

湖南裕能 (301358)

证券研究报告

2024年11月18日

惟其磨砺，始得玉成

裕能 2023 年磷酸铁锂市占率 27%，为全球龙头。裕能凭借出色的成本控制能力、供应链管理能力，2023 年在同行大幅亏损情况下仍保持盈利。

短期看，头部磷酸铁锂行业开工率较高，利润有望改善。快充趋势下，产品向高压实密度迭代升级，头部企业具有先发优势。

成本：深度一体化布局+高运营效率，带来成本端超额优势

在原材料一体化方面，裕能自制磷酸铁，甚至向更上游磷酸、磷矿等也进行工艺优化或跟资源型企业合作。公司磷酸铁已基本实现自供，远期计划打造“磷矿-磷化工-磷酸铁-磷酸铁锂”一体化布局，进一步巩固成本优势。

在非原材料部分，公司通过工艺改进不断降低能耗，且人工成本、制造费用改善明显。此外公司选取广西、四川等低电价地区，进一步降低成本。

裕能采取低库存高周转策略，运营效率高。电池级碳酸锂从 23 年初 51 万/吨下降至年末 9.7 万/吨，低库存可减少减值带来的损失。裕能在 2023 年、2024Q1-3 多家磷酸铁锂企业出现亏损的情况下仍保持盈利。

产品：高压实密度，从动力电池延伸至储能

公司产品压实密度高，有利于提高能量密度。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，高能量型 LFP 产品压实密度可以达到 2.65 g/cm³，产品特性契合动力电池高能量密度的特点。

公司积极布局长循环、低成本磷酸铁锂，加码储能市场。2024 年上半年应用于储能端的产品超过 30%。海外方面，规划西班牙 5 万吨磷酸铁锂产能。

客户：深度绑定头部企业，签订多项合作协议

供货头部优质企业，客户结构稳定。湖南裕能的主要客户为宁德时代与比亚迪，2021 年宁德时代销售占比 53.9%，比亚迪销售占比 41.52%，两者合计占比达到 95.42%。

获宁德时代、比亚迪参股。截至 2024 年 9 月 30 日，宁德时代持有公司 7.9% 股权，并间接通过长江晨道持有部分股权；比亚迪持有公司 3.95% 股权，两者分别为公司的第三大、第七大股东。

盈利预测与估值

看好公司强成本控制能力+强运营效率，高压实密度产品有望带来超额利润。预计 2024-2026 年公司营收分别为 284.8、383.8、479.5 亿元，同增 -31%、35%、25%；归母净利润 8.5、19.2、27.2 亿元，同增 -46%、126%、42%。考虑公司磷酸铁锂行业龙头享有一定估值溢价，24 年有望盈利见底，给予 2025 年 PE 23x，对应目标价 58.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业扩产带来竞争加剧、原材料价格波动、核心客户集中度高、产能建设不及预期等。

投资评级

行业	电力设备/电池
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	45.5 元
目标价格	58.3 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	757.25
流通 A 股股本(百万股)	383.43
A 股总市值(百万元)	34,455.01
流通 A 股市值(百万元)	17,446.21
每股净资产(元)	15.17
资产负债率(%)	58.14
一年内最高/最低(元)	54.78/22.28

作者

孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	
唐婕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519070001	
tjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	42,790.36	41,357.67	28,481.43	38,376.58	47,952.67
增长率(%)	505.44	(3.35)	(31.13)	34.74	24.95
EBITDA(百万元)	5,520.62	4,012.14	3,291.26	4,592.65	5,410.86
净利润(百万元)	3,007.21	1,580.63	849.99	1,920.08	2,720.45
增长率(%)	153.96	(47.44)	(46.22)	125.90	41.68
EPS(元/股)	3.97	2.09	1.12	2.54	3.59
市盈率(P/E)	13.15	25.02	46.52	20.59	14.54
市净率(P/B)	6.92	3.50	3.31	2.93	2.52
市销率(P/S)	0.92	0.96	1.39	1.03	0.82
EV/EBITDA	0.00	7.07	14.65	8.60	8.31

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 引言	4
2. 磷酸铁锂：周期有望触底，海外磷酸铁锂趋势明显	4
2.1. 产能利用率提升，盈利有望改善	4
2.2. 产品向高压实密度迭代，超充、储能打开需求空间	5
3. 裕能：深度一体化布局+高运营效率，市占率行业第一	6
3.1. 磷酸铁锂市占率行业第一，市场份额稳定	6
3.2. 成本：磷酸铁自供率提升，磷酸、铁源、能源等多维度降本	8
3.3. 采取低库存高周转策略，供应链管理能力强	11
4. 产品：高压实密度，从动力电池延伸至储能	11
4.1. 产品高压实、高能量密度，契合动力电池场景	12
4.2. 布局长循环、低成本产品，加码储能市场	12
4.3. 西班牙规划产能，加快海外市场布局	14
5. 客户：深度绑定头部企业，签订多项合作协议	14
5.1. 供货头部电池企业，深度绑定宁德、比亚迪	14
5.2. 获得宁德、比亚迪参股，增加客户粘性	14
6. 盈利预测与估值	14
6.1. 预计 2024-2026 年公司营收分别为 284.8、383.8、479.5 亿元，同比增长-31%、35%、25%；归母净利润 8.5、19.2、27.2 亿元，同比增长-46%、126%、42%	15
6.2. 给予 2025 年 PE 23x，给予“买入”评级	15
7. 风险提示	16

图表目录

图 1：中国磷酸铁锂产量（万吨）及增速（%）	4
图 2：中国磷酸铁锂产能（万吨）及产能利用率（%）	4
图 3：全球新能源汽车动力电池出货量（GWh）及增速（%）	5
图 4：全球储能电池出货量（GWh）及增速（%）	5
图 5：公司历史沿革	6
图 6：湖南裕能股权结构图（截至 2024 年 9 月）	7
图 7：湖南裕能磷酸铁锂生产工艺流程	7
图 8：不同温度下磷酸铁锂 0.1C 倍率首次充放电曲线图	8
图 9：不同时间下磷酸铁锂 0.1C 倍率首次充放电曲线图	8
图 10：2020 年磷酸铁锂企业市占率（%）	8
图 11：2023 年磷酸铁锂企业市占率（产量，%）	8
图 12：2020 年裕能成本结构（%）	9
图 13：2021 年裕能成本结构（%）	9
图 14：裕能主要原材料采购金额（亿元）	9

图 15: 裕能主要原材料采购占比 (%)	9
图 16: 2018 年-2021 年湖南裕能磷酸铁采购量与消耗量 (万吨)	10
图 17: 2019 年-2021 年湖南裕能磷酸铁自产率与原材料成本占比 (%)	10
图 18: 生产单吨磷酸铁锂能源消耗(kwh/吨、立方米/吨)	11
图 19: 生产单吨磷酸铁锂直接人工与制造费用 (万元)	11
图 20: 湖南裕能磷酸铁锂核心技术	12
图 21: 各公司磷酸铁锂产品参数对比	12
图 22: 湖南裕能磷酸铁锂研发项目 (截至 2023.12.31)	13
图 23: 湖南裕能前两大客户占比	14
图 24: 2023 年中国市场动力电池装机量 (GWh) 及市场份额 (%)	14
表 1: 磷酸铁锂企业季度归母净利润 (亿元)、净利率 (%) 对比	5
表 2: 磷酸铁锂企业存货周转天数 (天)	11
表 3: 磷酸铁锂企业期间费用率对比 (%)	11
表 4: 湖南裕能 2023 年 8 月定增项目	13
表 5: 湖南裕能业绩拆分与盈利预测	15
表 6: 同类企业估值对比 (PE)	16

1. 引言

行业层面， 1) 短期看，磷酸铁锂行业开工率回升，磷酸铁锂企业利润有望改善。 2) 磷酸铁锂龙头盈利，而多家上市企业出现亏损，随需求恢复磷酸铁锂企业利润有望触底反弹。 3) 快充趋势下，产品向高压实密度迭代，超充、储能等场景打开需求空间。

海外电池企业、车企也开始加大磷酸铁锂电池布局力度。传统国际三元电池巨头三星 SDI、LGES、SK On 接连公布增设磷酸铁锂电池产线计划。车企特斯拉、大众、通用、福特等也加大磷酸铁锂电池装机配套，我们认为磷酸铁锂电池在成本方面的优势推动海外车企增加铁锂配套。

在磷酸铁锂需求不断提升背景下，龙头裕能有望受益。裕能 2023 年磷酸铁锂产量市占率达 27%，位居第一。裕能凭借出色的成本控制能力、供应链管理能力和供应链管理能力，2023 年在同行出现大幅亏损情况下仍保持盈利。公司在成本端、产品端表现出色，客户端绑定宁德、比亚迪等大客户。

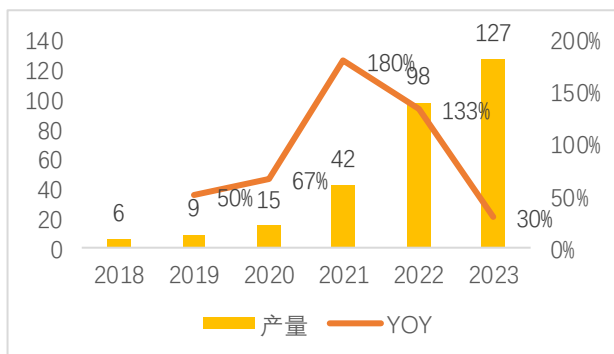
- ✓ **成本端：**公司向上游延伸，已基本实现磷酸铁自供，并全力推进贵州打石场磷矿、黄家坡磷矿进度。强化“资源-前驱体-正极材料-循环回收”一体化布局，巩固成本优势。
- ✓ **产品端：**高压实密度、高能量密度特性契合动力场景；固相法生产的储能型产品，在长循环寿命、批次稳定性、能效等性能上具备明显优势，逐渐开拓储能领域。此外，公司布局磷酸锰铁锂、超长循环磷酸铁锂、废旧电池回收等产能，丰富产品结构。
- ✓ **客户端：**深度绑定龙头客户，获宁德、比亚迪参股。公司与电池头部企业稳定合作，有利于保证产品销售量，充分享受行业增速红利。
- ✓ **出海：**规划西班牙 5 万吨锂电池正极材料项目，迈出海外布局第一步。

2. 磷酸铁锂：周期有望触底，海外磷酸铁锂趋势明显

2.1. 产能利用率提升，盈利有望改善

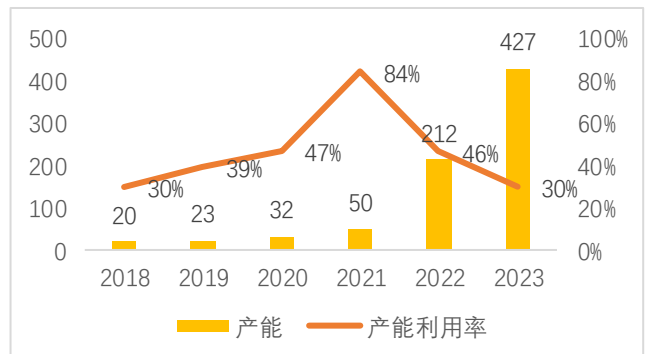
7-9 月产能利用率提升，供需格局预计改善。中国磷酸铁锂产量从 2018 年 6 万吨提升至 2023 年 127 万吨，5 年 CAGR 达 84%，其中 2021-2023 年产量 42、98、127 万吨，同比增长 180%、133%、30%。2022 年起产量大幅增长，但产能扩张更为激进，2022、2023 年中国磷酸铁锂产能 212、427 万吨，同比增长 324%、101%，产能利用率从 2021 年 84% 下降至 2022、2023 年 46%、30%。2024 年 9 月磷酸铁锂实际产量环比增幅超过 10%，当月行业开工率超过 60%。

图 1：中国磷酸铁锂产量（万吨）及增速（%）



资料来源：SMM 锂电、天风证券研究所

图 2：中国磷酸铁锂产能（万吨）及产能利用率（%）



资料来源：SMM 锂电、天风证券研究所

湖南裕能 2023 年盈利能力领先于磷酸铁锂同行。2023 年以来，磷酸铁锂多家企业出现亏

损，我们认为原因为：1) 锂电池需求放缓，产能利用率降低导致利润端承压。2) 电池级碳酸锂价格从2023年初51万/吨下降至年末9.7万/吨，不少企业进行库存减值影响利润。而湖南裕能在2023年Q1-4表现优异，在其它多家磷酸铁锂企业出现亏损的情况下仍保持盈利，Q1-4分别实现归母净利润2.8、9.6、3、0.4亿元，净利率2.1%、9.6%、2.7%、0.6%。我们认为磷酸铁锂龙头盈利，而多家上市企业出现亏损情况不会长期持续，随需求恢复磷酸铁锂企业利润有望触底反弹。

表 1：磷酸铁锂企业季度归母净利润（亿元）、净利率（%）对比

		22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
归母净利润 (亿元)	湖南裕能	4.8	8.9	2.8	9.6	3	0.4	1.6	2.31	1.01
	德方纳米	5.5	5.5	-7.2	-3.3	0.5	-6.4	-1.8	-3.3	-3.1
	龙蟠科技	2.7	0.4	-2.2	-4.3	-0.7	-5.1	-0.8	-1.4	-0.8
	万润新能	3	1.7	-0.3	-8.1	-1.1	-5.5	-1.3	-2.7	-1.9
净利率 (%)	湖南裕能	3.9%	5.5%	2.1%	9.6%	2.7%	0.6%	3.5%	3.7%	2.0%
	德方纳米	8.2%	7.0%	-18.4%	-9.1%	0.9%	-28.6%	-11.2%	-15.1%	-15.9%
	龙蟠科技	8.9%	1.6%	-13.4%	-30.7%	-3.4%	-6.6%	-7.9%	-7.9%	-5.2%
	万润新能	7.5%	3.2%	-1.3%	-30.8%	-2.9%	-25.8%	-12.3%	-15.8%	-10.5%

资料来源：Wind、天风证券研究所

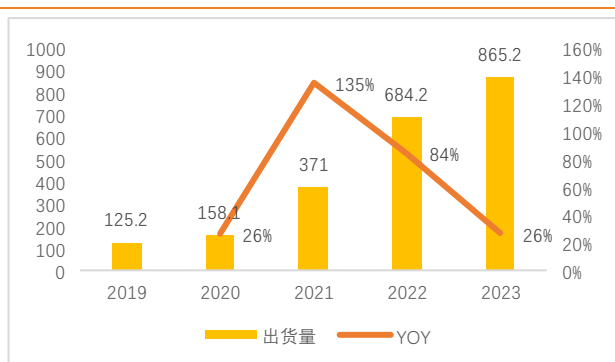
2.2. 产品向高压实密度迭代，超充、储能打开需求空间

快充铁锂带动高压实铁锂出货占比提升明显。快充电池要求减少极片厚度以降低内阻并提高倍率，压实密度与极片比容量、效率、内阻，以及电池循环性能有密切的关系。提高磷酸铁锂的压实密度能有效提升电芯的能量密度，电池企业愿意为高压实磷酸铁锂产品付出一定溢价。压实密度达2.65g/cc的铁锂正极材料，可获得1-2000元/吨的产品溢价。

神行电池在铁锂电池上实现超充，有望打开需求空间。2023年8月宁德时代发布神行超充电电池，是全球首款磷酸铁锂4C超充电电池，可实现“充电10分钟，续航400km”的超快充速度，并达到700km以上续航里程。对比三元快充电池，采用磷酸铁锂的神行电池能够降低成本。对于电动车，主流大众市场消费群体对价格较为敏感，神行电池在较为平价的磷酸铁锂电池上实现超充，提升产品体验感同时价格低于三元电池，有望打开需求空间。

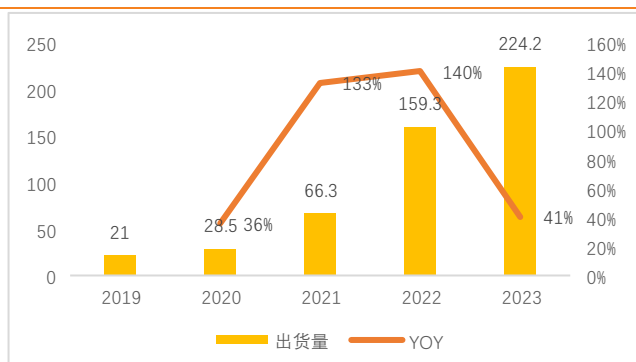
储能电池增速快于动力电池，加速铁锂电池应用。2021-2023年，全球新能源汽车动力电池出货量分别为371、684、865GWh，同比增长135%、84%、26%；而全球储能电池2021-2023年出货66、159、224GWh，同比增长133%、140%、41%，储能电池在2022-2023年出货增速快于动力电池。相比三元电池，磷酸铁锂电池安全性、稳定性强、成本低、循环寿命强，在储能领域优势明显，全球主流系统集成商储能基本都采用磷酸铁锂电池。因此随着储能接棒动力快速发展，铁锂电池加速应用，磷酸铁锂电池占比有望继续提升。

图 3：全球新能源汽车动力电池出货量（GWh）及增速（%）



资料来源：EVTank、天风证券研究所

图 4：全球储能电池出货量（GWh）及增速（%）



资料来源：EVTank、天风证券研究所

海外电池企业、车企也开始加大磷酸铁锂电池布局力度。常州锂源与 LG 新能源签订长期供货协议，约定 2024-2028 年常州锂源向 LG 销售 16 万吨磷酸铁锂正极材料。协议还约定双方尽最大努力在 2024 年中之前就 2025-2028 年期间额外销售 36 万吨磷酸铁锂正极材料产品事项进行协商、确定。海外车企如特斯拉、大众、通用、福特等正在增加磷酸铁锂电池的装机配套，而传统国际三元电池企业三星 SDI、LGES、SK On 也公布了增加磷酸铁锂电池产线的计划。

3. 裕能：深度一体化布局+高运营效率，市占率行业第一

3.1. 磷酸铁锂市占率行业第一，市场份额稳定

公司于 2016 年成立，自成立起便专注于锂离子电池正极材料的研发、生产和销售。其主要产品包括磷酸铁锂、三元材料等，是国内主要的锂离子电池正极材料供应商。从发展历程看：

- ✓ **2016 年公司成立：**广州力辉以磷酸铁锂专有生产技术入股，联合湘潭电化等公司成立裕能有限。
- ✓ **2017 年增资：**引入深圳火高、长江晨道等股东，其中，深圳火高以三元材料技术入股。同年，年产 1 万吨纳米级磷酸铁锂项目正式投产运行，并委托湘潭电化向比亚迪代销磷酸铁锂产品。
- ✓ **2018 年进入宁德时代、比亚迪等供应商体系。**
- ✓ **2020 年股改：**以 2020 年 8 月 31 日为基准日期整体变更设立股份有限公司，更名为“湖南裕能新能源电池材料股份有限公司”。
- ✓ **2020 年增资：**引进主要客户宁德时代、比亚迪成为战略投资者，进一步完善公司与客户合作的稳定性。
- ✓ **2020 年收购广西裕宁：**新增上游原材料磷酸铁产品。
- ✓ **2023 年创业板上市。**

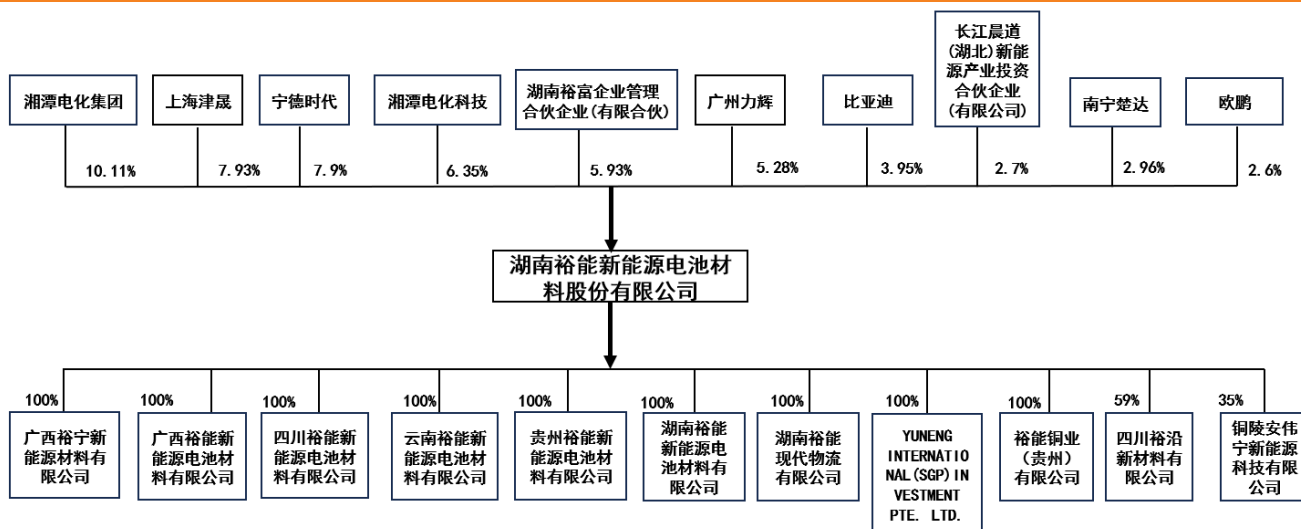
图 5：公司历史沿革



资料来源：湖南裕能招股书、中国化学与物理电源行业协会公众号、湘潭发改公众号、天风证券研究所

公司股权结构较为分散。截至 2024 年 9 月，公司第一大股东湘潭电化持有股份为 10.11%，同时参股湘潭电化科技 29.5%，湘潭电化科技持股 6.35%，第二大股东上海津晟新材料科技有限公司持股 7.93%，第三大股东宁德时代持股 7.9%，其他产业投资方包括广州力辉、比亚迪、长江晨道等，公司第一大股东持股比例较小。

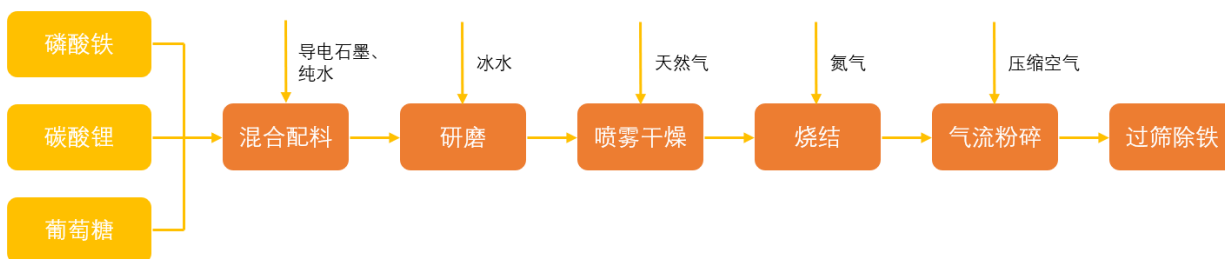
图 6：湖南裕能股权结构图（截至 2024 年 9 月）



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司采用高温固相法制取磷酸铁锂，主要原材料为碳酸锂与磷酸铁。高温固相法工艺路线将磷酸铁、碳酸锂、葡萄糖、导电石墨、纯水等进行混合配料，经过研磨、喷雾干燥、高温烧结、气流粉碎、过筛除铁等工序，得到磷酸铁锂产品。参考公司招股书中披露的 21 年生产数据，生产 1 吨磷酸铁锂需要消耗约 0.97 吨磷酸铁与约 0.25 吨碳酸锂。

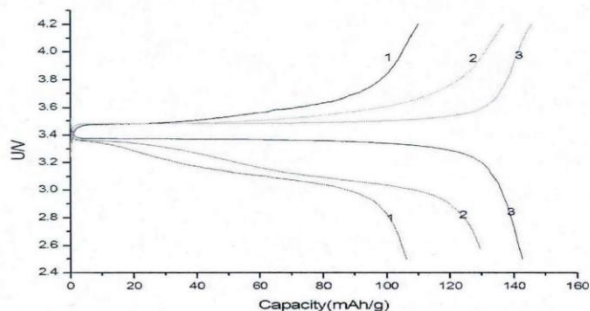
图 7：湖南裕能磷酸铁锂生产工艺流程



资料来源：湖南裕能环评书、天风证券研究所

固相法核心步骤为烧结，烧结温度与时间均对材料比容量有较大影响。烧结阶段需要在氮气保护下将三价铁还原为二价铁，在高温下合成磷酸铁锂。焙烧温度与时间主要影响合成材料的结晶度与颗粒大小。若温度过低或时间过短可能导致反应不完全，晶体未完全成型且杂质含量高，电化学性能较差；若温度过高或时间过长可能使材料在高温下融化，造成合成产物粒径过大，比表面积降低，比容量下降。在《固相合成法制备磷酸铁锂及其改性研究》中，合成的磷酸铁锂材料在 700℃/10h 条件下 0.1C 倍率首次放电比容量达到最大值 142.8mAh/g，温度与时间的过度或不足均会导致磷酸铁锂比容量降低。

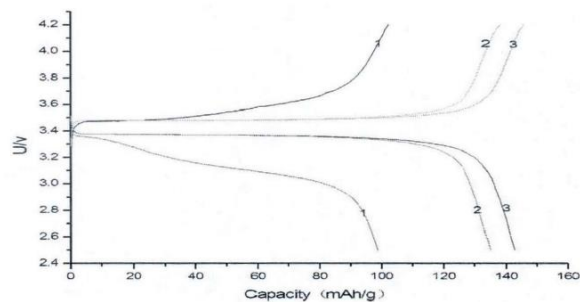
图 8：不同温度下磷酸铁锂 0.1C 倍率首次充放电曲线图



资料来源：《固相合成法制备磷酸铁锂及其改性研究》毛超峰、天风证券研究所

注：曲线 1、2、3 分别对应温度 800℃、600℃、700℃

图 9：不同时间下磷酸铁锂 0.1C 倍率首次充放电曲线图

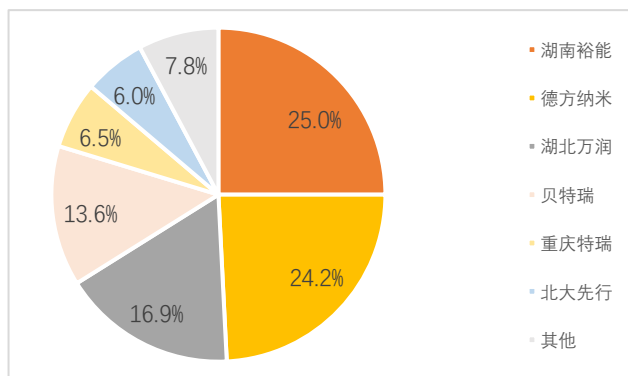


资料来源：《固相合成法制备磷酸铁锂及其改性研究》毛超峰、天风证券研究所

注：曲线 1、2、3 分别对应时间 7h、12h、10h

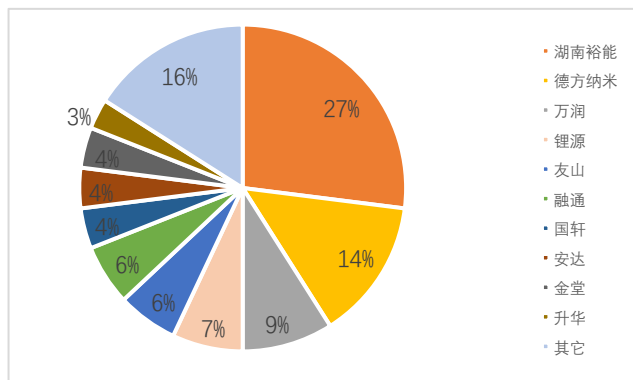
磷酸铁锂市占率行业第一，市场份额稳定。2020 年湖南裕能在磷酸铁锂市场占有率为 25%，位列磷酸铁锂企业首位，位居第二的德方纳米市占率为 24.2%。从 2023 年市占率看，湖南裕能产量市占率达到 27%，德方纳米市占率 14%，万润、锂源、友山等企业磷酸铁锂市占率均不到 10%。虽然行业整体集中度在下降，CR3 市占率从 2020 年 66%下降至 2023 年 50%，但裕能仍实现市占率提升。

图 10：2020 年磷酸铁锂企业市占率 (%)



资料来源：湖南裕能招股书、天风证券研究所

图 11：2023 年磷酸铁锂企业市占率 (产量, %)

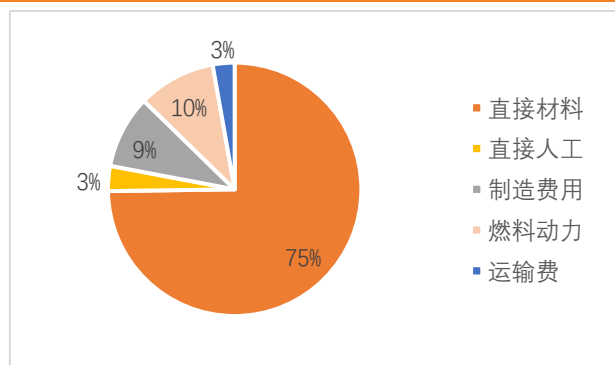


资料来源：SMM 锂电、天风证券研究所

3.2. 成本：磷酸铁自供率提升，磷酸、铁源、能源等多维度降本

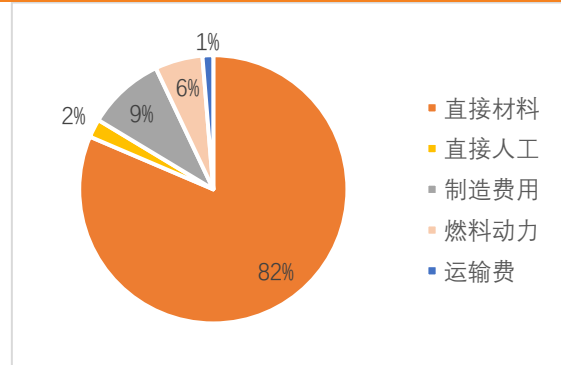
从成本结构看，材料成本是磷酸铁锂最主要成本项。从裕能 2021 年成本结构看，直接材料在成本比例达到 82%，直接人工、制造费用、燃料动力、运输费在成本占比分别为 2%、9%、6%、1%。由于电池级碳酸锂价格从 2020 年初 5 万/吨上涨至 2021 年末 27.5 万/吨，涨幅接近 5 倍，因此 2021 年原材料成本占比相比 2020 年继续提升。

图 12：2020 年裕能成本结构（%）



资料来源：湖南裕能招股书、天风证券研究所

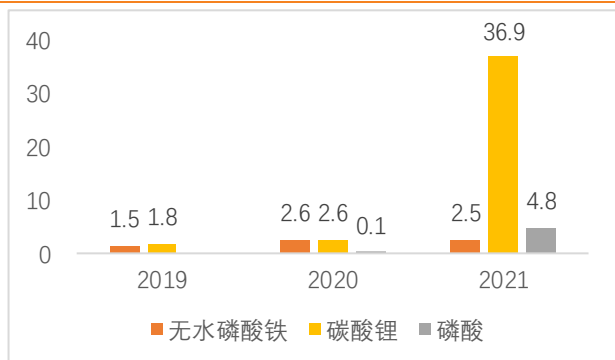
图 13：2021 年裕能成本结构（%）



资料来源：湖南裕能招股书、天风证券研究所

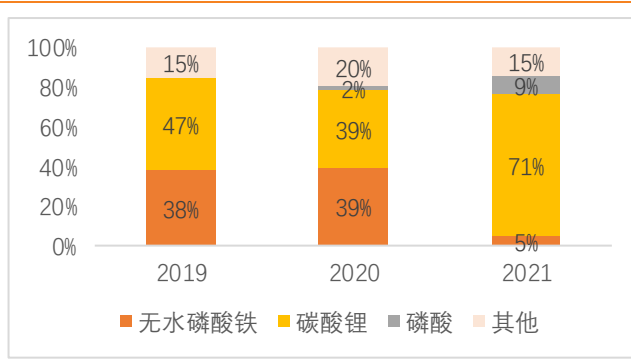
直接材料中碳酸锂、磷酸铁成本占比最大。2021 年，裕能采购碳酸锂、磷酸、无水磷酸铁金额分别达到 36.9、4.8、2.5 亿元，在原材料采购占比分别为 71%、9%、5%。由于碳酸锂价格波动较大，2021 年碳酸锂在原材料采购金额的占比显著提升。而看 2019、2020 年，磷酸铁在整体原材料占比中也占比较大，分别占比 38%、39%。

图 14：裕能主要原材料采购金额（亿元）



资料来源：湖南裕能招股书、天风证券研究所

图 15：裕能主要原材料采购占比（%）

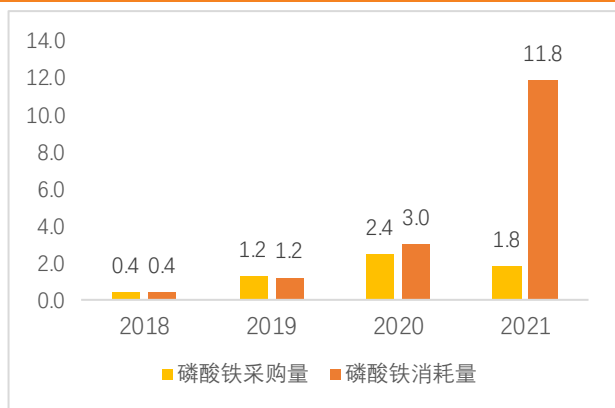


资料来源：湖南裕能招股书、天风证券研究所

在原材料一体化方面，裕能自制磷酸铁，甚至向更上游磷酸、铁源等进行工艺优化或跟资源型企业合作。在中端环节，前驱体磷酸铁已基本实现自供。公司持续深入推进“资源-前驱体-正极材料循环回收”的产业布局。在资源端，已取得打石场磷矿首采地段和黄家坡磷矿采矿许可证。

材料布局 1-收购磷酸铁企业广西裕宁，实现磷酸铁锂制备一体化。2020 年之前，湖南裕能不具备磷酸铁自产能力，磷酸铁锂生产所用磷酸铁均来自于外购，磷酸铁成本占原材料总成本约 40%。2020 年 12 月收购广西裕宁后，广西裕宁磷酸铁大部分用于公司磷酸铁锂产品的生产。2021 年公司磷酸铁锂消耗量为 11.8 万吨，其中仅 1.8 万吨来自于外采，自产率达到 85%，原材料成本中磷酸铁成本占比下降至 5%。

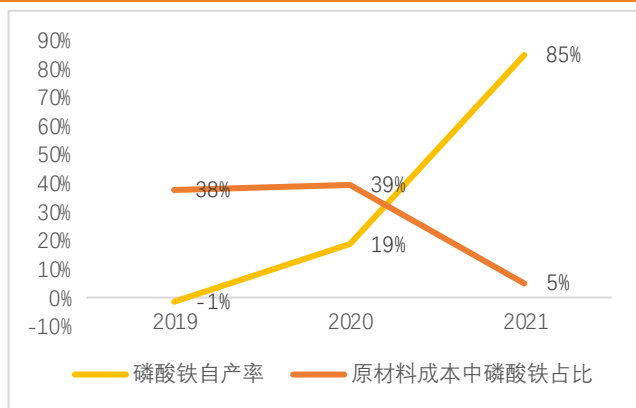
图 16：2018 年-2021 年湖南裕能磷酸铁采购量与消耗量（万吨）



资料来源：湖南裕能招股书、天风证券研究所

注：磷酸铁消耗量=磷酸铁锂产量*0.96

图 17：2019 年-2021 年湖南裕能磷酸铁自产率与原材料成本占比(%)



资料来源：湖南裕能招股书、天风证券研究所

材料布局 2-与钛白粉企业合作保证铁源供应，磷矿布局或在中长期进一步保障上游供应。 2021 年，湖南裕能与铜陵纳源成立合资公司铜陵安伟宁，从事磷酸铁生产与销售。其中，铜陵纳源母公司安达纳为安徽最大的钛白粉企业，拥有充足的副产硫酸亚铁，可以保证磷酸铁生产的铁源供应。磷矿方面，2023 年全资子公司贵州裕能下属子公司贵州裕能矿业以 20 万元竞得打石场磷矿探矿权，25 万竞得黄家坡磷矿探矿权。贵州黄家坡磷矿设计产能为年产 120 万吨磷矿石，预计 2025 年下半年实现规模化开采；贵州打石场磷矿正在积极推进探转采环节进度。

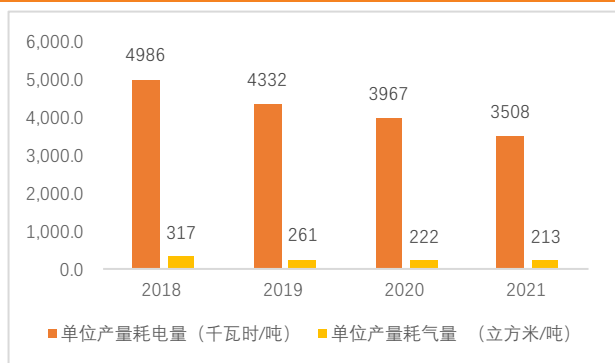
材料布局 3-运用铜冶炼产业与磷酸盐正极材料产业的高度耦合性，实现极致降本。 公司投资铜冶炼项目，铜冶炼过程中产生硫酸、蒸汽等副产品，公司将硫酸自用于生产磷酸、磷酸铁，蒸汽用于贵州基地磷酸铁生产，相比于一般铜冶炼企业主要将蒸汽用于发电，能量转换损失更低。副产品铁资源综合回收利用，有助于降低磷酸铁原材料铁源的成本。

在非原材料部分，公司通过工艺改进不断降低能耗，且人工成本、制造费用改善明显。此外，公司选取广西、四川等低电价地区，进一步降低成本。

非原材料降本 1-公司生产单吨磷酸铁锂所需电量与天然气用量持续降低，广西、四川基地存在电价优势。 湖南裕能通过选用高效节能设备、加强节能管理等多种措施降低电力、天然气消耗。2018-2021 年，公司生产单吨磷酸铁锂耗电量从 4986kwh 下降至 3508kwh，耗气量从 317 立方米下降至 213 立方米。同时，公司 2019 年投产的广西、2020 年投产的四川新生产基地存在电价优势。反映在电价成本上，公司 2019-2021 年的单位电价分别为 0.54、0.45、0.38 元/kwh，随新产线投放而降低。

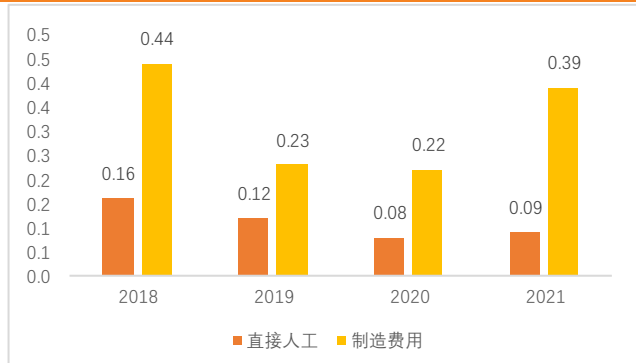
非原材料降本 2-人工成本与制造费用改善明显，新基地投产降本增效。 2021 年湖南裕能生产单吨磷酸铁锂直接人工与制造费用分别为 0.09 万元与 0.39 万元，较 2020 年有所提升，主要系 21 年公司大规模自产磷酸铁，磷酸铁成本由直接材料分拆计入各项明细费用。2018 年至 2020 年期间，生产单吨磷酸铁锂的直接人工与制造费用均下降 50%，分别由 0.16、0.44 万元/吨下降至 0.08、0.22 万元/吨。主要原因是新产线自动化水平较高，并采用先进的生产工艺，大幅提高人均产量。同时，产能提升带来规模效应，有效降低单位制造费用、人工成本等半固定成本。

图 18：生产单吨磷酸铁锂能源消耗(kwh/吨、立方米/吨)



资料来源：湖南裕能公告、天风证券研究所

图 19：生产单吨磷酸铁锂直接人工与制造费用（万元）



资料来源：湖南裕能招股书、天风证券研究所

3.3. 采取低库存高周转策略，供应链管理能力强

从存货周转天数看，裕能采取低库存高周转策略。磷酸铁锂产业链较短，我们认为库存方面较容易控制，但不同企业应对碳酸锂价格波动时选择不同。电池级碳酸锂价格从 2023 年初 51 万/吨下降至年末 9.7 万/吨，降幅超过 80%。裕能 24Q1 存货周转天数仅 36 天，远低于同行。碳酸锂价格大幅下降过程中，低库存可减少减值带来的损失。

表 2：磷酸铁锂企业存货周转天数(天)

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
湖南裕能	-	39	34	28	24	35	32	30	36	32	36
德方纳米	91	86	67	67	69	73	65	64	46	38	36
万润新能	-	63	39	48	80	76	55	47	59	53	45
龙蟠科技	65	59	63	64	146	133	121	95	110	91	88

资料来源：Wind、天风证券研究所

2023 年碳酸锂价格大幅下跌时，公司及时高效地执行了去库存策略。2023 年 3 月底公司已将库存周期降至一周左右；5 月份碳酸锂价格回弹之前，公司已在 4 月调整为增加碳酸锂库存的策略。一方面公司紧盯市场，研判原材料价格走势和采购时点；另一方面，公司管理团队经验丰富，执行力强，能高效实施各项经营策略。

从期间费用率看，裕能费用率明显低于其它磷酸铁锂企业，运营效率高。2022 年湖南裕能期间费用率仅为 2.4%，而同行德方纳米、龙蟠科技、万润新能分别为 5.7%、8.1%、5.6%。其中裕能 2023 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.1%、0.8%、0.9%、0.5%，显著低于其它磷酸铁锂企业，运营效率高。

表 3：磷酸铁锂企业期间费用率对比(%)

		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024Q1-3
湖南裕能	销售费用率	3.1%	0.9%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%
	管理费用率	3.1%	3.6%	1.8%	0.7%	0.8%	1.7%
	研发费用率	3.0%	2.5%	1.1%	1.1%	0.9%	1.3%
	财务费用率	1.1%	1.4%	0.9%	0.6%	0.5%	0.7%
	期间费用率	10.2%	8.4%	4.0%	2.4%	2.3%	3.9%
德方纳米	期间费用率	12.6%	17.2%	8.5%	5.7%	7.6%	8.9%
龙蟠科技	期间费用率	22.6%	23.4%	14.3%	8.1%	13.1%	16.8%
万润新能	期间费用率	19.0%	19.8%	8.9%	5.6%	7.6%	12.8%

资料来源：Wind、天风证券研究所

4. 产品：高压实密度，从动力电池延伸至储能

4.1. 产品高压实、高能量密度，契合动力电池场景

公司磷酸铁锂核心技术主要涉及动力学性能改进与能量密度提升。湖南裕能招股书中披露五项磷酸铁锂相关核心技术，其中三项技术与提升能量密度有关，两项技术涉及动力学性能改进。通过碳包覆、离子掺杂、引入添加剂、形貌控制、前驱体控制等工艺及技术，提升产品的倍率性能、低温性能、压实密度等参数，打造高能量密度且动力学性能优异的产品。

产品压实密度高，有利于提高能量密度。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，高能量型 LFP 产品压实密度可以达到 2.65 g/cm³，高于使用液相法的德方纳米，对比其他固相法厂家也有一定优势。高的压实密度可以明显使电极的孔径和孔隙的分布更加均匀，导电剂和粘结剂分布更加均匀，降低电极的接触电阻和电荷交换阻抗，增大能够参与反应的活性面积，从而改进材料的电化学性能，提高电极的体积能量密度和重量能量密度。

图 20：湖南裕能磷酸铁锂核心技术

核心技术名称	工艺方法	产品优势
动力学性能改进和均一性控制技术	碳源配方和碳包覆工艺的优化 设备工艺与产品理化指标均一性控制	电导率综合改善和动力学性能提升 实现包括加工性能在内的产品均一性控制
电导率综合改善技术	以碳包覆改性技术为基础 离子掺杂改性技术的优化应用	倍率性能、低温性能等电化学性能提升
高能量密度应用技术	多功能添加剂引用 碳源和高温烧结工艺优化 产品形貌控制	改善容量、倍率性能、压实密度 高能量密度
能量密度提升技术	深化级配理论的应用 前驱体指标的精细化控制 优化产品形貌和粒径分布 引入功能性导电剂或添加剂	产品压实密度提升 倍率性能、低温性能以及容量发挥极大提升
能量密度与动力学性能一体化提升技术	前驱体特殊掺杂处理 功能性导电剂配方的优化品 产品颗粒表面一体化改性	拓宽粒径分布 能量密度相关的各项指标参数全面提高

资料来源：湖南裕能招股书、天风证券研究所

图 21：各公司磷酸铁锂产品参数对比

公司	湖南裕能		德方纳米		龙蟠科技	湖北万润	
产品	高能量型 LFP	储能型 LFP	DY-3	DF-5	P198-S27	铁锂一号	A8-4G
压实密度 g/cm ³	2.45-2.65	2.25-2.4	2.35-2.4	2.45-2.5	≥2.5	≥2.05	≥2.5
比容量 mAh/g	≥156	≥156	142	145	≥154	≥156	≥154

资料来源：湖南裕能招股书、湖北万润招股书、德方纳米官网、龙蟠科技官网、天风证券研究所

产品特性契合动力电池，为公司提供业绩支撑点。动力电池更注重充电速率、高输出功率和安全性能，要求高放电电流和高能量密度，以实现持久续航、快速充电的要求。湖南裕能磷酸铁锂产品在倍率性能、压实密度、能量密度上的优势，使得其在动力电池市场更具竞争力。

4.2. 布局长循环、低成本产品，加码储能市场

产品研发上积极布局长循环、低成本磷酸铁锂，加码储能市场。储能电池将循环性能和成本放在首位，并不苛求很好的倍率性能和温度性能。湖南裕能在产品研发上积极布局长循环、低成本磷酸铁锂，能满足不同储能场景下的使用需求。2022 年公司应用于储能端的磷酸铁锂产品占比约 15%，2024 年上半年应用于储能端产品销售占比 33%，相较 2022 年大幅提升。

图 22：湖南裕能磷酸铁锂研发项目（截至 2023.12.31）

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
低成本纳米磷酸铁合成制备工艺研究	本项目在原有磷酸铁产品基础上，采取工艺改善以及原材料优化等手段，保证产品性能稳定，并降低生产成本。	已结题	开发低成本磷酸铁制备工艺，从而提高磷酸铁锂电性性价比。	降低成本，扩大产品销售，提高公司竞争力。
第二代储能型磷酸铁锂循环性能提升的开发	本项目在原有10000C长循环磷酸铁锂产品基础上，采取工艺改善以及掺杂等手段，提升产品循环性能，提升市场竞争力。	已结题	提升磷酸铁锂循环性能	优化产品性能，提高产品竞争力。
第四代高压磷酸铁锂加工性能提升的开发	本项目在第四代动力型磷酸铁锂产品基础上，保证高压实的同时通过探究粘度、细度等的影响，改善材料的加工性能。	已结题	改进第四代动力型磷酸铁锂材料的加工性能，并维持较高的压实密度。	优化产品性能，提高产品竞争力。
高倍率磷酸铁锂正极材料的开发与应用	本项目探索不同添加剂配比，完成功率型磷酸铁锂倍率性能提升的技术开发。	试生产阶段	开发一种高倍率、低成本磷酸铁锂正极材料。	丰富产品种类，提高产品竞争力。
磷酸铁锂掺杂研究	本项目基于目前磷酸铁锂存在的固有缺陷，以及进一步改性升级、迎合市场的迫切需求，对磷酸铁锂掺杂改性机理进行研究，基于数据论证和机理，总结出一套完整的元素掺杂改性规律。	试验研究阶段	探究一套完整的元素掺杂改性规律，如：掺杂元素的选择；掺杂位置的确定（体相掺杂或表面掺杂）；杂量的精确化等。通过掺杂，实现性能在不同掺杂水平上提升材料倍率性能。	保证研发技术储备，增强研发能力。
磷酸锰铁锂正极材料的开发及应用	本项目开展新型超高性能磷酸盐正极材料的关键技术制备研究，探究不同材料及工艺影响，开发出更高性能的磷酸盐正极材料。	已结题	开发出具备行业内领先水平的磷酸锰铁锂正极材料。	丰富产品种类，提高产品竞争力。
第四代高压 低成本磷酸铁锂的开发	本项目在第四代动力型磷酸铁锂产品基础上，优化原材料配比，兼顾性价比以及高压实密度。	已结题	在保证高压实的基础上，实现第四代动力型磷酸铁锂材料成本下降。	降低成本，扩大产品销售，提高公司竞争力。
高压磷酸铁锂缓释材料的开发及应用	本项目采用气相沉积法，对磷酸铁锂正极材料进行二次碳包覆，并探讨不同温度、气体流量对材料形貌、粒径及化学性能的影响，获得更高压实的磷酸铁锂正极材料。	试生产阶段	设计二次包碳工艺，研究出更高高压实密度的磷酸铁锂正极材料，并达到电池容量缓释效果。	丰富产品种类，提高产品竞争力。
第二代磷酸锰铁锂正极材料的开发及应用	本项目在原有磷酸锰铁锂材料的基础上，进一步提高高压实密度，改善材料性能。	中试阶段	进一步提升磷酸锰铁锂材料的压实和容量，并改善其高温性能。	丰富产品种类，提高产品竞争力。
新型湿法磷酸加工制备及净化处理工艺开发及应用	本项目意在探索低品位矿用于湿法磷酸生产的可行性，解决低品位矿生产带来的酸液中杂质含量高的问题，从而得到性价比更高的磷酸原料。	已结题	开发出低品位矿用于湿法磷酸生产的新工艺，增强系统对原料的包容性。	降低生产成本，进而提高公司核心竞争力。
利用磷铁废料制备高纯度磷酸铁技术的开发及应用	本项目探索对制备磷酸铁产生的废料进行二次利用，制备出高性能的磷酸铁，降低生产成本，并对固废进行了有效处理。	已结题	利用磷铁废料制备出高性能的磷酸铁。	降低生产成本，进而提高公司核心竞争力。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

储能产品升级迭代，正极材料性能要求提升。众多下游电池厂处于从 280Ah 电芯转为 300Ah 以上电芯的过程中，对正极材料的性能要求明显提高，而公司研发的 CN-5 系列产品在循环寿命、能效、能量密度等方面实现了较大提升，有助于提高电池的能量转换效率和使用寿命，符合下游客户对提升电池全生命周期价值的追求。

磷酸锰铁锂已进入中试阶段，扩产加速。公司研发的磷酸锰铁锂产品目前处于中试阶段，已送样给下游客户。公司计划在云南基地投建的磷酸锰铁锂产线将采用固相法工艺，在产线设计上将考虑与磷酸铁锂生产的兼容性，现有的磷酸铁锂生产线需通过改造后可生产磷酸锰铁锂。公司在 2023 年 8 月发布定增项目公告，拟募集资金 65 亿，用于扩产年产 32 万吨磷酸锰铁锂、7.5 万吨超长循环磷酸铁锂、10 万吨磷酸铁、2 万吨碳酸锂&8 万吨磷酸铁废旧电池回收项目。

表 4：湖南裕能 2023 年 8 月定增项目

项目名称	项目总投资额（亿元）	拟使用募集资金金额（亿元）
年产 32 万吨磷酸锰铁锂项目	44.25	28
年产 7.5 万吨超长循环磷酸铁锂项目	9.1	5
年产 10 万吨磷酸铁项目	9.0	6
年产 2 万吨碳酸锂+8 万吨磷酸铁的 废旧磷酸铁锂电池回收利用项目	12.6	7
补充流动资金	19	19
合计		65

资料来源：公司公告、天风证券研究所

4.3. 西班牙规划产能，加快海外市场布局

规划西班牙 5 万吨产能，就近配套海外客户。湖南裕能拟在新加坡设立投资公司，由投资公司在西班牙投资建设年产 5 万吨锂电池正极材料。项目投资总额 9.8 亿人民币，选址在西班牙埃斯特雷马杜拉大区。拿到相关审批手续后，项目建设期 15 个月。

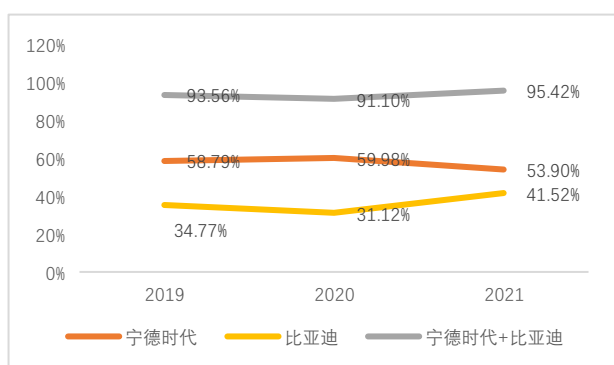
海外产能有助于拓宽欧美市场和客户群体，推动海外业务发展。公司部分客户和潜在客户在欧洲有建立生产基地或相关规划，此外美国提出了《通胀削减法案》，欧盟提出了新电池法规，鼓励新能源行业发展，但也提出了一些要求。本次对外投资有利于拓宽欧美市场和客户群体，并提升公司在全球的磷酸铁锂市占率。

5. 客户：深度绑定头部企业，签订多项合作协议

5.1. 供货头部电池企业，深度绑定宁德、比亚迪

供货头部优质企业，客户结构稳定。湖南裕能的主要客户为宁德时代与比亚迪，2021 年宁德时代销售占比 53.9%，比亚迪销售占比 41.52%，两者合计占比达到 95.42%。近三年宁德时代与比亚迪合计销售占比均在 90%以上，两者作为国内头部电池企业，在 2023 年中国动力电池装机占比分别为 43%与 27%，占据大部分市场份额。公司与电池头部企业稳定合作，有利于保证产品销售量，充分享受行业增速红利。

图 23：湖南裕能前两大客户占比



资料来源：湖南裕能招股书、天风证券研究所

图 24：2023 年中国市场动力电池装机量（GWh）及市场份额（%）

排名	电芯企业	2023年装机(GWh)	同比	市占率(%)
1	宁德时代	170.6	13.2%	43%
2	氟迪电池	107.3	47.9%	27%
3	中创新航	33.2	76.0%	8%
4	亿纬锂能	17.8	157.7%	4%
5	国轩高科	17.5	16.4%	4%
6	蜂巢能源	8.8	37.9%	2%
7	LG新能源	8.5	65.8%	2%
8	欣旺达	8.4	0.6%	2%
9	孚能科技	6.0	3.5%	2%
10	正力新能	5.4	123.7%	1%
	其它	13.1		3%
	合计	396.6	28.4%	100%

资料来源：电池中国公众号、天风证券研究所

5.2. 获得宁德、比亚迪参股，增加客户粘性

获宁德时代、比亚迪参股。截至 2024 年 9 月，宁德时代持有公司 7.9%股权，并间接通过长江晨道持有部分股权；比亚迪持有公司 3.95%股权，两者分别为公司的第三大、第七大股东。宁德与比亚迪的参股，有望使公司进一步增加与电池大客户粘性。

6. 盈利预测与估值

6.1. 预计 2024-2026 年公司营收分别为 284.8、383.8、479.5 亿元，同比增长-31%、35%、25%；归母净利润 8.5、19.2、27.2 亿元，同比增长-46%、126%、42%

磷酸铁锂业务为公司最主要成长看点，看好公司产能扩张、高压实密度新产品占比提升，以及出海有望带来更高利润率。公司为磷酸铁锂龙头企业，公司磷酸铁锂正极材料出货量自 2020 年以来连续三年排名全国第一，在性能、技术、生产、客户等各方面已处于市场领先地位。公司收购广西裕宁及产能扩建实现了磷酸铁高比例自供，并积极布局上游磷资源项目，设立湖南循环开展锂电池回收业务，一体化布局已初见成效。

预计 2024-2026 年公司营收分别为 284.8、383.8、479.5 亿元，同比增长-31%、35%、25%。分业务看，公司磷酸铁锂出货量有望继续保持高增，保持龙头地位。预计 2024-2026 年公司营收分别为 284.8、383.8、479.5 亿元，同比增长-31%、35%、25%；归母净利润 8.5、19.2、27.2 亿元，同比增长-46%、126%、42%。

磷酸铁锂：销量方面，我们预计 2024-2026 年销量 70、100、125 万吨。由于磷酸铁锂电池在动力电池加速渗透，且储能电池大多采用磷酸铁锂，我们预计未来三年磷酸铁锂正极需求仍保持高增。单价方面，由于碳酸锂价格进入下降通道，我们预计 2023-2025 年单价分别为 4、3.8、3.8 万/吨。吨净利方面，由于供给端扩产较多，2024 年吨净利下降，但随着新产品占比提升及行业洗牌盈利有望回升。我们预计 2024-2026 年吨净利分别为 0.13、0.2、0.22 万。预计 2024-2026 年磷酸铁锂业务净利润 9.2、20、27.5 亿元。

表 5：湖南裕能业绩拆分与盈利预测

	单位	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
磷酸铁锂	营业收入	亿元	426.7	411.1	281.8	380	475
	销量	万吨	32.4	50.7	70	100	125
	YOY			56%	39%	42%	25%
	单价	万元/吨	13.2	8	4	3.8	3.8
	单吨净利	万元	0.94	0.30	0.13	0.2	0.22
	利润	亿元	30.31	15.2	9.2	20.0	27.5
	其它业务	营业收入	亿元	1.24	2.51	3.01	3.61
YOY			-4%	103%	20%	20%	20%
利润		亿元	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业收入	亿元	427.9	413.6	284.8	383.8	479.5	
YOY			-3%	-31%	35%	25%	
股权激励费用				0.7	0.9	0.4	
扣非净利	亿元	30.3	15.2	8.4	19.1	27.1	
YOY			-50%	-45%	127%	42%	
归母净利润	亿元	30.1	15.8	8.5	19.2	27.2	
YOY			-47%	-46%	126%	42%	

资料来源：Wind、天风证券研究所

6.2. 给予 2025 年 PE 23x，给予“买入”评级

看好公司强成本控制能力+强运营效率，磷酸锰铁锂有望带来新增长点。看好公司在材料、制造端不断降本，远期计划打造“磷矿-磷化工-磷酸铁-磷酸铁锂”产业一体化布局。费用率方面，公司期间费用率明显低于同行，运营效率高。随着高压实密度产品上量，公司有望获得超额利润。

与同类磷酸铁锂企业相比，德方纳米、龙蟠科技 2025 年 PE 分别为 38、19x，同为周期底部的电解液龙头天赐材料 25 年 PE 30X。考虑公司为磷酸铁锂行业龙头，给予 2025 年 PE 23x，对应目标价 58.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：同类企业估值对比（PE）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
德方纳米	17	-10	-20	38	21
龙蟠科技	17	-6	-34	19	13
天赐材料	15	26	71	30	20

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：估值来自 Wind 一致预期，日期：2024/11/15 收盘价

7. 风险提示

行业扩产带来竞争加剧：各大正极厂商扩产迅速，部分化工企业也切入磷酸铁锂供应链，公司面临的市场竞争日趋剧烈，若不能维持竞争优势，则面临市场份额、盈利水平下降的风险。

原材料价格波动：公司直接材料占成本比例较高，碳酸锂等主要原材料价格波动将对公司业绩带来影响。

核心客户集中度高：公司客户集中度较高，若与核心客户产生合作变动，或核心客户排产规划出现波动，可能影响公司供应链管理。

产能建设不及预期：若公司产能释放速度未达预期，将影响产品销量和营收增长。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,045.29	1,888.90	2,278.51	8,939.30	3,836.21
应收票据及应收账款	7,064.57	4,999.74	3,639.66	6,790.59	7,064.98
预付账款	419.02	85.65	1,198.49	502.37	2,636.72
存货	4,971.41	1,324.85	3,219.76	2,517.23	4,767.65
其他	4,581.21	5,876.63	3,738.66	4,839.05	4,831.02
流动资产合计	18,081.50	14,175.78	14,075.08	23,588.54	23,136.58
长期股权投资	37.20	41.43	41.43	41.43	41.43
固定资产	6,442.70	10,733.04	12,251.57	12,670.11	12,038.64
在建工程	1,034.58	659.23	659.23	659.23	659.23
无形资产	550.58	896.18	863.93	831.69	799.45
其他	287.86	288.99	260.24	280.24	276.49
非流动资产合计	8,352.93	12,618.87	14,076.41	14,482.70	13,815.25
资产总计	26,434.43	26,794.64	28,151.48	38,071.24	36,951.83
短期借款	2,466.11	900.23	5,797.79	5,000.00	5,975.63
应付票据及应付账款	11,392.28	9,357.02	2,312.77	13,438.16	7,430.48
其他	1,792.03	1,758.34	3,127.20	2,538.97	4,896.89
流动负债合计	15,650.42	12,015.59	11,237.76	20,977.14	18,303.00
长期借款	3,271.44	2,600.78	4,338.40	3,000.00	2,424.46
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	700.46	409.11	580.40	563.32	517.61
非流动负债合计	3,971.90	3,009.89	4,918.79	3,563.32	2,942.08
负债合计	20,719.97	15,478.86	16,156.56	24,540.46	21,245.07
少数股东权益	0.48	33.36	33.22	33.00	32.62
股本	567.94	757.25	757.25	757.25	757.25
资本公积	926.35	5,025.53	5,025.53	5,025.53	5,025.53
留存收益	4,219.69	5,498.93	6,178.92	7,714.99	9,891.35
其他	0.00	0.70	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	5,714.46	11,315.78	11,994.93	13,530.78	15,706.76
负债和股东权益总计	26,434.43	26,794.64	28,151.48	38,071.24	36,951.83

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,006.19	1,580.51	849.99	1,920.08	2,720.45
折旧摊销	601.08	1,091.38	1,513.71	1,613.71	1,663.71
财务费用	177.78	191.14	409.41	452.01	365.87
投资损失	(7.25)	6.79	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(9,921.66)	(4,760.64)	(5,175.37)	7,515.89	(8,277.10)
其它	3,360.69	2,392.07	(0.18)	(0.27)	(0.48)
经营活动现金流	(2,783.17)	501.24	(2,402.44)	11,501.42	(3,527.55)
资本支出	5,367.63	5,647.53	2,828.71	2,017.08	1,045.71
长期投资	37.20	4.23	0.00	0.00	0.00
其他	(7,573.64)	(8,273.62)	(5,828.71)	(4,017.08)	(2,045.71)
投资活动现金流	(2,168.81)	(2,621.86)	(3,000.00)	(2,000.00)	(1,000.00)
债权融资	4,494.60	(1,906.55)	5,962.72	(2,456.68)	(31.54)
股权融资	(301.39)	3,972.67	(170.67)	(383.96)	(543.99)
其他	999.81	282.62	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	5,193.03	2,348.73	5,792.06	(2,840.64)	(575.54)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	241.05	228.11	389.61	6,660.78	(5,103.09)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	42,790.36	41,357.67	28,481.43	38,376.58	47,952.67
营业成本	37,451.44	38,195.46	26,257.03	34,792.21	43,464.30
营业税金及附加	164.27	134.35	99.68	115.13	143.86
销售费用	21.53	45.49	19.94	23.03	23.98
管理费用	314.78	339.80	199.37	230.26	239.76
研发费用	455.96	358.17	227.85	307.01	383.62
财务费用	245.66	196.10	409.41	452.01	365.87
资产/信用减值损失	(487.32)	(280.55)	(250.00)	(170.00)	(100.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(76.70)	(54.58)	0.00	0.00	0.00
其他	1,107.52	547.54	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	3,593.22	1,875.90	1,018.15	2,286.93	3,231.28
营业外收入	2.66	3.55	1.63	2.00	2.46
营业外支出	49.92	4.76	20.00	25.00	30.00
利润总额	3,545.96	1,874.69	999.78	2,263.93	3,203.74
所得税	539.77	294.18	149.97	344.12	483.76
净利润	3,006.19	1,580.51	849.81	1,919.81	2,719.97
少数股东损益	(1.02)	(0.12)	(0.18)	(0.27)	(0.48)
归属于母公司净利润	3,007.21	1,580.63	849.99	1,920.08	2,720.45
每股收益(元)	3.97	2.09	1.12	2.54	3.59

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	505.44%	-3.35%	-31.13%	34.74%	24.95%
营业利润	153.86%	-47.79%	-45.72%	124.62%	41.29%
归属于母公司净利润	153.96%	-47.44%	-46.22%	125.90%	41.68%
获利能力					
毛利率	12.48%	7.65%	7.81%	9.34%	9.36%
净利率	7.03%	3.82%	2.98%	5.00%	5.67%
ROE	52.63%	14.01%	7.11%	14.23%	17.36%
ROIC	86.24%	16.05%	8.71%	11.26%	22.67%
偿债能力					
资产负债率	78.38%	57.77%	57.39%	64.46%	57.49%
净负债率	92.34%	24.06%	72.58%	0.30%	34.87%
流动比率	1.08	1.14	1.25	1.12	1.26
速动比率	0.78	1.03	0.97	1.00	1.00
营运能力					
应收账款周转率	9.08	6.86	6.59	7.36	6.92
存货周转率	14.58	13.14	12.53	13.38	13.16
总资产周转率	2.43	1.55	1.04	1.16	1.28
每股指标(元)					
每股收益	3.97	2.09	1.12	2.54	3.59
每股经营现金流	-3.68	0.66	-3.17	15.19	-4.66
每股净资产	7.55	14.90	15.80	17.82	20.70
估值比率					
市盈率	13.15	25.02	46.52	20.59	14.54
市净率	6.92	3.50	3.31	2.93	2.52
EV/EBITDA	0.00	7.07	14.65	8.60	8.31
EV/EBIT	0.00	9.71	27.12	13.27	12.00

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com