

积极布局磷酸二氢锂，产业协同优势凸显

投资要点

- **事件:** 2022年11月7日，赣锋锂业与富临精工签署合作协议，发挥各自资源优势，双方拟共同投资设立合资公司，新建年产20万吨磷酸二氢锂一体化项目，项目一期规划产能为3万吨/年，远期规划产能为20万吨/年。
- **布局电池级磷酸二氢锂，大幅降低磷酸铁锂制备成本。** 磷酸二氢锂主要用于制备锂离子电池正极材料磷酸铁锂，富临精工目前改进了草酸亚铁制备磷酸铁锂的工艺路线，该路线生产磷酸铁锂的主要原材料为草酸亚铁和磷酸二氢锂。其中，磷酸二氢锂的制备既可以用碳酸锂、氢氧化锂，也可以用低成本锂盐磷酸锂，磷酸锂作为其锂源的同时还能部分提供磷源。选用磷酸锂既有价格优势又有加工成本优势，相较于碳酸锂路线，经我们测算，采用磷酸锂—磷酸二氢锂路线成本降幅达75%。
- **携手富临精工加快产业链一体化战略。** 公司与富临精工合作建设年产20万吨磷酸二氢锂一体化项目，有利于公司借助江西省横峰县当地资源优势与优惠政策，与富临精工合作共同降低产业链成本，保障公司锂电池业务原材料的供应，实现新能源产业链上下游的合作，共同推动新能源产业的发展，有利于公司完善产业链布局，提高公司核心竞争力和盈利能力，符合公司产业链一体化的战略。
- **产业链产能逐步释放，自供比例有望提高。** (1) 上游资源: 持续获取全球上游优质锂资源，不断拓宽原材料供应渠道，2022年年底将现有锂精矿产能扩张至90万吨/年。(2) 中游锂盐: 随着新能源汽车动力电池市场扩容，公司2025年锂盐产能指引为30万吨/年LCE。(3) 下游电池: 公司先后建设消费类电池&TWS电池、动力/储能电池、固态锂电池、固态电池原料金属锂生产线。同时开展电池回收业务，提升资源保障，有望打造闭环业务模式。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022/2023/2024年公司归母净利润分别为191.4/202.5/213.7亿元，对应PE分别为9/9/9倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动、项目投产不达预期、下游需求不及预期。

| 指标/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 11162.21 | 41325.93 | 46094.29 | 55706.63 |
| 增长率 | 102.07% | 270.23% | 11.54% | 20.85% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 5228.40 | 19135.28 | 20247.58 | 21373.01 |
| 增长率 | 410.26% | 265.99% | 5.81% | 5.56% |
| 每股收益EPS(元) | 2.59 | 9.49 | 10.04 | 10.60 |
| 净资产收益率ROE | 20.70% | 43.43% | 33.40% | 27.37% |
| PE | 34 | 9 | 9 | 8 |
| PB | 8.22 | 4.42 | 3.15 | 2.42 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn
联系人: 黄腾飞
电话: 13651914586
邮箱: htengf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 20.17 |
| 流通A股(亿股) | 12.07 |
| 52周内股价区间(元) | 72.25-173.5 |
| 总市值(亿元) | 1,798.83 |
| 总资产(亿元) | 390.57 |
| 每股净资产(元) | 15.23 |

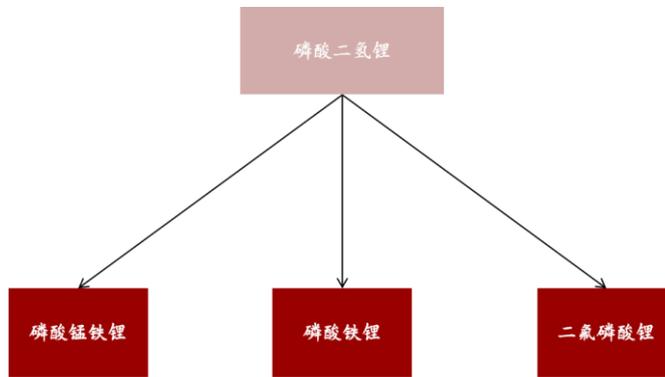
相关研究

1. 赣锋锂业(002460): 强现实弱预期, 多元布局助力行稳致远 (2022-10-21)
2. 赣锋锂业(002460): 产业链纵深倍道而进, 锂业龙头未来可期 (2022-09-13)

1 布局电池级磷酸二氢锂，环保降本制备磷酸铁锂

磷酸二氢锂是一种无色潮解晶体，其主要用途有：1) 利用磷酸二氢锂制备磷酸锰铁锂。宁德时代用草酸锰铁与磷酸二氢锂合成磷酸锰铁锂，比亚迪用磷酸二氢锂、碳酸锰、草酸亚铁和葡萄糖合成磷酸锰铁锂。2) 磷酸二氢锂也可用于二氟磷酸锂的制造，该原料相比目前常用的六氟磷酸锂、二氟磷酸更加便宜，且稳定、无毒，且在反应中加入液相氟化催化剂，能大幅降低反应所需温度，因此不需高温高压，反应过程容易控制，安全系数高，设备成本低。3) 磷酸二氢锂主要用于制备锂离子电池正极材料磷酸铁锂。随着标准工业级锂盐价格上涨，锂离子电池回收锂盐增多。锂离子电池回收锂盐杂质含量高，不能直接用于生产电池级锂盐，需经过预处理除杂后使用。磷酸二氢锂作为生产下游正极材料磷酸铁锂重要的原料之一，正在显示出良好的市场前景。

图 1：磷酸二氢锂用途



资料来源：盖德化工网，西南证券整理

目前，磷酸铁锂主要有 4 种工业上的主流工艺，分别是草酸亚铁工艺、氧化铁工艺、全湿法工艺和磷酸铁工艺。其中，传统草酸亚铁工艺的优点在于制备路线非常简单，配料也容易配置，缺点在于这种工艺需要进行多次烧结，烧结的过程中会排放大量的氨气，会对环境和设备造成不可逆的影响，需要花额外的精力去进行废气的处理导致磷酸铁锂的成本较高，目前成本大致在 5 万元/吨。氧化铁工艺的优点在于基本没有废气，且氧化铁的成本非常低，缺点在于这种工艺下制作出来的磷酸铁锂品质较低，用于动力电池基本处于低端水平，目前成本为 4 万元/吨，是四种工艺中成本最低的。全湿工艺制备磷酸铁锂优点在于材料排布会非常好从而磷酸铁锂性能非常强劲，缺点在于过程非常复杂，对设备的要求极高，成本也是最高的，目前为 6 万元/吨。磷酸铁工艺的具备氧化铁法、草酸亚铁法的所有优点，跟全湿法的磷酸铁锂性能基本无异，但缺点在于成本过高，目前成本为 5.5 万元/吨。

表 1：磷酸铁锂 4 种技术路线对比

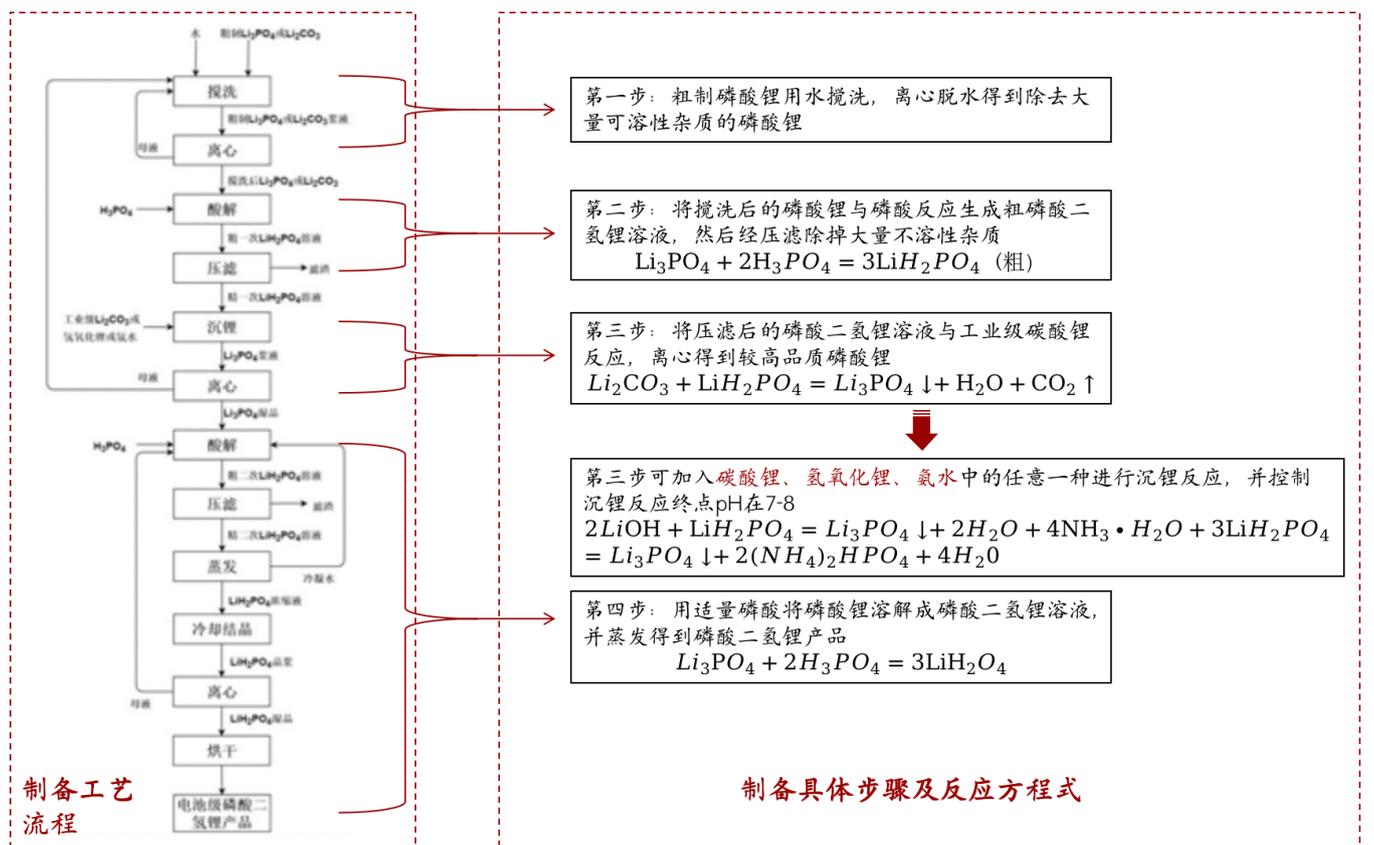
| | 传统草酸亚铁工艺 | 氧化铁工艺 | 全湿工艺 | 磷酸铁工艺 |
|--------|---------------------------|--------|-----------|-----------|
| 工艺类型 | 固相法 | 固相法 | 液相法 | 固相法 |
| 制备难度 | 简单 | 中等 | 复杂 | 简单 |
| 成本 | 5 万元/吨 | 4 万元/吨 | 6 万元/吨 | 5.5 万元/吨 |
| 缺点 | 排放大量氨气，环保压力大 | 基本无废气 | 成本高，设备要求高 | 生产周期长，能耗高 |
| 磷酸铁锂品质 | 氧化铁法 < 草酸亚铁法 < 磷酸铁法 = 全湿法 | | | |

资料来源：新型磷酸铁前驱体及磷酸铁锂正极材料的制备及性能研究（孙少先），西南证券整理 注：成本为自有矿企业生产成本

2022年11月7日，赣锋锂业与富临精工签署合作协议，发挥各自资源优势，双方拟共同投资设立合资公司，新建年产20万吨磷酸二氢锂一体化项目，富临精工及赣锋锂业拟按照60%、40%的股权比例设立合资公司。项目一期规划产能为3万吨/年，远期规划产能为20万吨/年。

富临精工目前改进草酸亚铁制备磷酸铁锂的工艺路线，该路线生产磷酸铁锂的主要原材料为草酸亚铁和磷酸二氢锂，其中，磷酸二氢锂的制备既可以用碳酸锂、氢氧化锂，也可以用低成本锂盐磷酸锂，磷酸锂作为其锂源，同时能部分提供磷源。选用磷酸锂既有价格优势又有加工成本优势，相较于碳酸锂路线，经我们测算，采用磷酸锂—磷酸二氢锂路线成本降幅达76%。

图2：磷酸锂制备磷酸二氢锂工艺路线



资料来源：国家知识产权局《粗制锂盐生产电池级磷酸二氢锂的方法》专利，西南证券整理

根据湖南升华环评报告，此前以磷酸一铵为主要原料的方案在烧结工序会产生高浓度氨气，富临精工采用稀硫酸吸收+高温焚烧的方式处理，工艺复杂且增加生产成本。改进后经测算，若完全采用磷酸锂制备磷酸二氢锂，生产1吨磷酸铁锂，主材成本合计约3.8万元/吨，较采用碳酸锂-磷酸一铵路线成本降幅达75%，且采用新路线反应过程中不再产生有害气体氨气，环保的同时又进一步降低了成本。

