

芳源股份 (688148.SH)

强烈推荐 (维持)

周期/金属及材料
当前股价: 13.69 元

三季度盈利能力大幅改善

10月28日公司发布第三季度报告:公司2022年前三季度实现营业收入18.85亿元,同比+23.14%,实现归母净利润2,212.5万元,同比-69.64%,实现扣非归母净利润2,173.9万元,同比-70.41%。三季度实现归母净利润1,930.74万元,同比/环比分别+1.82%/+279.45%,扣非净利润1,962.54万元,同比/环比分别+0.23%/+306.31%。

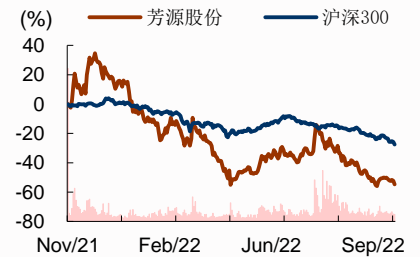
- Q3 业绩大幅反弹,单吨盈利能力明显改善。**Q3 营收环比+73%,参考三季度三元前驱体价格数据计算,公司Q3出货量约0.7-0.8万吨,单吨扣非净利润约0.25-0.28万元。另外三季度公司计提了存货跌价准备约2,200万元,主要系钴价下跌。我们认为盈利能力提升有三方面原因:1)受益于产能利用率提升,2)由于松下销售占比环比下降,使得后端冶炼自供比例提升,3)公司主要为海外客户,按照季度定价的模式下,Q3在材料成本端有一定受益。预计未来随着公司NCM和国内客户的开拓,单吨盈利能力仍有提升空间。
- 期间费用率环比下降。**期间费用率为3.6%,同比-0.3pct,环比-2.19pct。其中:销售费用率为0.22%,同比+0.1pct,环比-0.12pct;管理费用率为2.39%,同比-0.14pct,环比-1.52pct;研发费用率为4.34%,同比-0.82pcts,环比-0.66pct;财务费用率为0.98%,同比-0.27pct,环比-0.56pct。
- 产能建设情况:**目前公司拥有3.6万吨年产能,2022-2024年底时点产能预计分别达到8.6、11.1、16.1万吨。其中募投项目(5万吨前驱体和1万吨电池氢氧化锂)预计今年年底建成投产,芳源锂电建设项目(2.5万吨前驱体和6千吨电池级单水氢氧化锂)预计2023年底建成投产,来宾5万吨项目有望在2024年建成投产。
- 投资建议:**预计公司2021-2023年分别实现净利润0.6、4.5和7.8亿元,对应市盈率为118/16/9倍,维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示:**新能源车销量不及预期、技术路线变动、钴镍价格大幅波动、新项目建设不及预期、单一客户依赖等。

基础数据

总股本(万股)	51172
已上市流通股(万股)	38124
总市值(亿元)	70
流通市值(亿元)	52
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	1.0
资产负债率	67.1%
主要股东	罗爱平
主要股东持股比例	14.95%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-17	-55
相对表现	-2	-8	-27



资料来源:公司数据、招商证券

相关报告

- 《芳源股份(688148)-2021年报点评:NCM占比显著提升,业绩持续高增可期》2022-03-31
- 《芳源股份(688148)-2021年三季报点评:业绩不及预期,成长趋势不变》2021-10-19
- 《芳源股份(688148)-供货松下凸显产品竞争力,高镍化下NCA前景广阔》2021-10-09

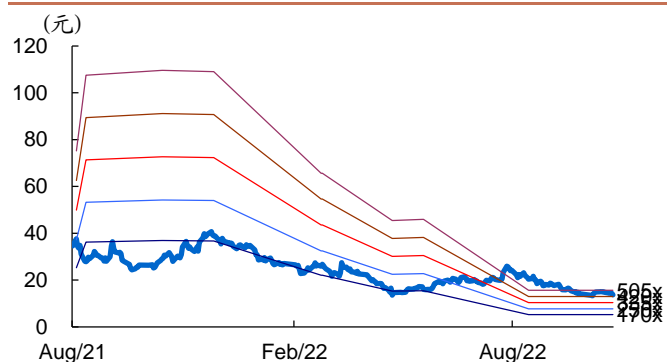
刘文平 S1090517030002
liuwenping@cmschina.com.cn
刘伟洁 S1090519040002
liuweijie@cmschina.com.cn
赖如川 研究助理
lairuchuan@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	993	2070	2542	6748	9556
同比增长	4%	108%	23%	165%	42%
营业利润(百万元)	65	73	65	487	842
同比增长	-27%	12%	-11%	651%	73%
归母净利润(百万元)	59	67	60	453	784
同比增长	-20%	12%	-11%	662%	73%
每股收益(元)	0.12	0.13	0.12	0.89	1.53
PE	118.1	105.0	117.7	15.5	8.9
PB	7.6	5.3	-14.7	-176.0	11.5

资料来源：公司数据、招商证券

图 1：芳源股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：芳源股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《格林美（002340）：被低估的三元前驱体龙头》2022-07-13
- 2、《格林美（002340）-2021 年报和 2022 一季报点评：高端产品&镍钴资源提升盈利能力》2022-04-28
- 3、《格林美（002340）—2021 年三季报点评：业绩基本符合预期，国内外订单助力产能释放》

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	900	1877	2116	5024	6979
现金	115	277	200	200	200
交易性投资	0	60	60	60	60
应收票据	60	146	180	477	676
应收款项	177	345	401	1064	1507
其它应收款	2	2	2	6	9
存货	459	848	1029	2574	3618
其他	87	199	244	643	909
非流动资产	550	997	1123	1428	1700
长期股权投资	6	10	10	10	10
固定资产	379	439	584	905	1190
无形资产商誉	70	132	118	107	96
其他	96	417	411	407	404
资产总计	1450	2874	3239	6452	8678
流动负债	424	1174	3342	6120	7699
短期借款	221	542	2590	4337	5220
应付账款	185	547	671	1678	2358
预收账款	5	11	14	34	48
其他	12	73	68	71	73
长期负债	95	362	362	362	362
长期借款	28	245	245	245	245
其他	67	117	117	117	117
负债合计	519	1536	3704	6482	8061
股本	429	512	512	512	512
资本公积金	366	617	617	617	617
留存收益	133	199	(1604)	(1168)	(520)
少数股东权益	4	10	10	10	9
归属于母公司所有者权益	927	1328	(475)	(40)	608
负债及权益合计	1450	2874	3239	6452	8678

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	191	121	(24)	(1185)	(149)
净利润	59	67	59	453	783
折旧摊销	35	52	69	83	118
财务费用	9	21	34	147	199
投资收益	1	1	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	84	(15)	(195)	(1931)	(1294)
其它	1	(5)	10	65	46
投资活动现金流	(178)	(474)	(198)	(398)	(398)
资本支出	(197)	(410)	(200)	(400)	(400)
其他投资	19	(64)	2	2	2
筹资活动现金流	(51)	501	145	1583	547
借款变动	679	1785	2042	1748	883
普通股增加	0	83	0	0	0
资本公积增加	19	251	0	0	0
股利分配	(703)	(1650)	(1863)	(18)	(136)
其他	(47)	32	(34)	(147)	(199)
现金净增加额	(39)	149	(77)	0	0

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	993	2070	2542	6748	9556
营业成本	840	1821	2231	5581	7845
营业税金及附加	3	7	9	23	32
营业费用	4	4	5	13	18
管理费用	34	48	89	202	239
研发费用	45	91	112	297	382
财务费用	9	18	34	147	199
资产减值损失	2	(9)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	6	3	3	3	3
投资收益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	65	73	65	487	842
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	64	72	64	486	841
所得税	5	5	4	34	58
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)
归属于母公司净利润	59	67	60	453	784

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	4%	108%	23%	165%	42%
营业利润	-27%	12%	-11%	651%	73%
归母净利润	-20%	12%	-11%	662%	73%
获利能力					
毛利率	15.4%	12.0%	12.3%	17.3%	17.9%
净利率	6.0%	3.2%	2.3%	6.7%	8.2%
ROE	6.6%	5.9%	14.0%	-176.0%	275.9%
ROIC	6.1%	5.1%	4.1%	17.1%	18.2%
偿债能力					
资产负债率	35.8%	53.4%	114.4%	100.5%	92.9%
净负债比率	17.2%	27.6%	87.5%	71.0%	63.0%
流动比率	2.1	1.6	0.6	0.8	0.9
速动比率	1.0	0.9	0.3	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	1.0	0.8	1.4	1.3
存货周转率	1.9	2.8	2.4	3.1	2.5
应收账款周转率	4.2	5.7	4.7	6.4	5.1
应付账款周转率	5.7	5.0	3.7	4.8	3.9
每股资料(元)					
EPS	0.12	0.13	0.12	0.89	1.53
每股经营净现金	0.37	0.24	-0.05	-2.32	-0.29
每股净资产	1.81	2.59	-0.93	-0.08	1.19
每股股利	1.94	3.64	0.03	0.27	0.46
估值比率					
PE	118.1	105.0	117.7	15.5	8.9
PB	7.6	5.3	-14.7	-176.0	11.5
EV/EBITDA	99.3	76.3	62.6	14.7	9.1

资料来源：公司数据、招商证券

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。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。10年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind最具影响力分析等。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，11年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

赖如川：招商证券有色研究员。中国人民大学金融硕士、理学学士，曾就职于中国银行总行。2021年加入招商证券。

杜开欣：招商证券有色研究员。香港中文大学会计理学硕士，吉林大学本科。2021年加入招商证券。

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，任何机构和个人均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。