

业绩韧性强，钠电正极加快放量实现突破

2023 年 05 月 01 日

➤ **事件说明。**公司发布 2022 年报及 2023 一季报。2022 年实现营业收入 139.3 亿元，同比+152.7%；归母净利润 12.7 亿元，同比+208.4%；归母扣非净利 12.5 亿元，同比+209.5%。2023 年一季度实现营业收入 20.1 亿元，同比-22.2%；归母净利润 0.71 亿元，同比-79.4%；归母扣非净利 0.72 亿元，同比-78.9%。

➤ **单晶技术行业领先，业绩韧性强看好后续发展。**得益于下游新能源汽车需求旺盛，公司正极材料销量实现快速增长，2022 年三元正极销量 4.44 万吨，同比+34.42%。技术积淀深厚丰富产品矩阵，1) 中镍 5 系成熟应用在国内外主流车型；2) 单晶三元技术路线业内领先，2022 年产量国内排名第三，对应产量占比为 17%。单晶高压 6 系产品凭借较高能量密度及成本经济性实现快速放量，2022 年营收占比达到 15.85%，较 2021 年的 2.31% 有显著增长。3) 深刻把握高镍化趋势，2022 年高镍 8 系营收 50.75 亿元，同比+143.3%，占比达到 36.43%。超高镍 9 系实现了十吨级以上的出货。不断完善的产品布局有效满足下游客户需求，公司与国内主流电池厂建立了广泛合作。优秀的供应链管理能力的进一步保障其盈利水平，2022 年正极材料单吨归母净利为 2.82 万元/吨。2023 年一季度，公司业绩出现一定程度下滑但仍展现出强劲韧性，出货量预计 7000 吨，对应单吨净利预计在 1 万元/吨。在行业整体出现剧烈波动的情况下，公司审时度势积极调整原材料库存策略，谨慎计提资产减值损失 0.53 亿元，有利于后续轻装上阵。

➤ **优质产能建设稳步推进，钠电正极出货实现突破。**产能方面，2022 年度公司产能利用率超过 90%，有效产能达 5 万吨，规模效应释放带来降本增效。公司根据市场需求及自身禀赋稳步推进产能扩张，继续推进义龙三期项目建设，该产线主要用于生产高镍、中高镍及中镍三元正极材料，并兼容钠离子电池正极材料的生产。**新技术方面**，公司立志成为行业领先者，在钠电正极领域具备先发优势并率先实现数十吨级别销售。公司单晶钠电正极材料具备良好的高温高压循环性能，特别是高温稳定性，得到客户广泛认可，有望成为其第二成长曲线。

➤ **投资建议：**考虑到公司在行业深耕多年且整体经营稳健，我们预计公司 2023-2025 年实现营收 137.92/142.72/164.55 亿元，同比 -1%/+3.5%/+15.3%；归母净利润分别为 8.01/10.42/13.81 亿元，同比 -37.1%/+30.1%/+32.5%。4 月 28 日收盘价对应 PE 为 19x/15x/11x，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) | 13,936 | 13,792 | 14,272 | 16,455 |
| 增长率 (%) | 152.7 | -1.0 | 3.5 | 15.3 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 1,272 | 801 | 1,042 | 1,381 |
| 增长率 (%) | 208.4 | -37.1 | 30.1 | 32.5 |
| 每股收益 (元) | 2.87 | 1.81 | 2.35 | 3.12 |
| PE | 12 | 19 | 15 | 11 |
| PB | 3.8 | 3.4 | 2.9 | 2.5 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

35.21 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. 振华新材 (688707.SH) 2022 年三季报点评：Q3 业绩符合预期，量价齐升带动业绩增长-2022/11/01

2. 振华新材 (688707.SH) 2022 年半年度点评：单吨盈利持续提升，钠电正极带来第二增长力-2022/08/27

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 | 13,936 | 13,792 | 14,272 | 16,455 |
| 营业成本 | 12,029 | 12,274 | 12,416 | 14,068 |
| 营业税金及附加 | 24 | 28 | 29 | 33 |
| 销售费用 | 12 | 21 | 26 | 33 |
| 管理费用 | 76 | 138 | 114 | 132 |
| 研发费用 | 251 | 303 | 343 | 428 |
| EBIT | 1,519 | 982 | 1,279 | 1,678 |
| 财务费用 | 97 | 85 | 100 | 109 |
| 资产减值损失 | -11 | -11 | -15 | -18 |
| 投资收益 | 24 | 28 | 29 | 33 |
| 营业利润 | 1,446 | 913 | 1,193 | 1,584 |
| 营业外收支 | 11 | 7 | 5 | 3 |
| 利润总额 | 1,457 | 920 | 1,198 | 1,587 |
| 所得税 | 185 | 120 | 156 | 206 |
| 净利润 | 1,272 | 801 | 1,042 | 1,381 |
| 归属于母公司净利润 | 1,272 | 801 | 1,042 | 1,381 |
| EBITDA | 1,655 | 1,184 | 1,517 | 1,936 |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 1,899 | 3,032 | 3,799 | 4,531 |
| 应收账款及票据 | 2,780 | 1,604 | 2,538 | 2,036 |
| 预付款项 | 36 | 61 | 62 | 70 |
| 存货 | 1,825 | 2,255 | 1,513 | 2,362 |
| 其他流动资产 | 1,654 | 1,687 | 1,596 | 1,668 |
| 流动资产合计 | 8,195 | 8,640 | 9,508 | 10,668 |
| 长期股权投资 | 56 | 56 | 56 | 56 |
| 固定资产 | 2,367 | 2,651 | 2,990 | 3,200 |
| 无形资产 | 216 | 413 | 510 | 557 |
| 非流动资产合计 | 2,877 | 3,325 | 3,738 | 3,980 |
| 资产合计 | 11,072 | 11,965 | 13,246 | 14,647 |
| 短期借款 | 720 | 1,020 | 1,270 | 1,470 |
| 应付账款及票据 | 3,780 | 3,039 | 2,824 | 2,647 |
| 其他流动负债 | 1,209 | 1,393 | 1,496 | 1,624 |
| 流动负债合计 | 5,709 | 5,451 | 5,590 | 5,740 |
| 长期借款 | 1,236 | 1,836 | 2,236 | 2,536 |
| 其他长期负债 | 38 | 38 | 38 | 38 |
| 非流动负债合计 | 1,274 | 1,874 | 2,274 | 2,574 |
| 负债合计 | 6,983 | 7,325 | 7,864 | 8,315 |
| 股本 | 443 | 443 | 443 | 443 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 4,089 | 4,640 | 5,382 | 6,332 |
| 负债和股东权益合计 | 11,072 | 11,965 | 13,246 | 14,647 |

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 | 152.69 | -1.03 | 3.48 | 15.29 |
| EBIT 增长率 | 185.83 | -35.34 | 30.29 | 31.15 |
| 净利润增长率 | 208.36 | -37.06 | 30.14 | 32.54 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 13.68 | 11.01 | 13.01 | 14.51 |
| 净利润率 | 9.13 | 5.81 | 7.30 | 8.39 |
| 总资产收益率 ROA | 11.49 | 6.69 | 7.87 | 9.43 |
| 净资产收益率 ROE | 31.11 | 17.26 | 19.36 | 21.81 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.44 | 1.58 | 1.70 | 1.86 |
| 速动比率 | 1.10 | 1.15 | 1.41 | 1.43 |
| 现金比率 | 0.33 | 0.56 | 0.68 | 0.79 |
| 资产负债率 (%) | 63.07 | 61.22 | 59.37 | 56.77 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 32.70 | 40.00 | 35.00 | 30.00 |
| 存货周转天数 | 50.06 | 60.00 | 55.00 | 50.00 |
| 总资产周转率 | 1.55 | 1.20 | 1.13 | 1.18 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 2.87 | 1.81 | 2.35 | 3.12 |
| 每股净资产 | 9.23 | 10.47 | 12.15 | 14.30 |
| 每股经营现金流 | 2.61 | 2.74 | 2.66 | 2.92 |
| 每股股利 | 0.70 | 0.80 | 0.90 | 0.90 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 12 | 19 | 15 | 11 |
| PB | 3.8 | 3.4 | 2.9 | 2.5 |
| EV/EBITDA | 8.27 | 10.61 | 7.78 | 5.71 |
| 股息收益率 (%) | 1.99 | 2.27 | 2.56 | 2.56 |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 1,272 | 801 | 1,042 | 1,381 |
| 折旧和摊销 | 137 | 202 | 237 | 258 |
| 营运资金变动 | -371 | 60 | -307 | -595 |
| 经营活动现金流 | 1,157 | 1,212 | 1,179 | 1,292 |
| 资本开支 | -844 | -643 | -646 | -497 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -841 | -615 | -617 | -464 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 306 | 900 | 650 | 500 |
| 筹资活动现金流 | -138 | 536 | 205 | -96 |
| 现金净流量 | 177 | 1,133 | 767 | 732 |

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