



厦钨新能 (688778.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩增长稳健，有待新品放量

业绩简评

4月22日，公司发布2025年报及2026年一季报：①2025A：实现收入199亿元，同比+47%；归母8亿元，同比+42%；扣非7亿元，同比+58%。毛利率10%，同比+0.2pct；扣非净利率4%，同比+0.2pct。②1Q26A：实现收入66亿元，同/环比+118%/+3%；归母2亿元，同/环比+79%/9%；扣非2亿元，同/环比+96%/9%。毛利率8%，环比-1.5pct；扣非净利率3%，环比-0.4pct。业绩符合预期。

经营分析

2025&1Q26 具体业绩拆分：

- (1) 钴酸锂：2025年收入120亿元，同增79%。2025/1Q26 预计分别销量6.53/1.47万吨，同增分别41%/20%，其中2025年4.5V以上高电压占比达58%，有望持续巩固钴酸锂龙头地位。
- (2) 三元：2025年收入74亿元，同增17%。2025 预计销量5.55万吨，同增8%。公司凭借高电压、高功率技术优势，在稳固混动、增程和中高端电动车份额同时拓展低空、机器人领域应用。
- (3) LFP：2025 预计销量2.20。公司LFP坚持差异化路线，提供低温性能材料。
- (4) 氢能材料：2025 年收入4.2亿元，同增3%。毛利率15%，同增1pct。业绩较为稳健。
- (5) 新技术：公司聚焦钴酸锂&三元材料NL全新结构、超高镍三元、磷酸锰铁锂、钠电正极、补锂剂、固态电池及回收产业，致力于开发符合未来市场趋势的高性能电池材料，并将视野扩展到整个产业链的绿色、低碳转型，以实现可持续发展的目标。

盈利预测、估值与评级

公司为全球钴酸锂正极龙头，2026/2027/2028 年公司业绩预计分别10/13/15亿元，对应42/34/29xPE。NL结构正极，硫化锂及富锂锰基等新产品带来广阔成长空间，维持“买入”评级。

风险提示

全球电动车销量不及预期，全球储能装机不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：85.53 元

相关报告：

- 1.《厦钨新能 3Q25 业绩点评：业绩稳健增长，新品多元开花》，2025.10.26
- 2.《厦钨新能 1H25 业绩点评：盈利稳健，Q2 业绩超预期》，2025.8.20
- 3.《厦钨新能首次覆盖报告》，2025.5.12



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,297	19,880	26,000	28,600	31,460
营业收入增长率	3.19%	49.51%	30.79%	10.00%	10.00%
归母净利润(百万元)	494	755	1,037	1,260	1,477
归母净利润增长率	-6.33%	52.78%	37.38%	21.55%	17.20%
摊薄每股收益(元)	1.174	1.496	2.055	2.498	2.927
每股经营性现金流净额	4.17	2.43	2.74	3.40	3.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.56%	8.21%	10.48%	11.70%	12.51%
P/E	38.87	51.73	41.63	34.25	29.22
P/B	2.16	4.25	4.36	4.01	3.66

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	17,311	13,297	19,880	26,000	28,600	31,460
增长率		-23.2%	49.5%	30.8%	10.0%	10.0%
主营业务成本	-15,927	-11,999	-17,899	-23,530	-25,740	-28,267
%销售收入	92.0%	90.2%	90.0%	90.5%	90.0%	89.9%
毛利	1,384	1,297	1,981	2,470	2,860	3,193
%销售收入	8.0%	9.8%	10.0%	9.5%	10.0%	10.2%
营业税金及附加	-39	-31	-79	-103	-112	-120
%销售收入	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-33	-42	-42	-55	-58	-63
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-192	-188	-223	-312	-329	-355
%销售收入	1.1%	1.4%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%
研发费用	-465	-419	-545	-910	-1,001	-1,101
%销售收入	2.7%	3.1%	2.7%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	655	617	1,091	1,089	1,361	1,554
%销售收入	3.8%	4.6%	5.5%	4.2%	4.8%	4.9%
财务费用	-87	-27	-26	-30	-58	-15
%销售收入	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-102	-134	-206	-50	-50	-50
公允价值变动收益	4	8	6	0	0	0
投资收益	7	-18	-35	20	20	20
%税前利润	1.3%	n.a	n.a	1.8%	1.5%	1.2%
营业利润	560	513	875	1,130	1,373	1,609
营业利润率	3.2%	3.9%	4.4%	4.3%	4.8%	5.1%
营业外收支	-2	-5	-17	0	0	0
税前利润	559	508	858	1,130	1,373	1,609
利润率	3.2%	3.8%	4.3%	4.3%	4.8%	5.1%
所得税	-29	-20	-109	-90	-110	-129
所得税率	5.2%	3.8%	12.7%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	529	488	749	1,040	1,263	1,481
少数股东损益	2	-6	-6	3	3	4
归属于母公司的净利润	527	494	755	1,037	1,260	1,477
净利率	3.0%	3.7%	3.8%	4.0%	4.4%	4.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	529	488	749	1,040	1,263	1,481
少数股东损益	2	-6	-6	3	3	4
非现金支出	471	527	667	553	559	566
非经营收益	84	29	3	133	85	42
营运资金变动	1,496	709	-194	-343	-190	-195
经营活动现金净流	2,580	1,753	1,224	1,383	1,717	1,893
资本开支	-1,145	-966	-805	-985	-775	-575
投资	-344	-19	200	0	0	0
其他	5	13	9	20	20	20
投资活动现金净流	-1,485	-972	-596	-965	-755	-555
股权募资	105	76	5	-16	0	0
债权募资	-832	-46	-52	927	-355	-957
其他	-204	-371	-501	-386	-483	-505
筹资活动现金净流	-931	-341	-548	525	-837	-1,462
现金净流量	183	435	105	943	125	-124

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,200	1,649	1,754	2,695	2,818	2,693
应收账款	3,979	3,731	5,688	6,160	6,776	7,454
存货	1,964	2,511	6,822	6,135	6,711	7,370
其他流动资产	691	807	959	662	668	674
流动资产	7,833	8,698	15,224	15,651	16,973	18,191
%总资产	58.1%	58.0%	69.3%	68.9%	69.9%	71.4%
长期投资	397	417	418	418	418	418
固定资产	4,678	5,274	5,540	5,969	6,190	6,204
%总资产	34.7%	35.2%	25.2%	26.3%	25.5%	24.3%
无形资产	395	395	508	502	498	494
非流动资产	5,648	6,286	6,734	7,076	7,292	7,301
%总资产	41.9%	42.0%	30.7%	31.1%	30.1%	28.6%
资产总计	13,481	14,984	21,958	22,727	24,264	25,492
短期借款	33	236	331	247	145	145
应付款项	3,700	4,717	11,088	10,389	11,365	12,481
其他流动负债	36	41	390	232	264	297
流动负债	3,770	4,993	11,809	10,869	11,774	12,923
长期贷款	705	466	84	284	384	434
长期负债	167	231	235	9	7	7
负债	4,642	5,690	12,128	11,162	12,166	13,363
普通股股东权益	8,582	8,889	9,191	9,892	10,774	11,808
其中：股本	421	421	505	505	505	505
未分配利润	1,939	2,196	2,641	3,366	4,249	5,283
少数股东权益	258	405	638	1,672	1,323	320
负债股东权益合计	13,481	14,984	21,958	22,727	24,264	25,492

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.254	1.174	1.496	2.055	2.498	2.927
每股净资产	20.395	21.125	18.212	19.600	21.348	23.397
每股经营现金净流	6.132	4.167	2.425	2.740	3.402	3.751
每股股利	0.700	0.400	0.600	0.616	0.749	0.878
回报率						
净资产收益率	6.15%	5.56%			11.70%	12.51%
总资产收益率	3.91%	3.30%			5.19%	5.79%
投入资本收益率	6.48%	5.94%	9.29%	8.28%	9.91%	11.25%
增长率						
主营业务收入增长率	-39.79%	-23.19%	49.51%	30.79%	10.00%	10.00%
EBIT 增长率	-56.28%	-5.72%	76.71%	-0.14%	24.91%	14.20%
净利润增长率	-52.93%	-6.33%	52.78%	37.38%	21.55%	17.20%
总资产增长率	-12.37%	11.15%	46.54%	3.51%	6.76%	5.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	89.1	80.5	58.7	58.7	58.7	58.7
存货周转天数	60.9	68.1	95.2	95.2	95.2	95.2
应付账款周转天数	50.1	67.4	74.6	74.6	74.6	74.6
固定资产周转天数	73.8	98.8	89.6	62.6	51.5	41.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.93%	-15.60%	-14.66%	-11.63%	-14.99%	-20.52%
EBIT 利息保障倍数	7.5	23.0	42.6	36.9	23.7	106.2
资产负债率	34.43%	37.98%	56.29%	54.68%	53.90%	52.05%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	5	10	31
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.17	1.17	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究