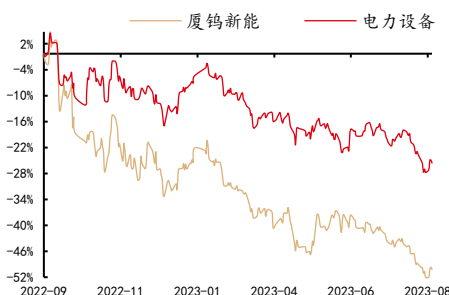


股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	40.66
总股本/流通股本(亿股)	4.21 / 1.36
总市值/流通市值(亿元)	171 / 55
52 周内最高/最低价	119.37 / 39.21
资产负债率(%)	45.7%
市盈率	9.73
第一大股东	厦门钨业股份有限公司

研究所

分析师:王磊
SAC 登记编号:S1340523010001
Email:wanglei03@cnpsec.com
分析师:虞洁攀
SAC 登记编号:S1340523050002
Email:yujiepan@cnpsec.com

厦钨新能(688778)

上半年业绩略显疲态，高压产品进度领先

● 投资要点

事件：厦钨新能披露 2023 年半年报。

2023H1，公司实现营收 81.21 亿元，同比-44.25%；实现归母净利润 2.55 亿元，同比-53.67%；实现扣非归母净利润 2.27 亿元，同比-50.61%。

上半年终端需求走弱，公司销量同比下滑。2023H1，受到下游三元正极和钴酸锂正极需求疲软的影响，公司产品销量下降。上半年，公司钴酸锂销量 1.42 万吨，同比-24%；三元正极销量 1.26 万吨，同比-41%；钴酸锂和三元正极合计销量约 2.68 万吨，同比-33%。上半年公司平均单吨扣非归母净利润约 0.85 万元/吨，同比减少约 0.3 万元/吨，主要受到产能利用率下降、原材料价格变动和市场竞争加剧等因素影响。

二季度产销环比改善，盈利处于行业中上水平。从单季度情况来看，2023Q2，公司实现营收 45.35 亿元，同比-46.80%，环比+26.46%；实现归母净利润 1.39 亿元，同比-58.48%，环比+20.35%；实现扣非归母净利润 1.29 亿元，同比-58.50%，环比+30.76%。我们测算公司 2023Q2 出货约 1.7 万吨，环比+70%，产销情况从二季度开始已有较大改善。

注重技术创新，加快海外布局。公司新产品持续加大开发力度，钴酸锂正在研发 4.53V 以上高电压产品，三元 9 系超高镍已通过多家电池客户测试，并进入到海外车企体系认证实现了百吨级交付。公司全球化布局首站选择欧洲，和 Orano CAM、Orano PCAM 在法国合资设立电池正极和前驱体公司，有望加快公司海外市场开拓进度。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年营业收入 190.42/270.91/322.14 亿元，同比增长 -33.77%/42.27%/18.91%；预计归母净利润 7.18/12.72/17.91 亿元，同比增长-35.89%/77.05%/40.77%；对应 PE 分别为 23.81/13.45/9.55 倍，给予“增持”评级。

● 风险提示

下游需求不及预期；市场竞争加剧风险；原材料价格波动影响；公司产能投放不及预期；国内外政策变化风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	28751	19042	27091	32214
增长率(%)	80.55	-33.77	42.27	18.91
EBITDA（百万元）	1671.94	1331.95	2102.07	2813.45
归属母公司净利润（百万元）	1120.55	718.42	1271.94	1790.57
增长率(%)	93.66	-35.89	77.05	40.77
EPS(元/股)	2.66	1.71	3.02	4.26
市盈率（P/E）	15.27	23.81	13.45	9.55
市净率（P/B）	2.09	1.95	1.70	1.44
EV/EBITDA	14.30	12.30	8.11	5.96

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	28751	19042	27091	32214	营业收入	80.6%	-33.8%	42.3%	18.9%
营业成本	26278	17499	24643	28974	营业利润	93.4%	-36.6%	77.9%	40.7%
税金及附加	37	27	38	45	归属于母公司净利润	93.7%	-35.9%	77.0%	40.8%
销售费用	26	31	49	52	获利能力				
管理费用	155	189	257	322	毛利率	8.6%	8.1%	9.0%	10.1%
研发费用	757	552	764	907	净利率	3.9%	3.8%	4.7%	5.6%
财务费用	132	41	52	78	ROE	13.7%	8.2%	12.7%	15.1%
资产减值损失	-150	-102	0	0	ROIC	12.5%	6.9%	10.1%	12.0%
营业利润	1240	786	1398	1968	偿债能力				
营业外收入	6	0	0	0	资产负债率	45.7%	43.4%	47.8%	47.7%
营业外支出	5	0	0	0	流动比率	1.84	1.94	1.80	1.88
利润总额	1241	786	1398	1968	营运能力				
所得税	111	59	111	156	应收账款周转率	7.22	4.54	6.50	6.05
净利润	1130	727	1288	1812	存货周转率	9.24	6.32	8.47	8.04
归母净利润	1121	718	1272	1791	总资产周转率	2.21	1.22	1.53	1.51
每股收益(元)	2.66	1.71	3.02	4.26	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.66	1.71	3.02	4.26
货币资金	1017	2917	3058	4033	每股净资产	19.49	20.87	23.90	28.15
交易性金融资产	450	450	450	450	估值比率				
应收票据及应收账款	4955	3442	4890	5756	PE	15.27	23.81	13.45	9.55
预付款项	17	46	43	54	PB	2.09	1.95	1.70	1.44
存货	3352	2674	3720	4293	现金流量表				
流动资产合计	11052	10144	13034	15665	净利润	1130	727	1288	1812
固定资产	3637	4514	5146	5734	折旧和摊销	306	505	652	767
在建工程	179	304	483	546	营运资本变动	-3351	2037	-1028	-769
无形资产	280	339	380	426	其他	353	40	77	105
非流动资产合计	4328	5657	6576	7344	经营活动现金流净额	-1561	3309	989	1915
资产总计	15380	15801	19610	23009	资本开支	-651	-1572	-1513	-1474
短期借款	70	470	770	970	其他	-344	-257	-47	-51
应付票据及应付账款	5134	4325	6020	6869	投资活动现金流净额	-995	-1828	-1561	-1525
其他流动负债	798	441	466	504	股权融资	3580	0	0	0
流动负债合计	6002	5235	7256	8344	债务融资	-79	612	800	700
其他	1028	1624	2124	2624	其他	-366	-207	-87	-115
非流动负债合计	1028	1624	2124	2624	筹资活动现金流净额	3135	406	713	585
负债合计	7030	6859	9380	10967	现金及现金等价物净增加额	588	1901	141	975
股本	301	421	421	421					
资本公积金	6142	6022	6022	6022					
未分配利润	1607	2082	3163	4685					
少数股东权益	151	159	175	196					
其他	151	259	450	718					
所有者权益合计	8350	8942	10230	12042					
负债和所有者权益总计	15380	15801	19610	23009					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048