



磷酸铁锂龙头，产品高端盈利显著

——湖南裕能首次覆盖报告

核心观点

公司主营磷酸铁锂，份额位居行业第一。湖南裕能成立于2016年，总部位于湖南省湘潭市，公司产品以磷酸铁锂为主，于2023年2月9日A股上市。2023年公司收入约413.6亿元，同比-3.35%，归母净利润约15.8亿元，同比-47.44%，磷酸铁锂销量约50.7万吨，同比+56.49%。据SMM，2023年湖南裕能市场份额27%，位居行业第一。

下游需求提升，公司绑定龙头受益。磷酸铁锂正极的直接客户为锂电池企业，下游需求主要包括动力和储能两大类。据EV Tank，预计2030年全球新能源汽车销量约4700万辆，2024-2030复合增速CAGR约17%，预计2030年全球储能电池出货量约1398GWh，2023-2030复合增速CAGR约30%。公司绑定核心客户宁德时代、比亚迪等，将受益于行业需求提升。

公司产品谱系全，高端产品受到客户认可。公司产品谱系包括CN-3、CN-5B、YN-5、YN-7、YN-9，其中CN-5B能量密度达到200Wh/kg，循环超过12000周，YN-9能量密度达到220Wh/kg，循环超过10000周。2024上半年，公司磷酸铁锂总销量约30.9万吨，同比增长+43%，新产品CN-5系列和YN-9系列销量约4.8万吨，占比约15%，实现快速增长，获得客户广泛认可。

坚持一体化布局，盈利相比同行拉开差距。公司坚持“资源-前驱体-正极材料-循环回收”一体化布局，原材料方面推进磷矿勘察、转采，前驱体方面已实现全部自供。2023年在磷酸铁锂行业价格下行期，公司与同行盈利拉开显著差距，具备比较优势，2023年公司毛利率7.65%，其他三家公司（德方纳米、万润新能、龙蟠科技）平均毛利率0.02%。

投资建议

随着行业需求提升，公司作为磷酸铁锂行业龙头将受益，我们预计公司2024-2026年收入分别为240/335/478亿元，同比-42%/+40%/+42%，归母净利润分别为9/21/30亿元，同比-44%/+134%/+45%，按照2025年1月17日收盘市值对应PE分别为38/16/11倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

上游原材料价格过快上涨风险、下游需求受经济影响不及预期风险、锂电池相关支持政策调整风险、地缘政治及贸易摩擦风险、汇率波动风险。

盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	41,358	24,003	33,522	47,766
年增长率(%)	-3.3%	-42.0%	39.7%	42.5%
归属于母公司的净利润	1,581	883	2,067	2,997
年增长率(%)	-47.4%	-44.1%	134.0%	45.0%
每股收益(元)	2.18	1.17	2.73	3.96
市盈率(X)	15.57	38.00	16.24	11.20
净资产收益率(%)	14.0%	7.2%	14.5%	17.4%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025年01月17日收盘价）

买入(首次)

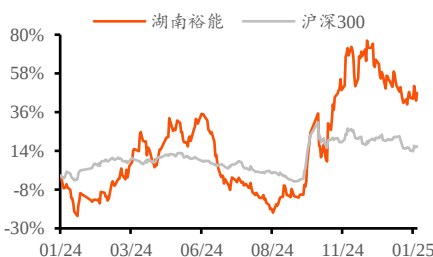
行业：电力设备
日期：2025年01月20日

分析师：开文明
E-mail: kaiwenming@yongxingsec.com
SAC编号: S1760523070002
分析师：赵勇臻
E-mail: zhaoyongzhen@yongxingsec.com
SAC编号: S1760524010001

基本数据

01月17日收盘价(元)	44.32
12mthA股价格区间(元)	22.28-54.78
总股本(百万股)	757.25
无限售A股/总股本	50.63%
流通市值(亿元)	169.94

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

资产负债表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	18,082	14,176	11,431	15,390	22,486
货币资金	1,045	1,889	2,322	4,286	6,580
应收及预付	7,484	5,085	3,580	4,558	6,805
存货	4,971	1,325	1,816	1,718	2,963
其他流动资产	4,581	5,877	3,713	4,829	6,138
非流动资产	8,353	12,619	12,977	13,026	13,143
长期股权投资	37	41	62	75	91
固定资产	6,443	10,733	11,140	11,437	11,657
在建工程	1,035	659	594	359	262
无形资产	551	896	874	851	828
其他长期资产	288	289	306	306	306
资产总计	26,434	26,795	24,408	28,416	35,629
流动负债	16,748	12,469	9,337	11,278	15,495
短期借款	2,466	900	1,000	1,100	1,200
应付及预收	11,392	9,357	6,054	7,803	11,415
其他流动负债	2,890	2,212	2,282	2,375	2,880
非流动负债	3,972	3,010	2,840	2,840	2,840
长期借款	3,271	2,601	2,601	2,601	2,601
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	700	409	239	239	239
负债合计	20,720	15,479	12,177	14,118	18,335
股本	568	757	757	757	757
资本公积	926	5,026	5,051	5,051	5,051
留存收益	4,220	5,499	6,382	8,449	11,446
归属母公司股东权益	5,714	11,282	12,198	14,265	17,261
少数股东权益	0	33	33	33	32
负债和股东权益	26,434	26,795	24,408	28,416	35,629

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	42,790	41,358	24,003	33,522	47,766
营业成本	37,451	38,195	22,047	30,038	42,725
营业税金及附加	164	134	85	114	166
销售费用	22	45	19	32	38
管理费用	315	340	336	402	573
研发费用	456	358	338	381	609
财务费用	246	196	107	107	104
资产减值损失	-158	-333	-30	-30	-30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-77	-55	-37	-48	-72
营业利润	3,593	1,876	1,044	2,448	3,547
营业外收支	-47	-1	0	0	0
利润总额	3,546	1,875	1,044	2,448	3,547
所得税	540	294	161	381	550
净利润	3,006	1,581	883	2,066	2,996
少数股东损益	-1	0	0	0	-1
归属母公司净利润	3,007	1,581	883	2,067	2,997
EBITDA	4,517	3,218	1,914	3,372	4,519
EPS (元)	5.29	2.18	1.17	2.73	3.96

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-2,783	501	1,636	2,909	3,398
净利润	3,006	1,581	883	2,066	2,996
折旧摊销	601	1,091	763	817	868
营运资金变动	-7,016	-2,656	-207	-183	-715
其它	625	485	197	209	249
投资活动现金流	-2,169	-2,622	-1,160	-915	-1,057
资本支出	-2,104	-2,677	-1,083	-854	-969
投资变动	-29	-13	-21	-12	-17
其他	-35	68	-56	-48	-72
筹资活动现金流	5,193	2,349	-43	-31	-47
银行借款	4,272	-2,237	100	100	100
股权融资	2	4,355	25	0	0
其他	920	231	-169	-131	-147
现金净增加额	241	228	433	1,964	2,294
期初现金余额	194	435	663	1,096	3,060
期末现金余额	435	663	1,096	3,060	5,354

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	505.4%	-3.3%	-42.0%	39.7%	42.5%
营业利润增长	153.9%	-47.8%	-44.3%	134.4%	44.9%
归母净利润增长	154.0%	-47.4%	-44.1%	134.0%	45.0%
获利能力					
毛利率	12.5%	7.6%	8.1%	10.4%	10.6%
净利率	7.0%	3.8%	3.7%	6.2%	6.3%
ROE	52.6%	14.0%	7.2%	14.5%	17.4%
ROIC	27.6%	11.3%	5.7%	11.2%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	78.4%	57.8%	49.9%	49.7%	51.5%
净负债比率	92.3%	24.1%	20.5%	4.5%	-8.9%
流动比率	1.08	1.14	1.22	1.36	1.45
速动比率	0.70	0.91	0.86	1.08	1.15
营运能力					
总资产周转率	2.43	1.55	0.94	1.27	1.49
应收账款周转率	10.05	7.54	6.23	9.37	9.54
存货周转率	12.76	12.13	14.04	17.00	18.25
每股指标 (元)					
每股收益	5.29	2.18	1.17	2.73	3.96
每股经营现金流	-4.90	0.66	2.16	3.84	4.49
每股净资产	10.06	14.90	16.11	18.84	22.79
估值比率					
P/E	0.00	15.57	38.00	16.24	11.20
P/B	0.00	2.28	2.75	2.35	1.94
EV/EBITDA	1.17	8.84	18.85	10.14	7.08

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。