

厦钨新能 (688778.SH)

钴酸锂领先地位稳固，新材料布局加速推进

优于大市

核心观点

公司2025H1实现归母净利润3.07亿元，同比+28%。公司2025H1实现营收75.34亿元，同比+18%；实现归母净利润3.07亿元，同比+28%；毛利率为9.99%、同比+0.48pct；净利率为4.06%、同比+0.28pct。公司2025Q2实现营收45.57亿元，同比+48%、环比+53%；实现归母净利润1.90亿元，同比+48%、环比+63%；毛利率为10.26%、同比-1.36pct、环比+0.67pct；净利率为4.20%、同比-0.06pct、环比+0.35pct。公司正极材料销量快速提升，产能利用率改善背景下、盈利能力持续向好。

公司钴酸锂销量快速增长，行业领先地位稳固。2025年以旧换新将电子消费品纳入名录，消费电池需求显著回暖，拉动钴酸锂需求增长。公司2025H1钴酸锂正极销量2.88万吨，同比+57%；其中Q2钴酸锂销量约为1.65万吨、环比+34%。根据鑫铈锂电数据，2025H1公司在钴酸锂市场份额达到52%、行业领先地位稳固。公司高电压钴酸锂持续放量，4.53V高电压钴酸锂已大规模量产，4.55V钴酸锂产品进入中试阶段。

公司动力电池正极材料布局持续完善，全球化布局稳步推进。公司巩固高电压、高功率三元材料技术优势的同时，充分发挥水热法磷酸铁锂的差异化竞争优势，动力电池正极布局持续完善。2025H1公司三元及磷酸铁锂正极销量3.19万吨，同比+21%；其中Q2销量约为1.94万吨、环比+55%。公司围绕增程、混动、中高端电动车和低空领域开发多款产品，打造高电压、高镍、高功率差异化竞争优势。全球化布局方面，公司法国4万吨合资三元正极项目建设有序推进，4万吨合资三元前驱体项目正在推进技术授权等工作。

公司坚持技术创新，固态电池材料、NL全新结构材料产业化加速推进。NL正极材料方面，公司重点推进其在3C消费电池应用，并针对低空、电动工具、固态电池开发相应的材料体系。固态电池正极方面，公司匹配氧化物路线的正极材料已批量供货，硫化物路线正极材料已提供多批次样品进行验证。固态电解质方面，公司氧化物电解质实现吨级生产，硫化锂样品在客户端测试进展良好。补锂剂方面，公司已实现其在动力及储能领域量产，3C领域通过头部客户初步评测。

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：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。基于钴酸锂需求向好对公司业绩的积极影响，我们上调盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润为7.89/9.86/11.25亿元（原预测为7.43/8.95/10.45亿元），同比+60%/+25%/+14%，EPS为1.56/1.95/2.23元，动态PE为36.5/29.2/25.6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	19,441	21,567	22,874
(+/-%)	-39.8%	-23.2%	46.2%	10.9%	6.1%
净利润(百万元)	527	494	789	986	1125
(+/-%)	-52.9%	-6.3%	59.7%	24.9%	14.1%
每股收益(元)	1.25	1.17	1.56	1.95	2.23
EBIT Margin	3.8%	4.6%	4.4%	4.9%	5.3%
净资产收益率(ROE)	6.0%	5.5%	8.2%	9.2%	9.5%
市盈率(PE)	45.5	48.6	36.5	29.2	25.6
EV/EBITDA	28.2	29.8	28.0	23.6	20.4
市净率(PB)	2.71	2.65	2.97	2.70	2.44

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

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	57.01元
总市值/流通市值	28772/28772百万元
52周最高价/最低价	63.82/25.38元
近3个月日均成交额	407.46百万元

市场走势

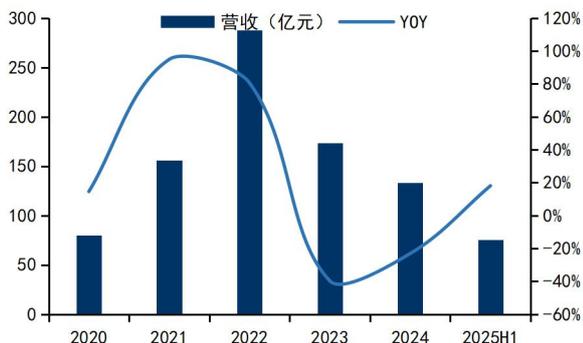


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

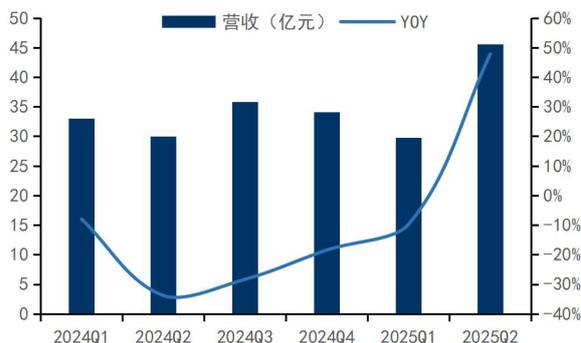
- 《厦钨新能(688778.SH)-钴酸锂行业领先地位稳固，固态电池材料加速布局》——2025-04-29
- 《厦钨新能(688778.SH)-2024年中报点评-钴酸锂销量稳步提升，Q2盈利能力环比改善》——2024-08-08
- 《厦钨新能(688778.SH)-2023年三季报点评-正极销量环比提升，盈利能力表现稳定》——2023-10-25

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



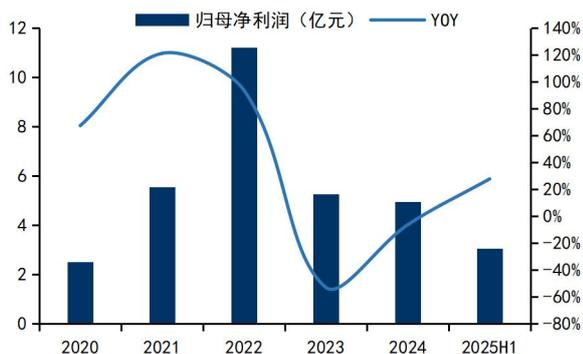
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）



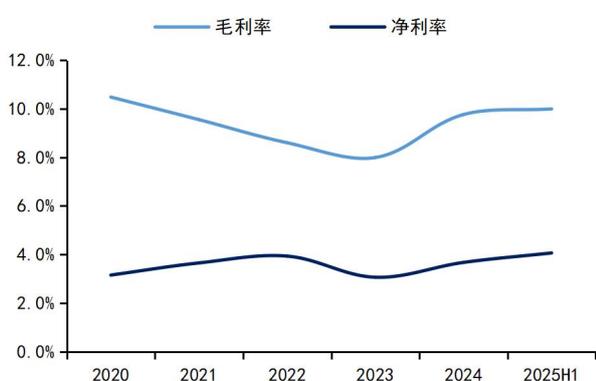
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



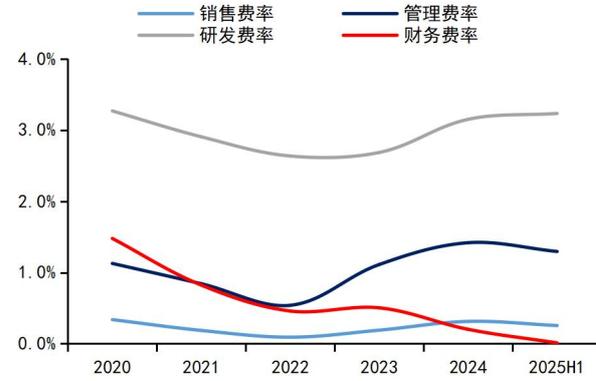
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率、净利率变化情况（单位：%）



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（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1200	1635	1063	1000	1445	营业收入	17311	13297	19441	21567	22874
应收款项	3499	2349	3728	4136	4387	营业成本	15927	11999	17660	19555	20693
存货净额	1964	2476	3196	3545	3760	营业税金及附加	39	31	78	65	46
其他流动资产	657	1597	530	587	621	销售费用	33	42	47	47	46
流动资产合计	7833	8571	9047	9810	10766	管理费用	192	188	224	226	229
固定资产	4678	5194	5474	6221	6145	研发费用	465	419	583	625	640
无形资产及其他	378	369	354	339	324	财务费用	87	27	12	17	26
其他长期资产	196	197	194	216	229	投资收益	7	(18)	(18)	0	0
长期股权投资	397	417	417	417	417	资产减值及公允价值变动	(102)	(134)	(23)	(10)	(10)
资产总计	13481	14747	15486	17003	17880	其他收入	88	75	45	40	40
短期借款及交易性金融负债	33	236	200	729	200	营业利润	560	513	842	1061	1225
应付款项	3674	4666	4733	4714	4981	营业外净收支	(2)	(5)	0	1	2
其他流动负债	58	84	175	194	205	利润总额	559	508	842	1062	1227
流动负债合计	3770	4989	5108	5637	5386	所得税费用	29	20	55	74	98
长期借款及应付债券	705	466	466	466	466	少数股东损益	2	(6)	(2)	2	4
其他长期负债	167	230	230	230	230	归属于母公司净利润	527	494	789	986	1125
长期负债合计	872	696	696	696	696	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4642	5685	5805	6333	6082	净利润	527	494	789	986	1125
少数股东权益	258	325	323	325	329	资产减值准备	(102)	(134)	(23)	(10)	(10)
股东权益	8582	8737	9359	10345	11469	折旧摊销	359	380	384	438	492
负债和股东权益总计	13481	14747	15486	17003	17880	公允价值变动损失	0	0	(10)	(10)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	87	27	12	17	26
每股收益	1.25	1.17	1.56	1.95	2.23	营运资本变动	1888	712	(882)	(817)	(223)
每股红利	0.70	0.40	0.00	0.00	0.00	其它	(92)	301	61	39	50
每股净资产	21.01	21.54	19.18	21.14	23.38	经营活动现金流	2580	1753	320	626	1423
ROIC	12%	11%	15%	15%	16%	资本开支	(1145)	(966)	(650)	(1170)	(400)
ROE	6%	5%	8%	9%	10%	其它投资现金流	(339)	(6)	(26)	(31)	(23)
毛利率	8%	10%	9%	9%	10%	投资活动现金流	(1485)	(972)	(676)	(1201)	(423)
EBIT Margin	4%	5%	4%	5%	5%	权益性融资	5	(44)	0	0	0
EBITDA Margin	6%	7%	6%	7%	7%	负债净变化	(698)	24	(36)	529	(529)
收入增长	-40%	-23%	46%	11%	6%	支付股利、利息	(150)	(294)	(168)	0	0
净利润增长率	-53%	-6%	60%	25%	14%	其它融资现金流	(532)	263	(36)	529	(529)
资产负债率	34%	39%	37%	37%	34%	融资活动现金流	(931)	(341)	(216)	512	(555)
息率	1.2%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	165	440	(572)	(63)	445
P/E	45.48	48.55	36.46	29.18	25.58	货币资金的期初余额	1017	1200	1635	1063	1000
P/B	2.71	2.65	2.97	2.70	2.44	货币资金的期末余额	1200	1635	1063	1000	1445
EV/EBITDA	28.23	29.75	28.02	23.63	20.36	企业自由现金流	1723	719	(353)	(574)	992
						权益自由现金流	942	718	(400)	(61)	439

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 ±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 ±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

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提及的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