

万润新能（688275.SH）

技术优势提振市场份额，一体化与出海布局助力长期成长

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：王蔚祺 010-88005313
证券分析师：李全 021-60375434

◆ 电力设备 · 电池

wangweiqi2@guosen.com.cn
liquan2@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市（首次）

执证编码：S0980520080003
执证编码：S0980524070002

事项：

11月6日，公司公告基于对公司未来发展前景的信心和长期投资价值的认同，控股股东、实际控制人刘世琦先生及李菲女士计划在未来12个月内增持公司股份金额不低于860.67万元、不超过1721.33万元；若上述增持完成后，仍出现触发稳定股价措施启动条件情形的，则控股股东、实际控制人将继续增持，12个月内增持股份金额不超过4303.33万元。

国信电新观点：

1) 实际控制人再度增持，彰显对于公司长期发展前景的坚定信心。控股股东、实际控制人在2023年10月28日至2024年11月5日间已进行股份增持，合计金额为1668.69万元；此次再度进行股份增持，表示出控股股东、实际控制人对于公司发展前景的坚定信心。

2) 公司深耕磷酸铁锂行业多年，目前全球出货量排名前三。公司创始人在2003年成立万润工贸，从事磷酸铁等正极前驱体业务。2010年万润新能正式成立，创立之初即专注于磷酸铁锂等正极业务。公司依托高性能产品，与比亚迪、宁德时代等全球头部电池企业深入合作，目前在全球市场占有率排名前三。

3) 公司积极携手头部客户，一体化布局与海外产能拓展助力长期成长。公司依托高性能产品与持续的稳定供应能力，与比亚迪、宁德时代、湖北楚能等客户深入合作，伴随客户发展实现销量快速提升。公司长期深耕高温固相法工艺，针对客户高压实产品需求、进行相应产能改造并积极进行产品验证，第四代产品有望在2025年大批量供应、进而增益公司盈利能力。同时，公司积极进行一体化布局，目前磷酸铁已经基本实现完全自供，保康县磷化工项目顺利推进。此外，公司加速海外布局，在美国布局5万吨磷酸铁锂项目、抢占市场竞争先机，有望伴随美国新能源车及储能市场发展实现快速放量。

4) 投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。我们预计公司2024-2026年实现归母净利润-6.47/4.04/8.13亿元，EPS为-5.13/3.21/6.44元，动态PE为-11/17/8倍。综合绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理价值在67.4-70.4元之间，相对于公司目前股价有25%-31%溢价空间。

风险提示：行业竞争加剧风险，原材料大幅波动风险，新产品验证进展不及预期风险，境外经营的风险，持股5%股东量科高投拟减持1.9981%股份或对公司股价短期带来明显波动。

评论：

◆ 专注磷酸铁锂多年的行业领先企业

公司是全球前三的磷酸铁锂生产企业

公司是全球前三的磷酸铁锂正极生产企业。公司创始人在2003年创立万润工贸，从事磷酸铁、氧化铁、草酸亚铁等正极前驱体研究，并进入美国A123供应链。2010年万润新能成立，创立之初即聚焦于磷酸铁锂、锰酸锂等正极材料生产。公司凭借高性能产品在2012年和2014年相继与比亚迪、宁德时代达成合作。2022年公司正式在科创板上市，2023-2024年相继进行一体化布局和出海布局。2024年1-9月公司在全球磷酸铁锂市场占有率排名第三。

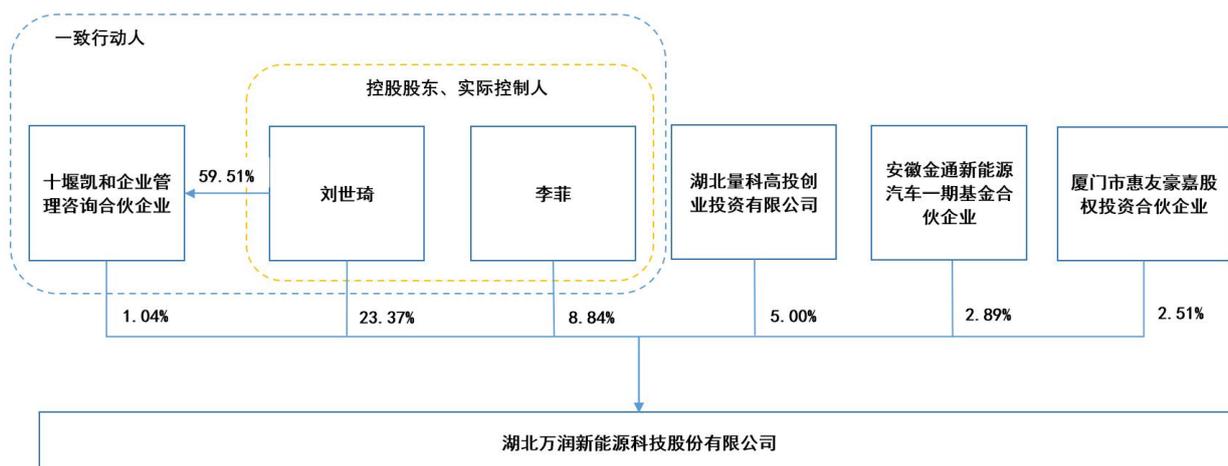
图1: 万润新能发展历程



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司实际控制人为创始人刘世琦、李菲夫妇。公司控股股东、实际控制人为董事长刘世琦、董事李菲夫妇, 其与员工持股平台十堰凯和互为一致行动人, 合计持有公司 33.25% 股权。公司核心管理层具有丰富的产业技术背景, 对于技术认知深刻, 并且能够持续推动公司在技术方面的进步和变革。

图2: 万润新能股权结构图 (截至到 2024 年 11 月 26 日)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 万润新能主要董事及管理团队情况

姓名	职位	个人履历
刘世琦	董事长、总经理	研究生学历。曾就职于东风汽车公司、十堰市富荣实业。现任公司董事长兼总经理。
李菲	董事	曾就职于东风汽车公司、深圳中黄实业。现任公司董事。
陈虎	董事	曾任大信会计师事务所审计经理, 湖北省高新技术产业投资集团投资总监, 湖北量科高投投资总监。现任湖北国翼投资管理公司董事总经理, 公司董事。
熊健	副总经理	曾任法雷奥汽车空调湖北有限公司 IE 设计科主任、东风延锋(十堰)质量部长、惠州市华阳数码特电子质量总监。现任公司副总经理。
柴小琴	财务总监	中级会计师。曾任东风智联发展有限公司会计、十堰天舒机电总账会计、湖北双鸥汽车饰件成本会计、财务部部长助理、财务部部长。现任公司财务总监。
高文静	董事会秘书	曾任毕马威华振会计师事务所助理经理, 国信证券项目经理。现任公司董事会秘书。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

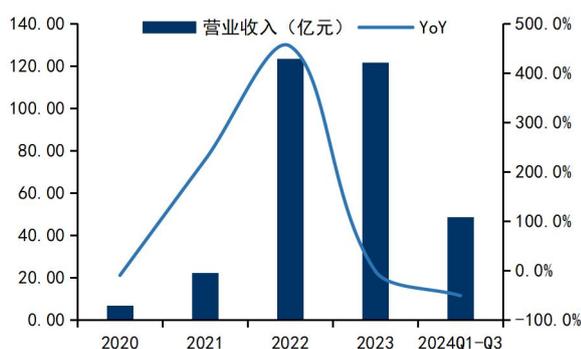
碳酸锂减值和行业激烈竞争扰动短期利润，公司依托产品优势抢占份额、盈利边际向好

受益于国内新能源车需求快速增长以及磷酸铁锂电池市占率的快速提升，公司 2020-2022 年收入与利润实现快速增长。2022 年公司实现营收 123.52 亿元，2020-2022 年均复合增速为 324%；2022 年公司磷酸铁锂销量为 9.22 万吨，2020-2022 年均复合增速为 121%。一方面公司磷酸铁锂销量快速提升，带动收入增加；另一方面磷酸铁锂主要原料碳酸锂价格从 2021 年初的 5 万元/吨一路上涨至 2022 年底的超 55 万元/吨，亦对收入增加产生显著影响。2022 年公司实现归母净利润 9.59 亿元，较 2020 年增加 10.03 亿元。

2023 年以来碳酸锂价格整体呈现下降趋势，从 2023 年初的 50 万元/吨左右下降至 2024 年 12 月的 7 万元/吨。碳酸锂价格的大幅波动，一方面造成磷酸铁锂整体行业公司营收同比显著回落，另一方面对于现有库存产生较大减值压力、从而对于业绩产生消极影响。同时，2023 年以来供需相对宽松背景下，行业竞争持续加剧，加工费整体呈现下降态势。由此，在原料减值压力和行业竞争加剧背景下，包括公司在内的行业内大多数企业出现显著亏损。2024 年前三季度公司实现营收 48.52 亿元，同比-51%；实现归母净利润-5.99 亿元，同比显著减亏，主要系稼动率改善盈利能力边际向好、以及资产减值损失降低等因素影响。

2024H2 以来，新能源车以旧换新政策助推国内销量提升、降息趋势下储能需求持续走高，磷酸铁锂需求快速增长。公司在稼动率回升、商务条件边际向好背景下，盈利能力有望显著好转。

图3：万润新能营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：万润新能归母净利润情况（亿元）



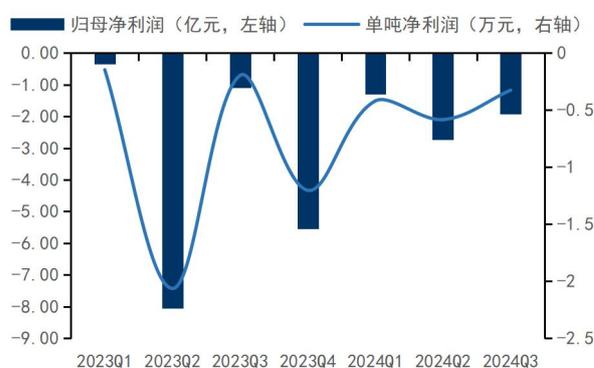
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：万润新能单季度营业收入情况（亿元）



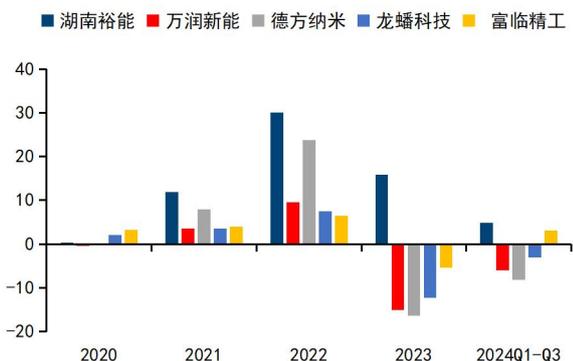
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：万润新能单季度归母净利润情况（亿元）



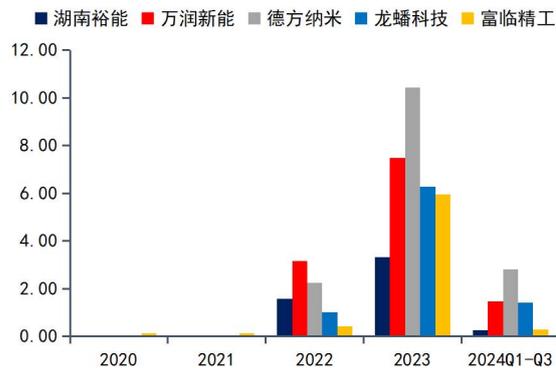
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：部分磷酸铁锂企业归母净利润情况（亿元）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

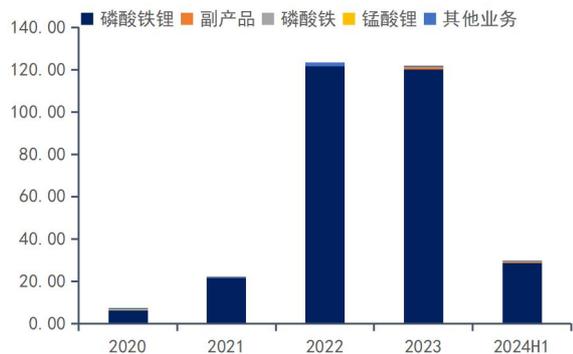
图8：部分磷酸铁锂企业计提资产减值损失情况（亿元）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

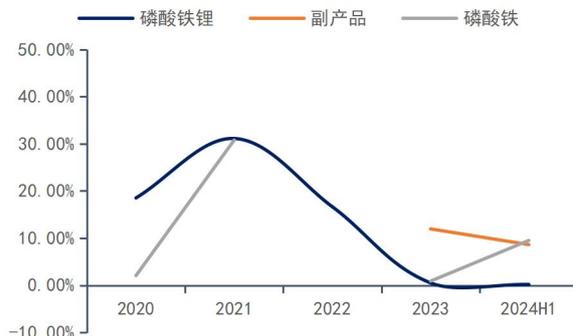
公司主营业务及产品包括：1) 磷酸铁锂正极；2) 磷酸铁；3) 锰酸锂；4) 副产品（磷化工品、硫酸铵等）。2024H1 公司实现营收 29.48 亿元，其中磷酸铁锂营收 28.62 亿元、占总营收的 97%，副产品营收 0.62 亿元，磷酸铁营收 0.21 亿元，其他业务收入 0.03 亿元。

图9：万润新能营收结构情况（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：2022 年及之后锰酸锂销售收入不再单独披露

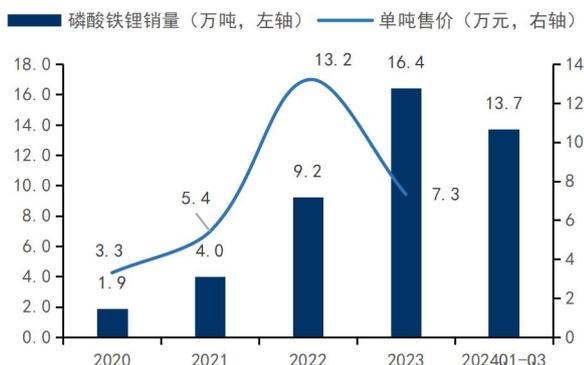
图10：万润新能各业务毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：2022 年未披露磷酸铁毛利率数据

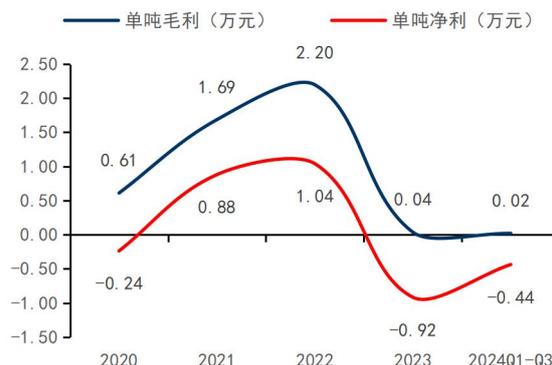
公司磷酸铁锂产品销量呈现快速增长态势：2020-2023 年公司磷酸铁锂正极营收分别为 6.20/21.69/121.66/120.17 亿元，磷酸铁锂销量分别为 1.88/4.00/9.22/16.41 万吨，单吨售价分别为 3.30/5.42/13.19/7.32 万元，单吨毛利分别为 0.61/1.69/2.20/0.04 万元，单吨净利分别为 -0.24/0.88/1.04/-0.92 万元。公司 2024Q1-Q3 磷酸铁锂销量为 13.7 万吨，同比+16%。

图11: 万润新能磷酸铁锂销量及单吨售价 (万吨、万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 万润新能磷酸铁锂单吨毛利与单吨净利 (万元)

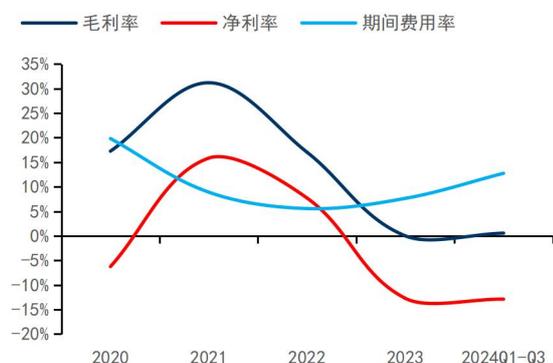


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

受到原料价格波动以及行业竞争加剧影响, 公司毛利率和净利率在 2023 年以来出现明显回落。公司 2020-2023 年毛利率分别为 17.25%/31.19%/17.05%/0.01%, 净利率分别为-6.25%/15.84%/7.72%/-12.71%。公司 2024Q1-Q3 毛利率为 0.56%, 净利率为-12.88%。

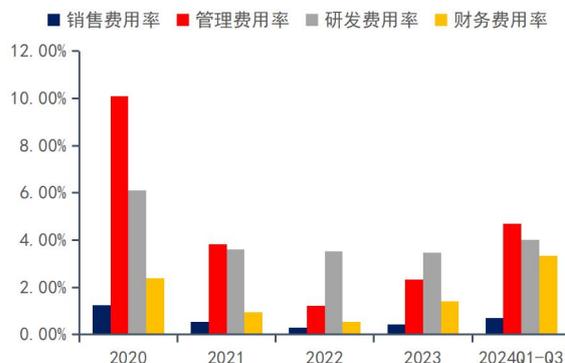
碳酸锂价格对于公司收入产生显著影响, 故而使得期间费用率出现显著波动。公司 2020-2023 年期间费用率为 19.82%/8.91%/5.57%/7.64%, 2024Q1-Q3 公司期间费用率为 12.75%。公司秉承大客户战略, 销售费用率维持相对稳定; 公司持续注重研发投入, 研发费用率维持相对稳定。公司 2024Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.70%/4.70%/4.01%/3.34%。

图13: 万润新能毛利率、净利率、期间费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 万润新能各项费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

同行业对比

公司磷酸铁锂销量增速较快, 收入与销量体量处于行业相对领先水平。公司 2024H1 磷酸铁锂销量为 7.8 万吨, 同比+24%; 前三季度磷酸铁锂销量为 13.7 万吨, 同比+16%。公司 2024H2 订单饱满, 市场份额有望稳中有升。

表2: 部分企业磷酸铁锂业务营业收入情况 (亿元)

	2021	2022	2023	2024H1
湖南裕能	69.4	426.7	411.1	106.0
万润新能	21.7	121.7	120.2	28.6
德方纳米	48.1	225.4	169.2	42.5
富临精工	6.5	48.8	28.1	19.5
龙蟠科技	18.8	122.4	67.5	24.8

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

表3: 部分企业磷酸铁锂销量 (万吨)

	2021	2022	2023	2024H1
湖南裕能	12.0	32.4	50.6	30.9
万润新能	4.0	9.2	16.4	7.8
德方纳米	9.1	17.2	21.4	11.6
富临精工	1.0	4.4	4.5	4.7
龙蟠科技	3.1	9.5	10.8	7.5

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司磷酸铁锂正极售价处于行业较高水平, 单位盈利能力在行业内相对领先。展望 2024H2 及后续, 公司产能利用率持续提升、优质订单交付占比持续走高, 盈利能力有望持续向好。

表4: 部分企业磷酸铁锂售价 (万元/吨)

	2021	2022	2023	2024H1
湖南裕能	5.76	13.17	8.13	3.43
万润新能	5.42	13.19	7.32	3.67
德方纳米	5.27	13.08	7.91	3.68
富临精工	6.46	10.99	6.21	4.12
龙蟠科技	6.15	12.87	6.25	3.32

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理; 注: 湖南裕能等企业部分原料由客户进行供应, 部分收入采用净额法计算, 致使营业收入/销量并不完全代表磷酸铁锂售价情况

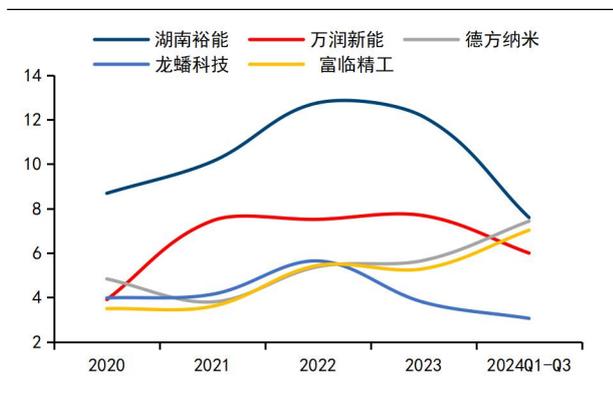
表5: 部分企业磷酸铁锂单位毛利 (万元/吨)

	2021	2022	2023	2024H1
湖南裕能	1.54	1.64	0.59	0.27
万润新能	1.69	2.20	0.04	0.01
德方纳米	1.52	2.63	0.02	-0.07
富临精工	0.64	1.60	-1.05	0.07
龙蟠科技	1.50	2.12	-0.49	

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

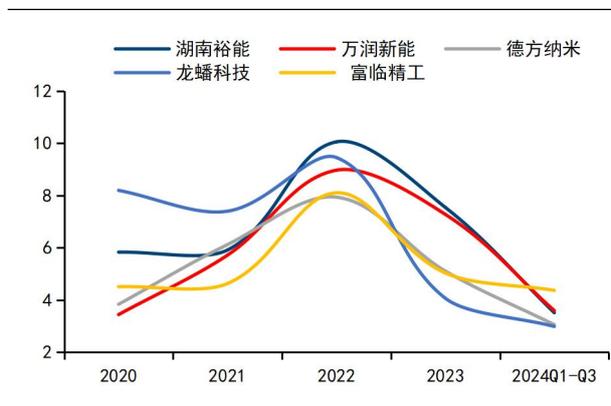
公司存货周转速度、应收账款周转速度整体处于行业较高水平；流动比率与速动比率处于行业平均水平。

图 15: 部分磷酸铁锂正极企业存货周转率 (%)



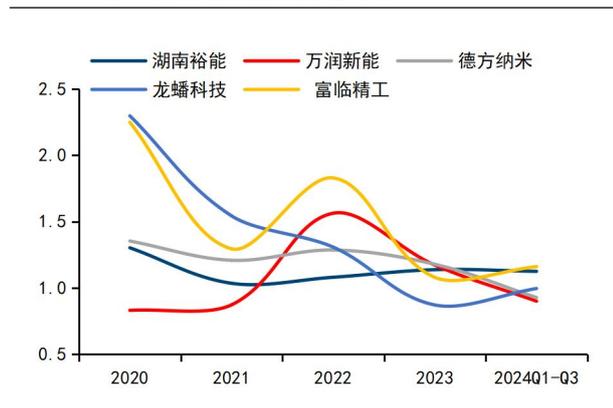
资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 16: 部分磷酸铁锂正极企业应收账款周转率 (%)



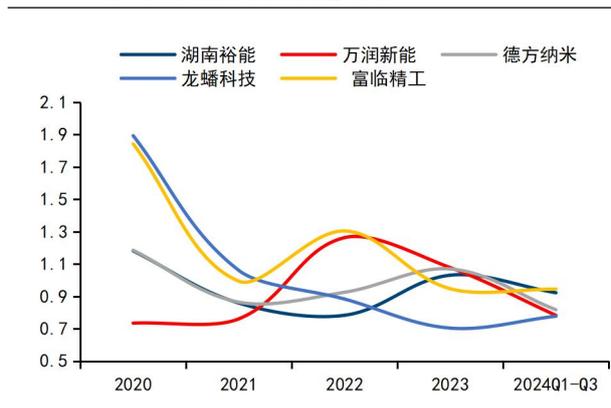
资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 17: 部分磷酸铁锂正极企业流动比率



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 18: 部分磷酸铁锂正极企业速动比率



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 行业供需边际向好, 高质量与高压实产品助推头部企业抢占份额

磷酸铁锂具有成本低、循环寿命长、安全性高的优势

正极材料决定锂电性能, 能量密度和安全性是核心考量。为了满足锂电池高能量密度、功率密度, 较好的循环性能和可靠的安全性, 正极材料需要具备以下几方面条件: 1) 为电池充放电提供锂源; 2) 提供更高的电极电位保障输出电压高; 3) 电压平台稳定保障输出电位平稳; 4) 正极材料的电化当量小, 保障较高能量密度; 5) 锂离子在材料中扩散系数高, 保障高功率密度; 6) 可逆性好保障电池循环性能; 7) 较高的电子和离子电导率; 8) 化学稳定性好、资源丰富、制备成本低。

表6: 常见锂离子电池正极材料及性能

中文名称	钴酸锂	锰酸锂	磷酸铁锂	镍钴锰酸锂
化学式	LiCoO ₂	LiMn ₂ O ₄	LiFePO ₄	Li(Ni _{1/3} Co _{1/3} Mn _{2/3})O ₂
晶体结构	层状	尖晶石	橄榄石结构	层状氧化物
理论容量/mAh·g ⁻¹	274	148	170	273-285
电芯的质量比能量/Wh·kg ⁻¹	180-240	130-180	130-160	180-240
平均电压/V	3.7	3.8	3.4	3.6
电压范围/V	3.0-4.5	3.0-4.3	3.2-3.7	2.5-4.6
安全性能	差	良好	好	尚好
适用温度/°C	-20 至 55°C	>50°C快速衰退	-20 至 75°C	-20 至 55°C
成本	很高	低廉	低廉	较高
优点	充放电稳定 工艺简单	锰资源丰富；价格较低 安全性能好	高安全性；价格低廉 环保长寿	电化学性能稳定 能量密度高；循环性能好
缺点	钴价格昂贵 循环寿命低	能量密度低 电解质相容性差	低温性能较差 放电电压低	部分金属价格昂贵
应用领域	3C 电子产品	电动工具、储能等	电动车及储能	3C、电动车及储能

资料来源:王鼎. 镍钴铝酸锂(NCA)正极材料的合成与改性研究[D]. 长江大学. 2020, 国信证券经济研究所整理

根据不同的技术路线,常见的正极材料可以分为钴酸锂(LCO)、锰酸锂(LMO)、磷酸铁锂(LFP)、镍钴锰酸锂三元材料(NCM)、镍钴铝酸锂(NCA)等。而电动汽车中常用的正极体系主要是磷酸铁锂和三元材料。与三元材料相比,磷酸铁锂的优势在于:

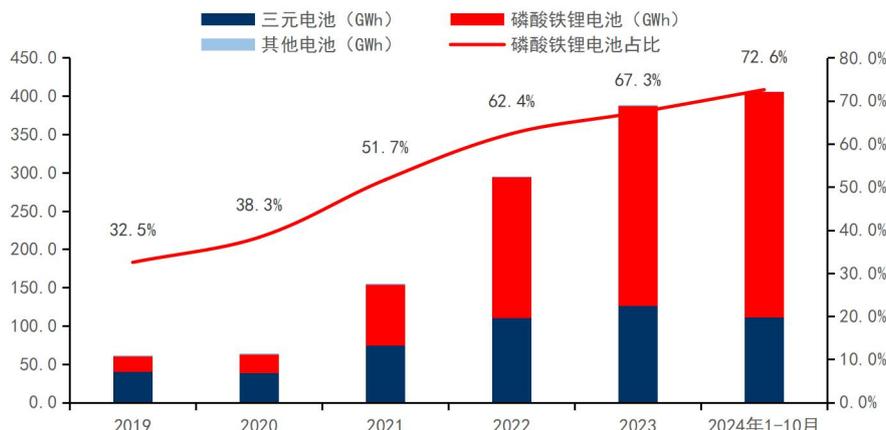
- 1) 循环寿命长:**磷酸铁锂的橄榄石型结构稳定性更高,磷酸铁锂电池单体电芯的循环寿命在3000次以上、储能电芯循环寿命能够超过6000次,三元材料电池单体电芯的循环寿命在2000次以上,磷酸铁锂材料的循环性能具有明显的优势。
- 2) 安全性能高:**磷酸铁锂结构中的磷氧化学键稳固,分解难度大,即使在高温或过充状态下电极材料也不会发生崩塌或形成强氧化性物质。一般来说磷酸铁锂在700-800°C左右才会发生分解,而三元材料在200°C左右就会分解并释放氧气。
- 3) 成本低:**三元材料往往需要镍钴等金属原料,这类原料国内储量小,主要依赖进口,因而三元材料生产成本低。而磷酸铁锂本身原材料国内较为丰富且无需添加贵金属,生产制造成本低。

磷酸铁锂的不足在于:能量密度低、倍率性能较差、低温性能较差。

需求端:动力电池领域铁锂需求旺盛,储能发展带动铁锂需求快速增长

国内新能源车市场中磷酸铁锂电池装车占比持续提升。根据动力电池产业联盟数据,2024年1-10月国内动力电池装车量为405.8GWh,其中磷酸铁锂电池装车量为294.5GWh,占总装车量的72.6%,较2023年提升5.3pct。

图19：国内动力电池装机量及磷酸铁锂电池占比（GWh、%）



资料来源：动力电池产业创新联盟，国信证券经济研究所整理

国内磷酸铁锂装机占比提升主要得益于：1) 磷酸铁锂电池性价比高。2022 年新能源车国家补贴正式退出，主机厂对于成本敏感度显著提升。具有显著成本优势的磷酸铁锂材料再度获得市场显著关注。2) 磷酸铁锂电池包结构优化显著提升能量密度。宁德时代 CTP 电池、比亚迪刀片电池等新电池技术的发展，使得电池包空间利用率从原有的 40%-50%提升至 70%左右，进而使得电池包能量密度显著提升，弥补磷酸铁锂材料能量密度较低的短板。3) 磷酸铁锂性能持续改善。材料企业持续优化产品性能，克容量、压实密度等材料属性持续改善，进而支持铁锂电池可实现 1000km 续航和 4C 快充，以此满足更广阔消费者需求。

图20：三元电池与铁锂电池价格情况（元/Wh）



资料来源：上海有色网、国信证券经济研究所整理

图21：比亚迪刀片电池技术



资料来源：比亚迪官网、国信证券经济研究所整理

海外磷酸铁锂电池仍有较大发展空间。国内头部电池企业加速出海，通过优质产品性能和价格竞争优势，持续提升海外主机厂对铁锂电池接受程度。日韩电池厂如 LG 新能源、三星 SDI 等积极进行铁锂电池研发，并计划在 2025-2026 年推出铁锂电池，不断丰富行业供应。此外，海外主机厂出于价格竞争力等因素考虑，对于铁锂电池接受度正持续提升，后续有望实现铁锂电池的陆续导入。

表7: 部分海外电池企业磷酸铁锂电池量产进展

企业名称	预计批量量产磷酸铁锂电池时间	产业化进展
LG 新能源	2025	2024年2月, LG 新能源与常州锂源签署长期供货协议, 预计2024-2028年向常州锂源累计采购16万吨磷酸铁锂正极。2024年7月, LG 新能源宣布与雷诺旗下 Ampere 合作, 预计在2025年末至2030年向其供应合计约39GWh磷酸铁锂电池。2024年10月, 公司宣布计划在2025年开始在美国生产储能电池, 并考虑需求将欧洲部分动力产线切换为储能产线。
SK On	2026	2024年1月, SK On 首席运营官表示公司计划最早在2026年开始大规模量产磷酸铁锂电池, 并正在与一些主机厂进行谈判。
三星 SDI	2026	公司现已完成磷酸铁锂电池的开发, 目前正在与多家客户讨论批量生产计划。2024年9月推出商用车用磷酸铁锂电池产品。
松下	-	暂无

资料来源: 各公司官网, 国信证券经济研究所整理

表8: 部分车企磷酸铁锂电池车型规划及进展

企业名称	产业化进展
大众	2024年10月, 大众推出使用磷酸铁锂电池的 ID.3 车型版本。后续入门级车型或持续搭载磷酸铁锂电池。
福特	2023年福特 Mustang Mach-E 已经搭载磷酸铁锂电池。公司规划20GWh磷酸铁锂电池工厂, 预计2026年投产。
通用	2024年10月, 通用汽车宣布将放弃 Ultium 电池品牌, 未来将开始采用磷酸铁锂电池技术以降低电池成本。
宝马	宝马第六代圆柱电芯将首次使用磷酸铁锂正极。同时, 磷酸铁锂电池将在计划于2025年开始生产的 Neue Klasse 车型中使用。
戴姆勒	2021年奔驰表示将会在入门级车型中使用磷酸铁锂电池。2024年6月, 奔驰和 Stellantis 联合成立的电池合资公司暂停欧洲电池工厂项目的建设, 并重新评估未来发展方向, 考虑转向成本更低的磷酸铁锂电池。
Stellantis	2023年11月, 宁德时代与 Stellantis 集团签署战略谅解备忘录, 将在欧洲市场为其供应磷酸铁锂电池。2024年12月, 宁德时代公告与 Stellantis 在欧洲成立合资公司, 在西班牙建设50GWh电池工厂。

资料来源: 各公司官网, 国信证券经济研究所整理

储能市场高速增长助推磷酸铁锂行业维持高景气。国内市场来看, 储能系统成本持续下滑、共享储能等商业模式蓬勃发展, 各地“十四五”新型储能规划将支撑我国新增储能装机维持高速增长。海外市场来看, 在长期资金成本下降的大背景下, 美国储能项目将快速释放, 同时欧洲大储和户储也有望迎来快速发展。根据 Infolink 数据, 2023年全球储能电池出货量为196.7GWh, 同比+38%。储能场景对电池能量密度、体积要求低, 成本敏感度高, 高性价比磷酸铁锂电池是目前主流技术。

基于行业上述趋势, 我们对于市场需求做出如下假设: 1) 2026年全球新能源车销量有望达到2409万辆, 对应动力电池需求突破1464GWh; 2) 2026年国内动力电池市场中磷酸铁锂市占率达到68%、海外动力电池市场中磷酸铁锂市占率达到43%; 3) 2026年全球储能电池市场出货量达到448GWh, 其中基本为磷酸铁锂电池。由此, 我们测算得到2024年全球磷酸铁锂正极需求约为236万吨, 2026年有望达到357万吨, 年均复合增速为23%。

