

2025 年 04 月 29 日

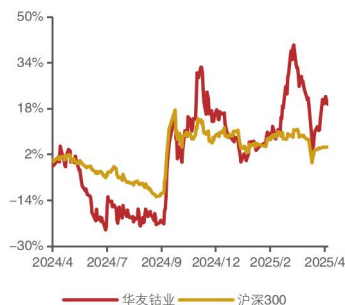
投资评级： 增持（首次）

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

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 28 日

收盘价（元）	33.36
一年内最高/最低（元）	40.13/20.82
总市值（百万元）	56,763.63
流通市值（百万元）	56,256.78
总股本（百万股）	1,701.55
资产负债率（%）	64.08
每股净资产（元/股）	21.73

资料来源：聚源数据

华友钴业 (603799. SH)

——蛰伏桐乡待春雷，金属破晓映全球

投资要点：

- **否极泰来，涅槃凤凰。**公司扎根桐乡，辐射全球，经过二十多年的发展，打造了新能源产业、新材料产业、印尼镍产业、非洲资源产业以及循环产业五大事业板块。因金属价格下跌钴&镍&锂吨毛利已经降至历史低位，公司仍能保持较好的盈利，体现出极强的盈利韧性。当前钴&镍&锂价格已跌至历史底部区间，具备上涨的基础，一旦价格上涨，公司业绩有望实现大增。
- **钴：长周期历史价格底部，钴价有望大幅上涨。**钴价上涨的基础在于：需求放量、供给收缩以及流动性宽松。当前钴价处于长周期历史底部，且全球流动性宽松、供给端受刚果金禁矿影响供给收缩、需求端处于固态放量前夜三元电池有望重回主流，价格大涨的基础已成，一旦需求放量，钴价有望大幅上涨。
- **镍：价格底部夯实，静待产能出清。**印尼镍矿供给在全球占据主导地位，2024 年产量占全球总供给的 60%。25 年印尼开采配额为 2.985 亿湿吨，相比 24 年增长 9.8%，但同时印尼实施一系列矿业政策，镍矿成本上升。当前镍价已跌至全球镍矿成本 75% 分位线附近，高价镍矿开始减产。从供需平衡看虽仍处于过剩状态，但过剩幅度进一步收窄，随着高成本矿山逐步关停以及印尼镍矿成本的上升，镍价底部区间进一步夯实，一旦产能出清，或释放价格弹性。
- **锂：产能出清尾声，静待需求放量。**锂价上涨的基础在于供需错配，缺口的强度反应价格上涨的高度。从历史长周期来看，当前锂价处于历史底部区间，考虑供需平衡，预计 2025 年碳酸锂价格中枢为 8 万元/吨。而考虑产能出清时间，上一轮产能出清时间为 2 年 9 个月，当前已产能出清 2 年 4 个月，我们认为即使本轮产能出清时间预计更长，亦进入出清尾声，一旦需求有所好转，锂价有望迎来上涨。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归属于母公司所有者的净利润分别为 50.74、62.58 和 65.61 亿元，对应 PE 分别为 11.19X、9.07X 和 8.65X。我们选取同行业 A 股相关头部公司为可比公司，平均 PE 分别为 15.06X、11.85X 和 9.80X。当前钴&镍&锂处于历史价格低位，一旦价格上涨，公司业绩有望实现大增。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**1) 金属价格超预期下跌的风险；2) 地缘政治风险；3) 安全生产风险；4) 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）	66,304	60,946	70,439	80,289	85,639
同比增长率（%）	5.19%	-8.08%	15.58%	13.98%	6.66%
归母净利润（百万元）	3,351	4,155	5,074	6,258	6,561
同比增长率（%）	-14.30%	23.99%	22.12%	23.34%	4.84%
每股收益（元/股）	1.97	2.44	2.98	3.68	3.86
ROE（%）	9.78%	11.25%	12.33%	13.55%	12.75%
市盈率（P/E）	16.94	13.66	11.19	9.07	8.65

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 年归属于母公司所有者的净利润分别为 50.74、62.58 和 65.61 亿元，对应 PE 分别为 11.19X、9.07X 和 8.65X。我们选取同行业 A 股相关头部公司为可比公司，平均 PE 分别为 15.06X、11.85X 和 9.80X。当前钴&镍&锂处于历史价格低位，一旦价格上涨，公司业绩有望实现大增。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

结合公司各项业务及在建情况，我们对 2024–2026 年作出如下假设：

（1）铜：2025–2027 年预计不含税售价分别为 6.2、6.2 和 6.2 万元/吨；销量分别为 9.5、9.5 和 9.5 万吨；

（2）钴：2025–2027 年预计不含税售价分别为 20.0、25.0 和 25.0 万元/吨；销量分别 4.5、4.5 和 4.5 万吨；

（3）镍：2025–2027 年预计不含税售价分别为 11.0、11.5 和 11.5 万元/吨；销量分别为 20、22 和 22 万吨；

（4）锂：2025–2027 年预计不含税售价分别为 7.0、7.5 和 8.0 万元/吨；销量分别为 4.5、5.0 和 5.0 万吨；

（5）三元材料：2025–2027 年预计不含税售价分别为 8.0、8.0 和 8.0 万元/吨；销量分别为 13.0、15.0 和 15.0 万吨；

（6）正极材料：2025–2027 年预计不含税售价分别为 10.0、10.0 和 10.0 万元/吨；销量分别为 8.0、10.0 和 15.0 万吨。

投资逻辑要点

公司扎根桐乡，辐射全球，经过二十多年的发展，打造了新能源产业、新材料产业、印尼镍产业、非洲资源产业以及循环产业五大事业板块。因金属价格下跌钴&镍&锂吨毛利已经降至历史低位，公司仍能保持较好的盈利，体现出极强的盈利韧性。当前钴&镍&锂价格已跌至历史底部区间，具备上涨的基础，一旦价格上涨，公司业绩有望实现大增。

核心风险提示

1）金属价格超预期下跌的风险；2）地缘政治风险；3）安全生产风险；4）市场空间测算偏差风险。

目录

1. 否极泰来，涅槃凤凰.....	6
1.1. 扎根桐乡，辐射全球.....	6
1.2. 一体化产业布局，形成5大产业集群.....	6
1.3. 钴&镍&锂长周期价格底部，业绩弹性空间大.....	7
2. 钴：长周期历史价格底部，钴价有望大幅上涨.....	9
2.1. 钴价筑底反复确认.....	9
2.2. 刚果金爆发国内冲突，禁矿出口.....	10
2.3. 固态电池放量前夜，三元有望重回主流.....	11
2.4. 上涨基础已成，钴价有望大幅上涨.....	12
3. 镍：价格底部夯实，静待产能出清.....	12
3.1. 印尼镍供给主导全球，仍在增长但成本上升.....	12
3.2. 过剩幅度逐步收窄，静待产能出清.....	14
4. 锂：产能出清尾声，静待需求放量.....	15
4.1. 供需错配决定锂价方向.....	15
4.2. 产能出清进入尾声，静待需求放量.....	16
5. 盈利预测及评级.....	17
5.1. 盈利预测.....	17
5.2. 估值与评级.....	18
6. 风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 公司实控人为陈雪华	6
图表 2： 公司 5 大产业集群	7
图表 3： 2021-2024 年公司营收及增速	8
图表 4： 2021-2024 年公司毛利及增速	8
图表 5： 2021-2024 年各项业务营收（亿元）	8
图表 6： 2024 年各项业务营收结构（%）	8
图表 7： 2021-2024 年各项业务毛利（亿元）	8
图表 8： 2024 年各项业务毛利结构（%）	8
图表 9： 各项业务销量（万吨）	9
图表 10： 各项业务吨毛利（万元/吨）	9
图表 11： 钴价 20 年历史复盘	10
图表 12： 2024 年全球钴供给结构（%）	11
图表 13： 刚果金月度钴产量（万吨）	11
图表 14： 各类电池性能对比	11
图表 15： 固态电池与当前主流液态锂离子电池结构对比	11
图表 16： 2023-2030 年全球固态电池出货量（GWh）	12
图表 17： 2024-2030 年全球固态电池市场规模（亿元）	12
图表 18： 钴行业供需平衡（仅考虑刚果金禁矿 4 个月，未考虑后续影响）	12
图表 19： 全球镍矿产量（万吨）	13
图表 20： 2024 年全球镍矿产量占比（%）	13
图表 21： 印尼镍产业现行税率与建议税率对比	13
图表 22： 镍价下跌导致镍矿关停	14
图表 23： 2024 年澳大利亚&新喀里多尼亚镍产量开始下降（万吨）	14
图表 24： 当前（4 月 25 日）镍价跌至 75%分位线附近	14
图表 25： 过剩幅度逐步收窄，静待产能出清	15
图表 26： 锂价 10 年历史复盘	16
图表 27： 碳酸锂供需平衡表	17
图表 28： 2025 年全球锂完全成本曲线（万元/吨）	17
图表 29： 公司 2025-2027 年主营业务关键假设表	18

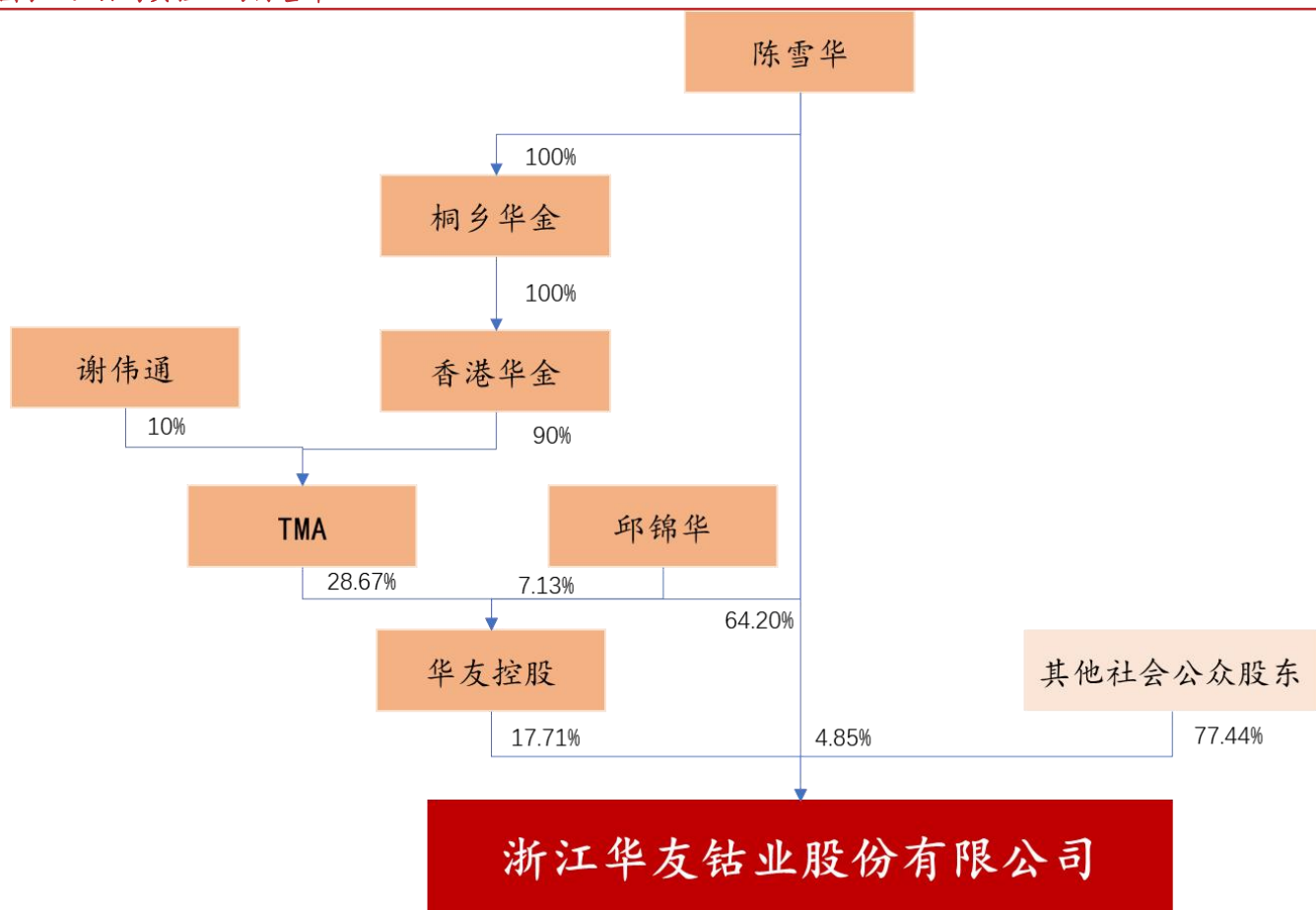
图表 30: 可比公司估值表	18
----------------------	----

1. 否极泰来，涅槃凤凰

1.1. 扎根桐乡，辐射全球

浙江华友钴业股份有限公司成立于2002年，总部位于浙江桐乡，是一家从事新能源锂电材料和钴新材料研发、制造的高新技术企业。经过二十多年的发展，公司构建了海外资源、国际制造、全球市场的经营格局；打造了新能源产业、新材料产业、印尼镍产业、非洲资源产业以及循环产业五大事业板块；业务涵盖镍钴锂资源开发、有色金属绿色精炼、锂电材料研发制造、资源回收利用的新能源锂电材料全产业链。公司第一大股东为华友控股，第二大股东为陈雪华，华友控股与陈雪华为一致行动人，实控人为陈雪华。

图表 1：公司实控人为陈雪华



资料来源：wind，公司公告，华源证券研究所，截至2025年4月7日

1.2. 一体化产业布局，形成5大产业集群

公司自成立以来坚持以新能源锂电材料产业发展为核心，坚持“上控资源、中提能力、下拓市场”三位一体的总体发展之路，坚持“产品领先、成本领先”的竞争策略，持续深化产业一体化全球布局，全面打造产业一体化综合竞争优势，努力构建产业一体化新质生产力

格局。目前已经形成非洲资源产业、印尼镍产业、新材料产业、新能源产业和循环产业五大产业集群。

图表 2：公司 5 大产业集群



资料来源：公司官网，华源证券研究所

1.3. 钴&镍&锂长周期价格底部，业绩弹性空间大

盈利能力随金属价格与销量波动。从营收来看，2021-2023 年公司营收整体稳步增长，但增速呈现先增后降的趋势，至 2024 年营收增速降至-8%；从毛利来看，公司毛利在 2022 年达到高点的 117.2 亿元之后开始下滑，2024 年止跌。公司营收及毛利的波动主要受金属价格与销量影响所致。

图表 3：2021-2024 年公司营收及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

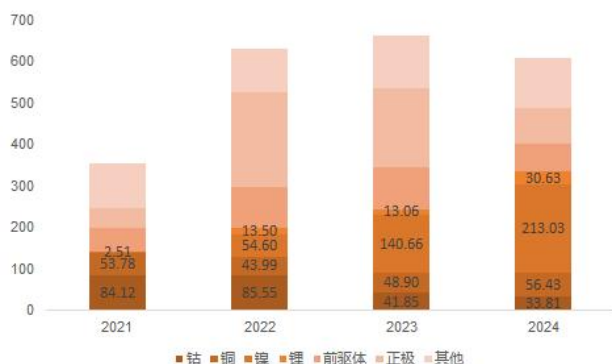
图表 4：2021-2024 年公司毛利及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

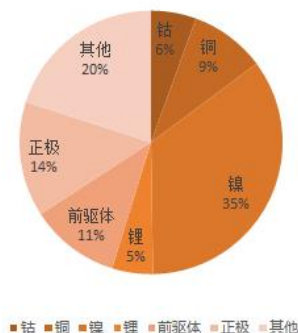
细分来看，受镍锂销量增长影响，公司镍、锂业务营收持续增长，铜业务保持相对稳定，而钴业务营收持续下滑。至 2024 年公司钴、铜、镍、锂营收占比分别为 6%、9%、35%和 5%，合计占比为 55%。

图表 5：2021-2024 年各项业务营收（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

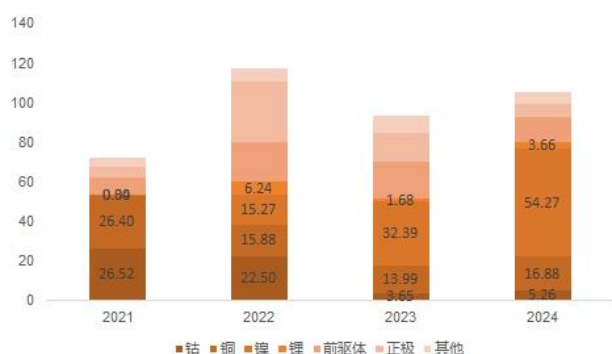
图表 6：2024 年各项业务营收结构 (%)



资料来源：wind，华源证券研究所

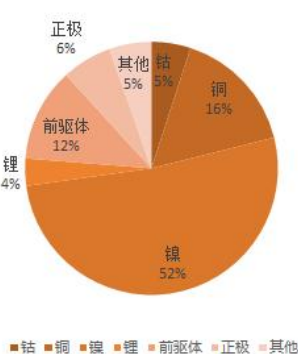
从毛利来看，2022-2023 年镍业务毛利持续增长，铜业务保持相对稳定，钴锂业务毛利呈下降趋势，至 2024 年公司钴、铜、镍、锂毛利占比分别为 5%、16%、52%和 4%，合计占比为 77%。

图表 7：2021-2024 年各项业务毛利（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 8：2024 年各项业务毛利结构 (%)



资料来源：wind，华源证券研究所

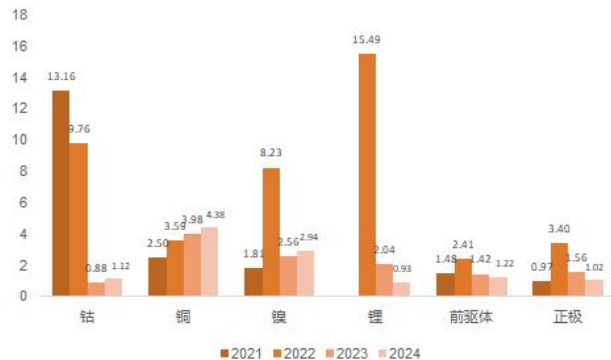
总结来看，公司铜业务保持相对稳定，营收及毛利增长主要靠镍业务，而钴锂业务营收及毛利略有下滑。拆解来看：销量角度，铜钴销量保持稳定，锂开始放量但体量小，镍销量持续稳步增长；吨毛利角度，铜吨毛利保持相对稳定，而钴、镍、锂吨毛利大幅下降，因此金属价格下跌带来的吨毛利的下降是公司业绩波动的最主要原因。当前钴&镍&锂吨毛利已经降至低位，公司仍能保持当前的盈利，体现出极强的盈利韧性，一旦价格上涨，吨毛利或将大幅提升，业绩弹性空间大。

图表 9：各项业务销量（万吨）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 10：各项业务吨毛利（万元/吨）



资料来源：wind，华源证券研究所

2. 钴：长周期历史价格底部，钴价有望大幅上涨

钴价上涨的基础在于：需求放量、供给收缩以及流动性宽松。当前钴价处于长周期历史底部区间，且全球流动性宽松、供给端受刚果金禁矿影响供给收缩、需求端处于固态放量前夜，三元电池有望重回主流，价格大涨的基础已成，一旦需求放量，钴价有望大幅上涨。

2.1. 钴价筑底反复确认

通过对钴行业过去 20 年历史复盘，我们可以发现，历史上经历过三次钴的大牛市，上涨周期为 2 年左右，分别是：

（1）2006 年 7 月至 2008 年 4 月：钴价 13.4 美元/磅→48.63 美元/磅，涨幅 263%；上涨原因为全球流动性宽松，需求端手机从功能机向智能机转变，钴酸锂需求放量，供给端刚果金内战禁止钴矿出口；

（2）2016 年 6 月至 2018 年 5 月：钴价 10.8 美元/磅→44.08 美元/磅，涨幅 308%：上涨原因为中国新能源汽车需求放量，同时三元取代磷酸铁锂成为动力主流电池。

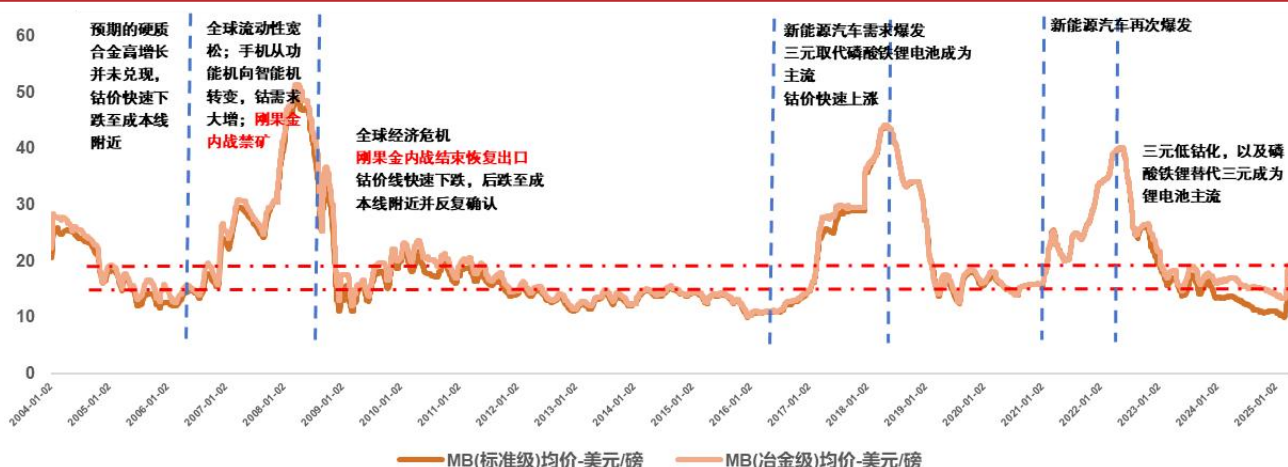
（3）2020 年 7 月至 2022 年 5 月：钴价 13.9 美元/磅→40.13 美元/磅，涨幅 189%；上涨原因为全球新能源汽车需求放量。

可以发现：钴价上涨的基础在于：①需求放量（06-07 年 3C 需求崛起、16-18 年及 20-22 年新能源汽车需求大幅提升）；②或伴随着供给收缩（06-07 年刚果金内战禁矿）；③流动性宽松。

伴随着价格的上涨，产业链下游补库、社会资金（如 Cobalt27）囤货，加快了价格的上涨，高利润驱使产业资本到刚果金印尼等布局钴矿，供给快速增加，同时价格过高催生减量替代，需求减弱，当供给增长超过需求增长时，价格开始下跌，从而形成一个完整的价格周期。而上涨周期基本维持两年主要源于供给端产量释放的时间周期为两年。

从历史长周期来看，当前钴价 15.75 美元/磅基本处于历史底部区间（11-15 美金/磅）附近（2 月份低点为 9.95 美元/磅）。

图表 11：钴价 20 年历史复盘

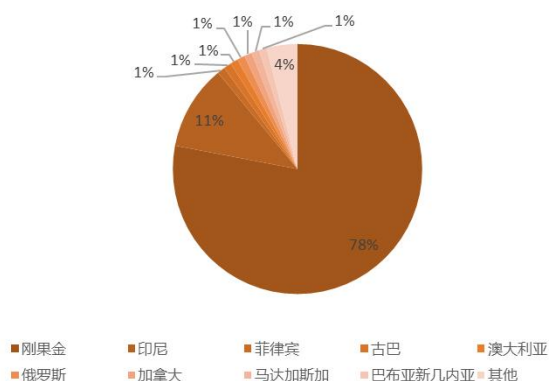


资料来源：wind，华源证券研究所绘制

2.2. 刚果金爆发国内冲突，禁矿出口

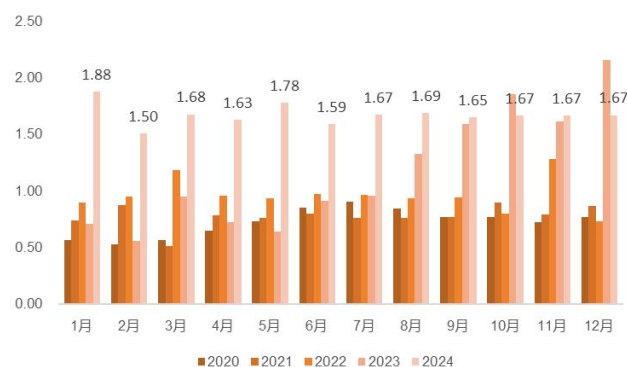
2025 年 1 月刚果金爆发国内冲突，2 月 24 日，刚果金宣布将暂停钴出口四个月，旨在遏制国际市场钴金属供应过剩引发的价格持续下跌，此举被视为该国首次通过行政手段干预钴市场平衡。3 月 14 日，刚果金总理为“有效管理”出口禁令，提出一系列建议，其中包括“争取印尼的合作”，以“更好地控制”全球市场上的钴供应和价格。3 月 27 日，刚果金总统费利克斯·齐塞克迪表示，为了维持动力电池材料高价，政府将考虑延长为期四个月的钴出口禁令期限。全球钴供给高度集中，其中 2024 年刚果金占 78%，印尼占 11%，两国合计供给占比达 90%。2024 年刚果金钴产量 20.06 万吨，若禁止出口 4 个月以上，或影响供给 6.69 万吨以上，占全球总供给的 26%以上，若刚果金联合印尼，供给或进一步收缩。

图表 12：2024 年全球钴供给结构（%）



资料来源：Darton，华源证券研究所

图表 13：刚果金月度钴产量（万吨）



资料来源：刚果金央行，华源证券研究所

2.3. 固态电池放量前夜，三元有望重回主流

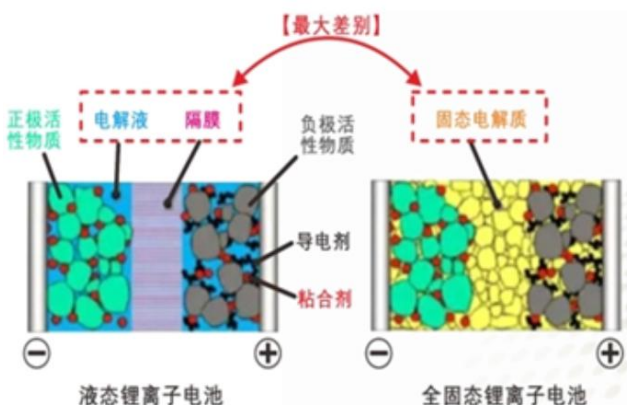
液态锂电池仍存在：能量密度存在上限、锂枝晶引起安全风险、SEI 膜增厚影响循环寿命、低温性能不足限制场景应用等不足，相比之下，固态电池凭借其优异的性能，能够有效克服液态锂电池的局限性。因此，发展固态电池不仅是解决现有技术瓶颈的关键路径，也是满足未来多样化应用需求的重要方向。

图表 14：各类电池性能对比

	液态锂离子电池	半固态电池	全固态电池
液态含量 (%)	25%	5-10%	0%
电芯能量密度	250-300Wh/kg	350Wh/kg左右	500Wh/kg+
电池寿命	2000次+	1000次+	/
主要材料体系	正极+负极+隔膜+电解液	正极+负极+隔膜+复合电解质	正极+负极+固态电解质
封装形态	卷绕/叠片+圆柱/方形/软包	叠片+/方形/软包	叠片+/方形/软包

资料来源：前瞻网，华源证券研究所

图表 15：固态电池与当前主流液态锂离子电池结构对比

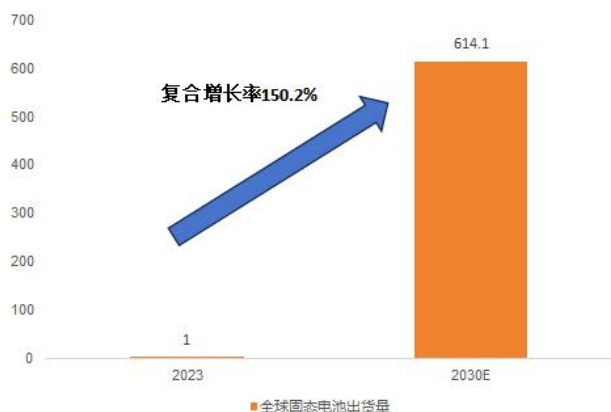


资料来源：前瞻网，华源证券研究所

2022 年以来，固态电池的研发和产业化取得了明显进展，但是目前仍然面临着尚未完全解决的离子电导率问题、固固界面问题和循环性能问题等，前瞻网预计其产业化时间节点将在 2030 年左右。根据前瞻网《2025 年固态电池高质量发展蓝皮书》预计到 2030 年，全球固态电池出货量将达到 614.1GWh，全固态电池市场规模将达到 172 亿元。

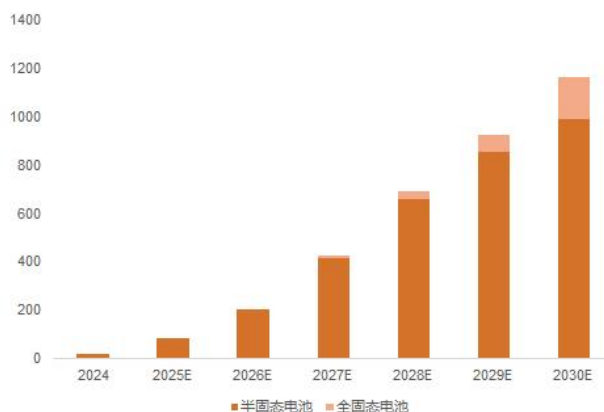
在固态电池体系中，三元材料优于磷酸铁锂电池，有望重回电池正极材料主流。

图表 16：2023-2030 年全球固态电池出货量（GWh）



资料来源：前瞻网，华源证券研究所

图表 17：2024-2030 年全球固态电池市场规模（亿元）



资料来源：前瞻网，华源证券研究所

2.4. 上涨基础已成，钴价有望大幅上涨

在不考虑刚果金禁矿及后续影响的情况下，2025 年-2030 年钴供需整体处于过剩状态，但过剩幅度有所收窄。在当前全球流动性宽松的背景下，供给端受刚果金禁矿影响供给收缩（考虑到禁矿 4 个月短期供需平衡由过剩转为短缺）、需求端处于固态放量前夜，三元电池有望重回主流，价格大涨的基础已成，一旦需求放量，钴价有望大幅上涨。

图表 18：钴行业供需平衡（仅考虑刚果金禁矿 4 个月，未考虑后续影响）

	单位	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025(E)	2026(E)	2027(E)	2028(E)	2029(E)	2030(E)
产量	万吨	12.1	14.1	14.5	13.6	15.1	18.7	22.4	28.2	22.5	31.3	32.7	33.6	34.2	35.0
回收	万吨	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4	1.6	1.7	1.9	2.1	2.4	2.6	3.0	3.6	4.3
总供给	万吨	13.2	15.3	15.7	14.9	16.5	20.3	24.1	30.1	24.6	33.6	35.2	36.6	37.7	39.4
需求	万吨	12.3	12.9	13.6	14.9	17.2	18.3	20.8	24.4	27.2	28.0	29.2	31.3	32.7	35.0
各国战略储备	万吨	0.0	0.0	0.0	0.1	0.4	0.1	0.7	1.5	1.5	2.0	1.5	1.5	1.5	1.5
供需平衡	万吨	0.9	2.4	2.1	0.2	1.0	1.8	2.7	4.1	-4.0	3.7	4.5	3.8	3.5	2.9

资料来源：Darton，华源证券研究所

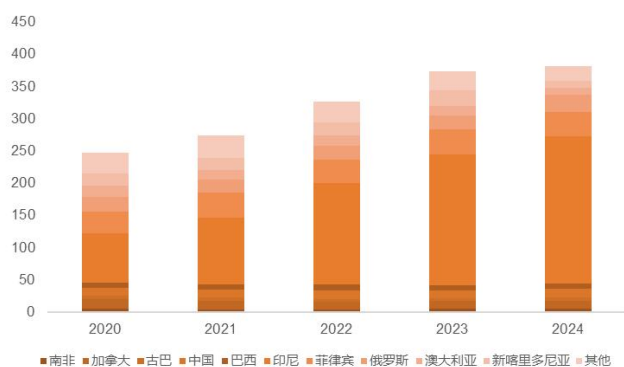
3. 镍：价格底部夯实，静待产能出清

印尼镍矿供给在全球占据主导地位，2024 年产量占全球总供给的 60%。25 年印尼开采配额为 2.985 亿湿吨，相比 24 年增长 9.8%，但同时印尼实施一系列矿业政策，镍矿成本上升。当前镍价已跌至全球镍矿成本 75%分位线附近，高价镍矿开始减产。虽仍处于过剩状态，但过剩幅度进一步收窄，随着高成本矿山逐步关停以及印尼镍矿成本的上升，镍价底部区间进一步夯实，一旦产能出清，或释放价格弹性。

3.1. 印尼镍供给主导全球，仍在增长但成本上升

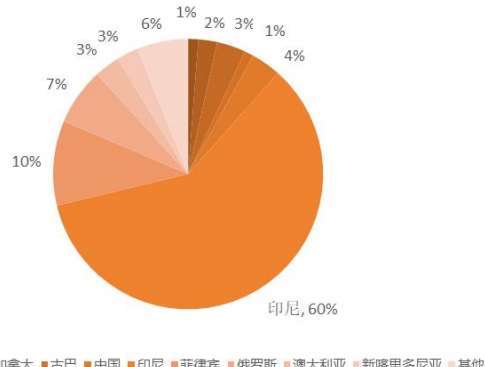
印尼镍矿供给在全球占据主导地位，2024 年全球镍矿产量 382 万吨，其中印尼产量 228 万吨，占全球总供给的 60%，且增量也绝大部分来自印尼，2020-2024 年全球供给增长 135 万吨，其中印尼增量 151 万吨，其余地区减量 16 万吨。

图表 19：全球镍矿产量（万吨）



资料来源：标普，华源证券研究所

图表 20：2024 年全球镍矿产量占比（%）



资料来源：标普，华源证券研究所

印尼供给仍在增加，但矿业政策使成本上升。印尼镍矿开采采用配额制，25 年开采配额为 2.985 亿湿吨，相比 24 年的 2.7189 亿湿吨增长 9.8%，按照 24 年 228 万吨产量估算，增长 22 万吨镍。但同时印尼政府实施一系列矿业政策：①SIMBARA 系统，实时跟踪镍矿销售；②HMA 计价方式调整，由每月调整一次改为调整两次，更能实时反应价格波动减少滞后性；③PNBP 税制调整，整体税率上调且阶梯税率，以镍矿为例，由 10% 的固定税率提升至 14-19%，成本整体上升。

图表 21：印尼镍产业现行税率与建议税率对比



资料来源：SMM，华源证券研究所

3.2. 过剩幅度逐步收窄，静待产能出清

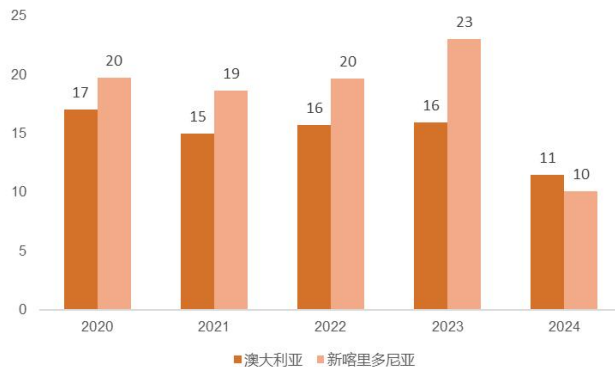
镍价跌至 75%分位线附近，高成本矿山关停。当前（4 月 25 日）镍价已跌至 1.55 万美元/吨左右，位于全球镍矿成本 75%分位线附近，高价镍矿开始减产，主要以澳大利亚和新喀里多尼亚的硫化镍矿为主，2024 年两国产量 21 万吨，较 23 年减产 18 万吨，降幅为 46%，随着镍价低位持续，高成本矿山有望进一步关停。

图表 22：镍价下跌导致镍矿关停

公司	项目	停产时间
必和必拓	西澳大利亚镍矿项目：镍西部 (Nickel West) 和西马斯格雷夫项目 (West Musgrave Project) 停产	2024年10月
IGO	西澳大利亚Cosmos镍项目停产检修	2024年1月30日
第一量子	暂停澳洲Shoemaker Levy矿体的采矿业务	2024年1月15日
Wyloo Metals Pty Ltd.	关闭澳洲Kambalda附近的矿山进行保养维护	2024年5月31日
Eramet	子公司SLN在新喀里多尼亚北部的镍矿开采业务已暂停	2024年4月26日

资料来源：SMM，新浪财经，华源证券研究所

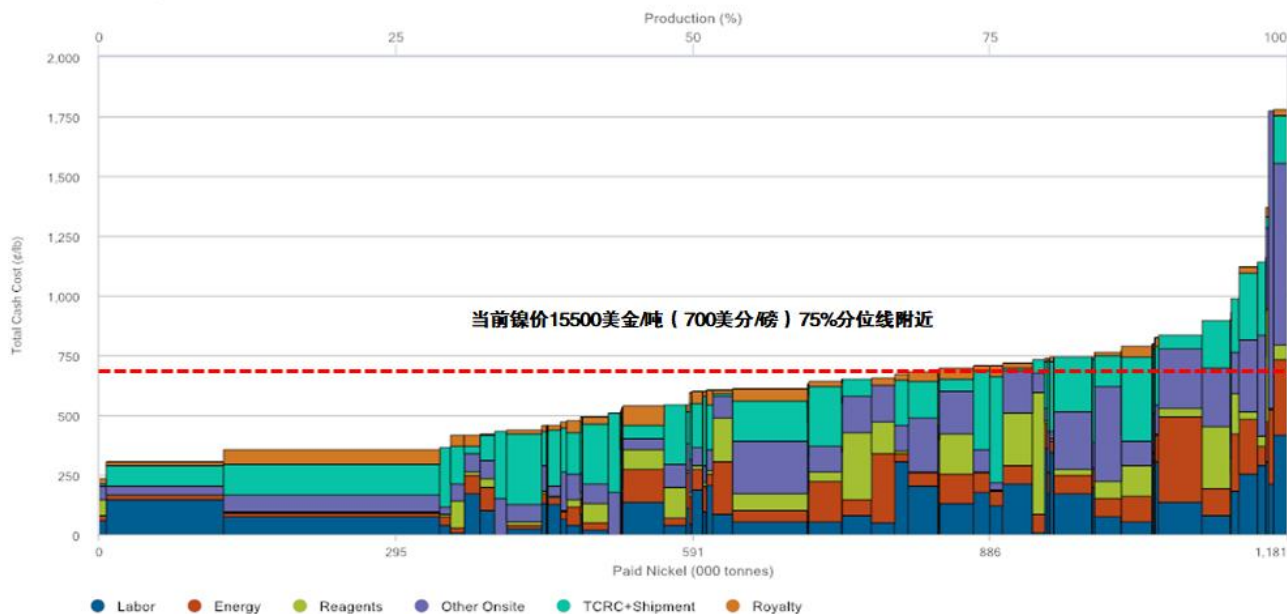
图表 23：2024 年澳大利亚&新喀里多尼亚镍产量开始下降（万吨）



资料来源：标普，华源证券研究所

图表 24：当前（4 月 25 日）镍价跌至 75%分位线附近

2024 Nickel Production Ranked on Total Cash Cost*
Scenario: Market Intelligence 2023 Constant USD



资料来源：标普，华源证券研究所

价格底部夯实，静待产能出清。当前镍行业虽仍处于过剩状态，但过剩幅度进一步收窄。印尼虽有增量但增幅有限，同时高成本矿山逐步关停，整体供给增速下降，同时随着印尼镍矿成本的上升，镍价底部区间进一步夯实，一旦产能出清，或释放价格弹性。

图表 25：过剩幅度逐步收窄，静待产能出清

		2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
矿石产量	万吨	247	274	327	373	382	418	450	480	504	533	567
镍金属产量	万吨	250	262	303	335	350	372	393	415	437	459	483
镍金属需求	万吨	240	278	293	318	334	356	380	404	430	455	483
供需平衡	万吨	10.08	-16.07	9.85	16.53	16.35	16.04	13.76	11.08	7.61	4.23	0.00

资料来源：标普，华源证券研究所

4. 锂：产能出清尾声，静待需求放量

锂价上涨的基础在于供需错配，缺口的强度反应价格上涨的高度。从历史长周期来看，当前锂价处于历史底部区间，考虑供需平衡，预计 2025 年碳酸锂价格中枢为 8 万元/吨。而考虑产能出清时间，上一轮产能出清时间为 2 年 9 个月，当前已产能出清 2 年 4 个月，我们认为即使本轮产能出清时间预计更长，亦进入出清尾声，一旦需求有所好转，锂价有望迎来上涨。

4.1. 供需错配决定锂价方向

通过对锂行业过去 10 年历史复盘，我们可以发现，历史上经历过两次锂的大牛市，周期为 2 年，分别是：

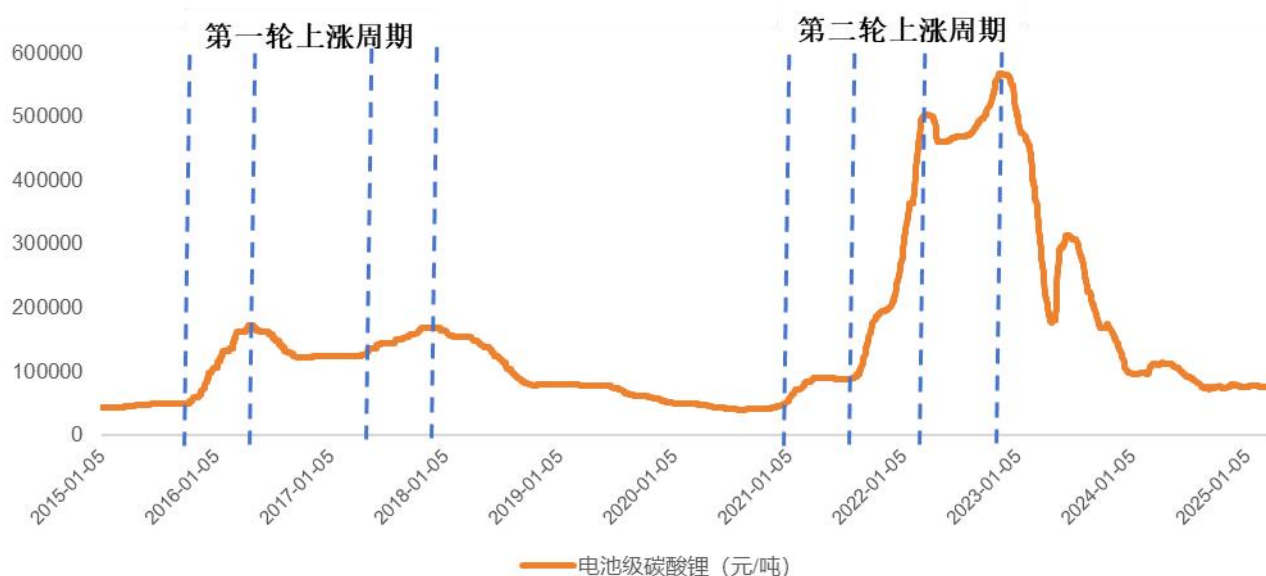
（1）2015 年 10 月至 2017 年 12 月：锂价 5 万元/吨→17 万元/吨，涨幅 240%；上涨原因为中国新能源汽车需求高增（中国出台了一系列政策支持新能源汽车产业的发展），供给集中且遭遇扰动（15 年 3 月末南美暴雨引发特大洪水，南美盐湖提锂产区生产受到严重冲击）；

（2）2020 年 9 月至 2022 年 11 月：锂价 4 万元/吨→56.75 万元/吨，涨幅 1319%：上涨原因为全球新能源汽车需求放量叠加产业链抢装，供给端锂价前期低迷导致许多企业推迟扩产计划，全球新增产能有限，2020 年新冠疫情也导致多个锂矿和盐湖项目延期。

可以发现：锂价上涨的基础在于供需错配，缺口的强度反应价格上涨的高度。①**供需错配**：新能源需求的高增，资本开支不足导致供需出现缺口，锂价大幅上涨，高利润驱动上游资本开支，资本开支到产能释放需要时间，在这个供需缺口的时间窗口期就是上涨的主要阶段。②**供需缺口**：缺口幅度决定锂价向上弹性。第一轮周期锂价顶部是 17 万元/吨，而第二轮周期锂价顶部 57 万元/吨，二者核心区别就是供需缺口幅度不同，2015 年新能源汽车增量 26 万辆，而 2021 和 2022 年新能源汽车增量分别为 215/336 万辆，对应碳酸锂需求的增量是 2015 年 10 倍左右。③**库存**：库存作为供需蓄水池，放大锂价波动。在锂价上涨阶段产业链补库，加速价格上行，在锂价下行阶段产业链去库，加速价格下行。

从历史长周期来看，当前锂价处于历史底部区间。

图表 26：锂价 10 年历史复盘



资料来源：SMM，华源证券研究所绘制

4.2. 产能出清进去尾声，静待需求放量

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，2025 年仍处于底部区间震荡阶段。

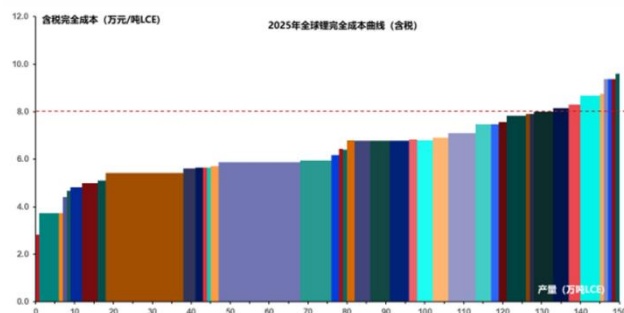
我们预计 2025 年碳酸锂需求量 143 万吨 LCE，过剩 12.6 万吨 LCE。根据完全成本曲线，8 万元/吨含税完全成本对应的锂盐供给在 134 万吨左右，根据正极材料测算的需求为 143 万吨，考虑到当前超 10 万吨的锂盐库存，部分锂精矿库存以及回收提锂的量，8 万元/吨的供给或能满足锂盐需求，预计 2025 年碳酸锂价格中枢为 8 万元/吨。而考虑产能出清时间，上一轮产能出清时间为 2 年 9 个月，当前已产能出清 2 年 4 个月，我们认为即使本轮产能出清时间预计更长，亦进入出清尾声，一旦需求有所好转，锂价有望迎来上涨。

图表 27：碳酸锂供需平衡表

	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		42	66	62	68	71
yoy			55.5%	-4.9%	8.3%	5%
全球三元材料产量		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		0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
三元材料-碳酸锂需求量		29	37	35	34	36
中国钴酸锂产量		8.6	7.7	7.6	9.0	10.3
yoy				-1.3%	17.8%	15%
全球钴酸锂产量		9.6	8.6	8.4	9.9	11.4
碳酸锂单耗		0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
钴酸锂-碳酸锂需求量		3.6	3.3	3.2	3.8	4.3
中国锰酸锂产量		8.6	6.52	9.15	12	15
yoy				40.3%	31.1%	25%
全球锰酸锂产量		9.6	7.2	10.2	13.3	16.7
碳酸锂单耗		0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
锰酸锂-碳酸锂需求量		1.9	1.4	2.0	2.7	3.3
中国六氟磷酸锂产量		5.8	10.49	12.97	18	22.5
				23.6%	38.8%	25%
全球六氟磷酸锂产量		6.78	13.21	16.9	24.00	30.82
				79%	77%	75%
六氟磷酸锂单耗		0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
六氟磷酸锂-碳酸锂需求量		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		12	12	12	12	12
碳酸锂总需求量		62	89	99	120	143
yoy			44%	11%	21%	19%
全球锂盐产量（万吨LCE）		62.0	76.2	96.1	133	151
锂回收量（万吨LCE）			4.9	8.4	6.5	5
供需缺口		0.4	-7.7	5.5	19.2	12.6
过剩比例					16%	9%

资料来源：IGO, Pilbara Minerals, Lontown Resources 等公司公告，SMM，华源证券研究所

图表 28：2025 年全球锂完全成本曲线（万元/吨）



资料来源：IGO, Pilbara Minerals, Lontown Resources 等公司公告，SMM，华源证券研究所

5. 盈利预测及评级

5.1. 盈利预测

结合公司各项业务及在建情况，我们对 2025-2027 年作出如下假设：

（1）铜：2025-2027 年预计不含税售价分别为 6.2、6.2 和 6.2 万元/吨；销量分别为 9.5、9.5 和 9.5 万吨；

（2）钴：2025-2027 年预计不含税售价分别为 20.0、25.0 和 25.0 万元/吨；销量分别为 4.5、4.5 和 4.5 万吨；

（3）镍：2025-2027 年预计不含税售价分别为 11.0、11.5 和 11.5 万元/吨；销量分别为 20、22 和 22 万吨；

（4）锂：2025-2027 年预计不含税售价分别为 7.0、7.5 和 8.0 万元/吨；销量分别为 4.5、5.0 和 5.0 万吨；

（5）三元材料：2025-2027 年预计不含税售价分别为 8.0、8.0 和 8.0 万元/吨；销量分别为 13.0、15.0 和 15.0 万吨；

（6）正极材料：2025-2027 年预计不含税售价分别为 10.0、10.0 和 10.0 万元/吨；销量分别为 8.0、10.0 和 15.0 万吨。

图表 29：公司 2025-2027 年主营业务关键假设表

	单位	2024	2025E	2026E	2027E		单位	2024	2025E	2026E	2027E
钴业务						铜产品					
收入	亿元	33.81	90.00	112.50	112.50	收入	亿元	56.43	58.90	58.90	58.90
成本	亿元	28.56	63.00	72.00	72.00	成本	亿元	39.55	39.90	39.90	39.90
毛利	亿元	5.26	27.00	40.50	40.50	毛利	亿元	16.88	19.00	19.00	19.00
销量	万吨	4.68	4.50	4.50	4.50	销量	万吨	9.02	9.50	9.50	9.50
吨售价	万元/吨	7.22	20.00	25.00	25.00	吨售价	万元/吨	6.25	6.20	6.20	6.20
吨成本	万元/吨	6.10	14.00	16.00	16.00	吨成本	万元/吨	4.38	4.20	4.20	4.20
吨毛利	万元/吨	1.12	6.00	9.00	9.00	吨毛利	万元/吨	1.87	2.00	2.00	2.00
镍矿产品						锂产品					
收入	亿元	213.03	220.00	253.00	253.00	收入	亿元	30.63	31.50	37.50	40.00
成本	亿元	158.77	160.00	187.00	187.00	成本	亿元	26.97	30.60	36.50	36.50
毛利	亿元	54.27	60.00	66.00	66.00	毛利	亿元	3.66	0.90	1.00	3.50
销量	万吨	18.43	20	22	22	销量	万吨	3.92	4.50	5.00	5.00
吨售价	万元/吨	11.56	11.00	11.50	11.50	吨售价	万元/吨	7.80	7.00	7.50	8.00
吨成本	万元/吨	8.61	8.00	8.50	8.50	吨成本	万元/吨	6.87	6.80	7.30	7.30
吨毛利	万元/吨	2.94	3.00	3.00	3.00	吨毛利	万元/吨	0.93	0.20	0.20	0.70
三元产品						正极产品					
收入	亿元	67.40	104.00	120.00	120.00	收入	亿元	86.07	80.00	100.00	150.00
成本	亿元	54.86	91.00	105.00	105.00	成本	亿元	79.34	72.00	90.00	135.00
毛利	亿元	12.54	13.00	15.00	15.00	毛利	亿元	6.73	8.00	10.00	15.00
销量	万吨	10.31	13.00	15.00	15.00	销量	万吨	6.57	8.00	10.00	15.00
吨售价	万元/吨	6.54	8.00	8.00	8.00	吨售价	万元/吨	13.11	10.00	10.00	10.00
吨成本	万元/吨	5.32	7.00	7.00	7.00	吨成本	万元/吨	12.08	9.00	9.00	9.00
吨毛利	万元/吨	1.22	1.00	1.00	1.00	吨毛利	万元/吨	1.02	1.00	1.00	1.00
其他业务						合计					
收入	亿元	122.09	119.99	120.99	121.99	收入	亿元	609.46	704.39	802.89	856.39
成本	亿元	116.41	114.06	111.92	118.28	成本	亿元	504.46	570.56	642.32	693.68
毛利	亿元	5.66	5.94	9.08	3.71	毛利	亿元	105.00	133.84	160.58	162.71
毛利率	%	5%	5%	8%	3%	毛利率	%	17%	19%	20%	19%

资料来源：wind，公司公告，华源证券研究所

5.2. 估值与评级

根据以上假设,我们预计公司 2025-2027 年归属于母公司所有者的净利润分别为 50.74、62.58 和 65.61 亿元,对应 PE 分别为 11.19X、9.07X 和 8.65X。我们选取同行业 A 股相关头部公司为可比公司,平均 PE 分别为 15.06X、11.85X 和 9.80X。当前钴&镍&锂处于历史价格低位,一旦价格上涨,公司业绩有望实现大增。首次覆盖,给予“增持”评级。

图表 30：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603993.SH	洛阳钼业	7.16	1,481	0.69	0.77	0.86	10.32	9.34	8.37
301219.SZ	腾远钴业	43.99	130	3.02	3.73	4.67	14.56	11.79	9.42
300409.SZ	道氏技术	13.54	106	0.67	0.94	1.17	20.31	14.41	11.61
平均估值							15.06	11.85	9.80
603799.SH	华友钴业	33.36	568	2.98	3.68	3.86	11.19	9.07	8.65

资料来源：wind，华源证券研究所

注：收盘价、市值截至 4 月 28 日，可比公司 EPS 来自 wind 一致预期

6. 风险提示

- 1) 金属价格超预期下跌的风险。对金属价格预测做了谨慎的预期，若出现大幅下跌，可能对公司业绩形成拖累；
- 2) 地缘政治风险。公司矿山资源位于刚果金、津巴布韦、印尼等地，若出现地缘政治风险，或对公司业绩产生一定影响；
- 3) 安全生产风险。公司矿山开采以及冶炼生产存在一定安全事故的风险，若出现安全事故公司盈利或出现较大影响；
- 4) 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	19,452	26,577	35,123	43,899
应收票据及账款	8,231	11,579	13,198	14,078
预付账款	2,950	2,895	3,300	3,519
其他应收款	275	461	526	561
存货	17,297	20,009	21,117	21,856
其他流动资产	5,895	5,521	6,099	6,413
流动资产总计	54,099	67,041	79,363	90,326
长期股权投资	12,358	14,058	15,858	17,758
固定资产	51,156	51,933	54,336	58,467
在建工程	9,902	10,268	9,301	6,750
无形资产	4,918	4,453	4,042	3,682
长期待摊费用	58	86	129	171
其他非流动资产	4,099	4,896	4,962	4,962
非流动资产合计	82,492	85,694	88,628	91,791
资产总计	136,591	152,735	167,991	182,117
短期借款	20,754	23,754	26,754	29,754
应付票据及账款	16,251	22,225	25,020	27,021
其他流动负债	15,337	16,371	18,501	19,846
流动负债合计	52,343	62,350	70,275	76,621
长期借款	26,468	27,138	27,859	28,710
其他非流动负债	9,120	9,120	9,120	9,120
非流动负债合计	35,588	36,258	36,979	37,831
负债合计	87,931	98,608	107,254	114,452
股本	1,692	1,702	1,702	1,702
资本公积	15,395	15,493	15,493	15,493
留存收益	19,859	23,949	28,993	34,282
归属母公司权益	36,946	41,144	46,188	51,477
少数股东权益	11,715	12,984	14,548	16,188
股东权益合计	48,661	54,127	60,736	67,665
负债和股东权益合计	136,591	152,735	167,991	182,117

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	5,158	5,560	6,995	7,284
折旧与摊销	4,579	4,912	5,396	6,037
财务费用	2,070	2,187	2,324	2,463
投资损失	-1,362	-764	-864	-964
营运资金变动	284	1,190	1,150	1,159
其他经营现金流	1,702	884	1,011	1,111
经营性现金净流量	12,431	13,969	16,012	17,089
投资性现金净流量	-7,668	-7,450	-7,649	-8,429
筹资性现金净流量	25	606	183	117
现金流量净额	4,990	7,125	8,546	8,777

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	60,946	70,439	80,289	85,639
营业成本	50,446	57,056	64,232	69,368
税金及附加	443	528	602	599
销售费用	159	247	281	214
管理费用	1,895	2,254	2,810	2,569
研发费用	1,300	1,550	1,766	1,798
财务费用	2,070	2,187	2,324	2,463
资产减值损失	-509	-352	-401	-428
信用减值损失	14	-88	-100	-107
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1,362	764	864	964
公允价值变动损益	-62	-50	-100	-100
资产处置收益	-5	9	9	9
其他收益	225	200	200	200
营业利润	5,659	7,100	8,745	9,165
营业外收入	15	15	15	15
营业外支出	89	68	68	68
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	5,585	7,047	8,692	9,113
所得税	426	705	869	911
净利润	5,158	6,343	7,823	8,201
少数股东损益	1,004	1,269	1,565	1,640
归属母公司股东净利润	4,155	5,074	6,258	6,561
EPS(元)	2.44	2.98	3.68	3.86

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-8.08%	15.58%	13.98%	6.66%
营业利润增长率	17.51%	25.48%	23.17%	4.81%
归母净利润增长率	23.99%	22.12%	23.34%	4.84%
经营现金流增长率	256.61%	12.37%	14.63%	6.73%
盈利能力				
毛利率	17.23%	19.00%	20.00%	19.00%
净利率	8.46%	9.00%	9.74%	9.58%
ROE	11.25%	12.33%	13.55%	12.75%
ROA	3.04%	3.32%	3.73%	3.60%
ROIC	8.61%	10.01%	11.50%	11.64%
估值倍数				
P/E	13.66	11.19	9.07	8.65
P/S	0.93	0.81	0.71	0.66
P/B	1.60	1.43	1.27	1.14
股息率	0.00%	1.73%	2.14%	2.24%
EV/EBITDA	8	7	6	6

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）。