

振华新材 (688707)

2022 年年报及 2023 年一季报点评: Q1 业绩基本符合预期, 单位盈利逐步回归

买入 (维持)

2023 年 05 月 03 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

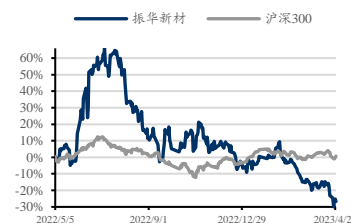
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	13,936	14,580	17,424	22,051
同比	153%	5%	20%	27%
归属母公司净利润 (百万元)	1,272	823	1,115	1,515
同比	208%	-35%	35%	36%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.87	1.86	2.52	3.42
P/E (现价&最新股本摊薄)	12.26	18.95	13.99	10.30

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **2022 年归母净利 12.7 亿元, 符合市场预期, 2023Q1 归母净利 0.7 亿元, 基本符合市场预期。**2022 年公司营收 139.36 亿元, 同比增长 152.69%; 归母净利润 12.72 亿元, 同比增长 208.36%; 此前预告归母净利润 12.2-13 亿, 位于预告中值偏上, 符合市场预期。2023 年 Q1 公司实现营收 20.06 亿元, 同比降低 22.21%, 环比降低 50.24%; 归母净利润 0.71 亿元, 同比降低 79.37%, 环比降低 73.45%; 扣非归母净利润 0.72 亿元, 同比降低 78.85%, 环比降低 72.13%, 基本符合市场预期。
- **2023Q1 出货 0.7 万吨左右, 2023 年预期 30-50% 增长。**出货端来看, 2022 年总出货 4.4 万吨, 同比增长 34%, 钠电正极及超高镍实现数十吨出货; 2023Q1 出货 0.7 万吨左右, 同比下降 30% 以上, 其中中镍正极受电池厂去库影响较大, 高镍需求基本稳定, 占比提升至 50%, 后续随着电池厂去库完成, 需求逐步恢复, 5 月排产我们预计环比增长 30-50%, 我们预计 2023 年出货有望达 5.5-6 万吨, 同比增长 30-50%。此外, 公司钠电正极布局领先, 推广应用进展顺利, 下半年开始批量出货, 我们预计 2023 年有望实现千吨级销售。
- **2023Q1 单吨盈利 1 万元/吨左右, 我们预计 2023 年维持 1.2-1.5 万元/吨。**盈利端来看, 公司 2022 年全年扣非单吨利润 2.5 万元以上, 其中 Q4 单吨利润 2.3 万元左右, 环比略降。2023Q1 单吨利润 1 万元以上, 主要系计提存货减值损失 0.53 亿元, 且产能利用率下降导致单吨毛利环比下滑至 2.8-2.9 万元/吨左右, 2023 年年初三元加工费稳定年降, 当前加工费基本降至底部, 随着排产恢复产能利用率回升, 我们预计 2023 年全年单吨利润有望达 1.2-1.5 万元。
- **23Q1 费用控制良好, 存货较年初仍有提升。**23Q1 期间费用 0.8 亿元, 同比下降 21%, 环比下降 25%, 期间费用率 4.0%, 同比增长 0.04pct, 环比增长 1.3pct。Q1 末公司存货 21 亿元, 较年初增长 14%; 23Q1 公司经营活动净现金流净额为 -8 亿元, 同比下降 747%, 环比下降 185%; 资本开支为 1.1 亿元, 同比下降 58%, 环比下降 52%。
- **盈利预测与投资评级:**考虑库存跌价, 单吨利润下滑, 我们下修公司 23-25 年归母净利润至 8.2/11.2/15.2 亿元 (原预期 23-24 年为 13.1/16.5 亿元), 同比 -35%/+35%/+36%, 对应 PE 为 19x/14x/10x, 考虑钠离子电池放量在即, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**电动车销量不及预期, 钠离子电池进展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.21
一年最低/最高价	33.22/83.83
市净率(倍)	3.75
流通 A 股市值(百万元)	9,814.39
总市值(百万元)	15,595.73

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.39
资产负债率(% ,LF)	59.22
总股本(百万股)	442.93
流通 A 股(百万股)	278.74

