

湖南裕能 (301358.SZ)  
电池

证券研究报告/公司深度报告

2024年11月10日

评级: 买入(首次)

分析师: 曾彪

执业证书编号: S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师: 朱柏睿

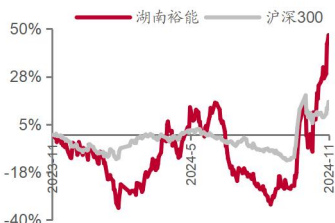
执业证书编号: S0740522080002

Email: zhubr@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	757.25
流通股本(百万股)	383.43
市价(元)	50.75
市值(百万元)	38,430.59
流通市值(百万元)	19,459.23

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	42,790	41,358	22,311	27,291	32,914
增长率 yoy%	505%	-3%	-46%	22%	21%
归母净利润(百万元)	3,007	1,581	805	2,238	3,012
增长率 yoy%	154%	-47%	-49%	178%	35%
每股收益(元)	3.97	2.09	1.06	2.95	3.98
每股现金流量	-3.68	0.66	5.79	5.03	5.87
净资产收益率	53%	14%	5%	13%	15%
P/E	12.8	24.3	47.8	17.2	12.8
P/B	6.7	3.4	2.6	2.2	1.9

备注: 股价截止自2024年11月09日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

### 报告摘要

- **国内铁锂正极龙头企业, 2018年以来业绩增速快。**湖南裕能是国内头部正极材料供应商, 产品主要为磷酸铁锂, 2020-2023年磷酸铁锂出货量连续4年排名全国第一。2018-2022年, 公司营业收入从1.6亿元提升至427.9亿元; 归母净利润从0.1亿元提升至30.1亿元。营收和利润快速增长的主要原因是, 磷酸铁锂产品下游的新能源汽车及储能市场需求旺盛, 同时公司把握机遇, 加快产能建设。
- **预计铁锂正极需求维持较快增长, 公司市占率行业领先。**2018-2023年, 中国磷酸铁锂正极出货量从6.6万吨增长至163.8万吨, 2023年同比增速为43.4%。我们测算得到2024-2025年全球磷酸铁锂正极的需求量分别为221、307万吨, 同比增速分别为41%、39%。从竞争格局看, 湖南裕能连续三年位居全球第一, 2023年市占率为32%。德方纳米和湖北万润分列第二、三位, 2023年市占率分别为14%、10%。其余磷酸铁锂正极厂家的市占率均在10%以内。
- **公司产品在高压实密度方面具备优势, 产能利用率基本维持在90%左右。**公司磷酸铁锂产品分为高能量型和储能型两类, 应用于新能源汽车的高能量型磷酸铁锂压实密度可做到2.65g/cm<sup>3</sup>, 优于大多同类产品。2019-2023年, 公司磷酸铁锂正极产量从1.3万吨提升至50.4万吨, 年均复合增速149.5%, 其中2023年同比增速49.6%, 维持高速增长。2019-2023年公司产能利用率基本维持在90%左右, 体现公司产能扩张确有实际订单为支撑。
- **公司积极布局上游一体化, 涉及磷酸铁、磷矿、硫酸、铁源等多个环节。**2020年12月, 公司收购广西裕宁, 主要产品磷酸铁大部分自用。2023年11月, 子公司贵州裕能矿业竞得贵州省福泉市打石场磷矿和黄家坡磷矿的探矿权。2024年6月, 公司公告拟在贵州省福泉市投建50万吨/年铜冶炼项目, 硫酸、蒸汽、铁资源为副产品。预计待上述磷矿、硫酸、铁源等项目实施落地后, 将有效减少公司自产磷酸铁的成本, 进而提升磷酸铁锂正极的成本竞争力。
- **投资建议:** 预计2024-2026年公司营业收入分别为223.1/272.9/329.1亿元, 归母净利润分别为8.1/22.4/30.1亿元, 对应2025年PE估值17倍, 低于可比公司平均估值。考虑到公司市占率行业第一, 布局上游一体化有望实现降本, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期; 原材料价格上涨超预期; 行业竞争加剧; 行业规模测算偏差的风险; 使用信息数据更新不及时的风险。

## 投资主题

### 报告亮点

首先，本报告通过对动力及储能市场的预测，测算了磷酸铁锂的市场规模；其次，我们对比较了磷酸铁锂的生产工艺、成本情况；此外，我们对于公司产能、产销率、单位盈利及上游布局情况进行了梳理。

### 投资逻辑

**公司作为磷酸铁锂龙头，18-22年主营业绩随需求景气和新建产能释放持续高增。**公司产品性能优异，口碑好；下游绑定龙头客户并重视技术创新，以股东技术出资为基础，通过自主研发及与高等院校、下游客户等单位开展合作研发，掌握一系列核心技术。

**动力及储能市场成长性较为确定。**公司主营产品磷酸铁锂正极材料将受益于行业增长。我们测算得到2024-2025年全球磷酸铁锂正极的需求量分别为221、307万吨，同比增速分别为41%、39%。从竞争格局看，湖南裕能连续三年位居全球第一，2023年市占率为32%，与同行对比有较大优势。

**产能利用率基本维持在90%左右，新建产能有充足订单支撑。**2019-2023年，公司磷酸铁锂正极产量从1.3万吨提升至50.4万吨，年均复合增速149.5%，其中2023年同比增速49.6%，维持高增长。2019-2023年公司产能利用率基本维持在90%左右，体现公司产能扩张确有实际订单为支撑。

**积极布局上游一体化，涉及磷酸铁、磷矿、硫酸、铁源等多个环节。**2020年12月，公司收购广西裕宁，主要产品磷酸铁大部分自用。2023年11月，子公司贵州裕能矿业竞得贵州省福泉市打石场磷矿和黄家坡磷矿的探矿权。2024年6月，公司公告拟在贵州省福泉市投建50万吨/年铜冶炼项目，硫酸、蒸汽、铁资源为副产品。预计待上述磷矿、硫酸、铁源等项目实施落地后，将有效减少公司自产磷酸铁的成本，进而提升磷酸铁锂正极的成本竞争力。

### 关键假设、估值与盈利预测

根据公司的经营情况作出以下核心假设：

**产能：**根据公司2023年报，截至2023年底已建成的磷酸铁锂产能70万吨。根据公司2023年8月公告的定增预案和24H1公开交流纪要，后续公司在西班牙、云南和贵州合计有44.5万吨的产能规划，我们预计2025-2026年分别新增32、12.5万吨，则2024-2026年公司磷酸铁锂产能分别为70、102、114.5万吨。

**出货量：**根据公司历年年报，2020-2023年的4年间，除了2023年产能利用率为90%外，其余3年均均在96%以上；同时，2020-2023年公司磷酸铁锂的产销率均在100%左右。我们预计2024-2026年公司产能利用率分别为95%、90%、100%，产销率均为100%，则2024-2026年磷酸铁锂出货量为66.5、91.8、114.5万吨。

**单吨价格：**公司正极材料产品采用成本加成的定价模式，根据WIND数据，由于碳酸锂价格大幅下滑，2024年1-10月磷酸铁锂均价较2023年已下滑超50%。目前碳酸锂价格处于历史较低水平，我们预计后续锂价和磷酸铁锂价格波动较小。预计2024-2026年铁锂正极单价分别为3.3、2.8、2.7万元/吨。

**毛利率：**随着上游材料成本占比下降，我们预计磷酸铁锂2024-2026年毛利率会有小幅回升，分别为8.2%、9.5%、10.5%。

我们预计2024-2026年公司营业收入分别为223.1/272.9/329.1亿元，归母净利润分别为8.1/22.4/30.1亿元，EPS分别为1.1/3.0/4.0元。

## 内容目录

一、研发与创新，淀积磷酸铁锂新道路.....	5
1.1 发展历程：铁锂正极材料龙头.....	5
1.2 股权结构：无控股股东及无实际控制人.....	6
二、营收结构及利润来源.....	7
2.1 18 年以来业绩快速增长，磷酸铁锂收入占比接近 100%.....	7
2.2 毛利率受原材料价格波动影响大，期间费用率呈现下降趋势.....	8
三、动力+储能双重驱动，铁锂量价齐增.....	8
3.1 正极材料直接影响锂电池性能，磷酸铁锂具备高安全、长寿命等优势.....	8
3.2 磷酸铁锂需求高增长，湖南裕能市占率稳居行业第一.....	9
四、产品性能优异，积极布局上游一体化.....	11
4.1 公司采用高温固相工艺，产品性能优异.....	11
4.2 公司产能利用率和产销率均维持高水平.....	12
4.3 公司产品单价和盈利受原材料价格波动影响大.....	13
4.4 公司积极布局上游一体化，有望实现产业链降本.....	15
五、投资建议.....	16
5.1 关键假设及盈利预测.....	16
5.2 可比公司估值.....	17
风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1： 公司历史沿革.....	5
图表 2： 公司主要产品及性能指标.....	6
图表 3： 公司股权结构（截至 2024 年中报）.....	6
图表 4： 2018-2023 公司营业收入及增速.....	7
图表 5： 2018-2021 公司归母净利润及增速.....	7
图表 6： 2018-2023 年公司营业收入构成.....	7
图表 7： 2019-2023 年公司毛利润构成.....	7
图表 8： 2018-2023 年公司毛利率和净利率.....	8
图表 9： 2018-2023 年公司期间费用率（不含研发）.....	8
图表 10： 锂离子正极材料性能对比.....	9
图表 11： 2018-2023 年中国磷酸铁锂正极出货量.....	9
图表 12： 2023 年全球磷酸铁锂正极竞争格局.....	9
图表 13： 全球磷酸铁锂正极需求测算.....	10
图表 14： 主要磷酸铁锂正极厂跟下游电池厂的合作情况.....	10
图表 15： 各磷酸铁锂企业生产工艺对比.....	11
图表 16： 各磷酸铁锂企业生产原料对比.....	11
图表 17： 各磷酸铁锂公司产品性能指标.....	12
图表 18： 湖南裕能磷酸铁锂正极产能.....	12
图表 19： 公司磷酸铁锂产量和产能利用率.....	12
图表 20： 公司磷酸铁锂销量及同比增速.....	13
图表 21： 公司磷酸铁锂产销率.....	13
图表 22： 2019-2023 年公司磷酸铁锂销售单价.....	13
图表 23： 2019-2023 年公司磷酸铁锂单吨毛利.....	13
图表 24： 公司磷酸铁锂单吨非材料成本.....	14
图表 25： 2019-2023 年公司磷酸铁锂单吨净利.....	14

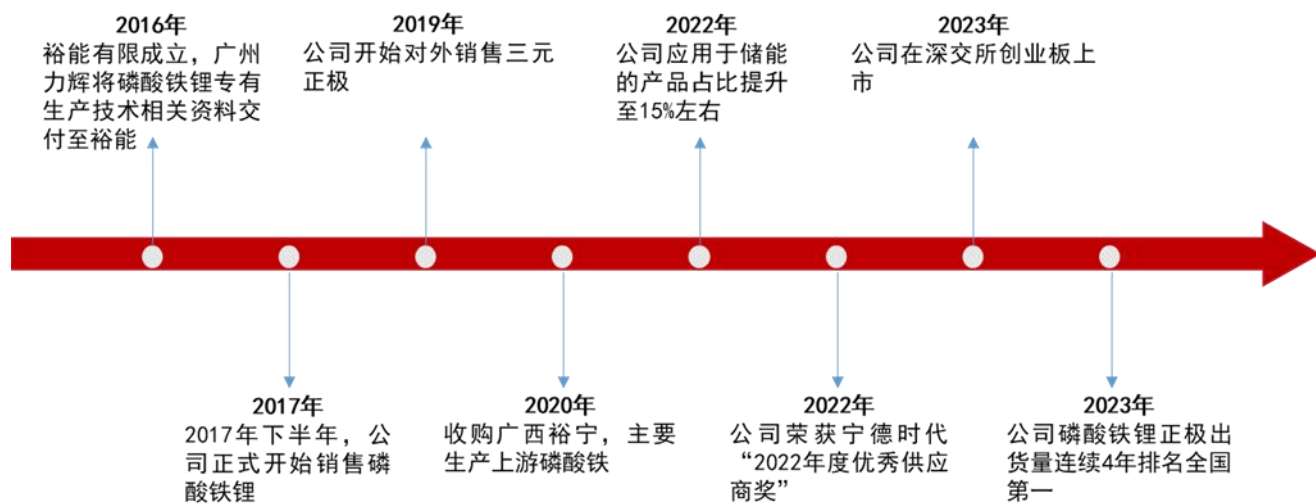
图表 26:	磷酸铁锂产业链构成情况.....	14
图表 27:	固相法生产磷酸铁锂正极的成本测算.....	15
图表 28:	公司磷酸铁锂上游材料布局情况.....	16
图表 29:	公司主营产品业绩预测.....	17
图表 30:	可比公司估值情况.....	17

## 一、研发与创新，淀积磷酸铁锂新道路

### 1.1 发展历程：铁锂正极材料龙头

- **国内铁锂正极材料供应商龙头企业。**湖南裕能是国内头部正极材料供应商，产品包括磷酸铁锂、三元材料，目前主要销量以磷酸铁锂为主，应用于新能源汽车、储能等领域。公司在湖南湘潭、广西壮族自治区靖西市、四川省遂宁、贵州省福泉、云南省安宁设有五个生产基地。2020-2023年，公司磷酸铁锂正极出货量连续4年排名全国第一。
- **公司的发展历程：**2016年公司设立，广州力辉将磷酸铁锂专有生产技术交付给裕能。2017年下半年，公司开始销售磷酸铁锂正极；2019年开始销售三元正极。2020年公司收购生产磷酸铁的企业广西裕宁，成功实现向产业链上游延伸。2022年公司荣获宁德时代“2022年度优秀供应商奖”。2023年2月，公司在深交所创业板上市。

图表 1：公司历史沿革



来源：公司公告、WIND，中泰证券研究所

- 公司主要产品是磷酸铁锂正极材料，作为动力电池、储能电池的重要上游材料，最终应用于新能源汽车、储能等领域。公司磷酸铁锂产品特点如下：
- 1) 高能量密度：公司通过对前驱体颗粒状形貌的控制，以及级配理论的应用，提升产品压实密度。再结合低杂质含量和高铁磷比前驱体的技术优势，使产品具备较高比容量高。
- 2) 高稳定性：公司通过新技术和新设备的应用、改进，使产品的稳定性控制水平不断提升和完善。
- 3) 长循环寿命：公司产品在原有一次粒径均匀、结晶度高等技术优势的基础上，通过优化碳包覆工艺和进一步控制一次粒径分布，使得产品内阻低，产品循环性能优异。
- 4) 低温性能优异：公司产品通过小颗粒的设计以提升产品的低温性能。此外，公司也在低温型产品上做了重点研发，通过体相掺杂和碳包覆，提升材料的电导率。

图表 2: 公司主要产品及性能指标

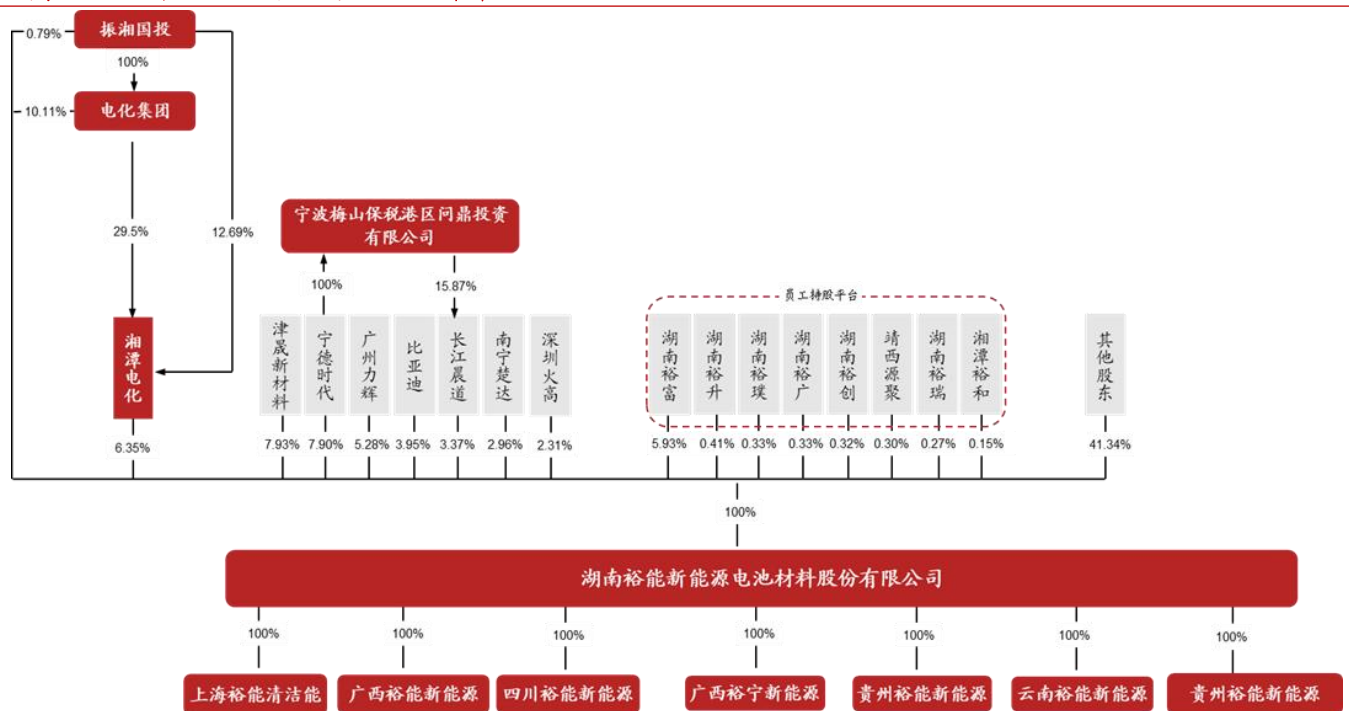
项目/产品	CN-3	CN-5B	YN-5	YN-7	YN-9
比容量 (全电)	146mAh/g	146mAh/g	145mAh/g	145mAh/g	146mAh/g
能量密度 (单体电池、全电)	160Wh/kg	200Wh/kg	180Wh/kg	200Wh/kg	220Wh/kg
倍率性能	3C, 99%以上	3C, 99%以上	3C, 98%以上	3C, 98%以上	3C, 99%以上
循环寿命	循环>5000周, 容量保持率80%以上	循环>12000周, 容量保持率80%以上	循环>5000周, 容量保持率80%以上	循环>5000周, 容量保持率80%以上	循环>1000周, 容量保持率80%以上
应用领域	储能	储能	新能源汽车	新能源汽车	新能源汽车

