

2025 年 08 月 21 日

振华新材（688707.SH）

上半年业绩承压，布局固态电解质与富锂锰基材料

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布半年报，2025H1 实现营收 7.13 亿元、同比-26.69%。归母净利润-2.17 亿元，扣非归母净利润-2.23 亿元。第二季度公司实现营业收入 4.41 亿元，同比增长 31.31%，实现归母净利润-1.20 亿元，同比下降 80.70%。
- ◆ 正极材料市场结构分化导致公司业绩下滑。2025 年上半年营收降幅较大主要系下游市场呈现消费理性回归态势，正极材料市场结构分化，磷酸铁锂主导地位强化影响，行业竞争加剧导致公司正极材料环节议价能力减弱，产品销售单价持续低位运行，公司传统优势产品（如中镍 5 系材料）市场需求显著收缩，产品需求发生结构性变化，5 系和 8 系产品需求减少，导致产品销量下滑。2025 年上半年新能源汽车价格在 20 万元以下的车型销量同比增长 55%，占当期新能源汽车总销量比例为 60%，较去年同期增加 6pct；而 30 万元以上高端市场出现负增长。上半年国内磷酸铁锂产量为 163.2 万吨，同比增长 66.6%。相比之下，三元材料市场进入存量竞争与结构优化阶段。2025 年上半年全球三元材料产量 45.5 万吨，同比下滑 4.5%；中国三元材料产量为 32.1 万吨，同比增长 7.3%，增速远低于磷酸铁锂产量的增速。2025H1 公司正极材料营收 7.00 亿元，同比-25.29%、占营业收入 98.17%；其他业务营收 0.13 亿元、同比-63.35%、占营业收入 1.83%。
- ◆ 盈利能力短期承压，费用率有所变动。公司从盈利能力指标来看，上半年毛利率为-14.62%，同比下降 4.28 pct。第二季度毛利率为-9.94%，同比下降 6.68pct，季度环比提升 12.27 pct。毛利率变动原因主要是行业竞争加剧使正极材料议价能力减弱，产品单价降低，虽控制成本，但售价下降影响毛利；以及碳酸锂等原材料价格总体低位但有波动，“成本加成”定价模式下价格传导滞后影响盈利能力。公司上半年销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.40%/4.88%/2.59%/7.52%，同比分别变动+0.12/+1.16/+1.05/+2.21 pct；累计总费用率为 15.39%，累计上升 4.54pct。第二季度销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.44%/3.80%/2.34%/5.37%，同比分别变动 +0.08/-1.63/-1.36/-1.00pct，季度环比分别变动 +0.10/-2.83/-0.65/-5.65 pct；单季总费用率为 11.95%，同比下降 3.91 pct，季度环比下降 9.03 pct。
- ◆ 中镍 6 系三元材料完成客户端导入认证，高镍及超高镍产品成为主要营收来源。公司持续推进技术研发，2025H1 研发费用总投入达 0.54 亿元，同比提高 3.95%，并取得重要进展。公司新一代中镍高电压 6 系三元材料凭借优异的循环性能、安全性能及低直流内阻特性，已通过部分客户认证并实现批量销售。其中，新能源车用材料已完成认证导入；应用于高安全二轮车及重卡的 6 系材料已进入规模化供应阶段；面向农用无人机领域的 4.4V 三元材料正在进行客户认证测试。2025 H1，公司高镍及超高镍三元正极材料的销量占比已达到 50%，是公司营业收入的主要来源，且在国际客户端（如丰田、三星）已进入百公斤级产品验证阶段。此外，公司开发了适配固态电池体系的高镍/超高镍材料，兼具更高能量密度、更优循环性能

公司快报

基础化工 | 锂电化学品III

投资评级

增持(维持)

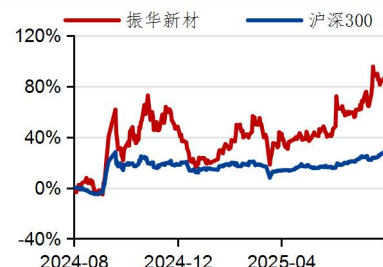
股价(2025-08-20)

15.61 元

交易数据

总市值（百万元）	7,941.43
流通市值（百万元）	7,941.43
总股本（百万股）	508.74
流通股本（百万股）	508.74
12 个月价格区间	15.75/8.10

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.56	20.29	62.67
绝对收益	15.8	29.87	90.83

分析师

贺朝晖

SAC 执业证书编号：S0910525030003
hezhaohui@huajinsc.cn

分析师

周涛

SAC 执业证书编号：S0910523050001
zhoutao@huajinsc.cn

相关报告



与安全性。

◆ **钠电卡位优势明显**，固态电解质与富锂锰基材料提前布局。公司钠离子电池正极材料研发进展顺利，报告期内，公司已掌握层状氧化物与聚阴离子两大主流技术路线的核心制备工艺，为布局下一代电池技术奠定基础；已实现部分产品批量销售，部分产品正在进行下游客户论证，技术水平行业领先，卡位优势明显。与此同时，积极布局固态电池相关材料研发，成功开发出粒径小（纳米级）、空气稳定性好、离子电导率高及分散性优等特性的复合固体电解质材料，现已实现吨级稳定制备，在现有三元材料改性升级及固态电池、半固态电池方面的应用有良好前景，并已与宁德时代、新能源科技（ATL）、中汽新能、上汽清陶、孚能科技、正力新能、赣锋锂电、微宏动力、丰田等企业建立合作关系，积极推进产品验证工作及年产百吨级中试线建设；研发的富锂锰基材料已进入小试阶段，可适配传统液态锂离子电池及固态电池，目前已完成高容量（300mAh/g）富锂锰基材料向多家客户送样工作。

◆ **投资建议**：公司保持高研发投入，钠电池、磷酸锰铁锂、富锂锰基、固态电池正极材料及固态电解质等方向进展顺利，有望贡献收入弹性。预计 2025-2027 年归母净利润分别为-0.87、1.20 和 2.90 亿元，对应 EPS-0.17、0.24 和 0.57 元/股，对应 PE-91、66 和 27 倍，维持“增持”评级。

◆ **风险提示**：1、原材料价格大幅上涨；2、新能源车销量低于预期；3、新品研发低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,876	1,961	1,776	2,564	3,328
YoY(%)	-50.7	-71.5	-9.5	44.4	29.8
归母净利润(百万元)	103	-528	-87	120	290
YoY(%)	-91.9	-613.9	83.5	237.5	141.8
毛利率(%)	6.8	-13.4	5.4	15.1	19.0
EPS(摊薄/元)	0.20	-1.04	-0.17	0.24	0.57
ROE(%)	2.6	-11.9	-2.0	2.8	6.5
P/E(倍)	77.3	-15.0	-91.2	66.3	27.4
P/B(倍)	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8
净利率(%)	1.5	-26.9	-4.9	4.7	8.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

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	6461	4590	4959	6752	6896
现金	2840	2232	2172	1923	2330
应收票据及应收账款	1475	792	1260	2684	2436
预付账款	32	2	29	16	42
存货	1538	986	921	1549	1509
其他流动资产	576	578	577	579	579
非流动资产	3164	3220	3111	3137	3121
长期投资	61	55	56	56	53
固定资产	2505	2380	2331	2376	2361
无形资产	211	232	251	275	304
其他非流动资产	387	553	473	430	402
资产总计	9626	7810	8070	9888	10017
流动负债	4556	2814	3304	5229	5306
短期借款	799	800	800	2884	1729
应付票据及应付账款	3442	1137	2322	2158	3389
其他流动负债	315	878	183	187	187
非流动负债	1188	578	435	335	225
长期借款	1127	524	378	280	169
其他非流动负债	61	54	57	56	56
负债合计	5744	3392	3739	5564	5531
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	443	509	509	509	509
资本公积	2127	3151	3151	3151	3151
留存收益	1312	758	687	788	1037
归属母公司股东权益	3882	4418	4331	4324	4486
负债和股东权益	9626	7810	8070	9888	10017

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1621	-1393	822	-1855	2049
净利润	103	-528	-87	120	290
折旧摊销	193	226	150	159	165
财务费用	73	33	9	76	105
投资损失	-5	5	-8	-8	-4
营运资金变动	1149	-1221	757	-2203	1494
其他经营现金流	108	91	0	0	0
投资活动现金流	-257	-148	-34	-177	-146
筹资活动现金流	-213	1018	-848	-301	-342
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	-1.04	-0.17	0.24	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	3.19	-2.74	1.61	-3.65	4.03
每股净资产(最新摊薄)	7.63	8.69	8.51	8.50	8.82

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6876	1961	1776	2564	3328
营业成本	6410	2225	1680	2177	2695
营业税金及附加	28	18	9	13	15
营业费用	11	6	5	5	7
管理费用	89	69	55	51	50
研发费用	83	90	71	77	100
财务费用	73	33	9	76	105
资产减值损失	-85	-154	-53	-38	-33
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	-5	8	8	4
营业利润	114	-627	-99	134	327
营业外收入	5	1	5	6	4
营业外支出	10	4	4	5	6
利润总额	109	-630	-98	135	326
所得税	6	-102	-11	15	36
税后利润	103	-528	-87	120	290
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	103	-528	-87	120	290
EBITDA	339	-388	49	356	574

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-50.7	-71.5	-9.5	44.4	29.8
营业利润(%)	-92.1	-651.7	84.1	235.0	143.9
归属于母公司净利润(%)	-91.9	-613.9	83.5	237.5	141.8
获利能力					
毛利率(%)	6.8	-13.4	5.4	15.1	19.0
净利率(%)	1.5	-26.9	-4.9	4.7	8.7
ROE(%)	2.6	-11.9	-2.0	2.8	6.5
ROIC(%)	2.3	-7.8	-1.6	2.3	5.6
偿债能力					
资产负债率(%)	59.7	43.4	46.3	56.3	55.2
流动比率	1.4	1.6	1.5	1.3	1.3
速动比率	0.9	1.1	1.0	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	3.2	1.7	1.7	1.3	1.3
应付账款周转率	1.8	1.0	1.0	1.0	1.0
估值比率					
P/E	77.3	-15.0	-91.2	66.3	27.4
P/B	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA	21.6	-20.3	144.4	26.3	13.4

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

贺朝晖、周涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn