

## 格林美 (002340.SZ)

强烈推荐 (维持)

## 前驱体盈利能力触底企稳, 镍资源项目产能大幅释放

周期/环保及公用事业  
当前股价: 6.12 元

公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报: 2024 年实现营业收入 332.0 亿元, 同比+8.7%; 实现归母净利润 10.2 亿元, 同比+9.2%, 实现扣非归母净利润 12.9 亿元, 同比+636.2%。24Q4 实现营业收入 83.3 亿元, 同比/环比分别 -19.2%/+10.5%, 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比/环比分别-69.9%/-42.4%, 实现扣非归母净利润 4.9 亿元, 同比/环比分别+169.7%/+408.4%; 25Q1 实现营业收入 95.0 亿元, 同比/环比分别+13.7%/+14.0%, 实现归母净利润 5.1 亿元, 同比/环比分别+12.1%/+338.8%, 实现扣非归母净利润 4.5 亿元, 同比/环比分别+17.7%/-9.2%。

## 基础数据

总股本(百万股)	5126
已上市流通股(百万股)	5085
总市值(十亿元)	31.4
流通市值(十亿元)	31.1
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	5.3
资产负债率	65.2%
主要股东	深圳市汇丰源投资有限公司
主要股东持股比例	8.44%

□ 2024 年主要新能源电池材料产品均实现正增长, 三元前驱体单位盈利同比回升。2024 年三元前驱体出货量 18.9 万吨, 同比+5%; 三氧化三钴出货量 2.1 万吨, 同比+88%; 正极材料出货量 2.0 万吨, 同比+102%; 回收拆解动力电池 4.31GWh, 同比+41%。单位盈利能力方面, 2024 年三元前驱体单吨毛利 1.45 万元/吨, 同比+0.02 万元/吨, 止住下滑趋势, 我们认为主要得益于公司严控产能增长, 2024 年三元前驱体产能利用率达 95%; 三氧化三钴单吨毛利 1.1 万元/吨, 同比+0.5 万元/吨, 三元正极单吨毛利 0.7 万元/吨, 同比-0.6 万元/吨。2025 年公司三元前驱体、钴产品、正极材料出货量目标分别为 20、4、2.5 万吨以上。

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-12	-10
相对表现	-5	-9	-14



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 印尼青美邦镍资源项目产能大幅释放。2024 年印尼镍资源项目产量 5.2 万金属吨, 同比+91%; 公司在印尼建成 15 万金属吨/年镍资源产能, 其中公司控股产能 11 万金属吨镍/年。子公司 QMB 2024 年实现营业收入 55.9 亿元, 净利润 12.7 亿元, 测算单位完全成本 8.4 万元/镍吨(约合 1.2 万美元/镍吨)。2024 年 11 月公司与淡水河谷印尼公司签署项目投资合作框架协议, 计划投资不超过 14.2 亿美元建设年产 6.6 万吨镍含量的 MHP 项目, 公司持股比例不超过 25%。2025/2027 年公司镍资源(含参股)出货量目标分别至 12/21.6 万吨。

## 相关报告

- 《格林美(002340): 业绩同比高增, 下半年镍产能大幅释放》2024-09-01
- 《格林美(002340): 资产减值拖累 Q4 盈利, 24Q1 业绩超预期》2024-05-05
- 《格林美(002340): 业务环比承压, 镍资源项目持续推进》2023-11-03

□ 2025Q1 产销两旺, 核心产品产能利用率平均超过 97%。25Q1 公司镍资源 MHP 出货量超过 2.5 万吨, 同比+138%; 三元前驱体出货量 5.16 万吨, 同比+1%; 正极材料出货量 0.44 万吨, 同比+47%; 三氧化三钴出货量 0.64 万吨, 同比+5%; 动力电池回收 1.08 万吨, 同比+37%; 钴资源回收 0.22 万吨, 同比+22%。

□ 投资建议: 考虑到镍价下行, 我们调整盈利预测, 预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 17/24/30 亿元, 对应市盈率分别为 18/13/10 倍, 维持“强烈推荐”投资评级。

刘伟浩 S1090519040002

liuweijie@cmschina.com.cn

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

赖如川 S1090523060003

lairuchuan@cmschina.com.cn

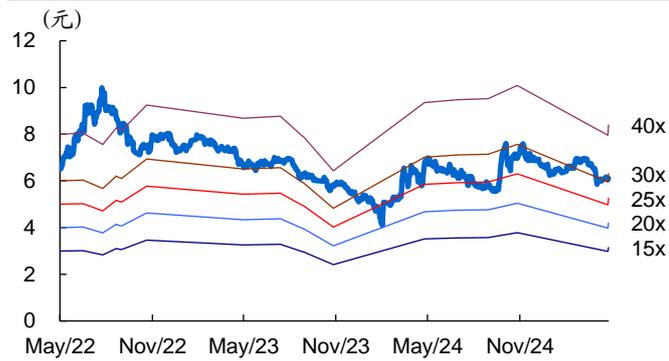
□ 风险提示: 新能源车销量不及预期、技术路线变动风险、钴镍价格大幅波动、新项目建设不及预期、安全事故风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	30529	33200	43475	54623	70813
同比增长	4%	9%	31%	26%	30%
营业利润(百万元)	1356	1713	3735	4997	7080
同比增长	-13%	26%	118%	34%	42%
归母净利润(百万元)	934	1020	1740	2434	3044
同比增长	-28%	9%	70%	40%	25%
每股收益(元)	0.18	0.20	0.34	0.47	0.59
PE	33.6	30.7	18.0	12.9	10.3
PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 格林美历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 格林美历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	24580	25819	31509	38603	48816
现金	5544	4738	4000	4000	4000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	808	347	455	571	741
应收款项	6923	6972	9130	11471	14871
其它应收款	395	1084	1420	1784	2312
存货	8297	8773	11415	14373	18600
其他	2614	3903	5089	6403	8292
<b>非流动资产</b>	28052	40978	44411	47528	50359
长期股权投资	1651	2019	2019	2019	2019
固定资产	17685	24843	28538	31890	34932
无形资产商誉	2455	2484	2236	2012	1811
其他	6262	11632	11618	11607	11597
<b>资产总计</b>	<b>52632</b>	<b>66797</b>	<b>75919</b>	<b>86131</b>	<b>99175</b>
<b>流动负债</b>	22208	30353	36825	43588	51702
短期借款	6604	7398	16937	20636	24373
应付账款	5429	6916	8999	11330	14663
预收账款	1060	1940	2524	3179	4113
其他	9116	14098	8365	8443	8554
<b>长期负债</b>	8721	12944	12944	12944	12944
长期借款	7863	11703	11703	11703	11703
其他	858	1241	1241	1241	1241
<b>负债合计</b>	<b>30929</b>	<b>43297</b>	<b>49769</b>	<b>56532</b>	<b>64646</b>
股本	5136	5126	5126	5126	5126
资本公积金	8177	8144	8144	8144	8144
留存收益	5449	6156	7557	9414	11651
少数股东权益	2942	4074	5323	6914	9607
归属于母公司所有者权益	18762	19426	20827	22685	24921
<b>负债及权益合计</b>	<b>52632</b>	<b>66797</b>	<b>75919</b>	<b>86131</b>	<b>99175</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2164	3055	2440	3569	3873
净利润	1162	1328	2989	4026	5736
折旧摊销	1420	1883	2568	2883	3169
财务费用	605	701	771	886	997
投资收益	6	5	(195)	(195)	(195)
营运资金变动	(2173)	189	(3692)	(4031)	(5835)
其它	1145	(1051)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(5573)	(11147)	(5805)	(5805)	(5805)
资本支出	(5395)	(11938)	(6000)	(6000)	(6000)
其他投资	(178)	791	195	195	195
<b>筹资活动现金流</b>	3638	7388	2627	2237	1932
借款变动	4179	8102	3736	3699	3737
普通股增加	0	(9)	0	0	0
资本公积增加	116	(33)	0	0	0
股利分配	(257)	(411)	(338)	(577)	(807)
其他	(400)	(260)	(771)	(886)	(997)
<b>现金净增加额</b>	229	(704)	(738)	0	0

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	30529	33200	43475	54623	70813
营业成本	26792	28124	36591	46073	59623
营业税金及附加	102	99	129	162	210
营业费用	100	114	149	187	243
管理费用	866	950	956	1092	1275
研发费用	1203	1101	1174	1256	1416
财务费用	552	652	771	886	997
资产减值损失	(1005)	(164)	(164)	(164)	(164)
公允价值变动收益	1265	(678)	0	0	0
其他收益	187	400	200	200	200
投资收益	(6)	(5)	(5)	(5)	(5)
<b>营业利润</b>	1356	1713	3735	4997	7080
营业外收入	28	15	15	15	15
营业外支出	23	110	110	110	110
<b>利润总额</b>	1361	1618	3640	4902	6985
所得税	199	290	651	876	1248
少数股东损益	228	308	1249	1592	2693
<b>归属于母公司净利润</b>	934	1020	1740	2434	3044

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	4%	9%	31%	26%	30%
营业利润	-13%	26%	118%	34%	42%
归母净利润	-28%	9%	70%	40%	25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.2%	15.3%	15.8%	15.7%	15.8%
净利率	3.1%	3.1%	4.0%	4.5%	4.3%
ROE	5.0%	5.3%	8.6%	11.2%	12.8%
ROIC	4.2%	4.3%	7.2%	8.3%	10.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.8%	64.8%	65.6%	65.6%	65.2%
净负债比率	37.0%	37.3%	37.7%	37.5%	36.4%
流动比率	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
存货周转率	3.4	3.3	3.6	3.6	3.6
应收账款周转率	4.5	4.4	5.1	5.1	5.1
应付账款周转率	5.7	4.6	4.6	4.5	4.6
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.18	0.20	0.34	0.47	0.59
每股经营净现金	0.42	0.60	0.48	0.70	0.76
每股净资产	3.66	3.79	4.06	4.43	4.86
每股股利	0.08	0.07	0.11	0.16	0.20
<b>估值比率</b>					
PE	33.6	30.7	18.0	12.9	10.3
PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	26.5	20.6	11.7	9.4	7.3

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。