

湖南裕能 (301358)

2023 年中报点评: 业绩超市场预期, H1 份额提升稳居龙头地位

买入 (维持)

2023 年 08 月 25 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 刘晓恬

执业证书: S0600523070005
liuxt@dwzq.com.cn

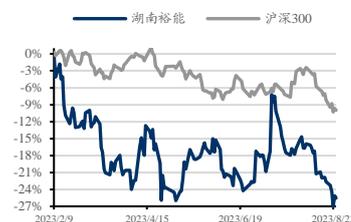
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	42,790	34,351	35,181	39,827
同比	505%	-20%	2%	13%
归属母公司净利润 (百万元)	3,007	2,046	2,743	3,495
同比	154%	-32%	34%	27%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.97	2.70	3.62	4.62
P/E (现价&最新股本摊薄)	10.02	14.74	10.99	8.63

关键词: #业绩超预期

投资要点

- **Q2 盈利显著提升, 业绩超市场预期。**23 年 H1 营收 231.8 亿, 同增 64%, 归母净利 12 亿, 同减 24%; 23Q2 营收 100 亿, 同环比+25%/-24%, 归母净利 9.6 亿, 同环比+52%/+241%, 扣非净利 9.5 亿, 环比+256%。23Q2 毛利率 15.4%, 同环比+0.9/+10.1pct, 归母净利率 9.6%, 同环比+1.7/7.5pct, 扣非净利率 9.5%, 环比+7.5pct, 业绩超市场预期。
- **H1 出货量翻番以上增长, 份额明显提升。**H1 铁锂正极收入 230.5 亿, 同+64%, 毛利率 9.5%, 产量 21.9 万吨, 出货 21.6 万吨, 同比翻倍以上增长, 其中 Q2 铁锂出货 11.6 万吨, 环增 16%。增速远高于行业, 主要由于公司为宁德时代、比亚迪主供, 同时 H1 发力储能产品, 储能占比提升至 30%, 预计 H1 公司出货份额提升至 30%+。H1 公司产能利用率 90%, 遥遥领先行业, Q3 已满产, 全年出货预计 50 万吨以上, 同增约 60%。2023 年底公司产能将达 65 万吨, 并拟定增建设 32 万吨锰铁锂、7.5 万吨铁锂产能, 进一步强化竞争力。
- **Q2 加工费基本稳定, 单位盈利超预期。**Q2 公司铁锂价格约 9.7 万元/吨 (含税), 环降 35%, 单位盈利 0.8 万元/吨, 环比大增 194%, 远高于同行, 系 Q1 加工费大幅下降后, Q2 基本维持稳定, 叠加 Q2 碳酸锂库存收益。预计扣除碳酸锂因素影响, 单吨利润近 4000 元。展望 H2, 铁锂加工费仍存下行压力, 保守估计不考虑库存贡献, 公司 H2 单吨利润有望维持 3000 元以上。
- **Q2 研发投入大幅增长, 存货增加明显。**23H1 费用率 2.38%, 同减 0.76pct; 其中 23Q2 费用 3.6 亿, 同环比+40%/84%, 费用率 3.57%, 同环比+0.4/+2pct, 研发费用 1.8 亿, 同比+62%。Q2 末存货 31.8 亿, 较 Q1 末大增 87%, 合同负债 6.5 亿元, 较年初下降 41%。23H1 经营性现金流-1.3 亿元, 同增 89.3%; 资本开支为 11.83 亿元, 同比增长 11%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司份额显著提升, 我们维持 2023-2025 年公司归母净利润为 20.5/27.4/35 亿元, 同比-32%/+34%/+27%, 对应 PE 为 15x/11x/9x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 需求不及预期, 原材料价格波动, 市场竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.59
一年最低/最高价	38.59/64.98
市净率(倍)	2.74
流通 A 股市值(百万元)	5,246.44
总市值(百万元)	29,979.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.45
资产负债率(% ,LF)	60.14
总股本(百万股)	757.25
流通 A 股(百万股)	132.52

相关研究

《湖南裕能(301358): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: Q1 业绩略低于预期, 单位盈利回落触底》

2023-04-26

2023H1 公司实现归母净利 12.38 亿元，同比增长 64.49%，业绩超市场预期。2023 年 H1 公司营收 231.8 亿元，同比增长 64.49%；归母净利润 12.38 亿元，同比下降 24.15%；扣非净利润 12.19 亿元，同比下降 26.56%；23H1 毛利率为 9.63%，同比下降 9.11pct；销售净利率为 5.34%，同比下降 6.24pct。

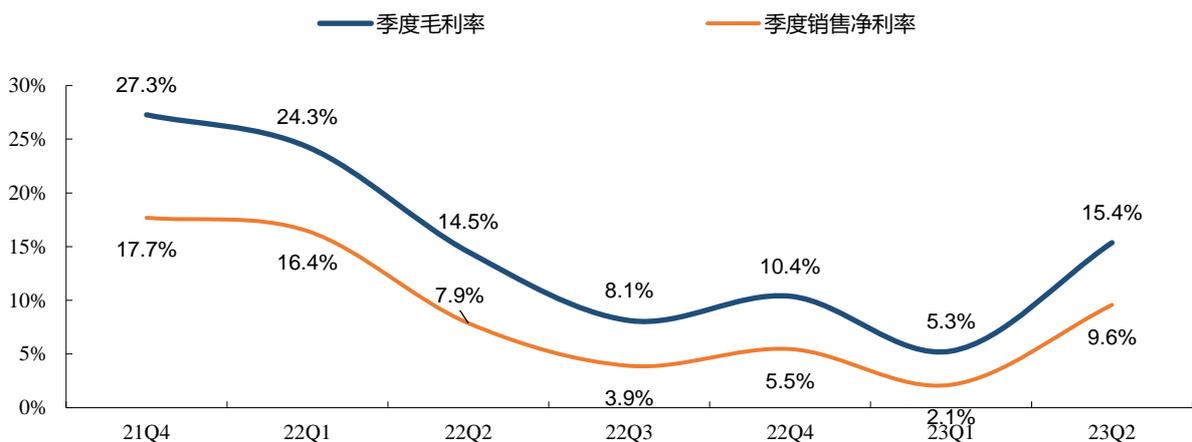
2023 年 Q2 归母净利润 9.57 亿元，同环比+52.28%/240.52%，盈利能力显著提升。2023 年 Q2 公司实现营收 100.03 亿元，同比上升 25.26%，环比下降 24.08%；归母净利润 9.57 亿元，同比增长 52.28%，环比增长 240.52%，扣非归母净利润 9.52 亿元，环比增长 256.38%。盈利能力方面，23Q2 毛利率为 15%，同比增长 0.9pct，环比增长 10.1pct；归母净利率 9.6%，同比增长 1.7pct，环比增长 7.5pct；23Q2 扣非净利率 9.5%，环比增长 7.5pct。

图1：公司季度经营情况（百万元）

	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	10,003.0	13,175.6	16,269.7	12,429.9	7,985.6	6,105.2
-同比	25.26%	115.81%	331.36%	586.80%	755.95%	1092.04%
毛利率	15.37%	5.27%	10.38%	8.12%	14.51%	24.28%
归母净利润(百万)	957.3	281.1	889.6	484.7	628.6	1004.2
-同比	52.28%	-72.00%	33.32%	62.54%	305.44%	1772.93%
归母净利率	9.57%	2.13%	5.47%	3.90%	7.87%	16.45%
扣非归母净利润(百万)	951.9	267.1	890.54	480.29	—	—
-同比	—	—	33.59%	51.09%	—	—
扣非归母净利率	9.52%	2.03%	5.47%	3.86%	—	—

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

H1 出货量翻番以上增长，份额明显提升。 H1 铁锂正极收入 230.5 亿，同比+64%，毛利率 9.5%，产量 21.9 万吨，出货 21.6 万吨，同比翻倍以上增长，其中 Q2 铁锂出货 11.6 万吨，环增 16%。增速远高于行业，主要由于公司为宁德、比亚迪主供，同时 H1 发力储能产品，储能占比提升至 30%，预计 H1 公司份额提升至 30%+。H1 公司产能利用率 90%，遥遥领先行业，Q3 已满产，全年出货预计 50 万吨+，同增约 60%。年底公司产能将达 65 万吨，并拟定增建设 32 万吨磷酸锰铁锂、7.5 万吨铁锂产能。

Q2 铁锂加工费稳定，单位盈利超预期。 Q2 公司铁锂价格约 9.7 万元/吨（含税），环降 35%，单位盈利 0.8 万元/吨，环比大增 194%，远高于同行，系 Q1 加工费大幅下降后，Q2 基本维持稳定，叠加 Q2 碳酸锂库存收益。预计扣除碳酸锂因素影响，单吨利润近 4000 元。展望 H2，铁锂加工费仍存下行压力，保守估计不考虑库存贡献，公司 H2 单吨利润有望维持 3000 元以上。

图3: 公司分业务营业收入（亿元）

	2023H1				2022年				2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
磷酸铁锂	230.51	64%	9.5%	-9.3%	426.67	514.90%	12.47%	-14.30%	286.47	9.4%	140.20	18.75%
三元材料	0.12	-71%			0.40	-46.90%			0.00		0.40	-1.20%
硫酸铁	0.00	-92%			0.03	-89.10%	42.80%	26.90%	0.01	32.3%	0.02	47.31%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q2 费用率环比提升，系研发投入大幅增长。 2023 年 H1 公司期间费用合计 5.51 亿元，同比增长 24.80%，费用率为 2.38%，同比下降 0.76pct。2023Q2 期间费用合计 3.57 亿元，同比增长 40.27%，环比增 83.99%，期间费用率为 3.57%，同比增长 0.38pct，环比增长 2.10pct；销售费用 0.16 亿元，销售费用率 0.16%，环增 0.08pct；管理费用 1.09 亿元，管理费用率 1.09%，环增 0.57pct；财务费用 0.52 亿元，财务费用率 0.52%，环增 0.04pct；研发费用 1.79 亿元，同增 62%，环增 263%，研发费用率 1.79%，环增 1.42pct，系新产品研发投入增加，包括超长循环型、更高能量密度型铁锂、锰铁锂产品。

图4: 公司季度费用情况

单位: 百万元	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
销售费用	5.42	5.36	7.78	11.01	16.13
-销售费用率	0.07%	0.04%	0.05%	0.08%	0.16%
管理费用	88.91	61.47	110.99	69.28	109.27
-管理费用率	1.11%	0.49%	0.68%	0.53%	1.09%
研发费用	110.73	136.66	125.57	49.36	179.18
-研发费用率	1.39%	1.10%	0.77%	0.37%	1.79%
财务费用	49.43	69.77	78.79	64.38	52.40
-财务费用率	0.62%	0.56%	0.48%	0.49%	0.52%
期间费用	254.49	273.27	323.14	194.02	356.99
-期间费用率	3.19%	2.20%	1.99%	1.47%	3.57%
资产减值损失	0.14	0.08	-158.09	-132.75	-16.39
信用减值损失	-74.27	-128.98	-80.94	15.15	16.87

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q2 存货增加明显，经营现金流显著改善。2023 年 Q2 末存货为 31.75 亿元，较年 Q1 末大增 87%；应收账款 48.24 亿元，较年初减少 24.54%；期末合同负债 6.52 亿元，较年初减少 40.62%。23H1 公司经营活动净现金流净额为-1.28 亿元，同比增长 89.3%，其中 Q2 经营现金流为 10.23 亿元，环增 189%；投资活动净现金流净额为-11.08 亿元，同比下降 1.2%；资本开支为 11.83 亿元，同比增长 11%；账面现金为 22.77 亿元，较年初增长 117.81%，短期借款 12.21 亿元，较年初减少 50.49%。

投资建议：考虑公司份额显著提升，我们维持 2023-2025 年公司归母净利润为 20.5/27.4/35 亿元，同比-32%/+34%/+27%，对应 PE 为 15x/11x/9x，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动，市场竞争加剧。

湖南裕能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18,082	29,087	34,926	39,814	营业总收入	42,790	34,351	35,181	39,827
货币资金及交易性金融资产	1,045	11,328	17,373	20,440	营业成本(含金融类)	37,451	30,228	30,081	33,856
经营性应收款项	10,854	11,289	11,482	12,664	税金及附加	164	144	164	169
存货	4,971	5,217	4,793	5,394	销售费用	22	21	158	199
合同资产	0	0	0	0	管理费用	315	378	422	398
其他流动资产	1,211	1,252	1,278	1,316	研发费用	456	488	528	518
非流动资产	8,353	9,807	10,704	11,233	财务费用	246	335	482	470
长期股权投资	37	37	37	37	加:其他收益	21	21	25	28
固定资产及使用权资产	6,443	7,556	8,273	8,683	投资净收益	(77)	(69)	(35)	0
在建工程	1,035	1,215	1,335	1,395	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	551	711	771	831	减值损失	(487)	(255)	(110)	(135)
商誉	180	180	180	180	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	3,593	2,455	3,235	4,120
其他非流动资产	108	108	108	108	营业外净收支	(47)	(49)	(9)	(9)
资产总计	26,434	38,894	45,629	51,048	利润总额	3,546	2,406	3,226	4,111
流动负债	16,748	24,325	23,915	26,054	减:所得税	540	361	484	617
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,051	9,812	10,197	10,685	净利润	3,006	2,045	2,742	3,494
经营性应付款项	11,392	12,422	11,627	13,088	减:少数股东损益	(1)	0	(1)	(1)
合同负债	1,098	1,058	1,053	1,185	归属母公司净利润	3,007	2,046	2,743	3,495
其他流动负债	1,207	1,033	1,039	1,096	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.97	2.70	3.62	4.62
非流动负债	3,972	6,972	7,122	7,222	EBIT	3,916	3,093	3,827	4,687
长期借款	3,271	6,271	6,421	6,521	EBITDA	4,517	3,940	4,931	5,957
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	12.48	12.00	14.50	14.99
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	7.03	5.96	7.80	8.78
其他非流动负债	700	700	700	700	收入增长率(%)	505.44	(19.72)	2.42	13.21
负债合计	20,720	31,297	31,037	33,276	归母净利润增长率(%)	153.96	(31.97)	34.08	27.41
归属母公司股东权益	5,714	7,597	14,593	17,773					
少数股东权益	0	0	0	(1)					
所有者权益合计	5,714	7,597	14,592	17,772					
负债和股东权益	26,434	38,894	45,629	51,048					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(2,783)	3,415	3,743	5,058	每股净资产(元)	10.06	13.38	19.27	23.47
投资活动现金流	(2,169)	(2,418)	(2,044)	(1,809)	最新发行在外股份(百万股)	757	757	757	757
筹资活动现金流	5,193	9,285	4,336	(192)	ROIC(%)	40.67	14.72	11.85	12.04
现金净增加额	241	10,283	6,035	3,057	ROE-摊薄(%)	52.63	26.93	18.80	19.66
折旧和摊销	601	846	1,103	1,270	资产负债率(%)	78.38	80.47	68.02	65.19
资本开支	(2,104)	(2,349)	(2,009)	(1,809)	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.02	14.74	10.99	8.63
营运资本变动	(7,016)	54	(679)	(324)	P/B(现价)	3.96	2.98	2.07	1.70

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码：215021
 传真：（0512）62938527
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>