

业绩扭亏为盈，NCA 及前沿材料迎新机遇

投资要点

- 事件：**公司发布2025年年度业绩预告，预计2025年实现归母净利润1,800-2,300万元，同比+125.2%~+132.3%，中值2,050万元，同比+128.8%；预计实现扣非归母净利润1,700-2,200万元，同比+119.9%~+125.7%，中值1950万元，同比+122.8%。
- Q4业绩环比持续改善。**预计25Q4实现归母净利润990.9-1,490.9万元，同比+112.3%~+118.6%，环比+131.1%~+247.6%，中值1,240.9万元，同/环比分别+115.4%/+189.3%；预计25Q4实现扣非归母净利润644.6-1,144.6万元，同比+107.0%~+112.5%，环比-18.9%~+43.9%，中值894.6万元，同/环比分别+109.8%/+12.5%。
- 基盘业务与新业务并驾齐驱，带动公司回归成长通道。**1) 基盘业务持续拓展：三元锂方面，公司持续在新能源正极材料细分领域取得突破，目前成功在多个新型终端领域实现批量供货，其中NCA材料顺利拓展至机器人、高端电动工具领域。钴酸锂方面：公司高电压钴酸锂产品已获得多家客户验证并实现批量供货，当前出货占比持续提升，筑牢公司基本盘。2) 前沿材料持续押注：公司围绕固态电池，持续加大前沿材料突破，包括富锂锰基、固态电解质、高熵复合材料等前沿材料产品，相关产品正积极与行业内头部厂商推进。
- 精细化成本管控取得成效，数智化建设“筑”稳根基。**公司积极开展精益化、智能化生产，不断提高生产效率，持续降低生产制造成本。1) 在生产制造领域持续推进精益化模式，以系统性的工艺革新举措与全价值链成本管控体系为核心，成本管控方面，基于各类原材料制定一系列运营管控策略，精准把控原材料价格波动周期，提高公司产品价格竞争优势。2) 在工艺革新方面持续推进智能化生产，通过工艺过程机理仿真分析、设备技改，不断迭代与创新，全面提升产品性能及生产效率。
- 盈利预测。**公司是国内主要的锂电池正极材料供应商之一，深耕“钴酸锂+三元材料”基盘业务构筑护城河，叠加公司加码前瞻材料布局打造未来核心竞争力。我们预计25-27年公司归母净利润分别为2,060/4,556/7,455万元，EPS分别为0.04/0.10/0.16元。
- 风险提示：**市场竞争风险，原材料价格波动风险，销售价格波动风险，市场开拓不及预期风险。

西南证券研究院

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zlans@swsc.com.cn

分析师：韩晨
执业证号：S1250520100002
电话：021-58351923
邮箱：hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.60
流通 A 股(亿股)	2.73
52周内股价区间(元)	16.46-29.53
总市值(亿元)	99.32
总资产(亿元)	35.42
每股净资产(元)	4.10

相关研究

- 盟固利(301487)：基盘业务厚积薄发，前沿材料构筑未来优势 (2025-11-12)

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1793.91	2352.92	3007.73	3851.80
增长率	-22.55%	31.16%	27.83%	28.06%
归属母公司净利润(百万元)	-71.30	20.60	45.56	74.55
增长率	-221.10%	128.89%	121.19%	63.62%
每股收益 EPS(元)	-0.16	0.04	0.10	0.16
净资产收益率 ROE	-3.85%	1.06%	2.29%	3.62%
PE	-139	482	218	133
PB	5.28	5.16	5.04	4.86

数据来源：Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

关键假设

1) 钷酸锂产品业务: 考虑到公司高毛利产品及客户持续开拓, 假设 25/26/27 年钴酸锂产品销量增速分别为 5.0%/15.0%/15.0%。公司钴酸锂产品技术迭代, 叠加主要原材料四氧化三钴价格走高, 对应产品平均单价有所提升, 假设 25/26/27 年单价分别为 17.7/19.5/21.5 万元/吨。此外, 伴随钴酸锂产能利用率提升带来规模效应、高毛利产品占比提升以及公司对工艺、管理的严格把控, 毛利率水平有望改善, 假设 25/26/27 年毛利率分别为 9.0%/9.5%/10.0%。

2) 三元材料产品业务: 受益于新能源行业快速发展, 低空飞行器、机器人产业兴起, 公司三元材料产品配套锂电池龙头企业, 有望跟随大客户共同成长, 假设 25/26/27 年三元材料产品销量增速分别为 25.0%/25.0%/25.0%, 考虑到公司三元材料产品高端化及差异化竞争策略, 平均单价有望增高, 假设 25/26/27 年单价分别为 11.0/11.6/12.2 万元/吨。随着公司三元材料产能利用率提升, 叠加客户结构改善, 三元材料产品毛利率有望稳中有升, 假设 25/26/27 年毛利率为 3.8%/4.5%/5.0%。

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
钴酸锂	收入	763.46	1202.45	1521.10	1924.20
	增速	-44.89%	57.50%	26.50%	26.50%
	毛利率	8.67%	9.00%	9.50%	10.00%
三元材料	收入	954.00	1073.25	1408.64	1848.84
	增速	14.65%	12.50%	31.25%	31.25%
	毛利率	3.53%	3.80%	4.50%	5.00%
其他业务	收入	76.45	77.21	77.98	78.76
	增速	-22.42%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	-7.50%	1.00%	1.00%	1.00%
合计	收入	1793.91	2352.92	3007.73	3851.80
	增速	-22.55%	31.16%	27.83%	28.06%
	毛利率	5.25%	6.37%	6.94%	7.42%

数据来源: 公司公告, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1793.91	2352.92	3007.73	3851.80	净利润	-73.16	20.60	45.56	74.55
营业成本	1699.80	2203.14	2799.06	3566.15	折旧与摊销	100.36	80.79	80.79	80.79
营业税金及附加	7.24	9.49	12.14	15.54	财务费用	18.72	9.40	9.90	11.79
销售费用	11.74	16.47	21.05	26.96	资产减值损失	-26.83	13.23	10.00	10.00
管理费用	56.34	72.94	93.24	119.41	经营营运资本变动	353.08	95.91	-224.93	-284.53
财务费用	18.72	9.40	9.90	11.79	其他	-257.34	-41.54	37.63	40.90
资产减值损失	-26.83	13.23	10.00	10.00	经营活动现金流净额	114.83	178.39	-41.04	-66.50
投资收益	0.37	0.00	0.00	0.00	资本支出	-47.97	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-33.29	-24.98	-24.98	-24.98
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-81.26	-124.98	-124.98	-124.98
营业利润	-119.83	28.24	62.34	101.95	短期借款	-397.07	52.02	271.49	317.76
其他非经营损益	19.87	-0.10	-0.10	-0.10	长期借款	-154.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	-99.96	28.14	62.25	101.85	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-26.80	7.54	16.69	27.30	支付股利	-11.49	0.00	0.00	0.00
净利润	-73.16	20.60	45.56	74.55	其他	438.53	-199.49	-39.99	-41.88
少数股东损益	-1.86	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-124.53	-147.47	231.50	275.88
归属母公司股东净利润	-71.30	20.60	45.56	74.55	现金流量净额	-90.97	-94.05	65.48	84.41
资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	329.35	235.29	300.77	385.18	成长能力				
应收和预付款项	1009.04	1250.19	1635.42	2091.06	销售收入增长率	-22.55%	31.16%	27.83%	28.06%
存货	447.34	455.96	582.68	762.69	营业利润率	-337.70%	123.57%	120.73%	63.53%
其他流动资产	270.05	7.17	8.71	10.42	净利润增长率	-231.81%	128.15%	121.19%	63.62%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-100.38%	15889.55%	29.22%	27.11%
投资性房地产	1.78	1.78	1.78	1.78	获利能力				
固定资产和在建工程	988.22	1024.27	1060.32	1096.38	毛利率	5.25%	6.37%	6.94%	7.42%
无形资产和开发支出	129.44	113.23	97.02	80.81	三费率	4.84%	4.20%	4.13%	4.11%
其他非流动资产	134.84	159.18	183.52	207.86	净利率	-4.08%	0.88%	1.51%	1.94%
资产总计	3310.04	3247.06	3870.22	4636.18	ROE	-3.85%	1.06%	2.29%	3.62%
短期借款	152.49	204.51	476.00	793.76	ROA	-2.21%	0.63%	1.18%	1.61%
应付和预收款项	946.28	975.42	1301.52	1686.44	ROIC	-3.46%	1.40%	2.47%	3.37%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-0.04%	5.03%	5.09%	5.05%
其他负债	313.16	126.78	106.79	95.53	营运能力				
负债合计	1411.93	1306.71	1884.31	2575.73	总资产周转率	0.51	0.72	0.85	0.91
股本	459.62	459.62	459.62	459.62	固定资产周转率	1.97	2.72	3.75	5.22
资本公积	1008.05	1008.05	1008.05	1008.05	应收账款周转率	1.50	1.92	1.95	1.93
留存收益	436.06	456.65	502.21	576.76	存货周转率	4.45	4.69	5.23	5.17
归属母公司股东权益	1882.09	1924.32	1969.88	2044.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.70%	—	—	—
少数股东权益	16.02	16.02	16.02	16.02	资本结构				
股东权益合计	1898.11	1940.35	1985.90	2060.45	资产负债率	42.66%	40.24%	48.69%	55.56%
负债和股东权益合计	3310.04	3247.06	3870.22	4636.18	带息债务/总负债	10.80%	15.65%	25.26%	30.82%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	流动比率	1.54	1.54	1.35	1.25
EBITDA	-0.75	118.44	153.04	194.53	速动比率	1.20	1.18	1.04	0.96
PE	-139.30	482.22	218.01	133.24	股利支付率	-16.12%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	5.28	5.16	5.04	4.86	每股指标				
PS	5.54	4.22	3.30	2.58	每股收益	-0.16	0.04	0.10	0.16
EV/EBITDA	-13069.39	82.26	64.84	52.08	每股净资产	4.09	4.19	4.29	4.45
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.25	0.39	-0.09	-0.14
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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作为基准。其中：A股市场以沪深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综合指数或标普500指数为基准。

	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
公司评级	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
行业评级	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	18456565475	liuyanj@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn