

业绩符合预期，盈利能力稳定

2025 年 10 月 26 日

➤ **事件。**2025 年 10 月 24 日，公司发布 2025 年三季报，公司前三季度实现营收 130.59 亿元，同比增长 29.80%，实现归母净利润 5.52 亿元，同比增长 41.54%，扣非后归母净利润 5.06 亿元，同比增长 48.20%，业绩整体符合预期。

➤ **Q3 业绩拆分。营收和净利：**公司 2025Q3 营收 55.26 亿元，同比+54.25%，环比+21.25%，归母净利润为 2.45 亿元，同比+91.05%，环比+ 28.97%，扣非后净利润为 2.15 亿元，同比+77.02%，环比+20.22%。**毛利率：**2025Q3 毛利率为 10.00%，同比+0.91pct，环比-0.26pcts。**净利率：**2025Q3 净利率为 4.52%，同比+28.60pct，环比+0.32pct。**费用率：**公司 2025Q3 期间费用率为 4.46%，同比-0.65pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.24%、1.03%、2.66%、0.09%。

➤ **锂电正极材料出货增加，盈利能力稳定。**2025 年前三季度，公司锂电正极材料产品实现销量 9.99 万吨，同比增长 40.41%，受益于国家“两新”换机政策及 AI 功能在 3C 产品应用的不断创新，钴酸锂需求不断提升，实现销量 4.69 万吨，同比增长 45.38%；同时新能源汽车市场延续良好表现，带动动力电池正极材料（含三元材料、磷酸铁锂等）实现销量 5.30 万吨，同比增长 36.29%；氢能材料方面，公司实现销量 3,074.50 吨，同比增长 8.05%。

➤ **战略合作落地，强化供应链布局。**公司为巩固原材料保障、深化产业链协同，近期与中伟股份、格林美签署战略合作协议。9 月 29 日与中伟股份签约，在产品供销、矿产资源开发、产品研发等多层面建立战略合作伙伴关系，2028 年前预计实现年供四氧化三钴 4 万吨、三元前驱体 5 万吨；10 月 24 日与格林美达成合作，围绕先进电池原料与材料产品供应，2026-2028 年格林美每年供电池原料 15 万吨（合计 45 万吨），双方将联合研发回收技术并建立价格协商机制。

➤ **高镍与固态技术突破，研发转化效率提升。**2025 前三季度公司研发投入同比增长 25.07%，重点布局高镍三元与固态电池材料：高镍领域，4.53V 高电压钴酸锂大规模量产，4.55V 产品中试推进；固态电池领域，实现氧化物固态电解质的吨级生产，硫化锂样品在客户端测试良好；同时，公司独创 NL 结构正极材料，通过定向迭代工艺提升锂离子嵌入稳定性，降低金属资源依赖，可有效降低成本。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年实现营收 172.40、188.78 和 224.17 亿元，同比增速分别为 29.7%、9.5%和 18.7%；归母净利分别为 7.77、10.60 和 13.64 亿元，同比增速分别为 57.3%、36.4%和 28.7%。2025 年 10 月 24 日收盘价对应 PE 分别为 50、37、29 倍。考虑到公司技术优势明显，未来业务多曲线成长明确，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料供应及价格波动、战略合作不及预期风险、行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,297	17,240	18,878	22,417
增长率（%）	-23.2	29.7	9.5	18.7
归属母公司股东净利润（百万元）	494	777	1,060	1,364
增长率（%）	-6.3	57.3	36.4	28.7
每股收益（元）	0.98	1.54	2.10	2.70
PE	79	50	37	29
PB	4.5	4.2	3.9	3.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

77.36 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@glms.com.cn

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@glms.com.cn

分析师 席子屹

执业证书：S0100524070007

邮箱：xiziyi@glms.com.cn

相关研究

1.厦钨新能 (688778.SH) 2025 年半年报点评：业绩符合预期，行业龙头地位稳固-2025/08/22

2.厦钨新能 (688778.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：业绩符合预期，新技术加速落地-2025/04/27

3.厦钨新能 (688778.SH) 2024 年半年报点评：业绩符合预期，盈利能力明显改善-2024/08/04

4.厦钨新能 (688778.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：一季度销量略超预期，持续丰富产品矩阵-2024/04/19

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13,297	17,240	18,878	22,417
营业成本	11,999	15,502	16,810	19,887
营业税金及附加	31	52	57	67
销售费用	42	52	57	67
管理费用	188	224	208	224
研发费用	419	517	529	583
EBIT	551	899	1,224	1,596
财务费用	27	24	34	64
资产减值损失	-194	-16	-16	-18
投资收益	-18	9	9	11
营业利润	513	868	1,184	1,526
营业外收支	-5	-6	-4	-4
利润总额	508	862	1,180	1,522
所得税	20	86	118	152
净利润	488	776	1,062	1,370
归属于母公司净利润	494	777	1,060	1,364
EBITDA	944	1,320	1,715	2,161

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,635	2,328	2,358	2,255
应收账款及票据	2,349	2,899	3,123	3,648
预付款项	12	16	17	20
存货	2,476	3,169	3,208	3,524
其他流动资产	2,100	2,605	2,771	3,130
流动资产合计	8,571	11,017	11,477	12,577
长期股权投资	417	417	417	417
固定资产	3,521	3,889	4,181	4,397
无形资产	369	406	442	475
非流动资产合计	6,176	6,585	7,055	7,652
资产合计	14,747	17,603	18,532	20,229
短期借款	135	1,135	1,135	1,135
应付账款及票据	4,666	5,946	6,217	7,083
其他流动负债	187	199	214	250
流动负债合计	4,989	7,280	7,567	8,468
长期借款	466	466	466	466
其他长期负债	230	247	250	252
非流动负债合计	696	714	716	718
负债合计	5,685	7,993	8,283	9,186
股本	421	505	505	505
少数股东权益	325	323	326	331
股东权益合计	9,062	9,610	10,249	11,043
负债和股东权益合计	14,747	17,603	18,532	20,229

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-23.19	29.66	9.50	18.75
EBIT 增长率	-13.44	63.20	36.24	30.33
净利润增长率	-6.33	57.28	36.39	28.71
盈利能力 (%)				
毛利率	9.76	10.08	10.95	11.28
净利率	3.72	4.51	5.61	6.09
总资产收益率 ROA	3.35	4.41	5.72	6.74
净资产收益率 ROE	5.65	8.37	10.68	12.74
偿债能力				
流动比率	1.72	1.51	1.52	1.49
速动比率	1.17	1.03	1.04	1.02
现金比率	0.33	0.32	0.31	0.27
资产负债率 (%)	38.55	45.41	44.69	45.41
经营效率				
应收账款周转天数	64.44	62.00	61.00	60.00
存货周转天数	75.30	75.00	70.00	65.00
总资产周转率	0.94	1.07	1.04	1.16
每股指标 (元)				
每股收益	0.98	1.54	2.10	2.70
每股净资产	17.31	18.40	19.66	21.22
每股经营现金流	3.47	1.61	2.90	3.34
每股股利	0.40	0.50	0.50	0.50
估值分析				
PE	79	50	37	29
PB	4.5	4.2	3.9	3.6
EV/EBITDA	40.40	28.90	22.24	17.65
股息收益率 (%)	0.52	0.65	0.65	0.65

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	488	776	1,062	1,370
折旧和摊销	393	421	491	565
营运资金变动	709	-406	-191	-356
经营活动现金流	1,753	814	1,466	1,688
资本开支	-966	-773	-964	-1,166
投资	-19	0	0	0
投资活动现金流	-972	-767	-955	-1,155
股权募资	76	0	0	0
债务募资	-46	900	3	2
筹资活动现金流	-341	646	-481	-636
现金净流量	435	693	30	-103

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048