

子电池的核心材料优势，拥有完整的电池制造技术，且正极、负极、电解液等材料可实现部分自供。公司钠离子电池已有产品下线，目前已配合整车厂完成了冬标测试，我们预计最快年内能看到搭载公司钠电的车型上市销售。

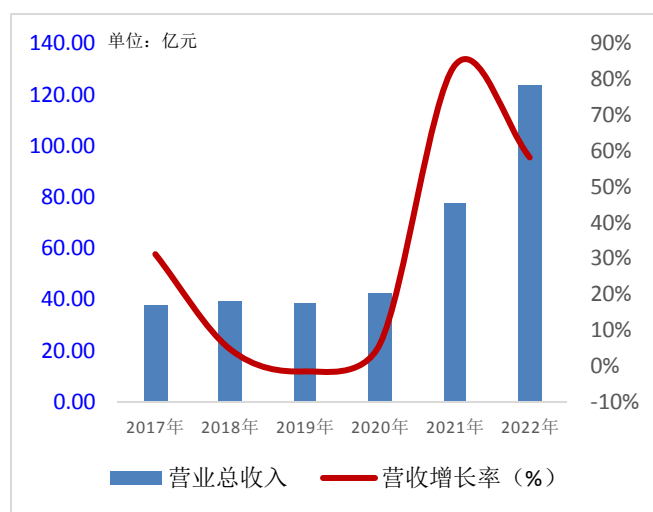
- **六氟磷酸锂制备技术持续进步，市占率有望进一步提升：**公司第一代六氟磷酸锂万吨投资额为 40 亿元，目前第四代万吨投资额已降至 1.8 亿元，目标到第五代投资额降至 1 亿元。公司通过不断降低生产投资成本，提升竞争优势，随着碳酸锂成本的降低和企稳，公司的成本优势将会凸显，预计公司六氟磷酸锂全球市占率将会持续提升。
- **投资建议：**我们预计公司 2023 年-2025 年分别实现营业收入 182.41、229.42、275.31 亿元，实现归母净利润 20.67、26.13、32.43 亿元，对应 PE 分别为 12.51、9.89、7.97 倍。公司是电解质盐龙头企业，六氟磷酸锂工艺持续迭代，产业化进程加快，新产品开发取得实质进展。同时，公司在锂离子电池细分市场竞争力稳步增强，钠离子电池量产出货带来新的增量。我们看好公司的中长期发展，首次覆盖，给予公司 2023 年 18-20 倍 PE，对应目标价 48.57-53.97 元，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**新能源车销量不及预期；原材料价格大幅波动；竞争格局恶化；公司产能释放不及预期。

1 全年业绩高增，利润率维持高位

2022 年公司实现营业收入 123.58 亿元，同比增长 58.47%；实现归母净利润 19.48 亿元，同比增长 54.64%；实现扣非归母净利润 18.23 亿元，同比增长 47.54%。销售毛利率 30.5%，同比降低 1.53pcts，销售净利率 16.4%，同比+0.19pcts。

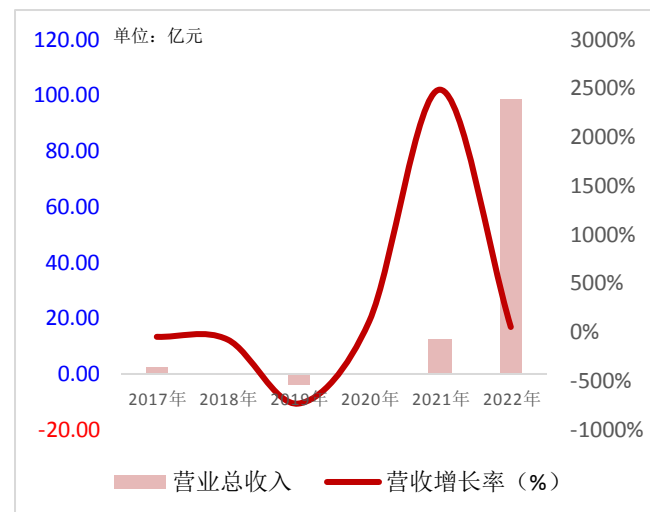
2022 年公司四项费用率为 9.87%，同比下降 0.95pcts。分开来看，销售费用率、管理费用率(含研发费用)、财务费用率分别为 0.54%、8.84%、0.49%，其中研发费用率为 4.05%，表明公司一直注重在研发上的持续投入，保持技术迭代。

图 1：2017-2022 公司营业收入（亿元）



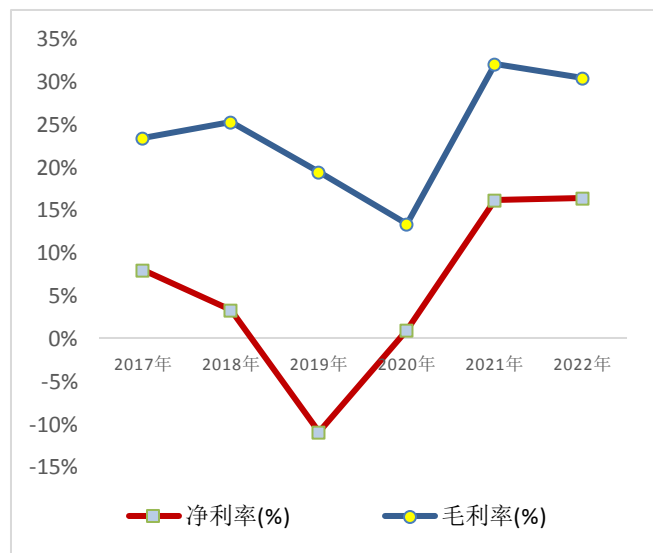
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 2：2017-2022 公司归母净利（亿元）



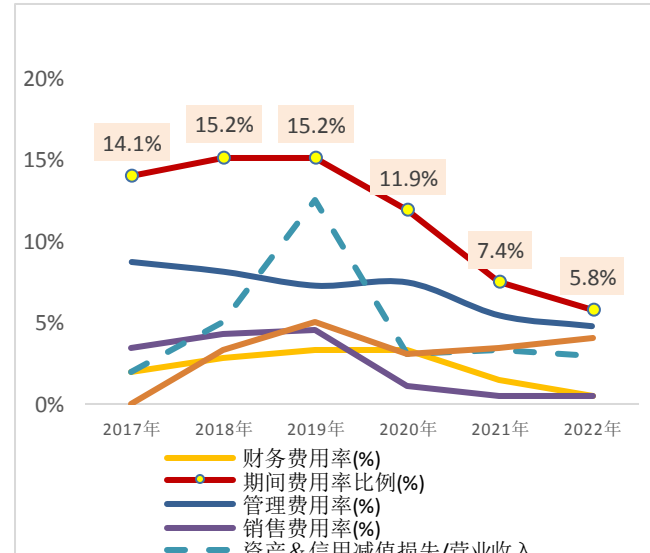
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 3：2017-2022 公司利润率情况



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 4：2017-2022 公司费用率情况

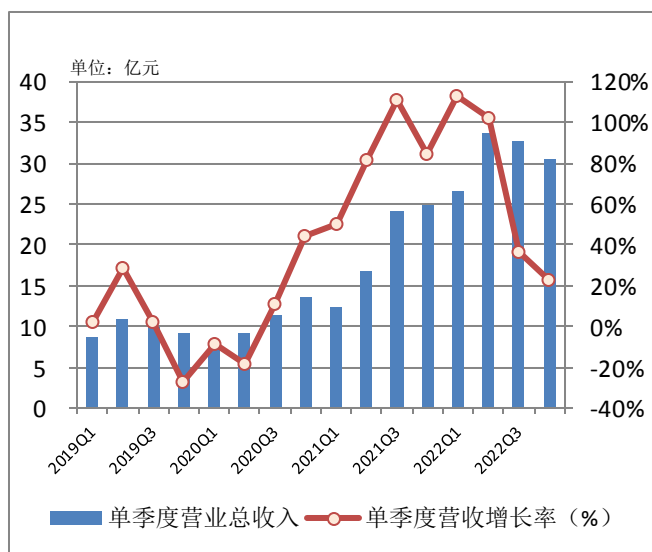


资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

2022 年第四季度，公司实现营收 30.62 亿元，同比上升 22.89%，环比下降 6.32%；实现归母净利 2.19 亿元，同比下降 58.13%，环比下降 33.03%；实现扣非归母净利润 2.19 亿元，同比下降 57.72%，环比下降 0.90%。公司 2022Q4 归母净利环比明显下滑，主要原因为：1) 原材料碳酸锂涨价压缩了利润；2) 六氟磷酸锂行业整体竞争格局激烈导致了产品价格的下降，产品毛利率收到挤压；3) 2022 年 11 月底开始新能源电池产业链各环节均开始去库存。我们认为，随着碳酸锂价格的逐步企稳，六氟磷酸锂行业的盈利能力将开始出现分化，龙头公司凭借规模化优势、自身技术水平和成本的优化有望逐步提升市占率和盈利能力。

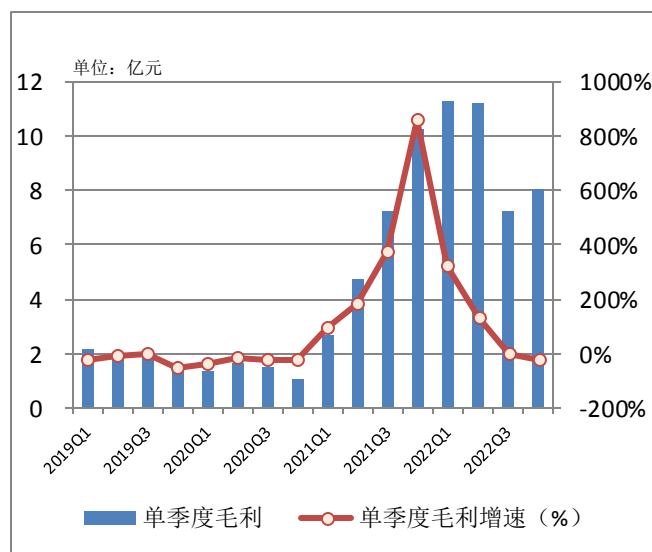
公司 2022Q4 销售毛利率 26.19%，同比降低 14.98pcts，环比提升 4.08pcts；销售净利率 7.56%，同比降低 13.27pcts，环比降低 3.03pcts。

图 5：公司单季度营收情况



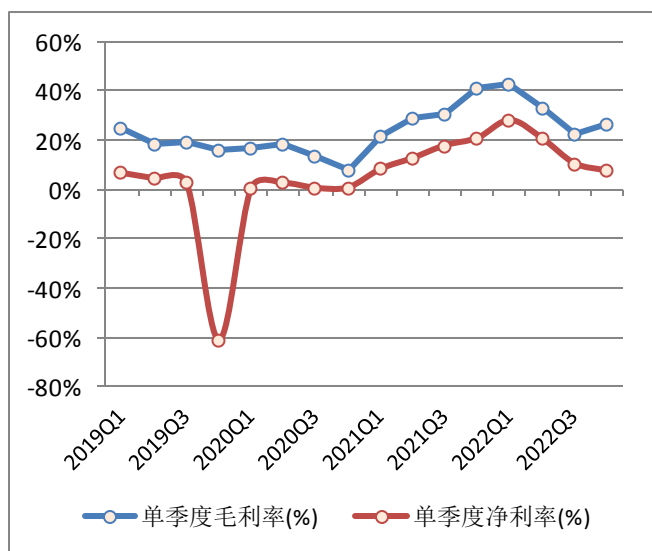
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 6：公司单季度毛利情况



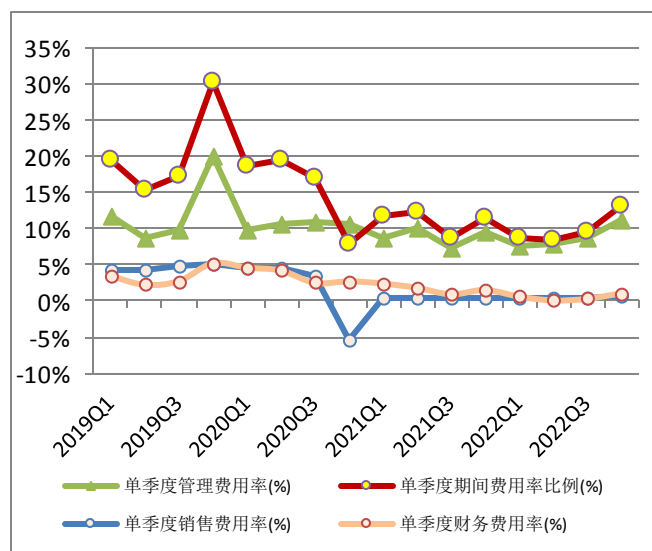
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 7：公司单季度利润率情况



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 8：公司单季度费用率情况



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

2 公司主要产品产能情况

公司 2023 年拥有晶体六氟磷酸锂年产能 5.5 万吨，产能规模和出货量均处于领先地位。根据公司发布的公告数据统计，至 2024 年，公司目前正在规划或者建设的六氟磷酸锂产能达 10 万吨，这部分产能均会在 2024 年底之前陆续投产，届时公司六氟磷酸锂产能将达到 15.5 万吨，大产能造就的规模化优势也有助于公司综合成本的降低，提升产品市场竞争力，巩固公司的行业龙头地位。

双氟磺酰亚胺锂（LIFSI） 具有电导率高、热稳定性高、耐水解等诸多优势，通常作为锂离子电池电解液添加剂，与六氟磷酸锂混合使用，以提升电池容量及电池的 electrochemical 性能。过去复杂的制备工艺、昂贵的生产成本制约了应用场景。公司现已成功开发新一代技术路线，生产成本开始大幅下降，为广泛商用创造了条件，迎来发展机遇。报告期内公司具备千吨级产能，新建 1 万吨双氟磺酰亚胺锂项目一期已经开工，2023 年将陆续投产。

二氟磷酸锂 作为电解液新型添加剂，可显著提高电池的高温循环性能及低温输出特性，市场前景广阔，公司拟通过非公开发行股票募集资金，新建二氟磷酸锂 1 万吨产能。公司还有包括六氟磷酸钠在内的多种电解质的技术储备及研发，目前六氟磷酸钠产品已商业化量产，客户涵盖所有主流钠离子电池和电解液厂商，未来随着钠离子电池技术的发展和进步，六氟磷酸钠将会得到更广泛的应用。

2022 年公司在南宁基地筹建一期 5GWH 锂电池项目，现已建成达产，为公司的产能建设做了核心保障，目前焦作和南宁两地有效产能合计 8.5GWH。公司具备生产钠离子电池的核心材料优势，拥有完整的电池制造技术，且正极、负极、电解液等材料可实现部分自供；未来随着钠离子电池的技术优化，生产成本进一步降低，公司将根据市场需求加快推进产业化进度，扩大相关产品的竞争优势。

表 1：公司主要产品产能情况

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
六氟磷酸锂	2 万吨/年	88.00%	2 万吨/年	目前在建项目：年产 3 万吨超净高纯晶体六氟磷酸锂项目、年产 2 万吨高纯晶体六氟磷酸锂及添加剂二期项目
双氟磺酰亚胺锂、二氟磷酸锂	-	-	1 万吨/年	公司拟通过非公开发行股票募投项目，新建双氟磺酰亚胺锂和二氟磷酸锂各 10000 吨产能。
电子级氢氟酸	5 万吨/年，其中半导体级 1 万吨/年	73.00%	3 万吨/年	目前在建项目：年产 3 万吨超净高纯电子级氢氟酸项目
动力锂电池	8.5GWH	64.00%	5GWH	目前在建项目：20GWH 锂电池一期项目
无水氟化铝	33 万吨/年	50.00%	-	-

资料来源：公司公告，财信证券

报表预测(单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,799	12,358	18,241	22,942	27,530	营业收入	7,799	12,358	18,241	22,942	27,530
减: 营业成本	5,299	8,586	14,275	18,088	21,699	增长率(%)	85.29	58.47	47.61	25.77	20.00
营业税金及附加	43.22	73.30	115.43	145.17	174.21	归属母公司股东净利润	1,260	1,948	2,067	2,613	3,243
营业费用	36.92	67.19	128.36	161.44	193.73	增长率(%)	2,491	55	6	26	24
管理费用	424.69	591.38	638.44	688.26	743.33	每股收益(EPS)	1.64	2.54	2.70	3.41	4.23
研发费用	263.68	500.62	638.70	803.29	963.97	每股股利(DPS)	0.50	0.00	0.27	0.34	0.43
财务费用	119.87	60.37	88.10	41.61	1.83	每股经营现金流	2.58	2.29	3.15	5.26	5.98
减值损失	-226.9	-320.4	-394.0	-495.5	-594.6	销售毛利率	0.32	0.31	0.22	0.21	0.21
加: 投资收益	1.55	101.11	69.36	69.36	69.36	销售净利率	0.16	0.16	0.11	0.11	0.12
公允价值变动损益	0.12	0.29	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.25	0.30	0.25	0.24	0.24
其他经营损益	10.31	0.00	15.58	15.58	15.58	投入资本回报率(ROIC)	0.25	0.33	0.26	0.31	0.44
营业利润	1,409.	2,262.	2,087.	2,642.	3,283.	市盈率(P/E)	20.52	13.27	12.51	9.89	7.97
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	5.09	3.98	3.10	2.42	1.90
利润总额	1,411.	2,281.	2,102.	2,658.	3,299.	股息率(分红/股价)	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01
减: 所得税	149.06	258.32	79.34	100.30	124.49	主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,262.	2,022.	2,023.	2,558.	3,174.	收益率					
减: 少数股东损益	2.48	74.68	-43.37	-54.83	-68.05	毛利率	32.05	30.52	21.74	21.16	21.18
归属母公司股东净利润	1,259.	1,948.	2,066.	2,613.	3,242.	三费/销售收入	7.46%	5.82%	4.69%	3.89%	3.41%
资产负债表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EBIT/销售收入	19.63	18.95	12.01	11.77%	11.99%
货币资金	1,442.	3,684.	4,770.	7,942.	11,679	EBITDA/销售收入	25.24	24.44	18.23	16.96	16.41
交易性金融资产	120.48	0.40	0.40	0.40	0.40	销售净利率	16.18	16.37	11.09%	11.15%	11.53%
应收和预付款项	1,594.	2,600.	4,387.	5,518.	6,622.	资产获利率					
其他应收款(合计)	174.15	186.88	549.83	691.52	829.84	ROE	24.81	30.02	24.76	24.43	23.83
存货	1,650.	1,917.	3,507.	4,444.	5,331.	ROA	10.67	10.68	9.31%	9.84%	10.34
其他流动资产	233.30	333.27	609.95	767.13	920.57	ROIC	24.81	32.96	26.25	31.36	43.51
长期股权投资	56.93	30.87	30.07	29.27	28.47	资本结构					
金融资产投资	139.35	150.55	150.55	150.55	150.55	资产负债率	50.71	56.17	55.83	54.42	52.32
投资性房地产	1.53	1.43	1.24	1.05	0.86	投资资本/总资产	54.07	44.27	37.47	27.59	20.22
固定资产和在建工程	5,177.	8,388.	7,357.	6,269.	5,124.	带息债务/总负债	24.83	26.17	12.98	7.08%	2.85%
无形资产和开发支出	649.42	429.80	359.14	288.42	217.66	流动比率	1.04	1.21	1.39	1.54	1.68
其他非流动资产	565.66	513.37	481.51	449.65	449.65	速动比率	0.63	0.89	0.95	1.10	1.24
资产总计	11,805	18,237	22,205	26,553	31,355	股利支付率	30.32	0.00%	10.11%	10.11%	10.11%
短期借款	936.42	459.37	0.00	0.00	0.00	收益留存率	69.68	100.00	89.89	89.89	89.89
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	2,816.	5,045.	7,759.	9,832.	11,795	总资产周转率	0.66	0.68	0.82	0.86	0.88
长期借款	550.06	2,221.	1,609.	1,023.	468.35	固定资产周转率	1.82	1.99	3.28	4.75	6.81
其他负债	1,683.	2,517.	3,028.	3,595.	4,142.	应收账款周转率	5.38	5.34	4.68	4.68	4.68
负债合计	5,986.	10,244	12,397	14,451	16,406	存货周转率	3.21	4.48	4.07	4.07	4.07
股本	766.09	766.02	766.02	766.02	766.02	估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	3,185.	2,849.	2,849.	2,849.	2,849.	EBIT	1,531.1	2,341.4	2,191.0	2,700.1	3,301.2
留存收益	1,125.	2,873.	4,731.	7,080.	9,995.	EBITDA	1,968.6	3,020.6	3,325.3	3,891.0	4,516.8
归属母公司股东权益	5,077.	6,489.	8,347.	10,696	13,611	NOPLAT	1,400.7	2,103.6	2,119.3	2,609.2	3,187.7
少数股东权益	741.82	1,503.	1,460.	1,405.	1,337.	净利润	1,259.7	1,948.0	2,066.9	2,613.0	3,242.9
股东权益合计	5,819.	7,993.	9,807.	12,101	14,949	EPS	1.64	2.54	2.70	3.41	4.23
负债和股东权益合计	11,805	18,237	22,205	26,553	31,355	BPS	6.63	8.47	10.90	13.96	17.77
现金流量表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	PE	20.52	13.27	12.51	9.89	7.97
经营性现金净流量	1,975.	1,750.	2,415.	4,026.	4,582.	PEG	0.01	0.24	2.05	0.37	0.33
投资性现金净流量	-1,258	-2,479	38.55	38.55	38.55	PB	5.09	3.98	3.10	2.42	1.90
筹资性现金净流量	-546.1	1,997.	-1,367	-892.1	-884.5	PS	3.32	2.09	1.42	1.13	0.94
现金流量净额	168.69	1,276.	1,085.	3,172.	3,736.	PCF	13.09	14.77	10.70	6.42	5.64

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438