

# 穿越周期的铁锂正极龙头

华泰研究

2026年1月16日 | 中国内地

首次覆盖

新能源及动力系统

首次覆盖湖南裕能并给予“买入”评级，给予26年22倍PE，目标价114.18元。公司为磷酸铁锂龙头企业，技术积淀深厚，成本及费用控制优异，在行业下行周期表现较强盈利韧性，未来行业供需有望反转开启涨价周期，高压实产品研发及客户导入领先行业，看好公司在上行周期中实现量价利齐升。

## 行业：磷酸铁锂需求增速高，有望步入涨价周期

磷酸铁锂凭借低成本、长循环、高安全的优势，在动力电池正极的渗透率中稳步提升，且高增长的储能领域中磷酸铁锂为绝对主流路线，22-24年磷酸铁锂行业需求复合增速达72%，远高于电池行业整体38%的增速。往后看，我们预计25-27年铁锂需求增速达63%/49%/29%，需求仍然具备相较于锂电行业整体的超额增速，25-27年铁锂产能利用率达72%/75%/81%，供需有望逐步逐年收紧，需求高速增长+新增供给放缓+企业反内卷共识一致背景下，我们认为未来三年磷酸铁锂有望步入涨价周期。此外，在碳酸锂价格上涨的背景下，铁锂厂商也有望实现原材料涨价带来的潜在库存收益。

## 成本：成本及费用控制显著占优，向上游原材料延伸拓展

公司基地多位于云贵等低电价地区，向磷酸铁、磷酸、磷矿等上游原材料布局，技术积淀深厚良率领先，且单工厂产能规模大，规模效应显著，我们测算公司单吨成本/费用至少低于同业上市公司2000元/1000元，位于行业成本曲线左侧，且未来随着上游产能释放+新基地建成投产，成本优势有望进一步增强。公司贵州黄家坡磷矿120万吨产能已在25Q4陆续出矿，26年有望贡献利润，协同效应有望进一步释放。

## 技术：享受高压实迭代先发红利，积极布局新型材料蓝海市场

公司在高压实产品上具备先发优势，25年上半年CN-5、YN-9等新产品销量占比已达约40%，新产品采用二次烧结工艺，带来压实密度与倍率性能的显著提升，公司第四代高压实产品已批量应用于宁德时代神行电池、比亚迪刀片电池等高端动储场景，享受更高的产品溢价。公司积极布局磷酸锰铁锂、富锂锰基等材料，拟定增募集资金投资32万吨磷酸锰铁锂等，先发卡位蓝海市场，富锂锰基的中试样品在固态电池体系评估进展顺利，客户认可度高，有望切入固态电池产业链。

## 我们与市场观点不同之处

市场对于需求及价格确定性存在担忧：1) 26年国内新能源车购置税补贴退坡后需求不确定；2) 26年国内储能装机能否如期兑现；3) 铁锂厂涨价落地是否可兑现。我们认为：1) 25年12月底“两新”补贴明确落地，首批625亿资金已下达，乘用车需求并不悲观，且单车带电量增加也有望带动需求；2) 25年国内储能招标规模达420GWh，目前有较多储能电站项目已完成选址，待相关补贴政策落地后开工，需求存在较强支撑；3) 我们测算25-27年磷酸铁锂行业产能利用率72%/75%/81%，26-27年行业产能利用率维持高位，头部企业或可持续满产满销，涨价驱动较强。

## 盈利预测与估值

我们预测公司25-27年归母净利11.45/39.47/49.94亿元，同比+93%/245%/27%，对应EPS1.50/5.19/6.56元，可比公司26年一致预期平均PE为21倍，考虑到公司产品涨价带来利润弹性，向上游原材料拓展增强成本优势，我们给予公司26年22倍PE，给予目标价114.18元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期风险；竞争加剧风险；原材料价格上涨风险；增产不及预期。

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

114.18

刘俊

SAC No. S0570523110003  
SFC No. AVM464

研究员

karlliu@htsc.com  
+(852) 3658 6000

边文斌

SAC No. S0570518110004  
SFC No. BJSJ399

研究员

bianwenjiao@htsc.com  
+(86) 755 8277 6411

邵梓洋\*

SAC No. S0570124030024

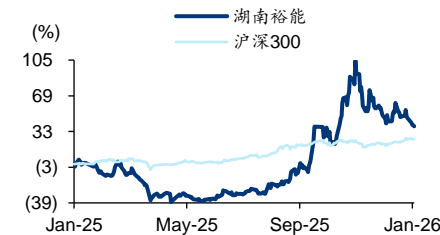
联系人

shaoziyang@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

收盘价(人民币 截至1月15日)	60.58
市值(人民币百万)	46,089
6个月平均日成交额(人民币百万)	1,286
52周价格范围(人民币)	27.16-89.60

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	22,599	35,696	49,806	62,911
+/-%	(45.36)	57.96	39.53	26.31
归属母公司净利润(百万)	593.55	1,145	3,947	4,994
+/-%	(62.45)	92.89	244.75	26.52
EPS(最新摊薄)	0.78	1.50	5.19	6.56
ROE(%)	5.19	9.45	27.21	26.61
PE(倍)	77.65	40.26	11.68	9.23
PB(倍)	3.97	3.65	2.81	2.18
EV EBITDA(倍)	21.34	18.64	8.03	5.61
股息率(%)	0.26	0.41	0.50	0.50

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	14,176	15,455	23,986	28,397	33,777
现金	1,889	1,491	3,570	4,981	6,711
应收账款	4,578	5,359	10,338	11,564	13,601
其他应收账款	213.77	280.88	500.46	589.72	787.31
预付账款	85.65	304.86	311.99	548.68	538.44
存货	1,325	2,798	3,672	4,799	5,898
其他流动资产	6,084	5,220	5,595	5,916	6,241
<b>非流动资产</b>	12,619	14,888	16,977	18,964	20,403
长期投资	41.43	29.76	33.12	34.56	29.01
固定投资	10,733	12,283	13,999	15,622	16,750
无形资产	896.18	999.25	1,238	1,434	1,590
其他非流动资产	948.22	1,576	1,708	1,872	2,034
<b>资产总计</b>	26,795	30,342	40,964	47,361	54,180
<b>流动负债</b>	12,469	14,687	24,609	27,766	30,511
短期借款	900.23	2,455	6,015	7,546	2,455
应付账款	5,261	5,838	7,234	9,880	11,732
其他流动负债	6,308	6,395	11,361	10,341	16,325
<b>非流动负债</b>	3,010	3,994	3,676	3,177	2,505
长期借款	2,601	3,756	3,437	2,938	2,266
其他非流动负债	409.11	238.55	238.55	238.55	238.55
<b>负债合计</b>	15,479	18,682	28,285	30,943	33,016
少数股东权益	33.36	54.36	48.67	30.98	11.09
股本	757.25	757.25	760.80	760.80	760.80
资本公积	5,026	5,080	5,080	5,080	5,080
留存公积	5,499	5,776	6,733	9,921	13,978
归属母公司股东权益	11,282	11,606	12,630	16,387	21,153
<b>负债和股东权益</b>	26,795	30,342	40,964	47,361	54,180

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金</b>	501.24	(1,042)	3,086	4,469	11,369
净利润	1,581	589.95	1,139	3,929	4,974
折旧摊销	1,091	1,606	1,282	1,624	1,966
财务费用	196.10	153.55	282.67	363.42	294.91
投资损失	54.58	20.33	12.08	15.86	16.09
营运资金变动	(2,656)	(3,559)	191.46	(1,663)	3,866
其他经营现金	235.01	146.78	178.48	199.22	251.64
<b>投资活动现金</b>	(2,622)	(1,331)	(3,384)	(3,626)	(3,421)
资本支出	(2,677)	(1,301)	(3,368)	(3,608)	(3,410)
长期投资	(12.60)	0.00	(3.36)	(1.44)	5.55
其他投资现金	67.61	(30.09)	(12.80)	(16.63)	(16.92)
<b>筹资活动现金</b>	2,349	2,253	2,376	568.37	(6,217)
短期借款	(1,566)	1,554	3,560	1,531	(5,091)
长期借款	(670.66)	1,155	(318.66)	(499.07)	(671.87)
普通股增加	69.09	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	4,099	54.42	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	417.01	(510.94)	(864.93)	(463.56)	(453.78)
现金净增加额	228.11	(120.64)	2,078	1,411	1,731

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	41,358	22,599	35,696	49,806	62,911
营业成本	38,195	20,825	32,679	42,784	54,029
营业税金及附加	134.35	88.34	139.22	194.24	245.35
营业费用	45.49	46.16	71.39	89.65	113.24
管理费用	339.80	410.67	642.53	886.55	1,107
财务费用	196.10	153.55	282.67	363.42	294.91
资产减值损失	(332.77)	(61.52)	(17.85)	(99.61)	(125.82)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(54.58)	(20.33)	(12.08)	(15.86)	(16.09)
<b>营业利润</b>	1,876	715.62	1,380	4,701	5,965
营业外收入	3.55	1.95	6.00	3.83	3.93
营业外支出	4.76	11.74	30.00	15.50	19.08
<b>利润总额</b>	1,875	705.83	1,356	4,689	5,950
所得税	294.18	115.87	217.00	759.64	975.77
<b>净利润</b>	1,581	589.95	1,139	3,929	4,974
少数股东损益	(0.12)	(3.60)	(5.70)	(17.68)	(19.90)
归属母公司净利润	1,581	593.55	1,145	3,947	4,994
EBITDA	3,157	2,456	2,849	6,577	8,085
EPS (人民币, 基本)	2.18	0.78	1.50	5.19	6.56

