

厦钨新能（688778）

2025 年三季报点评：Q3 钴酸锂量利双升，业绩略超预期

买入（维持）

2025 年 10 月 27 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 胡锦芸

执业证书：S0600525090004

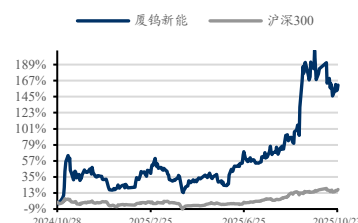
hujinyun@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	17,311	13,297	17,678	22,259	25,491
同比（%）	(39.79)	(23.19)	32.95	25.91	14.52
归母净利润（百万元）	527.45	494.07	833.28	1,109.47	1,331.66
同比（%）	(52.93)	(6.33)	68.65	33.15	20.03
EPS-最新摊薄（元/股）	1.05	0.98	1.65	2.20	2.64
P/E（现价&最新摊薄）	74.02	79.02	46.85	35.19	29.32

投资要点

- **业绩略超预期。**公司 25Q1-3 营收 130.6 亿元，同+29.8%，归母净利润 5.5 亿元，同+41.5%，毛利率 10%，同+0.3pct，归母净利率 4.2%，同+0.5pct；其中 25Q3 营收 55.3 亿元，同环比+50%/+21%，归母净利润 2.5 亿元，同环比+64%/+29%，毛利率 10%，同环比+0.1/-0.3pct，归母净利率 4.4%，同环比+0.9/+0.3pct。
- **Q3 钴酸锂量利双升，有望持续贡献利润增量。**25Q1-3 钴酸锂销量 4.69 万吨，同增 45%，其中 25Q3 钴酸锂销量 1.8 万吨，环增 6%左右，充分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的需求增长，我们预计 25 年出货 6.5 万吨+，同比增长 40%+。盈利端，我们测算 25Q3 单吨净利 1 万/吨以上，环比增长 10%+。NL 结构正极 25 年推进电池定型，率先用于消费领域，26 年有望放量，进一步提升盈利能力。
- **Q3 三元盈利稳定，铁锂微亏，Q4 有望扭亏。**25Q1-3 公司动力电池正极材料（三元、铁锂）实现销量 5.3 万吨，同比增长 36%。三元方面，我们预计 25Q1-3 销量 4 万吨+，其中 Q3 销量约 1.5 万吨，环增 20%；25 全年三元销量有望达 5.5-6 万吨，同增近 10%。盈利端，我们测算 25Q3 三元单吨扣非利润约 0.2 万，环比持平。铁锂方面，我们预计 25Q1-3 销量 1.2 万吨+，其中 Q3 销量 0.6 万吨+，环增 30%+。盈利端，25Q3 铁锂预计微亏，随着产销规模提升且工艺改进降本，Q4 起有望扭亏。
- **固态方面公司硫化锂进展领先。**公司采用气相法将活性锂化合物与含硫化合物反应，在高温反应器中沉积高纯度硫化锂。依托集团金属冶炼技术和腐蚀材料开发，公司从设备开发到生产工艺，一体化布局，产品已对接日韩客户及国内头部电池企业，预计 25 年底具备 10 吨产能，26 年落地百吨级产线。
- **Q3 经营性现金流下滑，存货较年初增加明显。**公司 25Q1-3 期间费用率 4.5%，同-0.6pct，其中 Q3 费用率 4%，同环比-0.8/-0.6pct；25Q1-3 经营性净现金流 9 亿元，同-29.5%，其中 Q3 经营性现金流 2.5 亿元，同环比-24.4%/-33.5%；25Q1-3 资本开支 4.9 亿元，同-35.6%，其中 Q3 资本开支 1.9 亿元，同环比-25%/+40.5%；25Q3 末存货 45.7 亿元，较年初+84.6%。
- **盈利预测与投资评级：**由于钴酸锂量利双升，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 8.3/11.1/13.3 亿元（原预期 8.1/9.3/11.2 亿元），同比+69%/+33%/+20%，对应 PE 分别为 47/35/29 倍。考虑公司主业增长明确，且卡位固态电池核心材料硫化锂，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新材料进展不及预期，电动车销量不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	77.36
一年最低/最高价	34.53/91.51
市净率(倍)	4.33
流通 A 股市值(百万元)	39,042.90
总市值(百万元)	39,042.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.85
资产负债率(%，LF)	45.86
总股本(百万股)	504.69
流通 A 股(百万股)	504.69

相关研究

《厦钨新能(688778)：2025 半年报点评：Q2 钴酸锂贡献利润增量，三元盈利稳定》

2025-08-21

《厦钨新能(688778)：2025 年半年度业绩快报点评：Q2 业绩略超预期，钴酸锂销量高增盈利亮眼》

2025-07-23

厦钨新能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,571	10,579	13,186	15,524	营业总收入	13,297	17,678	22,259	25,491
货币资金及交易性金融资产	2,138	3,076	4,369	6,109	营业成本(含金融类)	11,999	16,044	20,203	23,131
经营性应收款项	3,685	4,525	5,675	6,478	税金及附加	31	39	49	56
存货	2,476	2,664	2,786	2,540	销售费用	42	49	62	71
合同资产	0	0	0	0	管理费用	188	212	256	280
其他流动资产	273	314	356	397	研发费用	419	495	579	642
非流动资产	6,176	5,905	5,567	5,192	财务费用	27	18	4	(15)
长期股权投资	417	417	417	417	加:其他收益	67	71	76	84
固定资产及使用权资产	3,532	3,859	3,894	3,746	投资净收益	(18)	9	11	13
在建工程	1,673	1,064	698	479	公允价值变动	8	0	0	0
无形资产	369	361	354	346	减值损失	(134)	(41)	(40)	(40)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	1
长期待摊费用	12	12	12	12	营业利润	513	859	1,153	1,383
其他非流动资产	174	192	192	192	营业外净收支	(5)	(3)	(3)	(3)
资产总计	14,747	16,484	18,753	20,717	利润总额	508	856	1,150	1,380
流动负债	4,989	6,136	7,666	8,744	减:所得税	20	26	34	41
短期借款及一年内到期的非流动负债	236	233	233	233	净利润	488	831	1,115	1,338
经营性应付款项	4,666	5,794	7,295	8,353	减:少数股东损益	(6)	(2)	6	7
合同负债	3	4	4	5	归属母公司净利润	494	833	1,109	1,332
其他流动负债	84	105	133	153	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.98	1.65	2.20	2.64
非流动负债	696	715	715	715	EBIT	551	875	1,154	1,364
长期借款	466	466	466	466	EBITDA	944	1,369	1,696	1,945
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	9.76	9.25	9.24	9.26
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	3.72	4.71	4.98	5.22
其他非流动负债	227	246	246	246	收入增长率(%)	(23.19)	32.95	25.91	14.52
负债合计	5,685	6,851	8,381	9,459	归母净利润增长率(%)	(6.33)	68.65	33.15	20.03
归属母公司股东权益	8,737	9,311	10,043	10,923					
少数股东权益	325	323	328	335					
所有者权益合计	9,062	9,633	10,372	11,258					
负债和股东权益	14,747	16,484	18,753	20,717					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,753	1,412	1,889	2,410	每股净资产(元)	20.77	18.45	19.90	21.64
投资活动现金流	(972)	(208)	(197)	(194)	最新发行在外股份(百万股)	505	505	505	505
筹资活动现金流	(341)	(278)	(400)	(475)	ROIC(%)	5.47	8.44	10.45	11.49
现金净增加额	435	938	1,292	1,741	ROE-摊薄(%)	5.65	8.95	11.05	12.19
折旧和摊销	393	494	543	580	资产负债率(%)	38.55	41.56	44.69	45.66
资本开支	(966)	(208)	(208)	(207)	P/E (现价&最新股本摊薄)	79.02	46.85	35.19	29.32
营运资本变动	709	40	176	440	P/B (现价)	3.73	4.19	3.89	3.57

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>