

业绩创新高, “四重底” 成长可期

2025 年 04 月 21 日

► **事件: 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报, 业绩超我们预期。**2024 年, 公司实现营收 609.46 亿元, 同比下降 8.08%; 归母净利 41.55 亿元, 同比增加 23.99%; 扣非归母净利 37.95 亿元, 同比增加 22.71%。**2024Q4**, 公司实现营收 154.57 亿元, 同比增长 1.61%、环比增长 0.13%; 归母净利润 11.34 亿元, 同比上升 235.93%、环比下降 15.94%; 扣非归母净利 7.54 亿元, 同比上升 105.65%、环比下降 41.55%。**2025Q1**, 公司实现营收 178.42 亿元, 同比增长 19.24%、环比增长 15.43%; 归母净利润 12.52 亿元, 同比上升 139.68%、环比上升 10.37%; 扣非归母净利 12.27 亿元, 同比上升 116.05%、环比上升 62.78%, 业绩超我们预期。

► **量: 上游镍冶炼项目顺利达产, 一体化护城河优势显著。**1) **镍:** 24Q1 华飞项目达产支持镍板块快速增长, 24 年镍中间品实现出货量近 23 万吨, 同比增长 50%, 镍产品出货量约 18.43 万金属吨 (含内部自供), 同比增长 46%; 2) **铜:** 24 年铜产品产量约 9 万吨, 同比保持平稳; 3) **钴:** 24 年钴产品出货量约 4.7 万吨 (含内部自供), 同比增长约 13%, 保持行业领先地位; 4) **锂:** 24 年碳酸锂产量约 3.9 万吨, 同比增长 377%, 硫酸锂产线建设有望助力成本快速优化; 5) **前驱体&正极材料:** 24 年锂电正极前驱体出货量超 12 万吨 (含三元前驱体和四氧化三钴, 包括内部自供), 正极材料出货量超 9 万吨 (含内部自供及参股公司权益量), 因公司主动减少部分低盈利产品出货, 优化产品结构, 锂电材料出货量同比有所下降。

► **价: 镍价底部易涨难跌, 刚果金政策扰动有望推动钴价中枢上移。**2024 年, 公司主要产品价格铜 (上期所) /MB 钴/LME 镍/前驱体 (6 系) 分别为 7.51 万元/吨、12.21 美元/磅、17058 美元/吨、7.61 万元/吨, 同比分别变动+0.70 万元/吨、-3.57 美元/磅、-4629 美元/吨、-2.01 万元/吨。2025Q1, 公司主要产品价格铜 (上期所) /MB 钴/LME 镍/前驱体 (6 系) 分别为 7.74 万元/吨、11.82 美元/磅、15801 美元/吨、7.11 万元/吨, 环比分别变动+0.21 万元/吨、+0.90 美元/磅、-465 美元/吨、+0.04 万元/吨。印尼政策频出拖底镍价, 镍价走势预计易涨难跌, 刚果 (金) 暂停钴原料出口拖底钴价, 伴随行业库存持续下滑, 供给紧张局面有望驱动钴价中枢上行, 公司深度受益。

► **项目建设稳步推进, 打造高质量业务布局。**1) **上游资源端: 镍矿:** 公司已参股 WBN、SCM、AJB、WKM、TMS 五座矿山, 镍矿资源储备进一步增厚。**镍冶炼:** 华飞 12 万吨镍金属量湿法冶炼项目于 2024Q1 末达产, 生产能力逐步提升, 实现稳产超产; 华越 6 万吨镍金属量湿法冶炼项目持续超产, 连接 SCM 矿山和华越项目的矿浆管道全线贯通, 生产成本进一步降低; 华科 4.5 万吨镍金属量高冰镍项目稳定运营; 年产 12 万吨镍金属量 Pomalaa 湿法项目有序推进, 于 25 年一季度启动建设; 年产 6 万吨镍金属量的 Sorowako 湿法项目前期工作稳步展开, 波马拉工业园建设准备工作有序落实。**锂项目:** Arcadia 锂矿项目运营有序, 实现锂精矿出货量约 40 万吨, 同比增长 41%, 生产能力大幅提升; 5 万吨硫酸锂项目于 25 年一月份开工建设, 项目建成后将实现锂精矿到锂盐的矿冶一体化, 大幅降低锂盐生产成本。2) **下游锂电材料端: 在印尼,** 华翔 5 万吨硫酸镍项目建成试产, 华能 5 万吨三元前驱体一期项目于 11 月基本建成, 25 年一季度已实现批量供货, 标志着公司新能源锂电材料一体化布局在印尼落地生根; **在韩国,** 与 LG 合作的龟尾 6.6 万吨正极材料项目部分达产, 实现万吨级出货; **在欧洲,** 匈牙利正极材料一期 2.5 万吨项目有序推进, 为打开欧美市场创造有利条件。

► **投资建议:** 公司上游资源布局完善构建坚实护城河, 下游锂电材料与国际资源和汽车巨头深度绑定, 目前“四重底”确定, 成长弹性可期。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润预测为 53.00、61.35、63.11 亿元, 以 2025 年 4 月 21 日收盘价为基准, PE 分别为 11X、9X、9X, 维持公司“推荐”评级。

► **风险提示:** 产品价格大幅下跌、项目进展不及预期、需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	60,946	73,357	79,623	82,637
增长率 (%)	-8.1	20.4	8.5	3.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,155	5,300	6,135	6,311
增长率 (%)	24.0	27.6	15.8	2.9
每股收益 (元)	2.44	3.11	3.61	3.71
PE	14	11	9	9
PB	1.6	1.4	1.2	1.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 4 月 21 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

33.82 元



分析师 邱祖学

执业证书: S0100521120001

邮箱: qizuxue@mszq.com

分析师 李挺

执业证书: S0100523090006

邮箱: liting@mszq.com

相关研究

1. 华友钴业 (603799.SH) 动态报告: 珍惜“四重底” -2025/03/08
2. 华友钴业 (603799.SH) 2024 年三季报点评: Q3 业绩超预期, 一体化优势显现-2024/10/20
3. 华友钴业 (603799.SH) 2024 年半年报点评: 华飞镍产品放量, 助推业绩环比显著增长-2024/08/24
4. 华友钴业 (603799.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 价格下行拖累业绩, 一体化优势待显-2024/04/26
5. 华友钴业 (603799.SH) 2023 年三季报点评: 扣非利润超预期, 行业低点已过-2023/10/26

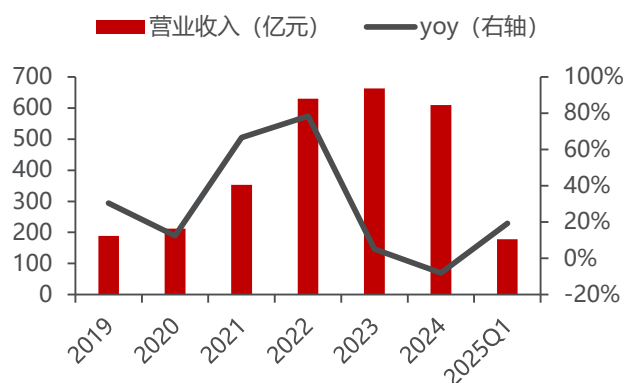
目录

1 公司发布 2024 年年报与 2025 年一季报	3
2 华飞项目达产贡献镍产品增量，经营业绩创历史新高	4
2.1 同比来看，华飞项目达产，镍产品盈利同比显著增长	4
2.2 环比来看，项目达产后产量环比保持平稳	9
2.3 子公司角度，印尼板块持续贡献增量	11
3 锂电材料一体化布局构筑坚实护城河，未来成长可期	13
4 盈利预测与投资建议	20
5 风险提示	21
插图目录	23
表格目录	23

1 公司发布 2024 年年报与 2025 年一季报

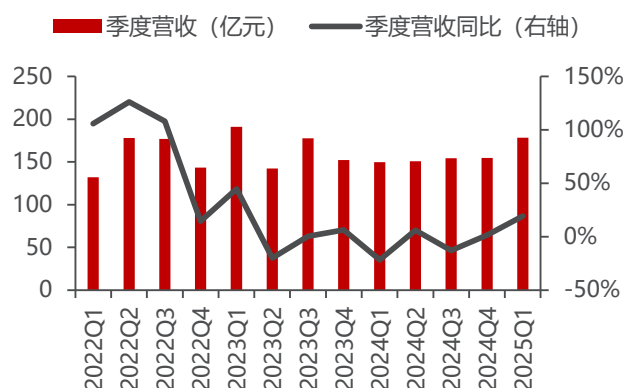
公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报：2024 年，公司实现营收 609.46 亿元，同比减少 8.08%；归母净利润 41.55 亿元，同比增长 23.99%；扣非归母净利润 37.95 亿元，同比增长 22.71%。**分季度来看，**2024Q4，公司实现营收 154.57 亿元，同比增长 1.61%，环比增长 0.13%；归母净利润 11.34 亿元，同比增长 235.93%、环比减少 15.94%；扣非归母净利润 7.54 亿元，同比增长 105.65%、环比减少 41.55%。2025Q1，公司实现营收 178.42 亿元，同比增长 19.24%、环比增长 15.43%；归母净利润 12.52 亿元，同比增长 139.68%、环比增长 10.37%；扣非归母净利润 12.27 亿元，同比增长 116.05%、环比增长 62.78%。

图1：2024，公司实现营收 609.46 亿元



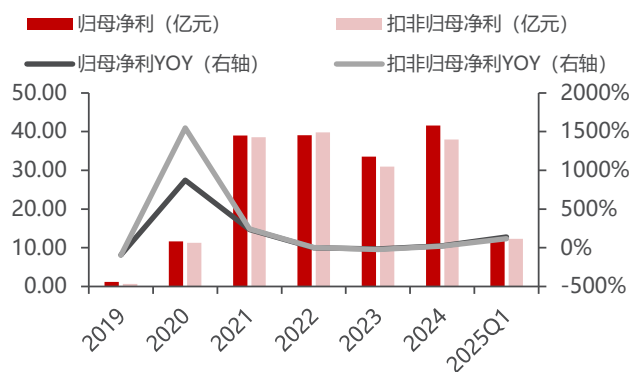
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2025Q1，公司实现营收 178.42 亿元



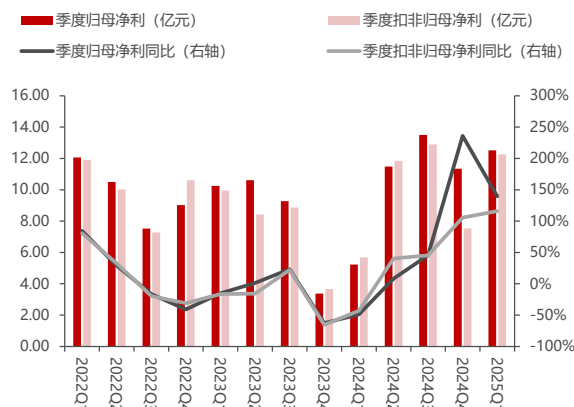
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2024，公司实现归母净利润 41.55 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2025Q1，公司实现归母净利润 12.52 亿元



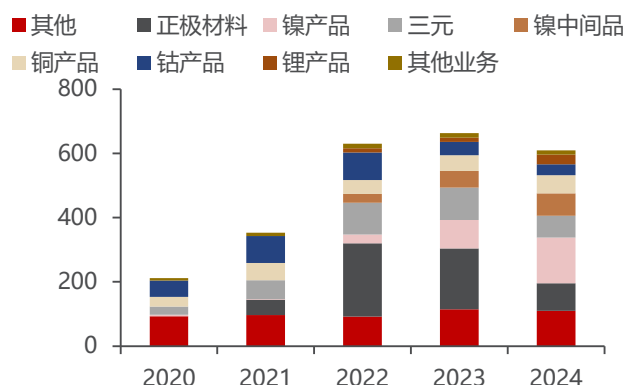
资料来源：ifind，民生证券研究院

2 华飞项目达产贡献镍产品增量，经营业绩创历史新高

2.1 同比来看，华飞项目达产，镍产品盈利同比显著增长

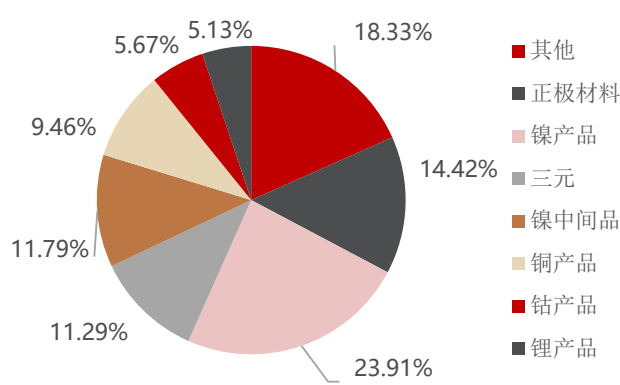
镍产品项目产能达产，营收占比显著提升。2024 年，**镍产品**共实现营收 142.67 亿元，同比增长 59.93%，营收贡献提升约 9.96pct 至 23.40%，镍中间品实现营收 70.36 亿元，同比增长 36.76%，营收贡献提升 3.78pct 到 11.54%，主要系华飞 12 万吨镍金属量湿法冶炼项目于 24 年一季度末实现达产，华越 6 万吨镍金属量湿法冶炼项目稳产超产，华科 4.5 万吨镍金属量高冰镍项目稳定运营，24 年公司镍中间品实现出货量近 23 万吨，较上年同期增长 50%，镍产品出货量约 18.43 万金属吨（含内部自供），同比增长 46%，同时公司与淡水河谷印尼、福特汽车合作的年产 12 万吨镍金属量 Pomalaa 湿法项目有序推进，于 25 年一季度启动建设，与淡水河谷印尼合作的年产 6 万吨镍金属量的 Sorowako 湿法项目前期工作稳步展开，波马拉工业园建设准备工作有序落实；**铜产品**实现营收 56.43 亿元，同比增长 15.40%，营收贡献提升 1.89pct 至 9.26%，主要受益于铜价同比增长，铜产品产量同比增长 2.78%到 9.02 万吨；**钴产品**实现营收 33.81 亿元，同比减少 19.20%，营收贡献下降 0.76pct 至 5.55%，主要系 24 年钴价同比显著下行，公司钴产品出货量约 4.68 万金属吨（含内部自供），同比增长 13%，继续巩固行业领先地位；**锂产品**实现营收 30.63 亿元，同比增长 134.48%，营收贡献同比提升 3.06pct 到 5.03%，主要系津巴布韦 Arcadia 锂矿项目运营有序，实现锂精矿出货量约 40 万吨，同比增长 41%；**三元前驱体**实现营收 67.40 亿元，同比下降 33.11%，营收贡献下降 4.14pct 至 11.06%，**正极材料**实现营收 86.07 亿元，同比下降 54.50%，营收贡献减少 14.41pct 至 14.12%，公司三元前驱体销量 10.31 万吨，同比减少 20.17%，正极材料销量 6.57 万吨，同比减少 30.60%，主要系公司主动减少部分低盈利产品出货，优化产品结构。

图5：公司分产品营收情况（单位：亿元）



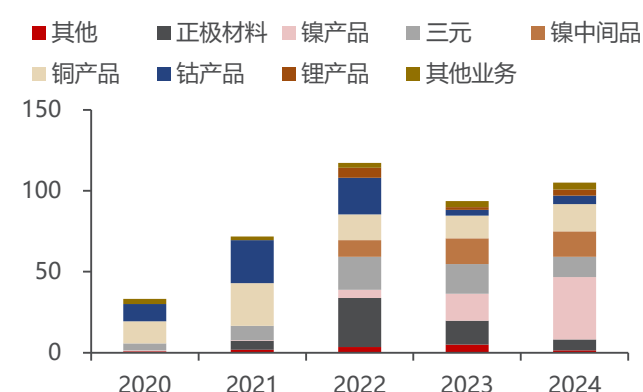
资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：2024 分产品营收占比结构

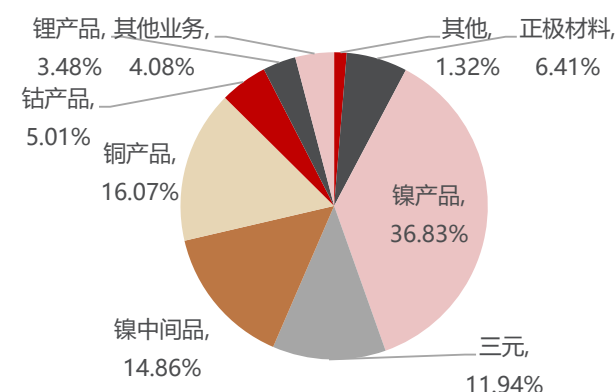


资料来源：ifind，民生证券研究院

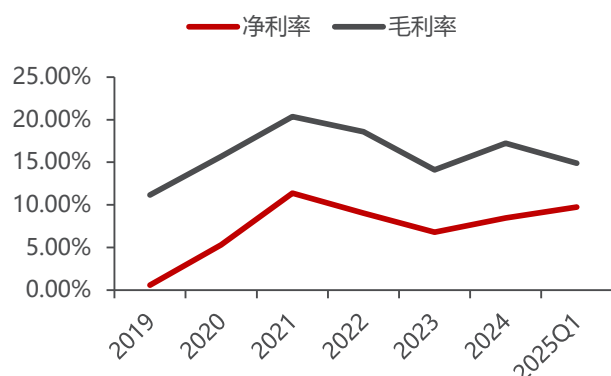
镍价底部明确，钴价超跌受益刚果金出口政策扰动有望迎来反弹机遇，得益于镍湿法项目产能释放带动自供比例提升，镍板块毛利占比显著提升。2024 年，公司镍产品毛利占比 36.83%，同比提升 19.10pct，镍中间品毛利占比 14.86%，同比下降 2.02pct，铜产品毛利占比 16.07%，同比提升 1.12pct，钴产品毛利占比 5.01%，同比提升 1.11pct，锂产品毛利占比 3.48%，同比提升 1.68pct，三元前驱体毛利占比 11.94%，同比下降 7.72pct，正极材料毛利占比 6.41%，同比下降 9.35pct。2024 年，公司综合毛利率为 17.23%，同比增加 3.12pct。分产品看，2024 年，镍产品毛利率为 27.10%，同比提升 8.50pct，镍中间品毛利率为 22.18%，同比下降 8.52pct，铜产品毛利率为 29.91%，同比提升 1.30pct，锂产品毛利率为 11.94%，同比下降 0.95pct，钴产品毛利率为 15.54%，同比提升 6.82pct，正极材料毛利率为 7.82%，三元前驱体毛利率为 18.61%，同比基本持平。**跟踪主要价格指标可以看到**，2024 年，公司主要产品价格铜（上期所）/MB 钴/LME 镍/前驱体（6 系）/正极材料（三元 6 系）分别为 7.51 万元/吨、12.21 美元/磅、17058 美元/吨、7.61 万元/吨、12.81 万元/吨，同比分别变动 +0.70 万元/吨、-3.57 美元/磅、-4629 美元/吨、-2.01 万元/吨、-11.26 万元/吨。2025Q1，公司主要产品价格铜（上期所）/MB 钴/LME 镍/前驱体（6 系）/正极材料（三元 6 系）分别为 7.74 万元/吨、11.82 美元/磅、15801 美元/吨、7.11 万元/吨、12.44 万元/吨，环比分别变动+0.21 万元/吨、+0.90 美元/磅、-465 美元/吨、+0.04 万元/吨+0.25 万元/吨。

图7：公司毛利分产品占比情况（亿元）


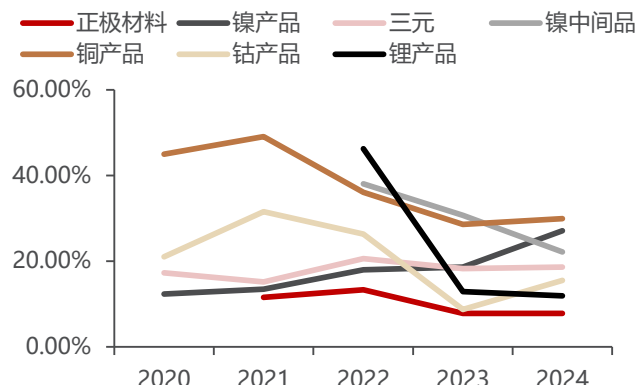
资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：2024 公司毛利分产品占比情况


资料来源：ifind，民生证券研究院

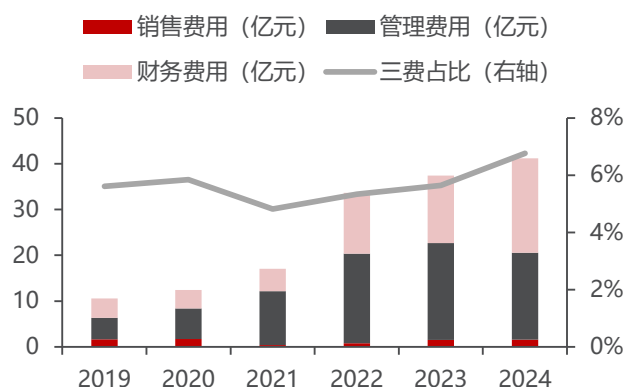
图9：公司净利率与毛利率情况


资料来源：ifind，民生证券研究院

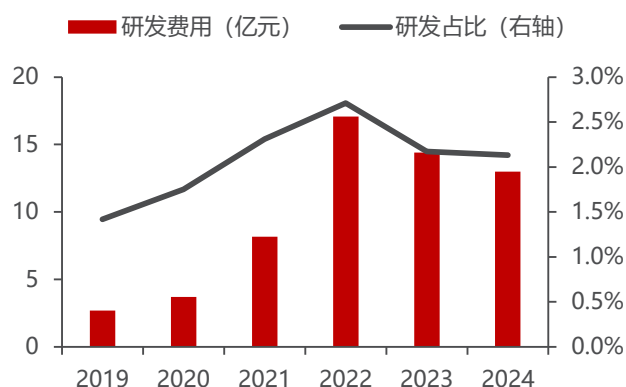
图10：公司分产品毛利率变化


资料来源：ifind，民生证券研究院

2024 年公司期间费用小幅提升。2024，公司期间费用约 54.24 亿元，同比增长 4.60%，占营收比重约 8.90%，同比提升 1.08pct，其中公司销售、管理、财务和研发费用占营收比重分别为 0.26%、3.11%、3.40%和 2.13%，同比分别变化+0.04pct、-0.08pct、+1.17pct、-0.04pct；从绝对值变化来看，公司销售费用 and 研发费用同比变化不大，管理费用同比减少 2.22 亿，主要系股份支付按不同受益对象分别在管理费用、销售费用、研发费用和营业成本中确认，导致管理费用中的股份支付下降，财务费用同比增加 5.92 亿，主要系利息支出增加。

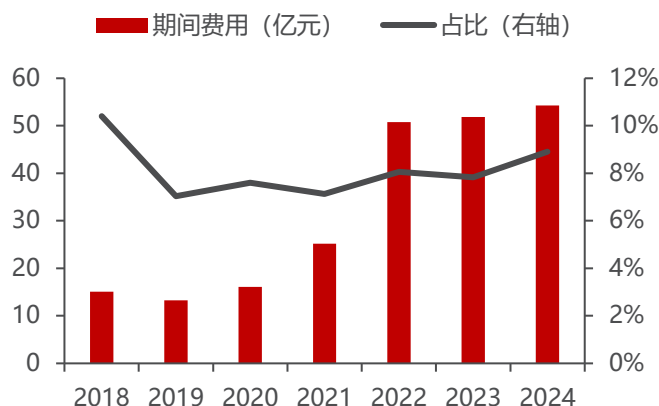
图11：2024 公司三费情况（销售、管理、财务）


资料来源：ifind，民生证券研究院

图12：2024 公司研发费用情况


资料来源：ifind，民生证券研究院

图13：2024 公司期间费用整体情况

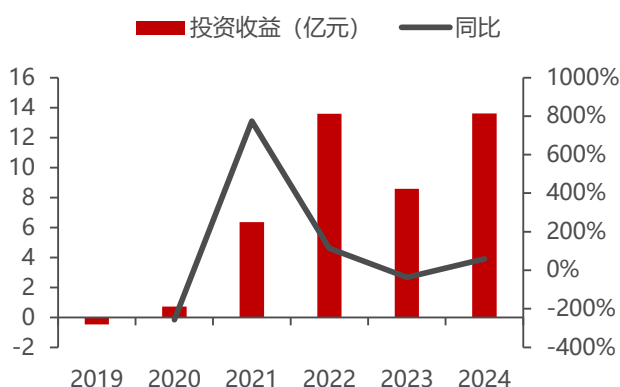


资料来源：wind，民生证券研究院

减值方面，2024 年，公司资产减值损失为-5.09 亿元，主要系主要商品价格下行计提存货跌价损失约 3.13 亿元以及计提部分商誉减值损失 1.95 亿元；信用减值损失为-0.14 亿元，主要系转回部分应收款项减值准备。**投资收益方面**，2024 年，公司投资收益约 13.62 亿元，同比上升 58.84%，主要系处置交易性金融资产取得的投资收益以及无效套期损益同比显著增加。

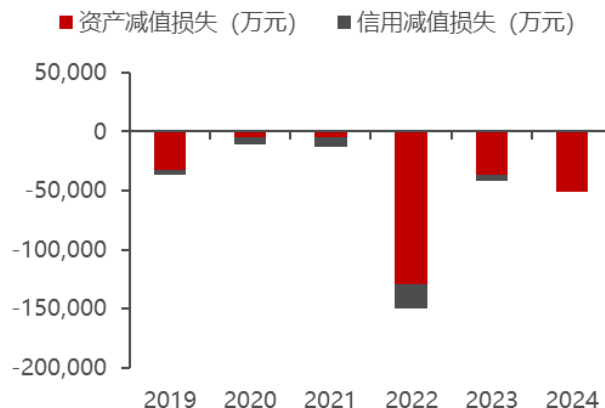
资金能力方面，公司高度重视资金链安全，强化现金流管理，优先支持利润贡献高、现金回流快的业务，提升项目自身造血能力，公司经营性净现金流持续改善。2024 年，公司资产结构保持平稳，公司资产负债率为 64.38%；公司实现经营性现金流净额 124.31 亿元，同比增加 256.61%，占营收比重 20.40%，同比提升 15.14pct。

图14：2024 公司投资收益情况

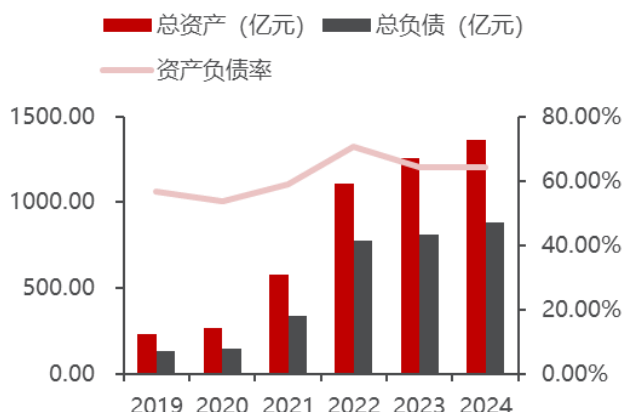


资料来源：ifind，民生证券研究院

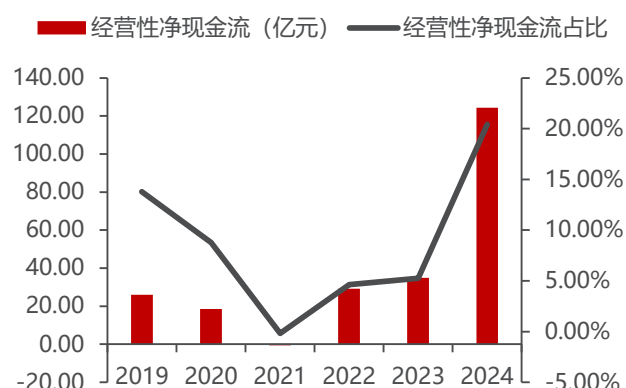
图15：2024 公司减值损失情况（万元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

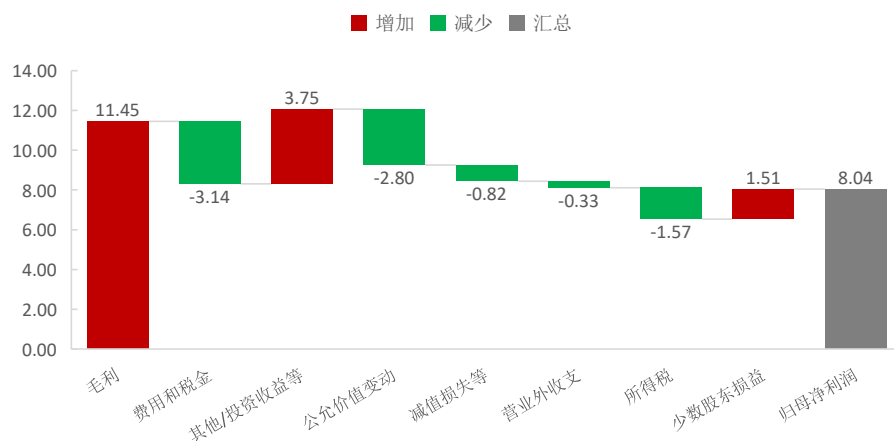
图16：2024 年公司资产负债率保持平稳


资料来源：ifind，民生证券研究院

图17：2024 年公司经营活动现金流占比快速提升


资料来源：ifind，民生证券研究院

综合来看，2024 年业绩同比增长主要系毛利显著增加。增利项主要来自毛利 (+11.45 亿元)、其他/投资收益等 (+3.75 亿元)、少数股东损益 (+1.51 亿元)；减利项主要来自费用及税金 (-3.14 亿元)、公允价值变动 (-2.80 亿元)、减值损失等 (-0.82 亿元)、所得税 (-1.57 亿元)、营业外收支 (-0.33 亿元) 等。

图18：2024 公司业绩同比变化拆分 (单位：亿元)


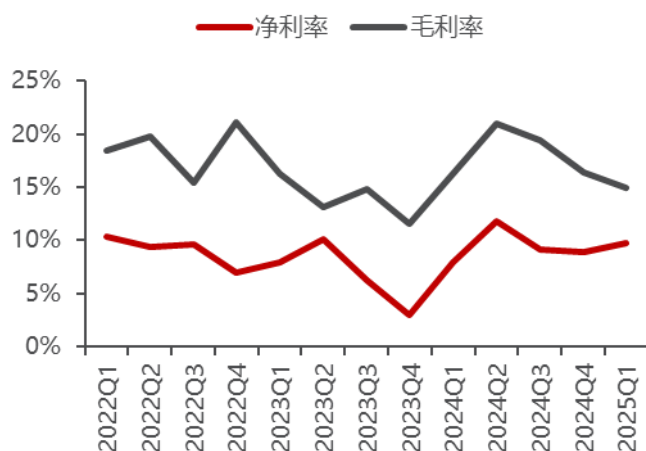
资料来源：ifind，民生证券研究院

2.2 环比来看，项目达产后产量环比保持平稳

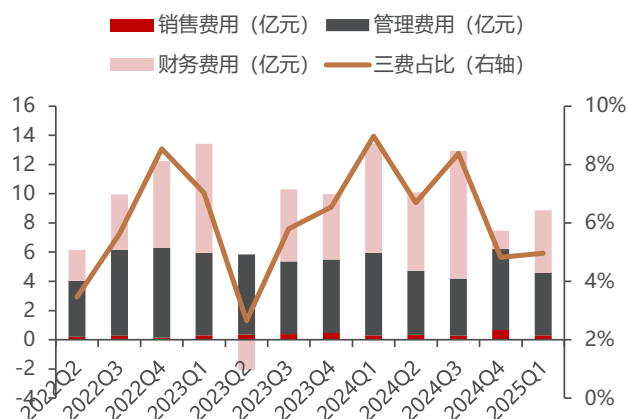
2025Q1，公司毛利率环比下降 1.45pct 到 14.88%，净利率环比增加 0.84pct 到 9.73%，主要系镍金属价格环比下行。2025Q1，公司主要产品价格铜（上期所）/MB 钴/LME 镍/前驱体（6 系）/正极材料（三元 6 系）分别为 7.74 万元/吨、11.82 美元/磅、15801 美元/吨、7.11 万元/吨、12.44 万元/吨，环比分别变动+0.21 万元/吨、+0.90 美元/磅、-465 美元/吨、+0.04 万元/吨+0.25 万元/吨。

2025Q1，公司期间费用环比保持平稳。2025Q1 公司期间费用合计 11.13 亿元，环比增加 1.03 亿元，占营收比重约 6.24%，环比-0.29pct，主要系财务费用环比增长 3.03 亿元，销售费用、管理费用和研发费用分别环比变化-0.38 亿元/-1.26 亿元/-0.36 亿元，销售费用、管理费用、财务费用和研发费用占营收比重分别为 0.16%/2.40%/2.40%/1.27%，环比变化-0.27pct/-1.19pct/+1.59pct/-0.43pct。

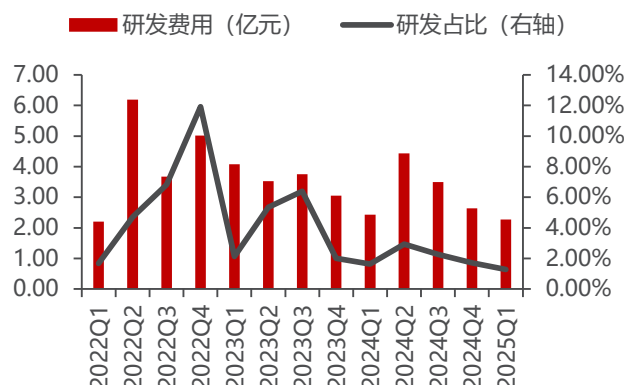
图19：公司分季度毛利率与净利率情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

图20：公司分季度三费情况


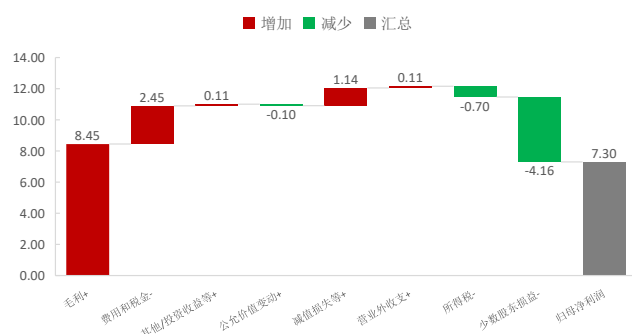
资料来源：ifind，民生证券研究院

图21：公司分季度研发费用率情况


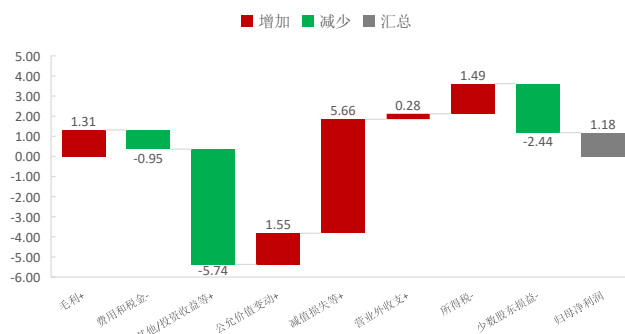
资料来源：ifind，民生证券研究院

同比来看，2025Q1 v.s. 2024Q1：2025Q1，公司归母净利润同比增加7.30 亿元。减利项主要来自于少数股东损益（-4.16 亿元）、所得税（-0.70 亿元）、公允价值变动（-0.10 亿元）；而增利项主要来自于毛利（+8.45 亿元）、费用和税金（+2.45 亿元）、其他投资收益（+0.11 亿元）、减值损失（+1.14 亿元）、营业外收支（+0.11 亿元）。

环比来看，2025Q1 v.s. 2024Q4：2025Q1，公司归母净利润环比增加1.18 亿元。增利项主要在于毛利（+1.31 亿元）、公允价值变动（+1.55 亿元）、减值损失等（+5.66 亿元）、营业外收支（+0.28 亿元）、所得税（+1.49 亿元）；减利主要来自于费用和税金（-0.95 亿元）、其他/投资收益等（-5.74 亿元）、少数股东损益（-2.44 亿元）。

图22：2025Q1 业绩同比变化拆分（单位：亿元）


资料来源：ifind，民生证券研究院

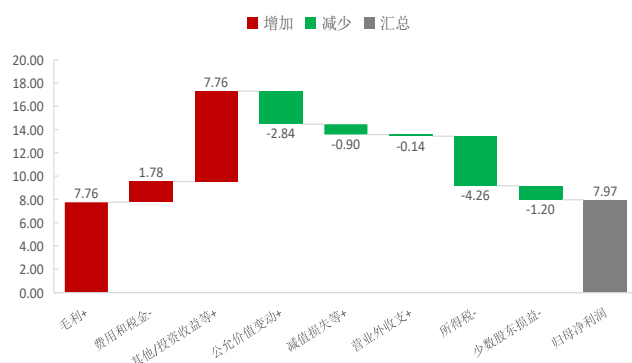
图23：2025Q1 业绩环比变化拆分（单位：亿元）


资料来源：ifind，民生证券研究院

同比来看，2024Q4 v.s. 2023Q4：2024Q4，公司归母净利润同比增加 7.97 亿元。增利项主要来自于毛利（+7.76 亿元）、费用和税金（+1.78 亿元）、其他/投资收益等（+7.76 亿元）；减利项主要来自于公允价值变动（-2.84 亿元）、营业外收支（-0.14 亿元）、所得税（-4.26 亿元）、少数股东损益（-1.20 亿元）、减值损失等（-0.90 亿元）。

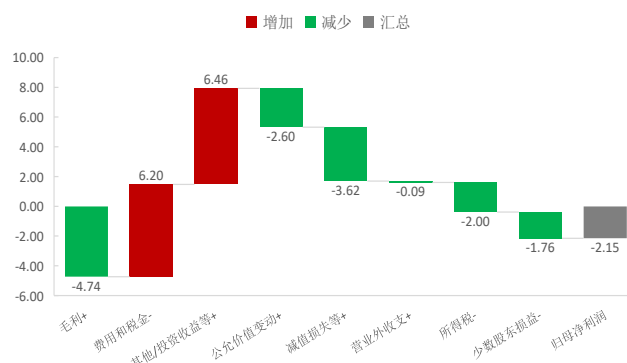
环比来看，2024Q4 v.s. 2024Q3：2024Q4，公司归母净利润环比减少 2.15 亿元。增利项主要来自于费用和税金（+6.20 亿元）、其他/投资收益等（+6.46 亿元）；减利项主要来自于毛利（-4.74 亿元）、公允价值变动（-2.60 亿元）、减值损失等（-3.62 亿元）、营业外收支（-0.09 亿元）、所得税（-2.00 亿元）、少数股东损益（-1.76 亿元）。

图24：2024Q4 业绩同比变化拆分（单位：亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图25：2024Q4 业绩环比变化拆分（单位：亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

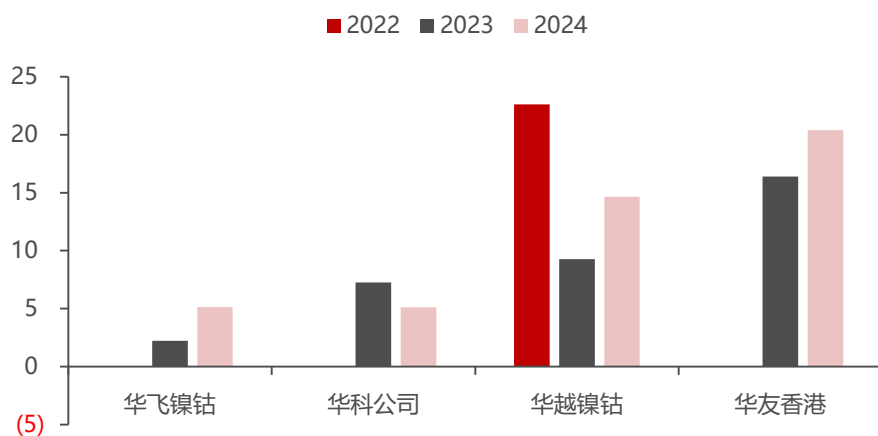
2.3 子公司角度，印尼板块持续贡献增量

子公司华越镍钴、华科公司、华飞镍钴为公司上游镍金属主要生产单位。

2018 年，公司启动了印尼红土镍矿资源开发，并逐步推进印尼镍资源项目布局。首先是 2018 年公司启动首个项目印尼华越年产 6 万吨镍金属量氢氧化镍钴湿法冶炼项目，华越项目自 2022 年上半年提前实现达产后持续稳产超产，目前公司持股比例 57%；其次是 2020 年 5 月公司启动华科年产 4.5 万吨镍金属量高冰镍项目，华科项目全流程于 2022 年四季度投料试产，并于 23 年一季度末基本实现达产，目前公司持股比例 70%；然后是 2021 年 5 月公司启动华飞公司年产 12 万吨镍金属量氢氧化镍钴湿法冶炼项目，华飞项目于 24 年一季度末达产，目前公司持股比例 51%。2024 年，镍中间品实现出货量近 23 万金属吨，较上年同期增长近 50%，镍产品出货量约 18.43 万金属吨（含内部自供），同比增长 46%。公司与淡水河谷印尼、福特汽车合作的年产 12 万吨镍金属量 Pomalaa 湿法项目有序推进，于 25 年一季度启动建设；与淡水河谷印尼合作的年产 6 万吨镍金属量的 Sorowako 湿法项目前期工作稳步展开，波马拉工业园建设准备工作有序落

实。

图26：公司主要子公司净利润（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 锂电材料一体化布局构筑坚实护城河，未来成长可期

公司拥有锂电正极材料产业最完整的一体化产业链闭环布局，从矿山原料到冶炼端，再由前驱体到正极材料，加上资源循环回收板块，上中下游高效协同是公司的核心优势。锂电材料行业呈现出“资源开发在境外、研发制造在中国、市场客户在全球”的典型特征，技术创新和成本优势是行业关键竞争要素，因此公司在近年来不断由钴业龙头向一体化产业链延伸布局，公司完成了总部在桐乡、资源保障在境外、制造基地在中国、市场在全球的空间布局，形成了从资源开发、有色精炼、新能源材料研发制造上、中、下游一体化的产业链条，布局了从钴镍资源开发、绿色冶炼加工、三元前驱体和正极材料制造到资源循环回收利用的新能源锂电产业生态。**公司有望完成从周期到成长的蜕变，削弱盈利周期性波动，与同类企业相比拥有明显优势。**

上游资源布局一：深耕刚果金，保障铜钴资源稳定供应。从资源端来看，公司铜钴资源集中于非洲资源板块，以自有矿山为核心，外部采购为补充。自有资源方面，公司通过子公司 CDM 公司、MIKAS 公司拥有 PE527 矿、KAMBOVE 尾矿及 SHONKOLE 矿的 4 项矿业权。截至 2024 年年报，公司 PE527 鲁苏西矿拥有铜矿石资源量 75.77 万吨，储量包含氧化矿 45.24 万吨；PE527 铜钴矿鲁库尼矿资源量 224.33 万吨，储量 130.53 万吨（包含新增可采硫化矿）。外购部分矿料由刚果金当地贸易系统收购，主要来自当地矿山与矿业公司。自有与外购结合使公司控制了丰富的钴铜矿资源，共同构建了公司原料供应的坚实后盾。

从冶炼端来看，公司铜钴冶炼产能分布于刚果金和中国。刚果金子公司 CDM 公司、MIKAS 公司主要将开采、选矿后的钴铜精矿通过湿法冶炼等方式生产粗制氢氧化钴和电积铜产品。国内制造基地冶炼产能主要来自于部分铜冶炼以及钴新材料的冶炼。目前公司在刚果金拥有 2.14 万吨的粗制氢氧化钴产能，CDM 公司 6.6 万吨和 MIKAS 公司 3 万吨粗铜/电积铜产能，再加上国内铜钴冶炼产能，公司已经形成了约 11 万吨铜+3.9 万吨钴的年产能，铜钴业务为公司产能扩建提供了护城河。

表1：公司在刚果金的自有矿山情况（2024 年年报）

矿山名称	主要品种	资源量	储量	品位	年产量	资源剩余可 开采年限	许可证/采矿权 有效期
刚果（金）PE527 矿权鲁苏西 铜钴矿	铜、钴	75.77 万 吨	硫化矿：0 万吨 氧化矿：45.24 万 吨	铜：2.00% 钴：0.88%	110 万吨	0.41 年	矿权续期手续正 在办理中
刚果（金）PE527 矿权鲁库 尼铜矿	铜	224.33 万吨	混合矿、硫化矿： 130.53 万吨	铜：1.10%	110 万吨	1.18 年	矿权续期手续正 在办理中
PE527 鲁苏西地表堆存矿	铜、钴	356.14 万吨	硫化矿：52.63 万 吨；氧化矿： 303.51 万吨	铜：1.51% 钴：0.43%	/	/	自采堆存矿
PE527 鲁库尼地表堆存矿	铜	78.24 万 吨	氧化矿：78.24 万 吨	铜：0.91%	/	/	低品位原地表堆 存矿
MIKAS lower 尾矿	铜、钴	108.74 万吨	尾矿：108.74 万 吨	铜：0.82% 钴：0.20%	/	/	/

资料来源：公司公告，民生证券研究院

上游资源布局二：印尼布局低成本湿法镍，未来公司成长的核心 alpha。公司在印尼的镍钴布局主要包括镍矿-园区服务-能源保障布局，以及配套的湿法及火法冶炼产能布局，帮助公司形成了深厚的护城河。

- **公司已参股 WBN、SCM、AJB、WKM、TMS 五座矿山，与淡水河谷达成 Pomalaa 项目、Sorowako 项目独家供矿合作，为公司镍钴冶炼项目奠定了坚实的原料保障。**在目前公司在印尼参股的镍矿项目包括：
 - 1) 维达湾镍业项目：**该项目镍金属资源量约 930 万金属吨，公司参股新越科技，穿透股权比例为 15.39%，公司对应权益资源量为 143 万吨；
 - 2) HLN 项目：**22 年 5 月，公司认购相当于 HLN 公司 10%股权的可转债，HLN 控股的 JPI 持有 SCM 镍矿 51%股权。SCM 镍矿靠近公司华越项目，镍资源丰富，合计拥有镍资源量 1445 万吨，钴资源量 100 万吨。同时公司**延伸布局园区服务：**在保障印尼镍业务顺利推进的同时，实现稳定投资收益。HLN 控股的 JPI 持有 CSI 冶炼厂 49%股权，BSI 冶炼厂 29.4%股权。HLN 全资子公司 JIM 持有 CEI 水电厂 98.3%股权以及 IKIP 工业园 32%股权，公司园区布局不断完善。**3) 24 年 3 月，**公司成功完成 AJB 和 WKM 两个印尼矿山项目的少数股权交割，进一步增强了公司镍矿资源储备。

表2：公司镍矿-园区服务-能源保障布局

项目	环节	项目地点	产品形式	现有产能/资源量	穿透权益
维达湾镍业	镍钴资源	印尼小 K 岛	镍钴矿+镍铁	镍金属资源量约 930 万金属吨	15.39%
HLN	镍钴资源	印尼大 K 岛	镍钴矿	镍金属资源量 1445 万吨+钴资源量 100 万吨	4.86%
WKM	镍资源	印尼	镍矿	/	24 年 3 月完
AJB	镍资源	印尼	镍矿	/	成少数股权
纬达贝工业园	园区	印尼小 K 岛	园区服务		24%
维斯通	能源	印尼小 K 岛	能源供应		24%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

- **公司目前在印尼共布局多个镍冶炼项目，冶炼工艺以湿法为主，产品形式为 MHP 和高冰镍，已先后建成华越 6 万吨湿法项目、华科 4.5 万吨高冰镍项目、华飞 12 万吨湿法项目，收购擎天火法项目，总计具备约 24.5 万吨（金属量）镍中间品生产能力。**
- 1) 华越 6 万吨湿法项目：**22 年 4 月已提前达产，2023 年华越 6 万吨镍金属量湿法冶炼项目稳产超产，SCM 矿浆管道全线贯通；
- 2) 华科 4.5 万吨火法项目：**22 年 4 月电炉提前点火生产，22H2 已投产，生产的第一批高冰镍已于 22 年 12 月运回国内，2023 年华科 4.5 万吨镍金属量高冰镍项目实现达产；
- 3) 华飞 12 万吨湿法项目：**2023 年 6 月开始部分产线投料，于 2024 年一季度末基本实现达产；
- 4) 其他项目：**公司收购擎天火法项目增加约 2 万吨（金属量）镍中间品产能，与淡水河谷印尼、福特汽车合作的年产 12 万吨镍金属量 Pomalaa 湿法项目有序推进，于 25 年一季度启动建设；与淡水河谷印尼合作的年产 6 万吨镍金属量的 Sorowako 湿法项目前期工作稳步展开。

表3：公司印尼镍冶炼项目梳理

项目名称	穿透权益比例	产品形式	产能规划	项目进展
华越项目	57%	MHP	6 万吨镍+7800 吨钴	2022 年上半年提前实现达产后持续稳产超产
华科项目	70%	高冰镍	4.5 万吨镍	23 年一季度末实现达产
华飞项目	51%	MHP	12 万吨镍+1.5 万吨钴	24 年一季度末达产
Pomalaa 湿法项目	/	MHP	12 万吨镍	与淡水河谷、福特汽车合作的 Pomalaa 湿法项目建设前期准备工作有序展开
Sorowako 湿法项目	/	MHP	6 万吨镍	与淡水河谷合作的 Sorowako 湿法项目有序推进

资料来源：公司公告，民生证券研究院

上游资源布局三：布局锂矿补齐能源金属资源最后的拼图。公司旗下锂资源布局为一参股一控股，其中参股的锂资源项目为非洲刚果金 Manono 锂矿项目，控股的锂矿项目为非洲津巴布韦 Arcadia 锂矿项目，两个项目均为优质锂矿，锂价高位下有望成为公司未来业绩超预期的核心。

- **公司旗下布局的第一个锂项目是 AVZ 旗下的 Manono 锂矿，目前还处于前期开发阶段。**2017 年公司率先认购澳大利亚 AVZ 的股份，截至 2022 年 6 月 30 日，华友持有 AVZ 公司 6.14% 股权，是 AVZ 的第二大股东，AVZ 持有 Manono 氧化锂项目的 75% 的股权，据此计算公司穿透持有 Manono 项目 4.72% 的权益。据 AVZ 公司披露，Manono 锂矿为全球已发现最大可露天开发的富锂 LCT（锂、铯、钽）伟晶岩矿床之一，其总资源量达到 4.01 亿吨，氧化锂平均品位为 1.63%，储量达到 1.32 亿吨，氧化锂平均品位为 1.63%。AVZ 计划初期建设产能为 70 万吨锂精矿/年，同时建设 4.6 万吨/年硫酸锂产能，开采年限为 29.5 年。
- **公司旗下首次控股锂矿项目为 Arcadia 锂矿，并同步规划 5 万吨锂盐冶炼产能。**截至 2021 年 10 月，前景公司公布的 Arcadia 项目 JORC（2012）标准资源量为 7,270 万吨，氧化锂品位 1.06%，五氧化二钽品位 121ppm，氧化锂金属量 77 万吨（碳酸锂当量 190 万吨），五氧化二钽金属量 8,800 吨。根据公司 2022 年 6 月公告，Arcadia 锂矿项目总投资 2.7 亿美元，项目建成后处理原矿 1.5 万吨/天，年产 23 万吨透锂长石精矿和 29.7 万吨锂辉石精矿，同时在国内配套锂冶炼产能，以广西华友锂业为主体建设年产 5 万吨锂盐冶炼项目，建设期 2 年，年处理锂辉石规模 38.9 万吨，总投资 21.1 亿元。

表4：Arcadia 矿石储量估算（2021 年 10 月）

类别	矿石量 (百万吨)	Li ₂ O 品位 (%)	Ta ₂ O ₅ 品位 (ppm)	Li ₂ O 金属量 (万吨)	碳酸锂当量 (万吨)	Ta ₂ O ₅ 金属量 (吨)
证实储量	11.8	1.25	114	14.4	36	1,361
概略储量	30.5	1.17	123	35.7	88	3,765
总储量	42.3	1.19	121	50.4	124	5,126

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表5：Arcadia 矿产资源量估算 0.2%Li₂O 边界品位

类别	矿石量 (百万吨)	Li ₂ O 品位 (%)	Ta ₂ O ₅ 品位 (ppm)	Li ₂ O 金属量 (万吨)	碳酸锂当量 (万吨)	Ta ₂ O ₅ 金属量 (吨)
探明资源	15.8	1.12	113	17.7	44	1,769
控制资源	45.6	1.06	124	48.4	119	5,670
推断资源	11.2	0.99	119	11.1	27	1,315
合计	72.7	1.06	121	77	190	8,800

资料来源：公司公告，民生证券研究院

- **Arcadia 锂矿持续放量，硫酸锂项目有望助力大幅降低锂盐生产成本，贡献增量利润。**公司 2023 年 3 月 20 日公告，公司前景锂业 Arcadia 锂矿项目全部产线已完成设备安装调试工作，年处理 450 万吨矿石的产线全线贯通并投料试产成功，成功产出第一批产品。前景锂业 Arcadia 锂矿项目是华友钴业在非洲最大的单体投资项目，于 2022 年 2 月立项完毕，自 5 月 16 日正式破土动工，仅仅九个多月便完成了项目的建设 and 投料，是非洲地区开发速度最快的锂项目之一。2023 年，非洲区津巴布韦 Arcadia 锂矿项目建成投产，广西区配套年产 5 万吨电池级锂盐项目碳酸锂产线于 2024 年一季度实现达产达标。2024 年，津巴布韦 Arcadia 锂矿项目运营有序，实现锂精矿出货量约 40 万吨，同比增长 41%，生产能力大幅提升；同时公司规划 5 万吨硫酸锂项目于 25 年一月份开工建设，项目建成后将实现锂精矿到锂盐的矿冶一体化，大幅降低锂盐生产成本。

图27: Arcadia 锂矿产出第一批产品



资料来源：奋斗的华友人，民生证券研究院

图28: Arcadia 锂矿生产设施鸟瞰图



资料来源：奋斗的华友人，民生证券研究院

下游布局一：三元前驱体十年磨剑，持续扩产剑指全球一体化龙头。公司通过自建及合资两种途径，稳步推进三元前驱体产能扩建。目前，公司三元前驱体项目建设主要落地华友衢州、广西玉林和浙江桐乡。2018 年公司与 LG 化学合资成立华金公司布局前驱体项目，通过控股企业华友新能源持股华金公司 51% 股权，华友钴业实际权益占比 20.51%；与浦项公司合资成立华浦公司，通过华友新能源持股 60%，华友钴业实际权益占比 24.14%。公司三元前驱体产能的扩建将在近年得到释放，产能将有较大幅度的增长。

下游布局二：收购巴莫科技，正极材料加速放量。公司通过收购正极材料头部企业天津巴莫，快速切入三元正极材料市场，于广西进行一体化项目投资，进一步压降各环节成本，提升正极材料毛利率。公司通过可转债募资，由全资子公司广西巴莫建设“年产 5 万吨（金属量）高纯电池级硫酸镍生产线、年产 10 万吨高镍型动力电池用三元前驱体材料生产线和年产 5 万吨高镍型动力电池用三元正极材料生产线”，预计项目内部收益率为 20.18%，预计投资回收期（含 2 年

建设期) 为 6.49 年, 达产后可新增 5 万吨高镍型动力电池三元正极材料产能。

表6: 公司三元材料产能建设计划

项目名称	地点	华友钴业权益占比	项目情况	目前产能	规划产能
广西巴莫	广西	100%	预计 2025 年初建成	-	5 万吨
成都巴莫	成都	36.86%	产能爬坡中	10 万吨	10 万吨
乐友 (华友新能源 49%)	无锡	19.71%	稳定量产	4 万吨	
浦华 (华友钴业 40%)	浙江	40%	稳定量产	3 万吨	3 万吨
天津巴莫 (巴莫科技 49%)	天津	17.97%		0.5 万吨	远期规划6.6万吨 (韩国龟尾)

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

下游布局三: 积极布局锂电池循环回收业务, 形成锂电材料闭环。公司子公司华友衢州和资源再生分别进入工信部发布的符合《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》企业名单第一批次和第二批次。公司与多家知名整车企业合作梯次利用开发和承接退役电池再生处理, 与多家知名电池企业合作以废料换材料的战略合作模式, 已与多家国内外整车企业达成退役电池回收再生合作。

22 年 5 月, 公司与宝马集团开展动力电池材料闭环回收与梯次利用的创新合作; 与 LG 化学在韩国成立合资公司, 深化正极材料业务合作; 22 年 7 月, 公司与 LG 新能源就废旧动力蓄电池再生利用达成合作意向。随着业务开拓, 公司正在形成从钴镍锂资源开发、绿色冶炼加工、前驱体和正极材料制造到资源循环回收利用的新能源锂电产业生态。目前公司回收业务模式为梯次利用和以废料换材料两种模式, 具备年处理废旧电池料 6.5 万吨产能。公司通过回收网络体系建立、梯次利用开发、资源化利用、废料换材料和电池维修维护再制造等商业模式创新, 与宝马、大众、丰田、LG 新能源、一汽、长安、广汽、上汽、蔚来、理想等国内外主流汽车生产企业及电池领军企业开展广泛合作, 为客户提供全球化、无害化且可持续的废旧电池解决方案。

公司还积极进行国际化布局, 在印尼, 华翔 5 万吨硫酸镍项目建成试产, 华能 5 万吨三元前驱体一期项目于 11 月基本建成, 今年一季度已实现批量供货, 标志着公司新能源锂电材料一体化布局在印尼落地生根; 在韩国, 与 LG 合作的龟尾 6.6 万吨正极材料项目部分达产, 实现万吨级出货; 在欧洲, 匈牙利正极材料一期 2.5 万吨项目有序推进, 为打开欧美市场创造有利条件。

华能项目为集团首个海外前驱体产能, 具备从资源到材料无缝衔接、园区公辅全面配套的一体化产业链竞争优势。2024 年 10 月 18 日, 华友钴业华能新材料 (印尼) 有限公司“年产 5 万吨高镍动力电池三元前驱体材料项目”一期主体竣工暨投料仪式, 在印度尼西亚纬达贝工业园成功举行, 是印尼首个华友投资的新能源锂电池三元材料项目工厂主体建成并投产, 开启华友产品国际制造的步伐。华能项目占地面积约 6.5 万平方米, 建筑面积约 7 万平方米, 2024 年 4 月开工建

设，仅 6 个月就实现竣工投产。2025 年 2 月 28 日，华能项目二期机械全面竣工仪式在纬达贝工业园成功举行，至此印尼首个华友投资的新能源锂电池三元材料全产业链项目一、二期已全面建成。该项目绑定北美优质客户，伴随产能逐步爬坡有望贡献增量盈利。

图29：华能项目航拍图



资料来源：华友钴业公众号，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

公司上游资源布局完善构建坚实护城河，下游锂电材料与国际资源和汽车巨头深度绑定，目前“四重底”确定，成长弹性可期。我们预计公司2025-2027年归母净利润预测为53.00、61.35、63.11亿元，以2025年4月21日收盘价为基准，PE分别为11X、9X、9X，维持公司“推荐”评级。

5 风险提示

1) 产品价格大幅下跌的风险。公司产品的盈利随金属价格的波动而变化，若金属价格出现下跌，公司业绩将会受到不利影响。

2) 公司募投项目进展不及预期。公司有较多在建项目，若部分项目的投产、达产进度受到内部或外部因素干扰延期，则会对公司利润产生不利影响。

3) 需求不及预期。公司在建项目较多，产能增长迅速，若下游市场开拓遇到困难，或是需求增长不及预期，导致公司产能利用率不足，单吨折旧摊销会增加，从而使得成本增加，叠加产量增长不及预期，对公司盈利产生打击。

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	60,946	73,357	79,623	82,637
营业成本	50,446	61,114	65,595	67,902
营业税金及附加	443	513	518	537
销售费用	159	169	175	182
管理费用	1,895	2,201	2,389	2,479
研发费用	1,300	1,394	1,433	1,487
EBIT	6,629	8,318	9,896	10,446
财务费用	2,070	2,395	2,572	2,696
资产减值损失	-509	-1	0	0
投资收益	1,362	880	955	992
营业利润	5,659	6,803	8,279	8,742
营业外收支	-74	0	0	0
利润总额	5,585	6,803	8,279	8,742
所得税	426	340	414	437
净利润	5,158	6,463	7,865	8,304
归属于母公司净利润	4,155	5,300	6,135	6,311
EBITDA	11,208	13,007	15,068	16,092

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,452	21,570	27,596	34,027
应收账款及票据	6,802	8,441	9,162	9,509
预付款项	2,950	3,667	3,608	3,735
存货	17,297	17,581	17,971	18,603
其他流动资产	7,598	8,822	9,053	9,164
流动资产合计	54,099	60,080	67,390	75,038
长期股权投资	12,358	13,238	14,194	15,185
固定资产	51,098	56,307	60,162	64,028
无形资产	4,918	4,901	4,867	4,832
非流动资产合计	82,492	87,836	90,309	92,827
资产合计	136,591	147,917	157,699	167,865
短期借款	20,754	23,754	26,754	29,754
应付账款及票据	16,251	19,255	18,331	17,673
其他流动负债	15,337	14,275	14,176	14,122
流动负债合计	52,343	57,284	59,261	61,549
长期借款	19,502	20,117	21,117	21,917
其他长期负债	16,086	16,093	16,093	16,093
非流动负债合计	35,588	36,210	37,210	38,010
负债合计	87,931	93,494	96,471	99,559
股本	1,692	1,692	1,692	1,692
少数股东权益	11,715	12,878	14,609	16,602
股东权益合计	48,661	54,423	61,228	68,306
负债和股东权益合计	136,591	147,917	157,699	167,865

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	-8.08	20.36	8.54	3.78
EBIT 增长率	27.72	25.48	18.97	5.56
净利润增长率	23.99	27.55	15.77	2.87
盈利能力 (%)				
毛利率	17.23	16.69	17.62	17.83
净利率	6.82	7.22	7.71	7.64
总资产收益率 ROA	3.04	3.58	3.89	3.76
净资产收益率 ROE	11.25	12.76	13.16	12.21
偿债能力				
流动比率	1.03	1.05	1.14	1.22
速动比率	0.56	0.60	0.69	0.78
现金比率	0.37	0.38	0.47	0.55
资产负债率 (%)	64.38	63.21	61.17	59.31
经营效率				
应收账款周转天数	40.74	42.00	42.00	42.00
存货周转天数	125.15	105.00	100.00	100.00
总资产周转率	0.47	0.52	0.52	0.51
每股指标 (元)				
每股收益	2.44	3.11	3.61	3.71
每股净资产	21.71	24.42	27.40	30.39
每股经营现金流	7.31	7.68	7.45	8.31
每股股利	0.50	0.62	0.72	0.74
估值分析				
PE	14	11	9	9
PB	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.55	7.37	6.36	5.95
股息收益率 (%)	1.48	1.84	2.13	2.19

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	5,158	6,463	7,865	8,304
折旧和摊销	4,579	4,689	5,172	5,646
营运资金变动	874	104	-2,307	-1,929
经营活动现金流	12,431	13,064	12,671	14,141
资本开支	-6,688	-7,577	-6,689	-7,172
投资	-2,603	29	0	0
投资活动现金流	-7,668	-9,123	-6,689	-7,172
股权募资	310	0	0	0
债务募资	8,196	1,566	4,000	3,800
筹资活动现金流	25	-1,822	45	-537
现金净流量	4,990	2,118	6,026	6,431

插图目录

图 1: 2024, 公司实现营收 609.46 亿元	3
图 2: 2024, 公司实现归母净利润 41.55 亿元	3
图 3: 2025Q1, 公司实现营收 178.42 亿元	3
图 4: 2025Q1, 公司实现归母净利润 12.52 亿元	3
图 5: 公司分产品营收情况 (单位: 亿元)	4
图 6: 2024 分产品营收占比结构	4
图 7: 公司毛利分产品占比情况 (亿元)	5
图 8: 2024 公司毛利分产品占比情况	5
图 9: 公司净利率与毛利率情况	6
图 10: 公司分产品毛利率变化	6
图 11: 2024 公司三费情况 (销售、管理、财务)	6
图 12: 2024 公司研发费用情况	6
图 13: 2024 公司期间费用整体情况	7
图 14: 2024 公司投资收益情况	7
图 15: 2024 公司减值损失情况 (万元)	7
图 16: 2024 年公司资产负债率保持平稳	8
图 17: 2024 年公司经营活动现金流占比快速提升	8
图 18: 2024 年公司业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	8
图 19: 公司分季度毛利率与净利率情况	9
图 20: 公司分季度三费情况	10
图 21: 公司分季度研发费用率情况	10
图 22: 2025Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	10
图 23: 2025Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)	10
图 24: 2024Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	11
图 25: 2024Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)	11
图 26: 公司主要子公司净利润 (亿元)	12
图 27: Arcadia 锂矿产出第一批产品	17
图 28: Arcadia 锂矿生产设施鸟瞰图	17
图 29: 华能项目航拍图	19

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司在刚果金的自有矿山情况 (2024 年年报)	14
表 2: 公司镍矿-园区服务-能源保障布局	15
表 3: 公司印尼镍冶炼项目梳理	15
表 4: Arcadia 矿石储量估算 (2021 年 10 月)	16
表 5: Arcadia 矿产资源量估算 0.2%Li ₂ O 边界品位	16
表 6: 公司三元材料产能建设计划	18
公司财务报表数据预测汇总	22

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