

华友钴业（603799）

2024 年股权激励计划落地，彰显管理层信心 买入（维持）

2025 年 01 月 25 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002
021-60199793
ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn
研究助理 胡锦芸

执业证书：S0600123070110
hujinyun@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	63034	66304	59496	67680	71832
同比（%）	78.48	5.19	(10.27)	13.76	6.13
归母净利润（百万元）	3908	3351	4356	4779	5181
同比（%）	0.26	(14.25)	29.98	9.73	8.40
EPS-最新摊薄（元/股）	2.31	1.98	2.57	2.82	3.06
P/E（现价&最新摊薄）	12.51	14.58	11.22	10.23	9.43

投资要点

■ **事件：**1 月 23 日公司公告 2024 年限制性股票激励计划首次授予，向 1298 名激励对象授予 1042 万股限制性股票，约占截至 1 月 22 日可转债转股后总股本的 0.61%，授予价格 15.06 元/股；需摊销的总费用 1.4 亿元，其中 25-27 年分别摊销 0.9、0.4、0.16 亿元。

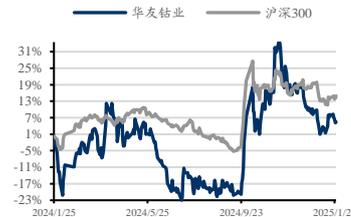
■ **考核目标下限：**25-27 年营收 696/729/762 亿元，或归母净利润 40/44/47 亿元。考核年度为 2025-2027 年三个会计年度，解除限售的业绩条件为：以 23 年营业收入为基数，25/26/27 年营业收入增长率分别不低于 5%/10%/15%；或以 23 年归母净利润为基数，25/26/27 年归母净利润（激励成本摊销前）增长率分别不低于 20%/30%/40%。若 25-27 年营收均满足考核目标下限，则营收分别为 696/729/762 亿元；若归母净利润均满足考核目标下限，则归母净利润分别为 40/44/47 亿元。

■ **当前镍锂处于价格底部，公司整体盈利水平有提升空间。**我们预计 24 年镍产品出货有望达 17 万吨，同增 35%，下半年镍价回落，但公司锁价价格较好，且效率提升降本降费，全年预计可贡献 30 亿以上归母净利润；我们预计 25 年镍产品出货 22 万吨，同增 30%，按 1.6-1.7 万美金左右镍价预计单吨净利维持 1-2 万。Arcadia 锂矿项目 24 年全成本降至 8.5 万元（含税）以内，我们预计 24 年出货 3 万吨+，25 年持平。当前镍锂价格处于底部区间，因此盈利水平处于底部，后续将随价格反弹表现出利润弹性。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持 2024-2026 年盈利预测，预计归母净利润为 44/48/52 亿元，同增 30%/10%/8%，对应 PE 为 11x/10x/9x，考虑公司一体化优势显著，给予 25 年 15x PE，目标价 42 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**上游原材料价格大幅波动，电动车销量不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.95
一年最低/最高价	20.82/39.21
市净率(倍)	1.44
流通 A 股市值(百万元)	48,819.46
总市值(百万元)	48,988.64

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.15
资产负债率(% ,LF)	64.08
总股本(百万股)	1,692.18
流通 A 股(百万股)	1,686.34

相关研究

《华友钴业(603799)：2024 年三季度报点评：Q3 业绩超预期，镍出货量显著》

2024-10-20

《华友钴业(603799)：2024 年半年报点评：Q2 业绩符合预期，镍冶炼增量显著》

2024-08-20

华友钴业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	49,132	42,586	51,145	52,383	营业总收入	66,304	59,496	67,680	71,832
货币资金及交易性金融资产	15,633	12,272	17,303	18,351	营业成本(含金融类)	56,949	49,549	56,571	60,301
经营性应收款项	12,213	11,251	12,806	13,601	税金及附加	368	416	474	503
存货	15,763	13,575	15,499	14,869	销售费用	150	119	135	144
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,117	1,725	1,827	1,796
其他流动资产	5,522	5,488	5,537	5,562	研发费用	1,441	1,339	1,455	1,508
非流动资产	76,389	81,079	85,412	85,024	财务费用	1,478	1,739	1,882	1,835
长期股权投资	9,713	10,013	10,313	10,613	加:其他收益	320	268	271	251
固定资产及使用权资产	46,445	48,134	50,467	50,780	投资净收益	857	773	812	862
在建工程	10,820	12,820	13,820	12,820	公允价值变动	219	0	10	10
无形资产	3,914	4,614	5,314	5,314	减值损失	(413)	(152)	(252)	(257)
商誉	456	456	456	456	资产处置收益	29	1	1	1
长期待摊费用	70	72	72	71	营业利润	4,815	5,498	6,177	6,612
其他非流动资产	4,970	4,970	4,970	4,970	营业外净收支	(41)	(47)	(42)	(42)
资产总计	125,520	123,665	136,558	137,407	利润总额	4,774	5,451	6,135	6,570
流动负债	48,867	43,217	50,709	45,781	减:所得税	269	245	307	329
短期借款及一年内到期的非流动负债	23,204	20,431	24,901	18,368	净利润	4,505	5,206	5,828	6,242
经营性应付款项	20,022	17,420	19,889	21,200	减:少数股东损益	1,154	850	1,049	1,061
合同负债	431	495	566	603	归属母公司净利润	3,351	4,356	4,779	5,181
其他流动负债	5,210	4,870	5,354	5,610	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.98	2.57	2.82	3.06
非流动负债	31,920	31,920	31,920	31,920	EBIT	5,190	6,347	7,217	7,581
长期借款	18,900	18,900	18,900	18,900	EBITDA	8,527	12,969	15,194	16,579
应付债券	6,632	6,632	6,632	6,632	毛利率(%)	14.11	16.72	16.41	16.05
租赁负债	55	55	55	55	归母净利率(%)	5.05	7.32	7.06	7.21
其他非流动负债	6,333	6,333	6,333	6,333	收入增长率(%)	5.19	(10.27)	13.76	6.13
负债合计	80,787	75,137	82,629	77,701	归母净利润增长率(%)	(14.25)	29.98	9.73	8.40
归属母公司股东权益	34,278	37,223	41,574	46,290					
少数股东权益	10,456	11,306	12,355	13,416					
所有者权益合计	44,733	48,528	53,928	59,706					
负债和股东权益	125,520	123,665	136,558	137,407					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,486	13,218	14,474	17,749	每股净资产(元)	19.17	20.90	23.44	26.20
投资活动现金流	(16,551)	(10,585)	(11,539)	(7,789)	最新发行在外股份(百万股)	1,692	1,692	1,692	1,692
筹资活动现金流	15,103	(5,993)	2,085	(8,921)	ROIC(%)	6.04	6.45	6.89	6.92
现金净增加额	1,947	(3,361)	5,021	1,038	ROE-摊薄(%)	9.78	11.70	11.50	11.19
折旧和摊销	3,337	6,622	7,977	8,998	资产负债率(%)	64.36	60.76	60.51	56.55
资本开支	(16,817)	(11,056)	(12,051)	(8,351)	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.58	11.22	10.23	9.43
营运资本变动	(5,466)	158	(755)	1,159	P/B (现价)	1.51	1.38	1.23	1.10

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>