

**布局单晶三元前驱体，客户结构优化促发展。** 产品方面，2019年之后公司单晶型 NCM 产品实现快速放量，营收占比一直维持在 70%以上。单晶高电压方案通过技术创新，将更好地迎合市场需求，具备广阔的市场空间。公司单晶产品主要供应厦钨新能，最终应用于长续航电动车。2023H1 公司单晶产品营业收入 4.23 亿元，占比 91.66%。**客户方面**，厦钨新能目前是公司的第一大客户，公司主要提供单晶型 NCM 5-7 系的高电压、超高电压锂电正极三元前驱体产品，及钠电铁基三元前驱体产品。公司积极开展客户多元化战略，与广东邦普升级合作产品，由单晶型 NCM5 系产品升级为单晶型 NCM6 系 4.35V 高电压产品；与长远锂科构建战略关系，着力推动多晶型高镍、超高镍产品的验证与出货；与巴斯夫杉杉推动完成碳足迹认证，供货节奏逐渐恢复；与贝特瑞成功建立出货关系，下游客户结构进一步完善。

**新品研制顺利，成长加速。** 1) **单晶材料**：公司不断夯实在单晶材料上的领先地位，成熟开发出单晶型 NCM7 系 4.45V 超高电压产品，能量密度优于多晶型 NCM9 系，并在安全性、成本方面具备优势。2) **多晶材料**：加快在多晶型超高镍产品上的研发和验证，高技术壁垒有望巩固并提升公司盈利水平。3) **钠电材料**：不仅已完成数十吨级铁基三元产品的批量出货，并向钠电头部企业积极推动完成铜基四元产品的认证，具备批量出货的条件，下半年有望构建更深层次的合作关系。

**产能建设稳健推进，降本工作持续。** IPO 募投一期年产 2.5 万吨三元前驱体项目位于浙江诸暨，已于今年 6 月 30 日成功点火试车，目前处于调试、爬坡阶段；IPO 募投二期年产 1.5 万吨三元前驱体项目位于浙江兰溪，目前仍在建设过程中，适度产能建设有助于保障订单交付且维持合理开工率。另一方面，与印尼矿山龙头企业积极对接，通过供应链渠道将海外 MHP、高冰镍等资源运回国内，再通过参股公司博观循环加工成公司所需的硫酸盐原料，进而实现降本增效。

**投资建议：**我们预计 2023-2025 年的归母净利润分别为 0.33、1.15、1.78 亿元，增速分别为 -77.5%、250.7%、54.8%，2023 年 11 月 27 日股价对应 23-25 年市盈率分别为 105、30、19 倍。公司深耕单晶产品绑定优质客户，产能爬坡业绩有望逐步兑现，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**上游原材料价格波动、项目建设进度不及预期、新能源汽车销量不及预期、产品迭代进度落后等。

**推荐**
**首次评级**
**当前价格：**
**21.37 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

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,656	1,018	1,217	1,451
增长率 (%)	91.2	-38.6	19.6	19.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	146	33	115	178
增长率 (%)	74.5	-77.5	250.7	54.8
每股收益 (元)	0.90	0.20	0.71	1.10
PE	24	105	30	19
PB	1.1	1.1	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 11 月 27 日收盘价）

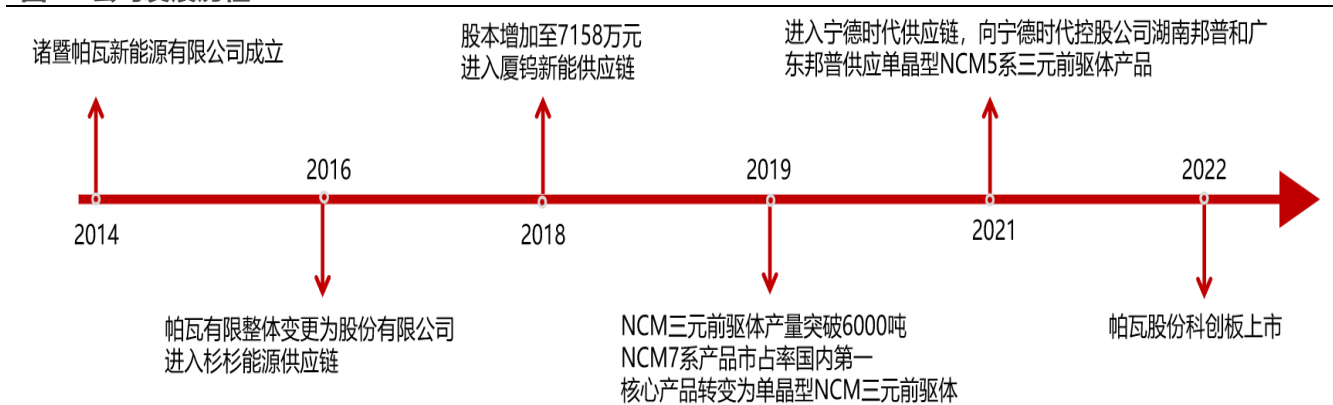
# 目录

<b>1 深耕三元前驱体，公司治理结构健康</b> .....	<b>3</b>
<b>2 聚焦单晶系列，业绩短期承压不改向好趋势</b> .....	<b>5</b>
<b>3 坚持技术驱动，客户资源深厚助力腾飞</b> .....	<b>7</b>
<b>4 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>9</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分.....	9
4.2 估值分析.....	10
4.3 投资建议.....	11
<b>5 风险提示</b> .....	<b>12</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>14</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>14</b>

## 1 深耕三元前驱体，公司治理结构健康

**深耕三元前驱体，配套高端客户行稳致远。**浙江帕瓦新能源股份有限公司从事新能源电池材料的研发、生产和销售，核心产品为 NCM 三元前驱体。2014 年公司前身帕瓦有限成立，2016 年变更为股份公司，同年进入杉杉能源供应链，2018 年进入厦钨新能供应链，产品性能得到下游客户高度认可。2019 年 NCM 三元前驱体出货量突破 6000 吨，NCM7 系产品市占率排名国内第一，并形成了以单晶型为主导的产品格局。2021 年大客户战略取得突破，向宁德时代控股公司湖南邦普和广东邦普供应单晶型 NCM5 系三元前驱体产品。2022 年公司成功在科创板上市，市场地位及影响力得到认可。

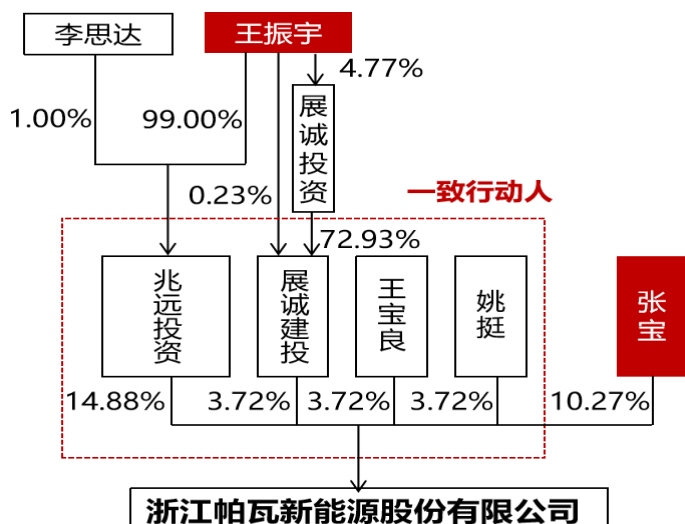
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，民生证券研究院

**股权结构稳定。**王振宇先生通过兆远投资间接持有公司 14.88% 股份，且兆远投资与股东展诚建设、王宝良、姚挺签署了《一致行动协议》，故兆远投资及其一致行动人直接和间接合计控制 26.04% 的股份，张宝先生直接持有 10.27% 股份，王振宇、张宝合计直接和间接共同控制 36.31% 的股份，为公司共同实际控制人。

图2：公司股权结构（截至 2022 年 12 月）



资料来源：公司年报，wind，民生证券研究院

**管理团队具备较强行业洞察力,专业能力过硬。**张宝为公司董事长和实际控制人,同时也是首席科学家,在正极材料及前驱体领域具有丰富的经验。其他高级管理人员由财务、技术、人事等多元背景的团队组成。

**表1: 公司高级管理人员**

姓名	现任职务	履历
张宝	总经理、核心技术人员、董事长	中南大学冶金物理化学博士、化学工程与技术博士后。历任中南大学助教、讲师,中南大学冶金科学与工程学院副研究员,韩国 KIGAM 研究院访问学者,中南大学校团委书记、冶金与环境学院党委书记,中南大学冶金与环境学院研究员、博士生导师。2018年7月至今,任浙江帕瓦新能源股份有限公司董事、总经理,2022年10月至今任浙江帕瓦新能源股份有限公司董事长。
杨峰	副总经理	历任汉中市医药化工厂车间主任,深圳时晖电化有限公司 PE 车间工程师,富士康科技集团人资总处高级经理,CCPBG 事业群人资处资深经理,生产一部、生管部课长,浙江华友钴业股份有限公司集团总裁助理兼集团人力资源总监。2021年6月至今任浙江帕瓦新能源股份有限公司综合管理中心总监;2022年10月至今任浙江帕瓦新能源股份有限公司副总经理。
程磊	副总经理、核心技术人员	中南大学博士,历任湖南海纳新材料有限公司技术和生产部副部长,厦门首能科技股份有限公司资深工程师。2015年12月至今,任浙江帕瓦新能源股份有限公司研究院院长;2017年11月至今,任浙江帕瓦新能源股份有限公司副总经理,2022年11月至今,任帕瓦(兰溪)新能源科技有限公司董事长。
袁建军	副总经理、财务总监	高级会计师,历任诸暨市土特产公司茶厂会计,浙江省诸暨茶厂、诸暨茶叶公司主办会计,浙江亚东制药有限公司总会计师,浙江盾安人工环境设备股份有限公司财务负责人,浙江步森服饰股份有限公司财务总监,甘肃上峰水泥股份有限公司财务副总监。2019年7月至今,任浙江帕瓦新能源股份有限公司副总经理、财务总监。
徐琥	副总经理、董事会秘书	历任中国电信股份有限公司江西分公司项目经理,上海申银万国证券研究所有限公司机构部高级副总裁,申万宏源证券有限公司机构客户总部高级副总裁,海通证券股份有限公司债券融资总部副总裁。2022年10月至今,任公司战略管理中心总监,2022年11月至今任公司副总经理、董事会秘书。

资料来源:公司年报,民生证券研究院

**公司技术立身,产品兼备单晶型和多晶型。**为满足下游客户及市场的需求,公司已在 NCM 各系列开发出多款单晶和多晶型产品,并实现批量生产和销售。其中单晶前驱体烧成正极材料后呈单晶态,具有良好的循环性能和安全性能。

**表2: 公司主要产品分类**

类别	产品分类	产品特点	技术指标	应用环境
单晶型	NCM5 系、6 系、7 系	烧成正极材料后呈单晶态,具有良好的循环性能和安全性能	粒径大小: 3.5-4.3 $\mu$ m 振实密度: 1.7-2.1g/cm <sup>3</sup> 比表面积: 8-16m <sup>2</sup> /g	动力电池
多晶型	NCM5 系、6 系 NCM8 系	烧成正极材料后,与单晶正极材料相比,具有更高的能量密度	粒径大小: 9-13 $\mu$ m 振实密度: 2.1-2.5g/cm <sup>3</sup> 比表面积: 4-8m <sup>2</sup> /g 粒径大小: 10-12 $\mu$ m 振实密度: 2.1-2.4g/cm <sup>3</sup> 比表面积: 6-12m <sup>2</sup> /g	动力电池、消费电子、电动工具

资料来源:招股说明书,民生证券研究院

表3: 公司主要产品形貌

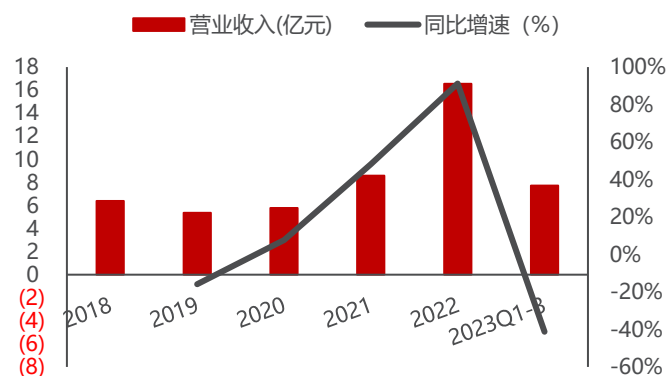
产品名称	外观形貌	电镜形貌
单晶型中高镍 NCM 三元前驱体		
多晶型高镍 NCM 三元前驱体		

资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

## 2 聚焦单晶系列, 业绩短期承压不改向好趋势

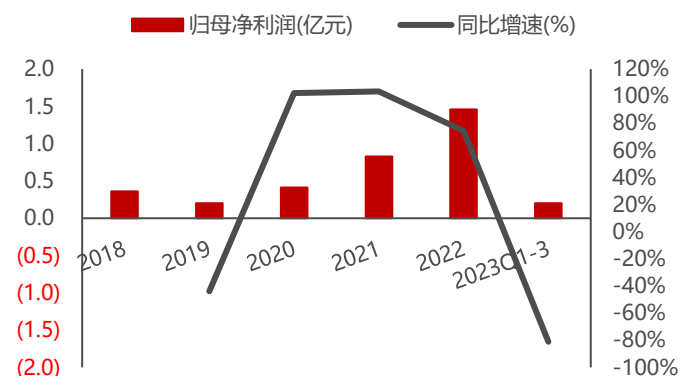
下游需求景气度高度影响公司营收。受益于下游新能源汽车需求向上, 2020-2022 年公司业绩实现快速增长, 其中营收分别为 5.79/8.58/16.56 亿元, 同比 +7.72%/48.17%/91.21%; 同期归母净利分别为 0.41/0.83/1.46 亿元, 同比 +102.21%/103.53%/74.52%。2023 年, 受制于下游需求相对放缓, 上游原材料价格波动加重下游观望情绪, 2023 年前三季度营业收入 7.71 亿元, 同比-41.22%; 当期归母净利 0.20 亿元, 同比-81.08%。展望未来, 随着行业深度洗牌出清, 公司有望凭借技术积淀及深厚客户关系实现业绩企稳回升。

图3: 2018-2023Q1-3 营收及同比增速



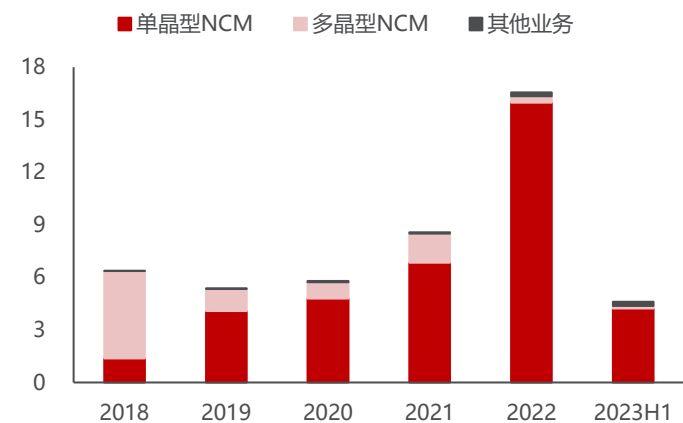
资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 2018-2023Q1-3 归母净利润及同比增速

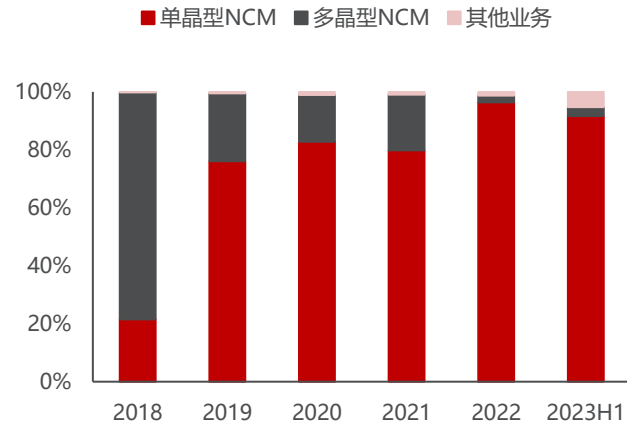


资料来源: wind, 民生证券研究院

战略聚焦单晶前驱体, 营收占比快速提升。2019 年之后公司单晶型 NCM 快速放量, 营收占比一直维持在 70%以上。单晶高电压方案通过技术创新, 将更好地迎合市场需求, 具备广阔的市场空间。2022 年公司单晶产品营业收入 15.97 亿元, 占比 96.43%。

**图5: 2018-2023H1 公司分业务营收 (亿元)**


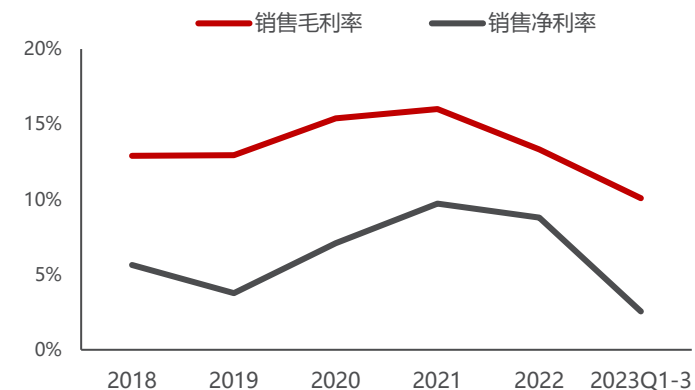
资料来源: wind, 民生证券研究院

**图6: 2018-2023H1 公司分业务营收占比**


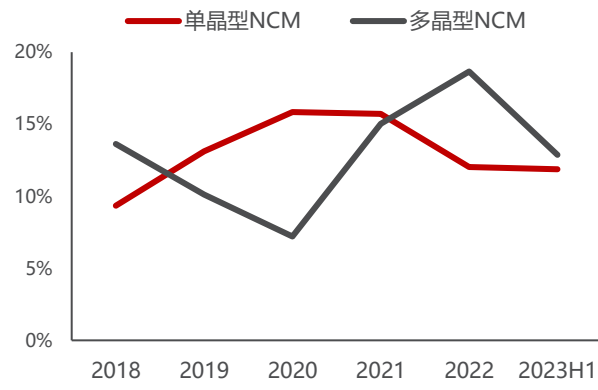
资料来源: wind, 民生证券研究院

**下游需求及上游原材料价格波动导致盈利下滑。**2018-2022年, 公司整体毛利率分别 12.90%/12.95%/15.40%/16.01%/13.33%, 净利率分别为 5.65%/3.77%/7.08%/9.72%/8.80%, 保持较高盈利水平。2023年前三季度, 上游原材料价格大幅下行, 带动公司产品出货价格下降, 下游客户短期采购意愿下降, 行业进入去库存状态, 由此导致盈利向下。

**单晶产品毛利率相对稳定。**公司单晶型三元前驱体技术领先, 出货规模大, 与下游客户的合作及定价机制成熟, 故加工费基本稳定。2022年受上游原材料价格变动影响, 单晶型三元前驱体产品毛利率下滑至 12.03%, 同比-3.7pcts, 2023H1 毛利率为 11.88%, 总体趋稳。

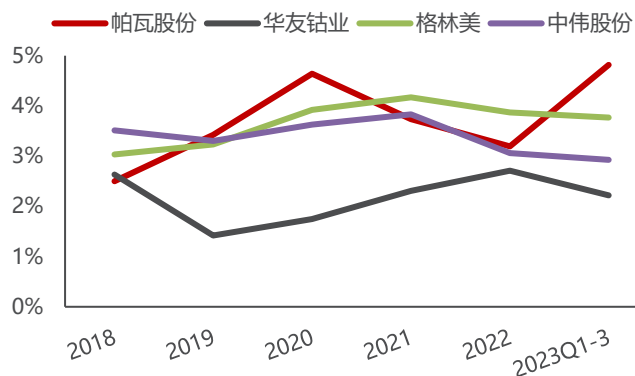
**图7: 公司 2018-2023Q1-3 整体毛利率与净利率**


资料来源: wind, 民生证券研究院

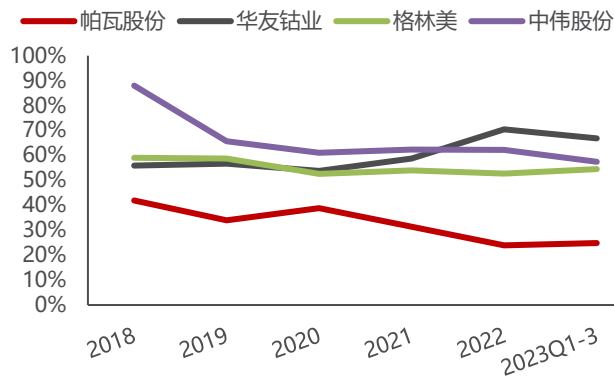
**图8: 公司 2018-2023H1 分产品毛利率**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**公司积极加大研发投入, 资产负债水平适度。**技术研发方面, 2018年-2023年前三季度帕瓦股份研发费用率分别是 2.63%/3.42%/4.64%/3.74%/3.19%/4.82%, 与同业竞争对手相比处于较高水平, 凸显公司对研发的高度重视。**资本结构方面,** 公司借助 IPO 极大增强权益实力, 资产负债率处于行业较低水平, 一方面可以提高公司在行业洗牌期的抗风险能力, 另一方面有助于拓宽公司债权融资空间, 保障现有业务健康发展, 强化长期竞争力。

**图9: 可比公司研发费用率**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**图10: 可比公司资产负债率**


资料来源: wind, 民生证券研究院

### 3 坚持技术驱动, 客户资源深厚助力腾飞

**重视研发, 产品升级与技术创新齐头并进。**公司持续进行研发投入, 形成了大量具有自主知识产权的科研成果与非专利技术, 并运用于产品的实际生产中。

**表4: 公司自主研发核心技术**

序号	核心技术名称	特点及技术优势	取得方式	应用产品
1	一次颗粒排列方式可控技术	通过结晶工艺条件的控制, 使一次颗粒的排布和晶体的生长方向可控, 经烧结后的三元正极材料锂离子扩散速率得到有效提升, 长循环过程中结构稳定性和倍率性能良好。	自主研发	单晶型三元前驱体
2	半连续共沉淀技术	通过特殊的提浓生产工艺, 控制共沉淀反应停留时间, 合成的前驱体具有一致性高、球形度好、微粉较少的优点。本技术单釜产能大, 生产效率高。	自主研发	单晶型、多晶型三元前驱体
3	窄分布单晶三元前驱体合成技术	通过特殊间歇法生产工艺, 实现反应釜内流 体控制从而定量精准造核和控制晶核生长, 合成的窄分布单晶三元前驱体与同类产品相比具有振实密度高、比表面积小的优点, 有利于提升前驱体烧结的均匀性, 烧结而成的三元正极材料产品具有良好的加工性能和循环性能。	自主研发	单晶型三元前驱体
4	单晶中高镍低钴三元前驱体制备技术	通过对产品成分结构的分析, 实现合成过程中组分和工艺参数的精准设计和控制, 在保持镍含量的同时降低产品钴含量, 烧结而成的三元正极材料产品在保证高容量的同时改善了低钴产品的循环性能和安全性能。	自主研发	单晶型三元前驱体
5	高活性花瓣状三元前驱体制备技术	通过反应参数的精准控制, 实现一次颗粒排列的特殊化, 构建了晶体择优生长曲线模型, 产品具有特殊的颗粒排列, 烧结而成的三元正极材料因锂离子脱嵌通道通畅而可用于快速充放电的锂电池。	自主研发	单晶型三元前驱体
6	多元素多工艺共沉淀技术	采用独特的工艺设计(多元素多重原位包覆, 疏密交替轮胎式多层核壳结构, 金属元素浓度半/全梯度分布等), 实现产品结构的精准调控, 其经烧结后的三元正极材料具有良好的结构继承性, 针对性提升三元正极材料结构稳定性并缓解其内应力释放等问题。	自主研发	单晶型、多晶型三元前驱体
7	前驱体湿法掺杂技术	通过金属元素特性分析和工艺优化, 合成出掺杂元素均匀分布且掺杂量精确的三元前驱体, 可实现晶面的选择性调控和各向异性生长, 烧结而成的三元正极材料具有制造成本低、循环寿命和安全性能好等优点。	自主研发	单晶型、多晶型三元前驱体

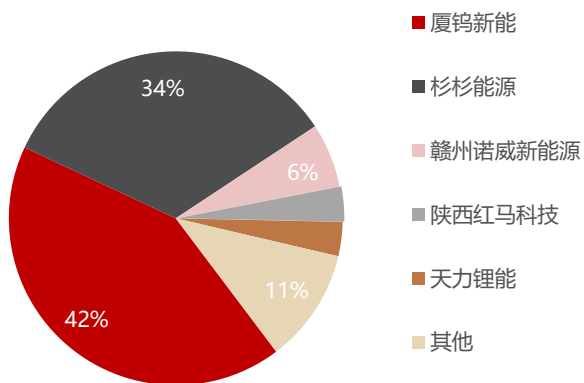
8	<p>高比表面积 NCA 前驱体合成技术</p>	<p>通过采用偏铝酸钠作为铝源，解决传统硫酸铝沉淀速度过快造成铝元素分布不均匀和粒度无法长大的缺点。前驱体比表面积高有利于三元正极材料烧结过程的固相传质和后续干法包覆的均匀性，减少三元正极材料中岩盐型氧化镍的生成，烧结而成的三元正极材料倍率性能好、循环性能好。</p>	<p>自主研发</p>	<p>NCA 三元前驱体 (未量产及销售)</p>
---	--------------------------	--	-------------	---------------------------

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

**前驱体技术及认证壁垒高，客户粘性强。**下游客户通常需要对前驱体进行使用认证，包括小试、中试、试产等流程，并进行量产产品的各项性能测试，认证通过后方会开展批量采购。前驱体产品的性能和需求响应速度是客户选择生产厂商的主要依据，产品得到市场检验和客户认可通常需要较长的时间和较高的成本。因此，该认证过程往往对前驱体企业的综合实力有较高的要求。一旦完成认证，由于技术和生产的协同效应，下游客户普遍倾向于建立长期合作关系。

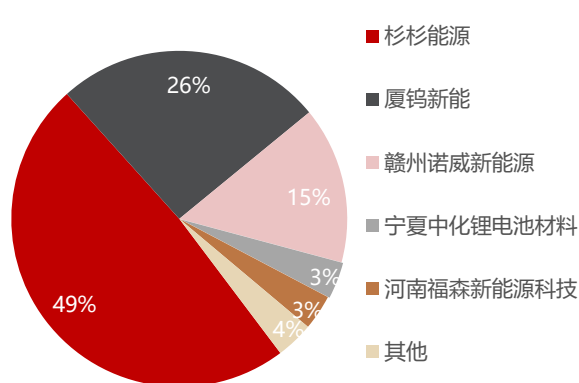
**与厦鄂新能深度合作，客户结构逐步多元化。**厦钨新能目前是公司的第一大客户，公司主要提供单晶型 NCM 5-7 系的高电压、超高电压锂电正极三元前驱体产品，及钠电铁基三元前驱体产品。此外公司积极开展与广东邦普升级合作产品，由单晶型 NCM5 系产品升级为单晶型 NCM6 系 4.35V 高电压产品；与长远锂科构建战略关系，着力推动多晶型高镍、超高镍产品的验证与出货；与巴斯夫杉杉推动完成碳足迹认证，供货节奏逐渐恢复；与贝特瑞成功建立出货关系，下游客户结构进一步完善。

图11：2019 年客户结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

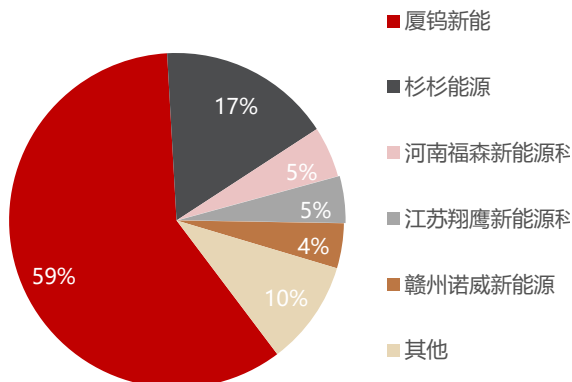
图12：2020 年客户结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

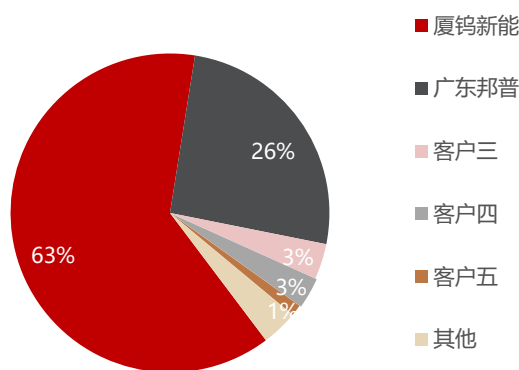


图13: 2021 年客户结构



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图14: 2022 年客户结构



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**产能稳健扩张夯实未来业绩。**产能如期落地一方面可以大幅度减少产线共线的情况, 发挥规模优势, 降低单位生产成本; 另一方面有助于显著提高公司的供货能力, 提升公司占有率, 进一步夯实公司的市场地位和核心竞争力。

表5: 产能建设进度

时间	投产产能	在建产能
2022	2022 年已建成三元前驱体产能 2.5 万吨, 同比增长 116.47%。	IPO 募投产 4 万吨三元前驱体项目也在顺利建设中, 未来新增产能将逐步投放。
2023	2023 年 6 月 30 日, 帕瓦股份 IPO 募投一期年产 2.5 万吨三元前驱体项目已点火试车, 正处于爬坡阶段, 预计将于今年三季度末开始贡献有效产能。	二期年产 1.5 万吨三元前驱体项目部署在浙江省兰溪市, 目前处于建设期

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要产品为三元前驱体。

核心假设: 2023 年新能源汽车行业阶段性波动造成公司业绩下滑。公司积极采取应对策略, 一方面继续深耕单晶前驱体, 与国内头部企业保持紧密合作, 保障订单稳定性; 另一方面随着电动化+智能化驱动新能源汽车延续高增, 公司的技术、资金、客户、产能优势将转化为业绩贡献引擎, 继续保持良好发展势头。

业务拆分:

- 1) 单晶前驱体: **行业层面**, 我们预计 2024/2025 年国内新能源汽车销量增速分别仍能保持 25%。**公司层面**, 2023 年行业出现波动, 公司营收预计出现下滑, 但考虑到公司拳头产品是单晶系列, 产品性能得到下游客户广泛认可, 我们审慎预计 2024/2025 年营收增速为 20%, 由此对应预计 2023/2024/2025 年单晶系列收入分别为 9.58/11.50/13.80 亿元; 考虑到下游需求逐步回暖及原材料价格波动趋缓, 毛利率水平有望

持续得到修复，故预计 2023/2024/2025 年对应毛利率分别为 10.00%/12.50%/13.00%。

- 2) 多晶前驱体: 该产品不是公司重点, 但随着技术工艺打磨优化, 有望带来量利向上, 保持稳中向好趋势。我们预计 2023/2024/2025 多晶系列收入分别为 0.38/0.45/0.50 亿元, 对应毛利率分别为 14.00%/15.00%/16.00%。

**表6: 公司业务拆分 (百万元)**

合计	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,656.26	1,017.51	1,216.69	1,451.17
营业成本	1,435.51	894.79	1,044.55	1,242.21
毛利	220.75	122.72	172.14	208.96
毛利率	13.33%	12.06%	14.15%	14.40%
<b>单晶前驱体</b>				
营业收入	1,596.87	958.12	1,149.74	1,379.69
营业成本	1,404.79	862.31	1,006.03	1,200.33
毛利	192.08	95.81	143.72	179.36
毛利率	12.03%	10.00%	12.50%	13.00%
<b>多晶前驱体</b>				
营业收入	37.77	37.77	45.32	49.85
营业成本	30.72	32.48	38.52	41.88
毛利	7.05	5.29	6.80	7.98
毛利率	18.66%	14.00%	15.00%	16.00%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

## 4.2 估值分析

公司主营业务为三元前驱体。2023H1 国内主流企业中伟股份市占率 27%、华友钴业占比 16%、格林美占比 15%，形成第一梯队阵营，产品及客户优势显著，故选择格林美、中伟股份、华友钴业作为可比公司。根据可比公司估值，2024 年的平均 PE 为 11X，帕瓦股份高于可比公司；我们进一步测算发现公司 2023-2025CAGR 为 134.52%，高于可比公司，成长性更佳。考虑到 2022 年公司上市，IPO 募投项目处于建设期，业绩释放客观上需要时间。公司坚定深耕单晶系产品，下游与宁德时代、厦鄂新能保持紧密合作并拓展其他客户，未来订单持续性有保障。从财务数据看，公司研发费用投入强度高于可比公司造成业绩短期承压但利好长期发展，资产负债率不到 30%有利于抵御行业波动带来的冲击，值得给予更高的估值水平。

表7: 可比公司估值

代码	公司简称	现价 (元)	EPS (元)				PE				2023-2025CAGR
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
300919.SZ	中伟股份*	50.62	2.30	3.00	4.15	5.34	22	17	12	9	33.42%
002340.SZ	格林美	5.72	0.25	0.40	0.53	0.66	23	14	11	9	28.45%
603799.SH	华友钴业	33.29	2.29	2.38	3.21	4.38	15	14	10	8	35.66%
平均值			1.61	1.93	2.63	3.46	20	15	11	9	
688184.SH	帕瓦股份	21.37	0.90	0.20	0.71	1.10	24	107	30	19	134.52%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测 (注: \*标注为未覆盖公司, 采用 wind 一致预期, 股价采取 2023 年 11 月 27 日收盘价)

### 4.3 投资建议

我们预计 2023-2025 年的归母净利润分别为 0.33、1.15、1.78 亿元, 增速分别为-77.5%、250.7%、54.8%, 2023 年 11 月 27 日股价对应 23-25 年市盈率分别为 105、30、19 倍。**公司深耕单晶产品绑定优质客户, 产能爬坡业绩有望逐步兑现, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。**

## 5 风险提示

- 1) **上游原材料价格波动。**若原材料价格向不利方向发展,可能侵蚀公司毛利。
- 2) **项目建设进度不及预期。**IPO 募投二期工程目前正处在建设期,若建设进度不及预期,可能影响公司收入规模。
- 3) **新能源汽车销量不及预期。**若新能源汽车行业增速不及预期,会直接影响公司经营业绩。
- 4) **产品迭代进度落后。**若未能准确把握行业技术路径或研究开发未能取得预期成果,公司产品可能因无法满足客户需求而竞争力下降。

## 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	1,656	1,018	1,217	1,451
营业成本	1,436	895	1,045	1,242
营业税金及附加	4	2	2	3
销售费用	4	4	4	4
管理费用	33	51	49	44
研发费用	53	51	49	44
EBIT	153	35	117	187
财务费用	-7	-10	-8	0
资产减值损失	-21	-12	-7	-3
投资收益	2	1	1	1
营业利润	162	34	120	185
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	161	34	120	185
所得税	15	1	5	7
净利润	146	33	115	178
归属于母公司净利润	146	33	115	178
EBITDA	220	137	291	433

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,118	1,477	1,523	1,635
应收账款及票据	540	672	803	799
预付款项	51	9	10	12
存货	669	233	222	270
其他流动资产	247	381	409	443
流动资产合计	2,624	2,772	2,968	3,159
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	683	948	1,127	1,255
无形资产	151	151	151	151
非流动资产合计	1,482	1,709	1,887	2,015
资产合计	4,106	4,481	4,855	5,174
短期借款	1	36	76	121
应付账款及票据	905	784	944	1,089
其他流动负债	21	383	302	89
流动负债合计	928	1,204	1,323	1,299
长期借款	0	100	250	450
其他长期负债	55	66	66	66
非流动负债合计	55	166	316	516
负债合计	983	1,369	1,638	1,815
股本	134	161	161	161
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,123	3,112	3,217	3,360
负债和股东权益合计	4,106	4,481	4,855	5,174

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	91.21	-38.57	19.58	19.27
EBIT 增长率	71.18	-77.18	236.27	59.47
净利润增长率	74.52	-77.51	250.67	54.81
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	13.33	12.06	14.15	14.40
净利润率	8.80	3.22	9.45	12.27
总资产收益率 ROA	3.55	0.73	2.37	3.44
净资产收益率 ROE	4.67	1.05	3.58	5.30
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.83	2.30	2.24	2.43
速动比率	1.90	1.93	1.91	2.05
现金比率	1.20	1.23	1.15	1.26
资产负债率 (%)	23.93	30.55	33.75	35.07
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	17.01	240.00	240.00	200.00
存货周转天数	170.14	100.00	80.00	80.00
总资产周转率	0.54	0.24	0.26	0.29
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.90	0.20	0.71	1.10
每股净资产	19.37	19.30	19.95	20.83
每股经营现金流	0.13	3.62	1.40	1.81
每股股利	0.33	0.06	0.22	0.34
<b>估值分析</b>				
PE	24	105	30	19
PB	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.98	19.27	9.05	6.08
股息收益率 (%)	1.54	0.29	1.01	1.57

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	146	33	115	178
折旧和摊销	67	102	173	246
营运资金变动	-204	440	-77	-151
经营活动现金流	21	584	226	292
资本开支	-396	-367	-352	-373
投资	-1	0	0	0
投资活动现金流	-773	-323	-350	-372
股权募资	1,621	0	0	0
债务募资	1	134	190	245
筹资活动现金流	1,599	98	170	191
现金净流量	847	359	46	112

## 插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构 (截至 2022 年 12 月) .....	3
图 3: 2018-2023Q1-3 营收及同比增速 .....	5
图 4: 2018-2023Q1-3 归母净利及同比增速 .....	5
图 5: 2018-2023H1 公司分业务营收 (亿元) .....	6
图 6: 2018-2023H1 公司分业务营收占比 .....	6
图 7: 公司 2018-2023Q1-3 整体毛利率与净利率.....	6
图 8: 公司 2018-2023H1 分产品毛利率 .....	6
图 9: 可比公司研发费用率 .....	7
图 10: 可比公司资产负债率 .....	7
图 11: 2019 年客户结构 .....	8
图 12: 2020 年客户结构 .....	8
图 13: 2021 年客户结构 .....	9
图 14: 2022 年客户结构 .....	9

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司高级管理人员 .....	4
表 2: 公司主要产品分类 .....	4
表 3: 公司主要产品形貌 .....	5
表 4: 公司自主研发核心技术 .....	7
表 5: 产能建设进度 .....	9
表 6: 公司业务拆分 (百万元) .....	10
表 7: 可比公司估值 .....	11
公司财务报表数据预测汇总 .....	13

## 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