相关研究

《振华新材(688707): 2022 年业绩预告点评: Q4 出货环比微降, 业绩符合市场预期》

2023-01-06

《振华新材(688707): 2022 年三季报点评: 业绩符合市场预期, 出货实现环比高增长》

2022-10-31

2022 年归母净利 12.7 亿元，同比增长 208%，符合市场预期。2022 年公司营收 139.36 亿元，同比增长 152.69%；归母净利润 12.72 亿元，同比增长 208.36%；扣非净利润 12.47 亿元，同比增长 209.55%；22 年毛利率为 13.68%，同比增加-0.91pct；销售净利率为 9.13%，同比增加 1.65pct。此前预告归母净利 12.2-13 亿，位于预告中值偏上，符合市场预期。

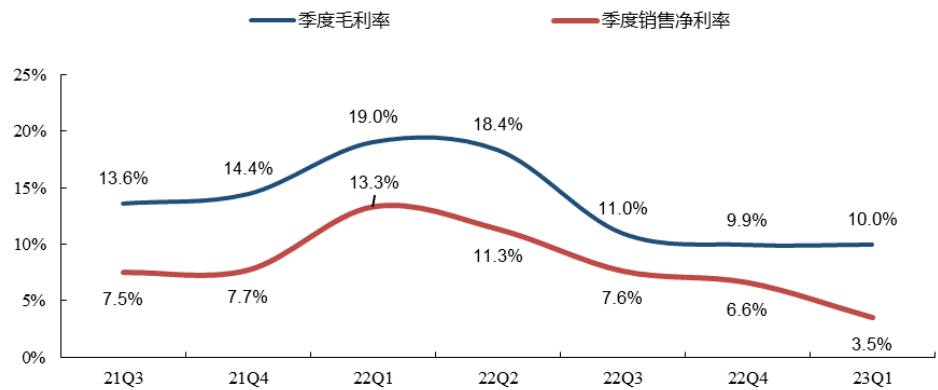
23Q1 归母净利 0.7 亿元，环比降低 73%，基本符合市场预期。2023 年 Q1 公司实现营收 20.06 亿元，同比降低 22.21%，环比降低 50.24%；归母净利润 0.71 亿元，同比降低 79.37%，环比降低 73.45%，扣非归母净利润 0.72 亿元，同比降低 78.85%，环比降低 72.13%。盈利能力方面，23Q1 毛利率为 9.96%，同比降低 9.08pct，环比增长 0.02pct；归母净利率 3.52%，同比降低 9.76pct，环比降低 3.08pct；23Q1 扣非净利率 3.57%，同比降低 9.55pct，环比降低 2.8pct，基本符合市场预期。

图1: 公司季度业绩情况

	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	2,006.2	4,031.5	4,463.9	2,861.1	2,579.1
-同比	-22.21%	104.50%	205.79%	160.81%	161.40%
毛利率	9.96%	9.94%	10.97%	18.36%	19.05%
归母净利润(百万)	70.6	266.1	340.0	323.6	342.4
-同比	-79.37%	75.02%	210.63%	336.33%	345.35%
归母净利率	3.52%	6.60%	7.62%	11.31%	13.28%
扣非归母净利润(百万)	71.6	256.7	334.58	317.84	338.34
-同比	-78.85%	71.96%	212.91%	341.59%	352.29%
扣非归母净利率	3.57%	6.37%	7.50%	11.11%	13.12%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 分季度毛利率和销售净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

分业务看，三元正极材料营收同比高增长，所有产品稳定贡献利润增量：1) 三元

正极材料2022年营收135.33亿元,同比增长158.02%,毛利率13.23%,同比下降1.29pct,产量4.5万吨,同比增长35%,销量4.4万吨,同比增长34%; 2) 钴酸锂产品2022年营收0.46亿元,同比上升77.60%,毛利率12.88%,同比下降11.86pct,产量105吨,同比增长17%,销量105吨,同比增长6%; 3) 复合三元及其他产品2022年营收2.09亿元,同比上升1.00%,毛利率14.24%,同比下降0.21pct,产量533吨,同比下降45%,销量585吨,同比下降38%。

图3: 公司分业务拆分情况

	2022年				2021年	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	毛利率
三元正极材料	135.33	158.02%	13.23%	-1.29pct	52.45	14.52%
钴酸锂	0.46	77.60%	12.88%	-11.86pct	0.26	24.74%
复合三元及其他	2.09	1.00%	14.24%	-0.21pct	2.07	14.45%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图4: 公司2022年主要产品产销情况

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量同比	销售量同比	库存量同比
三元正极材料	吨	44,659.14	44,403.86	2,314.02	35.00%	34.42%	11.32%
钴酸锂	吨	105.02	104.51	1.50	17.26%	5.93%	50.00%
复合三元及其他	吨	533.03	585.33	3.43	-45.04%	-38.38%	-93.32%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2023Q1 出货 0.7 万吨左右, 2023 年预期 30-50% 增长。 出货端来看, 2022 年总出货 4.4 万吨, 同比增长 34%, 钠电正极及超高镍实现数十吨出货; 2023Q1 出货 0.7 万吨左右, 同比下降 30% 以上, 其中中镍正极受电池厂去库影响较大, 高镍需求基本稳定, 占比提升至 50%, 后续随着电池厂去库完成, 需求逐步恢复, 5 月排产我们预计环比增长 30-50%, 我们预计 2023 年出货有望达 5.5-6 万吨, 同比增长 30-50%。此外, 公司钠电正极布局领先, 推广应用进展顺利, 下半年开始批量出货, 我们预计 2023 年有望实现千吨级销售。

2023Q1 单吨盈利 1 万元/吨左右, 我们预计 2023 年维持 1.2-1.5 万元/吨。 盈利端来看, 公司 2022 年全年扣非单吨利润 2.5 万元以上, 其中 Q4 单吨利润 2.3 万元左右, 环比略降。2023Q1 单吨利润 1 万元以上, 主要系计提存货减值损失 0.53 亿元, 且产能利用率下降导致单吨毛利环比下滑至 2.8-2.9 万元/吨左右, 2023 年年初三元加工费稳定年降, 当前加工费基本降至底部, 随着排产恢复产能利用率回升, 我们预计 2023 年全年

单吨利润有望达 1.2-1.5 万元。

期间费用率控制良好，2023Q1 计提资产减值损失。2022 年公司期间费用合计 4.36 亿元，同比增长 38.09%，费用率为 3.13%，同比下降 2.6pct。2023Q1 期间费用合计 0.8 亿元，同比下降 21.46%，环比下降 25.42%，期间费用率为 3.97%，同比增 0.04pct，环比增 1.32pct；其中销售费用率 0.13%，同比增 0.01pct，环比增 0.07pct；管理费用率 1.01%，同比增 0.34pct，环比增 0.46pct；财务费用率 0.96%，同比增 0.2pct，环比增 0.35pct；研发费用率 1.86%，同比下降 0.51pct，环比增 0.44pct。公司 2023Q1 计提资产减值损失 0.53 亿元，转回计提信用减值损失 0.16 亿元。

图5：公司分季度费用情况

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
销售费用	3.13	3.69	2.32	2.58	2.68
-销售费用率	0.12%	0.13%	0.05%	0.06%	0.13%
管理费用	17.35	20.81	15.93	22.16	20.35
-管理费用率	0.67%	0.73%	0.36%	0.55%	1.01%
研发费用	61.19	76.63	55.83	57.29	37.30
-研发费用率	2.37%	2.68%	1.25%	1.42%	1.86%
财务费用	19.73	27.24	25.28	24.77	19.31
-财务费用率	0.76%	0.95%	0.57%	0.61%	0.96%
期间费用	101.40	128.38	99.36	106.79	79.65
-期间费用率	3.93%	4.49%	2.23%	2.65%	3.97%
资产减值损失	0.00	-9.11	1.30	-3.01	-52.76
信用减值损失	-12.17	-28.23	-7.28	19.17	16.30

