

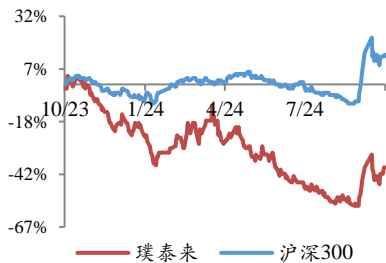
## 负极业务短期承压，涂覆隔膜盈利维稳

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-24

收盘价（元）	15.04
近12个月最高/最低（元）	25.98/10.40
总股本（百万股）	2,137
流通股本（百万股）	2,136
流通股比例（%）	99.96
总市值（亿元）	321
流通市值（亿元）	321

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004  
邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：刘千琳

执业证书号：S0010524050002  
邮箱：liuqianlin@hazq.com

### 相关报告

1. 负极业务短期承压，隔膜涂覆稳定增长 2024-08-25
2. 业绩短期承压，加快一体化建设 2024-06-18

### 主要观点：

#### ● 24Q3 业绩符合预期

公司发布 2024 年三季度报。公司 24Q1-Q3 实现营收 98.4 亿元，同比 -15.8%；实现归母净利润 12.4 亿元，同比 -24.0%；实现毛利率 29%，同比 -2.8pct；实现归母净利率 12.6%，同比 -1.4pct；其中 24Q3 营收 35.1 亿元，同环比分别 -9.6%/+6.4%，归母净利润 3.8 亿元，同环比分别 +17.3%/-7.8%，毛利率 28.3%，同环比分别 -5.7/+0.4pct，归母净利率 10.9%，同环比分别 +2.5/-1.7pct。Q3 净利润同比回暖，推测主要与资产减值损失同比减少及负极材料降本措施部分得到落实有关。

#### ● Q3 经营性现金流持续改善，继续计提资产减值准备

公司 24Q1-Q3 期间费用 11.6 亿元，同比 -10.7%，期间费用率 11.8%，同比 +0.7pct，其中 Q3 期间费用 3.9 亿元，同环比分别 -22%/+1%，费用率 11.1%，同环比分别 -1.7/-0.6pct。24Q1-Q3 经营性净现金流 10.8 亿元，同比 +67.8%，其中 Q3 经营性现金流 14.4 亿元，环比 +43.7%。24Q3 资产减值损失 1.2 亿元，环比 +18.6%，主要为存货跌价损失。

#### ● Q3 负极材料降幅收窄，新产能投产有望改善盈利

受终端需求增速放缓、产能短期供需错配影响，24 年以来负极材料价格低位徘徊，部分负极材料细分领域的市场价格低于合理的生产成本。目前负极材料的价格已处于历史底部区间，24Q3 负极材料降价幅度收窄，未来价格下探空间或有限。随着四川紫宸一期项目逐步投产带动成本改善，安徽紫宸年产 1.2 万吨硅基负极材料项目加速启动贡献新产品增量，公司负极盈利有望改善。随着高价库存的持续消纳、消费类新品的放量和公司在生产各环节的降本增效成果进一步显现，预计公司未来负极材料业务将有望逐步回升。

#### ● 投资建议

考虑到主营产品降价以及市场竞争激烈的情况，预计公司 24-26 年归母净利润为 16.78/21.90/25.75 亿元，对应 PE 18、14、12 倍，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

新能源车需求不及预期；下游市场增速不及预期；行业竞争加剧等。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15340	12700	13620	17230
收入同比 (%)	-0.8%	-17.2%	7.2%	26.5%
归属母公司净利润	1912	1678	2190	2575
净利润同比 (%)	-38.4%	-12.2%	30.5%	17.6%
毛利率 (%)	32.9%	32.4%	33.0%	31.2%
ROE (%)	10.8%	8.6%	10.1%	10.6%
每股收益 (元)	0.95	0.79	1.02	1.20
P/E	22.03	18.48	14.17	12.05
P/B	2.52	1.59	1.43	1.28
EV/EBITDA	14.25	9.65	7.63	6.00

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	28669	29386	33973	41832	
现金	9102	13440	16606	19949	
应收账款	3238	2784	3172	4248	
其他应收款	109	104	112	142	
预付账款	370	344	456	593	
存货	11478	9315	9967	12968	
其他流动资产	4371	3399	3661	3932	
<b>非流动资产</b>	15006	14452	13964	13296	
长期投资	420	400	370	330	
固定资产	6809	6355	5869	5353	
无形资产	913	1088	1358	1477	
其他非流动资产	6864	6609	6367	6136	
<b>资产总计</b>	43675	43838	47937	55128	
<b>流动负债</b>	20391	17710	18930	23154	
短期借款	3670	3670	3670	3670	
应付账款	3922	3295	3749	5199	
其他流动负债	12799	10745	11511	14285	
<b>非流动负债</b>	4554	5553	6052	6251	
长期借款	3955	4955	5455	5655	
其他非流动负债	599	598	597	596	
<b>负债合计</b>	24945	23263	24982	29405	
少数股东权益	956	1122	1312	1506	
股本	2138	2138	2138	2138	
资本公积	7889	7889	7889	7889	
留存收益	7748	9426	11616	14191	
归属母公司股东权益	17774	19453	21643	24218	
<b>负债和股东权益</b>	43675	43838	47937	55128	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	1118	3696	3082	3385	
净利润	1912	1678	2190	2575	
折旧摊销	765	733	757	776	
财务费用	268	281	303	314	
投资损失	-24	-64	-136	-172	
营运资金变动	-2868	781	-282	-372	
其他经营现金流	5845	1184	2722	3211	
<b>投资活动现金流</b>	-4984	-76	-113	73	
资本支出	-3955	-199	-299	-149	
长期投资	-1049	60	50	50	
其他投资现金流	20	64	136	172	
<b>筹资活动现金流</b>	6592	718	196	-115	
短期借款	396	0	0	0	
长期借款	1026	1000	500	200	
普通股增加	747	0	0	0	
资本公积增加	2386	0	0	0	
其他筹资现金流	2037	-282	-304	-315	
<b>现金净增加额</b>	2731	4338	3165	3344	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业收入</b>	15340	12700	13620	17230	
营业成本	10287	8591	9122	11860	
营业税金及附加	113	140	136	172	
销售费用	214	254	272	345	
管理费用	648	635	681	862	
财务费用	76	212	202	189	
资产减值损失	-1075	-120	-60	-70	
公允价值变动收益	29	0	0	0	
投资净收益	24	64	136	172	
<b>营业利润</b>	2364	2049	2601	3043	
营业外收入	6	6	6	6	
营业外支出	19	6	6	6	
<b>利润总额</b>	2351	2049	2601	3043	
所得税	214	205	221	274	
<b>净利润</b>	2137	1844	2380	2769	
少数股东损益	225	166	190	194	
<b>归属母公司净利润</b>	1912	1678	2190	2575	
EBITDA	3177	2925	3349	3734	
EPS (元)	0.95	0.79	1.02	1.20	

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-0.8%	-17.2%	7.2%	26.5%
营业利润	-35.8%	-13.3%	26.9%	17.0%
归属于母公司净利	-38.4%	-12.2%	30.5%	17.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	32.9%	32.4%	33.0%	31.2%
净利率 (%)	12.5%	13.2%	16.1%	14.9%
ROE (%)	10.8%	8.6%	10.1%	10.6%
ROIC (%)	7.7%	6.3%	7.0%	7.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	57.1%	53.1%	52.1%	53.3%
净负债比率 (%)	133.2%	113.1%	108.8%	114.3%
流动比率	1.41	1.66	1.79	1.81
速动比率	0.80	1.09	1.23	1.21
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.35	0.29	0.28	0.31
应收账款周转率	4.74	4.56	4.29	4.06
应付账款周转率	2.62	2.61	2.43	2.28
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.95	0.79	1.02	1.20
每股经营现金流薄)	0.52	1.73	1.44	1.58
每股净资产	8.31	9.10	10.12	11.33
<b>估值比率</b>				
P/E	22.03	18.48	14.17	12.05
P/B	2.52	1.59	1.43	1.28
EV/EBITDA	14.25	9.65	7.63	6.00

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**张志邦，华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5 年卖方行业研究经验。

**分析师：**刘千琳，华安证券电新行业分析师，凯斯西储大学金融学硕士，8 年行业研究经验。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。