

雅化集团（002497）

2024 年报及 2025 一季报点评：自有矿即将贡献利润，民爆业绩增速亮眼

买入（维持）

2025 年 04 月 30 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）	11,895	7,716	9,456	11,909	15,206
同比（%）	(17.72)	(35.14)	22.55	25.94	27.69
归母净利润（百万元）	40.22	257.12	808.12	1,281.52	1,942.01
同比（%）	(99.11)	539.36	214.30	58.58	51.54
EPS-最新摊薄（元/股）	0.03	0.22	0.70	1.11	1.68
P/E（现价&最新摊薄）	324.72	50.79	16.16	10.19	6.72

投资要点

■ **年报业绩略低于预告，Q1 符合预期。**4 月 29 日公司发布年报及一季报，24 年营收 77.2 亿元，同-35.1%，归母净利润 2.6 亿元，同+539%，扣非净利 1.6 亿元，同+177%；其中 24Q4 营收 17.9 亿元，同环比-26.1%/-9.9%，归母净利润 1 亿元，同环比+113%/+96%，扣非净利 0.5 亿元，同环比+105%/+39%。此前预告 24 年归母净利 2.8-3.3 亿元，扣非净利 1.85-2.35 亿元，业绩略低于预告，主要是由于审计调整政府补助和利息费用。25 年 Q1 营收 15.4 亿元，同环比-17%/-14.2%，归母净利润 0.8 亿元，同环比+452%/-19.5%，扣非净利 0.7 亿元，同环比+787%/+33%。

■ **锂盐：25Q1 均价下降盈利承压，25Q2 海外订单恢复且矿端自供率提升，有望扭亏。**24 年锂盐销量 4.8 万吨，同增 63%，其中我们预计 24Q4 销量 1.3-1.4 万吨。冶炼产能方面，25Q1 末锂盐产能共 9.9 万吨，三期项目 3 万吨碳酸锂已于 24 年 12 月投产，3 万吨氢氧化锂将于 25H2 建成。我们预计 25Q1 销量 1 万吨+，25 全年公司锂盐销量有望达 7 万吨+，同增 45%+。盈利端，24 年销售均价 8.6 万元，毛利率-0.07%，兴晟锂业、雅安锂业、国理公司共计亏损 5 亿元；25Q1 海外订单占比下降叠加锂价下跌，亏损 0.5 亿元，25Q2 随着海外订单恢复且自有矿贡献增量，有望实现扭亏。

■ **非洲自有矿二期开始贡献增量，25 年资源自给率将大幅提升至 30%+。**24 年 11 月公司卡玛蒂维锂矿项目二期投产，一二期精矿产能合计 35 万吨，对应 4.4 万吨 LCE。我们预计 25 年精矿产量 20 万吨+，对应 3 万吨 LCE，权益量 1.8 万吨。叠加李家沟矿权益产量，我们测算 25 年公司资源自给率将提升至 30%+。

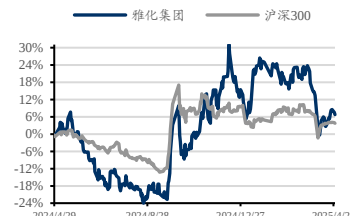
■ **民爆：25Q1 净利润同增 23%，25 年海外项目逐步落地，全年增速有望达 20-30%。**24 年民爆业务实现营收 33 亿元，同减 4%，毛利 12 亿元，我们预计贡献利润 5 亿元+；25Q1 民爆贡献净利润 1.1 亿元，同增 23%。25 年公司海外项目落地开始贡献增量，我们预计 25 年民爆业务有望实现 6-7 亿元利润，同增 20-30%。

■ **25Q1 经营性现金流承压，资本开支放缓。**公司 24 年费用率 9.7%，同+3.6pct，25Q1 费用率 10.9%，同环比+3.8/-0.7pct；24 年经营性净现金流 9.4 亿元，同+13.6%，其中 24Q4 为 3.8 亿元，同环比-61%/+138%，25Q1 为-5.4 亿元，同环比-181%/-241%；24 年资本开支 5 亿元，同-9.7%，25Q1 资本开支 0.9 亿元，同环比-42%/-48%。

■ **盈利预测与投资评级：**由于锂价底部区间震荡，我们下调 2025 年盈利预测，预期民爆海外项目逐步落地贡献增量，上调 2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 8.1/12.8/19.4 亿元（25-26 年原预期为 9.35/12.61 亿元），同比+214%/+59%/+52%，对应 16x/10x/7xPE，考虑公司锂盐产销量维持高增，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**产能释放不及预期，需求不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.25
一年最低/最高价	7.98/13.93
市净率(倍)	1.22
流通 A 股市值(百万元)	11,908.70
总市值(百万元)	12,966.33

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.19
资产负债率(% ,LF)	22.49
总股本(百万股)	1,152.56
流通 A 股(百万股)	1,058.55

相关研究

《雅化集团(002497)：2024 年业绩预告点评：Q4 锂业务扭亏，25 年销量预计维持高增》

2025-01-23

雅化集团三大财务预测表

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	7,592	9,676	11,128	12,843	营业总收入	7,716	9,456	11,909	15,206
货币资金及交易性金融资产	3,635	3,682	4,768	5,592	营业成本(含金融类)	6,427	7,639	9,433	11,640
经营性应收款项	1,899	2,429	2,793	3,542	税金及附加	53	51	60	76
存货	1,645	3,139	3,101	3,189	销售费用	63	76	95	122
合同资产	95	0	0	0	管理费用	590	662	715	912
其他流动资产	318	425	466	520	研发费用	73	95	119	152
非流动资产	6,466	6,733	7,156	7,633	财务费用	22	(9)	32	22
长期股权投资	885	885	895	905	加:其他收益	71	95	119	152
固定资产及使用权资产	2,646	2,973	3,297	3,775	投资净收益	(6)	85	107	137
在建工程	537	687	787	787	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	1,002	1,012	1,022	1,032	减值损失	(269)	(102)	(62)	(62)
商誉	477	477	477	477	资产处置收益	11	0	0	0
长期待摊费用	136	136	135	134	营业利润	299	1,020	1,619	2,509
其他非流动资产	783	563	543	523	营业外净收支	(9)	2	2	2
资产总计	14,058	16,408	18,284	20,476	利润总额	289	1,022	1,621	2,511
流动负债	2,630	4,157	4,767	4,998	减:所得税	106	153	243	377
短期借款及一年内到期的非流动负债	712	1,655	1,743	1,325	净利润	183	869	1,378	2,134
经营性应付款项	1,180	1,489	1,839	2,270	减:少数股东损益	(74)	61	96	192
合同负债	15	8	9	12	归属母公司净利润	257	808	1,282	1,942
其他流动负债	723	1,005	1,175	1,392	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.22	0.70	1.11	1.68
非流动负债	631	631	631	631	EBIT	316	934	1,487	2,304
长期借款	327	327	327	327	EBITDA	811	1,208	1,814	2,677
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.71	19.21	20.78	23.45
租赁负债	49	49	49	49	归母净利率(%)	3.33	8.55	10.76	12.77
其他非流动负债	254	254	254	254	收入增长率(%)	(35.14)	22.55	25.94	27.69
负债合计	3,260	4,787	5,398	5,629	归母净利润增长率(%)	539.36	214.30	58.58	51.54
归属母公司股东权益	10,424	11,187	12,355	14,125					
少数股东权益	373	434	530	722					
所有者权益合计	10,797	11,621	12,886	14,847					
负债和股东权益	14,058	16,408	18,284	20,476					

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	944	(360)	1,802	2,174	每股净资产(元)	9.04	9.71	10.72	12.25
投资活动现金流	(1,431)	(540)	(641)	(711)	最新发行在外股份(百万股)	1,153	1,153	1,153	1,153
筹资活动现金流	(1,027)	862	(75)	(639)	ROIC(%)	1.63	6.21	8.82	12.41
现金净增加额	(1,543)	(38)	1,086	824	ROE-摊薄(%)	2.47	7.22	10.37	13.75
折旧和摊销	495	275	327	373	资产负债率(%)	23.19	29.18	29.52	27.49
资本开支	(499)	(738)	(738)	(838)	P/E (现价&最新股本摊薄)	50.79	16.16	10.19	6.72
营运资本变动	(54)	(1,553)	95	(301)	P/B (现价)	1.25	1.17	1.06	0.92

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>