

## 业绩符合预期，新技术加速落地

➤ **事件。**2025 年 4 月 26 日，公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。24 年全年公司实现营收 132.97 亿元，同比-23.19%；实现归母净利润 4.94 亿元，同比-6.33%；扣非后归母净利润 4.47 亿元，同比-4.06%。25 年一季度公司实现营收 29.77 亿元，同比-9.77%；实现归母净利润 1.17 亿元，同比+4.84%；扣非后归母净利润 1.11 亿元，同比+8.51%。

➤ **Q4 业绩拆分。营收和净利：**公司 2024Q4 营收 34.14 亿元，同比-18.48%，环比-4.68%；归母净利润为 1.27 亿元，同比+10.01%，环比-1.42%；扣非后归母净利润为 1.06 亿元，同比+8.24%，环比-13.33%。**毛利率：**2024Q4 毛利率为 10.04%，同比+1.98pcts，环比+0.13pct。**净利率：**2024Q4 净利率为 3.63%，同比+0.85pct，环比+0.12pct。**费用率：**公司 2024Q4 期间费用率为 5.01%，同比变动-0.08pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.38%、1.44%、1.44%、0.06%，同比变动 0.14pct、0.36pct、0.36pct 和-0.35pct。

➤ **多业务协同发展，钴酸锂龙头地位稳固。**1) **钴酸锂：**24 年公司凭借技术优势，实现钴酸锂销量 4.62 万吨，同比增长 33.52%，24 年国内钴酸锂产量 9.39 万吨，公司市占率 49%，龙头地位稳固；2) **三元材料：**公司凭借高电压、高功率的技术优势，不断拓展纯电、混动增程及低空经济应用领域，24 年实现三元材料销量 5.14 万吨，同比增长 37.45%；3) **氢能材料：**公司贮氢合金销量 0.39 万吨，同比增长 3.73%，连续十六年产销量全国第一。

➤ **技术创新不断加码，关键领域实现突破。**公司稳步推进前沿技术研发，为公司未来持续发展培育新的盈利增长点：(1) 匹配氧化物路线固态电池的正极材料已实现供货，并且公司凭借深厚的技术沉淀，开发出新的硫化锂合成工艺；(2) 推出 NL 全新结构正极材料，相较传统正极材料，NL 全新结构正极材料结构更稳定，层间距更宽，能量密度和倍率性能都有显著的提升，未来将广泛应用于 3C 消费电子、机器人、低空经济、固态电池等领域。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年实现营收 152.72、185.03 和 225.85 亿元，同比增速分别为 14.9%、21.2% 和 22.1%；归母净利分别为 7.72、9.52 和 11.87 亿元，同比增速分别为 56.2%、23.4% 和 24.6%。2025 年 4 月 25 日现价对应 PE 分别为 25、20、16 倍。考虑到公司技术优势明显，未来业务多曲线成长明确，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料供应及价格波动风险，市场竞争加剧风险，新增产能消化风险，技术迭代风险。

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**45.99 元**

**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

**分析师 席子屹**

执业证书：S0100524070007

邮箱：xiziyi@mszq.com

**分析师 李孝鹏**

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

**分析师 赵丹**

执业证书：S0100524050002

邮箱：zhaodan@mszq.com

## 相关研究

1. 厦钨新能 (688778.SH) 2024 年半年报点评：业绩符合预期，盈利能力明显改善-2024/08/04

2. 厦钨新能 (688778.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：一季度销量略超预期，持续丰富产品矩阵-2024/04/19

3. 厦钨新能 (688778.SH) 2023 年半年报点评：短期业绩承压，高压产品竞争力领先-2023/08/28

4. 厦钨新能 (688778.SH) 事件点评：正极材料及前驱体立足法国，完善全球产能布局-2023/05/16

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	13,297	15,272	18,503	22,585
增长率 (%)	-23.2	14.9	21.2	22.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	494	772	952	1,187
增长率 (%)	-6.3	56.2	23.4	24.6
每股收益 (元)	1.17	1.83	2.26	2.82
PE	39	25	20	16
PB	2.2	2.1	2.0	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价)

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>13,297</b>	<b>15,272</b>	<b>18,503</b>	<b>22,585</b>
营业成本	11,999	13,697	16,611	20,237
营业税金及附加	31	31	37	45
销售费用	42	31	37	45
管理费用	188	199	222	271
研发费用	419	458	518	632
EBIT	551	969	1,183	1,482
财务费用	27	24	29	61
资产减值损失	-194	-141	-159	-180
投资收益	-18	8	9	11
<b>营业利润</b>	<b>513</b>	<b>813</b>	<b>1,003</b>	<b>1,252</b>
营业外收支	-5	-6	-4	-4
<b>利润总额</b>	<b>508</b>	<b>807</b>	<b>999</b>	<b>1,248</b>
所得税	20	36	45	56
<b>净利润</b>	<b>488</b>	<b>770</b>	<b>954</b>	<b>1,191</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>494</b>	<b>772</b>	<b>952</b>	<b>1,187</b>
<b>EBITDA</b>	<b>944</b>	<b>1,390</b>	<b>1,673</b>	<b>2,047</b>

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,635	2,707	2,527	2,257
应收账款及票据	2,349	2,646	3,123	3,750
预付款项	12	14	17	20
存货	2,476	2,674	3,026	3,424
其他流动资产	2,100	2,284	2,611	3,025
<b>流动资产合计</b>	<b>8,571</b>	<b>10,324</b>	<b>11,305</b>	<b>12,476</b>
长期股权投资	417	417	417	417
固定资产	3,521	3,889	4,181	4,397
无形资产	369	406	442	475
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,176</b>	<b>6,541</b>	<b>7,010</b>	<b>7,607</b>
<b>资产合计</b>	<b>14,747</b>	<b>16,865</b>	<b>18,315</b>	<b>20,083</b>
短期借款	135	1,135	1,135	1,135
应付账款及票据	4,666	5,254	6,144	7,208
其他流动负债	187	187	220	262
<b>流动负债合计</b>	<b>4,989</b>	<b>6,576</b>	<b>7,499</b>	<b>8,605</b>
长期借款	466	466	466	466
其他长期负债	230	250	253	255
<b>非流动负债合计</b>	<b>696</b>	<b>716</b>	<b>719</b>	<b>721</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,685</b>	<b>7,292</b>	<b>8,218</b>	<b>9,326</b>
股本	421	421	421	421
少数股东权益	325	323	325	330
<b>股东权益合计</b>	<b>9,062</b>	<b>9,572</b>	<b>10,096</b>	<b>10,757</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>14,747</b>	<b>16,865</b>	<b>18,315</b>	<b>20,083</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-23.19	14.85	21.16	22.07
EBIT 增长率	-13.44	76.02	21.99	25.32
净利润增长率	-6.33	56.21	23.40	24.60
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	9.76	10.31	10.22	10.40
净利润率	3.72	5.05	5.15	5.25
总资产收益率 ROA	3.35	4.58	5.20	5.91
净资产收益率 ROE	5.65	8.34	9.75	11.38
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.72	1.57	1.51	1.45
速动比率	1.17	1.13	1.07	1.02
现金比率	0.33	0.41	0.34	0.26
资产负债率 (%)	38.55	43.24	44.87	46.44
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	64.44	62.00	61.00	60.00
存货周转天数	75.30	75.00	70.00	65.00
总资产周转率	0.94	0.97	1.05	1.18
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.17	1.83	2.26	2.82
每股净资产	20.77	21.98	23.22	24.78
每股经营现金流	4.17	2.92	3.00	3.51
每股股利	0.40	0.50	0.50	0.50
<b>估值分析</b>				
PE	39	25	20	16
PB	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	19.39	13.17	10.94	8.94
股息收益率 (%)	0.87	1.09	1.09	1.09
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	488	770	954	1,191
折旧和摊销	393	421	491	565
营运资金变动	709	-82	-365	-479
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,753</b>	<b>1,229</b>	<b>1,264</b>	<b>1,475</b>
资本开支	-966	-773	-964	-1,166
投资	-19	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-972</b>	<b>-774</b>	<b>-955</b>	<b>-1,155</b>
股权募资	76	0	0	0
债务募资	-46	900	3	2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-341</b>	<b>617</b>	<b>-489</b>	<b>-591</b>
<b>现金净流量</b>	<b>435</b>	<b>1,072</b>	<b>-179</b>	<b>-270</b>

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048