

2025 年 05 月 05 日

投资评级：买入（维持）

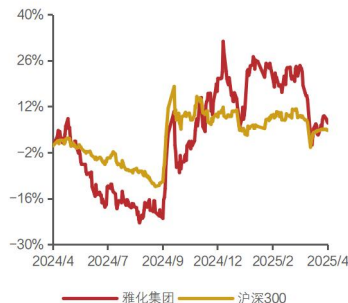
证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
项祈瑞
SAC: S1350524040002
xiangqirui@huayuanstock.com

联系人

陈轩
chenxuan01@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 30 日

收盘价（元） 11.20
一年内最高/最低（元） 13.93/7.98
总市值（百万元） 12,908.70
流通市值（百万元） 11,855.78
总股本（百万股） 1,152.56
资产负债率（%） 22.49
每股净资产（元/股） 9.19

资料来源：聚源数据

雅化集团 (002497.SZ)

——锂价下跌拖累公司盈利，民爆盈利稳定增长

投资要点：

- 事件：公司发布 2024 年报和 25 年一季报。2024 年公司实现营业收入 77.2 亿元，同比减少 35.1%；实现归母净利润 2.57 亿元，同比增长 539.4%；实现扣非归母净利润 1.6 亿元，同比扭亏为盈。单 Q4 看，Q4 实现营业收入 17.9 亿元，同比减少 26.1%，环比减少 9.9%；实现归母净利润 1.0 亿元，同比扭亏，环比增长 95.5%；实现扣非归母净利润 0.5 亿元，同比扭亏，环比增长 39.4%。2025Q1 实现营收 15.4 亿元，同比减少 17.0%，环比减少 14.2%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比增长 452.3%，环比减少 19.5%。
- 锂盐：锂价下跌拖累公司盈利。1) 量增：2024 年实现锂盐销量 4.8 万吨，同比增长 63%。2) 价跌：锂盐销售均价 8.6 万元/吨，同比降低 70%。3) 本降：锂盐单吨成本 8.6 万元/吨，同比降低 68%。4) 盈利亏损：24 年锂盐毛利为 0，三家锂盐公司净利润亏损 5 亿元，锂盐折合净利亏损 1 万元/吨。
- 锂矿：KMC 锂矿放量有望实现降本。津巴布韦 KMC（持股 60%）二期于 24 年 11 月全线投产，一二期具备年产 35 万吨锂精矿产能，公司锂精矿自给率有望大幅提升。李家沟锂矿（持股 37.25%）具备 18-20 万吨锂精矿产能，于 2023 年开始试生产，优先供给国理公司。
- 民爆：盈利稳定增长，海外民爆打开增长空间。2024 年公司民爆业务实现毛利 12.3 亿元，同比增长 14%，毛利率为 38%，同比提升 6pct。公司民爆集团子公司 24 年实现净利润 6.9 亿元，同比增长 24%，盈利水平和增长能力较强。公司将依托在民爆领域的成本及效率优势、扎根于津巴布韦和澳洲的区位优势，加大在非洲和澳洲区域民爆业务的拓展力度，实现海外矿服业务迅速发展，为公司民爆业务带来新增长点。
- 盈利预测与评级：公司民爆业务盈利稳步增长，向非洲和澳洲海外拓展打开增长空间。锂盐方面，公司是氢氧化锂龙头，头部客户订单稳定，产能稳步扩张，锂矿放量后有望实现降本，伴随锂价底部企稳后公司锂盐盈利有望触底回升。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8/10/13 亿元，对应 PE 为 16/13/10 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示。锂价大幅下跌风险；锂盐客户流失风险；民爆海外业务拓展不及预期风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11,895	7,716	8,769	11,094	13,685
同比增长率（%）	-17.72%	-35.14%	13.65%	26.52%	23.35%
归母净利润（百万元）	40	257	802	1,012	1,303
同比增长率（%）	-99.11%	539.36%	211.85%	26.24%	28.76%
每股收益（元/股）	0.03	0.22	0.70	0.88	1.13
ROE（%）	0.39%	2.47%	7.34%	8.75%	10.52%
市盈率（P/E）	320.99	50.21	16.10	12.75	9.91

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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	1,929	1,340	1,025	797
应收票据及账款	1,635	1,610	2,037	2,513
预付账款	358	283	358	442
其他应收款	81	116	147	182
存货	1,645	2,080	2,636	3,235
其他流动资产	1,943	1,893	1,941	1,994
流动资产总计	7,592	7,323	8,144	9,163
长期股权投资	885	917	949	980
固定资产	2,646	2,538	2,567	2,791
在建工程	537	920	1,199	1,306
无形资产	1,002	974	958	942
长期待摊费用	136	98	61	23
其他非流动资产	1,259	1,262	1,253	1,245
非流动资产合计	6,466	6,709	6,987	7,286
资产总计	14,058	14,032	15,131	16,449
短期借款	192	172	228	306
应付票据及账款	1,180	990	1,254	1,539
其他流动负债	1,258	1,062	1,346	1,653
流动负债合计	2,630	2,224	2,829	3,497
长期借款	376	318	258	195
其他非流动负债	254	254	254	254
非流动负债合计	631	572	512	449
负债合计	3,260	2,796	3,341	3,946
股本	1,153	1,153	1,153	1,153
资本公积	2,752	2,752	2,752	2,752
留存收益	6,520	7,026	7,666	8,489
归属母公司权益	10,424	10,931	11,570	12,394
少数股东权益	373	305	220	109
股东权益合计	10,797	11,236	11,790	12,503
负债和股东权益合计	14,058	14,032	15,131	16,449

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	183	581	773	1,040
折旧与摊销	495	402	428	472
财务费用	22	19	19	19
投资损失	6	-44	-44	-44
营运资金变动	-64	-706	-588	-655
其他经营现金流	301	180	180	180
经营性现金净流量	944	432	768	1,012
投资性现金净流量	-1,431	-628	-688	-754
筹资性现金净流量	-1,027	-393	-395	-485
现金流量净额	-1,543	-589	-316	-227

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,716	8,769	11,094	13,685
营业成本	6,427	7,205	9,130	11,206
税金及附加	53	51	64	79
销售费用	63	53	67	83
管理费用	590	468	592	730
研发费用	73	98	124	153
财务费用	22	19	19	19
资产减值损失	-292	-177	-170	-167
信用减值损失	23	-6	-8	-10
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-6	44	44	44
公允价值变动损益	6	0	0	0
资产处置收益	11	3	3	3
其他收益	71	141	141	141
营业利润	299	879	1,108	1,426
营业外收入	5	6	6	6
营业外支出	14	12	12	12
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	289	874	1,103	1,420
所得税	106	140	176	227
净利润	183	734	927	1,193
少数股东损益	-74	-68	-86	-110
归属母公司股东净利润	257	802	1,012	1,303
EPS(元)	0.22	0.70	0.88	1.13

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-35.14%	13.65%	26.52%	23.35%
营业利润增长率	1,257.19%	194.44%	26.08%	28.62%
归母净利润增长率	539.36%	211.85%	26.24%	28.76%
经营现金流增长率	13.60%	-54.26%	77.86%	31.86%
盈利能力				
毛利率	16.71%	17.83%	17.70%	18.12%
净利率	2.37%	8.37%	8.35%	8.72%
ROE	2.47%	7.34%	8.75%	10.52%
ROA	1.83%	5.71%	6.69%	7.92%
ROIC	2.09%	8.98%	10.01%	11.60%
估值倍数				
P/E	50.21	16.10	12.75	9.91
P/S	1.67	1.47	1.16	0.94
P/B	1.24	1.18	1.12	1.04
股息率	0.00%	2.29%	2.89%	3.72%
EV/EBITDA	14	9	8	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）。