

分析师: 牟国洪  
登记编码: S0730513030002  
mough@ccnew.com 021-50586980

## 出货高增长, 业绩短期承压

——湖南裕能(301358)年报点评

### 证券研究报告-年报点评

增持(维持)

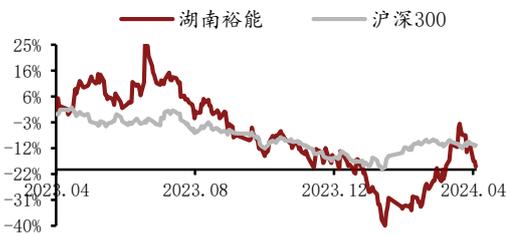
#### 市场数据(2024-04-24)

收盘价(元)	31.96
一年内最高/最低(元)	49.33/23.50
沪深 300 指数	3,521.62
市净率(倍)	2.15
流通市值(亿元)	122.55

#### 基础数据(2023-12-31)

每股净资产(元)	14.90
每股经营现金流(元)	0.66
毛利率(%)	7.65
净资产收益率_摊薄(%)	14.01
资产负债率(%)	57.77
总股本/流通股(万股)	75,725.31/38,343.31
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

#### 相关报告

《湖南裕能(301358)中报点评: 二季度盈利改善, 长期关注 LFP 龙头》 2023-09-04

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 04 月 25 日

事件: 公司公布 2023 年年度报告。

#### 投资要点:

- **公司业绩短期承压。**2023 年, 公司实现营收 413.58 亿元, 同比下降 3.35%; 营业利润 18.76 亿元, 同比下降 47.79%; 净利润 15.81 亿元, 同比下降 47.42%; 扣非后净利润 15.18 亿元, 同比下降 49.90%; 经营活动产生的现金流净额 5.01 亿元, 同比增长 118.01%; 基本每股收益 2.18 元, 加权平均净资产收益率 15.96%; 利润分配预案为拟每 10 股派发现金红利 4.18 元(含税), 公司业绩短期承压。其中, 公司第四季度实现营收 70.29 亿元, 环比下降 36.95%, 同比下降 56.79%; 净利润 3891 万元, 环比下降 87.17%, 同比下降 95.63%。2023 年, 公司非经常损益合计 6227 万元, 其中政府补助 7418 万元。公司主要从事锂电池正极材料的研发、生产和销售。
- **我国新能源汽车销售和动力电池产量持续增长, 带动正极材料需求增加。**中汽协和中国汽车动力电池产业创新联盟统计显示: 2023 年我国新能源汽车合计销售 944.81 万辆, 同比增长 37.48%, 合计占 31.45%; 其中新能源汽车合计出口 120.3 万辆, 同比增长 77.6%。2024 年 1-3 月, 我国新能源汽车销售 208.90 万辆, 同比增长 31.76%, 合计占比 31.10%。伴随我国汽车销售增长及动力电池出口增加, 我国动力电池和其他电池产量持续增长。2023 年我国动力电池和其他电池合计产量 778.10GWh, 同比增长 42.5%; 其中出口 152.6GW。2024 年 1-2 月, 我国动力和其他电池合计产量 108.8GWh, 累计同比增长 29.5%; 其中出口 16.6GWh。2023 年 12 月中央经济工作会议明确要深入推进生态文明建设和绿色低碳发展, 2024 年延续和优化了新能源汽车车辆购置税减免政策; 动力电池上游原材料价格回落有助于动力电池降价及提升新能源汽车性价比, 总体预计 2024 年我国新能源汽车仍将保持两位数增长, 对应电池上游正极材料需求将持续增长。高工锂电统计显示: 2022 年, 我国正极材料出货 190 万吨, 同比增长 68.14%; 2023 年出货 248 万吨, 同比增长 30.53%, 其中磷酸铁锂材料占比 66.53%、三元材料占比 26.21%、钴酸锂占比 3.39%。
- **公司 LFP 出货增速高于行业水平, 预计 2024 年出货将增长。**2019 年以来, 公司主营产品磷酸铁锂出货量持续增长, 由 2019 年的 1.25 万吨增至 2022 年的 32.39 万吨, 期间复合增长率为 195.55%; 伴随主营产品销量增长, 公司磷酸铁锂对应营收大幅增长, 由 2019 年的 5.57 亿元增至 2022 年的 426.67 亿元, 期间营收复合增长率为 324.68%, 显著高于销量复合增长率, 主要是伴随需求高增长,

LFP 供需总体紧平衡，特别是 2021-2022 年 LFP 在动力电池中的装机占比显著提升，导致行业价格大幅上涨；LFP 在公司营收中占比总体持续提升，2022 年占比 99.71%。2023 年，公司磷酸铁锂出货 50.68 万吨，同比增长 56.49%，增速显著高于行业水平，其中储能领域销量占比已提升至约 28%；对应营收 411.06 亿元，同比下降 3.66%，营收占比 99.39%；营收下滑主要系公司产品销售均价显著下降，LFP 行业等锂电产业链前期大幅扩产，且扩张产能 2023 年以来有序释放，同时叠加上游原材料价格下行和下游需求增速放缓，多因素作用下导致 LFP 等产品价格总体在 2023 年以来显著承压，总体预计 2024 年仍将处于去产能阶段。同时，预计公司 LFP 出货仍将保持较高增速，主要基于：一是我国动力电池和储能电池出货仍将增长，从而带动电池上游 LFP 正极材料需求增加。其次，电池和 LFP 行业技术进步及政策变动导致 LFP 在动力电池领域装机占比维持高位，同时储能电池需求增速将高于动力电池增长，如高工锂电统计：2023 年我国储能电池出货 225GWH，同比增长 50%，而储能锂电池正极材料以 LFP 为主。第三，公司深度绑定战略客户。公司与宁德时代、比亚迪等建立了长期稳定业务合作。2020 年 12 月，公司增资扩股引入宁德时代、比亚迪作为战略投资者，截止 2023 年底，二者持股占比分别为 7.90%和 3.95%；2023 年公司前五大客户营收占比高达 96.11%，其中第一大客户营收占比 40.98%。第四，公司坚持“资源-前驱体-正极材料-循环回收”一体化发展思路，目前正加速推进磷矿勘查、探转采等；磷酸铁前驱体方面已实现全部自供，截止 2023 年底：公司磷酸铁锂设计产能约 70 万吨，2023 年产能利用率 89.77%；磷酸铁锂产品市占率超过 30%，连续 4 年稳居行业第一。

- **关注公司非公开发行股票预案进展。**2023 年 8 月，公司公布向特定对象发行股票预案：拟向 35 名特定对象发行股票，发行数量不超过 113587960 股，募集资金总额不超过 65 亿元，拟用于年产 32 万吨磷酸锰铁锂项目、年产 7.5 万吨超长循环磷酸铁锂项目等 4 个项目建设，以及补充流动资金。
- **股票激励计划彰显公司信心。**公司公布 2024 年限制性股票激励计划：拟向激励对象授予限制性股票总量 1514.506 万股，占公司股本总额的 2.0%，其中首次拟授予不超过 1238.210 万股；首次及预留授予价格为 17.43 元/股；计划授予激励对象不超过 288 人，包括董事、高级管理人员和核心骨干人员；考核年度为 2024-2026 年，其中第一个归属期公司层面业绩考核要求为 2024 年磷酸铁锂销量增长率较 2023 年不低于 25%、2025-2026 年归母净利润分别不低于 15 亿元和 20 亿元。在行业去产能大背景下，公司股权激励业绩考核要求彰显公司管理层信心。
- **公司盈利能力显著回落，预计 2024 年仍承压。**2023 年，公司销售毛利率 7.65%，同比回落 4.83 个百分点；其中第四季度毛利率为 3.33%，环比第三季度回落 2.92 个百分点。2023 年主营产品盈利显示：磷酸铁锂销售毛利率为 7.30%，同比回落 5.17 个百分点，环比 2023 年上半年回落 2.20 个百分点，主要系磷酸铁锂正极材料

产能显著释放导致行业竞争加剧，且行业议价能力相对较弱。展望 2024 年，上游原材料价格总体仍承压，正极材料行业仍处于去产能阶段，总体预计 2024 年盈利仍将承压。

- **维持公司“增持”投资评级。**预测公司 2024-2025 年摊薄后的每股收益分别为 1.52 元与 2.92 元，按 4 月 24 日 31.96 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 21.0 倍与 10.95 倍。目前估值相对行业水平合理，结合行业发展前景及公司行业地位，维持公司“增持”投资评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；我国新能源汽车销售不及预期；上游原材料价格大幅波动；项目市场拓展不及预期。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	42,790	41,358	31,093	41,280	51,954
增长比率(%)	505.44	-3.35	-24.82	32.76	25.86
净利润(百万元)	3,007	1,581	1,152	2,210	3,100
增长比率(%)	153.96	-47.44	-27.10	91.77	40.30
每股收益(元)	3.97	2.09	1.52	2.92	4.09
市盈率(倍)	8.05	15.31	21.00	10.95	7.81

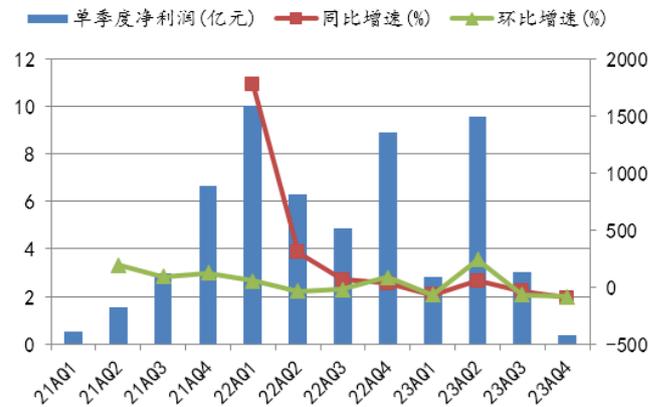
资料来源：中原证券，携宁

图 1：公司单季度营收及增速



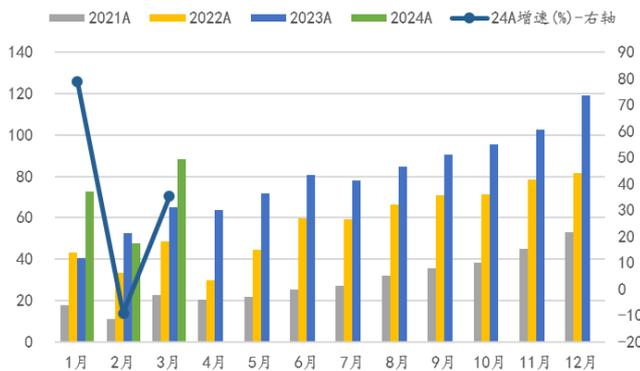
资料来源：中原证券，Wind

图 2：公司单季度净利润及增速



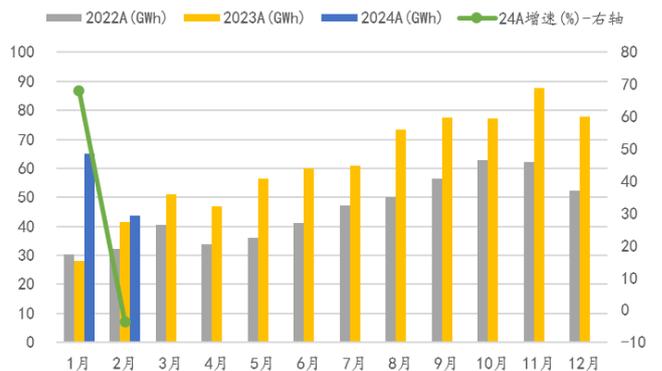
资料来源：中原证券，Wind

图 3：我国新能源汽车销售及增速



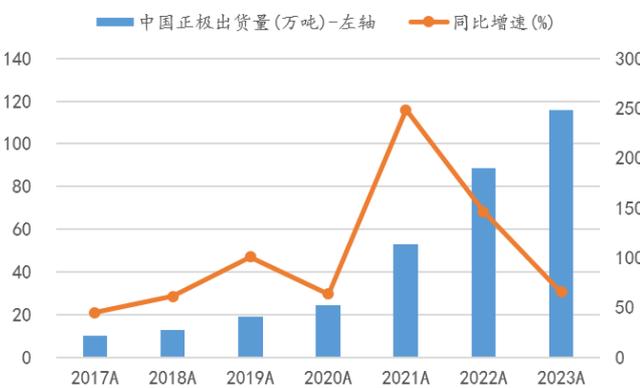
资料来源：中原证券，中汽协

图 4：我国动力电池和其他电池产量及增速



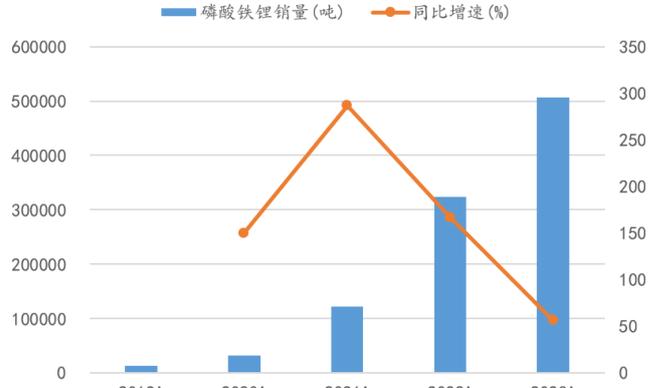
资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，中原证券(注：2024年1月统计口径变为动力和其他电池，增速为联盟公布值)

图 5：我国正极材料出货及增速



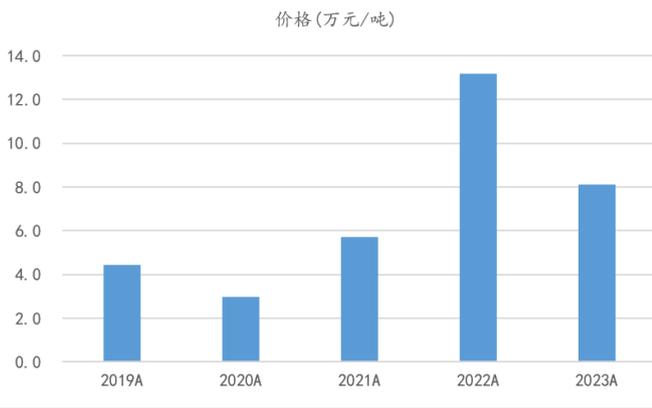
资料来源：中原证券，高工锂电

图 6：公司磷酸铁锂销量及增速



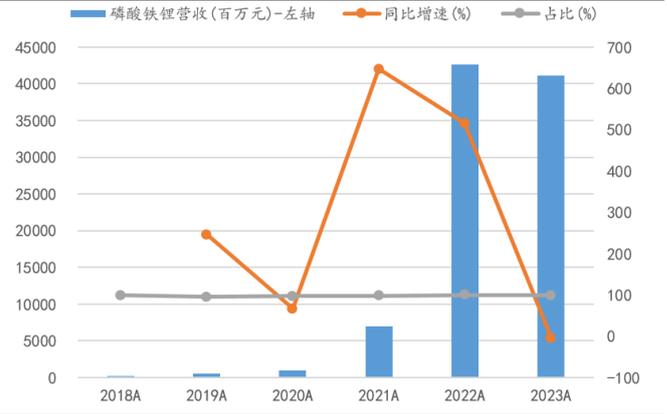
资料来源：中原证券，公司公告

图 7: 公司磷酸铁锂销售均价



资料来源: 中原证券, 公司公告

图 8: 公司磷酸铁锂营收、增速及占比



资料来源: 中原证券, 公司公告

表 1: 正极材料及产业链相关材料价格(万元/吨)概况

	2022 年 均价	2023 年 均价	同比增 速 (%)	2024 年以来 (至 4.24) 均价	较 2023 年均 价增速 (%)	2024. 4. 24.
电池级碳酸锂 (万元/吨)	49.17	26.12	-46.89	10.38	-60.24	11.10
三元 523 (万元/吨)	33.83	21.38	-36.80	13.01	-39.16	13.10
磷酸铁锂 (万元/吨)	15.78	9.07	-42.49	4.23	-53.38	4.34

资料来源: 中原证券, 百川盈孚 (注: 均价根据百川盈孚高频报价计算得出, 非实际成交均价)

图 9: 碳酸锂价格曲线



资料来源: 中原证券, 百川盈孚

图 10: 正极材料价格曲线



资料来源: 中原证券, 百川盈孚

表 2: 公司非公开发行股票预案概况

序号	项目名称	投资总额(万元)	拟用募集资金(万元)
1	年产 32 万吨磷酸锰铁锂项目	442,544	280,000
2	年产 7.5 万吨超长循环磷酸铁锂项目	90,815	50,000
3	年产 10 万吨磷酸铁项目	90,434	60,000
4	年产 2 万吨碳酸锂和 8 万吨磷酸铁的废旧磷酸铁锂电池回收利用项目	125,759	70,000
5	补充流动资金	190,000	190,000
	合计	939,552	650,000

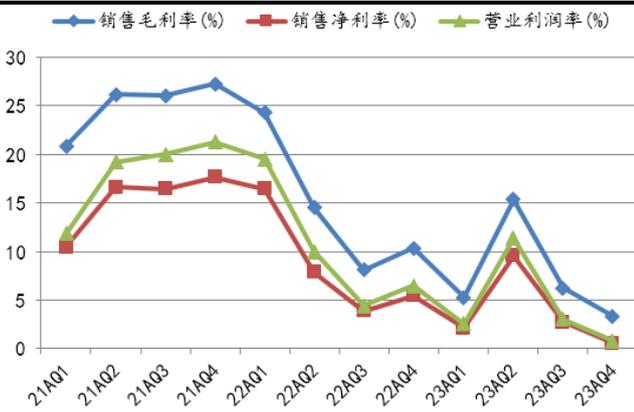
资料来源: 中原证券, 公司公告

表 3: 公司 2024 年股权激励计划业绩考核概况

归属期	业绩考核目标	各归属期考核目标完成度 (A) 及公司层面可归属比例 (M)
第一个归属期	以 2023 年磷酸铁锂销售量为基数, 2024 年磷酸铁锂销售量增长率不低于 25%。	当 $A \geq 100\%$ 时, $M=100\%$ ; 当 $A < 100\%$ 时, $M=0$ 。
第二个归属期	2025 年净利润不低于 15 亿元。	当 $A \geq 100\%$ 时, $M=100\%$ ; 当 $90\% \leq A < 100\%$ 时, $M=90\%$ ;
第三个归属期	2026 年净利润不低于 20 亿元。	当 $80\% \leq A < 90\%$ 时, $M=80\%$ ; 当 $A < 80\%$ 时, $M=0$ 。

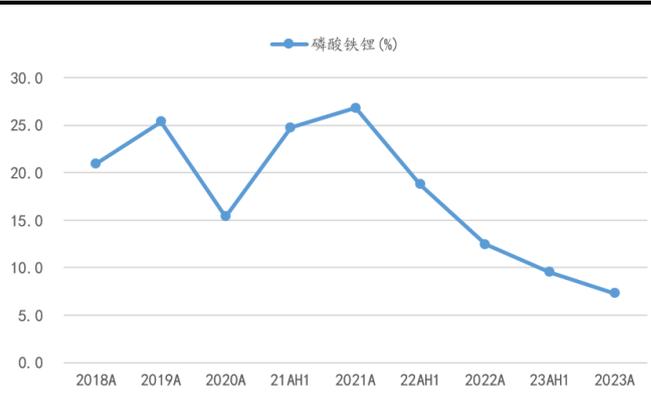
注: 净利润为归母净利润, 并剔除公司股权激励计划及员工持股计划产生的股份支付费用  
资料来源: 中原证券, 公司公告

图 11: 公司单季度盈利能力



资料来源: 中原证券, Wind

图 12: 公司主营产品盈利能力



资料来源: 中原证券, Wind

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>18,082</b>	<b>14,176</b>	<b>11,707</b>	<b>13,650</b>	<b>18,268</b>
现金	1,045	1,889	1,189	1,207	2,261
应收票据及应收账款	7,065	5,000	4,023	4,441	6,469
其他应收款	222	214	171	192	238
预付账款	419	86	597	487	647
存货	4,971	1,325	833	1,651	1,626
其他流动资产	4,359	5,663	4,894	5,671	7,026
<b>非流动资产</b>	<b>8,353</b>	<b>12,619</b>	<b>14,927</b>	<b>16,750</b>	<b>17,790</b>
长期投资	37	41	56	71	84
固定资产	6,443	10,733	12,808	14,405	15,234
无形资产	551	896	1,205	1,538	1,866
其他非流动资产	1,322	948	857	736	607
<b>资产总计</b>	<b>26,434</b>	<b>26,795</b>	<b>26,634</b>	<b>30,400</b>	<b>36,057</b>
<b>流动负债</b>	<b>16,748</b>	<b>12,469</b>	<b>12,381</b>	<b>13,938</b>	<b>16,496</b>
短期借款	2,466	900	686	270	-271
应付票据及应付账款	11,392	9,357	8,699	10,627	13,293
其他流动负债	2,890	2,212	2,996	3,042	3,474
<b>非流动负债</b>	<b>3,972</b>	<b>3,010</b>	<b>3,010</b>	<b>3,010</b>	<b>3,010</b>
长期借款	3,271	2,601	2,601	2,601	2,601
其他非流动负债	700	409	409	409	409
<b>负债合计</b>	<b>20,720</b>	<b>15,479</b>	<b>15,391</b>	<b>16,948</b>	<b>19,506</b>
少数股东权益	0	33	33	33	32
股本	568	757	757	757	757
资本公积	926	5,026	5,026	5,026	5,026
留存收益	4,220	5,499	5,426	7,635	10,736
归属母公司股东权益	5,714	11,282	11,209	13,419	16,519
<b>负债和股东权益</b>	<b>26,434</b>	<b>26,795</b>	<b>26,634</b>	<b>30,400</b>	<b>36,057</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-2,783</b>	<b>501</b>	<b>5,809</b>	<b>5,753</b>	<b>6,830</b>
净利润	3,006	1,581	1,152	2,209	3,100
折旧摊销	601	1,091	2,545	3,284	4,022
财务费用	178	191	161	143	117
投资损失	-7	7	54	65	55
营运资金变动	-7,016	-2,656	1,797	-47	-561
其他经营现金流	455	287	100	98	97
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,169</b>	<b>-2,622</b>	<b>-4,908</b>	<b>-5,175</b>	<b>-5,119</b>
资本支出	-2,104	-2,677	-4,840	-5,095	-5,051
长期投资	-29	-13	-15	-15	-13
其他投资现金流	-35	68	-54	-65	-55
<b>筹资活动现金流</b>	<b>5,193</b>	<b>2,349</b>	<b>-375</b>	<b>-560</b>	<b>-658</b>
短期借款	1,273	-1,566	-214	-417	-541
长期借款	2,998	-671	0	0	0
普通股增加	0	189	0	0	0
资本公积增加	0	4,099	0	0	0
其他筹资现金流	921	297	-161	-143	-117
<b>现金净增加额</b>	<b>241</b>	<b>228</b>	<b>526</b>	<b>18</b>	<b>1,054</b>

资料来源: 中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>42,790</b>	<b>41,358</b>	<b>31,093</b>	<b>41,280</b>	<b>51,954</b>
营业成本	37,451	38,195	28,679	37,417	46,813
营业税金及附加	164	134	121	152	191
营业费用	22	45	32	40	52
管理费用	315	340	299	362	466
研发费用	456	358	304	394	492
财务费用	246	196	158	160	141
资产减值损失	-158	-333	-123	-110	-110
其他收益	21	123	18	24	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-77	-55	-54	-65	-55
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>3,593</b>	<b>1,876</b>	<b>1,366</b>	<b>2,618</b>	<b>3,673</b>
营业外收入	3	4	3	3	3
营业外支出	50	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>3,546</b>	<b>1,875</b>	<b>1,364</b>	<b>2,616</b>	<b>3,671</b>
所得税	540	294	212	406	571
<b>净利润</b>	<b>3,006</b>	<b>1,581</b>	<b>1,152</b>	<b>2,209</b>	<b>3,100</b>
少数股东损益	-1	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,007</b>	<b>1,581</b>	<b>1,152</b>	<b>2,210</b>	<b>3,100</b>
EBITDA	4,517	3,218	4,067	6,059	7,834
EPS (元)	3.97	2.09	1.52	2.92	4.09

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	505.44	-3.35	-24.82	32.76	25.86
营业利润 (%)	153.86	-47.79	-27.18	91.63	40.32
归属母公司净利润 (%)	153.96	-47.44	-27.10	91.77	40.30
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	12.48	7.65	7.76	9.36	9.89
净利率 (%)	7.03	3.82	3.71	5.35	5.97
ROE (%)	52.63	14.01	10.28	16.47	18.77
ROIC (%)	27.58	11.26	8.22	13.45	16.10
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	78.38	57.77	57.79	55.75	54.10
净负债比率 (%)	362.59	136.79	136.91	125.99	117.85
流动比率	1.08	1.14	0.95	0.98	1.11
速动比率	0.70	0.91	0.70	0.70	0.86
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.43	1.55	1.16	1.45	1.56
应收账款周转率	10.05	7.54	7.53	10.62	10.25
应付账款周转率	8.37	5.97	5.48	6.47	6.57
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	3.97	2.09	1.52	2.92	4.09
每股经营现金流 (最新摊薄)	-3.68	0.66	7.67	7.60	9.02
每股净资产 (最新摊薄)	7.55	14.90	14.80	17.72	21.81
<b>估值比率</b>					
P/E	8.05	15.31	21.00	10.95	7.81
P/B	4.24	2.15	2.16	1.80	1.47
EV/EBITDA	1.17	8.84	6.74	4.45	3.24

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；  
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；  
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；  
增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；  
谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；  
减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；  
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。