

分析师: 牟国洪
登记编码: S0730513030002
mough@ccnew.com 021-50586980

盈利提升, 关注固态电池领域布局

——厦钨新能(688778)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(首次)

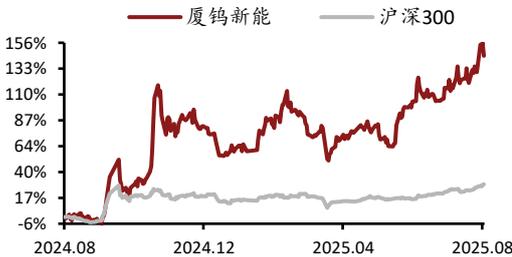
市场数据(2025-08-21)

收盘价(元)	54.71
一年内最高/最低(元)	60.79/25.40
沪深 300 指数	4,288.07
市净率(倍)	2.60
流通市值(亿元)	276.12

基础数据(2025-06-30)

每股净资产(元)	21.06
每股经营现金流(元)	1.54
毛利率(%)	9.99
净资产收益率_摊薄(%)	3.46
资产负债率(%)	41.49
总股本/流通股(万股)	50,469.11/50,469.11
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

邮编: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 08 月 22 日

事件: 公司公布 2025 年半年度报告。

投资要点:

- **公司业绩略超预期。**2025 年上半年, 公司实现营收 75.34 亿元, 同比增长 18.04%; 营业利润 3.41 亿元, 同比增长 38.31%; 归母净利润 3.07 亿元, 同比增长 27.76%; 扣非后净利润 2.91 亿元, 同比增长 32.24%; 经营活动产生的现金流净额 6.48 亿元, 同比下降 32.25%; 基本每股收益 0.61 元, 加权平均净资产收益率 3.44%; 利润分配预案为拟每 10 股派发现金红利 2.0 元(含税), 公司业绩略超预期。其中, 公司第二季度实现营收 45.57 亿元, 同比增长 47.78%, 环比增长 53.10%; 净利润 1.90 亿元, 同比增长 47.55%, 环比增长 63.02%。2025 年上半年, 公司非经常性损益合计 1632 万元, 其中政府补助 923 万元。公司主营业务为新能源材料的研发、生产和销售, 主要产品包括钴酸锂、三元材料、磷酸铁锂和氢能材料, 广泛用于新能源汽车、3C 消费电子、储能等领域。
- **消费数码类锂电池需求预计持续增长。**钴酸锂正极材料下游主要为以智能手机为代表的 3C 消费类电子, 受全球经济复苏, 以及我国换机补贴政策和 3C 消费设备 AI 功能带电量提升带来的需求增长, 全球智能手机出货持续增长, 结合 IDC 统计显示: 2024, 全球智能手机出货 12.23 亿部, 同比增长 5.04%; 2025 年上半年出货 6.0 亿部, 同比增长 4.40%, 且已连续 6 个季度正增长。受关税变动影响, IDC 下调了 2025 年全球智能手机出货预期, 全年出货预计 12.4 亿部, 但同比略有增长。
- **三元材正极料和磷酸铁锂正极材料需求受益于动力和储能锂电池增长, 行业竞争加剧。**中汽协和中国汽车动力电池产业创新联盟统计显示: 2024 年我国新能源汽车合计销售 1285.90 万辆, 同比增长 36.10%, 合计占比 40.92%。2025 年 1-6 月, 我国新能源汽车销售 693.50 万辆, 同比增长 40.30%, 合计占比 44.32%。伴随我国汽车销售增长及动力电池出口增加, 我国动力电池和其他电池产量持续增长。2024 年我国动力电池和其他电池合计产量 1096.80GWh, 同比增长 40.96%; 其中出口 197.1GW。2025 年 1-6 月, 我国动力和其他电池合计产量 697.30GWh, 同比增长 60.40%; 其中出口 127.30GWh。2025 年 1 月, 商务部等印发《关于组好 2025 年汽车以旧换新工作的通知》, 进一步明确 2025 汽车以旧换新补贴政策。叠加动力电池上游材料价格回落至相对合理区间, 我国新能源汽车竞争力和性价比提升, 总体预计 2025 年我国新能源汽车仍将保存两位数增长, 对应动力电池需求将持续增长。

高工锂电统计显示：2024 年，我国储能锂电池出货 335GWh，同比增长 62.62%。伴随锂电池价格下降，预计 2025 年全球储能锂电池出货量超 500GWh，到 2030 年储能锂电池出货量 2300GWh，其中电力储能将成为 2025 年增长最主要驱动力。伴随动力电池和储能锂电池需求增长，正极材料需求将受益。高工锂电统计显示：2024 年，我国正极材料出货 335 万吨，同比增长 35.08%；2025 年上半年出货 210 万吨，同比增长 53%，其中磷酸铁锂材料占比 73.43%、三元材料占比 19.40%、钴酸锂占比 3.13%，预计全年我国正极材料出货约 440 万吨，同比增长 31.34%。

- **公司各主营产品销量持续增长，预计 2025 年主营业务将恢复增长。** 2024 年，公司主营产品销量均实现了增长，其中钴酸锂销量 4.62 万吨，同比增长 33.52%；三元材料销量 5.14 万吨，同比增长 37.45%；氢能材料销量 0.39 万吨，同比增长 3.73%，连续十六年产销量全国第一。但受行业价格下降影响，2024 年主营产品营收均承压。2025 年上半年，公司主营产品持续增长，具体而言：一是钴酸锂材料行业龙头地位稳固，公司高电压钴酸锂产品在行业中具备明显的技术优势，一方面“两新”政策带动智能手机为代表的 3C 产品增长，同时 AI 技术发展要求高容量电池对钴酸锂带来新的机遇，公司钴酸锂销售 2.88 万吨，同比大幅增长 56.64%，显著高于行业增速，其中 4.5V 及以上的高电压钴酸锂持续放量。二是动力电池正极材料实现销量 3.19 万吨，同比增长 20.76%，公司动力正极材料包括三元材料和磷酸铁锂等。公司在巩固高电压、高功率三元材料技术优势同时，发挥水热法磷酸铁锂差异化竞争优势并实现稳定批量供货，产品用于 5C 动力快充和军工特种领域，同时下游积极拓展三元材料在低空、机器人等新兴领域应用。三是氢能材料实现销量 1974.61 吨，同比增长 6.16%，行业龙头地位稳固。
- **公司持续加大研发投入，积极关注固态电池领域进展。** 近年来，公司通过创新驱动构筑壁垒，研发投入在公司营收中占比维持在 3% 左右，其中 2024 年研发投入 4.19 亿元占比 3.15%。2025 年上半年研发投入 2.43 亿元，占比提升至 3.23%。传统钴酸锂方面，4.53V 高电压产品已实现大规模量产，4.55V 样品满足客户需求。前沿材料方面：公司重点推进 NL 全新结构正极材料在 3C 消费领域中的应用，并针对低空飞行、电动工具、全固态电池等领域积极开发相应的 NL 全新结构正极材料。积极关注公司在固态地产领域相关布局和进展，有望成为公司新的业绩增长点，其中匹配氧化物路线固态电池的正极材料已实现供货，硫化物路线固态电池正极材料与国内外下游头部企业在技术研发上保持密切的交流合作，提供多批次样品进行验证；在固态电解质方面，实现氧化物固态电解质的吨级生产和稳定可靠的产品性能，凭借深厚的技术沉淀开发出独特的硫化锂合成工艺，样品在客户端测试良好。固态储氢合金方面，公司完成多款型号产品的开发和销售。
- **公司盈利提升，预计 2025 年盈利提升。** 2025 年上半年，公司销售毛利率 9.99%，同比提升 0.48 个百分点；2025 年第二季度销售毛利率为 10.26%，环比提升 0.67 百分点。2024 年主营产

品盈利显示：钴酸锂为 10.95%，同比提升 2.50 个百分点；三元材料为 7.88%，同比提升 1.02 个百分点；氢能材料为 13.87%，同比提升 0.50 个百分点。展望 2025 年，正极材料行业竞争加剧，结合公司行业地位及国家综合整治内卷举措推进，总体预计 2025 年盈利总体提升。

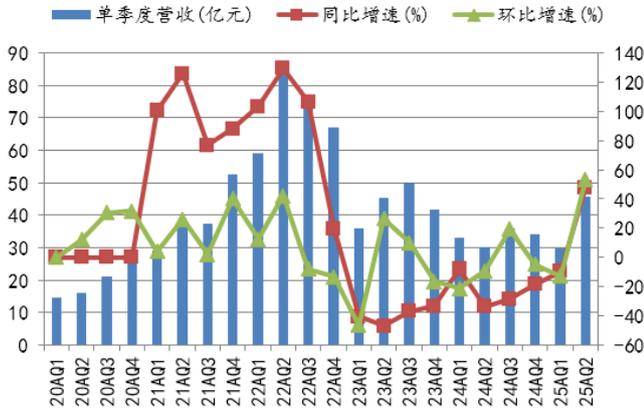
- **首次给予公司“增持”投资评级。**预测公司 2025-2026 年摊薄后的每股收益分别为 1.49 元与 1.90 元，按 8 月 21 日 54.71 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 36.61 倍与 28.79 倍。目前估值相对行业水平偏高，结合行业发展前景及公司行业地位，首次给予公司“增持”投资评级。

风险提示：行业竞争加剧；我国新能源汽车销售不及预期；上游原材料价格大幅波动；市场拓展不及预期。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	17,311	13,297	17,400	21,146	24,307
增长比率（%）	-39.79	-23.19	30.86	21.53	14.95
净利润（百万元）	527	494	754	959	1,106
增长比率（%）	-52.93	-6.33	52.66	27.15	15.36
每股收益(元)	1.05	0.98	1.49	1.90	2.19
市盈率(倍)	52.35	55.89	36.61	28.79	24.96

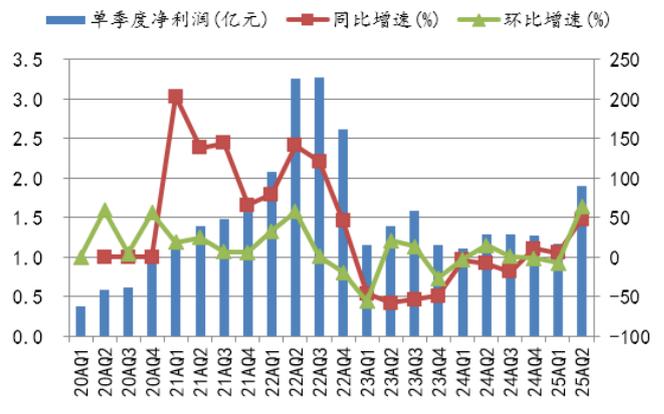
资料来源：中原证券研究所，Wind

图 1：公司单季度营收及增速



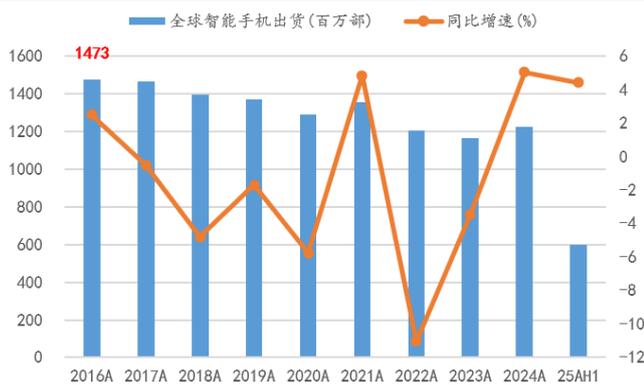
资料来源：中原证券研究所，Wind

图 2：公司单季度净利润及增速



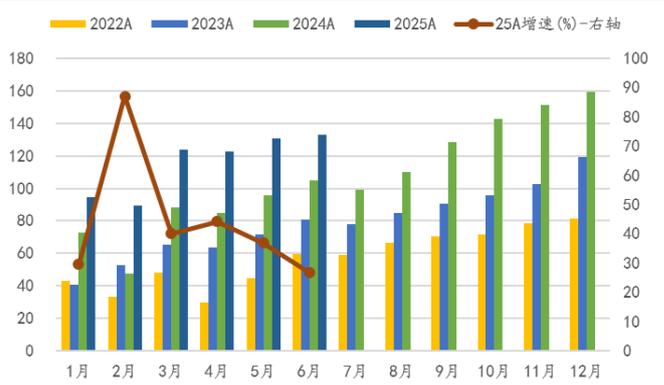
资料来源：中原证券研究所，Wind

图 3：全球智能手机出货及增速



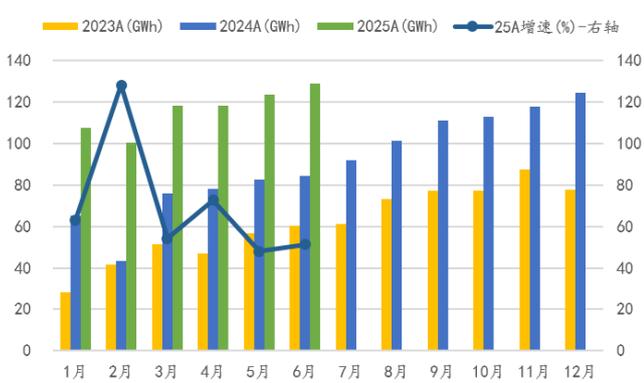
资料来源：中原证券研究所，IDC

图 4：我国新能源汽车销售及增速



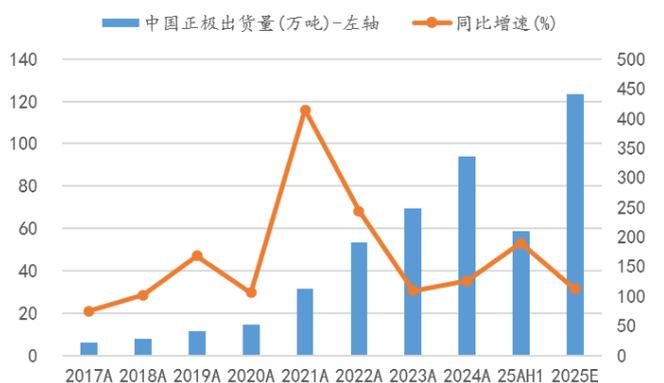
资料来源：中原证券研究所，中汽协

图 5：我国动力电池和其他电池产量及增速



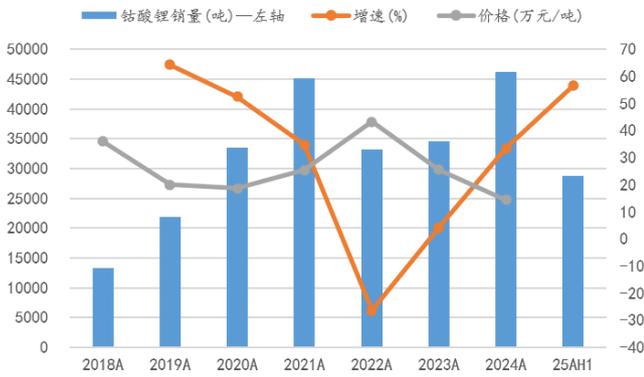
资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，中原证券研究所

图 6：我国正极材料出货及增速



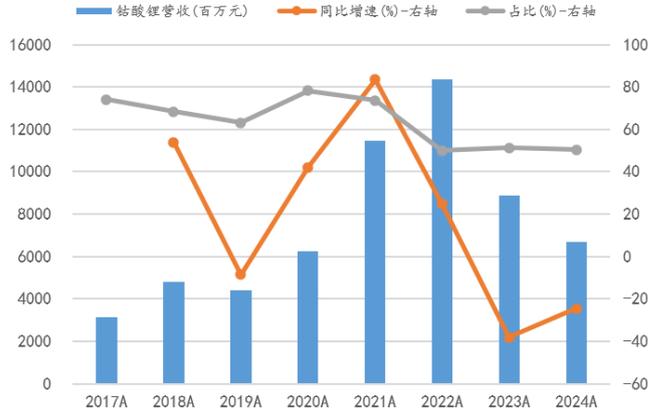
资料来源：中原证券研究所，高工锂电

图 7：公司钴酸锂销量、增速及价格



资料来源：中原证券研究所，公司公告

图 8：公司钴酸锂营收、增速及占比



资料来源：中原证券研究所，公司公告，Wind

图 9：公司动力电池正极材料销量、增速及价格



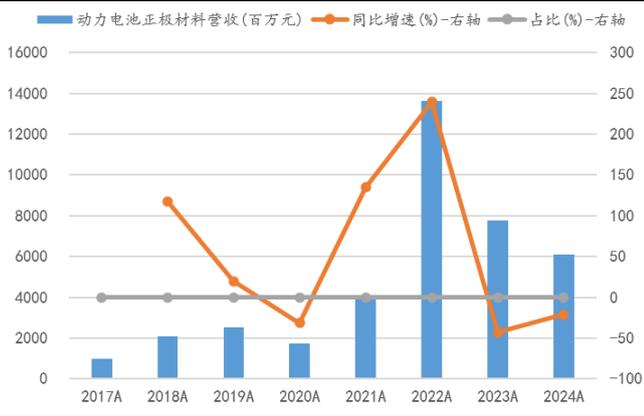
资料来源：中原证券研究所，公司公告

表 1：正极材料及产业链相关材料价格概况

	2023 年 均价	2024 年 均价	同比增 速 (%)	2024 年以来 (至 8.20) 均价	较 2024 年均 价增速 (%)	2025. 8. 20.
电池级碳酸锂 (万元/吨)	26.12	9.08	-65.24	6.99	-23.04	8.40
三元 523 (万元/吨)	21.38	12.03	-43.76	11.47	-4.66	11.93
磷酸铁锂 (万元/吨)	9.07	3.88	-57.26	3.46	-10.82	3.75
钴酸锂 (万元/吨)	26.83	16.03	-40.26	16.03	0	22.65

资料来源：中原证券研究所，百川盈孚（注：均价根据百川盈孚高频报价计算得出，非实际成交均价）

图 10: 公司动力正极材料营收、增速及占比



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告, Wind

图 11: 碳酸锂价格曲线



资料来源: 中原证券研究所, 百川盈孚

图 12: 钴酸锂价格曲线



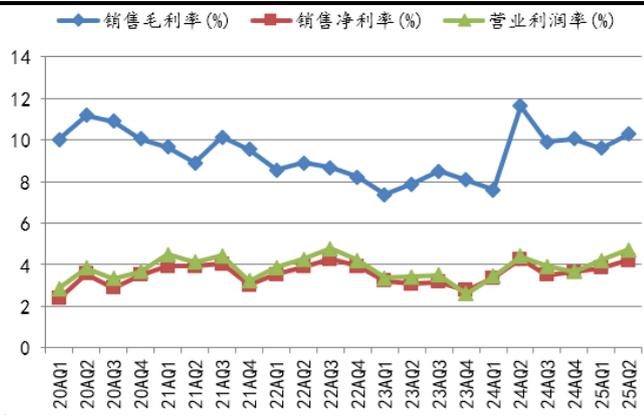
资料来源: 中原证券研究所, 百川盈孚

图 13: 正极材料价格曲线



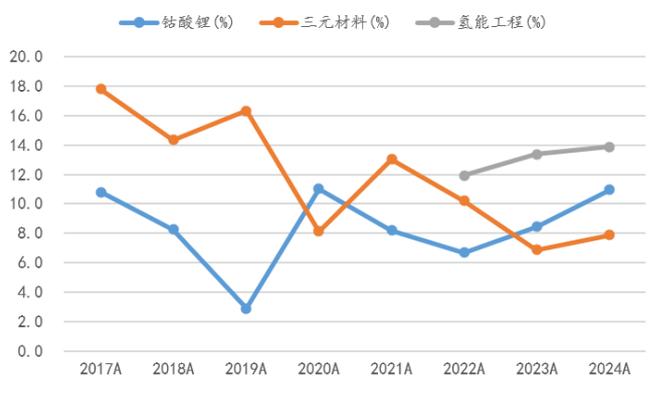
资料来源: 中原证券研究所, 百川盈孚

图 14: 公司单季度盈利能力



资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 15: 公司主营产品盈利能力



资料来源: 中原证券研究所, Wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,833	8,571	9,649	11,850	13,777
现金	1,200	1,635	424	1,481	2,046
应收票据及应收账款	3,499	2,349	3,275	3,880	4,363
其他应收款	6	6	7	9	10
预付账款	10	12	13	17	19
存货	1,964	2,476	3,431	3,684	4,226
其他流动资产	1,155	2,094	2,500	2,779	3,114
非流动资产	5,648	6,176	6,942	6,962	6,982
长期投资	397	417	417	417	417
固定资产	3,500	3,521	4,539	4,808	5,037
无形资产	378	369	376	391	396
其他非流动资产	1,374	1,869	1,611	1,346	1,133
资产总计	13,481	14,747	16,592	18,812	20,759
流动负债	3,770	4,989	6,087	7,534	8,539
短期借款	0	135	35	25	30
应付票据及应付账款	3,674	4,666	5,845	7,270	8,267
其他流动负债	95	187	207	239	242
非流动负债	872	696	724	674	664
长期借款	705	466	476	426	416
其他非流动负债	167	230	248	248	248
负债合计	4,642	5,685	6,811	8,208	9,203
少数股东权益	258	325	322	315	308
股本	421	421	505	505	505
资本公积	6,022	6,022	5,938	5,938	5,938
留存收益	2,138	2,339	3,025	3,856	4,815
归属母公司股东权益	8,582	8,737	9,459	10,290	11,248
负债和股东权益	13,481	14,747	16,592	18,812	20,759

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,580	1,753	176	1,932	1,486
净利润	529	488	751	952	1,100
折旧摊销	369	393	542	620	705
财务费用	106	47	16	14	13
投资损失	-7	18	24	29	24
营运资金变动	1,496	709	-1,146	332	-342
其他经营现金流	87	98	-12	-15	-15
投资活动现金流	-1,485	-972	-1,289	-673	-754
资本支出	-1,145	-966	-1,225	-635	-725
长期投资	-344	-19	3	1	0
其他投资现金流	5	13	-67	-39	-29
筹资活动现金流	-931	-341	-132	-202	-166
短期借款	-70	135	-100	-10	5
长期借款	-166	-239	10	-50	-10
普通股增加	120	0	84	0	0
资本公积增加	-120	0	-84	0	0
其他筹资现金流	-695	-237	-42	-142	-161
现金净增加额	183	435	-1,211	1,056	565

资料来源：中原证券研究所，携宁

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,311	13,297	17,400	21,146	24,307
营业成本	15,927	11,999	15,702	19,103	21,963
营业税金及附加	39	31	61	74	85
营业费用	33	42	52	65	74
管理费用	192	188	244	285	318
研发费用	465	419	565	677	778
财务费用	87	27	4	11	14
资产减值损失	-179	-194	-15	-15	-15
其他收益	83	67	75	76	85
公允价值变动收益	4	8	5	5	5
投资净收益	7	-18	-24	-29	-24
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	560	513	792	998	1,155
营业外收入	4	1	1	1	1
营业外支出	6	6	6	6	6
利润总额	559	508	787	993	1,150
所得税	29	20	36	42	50
净利润	529	488	751	952	1,100
少数股东损益	2	-6	-3	-7	-7
归属母公司净利润	527	494	754	959	1,106
EBITDA	1,005	944	1,332	1,624	1,869
EPS (元)	1.05	0.98	1.49	1.90	2.19

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-39.79	-23.19	30.86	21.53	14.95
营业利润 (%)	-54.80	-8.41	54.34	26.03	15.71
归属母公司净利润 (%)	-52.93	-6.33	52.66	27.15	15.36
获利能力					
毛利率 (%)	7.99	9.76	9.76	9.66	9.64
净利率 (%)	3.05	3.72	4.33	4.54	4.55
ROE (%)	6.15	5.65	7.97	9.32	9.84
ROIC (%)	6.29	5.42	7.25	8.60	9.18
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.43	38.55	41.05	43.63	44.33
净负债比率 (%)	52.51	62.73	69.64	77.41	79.64
流动比率	2.08	1.72	1.59	1.57	1.61
速动比率	1.51	1.17	0.96	1.03	1.07
营运能力					
总资产周转率	1.20	0.94	1.11	1.19	1.23
应收账款周转率	4.10	4.55	6.19	5.91	5.90
应付账款周转率	7.29	5.41	6.34	6.15	5.99
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.05	0.98	1.49	1.90	2.19
每股经营现金流 (最新摊薄)	5.11	3.47	0.35	3.83	2.94
每股净资产 (最新摊薄)	17.00	17.31	18.74	20.39	22.29
估值比率					
P/E	52.35	55.89	36.61	28.79	24.96
P/B	3.22	3.16	2.92	2.68	2.45
EV/EBITDA	16.15	19.36	20.88	16.44	13.99

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。