

钒产品价格下跌拖累业绩，期待行业反转

2025 年 04 月 08 日

➤ **事件：**公司发布 2024 年年报：2024 年公司实现营收 132.09 亿元，同比-8.15% (调整后，下同)；实现归母净利润 2.85 亿元，同比-73.03%；扣非后归母净利润 2.53 亿元，同比-75.87%。分季度看，2024Q4 实现营业收入 27.35 亿元，同比-15.16%、环比-17.52%；实现归母净利 1.02 亿元，同比-45.91%、环比+122.04%；扣非后归母净利润 0.88 亿元，同比-52.10%、环比+143.77%

➤ **点评：钒产品价格下跌拖累业绩**

(1) **量：**2024 年钒产品销量增长 6.74%，钛白粉和钛渣销量分别增长 1.10%和下降 24.18%。公司 2024 年钒产品销量为 5.36 万吨，同比增长 6.74%；公司钛白粉销量为 25.80 万吨，同比增长 1.10%。钛渣销量为 14.61 万吨，同比下降 24.18%。

(2) **价：**公司毛利率下降 6.81pct，至 7.59%。2024 年五氧化二钒市场价格同比-26%，钛白粉和钛渣市场价格价格同比分别+2%和+17%。钒产品方面，由于产品价格下降，2024 年公司钒产品毛利率下降 17.05pct，至 10.40%；钛产品方面，由于钛白粉毛利率下滑，钛产品毛利率下降 1.53pct，至 6.36%；公司整体毛利率下降 6.81pct，至 7.59%。

➤ **未来核心看点**

(1) **公司是世界主要的钒制品供应商。**公司拥有以五氧化二钒、高钒铁、钒氮合金、钒铝合金、钒电解液等为代表的钒系列产品，以钛白粉、钛渣等为代表的钛系列产品，具备年经营钛精矿 175 万吨和年产钒制品（以 V₂O₅ 计）4.42 万吨、钛白粉 30 万吨、钛渣 24 万吨的综合生产能力，是世界主要的钒制品供应商，中国主要的钛原料供应商，中国重要的钛渣生产企业，中国重要的硫酸法、氯化法钛白粉生产企业。

(2) **钒电池相关业务发展前景广阔，有望成为公司未来重要的业绩增长点。**2025 年 2 月，公司全资子公司攀钢集团成都钒钛资源发展有限公司与大连融科在四川省成都市签订了《2025 年钒储能原料合作年度框架协议》，2025 年公司向大连融科供应多钒酸铵 20000 吨（折五氧化二钒），比 2024 年实际销量增长 35%（24 年向大连融科销售 14822 吨），2022-2024 年，公司与大连融科在电解液销售、钒电池用钒储能介质委托加工和钒储能介质购销交易金额合计约为 24.73 亿元（不含税）。随着钒电池业务逐步开拓，钒电池相关业务未来有望成为公司未来重要的业绩增长点。

(3) **5 万吨熔盐氯化法钛白粉项目投产。**截至 2024 年底，攀钢 6 万吨熔盐氯化法钛白项目已经在 2024 年投产，公司氯化法钛白粉产能达到 7.5 万吨/年，市场影响力进一步增强。

➤ **投资建议：**公司钒产品产能全球前列，随着钒行业景气度回升以及钒电池应用市场逐步扩大，公司业绩释放可期。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润依次为 5.92/7.83/9.32 亿元，对应 PE 依次为 40/30/26 倍，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；钒电池发展不及预期；项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	13,209	13,871	14,916	15,962
增长率 (%)	-8.1	5.0	7.5	7.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	285	592	783	932
增长率 (%)	-73.0	107.5	32.4	19.0
每股收益 (元)	0.03	0.06	0.08	0.10
PE	84	40	30	26
PB	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 7 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

2.57 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 孙二春

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

目录

1 事件：2024 年归母净利同比减少 73.03%.....	3
2 点评：钒产品价格下跌拖累业绩.....	4
2.1 钒产品价格下跌拖累业绩.....	4
2.2 2024Q4 业绩环比上升，同比下降.....	6
3 核心看点：钒电池相关业务发展前景广阔，有望成为公司未来重要的业绩增长点.....	7
5 风险提示.....	12
插图目录.....	14
表格目录.....	14

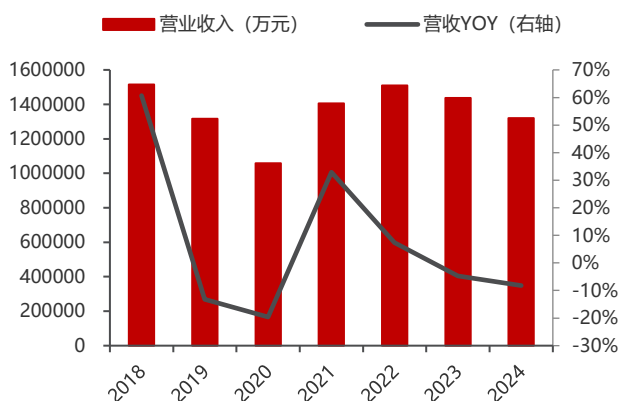
1 事件：2024 年归母净利同比减少 73.03%

公司发布 2024 年报：2024 年公司实现营收 132.09 亿元，同比-8.15%；实现归母净利润 2.85 亿元，同比-73.03%；扣非后归母净利润 2.53 亿元，同比-75.87%。

分季度看，2024Q4 实现营业收入 27.35 亿元，同比-15.16%、环比-17.52%；实现归母净利 1.02 亿元，同比-45.91%、环比+122.04%；扣非后归母净利润 0.88 亿元，同比-52.10%、环比+143.77%。

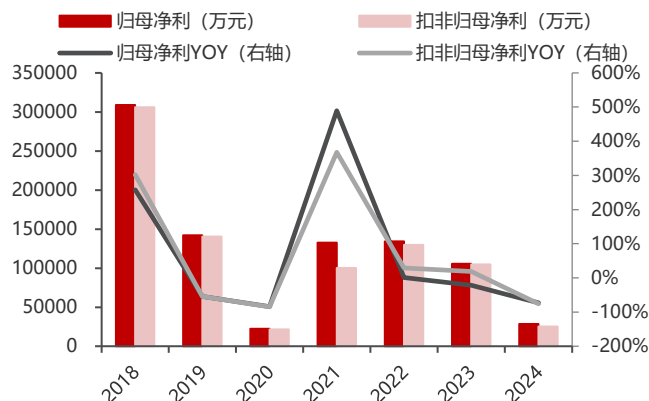
2025 年公司经营目标：完成钒产品（以 V_2O_5 计）5.25 万吨，硫酸法钛白粉 22.55 万吨，氯化法钛白粉 6.45 万吨，钛渣 19.2 万吨。

图1：2024 年营收同比-8.15%



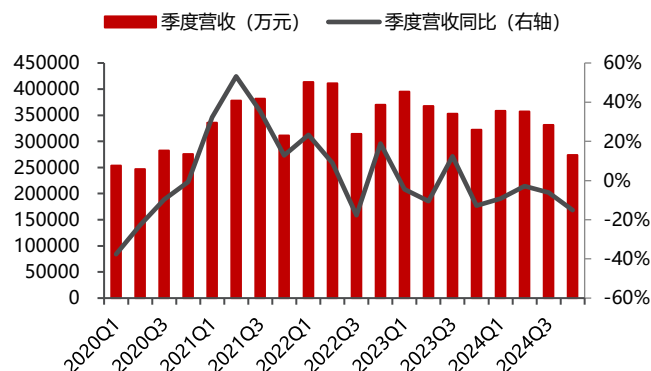
资料来源：wind，民生证券研究院；注：2020 年及以前数据是调整前数据

图2：2024 年归母净利润同比-73.03%



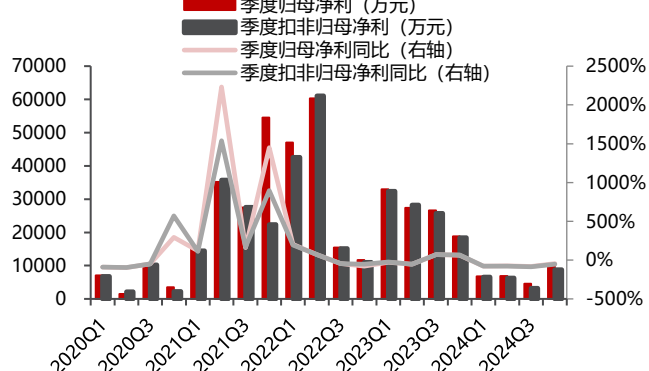
资料来源：wind，民生证券研究院；注：2020 年及以前数据是调整前数据

图3：公司分季度营业收入及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司分季度净利润及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

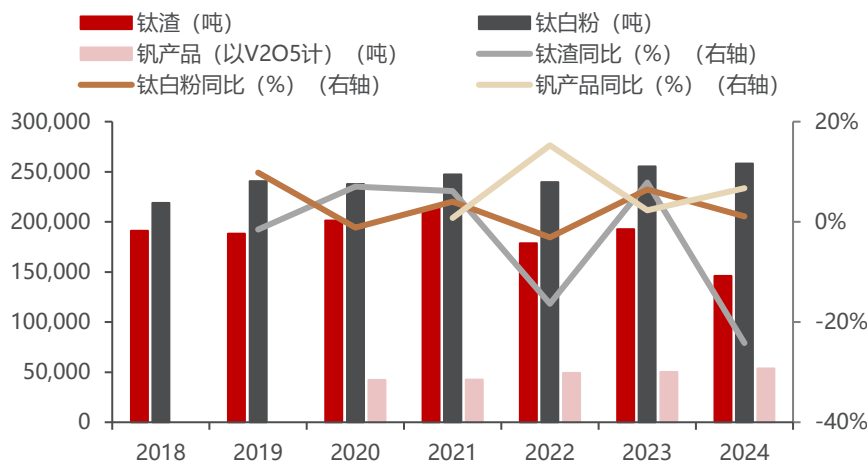
2 点评：钒产品价格下跌拖累业绩

2.1 钒产品价格下跌拖累业绩

量：2024 年钒产品销量增长 6.74%，钛白粉和钛渣销量分别增长 1.10%和下降 24.18%。公司 2024 年钒产品销量为 5.36 万吨，同比增长 6.74%；公司钛白粉销量为 25.80 万吨，同比增长 1.10%。钛渣销量为 14.61 万吨，同比下降 24.18%。

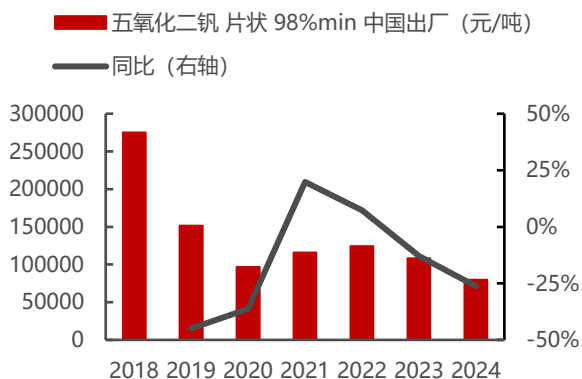
价：公司毛利率下降 6.81pct，至 7.59%。2024 年五氧化二钒市场价格同比 -26%，钛白粉和钛渣市场价格同比分别+2%和+17%。钒产品方面，由于产品价格下降，2024 年公司钒产品毛利率下降 17.05pct，至 10.40%；钛产品方面，由于钛白粉毛利率下滑，钛产品毛利率下降 1.53pct，至 6.36%；公司整体毛利率下降 6.81pct，至 7.59%。

图5：公司分产品销量及同比变化



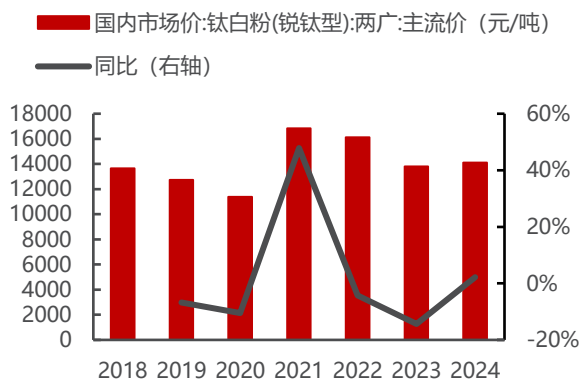
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2024 年钒产品市场价格下降



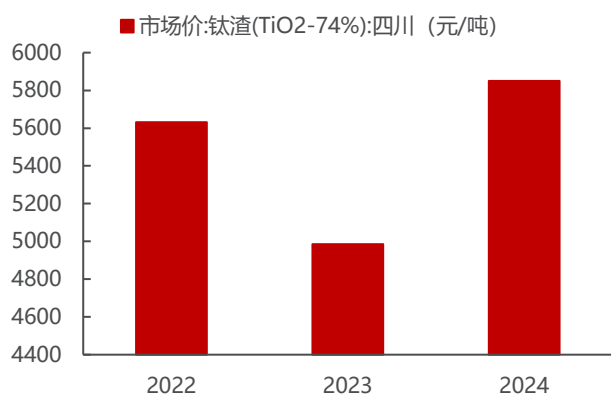
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图7：2024 年钛白粉市场价格小幅上涨



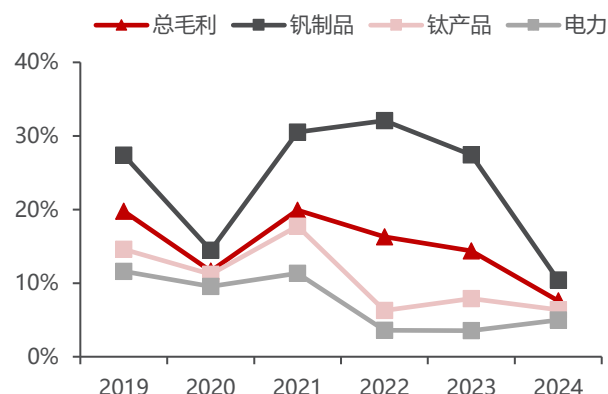
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2023 年酸钛渣市场价格下降



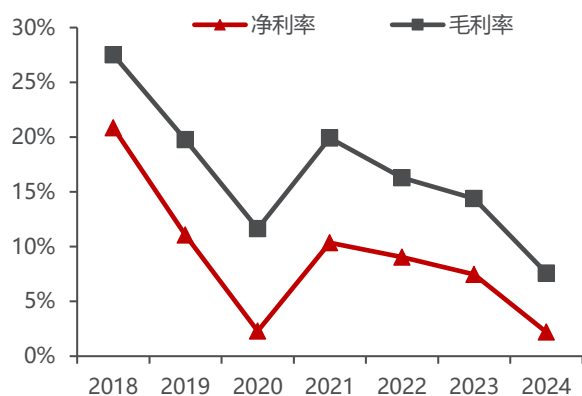
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9：2024 年分产品毛利率 (单位: %)



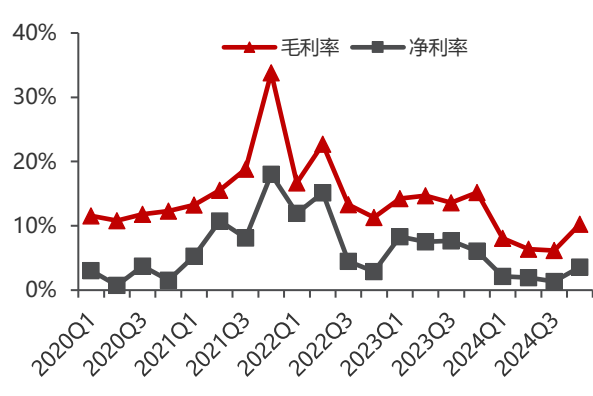
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10：2024 年毛利率下降 (单位: %)



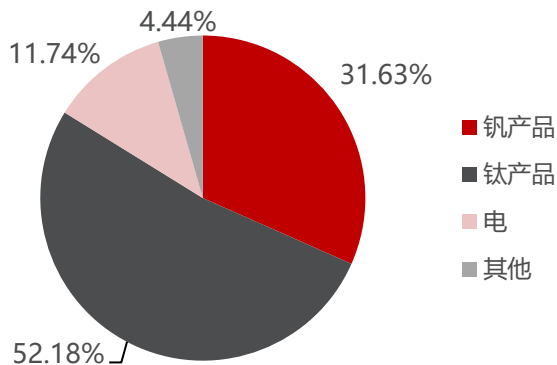
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11：公司分季度毛利率变化 (单位: %)



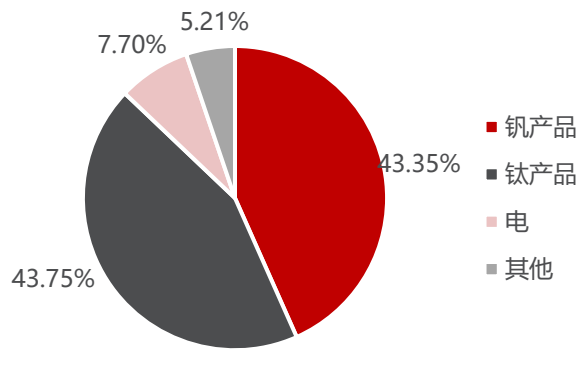
资料来源: wind, 民生证券研究院

图12：2024 年公司分产品营收占比 (单位: %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

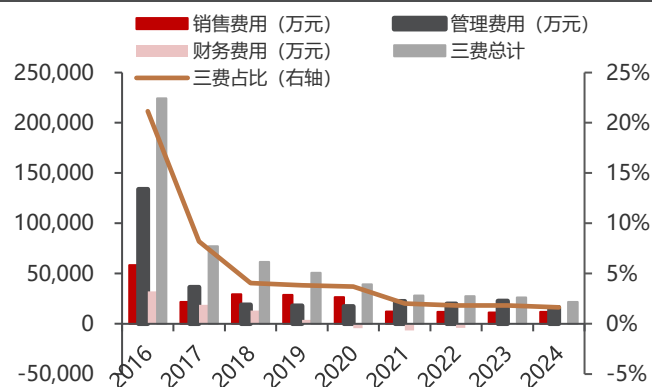
图13：2024 年公司分产品毛利占比 (单位: %)



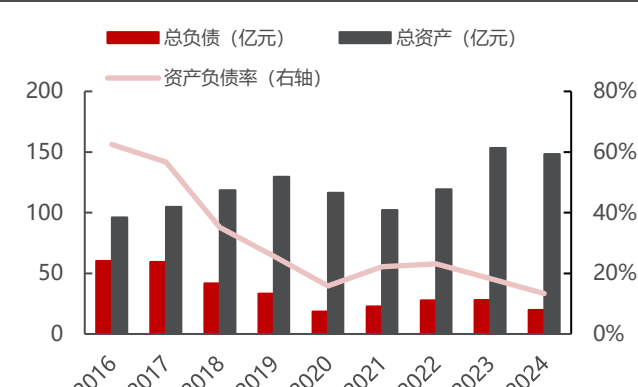
资料来源: wind, 民生证券研究院

2024 年公司三费费用下滑。公司 2024 年三费费用同比-17.33%至 2.16 亿元, 占营收比重下滑至 1.64%; 其中销售费用同比+6.03%至 1.19 亿元, 管理费

用同比-27.47%至 1.65 亿元，主要是公司机构、人员优化以及严控修理费、办公费、差旅费等费用影响所致；财务费用同比-0.10 亿元，至-0.68 亿元；单季度看，24Q4 公司三费同比-47.99%，至 0.52 亿元。

图14：2024 年公司三费费用下滑


资料来源：wind，民生证券研究院

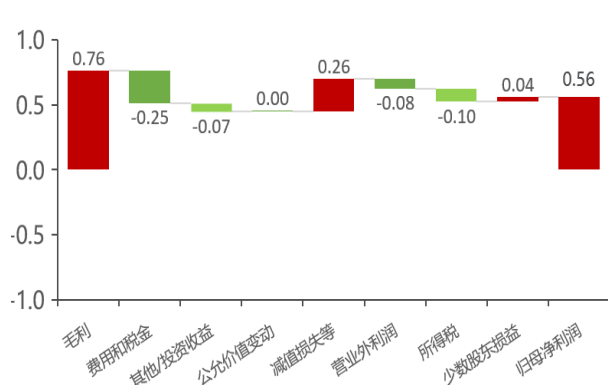
图15：2024 年公司资产负债率下滑


资料来源：wind，民生证券研究院

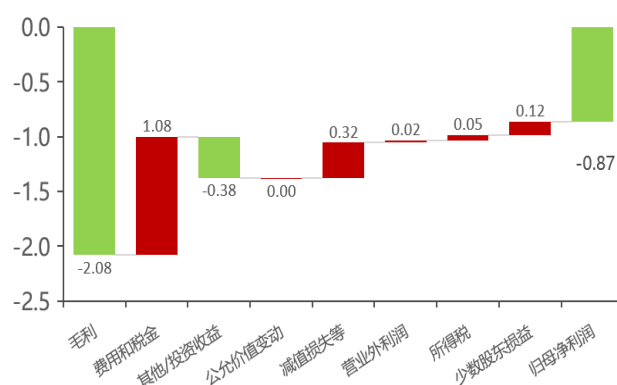
2.2 2024Q4 业绩环比上升，同比下降

2024Q4 vs 2024Q3：2024Q4 归母净利润环比增加 0.56 亿元，主要的增利点在于毛利 (+0.76 亿元)、减值损失等 (+0.26 亿元)、少数股东损益 (+0.04 亿元)；主要的减利点包括费用和税金 (-0.25 亿元)、所得税 (-0.10 亿元)、营业外利润 (-0.08 亿元)、其他/投资收益 (-0.07 亿元)。

2024Q4 vs 2024Q3：2024Q4 归母净利润同比减少 0.87 亿元，主要的增利点在于费用和税金 (+1.08 亿元)、减值损失 (+0.32 亿元)、少数股东损益 (+0.12 亿元)、所得税 (+0.05 亿元)、营业外利润 (+0.02 亿元)；主要的减利点为毛利 (-2.08 亿元)、其他/投资收益 (-0.38 亿元)；其中毛利大幅下滑主要由于 24Q4 钒产品及钛产品价格同比下降。

图16：2024Q4 业绩环比变化拆分 (单位：亿元)


资料来源：wind，民生证券研究院

图17：2024Q4 业绩同比变化拆分 (单位：亿元)


资料来源：wind，民生证券研究院

3 核心看点：钒电池相关业务发展前景广阔，有望成为公司未来重要的业绩增长点

公司是世界主要的钒制品供应商。公司拥有以五氧化二钒、高钒铁、钒氮合金、钒铝合金、钒电解液等为代表的钒系列产品，以钛白粉、钛渣等为代表的钛系列产品，具备年经营钛精矿 175 万吨和年产钒制品（以 V₂O₅ 计）4.42 万吨、钛白粉 30 万吨、钛渣 24 万吨的综合生产能力，是世界主要的钒制品供应商，中国主要的钛原料供应商，中国重要的钛渣生产企业，中国重要的硫酸法、氯化法钛白粉生产企业。

钒电池相关业务发展前景广阔，有望成为公司未来重要的业绩增长点。钒电池是目前发展势头强劲的绿色环保储能电池之一，钒电池具有大功率、长寿命、支持频繁大电流充放电、安全性高等优势，主要用于再生能源并网发电、电网储能、大型智能微电网等领域。2025 年 2 月，公司全资子公司攀钢集团成都钒钛资源发展有限公司与大连融科在四川省成都市签订了《2025 年钒储能原料合作年度框架协议》，2025 年公司向大连融科供应多钒酸铵 20000 吨（折五氧化二钒），比 2024 年实际销量增长 35%（24 年向大连融科销售 14822 吨），2022-2024 年，公司与大连融科在电解液销售、钒电池用钒储能介质委托加工和钒储能介质购销交易金额合计约为 24.73 亿元（不含税）。随着钒电池业务逐步开拓，钒电池相关业务未来有望成为公司未来重要的业绩增长点。

表1：与大连融科签订的《2025 年钒储能原料合作年度框架协议》主要内容

协议有效期	合作内容	原料	定价原则	数量
2025 年 1 月-2025 年 12 月	双方采取多钒酸铵原料购销的合作模式，2025 年度预计总数量 20000 吨（折合 V ₂ O ₅ ）	多钒酸铵	钒产品市场价格变化情况，协商确定每月具体价格	20000 吨

资料来源：公司公告，民生证券研究院

6 万吨熔盐氯化法钛白粉项目投产。公司 2023 年通过定向增发募集资金净额 22.7 亿元，募集资金将用于产业类、四化类、研发类项目及补充流动资金。其中，产业类项目涉及攀钢 6 万吨/年熔盐氯化法钛白项目和攀枝花钒厂五氧化二钒提质升级改造项目，拟分别使用募集资金 11.93 亿元和 1.43 亿元。截至 2024 年底，攀钢 6 万吨熔盐氯化法钛白项目已经在 2024 年投产，公司氯化法钛白粉产能达到 7.5 万吨/年，市场影响力进一步增强。

表2：定向增发募集资金使用计划（单位：万元）

序号	募投类型	项目名称	投资总额（万元）	工程进度
1	产业类	攀钢 6 万吨/年熔盐氯化法钛白项目	119,300	100%
2		攀枝花钒厂五氧化二钒提质升级改造项目	14,300	
3	四化类	攀钢集团钒钛资源股份有限公司数字化转型升级项目	13,200	
4		攀钢集团西昌钒制品科技有限公司智能工厂建设项目	10,400	

5		攀钢集团重庆钛业有限公司自动化升级建设项目	3,600
6	研发类	钒电池电解液产业化制备及应用研发项目	5,500
7		碳化高炉渣制备氯化钛白研发项目	5,700
8		补充流动资金	55,152.12
		合计	227,152.12

数据来源：公司公告，民生证券研究院（备注：工程进度截至 2024 年 12 月 31 日）

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们把公司业务分为钒产品、钛白粉、钛渣、钛精矿、电五个部分，其中：

1) 钒产品业务：随着国家对高强度钢筋的强制应用推广及钒电池相关需求增长，预计行业景气度回升，假设 2025-2027 年钒产品销量分别 54000/54500/55000 吨，销售价格分别为 81790、89969、98966 元/吨。公司营收，毛利率有望逐步恢复，预计该业务 2025-2027 年分别实现营业收入 44.2、49.0 与 54.4 亿元，毛利率分别为 13.8%、14.6%与 15.4%。

表3：公司钒产品业务收入拆分及预测

单位：亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	41.8	44.2	49.0	54.4
YoY	-20.2%	5.7%	11.0%	11.0%
成本	37.4	38.1	41.9	46.1
毛利	4.3	6.1	7.2	8.4
毛利率(%)	10.4%	13.8%	14.6%	15.4%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

2) 钛白粉业务：公司 6 万吨/年熔盐氯化法钛白粉项目投产，钛白粉销量逐步增长，随着行业景气度回升，假设 2025-2027 年钛白粉销量分别 270000/275000/280000 吨，销售价格分别为 14311、15027、15477 元/吨，预计该业务 2025-2027 年分别实现营业收入 38.6、41.3 与 43.3 亿元，毛利率分别为 7.9%、9.7%与 10.5%。

表4：公司钛白粉业务收入拆分及预测

单位：亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	35.2	38.6	41.3	43.3
YoY	2.5%	9.9%	6.9%	4.9%
成本	33.7	35.6	37.3	38.8
毛利	1.5	3.1	4.0	4.6
毛利率(%)	4.3%	7.9%	9.7%	10.5%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

3) 钛渣业务：公司钛渣业务下游主要是海绵钛和钛白粉，随着公司 6 万吨/年熔盐氯化法钛白项目、攀钢集团高端钛及钛合金用海绵钛扩能项目陆续建成投产，对钛渣需求有所增加，公司将进一步提升钛渣产量以满足自身及市场需求。假设 2025-2027 年钛渣销量分别 155000/160000/165000 吨，销售价格分别为 5153、5308、5467 元/吨，预计该业务 2025-2027 年分别实现营业收入 8.0、8.5 与 9.0 亿元，毛利率分别为 14.7%、15.1%与 15.6%。

表5：公司钛渣业务收入拆分及预测

单位：亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	7.4	8.0	8.5	9.0
YoY	-9.7%	8.2%	6.3%	6.2%
成本	6.3	6.8	7.2	7.6
毛利	1.1	1.2	1.3	1.4
毛利率(%)	14.7%	14.7%	15.1%	15.6%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

4) 钛精矿业务：公司钛精矿主要由控股股东攀钢集团提供，按市场化原则买断自用和对外销售，2025 年至今钛精矿价格承压，假设 2025 年钛精矿营收和毛利率下滑，随着行业回暖，假设 2026-2027 年营收和毛利率将逐步回升。预计该业务 2025-2027 年分别实现营业收入 22.0、23.1 与 24.2 亿元，毛利率分别为 7.0%、7.5%与 7.9%。

表6：公司钛精矿业务收入拆分及预测

单位：亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	23.1	22.0	23.1	24.2
YoY	-0.3%	-5.0%	5.0%	5.0%
成本	20.5	20.4	21.4	22.3
毛利	2.6	1.5	1.7	1.9
毛利率(%)	11.2%	7.0%	7.5%	7.9%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

5) 电业务：电业务相对稳定，随着运营效率提升，预计该业务 2025-2027 年分别实现营业收入 16.3、17.1 与 18.0 亿元，毛利率分别为 6.8%、7.7%与 8.6%。

表7：公司钛白粉业务收入拆分及预测

单位：亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	15.5	16.3	17.1	18.0
YoY	-18.6%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	14.7	15.2	15.8	16.4
毛利	0.8	1.1	1.3	1.5
毛利率(%)	5.0%	6.8%	7.7%	8.6%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

综上，我们预计公司2025-2027年分别实现营业收入138.7、149.2与159.6亿元，分别同比+5.0%、+7.5%与+7.0%；预计毛利率分别为9.5%、10.5%与11.3%。

表8：公司营业总收入及毛利预测

单位：亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	132.1	138.7	149.2	159.6
YoY	-8.1%	5.0%	7.5%	7.0%
成本	122.1	125.6	133.5	141.6
毛利	10.0	13.2	15.7	18.0
毛利率(%)	7.6%	9.5%	10.5%	11.3%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析与投资建议

我们选取钢铁板块方大炭素与首钢股份作为可比公司，整体看，公司估值略高于可比公司均值。公司未来盈利增速较高，公司 PEG 为 0.61，低于可比公司均值，公司估值相对合理。

公司钒产品产能全球前列，随着钒行业景气度回升以及钒电池应用市场逐步扩大，公司业绩释放可期。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润依次为 5.92/7.83/9.32 亿元，对应 PE 依次为 40/30/26 倍，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

表9：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				2024-2026 CAGR	PEG
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E		
600516.SH	方大炭素	4.53	0.04	0.11	0.14	-	105	41	32	-	81%	0.50
000959.SZ	首钢股份	3.02	0.07	0.08	0.11	-	46	37	29	-	27%	1.35
	可比公司 平均						76	39	30	-		0.93
000629.SZ	钒钛股份	2.57	0.03	0.06	0.08	0.10	84	40	30	26	66%	0.61

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；

注：股价时间为 2025 年 4 月 7 日；方大炭素 2024 年数据采用业绩预告中值计算，其他数据来自民生证券研究院预测；首钢股份预测数据采用 ifind 一致预期；由于可比公司方大炭素和首钢股份没有 2027 年预测值，PEG 采用 2025 年 PE 除以 2024-2026 年归母净利润 CAGR 计算。

5 风险提示

1) 下游需求不及预期。目前钒制品主要下游是钢铁,钢铁行业景气度受宏观、行业政策等因素影响较大,一旦钢铁行业低迷,可能会压制钒制品下游需求,导致钒制品价格出现下滑。

2) 钒电池发展不及预期。钒电池目前需要国家相应政策支持,一旦未来新能源相关政策及市场情况出现超预期负面冲击,可能会影响公司钒电池业务发展。

3) 项目进展不及预期。产业、环保政策等不利变化可能会影响公司规划项目进展,导致公司未来增长速度不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13,209	13,871	14,916	15,962
营业成本	12,207	12,556	13,351	14,164
营业税金及附加	70	74	79	85
销售费用	119	111	119	128
管理费用	165	166	179	192
研发费用	447	430	447	479
EBIT	209	586	791	963
财务费用	-68	-62	-68	-73
资产减值损失	-48	-20	-15	-10
投资收益	78	67	66	61
营业利润	355	696	910	1,087
营业外收支	-23	-14	-8	-7
利润总额	333	682	902	1,080
所得税	44	82	108	135
净利润	289	600	794	945
归属于母公司净利润	285	592	783	932
EBITDA	601	981	1,211	1,411

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,337	1,567	1,854	2,254
应收账款及票据	184	193	219	241
预付款项	120	104	107	113
存货	842	907	927	1,023
其他流动资产	3,411	3,427	3,441	3,454
流动资产合计	5,894	6,197	6,548	7,086
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	6,186	6,586	7,086	7,586
无形资产	470	541	615	689
非流动资产合计	8,948	9,673	10,197	10,720
资产合计	14,842	15,870	16,745	17,806
短期借款	126	126	126	126
应付账款及票据	576	907	929	985
其他流动负债	740	818	861	911
流动负债合计	1,442	1,850	1,916	2,022
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	538	538	538	538
非流动负债合计	538	538	538	538
负债合计	1,980	2,389	2,455	2,561
股本	9,295	9,295	9,295	9,295
少数股东权益	391	399	409	422
股东权益合计	12,862	13,482	14,291	15,245
负债和股东权益合计	14,842	15,870	16,745	17,806

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-8.15	5.01	7.53	7.01
EBIT 增长率	-80.99	179.73	35.04	21.76
净利润增长率	-73.03	107.50	32.36	19.00
盈利能力 (%)				
毛利率	7.59	9.48	10.49	11.26
净利率	2.16	4.27	5.25	5.84
总资产收益率 ROA	1.92	3.73	4.68	5.23
净资产收益率 ROE	2.29	4.52	5.64	6.29
偿债能力				
流动比率	4.09	3.35	3.42	3.50
速动比率	1.07	0.97	1.10	1.25
现金比率	0.93	0.85	0.97	1.11
资产负债率 (%)	13.34	15.05	14.66	14.38
经营效率				
应收账款周转天数	3.70	3.45	3.41	3.57
存货周转天数	28.69	25.07	24.73	24.78
总资产周转率	0.88	0.90	0.91	0.92
每股指标 (元)				
每股收益	0.03	0.06	0.08	0.10
每股净资产	1.34	1.41	1.49	1.59
每股经营现金流	0.07	0.15	0.13	0.14
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	84	40	30	26
PB	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	37.87	23.23	18.80	16.14
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	289	600	794	945
折旧和摊销	392	395	420	448
营运资金变动	3	405	8	-27
经营活动现金流	659	1,373	1,184	1,327
资本开支	-505	-1,057	-870	-896
投资	-402	-45	-50	-50
投资活动现金流	-760	-1,034	-855	-886
股权募资	0	0	0	0
债务募资	58	-70	-5	-5
筹资活动现金流	-215	-110	-42	-42
现金净流量	-308	230	287	399

插图目录

图 1: 2024 年营收同比-8.15%	3
图 2: 2024 年归母净利润同比-73.03%	3
图 3: 公司分季度营业收入及同比变化	3
图 4: 公司分季度净利润及同比变化	3
图 5: 公司分产品销量及同比变化	4
图 6: 2024 年钒产品市场价格下降	4
图 7: 2024 年钛白粉市场价格小幅上涨	4
图 8: 2023 年酸钛渣市场价格下降	5
图 9: 2024 年分产品毛利率 (单位: %)	5
图 10: 2024 年毛利率下降 (单位: %)	5
图 11: 公司分季度毛利率变化 (单位: %)	5
图 12: 2024 年公司分产品营收占比 (单位: %)	5
图 13: 2024 年公司分产品毛利占比 (单位: %)	5
图 14: 2024 年公司三费费用下滑	6
图 15: 2024 年公司资产负债率下滑	6
图 16: 2024Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)	6
图 17: 2024Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	6

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 与大连融科签订的《2025 年钒储能原料合作年度框架协议》主要内容	7
表 2: 定向增发募集资金使用计划 (单位: 万元)	7
表 3: 公司钒产品业务收入拆分及预测	9
表 4: 公司钛白粉业务收入拆分及预测	9
表 5: 公司钛渣业务收入拆分及预测	10
表 6: 公司钛精矿业务收入拆分及预测	10
表 7: 公司钛白粉业务收入拆分及预测	10
表 8: 公司营业总收入及毛利预测	11
表 9: 可比公司 PE 数据对比	11
公司财务报表数据预测汇总	13

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048