

厦钨新能 (688778.SH)

主业增长韧性强劲，多元布局打开成长空间

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	17,311	13,297	18,655	20,518	23,358
增长率 yoy (%)	-39.8	-23.2	40.3	10.0	13.8
归母净利润 (百万元)	527	494	806	985	1,201
增长率 yoy (%)	-52.9	-6.3	63.1	22.2	21.9
ROE (%)	6.0	5.3	8.1	9.2	10.3
EPS 最新摊薄 (元)	1.05	0.98	1.60	1.95	2.38
P/E (倍)	67.6	72.2	44.3	36.2	29.7
P/B (倍)	4.2	4.0	3.7	3.5	3.2

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：公司于 2025 年 10 月 24 日发布 2025 年三季度报告，2025 年前三季度实现营业收入 130.59 亿元，同比增长 29.80%；归母净利润为 5.52 亿元，同比增长 41.54%；扣非归母净利润为 5.06 亿元，同比增长 48.20%。其中 2025Q3 实现营业收入 54.77 亿元，同比增长 50.45%，环比增长 20.19%；归母净利润为 2.17 亿元，同比增长 61.82%，环比增长 14.21%；扣非归母净利润为 2.15 亿元，同比增长 77.02%，环比增长 20.22%。

锂电正极基本盘稳固，产品升级与战略合作并进。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%。公司持续推动传统材料体系升级，高电压钴酸锂产品持续发展，目前已经实现 4.53V 高电压钴酸锂大规模量产，4.55V 产品中试稳步推进，巩固公司在高端消费电池领域的领导地位。同时，在供应链方面，根据公司《关于自愿披露与中伟新材料股份有限公司签署〈战略合作框架协议〉的公告》以及《关于自愿披露与格林美有限公司签署〈战略合作框架协议〉的公告》，公司已经与中伟股份、格林美均签署了 3 年的战略合作协议。

动力、氢能协同发力，多元业务拓展空间。动力电池正极材料与氢能材料双业务并行，成为公司业绩增长的重要引擎。2025 年前三季度，公司动力电池正极材料（含三元材料、磷酸铁锂等）充分受益于新能源汽车渗透率提升与储能行业快速发展的双重红利，实现销量 5.30 万吨，同比增长 36.29%。氢能材料业务同步稳健发展，前三季度实现销量 3074.50 吨，同比增长 8.05%，在镍氢电池与固态储氢领域的技术积累逐步转化为市场优势，行业龙头地位稳固。同时，公司正在重点推进 NL 全新结构正极材料在 3C 消费领域的应用，针对低空飞行、电动工具、全固态电池等领域积极开发相应的 NL 全新结构正极材料，其能量密度和倍率性能都有明显的提升，叠加其存在较大的降本空间，未来或将成为公司增长新动力。

技术创新持续加码，国际化布局加速落地。全球化布局方面，公司在法国年产 40000 吨三元材料及年产 40000 吨正极材料前驱体项目正在有序推进，为拓展全球市场搭建关键平台。根据公司 2025 年 9 月 15 日的投资者关系记录表，在固态电池领域，公司重点在正极材料和电解质方面布局，其中正极材

买入（首次评级）		
股票信息		
行业		基础化工
2025 年 12 月 1 日收盘价 (元)	71.70	
总市值 (百万元)	36,186.35	
流通市值 (百万元)	36,186.35	
总股本 (百万股)	504.69	
流通股本 (百万股)	504.69	
近 3 月日均成交额 (百万元)	1,048.15	



作者

分析师 张磊

执业证书编号：S1070525100001

邮箱：zhanglei2@cgws.com

分析师 孙诗宁

执业证书编号：S1070525070005

邮箱：sunshining@cgws.com

相关研究

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合作，已经提供多批次样品进行验证。电解质方面，公司已经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。

投资建议：公司为全球锂电正极材料行业前列企业，主业增长稳健，多元业务协同发力，战略布局与技术创新形成双重支撑，长期成长确定性较强。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 186.55/205.18/233.58 亿元，同比增长 40.30%/9.99%/13.84%；归母净利润 8.06/9.85/12.01 亿元，同比增速为 63.13%/22.19%/21.95%，EPS 分别为 1.60/1.95/2.38 元，对应 PE 为 44X/36X/30X，首次覆盖，予以“买入”评级。

风险提示：产能释放不及预期、原材料价格波动、电动车销量不及预期、市场竞争激烈。

财务报表和主要财务比率
资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7833	8698	10955	10862	12789
现金	1200	1649	1422	1843	2258
应收票据及应收账款	3499	2368	3287	3028	4509
其他应收款	6	40	0	23	9
预付账款	10	32	141	64	30
存货	1964	2511	4452	4269	4187
其他流动资产	1155	2098	1653	1635	1796
非流动资产	5648	6286	7524	7773	8186
长期股权投资	397	417	556	709	813
固定资产	3500	3599	4804	5086	5481
无形资产	378	380	395	417	444
其他非流动资产	1374	1891	1767	1561	1447
资产总计	13481	14984	18479	18635	20975
流动负债	3770	4993	7499	6589	7609
短期借款	0	135	406	526	683
应付票据及应付账款	3674	4666	6871	5795	6695
其他流动负债	95	192	222	268	231
非流动负债	872	697	776	652	552
长期借款	705	466	589	457	349
其他非流动负债	167	231	186	195	204
负债合计	4642	5690	8275	7241	8162
少数股东权益	258	405	405	402	397
股本	421	421	505	505	505
资本公积	6022	6101	6017	6017	6017
留存收益	2138	2411	2939	3515	4272
归属母公司股东权益	8582	8889	9799	10992	12416
负债和股东权益	13481	14984	18479	18635	20975

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17311	13297	18655	20518	23358
营业成本	15927	11999	16709	17878	20296
营业税金及附加	39	31	87	121	135
销售费用	33	42	52	84	106
管理费用	192	188	213	319	386
研发费用	465	419	549	668	758
财务费用	87	27	0	34	32
资产和信用减值损失	-102	-134	-239	-417	-420
其他收益	83	67	69	68	65
公允价值变动收益	4	8	2	3	3
投资净收益	7	-18	-9	-14	-11
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	560	513	868	1055	1281
营业外收入	4	1	4	3	3
营业外支出	6	6	6	6	6
利润总额	559	508	866	1052	1277
所得税	29	20	60	69	82
净利润	529	488	806	982	1195
少数股东损益	2	-6	0	-3	-6
归属母公司净利润	527	494	806	985	1201
EBITDA	1023	914	1214	1498	1779
EPS(元/股)	1.05	0.98	1.60	1.95	2.38

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-39.8	-23.2	40.3	10.0	13.8
营业利润(%)	-54.8	-8.4	69.1	21.5	21.4
归属母公司净利润(%)	-52.9	-6.3	63.1	22.2	21.9
获利能力					
毛利率(%)	8.0	9.8	10.4	12.9	13.1
净利率(%)	3.1	3.7	4.3	4.8	5.1
ROE(%)	6.0	5.3	8.1	9.2	10.3
ROIC(%)	6.6	5.2	7.4	8.5	9.5
偿债能力					
资产负债率(%)	34.4	38.0	44.8	38.9	38.9
净负债比率(%)	-3.5	-7.8	-1.1	-5.0	-7.6
流动比率	2.1	1.7	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.5	1.2	0.8	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.2	0.9	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	4.1	4.5	6.6	6.5	6.2
应付账款周转率	7.3	5.4	5.6	5.5	6.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	0.98	1.60	1.95	2.38
每股经营现金流(最新摊薄)	5.11	3.47	2.31	2.83	3.12
每股净资产(最新摊薄)	17.00	17.61	18.88	20.29	22.13
估值比率					
P/E	67.6	72.2	44.3	36.2	29.7
P/B	4.2	4.0	3.7	3.5	3.2
EV/EBITDA	34.3	38.2	29.2	23.4	19.5

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2580	1753	1165	1431	1573
净利润	529	488	806	982	1195
折旧摊销	362	385	354	443	507
财务费用	87	27	0	34	32
投资损失	-7	18	9	14	11
营运资金变动	1495	703	-279	-447	-584
其他经营现金流	113	132	275	405	410
投资活动现金流	-1485	-972	-1619	-706	-919
资本支出	1145	966	1483	530	812
长期投资	-344	-19	-140	-153	-104
其他投资现金流	5	13	3	-23	-3
筹资活动现金流	-931	-341	-111	-424	-373
短期借款	-70	135	271	120	157
长期借款	-166	-239	123	-133	-108
普通股增加	120	0	84	0	0
资本公积增加	-120	79	-84	0	0
其他筹资现金流	-695	-316	-505	-411	-421
现金净增加额	183	435	-565	301	281

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cqws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层

邮编：100031

传真：86-10-88366686



长城证券
GREAT WALL SECURITIES