

2022 年业绩点评：业绩符合预期， 产能、技术持续领先

核心观点

公司发布 2022 年业绩报告：2022 年营业收入 428 亿元，同比+505%；归母净利润 30.1 亿元，同比+154%。磷酸铁锂产量 33.7 万吨，同比+174%，销量 32.4 万，同比+169%，市占率约 29%，连续三年全国第一。公司产能快速扩张，新产品布局加速，当前磷酸铁锂产能 35 万吨，在建产能 14 万吨，未来产销量有望进一步增长，巩固磷酸铁锂龙头地位。持续布局磷酸锰铁锂等先进材料，磷酸锰铁锂已进入中试阶段，有望为公司打开成长天花板。

点评

2022 年营业收入 428 亿元，同比+505%，毛利率 12.5%，同比-14pct；归母净利润 30.1 亿元，同比+154%；扣非后 30.3 亿元，同比+155%，扣非归母净利率 7.1%，同比-9.7pct。

产销：聚焦主营，同比高增

公司 2022 年磷酸铁锂产量 33.7 万吨，同比+174%；销量 32.4 万吨，同比+169%，库存 1.7 万吨，产销量维持高速增长态势。

市占率：产能领先，市占保持高位

预计 2022 年国内磷酸铁锂市占率约为 29%，市占率连续三年全国第一。

产能快速扩张，新产品布局加速

产能快速扩张：当前产能 35 万吨，在建产能 14 万吨，未来产销量有望进一步增长，巩固磷酸铁锂龙头地位。

新产品布局加速：公司积极布局下一代电池材料及相关产品，磷酸锰铁锂已进入中试阶段，有望与磷酸铁锂形成良好补充，巩固公司在磷酸铁锂正极领域龙头地位。

预计 2023 至 2024 年公司实现归母净利润 21、25 亿元，PE 16 和 13x。

湖南裕能 (301358.SZ)

首次评级

买入

许琳

xulin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522110001

刘溢

liuyibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523040001

发布日期：2023 年 04 月 15 日

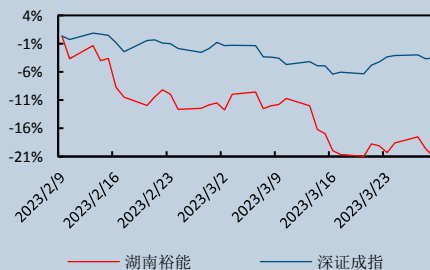
当前股价：42.17 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-9.78/-9.23	/	/
12 月最高/最低价 (元)		53.60/42.17
总股本 (万股)		75,725.31
流通 A 股 (万股)		12,456.47
总市值 (亿元)		333.42
流通市值 (亿元)		54.85
近 3 月日均成交量 (万)		1373.44
主要股东		
湘潭电化集团有限公司		10.11%

股价表现



相关研究报告

目录

事件	1
点评	1
一、业绩符合预告，利润持续修复.....	1
量：产销量高增，市占率行业第一.....	2
利：顶住压力，吨净利保持稳定.....	4
二、公司规模效应日益凸显，费用率持续降低.....	6
三、新技术快速推进，增强核心竞争力.....	7
风险分析	8

事件

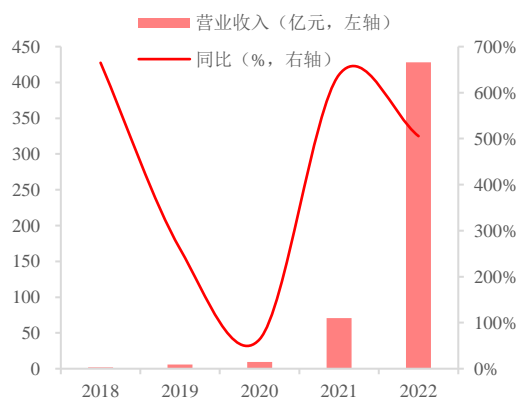
公司发布 2022 年年报：2022 年营业收入 428 亿元，同比+505%，毛利率 12.5%，同比-14pct；归母净利润 30.1 亿元，同比+154%；扣非后 30.3 亿元，同比+155%，扣非归母净利率 7.1%，同比-9.7pct。

点评

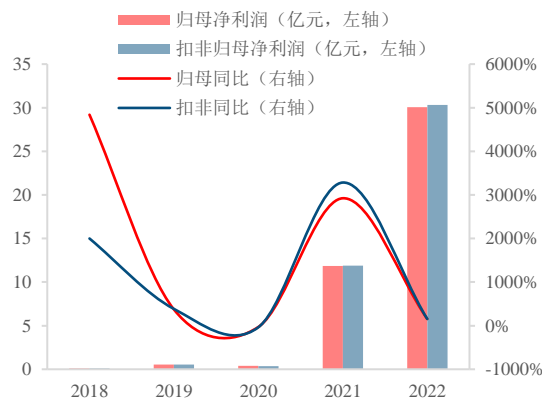
一、业绩符合预告，利润高速增长

2022 年营业收入 428 亿元，同比+505%，毛利率 12.5%，同比-14pct；归母净利润 30.1 亿元，同比+154%；扣非后 30.3 亿元，同比+155%，扣非归母净利率 7.1%，同比-9.7pct。

图表1： 2022 年营业收入 428 亿元，同比+505%



图表2： 2022 年归母净利润 30.1 亿元，同比+154%

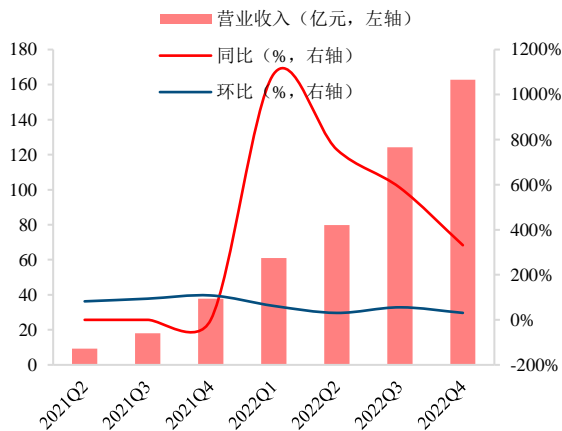


数据来源：公司公告，中信建投

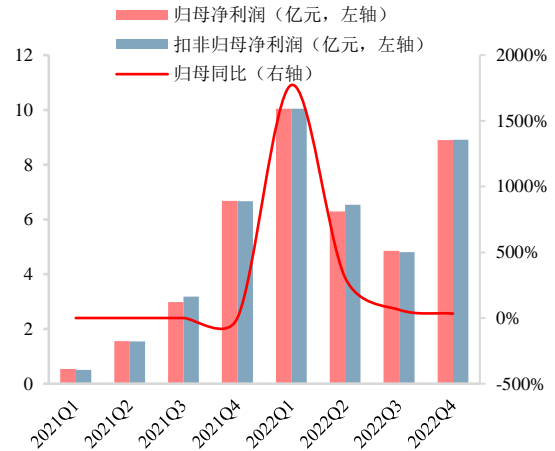
数据来源：公司公告，中信建投

公司 2022Q4 实现营收 163 亿元，同/环比+331/31%，毛利率 10.4%，环比+2.3pct；归母净利润 8.9 亿元，同/环比+33%/+84%；扣非后 8.91 亿元，同/环比+34%/+86%，扣非归母净利率 5.5%，环比+1.6pct。

图表3: 2022Q4 实现营收 163 亿元, 同/环比+331%/31%



图表4: 2022Q4 归母净利润 8.9 亿元, 同/环比+33%/+84%



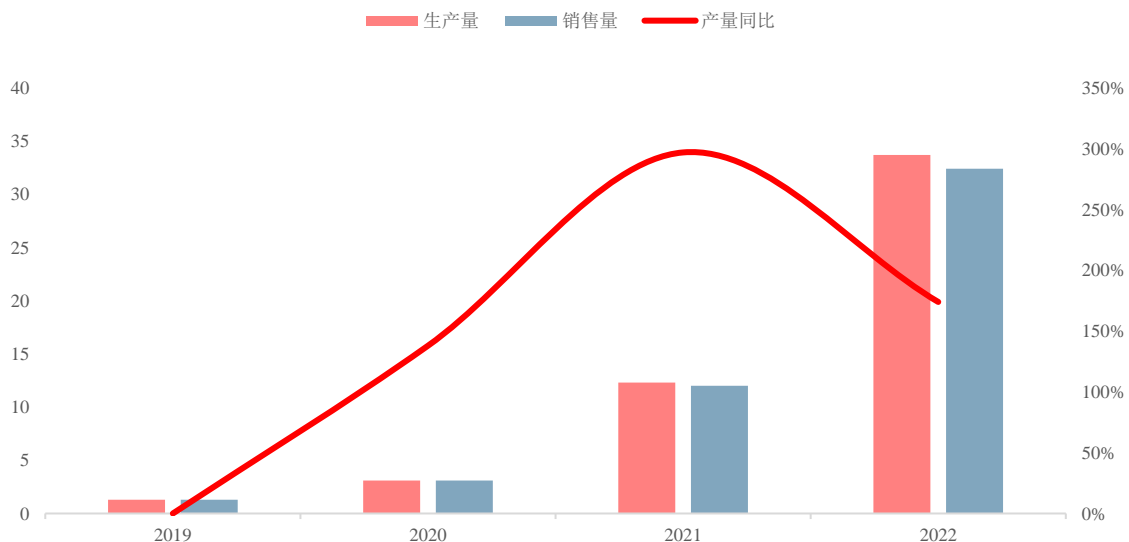
数据来源: 公司公告, 中信建投

数据来源: 公司公告, 中信建投

量: 产销量高增, 市占率行业第一

公司 2022 年磷酸铁锂产量 33.7 万吨, 同比+174%; 销量 32.4 万吨, 产销量维持高速增长态势。当前产能 35 万吨, 在建产能 14 万吨, 未来产销量有望进一步增长, 巩固磷酸铁锂龙头地位。

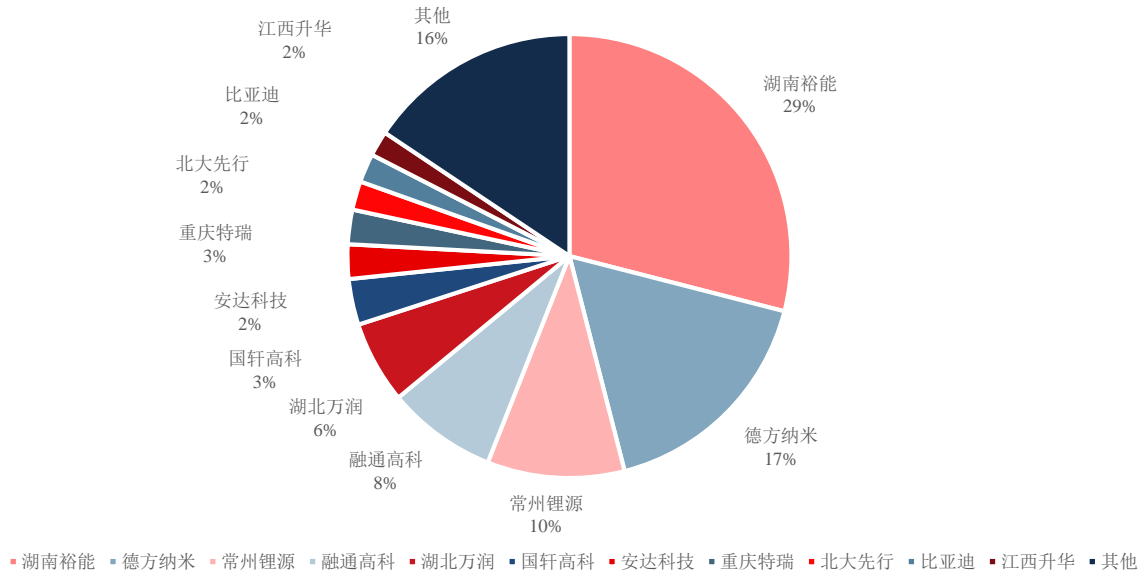
图表5: 司 2022 年磷酸铁锂产量 33.7 万吨, 同比+174%



资料来源: 公司公告, 中信建投

根据我们的测算, 公司 2022 年磷酸铁锂市占率约为 29%, 连续三年全国第一, 随着未来产能的进一步释放, 公司龙头地位将得到巩固。

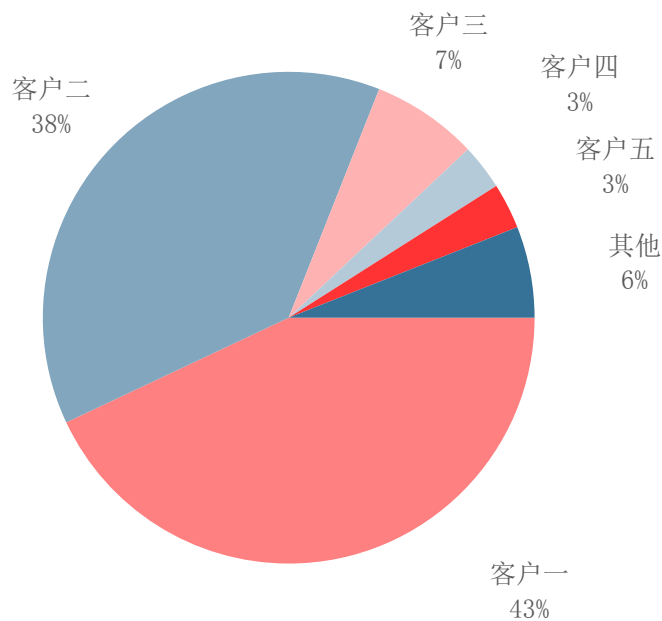
图表6： 2022 年公司国内磷酸铁锂市占率约 29%



资料来源：高工锂电，中信建投

按客户来看，公司动力电池大客户份额相对集中，2022 年公司前五大客户占比达到 94%，预计宁德时代、比亚迪合计占比达到 81%。公司深度绑定头部客户，于 2020 年底引入宁德时代、比亚迪作为战略投资者，持有公司股份比例均超过 5%。

图表7： 2022 年公司前五大客户占比达到 94%

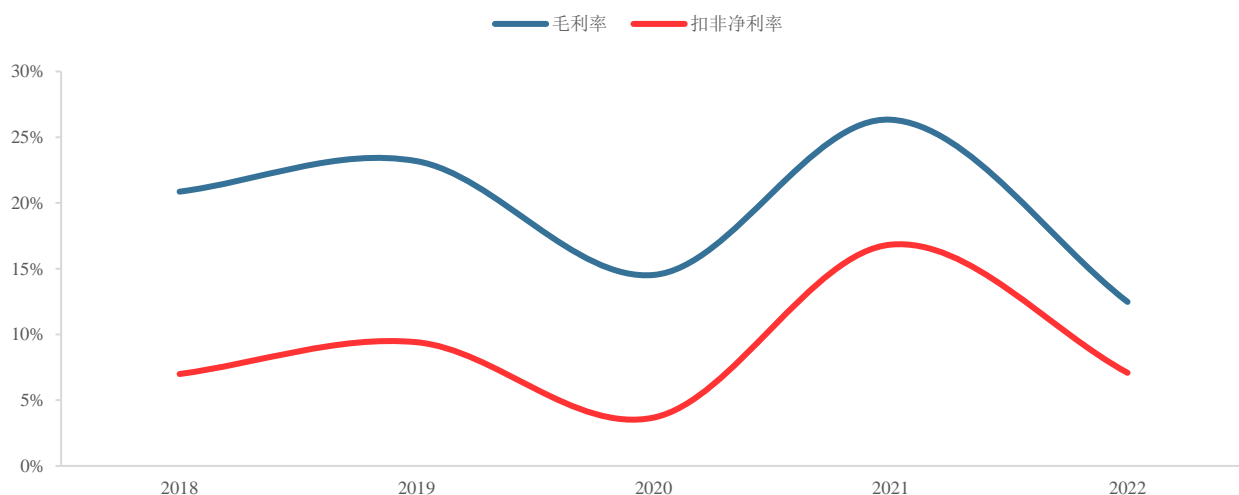


资料来源：公司公告，中信建投

利：吨净利保持稳定

2022 年公司毛利率 12.5%，同比-14pct；扣非净利率 7.1%，同比-9.7pct，毛利率、净利率同比下降主要系原材料价格大幅上涨。

图表8： 2022 年公司毛利率 12.5%，同比-14pct；扣非净利率 7.1%，同比-9.7pct

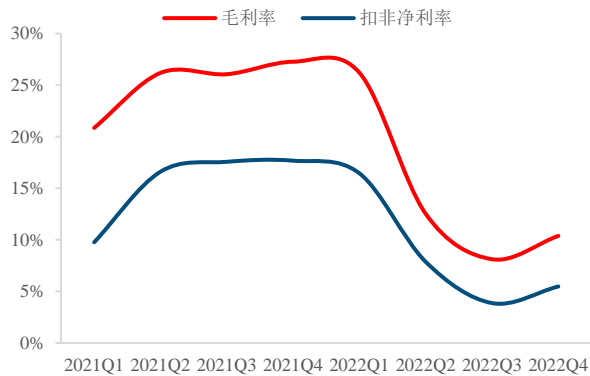
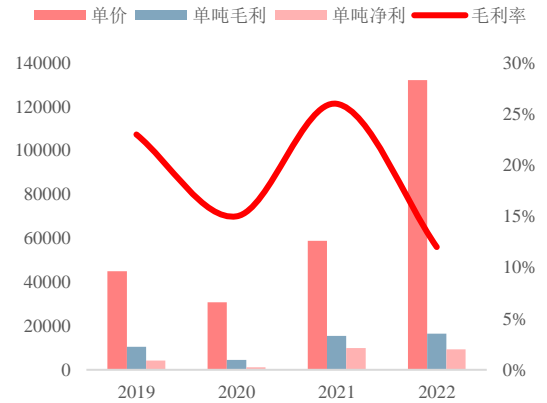


资料来源：公司公告，中信建投

分季度来看，利润率波动主要是原材料价格因素，公司实际单位盈利控制合理：

1) **毛利率**：2022 年磷酸铁锂毛利率为 12.5%，同比有所下降。公司 2022Q4 毛利率、扣非净利率分别为 10.4%、5.5%，均较 2022Q3 有所回升，上游原材料价格的波动影响公司毛利率。

2) **单吨盈利**：2022 磷酸铁锂单吨毛利、单吨净利均保持稳定，单吨净利约为 0.9 万元/吨。

图表9： 2022Q4 扣非净利率 5.5%

图表10： 2022 年吨毛利、吨净利保持稳定


数据来源：公司公告，中信建投

数据来源：公司公告，中信建投

图表11： 2022Q4 毛利率环比上升

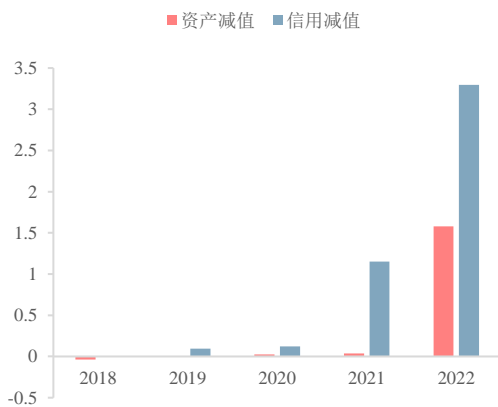
	单位	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	2022Q3	2022Q4
营业收入	亿元	5.12	9.33	18.10	37.72	124.30	162.70
营业成本	亿元	4.05	6.89	13.38	27.43	114.21	145.81
毛利率	%	26.4%	35.4%	35.3%	37.5%	8.8%	11.6%
销售费用	亿元	0.03	0.03	0.06	0.02	0.05	0.08
管理费用	亿元	0.18	0.24	0.35	0.53	0.61	1.11
研发费用	亿元	0.19	0.18	0.14	0.30	1.37	1.26
财务费用	亿元	0.07	0.12	0.16	0.26	0.70	0.79
期间费用	亿元	0.47	0.57	0.71	1.11	2.73	3.24
期间费用率	%	9.2%	6.1%	3.9%	2.9%	2.2%	2.0%
营业利润	亿元	0.61	1.80	3.62	8.03	5.51	10.53
营业利润率	%	11.9%	19.3%	20.0%	21.3%	4.4%	6.5%
归母净利润	亿元	0.54	1.55	2.98	6.67	4.85	8.90
归母净利率	%	10.5%	16.6%	16.5%	17.7%	3.9%	5.5%
扣非净利润	亿元	0.50	1.55	3.18	6.67	4.80	8.91
扣费净利率	%	9.8%	16.6%	17.6%	17.7%	3.9%	5.5%

资料来源：公司公告，中信建投

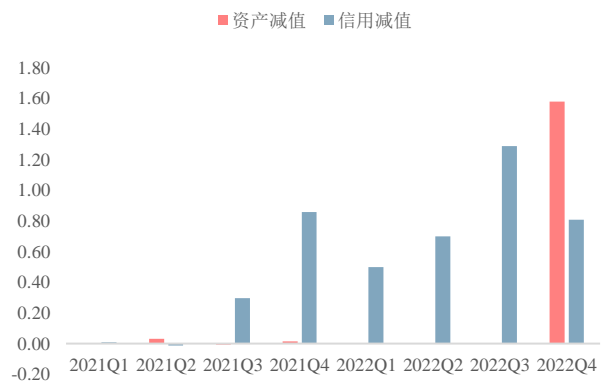
原材料价格下行关注减值损失

减值损失：2022 年共计提资产减值损失 1.58 亿元，；信用减值损失 3.3 亿元，资产减值损失的增长主要系原材料降价。

图表12： 2022 年资产减值环比增加



图表13： 2022Q4 年资产减值环比上升



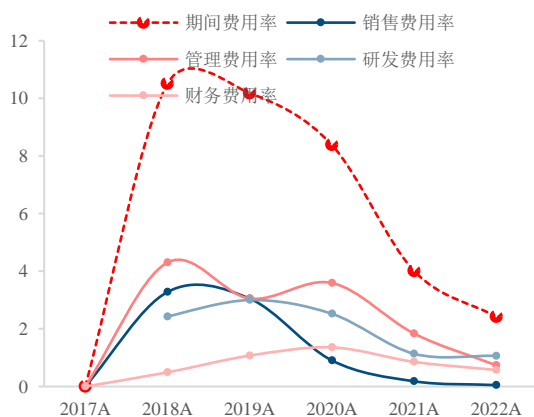
数据来源：公司公告，中信建投

数据来源：公司公告，中信建投

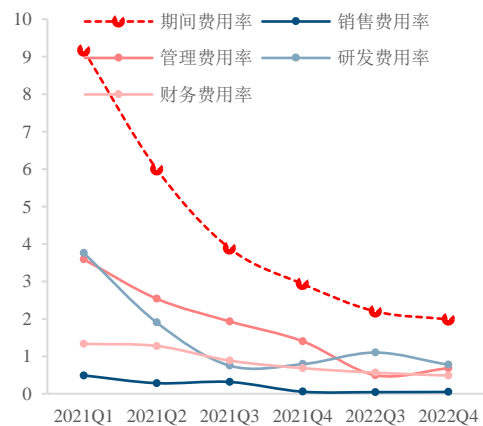
二、公司规模效应日益凸显，费用率持续降低

费用：公司规模效应日益凸显，费用率持续降低。2022 年公司期间费用率 2.43%，同比-1.6pct。分季度来看，2022Q4 公司期间费用率 1.99%，环比-0.2pct。2022 年费用率环比下降，助推下半年盈利修复。

图表14： 2022 年期间费用率 2.43%，费用率持续降低



图表15： 2022Q4 年费用率 1.99%

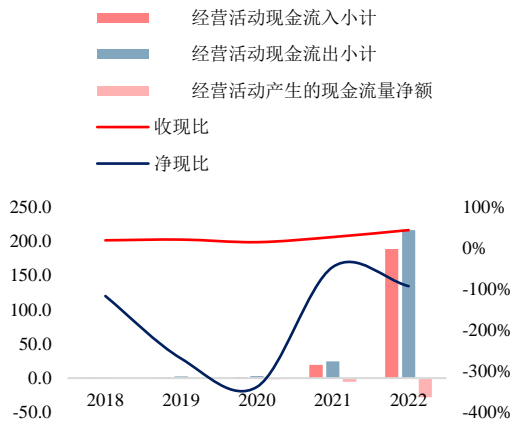


数据来源：公司公告，中信建投

数据来源：公司公告，中信建投

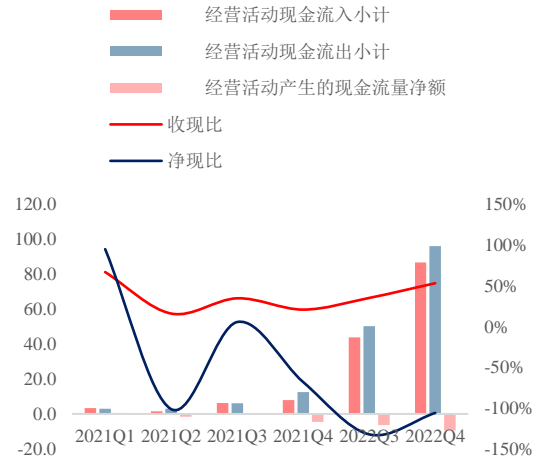
现金流：公司 2022 年经营活动产生的现金流净额-27.8 亿元，其中 Q4 产生现金净流入-9.4 亿元。

图表16： 2022 经营活动产生现金流净额-27.8 亿元



数据来源：公司公告，中信建投

图表17： 2022Q4 产生现金净流入-9.4 亿元

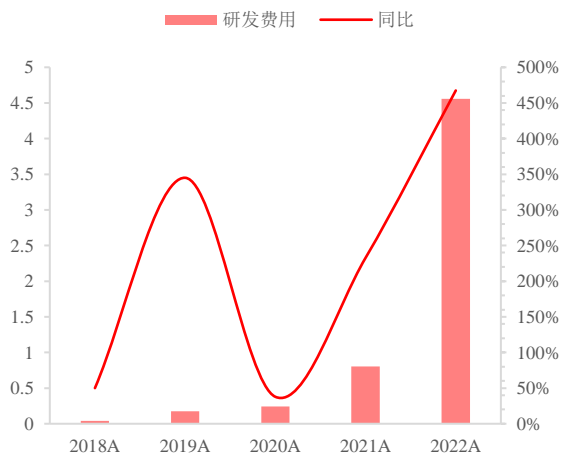


数据来源：公司公告，中信建投

三、新技术快速推进，增强核心竞争力

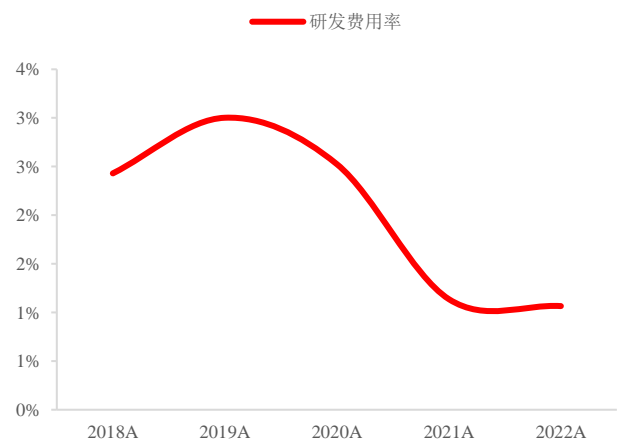
研发投入：公司持续加大研发投入，2022 年研发费用 4.6 亿元，同比+468%；费用率为 1.1%，同比不变。研发人员数量 434 人，同比+52%，研发人员数量占比 7.7%，同比-2.1pct。

图表18： 2022 年研发费用 4.6 亿元，同比+468%



数据来源：公司公告，中信建投

图表19： 2022 年公司研发费用率为 1.1%，同比保持稳定



数据来源：公司公告，中信建投

新技术：公司积极布局下一代电池材料及相关产品，磷酸锰铁锂已进入中试阶段，有望与磷酸铁锂形成良好补充，巩固公司在正极领域龙头地位。

图表20：新技术快速推进，磷酸锰铁锂已进入中试阶段

主要研发项目名称	项目简介	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
磷酸锰铁锂	本项目开展新型超高性能磷酸盐正极材料的关键技术制备研究，探究不同原材料及工艺影响，开发出更高性能的磷酸盐正极材料	中试阶段	开发出具备行业内领先水平的磷酸锰铁锂正极材料	丰富产品种类，提高产品竞争力
第四代高压密磷酸铁锂的开发	本项目通过改善研磨等工艺，对粒径分布做出优化，在不损失容量的情况下，进一步提高磷酸铁锂的压实密度	试生产阶段	改善生产工艺，制备出更高压实密度的磷酸铁锂正极材料	丰富产品种类，提高产品竞争力
第三代高压密磷酸铁锂高温循环性能改善研究	本项目针对第三代高压密磷酸铁锂产品在高温环境下的电化学性能改善进行研究，重点探究循环性能的改善，从而优化产品性能	试生产阶段	在不损耗其他电化学性能的同时，第三代高压密磷酸铁锂在高温环境下的循环性能得到改善。	优化产品性能，提高产品竞争力

资料来源：公司公告，中信建投

风险分析

1) 下游新能源汽车产销不及预期：销量端可能受到疫情反复、需求疲软影响而不及预期；产量端可能受到上游原材料价格大幅波动、限电、疫情反复等影响不及预期，进而影响公司相关业务出货量及盈利能力，量化来看，如果下游需求比预期降低 10%，对应公司业绩降低 10% 左右。

2) 原材料价格波动及加工费下降：2021 年以来原材料价格持续上涨，同时原材料价格阶段性出现大幅波动性，价格高位及不稳定性对于终端需求有一定影响，与此同时对于公司短期业绩有扰动，量化来看，如果加工费比预期降低 10%，对应公司业绩降低 8% 左右（假设 20% 降价可传导）。

3) 公司重点项目推进不及预期：公司作为新能源赛道参与者，重点项目的推进是支撑营收和利润的关键，也是公司成长性的反映，重点项目推进不及预期将影响当期和远期业绩。

4) 首次覆盖评级：按公司今年业绩预期 PE 为 16x，随着锂电产业链复苏有望修复，全球铁锂龙头估值有望修复到 18x 以上，给予“买入”评级。

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E
流动资产	5,289.29	18,081.50	27,900.52	32,061.19
现金	488.02	1,045.29	3,638.96	4,173.15
应收票据及应收账款合计	3,082.09	10,434.50	15,761.26	18,117.41
其他应收款	83.86	222.49	324.46	372.97
预付账款	499.09	419.02	1,842.48	2,117.91
存货	899.22	4,971.41	4,873.78	5,601.98
其他流动资产	237.01	988.79	1,459.58	1,677.77
非流动资产	3,436.73	8,352.93	7,227.21	6,074.48
长期投资	0.00	37.20	39.62	42.04
固定资产	2,570.00	6,442.70	5,578.76	4,687.81
无形资产	167.41	550.58	458.82	367.06
其他非流动资产	699.33	1,322.44	1,150.01	977.58
资产总计	8,726.03	26,434.43	35,127.73	38,135.67
流动负债	5,114.38	16,748.06	24,198.05	25,505.64
短期借款	1,192.65	2,466.11	2,954.90	1,088.36
应付票据及应付账款合计	2,481.92	11,392.28	15,035.33	17,281.77
其他流动负债	1,439.80	2,889.67	6,207.82	7,135.51
非流动负债	904.87	3,971.90	3,107.43	2,279.96
长期借款	273.24	3,271.44	2,406.97	1,579.50
其他非流动负债	631.62	700.46	700.46	700.46
负债合计	6,019.25	20,719.97	27,305.48	27,785.61
少数股东权益	0.00	0.48	0.24	-0.04
股本	567.94	567.94	567.94	567.94
资本公积	926.35	926.35	926.35	926.35
留存收益	1,212.48	4,219.69	6,327.71	8,855.88
归属母公司股东权益	2,706.78	5,713.98	7,822.01	10,350.17
负债和股东权益	8,726.03	26,434.43	35,127.73	38,135.74

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E
经营活动现金流	-543.17	-2,783.17	3,241.83	3,424.03
净利润	1,184.12	3,006.19	2,107.78	2,527.49
折旧摊销	200.14	601.08	1,128.13	1,155.15
财务费用	60.48	245.66	247.41	171.14
投资损失	6.30	76.70	27.73	27.73
营运资金变动	-2,065.25	-7,015.90	-264.15	-452.34
其他经营现金流	71.04	303.10	-5.08	-5.13
投资活动现金流	-856.20	-2,168.81	-25.07	-25.07
资本支出	238.91	2,035.57	0.00	0.00
长期投资	0.00	-29.40	0.00	0.00
其他投资现金流	-1,095.11	-4,174.98	-25.07	-25.07
筹资活动现金流	1,142.55	5,193.03	-623.09	-2,864.78
短期借款	866.75	1,273.46	488.79	-1,866.54
长期借款	159.08	2,998.20	-864.47	-827.47
其他筹资现金流	116.73	921.37	-247.41	-170.77
现金净增加额	-256.82	241.05	2,593.67	534.18

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入	7,067.62	42,790.36	36,390.36	41,830.36
营业成本	5,206.38	37,451.44	31,494.35	36,199.96
营业税金及附加	42.07	164.27	181.26	208.35
销售费用	12.90	21.53	138.08	158.73
管理费用	129.94	314.78	748.23	860.09
研发费用	80.35	455.96	573.44	659.17
财务费用	60.48	245.66	247.41	171.14
资产减值损失	-3.65	-157.91	-81.39	-93.55
信用减值损失	-115.11	-329.41	-445.51	-512.11
其他收益	4.96	20.52	10.11	10.11
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-6.30	-76.70	-27.73	-27.73
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,415.41	3,593.22	2,463.05	2,949.65
营业外收入	0.15	2.66	0.99	0.99
营业外支出	10.69	49.92	20.33	20.33
利润总额	1,404.87	3,545.96	2,443.72	2,930.31
所得税	220.75	539.77	335.93	402.82
净利润	1,184.12	3,006.19	2,107.78	2,527.49
少数股东损益	0.00	-1.02	-0.24	-0.29
归属母公司净利润	1,184.12	3,007.21	2,108.02	2,527.77
EBITDA	1,665.49	4,392.70	3,819.26	4,256.60
EPS (元)	1.56	3.97	2.78	3.34

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E
成长能力				
营业收入(%)	638.99	505.44	-14.96	14.95
营业利润(%)	3126.00	153.86	-31.45	19.76
归属于母公司净利润(%)	2923.30	153.96	-29.90	19.91
获利能力				
毛利率(%)	26.33	12.48	13.45	13.46
净利率(%)	16.75	7.03	5.79	6.04
ROE(%)	43.75	52.63	26.95	24.43
ROIC(%)	81.88	78.17	20.44	20.44
偿债能力				
资产负债率(%)	68.98	78.38	77.73	72.86
净负债比率(%)	36.13	82.11	22.03	-14.54
流动比率	1.03	1.08	1.15	1.26
速动比率	0.71	0.70	0.82	0.89
营运能力				
总资产周转率	0.81	1.62	1.04	1.10
应收账款周转率	2.49	4.38	2.83	2.83
应付账款周转率	3.66	4.97	3.34	3.34
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.56	3.97	2.78	3.34
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.72	-3.68	4.28	4.52
每股净资产(最新摊薄)	3.57	7.55	10.33	13.67
估值比率				
P/E	28.16	11.09	15.82	13.19
P/B	12.32	5.84	4.26	3.22
EV/EBITDA	20.90	8.90	10.13	8.46

资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

许琳

中信建投新能源汽车锂电与材料首席分析师，7 年主机厂供应链管理+2 年新能源车行业研究经验，主要覆盖新能源汽车、电池研究。

刘溢

上海交通大学材料学硕士，研究方向为新能源汽车产业链及新技术，2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，金麒麟电池行业第三名，金麒麟新能源汽车第三名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B
 座12层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南
 塔2103室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心35楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk