



腾远钴业 (301219.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

腾乘钴势，远见新程

公司简介

公司成立于2004年，主要从事钴、铜产品的研发、生产与销售，2005年8月钴盐系列产品正式投产，核心产品为氯化钴、硫酸钴、电钴、三氧化二钴及电积铜。是国内少有的能自主规划、设计，并制造湿法冶炼生产线主要生产设备的钴盐生产商，在钴产品的湿法冶炼上具备较强的技术优势、工艺优势和成本优势。

投资逻辑

钴价迎来上涨通道，中长期价格中枢有待重估。2月22日，刚果（金）政府实施4个月钴产品出口禁令，该政策在6月21日得到3个月延长，即刚果（金）9月22日才有可能放开钴产品出口。而刚果（金）占全球钴原料供应75%，全球钴原料或将面临耗尽的风险，推升钴价快速向上。而下游需求端集中于锂电池，三元材料迎来复苏、钴酸锂同比高增，能够保障钴下游需求的韧性。公司将充分受益于短期钴价的快速上涨，以及中长期钴价中枢的重估。

加大铜板块布局，增厚公司盈利基本盘。公司计划与SAWA集团在刚果（金）合资建设3万吨铜2千吨钴湿法冶炼厂项目，预计将于2026Q4投产，届时公司铜冶炼总产能将达到9万吨。而公司刚果（金）铜冶炼产能受益于当地铜精矿采购模式，可保证较好盈利能力，2021-2024年毛利率分别为42%/23%/31%/34%，是公司盈利基本盘。

一体化布局已成，产能仍具备较大增长潜力。当前公司已具备上游钴中间品冶炼产能1万吨、中游钴盐深加工产能2.65万金属吨、下游下游三氧化二钴产能1万吨、三元前驱体产能2万吨，及镍、锰、锂等金属配套产能，一体化布局已成。未来公司国内钴产品总产能将达到4.6万金属吨，较当前产能将增长74%，仍具备较大增长潜力。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司2025-27年营业收入85/103/125亿元，预计实现归母净利润10.5/14.0/16.3亿元，预计实现EPS为3.5/4.8/5.5元，对应2025年8月13日收盘价，PE分别为16/12/10x。我们认为，公司产能成长规划清晰，一体化布局逐步完善，全产业链协同并进，具有很大的成长潜力。因此我们给予公司可比公司均值，即2025年PE为21x，合理目标股价应为74.0元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

钴产品价格波动超预期风险、下游需求表现不及预期风险、限售股解禁风险、钴原材料价格波动超预期风险等。

金属材料组

分析师：金云涛 (执业 S1130525030002)

jinyuntao@gjzq.com.cn

分析师：王钦扬 (执业 S1130523120001)

wangqinyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：60.58 元

目标价 (人民币)：74.00 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,543	6,542	8,455	10,276	12,466
营业收入增长率	15.47%	18.02%	29.23%	21.55%	21.30%
归母净利润(百万元)	378	685	1,045	1,400	1,627
归母净利润增长率	37.74%	81.24%	N/A	34.02%	16.17%
摊薄每股收益(元)	1.283	2.325	3.545	4.751	5.520
每股经营性现金流净额	2.68	0.67	6.07	5.13	6.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.44%	7.79%	10.95%	13.48%	14.32%
P/E	30.69	19.44	15.78	11.78	10.14
P/B	1.36	1.51	1.73	1.59	1.45

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司基本情况	4
二、行业分析：钴+铜或迎来同频向上	6
钴行业：刚果（金）迎来政策调控，钴供需或迎来反转	6
铜行业：供给收缩开始兑现，矿冶矛盾愈发激烈	10
三、腾远钴业：国内领先的钴盐生产企业之一，具备成长性	11
四、盈利预测与投资建议	14
盈利预测	14
可比公司	16
投资建议及估值	17
五、风险提示	18

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：三大核心高管实际掌控公司	4
图表 3：公司盈利弹性较大	5
图表 4：公司产品产量稳步提升	5
图表 5：公司钴板块收入及毛利（亿元）	5
图表 6：公司钴产品毛利率及吨毛利	5
图表 7：公司铜板块收入及毛利（亿元）	5
图表 8：公司铜产品毛利率及吨毛利	5
图表 9：公司负债率较低	6
图表 10：公司在手现金充沛	6
图表 11：公司原材料采购均价整体可控	6
图表 12：全球钴矿产量	7
图表 13：2024 全球钴矿供给结构	7
图表 14：全球钴需求量	7
图表 15：2024 年全球钴需求结构	7
图表 16：国内钴价（元/吨）	8
图表 17：2025 年以来金属钴价快速修复	8
图表 18：钴供需平衡表	8
图表 19：国内三元材料迎来恢复	9



图表 20:	钴酸锂产量同比高增	9
图表 21:	三元动力电池占比逐步企稳	9
图表 22:	2025Q1 全球主流矿企铜矿供应同比负增长	10
图表 23:	2025 年国内主流冶炼厂产量同比依然保持较快增长	10
图表 24:	国内 TC 降至历史极值	10
图表 25:	现货 TC 冶炼深度亏损	10
图表 26:	铜价震荡上行	11
图表 27:	钴行业产业链分布图	12
图表 28:	公司产能分布	12
图表 29:	刚果腾远位于刚果(金)科卢韦齐	13
图表 30:	刚果腾远冶炼产能布局	13
图表 31:	加大刚果(金)上游资源布局	13
图表 32:	公司钴产品简介	14
图表 33:	公司构建产业链闭环	14
图表 34:	公司盈利测算表	15
图表 35:	腾远钴业营收结构	16
图表 36:	华友钴业营收结构	16
图表 37:	格林美营收结构	16
图表 38:	寒锐钴业营收结构	16
图表 39:	2024 年可比公司钴产品产量(金属吨)	17
图表 40:	可比公司毛利率对比	17
图表 41:	可比公司估值	17



一、公司基本情况

公司专注铜钴产品 20 余年。公司成立于 2004 年，主要从事钴、铜产品的研发、生产与销售，2005 年钴盐系列产品正式投产，核心产品为氯化钴、硫酸钴等钴盐及电积铜。是国内少有的能自主规划、设计，并制造湿法冶炼生产线主要生产设备的钴盐生产商，在钴产品的湿法冶炼上具备较强的技术优势、工艺优势和成本优势。

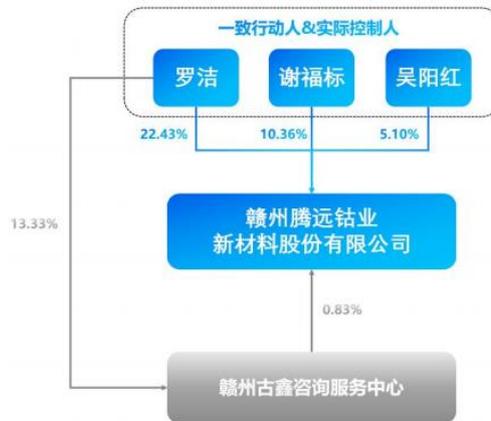
图表1：公司发展历程



来源：公司招股说明书，公司官网，国金证券研究所

实控人罗洁、谢福标、吴阳红直接、间接合计持有上市后公司 38% 股权。公司董事长、总经理罗洁，董事、副总经理谢福标，副董事长、董事吴阳红三人签署《共同控制协议》，截止 2024 年底，三人直接和间接合计直接持有上市后约 38% 的股份，为公司的控股股东、实际控制人。厦门钨业及赣锋锂业分别持有上市后 9.05% 和 6.09% 股份，为公司第三、第四大股东。

图表2：三大核心高管实际掌控公司

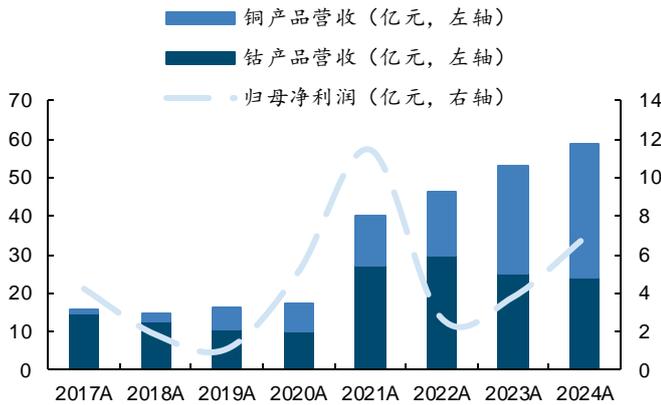


来源：公司 2024 年报，国金证券研究所

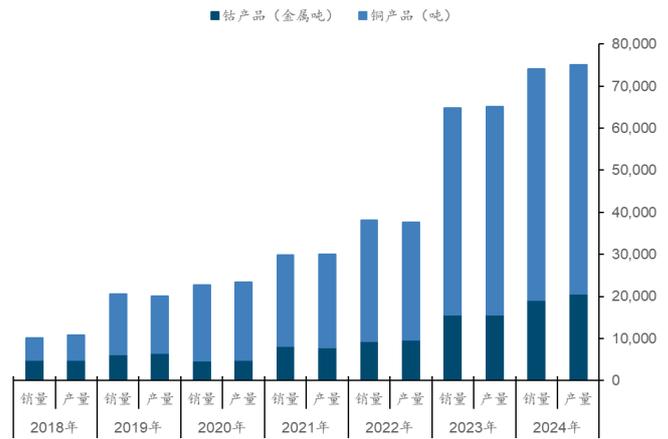
商品价格上涨带动公司业绩爆发。受益于钴、铜价格的上涨，公司 2021 年实现营收 41.6 亿元，同比增长 133%，归母净利润达 11.5 亿元，同比增长 123%。随着公司刚果腾远的产能释放，铜产品产量快速增长，2024 年生产 5.45 万吨，成为公司稳定的盈利贡献板块。钴产品产量也保持较快增长，为今后盈利增长贡献弹性。公司当前已具备年产 2.65 万吨钴盐 and 6 万吨电积铜的产能基础，可以抓住价格上涨带来的盈利改善。



图表3: 公司盈利弹性较大



图表4: 公司产品产量稳步提升

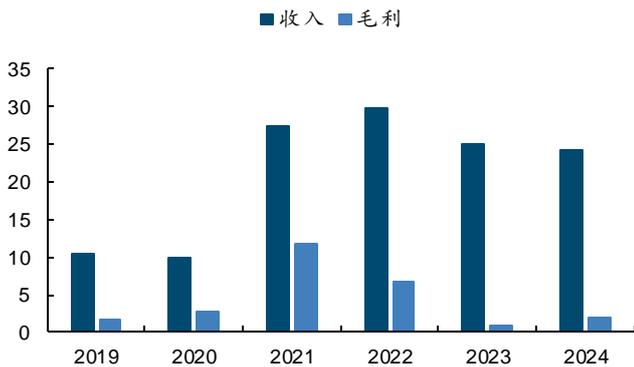


来源: iFind, 国金证券研究所

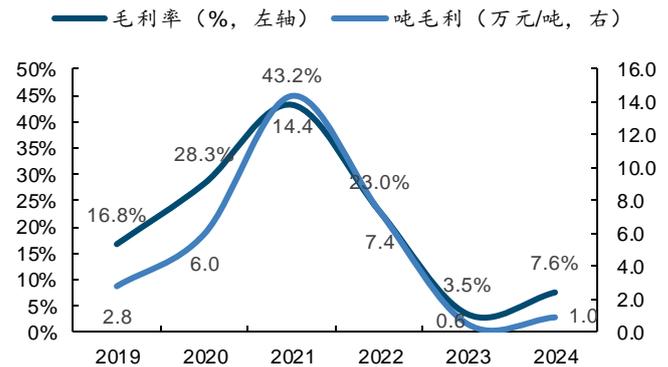
来源: 公司年报, 国金证券研究所

公司钴产品盈利弹性较大。由于近几年来, 钴价呈现较大波动, 因此公司钴板块盈利弹性较大。在 2020-2022 年钴价上涨通道中, 公司毛利率分别为 28%、43%、23%, 吨毛利 6.0、14.4、7.4 万元。价格在上涨通道中, 公司的钴产品毛利率呈现走扩态势。

图表5: 公司钴板块收入及毛利 (亿元)



图表6: 公司钴产品毛利率及吨毛利

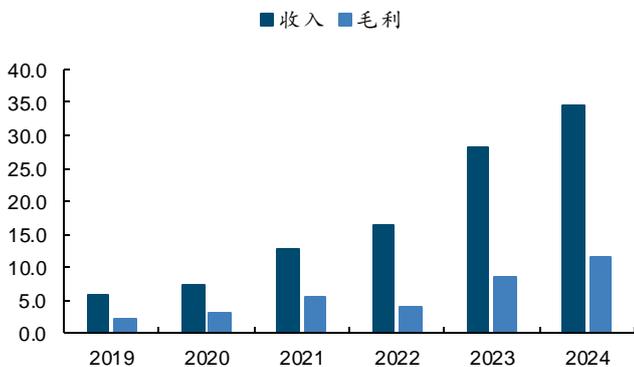


来源: iFind, 国金证券研究所

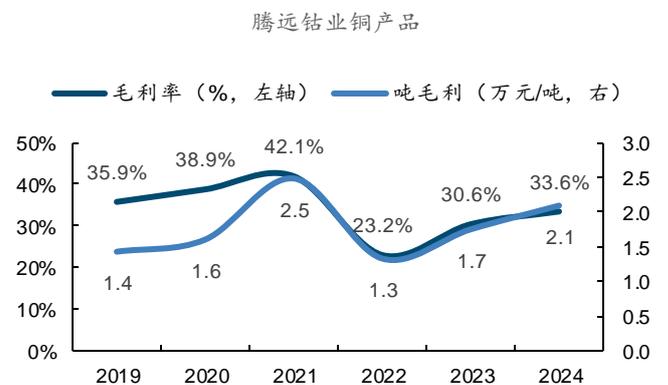
来源: iFind, 国金证券研究所

公司铜板块盈利能力稳定。得益于公司在刚果(金)的冶炼产能建设及原材料采购模式, 公司铜板块毛利率较为稳定, 自 2019 年以来, 除去 2022 年受到影响外, 毛利率均保持在 30% 以上, 可以享受铜价上涨带来的利润走扩。

图表7: 公司铜板块收入及毛利 (亿元)



图表8: 公司铜产品毛利率及吨毛利



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

公司负债率较低, 在手现金充沛。公司依托 2022 年上市成功募集 54.8 亿元, 优化自身负债结构, 截止 2025Q1 资产负债率仅 17.1%, 在手现金 30.8 亿元, 为今后业务发展提供支

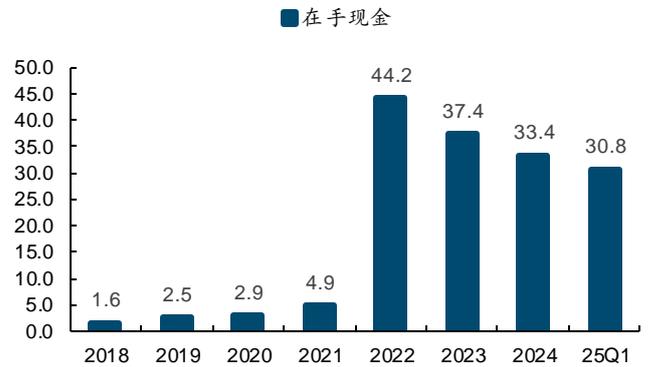


持。

图表9：公司负债率较低



图表10：公司在手现金充沛

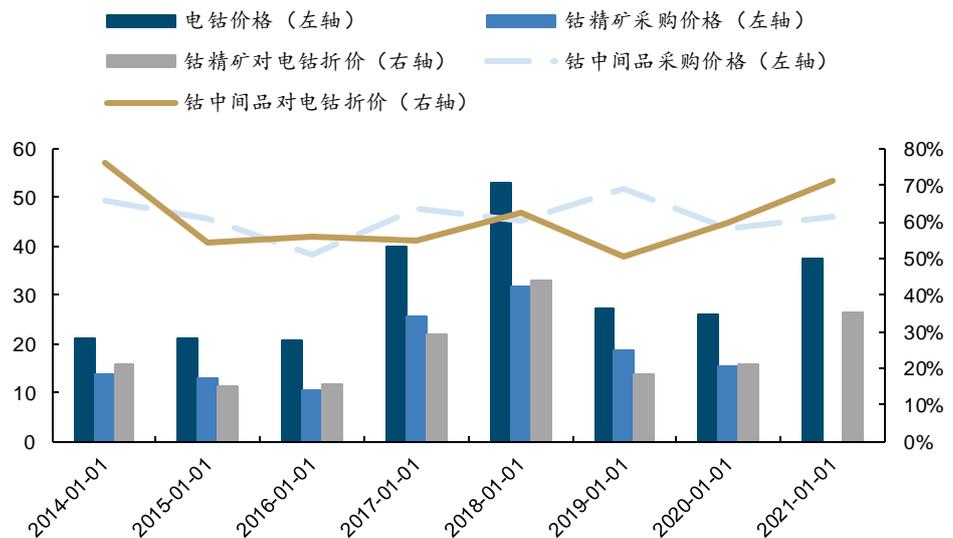


来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

原料采购成本可控，可享受价格上涨带来的利润走扩。从公司历史采购钴精矿及钴中间品的情况来看，公司整体可保证原料端的成本可控。在 2014-2021H1 期间，公司钴精矿的采购均价较当年电解钴的均价有不同程度折价，范围在 51%-69%，平均折价为 61%；钴中间品的折价范围在 50%-76%，平均折价为 61%。叠加一定生产成本后，在钴价格上涨通道中，公司的利润可呈现走扩态势。

图表11：公司原材料采购均价整体可控



来源：国金证券研究所

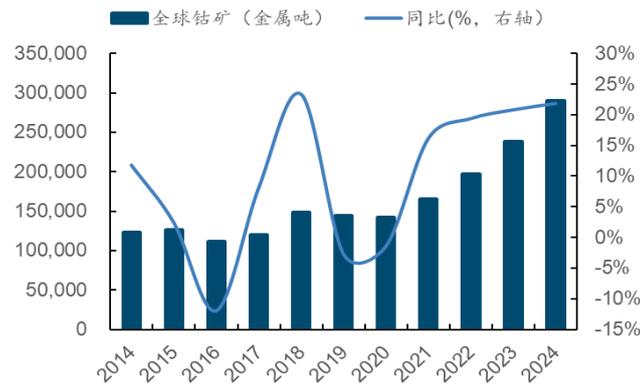
二、行业分析：钴+铜或迎来同频向上

钴行业：刚果（金）迎来政策调控，钴供需或迎来反转

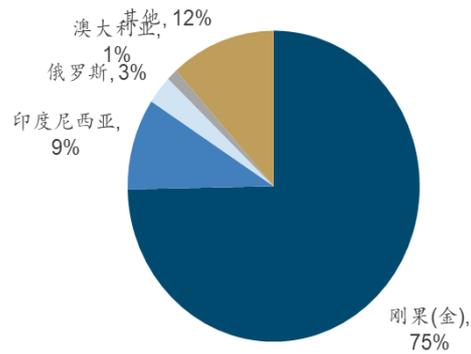
全球钴供应 75%来自刚果（金）。USGS 统计，2024 年全球钴产量 29 万金属吨，同比增长 22%。其中刚果（金）为第一大产出国，产量 22 万金属吨，占比 75%；印度尼西亚产量 2.8 万金属吨，占比 9%；俄罗斯产量 8700 金属吨，占比 3%。



图表12: 全球钴矿产量



图表13: 2024 全球钴矿供给结构



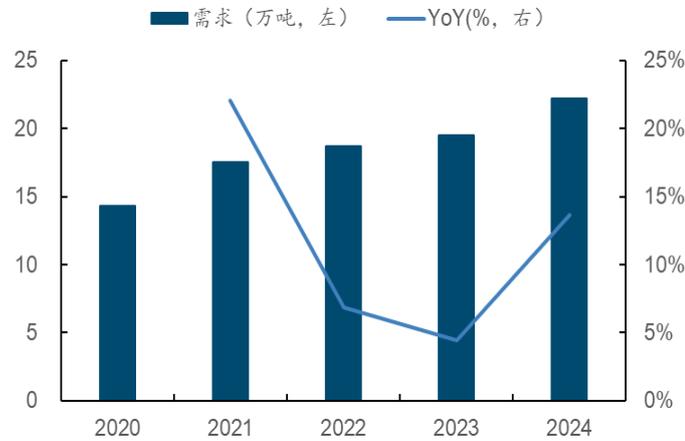
来源: Wind, USGS, 国金证券研究所

来源: Wind, USGS, 国金证券研究所

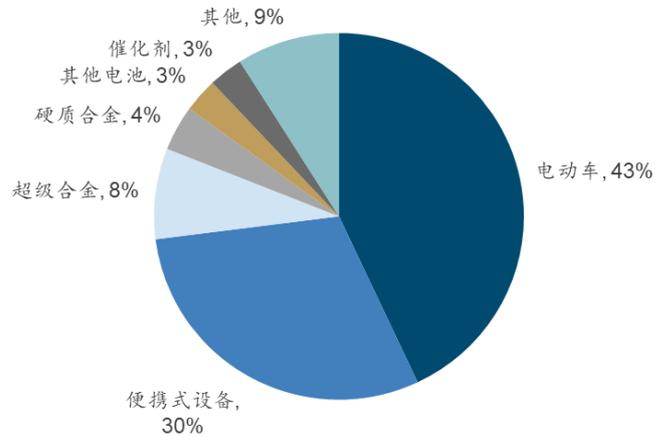
行业迎来政策调控, 商品价格有望长牛。2025年2月22日, 刚果(金)政府决定临时暂停刚果(金)所有钴产品的出口, 无论其来源为工业、半工业、小规模开采或手工开采。暂停钴产品出口从2025年2月22日开始起算, 为期四个月, 政府将在三个月后进行评估, 届时可以根据情况做出调整或终止暂停措施的决定。而在6月21日, 刚果(金)宣布再次延长3个月钴产品禁止出口, 并将与9月22日之前, 公告下一步政策。

钴需求端主要集中在锂电池应用。伴随着新能源汽车的蓬勃发展, 近五年钴需求量也快速增长, 从2020年14.3万吨增长至2024年22.2万吨, CAGR为12%。2024年下游整体需求结构中, 电动车占比已经达到43%, 便携式设备占比达到30%, 合金应用达到12%。未来钴的需求有望随着三元锂电池占比的增长、便携式设备的更新周期、合金应用的增长等, 整体呈现稳步抬升的态势。

图表14: 全球钴需求



图表15: 2024 年全球钴需求结构



来源: 国际钴协会, 国金证券研究所

来源: 国际钴协会, 国金证券研究所

成本支撑已破, 刚果金急需找回收入源。历史上钴也曾出现过多轮价格行情, 2007年消费电子的繁荣曾带动钴价暴涨至87万元/吨; 2016年又因为刚果(金)政局动荡叠加国内新能源车销量增长, 推动钴价上涨至超60万元/吨; 2021年卫生事件对供应端的扰动, 遇上新能源车渗透率加速提升, 钴价又一次上涨至超50万元/吨。在2024年之前的几轮钴价周期中, 每轮钴价上涨后回落, 都会在20万元/吨附近寻找到极强的成本支撑, 这也是刚果(金)大量铜钴项目的成本线, 难以跌破。但在2024年由于供给端快速增长, 供需出现较大失衡, 导致跌破了长期20万的成本支撑线。因此刚果(金)政府采取极端的禁止出口方式, 急需找回本国收入源。



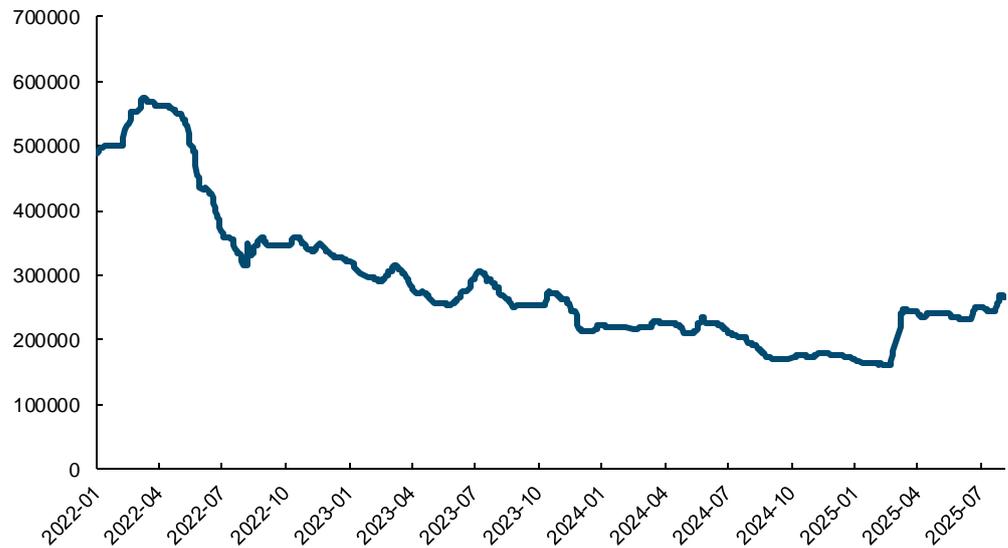
图表16: 国内钴价 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

价格或将进一步上涨至 35 万元/吨。随着 2 月 22 日刚果(金)政府突然颁布 3 个月钴产品出口禁令, 国内金属钴价格迎来快速修复, 从 1 月最低 16.4 万元/吨上涨至 26.5 万元/吨, 涨幅 60% 以上。我们预计随着 8 月中下旬欧洲夏休期的结束以及国内钴下游逐步进入旺季, 随着有限原材料的进一步消耗, 价格有望进一步上涨至 35 万元/吨。

图表17: 2025 年以来金属钴价快速修复



来源: SMM, 国金证券研究所

根据国际钴协统计和计算, 2024 年全球总精炼钴产量为 24.4 万吨, 同比增长 21%, 其中初级精炼钴产量 22.2 万吨, 回收钴产量 2.2 万吨。需求端有所增长至 22.2 万吨, 同比增长 14%。阶段性供给过剩 2.2 万吨。

图表18: 钴供需平衡表



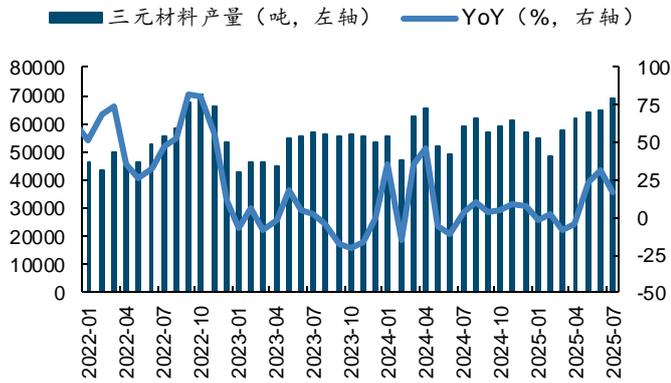
钴供需平衡表 (万吨钴)		2020	2021	2022	2023	2024
供给	钴矿	14.2	16.4	19.8	23.2	25.4
	初级精炼钴	12.6	14.4	16.5	19.0	22.2
	回收			0.9	1.2	2.2
	总精炼钴产量	12.6	14.4	17.4	20.1	24.4
需求		14.3	17.5	18.7	19.5	22.2
供需平衡		-1.7	-3.1	-1.3	0.6	2.2

来源：国际钴协会，国金证券研究所

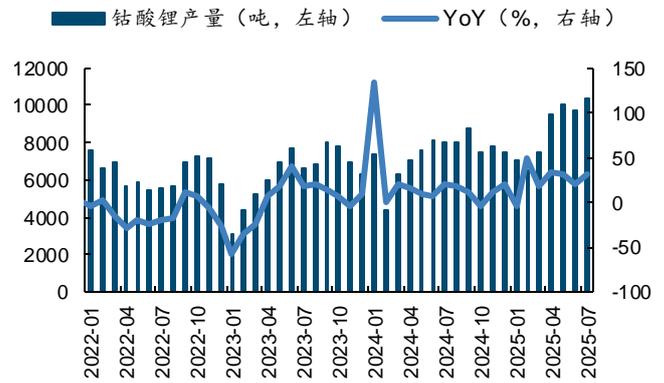
钴行业下游两大领域稳定增长。三元正极材料是钴行业下游占比最大的需求领域，2023 年整体有所下滑，2024-25 年行业迎来恢复，分别同比增长 10%、8%；钴酸锂正极材料是占比第二大需求领域，2024-25 年行业保持快速增长，分别同增 17%、24%。

图表19：国内三元材料迎来恢复

图表20：钴酸锂产量同比高增



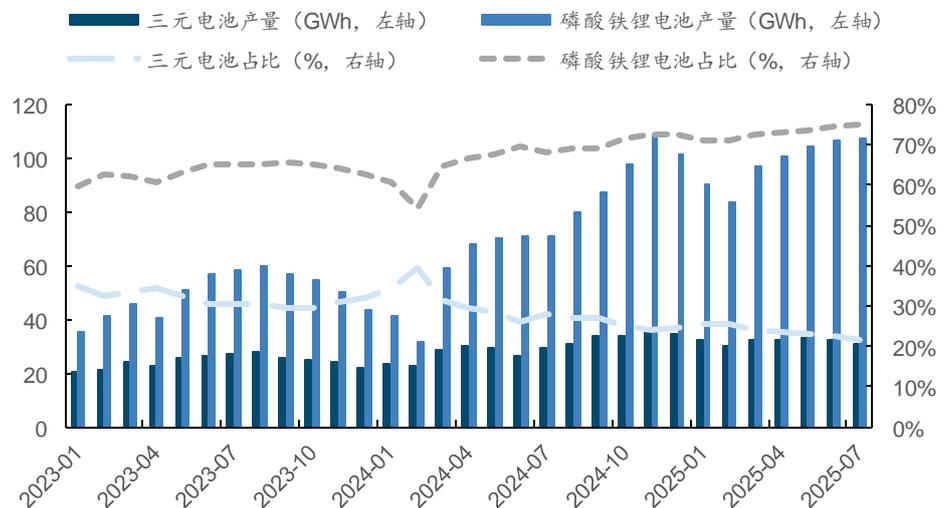
来源：SMM，国金证券研究所



来源：SMM，国金证券研究所

三元动力电池占比逐步企稳。近年来随着磷酸铁锂技术的突破以及在性价比等方面的优势，其国内占比稳步提升至 75%。三元电池仍坚守部分新能源车的中高端市场，但整体占比回落至 22%。未来三元电池有望随着具身智能机器人、eVTOL 等行业的快速扩容，市占率得以恢复。

图表21：三元动力电池占比逐步企稳





来源：SMM，国金证券研究所

铜行业：供给收缩开始兑现，矿冶矛盾愈发激烈

2025Q1 全球主流铜矿企业供应同比负增长，矿端供应收缩持续兑现。我们统计全球主流 19 家铜矿企业，2025Q1 产量合计同比-0.4%。智利矿区受 2 月停电事件及品位下滑影响影响，产量出现大幅下滑，印尼矿区（自由港 PT-FI 及阿曼矿业的 Batu Hijau）由于冶炼厂建设延期等影响出现大幅下滑。

图表22：2025Q1 全球主流矿企铜矿供应同比负增长

公司名称	2024A	2024Q1	2025Q1	25Q1同比
自由港	191.0	49.2	39.4	-20.0%
必和必拓	195.7	46.6	51.3	10.1%
智利国铜业	144.2	31.9	32.4	1.6%
紫金矿业	107.0	26.3	28.8	9.3%
南方铜业	97.4	24.0	24.2	0.8%
嘉能可	95.2	24.0	16.8	-30.0%
英美资源	77.3	19.8	16.9	-14.7%
安托法加斯塔	66.4	12.9	15.5	19.9%
洛阳钼业	65.0	14.8	17.1	15.6%
力拓	69.7	15.6	18.7	19.6%
波兰铜业	54.1	13.6	13.4	-1.3%
泰克资源	44.6	9.9	10.6	7.2%
诺镍	43.3	11.0	10.9	-0.9%
第一量子	43.1	10.1	10.0	-1.3%
五矿资源	40.0	6.7	11.8	75.9%
伦丁矿业	36.9	8.8	7.7	-12.5%
淡水河谷	34.8	8.2	9.1	10.9%
巴里克黄金	19.5	4.0	4.4	10.0%
阿曼矿业	17.9	4.4	1.7	-62.2%
合计	1442.9	341.8	340.5	-0.4%

来源：公司公告，国金证券研究所

2025 年国内主流冶炼厂指引合计增长 84 万吨，同比增长 8%。据 SMM 数据，国内 19 家主流冶炼厂 2025 年产量指引合计增长 84 万吨，同比保持高速增长，但受制于矿端供应，我们预计国内非主流冶炼厂及海外冶炼厂将出现减产。

图表23：2025 年国内主流冶炼厂产量同比依然保持较快增长

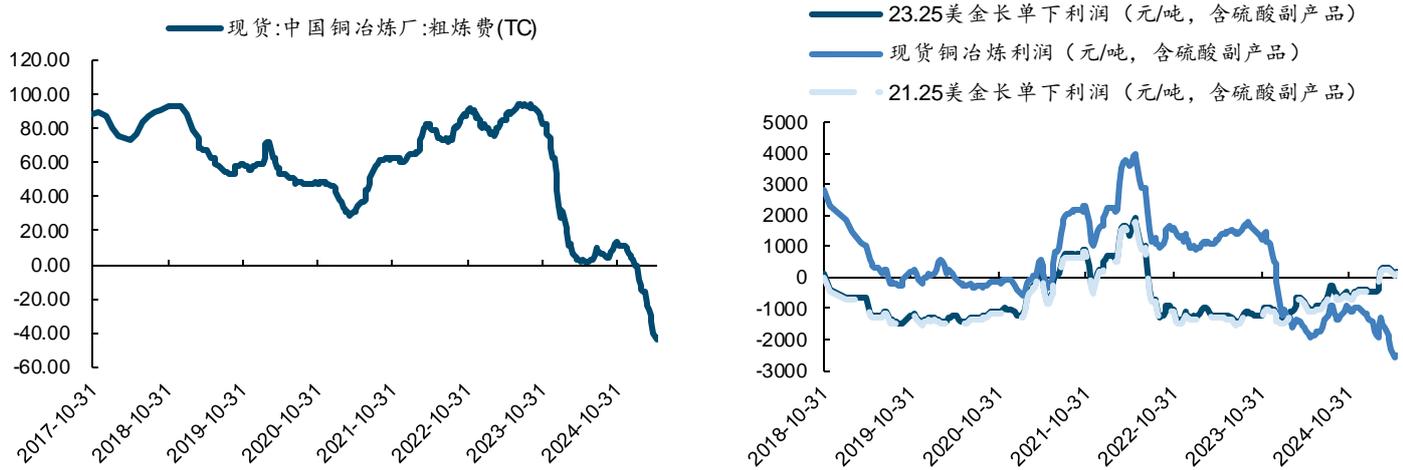
公司	2023A	2024A	2025E	2025增量	2025同比
铜陵有色	175.6	176.8	189.6	12.8	7.20%
江西铜业	209.7	229.2	237	7.8	3.40%
金川集团	116.9	132.7	158	25.3	19.00%
大冶有色	62.5	70.4	71	0.6	0.90%
云南铜业	138	120.6	146	25.4	21.10%
紫金矿业	72.5	74.8	74	-0.8	-1.00%
豫光金铅	15.3	16.5	15.5	-1	-6.00%
西部矿业	18.3	26.4	35.4	9	34.20%
锡业股份	12.9	13	12.5	-0.5	-4.10%
恒邦股份（并到江铜）	20.3	19.4	22.5	3.1	15.90%
中金黄金	41.1	39.7	39.6	-0.1	-0.20%
白银有色	31.7	36.1	37	0.9	2.40%
宁波金田	0.7	0.6	0.5	-0.1	-18.00%
锌业股份	11.8	8.6	9.9	1.3	15.30%
北方铜业	13.4	31.3	30	-1.3	-4.20%
浙富控股	17.9	18.2	18.3	0.2	0.80%
高能环境	5.4	1.9	0.6	0.1	
飞南资源	12.3	3.1	0.7	0.1	
中金岭南	40.3	43.2	47	3.8	8.30%
合计	991.4	1055.6	1140.3	84.7	8.00%

来源：SMM，国金证券研究所

铜矿供需失衡，铜冶炼加工费 TCRC 大幅下行。全球铜矿供应 2025Q1 呈现负增长，全年供应预计将更为悲观，在此背景下，国内冶炼厂增量依然显著，铜矿供需矛盾愈发激烈，铜冶炼加工费大幅下行，创下历史新低。而随着 2025H2 新长单价格的签订，我们预计 2025 下半年铜冶炼减产的概率大幅增加，对铜价将起到支撑作用。

图表24：国内 TC 降至历史极值

图表25：现货 TC 冶炼深度亏损

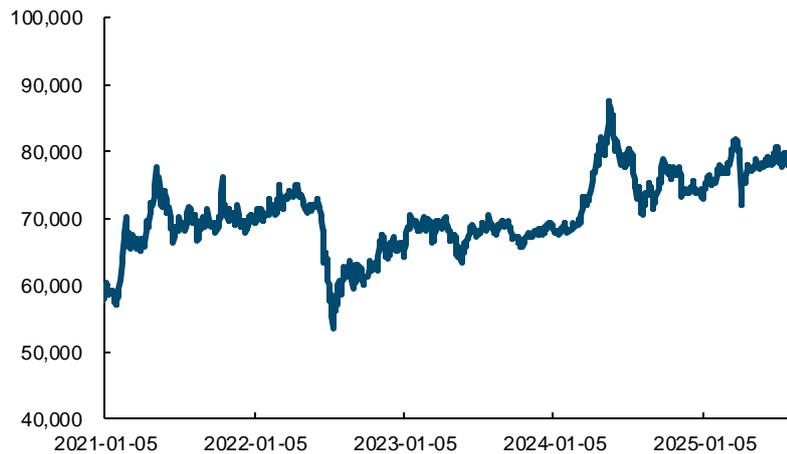


来源: SMM, 国金证券研究所

来源: SMM, 国金证券研究所

近年来, 受益于需求端的增长, 和供给端放量的缓慢, 铜价整体呈现震荡向上趋势。近年来最高曾与 2024Q2 涨到 8.77 万元/吨, 后续虽有所回调, 但依旧能稳定在 7.5-8 万元/吨区间。展望后续, 矿端供需失衡将会对铜价起到支撑作用, 铜价中枢或将持续上移。

图表26: 铜价震荡上行



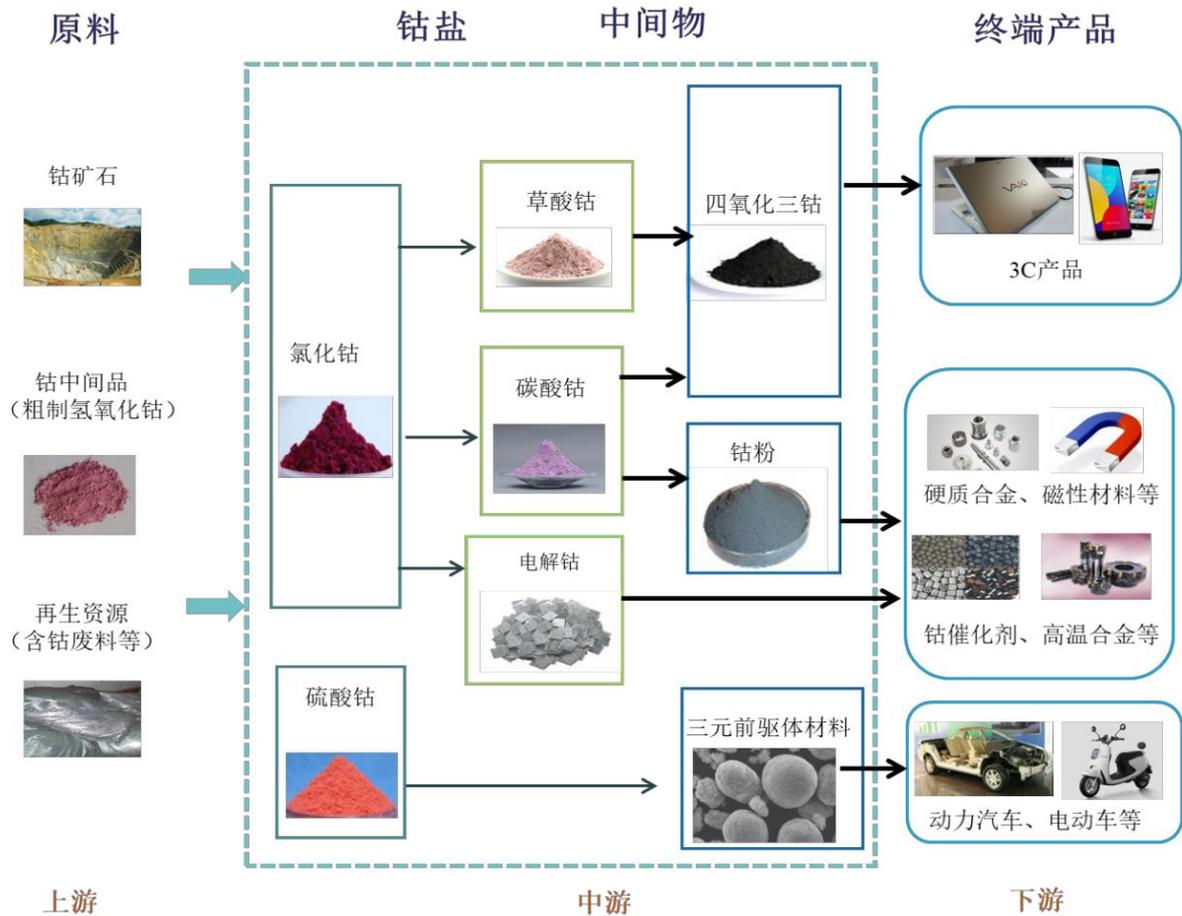
来源: iFind, 国金证券研究所

三、腾远钴业：国内领先的钴盐生产企业之一，具备成长性

国内领先的钴盐生产企业之一。公司主要从事钴、铜产品的研发、生产与销售，为国内领先的钴盐生产企业之一。公司的核心产品为氯化钴、硫酸钴等钴盐及电积铜。由刚果腾远在当地采购铜钴矿及原辅材料后，就地加工成电积铜和钴中间品。电积铜通过维克托在全球范围内直接销售，钴中间品运回国内后进一步加工制成氯化钴、硫酸钴、电钴等成品。



图表27: 钴行业产业链分布图



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

四钴/三元前驱体一体化布局已成。截止 2025Q1, 公司已完成上中下游布局, 具备从钴中间品至三元前驱体一体化产能, 分别为刚果腾远 1 万吨钴中间品、6 万吨电积铜产能; 腾远本部 2.65 万吨钴金属、1 万吨镍金属、1 万吨锰金属及 0.5 万吨碳酸锂; 腾驰新能源 1 万吨四氧化三钴及 2 万吨三元前驱体。

图表28: 公司产能分布

板块	主体	所在地	产能
上游	刚果腾远	刚果(金)	10000 吨钴中间品
			60000 吨电积铜
中游	腾远本部	赣州	26500 吨钴金属
			10000 吨镍金属
			10000 吨锰金属
			5000 吨碳酸锂
下游	腾驰新能源	赣州	20000 吨三元前驱体
			10000 吨四氧化三钴

来源: 公司公告, 国金证券研究所

刚果(金)直接采购钴精矿进行冶炼, 供应稳定、成本可控。公司刚果腾远具备 1 万吨钴中间品及 6 万吨电积铜冶炼产能。矿端原料通过在刚果(金)当地直接向贸易商和当地矿业公司合作共同开发及采购铜钴矿, 采购价格一般由原料所含钴或铜金属量、基准价和计价系数三个因素决定。该模式下可以保证公司钴和钴原料的稳定供应、成本可控。其所生产的钴产品交付给腾远本部进行深加工, 而铜产品则由子公司维克托进行销售。



图表29: 刚果腾远位于刚果(金)科卢韦齐



图表30: 刚果腾远冶炼产能布局



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

公司计划再扩产 3 万吨铜及 2000 吨钴中间品。公司拟充分利用自身的技术优势以及 SAWA SAWA 集团在刚果(金)的资源优势, 与其共同投资建设 3 万吨铜及 2000 吨钴的湿法冶炼厂项目, 总投资规模达 9.8 亿元, 其中公司持有 60% 权益。该项目预计将于 2026Q4 投产, 2027-29 年分别贡献铜产量 2/3/3 万吨。

图表31: 加大刚果(金)上游资源布局

项目名	年产 3 万吨铜 2 千吨钴湿法冶炼厂项目
投资金额	98000 万元
建设周期	18 个月
股权结构	腾远钴业 60% 香港 kenvista 40%
产量规划	第一-三年分别 2/3/3 万吨铜
分红规划	(上年度利润-当年投资预算) *80%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

腾远本部负责钴产品深加工, 掌握核心冶炼技术。公司腾远本部具备 2.65 万吨钴金属冶炼产能、1 万吨镍金属、1 万吨锰金属和 0.5 万吨碳酸锂提炼产能, 主要产品为氯化钴、硫酸钴和电积钴等, 掌握高纯硫酸钴、高纯氯化钴制备技术等二十余项核心技术。依照公司战略, 未来公司国内钴产品总产能将达到 4.6 万金属吨, 可以为 AI、机器人、机器狗、无人机、低空飞行器 etc 为代表的新兴科技场景爆发做准备。



