

2025 年 04 月 29 日

25Q1 扣非净利 0.3 亿元，主要受益越南贡献，锂盐减亏

康隆达 (603665)

评级:	买入	股票代码:	603665
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	24.23/12.55
目标价格:		总市值(亿)	31.68
最新收盘价:	19.55	自由流通市值(亿)	31.31
		自由流通股数(百万)	160.17

事件概述

2024 年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 15.20/-4.86/-4.42/1.63 亿元、同比增加 -2.73%/-120.42%/-136.63%/107.78%，业绩处于业绩预告下限。收入下降主要由于锂盐业务大幅下降，归母净利大幅下滑主要由于对天成锂业计提商誉减值损失 3.1 亿元，以及存货跌价、固定资产减值损失，加回资产减值损失后净利亏损 0.68 亿元，主要由于锂业亏损。经营性现金流高于净利主要由于资产减值、折旧及经营性应付项目增加。24Q4 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 5.34/-4.22/-3.99 亿元、同比增长 115.66%/-122.10%/-80.22%，我们分析收入大幅增长主要由于越南投产，净利亏损主要由于计提 3.6 亿资产减值损失及锂业亏损。

25Q1 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 3.80/1.14/0.3 亿元、同比增加 42.18%/扭亏/扭亏，业绩超市场预期，非经主要为非流动性资产处置收益 1 亿元，主要为出售 GGS 取得投资收益；收入增长主要由于越南项目产能利用率逐步提高；扣非扭亏我们分析主要由于越南业务净利贡献以及锂盐业务减亏。

分析判断：

越南项目投产贡献新增量。24 年功能性手套/非功能性手套收入分别为 10.47/0.93 亿元、同比增长 20.04%/-2.06%；功能性手套/非功能性手套毛利率分别为 26.75%/20.73%，同比下降 0.95/1.87PCT。（1）量价来看，功能性手套/非功能性手套销售量为 972.32/484.52 万打，同比增长 37.07%/4.94%；单价分别为 108/19 元/打，同比下降 12%/6%。（2）分地区来看，24 年境内/境外收入分别为 3.29/11.86 亿元、同比增长 -46.19%/25.83%。（3）24 年公司越南生产基地正式产销，拥有 12 条一次性丁腈手套生产线和 20 条劳动防护手套生产线。产品主要销往以欧洲、美国、日本为主的发达国家和以中国为代表的新兴市场国家。

锂盐减亏。1)24 年锂盐/锂盐加工收入为 1.52/0.62 亿元，同比减少 50.60%/65.24%，毛利率为 -30.85%/10.05%，同比增长 4.49/-48.39PCT，主要由于碳酸锂价格大幅下跌所致。公司 2024 年锂盐生产量/销售量分别为 1537.22/1907.55 吨，同比减少 69.38%/59.27%。2) 子公司协成锂业 24 年收入/净利 1.8 亿元/-0.95 亿元，同比下降 41.4%/55.2%，净利率为 -52.6%，同比提升 16.3PCT，净利减亏我们分析主要由于公司在锂盐价格承压下采取“加工+进销”模式；天成锂业 24 年收入/净利 6.95 亿元/-0.44 亿元，同比下降 12.8%/171.6%，净利率为 -6.4%，同比下降 14PCT。

超分子聚乙烯一期建设完成。公司“年产 2400 吨多功能、高性能高强高模聚乙烯纤维项目”第一期已建设完成，其中年产 400 吨的湿法生产线和年产 400 吨的干法生产线均已正常生产；第二期项目已有 200 吨产能进入试生产阶段。项目剩余第二、三期工程尚在建设期。

25Q1 扣非净利率提升高于毛利率主要受益于期间费用率下降。（1）24 年公司毛利率为 16.8%、同比下降 1.53PCT，24 年公司归母净利率/扣非归母净利率为 -31.94%/-29.08%、同比下降 17.84/17.12PCT。从费用来看，24 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.7%/7.9%/3.1%/4.57%、同比增加 0.17/2.32/-0.96/0.81PCT，管理费用率增加主要因为冲回天成锂业业绩奖励所致。投资净收益/收入同比减少 1.85PCT；公允价值变动净收益/收入同比增加 0.94PCT；资产减值损失计提占比增加 15.44PCT；信用减值损失/收入冲回同比增加 1.17PCT；所得税/收入同比下降 2.18PCT。（2）24Q4 毛利率/归母净利率为 3.44%/-78.93%、同比下降 18.35/2.29PCT；24Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.6%/4.49%/2.84%/3.38%，同比增加 -

3.32/2.95/5.43/-20.15PCT；投资净收益/收入同比增加 3.2PCT；公允价值变动净收益/收入同比下降 17.02PCT；资产减值损失计提占比增加 1.97PCT；信用减值损失/收入冲回同比增加 6.39PCT；营业外支出/收入同比下降 2.19PCT；所得税占比同比下降 23.45PCT。（3）25Q1 毛利率/归母净利率/扣非净利率为 21.0%/30.0%/7.9%、同比提升 1.0/54.2/19.7PCT；25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.0%/6.9%/2.75%/1.58%，同比下降 2.9/10.1/0.6/10.2PCT；投资净收益/收入同比增加 28.1PCT；公允价值变动净收益/收入同比增加 12.6PCT；所得税占比同比增加 10.0PCT。

存货增加，存货周转天数下降。公司 24 年末存货金额为 5.22 亿元，同比增加 17%，其中原材料/在产品/库存商品分别为 0.87/1.06/2.46 亿元，同比增长 40.69%/10.85%/1.44%；公司存货周转天数 138 天，同比下降 19 天。应收账款为 2.29 亿元，同比增加 44%，应收账款周转天数 46 天，同比增加 14 天。应付账款为 6.13 亿元，同比增加 51%，应付账款周转天数 145 天，同比增加 32 天。

投资建议

我们认为，公司诸多负面影响已在 24 年落地、25 年有望轻装上阵、释放利润弹性：1）公司主业手套业务稳步发展，虽然越南仍存在对等关税加征风险，但较国内对手仍有关税相对优势，有望带动市场份额进一步提升，24 年越南工厂开始投产，25 年随着产能爬坡及越南收入占比提升有望带动净利率进一步提升；2）锂盐业务短期以加工费为主、保持盈亏平衡，未来碳酸锂价格回升有望带来业绩弹性；3）“年产 2400 吨多功能高性能高强高模聚乙烯纤维项目”一期已建设完成，二期已有 200 吨产能进入试生产阶段，关注公司未来在 UHMWPE 纤维产品应用领域的研究开发。维持 2025-2026 年营业收入为 19.41/22.35 亿元，新增 27 年收入预测 25.38 亿元；维持 2025-2026 年归母净利为 1.77/2.38 亿元，新增 27 年净利预测 2.98 亿元；对应 25-27 年 EPS 为 1.09/1.47/1.84 元。2025 年 4 月 29 日收盘价 19.55 元对应 25-27 年 PE 为 18/13/11X，维持“买入”评级。

风险提示

碳酸锂价格大幅波动；越南项目进度不及预期；大股东股权质押风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,563	1,520	1,941	2,235	2,538
YoY (%)	13.7%	-2.7%	27.7%	15.1%	13.5%
归母净利润 (百万元)	-220	-486	177	238	298
YoY (%)	-205.4%	-120.4%	136.5%	34.3%	25.0%
毛利率 (%)	18.4%	16.8%	22.8%	23.8%	24.8%
每股收益 (元)	-1.39	-3.01	1.09	1.47	1.84
ROE	-18.9%	-79.1%	22.4%	23.1%	22.4%
市盈率	-14.06	-6.50	17.86	13.30	10.64

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,520	1,941	2,235	2,538	净利润	-533	197	265	331
YoY (%)	-2.7%	27.7%	15.1%	13.5%	折旧和摊销	162	191	191	191
营业成本	1,264	1,498	1,702	1,907	营运资金变动	-7	-209	122	-132
营业税金及附加	13	16	18	20	经营活动现金流	163	168	560	367
销售费用	71	91	105	119	资本开支	-116	0	0	0
管理费用	120	112	123	138	投资	0	0	0	0
财务费用	70	28	28	28	投资活动现金流	-7	39	45	51
研发费用	47	60	63	71	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-418	0	0	0	债务募资	-116	0	0	0
投资收益	-49	39	45	51	筹资活动现金流	-192	-28	-28	-28
营业利润	-526	204	275	343	现金净流量	-66	179	577	390
营业外收支	-1	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	-527	204	275	343	成长能力 (%)				
所得税	5	7	10	12	营业收入增长率	-2.7%	27.7%	15.1%	13.5%
净利润	-533	197	265	331	净利润增长率	-120.4%	136.5%	34.3%	25.0%
归属于母公司净利润	-486	177	238	298	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-120.4%	136.5%	34.3%	25.0%	毛利率	16.8%	22.8%	23.8%	24.8%
每股收益	-3.01	1.09	1.47	1.84	净利率	-31.9%	9.1%	10.7%	11.7%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	-16.0%	6.0%	7.0%	8.0%
货币资金	214	394	971	1,362	净资产收益率 ROE	-79.1%	22.4%	23.1%	22.4%
预付款项	11	45	51	57	偿债能力 (%)				
存货	522	625	679	782	流动比率	0.54	0.69	0.96	1.24
其他流动资产	337	117	120	123	速动比率	0.23	0.24	0.53	0.74
流动资产合计	1,085	1,180	1,821	2,323	现金比率	0.11	0.23	0.51	0.73
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	75.3%	67.8%	64.3%	58.4%
固定资产	1,383	1,192	1,001	810	经营效率 (%)				
无形资产	166	166	166	166	总资产周转率	0.46	0.65	0.71	0.72
非流动资产合计	1,952	1,761	1,570	1,379	每股指标 (元)				
资产合计	3,037	2,941	3,391	3,702	每股收益	-3.01	1.09	1.47	1.84
短期借款	917	917	917	917	每股净资产	3.79	4.88	6.35	8.19
应付账款及票据	638	593	778	758	每股经营现金流	1.01	1.04	3.46	2.27
其他流动负债	445	197	197	197	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,001	1,708	1,893	1,873	估值分析				
长期借款	204	204	204	204	PE	-6.50	17.86	13.30	10.64
其他长期负债	83	83	83	83	PB	3.73	4.00	3.08	2.39
非流动负债合计	287	287	287	287					
负债合计	2,288	1,995	2,180	2,160					
股本	162	162	162	162					
少数股东权益	135	154	181	214					
股东权益合计	749	946	1,211	1,542					
负债和股东权益合计	3,037	2,941	3,391	3,702					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。