



中信证券
CITIC SECURITIES

业绩增长符合预期，锂业龙头一体化成型

赣锋锂业（002460.SZ）深度跟踪报告 | 2023.4.10

中信证券研究部

核心观点



拜俊飞
金属分析师
S1010521070006



敖钟
金属行业首席
分析师
S1010515020001

我们预计公司锂资源自给率提高将带动锂盐生产成本下降，公司盈利水平有望在锂价下行周期中维持稳定，锂电一体化布局成型将打开公司成长空间。但考虑到锂价调整幅度较大，调整 2023-2024 年公司归母净利润预测分别为 143.69/146.52 亿元，新增 25 年归母净利润预测为 159.03 亿元。给予公司 2023 年 2.9 倍 PB 估值，对应目标价为 82 元/股，维持“买入”评级。

■ 公司 2022 年业绩符合预告指引，锂产品销量不及预期。赣锋锂业 2022 年实现归母净利 205.04 亿元，同比+292.16%，2022 年第四季度实现归母净利 57.09 亿元，同比+107.17%，环比-24.03%，符合业绩预告指引。公司锂产品销量为 9.74 万吨，同比+7.32%，销量低于预期主要由于上游矿山品位下降导致锂矿产量降低。

■ 资源保障能力进一步提升，原料自给率提高将降低生产成本。公司在全球持续收购优质上游锂资源，2022 年相继收购松树岗钽铌矿项目 62% 股权、马里锂业 50% 股权、Sonora 锂黏土项目 100% 股权、PPG 锂盐湖项目 100% 股权。目前公司权益资源量已达到 4533.8 万吨 LCE。随着公司锂资源项目的投扩产，公司远期资源自给率有望从 27% 提升至 70% 左右，使得锂盐原料成本开启下行通道。

■ 锂盐产能增长空间广阔，以量补价维持盈利能力。公司为国内最大的锂盐生产厂商，已在国内形成了约合 15 万吨的锂产品生产产能，已规划的锂产品产能合计达 40.6 万吨/年，公司计划于 2030 年或之前形成总计年产不低于 60 万吨 LCE 的锂产品供应能力，锂加工产能仍有 300% 的增长空间。在锂价下行周期，产能增长将有望弥补价格下跌带来的利润损失，使得公司盈利能力维持稳定。

■ 电池产能大幅扩张，一体化布局逐渐成型。2022 年公司实现超 6GWh 动力/储能出货量，固态电池产业化进展顺利。未来公司锂电池产能有望实现翻倍增长，我们预计聚合物锂电池远期产能将达到 42.4 亿支/年，动力及储能锂电池远期产能将达到 43.4GWh，固态电池远期产能有望达到 36GWh/年。

■ 风险因素：锂下游需求不及预期；锂价跌幅超出预期；公司海外锂矿扩产进度不及预期；外汇汇率波动的风险；公司在建锂盐项目推进不及预期。

■ 盈利预测、估值与评级：我们预计公司锂资源自给率提高将带动锂盐生产成本下降，盈利水平有望在锂价下行周期维持稳定，锂电布局完善将打开公司成长空间。考虑到锂价调整幅度较大，我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测值为 143.69/146.52 亿元（2022 年 4 月预测值为 169.28/192.51 亿元），新增 2025 年归母净利润预测值为 159.03 亿元。参考锂行业可比公司天齐锂业、盐湖股份、中矿资源以及西藏矿业平均估值水平（2023 年预测 PB 均值为 2.8 倍），考虑到公司锂资源开发潜力较大，给予赣锋锂业 2023 年 2.9 倍 PB 估值，对应目标价为 82 元/股，维持“买入”评级。

赣锋锂业	002460.SZ
评级	买入(维持)
当前价	64.19 元
目标价	82.00 元
总股本	2,017 百万股
流通股本	1,207 百万股
总市值	1,295 亿元
近三月日均成交额	1,582 百万元
52 周最高/最低价	156.97/64.19 元
近 1 月绝对涨幅	-8.67%
近 6 月绝对涨幅	-14.23%
近 12 月绝对涨幅	-29.47%

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,162.21	41,822.51	43,020.17	49,416.85	60,276.78
营业收入增长率 YoY	102%	275%	3%	15%	22%
净利润(百万元)	5,228.40	20,503.57	14,368.97	14,652.39	15,903.04
净利润增长率 YoY	410%	292%	-30%	2%	9%
每股收益 EPS(基本)(元)	2.59	10.16	7.12	7.26	7.88
毛利率	40%	49%	36%	35%	33%
净资产收益率 ROE	23.88%	46.55%	25.22%	21.77%	20.18%
每股净资产 (元)	10.85	21.83	28.25	33.37	39.08
PE	24.8	6.3	9.0	8.8	8.1
PB	5.9	2.9	2.3	1.9	1.6
PS	11.6	3.1	3.0	2.6	2.1
EV/EBITDA	22.9	6.0	8.3	7.8	6.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2023 年 4 月 7 日收盘价

目录

公司充分享受锂价上涨带来的红利	5
锂业龙头打造全产业链布局	7
上游：丰富资源品类，拓宽供应渠道	7
中游：锂盐产能增长强劲，资源自给率大幅提高	11
下游：深入布局电池赛道，加码固态电池	13
风险因素	14
盈利预测及估值评级	15
盈利预测	15
估值评级	18

插图目录

图 1：赣锋锂业 2018-2022 营收及同比	5
图 2：赣锋锂业 2018-2022 归母净利润及同比	5
图 3：2018-2022 赣锋锂业主营业务收入构成	5
图 4：2018-2022 赣锋锂业主营业务毛利构成	5
图 5：2018-2022 赣锋锂业销售毛利率及净利率	6
图 6：2018-2022 赣锋锂业费用率变化	6
图 7：赣锋锂业经营性现金流净额变化	6
图 8：赣锋锂业资产负债率变化	6
图 9：赣锋锂业全球锂资源布局图	7

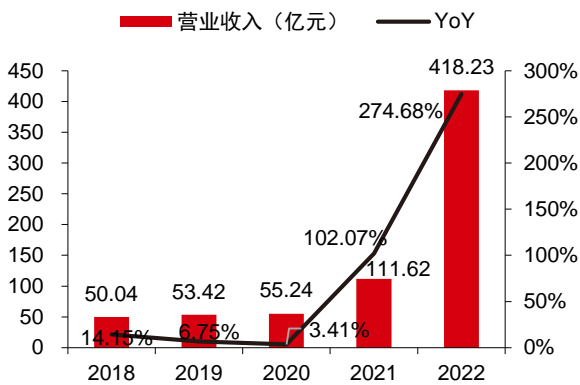
表格目录

表 1：赣锋锂业锂辉石资源项目概况	8
表 2：赣锋锂业盐湖项目概况	10
表 3：赣锋锂业锂云母及锂黏土项目概况	10
表 4：赣锋锂业锂产品产能分布情况	11
表 5：锂产品未来产能规划	11
表 6：赣锋锂业资源自给率测算表	12
表 7：赣锋锂业锂电池产能布局	14
表 8：赣锋锂业主营业务盈利预测	16
表 9：2023-2025 年赣锋锂业盈利预测及估值水平	17
表 10：可比公司估值情况	18

■ 公司充分享受锂价上涨带来的红利

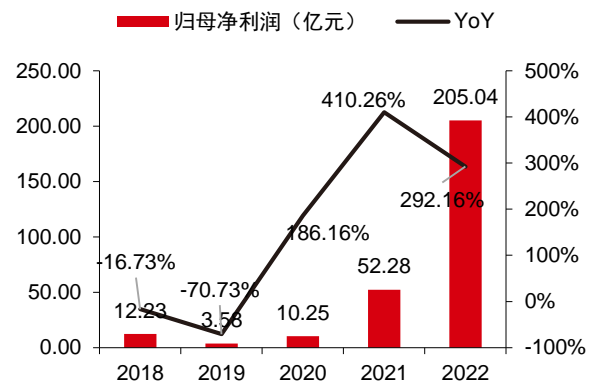
受益于锂价高位运行，公司业绩大幅增长。2021年，新能源汽车行业快速发展带动锂需求表现强劲，公司锂盐销量及售价均大幅增长，公司全年实现营业收入111.62亿元，同比增长102.07%，实现归母净利润52.28亿元，同比增长410.26%。2022年，受益于锂价持续上涨，公司实现营业收入418.23亿元，同比增长274.68%，实现归母净利润205.04亿元，同比增长292.16%。

图 1：赣锋锂业 2018-2022 营收及同比



资料来源：Wind，中信证券研究部

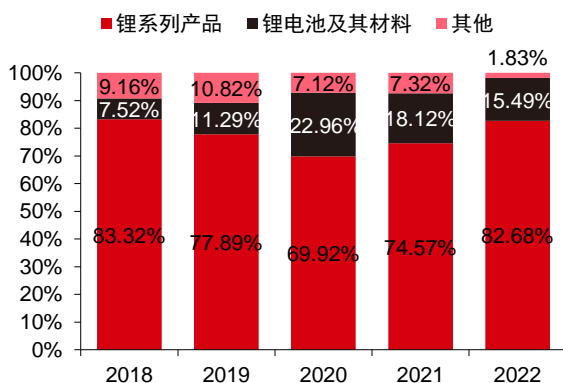
图 2：赣锋锂业 2018-2022 归母净利润及同比



资料来源：Wind，中信证券研究部

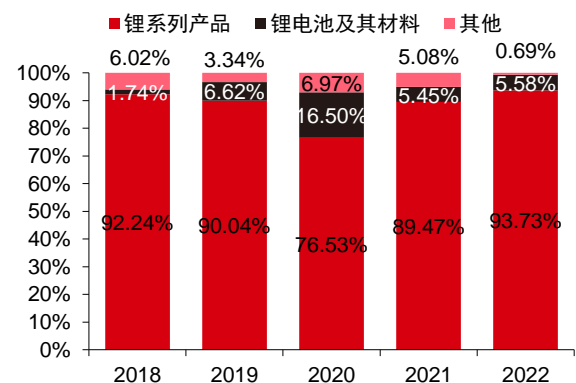
锂系列产品盈利占比逐步提升。2021年以来，随着新能源汽车行业对锂需求的高速增长，公司锂系列产品量价齐升，营收增长速度超过其他业务板块，从2021年的74.57%扩大至2022年的82.68%，同期锂电池及其材料业务营收占比从18.12%降至15.49%。毛利方面，2021-2022年，锂系列产品毛利占公司毛利比重从89.47%提高至93.73%，几乎贡献公司全部盈利。

图 3：2018-2022 赣锋锂业主营业务收入构成



资料来源：Wind，中信证券研究部

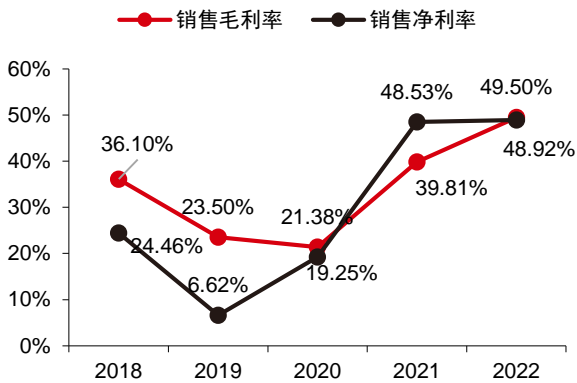
图 4：2018-2022 赣锋锂业主营业务毛利构成



资料来源：Wind，中信证券研究部

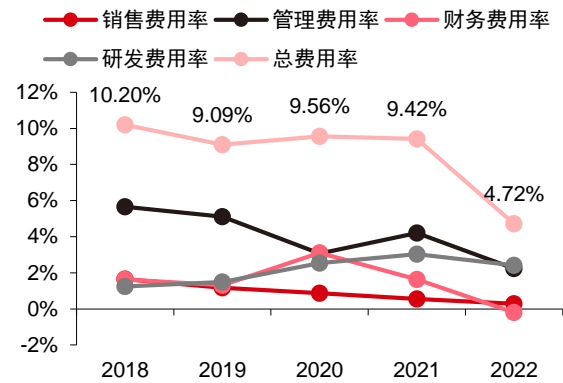
公司主营业务盈利能力上升，费用率成下降趋势。受益于锂价大幅上涨，2021 年主营业务毛利率和净利率分别大幅提升至 39.81%、48.53%。2022 年锂价高位运行，公司销售毛利率和销售净利率分别提高至 49.50%和 48.92%。2021-2022 年，公司期间费用率从 9.42%大幅下降至 4.72%，为 5 年来最低水平，主要得益于公司营收大幅增长，各项费用率持续改善。

图 5：2018-2022 赣锋锂业销售毛利率及净利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

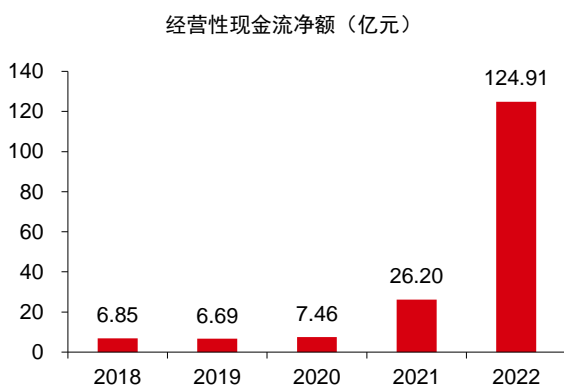
图 6：2018-2022 赣锋锂业费用率变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

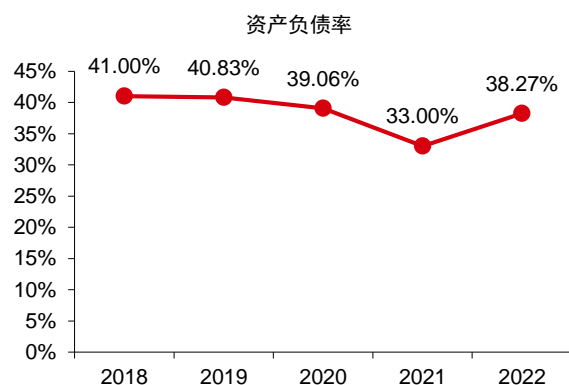
公司现金流状况良好，资产负债率小幅提高。2021 年，公司经营活动现金流净额由 2020 年的 7.46 亿元增至 26.20 亿元。2022 年公司业绩持续增长，全年公司经营活动现金流净额大幅增至 124.91 亿元。2018 年至 2021 年，公司资产结构逐渐优化，资产负债率从 41.00%下降至 33.00%。2022 年，公司新建锂盐以及锂电池产能，收购优质锂资产，导致长期借款增加，资产负债率小幅回升至 38.27%，资产结构仍维持健康水平。

图 7：赣锋锂业经营性现金流净额变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：赣锋锂业资产负债率变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 锂业龙头打造全产业链布局

上游：丰富资源品类，拓宽供应渠道

公司在全球布局全品类锂资源，有效保障未来资源供应。公司通过多年来对全球锂资源的投资，目前已经分别在澳大利亚、阿根廷、墨西哥、爱尔兰、非洲和中国青海、江西等地掌控了多处优质锂矿资源，涵盖了所有的锂资源种类，已探明的权益资源量达到 4533.8 万吨 LCE。此外，公司与多家公司签署包销协议，可支持公司当前产能及现有扩产计划的原材料需求。资源并购叠加长期包销，公司已经建立起优质、稳定的原料供应渠道，未来有望转化为公司成本优势，巩固行业领先地位。

图 9：赣锋锂业全球锂资源布局图



资料来源：公司年报

(1) 公司旗下锂辉石资源目前为公司主要原料来源，主要分布在澳大利亚、非洲、爱尔兰以及中国江西。

Mount Marion 锂辉石项目目前为澳大利亚在产规模最大的锂辉石项目之一，为公司目前锂原料的重要来源。公司自 2015 年收购该项目 25% 的股权，此后增持至 50%。公司包销 Mount Marion 锂精矿总产量的 49%，合作方 Process Minerals International Pty Ltd（简称“PMI”）包销 51%，且双方约定由公司加工 PMI 包销部分的锂辉石，并由公司负责销售。目前该项目锂辉石精矿产能正由原 45-48 万吨/年扩建为 90 万吨/年，公司预计新增产能的爬坡工作将从 2023 年二季度开始，2023 年全年锂辉石精矿产出以及锂辉石精矿平均品位均有望较 2022 年有所提升。

Pilgangoora 锂辉石项目位于西澳黑德蓝港外 120 公里，为世界上最大的锂辉石矿山之一。Pilgangoora 锂辉石项目的锂资源总量为约 865.5 万吨 LCE，平均含锂量为 1.14%，现有 58 万吨/年锂精矿产能，公司预计 2023 年第三季度扩产至 64-68 万吨/年，远期规划产能为 100 万吨/年。目前该项目由 Pilbara 全资持有，公司于 2017 年收购 Pilbara 公司 4.3% 的股权，此后不断增持，截至公司 2022 年报披露日，公司持有 Pilbara 5.76% 的股权。根据公司公告，项目一期每年向公司提供不超过 16 万吨 6% 的锂精矿；项目二期建设投产后，每年将会向公司提供最高不超过 15 万吨的锂精矿。

Goulamina 锂辉石矿项目有望在未来成为主要的锂精矿供应来源。Goulamina 锂辉石矿项目位于非洲马里南部地区，矿区面积 100 平方公里，目前已勘探的矿石资源总量为 142.3 百万吨，对应锂资源总量为约 487.2 万吨 LCE，平均氧化锂品位 1.38%。2021 年，公司收购荷兰 SPV 公司 50% 的股权，获取该项目 50% 的权益。根据公司公告，项目现规划一期产能 50.6 万吨锂精矿，二期产能可扩建到 83.1 万吨锂精矿，公司预计一期产能于 2024 年投产。公司目前包销比例为项目产出的 50%，且满足一定条件后可增加包销比例至 100%。

Avalonia 锂辉石项目及宁都河源锂矿为两处储备项目。Avalonia 是位于爱尔兰的锂辉石矿山，目前处于勘探初期，尚无法估计其锂资源储量，截至 2022 年底，公司持有其 55% 的股权。宁都河源矿山位于江西省赣州市宁都县，锂资源量约 10 万吨 LCE，平均氧化锂含量 1.03%，2015 年公司收购该项目 100% 股权，由公司自行运营及开采。目前处于在建状态。

公司与海外绿地项目签署包销协议，拓宽供应渠道。赣锋锂业与 Finniss 锂辉石项目及 Manono 锂辉石项目分别签署了包销协议，分别获取两处项目 7.5 万吨和 16 万吨锂辉石精矿包销权。其中 Finniss 锂辉石项目已经于 2022 年底对外销售锂原矿，并于 2023 年生产出第一批锂辉石精矿。

表 1：赣锋锂业锂辉石资源项目概况

地区	项目	持股比例	资源量 (LCE)	Li ₂ O 品位	状态	产能	目前包销情况
澳大利 亚	Mount Marion 锂辉石项目	50%	184.3 万吨	1.37%	运营	产能正由原 45-48 万吨/年扩建为 90 万吨/年，公司预计新增产能的爬坡工作将从 2023 年二季度开始	赣锋包销 Mount Marion 锂精矿总产量的 49%，PMI 包销 51%，且双方约定由公司加工 PMI 包销部分的锂辉石，并由赣锋负责销售。
	Pilgangoora 锂辉石项目	5.76%	865.5 万吨	1.14%	运营	现有 58 万吨锂精矿产能，公司预计 23Q3 扩产至 64-68 万吨，远期规划产能为 100 万吨	项目一期每年向赣锋提供不超过 16 万吨 6% 的锂精矿；项目二期建设投产后，每年将会向公司提供最高不超过 15 万吨的锂精矿。
	Finniss 锂辉石项目	-	47.8 万吨	1.32%	在建	锂精矿产能 17.3 万吨	赣锋每年至少包销 7.5 万吨锂精矿，协议期为 4 年。

马里	Goulamina 锂辉石项目	50%	487.2 万吨	1.38%	在建	一期产能 50.6 万吨锂精矿，二期产能可扩建到 83.1 万吨锂精矿，公司预计一期产能于 2024 年投产。	赣锋包销比例为项目产出的 50%，且满足一定条件后可增加包销比例至 100%。
刚果（金）	Manono 锂辉石项目	-	1632 万吨	1.65%	在建	原规划 70 万吨锂精矿产能	赣锋已获得 5 年的包销权，且可根据赣锋自身需求选择是否再延长 5 年期限。从第三年起，Manono 项目每年向赣锋提供 6% 的锂精矿将增加到 16 万吨。
爱尔兰	Avalonia 锂辉石项目	55%	-	-	勘探	规划中	-
中国江西	宁都河源锂辉石项目	100%	10 万吨	1.03%	在建	规划中	-

资料来源：赣锋锂业公司公告，AVZ Minerals 公司官网，Core Lithium 公司官网，中信证券研究部

（2）公司在阿根廷及中国青海收购多处锂盐湖项目，即将迎来收获期。

Cauchari-Olaroz 盐湖项目即将投产，未来有望扩至 6 万吨 LCE/年。Cauchari-Olaroz 锂盐湖位于阿根廷胡胡伊省，锂资源总量为约合 2458 万吨 LCE。2018 年，赣锋锂业通过收购 Minera Exar 公司 37.5% 股权获取 Cauchari-Olaroz 锂盐湖部分权益，此后多次增持，截至公司 2022 年报披露日，公司直接持有 Cauchari-Olaroz 项目 46.67% 股权，并享有该项目的控制权。目前项目规划一期年产 4 万吨 LCE，二期不低于 2 万吨 LCE，公司预计在 2023 年上半年项目一期建设投产并逐步优化产线，稳定释放产能。公司已经订立了包销协议，获得 Cauchari-Olaroz 项目规划年产 4 万吨电池级碳酸锂中 76% 的产品包销权。

公司完成对 PPG 盐湖的收购，未来将成为重要锂原料来源。PPG 锂盐湖项目位于阿根廷萨尔塔省，包括 Pozuelos 和 Pastos Grandes 两块锂盐湖资产。目前该项目的资源量情况还在进一步勘探中，根据 Golder Associates Consulting Ltd 的估计，PPG 项目的总资源量可以达到 1106 万吨碳酸锂当量。该项目目前已经规划了年产 5 万吨碳酸锂的设计产能。2022 年，公司通过收购 Lithea 公司 100% 股份获取 PPG 盐湖 100% 权益。

Mariana 盐湖建设进展顺利。Mariana 锂钾盐湖位于阿根廷萨尔塔省，根据赣锋锂业公司公告，Mariana 锂盐湖项目的锂资源总量为约合 812 万吨 LCE。截至 2022 年报披露日，Mariana 锂盐湖项目已启动首个蒸发池注水工作，并完成关键设备的采购订货工作，开始工厂施工建设。

国内盐湖项目多数仍处于未开发状态。青海一里坪锂盐湖项目位于青海省海西州冷湖行委，总孔隙度资源储量为氯化锂 189.7 万吨，折合 165 万吨 LCE。2021 年，公司通过收购伊犁鸿大间接持有其 49% 的权益，目前一里坪项目已形成年产 1 万吨碳酸锂的开采能力。储备项目中，公司分别持有锦泰巴伦马海盐湖项目 33.66% 的股权以及茫崖凤凰台深层卤水项目 100% 的股权，两处项目均处于勘探中。

表 2：赣锋锂业盐湖项目概况

地区	项目	持股比例	资源量	状态	产能	目前包销情况
阿根廷	Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目	46.67%	2458 万吨 LCE	在建	一期年产 4 万吨 LCE, 二期不低于 2 万吨 LCE	公司已获得一期项目规划年产 4 万吨电池级碳酸锂中 76% 的产品包销权
	Mariana 锂盐湖项目	100%	812.1 万吨 LCE	在建	一期 2 万吨氯化锂	对产出产品按照项目权益比例 100% 包销
	PPG 锂盐湖项目	100%	1106 万吨 LCE	在建	年产 5 万吨碳酸锂	-
青海	茫崖凤凰台深层卤水项目	100%	勘探中	勘探中	规划中	-
	一里坪盐湖项目	49%	165 万吨 LCE	运营	年产 1 万吨碳酸锂	-
	锦泰巴伦马海项目	33.66%	勘探中	勘探中	规划中	-

资料来源：赣锋锂业公司公告，中信证券研究部

（3）锂云母及锂黏土项目有望在未来成为重要补充资源

Sonora 锂黏土项目成本优势及开发潜力较大。Sonora 项目是位于墨西哥的锂黏土提锂项目，该项目锂资源总量为约合 882 万吨 LCE。赣锋锂业于 2019 年收购该项目 22.5% 的股权，后不断增持，截至 2022 年报披露日，公司持有 Sonora 项目层面 100% 股份。得益于锂黏土资源的独特优势，该项目的提锂工艺特点是能够同时兼具矿石提锂以及盐湖提锂的优点，既能够以类似矿石提锂的速度在短时间内完成提锂过程，也能够以类似卤水提锂的成本以较低成本完成提锂，目前该项目仍在建设过程中

公司在国内布局三处锂云母项目，云母提锂产能规划达到 5 万吨/年。松树岗钽铌矿项目位于江西省上饶市横峰县，根据公司公告，该项目合计矿石量为 29860.4 万吨，伴生氧化锂 60.38 万吨，折合碳酸锂 149 万吨，平均氧化锂品位 0.20%。目前该项目尚在建设中，2022 年 10 月，公司公告将在江西省上饶市投资建设年产 600 万吨锂矿采选综合利用项目及年产 5 万吨电池级锂盐项目，我们预计项目原料来自松树岗钽铌矿。截止公司 2022 年报披露日，该项目的探矿权转采矿权手续已经完成。内蒙古维拉斯托锂矿以及湖南郴州香花铺锂云母矿项目均是公司参股资源，仍处于规划状态。

表 3：赣锋锂业锂云母及锂黏土项目概况

资源类型	项目	持股比例	资源量	状态	产能	目前包销情况
锂黏土	墨西哥 Sonora 锂黏土项目	100%	882 万吨 LCE	在建	一期年产 2 万吨氢氧化锂	公司对项目一期的 50% 锂产品产出进行包销，且公司将拥有选择权增加项目二期锂产品包销量至 75%
	上饶松树岗钽铌矿项目	62%	149 万吨 LCE	在建	5 万吨电池级锂盐	-
锂云母	内蒙古维拉斯托锂矿项目	12.50%	142 万吨 LCE	在建	规划中	-
	湖南郴州香花铺锂云母矿项目	20%	-	勘探中	规划中	-

资料来源：赣锋锂业公司公告，中信证券研究部

中游：锂盐产能增长强劲，资源自给率大幅提高

公司现有锂产品产能约为 15 万吨/年，涵盖所有锂产品种类。截至 2022 年报披露日，公司万吨锂盐工厂高纯锂盐项目（马洪四期）已经顺利建成并开始试生产，万吨锂盐工厂已成为全球最大的锂盐生产基地之一，锂产品产能合计达 11.4 万吨/年；河北赣锋年产 6000 吨碳酸锂生产线已顺利建成并开始试生产。截至目前，公司已在国内形成了约合 15 万吨的锂产品生产能力，其中碳酸锂年产能为 4.1 万吨、氢氧化锂年产能为 8.1 万吨、氯化锂年产能为 1.2 万吨、氟化锂年产能为 1.15 万吨、金属锂年产能为 2150 吨、丁基锂年产能为 1000 吨。

表 4：赣锋锂业锂产品产能分布情况

序号	生产基地	位置	主要产品	设计产能
1	万吨锂盐	江西新余	氢氧化锂	81,000 吨/年
			氯化锂	12,000 吨/年
			丁基锂	1,000 吨/年
			高纯碳酸锂	10,000 吨/年
			氟化锂	10,000 吨/年
2	新余赣锋	江西新余	高纯碳酸锂	5,000 吨/年
3	宁都赣锋	江西宁都	氯化锂	1,500 吨/年
3	宁都赣锋	江西宁都	碳酸锂	20,000 吨/年
4	河北赣锋	河北沧州	碳酸锂	6,000 吨/年
5	宜春赣锋	江西宜春	金属锂	1,500 吨/年
6	奉新赣锋	江西奉新	金属锂	650 吨/年

资料来源：赣锋锂业公司公告，中信证券研究部

公司计划 2030 年或之前形成总计不低于 60 万吨 LCE 的年产能。根据公司锂产品未来产能规划，公司 Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目总产能为 6 万吨/年、PPG 锂盐湖项目总产能为 5 万吨/年、江西省丰城市在建 5 万吨 LCE 的锂电新能源材料产能、江西省上饶市规划 5 万吨电池级锂盐项目、Sonora 锂黏土项目一期产能 2 万吨氢氧化锂、Mariana 锂盐湖项目在建 2 万吨氯化锂产能。此外，公司在江西宜春以及青海省分期投资建设年产 7000 吨金属锂及锂材项目，公司金属锂远期产能有望增至 9150 吨/年。根据公司现有规划，远期锂产品产能将合计达到 40.6 万吨/年（并表口径），公司计划于 2030 年或之前形成总计年产不低于 60 万吨 LCE 的锂产品供应能力。

表 5：锂产品未来产能规划

项目名	地点	产能规划
Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目	阿根廷 Jujuy 省	一期产能 4 万吨碳酸锂，二期扩产产能不低于 2 万吨碳酸锂当量
Mariana 锂盐湖项目	阿根廷 Salta 省	一期产能 2 万吨氯化锂
PPG 锂盐湖项目	阿根廷 Salta 省	年产 5 万吨碳酸锂
Sonora 锂黏土项目	墨西哥 Sonora 省	一期产能 2 万吨氢氧化锂
年产 5 万吨锂电新能源材料项目	中国江西省丰城市	形成年产 5 万吨碳酸锂当量的锂电新能源材料产能，项目分两期建设，一期建设年产 2.5 万吨氢氧化锂项目
年产 7,000 吨金属锂及锂材项目	中国江西省宜春市、中国青海省	分期投资建设年产 7,000 吨金属锂及锂材项目，新建金属锂熔盐电解、金属锂低温真空蒸馏提纯、锂系列合金、固态锂电池负极材料等产线
年产 5 万吨电池级锂盐项目	中国江西省上饶市	投资项目包含年产 600 万吨锂矿采选综合利用项目及年产 5 万吨电池级锂盐项目

资料来源：赣锋锂业公司公告，中信证券研究部

公司未来资源自给率有望达到 69%，进一步降低锂盐原料成本。根据公司现有资源布局以及锂盐产能布局，公司现有锂资源权益产能和锂加工权益产能分别为 3.9/14.7 万吨 LCE/年，资源自给率为 27%。根据公司未来的锂资源产能规划及锂盐产品产能规划，远期来看，公司锂资源权益产能和锂加工权益产能分别有望达到 26.9/39.1 万吨 LCE/年，锂资源产能和锂加工产能分别有 589%和 142%的增长空间，资源自给率有望提高至 69%。在锂价下行周期，公司资源端产能以及资源自给率不断提高将降低锂盐原料成本，保持盈利能力的稳定性。

表 6：赣锋锂业资源自给率测算表（吨 LCE）

	产品	项目	股权	现有产能	远期产能	
碳酸锂		万吨锂盐	100%	10000	10000	
		新余赣锋	100%	5000	5000	
		宁都赣锋	100%	20000	20000	
		河北赣锋	100%	6000	6000	
		Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目	46.67%	0	60000	
		PPG 锂盐湖项目	100%	0	50000	
		上饶 5 万吨电池级锂盐项目	100%	0	50000	
		青海一里坪盐湖项目	49%	10000	10000	
	锂加工产能		万吨锂盐	100%	81000	81000
		氢氧化锂	丰城年产 5 万吨锂电新能源材料项目	100%	0	50000
		Sonora 锂黏土项目	100%	0	20000	
氯化锂		万吨锂盐	100%	12000	12000	
		Mariana 锂盐湖项目	100%	0	20000	
金属锂		宜春赣锋	100%	1500	1500	
	奉新赣锋	100%	650	650		
	年产 7000 吨金属锂及锂材项目	100%	0	7000		
氟化锂	万吨锂盐	100%	10000	10000		
	新余赣锋	100%	1500	1500		
丁基锂	万吨锂盐	100%	1000	1000		
合计产能（吨 LCE）				152268	428378	
合计权益产能（吨 LCE）				147168	391280	
锂资源产能		Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目	46.67%	0	60000	
	碳酸锂	PPG 锂盐湖项目	100%	0	50000	
		上饶松树岗钽铌矿项目	62%	0	50000	
		青海一里坪盐湖项目	49%	10000	10000	
	氢氧化锂	Sonora 锂黏土项目	100%	0	20000	
	氯化锂	Mariana 锂盐湖项目	100%	0	20000	
		Mount Marion 锂辉石项目	50%	60000	112500	
	锂精矿	Pilgangoora 锂辉石项目	5.76%	72500	125000	
		Goulamina 锂辉石项目	50%	0	103875	
	合计产能（吨 LCE）				142500	551375
合计权益产能（吨 LCE）				39076	269290	
资源自给率				27%	69%	

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

下游：深入布局电池赛道，加码固态电池

依托公司上游锂资源供应及全产业链优势，公司的锂电池业务已布局消费类电池、聚合物小电芯、固态锂电池、锂动力电池、储能电池等五大类二十余种产品，分别在新余、东莞、宁波、苏州、惠州、重庆等地设立锂电池研发及生产基地，产品广泛应用于光伏储能、乘用车电池、动力大巴、机场设备、电动船舶、智能家居、5G 通讯、蓝牙耳机、医疗器械等领域。

聚合物锂电池：公司生产的聚合物锂电池主要用于消费电子产品，东莞赣锋及惠州赣锋聚合物锂电池年产能分别为 6000 万支，惠州赣锋将新建年产 1.8 亿只高性能聚合物产线；赣锋电子聚合物锂电池年产能分别为 20 亿只；赣锋新锂源将新建年产 20 亿只小型聚合物锂电池项目，一期规划建设年产 2.5 亿只 TWS 锂离子电池项目。根据公司规划，聚合物锂电池远期产能将达到 42.4 亿支/年。

动力及储能锂电池：公司全资子公司赣锋锂电 2022 年已实现超 6GWh 动力/储能出货量，储能电池业务已成为赣锋锂电最重要的电池业务之一。截至 2022 年底，赣锋锂电新余基地一期产能为 3GWh/年磷酸铁锂电池，二期产能为 8GWh/年磷酸铁锂电池以及 2-4GWh/年固液混合动力锂电池，公司预计项目二期在 2023 年最高将达到 12GWh 年化产能；江苏赣锋拥有 0.4GWh/年动力与储能电池产能；汇创新能源现有 4GWh/年两轮车及储能电池产能。2023 年 1 月，公司在重庆规划建设 24GWh/年动力电池产能。根据公司规划，公司动力及储能锂电池远期产能将达到 43.4GWh/年。

固态电池产业化进展顺利，产能规划不断扩大。赣锋锂电全资子公司浙江锋锂已投资建成了年产 3 亿瓦时的第一代固态锂电池研发中试生产线，第一代混合固液电解质电池产品已实现装车应用，第二代固态锂电池采用三元正极、固态隔膜和含金属锂负极材料。2021 年，首批搭载赣锋固态电池的东风 E70 电动车正式完成交付，赣锋锂电率先实现固态锂电池产业化。2022 年，公司将重庆赣锋原年产 10GWh 新型锂电池科技产业园及先进电池研究院项目建设规模提高到年产 20GWh，希望将其打造为全国最大的固态电池生产基地；在赣锋锂电新余基地投建年产 6GWh 新型锂电池生产项目。2023 年 1 月，公司在东莞赣锋生产基地投资新建年产 10GWh 新型电池及储能总部项目。根据公司规划，公司固态锂电池远期产能有望达到 36GWh/年。

表 7：赣锋锂业锂电池产能布局

子公司	位置	主要产品	现有产能	在建产能
东莞赣锋	广东东莞	3C 类聚合物锂电池	年产 6000 万支聚合物锂电池	年产 10GWh 新型电池及储能总部项目
惠州赣锋	广东惠州	TWS 电池生产线、3C 数码聚合物锂电池产线		年产 1.8 亿只高性能聚合物产线
赣锋锂电	江西新余	锂动力电池、储能电池、电池模组及 PACK 系统	11GWh/年磷酸铁锂电池；2-4GWh/年固液混合动力锂电池	年产 6GWh 新型锂电池生产项目
	重庆市涪陵高新区	磷酸铁锂电池、三元锂电和固态电池	-	年产 24GWh 动力电池项目
赣锋电子	江西新余	智能穿戴产品专用聚合物锂电池、TWS 无线蓝牙耳机电池、电子烟锂电池	年产 20 亿只小型聚合物锂电池	-
江苏赣锋	江苏苏州	工业车辆用动力与储能电池组、PACK 系统	0.4GWh/年	-
汇创新能源	广东东莞	两轮车、户外储能及家庭储能 PACK 系统	4GWh/年	-
赣锋新锂源	江西新余	小型聚合物锂电池	-	年产 20 亿只小型聚合物锂电池项目
重庆赣锋	重庆两江新区	第二代固态锂电池、磷酸铁锂电池等，主要应用于新能源汽车动力电池、水下和空间作业设备电源等领域	-	年产 20GWh 新型锂电池研发及生产基地项目

资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 风险因素

1) 锂下游需求不及预期：由于国内新能源汽车渗透率逐步提升，未来新能源汽车销量增速或逐步放缓，锂行业下游需求若因此不及预期，将对公司锂盐销售带来不利影响。

2) 锂价跌幅超出预期：2023 年以来锂价持续调整，若全球供给过剩导致锂价在未来两年跌幅超出预期，公司经营业绩将会因此不及预期。

3) 公司海外锂矿项目建设进度不及预期：公司未来锂资源自给率的提高将主要依靠海外矿山的投产，海外业务的运营面临不同国家的法律和监管政策，各个国家的政治条件、经济状况、监管法规等因素有可能会对海外项目建设产生不利影响。

4) 外汇汇率波动的风险：汇率波动可能会影响公司进口原料的价格，进而可能会对公司利润产生负面影响。公司在海外存在重大股权投资，汇率波动也会影响公司以外币计量的资产及负债。

5) 公司在建锂盐项目推进不及预期：公司在建的锂盐项目是未来业绩兑现的保障，项目推进不及预期则会影响公司业绩。

■ 盈利预测及估值评级

盈利预测

1、 锂产品业务假设

公司锂业务主要产品为深加工锂化合物（包括碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂和氟化锂等）以及金属锂，目前公司主营业务收入、成本以及毛利与锂盐销量、锂盐价格走势、锂盐成本密切相关。基于以下假设对公司业绩进行预测：

产能假设：截至目前，公司已在国内形成了 14.9 万吨的锂盐产品生产能力，其中碳酸锂年产能为 4.1 万吨、氢氧化锂年产能为 8.1 万吨、氯化锂年产能为 1.2 万吨、氟化锂年产能为 1.15 万吨、金属锂年产能为 2150 吨、丁基锂年产能为 1000 吨。公司预计未来扩产项目中，Cauchari-Olaroz 锂盐湖一期 4 万吨碳酸锂产能在 2023 年上半年完成建设投产；公司预计 Mariana 锂盐湖项目 2 万吨氯化锂产能将于 2024 年投产；我们假设公司丰城市 5 万吨锂电新能源材料项目将在 2024 年底和 2025 年底分别投产 2.5 万吨氢氧化锂产能，假设 Sonora 锂黏土项目一期 2 万吨氢氧化锂于 2026 年投产，假设 PPG 锂盐湖项目于 2025 年投产，假设上饶年产 5 万吨电池级锂盐项目于 2025 年和 2026 年分批投产。结合公司各项目产能规划以及我们对各项目的产能预测，我们预计公司 2023-2025 年深加工锂化合物年产能分别为 18.65/23.15/35.15 万吨。公司在江西宜春以及青海省分期投资建设年产 7000 吨金属锂及锂材项目，假设该项目于 2024 和 2025 年分批投产，我们预计 2023-2025 年金属锂年产能分别为 2150/5650/9150 吨。

销量预测：根据各生产基地锂盐产能规划以及爬坡节奏，我们预计 2023-2025 年公司深加工锂化合物销量分别为 12.37/18.97/24.30 万吨，预计 2022-2024 年公司金属锂销量分别为 2051/4523/5367 吨。

价格假设：我们预计 2023-2025 年全球主要锂产地锂资源产能集中释放，导致全球锂资源供应逐步增加，锂资源供应走向宽松，因此我们预计国内锂价在 2023 年之后会逐步下降，但由于海外锂价波动较国内锂价缓和，公司下游客户中海外订单占比较高，因此预计公司未来几年产品售价波动小于市场价格。假设 2023-2025 年公司深加工锂化合物售价分别为 23.6/15.7/14.8 万元/吨；假设 2023-2025 年公司金属锂售价分别为 113.6/82.6/72.3 万元/吨。

成本假设：预计未来随着公司参控股锂资源项目产能逐步释放，锂盐原料自给率逐渐提高，锂盐原料成本逐渐下降，加工费用随产线成熟而下降，因此单位成本逐步下降。预计 2023-2025 年公司深加工锂化合物生产成本分别为 13.4/8.1/7.8 万元/吨；金属锂成本随锂盐售价变动，分别为 72.5/55.8/49.5 万元/吨。

2、 锂电池、电芯及其直接材料业务假设

销量预测：根据公司规划，聚合物锂电池远期产能将达到 42.4 亿支/年，公司动力及储能锂电池远期产能将达到 43.4GWh，固态电池远期产能有望达到 36GWh/年，因此我们

预计未来几年公司锂电池业务销量有望快速扩张，预计公司 2023-2025 年锂电池销量分别为 13.5/20.1/26.8GWh。

售价及毛利率预测：锂价若如预期下跌将带动公司锂电池业务售价及成本下降，但同时盈利能力更强的固态电池逐步投产，我们预计公司锂电池业务毛利率有望逐年提高。预计 2023-2025 年公司锂电池售价分别为 0.79/0.75/0.73Wh/元，毛利率分别为 18.7%/19.1%/19.4%。

综上，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 430.20/494.17/602.77 亿元，毛利率分别为 36.4%/34.5%/33.1%。

3、费用率假设

随着产销量及收入提高，公司对应费用将相应增长，但费用率会逐步降低，我们预测 2023-2025 年公司管理费用率分别为 1.67%/1.30%/1.20%，销售费用率分别为 0.26%/0.25%/0.23%。公司重视技术研发，积极推动各项技术改造项目，预计会增加研发投入，但预计研发费用率会较逐年下降，我们预计 2023-2025 年公司研发费用率分别为 2.58%/2.46%/2.43%。公司资产负债率近几年维持较低水平，偿债压力较小，预计未来现金流充裕，财务费用率逐年降低，预测 2022-2024 年公司财务费用率分别为 2.6%/2.5%/2.4%。

4、所得税率：公司在国内的锂盐生产企业均为高新技术企业，所得税率均为 15%，香港子公司所得税率为 16.5%，预计香港子公司旗下控股的海外锂资源项目逐步投产后会提高公司所得税税率，预计 2023-2025 年公司所得税率分别为 11.0%/12.4%/13.9%。

5、资本支出：根据公司在建项目推进情况及现有项目规划，我们预计公司 2023-2025 年资本支出分别为 102.9/110.3/80.7 亿元。

6、股利支付率：根据公司 2022 年公布的《未来三年股东分红回报规划（2022-2024 年）》，公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%，因此我们预计 2023-2025 年公司股利支付率均为 30%。

表 8：赣锋锂业主营业务盈利预测

项目	单位	2023E	2024E	2025E
总营收	百万元	43,020.17	49,416.85	60,276.78
总毛利	百万元	15,676.50	17,051.59	19,931.74
毛利率(%)	%	36.4%	34.5%	33.1%
深加工锂化合物				
收入	百万元	29201	29698	35854
销量	吨	123741	189659	242984
单价	万元/吨	23.60	15.66	14.76
成本	百万元	16516	15357	18835
单位成本	万元/吨	13.35	8.10	7.75
毛利	百万元	12685	14341	17018
毛利率(%)	%	43.4%	48.3%	47.5%

项目	单位	2023E	2024E	2025E
金属锂				
收入	百万元	2330	3736	3879
销量	吨	2051	4523	5367
单价	万元/吨	113.6	82.6	72.3
成本	百万元	1487	2524	2657
单位成本	万元/吨	72.5	55.8	49.5
毛利	百万元	843	1213	1223
毛利率(%)	%	36.2%	32.5%	31.5%
锂电池、电芯及其直接材料				
收入	百万元	10665	15075	19564
销量	GWh	13.50	20.10	26.80
单价	元/Wh	0.79	0.75	0.73
成本	百万元	8674	12193	15779
单位成本	元/Wh	0.64	0.61	0.59
毛利	百万元	1991	2882	3785
毛利率(%)	%	18.7%	19.1%	19.3%
其他主营业务				
收入	百万元	824.56	907.01	979.58
成本	百万元	667.07	713.82	794.04
毛利	百万元	157.49	193.19	185.53
毛利率(%)	%	19.10%	21.30%	18.94%

资料来源：中信证券研究部预测

盈利预测结果

基于上述假设和测算，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 143.69/146.52/159.03 亿元，对应 EPS 预测分别为 7.12/7.26/7.88 元/股，最新股价对应 PE 为 9.0/8.8/8.1 倍。

表 9：2023-2025 年赣锋锂业盈利预测及估值水平

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,162.21	41,822.51	43,020.17	49,416.85	60,276.78
营业收入增长率 YoY	102%	275%	3%	15%	22%
净利润(百万元)	5,228.40	20,503.57	14,368.97	14,652.39	15,903.04
净利润增长率 YoY	410%	292%	-30%	2%	9%
每股收益 EPS(基本)(元)	2.59	10.16	7.12	7.26	7.88
毛利率	40%	49%	36%	35%	33%
净资产收益率 ROE	23.88%	46.55%	25.22%	21.77%	20.18%
每股净资产(元)	10.85	21.83	28.25	33.37	39.08
PE	24.8	6.3	9.0	8.8	8.1
PB	5.9	2.9	2.3	1.9	1.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 4 月 7 日收盘价

估值评级

公司经营业绩主要受锂价影响，从历史数据来看，公司业绩会随着锂价变化而产生较大的波动，更长预测期的经营业绩预测难度较大，不适宜使用绝对估值法，因此采用相对估值法对公司进行估值。

相对估值法

赣锋锂业当前主营业务为锂系列产品业务以及锂电池、电芯及其直接材料业务，我们预计未来业绩增长主要来自锂系列产品业务。故选取国内锂行业公司作为可比公司，包括天齐锂业、盐湖股份、中矿资源以及西藏矿业。

PE 估值：截至 2023 年 4 月 7 日，基于 Wind 一致预期，可比公司 2023-2025 年 PE 预测值的均值为 8/6/8x。考虑到预计赣锋锂业未来两年锂盐产能增速快于同行，同时资源自给率提升明显，降本幅度较大，公司有望在锂价波动中获取稳定的利润增速；此外，锂电一体化布局将为公司带来更多成长空间，减少锂价下行周期给公司业绩带来的不利影响，因此给予公司 2023 年 12 倍 PE 估值，对应目标价 85 元/股，对应合理市值为 1724 亿元。

PB 估值：截至 2023 年 4 月 7 日，可比公司 2023-2025 年 PB 预测值的均值为 2.8/1.9/1.6x，考虑到公司资源潜力较大，参控股锂资源项目未来会贡献更多盈利，给予公司 2023 年 2.9 倍 PB 估值，对应目标价为 82 元/股，对应合理市值为 1652 亿元，结果与 PE 估值相近。

表 10：可比公司估值情况

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			PB (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002466.SZ	天齐锂业	1246	12.5	11.9	11.7	6	6	7	2.0	1.5	1.2
000792.SZ	盐湖股份	1212	2.5	2.6	2.5	9	9	9	3.2	2.4	1.9
002738.SZ	中矿资源	310	11.6	17.1		6	4		2.4	1.6	
000762.SZ	西藏矿业	186	3.3	6.0		11	6		3.7	2.3	
平均	-					8	6	8	2.8	1.9	1.6

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价为 2023 年 4 月 7 日收盘价，可比公司 EPS 预测为 Wind 一致预期

预计赣锋锂业未来几年业绩增长将主要来自参控股锂资源项目产能的释放，以及锂盐加工项目产能的释放，资产价值会逐步体现。采用 PE 估值法仅能衡量 2023 年公司主营业务利润和参股矿山在当年的投资收益，无法对公司参控股的多个优质锂资源项目未来的成长潜力做到全面评估，且基于谨慎性原则，我们认为 PB 估值法更适合评估赣锋锂业的股权价值。综上，给予赣锋锂业 2023 年 2.9 倍 PB 估值，对应目标价为 82 元/股，维持“买入”评级。

■ 相关研究

- 金属行业能源金属进出口跟踪报告—镍原料进口量大增，关注海外锂盐高溢价 (2023-03-27)
- 金属行业锂行业点评—宜春整顿锂矿生产，锂盐供应或受扰动 (2023-02-27)
- 金属行业能源金属进出口跟踪报告（2022 年 12 月）—锂镍进口量环比减少，钴进口价格持续调整 (2023-02-08)
- 金属行业锂行业点评—Allkem 锂产品售价走高，供给紧张仍未缓解 (2023-01-19)
- 汽车行业电动重卡行业专题—特斯拉 Semi 量产交付，电动重卡方兴未艾 (2022-12-06)
- 新能源汽车产业 2023 年投资策略—电动化持续推进，重点关注能效、新技术及新应用 (2022-11-21)
- 金属行业锂行业重大事项点评—海外投资生变，本土锂资源开发重要性提升 (2022-11-04)
- 新能源汽车行业 2022 年中报总结—高景气度延续，上游和电池业绩高增 (2022-09-13)
- 金属行业南美锂盐湖跟踪（2022Q2）—现货销售占比提升，新建产能进展缓慢 (2022-08-24)
- 稀土行业专题报告（四）—稀土永磁：智能驱动，伺服核心 (2022-07-28)
- 金属锂行业点评—锂价如期上涨，关注板块反弹行情 (2022-07-27)
- 新能源汽车行业特斯拉系列研究专题—从拆解 Model3 看智能电动汽车发展趋势 (2022-07-18)
- 金属行业锂行业点评—理性看待澳矿拍卖价格下跌 (2022-07-14)
- 金属行业锂行业深度报告—锂的后期行情：库存与供需拐点 (2022-07-11)
- 稀土行业专题报告（三）—稀土永磁：助力双碳，如日方升 (2022-07-05)
- 周期产业 2022 年下半年投资策略—聚焦成长性新材料及稀缺资源投资机会 (2022-06-27)
- 新能源汽车行业 2022 年下半年投资策略—产业深化发展，创新驱动进步 (2022-06-25)
- 稀土行业专题报告（二）—国内稀土资源：天赋异禀，厚积薄发 (2022-06-22)
- 金属行业锂行业点评—四川锂矿拍卖高价成交或将刺激板块反弹 (2022-05-23)
- 稀土行业专题报告（一）—海外稀土资源：理想丰满，现实骨感 (2022-05-20)
- 金属行业南美锂盐湖跟踪（2022Q1）—锂价上涨超出指引，企业上调远期产能目标 (2022-05-20)
- 金属行业澳洲锂矿生产经营跟踪（2022Q1）—澳洲锂精矿价格飙升，中国锂企业盈利承压 (2022-05-09)
- 新能源汽车行业 2021 年报及 2022 年一季报回顾—景气度持续向好，中上游利润大增 (2022-05-04)
- 金属行业锂行业点评—锂精矿拍卖价格大涨，锂板块反弹或提前 (2022-04-28)
- 赣锋锂业（002460.SZ）2022 年一季报点评—利润高增彰显龙头地位，原料自给率持续上升 (2022-04-27)
- 有色金属锂行业专题报告（二十一）—欧美锂资源：野心与现实 (2022-04-26)

利润表 (百万元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11,162	41,823	43,020	49,417	60,277
营业成本	6,719	21,120	27,344	32,365	40,345
毛利率	39.8%	49.5%	36.4%	34.5%	33.1%
税金及附加	88	373	181	208	348
销售费用	62	117	112	124	139
销售费用率	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
管理费用	470	933	718	642	723
管理费用率	4.2%	2.2%	1.7%	1.3%	1.2%
财务费用	182	(83)	499	565	603
财务费用率	1.6%	-0.2%	1.2%	1.1%	1.0%
研发费用	339	1007	1110	1216	1465
研发费用率	3.0%	2.4%	2.6%	2.5%	2.4%
投资收益	93	3,997	3,259	3,358	2,938
EBITDA	6,214	23,513	17,126	18,213	20,838
营业利润	5,719	22,763	16,376	17,758	19,692
营业利润率	51.23%	54.43%	38.07%	35.93%	32.67%
营业外收入	67	37	35	46	40
营业外支出	12	21	14	16	17
利润总额	5,774	22,779	16,397	17,788	19,714
所得税	357	2,318	1,804	2,206	2,740
所得税率	6.2%	10.2%	11.0%	12.4%	13.9%
少数股东损益	188	(43)	225	930	1,071
归属于母公司股东的净利润	5,228	20,504	14,369	14,652	15,903
净利率	46.8%	49.0%	33.4%	29.7%	26.4%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,332	9,914	10,755	12,354	18,083
存货	3,283	10,111	11,622	10,826	14,103
应收账款	2,499	7,895	7,873	9,811	11,459
其他流动资产	2,513	4,046	5,108	5,226	6,175
流动资产	14,627	31,966	35,358	38,218	49,820
固定资产	3,029	4,826	6,288	9,776	18,359
长期股权投资	4,087	10,192	11,449	11,196	9,955
无形资产	5,090	14,300	14,843	15,191	15,848
其他长期资产	12,223	17,877	27,468	36,094	35,732
非流动资产	24,430	47,194	60,049	72,256	79,895
资产总计	39,057	79,160	95,408	110,474	129,716
短期借款	1,970	2,109	3,542	4,433	7,657
应付账款	1,611	7,694	8,049	9,227	11,418
其他流动负债	4,629	8,852	9,573	10,820	12,769
流动负债	8,209	18,655	21,164	24,480	31,843
长期借款	3,639	9,137	9,373	9,493	9,135
其他长期负债	1,042	2,502	2,848	3,206	2,865
非流动性负债	4,681	11,639	12,221	12,699	11,999
负债合计	12,890	30,294	33,385	37,179	43,843
股本	1,437	2,017	2,017	2,017	2,017
资本公积	11,954	12,382	12,382	12,382	12,382
归属于母公司所有者权益合计	21,894	44,043	56,974	67,316	78,823
少数股东权益	4,273	4,823	5,048	5,979	7,050
股东权益合计	26,167	48,866	62,023	73,295	85,873
负债股东权益总计	39,057	79,160	95,408	110,474	129,716

现金流量表 (百万元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后利润	5,417	20,461	14,594	15,583	16,974
折旧和摊销	372	511	454	790	1,592
营运资金的变化	-370	-5,336	-1,501	1,175	-1,736
其他经营现金流	-2,798	-3,145	-2,733	-2,803	-2,333
经营现金流合计	2,620	12,491	10,814	14,744	14,497
资本支出	-3,413	-4,950	-11,037	-11,582	-8,930
投资收益	93	3,997	3,259	3,358	2,938
其他投资现金流	-2,855	-14,359	-2,273	-1,415	-301
投资现金流合计	-6,176	-15,312	-10,051	-9,639	-6,293
权益变化	5,216	414	0	0	0
负债变化	2,609	7,238	2,015	1,369	2,524
股利支出	-401	-431	-1,437	-4,311	-4,396
其他融资现金流	-292	-816	-499	-565	-603
融资现金流合计	7,131	6,405	78	-3,506	-2,475
现金及现金等价物净增加额	3,575	3,583	841	1,599	5,729

主要财务指标

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	102.1%	274.7%	2.9%	14.9%	22.0%
营业利润	403.9%	298.0%	-28.1%	8.4%	10.9%
净利润	410.3%	292.2%	-29.9%	2.0%	8.5%
利润率 (%)					
毛利率	39.8%	49.5%	36.4%	34.5%	33.1%
EBITDA Margin	55.7%	56.2%	39.8%	36.9%	34.6%
净利率	46.8%	49.0%	33.4%	29.7%	26.4%
回报率 (%)					
净资产收益率	23.9%	46.6%	25.2%	21.8%	20.2%
总资产收益率	13.4%	25.9%	15.1%	13.3%	12.3%
其他 (%)					
资产负债率	33.0%	38.3%	35.0%	33.7%	33.8%
所得税率	6.2%	10.2%	11.0%	12.4%	13.9%
股利支付率	8.2%	9.8%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。