

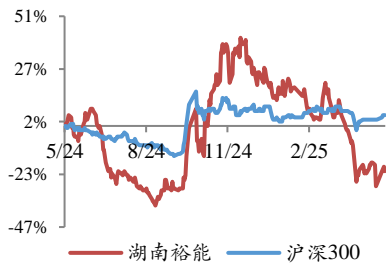
## Q4 业绩筑底，涨价落地驱动盈利拐点显现

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-12

收盘价(元)	29.96
近12个月最高/最低(元)	54.78/23.60
总股本(百万股)	757
流通股本(百万股)	383
流通股比例(%)	50.63
总市值(亿元)	227
流通市值(亿元)	115

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzb@hazq.com

### 相关报告

1. 新产品逐步上量，盈利有望逐季好转. 2024-11-07

### 主要观点：

● **事件：公司发布 2024 年年报及一季报，碳酸锂价格下跌导致业绩承压**  
2024 年营收 226 亿元，同比-45.4%，主因碳酸锂价格下跌传导至正极材料售价下降加之产能未出清。归母净利润 5.94 亿元，同比-62.45%，扣非净利润 5.70 亿元，同比-62.44%。经营性净现金流-10.4 亿元，主要系存货备货增加。Q4 营收 67.2 亿元环比+32%，归母净利 1.03 亿元。2025 年 Q1 实现营业收入 67.62 亿元，同比+49.6%，主要得益于磷酸盐正极材料销量增长 63.68%至 22.26 万吨。归母净利润同比下滑 40.56%至 0.94 亿元，主因营业成本增长 52.82%至 63.89 亿元，部分原材料价格上涨叠加销售规模扩大导致成本压力加剧。

● **磷酸铁锂出货量稳步增加，高端系列进展迅速**

2024 年全年磷酸铁锂销量 71.1 万吨，同比+40.2%，市占率多年稳居行业第一。CN-5/YN-9/YN-13 系列销量 15.9 万吨（占比 22%），CN-5 循环性能优势明显，有望形成差异化竞争优势。Q1 新产品销量达 8.2 万吨，占总销量 37%，其中 YN-13 系列通过客户认证并批量供货。富锂锰基正极材料的中试样品在固态电池体系评估进展顺利。

● **持续推进产能建设降本增效，把握行业增长动能**

贵州基地推进磷矿-前驱体-正极材料一体化，西班牙 5 万吨项目启动，东南亚、北美市场考察同步推进，加速全球化产能部署。YN-13 系列批量供货，磷酸锰铁锂研发及富锂锰基正极材料的中试样品在固态电池体系评估进展顺利。

● **投资建议**

公司技术研发领先且规模效应显著，我们调整公司 25/26/27 年归母净利润至 16.90/22.67/25.89 亿元(25/26 年预测前值分别为 18.71/23.44 亿元)，对应 PE 为 13.42x/10.01x/8.76x，维持“买入”评级。

● **风险提示：**市场竞争加剧风险，产品价格下行风险，投资项目风险等。

### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22599	31900	39650	45220
收入同比(%)	-45.4%	41.2%	24.3%	14.0%
归属母公司净利润	594	1690	2267	2589
净利润同比(%)	-62.4%	184.7%	34.2%	14.2%
毛利率(%)	7.8%	10.6%	10.7%	10.6%
ROE(%)	5.1%	12.9%	15.1%	15.1%
每股收益(元)	0.78	2.23	2.99	3.42
P/E	58.10	13.42	10.01	8.76
P/B	2.96	1.73	1.51	1.32
EV/EBITDA	15.99	8.81	6.73	5.27

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	15455	17050	22386	28263	<b>营业收入</b>	22599	31900	39650	45220
现金	1491	4299	7218	12127	营业成本	20825	28520	35395	40435
应收账款	5359	4431	4956	5024	营业税金及附加	88	128	159	181
其他应收款	281	177	198	226	销售费用	46	64	79	90
预付账款	305	285	354	404	管理费用	411	574	674	769
存货	2798	2377	2950	2808	财务费用	154	164	147	129
其他流动资产	5220	5482	6710	7673	资产减值损失	-62	-10	-20	-20
<b>非流动资产</b>	14888	15870	15410	14869	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	30	40	50	60	投资净收益	-20	-32	-40	-45
固定资产	12283	12871	12845	12543	<b>营业利润</b>	716	2009	2699	3084
无形资产	999	1061	1118	1169	营业外收入	2	3	3	3
其他非流动资产	1576	1898	1398	1098	营业外支出	12	4	4	4
<b>资产总计</b>	30342	32920	37795	43132	<b>利润总额</b>	706	2008	2698	3083
<b>流动负债</b>	14687	14625	16429	18455	所得税	116	321	432	493
短期借款	2455	2875	3295	3715	<b>净利润</b>	590	1687	2266	2589
应付账款	5838	5546	5899	6739	少数股东损益	-4	-3	-1	0
其他流动负债	6395	6205	7235	8001	<b>归属母公司净利润</b>	594	1690	2267	2589
<b>非流动负债</b>	3994	5145	6305	7465	EBITDA	2524	3141	3915	4362
长期借款	3756	4916	6076	7236	EPS (元)	0.78	2.23	2.99	3.42
其他非流动负债	239	229	229	229					
<b>负债合计</b>	18682	19770	22734	25920					
少数股东权益	54	51	50	50					
股本	757	757	757	757					
资本公积	5080	5080	5080	5080					
留存收益	5769	7262	9175	11325					
归属母公司股东权益	11606	13099	15012	17163					
<b>负债和股东权益</b>	30342	32920	37795	43132					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	-1042	3537	2678	4777	<b>成长能力</b>				
净利润	590	1687	2266	2589	营业收入	-45.4%	41.2%	24.3%	
折旧摊销	1606	970	1070	1151	营业利润	-61.9%	180.7%	34.3%	
财务费用	158	193	233	273	归属于母公司净利	-62.4%	184.7%	34.2%	
投资损失	11	32	40	45	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-3511	557	-1032	638	毛利率 (%)	7.8%	10.6%	10.7%	
其他经营现金流	4205	1227	3400	2033	净利率 (%)	2.6%	5.3%	5.7%	
<b>投资活动现金流</b>	-1331	-1952	-651	-656	ROE (%)	5.1%	12.9%	15.1%	
资本支出	-1301	-1901	-601	-601	ROIC (%)	4.0%	8.1%	9.2%	
长期投资	1	-10	-10	-10	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-32	-41	-40	-45	资产负债率 (%)	61.6%	60.1%	60.1%	
<b>筹资活动现金流</b>	2253	1221	892	788	净负债比率 (%)	160.2%	150.3%	150.9%	
短期借款	1554	420	420	420	流动比率	1.05	1.17	1.36	
长期借款	1155	1160	1160	1160	速动比率	0.75	0.86	1.02	
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	54	0	0	0	总资产周转率	0.79	1.01	1.12	
其他筹资现金流	-511	-359	-688	-792	应收账款周转率	4.55	6.52	8.45	
<b>现金净增加额</b>	-121	2807	2919	4909	应付账款周转率	3.75	5.01	6.19	
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.78	2.23	2.99	
					每股经营现金流薄)	-1.38	4.67	3.54	
					每股净资产	15.33	17.30	19.82	
					<b>估值比率</b>				
					P/E	58.10	13.42	10.01	
					P/B	2.96	1.73	1.51	
					EV/EBITDA	15.99	8.81	6.73	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**张志邦 华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5 年卖方行业研究经验，专注于储能 / 新能源车/电力设备工控行业研究。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。