

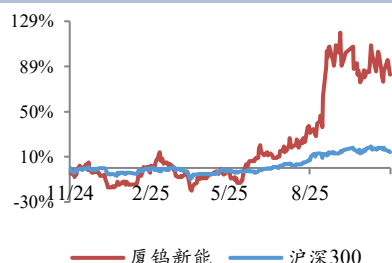
正极盈利稳健增长，固态电池加速布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-21

收盘价（元） 76.20
近 12 个月最高/最低（元） 91.51/38.76
总股本（百万股） 421
流通股本（百万股） 421
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 321
流通市值（亿元） 321

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 事件：公司发布 2025 年三季度报

公司发布 2025 年第三季度报告，前三季度实现营收 130.59 亿元，同比增长 29.80%；实现归母净利 5.52 亿元，同比增长 41.54%；扣非净利 5.06 亿元，同比增长 48.20%。其中 2025Q3 单季度实现营收 55.26 亿元，同比增长 50.20%；实现归母净利 2.45 亿元，同比增长 63.60%，环比增长 28.97%；扣非净利 2.15 亿元，同比增长 77.02%。公司业绩表现强劲。

● 钴酸锂出货稳定增长，动力及储能材料多点开花

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%；动力电池正极材料（含三元材料、磷酸铁锂等）实现销量 5.30 万吨，同比增长 36.29%；氢能材料方面，公司实现销量 3,074.50 吨，同比增长 8.05%。

● 新产品开发稳步推进，固态电池材料布局领先

公司新产品开发稳步推进：1）固态电池领域公司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公司已向下游客户多次送样验证，同时已经实现了氧化物固态电解质的吨级生产。2）公司补锂剂产品已经实现在头部厂商应用，后续伴随产能爬坡利润逐渐释放。

● 投资建议

我们调整公司 25/26/27 年归母净利润至 7.91/9.96/11.80 亿元（25/26 年预测前值为 7.22/9.79 亿元），对应 P/E 为 41x/32x/27x，维持“买入”评级。

● 风险提示

新能源车需求不及预期；下游市场增速不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；客户拓展不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13297	20890	25010	27976
收入同比（%）	-23.2%	57.1%	19.7%	11.9%
归属母公司净利润	494	791	996	1180
净利润同比（%）	-6.3%	60.0%	26.0%	18.4%
毛利率（%）	9.8%	8.6%	9.1%	9.3%
ROE（%）	5.7%	8.3%	9.4%	10.0%
每股收益（元）	1.18	1.88	2.37	2.80
P/E	38.68	40.55	32.18	27.18
P/B	2.20	3.36	3.04	2.73
EV/EBITDA	19.36	32.91	26.49	21.56

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8571	9282	11507	13711	营业收入	13297	20890	25010	27976
现金	1635	1248	2255	3727	营业成本	11999	19091	22745	25375
应收账款	2348	4026	4484	4639	营业税金及附加	31	46	55	62
其他应收款	6	16	32	28	销售费用	42	40	48	53
预付账款	12	10	11	13	管理费用	188	334	400	420
存货	2476	2635	3136	3496	财务费用	27	5	14	7
其他流动资产	2095	1347	1590	1809	资产减值损失	-194	10	0	-30
非流动资产	6176	5910	5618	5299	公允价值变动收益	8	0	0	0
长期投资	417	407	387	337	投资净收益	-18	104	125	140
固定资产	3521	3287	3050	2811	营业利润	513	860	1083	1283
无形资产	369	369	369	369	营业外收入	1	5	5	5
其他非流动资产	1869	1848	1812	1782	营业外支出	6	4	3	3
资产总计	14747	15192	17125	19010	利润总额	508	861	1085	1285
流动负债	4989	4574	5442	6078	所得税	20	69	87	103
短期借款	135	235	285	335	净利润	488	792	998	1182
应付账款	2159	2615	3116	3476	少数股东损益	-6	2	2	2
其他流动负债	2695	1724	2041	2266	归属母公司净利润	494	791	996	1180
非流动负债	696	748	800	852	EBITDA	944	962	1161	1363
长期借款	466	516	566	616	EPS (元)	1.18	1.88	2.37	2.80
其他非流动负债	230	232	234	236	主要财务比率				
负债合计	5685	5323	6242	6930	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	325	327	329	331	成长能力				
股本	421	421	421	421	营业收入	-23.2%	57.1%	19.7%	11.9%
资本公积	6022	6022	6022	6022	营业利润	-8.4%	67.6%	26.0%	18.4%
留存收益	2295	3100	4112	5307	归属于母公司净利润	-6.3%	60.0%	26.0%	18.4%
归属母公司股东权益	8737	9543	10554	11749	获利能力				
负债和股东权益	14747	15192	17125	19010	毛利率 (%)	9.8%	8.6%	9.1%	9.3%
现金流量表					净利率 (%)	3.7%	3.8%	4.0%	4.2%
单位:百万元					ROE (%)	5.7%	8.3%	9.4%	10.0%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	5.4%	5.9%	6.9%	7.6%
经营活动现金流	1753	-520	897	1356	偿债能力				
净利润	494	791	996	1180	资产负债率 (%)	38.5%	35.0%	36.4%	36.5%
折旧摊销	393	273	274	276	净负债比率 (%)	62.7%	53.9%	57.4%	57.4%
财务费用	47	22	27	30	流动比率	1.72	2.03	2.11	2.26
投资损失	18	-104	-125	-140	速动比率	1.22	1.45	1.53	1.67
营运资金变动	709	-1452	-216	44	营运能力				
其他经营现金流	-122	2193	1153	1101	总资产周转率	0.90	1.38	1.46	1.47
投资活动现金流	-972	-12	20	30	应收账款周转率	5.66	5.19	5.58	6.03
资本支出	-966	-4	-3	-3	应付账款周转率	5.56	7.30	7.30	7.30
长期投资	-19	-100	-90	-95	每股指标 (元)				
其他投资现金流	13	92	113	128	每股收益	1.18	1.88	2.37	2.80
筹资活动现金流	-341	130	75	72	每股经营现金流 (摊薄)	4.17	-1.24	2.13	3.22
短期借款	135	100	50	50	每股净资产	20.77	22.68	25.08	27.92
长期借款	-239	50	50	50	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	38.68	40.55	32.18	27.18
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.20	3.36	3.04	2.73
其他筹资现金流	-237	-20	-25	-28	EV/EBITDA	19.36	32.91	26.49	21.56
现金净增加额	435	-387	1007	1472					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

华安证券电力设备与新能源研究组：

张志邦：华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5 年卖方行业研究经验，专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。