表 2：改进前后的草酸亚铁工艺路线对比

| LFP 工艺路线 | 材料名称 | 单耗/吨 | 材料价格 (万元/吨) | 单吨成本 (万元) |
|------------------|-----------|------|-------------|------------|
| 原草酸亚铁路线 (用碳酸锂) | 碳酸锂 | 0.24 | 57.9 | 13.7 |
| | 草酸亚铁 | 1.15 | 1.2 | 1.4 |
| | 磷酸一铵 | 0.74 | 0.3 | 0.2 |
| | 主要原材料成本合计 | | | 15.3 |
| 改进后草酸亚铁路线 (用磷酸锂) | 磷酸二氢锂 | 0.67 | 3.7 | 2.5 |
| | 其中：磷酸锂 | 0.42 | - | - |
| | 磷酸 | 0.25 | - | - |
| | 草酸亚铁 | 1.09 | 1.2 | 1.3 |
| | 主要原材料成本合计 | | | 3.8 |
| 工艺改进后成本降幅 | | | | 75% |

资料来源：湖南升华环评报告，百川盈孚，富临精工公司公告，西南证券整理注：材料价格为 11 月 8 日市场价

2 产业链产能逐步释放，自供比例有望提高

上游资源端：2022 年上半年公司通过新余赣锋矿业获取上饶松树岗钽铌矿项目 62% 股权；完成马里 Goulamina 锂辉石项目的股权交割，获取马里锂业 50% 的股权；对 Bacanora 进行要约收购已到尾声，目前公司持有 Bacanora 公司及 Sonora 锂黏土项目 100% 股权；因锂精矿供应紧张，Mt Marion 锂辉石项目进行矿石处理产能的升级改造，2022 年年底将现有锂精矿产能扩张至 90 万吨/年。我们测算公司目前控制的上游锂资源权益储量为 3072 万吨 LCE，保障公司中游锂盐生产所需原料来源，平抑原料端价格波动以及供应商断供风险。

表 3：公司上游锂资源权益储量

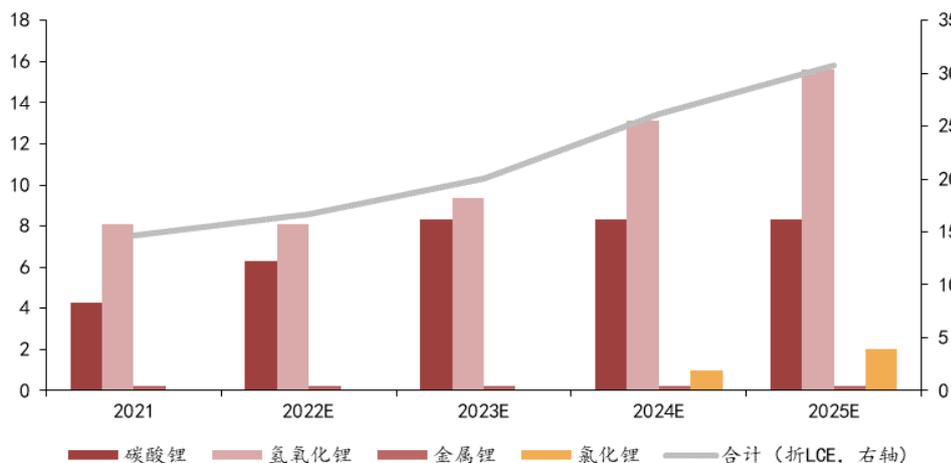
| 资源类型 | 公司 | 持股比例 | 国家 | 锂矿名称 | 总资源量(万吨 LCE) | 合作方式 | 产能计划 |
|------|--------------|---------|------|-------------|--------------|--------------------|---|
| 锂辉石 | RIM | 50.00% | 澳大利亚 | Mt Marion | 242 | 全部包销 | 现有产能 45-48 万吨/年锂精矿，计划 22 年底扩张至 90 万吨/年。 |
| | Pilbara | 6.16% | 澳大利亚 | Pilgangoora | 871 | 每年包销 16 万吨锂精矿 | 现有年产 33 万吨锂精矿，2022 年中扩产至 58 万吨/年，远期计划 80-85 万吨。 |
| | Core Lithium | 5.81% | 澳大利亚 | Finniss | 47.9 | 每年包销不低于 7.5 万吨 | 预计 22 年下半年投产，公司每年包销至少 7.5 万吨锂辉石精矿，协议期为 4 年。 |
| | 荷兰 SPV | 50% | 非洲 | Goulamina | 389 | 公司将获得一期产能的 50% 包销权 | 项目现规划一期产能 50.6 万吨锂精矿，二期产能可扩建到 80 万吨锂精矿（计划在一期产能达产后的 18 个月内投产二期产能）。 |
| | AVZ 矿业 | - | | Manono | 536 | 公司包销权初始期限为 5 年 | 目前产能 70 万吨，预计扩张至 160 万吨，预计 2023 年投产。 |
| | BLL | 55.00% | 爱尔兰 | Avalonia | / | / | 勘探中。 |
| | 子公司 | 100.00% | 中国江西 | 宁都河源矿 | 10 | 自行运营开采 | |
| 盐湖 | MineraExa | 51.00% | 阿根廷 | Cauchari-Ol | 2458 | 包销 3 万吨 | 一期产能 4 万吨/年碳酸锂（2022 下 |

| 资源类型 | 公司 | 持股比例 | 国家 | 锂矿名称 | 总资源量(万吨LCE) | 合作方式 | 产能计划 |
|------|----------|--|------|----------|-------------|--------|---|
| | | | | aroz | | | 半年试车), 二期扩产产能不低于 2 万吨/年 LCE (计划超过 4 万吨)。 |
| | 国际锂业 | 100.00% | 阿根廷 | Mariana | 812 | / | 2 万吨/年氯化锂 (工厂建设中)。 |
| | 五矿盐湖 | 49.00% | 中国青海 | 柴达木一里坪盐湖 | 165 | / | 现拥有 1 万吨/年碳酸锂产能, 远期规划碳酸锂产能共 2 万吨/年。 |
| | 子公司 | 100.00% | 中国青海 | 青海海西良锂盐湖 | / | / | 勘探中。 |
| | 锦泰钾肥 | 15.48% | 中国青海 | 巴伦马海 | / | 包销 70% | 目前锦泰锂业拥有 0.7 万吨/年碳酸锂产能, 远期规划 2-3 万吨/年碳酸锂产能。 |
| 锂粘土 | Bacanora | 公司持有 Sonora 项目 50% 股份, 持有 Bacanora 86.88% 股份 | 墨西哥 | Sonora | 882 | / | 一期产能 5 万吨/年氢氧化锂 (建设中)。 |
| 锂云母 | 新余赣锋矿业 | 62.00% | 中国江西 | 松树岗钽铌矿 | 149 | / | 目前拥有 1 个探矿许可证, 探矿权转采矿权的相关手续正在办理中。 |

资料来源: 公司公告, 西南证券整理

中游锂盐端: 目前碳酸锂的设计产能为 3.1 万吨/年, 氢氧化锂为 8.1 万吨/年, 金属锂为 2150 吨/年, 生产线为柔性设计, 可以在碳酸锂及氢氧化锂之间相互切换。计划 2025 年产能指引增加至 30 万吨/年 LCE。2022 年底预计 Cauchari-Olaroz 锂盐湖一期试车投产, 设计产能 4 万吨/年碳酸锂; 2023 年底预计丰城一期 2.5 万吨氢氧化锂投产; 2024 年预计阿根廷 Mariana 锂盐湖项目一期 2 万吨氯化锂投产, 墨西哥 Sonora 锂黏土项目一期 5 万吨氢氧化锂投产。2025 年公司锂盐产能指引增加至 30 万吨/年 LCE, 其中回收产能达到 4 万吨/年 LCE。

图 3: 公司锂盐产能预计 (万吨/年)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 4：公司锂盐产能测算

| 对应产品 | 项目名称 | 项目内容 | 项目年产能 (万吨/年) | | | |
|------|------------------------------|---|--------------|-------|-------|-------|
| | | | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 碳酸锂 | 1) 阿根廷 Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目 | 一期产能 4 万吨/年碳酸锂 (2022 年下半年试车), 二期扩产产能不低于 2 万吨/年 LCE (计划超过 4 万吨)。 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 氯化锂 | 2) 阿根廷 Mariana 锂盐湖项目 | 一期产能 2 万吨/年氯化锂 (工厂建设中)。 | | | 2 | 2 |
| 氢氧化锂 | 3) 江西丰城 5 万吨/年锂电新能源材料项目 | 一期建设年产 2.5 万吨/年氢氧化锂 (预计 2023 年底投产)。 | | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| | 4) 墨西哥 Sonora 锂黏土项目 | 一期产能 5 万吨/年氢氧化锂 (建设中, 预计 2023 年底完工投产)。 | | | 5 | 5 |
| 金属锂 | 5) 宜春金属锂及锂材项目。 | 分期投资建设 7000 吨/年金属锂及锂材项目。 | | | | |