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(3.35)	(45.36)	57.96	39.53	26.31
营业利润	(47.79)	(61.85)	92.87	240.58	26.89
归属母公司净利润	(47.44)	(62.45)	92.89	244.75	26.52
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	7.65	7.85	8.45	14.10	14.12
净利率	3.82	2.61	3.19	7.89	7.91
ROE	18.60	5.19	9.45	27.21	26.61
ROIC	12.00	3.98	6.19	16.20	18.54
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	57.77	61.57	69.05	65.33	60.94
净负债比率 (%)	27.65	53.79	55.01	40.72	(3.49)
流动比率	1.14	1.05	0.97	1.02	1.11
速动比率	0.91	0.75	0.76	0.78	0.85
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.55	0.79	1.00	1.13	1.24
应收账款周转率	7.54	4.55	4.55	4.55	5.00
应付账款周转率	5.97	3.75	5.00	5.00	5.00
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.08	0.78	1.50	5.19	6.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	(1.37)	4.06	5.87	14.94
每股净资产(最新摊薄)	14.83	15.26	16.60	21.54	27.80
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	29.16	77.65	40.26	11.68	9.23
PB (倍)	4.09	3.97	3.65	2.81	2.18
EV EBITDA (倍)	15.60	21.34	18.64	8.03	5.61



## 正文目录

<b>核心观点</b> .....	<b>4</b>
与市场观点不同之处 .....	4
<b>磷酸铁锂正极龙头，穿越周期再创辉煌</b> .....	<b>5</b>
<b>磷酸铁锂：磷酸铁锂需求增速高，有望步入涨价周期</b> .....	<b>8</b>
需求具备超额增速，未来供需或持续偏紧 .....	8
行业集中度跟随周期变化，龙头市占率遥遥领先 .....	10
原材料成本占比高，磷酸铁法占据技术主流 .....	11
<b>龙头地位稳固，横纵向拓展巩固竞争优势</b> .....	<b>14</b>
成本与费用控制优异，位于成本曲线左侧 .....	14
专注新产品研发，横向拓展产品品类 .....	17
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>19</b>
风险提示 .....	21

## 核心观点

### 磷酸铁锂需求具备超额增速，看好铁锂落地涨价

磷酸铁锂为锂电行业高增长细分行业，商用车及储能领域中磷酸铁锂渗透率较高，其需求高增长在磷酸铁锂需求中表现较为明显。磷酸铁锂行业历经过去几年的行业下行期，供需宽松产品不断降价，碳酸锂等库存减值影响公司利润，25年上半年已呈现仅少数龙头企业盈利，其他均亏损的局面。我们测算26-27年磷酸铁锂行业产能利用率75%/81%，26-27年行业产能利用率维持高位，头部企业或可持续满产满销，涨价驱动较强。往中远期看，按照磷酸铁锂一体化产能单万吨投资2亿来计算，假设建设项目的合理回本周期在7~8年，我们认为行业远期稳态单吨净利在2500~3000元较为合理。叠加铁锂企业在25年下半年密集召开“反内卷”相关会议，我们认为铁锂涨价落地具备较强确定性。

### 公司位于成本曲线左侧，彰显较强阿尔法

公司在成本上具备较强优势：1) 原材料自供：公司目前已实现磷酸铁的全部自供，且在向上游磷酸、磷矿、碳酸锂等环节延伸，一体化布局成本效益显著；2) 能源价格低：公司产能较多位于云贵等地区，当地水电资源丰富，工商业电价低，带来成本优势；3) 单工厂产能规模大：公司产能走“大基地”路线，单基地产能规模较大，规模效应显著，有效降低相关费用。

### 高价值量产品贡献盈利增量，新材料卡位布局优异

1) 高压实：公司在高压实产品上具备先发优势，根据公司年报，公司24年CN-5、YN-9等新产品销量占比已达22%，25H1占比进一步提升至40%，新产品采用二次烧结工艺，带来压实密度与倍率性能的显著提升，公司第四代高压密产品已批量应用于宁德时代神行电池、比亚迪刀片电池等高端动储场景，享受更高的产品溢价；2) 磷酸锰铁锂：公司拟定增募集资金投资32万吨磷酸锰铁锂等，磷酸锰铁锂凭借更高的电压平台可实现更高的能量密度，有望作为磷酸铁锂的渐进式迭代；3) 富锂锰基：公司富锂锰基的中试样品在固态电池体系评估进展顺利，客户认可度高，有望切入固态电池产业链。

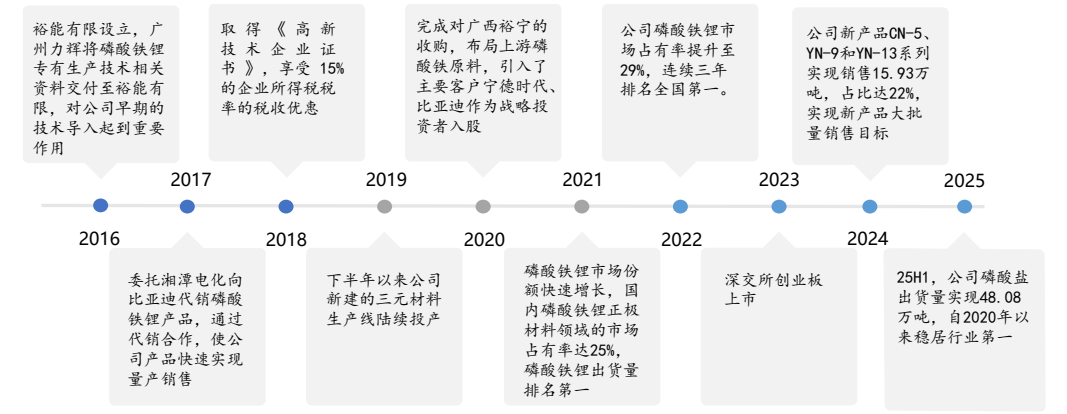
### 与市场观点不同之处

市场对于需求的不确定性存在担忧，我们认为无需担忧，且需重视高增长细分领域需求增量。市场担忧国内乘用车退坡影响需求，储能需求节奏不好把握，我们首先认为“两新”补贴加码对国内乘用车需求存在支撑，储能招标数据也支撑26年储能需求高增。此外，商用车需求持续高增，我们预计26年国内商用车电池出货量达295GWh，且工程机械、船舶等也有望贡献增量，我们认为需求存在较高超预期可能性，不必过于担忧。

## 磷酸铁锂正极龙头，穿越周期再创辉煌

湖南裕能成立于 2016 年，具备较强化工基因，连续多年位居磷酸铁锂出货第一。公司在 2016 年创立之初从广州力辉引入磷酸铁锂生产技术，与湘潭电化代销合作迅速打开市场，快速实现产品的量产销售。2020 年，公司通过收购广西裕宁布局上游磷酸铁原料，同时吸引宁德时代、比亚迪等关键客户战略入股，加强了一体化布局和客户的关系。根据公司年报，公司磷酸铁锂市占率自 2020 年起至今，持续保持全国第一，2023 年成功上市，公司完成了从技术导入、市场放量到龙头确立的十年成长路径。

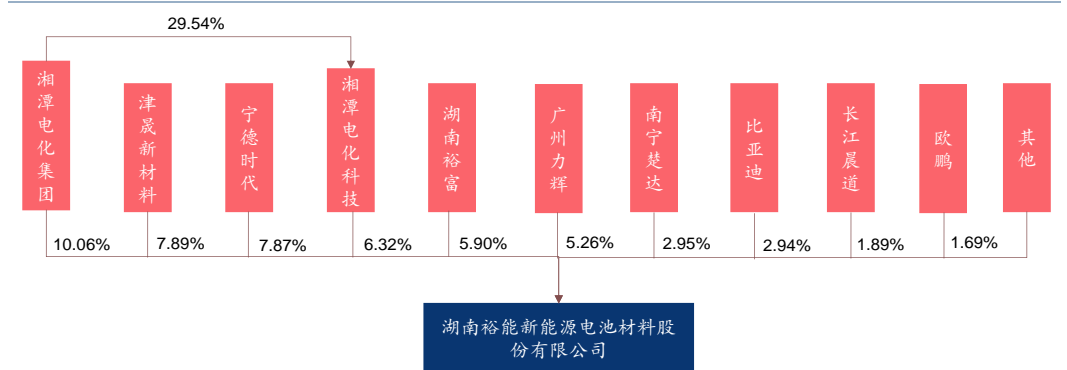
图表1：公司历史沿革



资料来源：公司招股说明书、公司年报、华泰研究

公司背靠湘潭市国资委，并与大客户合作紧密，管理团队背景深厚。截至 2025 年 Q3，公司第一大股东为湘潭电化集团，持股 10.06%，湘潭电化股东为湘潭市国资委，是全球锰系材料领军企业，其锰酸锂业务与湖南裕能的磷酸铁锂业务形成互补，释放协同效应。下游大客户对于公司能力及产品较为青睐，比亚迪/宁德时代为公司第三/第八大股东，持有公司 7.87%/2.94% 股份，公司深度配合大客户进行产品研发及销售，充分受益于下游需求。公司管理团队整体延续了湘潭电化集团的深厚产业背景，董事长谭新乔为高级工程师，长期在湘潭电化集团负责生产业务，既熟悉正极材料技术演进，又具有丰富的组织管理经验。

图表2：公司股权结构（截至 2025 年 Q3）



资料来源：ifind、华泰研究

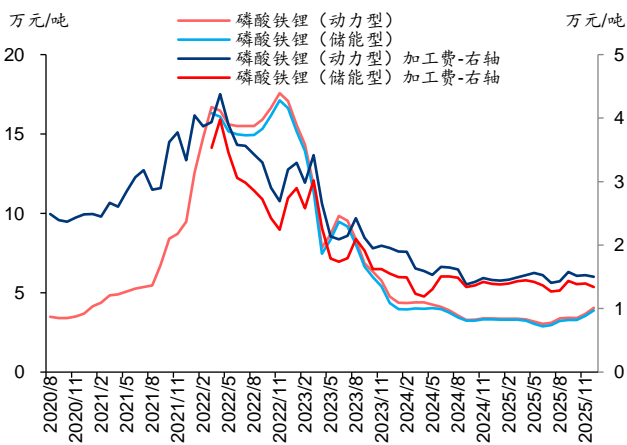
图表3：公司管理团队产业背景深厚

姓名	职务	性别	学历	年龄	个人简历
谭新乔	董事长, 总经理	男	本科	55	谭新乔先生, 高级工程师。曾任湘潭电化集团成品分厂董事长, 湘潭电化科技成品分厂董事长。现任湖南裕能新能源电池材料股份有限公司董事长兼总经理。
赵怀球	董事, 常务副总经理	男	大专	50	赵怀球先生, 曾任湘潭电化科技分厂厂长, 湘潭电化集团投资发展部对外投资经理, 湖南裕能总经理。现任湖南裕能新能源电池材料股份有限公司董事兼常务副总经理。
汪咏梅	董事, 副总经理, 董事会秘书	女	硕士	46	汪咏梅女士, 经济师。曾任湘潭电化科技董事、副总经理兼董事会秘书, 湖南裕能常务副总经理。现任湖南裕能董事、副总经理兼董事会秘书, 铜陵安伟宁新能源科技董事。
周守红	副总经理	男	本科	53	周守红先生, 曾任湘潭电化集团、湘潭电化科技职员, 后自主创业。现任湖南裕能副总经理, 南宁楚达执行董事、经理。
李新赞	副总经理	男	本科	52	李新赞先生, 高级工程师。曾任湘潭电化科技副总工程师等。现任湖南裕能新能源电池材料股份有限公司副总经理。
王洁	财务总监	女	大专	55	王洁女士, 中级会计师。曾任湘潭电化集团财务部副部长、投资发展部对外投资经理, 湖南湘进电化财务部部长, 湘潭电化科技监审部部长, 湖南裕能监事等。现任湖南裕能财务总监。

资料来源: ifind、华泰研究

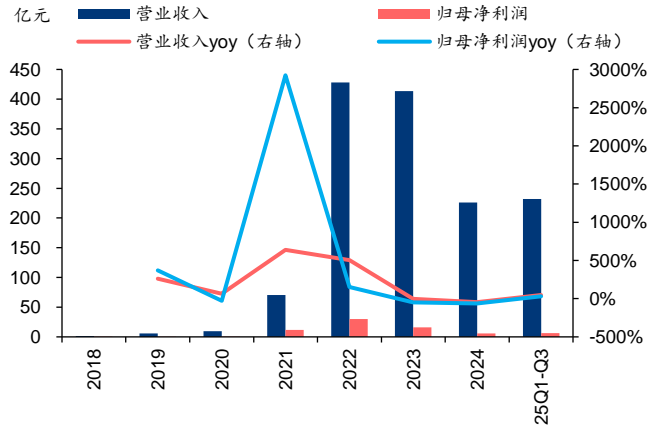
公司业绩呈现强周期性, 跟随新能源供需周期波动。20-21年, 下游需求高速增长, 助力磷酸铁锂价格快速上涨, 公司收获行业红利, 21年归母净利润增长近30倍。22年下半年以来, 受供需错配影响, 磷酸铁锂价格持续下行, 行业内企业盈利能力普遍承压, 24年年中呈现全行业仅龙头企业盈利, 其他企业均亏损的局面。25年行业供需拐点已现, 铁锂有望逐步进入涨价周期, 公司盈利逐步修复。26年1月, 财政部等多部门宣布自26年4月起将电池产品出口退税率由9%下调至6%, 2027年1月取消电池产品增值税出口退税, 我们认为政策意图或为抑制出口市场的低价竞争, 且短期或将推动26年电池抢出口, 锂电产业链供需或进一步收紧推动涨价。

图表4：2020年至今磷酸铁锂价格已经历一轮完整周期



资料来源: 鑫椏锂电、华泰研究

图表5：公司业绩跟随行业周期波动



资料来源: Wind、华泰研究

储能需求持续向好, 带动锂电行业整体需求。根据寻熵研究院, 国内25年储能招标规模达134.1GW/420.0GWh, 同比+104%/145%, 136号文后储能市场化需求快速释放, 我们预计未来国内储能装机存在强支撑; 欧洲推行动态电价+补贴持续加码, 大储工商储延续高增长; 美国25年1-11月新增大储装机36.7GWh, 同比+42%, AI基建提速有望带动储能需求; 澳洲户储补贴政策效果显著, 中东大项目有望陆续推出, 我们认为全球储能需求持续向好, 有望为锂电行业需求贡献新增长极。

历经供需错配行业下行周期、上游原材料涨价压制盈利，公司逐步走出低谷，跟随锂电行业新一轮涨价周期再创新高。公司 23 年 2 月上市时间点位于行业供需错配下行周期，锂电产业链价格普遍下跌，盈利能力受到挤压。24Q4 下游新能源车需求向好，能量密度要求提升背景下高压实铁锂需求越发迫切，公司作为具备高压实铁锂先发布局的龙头企业受到青睐，公司出现 EPS 与 PE 双升的行情，公司股价跑赢锂电池行业指数。25 年上半年，受到磷酸铁锂上游磷酸一铵等原材料涨价的影响，公司单吨利润低于预期，股价跑输锂电池行业指数。25 年下半年以来，136 号文后国内储能需求超预期，海外储能也相继起量，旺季效应下锂电产业链供需已趋紧，产业链涨价诉求明显，叠加公司 Q3 单吨净利环比修复，增强投资者信心，公司股价显著跑赢锂电池行业指数。往后看，我们看好公司实现量价齐升，且碳酸锂价格上涨也有望助力公司实现潜在的库存收益。

图表6：湖南裕能股价复盘



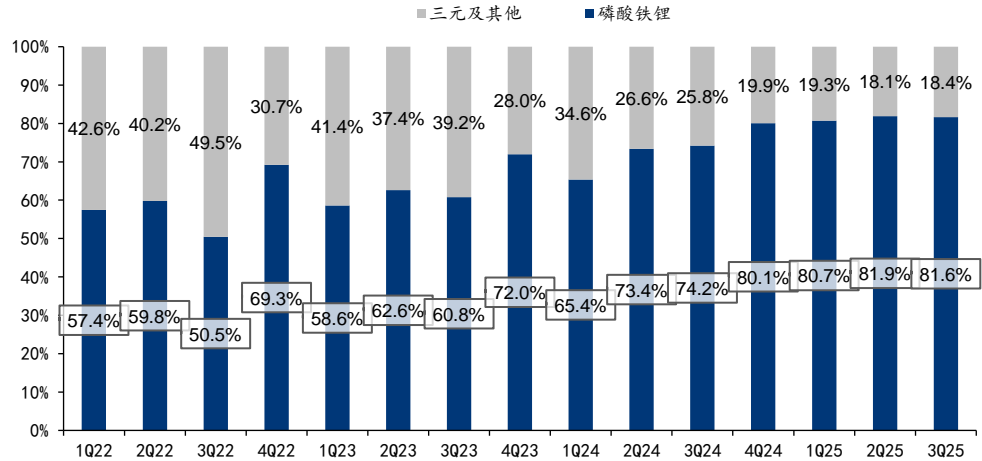
注：锂电池指数选取 884039.WI，以上为涨跌幅数据  
资料来源：Wind，华泰研究

## 磷酸铁锂：磷酸铁锂需求增速高，有望步入涨价周期

### 需求具备超额增速，未来供需或持续偏紧

磷酸铁锂需求增速高于锂电池整体，我们预计未来磷酸铁锂渗透率仍有提升空间。铁锂凭借低成本、长循环、高安全的优势，在动力领域的渗透率稳步提升，根据动力电池联盟，国内动力电池磷酸铁锂装机渗透率已从 22Q1 的 57.4% 提升至 25Q3 的 81.6%。此外，高增长的储能领域中磷酸铁锂为主流技术路线，有望驱动磷酸铁锂需求加速增长。我们预计后续磷酸铁锂渗透率仍有上行空间，磷酸铁锂需求增速可持续高于锂电池需求增速。

图表7：国内动力电池磷酸铁锂渗透率持续提升



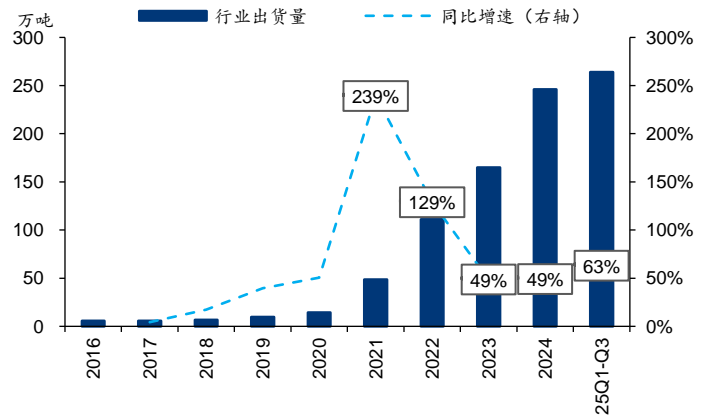
资料来源：动力电池产业创新联盟、华泰研究

图表8：磷酸铁锂与三元材料对比

项目	磷酸铁锂	三元材料	
		镍钴锰酸锂	镍钴铝酸锂
材料结构	橄榄石	层状氧化物	
理论比容量	较低	较高	较高
循环寿命	高	低	低
热稳定性	优秀	较好	较差
成本	较低	高	较高
原料资源	磷与铁资源丰富	钴、镍相对贫乏	

资料来源：招股说明书、华泰研究

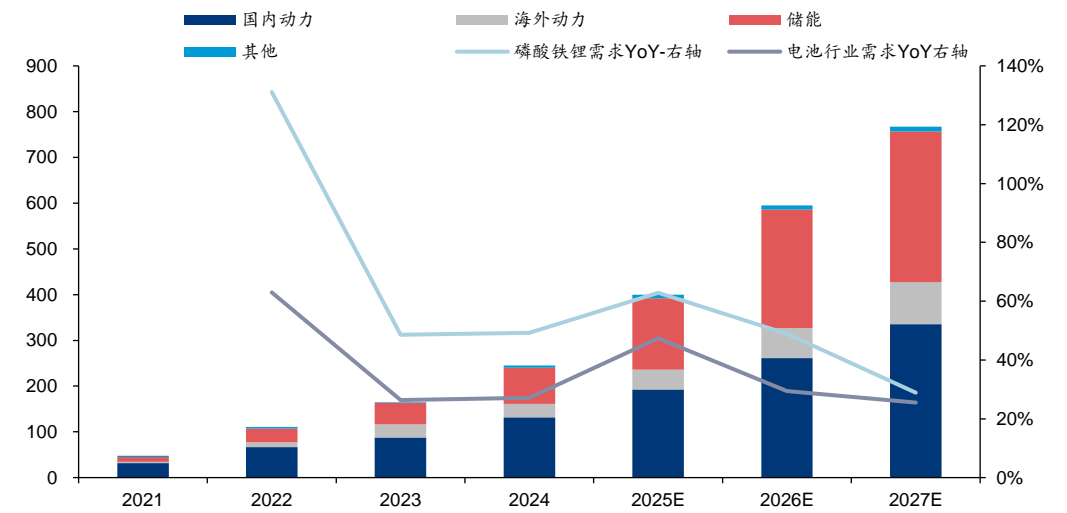
图表9：磷酸铁锂行业出货量及增速



资料来源：GGII、华泰研究

我们预计 25-27 年磷酸铁锂需求增速可达 63%/49%/29%，高出电池需求增速 15/20/3pct。我们预计全球储能电池 25-27 年出货量可达 590/910/1170GWh，储能电池高速增长贡献了磷酸铁锂的需求新增长极。此外，以欧洲为代表的海外动力需求起量，此前海外动力需求以三元为主，后续考虑到成本及安全的优势，海外电池厂布局铁锂电池产能也在提速，我们预计海外铁锂渗透率也将逐步提升，为磷酸铁锂需求贡献增量。综上，我们认为磷酸铁锂 25-27 年仍将实现高于电池行业整体需求的增速。

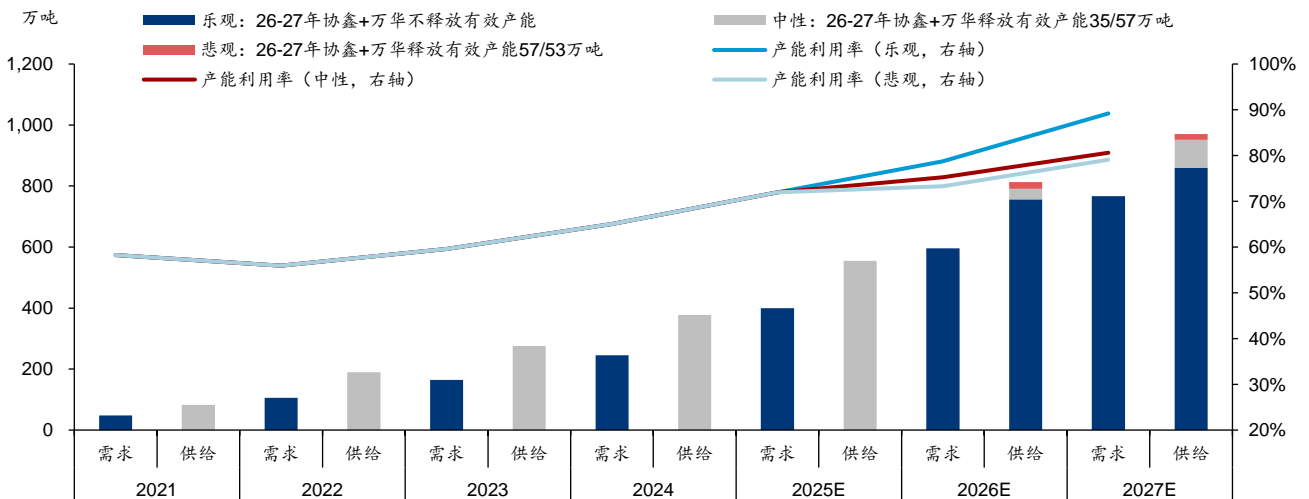
图表10: 磷酸铁锂需求增速未来仍超过电池行业整体增速 (单位: 万吨)



资料来源: GGII, 华泰研究预测

**需求高速增长+新增供给放缓, 行业未来三年供需或较为紧张。**过去三年伴随着铁锂价格及加工费的下行, 企业普遍盈利水平欠佳, 企业对于资本开支等扩产计划整体趋于保守, 新增供给已显著放缓。叠加需求端持续高增的背景, 我们预计未来三年行业供需或维持紧张。25年12月, 万华化学签署年产65万吨磷酸铁锂项目投资协议, 同月协鑫锂电40万吨磷酸铁锂项目环评第一次公示, 市场担忧万华与协鑫的产能在26-27年释放, 从而导致行业供需宽松, 我们对此项目进行敏感性分析, 26年悲观/中性/乐观情形下产能利用率达73%/75%/79%, 27年达79%/81%/89%, 较25年72%的产能利用率均有提升, 我们认为磷酸铁锂未来三年内供需仍较为紧张。

图表11: 磷酸铁锂行业供需平衡及产能利用率预测



注: 协鑫与万华的产能释放基于其基地建设进度进行假设

注: 乐观情况假设26-27年协鑫与万华不释放有效产能

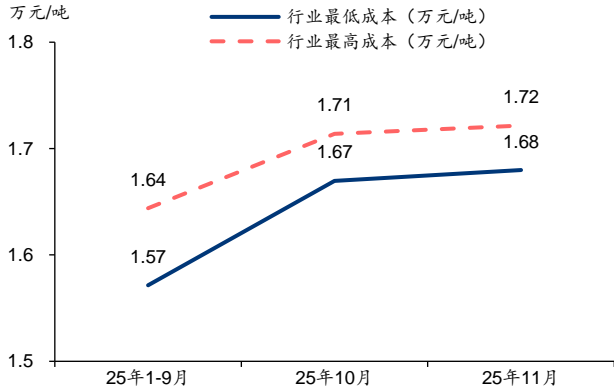
注: 中性情况假设26年协鑫乐山20万吨释放有效产能7.5万吨, 仁寿二期20万吨释放有效产能5万吨, 27年乐山20万吨完全释放, 仁寿二期20万吨完全释放, 宜宾20万吨释放6.7万吨产能; 中性情况假设万华26年30万吨产能释放22.5万吨, 27年30万吨完全释放, 另有20万吨产能释放15万吨

注: 悲观情况假设26年协鑫乐山20万吨释放有效产能10万吨, 仁寿二期20万吨释放有效产能10万吨, 27年乐山20万吨完全释放, 仁寿二期20万吨完全释放, 宜宾20万吨完全释放; 悲观情况假设万华26年30万吨产能完全释放, 26年20万吨释放有效产能6.7万吨, 27年新增20万吨产能完全释放

资料来源: GGII、华泰研究预测

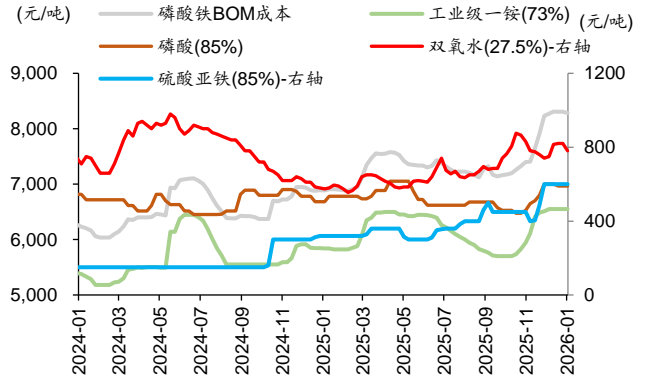
**供需紧缺+企业反内卷共识一致，磷酸铁锂有望陆续涨价。**25年11月，中国化学与物理电源行业协会召开《磷酸铁锂材料行业成本研究》研讨会，会议提出行业25年1-9月平均成本区间为1.57-1.64万元/吨（未含税价），这为企业明确提供价值参考，利于传导上游原材料涨价，并坚决遏制低价竞争，建议各公司谨慎扩产，我们预计在供需收紧+反内卷+上游原材料涨价传导下，铁锂涨价程度及落地范围有望扩大。根据湖南裕能与万润新能25年12月的投资者关系活动记录表，两家公司已积极与客户展开商务谈判，目前取得较好效果。

图表12：磷酸铁锂成本指数



资料来源：中国化学与物理电源行业协会、华泰研究

图表13：磷酸铁原材料价格及制备 BOM 成本



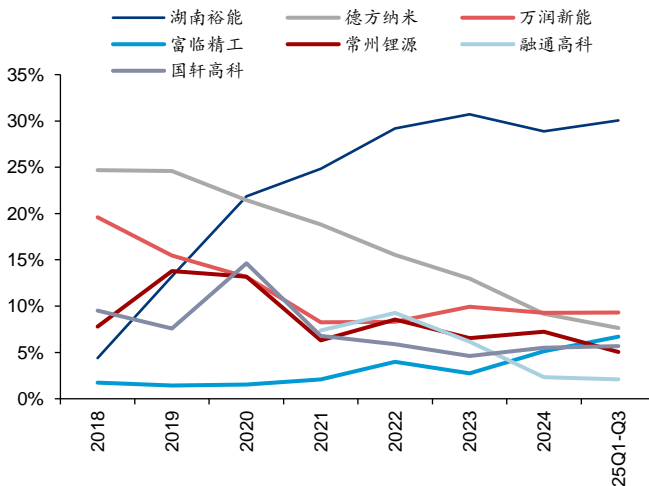
资料来源：百川盈孚，化工在线，钢之家，Wind，华泰研究测算

### 行业集中度跟随周期变化，龙头市占率遥遥领先

行业集中度跟随行业周期出现波动。2018-2020年行业增速较慢，盈利能力承压，集中度逐渐提升，CR5由2018年的70.1%提升至84.3%。但2021年随着行业需求快速增长，景气度提升，行业盈利能力普遍大幅提升，部分停产的磷酸铁锂企业复产，新竞争者进入该行业挤占份额，导致格局快速恶化，CR5降至66.1%，此后CR5在60-70%间波动。24Q3以来部分三元厂商转向铁锂，铁锂行业集中度开始逐步下滑。

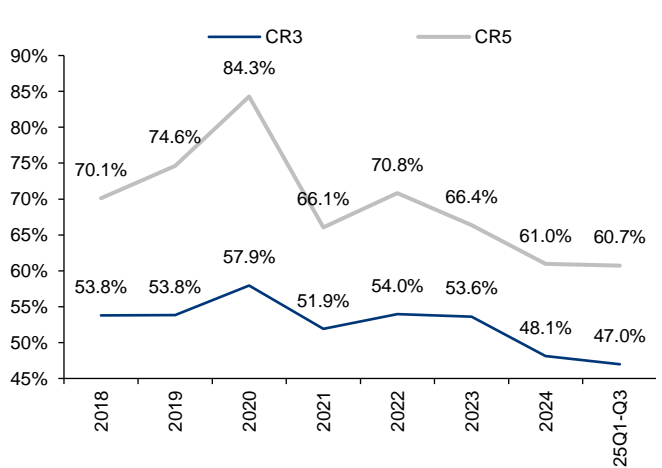
在高行业集中度下，龙头企业优势明显。22Q1-24Q2龙头湖南裕能对碳酸锂采购规模大，议价能力强，且库存管理策略优秀，在行业下行期维持盈利状态并扩大市场份额，根据鑫椴锂电，公司25Q1-Q3市占率已达30.0%。24Q3以来随着终端对于高能量密度电池需求的提升，下游电池厂青睐高压实密度的铁锂正极产品，以富临精工为代表的草酸亚铁高压实路线和以湖南裕能代表的磷酸铁法二烧路线积极竞争，两家技术路线代表公司的市占率持续提升。

图表14：磷酸铁锂行业各企业市占率变化



资料来源：各公司公告、鑫椴锂电、GGII、华泰研究

图表15：磷酸铁锂行业 CR3/5 变化



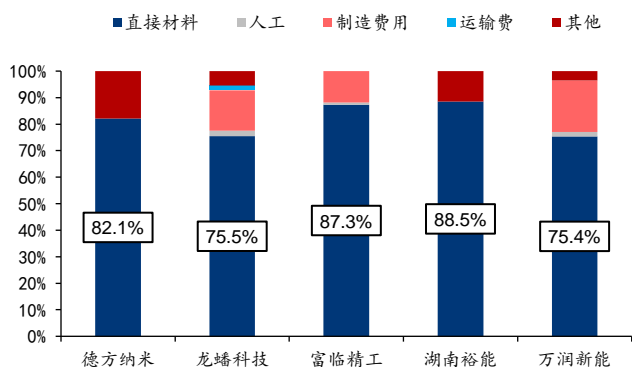
资料来源：各公司公告、鑫椴锂电、高工产研、华泰研究

我们预计行业头部集中度将提升。磷酸铁锂行业未来三年有望保持较高需求增速，我们预计或有一部分锂电产业链企业新进入磷酸铁锂环节，使得行业整体集中度将更为分散。而与此同时，能量密度对高压密的需求提升呈现加速态势，目前粉体压实在 2.6g/cm<sup>3</sup> 以上的四代品仅少数头部厂家可量产出货，下游厂家也已在测试粉体压实在 2.7g/cm<sup>3</sup> 以上的五代品，我们预计头部厂家在高价值量产品的技术研发、产品验证上将持续领先其他厂家约一年时间，随着行业加速向高压实迭代，我们认为行业头部集中度有望提升。

### 原材料成本占比高，磷酸铁法占据技术主流

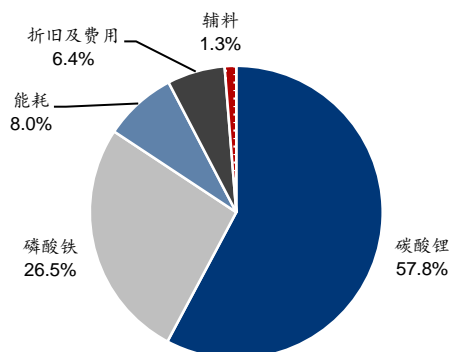
原材料成本占比超 75%，原材料自供、费用减值管理为核心竞争力。磷酸铁锂正极行业中原材料成本占比较高，以 2024 年为例，厂商成本结构中正极原材料成本占比均超过 75%，其中湖南裕能与富临精工占比近 90%。我们测算磷酸铁锂的主流方法磷酸铁法中，碳酸锂与磷酸铁占比较大，合计达 84.3%。

图表 16: 原材料成本占比较高 (2024 年数据)



资料来源: Wind、华泰研究

图表 17: 碳酸锂与磷酸铁为磷酸铁锂的主要成本 (磷酸铁法)



资料来源: 新疆新能源新材料协会、华泰研究测算

不考虑前驱体外购，我们测算各技术路线成本：液相法 < 固相法 (磷酸铁法) < 固相法 (草酸法)。不考虑各地区能源价格差异及原材料自供的条件下，目前液相法成本相对较低，主要得益于其较低的碳酸锂单耗及原材料配方；磷酸铁法成本居中，主要系外购磷酸铁价格相对较高；草酸法价格较高，主要系磷酸二氢锂未形成规模效应，价格较高。往后看，我们认为磷酸铁法往磷酸铁及其上游延伸、草酸法往磷酸二氢锂及其上游延伸是重要的降本路径。

图表18: 磷酸铁锂技术路线成本拆分对比 (磷酸铁法与草酸法的前驱体均考虑外购)

分类	内容	单位	市场价(元)	磷酸铁锂制备(磷酸铁法)		磷酸铁锂制备(草酸法)		磷酸铁锂制备(液相法)	
				单耗	单吨成本(元)	单耗	单吨成本(元)	单耗	单吨成本(元)
主料	磷酸铁	吨	10773	0.965	10396				
	碳酸锂	吨	92500	0.245	22663			0.234	21645
	葡萄糖	吨	2979	0.1	298	0.1	298		
	蔗糖	吨	5500					0.36	1980
	磷酸二氢锂	吨	43000			0.61	26230		
	磷酸一铵	吨	3645					0.73	2661
	硝酸98%	吨	1768					2.2	3890
	草酸亚铁	吨	10000			1.06	10600		
	铁块	吨	3034					0.35	1062
	小计	元	/		33356		37128		31237
辅料	聚乙二醇	吨	6750	0.028	189				
	二氧化钛	吨	5800	0.0024	14				
	甲醇	吨	1985			0.09	175	0.09	175
	小计	元	/		203		175		175
能耗	电	kWh	0.4	3700	1480	3000	1200	3500	1400
		立方							
	天然气	米	3.5	225	788	350	1225	350	1225
	蒸汽	吨	220	4	880	4	880	4	880
	水	吨	3	3	9	3	9	3	9
小计	元	/		3157		3314		3514	
其他	制造费用	元	/		500		500		500
	包装费用	元	/		100		100		100
	人工费用	元	/		300		300		300
	设备折旧	元	/		1500		1150		2250
	销售费用	元	/		100		100		100
	小计	元	/		2500		2150		3250
总计	元	/		39216		42767		38176	

注: 此处假设磷酸铁法与草酸法前驱体外购, 且电价、天然气价格等相同, 实际上不同公司原材料自供及能源价格均有所不同, 此处仅作为技术路线的对比

注: 单耗指生产单吨磷酸铁锂所需量, 单位见左侧

资料来源: 项目环评书, 政府官网, 百川盈孚, 华泰研究测算

从向高压实迭代的角度去看, 我们认为各技术路线潜力: 固相法(草酸法) ≈ 固相法(磷酸铁法) > 液相法。1) 草酸法: 目前来看草酸法技术路线成本更高, 但一次烧结生成材料的压实密度更高, 同时新一代连续合成技术(如富临精工采用的蛇形管式反应器+电加热延迟釜)可提升产品纯度和粒度均一性, 且未来随着磷酸二氢锂一体化布局有望进一步降本; 2) 磷酸铁法: 磷酸铁法是目前市场主流路线, 工艺易于控制且产品克容量较高, 随着磷酸铁及上游一体化布局, 成本也存在下降空间, 磷酸铁法做高压实产品通常需要二次烧结, 对老旧产能而言会存在折损并增加能耗, 但目前厂商扩产的新产能多采用双层窑炉, 成本增加在 1500~2000 元区间, 成本并不输于草酸法; 3) 液相法: 液相法产品混合均匀较佳, 产品一致性高且性能较好, 但工艺难度较大, 且产品压实密度较低, 目前企业也在采用大小颗粒级配的方式实现高压实产品的制备; 4) 其他: 其他技术路线有铁红法, 其成本最低, 工艺流程简短, 但产品性能相对一般。

**图表19：主流磷酸铁锂技术路线对比**

	磷酸铁法	草酸亚铁法	铁红法	液相法
成本	中	高	最低	低
工艺	难度低,易控制	工艺简单,传统方法会释放有毒气体	流程短	难度高,生产安全性低
产品性能优势	压实密度可以做高	压实密度高,循环寿命长	/	循环寿命长,低温性能、倍率性能、粒度均一性都较好
产品性能劣势	低温倍率、循环寿命一般	传统方法制备的产品纯度与粒度均一性一般	磁性物质超标,其他性能均较差	压实密度较低
代表企业	湖南裕能、万润新能、龙蟠科技	富临精工	协鑫锂电、重庆特瑞	德方纳米

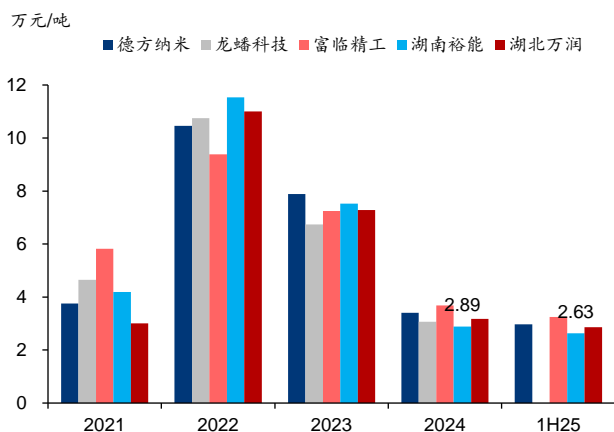
资料来源：SMM 新能源、智博士论坛、华泰研究

## 龙头地位稳固，横纵向拓展巩固竞争优势

### 成本与费用控制优异，位于成本曲线左侧

公司在单吨成本及费用均低于同行，成本效益优势显著。我们测算湖南裕能 24 年与 25H1 单吨成本分别为 2.89/2.63 万元/吨，均为同业上市公司中最低，反映公司位于成本曲线左侧。对比德方纳米与万润新能，湖南裕能自 22 年以来单吨费用均在同行一半以下，费用端持续低位表明公司运营效率具有显著优势。24 年与 25Q1-Q3 湖南裕能资产减值损失分别为 0.62/0.08 亿元，远低于同行，意味着公司资产质量良好、经营稳健、风险管理有效。23 年至 25H1，湖南裕能毛利率均为同业上市公司中最高，即使行业整体盈利承压，多数企业亏损经营，湖南裕能凭借优异的成本与费用控制实现盈利。

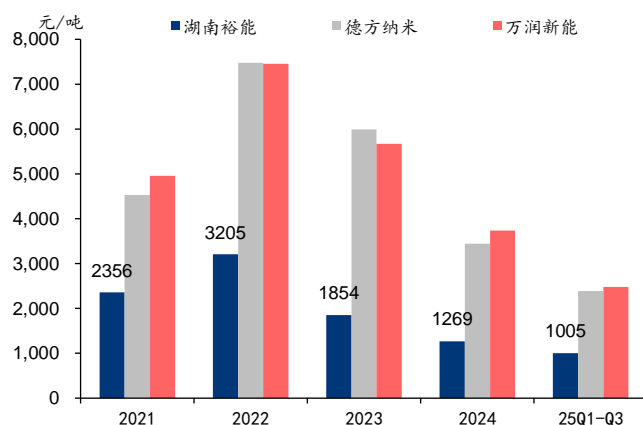
图表20: 公司单吨成本具备比较优势



注：龙蟠科技未披露 25H1 业绩拆分情况

资料来源：各公司公告、华泰研究

图表21: 公司单吨费用低于同业上市公司

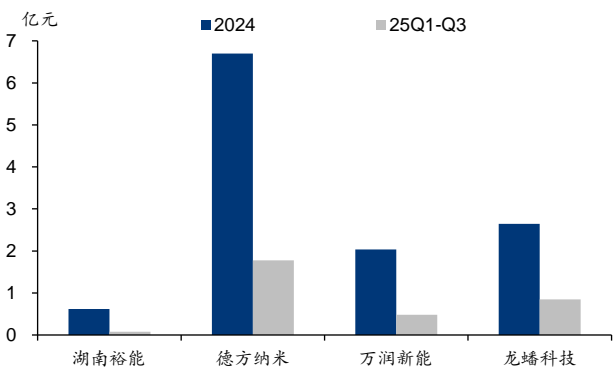


注：由于龙蟠科技、富临精工存在其他业务干扰，故不纳入费用对比

注：此处费用包括销售费用、管理费用、研发费用、财务费用

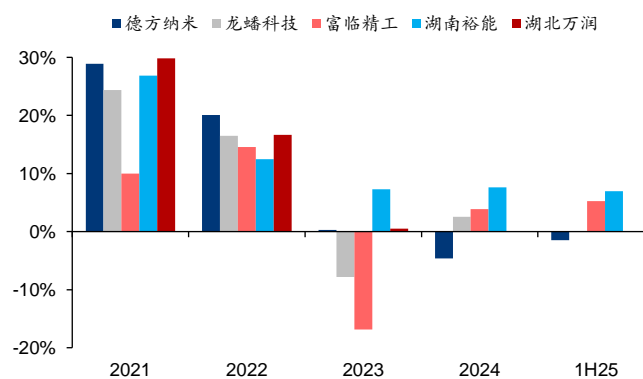
资料来源：Wind、华泰研究

图表22: 公司资产减值损失控制优异



资料来源：Wind、华泰研究

图表23: 公司毛利率位于同业上市公司前列



资料来源：Wind、华泰研究

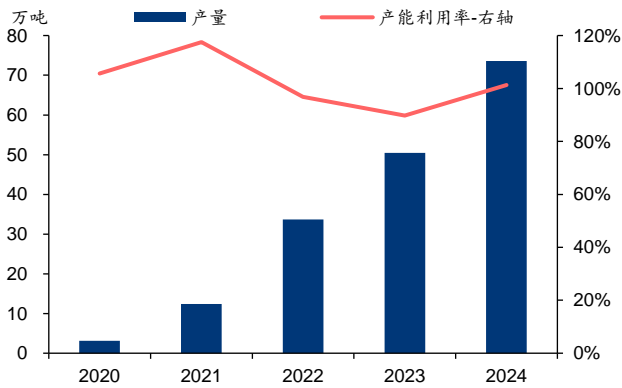
**成本优势原因 1: 产能扩张高度匹配需求，产能利用率及产销率维持高位，有效摊薄成本。**公司产能扩张速度高度匹配需求，21-25 年产能利用率基本均在 90% 以上，产销率均在 95% 以上，有效摊平公司产能折旧及费用。公司上市前产能主要分布于湖南、广西、四川，此后公司相继在云南、贵州、湖南扩建产能，25 年 10 月公司在湖南基地开展四期 8 万吨改造扩建项目，25 年 12 月公司更新拟定增项目在云南新建 32 万吨磷酸锰铁锂+7.5 万吨磷酸铁锂+10 万吨磷酸铁，磷酸锰铁锂产线可兼容磷酸铁锂生产，公司多个基地产能有望陆续释放贡献产能增量。

图表24：湖南裕能产能扩张及未来预测（单位：万吨）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
湖南湘潭基地	1.0	1.0	6.0	6.0	14.0	14.0	18.0	22.0
广西靖西基地	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
四川遂宁基地	0.6	8.3	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
云南安宁基地			2.0	10.0	16.0	39.5	55.5	71.5
贵州福泉基地			8.5	21.9	24.3	40.0	50.0	60.0
海外基地								5.0
<b>合计产能</b>	<b>2.9</b>	<b>10.6</b>	<b>34.8</b>	<b>56.2</b>	<b>72.6</b>	<b>111.8</b>	<b>141.8</b>	<b>176.8</b>

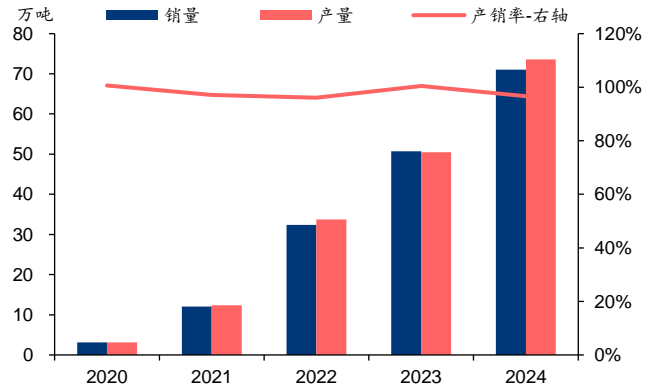
资料来源：公司年报，公司公告，项目环评书，政府官网，华泰研究预测

图表25：公司产量及产能利用率



资料来源：Wind，华泰研究

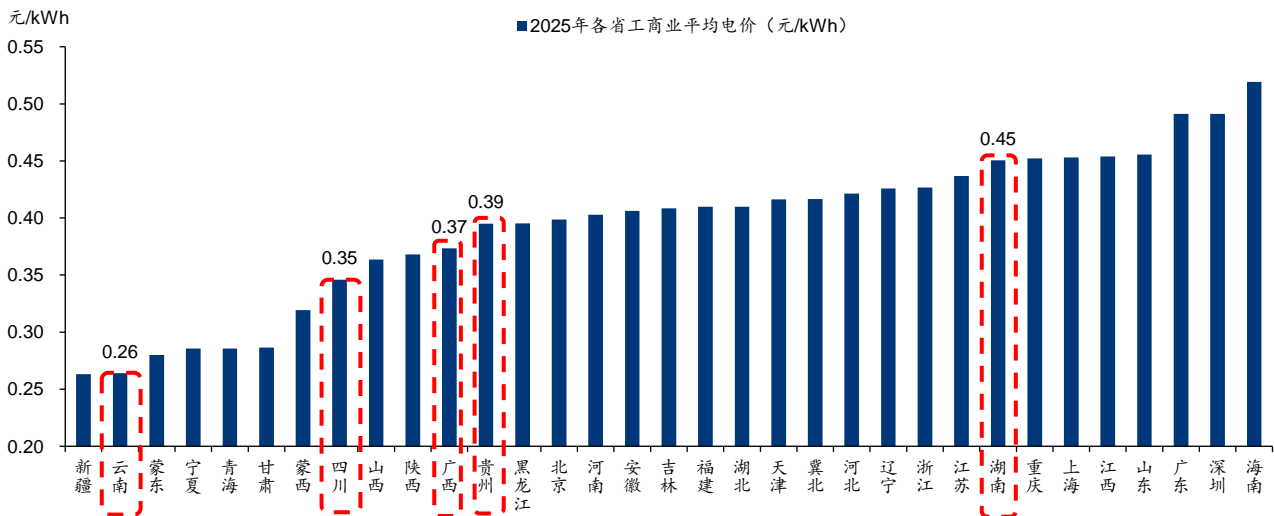
图表26：公司产销率



资料来源：Wind，华泰研究

**成本优势原因 2：公司在产能扩张向云贵地区倾斜，低电价有望增强公司成本优势。**公司的磷酸铁锂产能主要分布于云南、贵州、四川、湖南及广西地区，当地电价处于较低水平，为公司带来成本优势。往未来看，公司扩张产能主要聚焦于云南和贵州基地，我们预计低电价地区的新产能布局将为公司增强成本优势，假设仅考虑磷酸铁锂制备环节，磷酸铁锂制备的单吨电耗约 3700kWh，则电价每下降 0.1 元/kWh，则可带来 370 元的成本下降，实际上若纳入磷酸铁制备等其他工艺及其他用电计算，成本降低幅度更高。

图表27：各省工商业电价对比



资料来源：公司年报，华泰研究

**成本优势原因 3：公司向上游原材料延伸，实现保供并增强成本优势。**

**1) 磷酸铁：收购广西裕宁，向上游磷酸铁环节延伸。**磷酸铁是制备磷酸铁锂的重要前驱体，其质量直接决定最终产品的电化学性能。2020 年 12 月，公司收购广西裕宁，迈出向上游延伸的第一步。2024 年，子公司贵州裕能拟投资 2.6 亿元建设年产 15 万吨磷酸铁产线，2025 年 7 月在同厂区内追加 15 万吨产线，贵州裕能最终将形成 30 万吨磷酸铁产能。目前公司已实现磷酸铁全部自供。

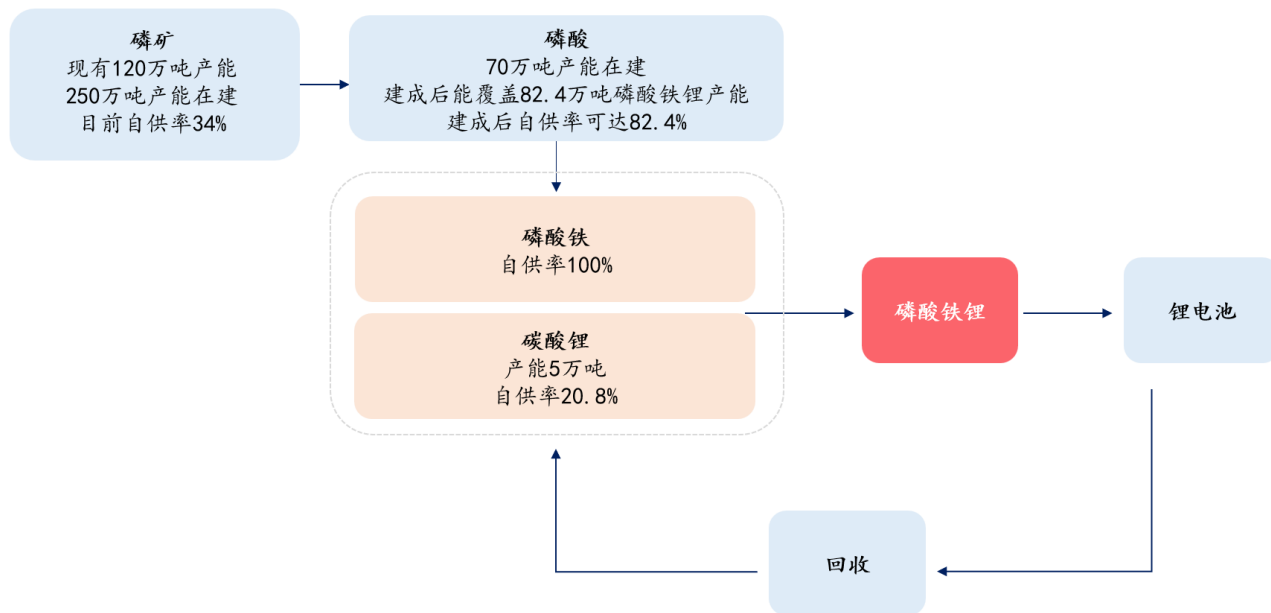
**2) 磷酸：布局磷酸环节，建成后可覆盖 82.4 万吨磷酸铁锂产能。**公司在云南布局年产 10 万吨磷酸净化项目，在贵州布局年产 40 万吨半水湿法磷酸项目以及年产 20 万吨磷酸净化项目，前两者均获环评审批，后者设计方案已获批。全部建成后公司将有 70 万吨磷酸产能，公司制备磷酸铁单耗 0.88 吨磷酸，制备铁锂单耗 0.965 吨磷酸铁，可得 70 万吨磷酸能够覆盖 82.4 万吨磷酸铁锂产能，进一步压缩成本。

**3) 磷矿：布局磷矿资源，完善一体化布局。**公司贵州基地具备磷矿资源-磷化工-前驱体-正极材料一体化生产的优势。贵州省福泉市黄家坡磷矿和打石场磷矿首采地段已取得采矿许可证，其中黄家坡磷矿设计年产量 120 万吨，25Q4 陆续出矿；打石场磷矿年产能 250 万吨。

**4) 碳酸锂：推进碳酸锂环节，距离完全自供仍有距离。**公司拟在湖南湘潭现有的年产 2 万吨碳酸锂项目的基础上，扩建 3 万吨碳酸锂产能，已于 25 年 9 月获环评审批。但公司距离碳酸锂完全自供仍有距离，24 年末公司磷酸铁锂产能达 85.8 万吨，按磷酸铁锂与碳酸锂 1:0.25 的比例算，则每年需要消耗 21.45 万吨碳酸锂。

**5) 回收：推进回收环节，实现“资源-前驱体-正极材料-循环回收”全覆盖。**公司湘潭基地现有磷酸铁锂黑粉回收产线，可年产 3 万吨磷酸铁及 15 万方硫酸锂卤水，另有 2 万吨锂电池回收项目在建，实现“资源-前驱体-正极材料-循环回收”一体化的发展。

图表28：磷酸铁锂一体化布局



注：上文中自供率基于100万吨铁锂出货假设进行计算，仅供参考  
资料来源：公司公告，华泰研究

### 专注新产品研发，横向拓展产品品类

高压实产品技术壁垒高，先人一步抢占先机。24年公司CN-5、YN-9等新产品实现销售15.93万吨，占比达22%，25H1进一步提升至40%。新产品技术壁垒更高，有望享受更高产品溢价。湖南裕能通过优化前驱体配方与二次烧结工艺，YN-13产品可实现的电池单体能量密度达260Wh/kg，且支持5C快充，并兼顾了大电流下循环寿命的平衡。目前，公司第四代高压密产品市场认可度高，已批量应用于宁德时代神行电池、比亚迪刀片电池等高端动储场景。

图表29：公司主要产品和性能指标

项目	CN-3	CN-5B	YN-5	YN-7	YN-9	YN-13
比容量 (全电)	146mAh/g	146mAh/g	145mAh/g	145mAh/g	146mAh/g	146mAh/g
能量密度(单体 电池, 全电)	160Wh/kg	200Wh/kg	180Wh/kg	200Wh/kg	220Wh/kg	260Wh/kg
倍率性能	3C, 99%以上	3C, 99%以上	3C, 98%以上	3C, 98%以上	3C, 99%以上	5C, 99%以上
循环寿命	循环>5000周, 容量保持率 80%以上	循环>12000周, 容量保持率 80%以上	循环>5000周, 容量保持率 80%以上	循环>5000周, 容量保持率 80%以上	循环>10000周, 容量保持率 80%以上	循环>12000周, 容量保持率 80%以上

资料来源：公司年报、华泰研究

持续布局海外产能，出海架构效率出色、可复制性强。西班牙布局一期5万吨铁锂材料，跟随国内电池厂出海，目前有序推进环评手续办理。马来西亚一期9万吨目前正积极准备前期工作。西班牙项目采用“新加坡控股平台+西班牙项目公司”的架构模式，确保了资本运作的灵活性，有效规避了地缘政治风险。此外，这种架构标准化程度高，马来西亚项目因此复制了这一成功经验。

**图表30：海外产能布局**

项目地点	西班牙	马来西亚
公告日期	2024 年 4 月	2025 年 7 月
年产能	5 万吨	9 万吨
项目投资额	9.82 亿元	9.5 亿元
建设周期	15 个月	15 个月
进展 (截至 2025/10/30)	推进项目环评审批工作	开展前期准备工作

资料来源：公司公告、华泰研究

**公司积极布局磷酸锰铁锂、富锂锰基等材料。**磷酸锰铁锂是磷酸铁锂的升级方向之一，具有更高能量密度、更优安全性能等优势。25 年 12 月公司更新定增公告，资金投向年产 32 万吨磷酸锰铁锂项目等，该磷酸锰铁锂产线可兼容磷酸铁锂生产，目前在产磷酸铁锂，公司磷酸锰铁锂产品研发进展顺利，纯用及混用方案均获客户认可。目前，公司富锂锰基的中试样品在固态电池体系评估进展顺利，客户认可度高，有望借此切入固态电池赛道。

## 盈利预测与估值

我们预计 25-27 年公司营收分别为 356.96/498.06/629.11 亿元，同比增长 58.0%/39.5%/26.3%，归母净利 11.45/39.47/49.94 亿元，同比增长 92.9%/244.8%/26.5%。

图表31：公司收入与利润情况

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	427.90	413.58	225.99	356.96	498.06	629.11
YOY	505.4%	-3.3%	-45.4%	58.0%	39.5%	26.3%
毛利率	12.5%	7.6%	7.8%	8.5%	14.1%	14.1%
毛利润 (亿元)	53.39	31.62	17.74	30.17	70.22	88.82
归母净利润 (亿元)	30.07	15.81	5.94	11.45	39.47	49.94
YOY	154.0%	-47.4%	-62.4%	92.9%	244.8%	26.5%

资料来源：Wind，华泰研究预测

公司 2024 年起三元材料并入其他业务，磷酸铁与磷酸铁锂合并为磷酸盐正极材料，因磷酸铁锂占比极高，我们此处沿用磷酸铁锂作为业务名称。业务根据最新报表口径分为磷酸铁锂与其他两项，磷酸铁锂业务收入占比已连续四年超过 98%。

### 1) 磷酸铁锂

**销量：**公司 23-24 年磷酸铁锂销量达 50.68/71.06 万吨，同比+166.9%/56.5%，25H1 磷酸铁锂销量达 48.08 万吨，同比+55.4%，结合我们对于 25-27 年磷酸铁锂行业需求增速 63%/49%/29%的预测，考虑到公司目前产能利用率已处于较高水平，未来产能扩张速度限制出货，我们预计公司增速略慢于行业，公司 25-27 年磷酸铁锂销量增速可达 55.0%/28.0%/25.0%，对应销量 110.14/140.98/176.22 万吨。

**价格：**公司 23-24 年磷酸铁锂单吨价格达 8.11/3.13 万元，同比-38.4%/-61.5%，25H1 单吨价格下降至 2.93 万元，同比-14.6%，主要系行业供需错配叠加上游碳酸锂等原材料降价，我们预计随着后续行业已进入供需紧缺周期+行业反内卷联合挺价意愿强+上游原材料有所涨价，磷酸铁锂有望进入涨价周期，我们预计 25-27 年磷酸铁锂价格达 3.19/3.48/3.51 万元，同比+2.0%/9.0%/1.0%。

**毛利率：**公司 23-24 年磷酸铁锂业务毛利率达 7.3%/7.6%，25H1 毛利率达 7.0%，在行业下行周期中基本触底，我们预计后续随着磷酸铁锂价格回升，且公司向上游磷酸、磷矿等原材料扩张，产业链一体化布局+规模效应彰显成本优势，毛利率有望恢复，我们预计 25-27 年公司磷酸铁锂业务毛利率可达 8.3%/14.0%/14.0%。

### 2) 其他业务

**收入：**公司 23-24 年其他业务收入达 2.30/3.84 亿元，同比+197.2%/59.7%，我们预计 25-27 年收入增速可达 50.0%/40.0%/30.0%，对应收入 5.75/8.05/10.47 亿元。

**毛利率：**该业务 23-24 年毛利率达 67.7%/20.6%，我们预计 25-27 年毛利率达 20.0%/21.0%/22.0%。

图表32: 公司分板块盈利预测情况

(单位: 亿元)	2022A	2023A	2024A	25H1A	2025E	2026E	2027E
<b>磷酸铁锂</b>							
收入	426.67	411.06	222.15	140.77	351.22	490.02	618.65
YOY	514.94%	-3.66%	-45.96%	32.76%	58.10%	39.52%	26.25%
销量 (万吨)	32.39	50.68	71.06	48.08	110.14	140.98	176.22
销量 YOY	166.9%	56.5%	40.2%	55.4%	55.0%	28.0%	25.0%
单价 (万元/吨)	13.17	8.11	3.13	2.93	3.19	3.48	3.51
单价 YOY	130.4%	-38.4%	-61.5%	-14.6%	2.0%	9.0%	1.0%
营业成本	373.48	381.06	205.20	130.96	322.20	421.49	532.13
毛利	53.19	30.00	16.95	9.80	29.02	68.53	86.52
毛利率	12.5%	7.3%	7.6%	7.0%	8.3%	14.0%	14.0%
<b>三元材料</b>							
收入	0.40	0.12					
YOY	-46.86%	-70.95%					
营业成本	0.40	0.12					
毛利	0.00	0.00					
毛利率	-1.2%	-1.4%					
<b>磷酸铁</b>							
收入	0.03	0.00					
YOY	-89.11%	-94.50%					
营业成本	0.02	0.00					
毛利	0.01	0.00					
毛利率	42.70%	-1.72%					
<b>其他业务</b>							
收入	0.81	2.40	3.84	2.81	5.75	8.05	10.47
YOY	191.51%	197.15%	59.74%	94.3%	50.00%	40.00%	30.00%
营业成本	0.61	0.78	3.05	2.04	4.60	6.36	8.17
毛利	0.19	1.63	0.79	0.77	1.15	1.69	2.30
毛利率	24.02%	67.70%	20.58%	27.4%	20.00%	21.00%	22.00%
<b>公司整体</b>							
收入	427.90	413.58	225.99	143.58	356.96	498.06	629.11
YOY	505.4%	-3.3%	-45.4%	33.2%	58.0%	39.5%	26.3%
营业成本	374.51	381.95	208.25	133.00	326.80	427.85	540.30
毛利	53.39	31.62	17.74	10.57	30.17	70.22	88.82
毛利率	12.5%	7.6%	7.8%	7.4%	8.5%	14.1%	14.1%

注: 2024年起三元材料并入其他业务, 磷酸铁与磷酸铁锂合并为磷酸盐正极材料, 因磷酸铁锂占比高, 故沿用磷酸铁锂作为业务名称

资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究预测

**销售费用率:** 22-24年分别为 0.05%/0.11%/0.20%, 考虑到公司客户集中度较高, 销售费用率均控制在较低水平, 我们预计 2025-2027年销售费用率将为 0.20%、0.18%、0.18%。  
**管理费用率:** 22-24年分别为 0.74%/0.82%/1.82%, 考虑到公司费控能力良好, 未来规模效应有望逐步体现, 我们预计 25-27年管理费用率为 1.80%/1.78%/1.76%。  
**研发费用率:** 22-24年分别为 1.07%/0.87%/1.29%, 考虑到公司持续进行高价值量产品、富锂锰基等新材料研发, 我们预计 25-27年研发费用率维持在 1.29%/1.29%/1.29%。

图表33: 公司费用率情况

指标	2022A	2023A	2024A	25H1A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.05%	0.11%	0.20%	0.16%	0.20%	0.18%	0.18%
管理费用率	0.74%	0.82%	1.82%	1.76%	1.80%	1.78%	1.76%
研发费用率	1.07%	0.87%	1.29%	0.99%	1.29%	1.29%	1.29%

资料来源: Wind, 华泰研究预测

综合前文，我们预测公司 25-27 年归母净利润为 11.45/39.47/49.94 亿元，对应增速分别为 92.9%/244.8%/26.5%。我们选取富临精工、宁德时代、尚太科技作为可比公司，富临精工为国内磷酸铁锂草酸亚铁法的代表厂商，宁德时代、尚太科技分别为电池、负极行业的龙头企业，且均在各自环节中具备盈利能力优势。截至 2026 年 1 月 15 日，可比公司 26 年一致预期平均 PE 为 21 倍，考虑到公司加工费存在涨价预期带来利润弹性，向上游原材料拓展增强成本优势，我们给予公司 26 年 22 倍 PE，给予目标价 114.18 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表34：可比公司估值表（截至 2026 年 1 月 15 日收盘价）

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300432 CH	富临精工	20.34	347.77	0.37	0.75	1.05	54.56	26.97	19.40
300750 CH	宁德时代	353.75	16,281.33	14.92	18.82	22.77	23.72	18.79	15.54
001301 CH	尚太科技	86.95	224.47	3.92	5.25	6.57	22.16	16.56	13.24
	均值						33.48	20.77	16.06
601222 CH	湖南裕能	60.58	463.79	1.50	5.19	6.56	40.26	11.68	9.23

资料来源：Wind 一致预期（可比公司），华泰研究预测

### 风险提示

#### 下游需求不及预期风险

公司聚焦锂电池材料行业，需求与下游新能源车及储能行业需求高度相关，也受到国家行业政策较大影响。未来行业的经营环境若发生变化，可能导致下游需求不及预期，影响公司收入。

#### 竞争加剧风险

公司是目前磷酸铁锂行业企业，但是未来若有新企业进入行业，或相近领域公司跨界竞争，可能会分薄公司市场份额，导致公司产品价格和盈利能力下降。

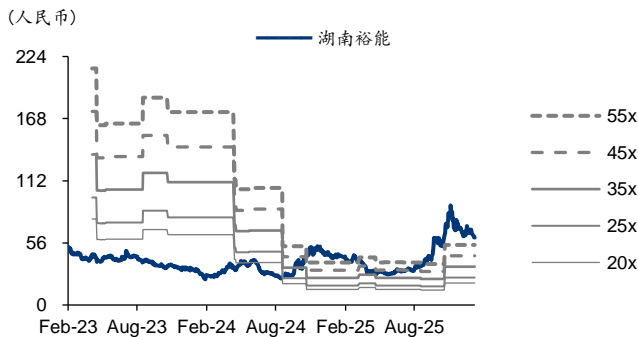
#### 原材料价格上涨风险

若受到上游原材料价格波动或市场供需关系的影响，公司原材料价格上涨，可能会影响公司生产，导致公司盈利下降。

#### 增产不及预期风险

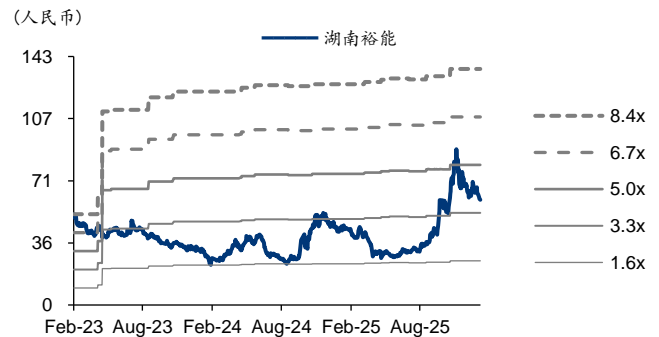
公司产能扩张规划保持较高增速，若产能扩张速度不及预期，或将导致公司出货量不及预期，影响公司收入。

图表35：湖南裕能 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表36：湖南裕能 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 刘俊、边文姣, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰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。华泰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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师刘俊、边文姣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司