

电力设备

2026 年 08 月 13 日

安达科技

(920809)

——乘行业东风，盈利能力持续修复，四代产品发力

报告原因：首次覆盖

增持

 (首次评级)

市场数据:	2026 年 08 月 12 日
收盘价 (元)	8.00
一年内最高/最低 (元)	10.55/5.54
市净率	2.8
股息率% (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	3,673
上证指数/深证成指	3,946.68/14,414.43

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2026 年 06 月 30 日
每股净资产 (元)	2.84
资产负债率%	73.18
总股本/流通 A 股 (百万)	599/459
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com
郑菁华 A0230525060001
zhengjh@swsresearch.com

研究支持

郑菁华 A0230525060001
zhengjh@swsresearch.com

联系人

郑菁华 A0230525060001
zhengjh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **需求端：储能是核心增长领域，动力海外渗透率提升。**我们分析我国电池销量分应用占比及产量分技术路线占比数据，发现储能电池销量占比提升，和磷酸铁锂电池产量占比提升同步，因此，我们认为本轮磷酸铁锂电池需求回暖主要由储能领域带动。我国源网侧储能，在 136 号文、114 号文等政策推动下，盈利机制理顺，向自主装配转型；海外 AI 驱动下，数据中心储能需求增长；预计 2026 年全球新型储能新增装机 459GWh，2036 年达到 1329GWh。磷酸铁锂电池具备高安全性、长寿命两大特征，契合储能需求，中短期仍将占据主流地位。动力电池方面，国内磷酸铁锂在低中端基本全面覆盖，高压实产品推动其在高端领域渗透，而在海外目前磷酸铁锂渗透率较低，但随着海外车企降本的需求以及国内电池厂出海，渗透率有望进一步提升。我们预计到 2030 年全球磷酸铁锂电池出货量为 4428GWh，对应正极材料需求量为 1018 万吨，CAGR (25-30E) 为 23%，仍将保持较快的增速。
- **供给端：26 年仍有扩产落地，但持续扩产可能性较低，供需格局边际好转。**我们梳理了国内主要磷酸铁锂上市公司扩产计划，多数在 2026 年释放，2027-2028 年相对较少，且需求端未来仍将保持 20%+ 的年均复合增速，需求有支撑，供需格局边际好转。从财务指标角度看，目前主要磷酸铁锂上市公司净现金流仍处于负值区间，且资产负债率在 60-80% 的高位区间，持续扩产将进一步推高资产负债率，且在建工程、资本开支均处于低位，我们认为持续扩产可能性较低。
- **行业向高压实方向发展，供需缺口致加工费溢价。**高压实对应四代及以上技术，是指压实密度 $\geq 2.6\text{g/cm}^3$ 的产品，相较三代产品，能量密度提高 15-20%，支持 4C-6C 快充，同等体积下电量更高、循环更稳，适配下游动力电池快充化、储能电芯大型化的行业刚需。高压实产品技术壁垒高，目前全国能稳定生产、批量出货的厂商仅 4-6 家，因此造成了磷酸铁锂行业高端产品产能不足的结构性短缺局面，四代产品加工费相较三代存在 2000 元+ 的溢价。
- **公司盈利能力持续修复，四代产品放量并扩产。**安达科技 2015 年开始批量供应磷酸铁锂，并逐步成长为行业第二梯队企业。在磷酸铁锂行业经历了两年多调整后，公司毛利率在 2025Q3 转正，为 1.7%，净利率在 2026Q1 转正，为 4.6%。根据公司 2026 年中报推算，公司 2026Q2 单季净利为 6877 万元，环比增长 5.6%，盈利能力持续修复。公司目前已经实现四代产品的批量出货，正处于逐步放量阶段，同时五代产品也已有送样且反馈不错。公司新建 30 万吨前驱体项目，对应 20 万吨磷酸铁锂产能，按照四代产品标准设计，可兼容五代，预计将于 2026Q4 投产，届时公司四代产品供应能力将大幅提升，进一步巩固市场地位。
- **盈利预测与估值：**磷酸铁锂行业在储能带动下需求保持较快增速，扩产有需求支撑，供需格局边际好转，且结构上看，高压实产品存在供需缺口，推动行业向该方向发展，实现盈利能力改善。安达科技作为行业第二梯队企业，26Q1 实现盈利，四代产品放量，配套扩产产能预计 26Q4 投产，市场地位稳固。我们预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 3.04、5.65、9.92 亿元，对应当前 PE 为 16、8、5 倍。我们以 2027 年作为基准年份，可比公司湖南裕能、德方纳米、龙蟠科技平均 PE 为 10 倍，对应目标市值 59 亿元，具有 16% 潜在上升空间，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险因素：**四代产品产能释放不及预期的风险，产品价格及毛利率波动的风险，市场竞争加剧的风险。

财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3,493	3,365	6,884	11,584	18,984
同比增长率 (%)	131.1	119.0	97.1	68.3	63.9
归母净利润(百万元)	-257	134	304	565	992
同比增长率 (%)	-	-	-	85.8	75.6
每股收益 (元/股)	-0.43	0.22	0.51	0.94	1.66
毛利率 (%)	1.8	12.0	12.2	12.4	12.6
ROE (%)	-	7.9	16.3	23.2	29.0
市盈率	-		16	8	5

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

磷酸铁锂行业在储能带动下需求保持较快增速，扩产有需求支撑，供需格局边际好转，且结构上看，高压实产品存在供需缺口，推动行业向该方向发展，实现盈利能力改善。安达科技作为行业第二梯队企业，26Q1 实现盈利，四代产品放量，配套扩产产能预计 26Q4 投产，市场地位稳固。我们预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 3.04、5.65、9.92 亿元，对应当前 PE 为 16、8、5 倍。我们以 2027 年作为基准年份，可比公司湖南裕能、德方纳米、龙蟠科技平均 PE 为 10 倍，对应目标市值 59 亿元，具有 16%潜在上升空间，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设点

1) 磷酸铁锂销量：公司当前磷酸铁锂产能为 15 万吨，在建 30 万吨磷酸铁锂前驱体项目对应磷酸铁锂产能 20 万吨，预计 26 年 10 月建成，届时公司磷酸铁锂产能扩至 35 万吨，开阳二期 15 万吨前驱体项目、南宁 24 万吨磷酸铁锂项目一期在该项目投产后将陆续开工落地。在下游需求旺盛的背景下，公司目前处于满产状态，新产能投产后预计也将较快爬坡。我们预计公司 2026-2028 年磷酸铁锂销量分别为 15、25、40 万吨。

2) 磷酸铁锂单价：2026 年，在碳酸锂价格带动下，磷酸铁锂价格从年初一路上涨到 5 月中旬，后下跌，截至 2026/8/5，动力型、储能型 2026 年均价分别为 5.78、5.64 万元，我们分保守、中性、乐观三种情形，保守情形下假设下半年磷酸铁锂价格一路下跌至年初水平，乐观情形下假设下半年磷酸铁锂价格保持震荡，中性情形取两者中值，则磷酸铁锂价格分别假设为 5.5、5.6、5.7 万元/吨。2027-2028 年，我们认为磷酸铁锂整体仍处于供需紧平衡，价格将在 2026 年下半年区间震荡，因 2026 年年初价格较低，因此整体价格中枢高于 2026 年均价，2027、2028 年保守、中性、乐观情形下磷酸铁锂价格分别为 5.8、6.1、6.4 万元/吨。参考 2021-2026H1 安达科技磷酸铁锂价格与行业价格之间的关系，比例假设为 0.75；同时考虑到公司四代产品占比逐步提升，我们预计公司 2026-2028 年磷酸铁锂单价分别为 4.2、4.4、4.6 万元/吨。

3) 磷酸铁锂毛利率：从 2026 年开始，公司成本中碳酸锂、磷酸的价格机制已经建立，原材料价格波动能较好传导，因此加工费上涨带动单价上涨，反映到毛利率则相对稳定，因此我们预计公司 2026-2028 年磷酸铁锂毛利率均为 12.8%。

有别于大众的认识

市场认为公司仅受益于磷酸铁锂涨价逻辑。公司本轮盈利能力改善，不可否认受到行业磷酸铁锂涨价带动，但除此之外，公司积极布局四代以上高压实产品，四代产品已实现批量出货并持续放量，五代产品送样反馈不错，与其配套的 30 万吨前驱体项目将于 26Q4 投产，因此我们认为公司未来行业地位有望进一步提升。同时，磷酸铁自产的一体化布局，除了能够带来成本优势外，在高端产品生产中能够保证产品品质，优势有望放大。

股价表现的催化剂

四代产品收入占比提升，加工费上涨，30 万吨前驱体项目投产。

核心假设风险

四代产品产能释放不及预期的风险，产品价格及毛利率波动的风险，市场竞争加剧的风险。

目录

1. 磷酸铁锂行业回暖，产品向高压实方向发展	6
2. 储能推动需求增长，持续扩产可能性较低，供需格局边际好转.....	9
2.1 需求端：储能是核心增长领域，动力海外渗透率提升.....	9
2.2 供给端：26 年仍有扩产落地，但持续扩产存在财务压力.....	14
3. 行业向高压实方向发展，供需缺口致加工费溢价	16
4. 四代产品逐步放量并扩产，一体化构筑成本优势	18
5. 盈利预测及估值.....	19
5.1 盈利预测	19
5.2 公司估值	20
6. 风险提示	21

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司股权结构图（截至 2026/6/4）	7
图 3：公司营收、归母净利润情况	8
图 4：公司营收分产品占比情况（百万元）	8
图 5：公司磷酸铁锂销量及单价情况	8
图 6：碳酸锂、磷酸铁锂市场主流价情况（元/吨）	8
图 7：公司毛利率、净利率情况	8
图 8：公司主要产品毛利率情况	8
图 9：公司四项费用情况（百万元）	9
图 10：公司四项费用率情况	9
图 11：我国电池销量分应用占比及产量分技术路线占比情况.....	9
图 12：不同规模数据中心用电量（百万户家庭用电量当量）	11
图 13：2022-2027E 全球数据中心及 AI 数据中心耗电量及预测（TWh）	11
图 14：全球新型储能新增装机容量及预测（GWh）	11
图 15：全球新型储能装机规模分布情况（截至 2025 年底）	11
图 16：我国动力电池不同技术路线装车量占比	12
图 17：我国不同车型级别中不同电池技术路线占比	12
图 18：磷酸铁锂 vs 三元电芯价格（元/Wh）	13
图 19：电池级碳酸锂、电解钴、电解镍价格（万元/吨）	13
图 20：主要磷酸铁锂上市公司资产负债率情况	15
图 21：主要磷酸铁锂上市公司净现金情况（亿元）	15
图 22：主要磷酸铁锂上市公司在建工程情况（亿元）	16
图 23：主要磷酸铁锂上市公司资本开支情况（亿元）	16
图 24：三、四代磷酸铁锂加工费走势	17
图 25：公司磷酸铁锂产能及其占中国总产能情况	18
图 26：安达科技 vs 国内主要厂商磷酸铁锂单吨成本（万元/吨）	19
表 1：公司主要产品情况	6
表：号文、号文主要内容	



表 3：四大储能技术路线核心参数对比	12
表 4：中韩电池厂商在欧美的布局	13
表 5：全球磷酸铁锂正极需求量测算	14
表 6：国内磷酸铁锂上市公司产能相关情况	14
表 7：磷酸铁锂正极材料产品分代	16
表 8：主要 500+Ah 电芯企业量产节点统计	16
表 9：2025 年不同分代磷酸铁锂加工费涨价情况	17
表 10：公司高压实密度产品相关情况	18
表 11：公司分业务盈利预测	20
表 12：可比公司估值表	21

1. 磷酸铁锂行业回暖，产品向高压实方向发展

磷化工转型磷酸铁锂正极材料，紧跟行业趋势稳固市场地位。公司 1996 年成立，初期从事磷化工业务，2008 年磷矿石、黄磷、钠等大宗基础化工商品的价格大幅下降，传统磷化工业务开始萎缩，公司主动寻求转型。2009 年，公司将磷酸铁认定为业务的突破方向，并于 2010 年正式向客户供应磷酸铁。2013 年，公司剥离传统磷化工业务，全面转型为新能源材料制造企业，并向下游延伸产业链，2015 年开始批量供货磷酸铁锂，并逐步成长为磷酸铁锂正极材料行业排名前列的企业。磷酸铁锂正极材料行业在经历了两年多的调整后，在储能需求带动下，于 2025 年迎来复苏，并呈现高端化发展趋势。公司作为行业内主要厂商，业绩显著好转，三代产品成为主流，并已实现四代产品供货，未来将通过合理的产能布局，稳固市场地位。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

磷酸铁锂以三代为主，四代逐步放量，磷酸铁主要自用。公司主要产品包括磷酸铁锂、磷酸铁。磷酸铁锂是公司主要外销产品，客户覆盖比亚迪、中创新航、欣旺达、派能科技等全球知名的锂电池制造企业。在全行业向高压实方向发展的背景下，公司也积极顺应行业发展趋势，目前三代产品是主流出货产品，同时也已成功攻克第四代制备技术，粉末压实密度可达 2.65g/cm³，正在逐步放量。磷酸铁则主要用于自产磷酸铁锂，实现一体化产业布局，是降本的关键环节。产能方面，截至 2025 年底，公司磷酸铁锂、磷酸铁产能分别为 15.00 万吨，在建项目达产后产能分别达 39.00、60.00 万吨。

表 1：公司主要产品情况

产品	简介	应用	粉末压实密度	收入占比	毛利率	销量(万吨)	产能(万吨)	在建项目达产后产能(万吨)
磷酸铁锂	橄榄石型结构，灰黑色粉末，作为锂电池的正极材料涂敷在铝箔上，与电池正极	长续航里程的新能源汽车动力电池 大容量储能电站电池	三代及三代半（成熟主流）： 2.60g/cm ³ 四代（高端产品）： .g/cm	92.8%	2.0%	11.11	15.00	39.00

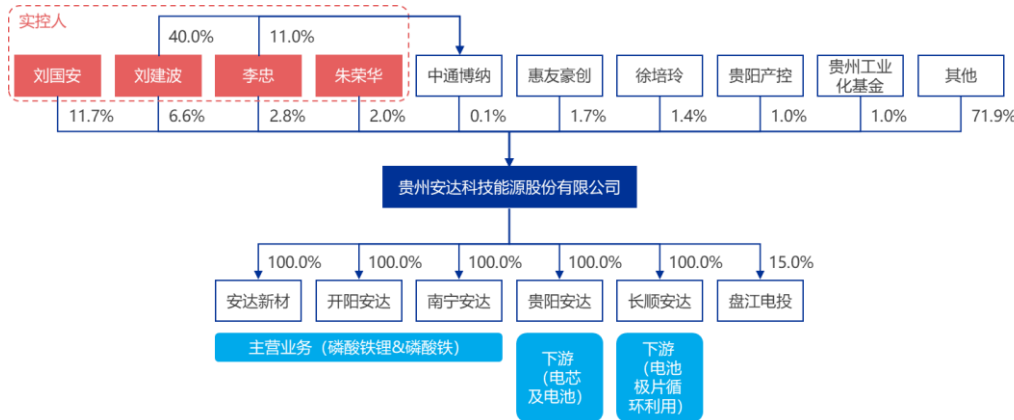
磷酸铁	白色、灰白色单斜晶体粉末							
	作为磷酸铁锂前驱体，用于制备磷酸铁锂	自产磷酸铁锂	-	7.0%	3.3%	2.74	15.00	60.00

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：收入占比、毛利率、销量、产能为 2025 年数据。

股权结构相对分散，三家子公司从事主业，两家子公司布局下游环节。刘建波家族（刘国安、刘建波、李忠、朱荣华四人）系公司实际控制人，截至 2026 年 6 月 4 日，实控人直接和间接持股比例合计为 23.1%，股权结构相对分散。目前，公司有 5 家全资子公司，其中，安达新材、开阳安达、南宁安达从事公司主营业务磷酸铁锂及磷酸铁，贵阳安达、长顺安达从事下游环节业务，公司业务完整覆盖“前驱体—正极材料—电芯”产业链。

图 2：公司股权结构图（截至 2026/6/4）



资料来源：Wind，申万宏源研究

磷酸铁锂行业经两年多调整开始回暖，公司在 26Q1 实现盈利。

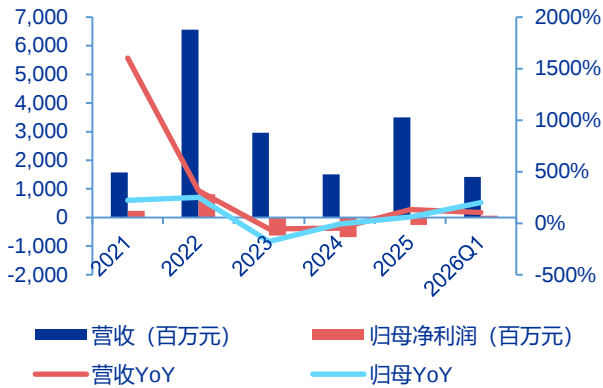
2021-2022 年：新能源汽车、储能等下游需求快速增长，带动上游正极材料的市场需求相应大幅增长，且磷酸铁锂出货占比逐步增加，同时公司产线技改陆续完成，产能逐步增加，产品稳定性、品质提升，因此公司磷酸铁锂产量上升。磷酸铁锂价格在主要原材料碳酸锂价格带动下，呈现上升趋势。综上，公司主要产品量价齐升，带动公司业绩增长。

2023-2024 年：磷酸铁锂行业供需结构周期性错配，导致产能严重过剩，上游原材料碳酸锂价格大幅下跌，新能源汽车等终端需求增速放缓，导致公司磷酸铁锂销量基本维持不变。受上游碳酸锂等原材料价格下跌传导影响，公司磷酸铁锂售价同样下跌，且开工率不足导致固定费用分摊增加。综上，公司业绩下滑，且出现亏损。

2025 年至今：下游储能行业整体表现超预期，新能源汽车行业保持稳定增长，为磷酸铁锂行业发展提供了强有力的需求支撑，在经历了两年多的调整后，行业逐步回暖，公司产能得到释放。价格方面，在行业需求向高压实方向发展的背景下，公司三代产品成为主流出货产品，议价能力更强的三代产品价格上涨，带动公司产品整体单价有所上移。综上，公司

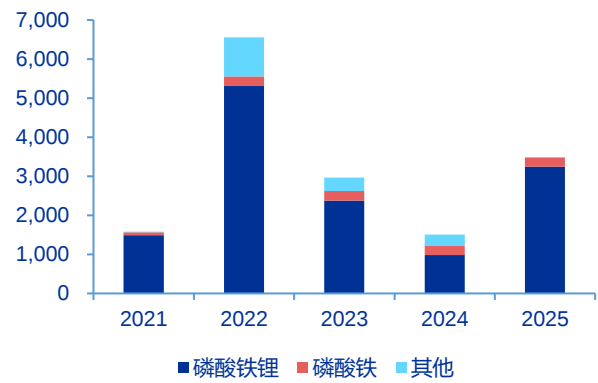
业绩开始修复，并在 2026Q1 实现盈利，2026Q1 收入、归母净利润分别为 14.14 亿元、6511.05 万元。

图 3：公司营收、归母净利润情况



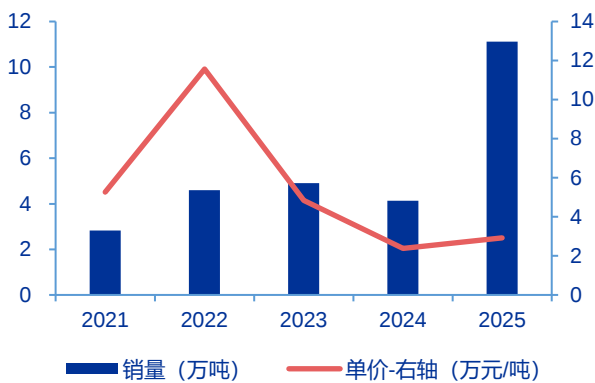
资料来源：Choice，申万宏源研究

图 4：公司营收分产品占比情况（百万元）



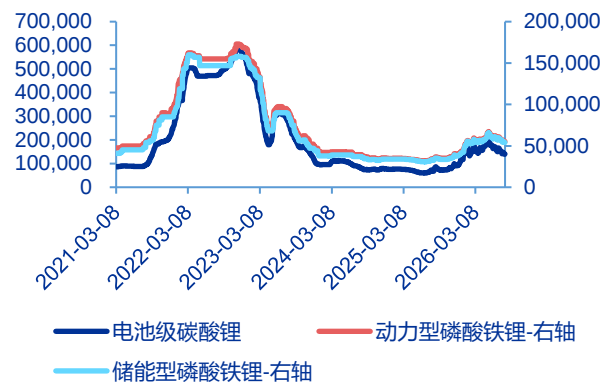
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：公司磷酸铁锂销量及单价情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：碳酸锂、磷酸铁锂市场主流价情况（元/吨）

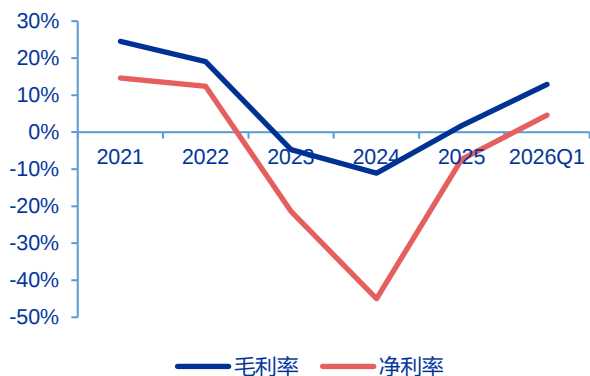


资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

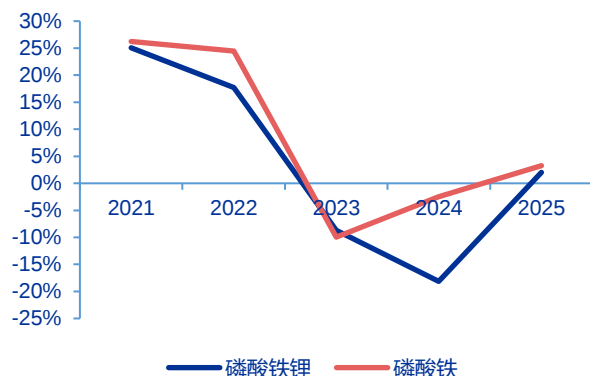
行业结构性复苏，公司 2025 年盈利能力开始修复。公司盈利能力变化趋势和营收变化趋势基本一致，2023-2024 年，行业供需结构周期性错配，叠加主要原材料碳酸锂价格下跌，公司一方面产品售价下跌，另一方面开工率不足导致固定费用分摊上升，出现亏损。2025 年以来，行业迎来复苏拐点，公司产品量价齐升，同时结构上议价能力更强的三代产品出货占比提高，2025 年公司毛利率转正，2026Q1 公司毛利率、净利率均转正，分别为 12.9%、4.6%。

图 7：公司毛利率、净利率情况

图 8：公司主要产品毛利率情况

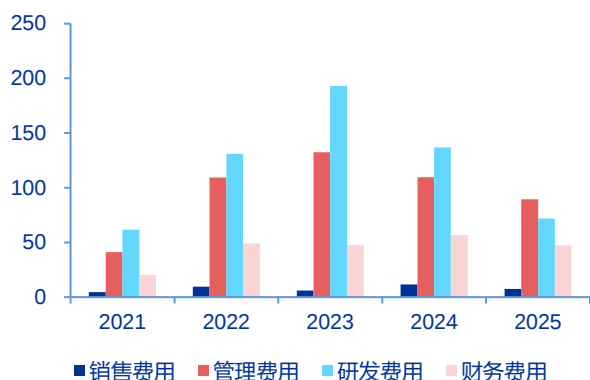


资料来源：Choice，申万宏源研究



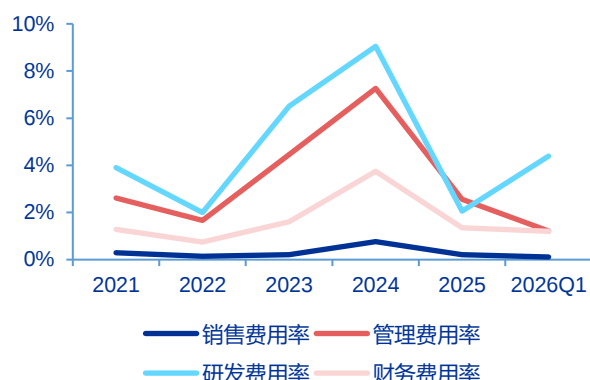
资料来源：Choice，申万宏源研究

图 9：公司四项费用情况 (百万元)



资料来源：Choice，申万宏源研究

图 10：公司四项费用率情况



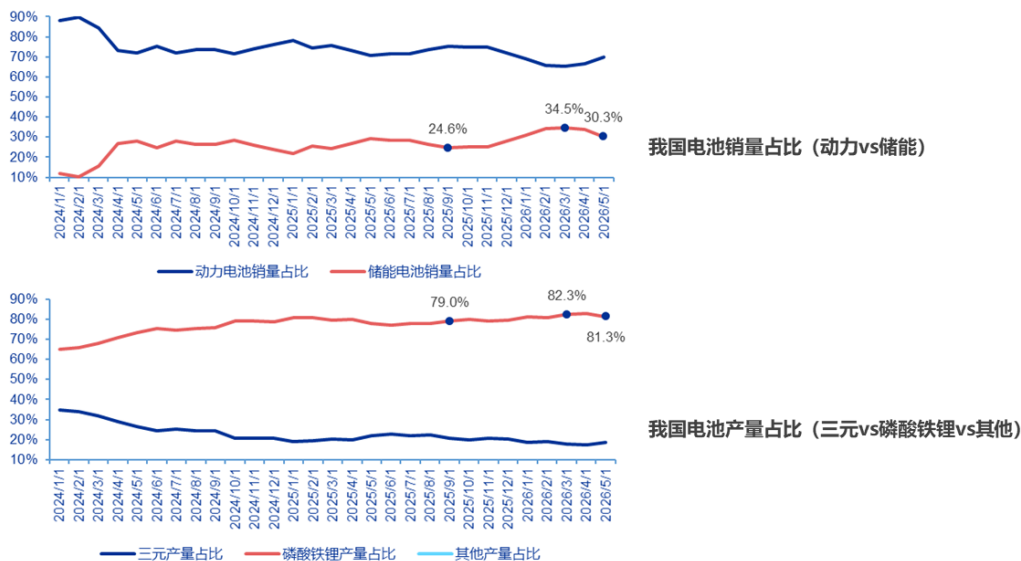
资料来源：Choice，申万宏源研究

2. 储能推动需求增长，持续扩产可能性较低，供需格局边际好转

2.1 需求端：储能是核心增长领域，动力海外渗透率提升

储能需求带动本轮磷酸铁锂电池需求回暖。根据我们观察，2025 年 9 月开始，我国储能电池销量占比显著提升，从 2025 年 9 月的 24.6%，提升至 2026 年 3 月的 34.5%。与此同时，从技术路线角度来说，随着储能电池销量的提升，磷酸铁锂电池的产量占比也有进一步提升，从 2025 年 9 月的 79.0%，提升至 2026 年 3 月的 82.3%。因此，我们认为本轮磷酸铁锂电池需求回暖，从终端需求角度来说，主要是储能电池需求带动的。

图 11：我国电池销量分应用占比及产量分技术路线占比情况



资料来源：Choice，申万宏源研究

储能：

我国储能盈利机制理顺，推动源网侧储能向自主装配转型。早年间，我国风电、光伏等新能源电力高速发展，但弃风弃光现象严重，因此 2017 年我国开启“强制配储”，以解决新能源消纳问题。在强制配储政策的推动下，我国源网侧储能产业规模不断扩张，但因为储能项目本身缺乏模式和价格传导机制，出现了“建而不用”的问题，“强制配储”也在 2025 年落下帷幕。同年，国家发改委发布了 136 号文，首次明确“推动新能源上网电价全面由市场形成”；次年，继续发布了 114 号文，建立电网侧独立新型储能容量电价机制。储能盈利机制的建立，有效推动我国源网侧储能向自主装配转型。

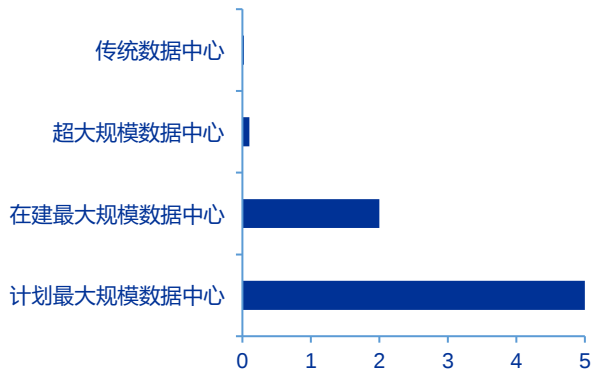
表 2：136 号文、114 号文主要相关内容

政策名称	主要相关内容
关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知(发改价格〔2025〕136 号)	推动新能源上网电量参与市场交易。 新能源项目（风电、太阳能发电，下同）上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成。新能源项目可报量报价参与交易，也可接受市场形成的价格。
关于完善发电侧容量电价机制的通知(发改价格〔2026〕114 号)	建立电网侧独立新型储能容量电价机制。 对服务于电力系统安全运行、未参与配储的电网侧独立新型储能电站，各地可给予容量电价。容量电价水平以当地煤电容量电价标准为基础，根据顶峰能力按一定比例折算

资料来源：国家发改委，申万宏源研究

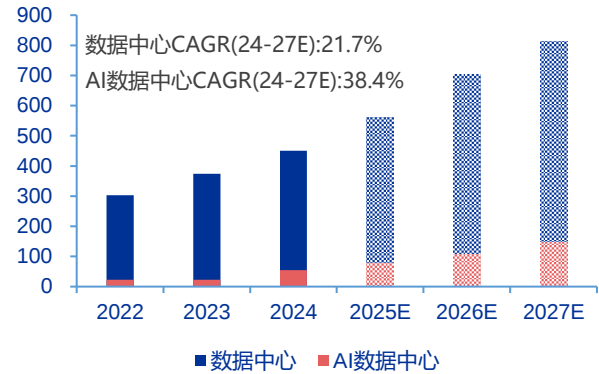
海外 AI 发展，推动数据中心储能需求。随着 AI 的发展，海外数据中心配储需求增长，主要有两方面考虑。第一，数据中心从传统 IDC 发展为 AIDC，未来可能集成更多的服务需求，耗电量越来越大，预计到 2027 年，全球数据中心、AIDC 耗电量分别为 814、146TWh，CAGR（24-27E）分别为 21.7%、38.4%。第二，数据中心相较于其他用电设施，在地理上更为集中，因此在数据中心集中区域，其对电网的压力更大，为了保护数据中心以及当地用电安全，需要引入储能。

图 12：不同规模数据中心用电量（百万户家庭用电量当量）



资料来源：《Energy and AI》（《能源与人工智能》），申万宏源研究

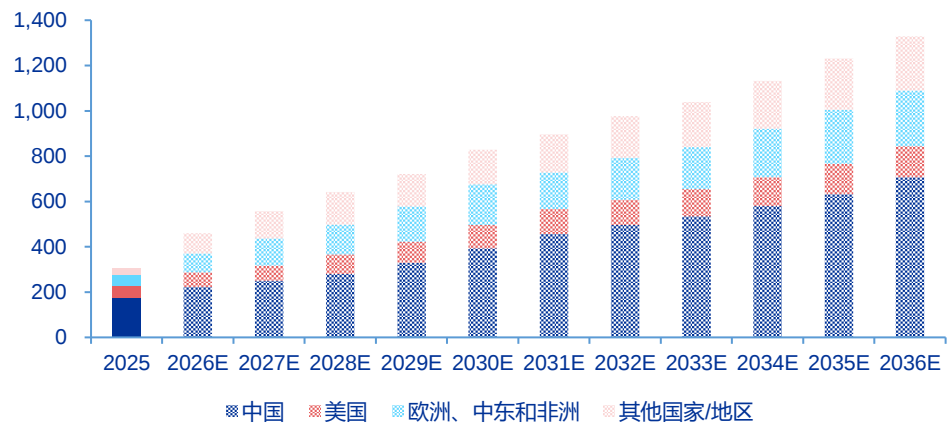
图 13：2022-2027E 全球数据中心及 AI 数据中心耗电量及预测 (TWh)



资料来源：观研天下数据中心，申万宏源研究

预计 2036 年全球新型储能新增装机 1328.66GWh。根据彭博新能源财经《2026 年上半年储能市场展望》，2025 年全球新型储能新增装机容量为 306.64GWh，预计 2026 年达到 459.37GWh，到 2036 年达到 1328.66GWh。

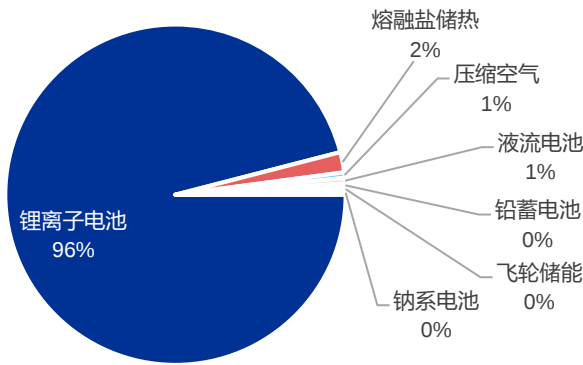
图 14：全球新型储能新增装机容量及预测 (GWh)



资料来源：彭博新能源财经《2026 年上半年储能市场展望》，申万宏源研究

高安全性、长寿命契合储能需求，磷酸铁锂占据主流地位。截至 2025 年底，全球新型储能中锂电池占比高达 96.0%，其中又以磷酸铁锂为主。磷酸铁锂电池具备两大特征，和储能场景需求的综合匹配度最高。首先是安全性高，磷酸铁锂电池的正极材料结构是橄榄石结构，该结构下氧气分子难以从中逃逸，因此热失控风险低于三元电池，具备“天生稳定”的特征。其次是循环寿命，磷酸铁锂电池的循环寿命为 2500-9000 次，高于三元电池，虽然钠电、全钒液流等新技术路线的循环寿命更长，但是磷酸铁锂的技术成熟度和成本更低。因此，我们认为短期内磷酸铁锂依然会占据储能电池的主流技术路线地位，直到出现综合匹配度更高的产业化路线。

图 15：全球新型储能装机规模分布情况（截至 2025 年底）



资料来源：中关村储能产业技术联盟，申万宏源研究

表 3：四大储能技术路线核心参数对比

指标	磷酸铁锂	三元锂	钠离子	全钒液流
能量密度 (Wh/kg)	160	200-300	125	15-25
循环寿命 (次)	2500-9000	1500-3000	3000-6500	15000-20000
系统成本 (4h)	0.7-0.8 元/Wh	最高	高于磷酸铁锂	约 2 元/Wh
安全性	中等	低	高 (新突破)	本征安全
低温性能	差	一般	优 (-40℃可用)	一般
资源依赖	锂进口依赖 70%	钴/镍稀缺	钠资源丰富	钒资源可控
技术成熟度	TRL 9 (最成熟)	TRL 9	TRL 6-8 (突破期)	TRL 7-8

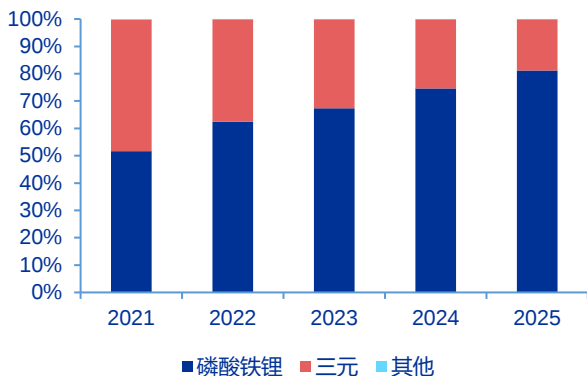
资料来源：华梁碳素公众号，申万宏源研究

动力：

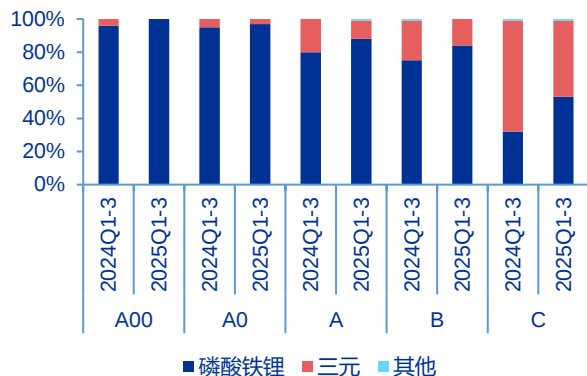
动力电池迎来磷酸铁锂时代，在低中端基本全面覆盖。在能量密度、安全、成本三重因素的博弈下，动力电池技术路线一直存在磷酸铁锂、三元之争。早期，在补贴政策倾斜下，三元电池凭借高能量密度，市场份额一路走高。随后，2019 年宁德时代发布第一代 CTP 技术，2020 年比亚迪发布刀片电池，通过结构创新，大幅提高了磷酸铁锂的能量密度，并且充分发挥其安全优势，自此，磷酸铁锂电池凭借“安全+低成本”的双重优势，逐步确立了主流地位，到 2025 年，在我国动力电池装车量占比达到 81.2%。目前来看，三元电池凭借高能量密度，在高端领域仍具备优势，但在低中端领域中，磷酸铁锂基本全面覆盖。

图 16：我国动力电池不同技术路线装车量占比

图 17：我国不同车型级别中不同电池技术路线占比



资料来源：中国汽车动力电池产业链联盟，申万宏源研究

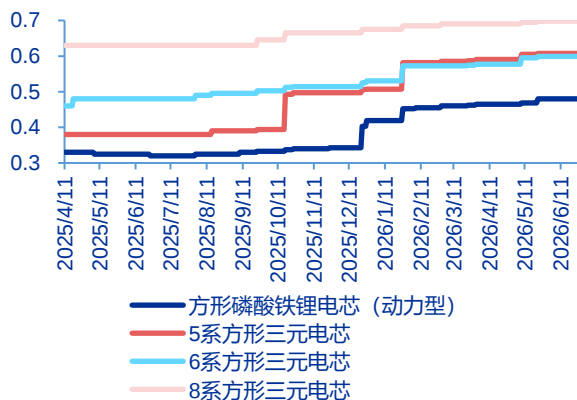


资料来源：盖世汽车，申万宏源研究

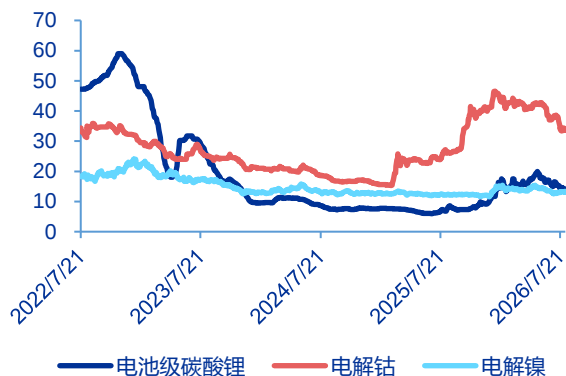
“安全+低成本”优势稳固现有份额，高压实趋势助力高端突破。我们认为，未来动力电池技术路线仍会维持磷酸铁锂和三元共存的局面，磷酸铁锂的市场份额预计维持并且有所提升。一方面，我国新能源汽车行业目前已经从政策驱动过渡到市场化竞争阶段，厂商和消费者更加看重性价比，磷酸铁锂电池成本具有天然优势，其正极材料不含昂贵的钴和镍；另一方面，电池厂推动磷酸铁锂行业向高压实密度方向发展，缩小磷酸铁锂电池能量密度与三元电池的差距，推动其在高端领域渗透。

图 18: 磷酸铁锂 vs 三元电芯价格 (元/Wh)

图 19: 电池级碳酸锂、电解钴、电解镍价格 (万元/吨)



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究



资料来源：隆众资讯，卓创资讯，申万宏源研究

产业链共振，海外磷酸铁锂渗透率有望进一步提升。磷酸铁锂电池在海外动力电池市场目前渗透率较低，但是在成本压力之下，特斯拉、大众、福特等海外车企纷纷转向磷酸铁锂技术路线。在此趋势下，中国电池厂商充分受益，以欧洲为核心拓展阵地，纷纷海外建厂，贴近车企供应链，比如比亚迪在匈牙利建设电池工厂，宁德时代计划与 Stellantis（斯特兰蒂斯）合作在西班牙新建基地；而日韩电池厂商也从三元锂转向磷酸铁锂。我们认为，终端降成本的需求传导，叠加电池厂商积极出海，海外磷酸铁锂渗透率仍有进一步提升空间，带动全球磷酸铁锂渗透率进一步提升。

表 4: 中韩电池厂商在欧美的布局

电池厂商	相关内容
------	------

国轩高科	摩洛哥子公司启动建设位于盖尼特拉大西洋自贸区的动力电池基地，采用 LFP 技术路线，目前已获得 多家欧洲车企 的意向订单
宁德时代	本田技研科技(中国)有限公司 与宁德时代签订深化合作备忘录，双方聚焦 LFP 电池、CTB 集成技术等领域升级合作 雷诺 与宁德时代、LG 新能源签订 LFP 电池采购大单，为其 59 万辆新能源汽车提供动力支持 Stellantis (斯特兰蒂斯)、大众等多家欧洲车企 ，均表示将在其入门级车型中导入 LFP 电池
三星 SDI	三星 SDI 与 通用汽车 宣布，双方计划于 2027 年，在其位于美国印第安纳州的合资厂，将原本仅生产高镍三元锂电池的产线，改为并行生产 LFP 电池
LG 新能源	计划把与 GM (通用汽车) 合资的美国田纳西州工厂部分区域改造为 LFP 电池生产线

资料来源：电池中国网，申万宏源研究

预计到 2030 年全球磷酸铁锂电池出货量合计为 4428GWh，对应磷酸铁锂正极材料需求量为 1018 万吨，CAGR (25-30E) 为 22.5%。

表 5：全球磷酸铁锂正极需求量测算

	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球储能电池出货量 (GWh)	652	900	1,099	1,342	1,638	2,000
磷酸铁锂占比	95%	94%	93%	92%	91%	90%
全球磷酸铁锂储能电池出货量 (GWh)	622	846	1,022	1,234	1,491	1,800
全球动力电池出货量 (GWh)	1,495	1,670	1,990	2,372	2,827	3,369
磷酸铁锂占比	66%	69%	72%	74%	76%	78%
全球磷酸铁锂动力电池出货量 (GWh)	987	1,152	1,433	1,755	2,148	2,628
全球磷酸铁锂电池出货量合计 (GWh)	1,608	1,998	2,455	2,990	3,639	4,428
全球磷酸铁锂正极需求量 (万吨)	370	460	565	688	837	1,018

资料来源：EVTank (伊维碳科)，SMM (上海有色网)，申万宏源研究

2.2 供给端：26 年仍有扩产落地，但持续扩产存在财务压力

我们梳理了国内磷酸铁锂上市公司扩产计划，多数在 2026 年陆续释放，2027-2028 年相对较少，且需求端亦有储能带动的磷酸铁锂需求增长，因此供需格局尚佳。

表 6：国内磷酸铁锂上市公司产能相关情况

单位：万吨	产能		产量		2026 年新增产能情况
	2025	2026E	2025	2025	
湖南裕能	115.80	150.00	113.13	113.71	年产 32 万吨磷酸锰铁锂项目、年产 7.5 万吨超长循环磷酸铁锂项目陆续投放
万润新能	46.80	58.80	37.04	37.51	山东滨州一期 12 万吨预计 26 年 12 月投产
德方纳米	45.00	53.00	28.58	28.00	宜宾 8 万吨产能在 26 年陆续投放
宁德时代 (邦普时代)	45.00	45.00			
富临精工 (江西升华)	30.00	115.00	27.38	27.38	四川德阳-阿坝 35 万吨产能 26 年 2 月逐步投产，内蒙 50 万吨产能 26 年 8-9 月陆续投产
龙蟠科技 (常州锂源)	26.50	77.00	20.21	20.25	四川锂源三期 10 万吨产能预计 26 年 5 月完成建设，印尼二期 9 万吨产能 26 年 4 月正安装调试，江苏金坛 12 万吨产能预计 年 月完成建设，湖北锂源 万吨产能预计

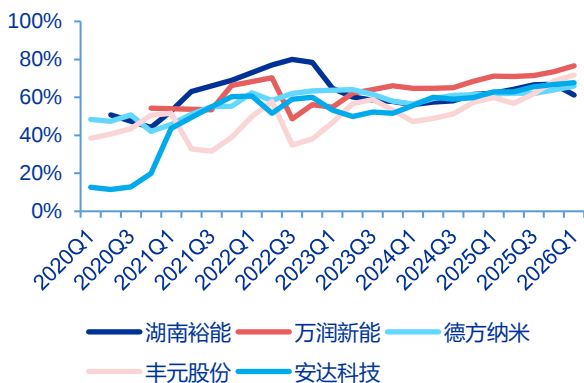
26Q3 完成建设，山东锂源 11 万吨产能预计 26Q3 完成建设

丰元股份	22.50	22.50		
安达科技	15.00	35.00	11.11	30 万吨前驱体项目产能可调整为 20 万吨磷酸铁锂，26 年 10 月底建成，11、12 月开始释放
当升科技	12.00	12.00		
万华化学	8.00	107.00		四川眉山二期扩建预计 26 年 10 月投产，四川眉山 12 万吨一体化项目预计 26 年 7 月建成，万华海阳 1-3 期陆续投产，万华莱州一期 32 万吨计划 26 年末投产
五矿新能（长远锂科）	6.00	6.00		
厦钨新能	4.00	4.00	2.20	
中国磷酸铁锂产能/产量	688	900	375	

资料来源：ChemNet 化工头条，鑫椏锂电，SMM（上海有色网），公司公告，申万宏源研究

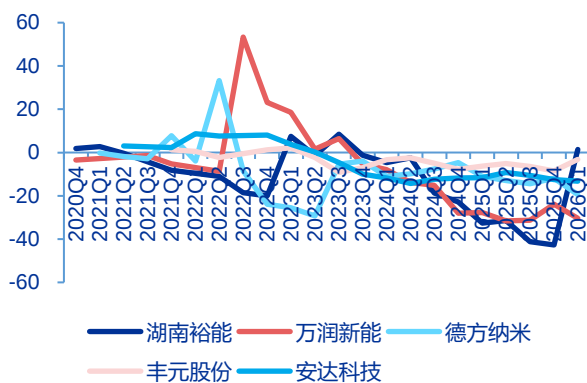
净现金流整体仍处于负值区间，扩产可能持续推高资产负债率。从资产负债率角度来看，从 2020 年开始，我国主要磷酸铁锂上市公司的资产负债率整体呈现上升趋势，到 2026Q1，五家公司的资产负债率在 60-80% 区间，处于较高的水平。同时，从净现金流角度来看，从 2023Q4 开始，五家公司的净现金流均进入负值区间，到 2026Q1，仅湖南裕能转正。因此，如果磷酸铁锂公司想扩产，以当前的净现金流情况，需要举债，势必进一步推高资产负债率。

图 20：主要磷酸铁锂上市公司资产负债率情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 21：主要磷酸铁锂上市公司净现金情况（亿元）

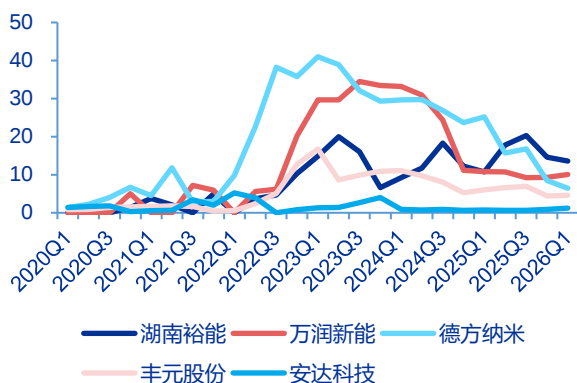


资料来源：Wind，申万宏源研究

注：净现金流=货币资金-短期借款-一年内到期的非流动负债。

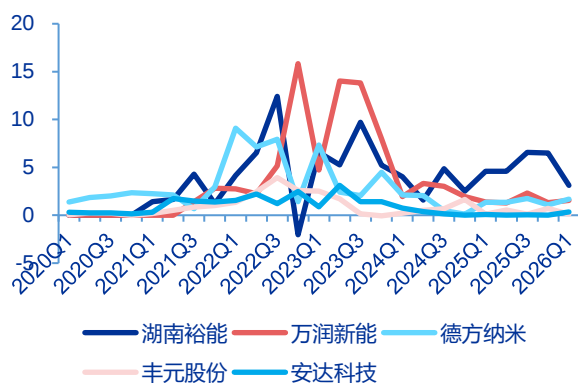
在建工程、资本开支均处低位，短期大规模投产可能性较低。从在建工程角度来说，从 2024 年开始持续下滑，截至 2026Q1，除了湖南裕能、万润新能的两在建工程在 10 亿元以上，另外三家公司均处于 10 亿元以下。从资本开支的角度来看，从 2023Q3 开始，磷酸铁锂行业资本开支连续 8 个季度同比下滑，2025Q3-4 同比略有回升，主要受到下游高压实密度需求提升影响，2026Q1 又回到同比下滑的状态，整体来说，资本开支力度不大。因此，磷酸铁锂行业在建工程金额较低，同时资本开支尚未明显抬升，短期内大规模投产的可能性较低。

图 22：主要磷酸铁锂上市公司在建工程情况（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 23：主要磷酸铁锂上市公司资本开支情况（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 行业向高压实方向发展，供需缺口致加工费溢价

高压实对应四代及以上技术，能量密度提升，适配动力快充、储能大型化需求。磷酸铁锂行业将压实密度 $\geq 2.6\text{g/cm}^3$ 的产品定义为高压实磷酸铁锂，对应第四代及以上技术。相比于三代常规产品，其能量密度提升 15-20%，支持 4C-6C 快充，同等体积下电量更高、循环更稳，适配动力电池快充化、储能电芯大型化的行业刚需。

表 7：磷酸铁锂正极材料产品分代

分代	粉末压实密度 (g/cm^3)	产量占比 (26H1)	生产进展/应用领域	生产工艺
一代	2.3-2.4	-	基本已经停产	已经停产
二代	2.4-2.5	21%	基站/便携式储能、锂电轻型车、280Ah 电芯储能	一烧磷酸铁法、一烧液相法
三代	2.5-2.6	64%	动力电池、中高端储能锂电池	一烧磷酸铁法、一烧液相法
四代	2.6-2.7	15%	用于中高端动力电池	二烧磷酸铁法、草酸亚铁法、二烧液相法、铁红法、一烧磷酸铁法
五代	2.7-2.8	-	未规模量产	预计为二烧磷酸铁法、草酸亚铁法
六代	2.8-2.9	-	未量产	/

资料来源：高工锂电，SMM 锂电，申万宏源研究

终端需求释放，倒逼磷酸铁锂加速向高压实方向发展。动力电池方面，快充已经成为电动车下半场竞争的高地，比亚迪二代刀片电池、宁德时代二代神行超充电池等产品的普及，以及消费者对快充体验的刚性需求，让中低压实产品逐步被替代。储能电池方面，500Ah 以上超大容量电芯 2026 年迎来规模化放量，根据高工锂电预计，2026 年 500+Ah 电芯渗透率超 20%，大电芯对能量密度与倍率性能的严苛要求，使高压实成为其高度适配的选择。因此，从需求端来说，动力电池快充化、储能电池大型化，均倒逼上游正极材料加速向高压实密度方向迭代。

表 8：主要 500+Ah 电芯企业量产节点统计

企业	+Ah 产品	量产节点	当前状态
----	--------	------	------

亿纬锂能	628Ah	2024 年 12 月	量产
远景动力	530Ah	2025 年 5 月	量产
	700+Ah	2025 年	量产
宁德时代	587Ah	2025 年 6 月	量产
欣旺达	684Ah	2025 年 9 月	量产
	588Ah	2026 年 10 月	/
瑞浦兰钧	587Ah	2026 年	中试
鹏辉能源	587Ah	2026 年	中试
		预计 2027 年	/
楚能新能源	588-1000+Ah	2026 年 8 月	/
	588Ah	2026 年 9 月	/
国轩高科	588Ah	2026 年	中试
正力新能	588Ah	预计 2027 年	/

资料来源：高工锂电，申万宏源研究

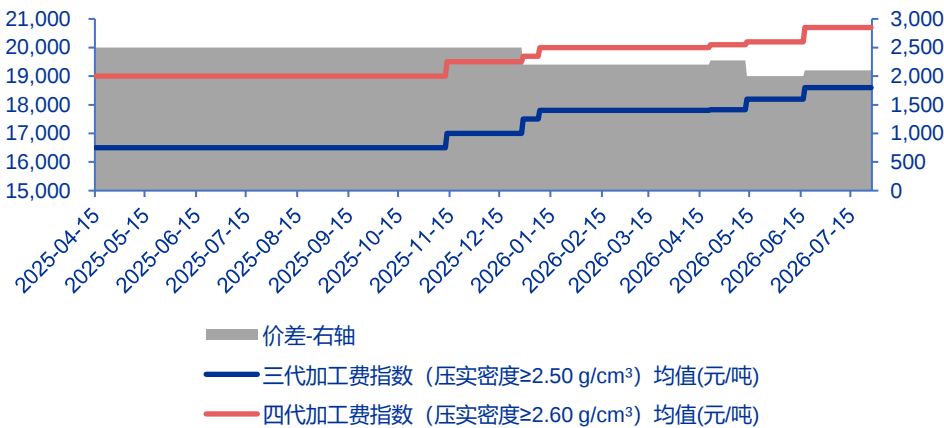
短期有效产能难以释放，供需缺口持续扩大，推动四代加工费溢价明显。受技术壁垒限制，目前全国仅有约 4-6 家磷酸铁锂企业实现四代材料稳定生产且批量出货，无法满足快速增长的高端需求，同时头部电池企业大规模锁单，比如富临精工与宁德时代签订三年 300 万吨长单，导致市场供给缺口持续放大。虽然当前在建产能多数投向高压实方向，但是老产线技改性价比低、成本高企，新建产线周期长，叠加爬坡与验证，短期难以形成有效供给。从加工费的变化中我们也可以看出，高压实产品供不应求，2025 年三代涨价约 1000-1200 元/吨，而四代几乎涨价约 1500-2000 元/吨。

表 9：2025 年不同分代磷酸铁锂加工费涨价情况

	绝对价格 (元/吨)	上涨 (元/吨)
二代	15,500	500~1000
三代	16,500	1000~1200
三代半	17,800	1000~2000
四代	18,800	1500~2000

资料来源：SMM 锂电，申万宏源研究

图 24：三、四代磷酸铁锂加工费走势



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

4. 四代产品逐步放量并扩产，一体化构筑成本优势

公司四代产品逐步放量，五代产品已有送样。磷酸铁锂行业目前仍以三代产品为主流，但以四代产品为代表的高压实占比持续提升是必然趋势，且未来仍会向五代持续迭代。目前，公司已实现四代产品的批量出货，正处于逐步放量阶段，同时，公司五代产品也已有送样且反馈不错。

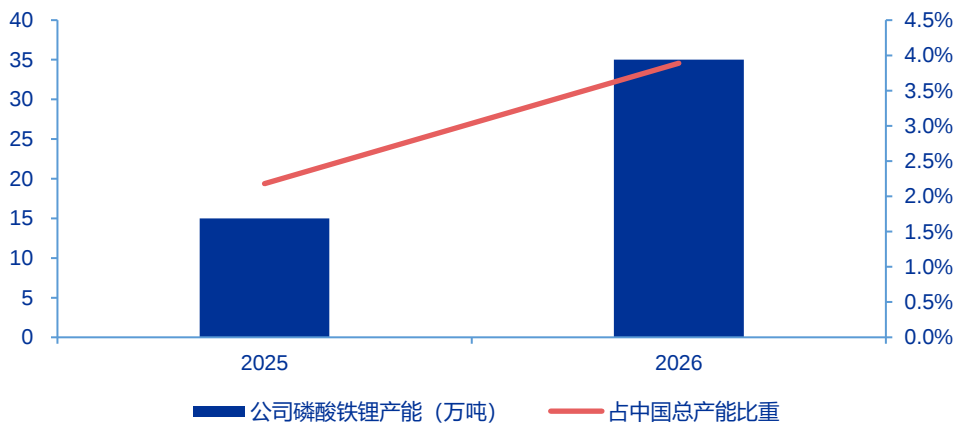
表 10：公司高压实密度产品相关情况

研发项目名称	所处阶段/项目进展	拟达到的目标
磷酸铁锂 B9P（动力型） （2025 年）	客户验证已完成，已小批量发货	(1) 提高磷酸铁锂压实密度； (2) 提高产品的导电性能，以保证产品的电化学性能优异； (3) 解决提高压实密度之后伴生的产品阻抗偏大； (4) 解决磷酸铁锂过充问题； (5) 优化工艺，降低生产成本
磷酸铁锂 A2（倍率型） （2025 年）	客户验证已完成，已小批量发货	集较好的低温性能和较好的倍率性能于一身的小颗粒材料，用于客户端（储能/动力）的大小颗粒搭配，提升电池整体的电性能
磷酸铁锂 B8-X（P275 能量型） （2025 年）	中试验证完成，客户验证阶段	(1) 提升产品压实密度； (2) 改善产品低温性能和倍率性能

资料来源：公司 2025 年年报，申万宏源研究

新扩 20 万吨四代产品，预计 26Q4 建成并逐步出货。公司现有磷酸铁锂产能 15 万吨，新建 30 万吨前驱体项目，对应可生产 20 万吨磷酸铁锂，按照第四代产品标准设计，并可兼容第五代产品。新建产能预计于 2026Q4 建设完成并逐步实现出货，届时公司磷酸铁锂产能将提升至 35 万吨，占 2026 年中国磷酸铁锂产能预计值的 3.9%，而现有 15 万吨产能占 2025 年中国磷酸铁锂产能的 2.2%，因此扩产完成后，公司仍将保持现有的市场份额，并且在高压实领域的竞争力进一步增强。

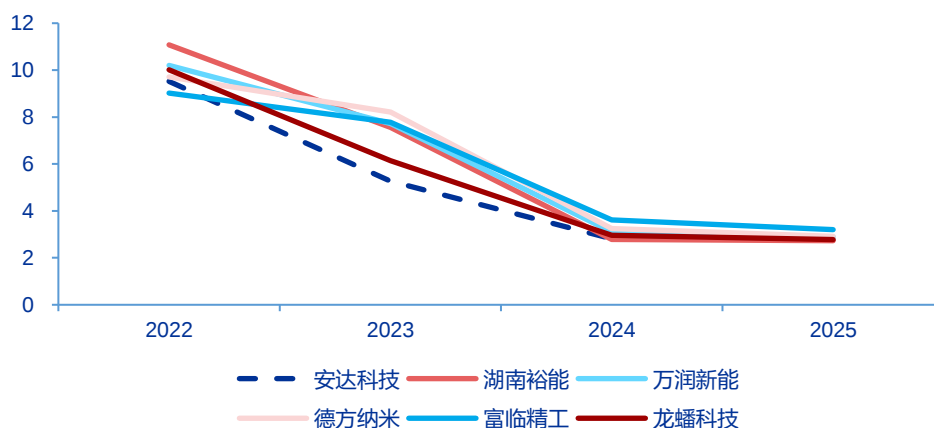
图 25：公司磷酸铁锂产能及其占中国总产能情况



资料来源：公司公告，SMM（上海有色网），申万宏源研究

一体化生产，叠加原料、能源优势，公司成本优势显著。公司具备“前驱体（磷酸铁）→正极材料（磷酸铁锂）”的完整产业链融合优势，加之公司地处的黔中腹地，拥有丰富的磷矿及电力、天然气资源，受益于地方“富矿精开”战略，在磷源及能源采购成本上更具优势。对比公司和国内其他主要厂商磷酸铁锂单吨成本，发现公司成本优势显著，单吨成本基本处于同行业中下部位置。

图 26：安达科技 vs 国内主要厂商磷酸铁锂单吨成本（万元/吨）



资料来源：各公司年报，申万宏源研究

5. 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

核心假设：

1) 磷酸铁锂销量：公司当前磷酸铁锂产能为 15 万吨，在建 30 万吨磷酸铁锂前驱体项目对应磷酸铁锂产能 20 万吨，预计 26 年 10 月建成，届时公司磷酸铁锂产能扩至 35 万吨，开阳二期 15 万吨前驱体项目、南宁 24 万吨磷酸铁锂项目一期在该项目投产后也将陆续开工落地。在下游需求旺盛的背景下，公司目前处于满产状态，新产能投产后预计也将较快爬坡。我们预计公司 2026-2028 年磷酸铁锂销量分别为 15、25、40 万吨。

2) 磷酸铁锂单价：2026 年，在碳酸锂价格带动下，磷酸铁锂价格从年初一路上涨到 5 月中旬，后下跌，截至 2026/8/5，动力型、储能型 2026 年均价分别为 5.78、5.64 万元，我们分保守、中性、乐观三种情形，保守情形下假设下半年磷酸铁锂价格一路下跌至年初水平，乐观情形下假设下半年磷酸铁锂价格保持震荡，中性情形取两者中值，则磷酸铁锂价格分别假设为 5.5、5.6、5.7 万元/吨。2027-2028 年，我们认为磷酸铁锂整体仍处于供需紧平衡，价格将在 2026 年下半年区间震荡，因 2026 年年初价格较低，因此整体价格中枢高于 2026 年均价，2027、2028 年保守、中性、乐观情形下磷酸铁锂价格分别为 5.8、6.1、6.4 万元/吨。参考 2021-2026H1 安达科技磷酸铁锂价格与行业价格之间的关系，比例假设为 0.75；同时考虑到公司四代产品占比逐步提升，我们预计公司 2026-2028 年磷酸铁锂单价分别为 4.2、4.4、4.6 万元/吨。

3) 磷酸铁锂毛利率: 从 2026 年开始, 公司成本中碳酸锂、磷酸的价格机制已经建立, 原材料价格波动能较好传导, 因此加工费上涨带动单价上涨, 反映到毛利率则相对稳定, 因此我们预计公司 2026-2028 年磷酸铁锂毛利率均为 12.8%。

我们预计公司 2026-2028 年实现收入 68.84、115.84、189.84 亿元, 实现毛利率 12.2%、12.4%、12.6%, 净利率 4.4%、4.9%、5.2%, 对应 2026-2028 年净利润 3.04、5.65、9.92 亿元。

表 11: 公司分业务盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
磷酸铁锂					
收入 (百万元)	983.63	3,241.23	6,300.00	11,000.00	18,400.00
成本 (百万元)	1,162.06	3,175.65	5,493.60	9,592.00	16,044.80
毛利率	-18.1%	2.0%	12.8%	12.8%	12.8%
磷酸铁					
收入 (百万元)	244.71	244.03	244.00	244.00	244.00
成本 (百万元)	250.83	235.99	219.60	219.60	219.60
毛利率	-2.5%	3.3%	10.0%	10.0%	10.0%
其他					
收入 (百万元)	282.87	7.53	340.00	340.00	340.00
成本 (百万元)	265.55	19.87	333.20	333.20	333.20
毛利率	6.1%	-163.7%	2.0%	2.0%	2.0%
合计					
营业总收入 (百万元)	1,511.20	3,492.79	6,884.00	11,584.00	18,984.00
营业成本 (百万元)	1,678.44	3,431.51	6,046.40	10,144.80	16,597.60
毛利率	-11.1%	1.8%	12.2%	12.4%	12.6%
归母净利润 (百万元)	-679.88	-256.81	303.93	564.58	991.59
净利率	-45.0%	-7.4%	4.4%	4.9%	5.2%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

5.2 公司估值

可比公司:

安达科技主营磷酸铁锂正极材料, 我们选取了三家同行业可比公司:

1) 湖南裕能: 公司是国内主要的锂电池正极材料供应商, 主要产品包括磷酸铁锂等, 主要应用于动力电池、储能电池等锂电池的制造, 最终应用于新能源汽车、储能等领域。2025 年, 公司磷酸铁锂正极材料销量为 113.71 万吨, 自 2020 年以来连续六年排名行业第一。在高压实产品方面, 2025 年公司销量 58.85 万吨, 销量占比提升至约 51%, 是行业内高压实产品方面较为领先的企业。

2) 德方纳米: 公司的主营业务为锂电池核心材料的研产销, 当前的主要产品为纳米磷酸铁锂、磷酸锰铁锂及补锂增强剂, 主要产品应用于动力电池、储能电池等锂电池的制造, 最终应用于新能源汽车及储能等领域。公司是国内较早实现纳米磷酸铁锂产业化的企业,

依托独创的“自热蒸发液相合成法”构建了显著的工艺壁垒。2025 年，公司磷酸铁锂正极材料销量 28.00 万吨，第四代高压实密度磷酸铁锂材料持续放量。

3) 龙蟠科技：公司主营磷酸铁锂正极材料，主要服务于新能源汽车动力电池和储能电池等领域，其中，S 系列磷酸铁锂正极材料产品，具有高压实高容量等特点，是公司目前的主打产品。2025 年，公司磷酸铁锂正极材料销量 20.25 万吨。

估值：

考虑到公司 2027 年新增产能进入稳定放量阶段，我们以 2027 年作为基准年份，可比公司湖南裕能、德方纳米、龙蟠科技平均 PE 为 10 倍，以公司 2027 年归母净利润 5.65 亿元，对应目标市值 59 亿元，具有 16%潜在上升空间，首次覆盖给予“增持”评级。

表 12：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价 (元/股)	市值 (亿元)	归母净利润（百万元）			PE（倍）		
		2026/8/12		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
301358.SZ	湖南裕能	67.50	572	4,551.17	5,569.20	6,718.46	13	10	9
300769.SZ	德方纳米	47.27	132	983.67	1,226.48	1,405.55	13	11	9
603906.SH	龙蟠科技	20.02	158	914.00	1,544.00	1,730.00	17	10	9
平均值							14	10	9
920809.BJ	安达科技	8.00	48	303.93	564.58	991.59	16	8	5

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：可比公司 2026-2028E 归母净利润及 PE 来源为 Wind 一致预期。

6. 风险提示

1) 四代产品产能释放不及预期的风险：磷酸铁锂行业从 2023 年进入四代产品为代表的高端产能不足，中低端产能过剩的结构性过剩局面并延续至今。虽然公司四代产品已经开始出货，且新建产能均以四代产品为标准建设，但目前公司产品结构仍以三代为主，若公司四代产品无法在市场开拓、客户合作、成本控制等方面持续提升进而保持相对优势，存在市占率下滑、市场空间受限的风险。

2) 产品价格及毛利率波动的风险：2026Q1，公司毛利率、净利率分别为 12.9%、4.6%，在经历连续三年亏损后，净利率由负转正。上游原材料碳酸锂价格在 2026 年先涨后跌，如果碳酸锂价格持续下跌，公司盈利能力存在波动甚至下滑的风险。

3) 市场竞争加剧的风险：2026 年开始，行业仍有较多新增产能投产，从供需结构来看，我国磷酸铁锂行业整体仍处于供过于求的局面，如果随着行业盈利能力修复，以及下游储能需求驱动下，越来越多企业扩产，可能存在市场竞争进一步加剧的风险。

财务摘要

合并损益表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,511	3,493	6,884	11,584	18,984
营业收入	1,511	3,493	6,884	11,584	18,984
磷酸铁锂	984	3,241	6,300	11,000	18,400
磷酸铁	245	244	244	244	244
其他	283	8	340	340	340
营业总成本	2,002	3,659	6,475	10,850	17,696
营业成本	1,678	3,432	6,046	10,145	16,598
磷酸铁锂	1,162	3,176	5,494	9,592	16,045
磷酸铁	251	236	220	220	220
其他	266	20	333	333	333
税金及附加	9	11	22	38	62
销售费用	12	7	8	13	21
管理费用	110	89	89	151	247
研发费用	137	72	248	417	683
财务费用	57	47	62	87	86
其他收益	15	13	50	50	50
投资收益	1E-06	-30	-31	-31	-31
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	30	-4	-39	-53	-83
资产减值损失	-350	-121	-8	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-795	-308	380	700	1,224
营业外收支	-10	0	-1	-1	-1
利润总额	-805	-308	380	699	1,223
所得税	-125	-51	76	135	232
净利润	-680	-257	304	565	992
少数股东损益	-5.273E-05	0	0	0	0
归母净利润	-680	-257	304	565	992

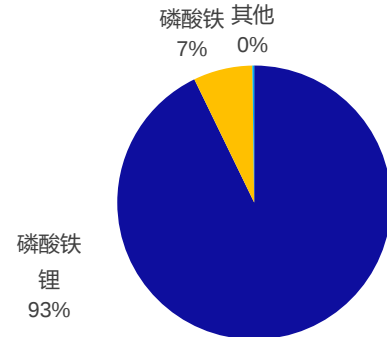
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

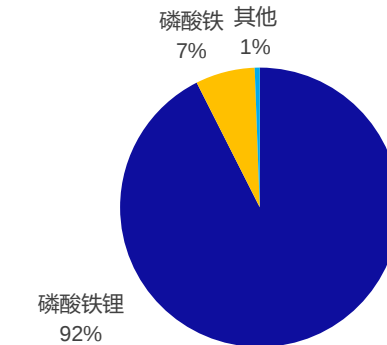
百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	-680	-257	304	565	992
加：折旧摊销减值	555	369	490	621	651
财务费用	56	47	62	87	86
非经营损失	-125	-52	31	31	31
营运资本变动	13	-244	-445	-339	-534
其它	-21	31	0	0	0
经营活动现金流	-172	-110	442	965	1,226
资本开支	131	16	1,293	1,186	-74
其它投资现金流	0	1	-31	-31	-31
投资活动现金流	-132	-15	-1,324	-1,217	43
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	461	125	1,137	706	-607
支付股利、利息	58	46	62	87	86
其它融资现金流	-9	-7	0	0	0
融资活动现金流	393	71	1,076	619	-693
净现金流	90	-54	193	366	576

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

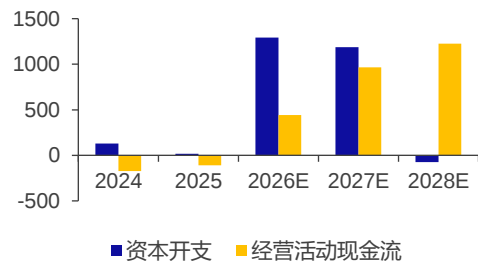
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流(百万元)



合并资产负债表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,634	1,994	3,623	5,901	9,487
现金及等价物	401	343	536	902	1,479
应收款项	697	865	1,526	2,413	3,810
存货净额	429	719	1,493	2,517	4,130
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	107	68	68	68	68
长期投资	3	3	3	3	3
固定资产	2,268	2,074	2,930	3,555	2,919
无形资产及其他资产	588	644	638	632	625
资产总计	4,493	4,715	7,193	10,090	13,034
流动负债	2,661	3,117	4,442	6,774	8,726
短期借款	1,573	1,586	1,873	2,579	1,973
应付款项	1,035	1,361	2,398	4,024	6,584
其它流动负债	53	170	170	170	170
非流动负债	30	33	883	883	883
负债合计	2,691	3,150	5,325	7,657	9,609
股本	600	599	599	599	599
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,504	1,524	1,524	1,524	1,524
其他综合收益	-3	-3	-3	-3	-3
盈余公积	169	169	169	169	169
未分配利润	-468	-724	-421	144	1,136
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	1,802	1,565	1,869	2,433	3,425
负债和股东权益合计	4,493	4,715	7,193	10,090	13,034

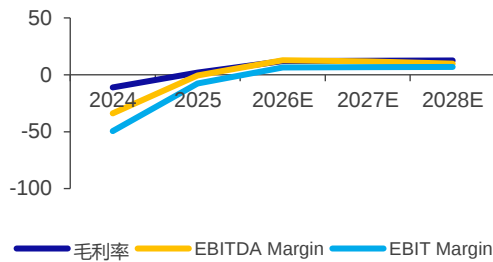
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

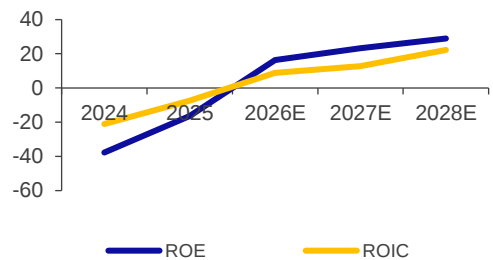
报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	-1.13	-0.43	0.51	0.94	1.66
每股经营现金流	-0.29	-0.18	0.74	1.61	2.05
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	3.01	2.61	3.12	4.06	5.72
关键运营指标(%)					
ROIC	-	-	8.8	12.9	22.2
ROE	-	-	16.3	23.2	29.0
毛利率	-	1.8	12.2	12.4	12.6
EBITDA Margin	-	-	12.8	11.7	9.9
EBIT Margin	-	-	6.4	6.8	6.9
营业总收入同比增长	-49.0	131.1	97.1	68.3	63.9
归母净利润同比增长	-	-	-	85.8	75.6
资产负债率	59.9	66.8	74.0	75.9	73.7
净资产周转率	0.84	2.23	3.68	4.76	5.54
总资产周转率	0.34	0.74	0.96	1.15	1.46
有效税率	15.5	18.5	18.5	18.5	18.5
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	-	-	15.8	8.5	4.8
P/B	2.7	3.1	2.6	2.0	1.4
EV/Sale	4.2	1.8	1.1	0.7	0.4
EV/EBITDA	-	-	8.5	6.1	4.1
股本	600	599	599	599	599

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

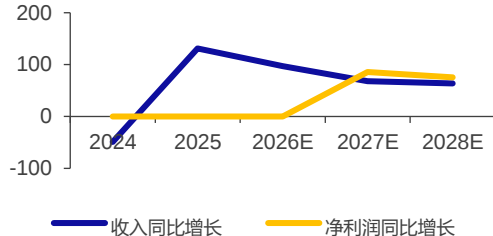
经营利润率(%)



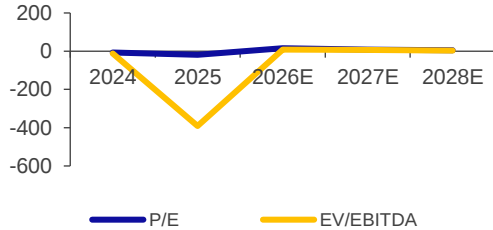
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司

<http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。