

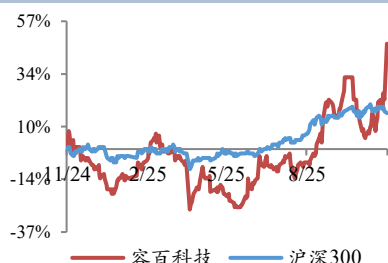
盈利短期波动，新业务加速突破

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-18

收盘价（元）	35.40
近 12 个月最高/最低（元）	40.20/17.34
总股本（百万股）	715
流通股本（百万股）	715
流通股比例（%）	99.99
总市值（亿元）	253
流通市值（亿元）	253

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

相关报告

1. 新业务多点开花，三元主业盈利稳健 2025-09-02
2. 海外产能顺利爬坡，盈利水平稳步恢复 2025-04-14

主要观点：

● 2025 年三季度业绩短期承压，新兴业务多点开花

2025 年前三季度，公司实现营业收入 89.86 亿元，同比-20.64%；实现归母净利润-2.04 亿元，同比-274.96%。其中，第三季度实现营收 27.37 亿元，同比-38.29%；实现归母净利润-1.35 亿元。业绩阶段性承压，主要系三季度下游需求不及预期、销量下滑导致产能闲置成本上升，叠加前驱体业务投入较大及韩国工厂负荷不足所致。同时，公司在磷酸铁锂、钠电、固态电池等新产业上持续的战略投入也对当期利润产生影响。

● 三元主业蓄势待发，海外布局与产品升级构筑增长潜力

公司判断三季度为业绩相对低点，产品正处升级换代期，增长新动能正持续积蓄。新一代中镍高电压材料已通过全球头部客户关键节点认证，即将量产；核心 8 系高镍产品迎来换代，将率先搭载于主流车企的增程式电动车型。海外布局方面，公司已成功开拓松下等重要客户，韩国 6 万吨/年三元正极产能处于爬坡阶段，波兰 2.5 万吨/年三元正极产能预计 2026 年上半年投产，海外产能的稀缺性将为公司带来新的增长机遇。

● 新业务平台化布局成效显著，磷酸锰铁锂/钠电/铁锂齐头并进

公司新业务多点开花，平台化布局取得重大进展。磷酸锰铁锂（LMFP）方面，产品已连续 9 个月保持满产满销，三季度销量同比增长 103%，业务已基本实现盈亏平衡。磷酸铁锂（LFP）方面，公司采用全新工艺切入市场，已在大客户导入及产能并购方面取得重大进展，并有望在波兰建成首条欧洲磷酸铁锂产线。钠电正极材料方面，公司聚阴离子产品已绑定国内头部客户，卡位领先，首期 6000 吨/年规模化产线即将建成，预计 2026 年产销规模将迅速提升。公司与宁德时代签订合作协议，根据协议，宁德时代将容百科技锁定为其“钠电正极粉料第一供应商”，宁德时代承诺，在容百科技满足相关要求的前提下，每年采购量不低于其总采购量的 60%。

● 前沿材料持续突破，固态电池材料出货量级提升

公司在固态电池领域双线布局，在多家头部企业位列第一供应商。固态正极材料方面，高镍及超高镍全固态正极材料已实现十吨级出货，产品覆盖客户包括国内头部电池厂和整车厂、海外知名电池企业，客户端测评可满足 400Wh/Kg 电芯开发需求，循环达到 1000 圈以上；富锂锰基材料在全固态领域获得吨级以上订单，同样实现量级提升。固态电解质方面，公司硫化物电解质性能行业领先，中试线建设正在推进，预计 2026 年初竣工，上半年投产，2026 年下半年扩展到百吨级。

● 投资建议

公司深耕锂电正极材料，三元主业稳固，产品升级与海外布局有望带动其重回增长通道。同时，公司在磷酸锰铁锂、钠电、磷酸铁锂、固态电池材料等新兴赛道布局全面且进展迅速，平台化优势凸显，新增长极正加速形成。我们预计公司 25/26/27 年归母净利润分别为-1.11/ 6.79/13.14 亿元（前值为 7.68/ 10.22/12.87 亿元），对应 26-27 年 PE 分别为 18/9，维持“买入”评级。

● 风险提示

产业政策变化风险；原材料波动及存货风险；技术迭代和新兴技术路线替代风险；汇率变动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15088	19420	23700	28725
收入同比 (%)	-33.4%	28.7%	22.0%	21.2%
归属母公司净利润	296	-111	679	1314
净利润同比 (%)	-49.1%	-137.5%	710.9%	93.6%
毛利率 (%)	10.0%	4.4%	8.4%	10.5%
ROE (%)	3.5%	-1.3%	7.5%	12.6%
每股收益 (元)	0.42	-0.23	1.40	2.72
P/E	75.12	—	17.60	9.09
P/B	1.81	1.43	1.31	1.14
EV/EBITDA	15.17	21.03	8.56	5.45

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	14291	14313	17404	20967	营业收入	15088	19420	23700	28725
现金	2951	6062	7596	9326	营业成本	13576	18559	21707	25715
应收账款	4581	2660	3247	3935	营业税金及附加	57	68	66	86
其他应收款	98	53	65	79	销售费用	45	58	66	80
预付账款	70	371	434	514	管理费用	448	388	450	546
存货	2222	1470	1729	2051	财务费用	118	133	159	187
其他流动资产	4369	3696	4333	5063	资产减值损失	-79	-103	-90	-91
非流动资产	10332	11408	12045	12691	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	80	80	80	80	投资净收益	1	2	2	3
固定资产	7294	8277	8733	9316	营业利润	430	-141	831	1591
无形资产	706	754	794	818	营业外收入	6	10	12	15
其他非流动资产	2252	2297	2437	2477	营业外支出	6	8	10	13
资产总计	24623	25721	29449	33658	利润总额	430	-139	833	1593
流动负债	11085	10244	11732	13554	所得税	101	-24	133	239
短期借款	211	311	461	581	净利润	329	-115	700	1354
应付账款	3401	2542	2974	3523	少数股东损益	33	-3	21	41
其他流动负债	7473	7391	8297	9451	归属母公司净利润	296	-111	679	1314
非流动负债	4351	6356	7861	8866	EBITDA	1231	683	1694	2549
长期借款	4100	6100	7600	8600	EPS (元)	0.42	-0.23	1.40	2.72
其他非流动负债	251	256	261	266	主要财务比率				
负债合计	15435	16600	19593	22420	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	747	744	765	805	成长能力				
股本	483	483	483	483	营业收入	-33.4%	28.7%	22.0%	21.2%
资本公积	5182	5182	5182	5182	营业利润	-42.3%	-132.8%	690.1%	91.6%
留存收益	2776	2713	3426	4768	归属于母公司净利润	-49.1%	-137.5%	710.9%	93.6%
归属母公司股东权益	8441	8378	9091	10433	获利能力				
负债和股东权益	24623	25721	29449	33658	毛利率 (%)	10.0%	4.4%	8.4%	10.5%
现金流量表					净利率 (%)	2.0%	-0.6%	2.9%	4.6%
单位:百万元					ROE (%)	3.5%	-1.3%	7.5%	12.6%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	2.8%	0.3%	4.3%	6.8%
经营活动现金流	523	2922	1446	2299	偿债能力				
净利润	296	-111	679	1314	资产负债率 (%)	62.7%	64.5%	66.5%	66.6%
折旧摊销	659	629	663	739	净负债比率 (%)	168.0%	182.0%	198.8%	199.5%
财务费用	189	164	222	265	流动比率	1.29	1.40	1.48	1.55
投资损失	-25	-2	-2	-3	速动比率	1.08	1.22	1.30	1.36
营运资金变动	-631	2145	-224	-145	营运能力				
其他经营现金流	962	-2158	1011	1589	总资产周转率	0.61	0.76	0.80	0.85
投资活动现金流	-2307	-1751	-1346	-1430	应收账款周转率	3.29	7.30	7.30	7.30
资本支出	-1776	-1668	-1263	-1348	应付账款周转率	3.99	7.30	7.30	7.30
长期投资	20	-50	-50	-50	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-552	-33	-33	-32	每股收益	0.42	-0.23	1.40	2.72
筹资活动现金流	-564	1941	1433	860	每股经营现金流 (摊薄)	1.08	6.05	2.99	4.76
短期借款	11	100	150	120	每股净资产	17.47	17.34	18.82	21.60
长期借款	-719	2000	1500	1000	估值比率				
普通股增加	-1	0	0	0	P/E	75.12	—	17.60	9.09
资本公积增加	-43	0	0	0	P/B	1.81	1.43	1.31	1.14
其他筹资现金流	188	-159	-217	-260	EV/EBITDA	15.17	21.03	8.56	5.45
现金净增加额	-2430	3112	1534	1729					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5 年卖方行业研究经验，专注于储能/ 新能源车/电力设备工控行业研究。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。