

## 公司研究

## 钴酸锂主业份额稳固，锂电、固态、氢能材料多元布局

——厦钨新能（688778.SH）2025 年年报及 2026 年一季报点评

## 要点

**事件：**厦钨新能发布2025年年报，公司25年营业收入为198.8亿元，同比增长47%（调整后）；实现归母净利润7.55亿元，同比增长42%（调整后）；实现扣非归母净利润7.05亿元，同比增长58%（调整后）。

公司2025Q4营业收入为68.2亿元，同比增长95%，环比增长23%；实现归母净利润2.03亿元，同比增长43%，环比下降17%。公司26Q1营业收入为65.85亿元，同比增长118%，环比下降3%；实现归母净利润2.2亿元，同比增长79%，环比增长9%。

**钴酸锂需求旺盛，竞争优势明显。**公司25年钴酸锂收入为119.7亿元，同比增长78.90%，毛利率为9.9%，同比减少1.44pcts。公司2025年钴酸锂实现销量6.53万吨(其中4.5V以上高电压产品占比达58%)，同比增长41.31%，出货量全球第一。26Q1钴酸锂销量1.47万吨，同比增长19.81%，需求旺盛。

**三元正极稳健增长。**公司25年三元材料(含磷酸铁锂及其他)收入为74.23亿元，同比增长17.29%，毛利率为9.32%，同比增长1.26 pcts。公司25年三元材料实现销量5.55万吨，同比增长7.89%。26Q1动力电池正极材料(含三元材料、磷酸铁锂)销量1.57万吨，同比增长26%。

**磷酸铁锂材料产能起量，路线差异化。**公司充分发挥水热法磷酸铁锂的差异化竞争优势，与客户深度绑定，25年磷酸铁锂材料实现销量2.20万吨，同比大幅增长2,171%，产能持续爬坡。

**氢能材料份额领先。**公司25年氢能材料收入为4.2亿元，同比增长2.96%，毛利率为14.56%，同比增长0.69 pcts。全年实现氢能材料销量4,179吨，同比增长8.41%，市场份额稳居国内第一。

**布局下一代固态电池正极和硫化物电解质。**公司NL全新结构正极材料实现百公斤级送样测试，全固态正极材料通过客户测试。固态电池用硫化锂材料及其关键指标测试方法等关键技术开发也取得了一定的进展。补锂剂材料已实现量产。

**盈利预测、估值与评级：**维持 26-27 年、新增 28 年归母净利润预测分别为 10.59、13.23、15.09 亿元，当前股价对应 PE 38、31、27 倍。公司锂电/固态/氢能材料多元化布局，应用场景覆盖广，下游需求有望多点开花，开拓第二增长曲线。公司有望成长为锂电+氢能新型材料平台型公司。**维持“买入”评级。**

**风险提示：**关税政策变动风险、下游需求不及预期、原材料价格波动、产能消化不达预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,297	19,880	24,975	30,393	36,530
营业收入增长率	-23.19%	49.51%	25.63%	21.69%	20.19%
净利润(百万元)	494	755	1,059	1,323	1,509
净利润增长率	-6.33%	52.78%	40.25%	25.01%	14.05%
EPS(元)	1.17	1.50	2.10	2.62	2.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.65%	8.21%	10.48%	11.81%	12.12%
P/E	69	54	38	31	27
P/B	3.9	4.4	4.0	3.6	3.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-27；24 年股本 4.21 亿股，25 年 5.05 亿股

## 买入（维持）

当前价：80.61 元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：陈无忌

执业证书编号：S0930522070001

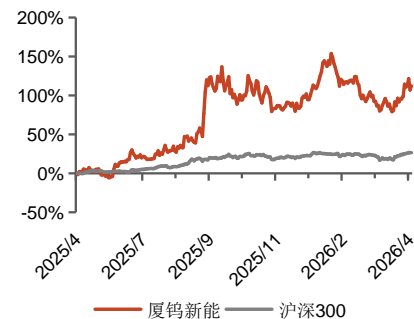
021-52523693

chenwuji@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	5.05
总市值(亿元)	407
一年最低/最高(元)	43.81/102.58
近 3 月换手率	72.33%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	22.98	-38.42	86.34
绝对	30.76	-36.78	112.37

资料来源：Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	13,297	19,880	24,975	30,393	36,530
营业成本	11,999	17,899	22,577	27,635	33,325
折旧和摊销	380	439	544	569	593
税金及附加	31	79	99	121	145
销售费用	42	42	53	49	52
管理费用	188	223	280	311	366
财务费用	27	26	20	-13	-14
研发费用	419	545	685	803	958
投资收益	-18	-35	0	0	0
营业利润	513	875	1,205	1,509	1,722
利润总额	508	858	1,213	1,517	1,730
所得税	20	109	155	193	220
净利润	488	749	1,059	1,323	1,509
少数股东损益	-6	-6	0	0	0
归属母公司净利润	494	755	1,059	1,323	1,509
EPS(元)	1.17	1.50	2.10	2.62	2.99

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,753	1,224	1,556	2,176	2,648
净利润	494	755	1,059	1,323	1,509
折旧摊销	380	439	544	569	593
净营运资金增加	-1,033	537	461	125	-80
其他	1,912	-507	-508	158	626
投资活动产生现金流	-972	-596	-858	-751	-651
净资本支出	-966	-805	-850	-750	-650
长期投资变化	417	418	0	0	0
其他资产变化	-423	-209	-8	-1	-1
融资活动现金流	-341	-548	-116	-48	-135
股本变化	0	84	0	0	0
债务净变化	-36	-55	66	175	150
无息负债变化	1,079	6,730	2,551	2,530	3,024
净现金流	435	105	582	1,377	1,863

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	9.8%	10.0%	9.6%	9.1%	8.8%
EBITDA 率	9.5%	8.6%	7.7%	6.9%	6.4%
EBIT 率	6.6%	6.3%	5.6%	5.0%	4.8%
税前净利润率	3.8%	4.3%	4.9%	5.0%	4.7%
归母净利润率	3.7%	3.8%	4.2%	4.4%	4.1%
ROA	3.3%	3.4%	4.2%	4.5%	4.5%
ROE (摊薄)	5.7%	8.2%	10.5%	11.8%	12.1%
经营性 ROIC	10.2%	11.7%	11.9%	12.6%	14.5%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	39%	56%	59%	60%	62%
流动比率	1.72	1.26	1.27	1.30	1.32
速动比率	1.22	0.70	0.68	0.69	0.69
归母权益/有息债务	12.45	14.21	14.17	12.62	12.00
有形资产/有息债务	20.24	32.78	34.63	32.05	31.63

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	14,747	21,958	25,482	29,296	33,712
货币资金	1,635	1,754	2,336	3,713	5,576
交易性金融资产	503	300	306	312	318
应收账款	2,348	4,027	4,893	5,435	5,838
应收票据	1	1	1	1	2
其他应收款 (合计)	6	11	13	13	17
存货	2,476	6,822	8,598	10,307	12,471
其他流动资产	1,591	2,247	2,257	2,241	2,140
流动资产合计	8,571	15,224	18,434	22,061	26,414
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	417	418	418	418	418
固定资产	3,521	4,882	4,988	4,998	5,022
在建工程	1,668	654	775	872	838
无形资产	369	468	508	548	586
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	14	10	12	12	12
非流动资产合计	6,176	6,734	7,048	7,235	7,298
总负债	5,685	12,360	14,977	17,682	20,856
短期借款	135	134	0	0	0
应付账款	2,159	5,155	6,277	7,407	8,599
应付票据	2,508	5,852	7,381	8,758	10,562
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	2	21	32	44	59
流动负债合计	4,989	12,041	14,475	17,027	20,082
长期借款	466	84	284	459	609
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	207	222	211	189	158
非流动负债合计	696	319	502	654	774
股东权益	9,062	9,597	10,505	11,614	12,856
股本	421	505	505	505	505
公积金	6,237	6,075	6,075	6,075	6,075
未分配利润	2,124	2,641	3,548	4,657	5,899
归属母公司权益	8,737	9,191	10,099	11,208	12,450
少数股东权益	325	406	406	406	406

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.31%	0.21%	0.21%	0.16%	0.14%
管理费用率	1.42%	1.12%	1.12%	1.02%	1.00%
财务费用率	0.20%	0.13%	0.08%	-0.04%	-0.04%
研发费用率	3.15%	2.74%	2.74%	2.64%	2.62%
所得税率	3.85%	12.74%	12.74%	12.74%	12.74%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.40	0.30	0.42	0.53	0.60
每股经营现金流	4.17	2.43	3.08	4.31	5.25
每股净资产	20.77	18.21	20.01	22.21	24.67
每股销售收入	31.60	39.39	49.49	60.22	72.38

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	69	54	38	31	27
PB	3.9	4.4	4.0	3.6	3.3
EV/EBITDA	27	24	21	19	17
股息率	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司

香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