

# 湖南裕能 (301358)

## 铁锂龙头份额持续扩张，加工费触底盈利有望逐步修复

买入 (维持)

2024年04月02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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	7,068	42,790	40,846	26,275	36,654
同比	638.99%	505.44%	-4.54%	-35.67%	39.50%
归母净利润 (百万元)	1,184	3,007	1,803	1,255	2,701
同比	2,923.30%	153.96%	-40.03%	-30.38%	115.14%
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.56	3.97	2.38	1.66	3.57
P/E (现价&最新摊薄)	20.53	8.08	13.48	19.36	9.00

### 投资要点

- **铁锂正极需求空间可观，预计 24-26 年需求 CAGR30%。**我们预计 24/25/26 年全球磷酸铁锂实际需求可达到 194/257/326 万吨，24-26 年复合增速约 30%。国内动力领域，铁锂仍为主流选择，预计 24 年维持 65% 份额，同时电动重卡势头强劲渗透率提升，24/25 年有望贡献铁锂电池增量 20/30gwh；海外动力市场，多家车企如大众、宝马、福特、雷诺、戴姆勒等将导入铁锂电池，24H2-25 年铁锂车型陆续上市，带动海外铁锂装机份额逐步提升；储能市场，预计 24-25 年全球储能电池装机量分别为 282/400gwh，同增 41%/42%，贡献铁锂增量。
- **行业扩产放缓，加工费盈利已触底，预计 24H2 盈利恢复。**预计 24/25 年行业新增产能 55/40 万吨，对应产能利用率 67%/76%，行业资本开支已显著放缓，25 年供需格局边际好转。24Q1 纯铁锂加工费 4-5 千元，23 年铁锂厂商加工成本在 6-8 千元，已低于成本线，仅头部厂商可微利，二线亏损，判断铁锂加工费已触底。考虑当前行业普遍亏损，个别厂商存在涨价意愿，加工费有向好趋势，乐观预期下 H2 加工费有望提升，叠加 H2 开工率提升，预计盈利逐步好转。预计 24 年龙头单吨利润降至 0.1-0.2 万元/吨左右，二三线厂商基本亏现金成本，行业将逐步出清。
- **绑定头部客户份额持续扩张，出货高于行业增速。**公司定位高压实，得益于产品质量高且供应稳定，份额持续扩张，2023 年湖南裕能份额 34%，较 22 年提升约 6pct，24 年 1-2 月份额约 35%，市占率持续提升。同时，储能贡献增量，公司储能型铁锂循环寿命 8000 次以上，22 年储能产品市占率 15%，23H1 提升至约 30%。预计 24Q1 公司出货 13 万吨，同环比+30%/-4%，4 月排产持续向上，预计环增 10%~20%至 6 万吨左右。考虑公司龙头地位稳固，大客户份额稳中有升，动力、储能新产品陆续量产，预计 2024 年公司出货约 70 万吨，同增近 40%，超行业增速，25 年有望出货 90 万吨，同增约 30%。此外，锰铁锂积极推进，预计 24H2 小规模放量，目前客户性能反馈良好。
- **公司经营稳健管理水平优秀，一体化布局加深成本优势。**受春节开工率不足影响，我们预计公司 24Q1 微利。考虑龙头较二线厂商单吨成本可低 0.1-0.2 万元，预计 24 年龙头单位利润为 0.15 万/吨左右。考虑 25 年行业格局好转，且公司加深上游一体化布局，磷酸铁自供比例 90%以上，磷矿预计 24 年底可少量出矿，提升原材料自供比例，巩固自身成本优势，增厚利润，我们预计 25 年单位盈利有望恢复至 0.3 万元。
- **盈利预测与投资评级：**考虑铁锂加工费下滑，我们下调 23-25 年归母净利润预测至 18/13/27 亿元（原预测值为 20/22/28 亿元），同比-40%/-30%/+115%，对应 PE 分别为 13/19/9x，我们给予 2025 年 15xPE，目标价 53.55 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	32.84
一年最低/最高价	22.28/50.74
市净率(倍)	2.21
流通 A 股市值(百万元)	12,591.94
总市值(百万元)	24,868.19

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	14.85
资产负债率(% ,LF)	58.56
总股本(百万股)	757.25
流通 A 股(百万股)	383.43

### 相关研究

- 《湖南裕能(301358): 2023 年三季度点评: 碳酸锂跌价影响单位盈利, Q3 业绩符合市场预期》  
2023-10-28
- 《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》  
2023-08-25

## 内容目录

1. 需求：铁锂空间广阔，海外及储能贡献增量 .....	4
2. 供给：行业扩产放缓，加工费盈利触底 .....	6
3. 公司绑定头部客户份额扩张，一体化布局加深成本优势 .....	8
4. 盈利预测与投资评级 .....	9
5. 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: 2022 年铁锂正极竞争格局.....	8
图 2: 2023 年铁锂正极竞争格局.....	8
表 1: 海外车企铁锂车型布局.....	4
表 2: 铁锂正极需求空间测算.....	5
表 3: 铁锂正极行业供给 (万吨) .....	6
表 4: 铁锂正极全球供需测算.....	7

## 1. 需求：铁锂空间广阔，海外及储能贡献增量

**国内动力：铁锂仍为主流选择，预计 24 年铁锂装机份额维持 65%左右。** 根据合格证，2023 年国内铁锂动力电池装机量 261gwh，占总装机份额 67%。截至 24 年 3 月 30 日，方形铁锂/三元电芯价格分别为 0.42/0.48 元/wh（含税），铁锂电芯具备 0.06/wh 的成本优势，考虑车企降价潮下产业链降本趋势仍存，具有更高性价比优势的铁锂电池仍为主流选择。因此，我们预计 24 年国内动力领域铁锂装机份额仍可维持 65%左右。

**新能源重卡势头强劲渗透率提升，24/25 有望贡献铁锂电池增量 20/30gwh。** 24 年 1 月国内新能源重卡超 3600 辆，同比大增 152%，2 月销量 2025 辆，同环比+70%/-44%，新能源重卡销量表现亮眼。渗透率来看，1-2 月新能源重卡占重卡市场终端销量 9.4%，较 2023 年 5.4%提升 4pct，新能源重卡发展势头持续向好，国内新能源重卡以电动重卡为主，占比超过 9 成，我们预计 2024-2025 年电动重卡需求分别为 5.8、8.8 万辆，同增 61%/52%。电动重卡基本采用磷酸铁锂电池，按照当前主流电动重卡带电量 280-300kwh 电左右，对应带动 24-25 年磷酸铁锂电池需求达 20/30gwh，23-25 年复合增速约 60%。

**海外动力：多家海外车企布局铁锂车型，预计海外铁锂装机份额逐步提升。** 特斯拉、大众汽车、宝马、福特、雷诺、戴姆勒等多家国际主流车企均已明确在入门级车型中导入磷酸铁锂电池，Stellantis、Rivian、通用、现代均有意向使用铁锂电池。从车型来看，电动皮卡 eActros LongHaul 将于 2024 年推出，宝马 2025 年开始生产的 Neue Klasse 平台新车型将使用磷酸铁锂电池。此外，Rivian R1T&R1S、福特皮卡 F-150& SUV Mach-E、大众 ID.3、现代 Kona Electric、起亚 Niro EV & Ray EV 等车型均将搭载铁锂电池。我们估计 2023 年海外动力市场铁锂装机份额约 18%，预计随着海外铁锂车型逐步上市，24/25 年预计铁锂装机份额分别为 26%/31%。

表1：海外车企铁锂车型布局

车企	电动平台	车型	上市时间	铁锂布局意向
特斯拉	——	待定小型车	开发阶段	2023.4.16, 特斯拉正式发布可持续能源发展“宏图计划”第三篇章，其中“电动汽车战略表”显示多款车将搭载磷酸铁锂电池。
		Semi Light	——	
大众汽车	MEB	ID.3	2024H2	2023.5.10, 国轩高科全资子公司合肥国轩将成为大众汽车海外市场定点供应商，供应大众汽车磷酸铁锂“标准电芯”动力锂电池产品。
宝马	Neue Klasse	新车型	2025	2023.11.1, 宝马电池开发部门主管 Martin Schuster 表示，LFP 电池将在计划于 2025 年开始生产的 Neue Klasse 车型中使用。
福特	——	纯电皮卡 F-150 Lightning	2024	多款福特下一代电动车型将选用磷酸铁锂电池，如 2023 和 2024 年将分别为北美市场的 Mustang Mach-E 和 F-150 Lightning 纯电皮卡提供磷酸铁锂电池包选择。
		纯电商用车 E-Transit	——	2022.5, 外媒道称，除已经确认的 Mustang Mach-E 和 F-150 Lightning 以外，福特还可能在纯电商用车 E-Transit 上搭载磷酸铁锂电池。
		紧凑型电动车 (SUV、小型皮卡等)	2026	2024.3, 消息称福特正开发紧凑型电动车，新车将由磷酸铁锂电池提供动力，相比传统锂离子电池便宜约 30%。

戴姆勒	—	新一代 EQA/EQB	2024/2025	2021.10.27, 戴姆勒集团 CEO 康松林表示, 为遏制入门级车型中某些金属价格的飙升, 奔驰将在入门车型中采用磷酸铁锂电池。其中部署 LFP 电池的梅奔 EQB 将于 2024 年上市, 下一代梅奔 EQA 和 EQB 也将从 2025 年开始采用这种电池。
		电动卡车 eActros LongHaul	2024	2022 年的 IAA 大会上, 奔驰推出了纯电动长途牵引车 eActros LongHaul, 该款车型计划 2024 年推出, 采用宁德时代所提供的 LFP 磷酸铁锂电池组。
Stellantis	STLA	B 级到 C 级区间的轿车、跨界车和 SUV	2024	2023.11.21, Stellantis 集团和宁德时代签署战略谅解备忘录, 宁德时代将在欧洲当地向 Stellantis 集团供应磷酸铁锂 (LFP) 电池的电芯和模组, 其范围涵盖 B 级到 C 级区间的轿车、跨界车和 SUV。
Rivian	R1	纯电皮卡 R1T	2024	2022 年磷酸铁锂电池首次用于该公司 RCV 商用车平台, 2024 年将用于 R1 消费者平台。
		纯电 SUV R1S		
通用	—	—	—	2023.10.24, 通用汽车 CEO 表示, 通用汽车将开始使用磷酸铁锂电池。
	—	—	—	2024.3, 宁德时代与通用汽车洽谈技术授权合作, 计划在北美共建磷酸铁锂动力电池工厂, 年产能不低于宁德时代和福特合建的工厂, 选址可能在美国/墨西哥。
现代	—	Kona Electric	2024.1	2023.6, 现代在 2023 CEO Better Day 上宣布“今后 10 年将投资 73 亿美元开发电动汽车电池”。
		小型、普及型、中低价电动汽车	2025	2023 年, 现代汽车与韩国电池制造企业启动为期两年的 LFP 电池开发项目, 将在 2024 年底之前完成, 并计划 2025 年开始上市的现代汽车集团内的小型、普及型、中低价电动汽车安装 LFP 电池。

数据来源: 车企官网, 东吴证券研究所

**储能: 储能市场 23-25 年 CAGR40%+, 贡献铁锂增量。**截至 23 年底美国备案量达 31GW, 环减 1.3%, 因并网审核慢, 部分项目延期至 24 年, 美国是大储高壁垒高盈利市场, 预计 24 年可实现 35GWh 以上装机, 同增 50%+; 23 年国内储能装机 48Gwh, 储能系统报价已到 0.7-0.8 元/Wh, 光储平价, 24 年 1-2 月储能招标 13.7Gwh, 同增 370%, 全年新增储能装机有望达 70Gwh 左右; 欧洲户储库存在 24 年上半年去完库存, 部分企业去年 12 月订单已开始改善, 今年 3 月进一步好转, 24 年预计户储 30%+ 增长; 全球储能装机 23-25 年的 CAGR 为 40%+。我们预计 24-25 年全球储能电池装机量分别为 282/400gwh, 同增 41%/42%。

**需求测算: 铁锂正极需求空间可观, 预计 24-26 年复合增速 30%。**我们预计 24-26 年全球磷酸铁锂实际需求可达到 194/257/326 万吨, 24-26 年复合增速约 30%, 海外市场、储能市场增速较快。其中国内铁锂需求 117/137/158 万吨, 复合增速约 16%; 海外铁锂正极需求 77/121/168 万吨, 复合增速达到 48%。分应用领域来看, 24-26 年动力领域铁锂正极需求 111/141/173 万吨, 复合增速 25%; 储能领域铁锂正极需求 79/112/147 万吨, 复合增速 36%。

表2: 铁锂正极需求空间测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>动力领域</b>						
新能源车销量 (万辆, 含出口)	352	687	950	1220	1373	1589
- 新能源乘用车销量 (万辆)	310	593	793	1005	1096	1237
国内 装机需求 (gwh)	130	263	357	451	500	577
铁锂占比	42%	55%	58%	59%	60%	60%
- 商用车销量 (万辆)	14	27	36	46	59	67

	动力电池需求 (gwh)	149	289	389	493	555	643
	国内动力-铁锂电池 (gwh)	73	170	239	308	354	410
	-铁锂占比	49%	59%	61%	62%	64%	64%
海外	新能源车销量 (万辆)	300	391	510	599	805	1021
	动力电池需求 (gwh)	127	192	267	329	479	634
	海外动力-铁锂 (gwh)	9	25	48	86	149	215
	海外动力-铁锂电池比例	7%	13%	18%	26%	31%	34%
全球	新能源车销量 (万辆)	623	1011	1339	1650	1960	2339
	动力电池需求 (gwh)	276	480	656	822	1034	1276
	铁锂电池 (gwh)	82	195	287	393	503	626
	占比	30%	41%	44%	48%	49%	49%
储能领域							
国内	国内储能-铁锂 (gwh)	18	39	70	92	117	140
	国内储能-铁锂电池比例	100%	100%	100%	100%	100%	100%
海外	海外储能电池 (gwh)	44	87	130	190	284	390
	海外储能-铁锂 (gwh)	24	72	125	186	284	390
	海外储能-铁锂电池比例	55%	83%	96%	98%	100%	100%
消费领域							
国内	国内消费-铁锂 (gwh)	6	9	11	14	17	21
全球	磷酸铁锂电池 (gwh)	131	315	493	685	920	1177
	增速	218%	141%	57%	39%	34%	28%
	1gwh 铁锂电池对应铁锂 (万吨)	0.20	0.20	0.19	0.19	0.19	0.19
	铁锂正极装机需求 (万吨)	26	62	96	132	175	222
	铁锂正极实际需求 (万吨)	38	96	141	194	257	326
	增速	214%	154%	46%	38%	33%	27%

数据来源: Marklines, 东吴证券研究所测算

## 2. 供给: 行业扩产放缓, 加工费盈利触底

行业资本开支放缓, 预计 25 年供需格局边际改善。预计 24 年铁锂新增产能约 55 万吨, 24 年新增德方锰铁锂 11 万吨、万润山东二期 9 万吨、裕能云南根据需求情况扩产, 总体有效供给为 291 万吨。但行业新增扩产已放缓, 特别是未上市三线公司以及磷化工企业, 预计 25 年行业新增产能仅 40 万吨。我们预计 24/25 年铁锂需求分别为 194/257 万吨, 对应产能利用率分别为 67%/76%。

表3: 铁锂正极行业供给 (万吨)

	2022 年底	2023 年底	2024 年底	2025 年底	2022 有效	2023 有效	2024 有效	2025 有效
德方纳米	37.5	45.5	56.5	65.5	20.4	31.5	37.5	45.5
龙蟠科技	15.2	30.2	33.2	39.2	9.2	17.2	22.2	24.2
北大先行	8.0	8.0	8.0	8.0	2.0	6.0	8.0	8.0
比亚迪	4.0	4.0	4.0	4.0	2.0	4.0	4.0	4.0
国轩高科	12.0	17.0	17.0	17.0	7.0	10.0	15.0	17.0
万润新能	24.0	27.0	36.0	40.0	12.0	18.7	29.0	36.0
湖南裕能	40.3	55.3	70.3	80.3	34.8	55.3	75.3	90.3
贵州安达	9.0	15.0	17.0	17.0	9.0	14.0	15.0	17.0
斯特兰	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
富临精工	15.0	15.0	15	15.0	6.0	13.0	15.0	15.0
中核钛白								
重庆特瑞	7.0	10.0	10.0	10.0	7.0	10.0	10.0	10.0
厦钨新能		2.0	2.0	2.0		0.1	1.6	2.0
中伟与当升		5.0	5.0	5.0		0.2	4.0	5.0
长远锂科		6.0	6.0	6.0		0.5	4.8	6.0
天原股份				5.0				5.0
泰和科技		1.0	1.0	1.0		0.3	1.0	1.0
川发龙蟒			2.0	2.0			2.0	2.0
新洋丰								
光华科技	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
丰元股份	3.5	8.5	8.5	8.5	1.0	3.5	8.5	8.5
邦盛集团								
司尔特	1.0	2.0	2.0	2.0		1.0	2.0	2.0
圣钒科技	7.5	10.0	14.0	14.0	5.0	7.5	10.0	14.0
融通高科	10.0	30.5	30.5	30.5	9.5	18.0	26.5	26.5
万华化学								
合计	220.4	321.4	376.4	414.4	139.3	231.9	322.8	377.4

数据来源：车企官网，东吴证券研究所

表4：铁锂正极全球供需测算

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
供给（万吨）	24.7	43.1	125.4	208.7	290.5	339.6
需求（万吨）	12.1	38.6	96.5	140.7	193.6	257.4
过剩（万吨）	12.6	4.5	28.9	67.9	96.9	82.2
产能利用率	49%	90%	77%	67%	67%	76%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

当前仅具有成本优势的龙一可盈利，判断铁锂加工费已触底。24Q1 碳酸锂价格为 9-10 万元/吨的情况下，铁锂正极价格 4-4.5 万元/吨，对应纯铁锂加工费约 4-5 千元，而 23 年铁锂厂商加工成本在 6-8 千元，已低于成本线，24 年仅具有成本优势的一体化头部厂商可微利，二线亏损，因此铁锂加工费预计已触底。若 24 年碳酸锂价格回落至 8 万元/吨，加工费维持当前水平，预计铁锂价格将回落至 3.5 万元/吨左右。

行业盈利触底，预计 H2 单位盈利逐步好转。考虑行业厂商已普遍亏损，目前个别厂商存在涨价意愿，加工费有向好趋势，乐观预期下 H2 加工费有望提升，叠加 H2 开

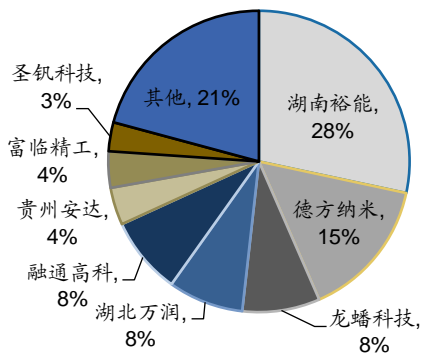
工率提升，预计盈利逐步好转。考虑铁锂正极龙头较二三线厂商管理水平、生产效率、成本管控更优，24年预计龙头单吨利润降至0.1-0.2万元/吨左右，二三线厂商基本亏现金成本，行业将逐步出清。

### 3. 公司绑定头部客户份额扩张，一体化布局加深成本优势

公司定位高压实铁锂正极，高端乘用车领域具备显著优势，同时储能市占率持续提升。公司产品综合性能优异，主要技术指标，如压实密度、比容量、循环性能等指标超过或位于行业可比公司平均水平，具有高能量密度、长循环寿命、低温性能优异、高稳定性等特性，获得下游客户广泛认可，其突出优势在于压实密度高，最高可达到2.65g/cm<sup>3</sup>，高于行业内其他厂商，在高端乘用车领域具备显著优势。公司储能型铁锂产品循环寿命在8000次以上，2022年储能产品市占率15%，23H1提升至约30%。

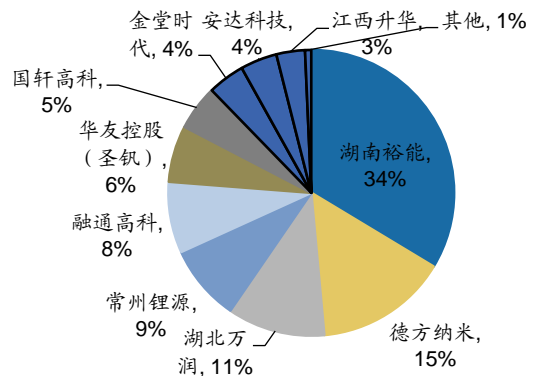
公司绑定两大龙头，订单稳定份额持续扩张。公司深度绑定宁德时代和比亚迪两大客户，2020-2022宁德时代占公司营收比重分别为60%/53%/43%，比亚迪占营收比重分别为31%/42%/38%。公司绑定大客户订单确定性高，得益于产品质量高且供应稳定，公司份额持续扩张，2023年湖南裕能份额34%，较22年提升约6pct，24年1-2月份约35%，市占率进一步提升。考虑当前加工费水平下部分厂商接单意愿不强，龙头具备成本优势仍可实现盈利，预计2024年公司市占率可提升至36%左右。

图1: 2022年铁锂正极竞争格局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2: 2023年铁锂正极竞争格局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产能规划庞大，预计24年出货实现近40%的增长，超过行业增速。我们预计24Q1公司出货13万吨，同环比+30%/-4%，4月排产持续向上，预计环增10%~20%至6万吨左右。24Q1公司名义产能达到约80万吨，后续视市场需求扩产。考虑公司龙头地位稳固，大客户份额稳中有升，动力、储能系列新产品陆续量产，我们预计2024年公司出

货约 70 万吨，同增近 40%，超过行业增速。此外，公司积极布局磷酸锰铁锂，规划 32 万吨产能，采用纯用路线，产品正与下游客户积极对接送样，性能反馈良好，预计 24H2 小规模放量。

**后续加深一体化布局筑成本优势，25 年单位盈利有望恢复。**受春节开工率不足影响，我们预计公司 24Q1 微利。考虑龙头较二线厂商单吨成本可低 0.1-0.2 万元，预计 24 年龙头单位利润为 0.15 万/吨左右。考虑 25 年行业格局好转，且公司加深上游一体化布局，磷酸铁自供比例 90%以上，磷矿预计 24 年底可少量出矿，提升原材料自供比例，巩固自身成本优势，增厚利润，我们预计 25 年单位盈利有望恢复至 0.3 万元。

#### 4. 盈利预测与投资评级

**盈利预测与投资评级：**考虑铁锂加工费下滑，我们下调 23-25 年归母净利润预测至 18/13/27 亿元（原预测值为 20/22/28 亿元），同比-40%/-30%/+115%，对应 PE 分别为 13/19/9x，我们给予 2025 年 15xPE，目标价 53.55 元，维持“买入”评级。

#### 5. 风险提示

**风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

## 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
<b>流动资产</b>	<b>18,082</b>	<b>31,600</b>	<b>29,860</b>	<b>36,266</b>	<b>营业总收入</b>	<b>42,790</b>	<b>40,846</b>	<b>26,275</b>	<b>36,654</b>
货币资金及交易性金融资产	1,045	10,291	16,369	18,215	营业成本(含金融类)	37,451	37,160	23,144	31,887
经营性应收款项	10,854	13,593	8,599	11,680	税金及附加	164	139	158	165
存货	4,971	6,414	3,688	5,080	销售费用	22	51	60	73
合同资产	0	0	0	0	管理费用	315	310	368	403
其他流动资产	1,211	1,302	1,205	1,290	研发费用	456	408	434	476
<b>非流动资产</b>	<b>8,353</b>	<b>10,287</b>	<b>11,134</b>	<b>11,614</b>	财务费用	246	330	493	476
长期股权投资	37	37	37	37	加:其他收益	21	86	79	92
固定资产及使用权资产	6,443	8,037	8,703	9,063	投资净收益	(77)	(57)	(26)	37
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)	(350)	(200)	(130)
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	<b>营业利润</b>	<b>3,593</b>	<b>2,125</b>	<b>1,481</b>	<b>3,181</b>
其他非流动资产	108	108	108	108	营业外净收支	(47)	(4)	(4)	(4)
<b>资产总计</b>	<b>26,434</b>	<b>41,887</b>	<b>40,994</b>	<b>47,879</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,546</b>	<b>2,121</b>	<b>1,477</b>	<b>3,177</b>
<b>流动负债</b>	<b>16,748</b>	<b>27,539</b>	<b>20,854</b>	<b>25,182</b>	减:所得税	540	318	222	477
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,051	9,812	10,197	10,685	<b>净利润</b>	<b>3,006</b>	<b>1,803</b>	<b>1,255</b>	<b>2,700</b>
经营性应付款项	11,392	15,271	8,945	12,327	减:少数股东损益	(1)	0	0	(1)
合同负债	1,098	1,301	810	1,116	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,007</b>	<b>1,803</b>	<b>1,255</b>	<b>2,701</b>
其他流动负债	1,207	1,155	902	1,054	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.97	2.38	1.66	3.57
非流动负债	3,972	6,972	7,122	7,222	EBIT	3,916	2,777	2,111	3,649
长期借款	3,271	6,271	6,421	6,521	EBITDA	4,517	3,643	3,264	4,969
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	12.48	9.02	11.91	13.01
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	7.03	4.41	4.78	7.37
其他非流动负债	700	700	700	700	收入增长率(%)	505.44	(4.54)	(35.67)	39.50
<b>负债合计</b>	<b>20,720</b>	<b>34,511</b>	<b>27,976</b>	<b>32,404</b>	归母净利润增长率(%)	153.96	(40.03)	(30.38)	115.14
归属母公司股东权益	5,714	7,376	13,018	15,476					
少数股东权益	0	0	0	(1)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,714</b>	<b>7,376</b>	<b>13,018</b>	<b>15,476</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>26,434</b>	<b>41,887</b>	<b>40,994</b>	<b>47,879</b>					

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)	2,799	3,629	3,724	每股净资产(元)	10.06	12.99	17.19	20.44
投资活动现金流	(2,169)	(2,861)	(2,030)	(1,767)	最新发行在外股份(百万股)	757	757	757	757
筹资活动现金流	5,193	9,307	4,470	(121)	ROIC(%)	40.67	13.30	6.76	9.95
现金净增加额	241	9,245	6,068	1,836	ROE-摊薄(%)	52.63	24.45	9.64	17.45
折旧和摊销	601	866	1,153	1,320	资产负债率(%)	78.38	82.39	68.24	67.68
资本开支	(2,104)	(2,804)	(2,004)	(1,804)	P/E (现价&最新股本摊薄)	8.08	13.48	19.36	9.00
营运资本变动	(7,016)	(594)	548	(849)	P/B (现价)	3.19	2.47	1.87	1.57

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>