

业绩承压，期待锂供需关系改善

华泰研究

2024年3月15日 | 中国内地

更新报告

其他金属非金属新材料及加工

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

22.80

研究员

SAC No. S0570517050001
SFC No. BPN269

李斌

libin@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

研究员

SAC No. S0570522030001

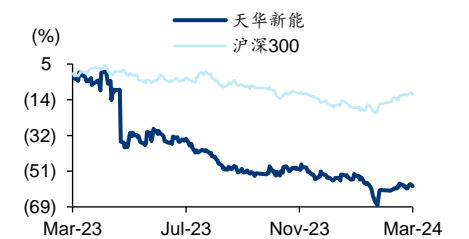
马晓晨

maxiaochen@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(人民币)	22.80
收盘价(人民币 截至3月14日)	22.14
市值(人民币百万)	18,543
6个月平均日成交额(人民币百万)	366.82
52周价格范围(人民币)	16.91-53.68
BVPS(人民币)	14.66

股价走势图



资料来源: Wind

公司23年预告实现归母净利润16.5-17.5亿元，给予“增持”评级

根据公司公告，预计2023年归母净利润16.5-17.5亿元，同比下降73.43%-74.95%。盈利大幅下降主要为23年氢氧化锂价格下跌所致。我们判断24/25年锂价将呈现寻底后逐步企稳走势，因此假设23-25年氢氧化锂(含税)均价分别为26.89/8.60/10.00万元/吨，预计公司23-25年归母净利润分别为16.54/9.70/16.44元，预计公司同期每股净资产14.44/15.20/16.93元。可比公司24年Wind一致预期PB(24E)均值1.46X，考虑到公司近期产能释放节奏快，客户资源优势显著，给予公司PB(24E)1.50X。测算公司总市值目标190.96亿元，目标价22.80元，给予“增持”评级。

23年业绩承压，管理层多举措推动公司质量回报双提升

23年受上游产能扩张过快及下游新能源汽车等领域需求增速放缓影响，氢氧化锂价格下跌幅度较大。公司目前锂电业务以采购精矿后进行冶炼加工成电池级氢氧化锂材料为主，公司该板块22年毛利占比高达97%。锂价下跌对公司业绩造成较大幅度影响。行业下行周期下，为增强投资者信心，提升公司质量，公司在2月26日发布推动“质量回报双提升”行动方案，主要举措包括：聚焦主业、创新驱动，回购增持、现金分红以及提高信披质量等。

公司加快锂电一体化布局，与宁德时代形成全方位战略合作关系

公司加快锂电一体化布局，伟能锂业规划氢氧化锂二期产能2.5万吨，投产后可合计氢氧化锂产能将达到16万吨。资源端，公司积极寻求矿山布局，截至23Q3拥有AVZ公司6.73%股权，该公司持有目前全球储量最大、品位最好的硬岩锂矿床之一Manono项目75%权益，该项目量产后有望成为公司最大锂精矿来源。同时公司在建年产90万吨的锂辉石原矿精选项目已接近投产，原料端保障将得到进一步加强。此外宁德时代作为全球锂电行业龙头，公司与其形成包括产品供应、战略持股、合资建厂等多方位的合作关系。其中公司与宁德时代的合资子公司天宜锂业目前拥有7.5万吨氢氧化锂产能和3万吨碳酸锂产能，未来规划建设碳酸锂产能达到10万吨。

海外锂矿出现减产信号，锂价或在24/25年磨底后有所回暖

锂行业供给过剩格局仍在延续。但在锂价持续下跌影响下，近期包括Finnis等部分高成本矿山宣布停产，同时Greenbush、Mt Cattlin等低成本矿山下调了24年的产量指引，锂供给过剩格局已出现一定程度收窄迹象。若锂价在后续继续下探，可能引发更多矿山减产，锂供需格局或迎来实质性改善。基于此判断，我们预计24/25年锂供需过剩比例分别为5.76%/1.96%，锂价有望实现寻底后企稳态势。

风险提示：海外矿山扩产超预期，下游需求不及预期等

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	3,398	17,030	17,165	9,595	14,211
+/-%	158.73	401.26	0.79	(44.10)	48.11
归属母公司净利润(人民币百万)	910.70	6,586	1,654	970.02	1,644
+/-%	218.44	623.16	(74.89)	(41.35)	69.52
EPS(人民币,最新摊薄)	1.09	7.86	1.97	1.16	1.96
ROE(%)	40.87	88.03	13.89	7.82	12.22
PE(倍)	20.36	2.82	11.21	19.12	11.28
PB(倍)	5.72	1.58	1.53	1.46	1.31
EV EBITDA(倍)	12.10	1.52	5.96	9.67	5.31

资料来源:公司公告、华泰研究预测

盈利预测与估值

盈利预测

1. 锂行业供需

2023 年年初至今，受海内外企业持续扩产以及需求端增长不及预期影响，全球锂行业供需格局由此前的短缺转向过剩。根据我们测算，2023 年锂供给过剩占比达到 8.49%。成本压力下，海外 Finnis 等高成本矿山出现停产信号，同时格林布什等大型矿山也于近期下调了 24 年产量指引。若锂盐价格在后续继续下探，可能引发更多矿山减产，行业供需关系有望得到逐步改善，据此我们预计 24/25 年锂行业过剩量占比分别为 5.76%/1.96%，过剩占比将逐步收敛。

图表1：全球锂行业供需测算

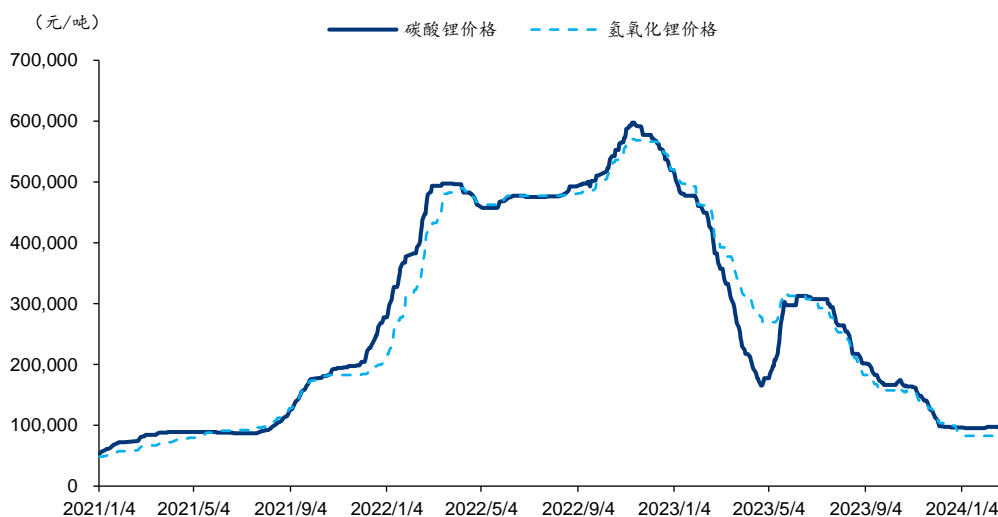
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
全球锂供给 (万吨)	59.5	78.3	106.7	133.7	168.7
Yoy	60.5%	31.7%	36.2%	25.4%	26.1%
全球锂需求 (万吨)	66.3	87.2	98.3	126.5	165.5
Yoy	47.7%	31.4%	12.8%	28.6%	30.8%
全球锂供需平衡 (万吨)	(6.9)	(8.8)	8.35	7.28	3.2
过剩/需求比例	-10.36%	-10.12%	8.49%	5.76%	1.96%

资料来源：各公司公告、SNE Research、GGII、华泰研究预测

注：锂供需量均为折合碳酸锂当量

2023 年在供需格局持续恶化下，锂盐价格从年初接近 60 万元/吨持续下跌至年末的约 10 万元/吨。近期因环保政策预期扰动及下游需求回升，锂盐价格有所反弹，但短期内预计整体供给过剩格局仍将延续，价格上行空间有限。长期来看，若 24/25 年供需过剩情况逐步收敛，我们判断锂价可能在二次探底后呈现逐步企稳回暖态势。

图表2：本轮锂周期价格走势



资料来源：Wind，华泰研究

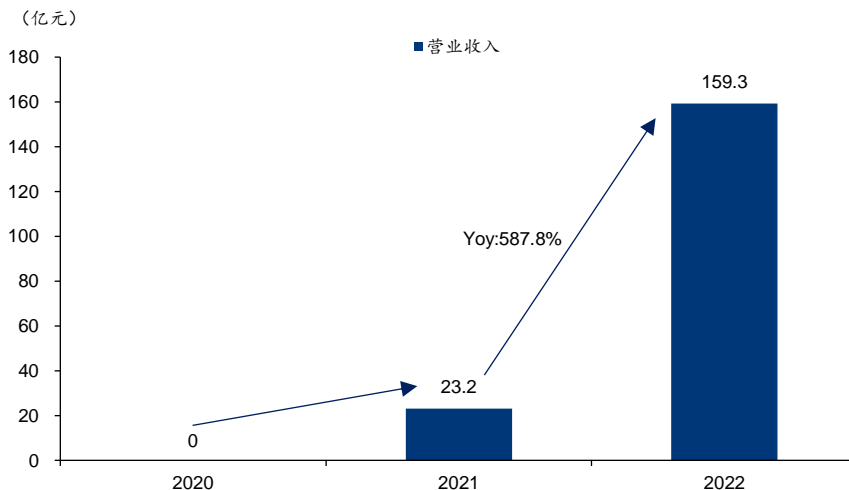
2. 公司战略

2 月 26 日，公司发布推动“质量回报双提升”行动方案。具体举措包括：聚焦主业、创新驱动，回购增持、现金分红以及提高信披质量等。以增强投资者获得感，提升公司质量和投资价值。

3. 锂电材料业务

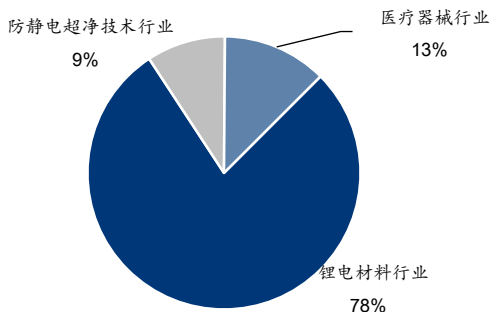
公司在 2020 年切入锂电材料生产领域，主要生产电池级氢氧化锂成品，此后迅速发展成为全球最大的氢氧化锂冶炼商之一。21 至 22 年，公司氢氧化锂产量从 2.36 万吨上升至 4.53 万吨，同比增长 91.9%；锂电材料业务营收从 23.2 亿元上升至 159.3 亿元，同比上涨 587.8%；毛利贡献比例从 78% 上升至 97%。

图表3：公司锂电材料业务营收迅速提升



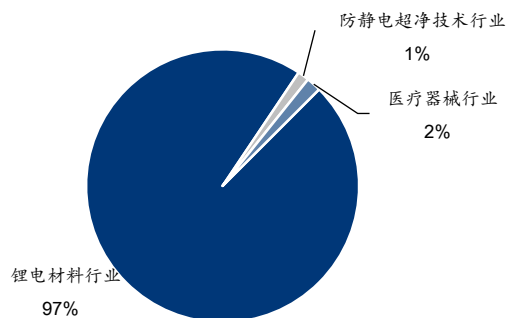
资料来源：Wind，华泰研究

图表4：2021 年公司各业务板块毛利贡献



资料来源：Wind，华泰研究

图表5：2022 年公司各业务板块毛利贡献



资料来源：Wind，华泰研究

公司截至 2023 年年底共计拥有氢氧化锂产能 13.5 万吨，远期规划产能达到 16 万吨。随着子公司天华时代 6 万吨和伟能锂业 2.5 万吨氢氧化锂产能相继在 2023 年投产，公司目前合计拥有 13.5 万吨氢氧化锂产能。根据公告，子公司伟能锂业远期还规划 2.5 万吨氢氧化锂二期项目，投产后公司氢氧化锂产能将达到 16 万吨。

积极布局碳酸锂和锂材精选产能，加快一体化步伐。公司规划建设碳酸锂产能 10 万吨，其中一期 3 万吨产能在 2023 年 7 月实现投产，此外公司在建年产 90 万吨的锂辉石原矿精选项目已接近投产，该项目完工后，公司将具备锂辉石原矿自行精选能力，进一步加强产品原料供应链的安全。

图表6：公司锂盐产能汇总

所属子公司	权益比例	其他参股股东	目前产能情况	远期规划（包括现有产能）
天宜锂业	75%	宁德时代	5万吨氢氧化锂	5万吨氢氧化锂
四川天华时代	93%	苏州天华睿远企业管理合伙企业	6万吨氢氧化锂	6万吨氢氧化锂
伟能锂业	75%	天宜锂业全资子公司	2.5万吨氢氧化锂	2.5万吨氢氧化锂
奉新时代	75%	天宜锂业全资子公司	3万吨碳酸锂产能	10万吨碳酸锂

资料来源：公司公告、华泰研究

与宁德时代深度绑定，下游客户资源稳固。公司与宁德时代合资成立宜宾天宜锂业公司，截至2023年底，该子公司拥有氢氧化锂产能7.5万吨，碳酸锂产能3万吨，合计锂盐产能占公司总产能比例高达63.6%。公司作为宁德时代重要的锂电材料供应商，背靠全球锂电龙头，公司产品销售渠道稳固。除宁德时代以外，公司重要下游客户还包括LG、华友钴业等全球重要龙头，锂行业下行周期背景下，坚固的客户资源或有效对冲锂价下行对公司业绩的影响。

公司与海外矿山达成长期供货协议，积极布局原料端投资。公司与AMG、Pilbara及Premier等矿山企业达成长期精矿包销协议。根据公司披露信息，目前公司每年从上述三家企业包销精矿数量约为22.3-25.3万吨，按照目前产能估算，占公司总精矿需求比例约20.1%。同时公司积极寻求矿山布局，截至23Q3拥有AVZ公司6.73%股权，该公司持有目前全球储量最大、品位最好的硬岩锂矿床之一Manono项目75%权益，该项目量产后有望成为公司最大锂精矿来源。此外公司还是环球锂业、Premier和QXR的第一大股东，同时公司与其均签订了未来包销协议，预计精矿包销比例将稳步提升。

图表7：公司资源端投资参股情况

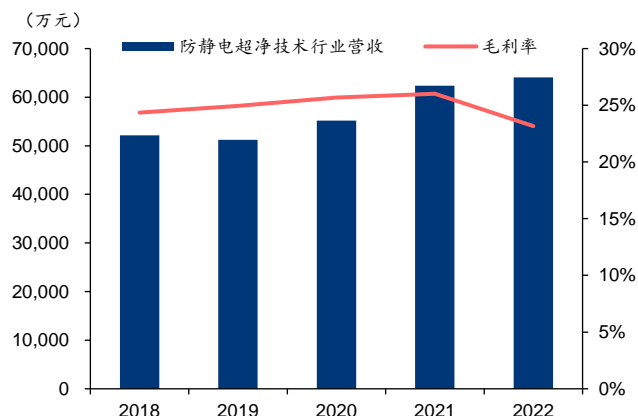
公司	主要矿山	公司持有权益	包销协议	矿山开发情况
AVZ	刚果 Manono	6.73%	开始供货后的三年内，每个合同年度公司采购数量为20万吨（±12.5%）。	AVZ公司对于Manono的股权存在争议，目前情况尚不明确，该矿山设计产能为160万吨精矿，保有资源量达到3348万吨LCE。
环球锂业	西澳 Manna 和 MLBP 项目	9.55%	2022年2月24日，公司与环球锂业签署《锂精矿承购协议》。环球锂业将在合同期内每年向公司供应其30%的产量，环球锂业未在2024年12月31日前完成精矿厂的建设，或产品未达到规范，任何一方可终止协议。	Manna 和 MLBP 推断资源量为990/1050万吨
Premier	津巴布韦 Zulu	13.38%	公司与Premier的Zulu矿山约定每年交付4.8万吨锂精矿产品的承购协议因项目延期交付而暂停，目前公司已经与Zulu恢复并修订承购协议。	该项目设计年产能8万吨锂精矿以及3.25万吨透锂长石精矿，原计划23年五月投产，后有所延期，最新预计于2024年2月投产。
QXR	西澳 Turner River 和 Western Shaw 项目	8.36%	公司与QXR、Diago Lithium Pty Ltd（以下简称“Diago”）签署了一份备忘录，约定合作进行锂矿勘探和开发。QXR和Diago授予公司对备忘录约定的锂矿资源享有优先购买权。	QXR的Turner River和Western Shaw锂矿仍处于勘探项目。

资料来源：公司公告、华泰研究

4.防静电超净技术产品及医疗器械业务

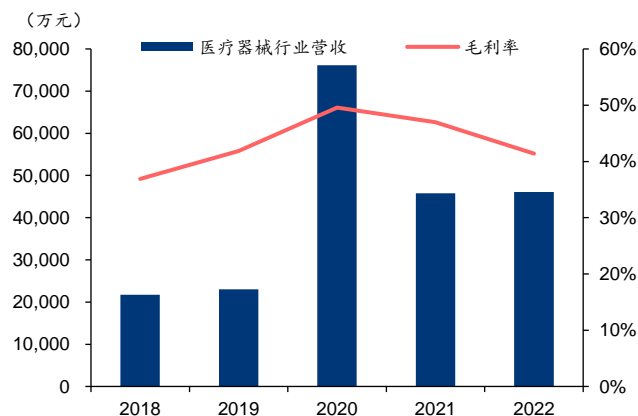
防静电超净和医疗器械业务为公司传统业务板块，其中防静电超净业务主要是按照客户的需求提供静电与微污染防控整体解决方案，以推动产品的销售，医疗器械产品则以自毁、安全、高压等新型注射器为主，主要消费群体为各国医疗部门及医院。根据公司年报披露，18-22年公司防静电超净技术行业营收保持相对稳定，毛利率维持在25%左右；医疗器械板块在2020年受疫情影响营收大幅增加至7.6亿元，同比增长230.5%，18-22年公司医疗器械板块平均毛利率为43.35%。

图表8：2018-2022 年公司防静电超净技术行业营收及毛利率



资料来源：Wind，华泰研究

图表9：2018-2022 年公司医疗器械行业营收及毛利率



资料来源：Wind，华泰研究

5. 盈利预测关键假设

1) 锂电材料业务

价格及成本假设：23 年氢氧化锂及碳酸锂价格根据历史均价假设，24/25 年价格根据前文锂行业供需及价格判断假设，锂精矿价格根据碳酸锂假设价格进行计算。

图表10：2023-2025 年锂盐及精矿价格假设

	单位	2022A	2023E	2024E	2025E
碳酸锂(含税)	万元/吨	46.95	25.30	9.50	10.50
氢氧化锂(含税)	万元/吨	46.72	26.90	8.60	10.00
锂精矿(存货调整后含税)	元/吨	3025.00	4504.00	1042.92	1230.44

资料来源：亚洲金属网、华泰研究预测

产销假设：根据公司目前产能投产及未来扩产情况，假设 23/24/25 年公司氢氧化锂产量分别为 7/10/13 万吨，碳酸锂产量分别为 0.5/2/3 万吨，产销率根据历史数据假设 100%。

2) 防静电超净技术产品及医疗器械业务

防静电超净业务根据历史数据，我们假设 23/24/25 年行业营收维持小幅增长，毛利率维持在 23%左右；医疗器械业务在疫情防控措施结束后，预计 23 年营收有所回落，24/25 年假设营收保持稳定水平，毛利率为 40%。

3) 期间费率假设

费用方面，2018-2022 年公司销售、管理、研发、财务费用率均逐步下降，合计费率从 18 年的 15.35%下降至 22 年的 2.45%。2023 年销售、管理、研发费率根据前三季度情况假设，24/25 年因公司营收及效率提升，假设销售及管理费率逐步下降，参考历史数据，公司研发费用率假设趋于稳定水平，财务费用根据公司现金、债务等勾稽计算。

图表11: 21-25年公司主要业务营收及成本预测结果

	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电池级氢氧化锂业务						
产能	万吨	2.00	4.50	13.50	13.50	16.00
产量	万吨	2.30	4.53	7.00	10.00	13.00
销量	万吨	2.50	4.25	7.00	10.00	13.00
营业收入	亿元	23.16	159.29	149.92	68.50	103.54
营业成本	亿元	9.57	52.93	127.26	57.73	82.40
单位售价	万元/吨	9.26	37.48	21.42	6.85	7.96
单位成本	万元/吨	3.83	12.45	18.18	5.77	6.34
毛利	亿元	13.59	106.36	22.66	10.76	21.14
毛利率	%	58.67%	66.77%	15.11%	15.71%	20.42%
碳酸锂业务						
产能	万吨			3.00	3.00	3.00
产量	万吨			0.50	2.00	3.00
销量	万吨			0.50	2.00	3.00
营业收入	亿元			11.20	16.82	27.87
营业成本	亿元			11.87	14.37	24.25
单位售价	万元/吨			22.39	8.41	9.29
单位成本	万元/吨			23.73	7.19	8.08
毛利	亿元			(0.67)	2.45	3.62
毛利率	%			-5.99%	14.56%	13.00%
防静电超净业务						
营业收入	亿元	6.24	6.41	6.53	6.63	6.70
营业成本	亿元	4.62	4.92	5.03	5.11	5.16
毛利	亿元	1.62	1.48	1.50	1.53	1.54
毛利率	%	26.02%	23.16%	23.00%	23.00%	23.00%
医疗器械业务						
营业收入	亿元	4.58	4.61	4.00	4.00	4.00
营业成本	亿元	2.43	2.70	2.40	2.40	2.40
毛利	亿元	2.15	1.91	1.60	1.60	1.60
毛利率	%	46.98%	41.43%	40.00%	40.00%	40.00%
期间费用率						
销售费用率	亿元	1.13%	0.30%	0.35%	0.32%	0.30%
管理费用率	亿元	4.22%	2.17%	3.70%	3.40%	3.20%
研发费用率	亿元	1.54%	0.35%	0.75%	0.75%	0.75%
财务费用率	%	1.11%	-0.38%	-1.59%	-1.12%	-0.62%
归母净利润	亿元	9.11	65.86	16.54	9.70	16.44

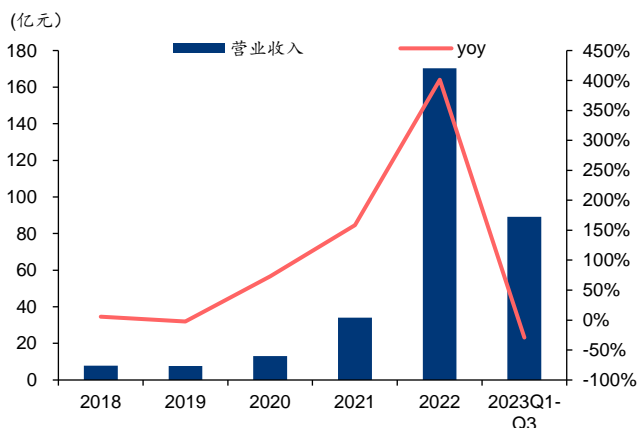
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表12: 与上次核心假设对比

本次报告核心假设	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电池级氢氧化锂业务						
销量	万吨	2.50	4.25	7.00	10.00	13.00
营业收入	亿元	23.16	159.29	149.92	68.50	103.54
营业成本	亿元	9.57	52.93	127.26	57.73	82.40
单位售价	万元/吨	9.26	37.48	21.42	6.85	7.96
单位成本	万元/吨	3.83	12.45	18.18	5.77	6.34
毛利	亿元	13.59	106.36	22.66	10.76	21.14
毛利率	%	58.67%	66.77%	15.11%	15.71%	20.42%
公司归母净利润	亿元	9.11	55.86	16.54	9.70	16.44
上次报告核心假设	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电池级氢氧化锂业务						
销量	万吨	2.50	4.25	10	13	15.5
营业收入	亿元	23.16	159.29	278.76	258.85	246.9
营业成本	亿元	9.57	52.93	210.35	188.8	191.47
单位售价	万元/吨	9.26	37.48	27.88	19.91	15.93
单位成本	万元/吨	3.83	12.45	21.04	14.52	12.35
毛利	亿元	13.59	106.36	68.41	70.05	55.43
毛利率	%	58.67%	66.77%	24.54%	27.06%	22.45%
公司归母净利润	亿元	9.11	65.86	46.75	49.20	39.90

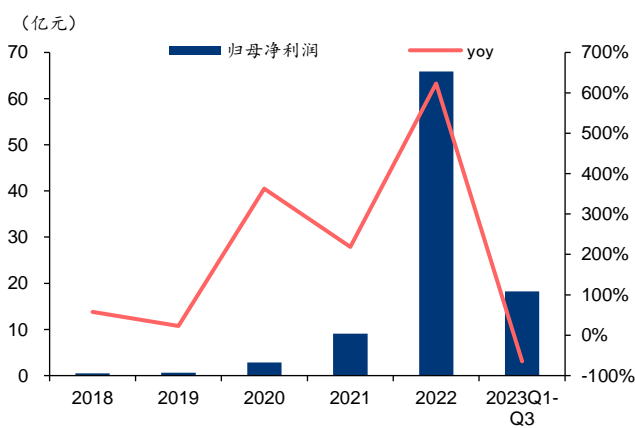
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表13: 2018-2023Q1-3 年公司营业收入及同比



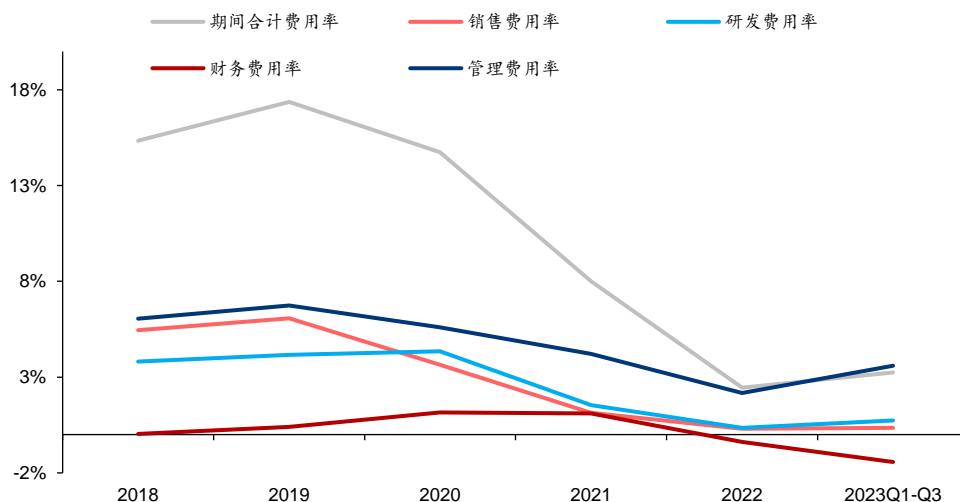
资料来源: Wind, 华泰研究

图表14: 2018-2023Q1-3 年公司归母净利润及同比



资料来源: Wind, 华泰研究

图表15: 公司期间费率逐步下降



资料来源: Wind, 华泰研究

估值: 给予“增持”评级

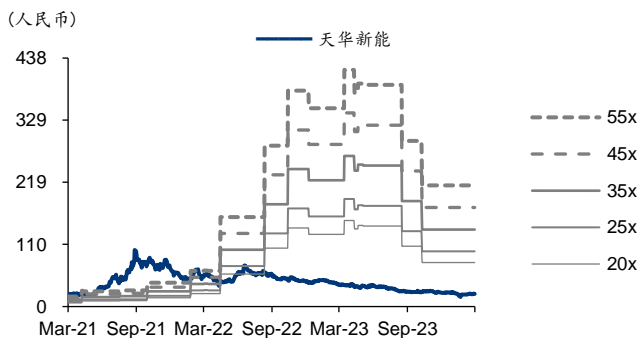
考虑到碳酸锂价格持续下行, 行业整体利润波动较大, 我们采用 PB 估值。由于公司以锂盐冶炼生产为主, 我们选取赣锋锂业、中矿资源以及雅化集团作为可比公司。可比公司 24 年 Wind 一致预期 PB(24E)均值 1.46X, 考虑到公司近期产能释放节奏快, 客户资源优势显著, 给予公司 PB(24E)1.50X。测算公司总市值目标 190.96 亿元, 目标价 22.8 元, 给予“增持”评级。

图表16: 可比公司 Wind 一致预期估值情况

代码	市值/亿元	BPS(23E)	BPS (24E)	BPS (25E)	PB(23E)	PB(24E)	PB (25E)
赣锋锂业 (002460 CH)	737.35	24.47	27.95	31.99	1.61	1.41	1.23
中矿资源 (002738 CH)	278.86	15.27	19.75	24.30	2.50	1.93	1.57
雅化集团 (002497 CH)	129.78	9.89	10.96	12.47	1.10	1.03	0.90
平均值					1.74	1.46	1.24

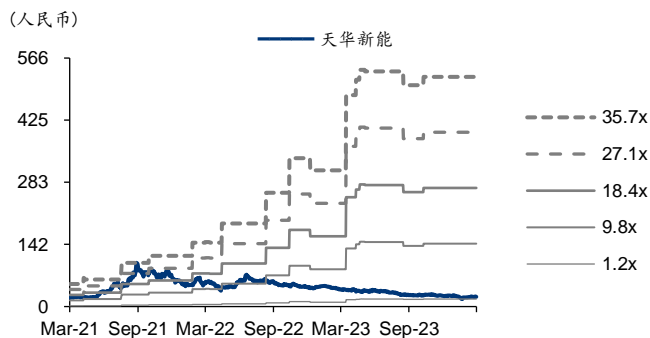
资料来源: Wind, 华泰研究; 注: 数据截至 2024.03.14; BPS 单位为元; 盈利预测来自 Wind 一致预测

图表17: 天华新能 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表18: 天华新能 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表19: 文中涉及公司代码一览

彭博代码	简称
002460 CH	赣锋锂业
002738 CH	中矿资源
002497 CH	雅化集团

资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华泰研究

风险提示

上游矿山减产不及预期, 部分低成本矿山扩产超预期

锂价下行周期下, 矿山减产不及预期, 部分低成本矿山扩产超预期, 或导致锂价进一步下行风险, 对公司利润造成较大影响。

下游新能源汽车及储能领域排产不及预期

下游新能源汽车及储能板块排产增速不及预期, 导致锂电池装机量不及预期, 或导致锂价下行, 对公司利润造成较大影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,309	14,356	13,302	12,938	14,256
现金	1,098	8,506	10,040	8,973	10,868
应收账款	483.28	1,050	857.21	741.90	679.17
其他应收账款	143.77	207.45	146.54	51.34	241.74
预付账款	271.99	734.89	279.92	287.34	552.83
存货	1,232	2,239	1,425	1,760	1,095
其他流动资产	80.14	1,619	553.45	1,125	819.12
非流动资产	2,947	5,911	7,874	8,547	9,181
长期投资	0.00	199.42	219.90	226.96	279.55
固定资产投资	965.94	1,703	3,465	3,900	4,478
无形资产	108.47	287.05	323.00	367.57	422.70
其他非流动资产	1,872	3,722	3,866	4,052	4,001
资产总计	6,256	20,267	21,176	21,485	23,437
流动负债	1,993	5,900	6,103	5,613	5,795
短期借款	738.03	3,277	3,277	3,277	3,277
应付账款	314.54	1,004	950.05	1,040	716.78
其他流动负债	940.67	1,619	1,876	1,296	1,801
非流动负债	198.12	294.95	341.70	330.77	314.17
长期借款	55.78	110.00	156.75	145.81	129.22
其他非流动负债	142.34	184.95	184.95	184.95	184.95
负债合计	2,191	6,195	6,445	5,944	6,109
少数股东权益	820.90	2,354	2,639	2,810	3,146
股本	582.88	640.40	837.54	837.54	837.54
资本公积	811.48	2,853	2,853	2,853	2,853
留存公积	1,368	7,663	9,214	10,127	11,712
归属母公司股东权益	3,243	11,719	12,092	12,731	14,182
负债和股东权益	6,256	20,267	21,176	21,485	23,437

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	180.48	6,394	4,897	315.05	3,206
净利润	1,251	8,808	1,939	1,141	1,981
折旧摊销	101.48	164.85	259.67	387.01	469.00
财务费用	37.75	(64.59)	(226.80)	(51.18)	(49.97)
投资损失	(4.06)	70.87	51.00	39.27	53.72
营运资金变动	(1,213)	(2,741)	2,807	(1,186)	773.06
其他经营现金	7.44	155.80	66.94	(14.39)	(21.32)
投资活动现金	(772.92)	(2,140)	(2,274)	(1,099)	(1,157)
资本支出	(816.31)	(1,863)	(2,202)	(1,052)	(1,050)
长期投资	11.77	(324.19)	(20.48)	(7.06)	(52.59)
其他投资现金	31.63	46.65	(51.53)	(39.94)	(54.55)
筹资活动现金	770.76	3,641	(1,089)	(283.47)	(153.22)
短期借款	595.88	2,539	0.00	0.00	0.00
长期借款	(176.89)	54.22	46.75	(10.94)	(16.60)
普通股增加	31.60	57.52	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	733.43	2,041	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(413.27)	(1,052)	(1,136)	(272.54)	(136.62)
现金净增加额	176.86	7,894	1,534	(1,067)	1,895

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,398	17,030	17,165	9,595	14,211
营业成本	1,661	6,055	14,656	7,961	11,420
营业税金及附加	15.32	181.75	183.18	76.76	113.69
营业费用	38.55	51.87	60.08	30.70	42.63
管理费用	143.21	369.91	635.09	326.22	454.74
财务费用	37.75	(64.59)	(226.80)	(51.18)	(49.97)
资产减值损失	(7.23)	(10.28)	(13.73)	(7.68)	(11.37)
公允价值变动收益	(0.47)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.06	(70.87)	(51.00)	(39.27)	(53.72)
营业利润	1,470	10,316	2,271	1,336	2,320
营业外收入	3.61	2.57	2.41	2.86	2.61
营业外支出	2.62	3.07	2.32	2.67	2.69
利润总额	1,471	10,316	2,271	1,336	2,320
所得税	219.54	1,508	331.94	195.26	339.12
净利润	1,251	8,808	1,939	1,141	1,981
少数股东损益	340.35	2,222	285.26	170.64	336.71
归属母公司净利润	910.70	6,586	1,654	970.02	1,644
EBITDA	1,597	10,478	2,458	1,643	2,697
EPS (人民币, 基本)	1.59	11.22	1.97	1.16	1.96

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	158.73	401.26	0.79	(44.10)	48.11
营业利润	347.99	601.98	(77.99)	(41.18)	73.71
归属母公司净利润	218.44	623.16	(74.89)	(41.35)	69.52
获利能力 (%)					
毛利率	51.10	64.44	14.62	17.03	19.64
净利率	36.82	51.72	11.30	11.89	13.94
ROE	40.87	88.03	13.89	7.82	12.22
ROIC	40.27	141.24	37.42	15.97	30.65
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.03	30.57	30.44	27.67	26.07
净负债比率 (%)	(1.13)	(35.23)	(44.31)	(35.16)	(42.52)
流动比率	1.66	2.43	2.18	2.30	2.46
速动比率	0.90	1.91	1.85	1.90	2.14
营运能力					
总资产周转率	0.78	1.28	0.83	0.45	0.63
应收账款周转率	10.54	22.21	18.00	12.00	20.00
应付账款周转率	5.78	9.18	15.00	8.00	13.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.09	7.86	1.97	1.16	1.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	7.63	5.85	0.38	3.83
每股净资产(最新摊薄)	3.87	13.99	14.44	15.20	16.93
估值比率					
PE (倍)	20.36	2.82	11.21	19.12	11.28
PB (倍)	5.72	1.58	1.53	1.46	1.31
EV EBITDA (倍)	12.10	1.52	5.96	9.67	5.31

免责声明

分析师声明

本人, 李斌、马晓晨, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李斌、马晓晨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司