

厦钨新能（688778）

2025 年半年度业绩快报点评：Q2 业绩略超预期，钴酸锂销量高增盈利亮眼

买入（维持）

2025 年 07 月 23 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009

yuesy@dwzq.com.cn

研究助理 胡锦芸

执业证书：S0600123070110

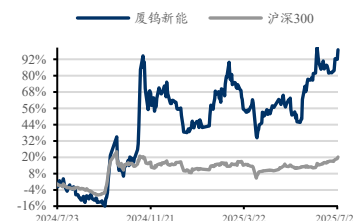
hujinyun@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	17,311	13,297	17,063	19,551	22,496
同比（%）	(39.79)	(23.19)	28.33	14.58	15.07
归母净利润（百万元）	527.46	494.07	806.44	930.15	1,117.73
同比（%）	(52.93)	(6.33)	63.22	15.34	20.17
EPS-最新摊薄（元/股）	1.05	0.98	1.60	1.84	2.21
P/E（现价&最新摊薄）	46.06	49.17	30.13	26.12	21.74

投资要点

- 公司发布 25 年半年度业绩快报，略超市场预期。25H1 营业收入 75.3 亿元，同增 18%，归母净利润 3.1 亿元，同增 28%，扣非归母净利润 2.9 亿元，同增 32%；25Q2 营收 45.6 亿元，同环比+52%/+53%，归母净利润 1.9 亿元，同环比+49%/+63%，扣非归母净利润 1.8 亿元，同环比+53%/+61%，业绩略超市场预期。
- 上半年钴酸锂销量高增，受益钴涨价单吨净利提升至 1 万+。25H1 钴酸锂销量 2.88 万吨，同增 57%，其中我们预计 25Q2 钴酸锂销量近 1.7 万吨，环增 40%左右，充分受益于国家换机补贴政策 and 3C 消费设备 AI 功能带电量提升带来的需求增长，我们预计 25 年出货 6 万吨+，同比增长 30%+。盈利端，受益于钴涨价的库存收益，我们测算 25Q2 钴酸锂单吨净利 1 万/吨以上，25H2 有望维持稳定。
- 25Q2 三元盈利稳定，铁锂持续减亏。25H1 公司动力电池正极材料（三元、铁锂及其他）实现销量 3.19 万吨，同比增长 21%。三元方面，我们预计 25H1 销量 2.6 万吨左右，同比基本持平，其中 Q2 销量 1.2-1.3 万吨，环比基本持平；25 全年三元销量有望达 5 万吨+，同比持平。盈利端，我们测算 25Q2 三元单吨扣非利润约 0.2 万，环比持平。铁锂方面，我们预计 25H1 销量 0.6 万吨左右，其中 Q2 销量 0.4-0.5 万吨，环比增长两倍。盈利端，我们测算 25Q2 铁锂亏损 0.2 亿元+，环比减亏，随着工艺改进降本，下半年有望持续减亏。
- 固态方面，公司硫化锂竞争优势凸显。公司采用气相法将活性锂化合物与含硫化合物反应，在高温反应器中沉积高纯度硫化锂。依托集团金属冶炼技术和腐蚀材料开发，公司从设备开发到生产工艺，一体化布局，产品已对接日韩客户及国内主流企业。
- 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 8.1/9.3/11.2 亿元，同比+63%/+15%/+20%，对应 PE 分别为 30/26/22 倍。考虑公司主业增长明确，且卡位固态电池核心材料硫化锂，技术工艺领先。我们给予公司 2025 年 35x 估值，对应目标价 56 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：新材料进展不及预期，电动车销量不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	49.90
一年最低/最高价	25.38/61.98
市净率(倍)	2.37
流通 A 股市值(百万元)	25,184.09
总市值(百万元)	25,184.09

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.07
资产负债率(% ,LF)	36.88
总股本(百万股)	504.69
流通 A 股(百万股)	504.69

相关研究

《厦钨新能(688778)：核心业务稳步增长，硫化锂打造固态电池核心壁垒》

2025-06-23

厦钨新能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,571	10,355	12,160	14,267	营业总收入	13,297	17,063	19,551	22,496
货币资金及交易性金融资产	2,138	3,104	4,377	5,920	营业成本(含金融类)	11,999	15,481	17,786	20,470
经营性应收款项	3,685	4,367	4,977	5,706	税金及附加	31	38	43	49
存货	2,476	2,570	2,450	2,244	销售费用	42	48	55	63
合同资产	0	0	0	0	管理费用	188	205	225	247
其他流动资产	273	314	355	396	研发费用	419	478	508	567
非流动资产	6,176	5,905	5,567	5,192	财务费用	27	18	4	(15)
长期股权投资	417	417	417	417	加:其他收益	67	68	66	74
固定资产及使用权资产	3,532	3,859	3,894	3,746	投资净收益	(18)	9	10	11
在建工程	1,673	1,064	698	479	公允价值变动	8	0	0	0
无形资产	369	361	354	346	减值损失	(134)	(41)	(40)	(40)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	1
长期待摊费用	12	12	12	12	营业利润	513	832	967	1,161
其他非流动资产	174	192	192	192	营业外净收支	(5)	(3)	(3)	(3)
资产总计	14,747	16,260	17,727	19,459	利润总额	508	829	964	1,158
流动负债	4,989	5,929	6,777	7,766	减:所得税	20	25	29	35
短期借款及一年内到期的非流动负债	236	233	233	233	净利润	488	804	935	1,123
经营性应付款项	4,666	5,590	6,423	7,392	减:少数股东损益	(6)	(2)	5	6
合同负债	3	3	4	4	归属母公司净利润	494	806	930	1,118
其他流动负债	84	102	117	135	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.98	1.60	1.84	2.21
非流动负债	696	715	715	715	EBIT	551	847	967	1,143
长期借款	466	466	466	466	EBITDA	944	1,341	1,510	1,723
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	9.76	9.27	9.03	9.01
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	3.72	4.73	4.76	4.97
其他非流动负债	227	246	246	246	收入增长率(%)	(23.19)	28.33	14.58	15.07
负债合计	5,685	6,644	7,492	8,481	归母净利润增长率(%)	(6.33)	63.22	15.34	20.17
归属母公司股东权益	8,737	9,293	9,907	10,645					
少数股东权益	325	323	327	333					
所有者权益合计	9,062	9,616	10,235	10,978					
负债和股东权益	14,747	16,260	17,727	19,459					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,753	1,431	1,810	2,141	每股净资产(元)	20.77	18.41	19.63	21.09
投资活动现金流	(972)	(208)	(198)	(196)	最新发行在外股份(百万股)	505	505	505	505
筹资活动现金流	(341)	(269)	(339)	(402)	ROIC(%)	5.47	8.18	8.83	9.80
现金净增加额	435	966	1,273	1,542	ROE-摊薄(%)	5.65	8.68	9.39	10.50
折旧和摊销	393	494	543	580	资产负债率(%)	38.55	40.86	42.27	43.58
资本开支	(966)	(208)	(208)	(207)	P/E (现价&最新股本摊薄)	49.17	30.13	26.12	21.74
营运资本变动	709	86	276	384	P/B (现价)	2.32	2.61	2.45	2.28

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>