

2025年04月27日

永兴材料(002756.SZ)

投资评级：增持（首次）

——低成本云母提锂龙头，锂电和特钢双轮驱动

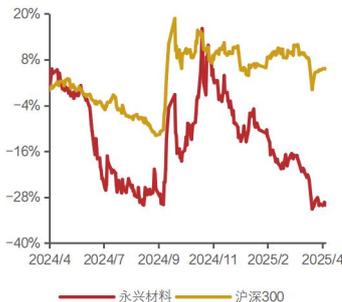
证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com

联系人

陈轩
chenxuan01@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025年04月25日

收盘价(元)	30.11
一年内最高/最低(元)	50.64/28.70
总市值(百万元)	16,232.35
流通市值(百万元)	11,703.58
总股本(百万股)	539.10
资产负债率(%)	9.13
每股净资产(元/股)	22.93

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **锂电新能源+特钢新材料双轮驱动。**永兴材料成立于2000年，不锈钢起家，产品和技术持续迭代进步，发展为不锈钢长材龙头，市场占有率长期稳居前三。2017年开始战略转型，前瞻性进军锂电新能源，布局云母锂矿并且扩建锂盐产能，为公司带来成长性，公司实现锂电新能源和特钢新材料双轮驱动。2024年公司不锈钢和锂盐业务营收分别为61.4/19.3亿元，占总营收比例为76%/24%，毛利分别为7.6/7.1亿元，占总毛利52%和48%，实现归母净利润10.4亿元。
- **锂电新能源：1) 布局两大云母锂矿，实现锂资源完全自给。**公司控股化山瓷石矿和参股白水洞高岭土矿，实现上游锂矿布局，化山瓷石矿拥有锂资源量近400万吨LCE，是目前公司锂原料主要来源，其采矿许可证完成扩证，证载生产规模由300万吨/年变更为900万吨/年，资源保障能力进一步提升。**2) 锂盐：产能扩张可期，成本优势显著。**公司现有碳酸锂产能3万吨，后续伴随采选项目扩建完成，公司锂盐产能扩张可期，以0.39%品位和90%收率测算，900万吨原矿可对应生产6.6万吨碳酸锂。公司锂盐产销量稳步增长，云母提锂技术优势和副产品收益下单吨生产成本优势显著，2024年公司碳酸锂单吨生产成本为4.7万元/吨，处于行业较低水平。
- **锂价展望：25年或底部震荡，26年有望迎来景气上行。**供给端，高锂价驱动行业新一轮资本开支，2023和2024年迎来资本开支顶峰时期，锂格局转变为供过于求，锂价持续下跌，高成本澳矿和国内云母矿正逐步出清。在以旧换新等消费政策下，国内电车需求或超预期，25年锂过剩幅度有望收窄，我们预计锂价或在2025年7-8万元/吨底部震荡，26年有望迎来景气上行。
- **特钢新材料：不锈钢长材龙头，吨钢毛利稳中有升。**公司是不锈钢长材龙头，现具备产能35万吨，产品主要面向中高端市场。公司不锈钢棒线材国内市场占有率长期处于前三，稳居不锈钢长材龙头企业地位。公司不锈钢产销量近年来稳定在30万吨左右，通过产品结构调整和产品比例优化，不锈钢单吨毛利稳中有升，吨钢毛利由2021年1961元/吨提升至2023年2809元/吨。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为8.9/12.3/16.4亿元，同比增速分别为-14.3%/+37.1%/+34.0%，当前股价对应的PE分别为18/13/10倍。我们选取锂矿和锂盐企业为可比公司，2025-2027年平均PE分别为45/21/15倍。公司化山瓷石矿采矿权成功扩证，后续锂盐产能扩张可期，公司凭借云母提锂技术优势和副产品收益下锂盐单吨生产成本优势显著，当前锂价处于震荡磨底阶段，静待后续锂价回升，公司业绩有望受益于量价齐升。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。新建产能进度不及预期风险；新能源汽车需求不及预期风险；锂供给超预期释放风险；市场空间测算偏差风险。**

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,189	8,074	8,501	9,762	11,121
同比增长率(%)	-21.76%	-33.76%	5.29%	14.83%	13.92%
归母净利润(百万元)	3,407	1,043	894	1,226	1,642
同比增长率(%)	-46.09%	-69.37%	-14.31%	37.09%	33.98%
每股收益(元/股)	6.32	1.94	1.66	2.27	3.05
ROE(%)	26.24%	8.44%	6.91%	8.92%	11.10%
市盈率(P/E)	4.76	15.56	18.15	13.24	9.88

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.9/12.3/16.4 亿元，同比增速分别为-14.3%/+37.1%/+34.0%，当前股价对应的 PE 分别为 18/13/10 倍。我们选取锂矿和锂盐企业为可比公司，2025-2027 年平均 PE 分别为 45/21/15 倍。公司化山瓷石矿采矿权成功扩证，后续锂盐产能扩张可期，公司凭借云母提锂技术优势和副产品收益下锂盐单吨生产成本优势显著，当前锂价处于震荡磨底阶段，静待后续锂价回升，公司业绩有望受益于量价齐升。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

锂电新能源业务：公司化山瓷石矿采矿权证证载规模已由 300 万吨/年提升至 900 万吨/年，待后续采选扩建项目逐步推进完成后，公司的冶炼产能配套也有望实现扩张，我们预计公司 2025-2027 年锂盐销量分别为 3/4/5 万吨。由于锂供过于求格局仍未转变，我们预计 25 年锂价维持底部震荡，26 年开始逐步企稳回升，我们预计 25-27 年锂产品销售均价分别为 6.6/7.1/7.5 万元/吨（不含税）。公司锂资源能够实现完全自给并且伴随锂盐产线技改完成，锂盐单吨成本有望逐步下降，我们预计公司锂产品 2025-2027 年单吨生产成本为 4.6/4.5/4.4 万元/吨。

特钢新材料业务：公司不锈钢产销量稳定，我们预计公司 2025-2027 年销量分别为 31/31.5/32 万吨，均价分别为 2.1/2.2/2.3 万元/吨。公司通过产品结构调整和产品比例优化，提升吨钢毛利，我们预计公司 2025-2027 年不锈钢产品毛利率分别为 12.5%/12.6%/12.7%

投资逻辑要点

公司是低成本云母提锂龙头，公司化山瓷石矿采矿权成功扩证，后续锂盐产能扩张可期，公司凭借云母提锂技术优势和副产品收益下锂盐单吨生产成本优势显著，当前锂价处于震荡磨底阶段，静待后续锂价回升，公司业绩有望受益于量价齐升。

核心风险提示

新建产能进度不及预期风险；新能源汽车需求不及预期风险；锂供给超预期释放风险；市场空间测算偏差风险。

内容目录

1. 锂电新能源+特钢新材料双轮驱动	6
1.1. 公司概况：特钢筑基，锂业腾飞	6
1.2. 股权结构：股权结构相对集中，激励机制良好	7
1.3. 财务情况：特钢盈利稳定，锂业周期弹性大	7
2. 锂：低成本云母提锂龙头，产能扩张可期	10
2.1. 锂矿：布局两大云母矿，锂资源实现完全自给	11
2.2. 锂盐：产能扩张可期，成本优势显著	12
2.3. 锂行业：过剩幅度收窄，25 年锂价或震荡磨底	13
2.3.1. 供给端：23 和 24 年为资本开支高峰期，过剩是主旋律	13
2.3.2. 需求端：大周期启动的核心，国内需求不悲观	15
2.3.3. 锂价展望：波动收窄，25 年或底部震荡	16
3. 特钢新材料：不锈钢长材龙头，经营稳健提供稳定现金流	18
3.1. 不锈钢：产品结构升级，竞争格局稳定	18
3.2. 公司：不锈钢长材龙头，吨钢毛利稳中有升	19
4. 盈利预测与估值	21
5. 风险提示	22

图表目录

图表 1: 永兴材料发展历程.....	6
图表 2: 永兴材料股权结构 (截至 2024 年年报)	7
图表 3: 公司历年营收及增速.....	8
图表 4: 公司历年归母净利润及增速.....	8
图表 5: 公司历年毛利及毛利率和净利率.....	8
图表 6: 公司历年总资产及增速.....	8
图表 7: 公司历年费用.....	8
图表 8: 公司历年费用率.....	8
图表 9: 永兴材料研发费用率大幅领先同行.....	9
图表 10: 公司 2020-2024 年不锈钢和锂盐营收.....	9
图表 11: 公司 2020-2024 年不锈钢和锂盐营收结构.....	9
图表 12: 公司 2020-2024 年不锈钢和锂盐毛利.....	9
图表 13: 公司 2020-2024 年不锈钢和锂盐毛利结构.....	9
图表 14: 公司 2020-2024 年不锈钢和锂盐毛利率.....	10
图表 15: 公司采矿权股权结构 (截至 2024 年年报)	11
图表 16: 化山瓷石矿资源储量情况.....	11
图表 17: 公司锂盐产销量逐步提升.....	12
图表 18: 公司锂盐单吨生产成本较低.....	12
图表 19: 国内锂盐企业资本开支.....	13
图表 20: 海外锂盐龙头资本开支在 2022 年开始大幅提升.....	13
图表 21: 2025 年全球盐湖提锂产量预测.....	14
图表 22: 2025 年全球锂辉石提锂产量预测.....	14
图表 23: 全球智能手机出货量.....	15
图表 24: 中国新能源汽车销量及增速.....	15
图表 25: 碳酸锂需求测算.....	16
图表 26: 碳酸锂供需平衡.....	17
图表 27: 2025 年全球锂完全成本曲线.....	17
图表 28: 不锈钢产业链.....	18
图表 29: 中国不锈钢粗钢产量稳步增长.....	19

图表 30: 中国不锈钢消费量稳步增长	19
图表 31: 永兴材料不锈钢主要产品	19
图表 32: 公司不锈钢产销量稳定	20
图表 33: 公司不锈钢单吨毛利稳中有升	20
图表 34: 公司棒材营收高于线材	20
图表 35: 公司棒材毛利率高于线材	20
图表 36: 公司盈利拆分	21
图表 37: 可比公司估值表	22

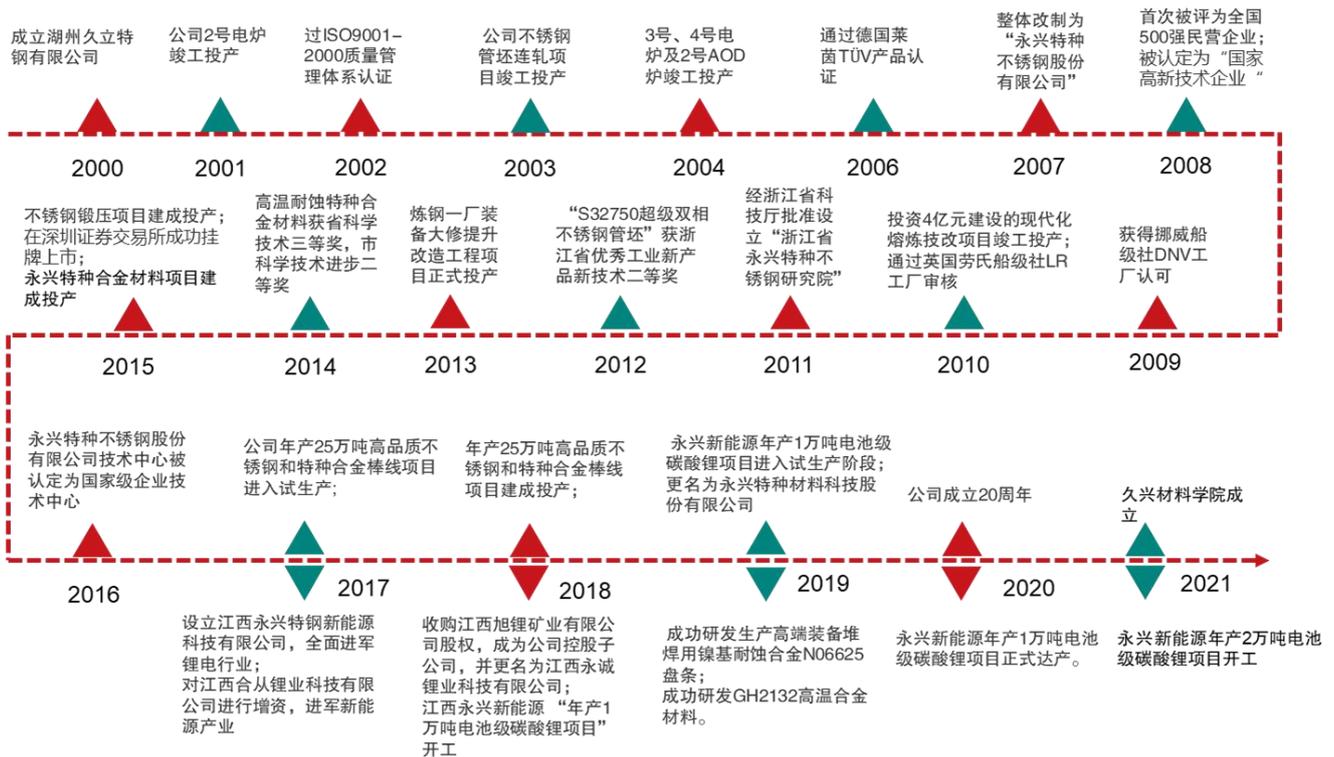
1. 锂电新能源+特钢新材料双轮驱动

1.1. 公司概况：特钢筑基，铝业腾飞

不锈钢起家，产品和技术持续迭代进步，发展为不锈钢长材龙头。公司成立于2000年，前身为永兴特种不锈钢股份有限公司，2015年于深交所上市。2017年以前，公司主要从事高品质不锈钢棒线材、特种合金材料的研发和生产，是中国不锈钢棒线材龙头企业，市场占有率长期稳居前三。

2017年开始战略转型，前瞻性进军锂电新能源。2017年公司成立全资子公司永兴新能源，切入锂电材料赛道。2018年4月，公司年产1万吨电池级碳酸锂项目开工，并于11月收购江西旭锂矿业股权，并更名为江西永诚铝业，实现云母矿端布局。2019年1万吨电池级碳酸锂项目进入试生产，产品通过宁德时代、比亚迪等头部电池厂商认证，2020年6月公司1万吨碳酸锂项目正式达产并开始产能扩张，2021年3月公司年产2万吨电池级碳酸锂项目正式开工，并于2022年全面达产，实现3万吨碳酸锂产能布局。

图表 1： 永兴材料发展历程

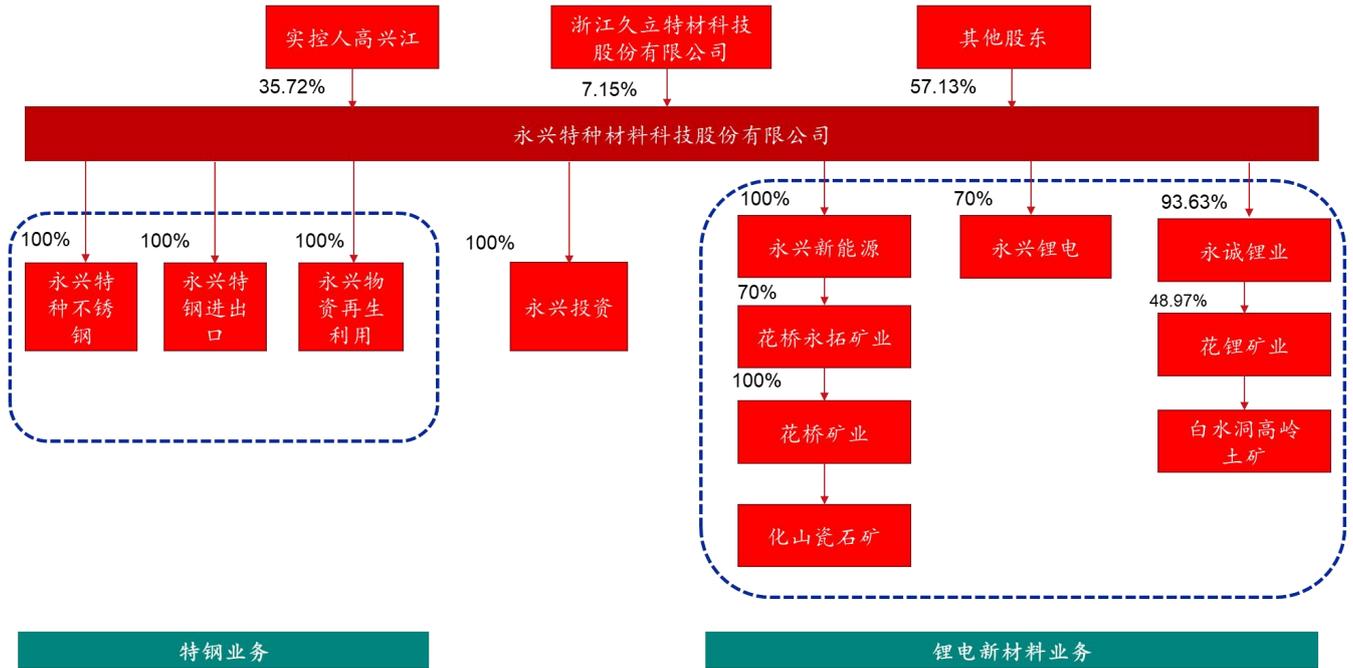


资料来源：公司官网，华源证券研究所

1.2. 股权结构：股权结构相对集中，激励机制良好

董事长高兴江先生为实控人，股权结构相对集中。截至 2024 年年报，公司董事长高兴江先生为公司实控人，持有公司股份 35.72%。公司前五大股东为高兴江（35.72%）、久立特材（7.15%）、全国社保基金 109 组合（2.04%）、周桂荣（1.44%）、邱建荣（1.10%）。久立特材是公司下游客户，2019 年以战略投资的考虑入股永兴材料，成为永兴材料第二大股东，结合双方在各自领域的优势，联合拓展高端市场，提升新产品新材料研发能力。

图表 2：永兴材料股权结构（截至 2024 年年报）



资料来源：wind，华源证券研究所

股权激励绑定核心团队，双主业战略加速落地。公司于 2020 年实施限制性股票激励计划，对公司高级管理人员、核心管理及技术（业务）骨干员工等 58 名员工授予 503 万股限制性股票，占总股本 1.40%，股权激励计划分两期解除限售期，业绩考核目标以 2019 年净利润为基数，2020 和 2021 年净利润增加值合计不低于 0.8 亿元，2022 和 2023 年净利润增加值合计不低于 1.8 亿元，均已符合解除限售条件并上市流通。

1.3. 财务情况：特钢盈利稳定，锂业周期弹性大

锂价周期放大公司盈利波动。2020 年前公司主营仍为不锈钢，归母净利润在 2-4 亿元区间波动。2021 年新能源汽车渗透率快速提升，碳酸锂需求高增，供不应求驱动锂价大幅上涨，2022 年底碳酸锂价格为 51.2 万元/吨，较 2021 年初的 5.3 万元/吨大幅上涨 866%。另一方面叠加公司碳酸锂扩建产能放量，公司锂盐量价齐升，盈利实现大幅增长。2021-2022 年公司归母净利润分别为 8.9/63.2 亿元，同比增长 244%/612%。2023 年碳酸锂供需格局逐步转向供过于求，锂价开始大幅回落，带动公司盈利下滑，2023 和 2024 年公司归母净利润分别为 34.1/10.4 亿元，同比降低 46%和 69%。截至 2025 年 4 月 21 日，碳酸锂价格为 7.09 万元/吨，处于震荡磨底阶段，预计后续锂价波动性将逐步收敛，公司盈利波动性或减小。

图表 3：公司历年营收及增速



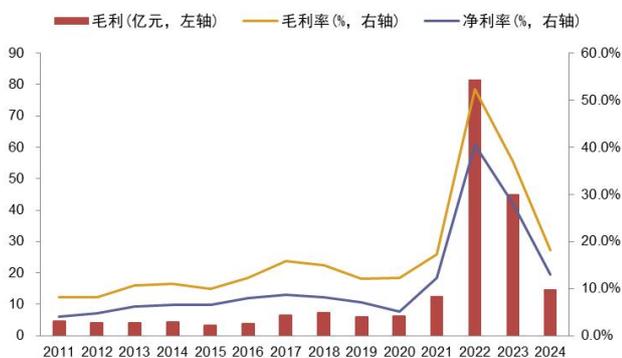
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：公司历年归母净利润及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：公司历年毛利及毛利率和净利率



资料来源：wind，华源证券研究所

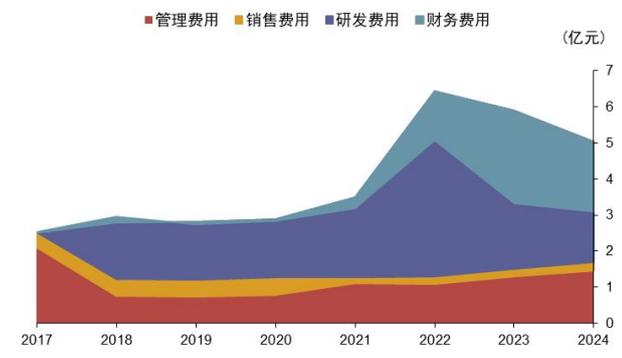
图表 6：公司历年总资产及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

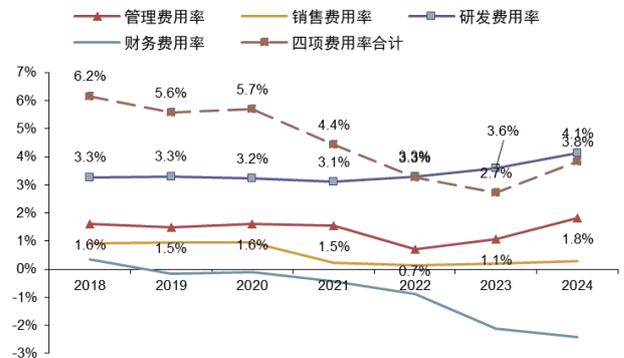
公司重视研发，近五年研发费用率平均 3.5%，大幅领先同行。2020-2024 年公司管理费用率/销售费用率/研发费用率/财务费用率平均为 1.3%/0.4%/3.5%/-1.2%，四项费用平均费率为 4.0%。近两年四项费用中研发费用占比最大，显示公司在产品和技术方面的研发投入较大，公司的研发费用率显著高于行业平均水平。

图表 7：公司历年费用



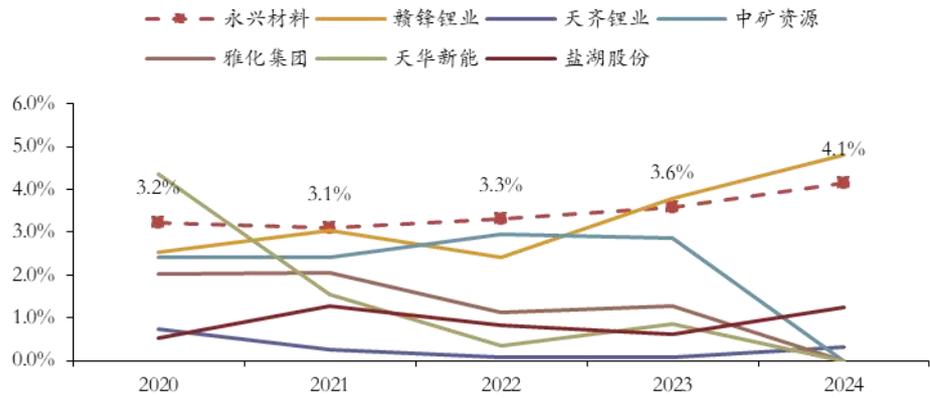
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 8：公司历年费用率



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 9：永兴材料研发费用率大幅领先同行



资料来源：wind，华源证券研究所

不锈钢和锂盐为公司主营业务，2024 年毛利占比基本对半开，锂盐盈利能力更高。2024 年公司不锈钢和锂盐业务营收分别为 61.4/19.3 亿元，占总营收比例为 76%/24%，毛利分别为 7.6/7.1 亿元，占总毛利 52%和 48%。不锈钢产品毛利率较为稳定，2020-2024 年毛利率稳定在 9%-13%区间。2022 年锂价处于高位，锂盐毛利率高达 87%，后续伴随锂价下行，2024 年公司锂盐产品毛利率降至 37%。

图表 10：公司 2020-2024 年不锈钢和锂盐营收



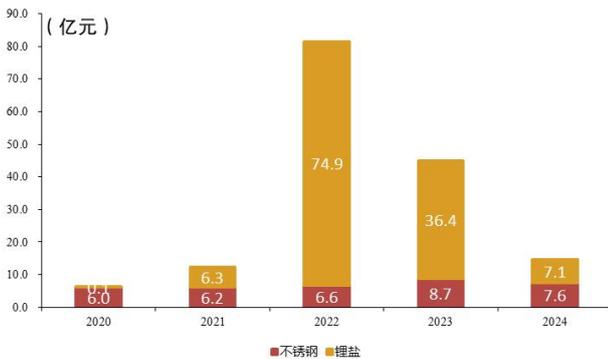
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 11：公司 2020-2024 年不锈钢和锂盐营收结构



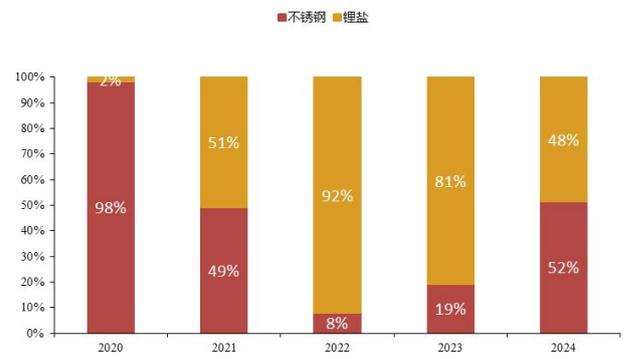
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 12：公司 2020-2024 年不锈钢和锂盐毛利

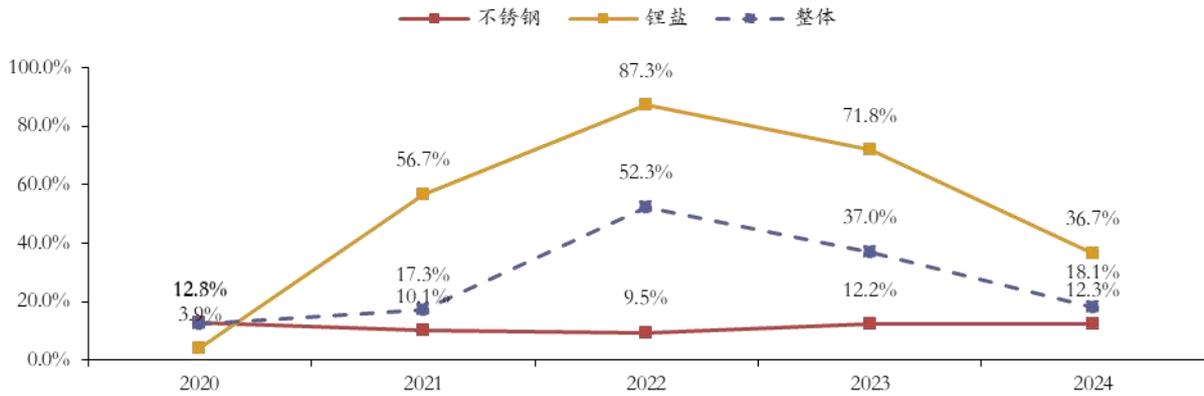


资料来源：wind，华源证券研究所

图表 13：公司 2020-2024 年不锈钢和锂盐毛利结构



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 14：公司 2020-2024 年不锈钢和锂盐毛利率


资料来源：wind，华源证券研究所

2. 锂：低成本云母提锂龙头，产能扩张可期

公司锂产业链坐拥“资源+技术+成本+客户”四位一体优势。公司碳酸锂业务已建成涵盖采矿、选矿、碳酸锂加工三大业务在内的新能源产业链，以自有矿山的锂瓷石为主要原料，经采、选、冶一体化流程生产电池级碳酸锂，拥有“资源+技术+成本+客户”四位一体优势。

1) **资源优势**：公司拥有上游优质锂矿资源，能够锁定上游原材料成本，公司控股子公司花桥矿业拥有的化山瓷石矿矿权，联营公司花锂矿业拥有白水洞高岭土矿矿权。

2) **技术优势**：公司采用的复合盐低温焙烧技术，固氟技术先进，固氟率高，大大减少设备腐蚀；采用的先成型后隧道窑焙烧工艺，温度控制更精准稳定，有利于锂的转化反应，大幅提升锂的浸出率。公司根据自有矿产资源属性，自主研发了分段磨矿技术，有效增加选矿阶段锂云母收得率，并促进碳酸锂制备工序锂云母反应度，提高锂收得率。

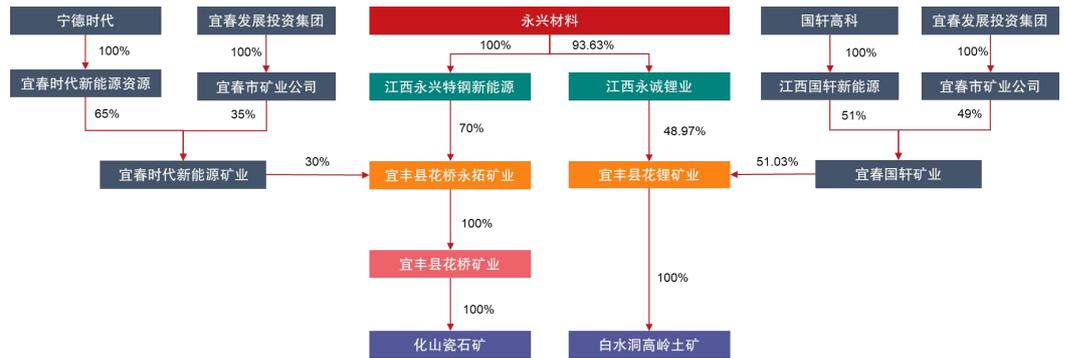
3) **成本优势**：依托于国内自有锂矿资源，公司搭建从采矿、选矿到碳酸锂深加工的一体化全产业链，原材料成本稳定，各环节生产成本可控；公司采用的工艺路线，实现锂云母资源的综合利用，**在提锂过程中可以联产有经济效益的副产品**，可最大限度降低生产成本。

4) **客户资源优势**：公司坚持采取以锂电新能源材料各使用领域的龙头企业为核心销售对象，以稳定的质量、优质的服务获得客户的认可。目前，公司已与多家锂离子电池正极材料、电池以及整车龙头企业形成长期稳定合作关系，优质的客户资源为公司锂电新能源业务的稳定可持续发展提供重要保障。

2.1. 锂矿：布局两大云母矿，锂资源实现完全自给

公司控股化山瓷石矿和参股白水洞高岭土矿，实现上游锂矿布局。锂资源是锂电产业发展的基石，上游资源保障能力关系着公司锂盐生产成本的锁定能力。永兴材料积极布局上游资源，旗下花桥矿业（间接持股 70%）和花锂矿业（间接持股 45.85%）分别拥有化山瓷石矿和白水洞高岭土矿，是公司锂云母和碳酸锂生产原材料的主要保障渠道。

图表 15：公司采矿权股权结构（截至 2024 年年报）



资料来源：wind，华源证券研究所

化山瓷石矿拥有锂资源量近 400 万吨 LCE，是公司重要锂原料来源。截至 2022 年 5 月 31 日，白市化山矿区采矿证范围内累计查明陶瓷土矿资源储量 4.92 亿吨，其中，累计查明 $\text{Li}_2\text{O} \geq 0.20\%$ 陶瓷土矿矿石量 4.10 亿吨， Li_2O 金属氧化物量 161.27 万吨。工业指标论证的露采境界内保有陶瓷土矿探明+控制+推断资源量 1.69 亿吨，其中 $\text{Li}_2\text{O} \geq 0.20\%$ 陶瓷土矿矿石量 1.59 亿吨， Li_2O 金属氧化物量 62.32 万吨， Li_2O 平均品位 0.39%。保有伴生铷金属氧化物量 25.93 万吨， Rb_2O 平均品位 0.163%。

图表 16：化山瓷石矿资源储量情况

	陶瓷土矿资源储量	$\text{Li}_2\text{O} \geq 0.20\%$ 陶瓷土矿矿石量	Li_2O 金属氧化物量	折合 LCE
单位	亿吨	亿吨	万吨	万吨
累计查明资源量	4.92	4.1	161.3	399
保有资源量	1.69	1.59	62.3	154
伴生资源量	伴生铷金属氧化物量 25.93 万吨， Rb_2O 平均品位 0.163%			

资料来源：公司公告，华源证券研究所

注：氧化锂和碳酸锂换算系数 2.473

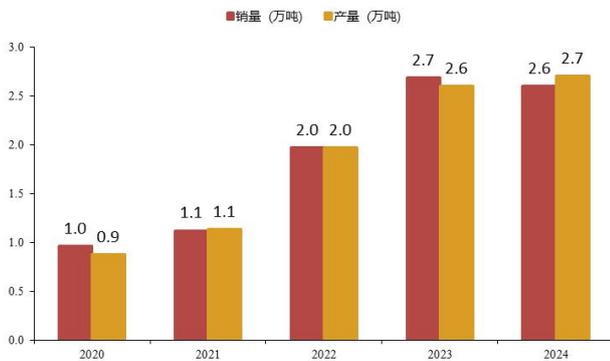
化山瓷石矿采矿许可证完成扩证，证载生产规模由 300 万吨/年变更为 900 万吨/年，资源保障能力进一步提升。2024 年 1 月，公司控股子公司花桥矿业完成采矿许可证变更登记，并取得新的采矿许可证，化山瓷石矿采矿许可证证载生产规模由 300 万吨/年变更为 900 万吨/年，进一步提高了资源保障能力，目前正在进行安全生产许可证和矿山改扩建项目相关工作。矿石原料输送项目已完成立项备案，审批手续正在推进中；永诚锂业 300 万吨/年锂矿石高效选矿与综合利用项目一期已建成投产。

2.2. 锂盐：产能扩张可期，成本优势显著

公司现有碳酸锂产能 3 万吨，后续伴随采选项目扩建完成，公司锂盐产能扩张可期。公司 1 万吨和 2 万吨产能碳酸锂项目分别于 2020 和 2022 年达产，实现 3 万吨碳酸锂产能布局。2024 年初，化山瓷石矿采矿许可证证载生产规模由 300 万吨/年变更为 900 万吨/年，待采选改扩建项目完成，公司配套冶炼产能也有望实现扩张。以 0.39%品位和 90%收率测算，900 万吨原矿可对应生产 6.6 万吨碳酸锂，公司碳酸锂产能扩张空间可期。

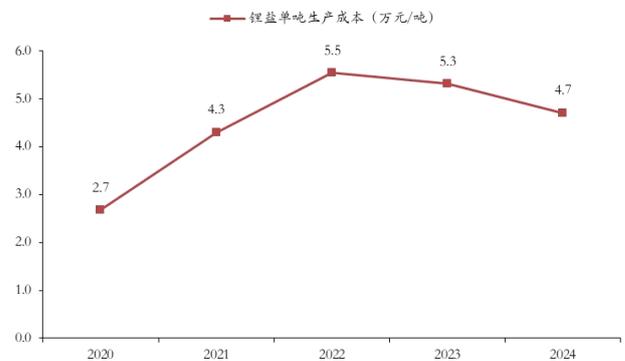
公司锂盐产销量稳步增长，提锂技术优势和副产品收益下单吨生产成本优势显著。伴随公司碳酸锂产能扩张项目放量，公司碳酸锂产销量稳步提升，2020-2024 年公司锂盐销量分别为 1.0/1.1/2.0/2.7/2.6 万吨。锂盐单吨生产成本由 2022 年 5.5 万元/吨下降至 2024 年的 4.7 万元/吨。公司较低的云母提锂成本优势来源于：1) **提锂技术优势**：a)公司采用的复合盐低温焙烧技术，固氟技术先进，固氟率高，大大减少设备腐蚀；b)采用的先成型后隧道窑焙烧工艺，温度控制更精准稳定，有利于锂的转化反应，大幅提升锂的浸出率；c)在焙烧过程中，调整优化燃烧工艺，配合 MVR 节能蒸发浓缩装置，实现了母液蒸发浓缩自产混合盐循环利用，使辅料成本大幅下降；d)在湿法冶炼碳酸锂过程中，改进沉锂工艺流程，一步法得到电池级碳酸锂，缩短了工艺流程，促进电池级碳酸锂综合成本进一步下降；e)公司根据自有矿产资源属性，自主研发了分段磨矿技术，有效增加选矿阶段锂云母收得率，并促进碳酸锂制备工序锂云母反应度，提高锂收得率。2) **提锂副产品收益降本**：公司采用的工艺路线，实现锂云母资源的综合利用，在提锂过程中可以联产有经济效益的副产品，最大限度降低生产成本。

图表 17：公司锂盐产销量逐步提升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 18：公司锂盐单吨生产成本较低



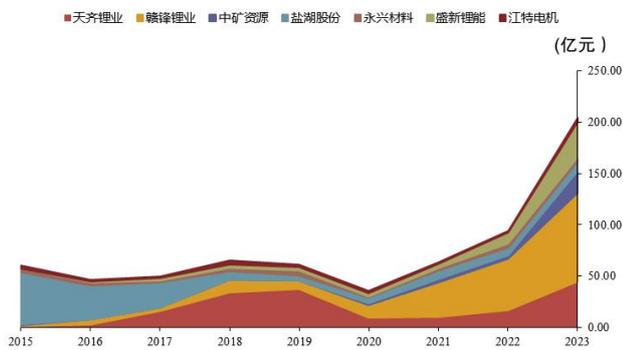
资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.3. 锂行业：过剩幅度收窄，25 年锂价或震荡磨底

2.3.1. 供给端：23 和 24 年为资本开支高峰期，过剩是主旋律

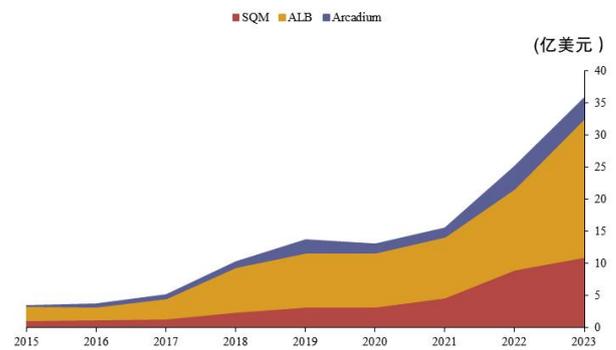
高锂价驱动行业新一轮资本开支，2023 和 2024 年或是资本开支顶峰时期。锂价在 2021 和 2022 年一度从 5 万上涨至最高接近 60 万，锂盐利润极其丰厚。在高利润的驱动下，行业开始大幅进行资本开支，我们可以看到 2022 年开始国内外锂盐企业的资本开支均高速增长。随着锂价在 2024 年大幅下跌，当前已跌至不足 8 万元，预计行业资本开支将减缓，因此我们认为 2023 和 2024 年或是行业资本开支顶峰时期。

图表 19：国内锂盐企业资本开支



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 20：海外锂盐龙头资本开支在 2022 年开始大幅提升



资料来源：SQM、ALB 等公司公告，华源证券研究所

盐湖提锂：25 年预计新增产量主要来源于阿根廷。目前在产盐湖主要是智利 Atacama 盐湖、阿根廷 Olaroz、Fenix 盐湖以及中国察尔汗盐湖、西台和东台吉乃尔盐湖。2025 年盐湖提锂新增产量主要是由阿根廷盐湖贡献，包括 CO 盐湖、Centenario Ratones 盐湖等，中国盐湖增量主要是盐湖股份的扩产项目，智利盐湖增量主要是 SQM 的扩产项目。我们预计 2025 年盐湖提锂产量 59 万吨，同比增加 9 万吨，其中智利/中国/阿根廷盐湖产量分别为 29/15/14 万吨，由于盐湖提锂单位经营成本低，位于全球锂成本曲线左侧，这部分供给属于刚性供给，基本不会被出清。

图表 21：2025 年全球盐湖提锂产量预测

	矿山	折合碳酸锂产量 (万吨/LCE)		
		2024E	2025E	
盐湖	中国	察尔汗盐湖—蓝科锂业	4	5
		察尔汗盐湖—藏格矿业	1.2	1.2
		西台吉乃尔	4.2	4.5
		东台吉乃尔	2	2
		一里坪盐湖	1	1.5
		扎布耶	0.5	1
		合计	12.9	15.2
	智利	Atacama—SQM	21	23
		Atacama—ALB	5.7	5.9
		合计	26.7	28.9
	阿根廷	Olaroz	3	3.1
		Hombre Muerto-Livent (Fenix)	2.35	2.7
		Cauchari-Olaroz	2.6	4
		SDLA	0.25	0.25
		Centenario Ratones		1.2
		Tres Quebradas (3Q)	0.5	1
		Hombre Muerto-POSCO	0.4	1.6
	合计	9.1	13.9	
	美国	Silver Peak	1	1
	合计		49.7	59.0

资料来源：SQM、Arcadium 等各公司公告，华源证券研究所

锂辉石提锂：高成本澳矿出清进行时，非洲有望贡献最大增量。澳矿普遍在实施降本措施和缩减资本开支，增量主要来源于非洲。预计 2025 年锂辉石生产碳酸锂产量折合 84 万吨 LCE，同比 24 年增加 17 万吨（包含非洲+11/澳洲+3/巴西+2）。**澳洲：**高成本锂矿 Altura/Finnis/Baldhill/Cattlin 已宣布停产或进入维护阶段，关注其他高成本澳矿 Wodgina/Marion 减产可能，25 年增量锂矿主要是 Kathleen Valley。**非洲：**25 年增量矿山为赣锋的马里项目和雅化 K 矿等，非洲锂矿多为中资锂盐企业控制，减产或不及预期。

图表 22：2025 年全球锂辉石提锂产量预测

	矿山	折合碳酸锂产量 (万吨LCE)		
		2024E	2025E	
锂辉石	澳洲	Greenbush	17.72	20.30
		Pilgangoora-Pilgan Plant	9.33	7.07
		Pilgangoora-Ngunaju Plant (原Altura)		
		Mt. Marion	5.43	4.00
		Wodgina	4.79	5.50
		Baldhill	1.28	0.00
		Kathleen Valley	1.33	5.00
		Mt Holland	2.75	4.35
		Mt Cattlin	1.35	1.15
		Finniss	0.24	
	合计	44.2	47.4	
	非洲	Bikita	4	5
		Arcadia	3	5
		Kamativi	0.6	4
		Sabi Star	3.3	3.8
		Goulamina		2.5
		Bougouni		1.4
		Zulu	0.1	
	合计	11.0	21.6	
	巴西	Grota do Cirilo	3.1	3.7
		Neves		1.5
		Mibra	1	1.3
		合计	4.1	6.4
	加拿大	NAL	2.1	2.5
	中国	甲基卡134号矿脉	0.81	0.81
		业隆沟（奥伊诺锂矿）	0.94	0.94
		李家沟	1	2
		马尔康	2	2
	大红柳滩			
	合计	4.8	5.8	
合计		66.2	83.7	

资料来源：IGO、Pilbara Minerals、Liontown Resources 等各公司公告，华源证券研究所

云母提锂：中国特色锂资源，位于成本曲线最右侧，供给弹性大。锂云母属于中国特色的锂资源，主要分布于中国江西地区，锂资源储量较大，具备云母提锂工艺的核心公司主要有永兴材料、江特电机、南氏锂电和九岭锂业。锂云母矿成分复杂，锂含量低，提锂成本更高，现金成本多处于7万元/吨以上，位于全球成本曲线最右侧，供给弹性最大。若锂价超过10万元/吨，供给可大量释放。由于锂价持续下跌，高成本的云母提锂或将减产。

2.3.2. 需求端：大周期启动的核心，国内需求不悲观

碳酸锂的需求经历了由传统工业需求——消费电子需求——新能源需求增长驱动的转变。
1) 2000年前，碳酸锂的主要需求是传统工业需求，主要作为添加剂应用于陶瓷玻璃等。2) 2015年前，碳酸锂的需求主要依靠消费电子驱动，碳酸锂用于锂电池正极材料钴酸锂。2004-2015年全球智能手机出货量复合增速达47%。3) 2015年后，碳酸锂的需求主要依靠新能源汽车拉动，2015-2024年中国新能源汽车销量复合增速达50%，当前中国新能源汽车渗透率已超过50%。

新能源需求将锂盐的需求提升到百万吨级别，从小金属跃升至大金属。据锂业协会数据，2017年全球锂盐产量为23.54万吨LCE，鸿蒙矿业预计2024年全球锂盐产量超130万吨，锂由小金属跃居百万吨级别的大金属，后续随着新能源汽车渗透率的持续提升和储能装机量的增长，锂需求量将持续增长。

图表 23：全球智能手机出货量



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 24：中国新能源汽车销量及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

以旧换新等消费政策下，国内电车需求或超预期。政治局会议上指出2025年要“实施提振消费专项行动，加力扩围实施两新政策”，电车的以旧换新政策大概率在2025年得到延续甚至加码，2025年国内电车需求可以更乐观一些。国补等消费政策出台，消费电子需求也有望维持可观增长。

海外新能源车补贴政策取消或压制海外碳酸锂需求增长。由于需要削减政府开支，2023年12月18日德国正式取消电动汽车补贴。2025年1月20日，特朗普宣布取消美国电动汽车补贴。海外电动汽车补贴政策取消或压制海外新能源汽车需求，从而压制海外碳酸锂需求增长。我们预计2025年碳酸锂需求为143万吨，同比增长19%。

图表 25：碳酸锂需求测算

	单位	2021	2022	2023	2024E	2025E
中国磷酸铁锂产量	万吨	48	118	157	227	295
yoy	%		146%	33%	45%	30%
全球磷酸铁锂产量	万吨	50	124	165	239	311
碳酸锂单耗	吨LCE	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
磷酸铁锂-碳酸锂需求量	万吨LCE	13	31	41	60	78
中国三元材料产量	万吨	42	66	62	68	71
yoy	%		55.5%	-4.9%	8.3%	5%
全球三元材料产量	万吨	77	96.6	92	90	95
中国三元材料产量占全球比例	%	55%	68%	68%	75%	75%
碳酸锂单耗	吨LCE	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
三元材料-碳酸锂需求量	万吨	29	37	35	34	36
中国钴酸锂产量	万吨	8.6	7.7	7.6	9.0	10.3
yoy	%			-1.3%	17.8%	15%
全球钴酸锂产量	万吨	9.6	8.6	8.4	9.9	11.4
碳酸锂单耗	吨LCE	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
钴酸锂-碳酸锂需求量	万吨	3.6	3.3	3.2	3.8	4.3
中国锰酸锂产量	万吨	8.6	6.52	9.15	12	15
yoy	%			40.3%	31.1%	25%
全球锰酸锂产量	万吨	9.6	7.2	10.2	13.3	16.7
碳酸锂单耗	吨LCE	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
锰酸锂-碳酸锂需求量	万吨	1.9	1.4	2.0	2.7	3.3
中国六氟磷酸锂产量	万吨	5.8	10.49	12.97	18	22.5
yoy	%			23.6%	38.8%	25%
全球六氟磷酸锂产量	万吨	6.78	13.21	16.9	24.00	30.82
比例	%		79%	77%	75%	73%
六氟磷酸锂单耗	吨LCE	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
六氟磷酸锂-碳酸锂需求量	万吨	2.2	4.4	5.6	7.9	10.2
中国正极材料碳酸锂需求量	万吨	34.9	62.1	71.9	94.1	115.0
全球正极材料碳酸锂需求量	万吨	49.5	76.8	87.0	108.3	131.4
其他碳酸锂需求量	万吨	12	12	12	12	12
碳酸锂总需求量	万吨	62	89	99	120	143
yoy	%		44%	11%	21%	19%

资料来源：Wind、smm，华源证券研究所

2.3.3. 锂价展望：波动收窄，25年或底部震荡

当前仍处于锂资本开支高峰期，而需求端增速未来或将逐步放缓，预计锂价未来周期的弹性将不如前两轮，波动将逐步收窄。考虑到潜在供给较大，锂盐企业在2021-2023年积累大量盈利，本轮供给出清时间预计更长，今年或仍处于底部震荡阶段。

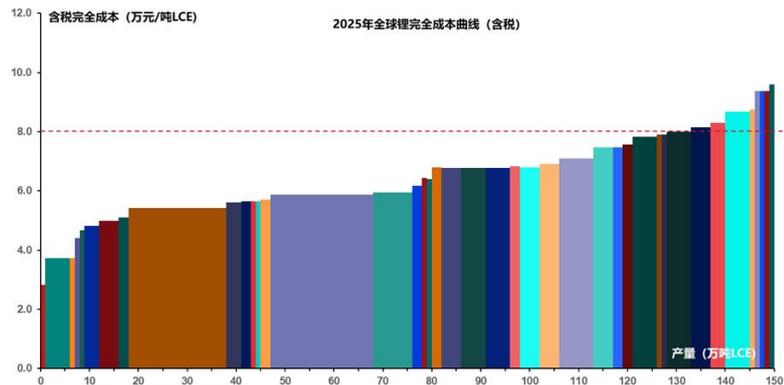
我们预计2025年碳酸锂需求量143万吨LCE，过剩12.6万吨LCE。根据完全成本曲线，8万元/吨含税完全成本对应的锂盐供给在134万吨左右，根据正极材料测算的需求为143万吨，考虑到当前超10万吨的锂盐库存，部分锂精矿库存以及回收提锂的量，8万元/吨的供给或能满足锂盐需求，25年仍维持过剩格局。预计2025年碳酸锂价格在7-8万元/吨震荡为主。

图表 26: 碳酸锂供需平衡

	单位	2021	2022	2023	2024E	2025E
中国磷酸铁锂产量	万吨	48	118	157	227	295
yoy	%		146%	33%	45%	30%
全球磷酸铁锂产量	万吨	50	124	165	239	311
碳酸锂单耗	吨LCE	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
磷酸铁锂-碳酸锂需求量	万吨LCE	13	31	41	60	78
中国三元材料产量	万吨	42	66	62	68	71
yoy	%		55.5%	-4.9%	8.3%	5%
全球三元材料产量	万吨	77	96.6	92	90	95
中国三元材料产量占全球比例	%	55%	68%	68%	75%	75%
碳酸锂单耗	吨LCE	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
三元材料-碳酸锂需求量	万吨	29	37	35	34	36
中国钴酸锂产量	万吨	8.6	7.7	7.6	9.0	10.3
yoy	%			-1.3%	17.8%	15%
全球钴酸锂产量	万吨	9.6	8.6	8.4	9.9	11.4
碳酸锂单耗	吨LCE	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
钴酸锂-碳酸锂需求量	万吨	3.6	3.3	3.2	3.8	4.3
中国锰酸锂产量	万吨	8.6	6.52	9.15	12	15
yoy	%			40.3%	31.1%	25%
全球锰酸锂产量	万吨	9.6	7.2	10.2	13.3	16.7
碳酸锂单耗	吨LCE	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
锰酸锂-碳酸锂需求量	万吨	1.9	1.4	2.0	2.7	3.3
中国六氟磷酸锂产量	万吨	5.8	10.49	12.97	18	22.5
yoy	%			23.6%	38.8%	25%
全球六氟磷酸锂产量	万吨	6.78	13.21	16.9	24.00	30.82
比例	%		79%	77%	75%	73%
六氟磷酸锂单耗	吨LCE	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
六氟磷酸锂-碳酸锂需求量	万吨	2.2	4.4	5.6	7.9	10.2
中国正极材料碳酸锂需求量	万吨	34.9	62.1	71.9	94.1	115.0
全球正极材料碳酸锂需求量	万吨	49.5	76.8	87.0	108.3	131.4
其他碳酸锂需求量	万吨	12	12	12	12	12
碳酸锂总需求量	万吨	62	89	99	120	143
yoy	%		44%	11%	21%	19%
全球锂盐产量	万吨	62.0	76.2	96.1	133	151
锂回收量	万吨		4.9	8.4	6.5	5
供需缺口	万吨	0.4	-7.7	5.5	19.2	12.6
过剩比例	%				16%	9%

资料来源: Wind、smm, 华源证券研究所

图表 27: 2025 年全球锂完全成本曲线



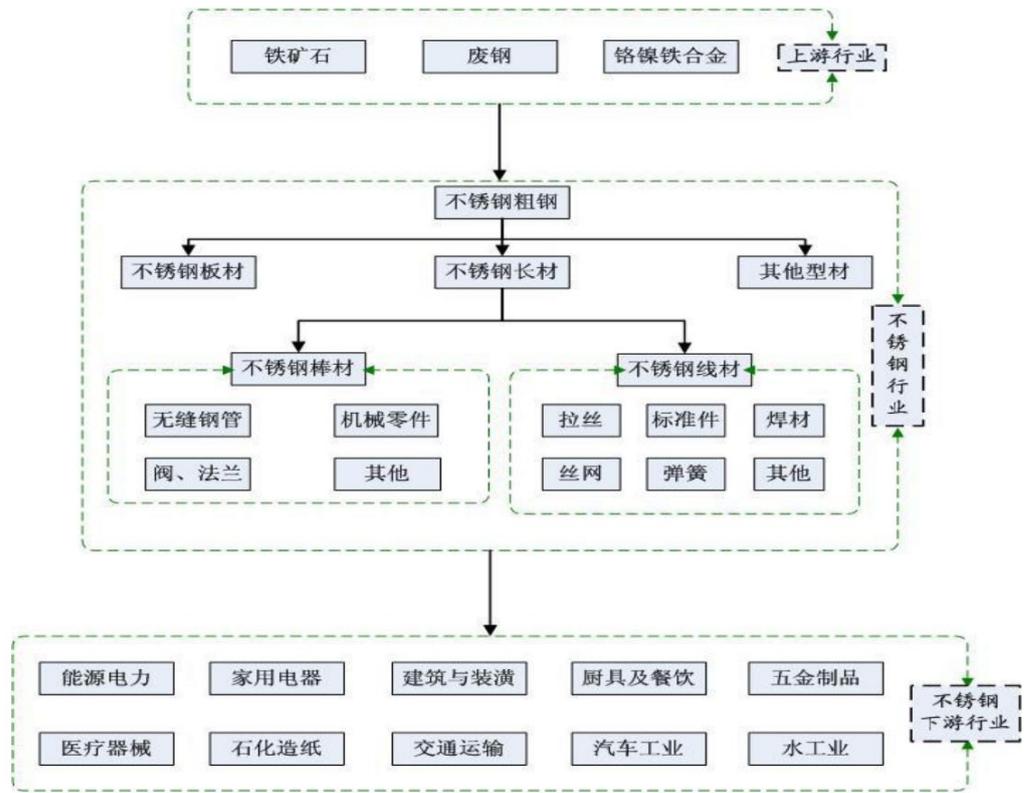
资料来源: IGO、Pilbara Minerals、Liontown Resources 等各公司公告、smm、华源证券研究所

3. 特钢新材料：不锈钢长材龙头，经营稳健提供稳定现金流

3.1. 不锈钢：产品结构升级，竞争格局稳定

不锈钢产业结构升级是大趋势。相比全球，我国不锈钢存在结构性产能过剩，中低端产品因技术门槛低，同质化竞争白热化导致产能过剩，而高端领域如核电用钢、航空航天精密合金仍依赖进口。随着钢铁行业“供给侧改革”深化，不锈钢的产能扩张受限，行业进入严控产能、优化存量的发展阶段，相对落后的不锈钢产能将逐步退出市场。产业结构升级，在未来不锈钢需求逐步改善的环境下，高端不锈钢的产量或将进一步提升。

图表 28：不锈钢产业链



资料来源：公司公告、华源证券研究所

消费升级、新应用领域拓展，中国不锈钢产量和消费量稳步增长。据特钢协会统计数据，中国不锈钢粗钢产量由 2010 年 1126 万吨增长至 2024 年 3944 万吨，复合增速达 9.4%。中国不锈钢的表现消费量从 2010 年 940 万吨，到 2024 年已经达到 3249 万吨，年复合增长率高达 9.3%。伴随中国制造业转型升级，中高端产品的占比有望不断提升。

图表 29：中国不锈钢粗钢产量稳步增长


资料来源：wind，中国钢铁工业协会不锈钢分会，华源证券研究所

图表 30：中国不锈钢消费量稳步增长


资料来源：华经产业研究院，中国钢铁工业协会不锈钢分会，华源证券研究所

3.2. 公司：不锈钢长材龙头，吨钢毛利稳中有升

公司是不锈钢长材龙头，产品主要面向中高端市场。公司目前具备 35 万吨产能，公司特钢新材料业务以不锈废钢为主要原料，采用短流程工艺生产不锈钢棒线材及特殊合金材料，公司生产的不锈钢棒线材产品主要针对中高端市场，产品经下游加工后广泛应用于油气开采及炼化、电力装备制造、交通装备制造、人体植入和医疗器械及其他高端机械装备制造等工业领域。经过多年积累，**公司不锈钢棒线材国内市场占有率长期处于前三，稳居不锈钢长材龙头企业地位。**

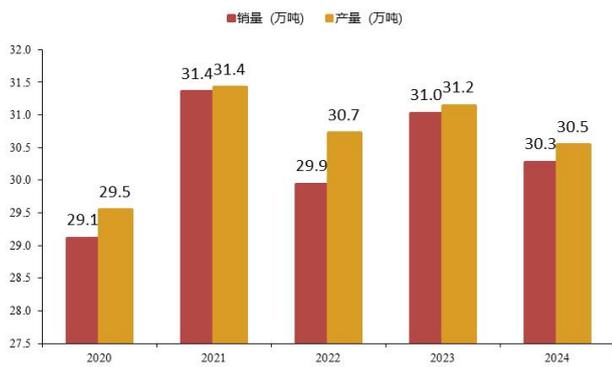
图表 31：永兴材料不锈钢主要产品

类别	产品	下游产品及应用领域
棒材 (管坯)	高压锅炉用 不锈钢棒材	经下游加工成无缝钢管，主要用于制造超（超）临界机组管道与管件，并应用于火力发电。
	双相不锈钢棒材	经下游加工成无缝钢管、管件、法兰、轴件、泵阀、杆件等成品，广泛应用于 LNG 液化天然气、化学品、海洋工业、石油化工等高端工业领域。
	奥氏体不锈钢棒材	经下游加工成无缝钢管、管件、法兰、轴件、泵阀、杆件等成品，广泛应用于石油炼化、精细化工、煤化工、核电、医药食品、船舶制造等高端工业领域。
线材	切削用不锈钢线材	经下游加工成钢丝、丝网、弹簧、标准件、焊材、杆类、轴类产品，广泛应用于工业领域及部分民用领域。
	焊接用不锈钢线材	
	冷镦用不锈钢线材	
	拉丝用不锈钢线材	
合金材料	特殊合金	特殊合金主要包括铁镍基合金、镍基合金、精密合金、超级奥氏体不锈钢、尿素级不锈钢、外科植入物用不锈钢、沉淀硬化不锈钢等产品，经下游深加工成无缝钢管、管件、法兰、轴件、杆件、卷板、钢带、标准件、焊接材料等成品后，广泛应用于石油化工、LNG 液化天然气、高压锅炉、核电、海洋工业、船舶制造、节能环保、航天军工、健康医疗等。

资料来源：公司官网，华源证券研究所

不锈钢产销量稳定，单吨毛利稳中有升。公司近年来不锈钢产销量稳定在 30 万吨左右，近年来公司不锈钢单吨毛利稳中有升，吨钢毛利由 2021 年 1961 元/吨提升至 2023 年 2809 元/吨。公司通过产品结构调整和产品比例优化，提升吨钢毛利。公司特钢新材料业务把握高端不锈钢及特殊合金材料的市场需求，坚持“产品围绕市场”的经营思路，瞄准国家大力推进火电、核电、光伏等产业发展的政策方向，及时调整产品结构，优化产品比例，2023 年公司吨钢毛利提升明显。面对棒线材产品盈利能力不同的情况，公司及时调整销售策略，提升毛利更高的棒材产品销量占比。

图表 32：公司不锈钢产销量稳定



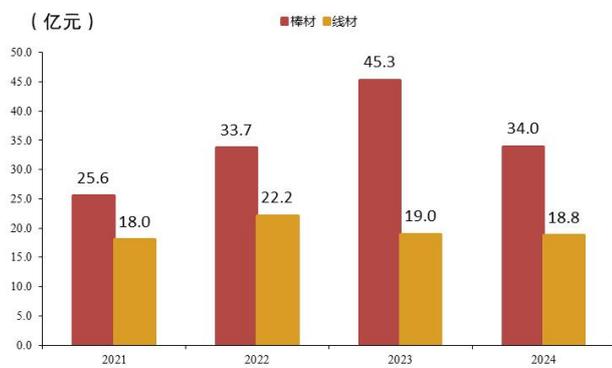
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 33：公司不锈钢单吨毛利稳中有升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 34：公司棒材营收高于线材



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 35：公司棒材毛利率高于线材



资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 盈利预测与估值

锂电新能源业务：公司化山瓷石矿采矿权证证载规模已由 300 万吨/年提升至 900 万吨/年，待后续采选扩建项目逐步推进完成后，公司的冶炼产能配套也有望实现扩张，我们预计公司 2025-2027 年锂盐销量分别为 3/4/5 万吨。由于锂供过于求格局仍未转变，我们预计 25 年锂价维持底部震荡，26 年开始逐步企稳回升，我们预计 25-27 年锂产品销售均价分别为 6.6/7.1/7.5 万元/吨（不含税）。公司锂资源能够实现完全自给并且伴随锂盐产线技改完成，锂盐单吨成本有望逐步下降，我们预计公司锂产品 2025-2027 年单吨生产成本为 4.6/4.5/4.4 万元/吨。

特钢新材料业务：公司不锈钢产销量稳定，我们预计公司 2025-2027 年销量分别为 31/31.5/32 万吨，均价分别为 2.1/2.2/2.3 万元/吨。公司通过产品结构调整和产品比例优化，提升吨钢毛利，我们预计公司 2025-2027 年不锈钢产品毛利率分别为 12.5%/12.6%/12.7%。

图表 36：公司盈利拆分

		单位	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
整体	营业收入	亿元	155.8	121.9	80.7	85.0	97.6	111.2
	营业成本	亿元	74.3	76.8	66.1	70.8	78.6	86.3
	毛利	亿元	81.5	45.1	14.7	14.2	19.1	25.0
	毛利率	%	52%	37%	18%	17%	20%	22%
锂盐	营业收入	亿元	85.8	50.6	19.3	19.9	28.3	37.6
	销量	万吨	2.0	2.7	2.6	3.0	4.0	5.0
	均价	万元/吨	43.5	18.8	7.4	6.6	7.1	7.5
	营业成本	亿元	10.9	14.3	12.2	13.8	18	22
	单吨成本	万元/吨	5.5	5.3	4.7	4.6	4.5	4.4
	毛利	亿元	74.9	36.4	7.1	6.1	10.3	15.6
	毛利率	%	87.3%	71.8%	36.7%	30.7%	36.4%	41.5%
不锈钢	单吨毛利	万元/吨	38.0	13.5	2.7	2.0	2.6	3.1
	营业收入	亿元	70.0	71.2	61.4	65.1	69.3	73.6
	销量	万吨	29.9	31.0	30.3	31.0	31.5	32.0
	均价	万元/吨	2.3	2.3	2.0	2.1	2.2	2.3
	营业成本	亿元	63.3	62.5	53.8	57.0	60.6	64.3
	单吨成本	万元/吨	2.1	2.0	1.8	1.8	1.9	2.0
	毛利	亿元	6.6	8.7	7.6	8.1	8.7	9.3
	毛利率	%	9.5%	12.2%	12.3%	12.5%	12.6%	12.7%
	单吨毛利	元/吨	2220	2809	2498	2625	2772	2921

资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.9/12.3/16.4 亿元，同比增速分别为 -14.3%/+37.1%/+34.0%，当前股价对应的 PE 分别为 18/13/10 倍。我们选取锂矿和锂盐企业为可比公司，2025-2027 年平均 PE 分别为 45/21/15 倍。公司化山瓷石矿采矿权成功扩证，后续锂盐产能扩张可期，公司凭借云母提锂技术优势和副产品收益下锂盐单吨生产成本优势显著，当前锂价处于震荡磨底阶段，静待后续锂价回升，公司业绩有望受益于量价齐升。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 37：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）			EPS			PE			PB
		2025-04-25	25E	26E	27E	25E	26E	27E			
002738.SZ	中矿资源	28.92	1.51	2.29	2.88	19.17	12.61	10.04	1.70		
002466.SZ	天齐锂业	28.79	0.99	1.54	1.80	29.16	18.69	15.96	1.13		
002497.SZ	雅化集团	11.43	0.27	0.84	1.17	41.79	13.65	9.79	1.26		
002240.SZ	盛新锂能	11.36	0.18	0.40	0.58	62.01	28.31	19.52	0.86		
002460.SZ	赣锋锂业	30.31	0.41	0.96	1.63	73.80	31.45	18.56	1.46		
平均值						45.19	20.94	14.77	1.28		

资料来源：wind、华源证券研究所。注：EPS 单位为元/股，上述可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，PB 来自 wind。

5. 风险提示

新建产能进度不及预期风险：如果公司新建产线/矿山建设进度不及预期，则影响公司未来产能释放和产销量，从而影响公司业绩。

新能源汽车需求不及预期风险：如果国内外新能源汽车销量不及预期，则可能导致锂盐需求不及预期，造成锂价下跌，公司锂盐量价齐跌将影响公司业绩。

锂供给超预期释放风险：若全球锂供给超预期释放，将加剧锂供过于求格局，从而驱动锂价大幅下跌，锂价下跌将影响公司业绩。

市场空间测算偏差风险：报告中的市场空间测算基于一定假设条件，若实际情况与假设存在较大偏差，存在不及预期的风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,092	6,940	7,715	8,856
应收票据及账款	440	637	732	834
预付账款	48	39	45	51
其他应收款	1	1	1	1
存货	752	920	1,021	1,121
其他流动资产	1,913	1,893	1,902	1,911
流动资产总计	9,247	10,430	11,416	12,774
长期股权投资	292	329	366	403
固定资产	3,120	3,078	3,184	3,189
在建工程	103	287	209	140
无形资产	300	287	274	261
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	737	737	737	737
非流动资产合计	4,552	4,718	4,770	4,729
资产总计	13,799	15,148	16,186	17,504
短期借款	45	0	0	0
应付票据及账款	849	979	1,087	1,193
其他流动负债	217	876	976	1,076
流动负债合计	1,111	1,855	2,063	2,269
长期借款	4	3	2	2
其他非流动负债	145	145	145	145
非流动负债合计	149	149	148	147
负债合计	1,260	2,004	2,211	2,417
股本	539	539	539	539
资本公积	2,586	2,586	2,586	2,586
留存收益	9,234	9,815	10,611	11,678
归属母公司权益	12,359	12,940	13,736	14,803
少数股东权益	179	204	238	284
股东权益合计	12,538	13,144	13,974	15,087
负债和股东权益合计	13,799	15,148	16,186	17,504

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,062	775	1,116	1,544
折旧与摊销	289	308	335	357
财务费用	-194	-22	-26	-29
投资损失	-22	5	5	5
营运资金变动	-668	453	-2	-11
其他经营现金流	322	201	201	201
经营性现金净流量	788	1,721	1,629	2,067
投资性现金净流量	-2,335	-536	-449	-379
筹资性现金净流量	-1,777	-338	-405	-547
现金流量净额	-3,323	847	775	1,140

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,074	8,501	9,762	11,121
营业成本	6,609	7,076	7,857	8,625
税金及附加	59	85	97	111
销售费用	23	17	20	22
管理费用	146	101	116	132
研发费用	334	313	359	409
财务费用	-194	-22	-26	-29
资产减值损失	-25	-21	-24	-27
信用减值损失	-4	13	15	17
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	22	-5	-5	-5
公允价值变动损益	27	0	0	0
资产处置收益	-84	-29	-29	-29
其他收益	273	240	240	240
营业利润	1,306	1,129	1,536	2,046
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	23	33	33	33
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,283	1,096	1,502	2,013
所得税	221	177	242	325
净利润	1,062	919	1,260	1,688
少数股东损益	18	25	34	46
归属母公司股东净利润	1,043	894	1,226	1,642
EPS(元)	1.94	1.66	2.27	3.05

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-33.76%	5.29%	14.83%	13.92%
营业利润增长率	-69.47%	-13.52%	36.00%	33.25%
归母净利润增长率	-69.37%	-14.31%	37.09%	33.98%
经营现金流增长率	-80.02%	118.43%	-5.34%	26.86%
盈利能力				
毛利率	18.15%	16.76%	19.52%	22.44%
净利率	13.15%	10.81%	12.91%	15.18%
ROE	8.44%	6.91%	8.92%	11.10%
ROA	7.56%	5.90%	7.57%	9.38%
ROIC	19.06%	17.62%	24.92%	31.96%
估值倍数				
P/E	15.56	18.15	13.24	9.88
P/S	2.01	1.91	1.66	1.46
P/B	1.31	1.25	1.18	1.10
股息率	1.63%	1.93%	2.65%	3.55%
EV/EBITDA	10	6	4	3

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。