

华友钴业（603799）

2024 年报及 2025 一季报点评：Q1 业绩略超预期，镍产品贡献主要利润增量

买入（维持）

2025 年 04 月 20 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	66,304	60,946	70,014	75,095	84,640
同比（%）	5.19	(8.08)	14.88	7.26	12.71
归母净利润（百万元）	3,351	4,155	5,511	6,665	8,164
同比（%）	(14.25)	23.99	32.63	20.95	22.49
EPS-最新摊薄（元/股）	1.97	2.44	3.24	3.92	4.80
P/E（现价&最新摊薄）	16.19	13.06	9.84	8.14	6.64

投资要点

■ **年报业绩符合预期，Q1 业绩略超预期。**公司 24 年营收 609 亿元，同-8%，归母净利润 41.5 亿元，同+24%；其中 24Q4 营收 155 亿元，同环比+1.6%/+0.1%，归母净利润 11.3 亿元，同环比+235.9%/-15.9%，扣非归母净利润 7.5 亿元，同环比+106%/-42%，非经常性损益主要为金融资产和负债的公允价值变动。25 年 Q1 营收 178 亿元，同环比+19.2%/+15.4%，归母净利润 12.5 亿元，同环比+139.7%/+10.4%。

■ **25Q1 镍产品出货环增 40%+，部分锁价盈利稳定。**24 年镍产品出货 18.4 万金吨（含内部自供），同增 46%，镍中间品实现出货近 23 万金吨（权益量 13 万金吨），同增近 50%，其中我们预计 Q4 镍产品出货近 5 万吨，环减 15%+，镍中间品出货 6 万吨+，环比基本持平。我们预计 25Q1 镍产品出货 7 万吨，同比翻倍，环增 40%+，25 全年镍产品出货 27-28 万吨。资源端，华飞 12 万吨和华越 6 万吨持续超产，华科 4.5 万吨稳定运营，24 年镍自供比例达到 60-70%，25 年自供比例预计超 70%，权益达到 15 万吨。盈利端，MHP 镍成本 1.2 万美金，按当前 1.6 万美金镍价，预计单吨利润 0.4 万美金，火法基本盈亏平衡，因此我们预计公司 25 年镍利润贡献 30-35 亿。考虑目前镍价触底，未来价格弹性大。

■ **钴价上行 Q2 起释放业绩弹性。**24 年钴产品销量 4.7 万金吨（含内部自供），同增 13%，预计 25Q1 出货 1 万吨+，环比微降，全年出货量预计稳定。印尼湿法镍冶炼项目有 2 万吨钴副产品，对应钴自有权益 1.2 万吨，钴价从 Q1 底部 16 万元上涨至 25 万元左右震荡，对应业绩弹性 10 亿+，此外，公司外采钴 3 万吨+，钴价上行公司可享受折扣系数优惠。我们预计 Q2-Q3 逐步释放钴业绩弹性，全年可贡献 10-12 亿增量利润。

■ **铜贡献稳定利润，锂盈亏平衡。**24 年铜产品销量 9 万金吨，同增 2.8%，我们预计 25Q1 出货 1.6 万吨，环减 25%，主要受刚果金缺电影响，自有光储电站已建成，Q2 恢复，全年铜预计贡献 7-8 亿利润。24 年 Arcadia 锂精矿出货约 40 万吨，同增 41%，碳酸锂销量 3.9 万吨（3.4 万吨自有矿+0.5 万吨再生锂），同增 377%，我们预计 25 年自有矿碳酸锂出货近 4 万吨；Q1 碳酸锂全成本 8 万（含税），我们预计公司通过套保可以盈亏平衡，5 万吨硫酸锂项目计划 25Q3 末建成，投产后全成本将降至 6.5 万（含税），26 年锂出货量预期 6 万吨。

■ **锂电材料 24 年减少低盈利产品出货，25 年销量有望恢复。**24 年三元前驱体出货 10 万吨，同减 20%，我们预计 25Q1 恢复至 2.1 万吨，同增 50%，25 年全年目标销量 13 万吨，同增 30%。24 年三元正极材料销量 6.6 万吨，同减 31%，由于公司部分产品转至参股合资公司乐友生产，24 年已贡献明显投资收益；我们预计 25 年正极销量 8 万吨，同增 30%。

■ **盈利预测与投资评级：**由于钴价上涨，我们上调 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 55/67/82 亿元（25-26 年原预期 48/52 亿元），同增 33%/21%/22%，对应 PE 为 10x/8x/7x，考虑公司一体化优势显著，给予 25 年 15x PE，目标价 49 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)	31.88
一年最低/最高价	20.82/40.13
市净率(倍)	1.47
流通 A 股市值(百万元)	53,760.98
总市值(百万元)	54,245.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.73
资产负债率(% ,LF)	64.08
总股本(百万股)	1,701.55
流通 A 股(百万股)	1,686.35

相关研究

《华友钴业(603799)：2024 年股权激励计划落地，彰显管理层信心》

2025-01-25

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

2024-10-20

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	54,099	50,130	57,939	63,236	营业总收入	60,946	70,014	75,095	84,640
货币资金及交易性金融资产	19,833	15,058	20,935	24,219	营业成本(含金融类)	50,446	58,058	61,585	69,103
经营性应收款项	11,181	13,230	14,165	15,954	税金及附加	443	490	526	592
存货	17,297	15,906	16,873	17,039	销售费用	159	140	150	169
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,895	2,100	2,103	2,201
其他流动资产	5,788	5,936	5,966	6,024	研发费用	1,300	1,575	1,615	1,777
非流动资产	82,492	87,020	90,349	92,178	财务费用	2,070	1,877	1,921	1,849
长期股权投资	12,358	12,658	12,958	13,258	加:其他收益	225	245	225	254
固定资产及使用权资产	51,156	55,682	59,011	61,541	投资净收益	1,362	1,400	1,502	1,693
在建工程	9,902	8,902	7,902	6,902	公允价值变动	(62)	0	10	10
无形资产	4,918	5,618	6,318	6,318	减值损失	(495)	(122)	(122)	(122)
商誉	598	598	598	598	资产处置收益	(5)	1	1	1
长期待摊费用	58	60	60	59	营业利润	5,659	7,298	8,812	10,784
其他非流动资产	3,502	3,502	3,502	3,502	营业外净收支	(74)	(47)	(42)	(42)
资产总计	136,591	137,150	148,288	155,414	利润总额	5,585	7,251	8,770	10,742
流动负债	52,343	47,947	51,352	49,005	减:所得税	426	363	438	537
短期借款及一年内到期的非流动负债	29,754	21,887	23,843	18,421	净利润	5,158	6,888	8,331	10,205
经营性应付款项	16,251	18,704	19,840	22,262	减:少数股东损益	1,004	1,378	1,666	2,041
合同负债	868	581	616	691	归属母公司净利润	4,155	5,511	6,665	8,164
其他流动负债	5,470	6,776	7,053	7,631	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.44	3.24	3.92	4.80
非流动负债	35,588	35,588	35,588	35,588	EBIT	6,629	7,650	9,117	10,797
长期借款	19,502	19,502	19,502	19,502	EBITDA	11,208	13,435	16,098	18,579
应付债券	6,940	6,940	6,940	6,940	毛利率(%)	17.23	17.08	17.99	18.36
租赁负债	26	26	26	26	归母净利率(%)	6.82	7.87	8.88	9.65
其他非流动负债	9,120	9,120	9,120	9,120	收入增长率(%)	(8.08)	14.88	7.26	12.71
负债合计	87,931	83,535	86,940	84,593	归母净利润增长率(%)	23.99	32.63	20.95	22.49
归属母公司股东权益	36,946	40,522	46,589	54,021					
少数股东权益	11,715	13,093	14,759	16,800					
所有者权益合计	48,661	53,615	61,348	70,821					
负债和股东权益	136,591	137,150	148,288	155,414					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12,431	15,946	15,366	19,342	每股净资产(元)	20.89	23.00	26.57	30.95
投资活动现金流	(7,668)	(8,958)	(8,849)	(7,958)	最新发行在外股份(百万股)	1,702	1,702	1,702	1,702
筹资活动现金流	25	(11,763)	(649)	(8,110)	ROIC(%)	6.17	7.03	8.11	9.02
现金净增加额	4,990	(4,775)	5,867	3,274	ROE-摊薄(%)	11.25	13.60	14.31	15.11
折旧和摊销	4,579	5,785	6,980	7,781	资产负债率(%)	64.38	60.91	58.63	54.43
资本开支	(6,688)	(10,056)	(10,051)	(9,351)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.06	9.84	8.14	6.64
营运资本变动	874	2,545	(603)	942	P/B(现价)	1.53	1.39	1.20	1.03

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>