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2023Q1 末存货较年初仍有提升，经营性现金流同环比下降。2022 年公司经营活动净现金流净额为 11.57 亿元，同比上升 1107.25%；投资活动净现金流净额为-8.41 亿元，同比下降 182.79%；资本开支为 8.45 亿元，同比上升 184%。2023 年 Q1 末公司存货为 20.75 亿元，较年初增长 13.67%；应收账款 12.09 亿元，较年初下降 22.8%；期末公司合同负债 0.19 亿元，较年初下降 50.33%。23Q1 公司经营活动净现金流净额为-7.78 亿元，同比下降 747.48%，环比下降 185%；投资活动净现金流净额为-1.12 亿元，同比上升 57.82%；资本开支为 1.1 亿元，同比下降 58%，环比下降 52%；账面现金为 9.91 亿元，较年初下降 47.84%，短期借款 7.2 亿元，较年初增长 0.01%。

盈利预测和投资评级：考虑库存跌价，单吨利润下滑，我们下修公司 23-25 年归母净利润至 8.2/11.2/15.2 亿元(原预期 23-24 年为 13.1/16.5 亿元)，同比-35%/+35%/+36%，对应 PE 为 19x/14x/10x，考虑钠离子电池放量在即，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，钠离子电池进展不及预期。

振华新材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,195	9,322	12,347	15,598	营业总收入	13,936	14,580	17,424	22,051
货币资金及交易性金融资产	1,899	1,312	1,752	2,225	营业成本(含金融类)	12,029	13,093	15,536	19,593
经营性应收款项	4,429	3,663	5,445	6,890	税金及附加	24	25	30	38
存货	1,825	4,305	5,108	6,441	销售费用	12	15	17	22
合同资产	0	0	0	0	管理费用	76	80	96	110
其他流动资产	41	42	42	42	研发费用	251	262	279	320
非流动资产	2,877	3,646	4,225	5,036	财务费用	97	108	149	196
长期股权投资	56	56	66	76	加:其他收益	14	15	17	22
固定资产及使用权资产	2,367	3,009	3,451	4,105	投资净收益	24	22	17	24
在建工程	109	209	309	409	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	216	243	270	317	减值损失	-39	-87	-87	-87
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	1,446	945	1,275	1,741
其他非流动资产	128	128	128	128	营业外净收支	11	1	7	0
资产总计	11,072	12,968	16,571	20,634	利润总额	1,457	946	1,282	1,741
流动负债	5,709	6,832	9,419	12,101	减:所得税	185	123	167	226
短期借款及一年内到期的非流动负债	987	1,762	3,555	4,918	净利润	1,272	823	1,115	1,515
经营性应付款项	3,780	4,114	4,882	6,157	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	38	26	31	39	归属母公司净利润	1,272	823	1,115	1,515
其他流动负债	904	929	951	988	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.87	1.86	2.52	3.42
非流动负债	1,274	1,274	1,274	1,274	EBIT	1,519	1,104	1,466	1,968
长期借款	1,236	1,236	1,236	1,236	EBITDA	1,655	1,365	1,827	2,417
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	13.68	10.19	10.84	11.15
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	9.13	5.65	6.40	6.87
其他非流动负债	38	38	38	38	收入增长率(%)	152.69	4.62	19.51	26.55
负债合计	6,983	8,106	10,693	13,376	归母净利润增长率(%)	208.36	-35.30	35.46	35.84
归属母公司股东权益	4,089	4,861	5,878	7,258					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,089	4,861	5,878	7,258					
负债和股东权益	11,072	12,968	16,571	20,634					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,157	-193	-195	670	每股净资产(元)	9.23	10.97	13.27	16.39
投资活动现金流	-841	-1,007	-915	-1,236	最新发行在外股份(百万股)	443	443	443	443
筹资活动现金流	-138	613	1,541	1,028	ROIC(%)	23.72	13.55	13.77	14.22
现金净增加额	177	-587	430	463	ROE-摊薄(%)	31.11	16.93	18.97	20.87
折旧和摊销	137	261	361	449	资产负债率(%)	63.07	62.51	64.53	64.82
资本开支	-844	-1,029	-923	-1,250	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.26	18.95	13.99	10.30
营运资本变动	-371	-1,476	-1,897	-1,581	P/B(现价)	3.81	3.21	2.65	2.15

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

