

2022年09月08日

万润新能（688275.SH）

新股覆盖研究

投资要点

◆ 下周三（9月14日）有一家科创板上市公司“万润新能”询价。

◆ **万润新能（688275）**：公司是一家主要从事锂电池正极材料研发、生产和销售的高新技术企业；主营产品涵盖磷酸铁锂正极材料及前驱体、锰酸锂正极材料等，集中应用于新能源汽车领域，同时，公司产品积极向储能领域拓展，目前已通过部分客户产品认证。公司2019-2021年分别实现营业收入7.66亿元/6.88亿元/22.29亿元，YOY依次为-18.36%/-10.18%/223.84%，三年营业收入的年复合增速为33.42%；实现归母净利润-0.73亿元/-0.45亿元/3.53亿元，YOY依次为-2788.04%/39.21%/890.36%，公司于2021年实现扭亏为盈。最新报告期，2022H1公司实现营业收入33.95亿元，同比上升386.58%；实现归母净利润4.94亿元，同比增长251.90%。根据初步预测，公司2022年1-9月预计实现归母净利润74,000.00至80,000.00万元，较上年同期增长304.44%至337.23%。

① **投资亮点**：1、公司作为磷酸铁锂正极材料的主要供应商之一，有望受益于新能源汽车和储能市场的景气发展预期。磷酸铁锂作为兼具安全及成本优势的正极材料，目前除在客车和商用车市场占绝对主导地位之外，在乘用车市场的应用也逐步由中低端车型向中高端车型渗透；同时，在非动力电池领域，也逐步对铅酸市场进行替代或对新能源发电端的储能市场进行渗透，成为储能场景的主要正极材料之一。公司深耕磷酸铁锂正极材料领域多年，生产的磷酸铁锂产品多样、产品体系完整，具有低成本、高倍率、低温性能优异、高能量密度等优势，目前已成功应用于比亚迪“刀片”电池生产。2018-2020年公司在磷酸铁锂市场份额均位列行业前三；作为磷酸铁锂正极材料的核心供应商，公司有望受益于新能源汽车和储能市场景气发展带来的磷酸铁锂产品需求的高速增长预期。2、公司深度绑定下游龙头客户，并签订战略合作协议，提前锁定未来采购量；在持续的产能建设下，公司业绩预期向好。2021年，公司对宁德时代及比亚迪的销售占比达80%以上。为进一步强化合作关系，截至招股意向书签署日，公司已与宁德时代、比亚迪、赣锋锂电等客户签署有战略合作协议或计划采购订单；客户通过战略协议有效保障生产资源供应的稳定性，而公司也通过战略协定约定未来订单、奠定业务发展的基础。2020年末，公司新增转固13条磷酸铁锂产线，使得2021年自产产能同比提升70.30%；2021年末，又对湖北宇浩锂离子电池材料项目和安庆德润磷酸铁锂新能源正极材料项目加大投放力度；持续的产能建设有利于提高公司规模化生产能力、满足下游客户的需求，推动公司业绩向好。

② **同行业上市公司对比**：根据主营产品结构，选取德方纳米、湖南裕能、富临精工、安达科技为万润新能的可比上市公司。根据上述可比公司来看，2021年同业平均收入规模为40.28亿元，可比PE-TTM（剔除待上市的湖南裕能/算术平均）为26.54X，销售毛利率为26.64%；相较而言，公司的营收规模处于同业的中等水平，但在毛利率方面具有相对优势。

◆ **风险提示**：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

股价

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	63.91
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.54	0.48	-3.02
绝对收益	-6.27	-11.08	-28.24

分析师

李蕙

 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsc.cn

相关报告



公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	766.4	688.4	2,229.4
同比增长(%)	-18.36	-10.18	223.84
营业利润(百万元)	-62.2	-44.2	440.6
同比增长(%)	-527.98	-28.88	-1,096.29
净利润(百万元)	-73.4	-44.6	352.6
同比增长(%)	-2,788.04	-39.21	-890.36
每股收益(元)		-0.72	5.66

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、万润新能	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	8
(四) 募投项目投入	8
(五) 同行业上市公司指标对比	9
(六) 风险提示	10

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司收入规模及增速变化	5
图 3: 公司归母净利润及增速变化	5
图 4: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 5: 公司 ROE 变化	5
图 6: 2020-2021 各批新能源汽车推荐目录-客车占比	6
图 7: 2020-2021 各批新能源汽车推荐目录-专用车占比	7
图 8: 2019-2025 年 5G 基站建设情况预测	7
图 9: 电化学储能累计投运规模预测 (GWh)	8
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	9
表 2: 同行业上市公司指标对比	9

一、万润新能

公司是一家主要从事锂电池正极材料研发、生产和销售的高新技术企业；主营产品涵盖磷酸铁锂正极材料及前驱体、锰酸锂正极材料等，集中应用于新能源汽车领域，同时，公司产品积极向储能领域拓展，目前已通过部分客户产品认证。

公司作为“国家级第三批专精特新‘小巨人’企业”、“锂电池正极材料关键技术湖北省工程研究中心”，近年来，先后承担了诸多重大科研项目，包括“国家发展改革委办公厅、财政部办公厅利用工业废弃物制备绿色、高能新能源汽车锂电池基础材料产业化项目”、“国家工信部锂电池材料研发与产业化创新平台建设项目”、“2022年中央引导地方科技发展资金项目（长续航（≥550公里）新能源汽车电池材料磷酸铁锂关键技术研究及产业化项目”等一系列技术项目，技术水平获得肯定。截止2022年8月11日，公司拥有专利67项，其中发明专利48项（含国际发明专利7项），实用新型18项，外观设计专利1项。

图 1：公司发展历程



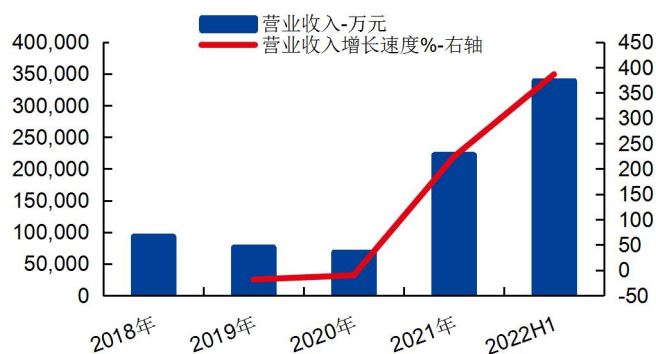
资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（一）基本财务状况

公司2019-2021年分别实现营业收入7.66亿元/6.88亿元/22.29亿元，YOY依次为-18.36%/-10.18%/223.84%，三年营业收入的年复合增速为33.42%；实现归母净利润-0.73亿元/-0.45亿元/3.53亿元，YOY依次为-2788.04%/39.21%/890.36%，公司于2021年实现扭亏为盈。最新报告期，2022H1公司实现营业收入33.95亿元，同比上升386.58%；实现归母净利润4.94亿元，同比增长251.90%。

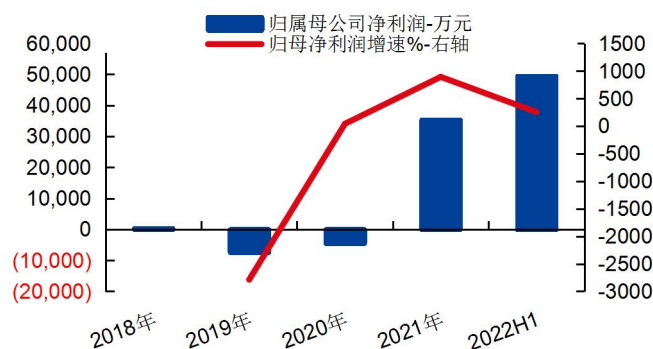
2021年，公司主营业务收入按产品类型可分为四大板块，分别为磷酸铁锂（21.69亿元，99.05%）、磷酸铁（0.17亿元，0.80%）、锰酸锂（0.03亿元，0.12%）以及其他产品（0.01亿元，0.04%）。报告期间，公司始终以磷酸铁锂作为核心产品和首要收入来源，销售收入占比维持在90%以上，磷酸铁锂的主体地位稳固。