来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 1.2 股权结构: 无控股股东及无实际控制人

- 公司股权结构分散, 无实际控制人。**按同一控制合并后, 公司第一大股东为湘潭电化、电化集团及振湘国投, 合计持有 17.25% 股份。其中, 湘潭电化为 A 股上市公司, 其控股股东为电化集团, 实际控制人为湘潭市国资委。上述股东虽非湖南裕能控股股东, 但持股比例相对较高。第二大股东津晨新材料持股 7.93%, 第三大股东宁德时代持股 7.90%, 比亚迪持有公司 3.95% 的股份。
- 全资及控股子公司业务涉及磷酸铁锂、磷酸铁、磷矿开采、锂电回收等。**截至 2023 年 12 月 31 日, 公司拥有 8 家境内一级全资子公司, 4 家境内间接全资子公司, 2 家间接控股子公司。其中, 全资子公司广西裕能、四川裕能主要从事磷酸铁锂的生产和销售。全资子公司广西裕宁、四川裕宁主要从事磷酸铁的生产和销售。全资子公司云南裕能、贵州裕能主要从事磷酸铁及磷酸铁锂的生产和销售。
- 2023 年, 公司下属控股子公司贵州裕能矿业有限公司成功竞得贵州省福泉市打石场磷矿和黄家坡磷矿, 目前正在加速推进磷矿勘查、探转采等工作进度。**废旧电池回收方面, 公司已设立子公司湖南裕能循环科技有限公司, 推动形成产业链闭环。

图表 3: 公司股权结构 (截至 2024 年中报)



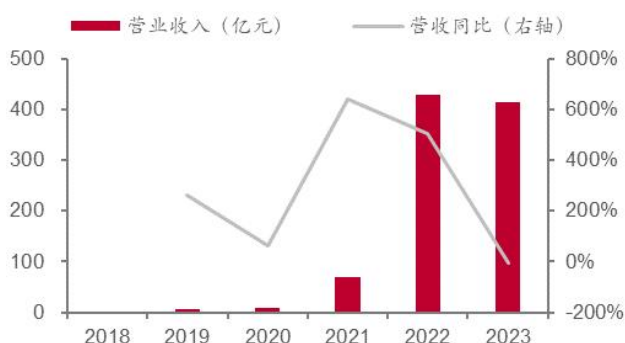
来源: 公司公告、WIND、中泰证券研究所

## 二、营收结构及利润来源

### 2.1 18 年以来业绩快速增长，磷酸铁锂收入占比接近 100%

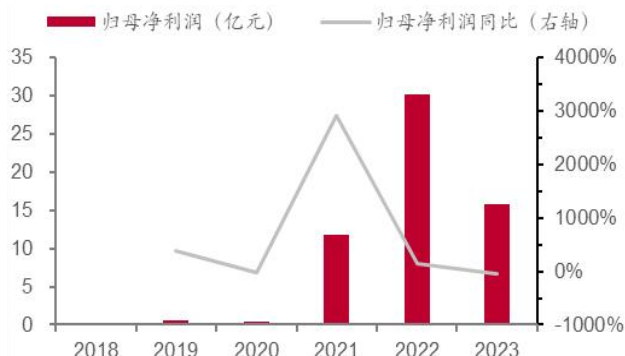
- 公司 18-22 年营收和利润快速增长，23 年有所下滑。18-22 年，公司营业收入从 1.6 亿元提升至 427.9 亿元；归母净利润从 0.1 亿元提升至 30.1 亿元。营收和利润快速增长的主要原因是，磷酸铁锂产品下游的新能源汽车及储能市场需求旺盛，同时公司把握机遇，加快产能建设。
- 23 年公司出货量仍保持较快增长，营收和归母净利润同比下滑，主要原因是 23 年磷酸铁锂均价比期初下降超 30%，系原材料碳酸锂价格大幅下跌，叠加行业竞争激烈因素影响。

图表 4：2018-2023 公司营业收入及增速



来源：WIND，中泰证券研究所

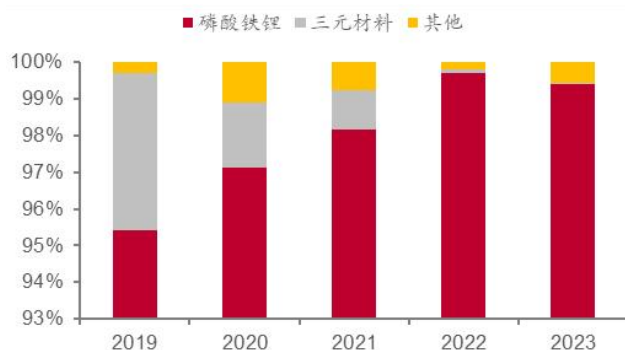
图表 5：2018-2021 公司归母净利润及增速



来源：WIND，中泰证券研究所

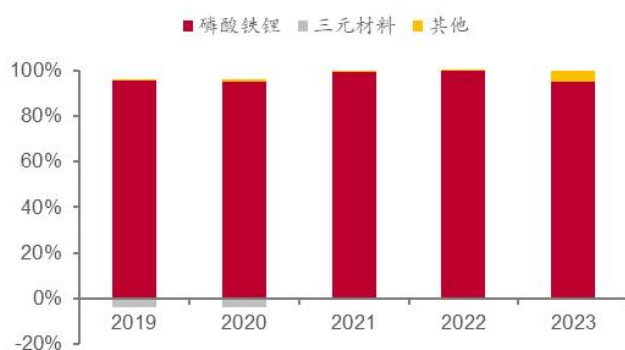
- 公司营收和利润的主要来源是磷酸铁锂正极。2019-2023 年，公司磷酸铁锂正极的收入占比均在 95% 以上，且有提升趋势，2022-2023 年都超过了 99%。2019 年公司新增三元材料业务，2019-2021 年占比分别为 4.2%/1.8%/1.1%，2022-2023 年进一步减少，基本可以忽略不计。2020 年新增磷酸铁业务，2020-2022 年占比分别为 0.9%/0.4%/0.0%。公司于 2020 年 12 月完成对广西裕宁（靖西新能源）的收购，广西裕宁主要产品为磷酸铁，其生产的磷酸铁基本都用于公司磷酸铁锂的生产，2023 年已经没有对外销售。

图表 6：2018-2023 年公司营业收入构成



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 7：2019-2023 年公司毛利润构成



来源：WIND，中泰证券研究所

## 2.2 毛利率受原材料价格波动影响大，期间费用率呈现下降趋势

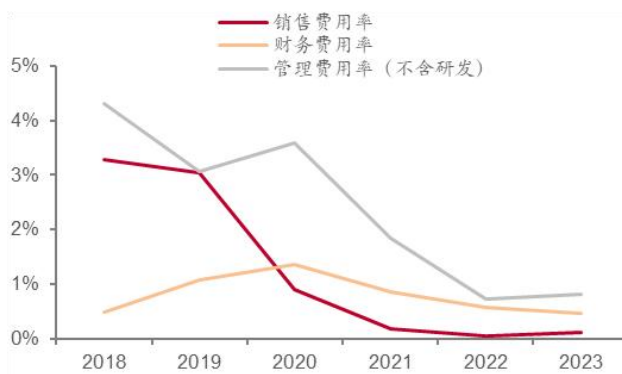
- 2018-2023 年，公司毛利率分别为 21%/23%/15%/26%/12%/8%。**2020 年毛利率下滑，原因包括执行新收入准则，将运输费计入营业成本核算，导致毛利率降低。此外，受到新冠疫情影响，公司销售数量未达到年初预期销量，单位固定成本下降幅度有限，同时直接材料价格的下降幅度小于销售均价的下降幅度。2021 年毛利率提升，原因包括随着公司产销规模扩大，规模效应进一步显现，同时新建的四川生产基地运行效率更高，在单位产品的制造费用、燃料及动力等方面优势明显，有利于公司降低成本。2022 年毛利率下滑的原因是，碳酸锂等主要原材料价格大幅上涨，涨幅大于公司磷酸铁锂产品销售均价的上涨。2023 年毛利率下滑的原因是，磷酸铁锂正极行业竞争加剧，以及碳酸锂大幅跌价，导致公司部分降价产品对应高成本材料库存。
- 期间费用下降，规模效应显现。**2018-2023 年公司合计期间费用率（不含研发）分别为 8.1%/7.2%/5.9%/2.9%/1.4%/1.4%，呈现显著下降的趋势。2023 年销售/管理/财务费用率分别为 0.1%/0.8%/0.5%。随着公司销售规模的增加，市场占有率明显提升，规模效应显现。

图表 8：2018-2023 年公司毛利率和净利率



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 9：2018-2023 年公司期间费用率（不含研发）



来源：WIND，中泰证券研究所

## 三、动力+储能双重驱动，铁锂量价齐增

### 3.1 正极材料直接影响锂电池性能，磷酸铁锂具备高安全、长寿命等优势

- 电池正极材料的性能直接决定了电池的能量密度、寿命、安全性、使用领域等，其在锂离子电池中成本占比最高。**目前主流的正极材料包括磷酸铁锂（LFP）、锰酸锂、钴酸锂和三元镍钴锰（NCM）等，其性能对比情况如下。其中，磷酸铁锂正极的优势在于安全性能好、循环次数长；劣势在于克容量相对较低，进而对应电池的能量密度较低。



图表 10: 锂离子正极材料性能对比

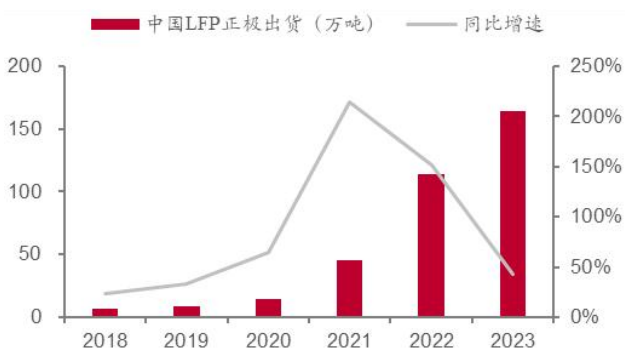
	磷酸铁锂	锰酸锂	钴酸锂	三元镍钴锰
晶体结构	橄榄石结构	尖晶石	层状	层状
理论密度/g·cm <sup>-3</sup>	3.6	4.2	5.1	/
振实密度/g·cm <sup>-3</sup>	0.80~1.10	2.2~2.4	2.8~3.0	2.6~2.8
压实密度/g·cm <sup>-3</sup>	2.20~2.30	>3.0	3.6~4.2	>3.40
理论容量/mA·h·g <sup>-1</sup>	170	148	274	273~285
实际容量/mA·h·g <sup>-1</sup>	130~140	100~120	135~150	155~220
相应电池电芯的质量比能量/Wh·kg <sup>-1</sup>	130~160	130~180	180~240	180~240
平均电压/V	3.4	3.8	3.7	3.6
电压范围/V	3.2~3.7	3.0~4.3	3.0~4.5	2.5~4.6
循环性/次	2000~6000	500~2000	500~1000	800~2000
环保性	无毒	无毒	钴有放射性	镍、钴有毒
安全性能	好	良好	差	尚好
适用温度/°C	-20~75°C	>50°C 快速衰退	-20~55°C	-20~55°C
主要应用领域	电动汽车及大规模储能	电动工具、电动自行车、电动汽车及大规模储能	传统3C电子产品	电动工具、电动自行车、电动汽车及大规模储能
优点	安全性更好、成本低、无毒无污染、循环性能好	成本低、制备简单、安全性好、耐低温	工作电压高、电压平稳、循环性能好	比容量高、能量密度较高且改善空间大、循环性能较高
缺点	电压低、能量密度低且改善空间小、低温性能一般	循环性能差、高温容量衰减、比容量低	抗过充性能差、钴资源价格高	钴价格昂贵、高温热稳定性下降、工艺难度上升

来源: 公司招股书、SMM 新能源、锂电池储能技术、中泰证券研究所

### 3.2 磷酸铁锂需求高增长, 湖南裕能市占率稳居行业第一

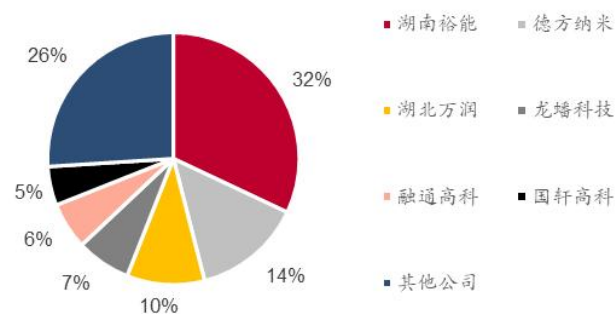
■ **LFP 正极材料出货量高速增长, 湖南裕能市占率第一。**据 EVTank 数据, 2018-2023 年, 中国磷酸铁锂正极出货量从 6.6 万吨增长至 163.8 万吨, 2023 年同比增速为 43.4%, 仍维持高速增长。从竞争格局看, 湖南裕能连续三年位居全球第一, 2023 年市占率为 32%。德方纳米和湖北万润分列第二、三位, 2023 年市占率分别为 14%、10%。其余磷酸铁锂正极厂家的市占率均在 10% 以内。

图表 11: 2018-2023 年中国磷酸铁锂正极出货量



来源: EV Tank, 中泰证券研究所

图表 12: 2023 年全球磷酸铁锂正极竞争格局



来源: SNE Research, 中泰证券研究所

- **预计磷酸铁锂正极的市场总规模仍维持较快增长。**我们对磷酸铁锂正极的市场空间进行测算, 主要假设如下:
- **动力电池:**参考各国汽车工业协会披露的 2024 年 1-8 月新能源汽车销量数据, 考虑到 2024 年欧洲和美国补贴减少、2025 年欧洲碳排放政策更加严格, 我们预计 2024-2025 年全球销量增速分别为 24%、25%。考虑到电池技术进步带来能量密度提升, 进而增加单车带电量, 我们预计 2024-2025 年全球动力电池出货量为 1090、1391 GWh。

- 储能电池:** 1) 根据 CNEA 统计, 23 年国内新增装机 46.6GWh; 根据寻熵研究院数据, 2024H1 国内新增装机同比增长 125%, 我们保守预计 24 年全年同比增长 100%。2) 根据 Wookmac 数据及预测, 23 年美国储能新增装机 27 GWh, 24 年 35.8 GWh; 23 年美国户储装机 1.6 GWh。我们预测 24 年美国除户储外, 储能新增装机 34GWh; 户储 1.8GWh。3) 根据 EVTank 数据, 除 22 年受电价上涨导致全球户储装机增速超 100%, 19-21 年增速均在 40-60%, 我们预测 23 年户储装机增速降至 30%, 24 年之后降至 20%。综上, 我们测算 24-25 年全球储能新增出货 298、423GWh。
- 动力电池中 LFP 占比:** 根据电池 cbu, 储能电池几乎全部使用磷酸铁锂电池, 则每年磷酸铁锂正极出货中, 剔除储能电池使用部分, 剩下是动力电池使用量, 进而可以测算出 2021-2023 年磷酸铁锂电池在动力电池中占比分别为 45%、58%、61%, 我们假设 2024-2025 年提升至 65%、70%。
- 综上, 根据我们测算, 预计 2024-2025 年全球磷酸铁锂正极的需求量分别为 221、307 万吨, 同比增速分别为 41%、39%。**

**图表 13: 全球磷酸铁锂正极需求测算**

	2021	2022	2023	2024E	2025E
全球动力电池出货, GWh	392.0	690.0	865.0	1089.7	1391.2
YOY		76%	25%	26%	28%
全球储能电池出货, GWh	44.0	121.0	185.0	297.7	422.7
YOY		175%	53%	61%	42%
1GWh 铁锂电池对正极需求, 吨	2200	2200	2200	2200	2200
全球动力电池对铁锂正极需求, 万吨	39	88	116	156	214
全球动力电池中铁锂占比	45%	58%	61%	65%	70%
全球储能电池对铁锂正极需求, 万吨	10	27	41	65	93
全球铁锂正极出货量, 万吨	48.5	114.2	156.8	221.3	307.2
YOY		135%	37%	41%	39%

来源: GGII、SNE、EVTank、电池 cbu、欣旺达、中泰证券研究所

- 与下游电池厂公司保持紧密合作的企业有望获得更高的市场份额。** 由于锂离子电池正极材料是锂离子电池的关键材料之一, 其产品性能直接影响锂离子电池的性能, 锂离子电池厂商需要对锂离子电池正极材料供应商进行严格的筛选, 且合作关系达成后通常较为稳定。电池厂集中度高, 磷酸铁锂企业与头部电池厂合作密切, 如宁德时代和比亚迪入股湖南裕能; 德方纳米与宁德时代、亿纬锂能建设合资工厂; 万润新能与宁德时代、比亚迪签订战略合作协议等。

**图表 14: 主要磷酸铁锂正极厂跟下游电池厂的合作情况**

	宁德时代	比亚迪	亿纬锂能
湖南裕能	1、持有公司 7.90% 股份; 2、合作协议约定 22-24 年每年最低合作数量分别为 10.2 万吨磷酸铁锂; 3、合作开发三元正极材料	1、持有公司 3.95% 股份; 2、合作协议约定 22-25 年最低合作数量分别为 7.1/9.6/7.2/2.5 万吨磷酸铁锂	合作协议约定 22-25 年最低合作数量分别为 0.66/0.72/0.72/0.06 万吨磷酸铁锂
德方纳米	合资建设曲靖磷酸铁 (2 万吨) 及宜宾德方时代 (8 万吨) 项目, 宁德持股 40%		合资建设德方亿纬年产 10 万吨磷酸铁锂, 亿纬持股 40%
湖北万润	1、战略合作协议: 2021 年 1 月 1 日开始宁德新能源向万润支付 1.2 亿元货款预付款, 此预付款用于保证协议约定的磷酸铁锂正极材料的供应。履行期间为 21 年至 25 年。2、磷酸铁锂保供协议: 宁德时代预付 5 亿元商业承兑, 自 2022 年 1 月起, 按照双方约定进行交付。	1、战略合作协议: 比亚迪向万润以 12 个月迪链方式支付人民币 2 亿元预付款, 万润新能源按照双方约定的预测需求排产供货。	
龙蟠科技	宁德时代已与孙公司山东锂源签订《预付款协议》, 包销其新建项目自投产之日 (预计 2022 年 7 月) 起至 2023 年 12 月 31 日前的全部产能 (合计约 7.5 万吨)。		

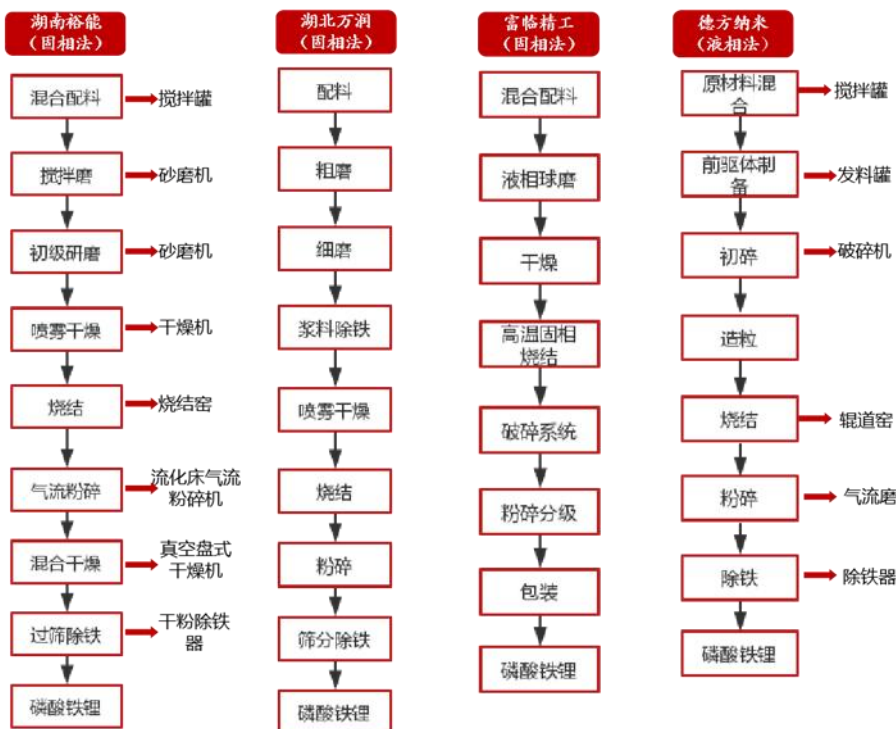
来源: 各公司公告、中泰证券研究所

## 四、产品性能优异，积极布局上游一体化

### 4.1 公司采用高温固相工艺，产品性能优异

- 磷酸铁锂合成工艺主要分为液相法和固相法两大类，绝大多数公司采用固相法，德方纳米采用液相法。固相法多采用球磨方法将原材料混合，之后将混合物进行预烧结，使原料分解，然后再次研磨混合，在惰性气体保护下用更高烧结温度煅烧后得到磷酸铁锂粉末。固相法工艺简单，设备不复杂，但产物不均匀、团聚严重。液相法相较固相法条件更温和，制备微粒粒径小、分散性好，但对设备要求高。

图表 15：各磷酸铁锂企业生产工艺对比



来源：各公司招股书和环评、中泰证券研究所

- 各企业选用的磷、铁源也不同，目前主流制备方法有以下三类：
- 固相法+磷酸铁：1)钠法：湖南裕能和安达科技的主要生产方法；2)铵法：湖北万润和中核钛白的主要生产方法。克容量高但磷酸铁前驱体对产品性能影响大。
- 固相法+草酸亚铁：富临精工主要生产方法，工艺简单、配料容易控制，但能耗较高、安全性较低。
- 液相法：德方纳米主要生产方法，材料粒径和成分均一性好，循环次数高，但振实密度较低。

图表 16：各磷酸铁锂企业生产原料对比

公司	路线	铁源	磷源	锂源	优点	缺点
湖南裕能、安达科技	固相法+磷酸铁：钠法	硫酸亚铁	磷酸	电池级碳酸锂	克容量高	前驱体含水率、铁磷比波动、形貌变化和粒度分布都会影响成品性能
湖北万润、中核钛白	固相法+磷酸铁：铵法	硫酸亚铁	磷酸一铵/磷酸二氢铵	电池级碳酸锂	克容量高，副产物硫酸铵是化肥原料，具有经济价值	
富临精工	固相法+草酸亚铁	草酸亚铁	磷酸二氢铵	电池级碳酸锂	工艺简单、配料容易控制	1、采用二价铁源，对烧结炉的气氛保护系统要求较高；2、能耗高，生产周期长；3、尾气中含有大量的污染性气体氨气，需要对其进行净化处理
德方纳米	液相法+磷酸铁	硝酸铁	磷酸二氢铵	工业级碳酸锂	材料粒径和成分均一性好，循环次数高	振实密度低；需要对 NO、NO2 进行回收处理

来源：各公司环评、《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》、《磷酸铁锂生产工艺路线探讨》、中泰证券研究所

- 公司采用的高温固相法工艺路线，在高压实密度性能方面具备天然优势，同时兼顾了高容量、高稳定性等性能。公司磷酸铁锂产品分为高能量型和储能型两类，主要应用于新能源汽车的高能量型磷酸铁锂压实密度为 2.45-2.65g/cm<sup>3</sup>，指标优于大多同类产品。公司通过前驱体颗粒状形貌的控制，级配理论的应用，产品压实密度不断提高，再结合低杂质含量和高铁磷比前驱体的技术优势，产品比容量高，使产品能量密度持续提高。公司技术和产品性能获得了客户的广泛认可，产品竞争力较强。
- 公司产品具有长循环寿命、低温性能优异等特性。公司产品在原有一次粒径均匀、结晶度高等技术优势的基础上，通过优化碳包覆工艺和进一步控制颗粒一次粒径分布，使得产品内阻低，产品循环性能优异。同时，公司产品主要通过小颗粒的设计以极大提升产品的低温性能，在此基础上，公司也在低温型产品上做了重点研发，通过体相掺杂和碳包覆，大大提升了材料的电导率，成功研发出满足低温条件应用的磷酸铁锂产品。

图表 17: 各磷酸铁锂公司产品性能指标

性能	单位	湖南裕能		湖北万润		龙蟠科技（常州锂源）			贝特瑞		德方纳米	
		高能量型 LFP	储能型 LFP	动力型	倍率型	P198-S13	P198-S20	T2	P198-S17	T2	DY-3	DF-5
制备方法		固相法		固相法		固相法			固相法		液相法	
比容量	mAh/g	≥156	≥156	154-164	≥158	≥154	≥154	≥156			≥150	≥154
压实密度	g/cm <sup>3</sup>	2.45-2.65	2.25-2.40	2.55-2.65	≥2.20 (粉末)	≥2.3 (粉体)	≥2.38 (粉体)	≥2.05 (粉体)	≥2.5	≥2.3	2.35-2.40	2.45-2.50
首次充放电效率	%			≥96	≥98	≥95	≥95	≥95			≥95	≥95
粒度	D10 (μm)	0.4-0.6									≥0.35	≥0.35
	D50 (μm)	0.8-1				1.1±0.5	1.1±0.5	7.0±2.0	1.1±0.5	6±2.0	0.6-1.8	0.6-1.8
	D90 (μm)	<15									≤4.5	≤5.0
	D97 (μm)										≤7.5	≤10
循环寿命		1000th≥90%		2200th≥88.7%	6000th≥80%				2000th≥85%	2000th≥90%		

来源：各公司官网、招股书、中泰证券研究所  
注：可能存在数据更新不及时的情况

#### 4.2 公司产能利用率和产销率均维持高水平

- 磷酸铁锂产量高速增长，产能利用率基本维持在 90% 左右。根据公司公告，截至 2023 年底，公司磷酸铁锂正极建成的设计产能 70 万吨，年化有效产能 56.2 万吨。2019-2023 年，公司磷酸铁锂正极产量从 1.3 万吨提升至 50.4 万吨，年均复合增速 149.5%，其中 2023 年同比增速 49.6%，维持高增长。2019-2023 年公司产能利用率基本维持在 90% 左右，体现公司产能扩张确有实际订单为支撑。

图表 18: 湖南裕能磷酸铁锂正极产能



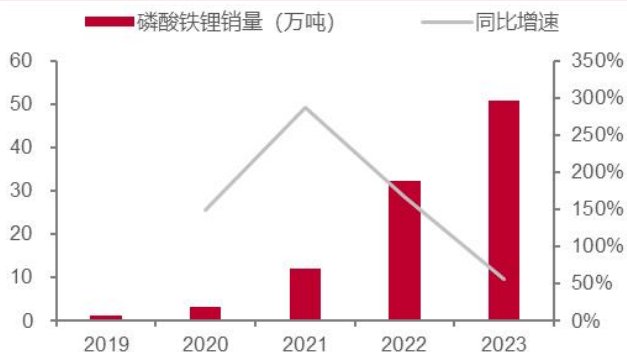
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 19: 公司磷酸铁锂产量和产能利用率



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **磷酸铁锂正极销量高增长，产销率维持在 96% 以上，库存控制优异。** 2019-2023 年，公司磷酸铁锂正极销量从 1.3 万吨提升至 50.7 万吨，年均复合增速 149.9%，其中 2023 年同比增速 56.5%。2019-2023 年公司磷酸铁锂产销率维持在 96% 以上，表明公司库存控制在较低水平。

**图表 20：公司磷酸铁锂销量及同比增速**


来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 21：公司磷酸铁锂产销率**

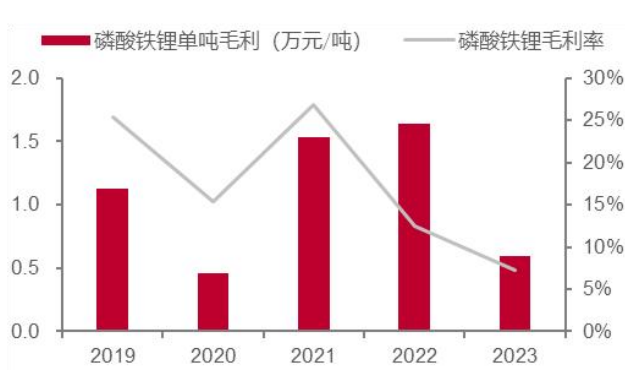

来源：公司公告、中泰证券研究所

#### 4.3 公司产品单价和盈利受原材料价格波动影响大

- **磷酸铁锂价格随碳酸锂价格波动，2023 年公司单吨毛利下滑。** 2019-2023 年，公司磷酸铁锂单吨售价波动较大，2020 年最低为 3.0 万元/吨，2022 年最高为 13.2 万元/吨，主要原因是产品定价采取碳酸锂价格+固定加工费的模式，上游碳酸锂价格剧烈波动会传导至正价价格中。2021-2022 年公司磷酸铁锂单吨毛利在 1.5 万元/吨以上，2023 年下滑至 0.6 万元/吨，主要原因是磷酸铁锂正极行业竞争加剧，以及碳酸锂大幅跌价，导致公司部分降价产品对应高成本的材料库存。

**图表 22：2019-2023 年公司磷酸铁锂销售单价**


来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 23：2019-2023 年公司磷酸铁锂单吨毛利**


来源：公司公告、中泰证券研究所

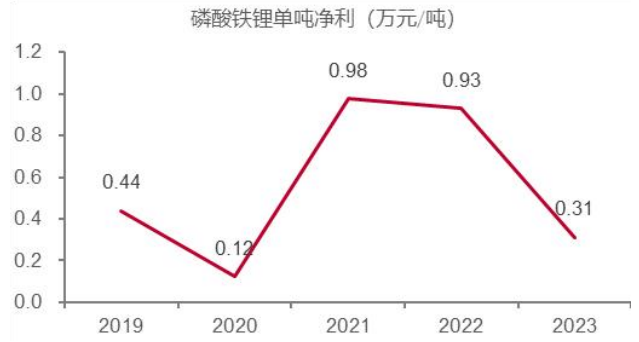
- **23 年非材料成本小幅下降，单吨净利波动较大。** 根据公司公告的成本占比，测算 2019-2023 年公司磷酸铁锂单吨非材料成本为 0.67、0.59、0.78、0.89、0.86 万元/吨，2020-2022 年呈上升趋势的主要原因，是公司产能快速扩张，导致固定资产折旧增加，以及生产辅助车间费用增加等。若假设公司净利润全部由磷酸铁锂贡献，测算 2019-2023 年公司单吨净利分别为 0.44、0.12、0.98、0.93、0.31 万元/吨。

图表 24: 公司磷酸铁锂单吨非材料成本



来源: 公司公告、中泰证券研究所

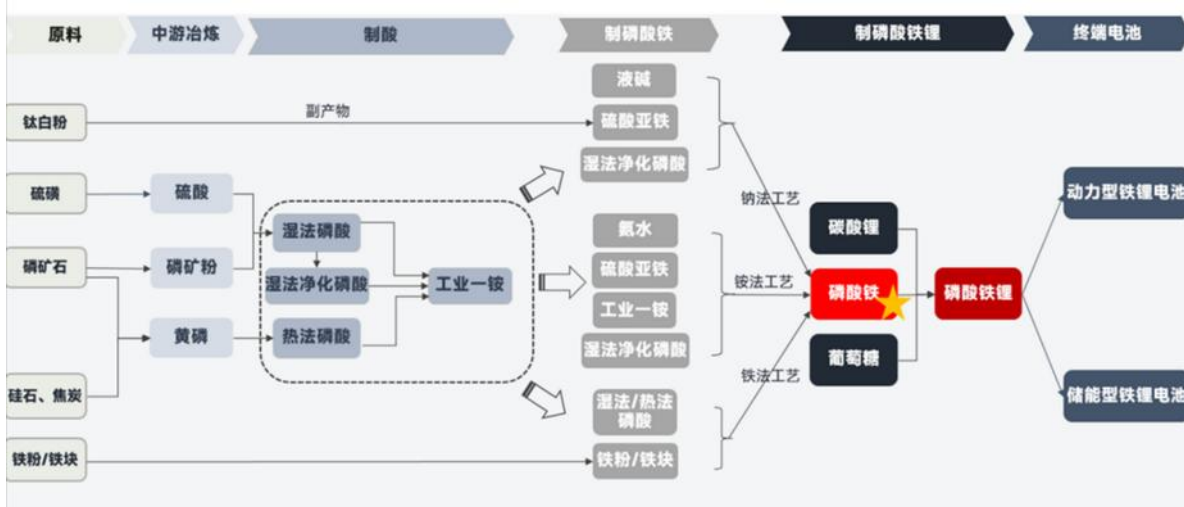
图表 25: 2019-2023 年公司磷酸铁锂单吨净利



来源: 公司公告、中泰证券研究所

■ **碳酸锂和磷酸铁是铁锂正极重要原材料，成本占比合计近 80%。**根据公告，公司采用高温固相法生产磷酸铁锂正极；参考 SMM 新能源资料，固相法工艺的主要原材料是碳酸锂和磷酸铁，辅料包括葡萄糖、PEG、钛白粉等。而磷酸铁的生产工艺又可分为氨法、钠法、铁法三种，根据四川裕宁环评报告，公司主要采用钠法工艺生产磷酸铁，上游直接原料包括硫酸亚铁、磷酸等，最上游为磷矿石、铁源、硫酸等原材料。参考 SMM 新能源数据，我们用 2024 年 10 月最新价格测算固相法生产磷酸铁锂正极的成本，可测得碳酸锂和磷酸铁在磷酸铁锂生产成本中的占比分别为 49%、27%。

图表 26: 磷酸铁锂产业链构成情况



来源: SMM 锂电、中泰证券研究所

**图表 27：固相法生产磷酸铁锂正极的成本测算**

磷酸铁锂成本组成		单耗 (吨/立方米/KWh)	单价 (不含税, 元/吨)	成本 (元/吨)	小计 (元/吨)
主原料	碳酸锂	0.25	65204	16301	25320
	磷源-磷酸铁	0.98	9204	9019	
	铁源-磷酸铁				
辅料	葡萄糖	0.08	3982	319	1206
	PEG	0.03	6726	202	
	钛白粉	0.005	13097	65	
	氮气, 立方米	600	0.95	570	
	其他辅料	1	50	50	
	电, KWh	5000	0.39	1950	
能源	天然气, 立方米	230	2.2	506	2556
	水和其他	1	100	100	
	三废处理	1	200	200	
制造费用	化验检测	1	50	50	2610
	设备折旧	根据公告, 7.5万吨磷酸铁锂基建投资1.7亿元, 设备投资5.6亿元。按照基建折旧20年、设备折旧10年测算。		860	
	其他制造费用	1	1500	1500	
	吨袋托盘	1	300	300	
包装运输	运输费用	按照每公里0.5元计算, 假设400公里		200	500
	人工费用	参考2019-2021年公司单吨直接人工成本均值		967	
<b>固相法生产磷酸铁锂单位成本合计, 元/吨</b>				<b>967</b>	<b>33159</b>

来源: SMM 新能源、公司公告、中泰证券研究所  
注: 主要原材料的价格采用 2024 年 10 月报价

#### 4.4 公司积极布局上游一体化, 有望实现产业链降本

- 湖南裕能自 2020 年开始积极布局上游一体化, 涉及磷酸铁、磷矿、硫酸、铁源等多个环节。
- 1) 磷酸铁: 2020 年 12 月, 公司收购广西裕宁, 其主要产品磷酸铁大部分直接用于公司生产磷酸铁锂, 截至 2023 年, 磷酸铁已全部实现自供。
- 2) 磷矿: 2023 年 11 月, 公司子公司贵州裕能矿业竞得贵州省福泉市打石场磷矿和黄家坡磷矿的探矿权, 资源量合计约 4830 万吨。2024 年 4 月, 贵州裕能矿业取得黄家坡磷矿的采矿许可证。2024 年 6 月, 贵州省黔南布依族苗族自治州人民政府/贵州省福泉市人民政府, 支持裕能未来新增 5000 万吨以上的磷矿探矿权。
- 3) 硫酸、铁源、蒸汽: 2024 年 6 月, 公司公告拟在贵州省福泉市双龙园区投资建设 50 万吨/年铜冶炼项目, 硫酸、蒸汽、铁资源为副产品。预计一期副产 80 万吨/年硫酸、80 万吨/年蒸汽。后期副产 120 万吨/年硫酸、120 万吨/年蒸汽。
- 预计待上述磷矿、硫酸、铁源等项目实施落地后, 将有效减少公司自产磷酸铁的成本, 进而提升磷酸铁锂正极的成本竞争力。

**图表 28：公司磷酸铁锂上游材料布局情况**

项目	涉及子公司	时间	事件	规模
磷酸铁	广西裕宁	2020年12月	公司在2020年12月完成对广西裕宁的收购，广西裕宁的产品主要为磷酸铁，大部分直接用于公司磷酸铁锂的生产。	根据公司2023年报，磷酸铁已实现全部自供。
磷矿资源	贵州裕能矿业	2023年11月	贵州裕能矿业以人民币 20 万元竞得贵州省福泉市打石场磷矿探矿权。	推断资源量3000万吨
			贵州裕能矿业以人民币 25 万元竞得贵州省福泉市道坪镇黄家坡磷矿探矿权。	磷矿石资源量1830万吨
		2024年4月	贵州裕能矿业已完成黄家坡磷矿探矿权转采矿权相关工作，并取得贵州省自然资源厅颁发的《采矿许可证》。	磷矿生产规模120万吨/年
		2024年6月	贵州省黔南布依族苗族自治州人民政府/贵州省福泉市人民政府，支持裕能在铜冶炼一期项目投产前，新增规模5000万吨以上的磷矿探矿权。	磷矿探矿权5000万吨以上
硫酸、蒸汽、铁资源	公司拟引入员工持股平台及第三方共同设立合资公司	2024年6月	公司拟在贵州省福泉市双龙园区投资建设50万吨/年铜冶炼项目，硫酸、蒸汽、铁资源为副产品。	一期副产80万吨/年硫酸、80万吨/年蒸汽。后期副产120万吨/年硫酸、120万吨/年蒸汽。

来源：公司公告、中泰证券研究所

## 五、投资建议

### 5.1 关键假设及盈利预测

- **根据公司的经营情况作出以下核心假设：**
- **产能：**根据公司 2023 年报，截至 2023 年底已建成的磷酸铁锂产能 70 万吨。根据公司 2023 年 8 月公告的定增预案和 24H1 公开交流纪要，后续公司在西班牙、云南和贵州合计有 44.5 万吨的产能规划，我们预计 2025-2026 年分别新增 32、12.5 万吨，则 2024-2026 年公司磷酸铁锂产能分别为 70、102、114.5 万吨。
- **出货量：**根据公司历年年报，2020-2023 年的 4 年间，除了 2023 年产能利用率为 90% 外，其余 3 年均均在 96% 以上；同时，2020-2023 年公司磷酸铁锂的产销率均在 100% 左右。我们预计 2024-2026 年公司产能利用率分别为 95%、90%、100%，产销率均为 100%，则 2024-2026 年磷酸铁锂出货量为 66.5、91.8、114.5 万吨。
- **单吨价格：**公司正极材料产品采用成本加成的定价模式，根据 WIND 数据，由于碳酸锂价格大幅下滑，2024 年 1-10 月磷酸铁锂均价较 2023 年已下滑超 50%。目前碳酸锂价格处于历史较低水平，我们预计后续锂价和磷酸铁锂价格波动较小。预计 2024-2026 年铁锂正极单价分别为 3.3、2.8、2.7 万元/吨。
- **毛利率：**随着上游材料成本占比下降，我们预计磷酸铁锂 2024-2026 年毛利率会有小幅回升，分别为 8.2%、9.5%、10.5%。
- 我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 223.1/272.9/329.1 亿元，归母净利润分别为 8.1/22.4/30.1 亿元，EPS 分别为 1.1/3.0/4.0 元。



图表 29：公司主营产品业绩预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
磷酸铁锂收入, 百万	6897.4	42666.7	41105.8	21945.0	25704.0	30457.0
YOY	644.0%	518.6%	-3.7%	-46.6%	17.1%	18.5%
磷酸铁锂毛利率	26.8%	12.5%	7.3%	8.2%	9.5%	10.5%
磷酸铁锂毛利润, 百万	1850.9	5320.5	3000.7	1799.5	2441.9	3198.0
三元收入, 百万	75.3	40.0	11.6	5.8	2.9	1.5
YOY	345.6%	-46.9%	-71.0%	-50.0%	-50.0%	-50.0%
三元毛利率	-6.9%	-1.2%	-1.4%	-1.0%	0.0%	0.0%
三元毛利润, 百万	-5.2	-0.5	-0.2	-0.1	0.0	0.0
磷矿业务收入, 百万					1080.0	1800.0
YOY						66.7%
磷矿业务毛利率					50.0%	50.0%
磷矿业务毛利润, 百万					540.0	900.0
其他业务收入, 百万	27.7	80.8	240.1	360.2	504.3	655.5
YOY	969.3%	191.5%	197.2%	50.0%	40.0%	30.0%
其他业务毛利率	7.0%	24.0%	67.7%	25.0%	25.0%	25.0%
其他业务毛利润, 百万	1.9	19.4	162.6	90.0	126.1	163.9
公司总收入, 百万	4841.9	42790.4	41357.7	22311.0	27291.2	32914.0
YOY	413.9%	783.8%	-3.3%	-46.1%	22.3%	20.6%
公司毛利率	28.9%	12.5%	7.6%	8.5%	11.4%	12.9%
公司毛利润, 百万	1397.1	5340.7	3163.1	1889.5	3107.9	4261.9

来源：中泰证券研究所测算

## 5.2 可比公司估值

■ 公司是国内磷酸铁锂龙头，2025 年 PE 估值处于可比公司平均水平。我们选取德方纳米、万润新能、龙蟠科技作为湖南裕能的可比公司，原因是：德方纳米和万润新能磷酸铁锂业务的收入占比均超过 95%，与湖南裕能高度一致；龙蟠科技的收入中磷酸铁锂占比接近 70%，也是第一主营业务。根据我们预测，2025 年湖南裕能归母净利润 22.4 亿元，对应 PE 估值 17 倍，低于可比公司平均 PE 估值。考虑公司市占率维持行业第一，积极布局上游一体化有望实现降本，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 30：可比公司估值情况

证券简称	代码	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
德方纳米	300769.SZ	120.54	-16.36	2.03	5.52	7.63	-7.37	59.38	21.84	15.80
万润新能	688275.SH	62.18	-15.04	0.15	3.37	6.09	-4.14	414.79	18.45	10.20
龙蟠科技	603906.SH	65.63	-12.33	1.44	3.64	5.36	-5.32	45.62	18.04	12.24
平均值							-5.61	173.26	19.44	12.75
湖南裕能	301358.SZ	384.31	15.81	8.05	22.38	30.12	24.31	47.77	17.17	12.76

来源：wind、中泰证券研究所

注：1、股价选取 2024 年 11 月 8 日收盘价；2、湖南裕能、德方纳米盈利预测为中泰研究所测算，其余为 Wind 一致预期

## 风险提示

- **电动车销量不及预期：**若受政策、价格等因素影响，电动车销量增长势头减弱，会抑制公司下游需求。
- **原材料价格持续上行风险：**若原材料价格持续上行，并且公司无法替换该原材料或转嫁成本，将影响公司盈利。
- **行业竞争加剧风险：**若随着行业的发展，现有竞争者大幅扩展，导致行业竞争加剧，会影响公司盈利。
- **行业规模测算偏差风险：**报告中行业规模测算是基于一定的假设及前提，存在不及预期的风险。
- **研报使用信息数据更新不及时的风险。**

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,889	6,753	9,816	13,176	营业收入	41,358	22,311	27,291	32,914
应收票据	422	0	0	0	营业成本	38,195	20,422	24,183	28,652
应收账款	4,578	2,290	2,604	3,047	税金及附加	134	112	82	132
预付账款	86	1,838	2,176	2,579	销售费用	45	45	27	33
存货	1,325	3,063	2,994	3,197	管理费用	340	368	273	362
合同资产	0	0	0	0	研发费用	358	290	218	263
其他流动资产	5,877	3,633	4,444	5,360	财务费用	196	90	-5	-26
流动资产合计	14,176	17,577	22,035	27,359	信用减值损失	52	20	-20	-20
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-333	-60	0	0
长期股权投资	41	41	41	41	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	10,733	10,302	9,974	9,436	投资收益	-55	-40	40	-10
在建工程	659	459	109	9	其他收益	123	100	120	100
无形资产	896	1,085	1,327	1,527	<b>营业利润</b>	<b>1,876</b>	<b>1,005</b>	<b>2,652</b>	<b>3,568</b>
其他非流动资产	289	336	336	336	营业外收入	4	4	4	4
非流动资产合计	12,619	12,223	11,787	11,350	营业外支出	5	50	10	10
<b>资产合计</b>	<b>26,795</b>	<b>29,800</b>	<b>33,822</b>	<b>38,709</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,875</b>	<b>959</b>	<b>2,646</b>	<b>3,562</b>
短期借款	900	1,000	1,000	967	所得税	294	150	397	535
应付票据	4,096	3,277	3,473	3,685	<b>净利润</b>	<b>1,581</b>	<b>809</b>	<b>2,249</b>	<b>3,027</b>
应付账款	5,261	6,126	7,328	8,768	少数股东损益	0	4	11	15
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,581</b>	<b>805</b>	<b>2,238</b>	<b>3,012</b>
合同负债	453	1,116	1,365	1,646	NOPLAT	1,746	884	2,245	3,005
其他应付款	80	0	0	0	EPS (摊薄)	2.09	1.06	2.95	3.98
一年内到期的非流动负债	1,111	50	3	3	<b>主要财务比率</b>				
其他流动负债	567	548	514	607	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动负债合计	12,469	12,117	13,682	15,675	<b>成长能力</b>				
长期借款	2,601	2,651	2,681	2,701	营业收入增长率	-3.3%	-46.1%	22.3%	20.6%
应付债券	0	0	0	0	EBIT 增长率	45.4%	-49.4%	151.9%	33.9%
其他非流动负债	409	254	284	284	归母公司净利润增长率	47.4%	-49.1%	178.1%	34.6%
非流动负债合计	3,010	2,904	2,964	2,984	<b>获利能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>15,479</b>	<b>15,021</b>	<b>16,647</b>	<b>18,659</b>	毛利率	7.6%	8.5%	11.4%	12.9%
归属母公司所有者权益	11,282	14,742	17,126	19,986	净利率	3.8%	3.6%	8.2%	9.2%
少数股东权益	33	37	49	64	ROE	14.0%	5.4%	13.0%	15.0%
<b>所有者权益合计</b>	<b>11,316</b>	<b>14,779</b>	<b>17,175</b>	<b>20,050</b>	ROIC	12.9%	6.0%	12.7%	15.0%
<b>负债和股东权益</b>	<b>26,795</b>	<b>29,800</b>	<b>33,822</b>	<b>38,709</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	57.8%	50.4%	49.2%	48.2%
单位: 百万元					债务权益比	44.4%	26.8%	23.1%	19.7%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	流动比率	1.1	1.5	1.6	1.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>501</b>	<b>4,383</b>	<b>3,808</b>	<b>4,443</b>	速动比率	1.0	1.2	1.4	1.5
现金收益	2,868	2,319	3,631	4,371	<b>营运能力</b>				
存货影响	3,647	-1,738	69	-203	总资产周转率	1.5	0.7	0.8	0.9
经营性应收影响	2,731	1,018	-653	-845	应收账款周转天数	48	55	32	31
经营性应付影响	-2,087	-34	1,397	1,652	应付账款周转天数	60	100	100	101
其他影响	-6,657	2,819	-636	-532	存货周转天数	30	39	45	39
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,622</b>	<b>-1,018</b>	<b>-910</b>	<b>-943</b>	<b>每股指标 (元)</b>				
资本支出	-5,352	-978	-950	-933	每股收益	2.09	1.06	2.95	3.98
股权投资	-4	0	0	0	每股经营现金流	0.66	5.79	5.03	5.87
其他长期资产变化	2,734	-40	40	-10	每股净资产	14.90	19.47	22.62	26.39
<b>融资活动现金流</b>	<b>2,349</b>	<b>1,499</b>	<b>165</b>	<b>-140</b>	<b>估值比率</b>				
借款增加	-1,710	-911	-17	-13	P/E	24	48	17	13
股利及利息支付	-495	-438	-532	-878	P/B	3	3	2	2
股东融资	4,355	0	0	0	EV/EBITDA	35	45	28	23
其他影响	199	2,848	714	751					

来源: WIND, 中泰证券研究所

**投资评级说明**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。