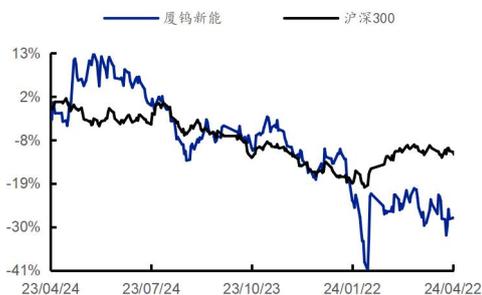


研究所：  
 证券分析师：李航 S0350521120006  
 lih11@ghzq.com.cn  
 联系人：洪瑶 S0350122080085  
 hongy03@ghzq.com.cn

## 钴酸锂出货量继续蝉联第一，低空领域三元产品 已实现量产

### ——厦钨新能（688778）2023 年报及 2024 年一 季报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2024/04/23

表现	1M	3M	12M
厦钨新能	-3.7%	-5.3%	-32.9%
沪深 300	-1.1%	8.5%	-13.1%

#### 市场数据

2024/04/23

当前价格(元)	32.66
52 周价格区间(元)	25.32-73.19
总市值(百万)	13,742.38
流通市值(百万)	6,668.10
总股本(万股)	42,077.10
流通股本(万股)	20,416.73
日均成交额(百万)	62.88
近一月换手(%)	25.52

#### 事件：

2024 年 4 月 18 日，厦钨新能发布 2023 年年报：2023 年度，公司实现营业收入 173.11 亿元，同比减少 39.79%，实现归属于母公司所有者的净利润 5.27 亿元，同比减少 52.93%

2024 年 4 月 18 日，厦钨新能发布 2024 年一季度报告：2024 年度一季度公司实现营业收入 32.99 亿元，同比减少 8.02%；实现利润总额 1.14 亿元左右，同比减少 5.31%；实现归属于母公司所有者的净利润 1.11 亿元左右，同比减少 3.71%；实现归属于母公司所有者的扣除非经常损益的净利润 1.03 亿元左右，同比增加 4.28%。

#### 投资要点：

■ **钴酸锂业务出货量继续蝉联第一，技术研发行业领先：**据 ICC 鑫椏资讯统计，2023 年国内钴酸锂产量为 7.87 万吨，同比增长 2.2%，全球市占率为 92.9%，较去年同比增长 1.2%；国内 CR5 为 86.3%，较上一年度上升 2.9%，集中度继续提升。公司凭借高电压钴酸锂的产品优势，长年稳定向下游 3C 消费电子头部企业供货，2023 年钴酸锂实现销量为 34,590.00 吨，出货量继续蝉联第一。2024 年第一季度公司钴酸锂销量为 0.84 万吨，同比增长 62.50%，稳居市场龙头地位。未来，公司将持续巩固钴酸锂市场龙头地位。公司凭借强大的技术研发能力，已成功开发并商业化多款先进电池材料，如高电压钴酸锂和高性能三元材料，确立了在动力锂电池和 3C 电池领域的技术和市场领先地位。

■ **持续开拓三元材料市场，低空领域三元产品已实现量产，前景广阔：**无人机领域三元材料方面，针对低空飞行器及无人机领域开发的高功率高电压三元产品已实现量产，月产销量数百吨并持续增长，正在开发的新一代产品使用了全新的外界面精修技术，在 60°C 下、超过 10C 的超高速充放电中材料界面稳定性得到显著提升，其产品的克容量、高温循环压降、存储性能等关键参数显著改善，高功率输出下的持续循环能力大幅提升，目前已通过客户样品认证，预计

应用于下一代低空飞行供能电池终端，前景广阔。2023 年度，报告期内公司三元材料销量为 3.74 万吨，同比减少 19.39%。2024 第一季度，公司高电压三元材料由于性价比优势明显，销量同比显著增加，报告期内三元材料销量为 1.59 万吨，同比增长 249.47%。

- **加速全球化战略与海外市场扩展。持续扩大国内生产能力，积极推进新项目落地进度：**公司依据五年战略规划，将欧洲定为全球化布局的首要站点，特别是通过与 Orano CAM 和 Orano PCAM 在法国成立的电池正极材料与前驱体合资公司。这一合作有利于双方发挥各自优势，实现资源共享，并推动新能源电池材料开发生产领域的技术交流与合作。公司国内的几个重点项目如锂离子电池材料产业化项目；海璟基地扩产项目，报告期内，项目已完成土建总进度 30%，综合生产车间主设备进场安装。项目计划建成后形成 45,000 吨锂离子电池材料产能。达产后海璟基地将实现年产 85,000 吨锂离子电池材料产能；宁德基地新建项目，报告期内，项目已完成施工图设计、审核、桩基施工、设备采购及宿舍楼封顶。项目建成后，届时公司宁德基地总产能将达到年产 95,000 吨；雅安基地的磷酸铁锂项目，报告期内，项目基本完成 40,000 吨生产车间及配套工程的施工，产线的设备采购及安装正在进行，2024 年将根据市场实际需求情况逐步开展生产。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 174、192、223 亿元，归母净利润分别为 5.5、7.0、10.0 亿元，当前股价对应 PE 25、20、14 倍，基于钴酸锂业务出货量继续蝉联第一且三元新产品已实现量产，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新能源车需求不及预期；储能需求不及预期；下游市场增速不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；客户拓展不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	17311	17397	19216	22291
增长率(%)	-40	0	10	16
归母净利润（百万元）	527	554	703	1007
增长率(%)	-53	5	27	43
摊薄每股收益（元）	1.25	1.32	1.67	2.39
ROE(%)	6	6	8	10
P/E	31.71	24.83	19.57	13.67
P/B	1.94	1.55	1.49	1.40
P/S	0.96	0.79	0.72	0.62
EV/EBITDA	16.15	12.27	10.67	8.55

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

图 1：公司核心业务拆分及预测

收入(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
氢能工程	519.03	520.00	534.15	584.42
三元材料	7,754.62	7,615.90	8,047.41	8,932.63
钴酸锂	8,862.71	9,075.42	10,436.73	12,524.07
其他业务	174.51	186.11	198.16	249.97
总计	17310.87	17397.43	19216.45	22291.08
毛利率	2023	2024E	2025E	2026E
氢能工程	13.37%	10.00%	13.35%	15.00%
三元材料	6.86%	6.50%	6.68%	7.71%
钴酸锂	8.45%	7.53%	8.00%	8.85%
其他业务	19.00%	17.00%	17.00%	18.00%
总计	7.99%	7.25%	7.69%	8.66%

资料来源：wind、国海证券研究所

附表：厦钨新能盈利预测表

证券代码:	688778				股价:	32.66		投资评级:	买入		日期:	2024/04/23	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	6%	6%	8%	10%	EPS	1.25	1.32	1.67	2.39				
毛利率	8%	7%	8%	9%	BVPS	20.39	21.06	22.01	23.32				
期间费率	2%	1%	1%	2%	<b>估值</b>								
销售净利率	3%	3%	4%	5%	P/E	31.71	24.83	19.57	13.67				
<b>成长能力</b>					P/B	1.94	1.55	1.49	1.40				
收入增长率	-40%	0%	10%	16%	P/S	0.96	0.79	0.72	0.62				
利润增长率	-53%	5%	27%	43%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
总资产周转率	1.20	1.27	1.33	1.42	营业收入	17311	17397	19216	22291				
应收账款周转率	4.10	5.14	5.59	5.65	营业成本	15927	16137	17739	20361				
存货周转率	5.99	8.09	8.30	8.43	营业税金及附加	39	35	38	45				
<b>偿债能力</b>					销售费用	33	31	35	40				
资产负债率	34%	35%	36%	39%	管理费用	192	157	173	223				
流动比	2.08	2.09	2.08	2.11	财务费用	87	70	67	73				
速动比	1.51	1.50	1.50	1.52	其他费用/(-收入)	465	470	519	602				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	560	590	748	1070				
现金及现金等价物	1704	1905	2117	2314	营业外净收支	-2	-2	-1	-2				
应收款项	3499	3268	3602	4290	利润总额	559	588	747	1069				
存货净额	1964	2024	2253	2577	所得税费用	29	31	40	57				
其他流动资产	667	854	902	1017	净利润	529	557	707	1012				
<b>流动资产合计</b>	<b>7833</b>	<b>8052</b>	<b>8873</b>	<b>10197</b>	少数股东损益	2	3	4	5				
固定资产	3500	3353	3146	2978	归属于母公司净利润	527	554	703	1007				
在建工程	1178	1422	1497	1667	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
无形资产及其他	573	641	747	835	经营活动现金流	2580	1068	987	954				
长期股权投资	397	530	656	771	净利润	527	554	703	1007				
<b>资产总计</b>	<b>13481</b>	<b>13997</b>	<b>14919</b>	<b>16449</b>	少数股东损益	2	3	4	5				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	369	437	450	476				
应付款项	3674	3743	4159	4704	公允价值变动	-4	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	1496	56	-192	-559				
其他流动负债	95	112	114	137	投资活动现金流	-1485	-898	-703	-799				
<b>流动负债合计</b>	<b>3770</b>	<b>3855</b>	<b>4273</b>	<b>4841</b>	资本支出	-1145	-617	-414	-559				
长期借款及应付债券	705	855	955	1365	长期投资	-344	-300	-284	-242				
其他长期负债	167	165	165	165	其他	5	19	-6	3				
<b>长期负债合计</b>	<b>872</b>	<b>1019</b>	<b>1119</b>	<b>1529</b>	筹资活动现金流	-931	-137	-248	-85				
<b>负债合计</b>	<b>4642</b>	<b>4875</b>	<b>5392</b>	<b>6370</b>	债务融资	-832	162	100	410				
股本	421	421	421	421	权益融资	105	0	0	0				
股东权益	8839	9122	9527	10079	其它	-204	-299	-348	-495				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13481</b>	<b>13997</b>	<b>14919</b>	<b>16449</b>	现金净增加额	183	33	54	71				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【电新小组介绍】

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，联席首席分析师，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

李铭全，浙江大学硕士，能源环境工程专业，2年证券从业经验，主要覆盖新能源汽车、储能等方向

洪瑶，南开大学学士，北京大学硕士。2022年加入国海证券，覆盖锂电新材料等板块。

## 【分析师承诺】

李航，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。