图 2：公司收入规模及增速变化



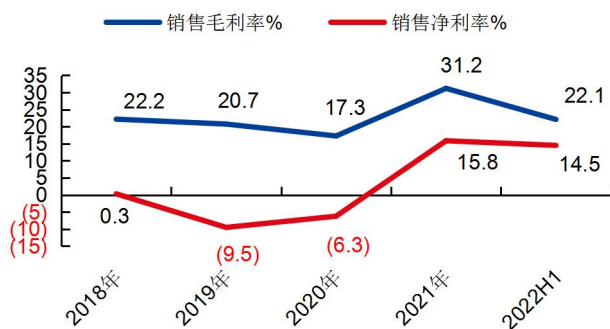
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速变化



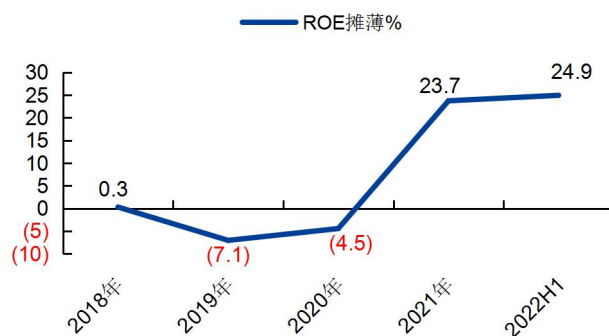
资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 5：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司主要从事锂电池正极材料的研发、生产和销售，产品以磷酸铁锂为主；根据产品类型，属于锂离子正极材料行业。

为了使锂电池具有较高的能量密度、功率密度，较好的循环性能及可靠的安全性能，对正极材料的要求较高，目前主流的正极材料包括磷酸铁锂、锰酸锂、钴酸锂和三元镍钴锰等。据高工锂电（GGII）统计 16，2020 年中国锂电池正极材料总出货量为 51 万吨，同比增长 27.0%；其中，三元正极材料出货量 23.6 万吨，同比增幅 23.0%；磷酸铁锂材料出货量 12.4 万吨，同比增长 41.0%；钴酸锂材料出货量 8.7 万吨，同比增长 31.8%；锰酸锂材料出货量 6.6 万吨，同比增长 15.8%，市场对正极材料始终保持较高的需求量。

公司目前以磷酸铁锂为主营产品。LFP（磷酸铁锂）主要应用领域可分为动力电池和非动力电池两大类。其中，在动力电池领域，LFP 主要作为各种型号的纯电动、插电混动新能源车动力系统正极材料应用；在非动力电池领域，主要应用在 5G 基站的储能、新能源发电端储能以及轻型动力的铅酸市场替代等方面。

1、动力电池领域

A. 乘用车领域: 搭载 LFP 车型比例后来者居上

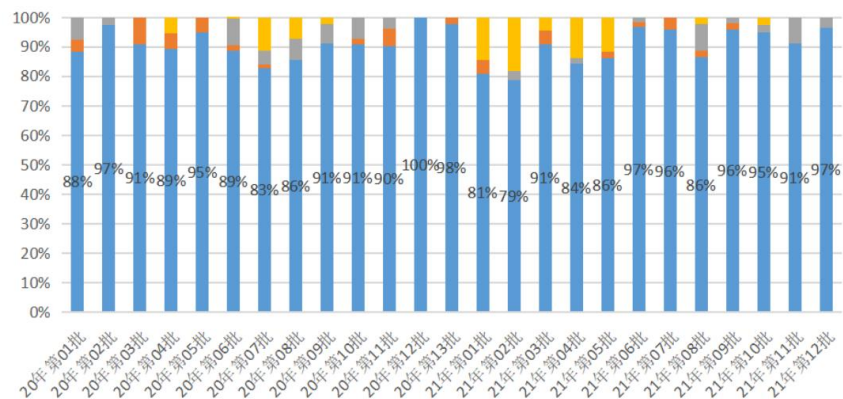
在电动乘用车方面, 其对电池能量密度要求较高, 近几年 NCM 材料占据优势。但随着补贴退坡等政策因素影响, LFP 的成本优势开始显现, 有更多的整车厂商开始推出搭载 LFP 的新能源车型, 如磷酸铁锂版 Model3、比亚迪汉、宏光 MINI 等。

根据工信部 2020 年发布的 1-13 批 30 新能源汽车推广应用推荐车型目录, 共有 1,126 款乘用车入选, 其中搭载 LFP 的车型占比 14.12%, NCM 占比 63.59%; 2021 年发布的 1-12 批新能源汽车推广应用推荐车型, 共有 601 款乘用车入选, 其中, 搭载 LFP 的车型占比 42.10%, NCM 占比 42.76%。随着 2020 年 4 月底新能源补贴政策的明确, LFP 车型开始逐渐发力, 2021 年车型占比较 2020 年有大幅提升。

B. 客车领域: LFP 绝对主导

根据工信部 2020 年发布的第 1-13 批新能源汽车推广应用推荐车型, 共有 2,079 款客车入选, 其中搭载磷酸铁锂电池的数量为 1,835 款车型, 占 88.26% 的份额; 2021 年发布的第 1-12 批新能源汽车推广应用推荐车型, 共有 516 款纯电动客车入选, 其中搭载磷酸铁锂电池的数量为 467 款车型, 占 90.50% 的份额。总体上, 出于安全性与性价比的考虑, 目前国内新能源客车以 LFP 电池为绝对主导。

图 6: 2020-2021 各批新能源汽车推荐目录-客车占比

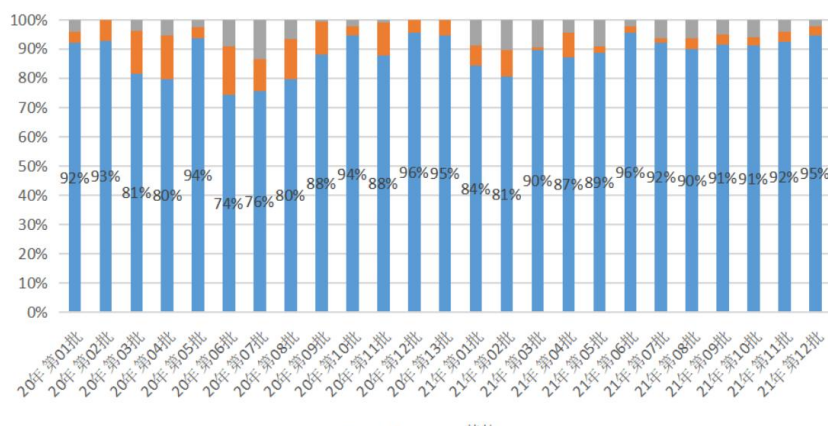


资料来源: 公司招股书, 公开资料整理, 华金证券研究所

C. 专用车领域: LFP 为主, NCM 补充

根据工信部 2020 年发布的第 1-13 批新能源汽车推广应用推荐车型目录共有 1,912 款新能源专用车入选, 其中搭载 LFP 的车型占比约为 81.90%, NCM 占比 10.88%, 其他电池型号占比 7.22%; 2021 年发布的第 1-12 批新能源汽车推广应用推荐车型, 共有 1,320 款插电式混合动力专用车入选, 其中搭载 LFP 的车型占比约为 90.38%, NCM 占比 3.79%, 其他占比 5.83%。

图 7：2020-2021 各批新能源汽车推荐目录-专用车占比



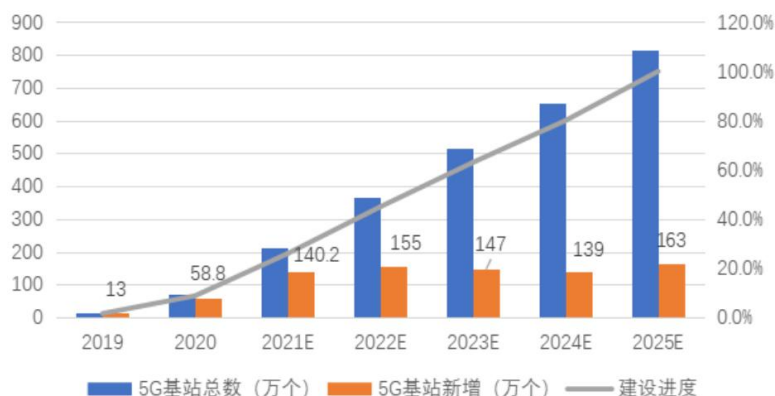
资料来源：工信部，公司招股书，公开资料整理，华金证券研究所

2、非动力电池

A. 5G 基站储能

2020 年，我国 5G 基础设施建设全面铺开。根据工信部《2020 年通信业统计公报》39 数据显示，截止到 2020 年底，我国 5G 基站总数已达到 71.8 万个。根据兴业银行研究披露，预计到 2025 年，我国 5G 基站数量将达到 816 万个；以一个 5G 基站单站功耗 2,700W 左右、应急 4 小时进行估算⁴¹，2021-2025 年，5G 基站储能市场将提供 15.5GWh 的磷酸铁锂电池需求空间，对应的 LFP 材料需求约 3.6 万吨。

图 8：2019-2025 年 5G 基站建设情况预测



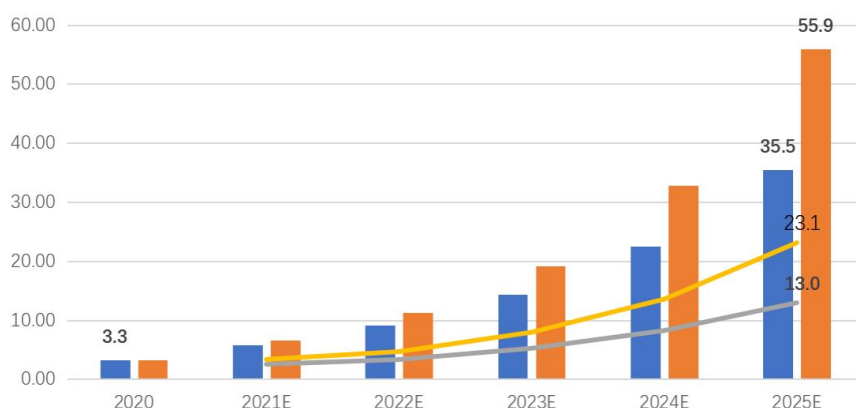
资料来源：公司招股书，公开资料整理，华金证券研究所

B. 新能源发电端储能

从目前国内现有的储能项目看，抽水储能是最主要的储能技术手段。根据 CNESA 发布的《全球储能跟踪报告 2021.Q3》⁴⁴ 显示，我国抽水蓄能的比例占总储能项目比例的 88.2%，电化学储能的累计装机规模持续增长，占现有储能项目装机规模达到 10.1%，其中大约 89.2% 的份额是锂电池。根据钜大锂电数据⁴⁵，目前国内已投产运营的电源侧储能项目多采用 LFP 电池。考虑到 LFP 的经济性，未来仍将有望成为国内储能电池的主要方向。根据高瞻咨讯⁴⁶ 数据，保守/理想情形下，电化学储能 2021 年新增装机量为 2.5/3.4GW，到 2025 年累计装机量有望达到

35.52/55.88GW。且 2025 年当年电化学储能领域将会新增 13.0-23.1Gwh 的需求空间，对应 LFP 材料的需求 3.0-5.4 万吨。

图 9：电化学储能累计投运规模预测（GWh）



资料来源：公司招股书，公开资料整理，华金证券研究所

（三）公司亮点

1、公司作为磷酸铁锂正极材料的主要供应商之一，有望受益于新能源汽车和储能市场的景气发展预期。磷酸铁锂作为兼具安全及成本优势的正极材料，在动力电池领域的应用场景明显增多；目前，除在客车和商用车市场占绝对主导地位之外，磷酸铁锂在乘用车市场的应用也逐步由中低端车型向中高端车型渗透。同时，在非动力电池领域，凭借安全性及循环寿命的优势，磷酸铁锂也逐步对铅酸市场进行替代或对新能源发电端的储能市场进行渗透，成为储能场景的主要正极材料之一。公司深耕磷酸铁锂正极材料领域多年，生产的磷酸铁锂产品多样、产品体系完整，具有低成本、高倍率、低温性能优异、高能量密度等优势，目前已成功应用于比亚迪“刀片”电池生产。2018-2020 年公司在磷酸铁锂市场份额均位列行业前三；作为磷酸铁锂正极材料的核心供应商，公司有望受益于新能源汽车和储能市场景气发展带来的磷酸铁锂产品需求的高速增长预期。

2、公司深度绑定下游龙头客户，并签订战略合作协议，提前锁定未来采购量；在持续的产能建设下，公司业绩预期向好。宁德时代、比亚迪、中航锂电、亿纬锂能、赣锋锂电等众多知名锂电池企业是公司的核心客户；2021 年，公司对宁德时代及比亚迪的销售占比达 80%以上。为进一步强化合作关系，截至招股意向书签署日，公司已与宁德时代、比亚迪、赣锋锂电等客户签署有战略合作协议或计划采购订单，该等战略合作协议或计划采购订单中约定了供货时间、供货量；客户通过战略协议有效保障生产资源供应的稳定性，而公司也通过战略协定约定未来订单、奠定业务发展的基础。2020 年末，公司新增转固 13 条磷酸铁锂产线，使得 2021 年自产能同比提升 70.30%；2021 年末，又对湖北宇浩锂离子电池材料项目和安庆德润磷酸铁锂新能源正极材料项目加大投放力度；持续的产能建设有利于提高公司规模化生产能力、满足下游客户的需求，推动公司业绩向好。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目以及补充流动资金。

1、**宏迈高科高性能锂离子电池材料项目**：本项目拟分两期建设，其中一期投产磷酸铁锂 3 万吨，二期投产磷酸铁锂 2 万吨；项目建成后，有利于提高公司规模化生产能力和生产效率。预计项目建设完成后的第 3 年实现达产，达产后项目年销售收入 215,695.53 万元，达产年净利润 16,650.61 万元。

2、**湖北万润新能源锂电池正极材料研发中心**：本项目主要为满足市场对锂电池正极材料磷酸铁锂新产品开发、产品性能改善和成本控制的需求，保证公司研发创新的实现，为公司保持竞争优势和行业竞争优势地位提供有力技术支持。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	宏迈高科高性能锂离子电池材料项目	80,000.00	80,000.00	2 年
2	湖北万润新能源锂电池正极材料研发中心	6,208.83	6,208.83	3 年
6	补充流动资金	40,000.00	40,000.00	-
	合计	126,208.83	126,208.83	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 22.29 亿元，同比增长 223.84%；实现归属于母公司净利润 3.53 亿元，同比增长 890.36%。根据初步预测，公司预计 2022 年 1-9 月实现营业收入为 668,000.00 万元至 780,000.00 万元，同比增长 483.22%至 581.01%；预计归属于母公司所有者的净利润约为 74,000.00 万元至 80,000.00 万元，同比增长 304.44%至 337.23%；预计扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润约为 72,000.00 万元至 78,000.00 万元，同比增长 303.12%至 336.71%。对于公司 2022 年 1-9 月的业绩增幅较大，主要系下游新能源汽车市场需求旺盛以及公司产销规模的扩大。

公司聚焦于锂电池正极材料领域；根据主营产品结构，选取德方纳米、湖南裕能、富临精工、安达科技为万润新能的可比上市公司。根据上述可比公司来看，2021 年同业平均收入规模为 40.28 亿元，可比 PE-TTM（剔除待上市的湖南裕能/算数平均）为 26.54X，销售毛利率为 26.64%；相较而言，公司的营收规模处于同业的中等水平，但在毛利率方面具有相对优势。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PS-TTM	2021 年 收入(亿 元)	2021 年收 入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
300769.SZ	德方纳米	558.13	28.69	48.42	413.93%	8.01	2918.83%	28.85%	26.14%
A21435.SZ	湖南裕能	/	/	70.27	636.07%	11.75	2440.62%	26.35%	43.40%
300432.SZ	富临精工	209.33	35.32	26.56	44.01%	3.99	20.85%	26.91%	15.75%
830809.NQ	安达科技	127.97	15.61	15.87	1613.77%	2.32	226.12%	24.43%	20.20%
688275.SH	万润新能	/	/	22.29	223.84%	3.53	890.36%	31.19%	23.71%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（六）风险提示

技术路线变动的风险，关键技术流失和泄密风险，产能利用率下降的风险，原材料价格波动风险，原材料供应商集中度偏高及关联采购占比较高的风险，下游客户集中度偏高的风险，产品质量问题风险，偿债能力、抵押权人行权风险，订单未能及时交付的风险，实际控制人不当控制风险，产品毛利率波动的风险，在建工程金额较大与波动风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn