

湖南裕能 (301358.SZ) 铁锂全球龙头，份额稳步扩张

2024年06月13日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

殷晟路（分析师）

沈成宇（分析师）

yinshenglu@kysec.cn

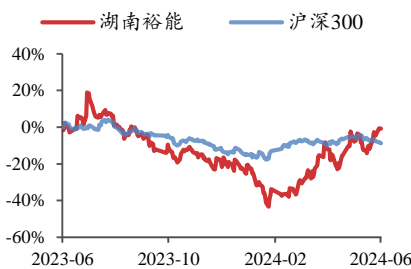
shenchengyu@kysec.cn

证书编号：S0790522080001

证书编号：S0790524040003

日期	2024/6/13
当前股价(元)	40.66
一年最高最低(元)	50.74/22.28
总市值(亿元)	307.90
流通市值(亿元)	155.90
总股本(亿股)	7.57
流通股本(亿股)	3.83
近3个月换手率(%)	130.63

股价走势图



数据来源：聚源

● 国内磷酸铁锂正极材料龙头，绑定核心客户共同发展

公司是国内磷酸铁锂正极材料龙头企业，下游深度绑定核心大客户比亚迪、宁德时代，且两者均为其战略投资者，公司通过绑定核心客户实现共同发展。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 374/406/433 亿元，归母净利润分别为 16.6/25.0/31.0 亿元，EPS 分别为 2.19/3.30/4.09 元/股，当前股价对应 PE 分别为 18.6/12.3/9.9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 动力铁锂份额高+储能铁锂增速快+海外铁锂渗透低，铁锂市场空间广阔

磷酸铁锂正极材料需求主要受益于：(1) 国内铁锂车型高份额：2023 年国内铁锂车型装机量占比达 67.3%，未来有望持续依托高性价比维持高份额；(2) 全球储能发展方兴未艾：2022 年中国储能电池出货量 130GWh，同比增长 1.7 倍，我们预计到 2030 年有望达 TWh 级别；(3) 海外铁锂加速切入：铁锂在海外渗透率低，海外铁锂车型有望在 2024-2026 年陆续放量。

我们预计随着全球新能源汽车渗透率持续提升，储能需求维持高增速，海外铁锂从零到一，2025 年全球磷酸铁锂正极需求有望超过 232 万吨，2030 年全球磷酸铁锂正极需求量可达 613 万吨。

● 产能、管理、客户、盈利多位一体优势，龙头有望穿越周期

- 产能：公司总规划产能超过 100 万吨，2021-2023 年磷酸铁锂市场份额连续三年行业第一，份额超过 30%；
- 客户：绑定大客户宁德时代与比亚迪，B+C 占国内铁锂车型份额接近 80%；
- 管理：优秀的库存管理、原材料采购能力是铁锂厂商的核心竞争力；
- 盈利：公司凭借较大的规模优势、优秀的原材料采购及库存管理以及上游一体化优势，实现盈利能力优于同行。

● 风险提示：行业供给过剩风险；产能利用率不及预期风险；海外铁锂渗透不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	42,790	41,358	37,375	40,602	43,303
YOY(%)	505.4	-3.3	-9.6	8.6	6.7
归母净利润(百万元)	3,007	1,581	1,660	2,499	3,096
YOY(%)	154.0	-47.4	5.0	50.6	23.9
毛利率(%)	12.5	7.6	9.1	11.1	12.1
净利率(%)	7.0	3.8	4.4	6.2	7.1
ROE(%)	52.6	14.0	13.1	16.7	17.3
EPS(摊薄/元)	3.97	2.09	2.19	3.30	4.09
P/E(倍)	10.2	19.5	18.6	12.3	9.9
P/B(倍)	5.4	2.7	2.4	2.1	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 全球铁锂龙头，携手锂电巨头共发展	4
1.1、 公司获宁德时代、比亚迪战略入股，管理层多为产业背景出身	4
1.2、 2023 年行业产能过剩，加工费下滑致业绩增速下滑	7
2、 磷酸铁锂：动力+储能+出海打开市场空间，有望走出周期迷雾	9
2.1、 LFP：兼具安全性能、成本优势、循环寿命的锂电正极方案	9
2.2、 市场空间：LFP 空间广阔，出海趋势明确	11
2.2.1、 动力：磷酸铁锂占据主导地位，渗透率超六成	11
2.2.2、 储能：下一个 TWh 赛道，LFP 为首选	12
2.2.3、 出海：车企加速布局，海外铁锂渗透率有望提速	13
2.3、 供需格局：资本开支放缓，产能加速出清	15
2.4、 市场格局：裕能龙头地位稳固，份额持续提升	15
3、 绑定核心客户+产能布局领先+管理能力突出+盈利能力优秀，构筑公司核心竞争力	16
3.1、 产品优势：固相法天生具备高压实优势，合作研发开发新增长极	16
3.2、 产能优势：规划产能居于行业首位，叠加高产能利用率助公司具备跨周期能力	17
3.3、 盈利优势：通过磷酸铁前驱体一体化布局降低成本稳定品质，后续自供率维持高位	19
3.4、 大客户战略：携手 B+C 两家大客户共同前行	21
4、 盈利预测与估值分析	22
4.1、 盈利预测	22
4.2、 估值与评级	23
5、 风险提示	23
附：财务预测摘要	24

图表目录

图 1： 公司股东涵盖技术供应商、核心下游客户，通过收购进行一体化布局	4
图 2： 公司按同一控制权合并后第一大股东为电化集团、湘潭电化（截至 2024 年 4 月份）	5
图 3： 2023 年公司营业收入略有下滑	7
图 4： 2023 年公司归母净利润承压	7
图 5： 公司聚焦磷酸铁锂正极业务	7
图 6： 公司磷酸铁锂销量市占率稳固提升	8
图 7： 2021 年以来毛、净利率呈下降趋势	8
图 8： 公司单吨净利润回归稳态水平	8
图 9： 公司期间费用率呈下降趋势	9
图 10： 磷酸铁锂正极材料为黑色粉末状固体	10
图 11： 充电时锂离子嵌入石墨负极，放电时回到正极	10
图 12： 国内磷酸铁锂装机量占比超过六成	12
图 13： 国内储能电池出货量迅速增长	13
图 14： 锂离子电池为新型储能主要技术路线（2022 年）	13
图 15： 行业资本开支放缓，产能利用率有所提升	15
图 16： 2021 年公司国内市占率居首位	16
图 17： 2022 年 H1 公司国内市占率稳定	16
图 18： 液相法相比固相法省去研磨的步骤，后半程工艺路线相近	16

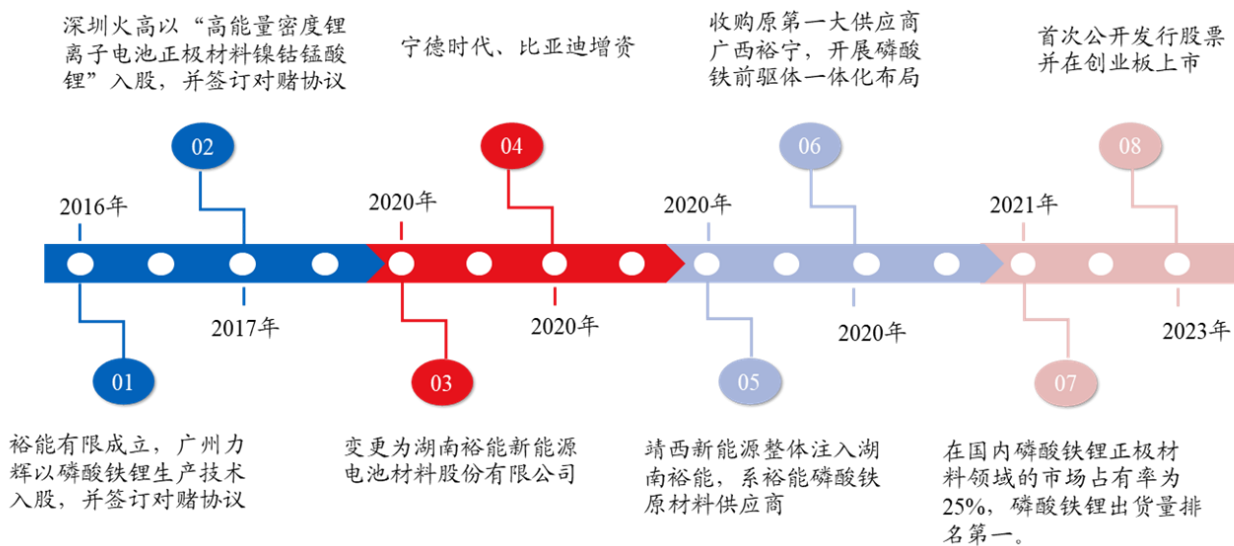
图 19: 公司拥有五大生产基地	18
图 20: 湖南裕能产能利用率领先于行业其他公司	19
图 21: 公司生产磷酸铁主要采用钠法工艺	19
图 22: 云南裕能磷酸铁将改用氨法工艺	20
图 23: 磷酸铁锂龙头公司单吨售价接近 (单位: 万元/吨)	21
图 24: 2023 年公司单位毛利远超同行 (单位: 万元/吨)	21
图 25: 2021 年宁德与比亚迪为公司主要客户	21
图 26: 2023 年公司客户结构优化	21
表 1: 公司高管多为产业、技术背景出身	5
表 2: 公司产品谱系动力及储能兼具	9
表 3: 公司拥有多晶、单晶三元技术储备	9
表 4: 三元电芯单位成本较高 (隔膜用量单位为 m^2/Kwh , 价格单位元/ m^2 , 材料价格采用鑫铯锂电 20240415 数据) ..	10
表 5: 磷酸铁锂电芯单位成本低于三元 (隔膜用量单位为 m^2/Kwh , 价格单位为元/ m^2 , 材料价格采用鑫铯锂电 20240415 数据)	10
表 6: 磷酸铁锂与 NCM 三元正极对比	11
表 7: 2023 年海外电池厂与车企明确布局磷酸铁锂	13
表 8: 预计 2030 年全球磷酸铁锂正极需求量可达 613 万吨	14
表 9: 公司产品具备高能量密度、长循环寿命、低温性能优异等优势	17
表 10: 公司与多家下游客户及重点高校合作研发	17
表 11: 公司远期产能达百万吨级 (单位: 万吨)	18
表 12: 浓磷酸价格为 6500 元/吨时, 钠法单吨原材料成本为 6253 元 (参考 2023 年 4 月报价)	20
表 13: 浓磷酸价格为 6500 元/吨时, 氨法单吨原材料成本为 5634 元 (参考 2023 年 4 月报价)	20
表 14: 比亚迪+宁德时代占 2023 年磷酸铁锂动力电池装车份额近 80%	22
表 15: 湖南裕能盈利预测	22
表 16: 湖南裕能可比公司估值表	23

1、全球铁锂龙头，携手锂电巨头共发展

1.1、公司获宁德时代、比亚迪战略入股，管理层多为产业背景出身

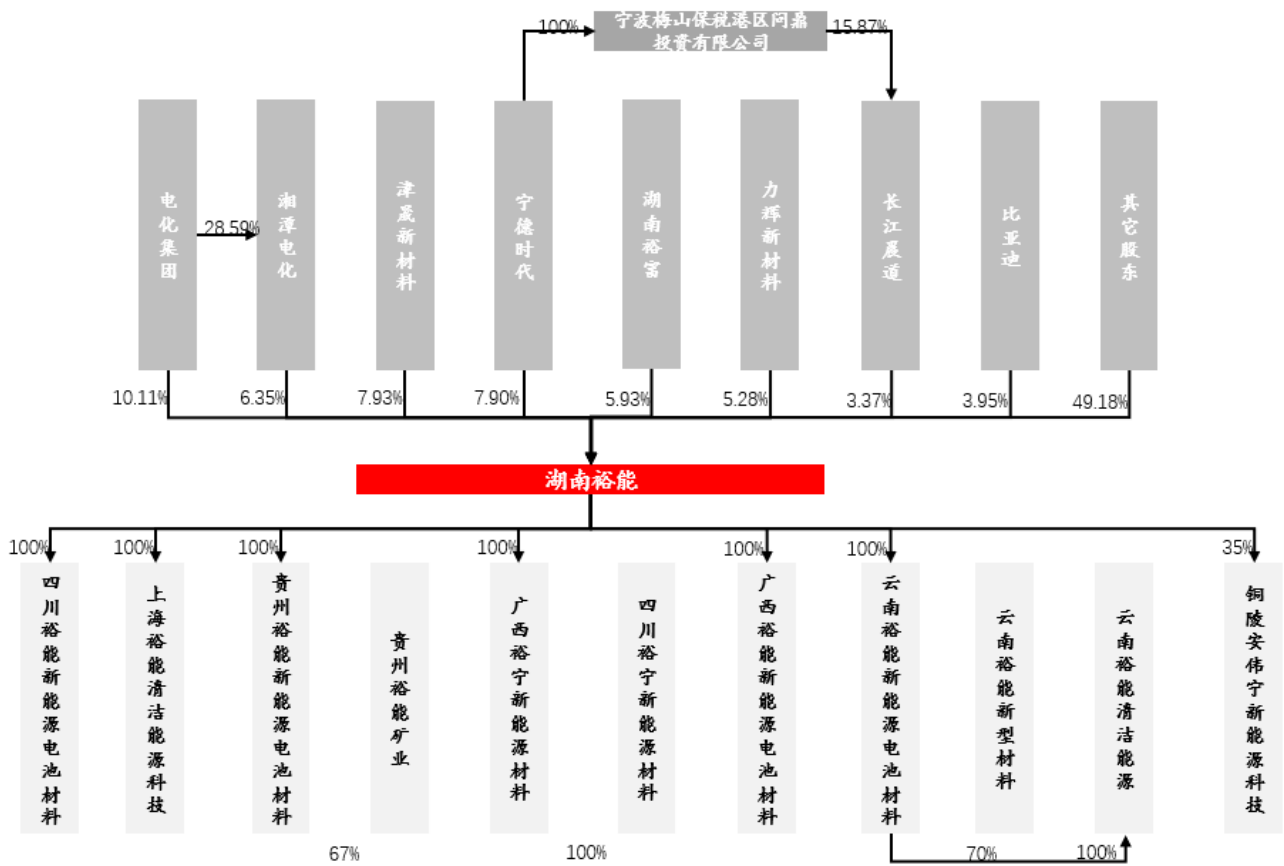
国内磷酸铁锂正极材料龙头，下游大客户比亚迪、宁德时代战投入股。2016年6月19日，裕能有限成立，广州力辉以磷酸铁锂生产技术入股，其余股东为货币出资；2017年12月公司被增资，深圳火高以镍钴锰酸锂技术入股；2020年10月公司变更为“湖南裕能新能源电池材料股份有限公司”；2020年12月，比亚迪与宁德时代入股公司，此次增资完成后其分别占有公司10.54%、5.27%的股权比例；2020年，公司分别通过收购原有磷酸铁供应商靖西新能源及广西裕宁开展磷酸铁前驱体一体化布局；2021年，公司在国内磷酸铁锂市占率达到25%，为市场排名第一；2023年，公司首发上市。

图1：公司股东涵盖技术供应商、核心下游客户，通过收购进行一体化布局



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

公司股权结构较为分散，无控股股东和实际控制人。公司按同一控制权合并后第一大股东为电化集团、湘潭电化，合计持有发行人16.45%的股份，第二大股东津晟新材料持股7.93%，第三大股东宁德时代直接持股7.90%，除直接控股外，宁德时代还通过其全资子公司宁波梅山保税港区问鼎投资有限公司持有长江晨道15.87%股权，长江晨道持股湖南裕能3.37%。

图2：公司按同一控制权合并后第一大股东为电化集团、湘潭电化（截至 2024 年 4 月份）


资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司管理层多为产业、技术背景出身。总经理赵怀球毕业于湘潭大学应用电子专业，有多年湘潭电化内部产业工作经验；副总工程师周智慧毕业于华中科技大学建筑学专业，历任湘潭电化技术开发部主管、工程部副部长，具备丰富的技术带头人经验；副总经理周守红毕业于重庆大学应用化学专业，专业对口磷酸铁锂的生产；副总经理梁凯毕业于湖南科技大学化学工程与工艺专业，历任电化集团副总工程师；副总经理李新赞毕业于湘潭大学化工设备与机械专业，曾任湘潭电化副总工程师；副总经理陈质斌、总经理助理李洪辉都曾任湘潭电化成品分厂厂长。

表1：公司高管多为产业、技术背景出身

职位	姓名	背景
总经理	赵怀球	湘潭大学应用电子专业，大专学历。历任电化集团 918 分厂职工，湘潭电化 938 电解分厂职工、948 分厂副厂长，硫酸锰分厂副厂长、靖西湘潭电化硫酸锰车间主任、湘潭电化硫酸锰分厂厂长、湘潭电化董事会工作部对外投资经理、电化集团投资发展部对外投资经理、电化集团总经理助理。2020 年 11 月至今，任公司董事兼总经理。
副总工程师	周智慧	中国国籍，无境外永久居留权，华中科技大学建筑学专业，本科学历，二级建造师。1998 年 7 月至 2006 年 2 月，历任电化集团班长、工段长。2006 年 3 月至 2016 年 11 月，历任湘潭电化技术开发部主管、副部长。2016 年 12 月至 2020 年 10 月，任湘潭电化工程部副部长。2020 年 11 月至今，任公司副总工程师。
副总经理	周守红	中国国籍，无境外永久居留权，重庆大学应用化学专业，本科学历。1997 年

职位	姓名	背景
		7 月至 2006 年 3 月，历任电化集团、湘潭电化职员。2006 年 3 月至 2015 年 3 月，自主创业。2015 年 3 月至今，任南宁市楚达科技有限公司执行董事、总经理。2015 年 7 月至今，任广西裕宁总经理。2021 年 1 月至今担任公司副总经理。
副总经理	梁凯	中国国籍，无境外永久居留权，湖南科技大学化学工程与工艺专业，本科学历，工程师。2007 年 7 月至 2017 年 8 月，历任湘潭电化 948 分厂工艺员、技术开发部工艺员、电解分厂工艺员、成品分厂副厂长、成品分厂厂长。2017 年 8 月至 2020 年 10 月，历任湘潭电化董事会工作部对外投资经理、电化集团投资发展部对外投资经理、电化集团副总工程师。2017 年 9 月至 2020 年 11 月，任公司常务副总经理。2020 年 11 月至今，任公司副总经理。
副总经理	李新赞	中国国籍，无境外永久居留权，湘潭大学化工设备与机械专业，本科学历，高级工程师。1996 年 7 月至 2000 年 10 月，任电化集团员工。2000 年 10 月至 2020 年 10 月，任至湘潭电化副总工程师。2020 年 11 月至今，任公司副总经理。
副总经理	陈质斌	中国国籍，无境外永久居留权，毕业于湘潭职业技术学院经济管理专业，大专学历。1989 年 1 月至 2006 年 10 月，历任湘潭电化厂、电化集团、湘潭电化机修分厂工人。2006 年 10 月至 2010 年 12 月，任湘潭电化生产部调度员工。2010 年 12 月至 2017 年 8 月，历任靖西湘潭电化成品车间主管、成品车间主任。2017 年 8 月至 2019 年 2 月，任湘潭电化成品分厂厂长。2019 年 2 月至 2020 年 10 月，任电化集团投资发展部（因部门职能调整，后合并至管理部）对外投资经理。2019 年 2 月至今，任公司副总经理。
总经理助理	李洪辉	中国国籍，无境外永久居留权，湘潭大学市场营销专业，本科学历。2001 年 1 月至 2006 年 3 月，任湘潭电化成品分厂工段长。2006 年 3 月至 2009 年 1 月，任靖西湘潭电化电解成品车间主管。2009 年 1 月至 2013 年 1 月，任靖西湘潭电化成品车间主任。2013 年 1 月至 2016 年 1 月，任湘潭电化成品分厂厂长。2016 年 1 月至 2016 年 6 月，任湘潭电化新能源材料有限公司总经理。2016 年 6 月至今，任广西裕宁常务副总经理。2016 年 2 月至 2020 年 10 月，任电化集团投资发展部（因部门职能调整，后合并至管理部）对外投资经理。2021 年 1 月至今，任公司总经理助理。
董事会秘书	汪咏梅	中国国籍，无境外永久居留权，中共湖南省委党校公共管理专业在职研究生，经济师。1998 年 7 月至 2000 年 9 月，任电化集团化验员。2000 年 9 月至 2020 年 11 月，任至湘潭电化董事、副总经理兼董事会秘书。2020 年 12 月至今，任湖南裕富执行事务合伙人。2020 年 11 月至今，任公司董事、常务副总经理兼董事会秘书。
财务总监	王洁	中国国籍，无境外永久居留权，湖南纺织高等专科学校（湖南工程学院）企业管理专业，中级会计师。1989 年 7 月至 1997 年 12 月，历任湘潭电化厂财务科职员、电化集团财务部副部长。1998 年 1 月至 2015 年 2 月，任至湖南湘进电化有限公司财务部部长。2015 年 2 月至 2019 年 3 月，任湘潭电化监审部部长。2019 年 3 月至 2020 年 10 月，任电化集团投资发展部（因部门职能调整，后合并至管理部）对外投资经理。2016 年 6 月至 2020 年 4 月，任公司监事。2019 年 3 月至今，任公司财务总监。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、2023 年行业产能过剩，加工费下滑致业绩增速下滑

2020-2022 年受益于下游动力电池及储能电池的需求放量，公司业绩增长迅速，2023 年在行业产能过剩的背景下，加工费的持续下滑导致增收不增利。2021 年公司业绩量价齐升，一方面受益于下游高增的新能源汽车需求，公司磷酸铁锂产品出货量成倍增长，另一方面供不应求下磷酸铁锂加工费的上升导致单位盈利持续提升。2022 年相较于 2021 年营业收入增长 505%，而归母净利润增长 154%，慢于营收增速，主要系营收增长上很大程度上来自于原材料价格迅速上涨导致的销售单价上涨（磷酸铁锂行业原材料占成本比约为 85%），而单吨盈利并未上涨。2023 年营收增速放缓，主要系下游增速放缓+电池厂去库，前期行业扩产过快带来的产能过剩导致加工费的持续下降，公司盈利能力承压。

图3：2023 年公司营业收入略有下滑

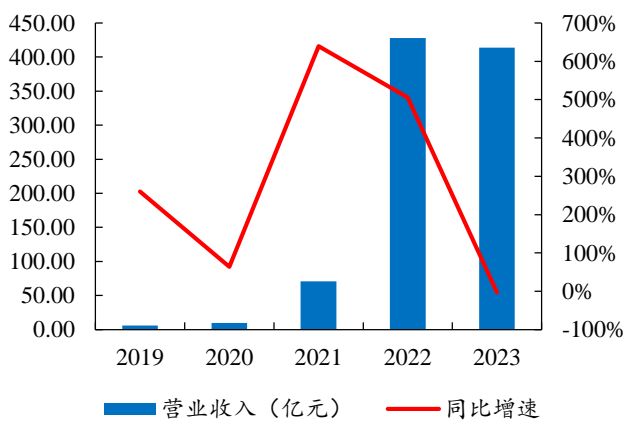
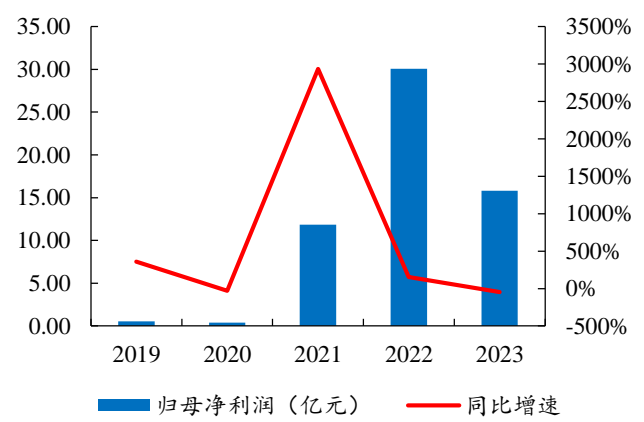


图4：2023 年公司归母净利润承压

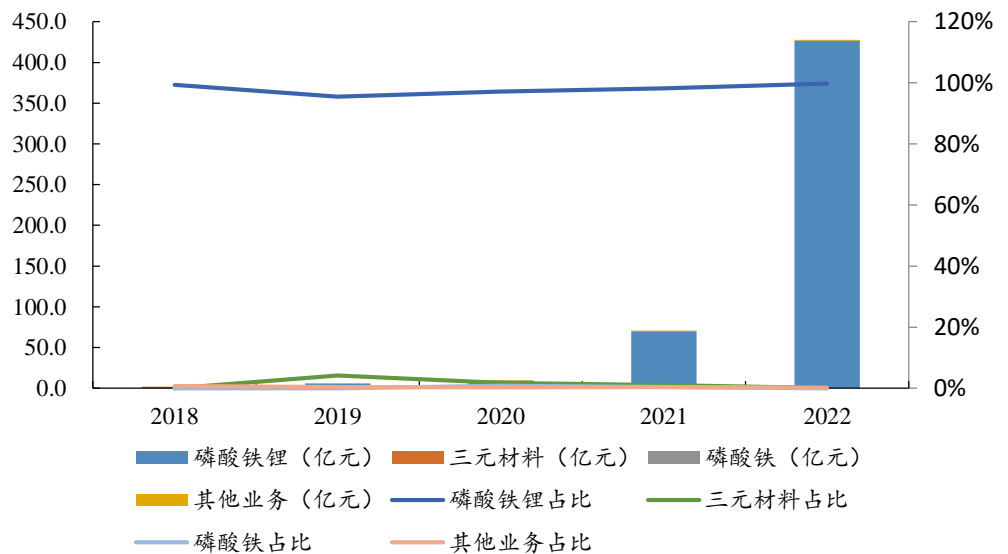


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司聚焦磷酸铁锂正极业务。公司产品包括磷酸铁锂、三元材料、磷酸铁，2022 年公司磷酸铁锂占比达 95%以上，其他业务收入包括电力服务、废料收入、辅材及副产品等，其中磷酸铁锂为公司最核心业务。

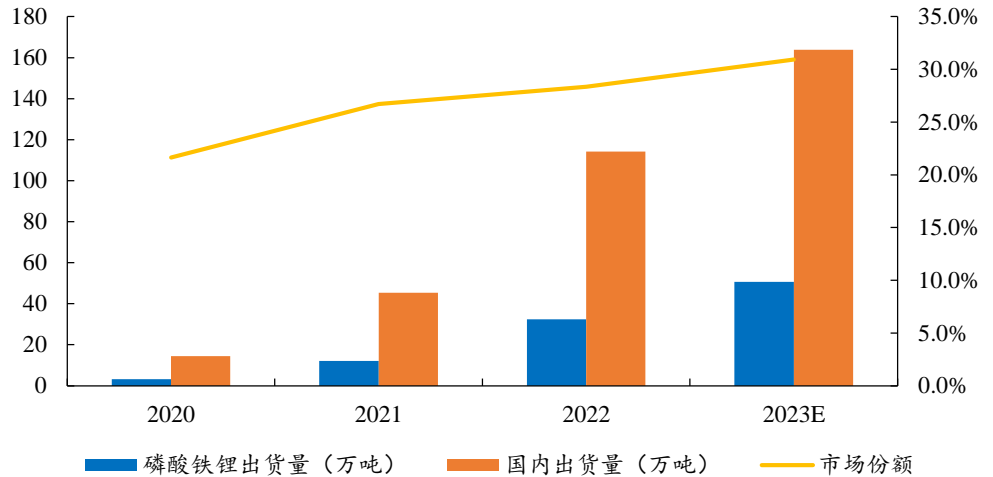
图5：公司聚焦磷酸铁锂正极业务



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司磷酸铁锂市占率稳步提升。公司 2020-2022 年磷酸铁锂正极销量分别为 3.14 /12.1 /32.4 万吨，保持高速增长。根据我们测算，预计 2023 年公司磷酸铁锂业务市场份额达 30.9%，保持稳固增长。

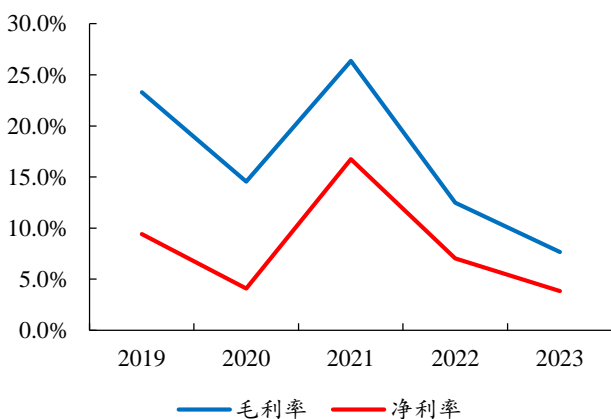
图6：公司磷酸铁锂销量市占率稳固提升



数据来源：Wind、EVTank、开源证券研究所

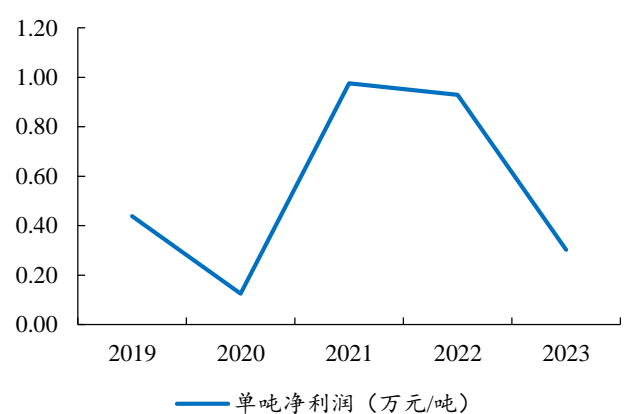
盈利能力高位下滑，2024 年有望见底。2021-2023 年公司毛利率分别为 26%/12%/8%，净利率分别为 17%/7%/4%，其中 2021 年行业高景气度带来的涨价周期使得公司盈利能力达到高点，2022 年随着行业资本开支加速，行业产能迅速扩张下供需关系开始反转，盈利能力开始回落；2023 年下游需求增速收敛，前期产能加速投放下行业供给过剩，加工费持续下跌使得盈利能力进一步下滑。我们预计 2024 年行业加工费有望见底，后续随着行业资本投入收紧，盈利能力有望回归至稳态水平。

图7：2021 年以来毛、净利率呈下降趋势



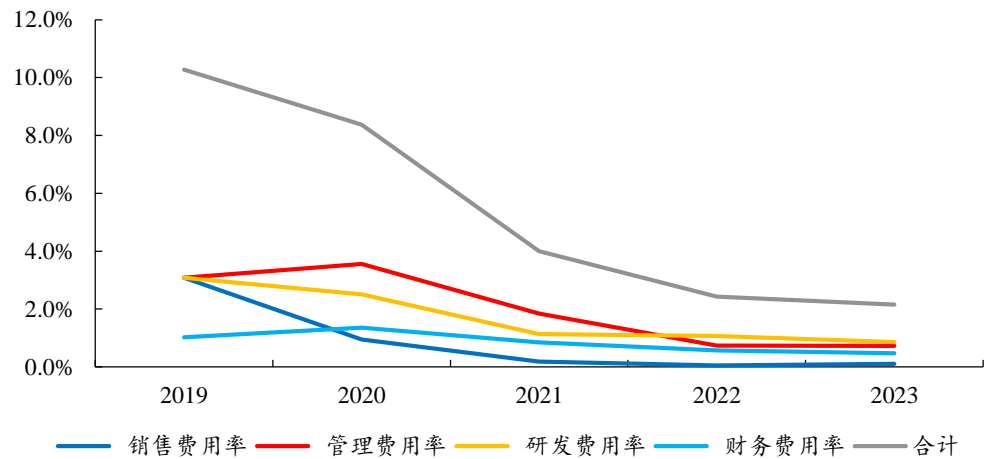
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：公司单吨净利润回归稳态水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司期间费用率呈下降趋势，规模效应凸显。2019-2023 年，公司期间费用率由 10.3%持续下降至 2.3%，其中管理/销售/研发费用率均显著下降，主要由于公司经营规模大幅增长，规模效应凸显。

图9：公司期间费用率呈下降趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司产品谱系涵盖动力储能两大领域。公司产品包括 CN-3 等动力型及 YN-5、YN-7 等储能型产品，其中 YN-7 高能型能量密度可达 200Wh/kg,储能型产品循环寿命最高可达 5000 周。

表2：公司产品谱系动力及储能兼具

技术指标	CN-3	YN-5	YN-7
比容量（全电）(mAh/g)	146	145	145
能量密度（单体电池，全电）(Wh/Kg)	160	180	200
倍率性能	3C,99%以上	3C, 98%以上	3C, 98%以上
循环寿命	循环>5000 周，容量保持率 80%以上	循环>5000 周，容量保持率 80%以上	循环>5000 周，容量保持率 80%以上

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司拥有较为充分的三元正极技术储备，尚处于业务培育期，销售规模占比较小。公司多晶三元材料主要用于数码电池、充电宝；单晶三元材料主要用于新能源汽车等。公司成功掌握了高容量多元正极材料生产技术、单晶高镍型三元材料的控制合成技术、三元正极材料表面改性技术等核心技术，上述技术能够提升公司三元材料容量，保证压实密度和安全性。公司三元材料尚处于前期业务培育期，销量占比相对较小。

表3：公司拥有多晶、单晶三元技术储备

产品类型	技术指标 (mAh/g)	应用领域
多晶三元材料	比容量>167	数码电池、充电宝等
单晶三元材料	比容量>179	新能源汽车等

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

2、磷酸铁锂：动力+储能+出海打开市场空间，有望走出周期迷雾

2.1、LFP：兼具安全性能、成本优势、循环寿命的锂电正极方案

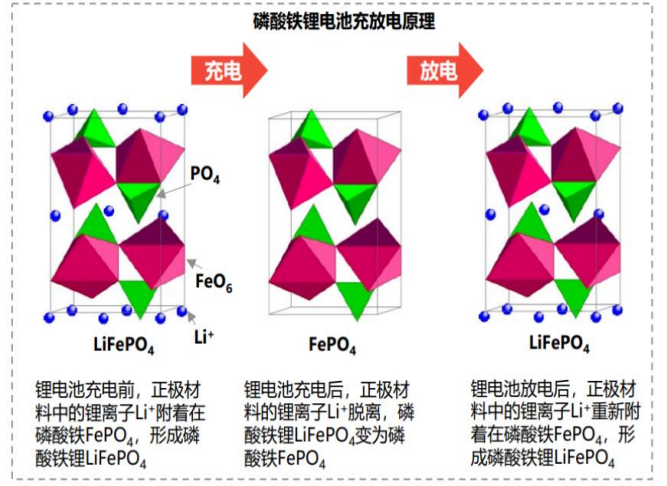
磷酸铁锂是一种黑色粉末状材料，是目前的主流锂离子电池正极材料之一。磷酸铁锂材料是一种无机化合物，属于正交晶系橄榄石结构，磷酸铁锂材料的原料来源丰富、价廉，同时具备热稳定性和循环性能好等诸多优势。

图10：磷酸铁锂正极材料为黑色粉末状固体



资料来源：公司公告

图11：充电时锂离子嵌入石墨负极，放电时回到正极



资料来源：新能源与环保公众号

磷酸铁锂电芯单瓦成本低于三元电芯单瓦成本。除了正极材料，两种电池的用料种类与用量基本一致，主要是正极成本导致了电芯成本差异。因为磷酸铁锂正极材料不含镍、钴等稀有金属元素，所以具有成本优势。

表4：三元电芯单位成本较高（隔膜用量单位为m²/Kwh，价格单位元/m²，材料价格采用鑫铯锂电 20240415 数据）

原材料	单位用量 (Kg/Kwh)	价格 (元/Kg)	单位成本 (元/Kwh)	成本占比
三元正极 (NCM523)	1.64	124	203.4	48.01%
负极材料 (人造石墨)	1.2	30	36.0	8.50%
隔膜	15	1.2	18.0	4.25%
电解液	0.8	28.2	22.6	5.33%
铝箔	0.6	36.8	22.1	5.21%
铜箔	0.55	98.4	54.1	12.77%
电池壳 (方形)	/	/	4	0.94%
材料成本合计 (元/Kwh)			360.1	85.00%
其他成本 (元/Kwh)			63.5	15%
总成本 (元/Kwh)			423.6	100.00%

资料来源：鑫铯锂电、开源证券研究所

表5：磷酸铁锂电芯单位成本低于三元(隔膜用量单位为m²/Kwh，价格单位为元/m²，材料价格采用鑫铯锂电 20240415 数据)

原材料	单位用量 (Kg/Kwh)	价格 (元/Kg)	单位成本 (元/Kwh)	成本占比
磷酸铁锂	2.08	43.85	91.2	21.53%
负极材料 (人造石墨)	1.3	30	39.0	9.21%
隔膜	15	1.2	18.0	4.25%
电解液	1	18.8	18.8	4.43%

原材料	单位用量 (Kg/Kwh)	价格 (元/Kg)	单位成本 (元/Kwh)	成本占 比
铝箔	0.6	36.8	22.1	5.21%
铜箔	0.55	98.4	54.1	12.77%
电池壳（方形）	/	/	4	0.94%
材料成本合计（元/Kwh）			247.1	85.00%
其他成本（元/Kwh）			43.6	15%
总成本（元/Kwh）			290.7	100.00%

资料来源：鑫锂锂电、开源证券研究所

我们从能量密度、循环寿命、成本、安全性几个维度去对比磷酸铁锂电池和三元电池：

- **能量密度低：**相较于三元电池，LFP 能量密度较低。一般而言，目前磷酸铁锂电芯能量密度约为 165-200Wh/kg，三元电芯能量密度约为 220-300Wh/kg，因此 LFP 一般用于中低端动力及储能领域，而三元用于中高端长续航车型。但随着技术的迭代，LFP 材料参数提升+电池 PACK 结构创新（比亚迪刀片电池或宁德 CTP 技术等）弥补了电芯层级能量密度的不足，拓宽了 LFP 的应用场景。
- **循环寿命长：**磷酸铁锂电池单体电芯的循环寿命一般在 4000 次以上，理论最高可以做到上万次以上（一般用于储能），而三元单体电芯循环寿命在 2000 次左右。
- **成本优势大：**根据上文测算，由于不需要成本较高的稀有金属元素，磷酸铁锂单 Wh 电芯成本显著低于三元电芯成本。
- **安全性能强：**三元材料通常在 180 摄氏度以上会出现自加热，在约 200 摄氏度发生分解并释放出氧气，在高温下电解液迅速燃烧，发生加剧连锁反应。基于磷酸铁锂的化学结构，其安全性能相对较好，在 250 摄氏度以上才会出现热现象，在 700-800 摄氏度时才会发生分解，且分解时不会释放氧分子，燃烧不如三元材料剧烈。

表6：磷酸铁锂与 NCM 三元正极对比

性能指标	磷酸铁锂	镍钴锰三元
材料结构	橄榄石	层状氧化物
低温性能	较差	一般
功率性能	较差	较好
循环次数	较高	较低
理论比容量	较低	较高
压实密度	较低	较高
热稳定性	优秀	一般

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

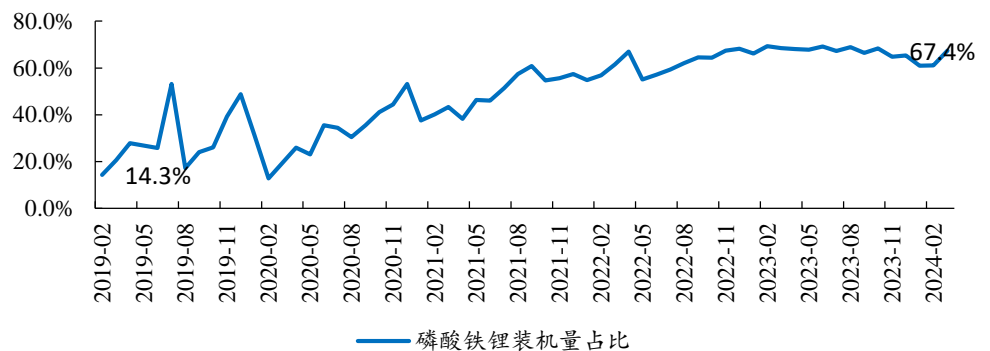
2.2、市场空间：LFP 空间广阔，出海趋势明确

2.2.1、动力：磷酸铁锂占据主导地位，渗透率超六成

补贴退坡后，市场化竞争下 LFP 成为整车厂高性价比电池技术路线首选。我们认为，LFP 在国内发展经过以下几个阶段，当前以及未来都将是市场主流技术路线之一。

- **2016 年以前：**LFP 电池凭借成熟的技术及低廉的价格占据主流地位。
- **2016~2019 年：**新能源汽车政策补贴向高能量密度倾斜，成本上的劣势被高额补贴补足，为满足补贴要求的能量密度要求，三元电池渗透率迅速攀升。
- **2019 年下半年后：**政策补贴开始退坡，单纯依靠堆砌性能参数的电池方案性价比削减，下游整车竞争百家争鸣背景下成本再次成为整车厂考虑首要因素之一，同时随着宁德时代 CTP 技术及比亚迪刀片电池等新技术的推出以及 LFP 自身材料往高压实方向发展，LFP 电池性价比凸显。2021 年后 LFP 渗透率大幅提升，爆款车型频出，磷酸铁锂版 Model3、比亚迪汉、宏观 MINI 等销量冠绝榜单。

图12：国内磷酸铁锂装机量占比超过六成



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.2、储能：下一个 TWh 赛道，LFP 为首选

磷酸铁锂电池是储能电池最佳选择。在储能电池领域，（1）储能电站对于储能电池循环寿命要求较高，循环寿命越长，单次充放电的单瓦成本越低；（2）在安全性方面，由于储能电池的单体装机量较大，通常为 MWH 级别，因此对电池的安全性要求更高，因此长寿命、高安全的磷酸铁锂电池在储能领域有明显优势。

风光装机增长带动储能电池装机量迅速增长，2030 年储能有望进入 TWh 时代。国家发展改革委和国家能源局联合印发的《“十四五”新型储能发展实施方案》，提出，到 2025 年，新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段。随着风光装机量的快速上升，配储是必然需求，储能成为锂电池需求的第二增长曲线。据中商产业研究院发布的《2024-2029 年中国储能电池产业链剖析与发展策略专题研究报告》数据显示，2022 年中国储能电池出货量 130GWh，同比增长 1.7 倍。2023 年上半年，中国储能电池出货量为 101.4GWh，占全球储能电池出货量的 92%，我们预计到 2030 年国内储能需求有望进入 TWh 时代。

图13: 国内储能电池出货量迅速增长

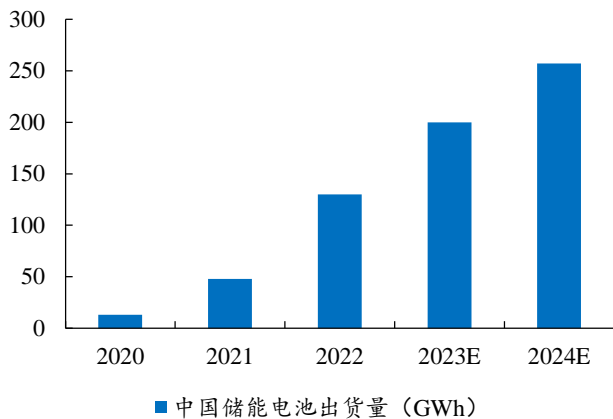
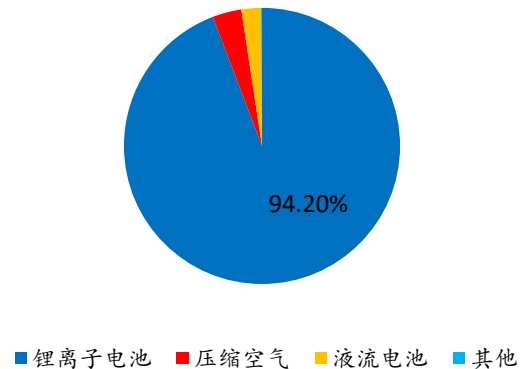


图14: 锂离子电池为新型储能主要技术路线 (2022年)



数据来源: 中商产业研究院、开源证券研究所

数据来源: GGII、开源证券研究所

2.2.3、出海: 车企加速布局, 海外铁锂渗透率有望提速

海外电池厂与车企于2023年频繁布局磷酸铁锂。韩、美电池厂商对于磷酸铁锂电池热情较高。美国厂商的布局较快, Our Nest Energy与Kore Power预计于2024年投产, 福特汽车2023年2月明确与宁德时代签订协议投资建厂, 而韩国LG和SK On还并未有明确的产能布局。车企方面, 欧洲、美国、韩国车企均对磷酸铁锂电池表现出了兴趣, 其中丰田进度最快: 在中国生产的部分电动汽车已使用比亚迪的刀片电池。欧洲车企Stellantis集团面临的阻碍是: 磷酸铁锂电池很难从欧洲采购, 而目前也鲜有电池厂在欧洲布局磷酸铁锂产能, 多为三元布局。

表7: 2023年海外电池厂与车企明确布局磷酸铁锂

公司	类型	磷酸铁锂布局进度
美国初创企业 Our Next Energy	电池企业	宣布将开始在密歇根州生产磷酸铁锂电池; 在16亿美元的新工厂投产后, 该公司将继续进行扩张; 到2027年, 该公司计划为20万辆电动汽车提供足够的磷酸铁锂电池。
美国初创企业 Kore Power	电池企业	公司预计美国对磷酸铁锂电池的需求将不断增长。该公司计划于2024年底在亚利桑那州建设的工厂设置两条装配线, 一条用于生产美国主流的三元电池, 另一条用于生产磷酸铁锂电池。
宁德时代、福特汽车	电池企业、车企	2023年2月达成协议, 福特将会出资35亿美元在美国密歇根州新建一座电池工厂, 主要生产磷酸铁锂电池, 福特将通过一家子公司100%持有股权, 而宁德时代将会提供技术帮助和专利许可支持。
LG新能源	电池企业	2023年2月, 公司表示正在加紧开发电动汽车用磷酸铁锂电池。该公司的目标是使其磷酸铁锂电池的性能超过中国对手, 即这款电池的能量密度比宁德时代提供给特斯拉Model 3的电池高20%。
SK On	电池企业	正在和中国磷酸铁锂材料企业合作, 在海外布局磷酸铁锂电池产能。
Stellantis集团	车企	2023年2月, CEO唐唯实(Carlos Tavares)表示, 集团正在考虑在欧洲生产的电动汽车上使用磷酸铁锂电池, 因为其在成本方面更有竞争力, “现在的问题是从欧洲很难采购到磷酸铁锂电池, 需要从其它地区采购。”
通用汽车	车企	2023年2月, 通用汽车的一位高管对外表示, 该公司也正在探索使用磷酸铁锂电池来降低成本的可能性。
现代汽车	车企	2023年3月, 公司表示, 正考虑在起亚第二代RayEV上开始使用宁德时代生产的磷酸铁锂电池, 这将是现代汽车推出的首款搭载磷酸铁锂电池的电动车。
丰田	车企	在中国生产的部分电动汽车, 均已使用上了比亚迪提供的磷酸铁锂刀片电池。

公司	类型	磷酸铁锂布局进度
大众汽车、宝马、福特、 雷诺、戴姆勒等	车企	已明确在入门级车型中导入磷酸铁锂电池。

资料来源：电池中国公众号、开源证券研究所

我们预计随着全球新能源汽车渗透率持续提升，储能需求维持高增速，2025年全球磷酸铁锂正极需求有望超过232万吨，2030年全球磷酸铁锂正极需求量可达613万吨。

关键假设：

- **国内/海外动力电池磷酸铁锂渗透率：**(1) **国内：**我们预计未来铁锂仍然为主流动力电池选择，但随着市场对于智能化、高续航的要求提高，铁锂渗透率将略有下降；(2) **海外：**我们预计随着海外车企逐步切入铁锂版本车型，海外动力电池铁锂渗透率有望加速，预计到2030年海外铁锂渗透率有望达到40%。
- **动力/储能电池市场增速：**(1) **国内动力：**基于国内新能源汽车渗透率已经接近50%，我们预计2024年到2030年维持11%的CAGR；(2) **海外动力：**海外新能源汽车渗透率仍处于低位，我们预计2024年到2030年维持21%的CAGR；(3) **储能：**全球储能需求高增方兴未艾，我们预计2024年到2030年维持23%的CAGR。
- **磷酸铁锂电池单GWh正极用量：**我们假设2022年单GWh LFP用量为0.23万吨/GWh，随后逐年递减，预计到2030年为0.2万吨/GWh。

表8：预计2030年全球磷酸铁锂正极需求量可达613万吨

	2022	2023	2024E	2025E	2030E
国内动力电池装机量 (GWh)	286	403	504	605	1065
Yoy	89%	41%	25%	20%	10%
海外动力电池装机量 (GWh)	223	303	394	504	1465
Yoy	47%	36%	30%	28%	20%
全球动力电池装机量 (GWh)	509	706	898	1109	2530
Yoy	68%	39%	27%	24%	16%
国内铁锂电池占比	62%	67%	64%	64%	60%
海外铁锂电池占比	3%	4%	5%	10%	40%
全球铁锂装机量-动力 (GWh)	185	284	340	437	1225
全球铁锂装机占比	36%	40%	38%	39%	48%
全球铁锂需求-动力 (GWh)	231	354	425	547	1531
全球铁锂需求-储能 (GWh)	121	185	259	350	1073
Yoy		53%	40%	35%	20%
全球铁锂总需求 (GWh)	414	635	805	1054	3064
Yoy	248%	53%	27%	31%	23%
铁锂单耗 (万吨/GWh)	0.23	0.23	0.22	0.22	0.20
铁锂正极需求 (万吨)	95.3	142.8	177.2	232.0	612.8
Yoy	240%	50%	24%	31%	17%

数据来源：SNE Research、Wind、开源证券研究所

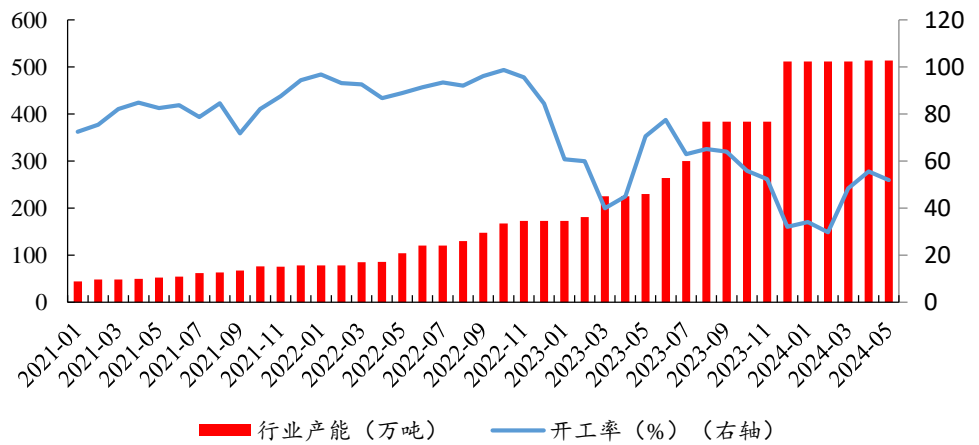
2.3、供需格局：资本开支放缓，产能加速出清

磷酸铁锂行业进入洗牌期，质量、成本管控优秀的企业具备优势。据百川盈孚数据不完全统计，2023年初磷酸铁锂产能约为381万吨/年，到2024年初我国磷酸铁锂产能为510万吨/年左右，远大于我们前文所测算实际需求量，行业亟待出清。随着下游电芯厂对产品性能、成本的要求逐步提高，更具成本优势、性能优势的生产厂商能够获得更高的市场份额。

铁锂厂商的竞争不仅在产品、价格上，更在其他维度上：

- (1) **优秀的管理能力**：主要体现在库存、采购、销售的管理统筹上；
- (2) **较高的产能利用率**：优质稳定的客户使得开工率较高，进一步压缩成本；
- (3) **垂直一体化能力**：较高的磷酸铁自供率。

图15：行业资本开支放缓，产能利用率有所提升

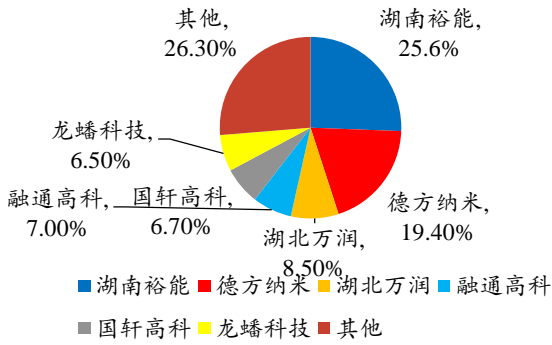


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

2.4、市场格局：裕能龙头地位稳固，份额持续提升

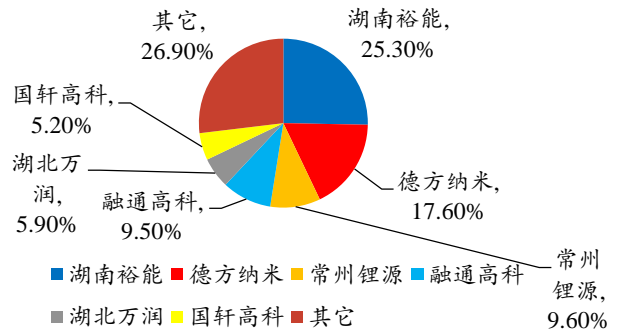
湖南裕能龙头地位稳固，份额持续提升。根据OFweek产业研究中心及我们测算，2021-2023年公司国内磷酸铁锂市场份额分别为25.6%/28.4%/31.1%，始终占据市场龙头地位，份额稳步提升，主要系公司产能规划完备充足及深度绑定下游两大核心客户。其中，湖南裕能、德方纳米稳居第一梯队；常州锂源、融通高科、湖北万润等企业位于第二梯度，我们认为未来行业仍会向具备产能优势及成本优势的头部企业集中。

图16: 2021 年公司国内市占率居首位



数据来源: OFweek 产业研究中心、开源证券研究所

图17: 2022 年 H1 公司国内市占率稳定



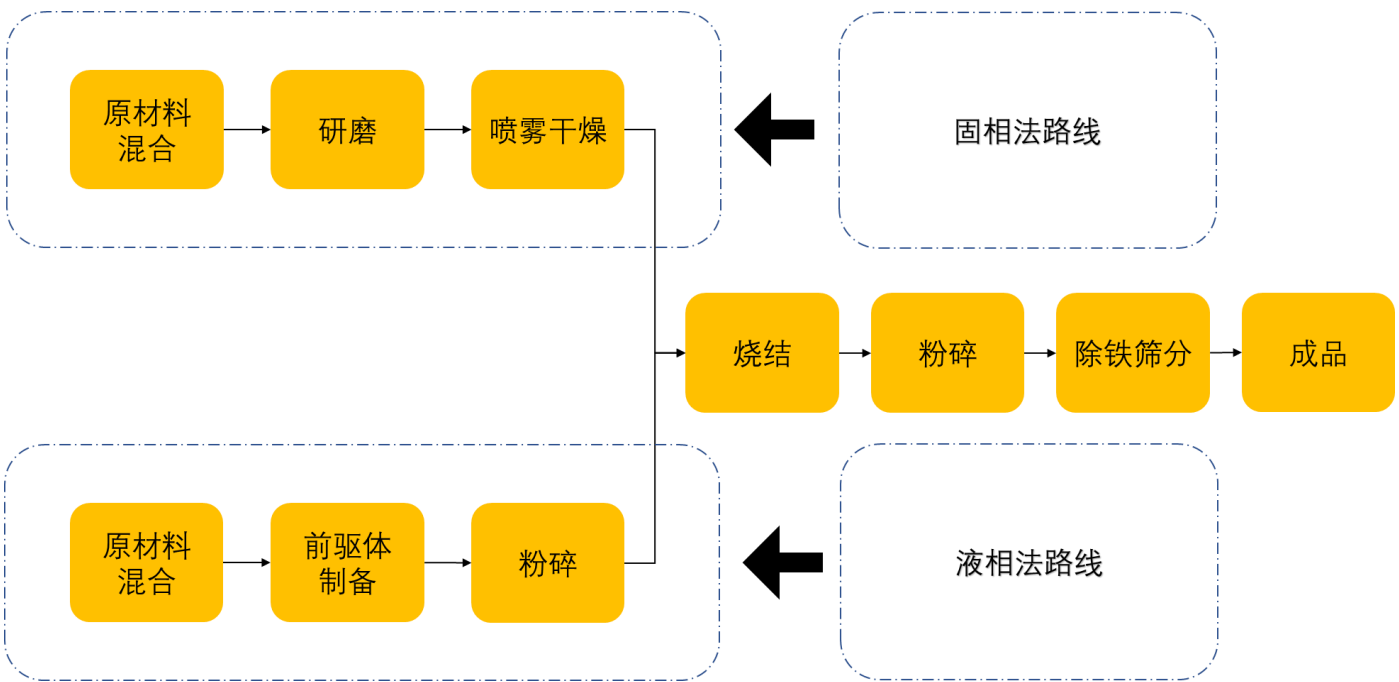
数据来源: OFweek 产业研究中心、开源证券研究所

3、绑定核心客户+产能布局领先+管理能力突出+盈利能力优秀, 构筑公司核心竞争力

3.1、产品优势: 固相法天生具备高压实优势, 合作研发开发新增长极

公司技术路线为固相法, 相比液相法压实密度较高。液相法和固相法的主要差异在于是否在原材料混合之后还需要进行物理研磨。液相法的原材料混合后形成均匀溶液, 粒径小且均匀。均匀粒径导致循环次数较高, 但会有明显的颗粒间隙, 因此压实密度较低, 同时较小的粒径的堆积密度也小于较高的粒径堆积后的密度; 固相法原材料混合不充分, 因此还需进一步研磨, 粒径分布不均匀是其天然劣势, 导致产品一致性差, 因此循环寿命较低。固相法的优点在于大小颗粒的混合可以使粒径间隙较小, 因此压实密度较高。

图18: 液相法相比固相法省去研磨的步骤, 后半程工艺路线相近



资料来源: 公司招股书、开源证券研究所

公司产品具备高能量密度、长循环寿命、低温性能优异等优势。高温固相法工

艺使公司产品天然具备高压实优势，再叠加颗粒形貌控制、级配理论的应用等，公司压实密度进一步提高。低杂质含量和高铁磷比前驱体使公司产品具备高比容。两样优势叠加后公司产品具备高体积能量密度优势，在电芯的实际使用中体现为高质量能量密度。一次粒径均匀能够避免充放电过程中的极化反应，提升循环次数。而碳包覆、小颗粒设计技术、掺杂技术都能够提升电导率，增强低温性能。

表9：公司产品具备高能量密度、长循环寿命、低温性能优异等优势

优势	涉及技术
高能量密度	1. 通过前驱体颗粒状形貌的控制，以及级配理论的应用，提高压实密度 2. 低杂质含量和高铁磷比前驱体的技术优势，产品比容量高
长循环寿命	1. 公司产品在原有的一次粒径均匀、结晶度高等技术优势的基础上，进一步控制颗粒一次粒径分布
低温性能优异	1. 小颗粒设计技术 2. 体相掺杂和碳包覆

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

公司与下游重点客户、知名高校合作研发，开发新的增长极。公司与中南大学建立共享大型实验室设备、人才交流培训等方面的机制，推进产学研结合，充分发挥双方优势，助力技术研发、生产工艺优化、技术难题攻关、联合项目申报等；公司按照与宁德时代的约定设计、规格及要求进行相关三元正极材料的设计开发；公司与四川大学合作进行磷酸锰铁锂前驱体制备及形貌调控技术研究等内容；公司与深圳市比亚迪锂电池有限公司合作进行无钴动力电池关键材料的开发。

表10：公司与多家下游客户及重点高校合作研发

合作单位	研究课题	主要内容	项目起止时间
中南大学	科技合作	建立共享大型实验室设备、人才交流培训等方面的机制，推进产学研结合，充分发挥双方优势，助力技术研发、生产工艺优化、技术难题攻关、联合项目申报等。中南大学负责提供设备人员等资源支持，并协助公司进行材料研究开发和关键电池技术攻关，公司负责提供合作涉及的材料以及费用等。合作协议终止后五年内双方不能以商业目的转让涉及的相关技术成果。	2020.12-2022.12
宁德时代	正极材料设计研发	按照约定设计、规格及要求进行相关三元正极材料的设计开发，相关知识产权按约定由合作双方同时享有或单独享有，双方按照协议约定履行保密义务。	2020.11-2023.11
四川大学	磷酸锰铁锂正极材料的研发	包括磷酸锰铁锂前驱体制备及形貌调控技术研究等内容；项目期间内相关知识产权由甲方独享，项目结束后进行后续开发产生知识产权归属各自单独所有。	2021.08-2023.07
深圳市比亚迪锂电池有限公司	无钴动力电池关键材料开发	进行无钴动力电池关键材料的开发及重点专项项目申报工作，项目进行前各方已拥有的知识产权仍归拥有方，项目进行过程中各方利用己方资源独立完成的技术成果的知识产权归开发方所有，共同研究开发的内容的知识产权归对技术成果的实质性特点做出创造性贡献的一方所有。	2022年6月13日至项目完工验收(若项目未获得立项,则协议自动作废)

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

3.2、产能优势：规划产能居于行业首位，叠加高产能利用率助公司具备

跨周期能力

截至 2023 年公司拥有 58 万吨有效产能，公司远期规划产能达百万吨级别。截至 2023 年底，公司在湖南省湘潭市、广西壮族自治区靖西市、四川省遂宁市、贵州省福泉市、云南省安宁市设有五个生产基地。根据公司年报，2022 年公司拥有 2023 年公司拥有 56 万吨有效产能，预计 2024 年公司有效产能超过 70 万吨，远期规划产能达百万吨级别。

图19：公司拥有五大生产基地



资料来源：公司官网

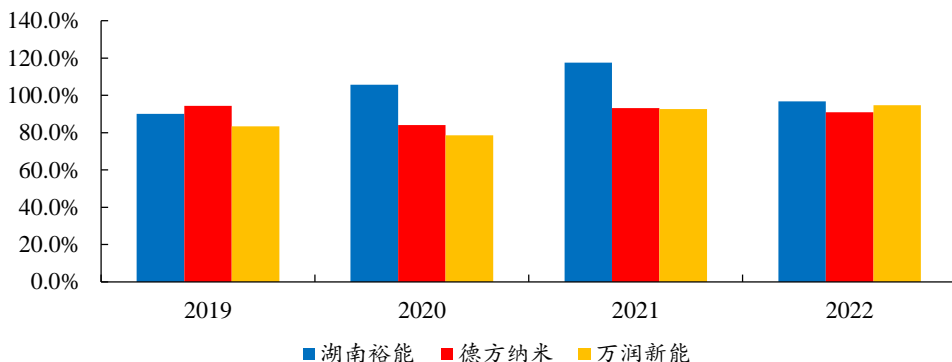
表11：公司远期产能达百万吨级（单位：万吨）

	基地名称	规划总产能	2022A	2023A	2024E	2025E
1	广西裕能	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
2	四川裕能	18	12	18	18	18
3	湖南裕能	15	7	15	15	15
4	贵州裕能	50	15	25	35	50
5	云南裕能	32	8	16	24	32
	湖南裕能合计	116.3	43.3	75.3	93.3	116.3

数据来源：公司公告、开源证券研究所

湖南裕能产能利用率领先行业，龙头企业穿越周期。2020-2022 年湖南裕能的产能利用率均以较大幅度领先于同行，表明公司通过绑定下游两大核心客户，下游需求稳定，无惧行业周期变化，具备穿越周期的能力。当行业供给过剩时，产能利用率较高的一线企业能够实现盈利，而稼动率较低的二三线企业难以盈利甚至产生亏损，行业出清加速。

图20：湖南裕能产能利用率领先于行业其他公司



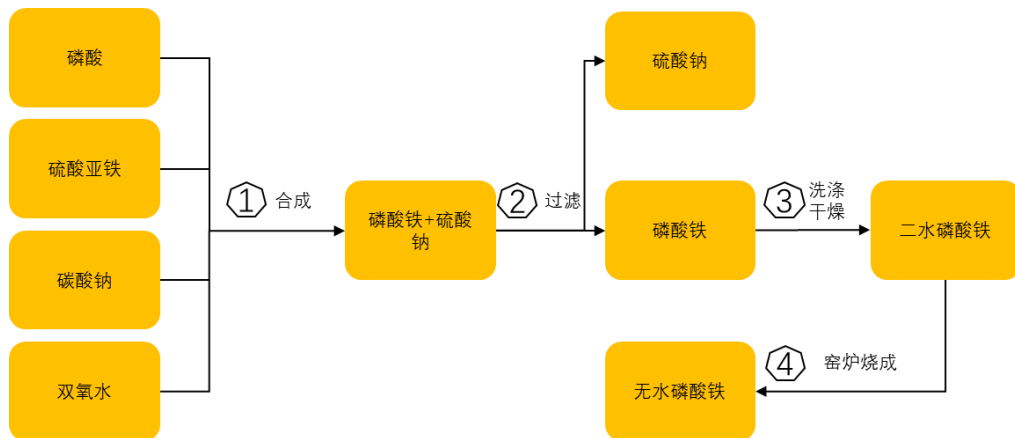
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、盈利优势：通过磷酸铁前驱体一体化布局降低成本稳定品质，后续自供率维持高位

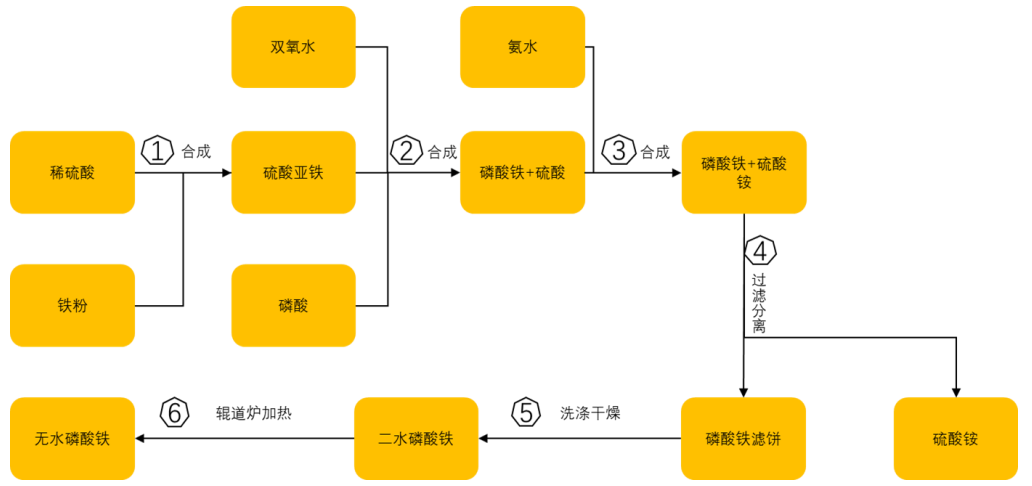
为降低成本及维持正极品质稳定，公司将长期保持磷酸铁的高自供比例。根据2023年5月30日投资者活动记录，公司磷酸铁自供比例超90%，规模优势凸显，自产磷酸铁不仅品质稳定，成本相较于外购也有优势。

公司磷酸铁主要采用钠法工艺，后续于云南裕能项目尝试氨法工艺有望进一步降本，两种工艺路线的主要差别在于碱源不同。钠法工艺和氨法工艺的差别主要在于采用何种碱中和硫酸，钠法使用碳酸钠，氨法使用氨水，导致两者的副产物也有差异，钠法产生硫酸钠副产物，氨法产生硫酸铵副产物。两者主要生产步骤差别不大，可概括为：将铁源和磷源合成产生磷酸铁，接着使用碱性物质中和副产物硫酸，产生固体物质磷酸铁和硫酸钠，过滤后进一步洗涤提纯出二水磷酸铁，最后使用窑炉烧成将二水磷酸铁转化成无水磷酸铁。

图21：公司生产磷酸铁主要采用钠法工艺



资料来源：公司项目环评报告、开源证券研究所

图22：云南裕能磷酸铁将改用氨法工艺


资料来源：公司项目环评报告、开源证券研究所

受益于副产物硫酸铵外销带来较大成本抵扣，氨法路线原材料成本低于钠法路线。在当前的磷源价格下，钠法路线与氨法路线原材料成本相近。氨法的副产物为硫酸铵，钠法的副产物为硫酸钠，两者副产物单吨价格相近，硫酸铵单吨产量较大，因此外销能够带来较大的成本抵扣，也使氨法的实际原材料成本低于钠法。

表12：浓磷酸价格为 6500 元/吨时，钠法单吨原材料成本为 6253 元（参考 2023 年 4 月报价）

材料名称	单吨用量 (吨)	价格 (元/吨)	单吨成本 (元)	占原材料成本比
硫酸亚铁 (7 水)	1.80	450	810	12.63%
浓磷酸 (85%)	0.76	6500	4960	77.33%
双氧水 (25%)	0.42	700	293	4.57%
碳酸钠 (98%)	0.22	1600	350	5.46%
原材料成本合计			6413	100.00%
外销硫酸钠结晶	0.2	800	160	
实际原材料成本			6253	

资料来源：公司项目环评报告、开源证券研究所

表13：浓磷酸价格为 6500 元/吨时，氨法单吨原材料成本为 5634 元（参考 2023 年 4 月报价）

材料名称	单吨用量 (吨)	价格 (元/吨)	单吨成本 (元)	占原材料成本比
铁源 (铁粉)	0.37	2000	740	11.68%
磷酸一铵	0.70	5500	3850	60.79%
浓硫酸	0.66	910	601	9.48%
双氧水 (27.5%)	0.41	700	287	4.53%
磷酸 (85%)	0.06	6500	410	6.47%
氨水	0.58	770	447	7.05%
原材料成本合计			6334	100.00%
外销硫酸铵	0.88	800	700	
实际原材料成本			5634	

资料来源：公司项目环评报告、开源证券研究所

公司销量增速快，盈利能力领先。铁锂行业售价上升显著，而产品差距不大，所以平均销售价格相近；铁锂行业单吨毛利上升显著，主要受下游新能源电动车拉动。2022 年，公司单吨毛利略低于同行，主要系公司稳健经营，导致在碳酸锂单边

上涨过程中，库存收益有限；万润新能单吨毛利高于公司，主要系磷酸铁氨法工艺路线在磷酸价格较高时成本优势较大。近年，公司销量增速快于同行，出货量以较大幅度超越同行，因此盈利能力显著高于同行。

图23：磷酸铁锂龙头公司单吨售价接近（单位：万元/吨）

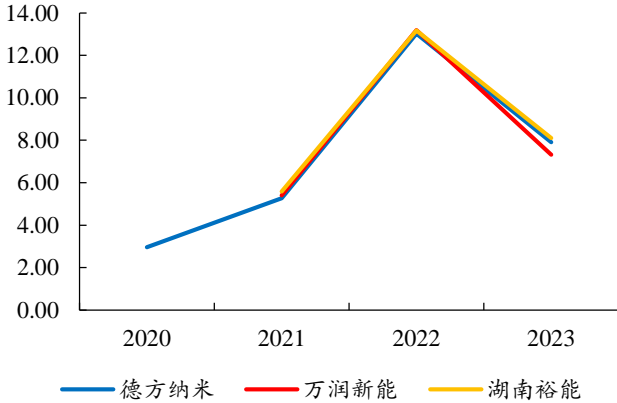
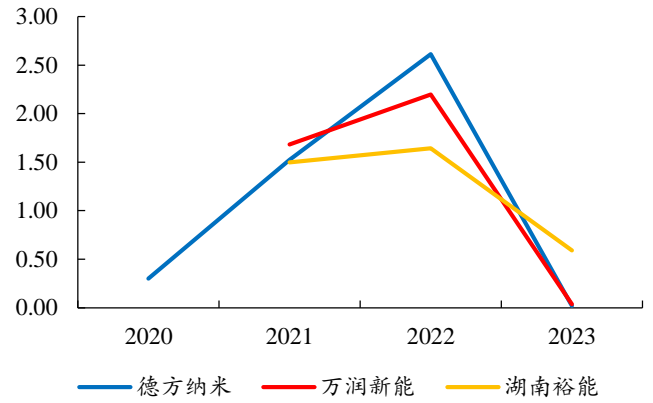


图24：2023年公司单位毛利远超同行（单位：万元/吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.4、大客户战略：携手 B+C 两家大客户共同前行

深度绑定宁德时代与比亚迪，与下游头部客户共同成长。2021-2023 年公司前两大客户营收占比分别为 85.4%/80.5%/78.8%，公司深度绑定头部客户，同时与两家头部客户建立股权联系（宁德时代拥有 7.91% 公司股权，比亚迪拥有 3.95% 公司股权），与下游优质客户共同成长。同时公司积极开拓其他知名客户，亿纬锂能、中创新航、海辰新能源、瑞浦兰钧等二线电池厂商陆续放量，公司客户结构不断优化。

宁德、比亚迪占据动力铁锂市场接近 80% 份额。根据动力电池产业创新联盟数据显示，2023 年国内铁锂动力装机 261GWh，其中比亚迪 105GWh，占 40%，宁德 89GWh，占 34%。二者合计占据 74% 市场份额。

图25：2021年宁德与比亚迪为公司主要客户

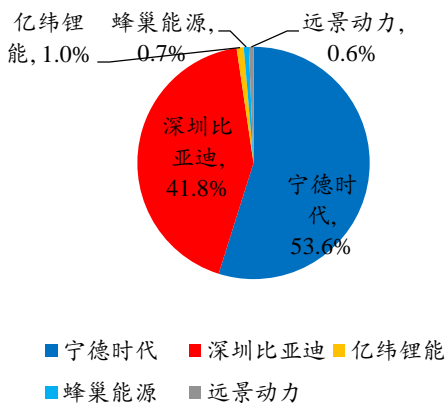
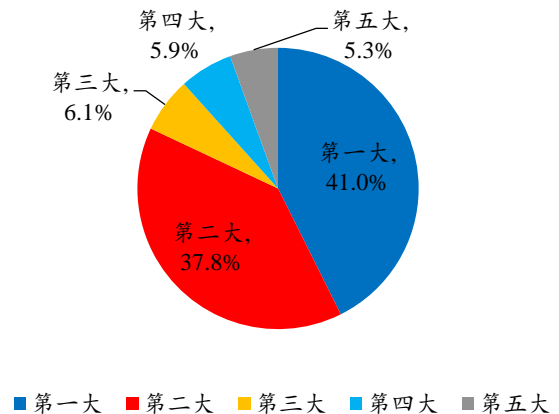


图26：2023年公司客户结构优化



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表14：比亚迪+宁德时代占2023年磷酸铁锂动力电池装车份额近80%

排名	企业名称	装车辆 (GWh)	占比
1	比亚迪	105.41	40.38%
2	宁德时代	88.77	34.01%
3	中创新航	17.88	6.85%
4	国轩高科	14.71	5.64%
5	亿纬锂能	14.2	5.44%
6	瑞浦兰钧	4.69	1.80%
7	正力新能	4.07	1.56%
8	蜂巢能源	3.76	1.44%
9	欣旺达	3.45	1.32%
10	多氟多	2.05	0.78%

数据来源：中国汽车动力电池产业创新联盟、开源证券研究所

4、盈利预测与估值分析

4.1、盈利预测

- 磷酸铁锂：**基于公司产能规划及下游高增的需求，我们预计公司2024/2025/2026年公司磷酸铁锂正极材料出货量分别为**67.4/80.5/95.3万吨**，对应营收分别为371/402/429亿元，2024-2026年行业三四线产能出清叠加公司磷源一体化后毛利率回升至稳态水平，预计2024/2025/2026年磷酸铁锂正极材料毛利率分别为**9%/11%/12%**。

表15：湖南裕能盈利预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
磷酸铁锂正极	收入 (亿元)	426.7	411.1	370.7	402.4	428.7
	YOY	514.9%	-3.7%	-9.8%	8.6%	6.5%
	销量 (万吨)	32.4	50.8	67.4	80.5	95.3
	成本 (亿元)	373.5	381.1	337.3	358.1	377.2
	毛利率(%)	12.5%	7.3%	9.0%	11.0%	12.0%
三元正极	收入 (亿元)	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2
	YOY		84.0%	-8.0%	75.0%	29.0%
	成本 (亿元)	0.50	0.12	0.22	0.22	0.22
	毛利率(%)	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务	收入 (亿元)	0.8	2.4	2.9	3.5	4.1
	YOY	50.0%	196.3%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本 (亿元)	0.6	0.8	2.3	2.8	3.3
	毛利率(%)	30.0%	67.7%	20.0%	20.0%	20.0%
总计	收入 (亿元)	427.88	413.58	373.75	406.02	433.03
	YOY	505.4%	-3.3%	-9.6%	8.6%	6.7%
	成本 (亿元)	374.5	381.9	339.8	361.1	380.8
	毛利 (亿元)	53.3	31.6	33.9	44.9	52.3
	毛利率(%)	12.5%	7.6%	9.1%	11.1%	12.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、估值与评级

我们选取锂电细分材料赛道龙头宁德时代、璞泰来、天赐材料作为可比公司，公司整体估值中枢与行业平均水平相当。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 16.6/25.0/31.0 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18.6/12.3/9.9x。我们认为公司作为磷酸铁锂正极材料龙头企业，通过深度绑定下游占 80% 市场份额的行业龙头实现高速发展，在盈利能力、客户结构、产能规模方面具备较强优势，市场份额稳固提升，有望穿越本轮行业周期底部，首次覆盖，给予“买入”评级。

表16：湖南裕能可比公司估值表

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
603659.SH	璞泰来	338	15.8	16.5	26.0	33.2	20.4	13.0	10.2
002709.SZ	天赐材料	360	18.8	13.1	13.5	20.1	27.5	26.6	17.9
300750.SZ	宁德时代	8146	185.2	441.2	487.9	584.2	18.5	16.7	13.9
			平均				22.1	18.8	14.0
301358.SZ	湖南裕能	308	40.7	15.8	16.6	25.0	19.5	18.6	12.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：可比公司盈利预测均来源于 Wind 一致预期（截至 2024 年 6 月 13 日）

5、风险提示

- 行业供给过剩风险：**若行业总产能持续扩张导致供给持续过剩，或将导致新一轮价格战风险；
- 产能利用率不及预期风险：**若下游需求疲软，公司产能利用率不及预期，或影响公司单位盈利能力；
- 海外铁锂渗透率不及预期风险：**若海外铁锂车型上市节奏放缓，或影响全球铁锂需求增速。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	18082	14176	16579	20212	17543
现金	1045	1889	1707	5927	1978
应收票据及应收账款	7065	5000	4382	6574	4688
其他应收款	222	214	180	248	209
预付账款	419	86	370	125	403
存货	4971	1325	4277	1675	4601
其他流动资产	4359	5663	5663	5663	5663
非流动资产	8353	12619	9914	11003	11443
长期投资	37	41	46	50	54
固定资产	6443	10733	8185	9000	9250
无形资产	551	896	1012	1153	1311
其他非流动资产	1322	948	672	800	828
资产总计	26434	26795	26494	31215	28985
流动负债	16748	12469	11793	14527	9884
短期借款	2466	900	4544	900	2528
应付票据及应付账款	11392	9357	5600	11953	5636
其他流动负债	2890	2212	1650	1674	1719
非流动负债	3972	3010	2042	1685	1196
长期借款	3271	2601	1633	1276	787
其他非流动负债	700	409	409	409	409
负债合计	20720	15479	13835	16212	11080
少数股东权益	0	33	33	33	32
股本	568	757	757	757	757
资本公积	926	5026	5026	5026	5026
留存收益	4220	5499	7044	9328	12090
归属母公司股东权益	5714	11282	12626	14970	17873
负债和股东权益	26434	26795	26494	31215	28985

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-2783	501	-3722	10366	-3524
净利润	3006	1581	1660	2499	3095
折旧摊销	601	1091	726	784	877
财务费用	246	196	172	115	21
投资损失	77	55	34	43	52
营运资金变动	-7016	-2656	-6435	6885	-7660
其他经营现金流	303	235	120	40	91
投资活动现金流	-2169	-2622	1944	-1916	-1369
资本支出	2104	2677	-1982	1869	1312
长期投资	-29	-13	-4	-4	-4
其他投资现金流	-35	68	-34	-43	-52
筹资活动现金流	5193	2349	-2047	-586	-684
短期借款	1273	-1566	3644	-3644	1628
长期借款	2998	-671	-968	-357	-488
普通股增加	0	189	0	0	0
资本公积增加	0	4099	0	0	0
其他筹资现金流	921	297	-4723	3415	-1823
现金净增加额	241	228	-3825	7864	-5577

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	42790	41358	37375	40602	43303
营业成本	37451	38195	33982	36107	38076
营业税金及附加	164	134	132	138	150
营业费用	22	45	56	65	74
管理费用	315	340	374	447	476
研发费用	456	358	374	447	476
财务费用	246	196	172	115	21
资产减值损失	-158	-333	-219	-282	-278
其他收益	21	123	38	47	57
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-77	-55	-34	-43	-52
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	3593	1876	1950	2966	3666
营业外收入	3	4	2	2	2
营业外支出	50	5	16	20	23
利润总额	3546	1875	1935	2947	3646
所得税	540	294	275	448	550
净利润	3006	1581	1660	2499	3095
少数股东损益	-1	-0	-0	-0	-1
归属母公司净利润	3007	1581	1660	2499	3096
EBITDA	4481	3136	2860	3848	4559
EPS(元)	3.97	2.09	2.19	3.30	4.09

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	505.4	-3.3	-9.6	8.6	6.7
营业利润(%)	153.9	-47.8	3.9	52.1	23.6
归属于母公司净利润(%)	154.0	-47.4	5.0	50.6	23.9
获利能力					
毛利率(%)	12.5	7.6	9.1	11.1	12.1
净利率(%)	7.0	3.8	4.4	6.2	7.1
ROE(%)	52.6	14.0	13.1	16.7	17.3
ROIC(%)	25.8	10.6	9.3	14.3	14.1
偿债能力					
资产负债率(%)	78.4	57.8	52.2	51.9	38.2
净负债比率(%)	104.5	27.6	42.6	-18.6	13.0
流动比率	1.1	1.1	1.4	1.4	1.8
速动比率	0.7	0.9	0.9	1.2	1.1
营运能力					
总资产周转率	2.4	1.6	1.4	1.4	1.4
应收账款周转率	10.0	7.5	8.8	8.2	8.5
应付账款周转率	8.4	6.0	7.2	6.6	6.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.97	2.09	2.19	3.30	4.09
每股经营现金流(最新摊薄)	-3.68	0.66	-4.92	13.69	-4.65
每股净资产(最新摊薄)	7.55	14.90	16.67	19.77	23.60
估值比率					
P/E	10.2	19.5	18.6	12.3	9.9
P/B	5.4	2.7	2.4	2.1	1.7
EV/EBITDA	8.2	10.8	12.7	7.3	7.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn