



股票投资评级

增持 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	80.94
总股本/流通股本(亿股)	5.05 / 5.05
总市值/流通市值(亿元)	408 / 408
52周内最高/最低价	86.53 / 25.40
资产负债率(%)	38.2%
市盈率	68.59
第一大股东	厦门钨业股份有限公司

研究所

分析师: 虞洁攀
SAC 登记编号: S1340523050002
Email: yujiepan@cnpsec.com

厦钨新能(688778)

钴酸锂需求向好，固态材料卡位优势明显

● 投资要点

事件：公司发布 2025 年半年报。

上半年业绩高增。2025H1，公司实现营收 75.34 元，同比+18.04%；实现归母净利润 3.07 亿元，同比+27.76%；实现扣非归母净利润 2.91 亿元，同比+32.24%。单看 2025Q2，公司实现营收 45.57 亿元，同比+47.78%，环比+53.10%；实现归母净利润 1.90 亿元，同比+47.55%，环比+63.02%；实现扣非归母净利润 1.79 亿元，同比+53.03%，环比+60.91%。

正极材料出货量同比增长超 35%，其中钴酸锂需求较好。上半年公司锂电正极材料销量 6.07 万吨，同比增长 35.50%。其中，钴酸锂 2.88 万吨，同比增长 56.64%，受益于国家换机补贴政策和 3C 消费设备 AI 功能带电量提升带来 3C 消费领域的需求增长；动力电池正极材料销量 3.19 万吨，同比增长 20.76%。

费用率管控较好，盈利能力同比提升。2025H1，公司毛利率 9.99%，同比提升 0.48pcts；净利率 4.06%，同比提升 0.28pcts。销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.25%/1.29%/3.23%/0.01%，分别同比-0.03/-0.11/-0.06/-0.31pcts，合计-0.51pcts。

固态领域卡位优秀，正极和电解质布局领先。在固态电池领域，公司重点在正极材料和电解质方面布局：在固态电池正极材料方面，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的正极材料方面，公司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，同时，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。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年营业收入 171.85、214.42、249.17 亿元，同比增长 29.24%、24.77%、16.21%；预计归母净利润 7.46、10.71、11.19 亿元，同比增长 51.04%、43.58%、4.48%；对应 PE 分别为 54.74、38.13、36.49 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示：

下游需求不及预期；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；国内外政策变化风险；新产品研发进度不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13297	17185	21442	24917
增长率(%)	-23.19	29.24	24.77	16.21
EBITDA（百万元）	944.04	1245.36	1616.67	1705.81
归属母公司净利润（百万元）	494.07	746.23	1071.41	1119.41
增长率(%)	-6.33	51.04	43.58	4.48
EPS（元/股）	0.98	1.48	2.12	2.22
市盈率（P/E）	82.68	54.74	38.13	36.49
市净率（P/B）	4.68	4.32	3.94	3.60
EV/EBITDA	19.36	32.09	24.31	22.50

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	13297	17185	21442	24917	营业收入	-23.2%	29.2%	24.8%	16.2%
营业成本	11999	15547	19267	22428	营业利润	-8.4%	53.4%	42.6%	4.4%
税金及附加	31	37	48	55	归属于母公司净利润	-6.3%	51.0%	43.6%	4.5%
销售费用	42	40	54	64	获利能力				
管理费用	188	206	270	315	毛利率	9.8%	9.5%	10.1%	10.0%
研发费用	419	533	653	768	净利率	3.7%	4.3%	5.0%	4.5%
财务费用	27	-2	-3	-14	ROE	5.7%	7.9%	10.3%	9.9%
资产减值损失	-194	-189	-205	-219	ROIC	5.4%	7.0%	9.3%	8.8%
营业利润	513	787	1123	1172	偿债能力				
营业外收入	1	3	2	2	资产负债率	38.5%	37.7%	40.5%	42.1%
营业外支出	6	6	6	6	流动比率	1.72	1.85	1.80	1.81
利润总额	508	784	1119	1168	营运能力				
所得税	20	40	53	55	应收账款周转率	4.55	6.14	5.82	5.64
净利润	488	744	1066	1113	存货周转率	5.41	6.40	7.26	7.18
归母净利润	494	746	1071	1119	总资产周转率	0.94	1.13	1.27	1.31
每股收益(元)	0.98	1.48	2.12	2.22	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.98	1.48	2.12	2.22
货币资金	1635	1734	2308	3239	每股净资产	17.31	18.73	20.56	22.48
交易性金融资产	503	515	537	564	估值比率				
应收票据及应收账款	2349	3247	4123	4716	PE	82.68	54.74	38.13	36.49
预付款项	12	13	16	19	PB	4.68	4.32	3.94	3.60
存货	2476	2384	2921	3325	现金流量表				
流动资产合计	8571	9385	11737	13986	净利润	488	744	1066	1113
固定资产	3521	3565	3531	3549	折旧和摊销	393	463	501	551
在建工程	1673	1686	1681	1583	营运资本变动	709	-752	-407	-347
无形资产	369	357	345	333	其他	163	100	164	277
非流动资产合计	6176	6295	6246	6154	经营活动现金流净额	1753	556	1324	1594
资产总计	14747	15680	17983	20140	资本开支	-966	-503		-463
短期借款	135	145	112	154	其他	-6	-57	-41	-45
应付票据及应付账款	4666	4725	6166	7315	投资活动现金流净额	-972	-560	-491	-508
其他流动负债	187	213	243	270	股权融资	76	0	0	0
流动负债合计	4989	5083	6521	7739	债务融资	-46	141	-89	19
其他	696	823	767	744	其他	-371	-71	-169	-174
非流动负债合计	696	823	767	744	筹资活动现金流净额	-341	70	-258	-155
负债合计	5685	5907	7288	8483	现金及现金等价物净增加额	435	99	574	931
股本	421	505	505	505					
资本公积金	6022	5938	5938	5938					
未分配利润	2124	2691	3457	4257					
少数股东权益	325	323	317	311					
其他	171	317	478	646					
所有者权益合计	9062	9773	10695	11657					
负债和所有者权益总计	14747	15680	17983	20140					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具时的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。

过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048