

厦钨新能（688778.SH）

钴酸锂行业领先地位稳固，固态电池材料加速布局

优于大市

核心观点

公司 2024 年实现归母净利润 4.94 亿元，同比-6%；2025Q1 实现归母净利润 1.17 亿元，同比+5%、环比-8%。公司 2024 年实现营收 132.97 亿元，同比-23%；实现归母净利润 4.94 亿元，同比-6%。公司 2024Q4 实现营收 34.14 亿元，同比-18%、环比-5%；实现归母净利润 1.27 亿元，同比+10%、环比-1%。公司 2025Q1 实现营收 29.77 亿元，同比-10%、环比-13%；实现归母净利润 1.17 亿元，同比+5%、环比-8%；毛利率为 9.59%、同比+1.99pct、环比-0.45pct；净利率为 3.85%、同比+0.50pct、环比+0.22pct。

公司正极销量快速提升，盈利能力稳中向好。2024 年公司正极销量 9.86 万吨，同比+37%；其中 2024Q4 正极销量为 2.75 万吨，同比+13%、环比+4%。我们估计 2024Q4 公司三元与钴酸锂正极吨扣非净利近 0.50 万元，环比微降，主要系 2024Q4 计提较多资产减值损失等影响。公司 2025Q1 正极材料出货量 2.48 万吨，同比+2%、环比-10%。我们估计公司 2025Q1 三元与钴酸锂正极吨扣非净利约为 0.60 万元，环比稳中向好。

公司钴酸锂领先地位稳固，三元正极销量稳步增长。2024 年公司钴酸锂销量为 4.62 万吨，同比+34%；2025Q1 销量为 1.23 万吨，同比+46%、环比+11%。根据鑫椤锂电数据，2024 年公司在全球钴酸锂正极市场占有率为 44%，稳居行业榜首。2024 年公司三元正极销量 5.14 万吨，同比+37%，磷酸铁锂销量近 1000 吨。2025Q1 公司三元正极出货量 1.09 万吨，同比-30%、环比-15%；磷酸铁锂出货量约 0.16 万吨，环比显著提升。公司已完成多款高电压三元正极产品开发并批量供应；高安全性高镍三元材料通过针刺试验；多款无人机用三元材料转入量产。

公司积极进行前沿技术研发，加速布局固态电池材料产品。固态电池正极领域，公司匹配氧化物路线固态电池的正极材料已批量供货，硫化物路线固态电池正极材料正与下游客户进行密切的技术交流。固态电解质方面，公司依托技术积淀，已开发出新的硫化锂合成工艺。此外，公司积极进行新材料、新技术布局，公司高能量密度的 NL 全新结构正极材料产业化进展顺利，未来有望实现快速应用。

风险提示：电动车销量不及预期；原材料价格大幅波动；三元需求不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 7.43/8.95/10.45 亿元，同比+50%/+21%/+17%，EPS 为 1.76/2.13/2.48 元，动态 PE 为 27.1/22.5/19.3 倍。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,311	13,297	20,132	21,596	23,353
(+/-%)	-39.8%	-23.2%	51.4%	7.3%	8.1%
净利润(百万元)	527	494	743	895	1045
(+/-%)	-52.9%	-6.3%	50.3%	20.5%	16.8%
每股收益(元)	1.25	1.17	1.76	2.13	2.48
EBIT Margin	3.8%	4.6%	4.3%	4.8%	5.3%
净资产收益率(ROE)	6.0%	5.5%	7.6%	8.4%	8.9%
市盈率(PE)	38.1	40.7	27.1	22.5	19.3
EV/EBITDA	24.4	25.9	21.0	17.8	15.3
市净率(PB)	2.28	2.22	2.05	1.88	1.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn S0980520080003
证券分析师：李全 021-60375434 liquan2@guosen.com.cn S0980524070002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	47.81 元
总市值/流通市值	20117/20117 百万元
52 周最高价/最低价	61.39/25.38 元
近 3 个月日均成交额	243.47 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

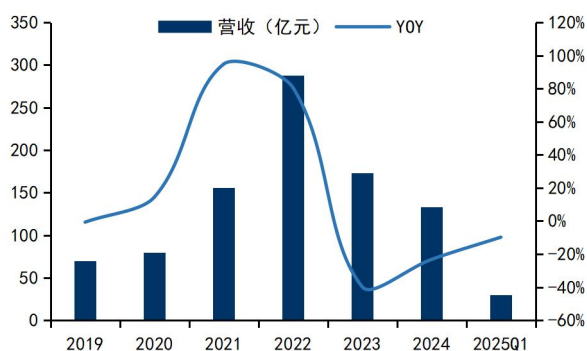
《厦钨新能（688778.SH）-2024 年中报点评-钴酸锂销量稳步提升，Q2 盈利能力环比改善》——2024-08-08
《厦钨新能（688778.SH）-2023 年三季报点评-正极销量环比提升，盈利能力表现稳定》——2023-10-25

公司 2024 年实现营收 132.97 亿元，同比-23%；实现归母净利润 4.94 亿元，同比-6%；实现扣非归母净利润 4.47 亿元，同比-4%；毛利率为 9.76%、同比+1.77pct；净利率为 3.67%、同比+0.61pct。

公司 2024Q4 实现营收 34.14 亿元，同比-18%、环比-5%；实现归母净利润 1.27 亿元，同比+10%、环比-1%；实现扣非归母净利润 1.05 亿元，同比+8%、环比-13%；毛利率为 10.04%、同比+1.98pct、环比+0.13pct；净利率为 3.63%、同比+0.85pct、环比+0.12pct。

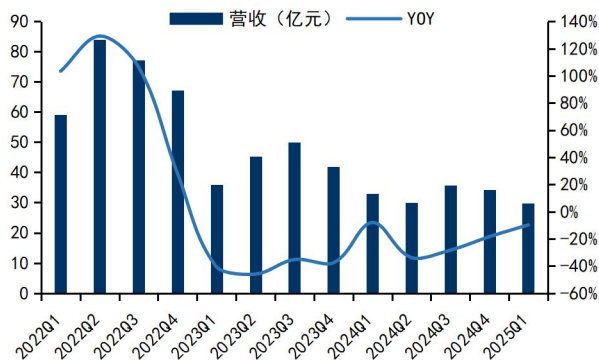
公司 2025Q1 实现营收 29.77 亿元，同比-10%、环比-13%；实现归母净利润 1.17 亿元，同比+5%、环比-8%；实现扣非归母净利润 1.11 亿元，同比+9%、环比+6%；毛利率为 9.59%、同比+1.99pct、环比-0.45pct；净利率为 3.85%、同比+0.50pct、环比+0.22pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



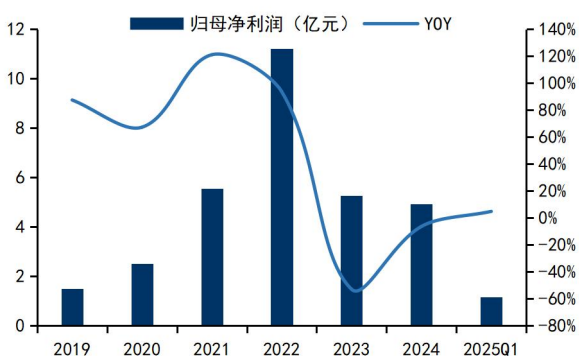
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



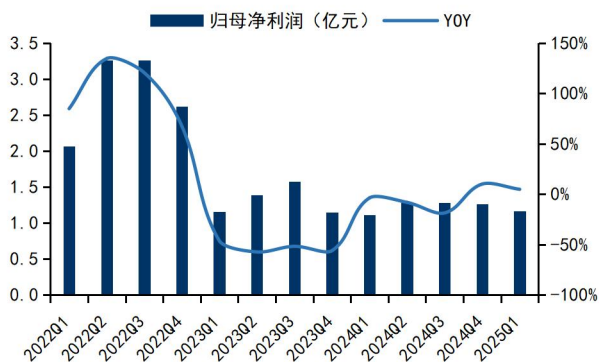
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2024 年期间费用率同比略有增长。公司 2024 年期间费用率为 5.08%，同比+0.59pct；其中销售/管理/研发/财务费率分别为 0.31%/1.42%/3.15%/0.20%，同比+0.12/+0.31/+0.47/-0.30pct。

公司 2024 年末存货共计 24.76 亿元，较 2023 年末增加 5.12 亿元。公司 2025Q1 末存货为 25.42 亿元。

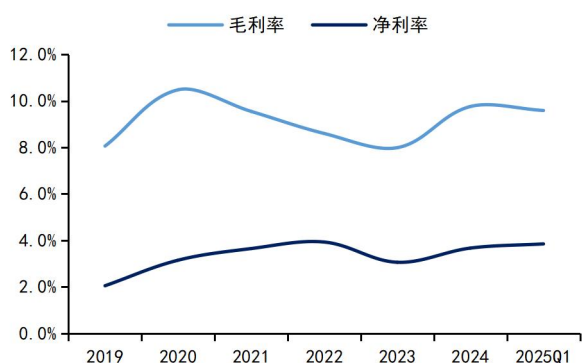
公司 2024 年末固定资产合计 35.21 亿元，较 2023 年末增加 0.21 亿元。公司 2025Q1 末固定资产为 36.10 亿元。公司 2024 年末在建工程合计 16.73 亿元，较 2023 年末增加 4.95 亿元。公司 2025Q1 在建工程合计 15.33 亿元。

公司 2024 年计提资产减值损失 1.94 亿元，同比多计提 0.15 亿元；其中 2024Q4 计提 1.06 亿元。2025Q1 公司计提资产减值损失 0.31 亿元。

公司 2024 年冲回信用减值损失 0.60 亿元，同比少冲回 0.17 亿元；其中 2024Q4 冲回 0.27 亿元。2025Q1 公司冲回信用减值损失 0.28 亿元。

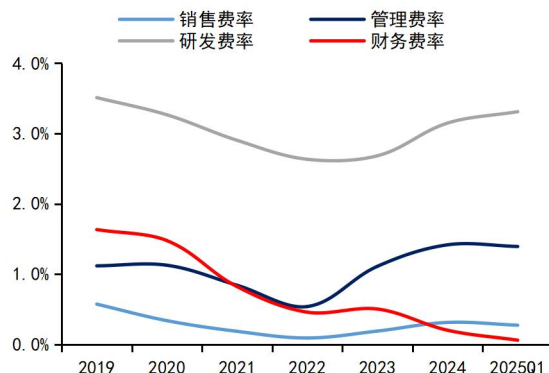
公司 2024 年其他收益为 0.67 亿元，同比减少 0.16 亿元；其中 2024Q4 为 0.44 亿元。2025Q1 公司其他收益为 0.10 亿元。

图5：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司正极销量快速提升，盈利能力稳中向好。2024 年公司正极销量 9.86 万吨，同比+37%；其中 2024Q4 正极销量为 2.75 万吨，同比+13%、环比+4%。我们估计 2024Q4 公司三元与钴酸锂正极吨扣非净利近 0.50 万元，环比微降，主要系受到 2024Q4 计提较多资产减值损失等影响。公司 2025Q1 正极材料出货量 2.48 万吨，同比+2%、环比-10%。我们估计公司 2025Q1 三元与钴酸锂正极吨扣非净利约为 0.60 万元，环比稳中向好。

公司钴酸锂销量快速提升，行业领先地位稳固。2024 年公司钴酸锂正极实现营收 66.91 亿元，同比-25%；销量为 4.62 万吨，同比+34%；毛利率为 10.95%，同比+2.50pct。2024Q4 公司钴酸锂正极销量约为 1.39 万吨，环比持平；2025Q1 公司钴酸锂正极销量为 1.23 万吨，同比+46%、环比+11%。根据鑫椤锂电数据，2024 年公司在全球钴酸锂正极市场占有率为 44%，稳居行业榜首。公司钴酸锂产品持续迭代升级，4.53V 产品已经通过多家客户认证，实现小批量供货；4.55V 产品开发进度符合客户要求。

公司三元正极业务稳中向好，磷酸铁锂小批量出货。2024 年公司三元材料（含磷酸铁锂及其他）业务实现营收 61.02 亿元，同比-21%；三元正极销量 5.14 万吨，同比+37%，磷酸铁锂销量近 1000 吨。2024Q4 公司三元正极销量 1.29 万吨，环比

+5%，磷酸铁锂正极出货量超 500 吨。2025Q1 公司三元正极出货量 1.09 万吨，同比-30%、环比-15%；磷酸铁锂出货量约 0.16 万吨，环比显著提升。

公司已完成多款高电压三元正极产品开发并批量供应；高安全性高镍三元材料通过针刺试验；多款无人机用三元材料转入量产。公司固液混搭磷酸铁锂产品和纯水热法磷酸铁锂产品均已完成客户审核认证和产线批稳验证工作，具备量产条件并向客户批量供货。

公司积极进行前沿技术研发，加速布局固态电池材料产品。固态电池正极领域，公司匹配氧化物路线固态电池的正极材料已批量供货，硫化物路线固态电池正极材料正与下游客户进行密切的技术交流。固态电解质方面，公司依托技术积淀，已开发出新的硫化锂合成工艺。此外，公司积极进行新材料、新技术布局，公司高稳定性补锂材料已完成开发并实现批量供货。公司高能量密度的 NL 全新结构正极材料产业化进展顺利，未来有望实现广泛应用。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 7.43/8.95/10.45 亿元，同比+50%/+21%/+17%，EPS 为 1.76/2.13/2.48 元，动态 PE 为 27.1/22.5/19.3 倍。

表1：可比公司估值表（2025 年 4 月 28 日）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
688778	厦钨新能	47.81	201.17	1.76	2.13	2.48	27.09	22.48	19.25	优于大市
300073	当升科技	37.25	188.67	1.27	1.63	1.98	29.33	22.85	18.81	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1200	1635	1102	1000	1317	营业收入	17311	13297	20132	21596	23353
应收款项	3499	2349	3861	4142	4479	营业成本	15927	11999	18344	19599	21128
存货净额	1964	2476	3309	3550	3839	营业税金及附加	39	31	42	43	47
其他流动资产	657	1597	550	588	634	销售费用	33	42	50	54	58
流动资产合计	7833	8571	9354	9821	10821	管理费用	192	188	232	227	234
固定资产	4678	5194	5474	6221	6145	研发费用	465	419	604	626	654
无形资产及其他	378	369	354	339	324	财务费用	87	27	21	22	32
其他长期资产	196	197	201	216	234	投资收益	7	(18)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	397	417	417	417	417	资产减值及公允价值变动	(102)	(134)	(65)	(61)	(60)
资产总计	13481	14747	15800	17015	17940	其他收入	88	75	40	30	30
短期借款及交易性金融负债	33	236	200	702	200	营业利润	560	513	794	974	1150
应付款项	3674	4666	4920	4725	5088	营业外净收支	(2)	(5)	0	1	2
其他流动负债	58	84	182	194	209	利润总额	559	508	794	975	1152
流动负债合计	3770	4989	5303	5621	5498	所得税费用	29	20	56	78	104
长期借款及应付债券	705	466	466	466	466	少数股东损益	2	(6)	(4)	2	4
其他长期负债	167	230	230	230	230	归属于母公司净利润	527	494	743	895	1045
长期负债合计	872	696	696	696	696	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	4642	5685	5999	6317	6194	净利润	527	494	743	895	1045
少数股东权益	258	325	321	323	327	资产减值准备	(102)	(134)	(65)	(61)	(60)
股东权益	8582	8737	9480	10375	11419	折旧摊销	359	380	384	438	492
负债和股东权益总计	13481	14747	15800	17015	17940	公允价值变动损失	0	0	(10)	(10)	(10)
						财务费用	87	27	21	22	32
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1888	712	(955)	(744)	(294)
每股收益	1.25	1.17	1.76	2.13	2.48	其它	(92)	301	112	115	126
每股红利	0.70	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	2580	1753	209	633	1297
每股净资产	21.01	21.54	23.29	25.42	27.92	资本开支	(1145)	(966)	(650)	(1170)	(400)
ROIC	12%	11%	15%	15%	16%	其它投资现金流	(339)	(6)	(35)	(45)	(48)
ROE	6%	5%	8%	8%	9%	投资活动现金流	(1485)	(972)	(685)	(1215)	(448)
毛利率	8%	10%	9%	9%	10%	权益性融资	5	(44)	0	0	0
EBIT Margin	4%	5%	4%	5%	5%	负债净变化	(698)	24	(36)	502	(502)
EBITDA Margin	6%	7%	6%	7%	7%	支付股利、利息	(150)	(294)	0	0	0
收入增长	-40%	-23%	51%	7%	8%	其它融资现金流	(532)	263	(36)	502	(502)
净利润增长率	-53%	-6%	50%	21%	17%	融资活动现金流	(931)	(341)	(57)	480	(533)
资产负债率	34%	39%	38%	37%	35%	现金净变动	165	440	(533)	(102)	317
息率	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1017	1200	1635	1102	1000
P/E	38.14	40.72	27.09	22.48	19.25	货币资金的期末余额	1200	1635	1102	1000	1317
P/B	2.28	2.22	2.05	1.88	1.71	企业自由现金流	1723	719	(421)	(513)	918
EV/EBITDA	24.42	25.87	20.98	17.81	15.27	权益自由现金流	942	718	(476)	(32)	388

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032