



产品结构优化，盈利能力快速修复

——湖南裕能（301358.SZ）首次覆盖报告

分析师：曾韬、段尚昌

产品结构优化，盈利能力快速修复

——2025 年半年报业绩点评&首次覆盖报告

2025 年 8 月 28 日

核心观点

- **事件：**25H1 公司实现营收 143.6 亿元，同比+33.2%，归母净利 3.1 亿元，同比-21.6%，扣非净利 3.1 亿元，同比-18.4%；毛利率 7.4%，同比-0.8pcts，净利率 3.1%，同比-1.5pcts。25Q2 公司实现营收 76.0 亿元，同/环比+21.3%/+12.3%；归母净利 2.1 亿元，同/环比-8.5%/+124%；扣非净利 2.3 亿元，同/环比-1.4%/+165%；毛利率 9.0%，同/环比+0.4/+3.5pcts；净利率 2.8%，同/环比-0.9/+1.4pcts，符合预期。
- **25H1 出货与行业增长共振，结构持续优化。**受益于行业景气度向上，公司磷酸铁锂正极材料出货 48 万吨，同增 55%，产能利用率达到 117%；其中 Q2 出货近 26 万吨，同/环比高增 50%/16%。受竞争加剧影响，价格略有下滑，营收增幅低于销量增幅。出货结构上，期内 CN5 系列、YN9 系列等高端新产品销量合计超 19 万吨，在公司产品销量占比中达到约 40%。展望后续，我们预计下半年增长延续，全年出货量或超 100 万吨，叠加反内卷带来价格企稳，营收增长或近 50%，海外马来西亚&西班牙项目将在明年后贡献弹性。而公司在下一代高压密产品技术上具有先发优势，产品结构有望持续优化并改善盈利能力。
- **25Q2 盈利能力快速修复。**25Q2 公司毛利率环比大增 3.5pcts 主要系产品结构优化，规模放大使用期间费用率同比-0.3pcts，环比持平。同时信用减值扩大 0.3 亿元，补交增值税 0.55 亿元影响净利率 0.7pcts，最终 25Q2 净利率仍环比大幅+1.7pcts 至 3.0%。
- **投资建议：**公司是全球磷酸铁锂正极材料龙头，顺应行业趋势，在中镍高电压、高压实密度等高端产品布局、出货领先，在产品结构优化同时维持领先的产能利用率。公司海外产能持续推进有望充分受益海外 LPF 替换浪潮，且随国内反内卷带来更多供给侧约束，出清加速，公司将引领行业触底回升。预计公司 2025-2027 年营收分别为 331/436/552 亿元；归母净利分别为 11/19/29 亿元，EPS 1.4、2.5、3.9 元/股，对应 PE 25x/14x/9x。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、全球贸易形势复杂多变、原材料价格上涨等风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	22598.53	33104.92	43645.79	55160.84
同比/%	-45.36	46.49	31.84	26.38
归母净利润/百万元	593.55	1050.11	1908.63	2927.66
同比/%	-62.45	76.92	81.76	53.39
EPS/元	0.78	1.38	2.51	3.85
PE	44.80	25.32	13.93	9.08

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

湖南裕能（301358.SZ）

推荐 首次评级

分析师

曾韬

☎：010-8092-7627

✉：zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

段尚昌

☎：010-8092-7653

✉：duanshangchang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090003

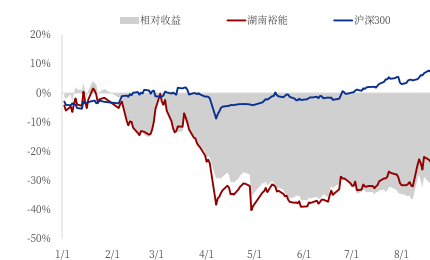
市场数据

2025-08-28

A 股收盘价/元	34.95
上证指数	3,843.60
总股本（亿股）	7.61
实际流通 A 股（亿股）	3.86
流通 A 股市值（亿元）	134.91

市场表现

2025-08-28



资料来源：iFind、中国银河证券研究院

目录

Catalog

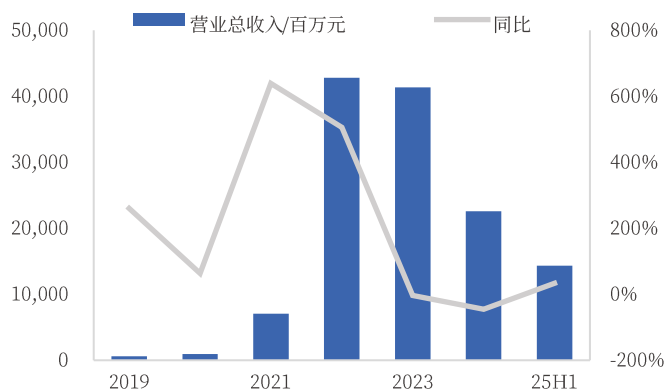
一、 25H1 业绩符合预期	4
(一) 营收及盈利能力	4
(二) 资本结构与偿债能力	8
(三) 营运能力	8
(四) 现金流情况	9
(五) 杜邦分析	10
二、 磷酸铁锂正极龙头，专注产品性能与创新	12
三、 投资建议	14
(一) 盈利预测	14
(二) 相对估值	14
(三) 投资建议	14
四、 风险提示	15

一、25H1 业绩符合预期

（一）营收及盈利能力

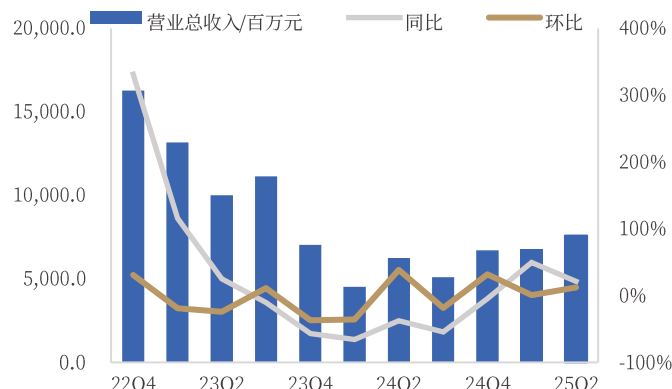
25H1 出货与行业增长共振，结构持续优化。2025 年上半年，公司营业收入实现 143.6 亿元，同比增长 33.2%，其中磷酸铁锂业务占比 98.0%，同比增长 33%。25Q2 公司营收 76.0 亿元，同比+21.3%，环比+12.3%。25H1 磷酸铁锂动力/储能电池出货量高增 68%/128%，带动磷酸铁锂正极材料出货 161 万吨，同增 60%。受益于行业景气度维持高增，公司磷酸铁锂正极材料出货 48.08 万吨，同增 55.4%，产能利用率达到 117%；其中 Q2 出货近 26 万吨，同/环比高增 50%/16%。另一方面，受竞争加剧影响，价格略有下滑，营收增幅低于销量增幅。出货结构上，期内 CN5 系列、YN9 系列等高端新产品销量合计超 19 万吨，在公司产品销量占比中达到约 40%。我们预计后续增长维持，全年出货量或超 100 万吨，叠加反内卷带来的价格企稳回升，营收增长或近 50%，海外马来西亚&西班牙项目将在明年后贡献弹性。同时，公司在下一代高压密产品技术上具有先发优势，产品结构有望持续优化并改善盈利能力。

图1：25H1 公司营业总收入



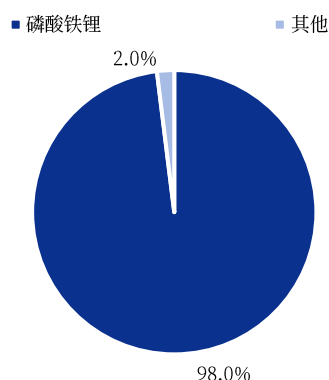
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图2：25Q2 公司营业总收入



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

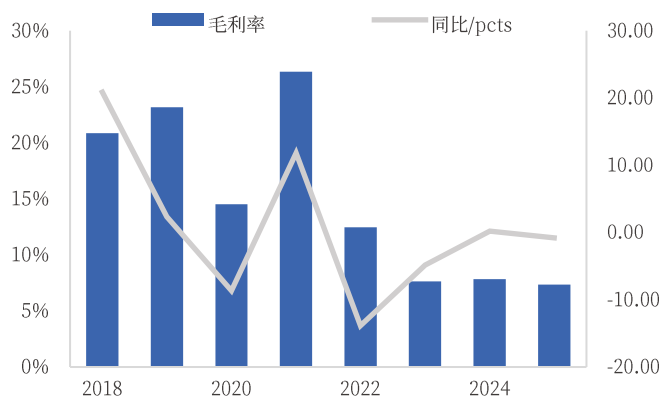
图3：25H1 公司营收按产品分类拆分



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

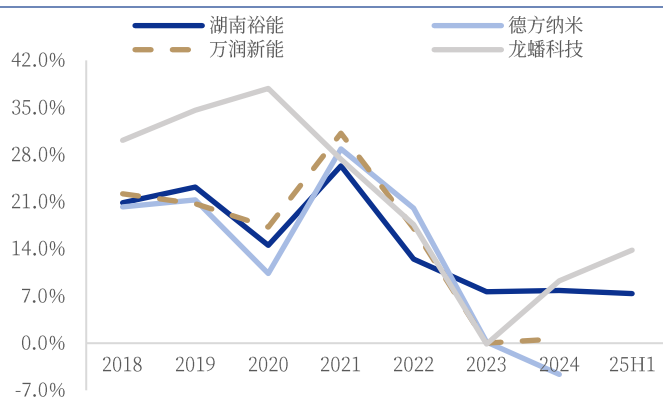
25Q2 公司毛利率大幅修复。25H1 公司销售毛利率 7.4%，同比-0.8pcts，其中 25Q2 公司销售毛利率 9.0%，同/环比+0.37/+3.49pcts。毛利率修复主要由于公司产能利用率维持高位，同时高端产品供不应求带动出货量高增、产品结构优化。

图4: 25H1 公司毛利率



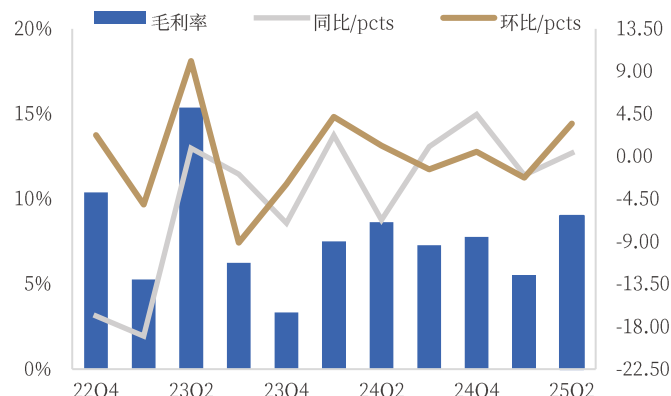
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图6: 可比公司毛利率对比



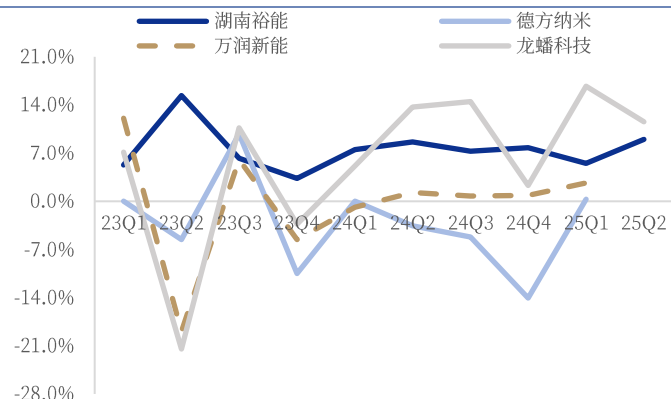
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图5: 25Q2 公司毛利率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

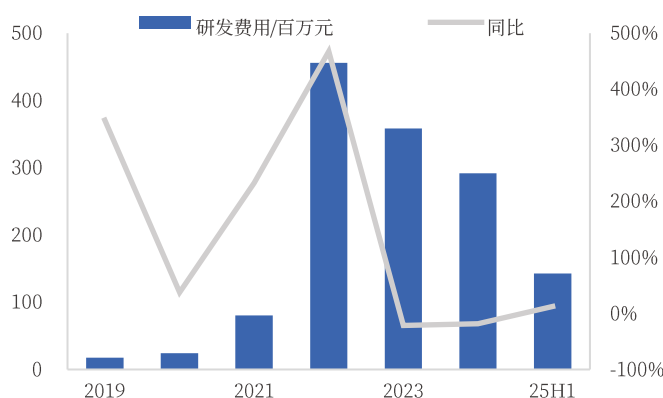
图7: 季度间可比公司毛利率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

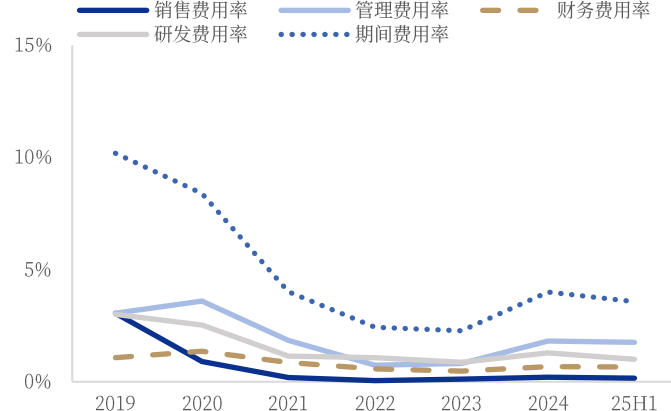
规模增长带动期间费用率下行。25H1 公司期间费用率为 3.6%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.2%、1.8%、1.0%、0.7%。25Q2 公司期间费用率为 3.6%，环比持平。公司凭借规模效应及生产制造管理能力，费用率低于同行可比公司。

图8: 25H1 公司研发费用情况



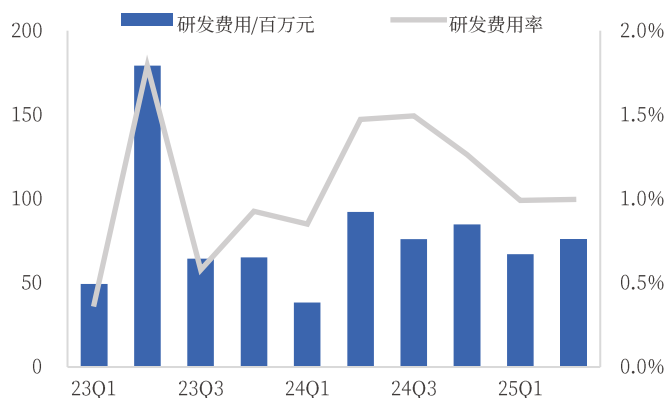
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图9: 25H1 公司期间费用率情况



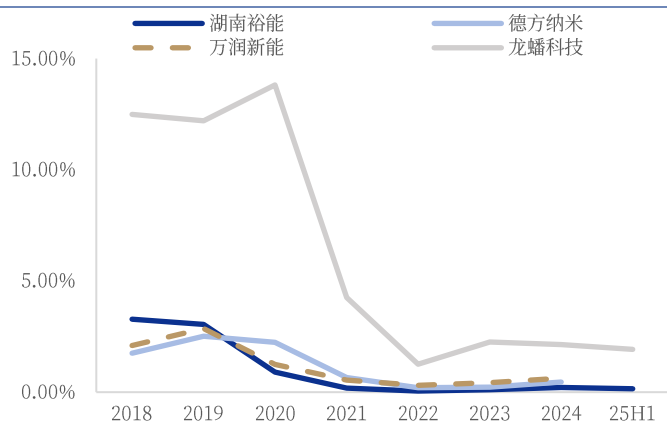
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图10: 25Q2 公司研发费用情况



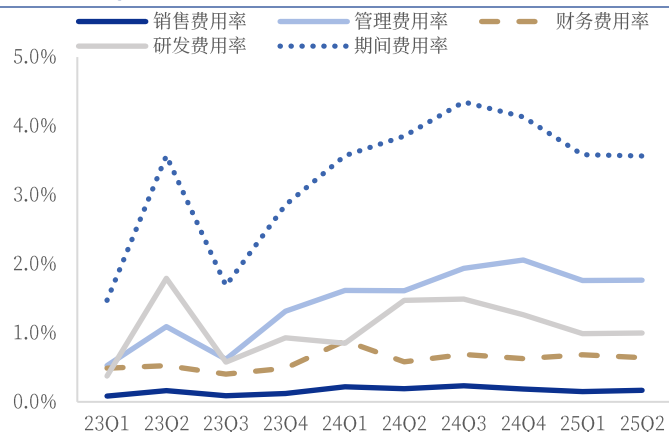
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图12: 25H1 可比公司销售费用率对比



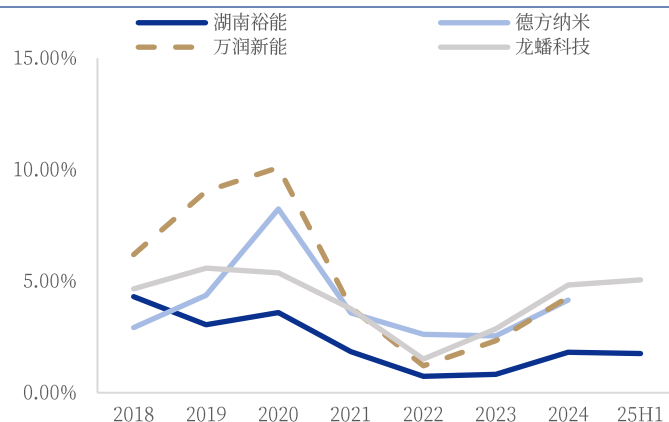
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图11: 25Q2 公司期间费用率情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

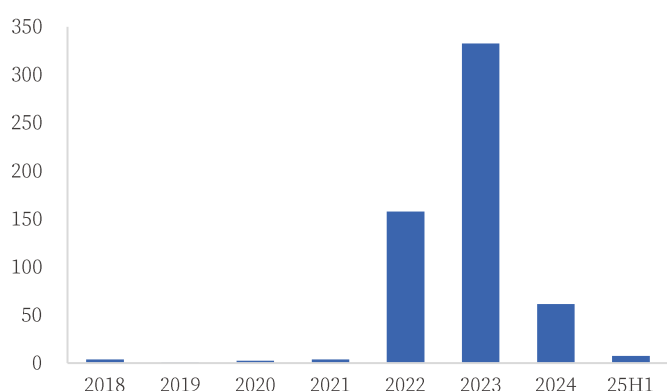
图13: 25H1 可比公司管理费用率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

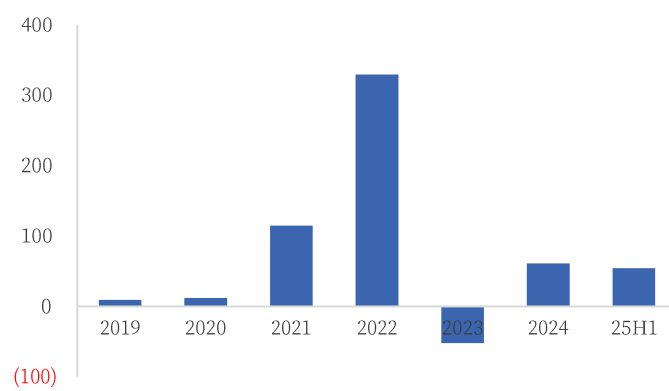
2025 年上半年公司资产减值损失和信用减值损失分别为 737 万元、0.55 亿元。若用信用减值损失/应收账款及应收票据衡量信用风险变化，公司整体经营依旧稳健。

图14: 25H1 公司资产减值损失（单位：百万元）



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

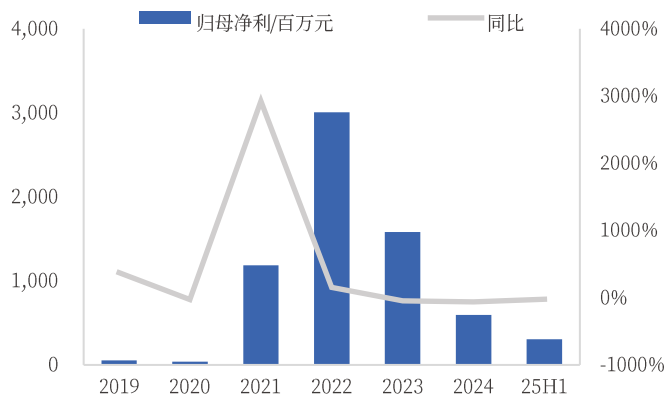
图15: 25H1 公司信用减值损失（单位：百万元）



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

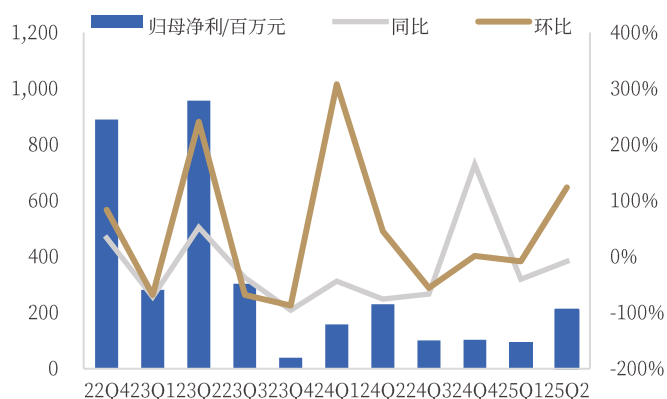
公司盈利能力快速修复。2025 年上半年公司实现归母净利润 3.1 亿元，同比-21.6%，归母净利率 2.1%，同比-1.5pcts。扣非净利 3.1 亿元，同比-18.4%。25Q2 公司归母净利润 2.1 亿元，同/环比-8.5%/+124%，归母净利率 2.8%，同/环比-0.9pcts/+1.4pcts；扣非净利 2.3 亿元，同/环比-1.4pcts/+165pcts，扣非归母净利率 3.0%，同/环比-0.7/+1.7pcts。

图16: 25H1 公司归母净利润



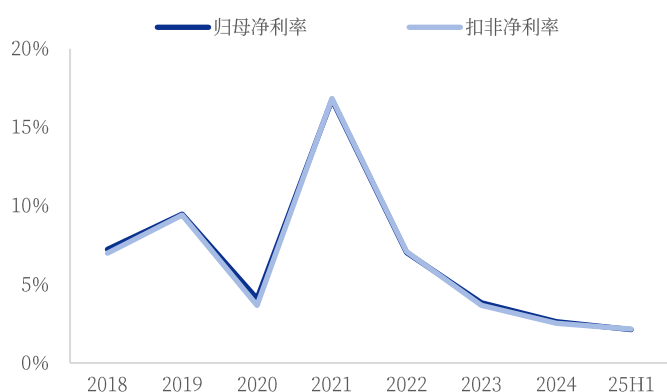
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图18: 25Q2 公司归母净利润



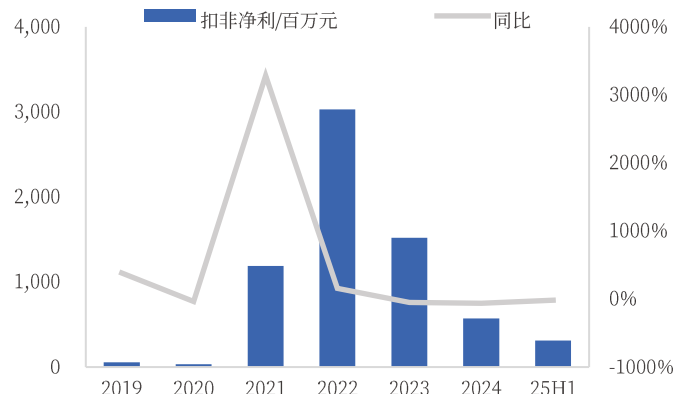
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图20: 25H1 公司归母净利率与扣非归母净利率



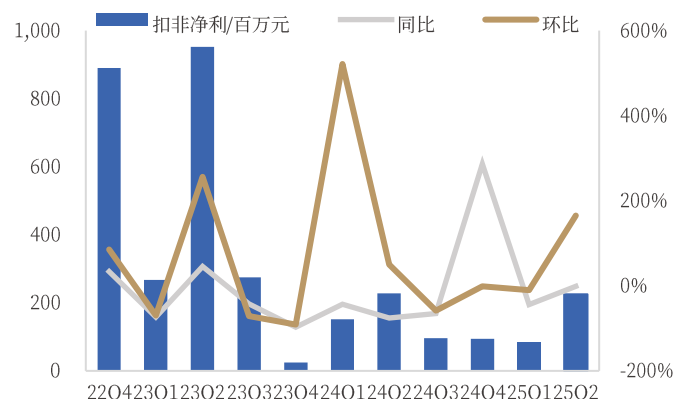
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图17: 25H1 公司扣非归母净利润



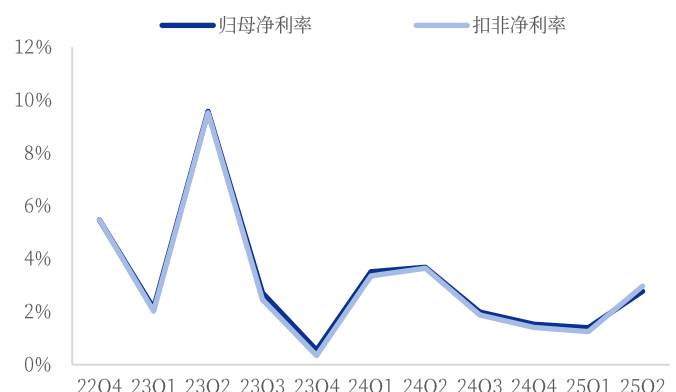
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图19: 25Q2 公司扣非归母净利润



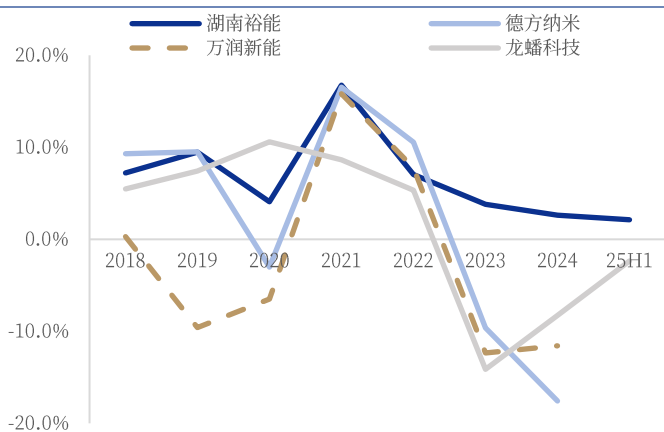
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图21: 25Q2 公司归母净利率与扣非归母净利率



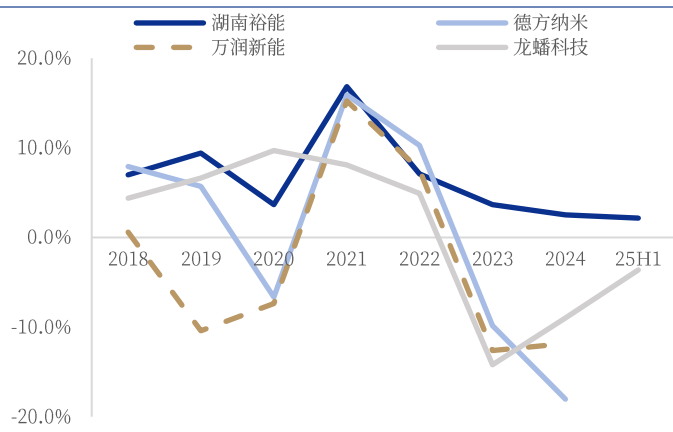
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图22: 25H1 可比公司归母净利润率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图23: 25H1 可比公司扣非归母净利润率对比

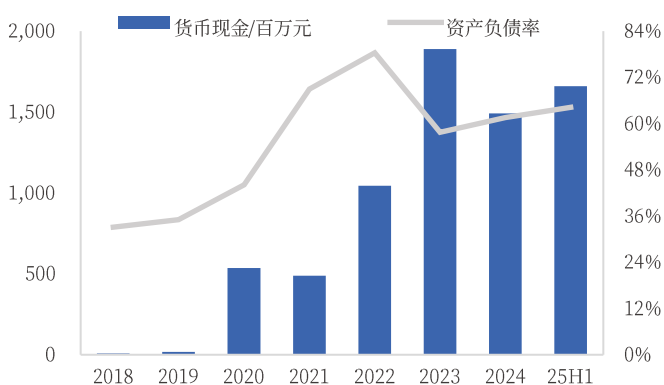


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(二) 资本结构与偿债能力

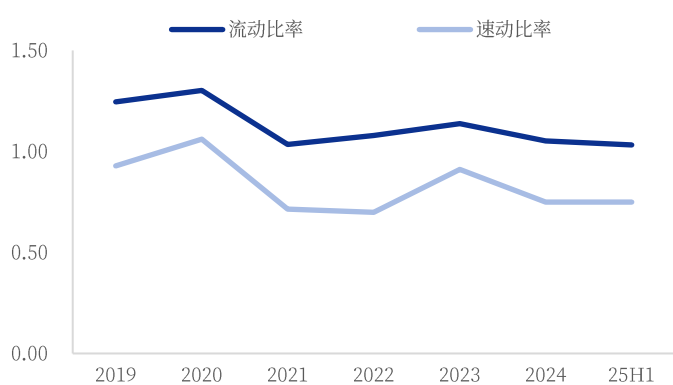
2025年上半年公司资产负债率 64.2%, 资产结构健康。期末货币现金 16.6 亿元, 同比-13.5%。公司流动比率/速动比率分别为 1.03/0.75, 近两年维持稳定, 偿债能力强。

图24: 25H1 公司货币现金



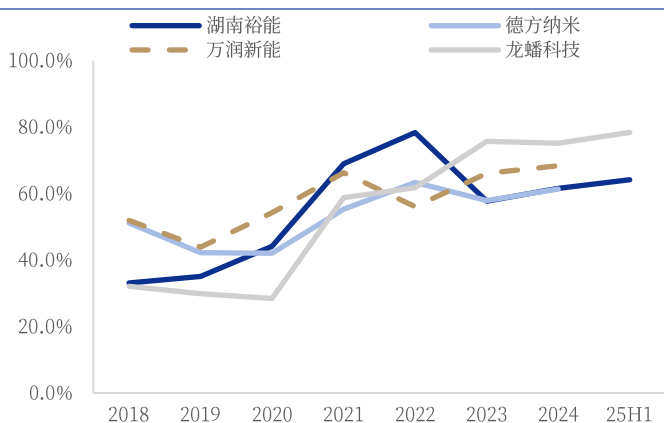
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图25: 25H1 公司流动/速动比率稳定



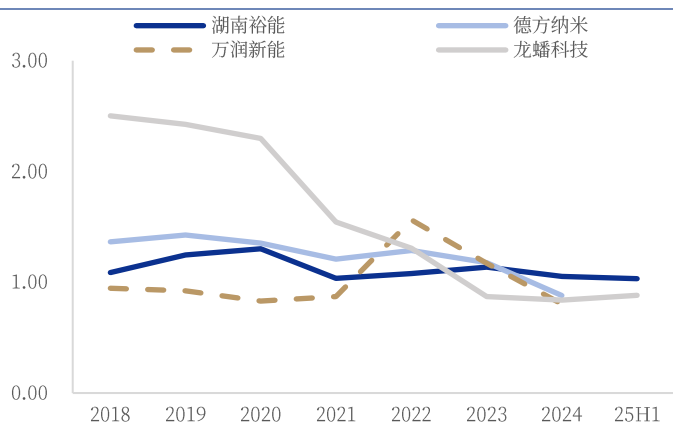
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图26: 25H1 可比公司资产负债率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图27: 25H1 可比公司流动比率对比

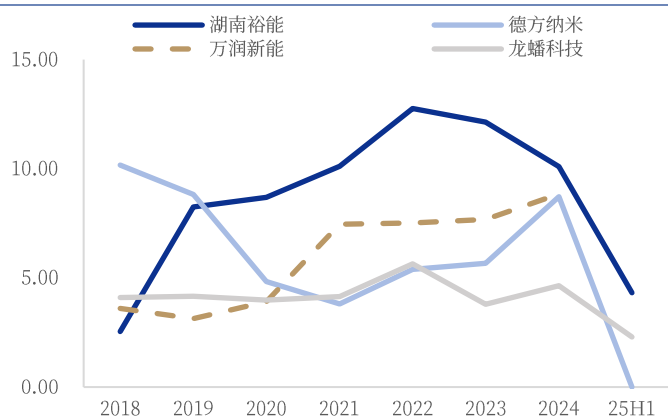


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(三) 营运能力

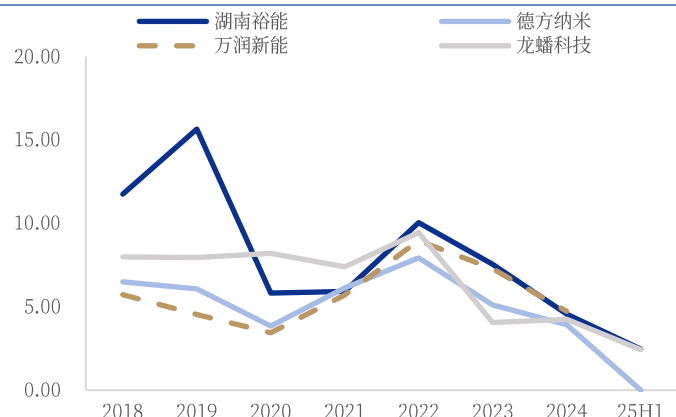
2025H1 公司存货周转率、应收账款周转率、净资产周转率、总资产周转率分别为 4.3 次、2.5 次、1.2 次、0.5 次。

图28: 25H1 可比公司存货周转率对比



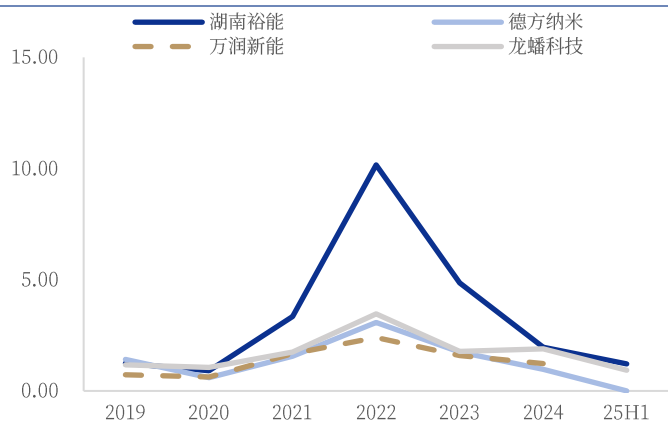
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图29: 25H1 可比公司应收账款周转率对比



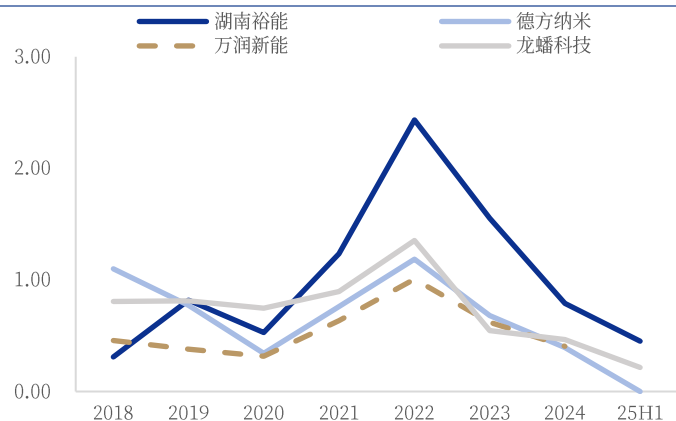
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图30: 25H1 可比公司净资产周转率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图31: 25H1 可比公司总资产周转率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(四) 现金流情况

25Q2 公司资本开支稳定。2025H1 公司经营性现金流净额为-6.1 亿元, 其中 Q2 为-0.8 亿元。以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为“资本开支”参考, 25 年上半年公司资本开支为 9.2 亿元, 保持稳定扩张。

图32: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元

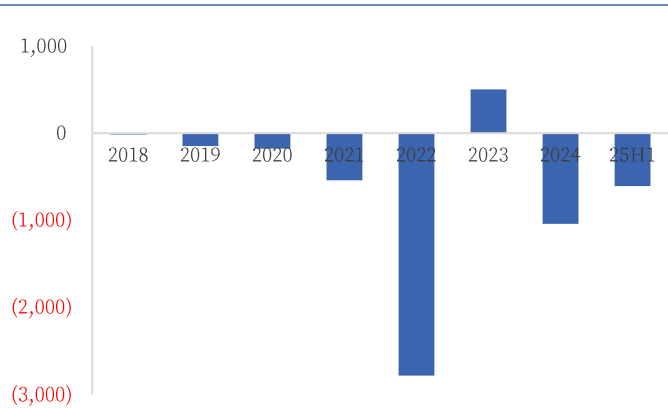
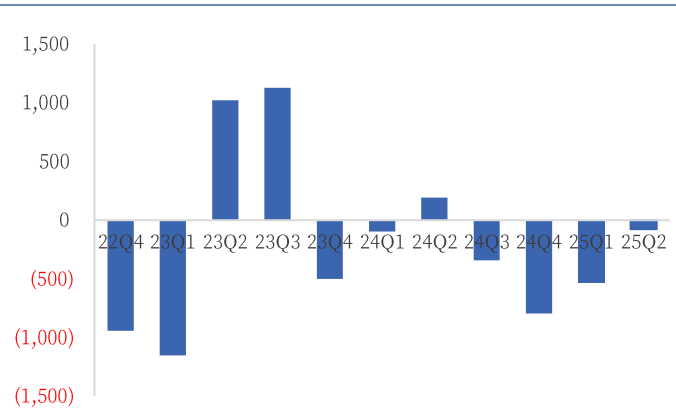
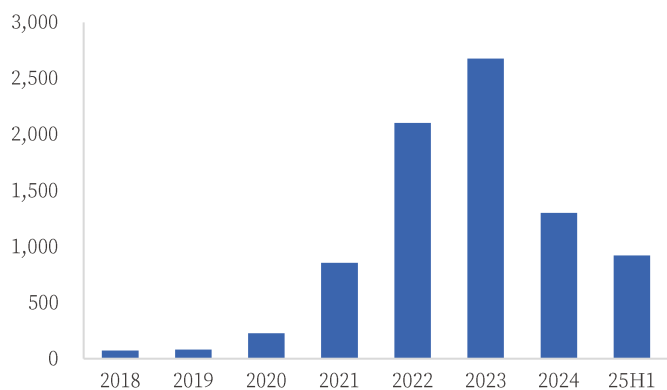


图33: 25Q2 公司经营性现金流净额/百万元



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

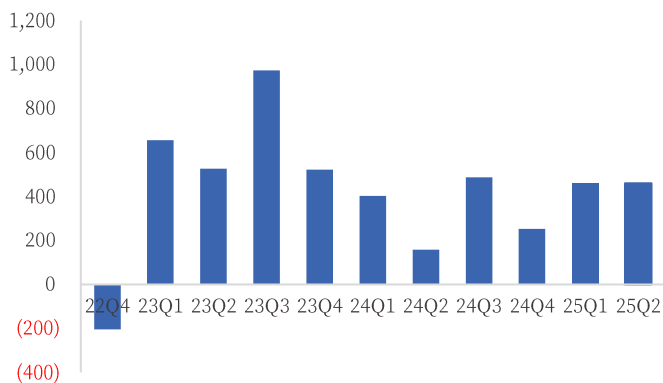
图34：25H1 公司资本开支/百万元



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

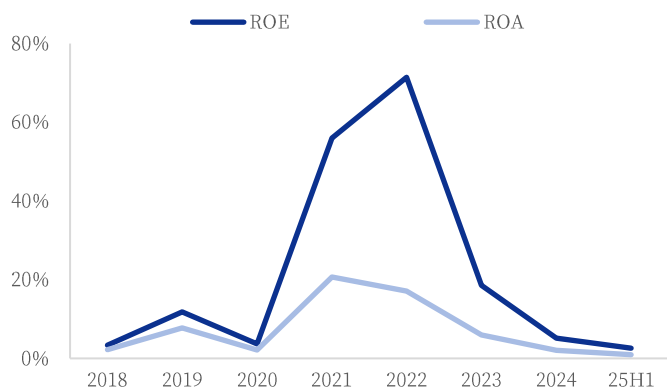
图35：25Q2 公司资本开支/百万元



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

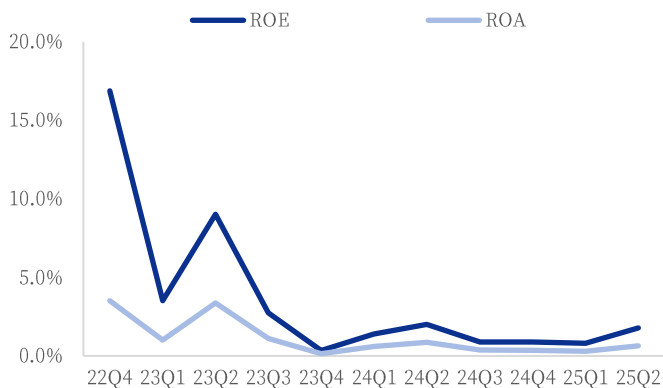
(五) 杜邦分析

图36：25H1 公司 ROE、ROA 情况



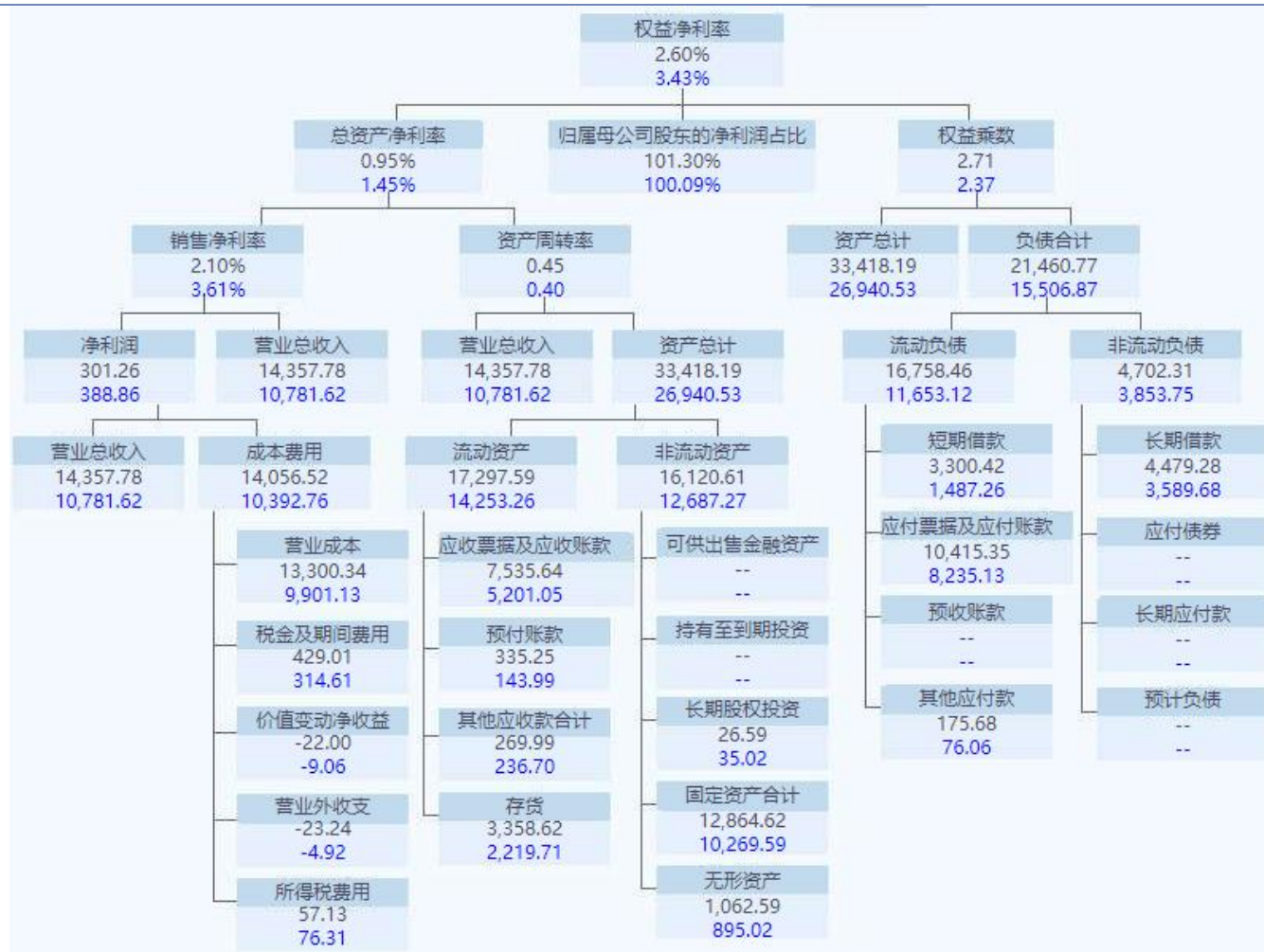
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图37：25Q2 公司 ROE、ROA 情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图38: 公司 25H1 (黑字) 与 24H1 (蓝字) 杜邦分析拆分对比

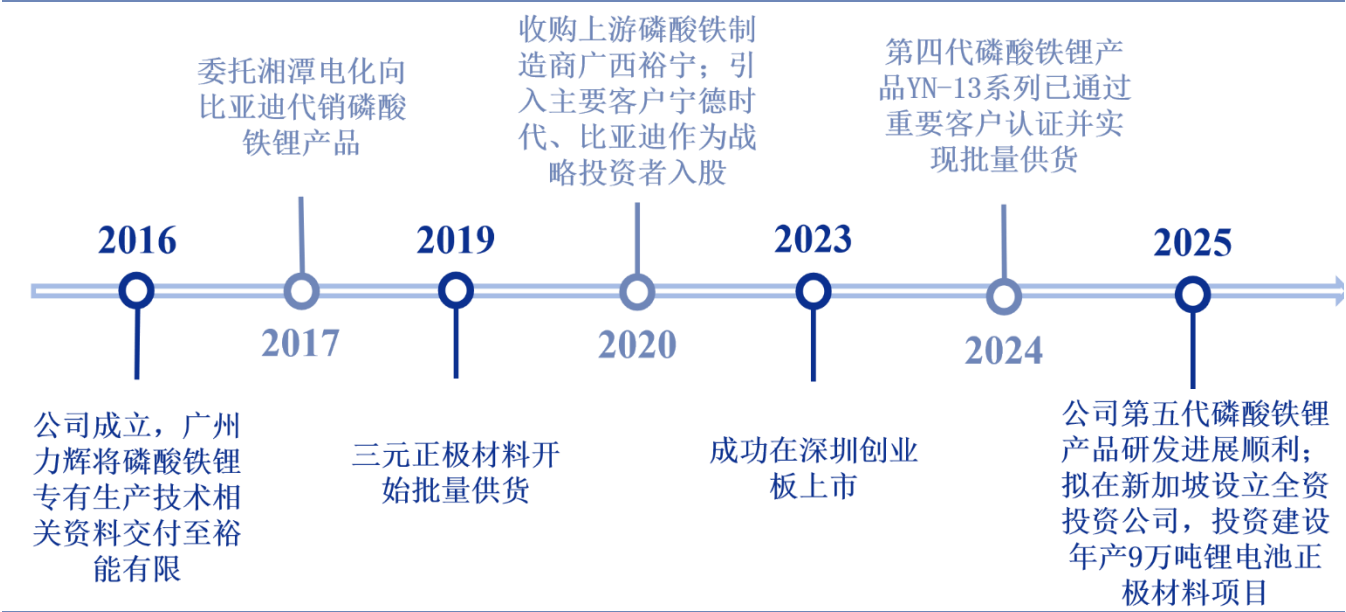


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

二、磷酸铁锂正极龙头，专注产品性能与创新

深耕锂电池正极材料，磷酸铁锂连续五年出货量第一。公司成立于 2016 年，2017 年开始生产销售磷酸铁锂产品，2019 年三元正极材料开始批量供货，主要客户为比亚迪和宁德时代。2020 年，公司收购上游磷酸铁制造商广西裕宁，从此公司形成磷酸铁锂正极材料、三元正极材料、磷酸铁三项主营业务；同年，公司增资扩股并引入主要客户宁德时代、比亚迪作为战略投资者入股，二者持有公司股份比例超过 5%。经过几年沉淀，公司于 2023 年成功在深圳创业板上市，自 2020 年起，磷酸铁锂正极材料出货量连续多年为全国第一，2025 年上半年，公司磷酸铁锂正极材料出货量行业占比高达 29.8%，稳居行业龙头。目前，公司不断推进新高压密产品开发，第四代磷酸铁锂产品已量产，第五代产品研发进展顺利；公司开始布局海外产能，拟在新加坡设立全资投资公司，建设年产 9 万吨锂电池正极材料项目。

图39：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，iFinD，中国银河证券研究院

生产工艺成熟，产品性能稳定。公司的主要产品包括磷酸铁锂、三元材料等锂离子电池正极材料，目前以磷酸铁锂为主，生产工艺成熟，产品性能稳定，主要应用于动力电池、储能电池等锂离子电池的制造，最终应用于新能源汽车、储能等领域。磷酸盐正极材料具有高能量密度、高稳定性、高性价比、长循环寿命、低温性能优异等特点。公司持续不断创新，积极向市场推出具有差异化优势的新型产品，打造优势互补的产品体系，满足储能、动力等不同应用场景对产品性能日益提升的需求：2024 年公司推出 CN-5 系列、YN-9 系列新产品，不断完善性能；公司研发的更新一代高性能产品 YN-13 系列也取得了重要成果，已通过重要客户认证，并实现批量供货。

表1：公司产品情况

产品类型	产品型号	比容量	压实密度	主要应用领域
高能量型磷酸铁锂	YN-5	≥156 mAh/g	2.45 -2.65g/cm ³	新能源汽车
	YN-6			
	YN-7			
储能型磷酸铁锂	CN-3	≥156 mAh/g	2.25 -2.55 g/cm ³	储能

	CN-4			
	CN-5			
多晶三元材料	N5B	167mAh/g	/	数码电池、充电宝等
	N55			
单晶三元材料	N55D	179mAh/g	/	新能源汽车等

资料来源：公司官网，公司招股说明书，中国银河证券研究院

管理层经验丰富，重视科技创新。公司主要核心人员均具有多年的锂离子电池正极材料相关领域从业经验，在管理、研发、技术、生产和销售方面积累了丰富的专业知识和实践经验，能够快速响应市场变化，有效推动公司整体运营效率的提升。

表2：公司管理层情况

姓名	职位	基本情况
杨金洪	董事长	湘潭大学应用化学专业，本科学历，高级工程师。曾任湘潭电化集团有限公司质检处副处长、成品分厂副厂长、董事长，湘潭电化科技股份有限公司成品分厂厂长、副总经理、总经理、董事长。现任湖南裕能新能源电池材料股份有限公司董事长。
赵怀球	总经理、董事	曾任湘潭电化科技股份有限公司分厂副厂长、分厂厂长、董事会工作部对外投资经理，靖西湘潭电化科技有限公司车间主任，湘潭电化集团有限公司投资发展部对外投资经理、总经理助理。现任湖南裕能新能源电池材料股份有限公司董事兼总经理，湘潭裕和企业管理合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人。
刘干江	董事	中共湖南省委党校公共管理专业，研究生学历，高级物流师、工程师。历任湘潭电化科技股份有限公司成品分厂副厂长、品管部部长、采购部部长、物资采购调度中心主任、营销总监、副总经理、总经理、副董事长，电化集团总经理、副董事长等。现任湘潭电化科技股份有限公司董事长、电化集团董事长、产投集团董事长、电化产投董事长、振湘国投执行董事、湖南裕能董事。
汪咏梅	董事、董事会秘书、常务副总经理	中共湖南省委党校公共管理专业在职研究生，经济师。曾任湘潭电化科技股份有限公司董事、副总经理兼董事会秘书。现任湖南裕能新能源电池材料股份有限公司董事、常务副总经理兼董事会秘书，湖南裕富企业管理合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人，铜陵安伟宁新能源科技有限公司董事。
赵怀球	董事	中共湖南省委党校公共管理专业在职研究生，经济师。曾任湘潭电化科技股份有限公司董事、副总经理兼董事会秘书。现任湖南裕能新能源电池材料股份有限公司董事、常务副总经理兼董事会秘书，湖南裕富企业管理合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人，铜陵安伟宁新能源科技有限公司董事。
张瑞程	董事	美国杜兰大学工商管理专业，硕士，高级经济师。曾任上海交通大学应用化学系讲师、校团委副书记、昂立集团副总经理，上海远东航空技术进口公司贸易部经理（期间任驻美国加拿大贸易代表），上海市张江高科技园区进出口有限公司总经理，上海张江高科技园区开发股份有限公司董事、总经理，上海张江（集团）有限公司总经理助理，上海张江火炬创业投资有限公司董事长、总经理、华鑫置业（集团）有限公司董事等。现任湖南裕能新能源电池材料股份有限公司董事，上海惠天然投资控股集团有限公司总经理，上海创伴投资管理有限公司执行董事，上海成为私募基金管理有限公司董事长、总经理。
龙绍飞	董事	本科学历，电气工程师。历任湘潭电化科技股份有限公司成品分厂副厂长、厂长、生产部部长、靖西电化常务副总经理、总经理、湘潭电化科技股份有限公司营销总监、副总经理、常务副总经理等。现任湘潭电化科技股份有限公司董事兼总经理、广西立劲董事、湘潭立劲董事、靖西电化董事长、顺中贸易执行董事、湖南裕能董事。

资料来源：iFinD，公司招股说明书，中国银河证券研究院

三、投资建议

(一) 盈利预测

公司未来的各主要业务预测如下：

表3：分业务预测（单位：百万元）

产品名称	项目	2024	2025E	2026E	2027E
正极材料	营业收入	22,214.95	42,860.01	54,217.91	32,500.48
	YOY	-45.96%	31.88%	26.50%	46.30%
其他	营业收入	383.57	604.45	785.78	942.94
	YOY	52.27%	57.58%	30.00%	20.00%
营业收入合计		22,598.53	33,104.92	43,645.79	55,160.84
YOY		-45.36%	46.49%	31.84%	26.38%
归母净利润合计		593.55	1050.11	1908.63	2927.66
YOY		-62.45%	76.92%	81.76%	53.39%
EPS（元）		0.78	1.38	2.51	3.85

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

(二) 相对估值

结合公司业务情况，我们选取德方纳米、龙蟠科技作为可比公司。计算可得可比公司 2025-2027 年 PE 均值为 322x/26x/16x。结合公司业务发展情况及未来战略，我们给予公司 25 年 20~30xPE。

表4：与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 28 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期）

股票代码	股票名称	EPS（元/股）				PE（倍）			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300769.SZ	德方纳米	-4.77	0.06	1.26	2.24	——	599.00	28.52	16.04
603906.SH	龙蟠科技	-0.96	0.31	0.63	0.91	——	45.81	22.54	15.60
	平均值					——	322.40	25.53	15.82
301358.SZ	湖南裕能	0.78	1.38	2.51	3.85	44.81	25.32	13.93	9.08

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

(三) 投资建议

公司是全球磷酸铁锂正极材料龙头，顺应行业趋势，在中镍高电压、高压实密度等高端产品布局、出货领先，在产品结构优化同时维持领先的产能利用率。公司海外产能持续推进有望充分受益海外 LPF 替换浪潮，且随国内反内卷带来更多供给侧约束，出清加速，公司将引领行业触底回升。预计公司 2025-2027 年营收分别为 331/436/552 亿元；归母净利分别为 11/19/29 亿元，EPS 1.4、2.5、3.9 元/股，对应 PE 25x/14x/9x。首次覆盖给予“推荐”评级。

四、风险提示

- 1、行业竞争加剧风险。若行业竞争进一步加剧,企业通过降价获取市场份额导致新一轮价格战,行业内企业业绩将进一步承压,公司盈利进一步受损。
- 2、全球贸易形势多变,中美关税壁垒进一步提升、蔓延至全球贸易市场,针对中国零部件、原材料的限制性政策增多导致公司出海战略受阻的风险等。
- 3、原材料价格上涨的风险。公司成本结构受原材料价格影响大,若原材料价格剧烈波动会对公司业绩及经营稳定性造成影响。

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15454.56	22609.15	28845.45	36982.83
现金	1491.38	3217.26	3828.02	5876.04
应收账款	5359.21	7777.19	10175.55	12775.79
其它应收款	280.88	403.23	522.91	651.43
预付账款	304.86	444.72	577.89	719.71
存货	2798.36	4057.76	5226.60	6472.99
其他	5219.88	6708.98	8514.49	10486.87
非流动资产	14887.51	15602.39	15415.83	14436.15
长期投资	29.76	29.76	29.76	29.76
固定资产	12282.75	13377.74	13401.98	12592.32
无形资产	999.25	964.59	929.93	895.27
其他	1575.75	1230.30	1054.16	918.80
资产总计	30342.07	38211.54	44261.28	51418.98
流动负债	14687.14	20997.24	25524.85	30347.73
短期借款	2454.60	3300.42	3300.42	3300.42
应付账款	5837.92	8516.25	11066.29	13782.05
其他	6394.62	9180.57	11158.14	13265.25
非流动负债	3994.39	4702.26	4702.26	4702.26
长期借款	3755.83	4479.28	4479.28	4479.28
其他	238.55	222.98	222.98	222.98
负债合计	18681.53	25699.50	30227.11	35049.99
少数股东权益	54.36	52.06	47.87	41.44
归属母公司股东权益	11606.18	12459.98	13986.30	16327.55
负债和股东权益	30342.07	38211.54	44261.28	51418.98

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1042.22	3679.03	4004.57	5149.27
净利润	589.95	1047.80	1904.44	2921.23
折旧摊销	1605.74	2443.68	2796.56	3079.68
财务费用	158.08	317.20	352.11	352.11
投资损失	11.44	29.78	39.26	49.61
营运资金变动	-3511.00	-262.04	-1264.18	-1467.00
其它	103.57	102.62	176.39	213.64
投资活动现金流	-1330.89	-3185.12	-2659.40	-2162.73
资本支出	-1300.62	-3143.40	-2620.14	-2113.12
长期投资	1.24	0.00	0.00	0.00
其他	-31.51	-41.72	-39.26	-49.61
筹资活动现金流	2252.91	1225.35	-734.41	-938.52
短期借款	1554.37	845.82	0.00	0.00
长期借款	1155.05	723.44	0.00	0.00
其他	-456.52	-343.91	-734.41	-938.52
现金净增加额	-120.64	1725.88	610.76	2048.02

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22598.53	33104.92	43645.79	55160.84
营业成本	20825.02	30379.16	39475.68	49163.35
营业税金及附加	88.34	129.42	170.62	215.64
营业费用	46.16	39.73	52.37	66.19
管理费用	410.67	601.59	793.14	1002.40
财务费用	153.55	285.13	282.94	269.81
资产减值损失	-61.52	-24.43	-53.50	-55.39
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-20.33	-29.78	-39.26	-49.61
营业利润	715.62	1263.55	2271.41	3481.69
营业外收入	1.95	2.72	2.74	2.47
营业外支出	11.74	22.14	12.88	15.59
利润总额	705.83	1244.12	2261.27	3468.57
所得税	115.87	196.32	356.83	547.34
净利润	589.95	1047.80	1904.44	2921.23
少数股东损益	-3.60	-2.31	-4.19	-6.43
归属母公司净利润	593.55	1050.11	1908.63	2927.66
EBITDA	2524.49	3972.93	5340.76	6818.05
EPS (元)	0.78	1.38	2.51	3.85

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	-45.36%	46.49%	31.84%	26.38%
营业利润增速	-61.85%	76.57%	79.76%	53.28%
归属母公司净利润增	-62.45%	76.92%	81.76%	53.39%
毛利率	7.85%	8.23%	9.55%	10.87%
净利率	2.63%	3.17%	4.37%	5.31%
ROE	5.11%	8.43%	13.65%	17.93%
ROIC	4.00%	5.91%	9.19%	12.27%
资产负债率	61.57%	67.26%	68.29%	68.17%
净负债比率	51.82%	48.51%	38.89%	20.83%
流动比率	1.05	1.08	1.13	1.22
速动比率	0.75	0.81	0.86	0.95
总资产周转率	0.79	0.97	1.06	1.15
应收账款周转率	4.55	5.04	4.86	4.81
应付账款周转率	3.75	4.23	4.03	3.96
每股收益	0.78	1.38	2.51	3.85
每股经营现金	-1.37	4.84	5.26	6.77
每股净资产	15.26	16.38	18.38	21.46
P/E	44.80	25.32	13.93	9.08
P/B	2.29	2.13	1.90	1.63
EV/EBITDA	15.99	8.22	6.00	4.40
P/S	1.18	0.80	0.61	0.48

图表目录

图 1: 25H1 公司营业总收入	4
图 2: 25Q2 公司营业总收入	4
图 3: 25H1 公司营收按产品分类拆分	4
图 4: 25H1 公司毛利率	5
图 5: 25Q2 公司毛利率	5
图 6: 可比公司毛利率对比	5
图 7: 季度间可比公司毛利率对比	5
图 8: 25H1 公司研发费用情况	5
图 9: 25H1 公司期间费用率情况	5
图 10: 25Q2 公司研发费用情况	6
图 11: 25Q2 公司期间费用率情况	6
图 12: 25H1 可比公司销售费用率对比	6
图 13: 25H1 可比公司管理费用率对比	6
图 14: 25H1 公司资产减值损失（单位：百万元）	6
图 15: 25H1 公司信用减值损失（单位：百万元）	6
图 16: 25H1 公司归母净利润	7
图 17: 25H1 公司扣非归母净利润	7
图 18: 25Q2 公司归母净利润	7
图 19: 25Q2 公司扣非归母净利润	7
图 20: 25H1 公司归母净利率与扣非归母净利率	7
图 21: 25Q2 公司归母净利率与扣非归母净利率	7
图 22: 25H1 可比公司归母净利率对比	8
图 23: 25H1 可比公司扣非归母净利率对比	8
图 24: 25H1 公司货币现金	8
图 25: 25H1 公司流动/速动比率稳定	8
图 26: 25H1 可比公司资产负债率对比	8
图 27: 25H1 可比公司流动比率对比	8
图 28: 25H1 可比公司存货周转率对比	9
图 29: 25H1 可比公司应收账款周转率对比	9
图 30: 25H1 可比公司净资产周转率对比	9
图 31: 25H1 可比公司总资产周转率对比	9
图 32: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元	9
图 33: 25Q2 公司经营性现金流净额/百万元	9
图 34: 25H1 公司资本开支/百万元	10

图 35: 25Q2 公司资本开支/百万元..... 10

图 36: 25H1 公司 ROE、ROA 情况 10

图 37: 25Q2 公司 ROE、ROA 情况 10

图 38: 公司 25H1（黑字）与 24H1（蓝字）杜邦分析拆分对比 11

图 39: 公司发展历程 12

表 1: 公司产品情况..... 12

表 2: 公司管理层情况..... 13

表 3: 分业务预测（单位：百万元） 14

表 4: 与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 28 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期） 14

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，2025年3月加入银河证券，曾任职于中金公司。《亚洲货币》新能源行业2018-2023年连续第一名，《机构投资者》2020年全球最受欢迎十位分析师，锂电池2020年第一名，新能源2018年第一名，2019-2020年第二名，2021-2024年第一名。2017年新财富分析师第二名，水晶球第二名，金牛奖第一名，IAMAC保险最受欢迎分析师第一名。2016年新财富分析师第三名。

段尚昌，北京大学本硕。2022年8月加入银河证券。曾任职于网易有道、字节跳动，从事互联网教育产品的研发工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn