

盟固利（301487）

证券研究报告

2025 年 12 月 12 日

高电压钴酸锂与高镍三元双轮驱动，未来可期

一、从动力电池制造商到正极材料平台，盟固利开启新周期

盟固利是国内最早布局锂电池正极材料的企业之一，历经二十余载研发与市场开拓，已在正极材料领域建立技术与客户积累。公司 2023 年登陆创业板后聚焦钴酸锂与三元正极材料双主线，切入高电压化、高镍化及固态电池材料研发领域。公司通过技术迭代和产能扩张，正进入业绩修复阶段。

二、高电压钴酸锂加速放量，消费电子端迎来结构升级

公司 4.45V 以上高电压钴酸锂产品已实现批量供货。消费电子行业正从续航优化向轻量化与智能化升级，高电压钴酸锂凭借能量密度优势，成为消费电子领域的重要技术方向。公司市占率有望随比亚迪、冠宇、力神等客户出货扩大而持续提升。

三、三元正极材料高镍化趋势强化，固态电池前瞻布局领先

第一代 NCA 产品实现大批量出货，第二代产品解决小动力高温循环难题，第三、四代正配合客户导入高端项目。公司发布定增预案并将所募资金主要用于建设年产 3 万吨正极材料项目，方案落地后高镍、NCA 及高电压钴酸锂产能有望同步扩张。

四、盈利预测：衡量高电压化与高镍化共振下的盟固利价值

基于新能源产业链高速发展、消费电子需求回暖及新能源汽车高镍化趋势强化，同时受益于正极材料国产替代和技术迭代，盟固利销量有望持续扩张。2024 年公司收入约 17.9 亿元，同比-24%；预计 2025 年恢复增长至 27.6 亿元，2026 年、2027 年分别达 41.4 亿元和 56.3 亿元。凭借在高电压钴酸锂和高镍三元正极领域的领先技术，公司有望在行业结构升级中强化市场地位。

考虑到：1）高电压钴酸锂放量、消费电子端需求回升；2）新能源汽车高镍化趋势显著；3）新增 3 万吨正极材料项目释放产能、前瞻材料储备进入兑现期；4）固态电解质协同带来长期增量。

我们预计公司 2025 - 2027 年分别实现营业收入 23.6/34.6/41.7 亿元，同比 +32%/+46%/+21%；归母净利润 0.18 / 0.65 / 1.16 亿元，25 年同比扭亏，26-27 年同比 +262%/+78%。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期、原材料价格波动、新技术迭代风险、客户集中度高、产能释放与认证进度风险以及股东减持及股价波动风险

投资评级

行业	电力设备/电池
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	21.97 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	459.62
流通 A 股股本(百万股)	272.79
A 股总市值(百万元)	10,097.77
流通 A 股市值(百万元)	5,993.28
每股净资产(元)	4.10
资产负债率(%)	46.32
一年内最高/最低(元)	30.80/15.58

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,359.89	1,793.91	2,363.13	3,456.33	4,173.79
增长率(%)	(27.03)	(23.98)	31.73	46.26	20.76
EBITDA(百万元)	201.08	142.28	157.66	239.34	314.19
归属母公司净利润(百万元)	60.01	(71.67)	18.06	65.35	116.39
增长率(%)	(35.01)	(219.43)	(125.20)	261.85	78.12
EPS(元/股)	0.13	(0.16)	0.04	0.14	0.25
市盈率(P/E)	172.18	(144.17)	572.14	158.12	88.77
市净率(P/B)	5.25	5.49	4.37	4.26	4.07
市销率(P/S)	4.38	5.76	4.37	2.99	2.48
EV/EBITDA	96.90	67.90	63.63	43.38	32.59

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

未找到图形项目表。错误!未定义书签。

1. 深耕正极材料二十余年，切入高电压与高镍赛道..... 3

1.1. 公司发展历程 3

1.2. 主营业务：从钴酸锂到高镍三元，盟固利打造多元化正极材料平台 3

1.3. 公司股权结构 3

1.4. 财务分析：业绩持续承压，盈利能力偏弱，股东减持加剧市场压力 4

2. 正极材料市场规模快速扩张，技术升级与产业整合加速..... 4

2.1. 锂电池正极材料需求高速扩张，技术路线多元并存 4

2.2. 钴酸锂推动能量密度跃升，技术升级方向聚焦高压与快充 4

2.3. 高镍化趋势明显，三元正极材料广泛应用于各种类型新能源汽车 5

2.4. 锂电池正极材料行业发展：需求增长、技术创新与产业链优化..... 5

2.4.1. 市场需求持续增长 5

2.4.2. 技术不断创新 5

2.4.3. 产业链整合与优化 5

3. 聚焦钴酸锂与三元正极材料，推动前瞻材料研发与产业化落地 5

3.1. 三元正极材料高镍化布局，加速固态电池与新型应用场景开发 5

3.2. 高电压钴酸锂持续迭代：满足消费电子轻量化与智能化需求 5

3.3. 三元正极材料高镍化布局，大动力与小动力领域并行推进 6

3.4. 客户体系多元化，覆盖消费电池与动力电池核心企业 6

4. 盈利预测..... 6

4.1. 行业需求高增 + 技术升级驱动增长 6

4.1.1. 行业需求持续扩张，新能源与 3C 电子共振带动正极材料成长 6

4.1.2. 盟固利技术迭代与产能扩张协同推进，成长路径明确 6

4.2. 公司盈利预测与核心假设 6

5. 风险提示..... 7

图表目录

图 1：发展历程 3

图 2：公司股权结构（截至 2025 年三季报） 3

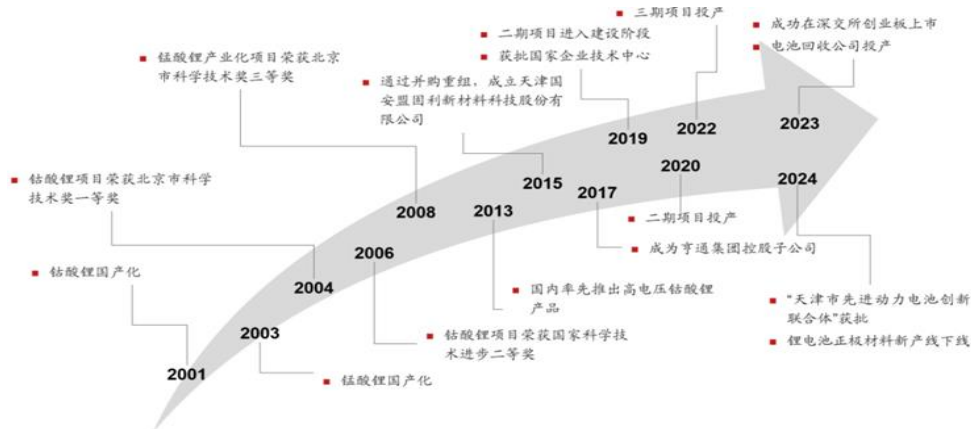
图 3：盈利拆分预测表 7

1. 深耕正极材料二十余年，切入高电压与高镍赛道

1.1. 公司发展历程

天津国安盟固利新材料科技股份有限公司成立于 2009 年 11 月，注册资本 4.6 亿元，坐落于天津市宝坻区九园工业园区。公司主要从事锂离子电池正极材料的研发、生产与销售，是国内较早实现钴酸锂产业化的企业之一，打破了在此领域长期被国外产品垄断的局面。公司控股股东为亨通集团(中国企业 500 强)。2023 年 8 月 9 日，公司在深交所创业板上市。

图 1：发展历程



资料来源：盟固利官网、天风证券研究所

1.2. 主营业务：从钴酸锂到高镍三元，盟固利打造多元化正极材料平台

公司自 2000 年开始进入锂电池正极材料市场，主营业务为锂电池正极材料的研发、生产和销售，主要产品为钴酸锂和三元材料。其中，钴酸锂产品包括 4.2V、4.35V、4.4V 及 4.45V 等，下游主要应用于消费电子领域（智能手机、笔记本电脑、平板电脑、无人机、电子烟、可穿戴设备等各类 3C 电子产品）；三元材料产品包括 Ni3 系、Ni5 系、Ni6 系及 Ni8 系等，下游主要应用于动力电池领域（新能源汽车、电动自行车、电动工具等）。

1.3. 公司股权结构

图 2：公司股权结构（截至 2025 年三季报）

序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	期末参考市值(亿元)
1	亨通新能源技术有限公司 关联方(1)	155,324,310	33.79	43.10
2	北京银帝投资有限公司 一致行动人(2)	17,111,924	3.72	4.75
3	卢春泉 关联方(3)	15,338,600	3.34	4.26
4	天津盟固利企业管理中心(有限... 关联方(1)	13,200,000	2.87	3.66
5	② 连云港润来企业管理合伙企... 一致行动人(2)	12,759,200	2.78	3.54
6	② 苏州毅致新股权投资合伙企业(有限合伙)	9,236,586	2.01	2.56
7	枝江金润源建设投资控股集团有限公司	9,061,538	1.97	2.51
8	共青城普润立方投资合伙企业(... 关联方(3)	7,229,705	1.57	2.01
9	② 重庆新锂程企业管理有限公司 一致行动人(2)	5,961,000	1.30	1.65
10	韩永斌	5,459,668	1.19	1.52
	合计	250,682,531	54.54	69.56

资料来源：Wind、天风证券研究所

1.4. 财务分析：业绩持续承压，盈利能力偏弱，股东减持加剧市场压力

盟固利于 2023 年 8 月 9 日上市，上市当年，公司归母净利润即下滑 35.01%，2024 年更是亏损 7166.57 万元。今年上半年，盟固利实现营业收入 10.18 亿元，同比增长 23.19%；归母净利润 303.84 万元，同比下滑 60.87%；扣非归母净利润 183.90 万元，同比下滑 70.57%。截至 2025 年 6 月 30 日，盟固利合并口径资产负债率为 43.35%。另一方面，今年以来，盟固利连遭股东减持。

盟固利 9 月 3 日公告，北京银帝投资有限公司及其一致行动人连云港阔来企业管理合伙企业（有限合伙）、盐城新锂程科技有限公司持有的公司股份从 4596.16 万股减少至 4058.30 万股，占公司总股本的比例由 10.00%减少至 8.83%，持股比例变动触及 1%的整数倍。此次减持计划尚未履行完毕。

盟固利 8 月 11 日公告，公司收到持股 5%以上股东卢春泉及其一致行动人共青城普润立方投资合伙企业（有限合伙）出具的《简式权益变动报告书》，于 1 月 22 日~4 月 21 日、6 月 23 日~8 月 11 日累计减持公司股份 625.58 万股，占公司总股本的 1.36109%。此次权益变动后，卢春泉及其一致行动人共青城普润立方投资合伙企业（有限合伙）持有公司股份 2298.08 万股，占公司总股本的 4.99999%。

2. 正极材料市场规模快速扩张，技术升级与产业整合加速

2.1. 锂电池正极材料需求高速扩张，技术路线多元并存

锂电池正极材料是锂离子电池最为关键的原材料之一，其性能直接决定了电池的能量密度、寿命、安全性以及应用领域。随着全球新能源汽车、3C 电子产品和储能电池等领域的快速发展，锂电池正极材料的市场需求呈现高速扩张态势。中国已经成为全球锂电池正极材料的主要制造国之一，特别是在钴酸锂及锰酸锂材料方面，已成为世界最大出口国；在磷酸铁锂及三元正极材料方面，成为世界最大生产及使用国。根据智研咨询发布的数据，2023 年，中国锂离子电池正极材料出货量为 247.6 万吨，同比增长 27.2%，增幅相比 2022 年呈现出较大幅度的下滑。

钴酸锂作为第一代商品化的锂电池正极材料，在小型充电电池中应用广泛，但近年来被三元正极材料替代部分市场份额。

锂电池正极材料行业在 2014 年前以钴酸锂为主导，近几年来，随着新能源车行业起步增长，磷酸铁锂因技术成熟、成本更低，率先应用于新能源车上，随之放量，此后受国家补贴政策引导，叠加长续航里程的需求推动，三元材料居上。目前，三元材料和磷酸铁锂已经成为新能源车的两大主要技术路线，随着新能源车下游需求不断抬升，国内销量呈持续增长的态势。

EVTank 数据显示，2023 年，中国磷酸铁锂正极材料出货量 163.8 万吨，同比增长 43.4%；三元材料出货量 66.4 万吨，同比微增 0.9%；钴酸锂出货量 8.0 万吨，同比增长 2.6%；锰酸锂出货量 9.4 万吨，同比增长 36.2%；其中磷酸铁锂正极材料在整个正极材料中的市场份额已经达到 66.1%，较 2022 年进一步提升。

2.2. 钴酸锂推动能量密度跃升，技术升级方向聚焦高压与快充

1991 年锂离子电池成功商业化以来，凭借其高能量密度、高工作电压和良好的循环性能等优势，在众多应用场景中脱颖而出，成为极具潜力的储能系统。LCO 作为目前商业化最为成功的正极材料之一，其工作电压和比容量的提升，极大地推动了单体级锂离子电池能量密度的进步，从 $200 \text{ W} \cdot \text{h/L}$ ($80 \text{ W} \cdot \text{h/kg}$) 发展至如今的 $700 \text{ W} \cdot \text{h/L}$ ($280 \text{ W} \cdot \text{h/kg}$)，显著延长了 3C 电子产品的待机时间。然而，LCO 在工作电压和快充能力方面仍存在不足，无法完全满足高端便携式电子产品对“双高”储能目标的要求。

未来的研究方向包括设计高压 ($\geq 4.6 \text{ V}$) LCO 正极、设计快速充电 ($\geq 50 \text{ C}$) 和高压 ($\geq 4.6 \text{ V}$) LCO 正极、开发与高压快充 LCO 正极相匹配的先进电解质、通过原位表征和理论模拟深入阐释 LCO 电荷存储机制以及实现基于高电压快充 LCO 正极的“双高”型锂离子

电池等。

2.3. 高镍化趋势明显，三元正极材料广泛应用于各种类型新能源汽车

三元材料是镍钴锰酸锂、镍钴铝酸锂等为代表的多元金属复合氧化物。三元材料由于具备较高的重量能量密度、较好的循环稳定性、较好的安全性能以及较高的性价比，广泛应用于各种类型新能源汽车。根据镍含量的差异，当前行业主流的三元正极材料可以分为低镍（以 NCM333 等 3 系为主）、中镍（以 NCM523 等 5 系为主）、中高镍（以 NCM613、NCM622 等 6 系为主）和高镍（以 NCM811 等 8 系为主），其主要是通过提高镍含量、充电电压上限和压实密度使其能量密度不断提升，而随着电池端结构优化的完善，如 CTP 技术的应用，使用三元正极材料生产的电池 PACK 能量密度有望进一步提升。

2.4. 锂电池正极材料行业发展：需求增长、技术创新与产业链优化

2.4.1. 市场需求持续增长

随着新能源汽车的普及和储能系统的快速发展，锂电池正极材料的市场需求持续增长。新能源汽车的续航里程和安全性要求不断提高，推动了正极材料技术的不断创新和升级。同时，储能系统的建设也离不开高性能的正极材料。预计未来几年，随着全球能源结构的转型和新能源汽车产业的进一步发展，锂电池正极材料的市场需求将持续增长，为行业带来更多的发展机遇。

2.4.2. 技术不断创新

锂电池正极材料行业在技术创新方面取得了显著进展。为了提高电池的能量密度、循环稳定性和安全性，科研人员不断探索新型正极材料的开发路径。通过优化材料结构、改进制备工艺以及引入新型添加剂等手段，正极材料的电化学性能得到了显著提升。此外，固态电池等新型电池技术的研发也为正极材料的发展提供了新的方向。

2.4.3. 产业链整合与优化

锂电池正极材料产业链包括上游的矿物原材料和辅助材料、中游的正极材料生产制造以及下游的锂离子电池应用。近年来，随着行业的快速发展，产业链整合与优化成为趋势。上游企业加强了对原材料的控制和开采，中游企业则通过技术创新和产能扩张来提高生产效率和产品质量。同时，下游企业也积极与上游和中游企业合作，共同推动产业链的协同发展。

3. 聚焦钴酸锂与三元正极材料，推动前瞻材料研发与产业化落地

3.1. 三元正极材料高镍化布局，加速固态电池与新型应用场景开发

盟固利的主营业务为钴酸锂及三元正极材料的研发、生产与销售，并同步储备前瞻材料。其中，钴酸锂产品覆盖 4.2V 至 4.53V 全电压平台，可满足消费电池多个终端应用场景需求；三元正极材料聚焦中镍、高镍及超高镍系列，兼顾 NCMA、NCA 等多晶与单晶产品的生产研发，同时推进向固态电池领域，以及低空飞行器、机器人、UPS 电源、BBU 电源等应用场景的新型超高镍三元正极材料研发工作；前瞻材料领域重点推进富锂锰基、固态电解质、钠电正极材料、高熵复合材料、富锂铁酸锂补锂添加剂，助力新能源电池产业进一步发展。

公司未来发展规划上，仍然聚焦新能源电池材料主业，积极推动正极材料、固态电解质及补锂剂等产品的迭代和产业化发展。公司将投产“年产 3 万吨锂离子电池正极材料项目”，项目建成后，将新增超高镍三元材料产能 1.5 万吨/年、NCA 材料产能 1 万吨/年、高电压钴酸锂产能 0.5 万吨/年。

3.2. 高电压钴酸锂持续迭代：满足消费电子轻量化与智能化需求

具体来看，钴酸锂产品方面，公司持续迭代升级的高电压钴酸锂产品，正精准响应消费电子产品轻量化、智能化的发展需求，有望快速突破现有钴酸锂产品的理论性能极限。公司 4.45V 高电压钴酸锂、4.48V 高电压钴酸锂和 4.50V 高电压钴酸锂产品已进入批量生产阶段。4.53V 高电压钴酸锂产品已通过重点客户认证并进入试生产阶段。O2 相钴酸锂（新型

4.55V+高电压)作为公司储备迭代的重要前瞻材料,精准匹配未来高端消费终端对更高能量密度、更优循环稳定性的严苛需求。

3.3. 三元正极材料高镍化布局,大动力与小动力领域并行推进

三元正极材料方面,在新能源汽车续航里程需求不断攀升的当下,三元材料高镍化趋势愈发显著,三元材料高镍化布局将助力盟固利精准把握新能源汽车市场的历史性机遇,进一步巩固其在行业内的领先地位。高镍和超高镍三元材料亦是半固态和固态电池的主流选择,新增产能将为盟固利提前布局固态电池正极材料领域筑牢根基。

努力推动大动力领域落地的同时,在小动力领域达至行业第一梯队水平。三元5系产品已进入大规模量产阶段。公司的第一代NCA产品已进入大批量生产阶段,陆续突破了多家重点客户。同时,公司第二代NCA材料解决了小动力大倍率高温存储及循环问题,进入客户多款全极耳为主的项目批量量产,已完成近百吨的备货及出货;此外,公司第三代NCA及第四代NCA均配合客户开展高端项目研发,合作进展顺利,预计部分高端项目将快速实现终端导入及量产。

3.4. 客户体系多元化,覆盖消费电池与动力电池核心企业

客户方面,借助多年来技术研发和生产经验积累的先发优势,盟固利拓展了众多知名锂电池客户。在3C消费电池领域,公司与珠海冠宇、比亚迪、力神、宁波维科电池有限公司等知名电池企业建立了稳固的合作关系;在动力电池领域,公司与亿纬锂能、力神、比亚迪等知名电池企业建立了稳固的合作关系,并已通过宁德时代的供应商认证。

4. 盈利预测

4.1. 行业需求高增+技术升级驱动增长

4.1.1. 行业需求持续扩张,新能源与3C电子共振带动正极材料成长

锂电池正极材料是锂离子电池最为关键的原材料之一,其性能直接决定了电池的能量密度、寿命、安全性以及应用领域。随着全球新能源汽车、3C电子产品和储能电池等领域的快速发展,锂电池正极材料的市场需求呈现高速扩张态势。

4.1.2. 盟固利技术迭代与产能扩张协同推进,成长路径明确

盟固利自成立以来便以“技术驱动”为核心基因,在发展过程中始终坚持“技术创新、战略清晰、高效运营”三位一体的发展理念。从产品布局来看,钴酸锂业务将向高端化方向持续深耕;三元材料业务将聚焦差异化市场,重点研发生产高端产品,满足细分场景的高品质需求。从市场空间来看,中国磷酸铁锂市场仍有广阔增长潜力,而海外磷酸铁锂市场正处于‘从0到1’的突破阶段,未来增长空间可期;同时,高端市场也将为三元材料提供丰富的差异化需求机遇,在这方面需要精准把握市场需求,提前布局。

4.2. 公司盈利预测与核心假设

我们预计公司2025-2027年分别实现营业收入23.6/34.6/41.7亿元,同比+32%/+46%/+21%;归母净利润0.18/0.65/1.16亿元,25年同比扭亏,26-27年同比+262%/+78%。三元正极材料领域,市场规模有望持续上涨,同时钠离子电池将形成一定替代压力,预计2025-2027年实现收入12.13/20.3/26.4亿元,同比+27%/+67%/+30%;钴酸锂领域,2025年及未来五年,有望在新能源汽车、3C数码产品升级以及储能扩张的驱动下迎来增长,预计2025-2027年实现收入10.5/12.77/13.34亿元,同比+38%/+22%/+5%。

图 3：盈利拆分预测表

单位：亿元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	32.34	23.6	17.94	23.6325	34.565	41.74
yoy	14%	-27%	-24%	32%	46%	21%
按产品拆分						
三元正极材料						
收入	10.46	8.32	9.54	12.13	20.30	26.40
yoy	86%	-20%	15%	27%	67%	30%
毛利率	10%	2%	4%	8%	9%	10%
钴酸锂	0%	0%	0%	0%	0%	0%
收入	20.40	13.85	7.63	10.50	12.77	13.34
yoy	-8%	-32%	-45%	38%	22%	5%
毛利率	6%	10%	9%	10%	10%	10%
其他	0%	0%	0%	0%	0%	0%
收入	1.48	1.42	0.76	1.00	1.50	2.00
毛利率	7%	7%	5%	9%	9%	10%
归母净利润	0.93	0.60	-0.72	0.18	0.65	1.16
yoy	-11%	-35%	-220%	-125%	262%	78%

资料来源：Wind、天风证券研究所

盟固利作为锂电池正极材料企业，受益于新能源汽车、储能行业的长期发展趋势，公司在固态电解质领域已完成技术定型，持续受益于固态时代，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

下游需求不及预期风险：新能源汽车、储能及 3C 消费电子需求若增长不及预期，可能导致公司正极材料出货量和盈利水平低于预测。

原材料价格波动风险：碳酸锂、钴、镍等大宗原料价格若出现大幅波动，公司成本端承压，盈利能力或受显著影响。

技术迭代风险：钠离子电池、固态电池等新技术加速商业化，若产业化进程超预期，可能对钴酸锂及三元材料需求形成替代。

客户集中度较高风险：公司目前对宁德时代、比亚迪等核心客户依赖度较高，若主要客户采购量下降或份额波动，将对业绩造成不利影响。

产能释放与认证进度风险：新产能建设及下游客户认证存在不确定性，若项目投产、爬坡或客户导入进展不及预期，可能影响收入与利润兑现。

股东减持及股价波动风险：近期公司多位股东实施减持计划，若后续减持继续推进，可能对市场情绪与股价表现带来压力。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	448.33	329.35	545.47	691.27	834.76
应收票据及应收账款	1,276.09	986.97	1,638.73	2,201.63	2,435.91
预付账款	24.74	13.95	16.14	33.59	31.87
存货	239.78	418.60	417.93	786.38	643.61
其他	490.93	278.16	306.47	308.60	308.58
流动资产合计	2,479.87	2,027.03	2,924.74	4,021.47	4,254.73
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	926.46	898.24	883.22	858.50	826.09
在建工程	13.78	89.97	69.98	55.99	46.19
无形资产	104.38	129.44	121.88	127.56	128.28
其他	221.06	136.48	188.31	187.95	184.48
非流动资产合计	1,265.68	1,254.14	1,263.39	1,229.99	1,185.04
资产总计	3,745.54	3,281.16	4,188.13	5,251.47	5,439.77
短期借款	549.57	152.49	100.00	460.89	227.56
应付票据及应付账款	727.64	929.29	1,221.79	1,735.26	1,812.47
其他	201.53	221.02	264.14	260.78	258.78
流动负债合计	1,478.74	1,302.80	1,585.94	2,456.92	2,298.81
长期借款	154.50	0.00	135.84	271.54	500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	113.66	73.85	87.12	82.70	84.17
非流动负债合计	268.16	73.85	222.97	354.24	584.17
负债合计	1,746.90	1,376.65	1,808.91	2,811.16	2,882.98
少数股东权益	25.81	16.02	16.02	16.02	16.02
股本	459.62	459.62	459.62	459.62	459.62
资本公积	1,008.05	1,008.05	1,462.05	1,462.05	1,462.05
留存收益	519.98	436.82	454.88	520.22	636.62
其他	(17.84)	(21.64)	(13.34)	(17.61)	(17.53)
股东权益合计	1,998.64	1,904.51	2,379.22	2,440.31	2,556.78
负债和股东权益总计	3,745.54	3,281.16	4,188.13	5,251.47	5,439.77

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	56.64	(73.53)	18.06	65.35	116.39
折旧摊销	98.17	100.36	99.60	104.00	107.80
财务费用	47.51	22.66	20.00	40.00	40.00
投资损失	0.00	(0.37)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	26.16	37.33	(331.95)	(444.90)	(9.60)
其它	122.67	28.37	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	351.14	114.83	(194.29)	(235.56)	254.59
资本支出	40.91	209.57	43.75	75.38	64.84
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(66.45)	(290.83)	(158.99)	(146.34)	(131.15)
投资活动现金流	(25.54)	(81.26)	(115.24)	(70.96)	(66.31)
债权融资	(450.04)	(439.15)	63.35	456.58	(44.86)
股权融资	218.02	(3.80)	462.30	(4.27)	0.08
其他	57.98	318.42	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(174.05)	(124.53)	525.65	452.31	(44.78)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	151.56	(90.97)	216.12	145.80	143.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,359.89	1,793.91	2,363.13	3,456.33	4,173.79
营业成本	2,194.55	1,700.23	2,151.08	3,130.99	3,756.41
营业税金及附加	8.56	7.24	12.00	13.00	14.00
销售费用	11.99	11.74	12.00	12.00	12.00
管理费用	51.62	56.34	60.00	80.00	80.00
研发费用	53.77	68.60	80.00	100.00	119.99
财务费用	46.39	18.72	20.00	40.00	40.00
资产/信用减值损失	(13.52)	(97.10)	(45.00)	(45.00)	(50.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.37	0.00	0.00	0.00
其他	(45.20)	148.03	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营业利润	51.74	(120.26)	33.06	85.34	151.39
营业外收入	7.05	19.98	5.00	10.00	20.00
营业外支出	0.06	0.11	0.00	0.00	0.00
利润总额	58.73	(100.39)	38.06	95.34	171.39
所得税	2.09	(26.86)	20.00	30.00	55.00
净利润	56.64	(73.53)	18.06	65.35	116.39
少数股东损益	(3.37)	(1.86)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	60.01	(71.67)	18.06	65.35	116.39
每股收益（元）	0.13	(0.16)	0.04	0.14	0.25

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-27.03%	-23.98%	31.73%	46.26%	20.76%
营业利润	-25.62%	-332.43%	-127.49%	158.17%	77.39%
归属于母公司净利润	-35.01%	-219.43%	-125.20%	261.85%	78.12%
获利能力					
毛利率	7.01%	5.22%	8.97%	9.41%	10.00%
净利率	2.54%	-3.99%	0.76%	1.89%	2.79%
ROE	3.05%	-3.81%	0.76%	2.70%	4.58%
ROIC	4.11%	-3.57%	1.42%	4.16%	5.27%
偿债能力					
资产负债率	46.72%	42.13%	43.19%	53.53%	53.00%
净负债率	15.35%	0.25%	-5.38%	9.13%	2.91%
流动比率	1.67	1.55	1.84	1.64	1.85
速动比率	1.51	1.23	1.58	1.32	1.57
营运能力					
应收账款周转率	1.77	1.59	1.80	1.80	1.80
存货周转率	5.94	5.45	5.65	5.74	5.84
总资产周转率	0.60	0.51	0.63	0.73	0.78
每股指标（元）					
每股收益	0.13	-0.16	0.04	0.14	0.25
每股经营现金流	0.76	0.25	-0.42	-0.51	0.55
每股净资产	4.29	4.10	5.14	5.27	5.53
估值比率					
市盈率	172.18	-144.17	572.14	158.12	88.77
市净率	5.25	5.49	4.37	4.26	4.07
EV/EBITDA	96.90	67.90	63.63	43.38	32.59
EV/EBIT	184.74	212.04	172.79	76.72	49.61

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