资料来源：公司公告，西南证券整理

表 5：公司主要锂化工品产能梳理

| 产品 | 基地 | 产能 (吨) | 备注 |
|------|----------------------|--------|--|
| 碳酸锂 | 宁都赣锋 | 20000 | 2018 年底建成投产, 2021Q1 技改提升 2500 吨产能 |
| | 河北赣锋 | 6000 | 正在升级改造中 |
| | 新余赣锋 | 5000 | 高纯碳酸锂, 已投产 |
| | Cauchari-Olaroz 一期 | 40000 | 2022 年建成 |
| | Cauchari-Olaroz 二期 | 20000 | 或于 2022H2 开始 |
| | 合计 | 91000 | 现有 3.1 万吨+在建 4 万吨+2 万吨规划 |
| 氢氧化锂 | 基础锂厂 | 81000 | (一期 1.1 万吨, 2014 年投产; 二期 2 吨, 2018 年投产; 三期 5 万吨, 2020 年投产) |
| | sonora 项目 | 40000 | 一期 2 万吨预计 2023Q4 建成, 25 年满产达到 5 万吨 |
| | 丰城年产 5 万吨锂电新能源材料项目一期 | 50000 | 董事会同意公司以自有资金不超过 20 亿元人民币投资建设该项目, 项目分两期建设, 一期建设年产 2.5 万吨氢氧化锂项目 23 年投产, 二期 24-25 年投产 |
| | 合计 | 171000 | 现有 8.1 万吨+在建 4.5 万吨+4.5 万吨规划 |
| 基础锂盐 | 达州基地 | 50000 | 规划中, 预计 25 年达到 2 万吨 |
| 金属锂 | 奉新赣锋 | 650 | 已投产 |
| | 宜春赣锋 | 1500 | 已投产 |
| | 宜春、青海海西州 | 7000 | 分期投资建设年产 7000 吨金属锂及锂材项目, 新建金属锂熔盐电解、金属锂低温真空蒸馏提纯、锂系列合金 |
| 氯化锂 | 基础锂厂 | 12000 | 已建成 |
| | Mariana 项目 | 20000 | 已获得阿根廷萨尔塔省政府颁发的环境影响报告批复并开展年产 2 万吨氯化锂的工厂建设, 预计 24 年投产, 25 年满产达到 2 万吨 |
| 氟化锂 | 新余赣锋 | 1500 | 已建成 |
| 丁基锂 | 基础锂厂 | 1000 | 已建成 |
| 回收产能 | 赣锋循环 | 40000 | 预计 23 年达到 2 万吨, 25 年达到 4 万吨 |

资料来源：公司公告，西南证券整理

下游锂电池端：1) 消费类电池&TWS 电池。新余赣锋电子于 2018 年开始布局 TWS 无线蓝牙耳机电池，目前已形成日产 40 万只 TWS 电池全自动化产线，东莞赣锋产品属于 3C 消费类电池，3000 万只/年全自动聚合物锂电池生产线投产。惠州投资设立惠州赣锋建设高性能聚合物锂离子电池的研发中心及高端聚合物锂电池研发及生产建设基地。2) 动力/储能电池。截至 2020 年底赣锋锂电磷酸铁锂电池产能已达到 1GWh，2021 年，赣锋锂电在江西新余及重庆两江新区投资建设年产 15GWh 新型锂电池项目，其中在江西新余的新型锂电池项目已于 2022 年 1 月投产。3) 固态锂电池。公司已投资建成了年产 3 亿瓦时的第一代固态锂电池研发中试生产线，加速了固态锂电池技术的商业化进程。浙江锋锂第一代混合固液电解质电池产品已实现装车应用。第二代固态锂电池采用三元正极、固态隔膜和含金属锂负极材料。2021 年，首批搭载赣锋固态电池的东风 E70 电动车正式完成交付。4) 固态电池原料金属锂：公司拥有金属锂产品产能 2150 吨，产能排名全球第一。并拟在宜春分期投资建设年产 7000 吨金属锂及锂材项目，新建金属锂熔盐电解、金属锂低温真空蒸馏提纯、锂系列合金、固态锂电池负极材料等产线，或为固态电池发展提供保障。

表 6：电池产能计划

| 生产基地 | 持股比例 | 位置 | 主要产品及产能 | 投产年份 | 项目进度 |
|------|--------|------|------------------|-----------------------------------|--------|
| 东莞赣锋 | 60.87% | 广东东莞 | 聚合物锂电池，3000 万只/年 | 2016 年 | |
| 赣锋锂电 | 60.75% | 江西新余 | 动力 / 储能电池 | 2016 年投产，2021 年二期 5GWh 投产 | |
| 赣锋电子 | 60.75% | 江西新余 | TWS 电池、日产 40 万只 | 2018 年 | |
| | | 江西新余 | 动力电池 | 在建“年产 5GWh 新型锂电池二期项目” | 33.00% |
| | | 重庆两江 | 新型固态电池 | 在建“年产 20GWh 新型锂电池科技产业园及先进电池研究院项目” | 92.46% |
| 江苏赣锋 | 60.87% | 江苏苏州 | 动力与储能电池组、电池管理系统 | 2019 年 | |
| 浙江赣锋 | 60.87% | 浙江宁波 | 第一代固态锂电池 | 2021 年 | |
| 惠州赣锋 | 60.87% | 广东惠州 | 聚合物锂电池、TWS 电池 | 在建“高端聚合物锂电池研发及生产基地建设项目” | 25.28% |

资料来源：公司公告，西南证券整理

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 11162.21 | 41325.93 | 46094.29 | 55706.63 | 净利润 | 5416.55 | 19823.85 | 20976.18 | 22142.11 |
| 营业成本 | 6718.57 | 16815.38 | 20968.80 | 30097.07 | 折旧与摊销 | 372.26 | 693.19 | 693.19 | 693.19 |
| 营业税金及附加 | 88.10 | 253.33 | 295.09 | 365.42 | 财务费用 | 181.99 | 789.46 | 804.17 | 858.34 |
| 销售费用 | 61.62 | 314.93 | 327.51 | 390.67 | 资产减值损失 | -8.00 | -10.00 | -10.00 | -10.00 |
| 管理费用 | 470.09 | 1859.67 | 1843.77 | 1949.73 | 经营营运资本变动 | 2187.40 | -12044.68 | 449.29 | -3161.58 |
| 财务费用 | 181.99 | 789.46 | 804.17 | 858.34 | 其他 | -5529.79 | -1208.67 | -1442.86 | -1486.42 |
| 资产减值损失 | -8.00 | -10.00 | -10.00 | -10.00 | 经营活动现金流净额 | 2620.39 | 8043.14 | 21469.97 | 19035.63 |
| 投资收益 | 92.87 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -5992.96 | 20.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 2228.69 | 1223.91 | 1442.57 | 1500.70 | 其他 | -182.88 | 1288.66 | 1420.98 | 1507.90 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -6175.84 | 1308.66 | 1420.98 | 1507.90 |
| 营业利润 | 5718.87 | 22527.08 | 23307.51 | 23556.10 | 短期借款 | 338.36 | -1949.71 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 54.67 | 0.02 | -0.64 | -0.66 | 长期借款 | 1980.95 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 利润总额 | 5773.54 | 22527.10 | 23306.87 | 23555.43 | 股权融资 | 7209.11 | 200.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 357.00 | 2703.25 | 2330.69 | 1413.33 | 支付股利 | -416.83 | -1045.68 | -3827.06 | -4049.52 |
| 净利润 | 5416.55 | 19823.85 | 20976.18 | 22142.11 | 其他 | -1980.66 | -255.26 | -803.60 | -809.75 |
| 少数股东损益 | 188.14 | 688.57 | 728.60 | 769.10 | 筹资活动现金流净额 | 7130.93 | -3000.65 | -4580.66 | -4809.27 |
| 归属母公司股东净利润 | 5228.40 | 19135.28 | 20247.58 | 21373.01 | 现金流量净额 | 3524.02 | 6351.16 | 18310.29 | 15734.26 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 财务分析指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 6332.21 | 12683.36 | 30993.65 | 46727.91 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 2746.55 | 10857.73 | 12097.45 | 14822.81 | 销售收入增长率 | 102.07% | 270.23% | 11.54% | 20.85% |
| 存货 | 3283.31 | 8599.67 | 10581.24 | 15183.62 | 营业利润增长率 | 403.88% | 293.91% | 3.46% | 1.07% |
| 其他流动资产 | 2264.67 | 7947.33 | 7583.37 | 9622.56 | 净利润增长率 | 409.27% | 265.99% | 5.81% | 5.56% |
| 长期股权投资 | 4087.41 | 4087.41 | 4087.41 | 4087.41 | EBITDA 增长率 | 297.33% | 282.74% | 3.31% | 1.22% |
| 投资性房地产 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 8802.49 | 8611.99 | 8421.48 | 8230.98 | 毛利率 | 39.81% | 59.31% | 54.51% | 45.97% |
| 无形资产和开发支出 | 5108.03 | 4594.82 | 4101.60 | 3608.39 | 三费率 | 6.39% | 7.17% | 6.46% | 5.74% |
| 其他非流动资产 | 6431.91 | 6422.44 | 6412.97 | 6403.50 | 净利率 | 48.53% | 47.97% | 45.51% | 39.75% |
| 资产总计 | 39056.65 | 63804.81 | 84279.24 | 108687.24 | ROE | 20.70% | 43.43% | 33.40% | 27.37% |
| 短期借款 | 1969.71 | 20.00 | 20.00 | 20.00 | ROA | 13.87% | 31.07% | 24.89% | 20.37% |
| 应付和预收款项 | 4336.94 | 10847.46 | 13381.14 | 18647.08 | ROIC | 35.90% | 86.34% | 70.94% | 71.82% |
| 长期借款 | 3638.96 | 3688.96 | 3738.96 | 3788.96 | EBITDA/销售收入 | 56.20% | 58.10% | 53.81% | 45.07% |
| 其他负债 | 2944.35 | 3602.44 | 4344.06 | 5343.53 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 12889.95 | 18158.86 | 21484.16 | 27799.57 | 总资产周转率 | 0.37 | 0.80 | 0.62 | 0.58 |
| 股本 | 1437.48 | 2016.85 | 2016.85 | 2016.85 | 固定资产周转率 | 4.21 | 14.09 | 16.80 | 21.82 |
| 资本公积 | 11954.47 | 11575.10 | 11575.10 | 11575.10 | 应收账款周转率 | 5.79 | 6.86 | 4.59 | 4.77 |
| 留存收益 | 9002.88 | 27092.48 | 43513.01 | 60836.50 | 存货周转率 | 2.44 | 2.83 | 2.18 | 2.34 |
| 归属母公司股东权益 | 21893.75 | 40684.43 | 57104.96 | 74428.45 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 77.30% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 4272.95 | 4961.52 | 5690.12 | 6459.22 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 26166.70 | 45645.95 | 62795.08 | 80887.67 | 资产负债率 | 33.00% | 28.46% | 25.49% | 25.58% |
| 负债和股东权益合计 | 39056.65 | 63804.81 | 84279.24 | 108687.24 | 带息债务/总负债 | 43.51% | 20.43% | 17.50% | 13.70% |
| | | | | | 流动比率 | 1.78 | 2.99 | 3.68 | 3.77 |
| | | | | | 速动比率 | 1.38 | 2.35 | 3.04 | 3.11 |
| | | | | | 股利支付率 | 7.97% | 5.46% | 18.90% | 18.95% |
| 业绩和估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 6273.11 | 24009.73 | 24804.87 | 25107.62 | 每股收益 | 2.59 | 9.49 | 10.04 | 10.60 |
| PE | 34.40 | 9.40 | 8.88 | 8.42 | 每股净资产 | 10.86 | 20.17 | 28.31 | 36.90 |
| PB | 8.22 | 4.42 | 3.15 | 2.42 | 每股经营现金 | 1.30 | 3.99 | 10.65 | 9.44 |
| PS | 16.12 | 4.35 | 3.90 | 3.23 | 每股股利 | 0.21 | 0.52 | 1.90 | 2.01 |
| EV/EBITDA | 19.39 | 6.88 | 5.92 | 5.22 | | | | | |
| 股息率 | 0.23% | 0.58% | 2.13% | 2.25% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 高级销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 高级销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杜小双 | 高级销售经理 | 18810922935 | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |
| | 巢语欢 | 销售经理 | 13667084989 | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn |
| 广深 | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |