

电力设备

报告日期：2025 年 10 月 28 日

钴酸锂销量持续提升，固态电池进展领先

——厦钨新能（688778.SH）2025 年三季度报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：买入（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2025 年 10 月 28 日

当前价格（元）	79.55
52 周价格区间（元）	34.53-91.51
总市值（百万元）	40,148.18
流通市值（百万元）	40,148.18
总股本（万股）	50,469.11
流通股（万股）	50,469.11
近一月换手（%）	32.33

分析师：杨阳
执业证书编号：S0230523110001
邮箱：yangy@hlzq.com

分析师：许紫荆
执业证书编号：S0230524080001
邮箱：xuzj@hlzq.com

相关阅读

事件：

公司发布 2025 年三季度报：

2025 年前三季度，公司实现营收 130.59 亿元，同比+29.80%，实现归母净利润 5.52 亿元，同比+41.54%；2025Q3 实现营收 55.26 亿元，同比+50.20%，实现归母净利润 2.45 亿元，同比+63.60%。

观点：

- **正极材料出货量同比+40.41%。**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%，其中钴酸锂实现销量 4.69 万吨，同比增长 45.38%，公司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。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%，行业龙头地位稳固。
- **盈利能力持续提升。**2025 年 Q3，公司实现毛利率 10%，同比+0.09pct，环比-0.26pct；实现净利率 4.52%，同比+1.01pct，环比+0.32pct。费用率方面，2025 年 Q3 公司管理费用率 1.03%，同比-0.4pct，环比-0.2pct；研发费用率 2.66%，同比-0.26pct，环比-0.52pct。
- **固态电池材料硫化锂进展领先。**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。
- **盈利预测及投资评级：**公司是动力锂电池应用领域 3C 锂电池应用领域均占据优势地位的正极材料企业，同时公司依托深厚技术积淀，加快 NL 全新结构正极材料、全固态电池关键材料等产品的量产进度。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.87/9.67/11.48 亿元，当前股价对应 PE 为 51.0/41.5/35.0 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期；政策落地不及预期；技术进步不

及预期；下游需求不及预期；原材料价格波动风险；行业竞争格局变化；地缘政治风险。

➤ 盈利预测简表

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	17,311	13,297	17,493	20,647	23,723
增长率（%）	-39.79	-23.19	31.56	18.04	14.90
归母净利润（百万元）	527	494	787	967	1,148
增长率（%）	-52.93	-6.33	59.19	22.93	18.78
ROE（%）	5.99	5.39	8.10	9.27	10.14
每股收益/EPS（摊薄/元）	1.25	1.17	1.56	1.92	2.28
市盈率（P/E）	14.9	36.4	51.0	41.5	35.0
市净率（P/B）	2.0	2.2	4.3	4.0	3.7

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,833	8,571	10,212	10,082	12,037
现金	1,200	1,635	1,224	1,032	2,113
应收票据及应收账款	3,499	2,349	3,483	3,399	3,379
其他应收款	6	6	10	9	12
预付账款	10	12	17	17	22
存货	1,964	2,476	3,384	3,530	4,417
其他流动资产	1,155	2,094	2,094	2,094	2,094
非流动资产	5,648	6,176	6,999	7,418	7,775
长期股权投资	397	417	418	419	420
固定资产	3,500	3,521	4,473	5,023	5,467
无形资产	378	369	382	401	426
其他非流动资产	1,374	1,869	1,726	1,575	1,462
资产总计	13,481	14,747	17,211	17,500	19,812
流动负债	3,770	4,989	6,772	6,422	7,949
短期借款	0	135	182	81	0
应付票据及应付账款	3,674	4,666	6,372	6,087	7,682
其他流动负债	95	187	219	254	266
非流动负债	872	696	760	698	598
长期借款	705	466	530	468	368
其他非流动负债	167	230	230	230	230
负债合计	4,642	5,685	7,532	7,121	8,547
少数股东权益	258	325	323	318	312
股本	421	421	505	505	505
资本公积	6,022	6,022	5,938	5,938	5,938
留存收益	2,138	2,339	2,826	3,407	4,114
归属母公司股东权益	8,582	8,737	9,356	10,062	10,953
负债和股东权益	13,481	14,747	17,211	17,500	19,812

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,580	1,753	728	1,004	2,290
净利润	529	488	784	962	1,142
折旧摊销	362	385	338	427	502
财务费用	87	27	-48	-58	-78
投资损失	-7	18	6	8	9
营运资金变动	1,495	703	-468	-442	590
其他经营现金流	113	132	117	108	125
投资活动现金流	-1,485	-972	-1,161	-848	-862
资本支出	1,145	966	1,159	845	858
长期投资	-344	-19	-1	-1	-1
其他投资现金流	5	13	-1	-2	-3
筹资活动现金流	-931	-341	-159	-248	-266
短期借款	-70	135	46	-100	-81
长期借款	-166	-239	64	-62	-100
普通股增加	120	0	84	0	0
资本公积增加	-120	0	-84	0	0
其他筹资现金流	-695	-237	-270	-85	-84
现金净增加额	183	435	-592	-92	1,162

利润表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,311	13,297	17,493	20,647	23,723
营业成本	15,927	11,999	15,838	18,688	21,480
税金及附加	39	31	37	46	53
销售费用	33	42	41	52	61
管理费用	192	188	204	256	296
研发费用	465	419	560	619	664
财务费用	87	27	-48	-58	-78
资产和信用减值损失	-102	-134	-122	-114	-130
其他收益	83	67	82	77	77
公允价值变动收益	4	8	5	6	6
投资净收益	7	-18	-6	-8	-9
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	560	513	818	1,004	1,192
营业外收入	4	1	3	2	2
营业外支出	6	6	6	6	6
利润总额	559	508	815	1,001	1,188
所得税	29	20	31	39	46
净利润	529	488	784	962	1,142
少数股东损益	2	-6	-3	-5	-6
归属母公司净利润	527	494	787	967	1,148
EBITDA	1,067	963	1,156	1,433	1,684
EPS (元)	1.25	1.17	1.56	1.92	2.28

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	-39.79	-23.19	31.56	18.04	14.90
营业利润同比增速(%)	-54.80	-8.41	59.48	22.70	18.65
归属于母公司净利润同比增速(%)	-52.93	-6.33	59.19	22.93	18.78
获利能力					
毛利率(%)	7.99	9.76	9.46	9.49	9.46
净利率(%)	3.06	3.67	4.48	4.66	4.81
ROE(%)	5.99	5.39	8.10	9.27	10.14
ROIC(%)	7.06	5.75	7.55	8.81	9.70
偿债能力					
资产负债率(%)	34.43	38.55	43.77	40.69	43.14
净负债比率(%)	-3.54	-7.85	-1.64	-1.07	-12.07
流动比率	2.08	1.72	1.51	1.57	1.51
速动比率	1.51	1.17	0.97	0.98	0.92
营运能力					
总资产周转率	1.20	0.94	1.09	1.19	1.27
应收账款周转率	4.10	4.55	6.00	6.00	7.00
应付账款周转率	7.29	5.41	5.50	6.00	6.50
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.25	1.17	1.56	1.92	2.28
每股经营现金流(最新摊薄)	6.13	4.17	1.44	1.99	4.54
每股净资产(最新摊薄)	20.39	20.77	18.54	19.94	21.70
估值比率					
P/E	14.9	36.4	51.0	41.5	35.0
P/B	2.0	2.2	4.3	4.0	3.7
EV/EBITDA	37.13	40.79	34.47	27.82	22.93

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

华龙证券股份有限公司（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。

本报告的风险等级评定为 R4，仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户（C4 及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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，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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

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及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。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。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层 邮编：518046