

导语：卷：批判，理解，成为。

作者：市值风云 App：闲彦

## 狗斗依旧，王者已现！锂电池正极材料：造神盛宴进行中

近两年，各大电池材料厂的日子用一句话来形容就是“王小二过年，一年不如一年”。

无论是翻看正极材料、负极材料、电解液，亦或是隔膜龙头的业绩，都难说有什么亮点。毕竟以碳酸锂为代表的上游原材料价格经历过山车，单单是给各大夹缝中的材料厂商带来的存货减值，就够喝一壶的。

这当中，2022年是各大材料厂的业绩巅峰，接下来就是下山局，或者叫“垃圾时间”，里面的投资者没有几个体感好的。

以存货价跌准备为例：

*湖南裕能 (公司, 301358.SZ) 2023年为3.3亿;*

*德方纳米 (300769.SZ) 先是2023年计提9.4亿, 2024年上半年又是1.6亿;*

*天赐材料 (002709.SZ) 2023年1.7亿;*

*容百科技 (688005.SH) 2024年前三季度4700万;*

.....

至于有一些非龙头公司为何还没有或者很少计提减值，撇开身为打工人不问世事低头打螺丝的觉悟和无奈，以及经营策略高到离谱的猜测，多半只是时候未到。

以磷酸铁锂正极材料为例，行业内公司的直接材料占主营业务成本比重普遍超过8成，而上游电池级碳酸锂（含税）价格从2020年低点约4万元/吨，持续大幅飙涨至2022年11月的高点约56万元/吨，接下来就是跌。

先是跌至2023年12月价格低点约10万元/吨，在2024年上半年碳酸锂价格短暂回升至12万元/吨后，又下跌至2024年11月的约7-8万元/吨。

据不少机构测算，这大致就是生产商的成本价。

夹心饼干真不好当，尤其是上游价格自己说了不算，而下游又是“宁王”宁德时代、“迪王”比亚迪这类巨头时。

—————以下为付费部分（不可见）—————

## 一、硬功夫都是练出来的

根据 GGII 统计，2021-2023 年，国内下游动力电池装机量排名前五位的企业市场占有率合计分别为 81.6%、87.1%和 88.2%，排名前两位的“宁王”和“迪王”合计分别达到 66.4%、74.3%和 73.0%。

可以说，两条大腿遥遥领先，令人窒息。

正极材料方面，根据 GGII 统计，2023 年磷酸铁锂动力电池在中国动力电池出货量占比已达 71%，磷酸铁锂对三元锂的取代趋势仍旧在延续。也有统计口径表明，今年国内磷酸铁锂电池装机量占比，在时隔 8 年（2016 年）以后终于重回 7 成以上份额。

在动力电池中，磷酸铁锂电池兼具安全性能和成本优势，在新能源汽车市场得到广泛应用。根据高工锂电统计，2021 年我国磷酸铁锂动力电池装机量占比已超过三元动力电池，2022 年磷酸铁锂动力电池装机量占比提升至 61%，2023 年磷酸铁锂动力电池装机量占比进一步提升并首次超过 70%。此外，磷酸

（来源：公司 2023 年报）

那湖南裕能所在的磷酸盐正极材料的集中度如何呢？行业前五市占率约 60%。可以说，虽然行业集中度不及下游，但是也不是谁都能上得了牌桌，经过快速优胜劣汰，行业集中度也可圈可点。

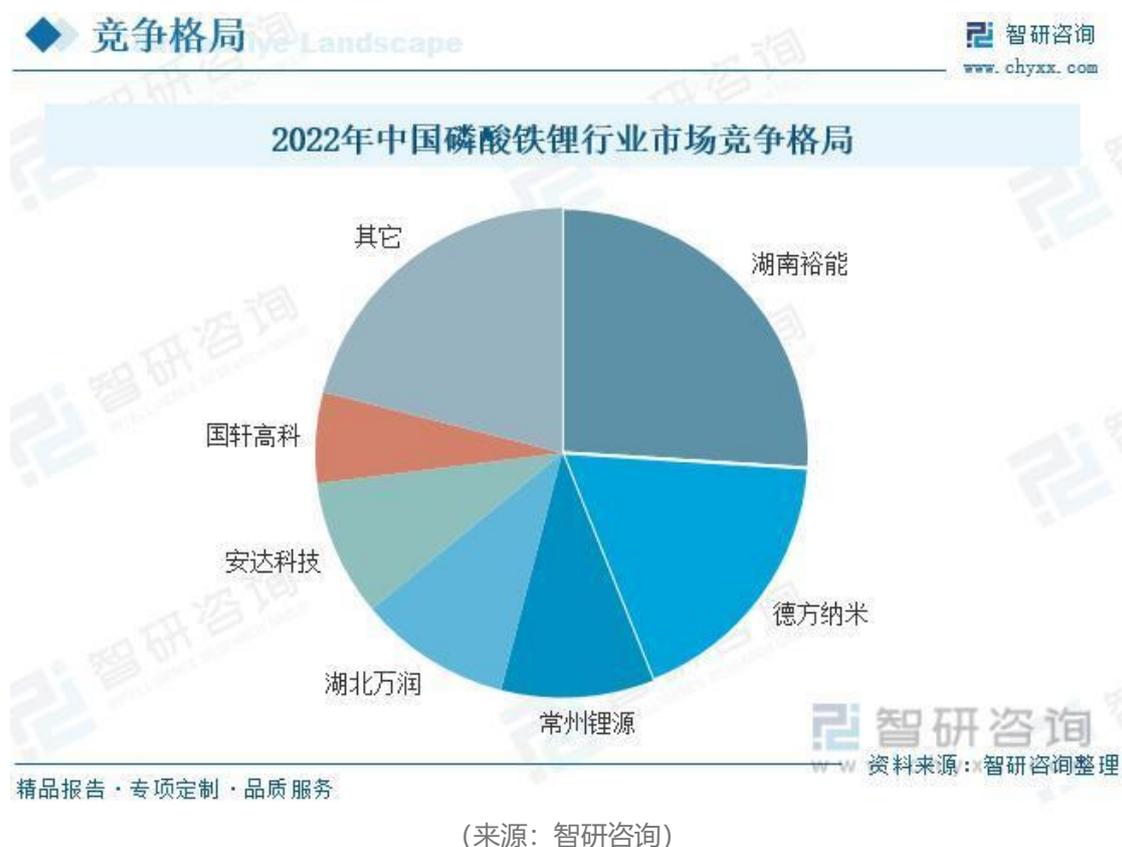
**2024 年上半年，磷酸铁锂出货量 93 万吨，湖南裕能出货量为 31 万吨，市占率 33%，位列第一。而排名第二的德方纳米销量 10.6 万吨，占比 11%。**

**往前追溯，2023 年，德方纳米磷酸盐系正极材料销量 21.4 万吨，市占率 13%，所以正在掉队。而湖南裕能是 30.7%，可见最近还在攻城略地。**

更不用提 2022 年，那时候前几名总体还是谁都不服谁的混沌阶段，很多公司噪

门都很大。

这相当不易，因为下游动力电池厂一般不愿看到有单一材料厂家做大做强。



事实上，磷酸铁锂正极材料原有企业、磷化工及钛白粉企业和三元正极材料企业等在 2021 年和 2022 年曾纷纷启动扩产规划，新增磷酸铁锂产能于 2023 年逐步投产，导致行业竞争日趋激烈，产能结构性、阶段性过剩问题严峻。

据 EV Tank 数据，截至 2023 年底，磷酸铁锂产能合计达到 341.7 万吨，**整体产能利用率不足 50%**。

**全行业日子艰难，新建产能找不到订单，而湖南裕能的老大地位却稳如老狗，市占率还不降反升，增速快于行业平均。**

公司在 11 月 29 日的调研纪要中表示，在以旧换新等支持性政策的驱动下，行业景气度仍在持续，目前下游需求旺盛，**公司产品基本实现满产满销。**

不仅是动力电池领域遥遥领先，储能领域公司也要。

公司表示，2024 年前三季度磷酸盐正极材料销售 47.61 万吨，同比增加 30%。**其中，应用在储能领域的产品销售占比约 40%**；新产品 CN-5 系列及 YN-9 系列销量约 9.4 万吨，在公司产品销量占比约 20%，获得了客户的广泛认可。

*新产品 CN-5 系列主要针对**储能**场景，兼具长循环寿命和低温性能优异等特性，能较好地满足储能电池转向大电芯的趋势需求，符合下游客户对提升电池全生命周期价值的追求。*

*新产品 YN-9 系列则主要面向**动力电池**应用场景，有效提高压实密度的同时，也保证了材料的容量发挥和倍率性能。*

综上，电池材料行业虽然千难万难，却是冷暖不均，更无须用悲观口吻讲述行业躺平等死博取同情。实际上，硬功夫都是在危机中历练出来的。

## 二、卷，却必然如此！

回到动力电池，下游即便强势，当前也毫不松懈，是实打实在攻城略地，并没有空转。所以，总有格局底定的时候。

公司预计，在 2024 年行业出清的基础上，2025 年至 2026 年行业过剩产能将逐渐出清。

下游到头是新能源车整车厂。**截止 2024 年 11 月，新能源汽车渗透率已经连续 5 个月超过 50%**，这是历史上头一次。各大厂价格战打得如火如荼，陷阵友商乱战，刨外（合）资祖坟！

效果如何？拳拳到肉！

这不，刚刚过去的 12 月 23 日，本田汽车和日产汽车在东京共同宣布，正式开启合并谈判，而三菱汽车也将于明年 1 月底前就是否参与合并作出最终决定。

“若三家车企成功合并，那么合计销量将超过 800 万辆，位居全球第三。”日

本共同社称。

“宜将剩勇追穷寇”，国产新能源既然有了掀桌子的实力，就“不可沽名学霸王”，切不能被各种小清新、小确幸们迷了眼、着了道。

正如前阵子比亚迪要求美国供应商森萨塔工业集团，从 2025 年 1 月 1 日起对其产品降价 10% 的舆论风波，风云君就在第一时间毫不掩饰立场：支持。

很简单，798 的秦、998 的秦 L 小试牛刀，刚掀翻合资 A 级车的牌桌，B 级车掀桌战大战在即，怎能说停就停？那可是昔日里合资车躺着收割中国消费者的大本营。

而“宁王”也在危机感的驱使下往前再迈一步，直接下场干起了底盘，12 月 24 日推出磐石底盘，能让下游车企“新车套壳就下线”，被戏称为针对车企的“预制菜”。

当然，这让传统车企情何以堪？要是底盘（含“三电”）的活儿让人干了，智能座舱的活儿让人干了，智能驾驶的活儿也让人干了……那还剩什么可以干？

如果说以前还有传统车企担心“交出灵魂”，现在就是连赖以立足的核心身躯也都有人在惦记了。

当然，中间竞合的激励机制尚不明确，但风云君还是百般感慨，太快了，太快了！

**无他，肉是有的，都在锅里，看谁捞得到。**

而谁在前面，谁就能立规矩，所以从比亚迪，到华为“四界”，到小米，到其他新势力，甚至宁德时代，无不虎视眈眈，无不跃跃欲试。

虽然几乎所有人都对“内卷”恨之入骨，但在风云君看来，这个领域还远远谈不上！当然，即便是被认定为存在“内卷”，阁下又有何灵丹妙药？它本质是个囚徒博弈：

新行业，哪怕头部公司排名也相当脆弱，属实是逆水行舟、不进则退，况且高品质的高端货永远不缺市场需求，就像公司所展现出来的，顺便送对手上西天也是义不容辞，等行业竞争格局底定，那会儿或许才能歇口气，斯斯文文把钱赚了；

而剩下的非头部公司更是直接切入“生存模式”，但凡能多蹦跶几下就绝不会坐以待毙，“不试一试怎么知道死的不会是别人”，万一活下来呢？

总之，彼此基于自身利益的最优解，都是接着奏乐接着卷，也就有了熟悉的“批判，理解，成为”剧本。

公司作为磷酸铁锂正极材料“一哥”，2020-2023年磷酸盐正极材料市场占有率已连续四年排名行业第一，显然它属于上述分类的前者。

所以，不要期待什么救世主，行业自有行业自身的竞争和发展规律，盲目干预反而会使高烈度竞争迁延太久，索性干就完了。

**还记得那个风云君发现的颠扑不破的道理吗？老大、老二、老三掐架，死的难道是它们当中的任何人？从来都不是。**

### **三、融资，加码，撸起袖子干**

最近，风云君注意到包括公司在内的两家兄弟公司的融资计划：公司定向增发募资不超过48亿；湘潭电化可转债融资不超过5.8亿。之所以说是兄弟公司，因为第一大股东都是地方国资：湘潭电化集团有限公司。

不过由于公司股权分散，第一大股东持股比例仅为10.11%，所以公司无控股股东和实际控制人。

其他股东还有谁呢？不出意外，背后站着“宁王”和“迪王”，截止2024年三季度末，“宁王”持股7.9%，“迪王”持股3.95%。

2021-2023年，公司对宁德时代与比亚迪的合计销售收入占比，分别达到95.43%、80.45%和78.82%。

所以，我们能够注意到相关的关联交易。

2024 年上半年，公司采购自“宁王”的原材料价值 2.5 亿，相较上期的 54.8 亿降幅惊人，原因主要是这里的原材料就是碳酸锂，受“价”影响大，公司也没有直接披露“量”。

当然，2.5 亿当中也不包括净额法核算的、由“宁王”提供碳酸锂并加工成指定型号磷酸盐正极材料的采购额，简单理解就是“来料加工”，这部分另外还有 17 亿。

采购商品/接受劳务情况表

单位：元

关联方	关联交易内容	本期发生额	获批的交易额度	是否超过交易额度	上期发生额
宁德时代及其子公司[注 1]	采购原材料[注 2]	253,686,334.55			5,477,770,480.44

(来源：2024 年半年报)

同样，公司上半年向“宁王”销售商品 26 亿，也较上期的 93 亿大幅下降。即便计入按照净额法计算的 3.9 亿，也就是今年上半年总共销售 30 亿，金额也是同比降了 2/3。当然，原因还是和碳酸锂价格暴跌息息相关。

出售商品/提供劳务情况表

单位：元

关联方	关联交易内容	本期发生额	上期发生额
比亚迪及其子公司[注 3]	销售商品	1,027,905,187.04	9,810,521,007.01
宁德时代及其子公司	销售商品	2,618,182,223.60	9,289,003,426.28
宁德时代及其子公司	购销模式下按净额法确认的收入[注 4]	391,839,715.25	

(来源：2024 年半年报)

这也再次印证了这门生意实在难做，想想那些没抱上大腿的.....

至于“迪王”，由于 2023 年 2 月公司公开发行股票后持股比例低于 5%，对应的关联交易金额只能统计到 2024 年 2 月，参考意义不大。

根据披露，公司这次要玩把大的，这 48 亿对应的核心项目是年产 32 万吨磷酸锰铁锂，其次还有年产 7.5 万吨超长循环磷酸铁锂、以及年产 10 万吨磷酸铁项

目。

单位：万元

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
1	年产 32 万吨磷酸锰铁锂项目	442,544	280,000
2	年产 7.5 万吨超长循环磷酸铁锂项目	90,815	50,000
3	年产 10 万吨磷酸铁项目	90,434	60,000
4	补充流动资金	90,000	90,000

(来源：湖南裕能定增预案)

这磷酸锰铁锂是个啥？顾名思义，就是在磷酸铁锂的基础上用锰取代部分铁。

具体来说，相比磷酸铁锂，其具备高电压、高能量密度以及更好的低温性能，相比三元材料，具备更低的成本、更高的循环次数以及更稳定的结构，且兼具与磷酸铁锂电池相似的高安全性优点。

总之，将与磷酸铁锂、三元材料优势互补，单独或其他正极材料掺混使用，匹配差异化的应用场景和市场需求。

在动力电池领域，研发和生产具有更高能量密度、压实密度、充放电倍率的磷酸盐正极材料，有利于进一步提升磷酸盐正极材料性价比优势；在储能电池领域，研发和生产具有更长循环寿命的磷酸盐正极材料，有利于进一步强化磷酸盐正极材料的长循环寿命和高安全性的固有优势。其中，磷酸锰铁锂作为一种新型的磷酸盐正极材料，相比磷酸铁锂具备高电压、高能量密度以及更好的低温性能，相比三元材料具备更低的成本、更高的循环次数以及更稳定的结构，且兼具与磷酸铁锂电池相似的高安全性优点，将与磷酸铁锂、三元材料优势互补，单独或其他正极材料掺混使用，匹配差异化的应用场景和市场需求，具有良好的市场前景。

(来源：湖南裕能定增预案)

公司表示，通过实施本次募投项目，公司产能规模进一步提升，特别是超高能量密度磷酸铁锂、超长循环磷酸铁锂、磷酸锰铁锂等新型产品的供应能力大幅提升，

有利于缓解公司现有产能不足的矛盾，满足不断增长的下游需求，增强产品差异化竞争能力，巩固行业龙头地位。

从公司账面来看，手头也确实不算宽裕。截至三季度末，货币资金 10.8 亿，较年初减少 8 亿；应收账款融资高达 36 亿，长、短期借款也都有所增加。

而同步增加的资产项，最显著的除了存货 25 亿（期初 13 亿），主要就是在建工程 18 亿（期初 6.6 亿），另外预付款 2.9 亿（期初 8600 万）。

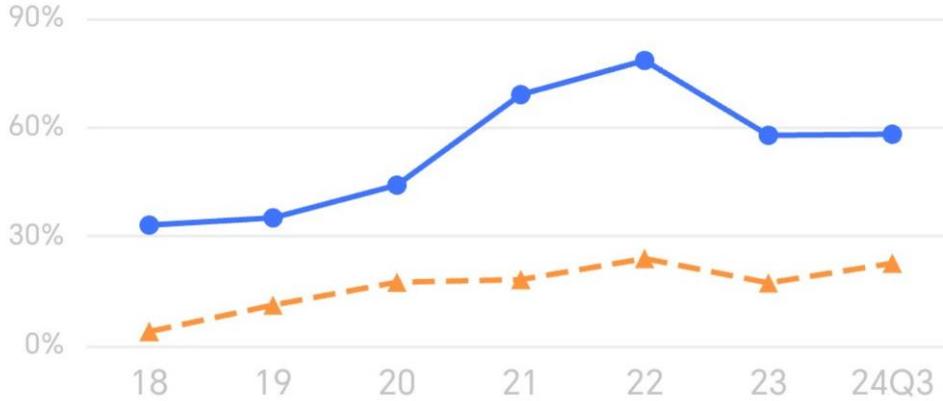
**这些信号一同表明：公司已经撸起袖子在干了！**

至于二级市场融资能否顺利通过，只能一定程度上决定干多干少以及资本结构风险高低，但核心项目并不会等。

后续无非顺则置换已投入资金部分，不顺就高杠杆运营。况且当前挤一挤，还是有加杆杆空间的，公司 2024 年三季度末有息负债率为 22.6%。

## 负债率

● 期末资产负债率 ● 期末有息负债率



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 期末资产负债率	33.1%	35.1%	44.1%	69.0%	78.4%	57.8%	58.1%
● 期末有息负债率	3.8%	11.1%	17.4%	18.1%	23.9%	17.2%	22.6%



公司表示，正在不断推进完善“资源-前驱体-正极材料-循环回收”的一体化战略布局，适应提效降本需求。

磷酸铁作为磷酸盐正极材料的关键原材料之一，对产品性能具有重大影响，公司坚持自供，保证质量，降低成本。

近年来，公司还布局了上游磷资源项目、锂电池回收业务，通过铜冶炼产业与磷酸盐正极材料产业间的高度耦合，进一步推进正极材料业务的极致降本。

控股子公司贵州裕能矿业，于2023年成功竞得贵州省福泉市打石场磷矿和黄家坡磷矿。其中黄家坡磷矿已于2024年4月取得采矿许可证，后续投产爬坡将有助于降低2025年的磷源的原材料成本。

总体而言，公司的战略和行动大体是吻合的，说明其具有较强的战略落地能力，

管理层总体靠谱。

2024 年，公司董事会通过相关股权激励计划，授予价格当前为 17.012 元/股，授予的权益总数不超过 1,471.5 万股。

2024 年 7 月 3 日为首次授予日，授予 280 名激励对象，1,195.208 万股限制性股票，三个归属期的比例分别为 30%、35%、35%。

至于业绩考核，既有销售量考核，也有净利润考核：均以 2023 年销量为基准，2024 年增速不低于 25%，2025 年不低于 35%，2026 年不低于 50%；另外，2025 和 2026 年的净利润分别不低于 15 亿、20 亿。

归属期	业绩考核目标（现方案）	业绩考核目标（原方案）
第一个归属期	以 2023 年磷酸盐正极材料销售量为基数，2024 年磷酸盐正极材料销售量增长率不低于 25%。	以 2023 年磷酸铁锂销售量为基数，2024 年磷酸铁锂销售量增长率不低于 25%。
第二个归属期	以 2023 年磷酸盐正极材料销售量为基数，2025 年磷酸盐正极材料销售量增长率不低于 35%，且 2025 年净利润不低于 15 亿元。	2025 年净利润不低于 15 亿元。
第三个归属期	以 2023 年磷酸盐正极材料销售量为基数，2026 年磷酸盐正极材料销售量增长率不低于 50%，且 2026 年净利润不低于 20 亿元。	2026 年净利润不低于 20 亿元。

（来源：对深圳证券交易所关注函回复的公告）

总体而言，这不是一门好生意，但公司干得很不错。