

产品客户定位高端，强化原材料布局保供降本

2023 年 04 月 14 日

➤ **事件说明。**公司发布 2022 年年报, 全年实现营收 29.35 亿元, 同比+41.83%; 实现归母净利润 0.05 亿元, 同比-92.83%; 实现归母扣非净利 0.16 亿元, 同比-75.45%。

➤ **22Q4 业绩。**从 Q4 单季度看, 公司营收 10.5 亿元, 同比+94.95%, 环比+11.82%; 归母净利润为-0.17 亿元, 同比-181.42%, 环比-189.8%; 归母扣非净利-0.06 亿元, 同比+31.03%, 环比-130%。

➤ **深耕三元前驱体，与松下深度合作匹配优质供应链。**产品方面, 公司深耕三元前驱体, 22 年营收 24.53 亿元, 占总营收的 83.59%。其中 NCA 前驱体营收 21.41 亿元, 占比 72.93%, 同比+61.40%; NCM 前驱体营收 3.13 亿元, 占比 10.65%, 同比-41.77%。从出货量看, 22 年公司销售 NCA 产品 1.66 万吨, NCM 产品 0.3 万吨, 保持良好供货能力。**客户方面,**公司定位于高端路线的高镍 NCA 优质供应商, 多年来与松下、贝特瑞、巴斯夫杉杉等国内外主流动力电池及正极材料厂商建立了紧密合作关系, 且对松下实现超高镍 9 系产品的批量出货, 大客户战略有效确保订单稳定性及持续性。与此同时公司积极开拓其他客户, 有望推动业务规模进一步上量。

➤ **股权激励等费用支出导致短期业绩承压，长期向好趋势不改。**根据 2018 年及 2021 年股权激励方案确认的 22 年当期费用合计 0.98 亿元, 对公司 22 年利润造成较大影响。随着后续股权激励费用摊销逐步降低, 业绩压力有望得到一定缓解。更进一步看, 凭借深厚技术及充沛产能, 公司与松下合作进入特斯拉供应链, 在海外新能源汽车高增长趋势下有望获得更大的成长空间。

➤ **加快优质产能建设，强化原材料保供降本能力。**产能方面, 1) 年产 5 万吨高端三元锂电前驱体产能项目已进入设备调试状态, 并逐步与客户对接进行产线认证。2) 与飞南资源、超成投资签署合作框架协议, 围绕三元前驱体业务开展全方位合作, 产能规划 5 万吨。**原材料布局:** 1) 1 万吨氢氧化锂产能项目积极推进建设中, 另外 6000 吨电池级单水氢氧化锂建设项目已开工建设。2) 公司拟投资建设报废 30 万吨磷酸铁锂电池回收、年产 8 万吨磷酸铁锂正极材料项目。随着原材料布局落地, 公司成本优势将逐步凸显。

➤ **投资建议:**我们预计公司 2023-2025 年实现营收 50.18/71.96/91.66 亿元, 同比+71%/+43.4%/+27.4%; 归母净利润分别为 1.57/3.19/4.37 亿元, 同比+3172.7%/+103.6%/+37%。4 月 14 日收盘价对应 PE 为 42x/21x/15x, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:**新能源车销量不及预期, 行业竞争加剧, 原材料波动超预期, 产能释放节奏不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,935	5,018	7,196	9,166
增长率 (%)	41.8	71.0	43.4	27.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	5	157	319	437
增长率 (%)	-92.8	3172.7	103.6	37.0
每股收益 (元)	0.01	0.31	0.62	0.85
PE	1391	42	21	15
PB	4.4	4.1	3.5	2.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 14 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

13.01 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 赵丹

执业证书: S0100122120021

电话: 021-60876734

邮箱: zhaodan@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书: S0100122060007

电话: 021-60876734

邮箱: xiziyi@mszq.com

相关研究

1. 芳源股份 (688148.SH) 2022 年三季度报点评: 业绩大幅反弹, 盈利能力持续改善-2022/11/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,935	5,018	7,196	9,166
营业成本	2,611	4,459	6,239	7,855
营业税金及附加	5	8	11	14
销售费用	8	10	22	37
管理费用	92	115	173	229
研发费用	147	201	324	458
EBIT	60	222	420	560
财务费用	32	34	51	59
资产减值损失	-11	-15	-19	-23
投资收益	-4	-2	-2	-3
营业利润	21	170	344	471
营业外收支	-16	-2	-3	-4
利润总额	5	168	341	467
所得税	1	12	24	33
净利润	5	156	317	435
归属于母公司净利润	5	157	319	437
EBITDA	128	302	523	687

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	678	846	803	861
应收账款及票据	554	860	1,368	1,941
预付款项	98	45	62	79
存货	1,343	2,428	3,228	3,850
其他流动资产	169	175	282	357
流动资产合计	2,843	4,354	5,744	7,088
长期股权投资	8	8	8	8
固定资产	611	770	907	1,021
无形资产	129	129	127	126
非流动资产合计	1,361	1,794	2,102	2,287
资产合计	4,204	6,148	7,845	9,374
短期借款	425	775	875	875
应付账款及票据	1,079	2,199	3,248	4,261
其他流动负债	167	239	220	301
流动负债合计	1,672	3,213	4,343	5,437
长期借款	404	704	954	954
其他长期负债	613	613	613	613
非流动负债合计	1,016	1,316	1,566	1,566
负债合计	2,688	4,529	5,909	7,004
股本	512	512	512	512
少数股东权益	11	10	9	7
股东权益合计	1,516	1,619	1,936	2,371
负债和股东权益合计	4,204	6,148	7,845	9,374

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	41.83	70.96	43.41	27.37
EBIT 增长率	-35.10	271.44	88.99	33.46
净利润增长率	-92.83	3172.68	103.56	36.99
盈利能力 (%)				
毛利率	11.04	11.15	13.30	14.31
净利润率	0.16	3.12	4.43	4.77
总资产收益率 ROA	0.11	2.55	4.06	4.66
净资产收益率 ROE	0.32	9.74	16.55	18.48
偿债能力				
流动比率	1.70	1.36	1.32	1.30
速动比率	0.74	0.53	0.53	0.55
现金比率	0.41	0.26	0.18	0.16
资产负债率 (%)	63.94	73.67	75.32	74.71
经营效率				
应收账款周转天数	52.83	50.00	55.00	60.00
存货周转天数	187.66	200.00	190.00	180.00
总资产周转率	0.83	0.97	1.03	1.06
每股指标 (元)				
每股收益	0.01	0.31	0.62	0.85
每股净资产	2.94	3.14	3.77	4.62
每股经营现金流	-0.59	0.27	0.36	0.89
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	1391	42	21	15
PB	4.4	4.1	3.5	2.8
EV/EBITDA	57.85	26.09	15.64	11.82
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	5	156	317	435
折旧和摊销	68	80	104	127
营运资金变动	-443	-173	-343	-233
经营活动现金流	-300	137	186	456
资本开支	-354	-517	-417	-320
投资	60	0	0	0
投资活动现金流	-293	-519	-420	-323
股权募资	643	0	0	0
债务募资	483	650	258	0
筹资活动现金流	976	549	190	-75
现金净流量	383	168	-43	58

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。本报告清晰准确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