表9: 全球磷酸铁锂正极需求测算

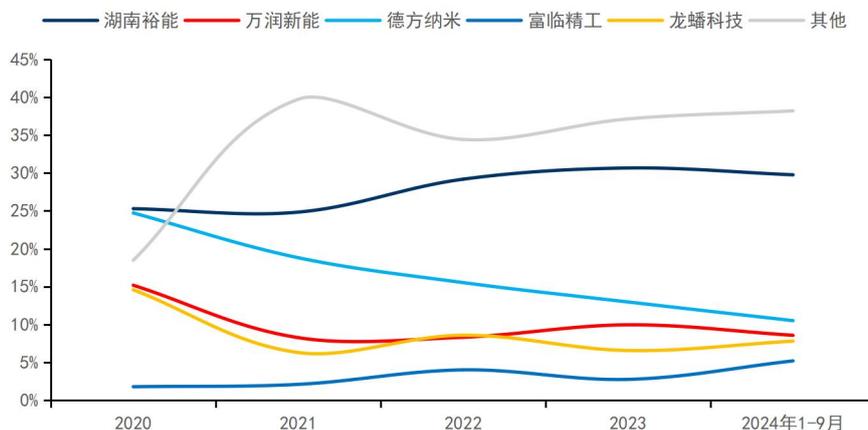
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
全球动力电池中磷酸铁锂装机量 (GWh)	112.3	271.1	402.4	568.1	712.7	855.5
全球消费电池中磷酸铁锂装机量 (GWh)	25.0	28.6	36.0	43.6	49.8	53.8
全球储能电池中磷酸铁锂装机量 (GWh)	30.0	121.3	184.9	279.5	374.2	438.8
全球磷酸铁锂电池合计需求 (GWh)	167.4	420.9	623.3	891.2	1136.8	1348.0
1GWh 电池对应磷酸铁锂正极需求 (万吨)	0.22	0.22	0.21	0.21	0.21	0.21
全球磷酸铁锂正极需求 (万吨)	36.8	92.6	130.9	187.2	238.7	283.1
全球磷酸铁锂正极需求 (万吨, 考虑库存等)	46.0	120.4	157.1	235.8	300.8	356.7
YoY		162%	30%	50%	28%	19%

资料来源: 高工锂电, EV Tank, Infolink, 中汽协, SNE Research, 国信证券经济研究所整理与测算

供给端：产能扩张速度放缓，头部企业依托稳定质量和先进产品持续抢占份额

湖南裕能份额优势明显，其他企业份额上下波动较大。近年以来，湖南裕能凭借规模、技术和产品等方面优势，市场份额持续提升，目前以超过 30%的份额，稳居行业第一。万润新能、德方纳米、龙蟠科技等受到细分市场与客户需求增速的影响，市场份额近年来均存在上下波动，目前基本都在 10%左右。

图 22：国内磷酸铁锂正极市场竞争格局



资料来源：高工锂电，各公司公告，国信证券经济研究所整理

行业产能扩张放缓，供需结构边际向好。2023-2024 年受到碳酸锂价格大幅下跌以及行业竞争加剧影响，磷酸铁锂行业大多数企业普遍出现显著亏损，在手现金显著减少。同时，企业亏损背景下融资难度明显增加，故而行业产能扩张速度显著放缓。2024H2 以来，在汽车以旧换新政策刺激和储能需求快速增长背景下，头部上市公司出现满产满销的状态，供需结构稳中向好。

表 10：磷酸铁锂行业供需测算情况（万吨）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
湖南裕能	10.6	34.8	56.2	80.0	100.0	110.0
万润新能	4.5	12.0	24.8	37.8	50.8	55.8
德方纳米	10.6	20.4	29.5	37.5	40.0	45.5
龙蟠科技	3.3	9.2	20.1	26.0	30.5	36.5
富临精工	6.2	14.0	14.0	21.5	29.0	29.0
安达科技	4.0	9.0	15.0	20.0	24.0	27.0
融通高科	3.0	15.0	25.0	30.0	34.5	38.5
友山科技	3.0	7.5	17.5	27.5	27.5	27.5
国轩高科			10.0	20.0	20.0	20.0
长远锂科				3.0	6.0	6.0
当升科技				4.0	6.0	8.0
厦钨新能				2.0	4.0	4.0
南通瑞翔				5.0	5.0	5.0
丰元股份	1.0	7.5	14.0	24.0	24.0	24.0
龙佰集团			5.0	5.0	5.0	5.0
川发龙蟠				2.0	6.0	6.0
萍乡创普斯			3.0	6.0	6.0	6.0
金堂时代		10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
协鑫锂电			6.0	12.0	12.0	12.0

重庆特瑞	2.0	6.0	10.0	10.0	10.0	10.0
泰丰先行	1.0	9.0	15.0	18.5	18.5	18.5
合计-有效产能	49.1	154.4	275.1	401.8	468.8	504.3
需求（考虑库存）	46.0	120.4	157.1	235.8	300.8	356.7
产能保障比例	107%	128%	175%	170%	156%	141%
Top5 企业产能保障比例	76%	75%	92%	86%	83%	78%

资料来源：各公司公告，高工锂电，国信证券经济研究所整理与测算

注：不完全统计，各公司情况以其最新披露口径为准

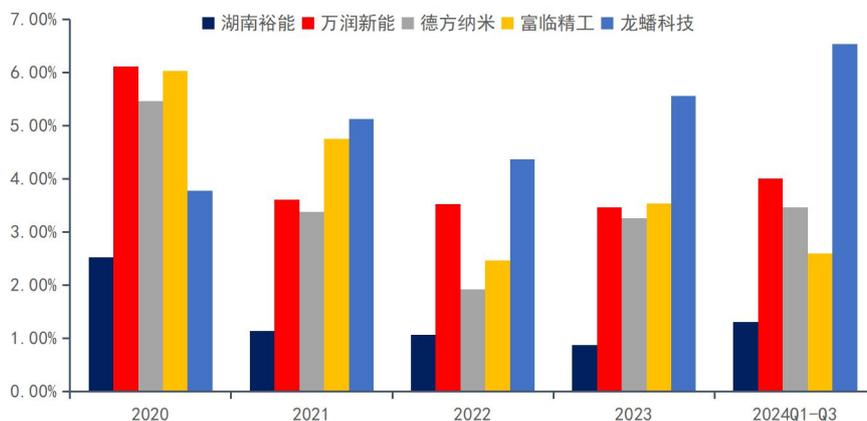
磷酸铁锂性能要求持续提高，头部企业依托质量和技术优势有望实现份额提升。在行业竞争加剧背景下，部分企业为保障稼动率、持续通过较低加工费参与市场竞争，但由于其技术不稳定、成本高等因素无法为客户持续提供高质量、稳定性能的产品，故而丢失市场份额。同时，电池企业陆续迭代神行电池、刀片电池等先进铁锂电池产品，对于磷酸铁锂电池的续航里程与充电倍率提出更高要求，产品压实密度提升成为客户新诉求。头部企业如湖南裕能、富临精工、万润新能等依托产品质量优势，持续迭代高压实新产品，有望在行业竞争中持续实现份额提升。

◆ 携手优质客户助推销量快速增长，一体化延伸与美国基地布局助力长期成长

公司高压实产品布局顺利，携手头部电池企业实现快速发展

公司高度重视研发投入，始终秉承“以质量赢得市场，以效率强化经营”的经营理念。公司高度重视产品开发，研发费用率持续处于行业领先水平。公司重视磷酸铁锂产品质量，产品一致性、批次供应稳定性均处于行业前列。

图23：国内部分磷酸铁锂企业研发费用率情况（%）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

公司持续进行产品迭代和开发，高压实产品放量在即。公司长期深耕高温固相法工艺路线，在高压实密度性能方面具有一定优势。公司积极进行生产工艺优化，第四代高压实产品已对核心客户积极送样验证、预计 2025 年开始陆续大批量供应。

表 11: 部分磷酸铁锂公司第四代（压实 2.6g/cm³+）产品进展

第四代产品进展	
万润新能	2023 年开始对客户送样测试，目前小批量供应；2025 年预计携手大客户放量
A 公司	小批量供应；2025 年预计携手大客户放量
B 公司	大批量供应
C 公司	验证中
D 公司	验证中

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理；注：最新进展以各公司披露口径为准

表 12: 万润新能部分在研项目情况（截至 2024H1）

项目名称	进展	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
高性能长循环储能型磷酸铁锂的开发	结题阶段	开发出适合不同客户的储能型产品	研发出颗粒均匀一致、循环性能好、容量高，具有前瞻性竞争优势的产品	储能领域
A6-5A 储能型磷酸铁锂产品的研发及产业化	试生产阶段	开发出磁吸低，能效高的磷酸铁锂新产品	选择不同的碳源提高产品碳包覆的均匀度；提高钛掺杂量，减小产品颗粒，提升产品容量；改善工艺参数，减少磷化铁与单质铁	储能领域
高压实磷酸铁锂产品开发与粒径分布模型研究	中试阶段	开发出压实密度高，放电性能好的磷酸铁锂新产品	二烧工艺提高粉体压实；降低一烧温度提高碳包覆量，提高二烧温度提升压实；对一烧成品物料进行混料掺杂再二烧提高放电容量	应用于高压实磷酸铁锂制备，开发出续航 700 公里以上的磷酸铁锂材料
高压实密度型 NFPP 开发	中试阶段	开发出高压实密度型的焦磷酸磷酸铁钠产品	通过前驱体的筛选得到致密性较好，一次颗粒较大的焦磷酸磷酸铁钠，确保其具备较高的压实密度。通过优化烧结曲线，保证焦磷酸磷酸铁钠产品的均一性已经碳包覆的均一性	储能领域；插电式混合动力汽车领域
低成本氟磷酸钒钠正极材料开发	小试阶段	开发出高性能、长循环寿命且低成本的氟磷酸钒钠正极材料	提高氟磷酸钒钠成品的纯度，降低氟磷酸钒钠成本；使用离子掺杂进行取代钒降低成本	应用于氟磷酸钒钠的制备，主要应用于高端储能和电动工具领域
动力用高压实硫酸亚铁钠正极材料开发	中试阶段	开发出长循环、高压实、高倍率、低成本的硫酸亚铁钠电正极材料	通过原位包覆提高材料的电导率，并抑制活性材料与电解液之间的副反应。通过黄料二次包覆，来提高碳包覆致密性，降低内阻，提升材料的空气稳定性。通过优化烧结曲线来改变材料结晶速度，减少晶体缺陷，提高一次颗粒形貌规整度和压实密度。	用于制备以硫酸亚铁钠材料为正极的钠电池，应用于低速电动车、家用储能等领域

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司秉承大客户战略，与比亚迪、宁德时代等头部客户达成长期战略合作。2021-2023 年，公司前两大核心客户为比亚迪与宁德时代，前两大客户销售占比维持在 80%-90%左右。此外，公司还与湖北楚能、赣锋锂电、吉利控股等动力储能电池积极携手，实现高效协同发展。

表 13: 万润新能前五大客户情况

	2020		2021		2022		2023	
	客户名称	收入贡献	客户名称	收入贡献	客户名称	收入贡献	客户名称	收入贡献
1	宁德时代	59.43%	宁德时代	44.35%	比亚迪	50.90%	比亚迪	72.44%
2	万向一二三	10.33%	比亚迪	36.28%	宁德时代	34.87%	宁德时代	16.07%
3	比亚迪	8.69%	中航锂电	4.86%	赣锋锂电	9.41%	赣锋锂电	5.46%
4	亿纬锂能	3.90%	亿纬锂能	3.58%	瑞浦兰钧	1.08%	吉利控股	1.65%
5	合肥国轩	2.21%	万向一二三	3.14%	楚能新能源	0.60%	安驰新能源	0.93%
CR5		84.56%		92.21%		96.86%		96.55%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司积极应对下游需求，扩产提升保障能力、并积极布局高压实相应产能。公司现有产能 46.8 万吨、包括湖北基地 31.1 万吨、安徽基地 3.7 万吨以及鲁北基地 12 万吨（一期一阶段）。2024H2 以来下游大客户需求持续走高，公司在 Q4 有望实现满产满销。目前公司现有产能位列行业第二，伴随鲁北基地一期一阶段的持续爬坡，公司保供能力将持续增加。

为满足客户对高压实产品需求，公司已改造部分产能为二烧产能进行产品送样与小批量供应。此外，公司鲁北基地二期二阶段还规划有 12 万吨产能（若折合二烧产能约为 7-9 万吨），后续将根据高压实产品需求适时投放。

表 14: 万润新能磷酸铁锂 2020-2025 年年底产能情况（万吨）

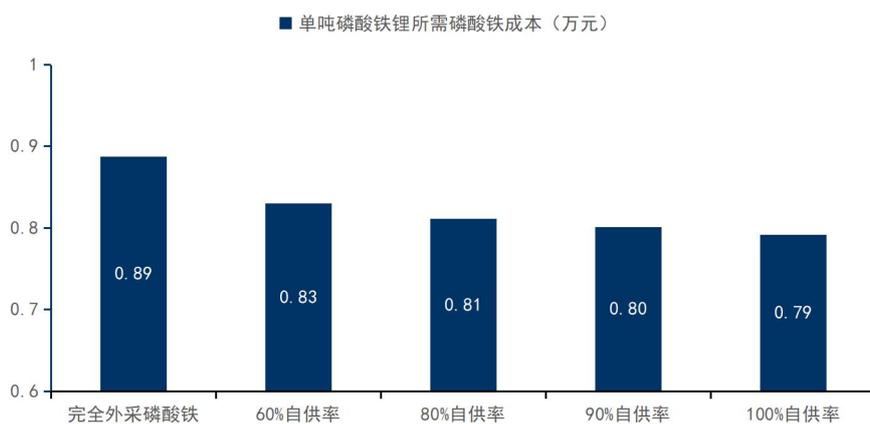
	产能规划	2021	2022	2023	2024E	2025E
湖北	31.1	4.5	15.6	21.1	31.1	31.1
安徽	3.7		3.7	3.7	3.7	3.7
鲁北一期一阶段	12.0				12.0	12.0
鲁北一期二阶段	8.0					8.0
美国	5.0					0.9
合计	59.8	4.5	19.3	24.8	46.8	55.7

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司积极进行一体化布局，持续增益盈利能力

公司磷酸铁产能持续释放，目前基本实现完全自供。公司湖北基地具有部分磷酸铁产能，鲁北基地 24 万吨磷酸铁项目已于 2023 年开始陆续投产；截至目前公司磷酸铁已基本实现完全自供。

图 24: 不同磷酸铁自供比例下磷酸铁锂所需磷酸铁成本（万元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

公司积极进行磷化工相关业务延伸，一体化布局增益盈利能力。2022 年 11 月，公司与湖北省十堰市房县签署合作框架协议，双方拟共同投资建设新能源材料及循环经济产业园项目，包括磷酸铁锂、磷酸铁、磷盐、磷酸、磷矿石等一体化产业链材料项目。2023 年 12 月，公司与湖北省襄阳市保康县签署磷酸铁锂循环一体化产业园项目协议书，公司与保康国投成立合资公司，投资建设磷酸铁锂循环一体化产业园项目，分两期建设，包括磷酸铁锂、磷酸铁、磷盐、磷酸、磷矿石等一体化产业链材料。公司积极通过上游磷化工及磷资源相关布局，有望进一步保障公司原料供应、并优化成本结构，提升综合竞争力。

表 15: 万润新能一体化项目布局情况

项目名称	公告时间	项目合作情况
房县-新能源材料及循环经济产业园项目	2022 年 11 月	公司与湖北省十堰市房县签署合作框架协议，双方拟共同投资建设新能源材料及循环经济产业园项目，包括磷酸铁锂、磷酸铁、磷盐、磷酸、磷矿石等一体化产业链材料项目。
保康县-磷酸铁锂循环一体化产业园项目	2023 年 12 月	公司与湖北省襄阳市保康县签署磷酸铁锂循环一体化产业园项目协议书，公司与保康国投成立合资公司，万润以现金出资持股比例不低于 70%、保康国投以磷矿矿业权、选矿厂及其他磷化工业务经营主体的股权和资产入股、持股比例不高于 30%。合资公司将投资建设磷酸铁锂循环一体化产业园项目，包括磷酸铁锂、磷酸铁、磷盐、磷酸、磷矿石等一体化产业链材料项目。

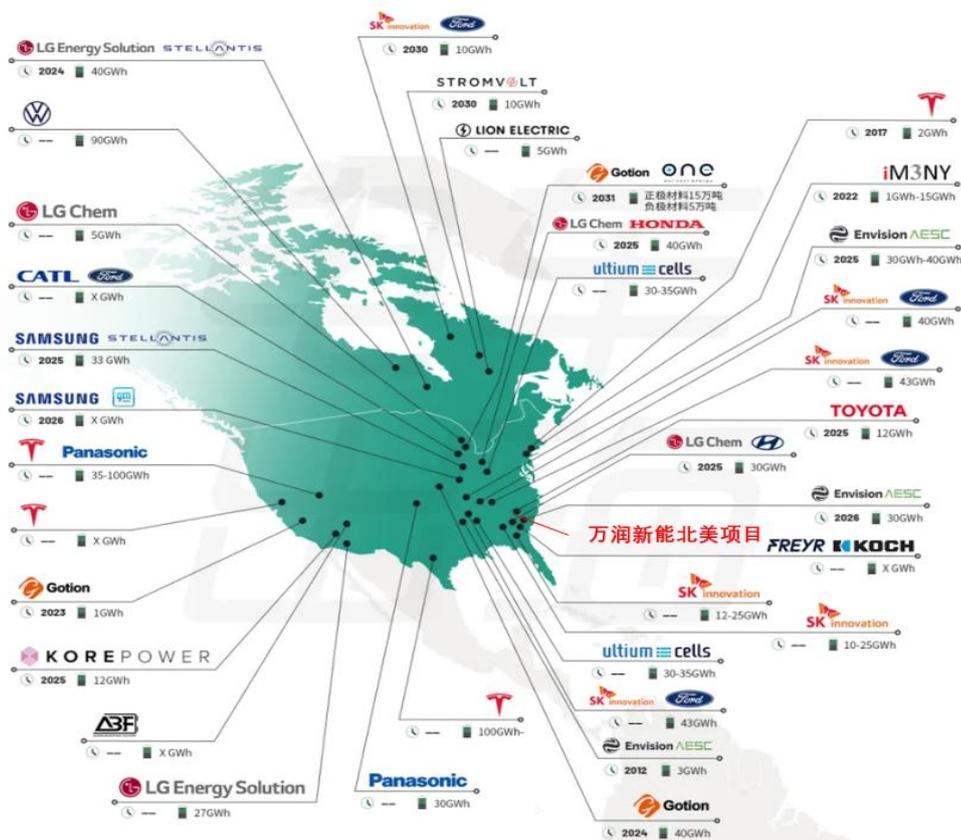
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司先发布局美国基地、加速开拓海外市场

公司积极布局美国本土基地，规避关税等因素影响。9 月 23 日，公司公告拟投资 1.68 亿美元（折合人民币约 12.2 亿元）在美国南卡罗来纳州建设年产 5 万吨磷酸铁锂项目，其中一期规划 0.9 万吨预计在 2025 年底投产。

公司充分发挥自身特点与优势，基于美国市场本土铁锂项目少、市场需求广阔等背景，前瞻布局产能，以此实现更多服务海外客户、并规避出海过程中关税等因素影响。目前，公司美国基地的土地和厂房的购买手续已实施完毕，相关土地和厂房已经完成交割，目前正在加快进行施工设计、设备采购准备等工作。同时，公司也积极与多家国内外客户就美国基地的供货进行洽谈。

图 25: 万润新能美国基地位置及部分车企与电池企业北美布局情况



资料来源：电车出海，国信证券经济研究所整理

展望：产品质量和性能优势助推出货量快速提升，稼动率回暖及一体化布局增益盈利能力

出货量：2023 年以来磷酸铁锂行业竞争持续加剧，部分企业依托激进的价格竞争策略抢占市场份额，但由于其技术实力、工艺水平等因素限制，磷酸铁锂产品一致性与稳定性难以保证，故而份额被部分客户切换至其他供应商。而公司积极携手比亚迪、宁德时代等头部动力储能电池公司，依托稳定的高质量产品供应能力以及高压实密度产品，有望伴随客户电池出货量增长实现材料出货快速提升。

盈利能力：公司 2024 年初在行业价格竞争激烈背景下，战略性选择保供头部客户优质订单、放弃部分低价订单，致使稼动率短期承压。而伴随公司客户陆续放量，公司 2024H2 稼动率持续走高、盈利能力显著改善。

展望未来，在行业供需边际向好背景下，客户商务条件有望边际好转。碳酸锂价格已相对平稳、公司未来已无较大减值压力；一体化布局、稼动率提升以及第四代产品放量的背景下，公司盈利能力有望显著向好。

图 26：万润新能销量及产能利用率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

假设条件

1、磷酸铁锂业务

销量：新能源车需求持续提升和储能需求增长的背景下，公司在手产能充足、绑定头部优质客户销量有望呈现快速提升趋势。由此，我们假设 2024-2026 年公司磷酸铁锂销量分别为 23.1/40.0/54.0 万吨，同比 +40%/+74%/+35%。

价格：考虑到碳酸锂价格 2024 年呈现下降态势，但目前已处于相对稳定状态。我们假设 2024-2026 年公司磷酸铁锂售价分别为 3.39/3.35/3.35 万元/吨。

营业收入：根据上述假设，我们预计 2024-2026 年公司磷酸铁锂业务收入分别为 78.2/134.0/180.9 亿元，同比 -35%/+71%/+35%。

毛利率：公司产能利用率回暖有望对盈利能力产生积极效果，供需结构边际向好背景下商务条件有望呈现向好趋势、亦对盈利能力具有正向作用，同时公司高端高附加值产品的陆续放量有望推动盈利能力稳中向好。由此，我们假设 2024-2026 年公司磷酸铁锂毛利率分别为 2.73%/11.34%/11.94%。

2、其他业务

营业收入：我们假设 2024-2026 年其他业务收入分别为 0.80/0.80/0.80 亿元。

毛利率：我们假设 2024-2026 年其他业务毛利率分别为 0.8%/1.0%/1.0%。

综上所述，我们预计公司 2024-2026 年营收为 78.95/134.80/181.70 亿元，同比-35%/+71%/+35%；毛利率分别为 2.7%/11.3%/11.9%。

表 16: 万润新能业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
磷酸铁锂业务	营业收入 (亿元)	121.7	120.2	78.1	134.0	180.9
	销量 (万吨)	9.2	16.4	23.1	40.0	54.0
	单吨售价 (万元)	13.2	7.3	3.4	3.4	3.4
	单吨毛利 (万元)	2.2	0.0	0.1	0.4	0.4
	营业成本 (亿元)	101.4	119.6	76.0	118.8	159.3
	毛利润 (亿元)	20.2	0.6	2.1	15.2	21.6
	毛利率 (%)	16.6%	0.5%	2.7%	11.3%	11.9%
其他业务	营业收入 (亿元)	1.9	1.6	0.8	0.8	0.8
	营业成本 (亿元)	1.0	2.2	0.8	0.8	0.8
	毛利润 (亿元)	0.8	-0.6	0.0	0.0	0.0
	毛利率 (%)	44.2%	-37.4%	0.8%	1.0%	1.0%
合计	营业收入 (亿元)	123.5	121.7	78.9	134.8	181.7
	营业成本 (亿元)	102.5	121.7	76.8	119.6	160.1
	毛利润 (亿元)	21.1	0.0	2.1	15.2	21.6
	毛利率 (%)	17.1%	0.0%	2.7%	11.3%	11.9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

费用率方面，我们假设公司 2024-2026 年销售费用率为 0.63%/0.50%/0.40%；管理费用率为 3.99%/3.00%/2.56%，研发费用率为 3.21%/2.55%/2.15%。

表 17: 公司盈利预测假设条件

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	454.03%	-1.44%	-35.15%	70.75%	34.79%
营业成本/营业收入	82.95%	99.99%	97.29%	88.72%	88.11%
销售费用率	0.31%	0.42%	0.63%	0.50%	0.40%
管理费用率	1.21%	2.34%	3.99%	3.00%	2.56%
研发费用率	3.52%	3.46%	3.21%	2.55%	2.15%
营业税及附加/营业收入	0.27%	0.35%	0.60%	0.45%	0.40%
所得税税率	1.68%	9.78%	9.96%	10.50%	11.00%
股利分配比率	31.29%	0.00%	0.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

未来三年业绩预测

表 18: 万润新能未来三年业绩预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	123.5	121.7	78.9	134.8	181.7
营业成本 (亿元)	102.5	121.7	76.8	119.6	160.1
销售费用 (亿元)	0.4	0.5	0.5	0.7	0.7
管理费用 (亿元)	1.5	2.8	3.3	4.2	4.8
研发费用 (亿元)	4.4	4.2	2.5	3.4	3.9
财务费用 (亿元)	0.7	1.7	2.2	2.3	2.3
营业利润 (亿元)	9.6	-17.2	-7.5	4.8	9.9

利润总额（亿元）	9.7	-17.1	-7.5	4.8	9.9
归母净利润（亿元）	9.6	-15.0	-6.5	4.0	8.1
EPS（元）	11.3	-11.9	-5.1	3.2	6.4
ROE	18.7%	-19.1%	-10.8%	6.9%	13.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

根据上述假设条件，我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润-6.47/4.04/8.13 亿元，EPS 分别为 -5.13/3.21/6.44 元。

◆ 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。最终我们认为公司合理估值区间为 67.4-70.4 元。

绝对估值：67.2-70.4 元

表 19：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.75	T	15.00%
无风险利率	2.00%	Ka	12.50%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	3.55
公司股价（元）	53.84	Ke	23.28%
发行在外股数（百万）	126	E/(D+E)	60.00%
股票市值(E, 百万元)	6790	D/(D+E)	40.00%
债务总额(D, 百万元)	7744	WACC	15.33%
Kd	4.00%	永续增长率（10年后）	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得出公司合理价值区间为 67.2-70.4 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 20：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		68.8	15.1%	15.2%	15.3%	15.4%
永续 增长 率变 化	2.2%	72.1	70.8	69.6	68.5	67.3
	2.1%	71.6	70.4	69.2	68.0	66.9
	2.0%	71.2	70.0	68.8	67.6	66.5
	1.9%	70.7	69.5	68.4	67.2	66.1
	1.8%	70.3	69.1	67.9	66.8	65.7

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：67.4-70.6 元

公司主营业务为磷酸铁锂正极材料，我们选取湖南裕能、富临精工为可比公司，可比公司 2025 年平均 PE 为 20 倍。考虑到公司销量未来增速较快、且深入绑定大客户高端产品放量在即，由此我们给予公司 2025 年 21-22 倍的 PE 区间，得出公司合理相对估值股价区间为 67.4-70.6 元。

表 21：可比公司情况（2024.12.15）

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	最新股价 (元)	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
301358.SZ	湖南裕能	358.4	47.33	1.16	2.42	3.38	40.8	19.6	14.0
300432.SZ	富临精工	190.3	15.58	0.36	0.79	0.98	43.3	19.7	15.9
	均值						42.0	19.6	15.0
688275.SH	万润新能	67.9	53.84	-5.13	3.21	6.44	-10.5	16.8	8.4

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：湖南裕能、富临精工 EPS 为 Wind 一致预期数据

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理价值在 67.4-70.4 元之间，相对于公司目前股价有 25%-31% 溢价空间。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 -6.47/4.04/8.13 亿元，EPS 为 -5.13/3.21/6.44 元，动态 PE 为 -11/17/8 倍，首次覆盖、给予“优于大市”评级。

◆ 风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的磷酸铁锂正极企业湖南裕能、富临精工等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，在行业平均动态 PE 的基础上给予一定溢价，最终给予公司 2025 年 21-22 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司 2024-2026 年磷酸铁锂销量增速为 40%/74%/35%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来业绩的风险。

我们假设公司 2024-2026 年毛利率分别为 2.7%/11.3%/11.9%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利率高估，从而存在对公司未来盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

对宁德时代、比亚迪存在过度依赖的风险：公司与宁德时代、比亚迪长期深入合作，存在过度依赖宁德时代和比亚迪的风险；若两家头部客户经营出现较大的、长期的不利变动，或者公司未来持续优化的新产品无法获得宁德时代、比亚迪的认证，则可能对公司业务的稳定性、盈利能力产生重大不利影响。

行业竞争加剧的风险：动力电池和储能电池市场发展确定性强，对磷酸铁锂的需求高速增长，国内二三线正极厂和化工企业的加速扩产，随着行业扩产和新进入者的加入，行业竞争十分激烈。若公司未来不能持续维持成本和技术优势，在更加激烈的市场竞争中，公司将面临市场份额下降的风险。

产能投放不及预期的风险：公司正处于产能快速扩张阶段，如果公司新建产能建设进度和调试投产情况不及预期，可能会对公司业绩产生不利影响。

原材料价格波动较大的风险：公司主要原材料为碳酸锂，如果原材料价格波动较大，可能会对公司库存原材料价值产生不利影响。

财务风险

有息负债过高的风险：截至 2024Q3 末，公司资产负债率为 65%、有息资产负债率为 40%；短期借款与长期借款合计为 51.3 亿元。若财务管理不当，未来存在流动性的风险。

技术风险

新产品验证进展不及预期的风险：下游客户对于铁锂电池的循环性能、压实密度等性能要求持续提升，若公司新产品开发及验证不及预期，则存在市场份额下降的风险。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

政策及其他风险

政策风险：公司产品主要应用于动力电池以及储能电池等新能源行业。该行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现销售收入/利润不及预期的风险。

境外经营的风险：公司计划在美国设置生产基地，面临美国法律及税收的监管要求。如果未来境外子公司所在国家或地区法律及税收的监管要求发生不利变化，若公司实际控制人、管理层缺少相应的管理经验，将增加公司管理协调的难度，带来经营管理风险，从而对公司业绩造成不利影响。

股东减持风险：12 月 10 日，公司公告股东湖北量科高投（现持股 5%）拟在 2025 年 1 月 2 日-2025 年 4 月 1 日减持不超过 252 万股、约占公司总股本的 1.9981%。股东减持或对公司股价短期带来明显波动。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4780	3714	4230	3159	4942	营业收入	12351	12174	7895	13480	18170
应收款项	2478	1298	1146	1847	2240	营业成本	10245	12172	7681	11959	16009
存货净额	2422	747	865	1477	1991	营业税金及附加	33	43	47	61	73
其他流动资产	1045	2725	768	1196	1281	销售费用	38	52	50	67	73
流动资产合计	12625	9314	7553	8343	11236	管理费用	149	284	334	423	484
固定资产	5420	9020	8475	9773	9792	研发费用	435	422	254	344	391
无形资产及其他	408	469	450	431	412	财务费用	65	173	223	229	233
其他长期资产	1322	554	158	270	363	投资收益	(42)	(56)	(22)	0	0
长期股权投资	84	75	75	75	75	资产信用减值及公允价值变动	(399)	(797)	(110)	0	0
资产总计	19859	19432	16710	18892	21879	其他收入	18	105	75	79	79
短期借款及交易性金融负债	2465	4241	4000	4000	4000	营业利润	963	(1721)	(751)	475	986
应付款项	5110	3606	1755	2754	3721	营业外净收支	8	6	0	0	0
其他流动负债	242	101	150	233	313	利润总额	970	(1715)	(750)	475	986
流动负债合计	8079	7950	5904	7661	9850	所得税费用	16	(168)	(75)	50	108
长期借款及应付债券	2398	3744	3744	3744	3744	少数股东损益	5	44	(29)	21	65
其他长期负债	659	1145	1145	1145	1145	归属于母公司净利润	959	(1504)	(647)	404	813
长期负债合计	3057	4890	4890	4890	4890	现金流量表 (百万元)					
负债合计	11136	12840	10794	12551	14740	净利润	959	(1504)	(647)	404	813
少数股东权益	132	6	(23)	(2)	63	资产减值准备	233	697	202	0	0
股东权益	8590	6586	5939	6343	7075	折旧摊销	194	422	564	790	920
负债和股东权益总计	19859	19432	16710	18892	21879	公允价值变动损失	0	0	(1)	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	65	173	223	229	233
每股收益	11.25	(11.92)	(5.13)	3.21	6.44	营运资本变动	(717)	(671)	473	(105)	1079
每股红利	3.52	0.00	0.00	0.64	1.29	其它	(3219)	(502)	16	250	298
每股净资产	102.36	52.26	46.91	50.28	56.60	经营活动现金流	(2551)	(1558)	607	1340	3110
ROIC	20%	-6%	-3%	5%	8%	资本开支	(2600)	(4052)	0	(2070)	(920)
ROE	19%	-19%	-11%	7%	13%	其它投资现金流	(2066)	1101	373	(112)	(94)
毛利率	17%	0%	3%	11%	12%	投资活动现金流	(4666)	(2951)	373	(2182)	(1014)
EBIT Margin	12%	-7%	-6%	5%	6%	权益性融资	6144	(201)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	-3%	1%	11%	11%	负债净变化	3862	3877	(241)	0	0
收入增长	454%	-1%	-35%	71%	35%	支付股利、利息	0	(300)	0	0	(81)
净利润增长率	172%	-257%	57%	162%	101%	其它融资现金流	1620	2531	(241)	0	0
资产负债率	56%	66%	65%	66%	67%	融资活动现金流	9941	3204	(464)	(229)	(314)
息率	6.5%	0.0%	0.0%	1.2%	2.4%	现金净变动	2724	(1305)	516	(1071)	1782
P/E	4.79	(4.52)	(10.50)	16.80	8.35	货币资金的期初余额	310	4780	3714	4230	3159
P/B	0.53	1.03	1.15	1.07	0.95	货币资金的期末余额	4780	3714	4230	3159	4942
EV/EBITDA	9.56	(52.08)	156.96	13.48	10.35	企业自由现金流	(1697)	(5022)	630	(808)	2111
						权益自由现金流	2101	(1301)	188	(1013)	1904

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032