

芳源股份 (688148) 2022年三季度报点评

## 三季度业绩回暖，盈利能力环比提升

### 事项:

- ❖ 22Q3 营业收入 9.39 亿, 同比+49.59%, 环比+73.42%; 归母净利润 0.19 亿, 同比增长+1.82%, 环比+279.45%; 扣非归母净利润 0.20 亿元, 同比+0.23%, 环比+306.31%。22Q3 毛利率 13.36%, 环比上升 1.19pcts; 22Q3 费用率 7.93%, 环比下降 2.86 pcts; 22Q3 净利率 2.05%, 环比上升 1.12pcts。

### 评论:

- ❖ **盈利能力持续改善:** 22Q3 毛利率环比上升 1.19%, 业绩回暖, 主要原因系下游市场需求增加, NCA 电池持续放量, 硫酸镍、硫酸钴等材料价格下调以及公司费用控制起效, 盈利能力持续改善;
- ❖ **募投产能逐步释放:** 公司积极推进各产能项目, 募投项目 5 万吨三元锂电前驱体和 1 万吨电池氢氧化锂预计 23 年 6 月达到预定可使用状态, 芳源锂电 2.5 万吨三元前驱体和 6 千吨电池级单水氢氧化锂项目、广西芳源飞南 5 万吨三元正极材料前驱体项目正在按进度推进当中, 预计产能逐步释放伴随规模效应, 单吨净利将有提升空间;
- ❖ **深度参与松下产业链条:** 松下作为重要供应商及下游客户, 公司与松下合作方式由外采直销模式转为直采直销模式, 即公司直接向松下采购镍豆、钴豆原材料, 借助松下资金实力及议价能力长期保障供应链的稳定性。公司生产 NCA 三元前驱体销售至松下应用于新能源动力电池市场, 松下 20 年/21 年销售占比为 62.71%/44.49%, 依托松下-特斯拉、贝特瑞-松下链条, 利于进一步挖掘海外下游市场潜在需求;
- ❖ **投资建议:** 基于公司盈利能力持续改善, 产能释放量价齐升潜力, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为分别为 0.88/4.70/7.27 亿元 (因募投项目延期交付、产能释放放缓而下调预测值, 22-24 年原预测值为 1.30/5.13/8.09 亿元), 对应 EPS 分别为 0.17/0.92/1.42 元。参考可比公司估值, 给予公司 23 年业绩 25 倍 PE, 对应股价 22.9 元, 维持“强推”评级。
- ❖ **风险因素:** 客户集中度过高、原材料供应商集中度较高、原材料价格波动风险等。

### 主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	2,070	3,485	7,165	9,830
同比增速(%)	108.5%	68.4%	105.6%	37.2%
归母净利润(百万)	67	88	470	727
同比增速(%)	12.5%	31.8%	434.2%	54.9%
每股盈利(元)	0.13	0.17	0.92	1.42
市盈率(倍)	134	102	19	12
市净率(倍)	6.7	6.1	4.6	3.4

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2022 年 11 月 11 日收盘价

## 强推 (维持)

目标价: 22.9 元

当前价: 17.48 元

### 华创证券研究所

证券分析师: 黄麟

邮箱: huanglin1@hcyjs.com

执业编号: S0360522080001

联系人: 何家金

邮箱: hejiajin@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	51,171.80
已上市流通股(万股)	38,123.60
总市值(亿元)	89.45
流通市值(亿元)	66.64
资产负债率(%)	67.14
每股净资产(元)	2.70
12 个月内最高/最低价	40.89/13.32

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《芳源股份 (688148) 跟踪分析报告: 半年报业绩同比低迷, 产能环比拉动回升》

2022-09-22

《芳源股份 (688148) 2021 年报点评: NCM&NCA 前驱体齐放量, 携优质客户共成长》

2022-04-12

《芳源股份 (688148) 深度研究报告: 高镍三元大时代, NCA 前驱体领航者》

2021-12-19

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	277	437	552	1,331
应收票据	146	108	222	305
应收账款	345	497	1,038	1,433
预付账款	27	44	77	170
存货	848	1,049	2,063	2,830
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	234	242	498	675
流动资产合计	1,877	2,377	4,450	6,744
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	10	10	10	59
固定资产	439	559	684	795
在建工程	302	420	538	656
无形资产	132	148	171	183
其他非流动资产	114	58	56	56
非流动资产合计	997	1,195	1,459	1,749
<b>资产合计</b>	<b>2,874</b>	<b>3,572</b>	<b>5,909</b>	<b>8,493</b>
短期借款	542	490	465	458
应付票据	55	450	929	1,338
应付账款	492	555	1,769	3,001
预收款项	0	0	0	0
合同负债	11	19	39	53
其他应付款	46	46	46	46
一年内到期的非流动负债	6	6	6	6
其他流动负债	22	37	67	75
流动负债合计	1,174	1,603	3,321	4,977
长期借款	245	445	595	795
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	117	48	48	48
非流动负债合计	362	493	643	843
<b>负债合计</b>	<b>1,536</b>	<b>2,096</b>	<b>3,964</b>	<b>5,820</b>
归属母公司所有者权益	1,328	1,466	1,935	2,663
少数股东权益	10	10	10	10
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,338</b>	<b>1,476</b>	<b>1,945</b>	<b>2,673</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,874</b>	<b>3,572</b>	<b>5,909</b>	<b>8,493</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>121</b>	<b>253</b>	<b>366</b>	<b>1,023</b>
现金收益	137	182	609	882
存货影响	-389	-201	-1,014	-767
经营性应收影响	-276	-130	-688	-570
经营性应付影响	408	457	1,693	1,641
其他影响	241	-55	-234	-163
<b>投资活动现金流</b>	<b>-474</b>	<b>-237</b>	<b>-356</b>	<b>-399</b>
资本支出	-413	-309	-358	-350
股权投资	-4	0	0	-50
其他长期资产变化	-57	72	2	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>501</b>	<b>144</b>	<b>105</b>	<b>155</b>
借款增加	543	148	125	192
股利及利息支付	-29	-39	-47	-48
股东融资	380	380	380	380
其他影响	-393	-345	-353	-369

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2,070</b>	<b>3,485</b>	<b>7,165</b>	<b>9,830</b>
营业成本	1,821	2,998	5,896	8,089
税金及附加	7	14	29	29
销售费用	4	21	46	39
管理费用	48	162	308	383
研发费用	91	154	294	393
财务费用	18	39	47	47
信用减值损失	-9	1	1	1
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-1	2	2	2
其他收益	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	<b>73</b>	<b>103</b>	<b>552</b>	<b>855</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>72</b>	<b>103</b>	<b>552</b>	<b>855</b>
所得税	5	15	82	128
<b>净利润</b>	<b>67</b>	<b>88</b>	<b>470</b>	<b>727</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>67</b>	<b>88</b>	<b>470</b>	<b>727</b>
NOPLAT	84	121	509	767
EPS(摊薄) (元)	0.13	0.17	0.92	1.42

**主要财务比率**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	108.5%	68.4%	105.6%	37.2%
EBIT 增长率	22.6%	57.9%	321.7%	50.5%
归母净利润增长率	12.5%	31.8%	434.2%	54.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	12.0%	14.0%	17.7%	17.7%
净利率	3.2%	2.5%	6.6%	7.4%
ROE	5.0%	6.0%	24.1%	27.2%
ROIC	4.2%	5.6%	19.1%	22.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	53.4%	58.7%	67.1%	68.5%
债务权益比	68.0%	67.0%	57.3%	48.9%
流动比率	1.6	1.5	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.8	0.7	0.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	1.0	1.2	1.2
应收账款周转天数	45	43	39	45
应付账款周转天数	58	63	71	106
存货周转天数	129	114	95	109
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.13	0.17	0.92	1.42
每股经营现金流	0.24	0.49	0.72	2.00
每股净资产	2.60	2.86	3.78	5.20
<b>估值比率</b>				
P/E	134	102	19	12
P/B	7	6	5	3
EV/EBITDA	1,091	782	223	153

## 电力设备新能源小组团队介绍

### 中游制造组组长，电力设备新能源首席研究员：黄麟

吉林大学材料化学博士，深圳大学材料学博士后，曾任职于新时代证券/方正证券/德邦证券研究所。2022年加入华创证券研究所。

### 高级分析师：盛炜

墨尔本大学金融专业硕士，入行5年，其中买方经验2年。2022年加入华创证券研究所。

### 高级研究员：苏千叶

中南大学硕士，研究方向锂电池，曾任上汽新能源动力电池工程师、德邦电新研究员，2022年加入华创证券研究所。

### 高级研究员：何家金

上海大学硕士。2年电新研究经验，曾任职于方正证券研究所、德邦证券研究所，2022年加入华创证券研究所。

### 高级研究员：吴含

中山大学金融学学士，伦敦大学国王学院金融硕士。1年产业，2年电新研究经验，曾任职于西部证券研究所、明阳智能投关部、德邦证券研究所。2022年加入华创证券研究所。

### 研究员：梁旭

武汉大学物理学本科，港中文金融硕士，曾任职于德邦证券研究所。2022年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：代昌祺

西北农林科技大学金融学硕士，曾任职于德邦证券研究所。2022年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	深圳机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570
汪丽燕		高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
董姝彤		销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
巢莫雯		销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
张嘉慧		销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
邓洁		销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
王春丽		销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	李凯	资深销售经理	021-20572554	likai@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522