639   | 798   | 884   | 投资收益          | 9      | 15     | 20    | 25    |
| 在建工程        | 691    | 711   | 731   | 781   | 其他收益          | 6      | 10     | 15    | 20    |
| 无形资产        | 149    | 158   | 183   | 209   | 营业利润          | 300    | 235    | 325   | 396   |
| 其他非流动资产     | 74     | 70    | 70    | 70    | 营业外收入         | 1      | 1      | 1     | 1     |
| 非流动资产合计     | 1,309  | 1,578 | 1,781 | 1,944 | 营业外支出         | 0      | 1      | 1     | 1     |
| 资产合计        | 4,539  | 6,828 | 7,574 | 8,278 | 利润总额          | 301    | 235    | 325   | 396   |
| 短期借款        | 0      | 150   | 150   | 100   | 所得税           | 45     | 34     | 47    | 57    |
| 应付票据        | 289    | 236   | 470   | 705   | 净利润           | 256    | 201    | 278   | 339   |
| 应付账款        | 151    | 194   | 346   | 470   | 少数股东损益        | -5     | -3     | -2    | -1    |
| 预收款项        | 0      | 0     | 0     | 0     | 归属母公司净利润      | 261    | 204    | 280   | 340   |
| 合同负债        | 0      | 54    | 92    | 125   | NOPLAT        | 231    | 124    | 181   | 259   |
| 其他应付款       | 0      | 0     | 0     | 0     | EPS (按最新股本摊薄) | 2.37   | 1.85   | 2.55  | 3.09  |
| 一年内到期的非流动负债 | 1      | 1     | 3     | 3     |               |        |        |       |       |
| 其他流动负债      | 58     | 74    | 112   | 143   | 主要财务比率        |        |        |       |       |
| 流动负债合计      | 498    | 708   | 1,174 | 1,546 | 会计年度          | 2022E  | 2023E  | 2024E | 2025E |
| 长期借款        | 75     | 105   | 135   | 155   | 成长能力          |        |        |       |       |
| 应付债券        | 0      | 0     | 0     | 0     | 营业收入增长率       | -15.0% | 24.7%  | 71.9% | 34.9% |
| 其他非流动负债     | 33     | 25    | 25    | 25    | EBIT增长率       | 44.9%  | -46.6% | 46.6% | 42.5% |
| 非流动负债合计     | 108    | 130   | 160   | 180   | 归母公司净利润增长率    | 38.0%  | -21.9% | 37.8% | 21.3% |
| 负债合计        | 606    | 838   | 1,334 | 1,726 | 获利能力          |        |        |       |       |
| 归属母公司所有者权益  | 3,872  | 5,932 | 6,185 | 6,497 | 毛利率           | 46.8%  | 27.8%  | 26.0% | 26.4% |
| 少数股东权益      | 60     | 58    | 56    | 55    | 净利率           | 29.7%  | 18.7%  | 15.1% | 13.6% |
| 所有者权益合计     | 3,932  | 5,990 | 6,240 | 6,552 | ROE           | 6.6%   | 3.4%   | 4.5%  | 5.2%  |
| 负债和股东权益     | 4,539  | 6,828 | 7,574 | 8,278 | ROIC          | 6.8%   | 2.3%   | 3.3%  | 4.5%  |
|             |        |       |       |       | 偿债能力          |        |        |       |       |
| 现金流量表       | 单位:百万元 |       |       |       | 资产负债率         | 13.4%  | 12.3%  | 17.6% | 20.9% |
| 会计年度        | 2022E  | 2023E | 2024E | 2025E | 债务权益比         | 2.8%   | 4.7%   | 5.0%  | 4.3%  |
| 经营活动现金流     | 311    | 168   | 382   | 549   | 流动比率          | 6.5    | 7.4    | 4.9   | 4.1   |
| 现金收益        | 290    | 182   | 272   | 378   | 速动比率          | 6.3    | 7.2    | 4.7   | 3.9   |
| 存货影响        | -17    | -38   | -108  | -71   | 营运能力          |        |        |       |       |
| 经营性应收影响     | 2      | -5    | -134  | -111  | 总资产周转率        | 0.2    | 0.2    | 0.2   | 0.3   |
| 经营性应付影响     | 281    | -10   | 386   | 359   | 应收账款周转天数      | 72     | 60     | 51    | 55    |
| 其他影响        | -244   | 38    | -35   | -5    | 应付账款周转天数      | 83     | 80     | 71    | 80    |
| 投资活动现金流     | -492   | -329  | -292  | -269  | 存货周转天数        | 55     | 45     | 45    | 51    |
| 资本支出        | -766   | -344  | -311  | -295  | 每股指标(元)       |        |        |       |       |
| 股权投资        | 0      | 0     | 0     | 0     | 每股收益          | 2.37   | 1.85   | 2.55  | 3.09  |
| 其他长期资产变化    | 274    | 15    | 19    | 26    | 每股经营现金流       | 2.83   | 1.53   | 3.47  | 4.99  |
| 融资活动现金流     | 2,553  | 2,119 | 118   | 37    | 每股净资产         | 35.20  | 53.92  | 56.23 | 59.07 |
| 借款增加        | -58    | 180   | 32    | -30   | 估值比率          |        |        |       |       |
| 股利及利息支付     | -2     | -29   | -35   | -44   | P/E           | 28     | 36     | 26    | 22    |
| 股东融资        | 2,790  | 0     | 0     | 0     | P/B           | 2      | 1      | 1     | 1     |
| 其他影响        | -177   | 1,968 | 121   | 111   | EV/EBITDA     | 65     | 101    | 68    | 50    |

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

|  | 评级 | 说明                                 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级   | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|  | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|  | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级   | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|  | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 |    |                                    |

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。