图表32: 公司钴产品简介

钴产品系列主要有：硫酸钴、氯化钴、电积钴；终端产品主要应用于新能源汽车、3C数码产品、储能、航天航空、国防军工等领域。



来源：公司官网，国金证券研究所

向产业链下游延伸，进军四钴/三元前驱体。为了向产业链下游延伸，公司2022年设立腾驰新能源，以其为主体，建设2万吨三元前驱体、1万吨四氧化三钴产能，实现了公司内部的上下游产业链贯通，打造一体化布局。未来公司将新增5千吨四钴生产设备，满足市场增长需求。得益于公司精细化管理与产业链上下游统筹，公司腾远本部与腾驰新能源的产线得以衔接，其产生的成本和规模较优及金属回收率领先；并且公司掌握通过黑粉直接合成三元的一体化领先技术，通过成本优势快速抢占市场。

图表33: 公司构建产业链闭环



来源：公司官网，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

盈利预测

产量假设：公司已建成2.65万金属吨冶炼加工产能，产能储备充裕，公司销量将跟随行



业需求端稳步增长。因此我们预计公司 2025-2027 年：1) 钴盐产销量 2.1/2.3/2.5 万吨金属量、2) 铜产销量为 6/6/8 万吨。

价格假设：受益于刚果（金）对钴行业政策调控，钴行业供需有望回归紧平衡态势，价格中枢将得到抬升。因此我们预计 2025-2027 年：1) 钴产品销售均价分别为 18.5/23.9/23.9 万元/吨、2) 铜产品均价为 6.5/6.8/7.2 万元/吨。

成本假设：由于公司尚无自有矿山资源，原材料定价跟随金属价格有所波动。因此我们预计 2025-2027 年：1) 钴产品营业成本为 14.8/18.4/18.4 万元/吨、2) 铜产品营业成本为 4.2/4.4/4.7 万元/吨。

根据以上假设条件，我们预计公司 2025-27 年营业收入 85/103/125 亿元，预计实现归母净利润 10.5/14.0/16.3 亿元，预计实现 EPS 为 3.5/4.8/5.5 元，对应 2025 年 8 月 13 日收盘价，PE 分别为 16/12/10x。

图表34：公司盈利测算表

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入	6,542	8,455	10,276	12,466
YoY	18%	29%	22%	21%
主营成本	5,097	6,410	7,682	9,253
主营毛利	1,445	2,045	2,594	3,212
毛利率	22%	24%	25%	26%
钴产品	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,414	3,888	5,515	6,067
YoY	-4%	61%	42%	10%
成本	2,230	3,111	4,247	4,671
毛利	184	778	1,268	1,395
销量（吨金属）	19,111	21,022	23,124	25,437
单价（万元/吨）	12.6	18.50	23.85	23.85
吨成本（万元/吨）	11.7	14.8	18.4	18.4
毛利率	8%	20%	23%	23%
铜产品	2024	2025E	2026E	2027E
收入	3,461	3,899	4,094	5,732
YoY	23%	13%	5%	40%
成本	2,297	2,729	2,866	4,012
毛利	1,164	1,170	1,228	1,720
销量（吨金属）	55,923	60,000	60,000	80,000
单价（万元/吨）	6.2	6.5	6.8	7.2
吨成本（万元/吨）	4.1	4.5	4.8	5.0
毛利率	34%	30%	30%	30%

来源：公司公告，国金证券研究所测算

其他假设

营业税金及附加/销售收入：该比率在 2022-2024 年分别为 1.86%/2.56%/2.59%，我们假设 2025-2027 年该比例维持在 2.50%。

销售费用率：该比率在 2022-2024 年分别为 0.17%/0.16%/0.18%，我们假设 2025-2027 年该比例维持在 0.2%。

管理费用率：该比率在 2022-2024 年分别为 3.00%/4.21%/4.87%，我们假设 2025-2027 年该比例维持在 4.00%。

研发费用率：该比率在 2022-2024 年分别为 2.64%/1.74%/1.65%，我们假设 2025-2027 年该比例维持在 2.00%。



图表35: 公司费用率预测

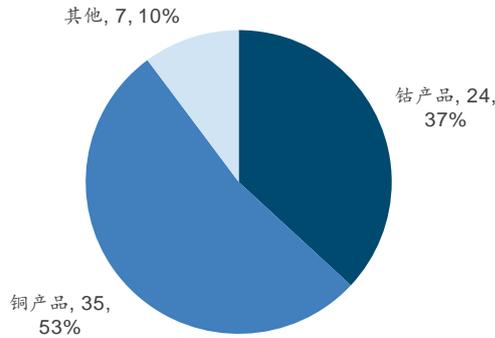
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业税金及附加/销售收入	1.86%	2.56%	2.59%	2.50%	2.50%	2.50%
销售费用率	0.17%	0.16%	0.18%	0.20%	0.20%	0.20%
管理费用率	3.00%	4.21%	4.87%	4.00%	4.00%	4.00%
研发费用率	2.64%	1.74%	1.65%	2.00%	2.00%	2.00%

来源: iFind, 国金证券研究所

可比公司

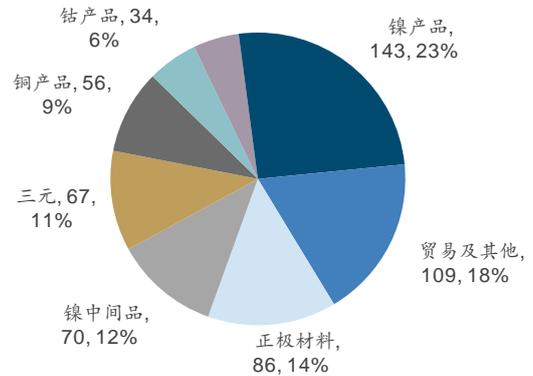
我们选取钴行业三家可比公司: 华友钴业、格林美、寒锐钴业进行对比。从 2024 年营收结构来看, 华友钴业的营收结构中, 前三大产品分别为镍产品 (23%)、贸易及其他 (18%) 和正极材料 (14%), 钴产品占比 6%; 格林美前三大产品为三元材料 (48%)、镍资源 (18%)、钴回收业务 (6%); 寒锐钴业前三大产品为电解铜 (57%)、钴产品 (39%)、电池材料 (3%)。从当前的产品结构来看, 公司与寒锐钴业最为接近, 均以铜+钴业务为主。

图表36: 腾远钴业营收结构



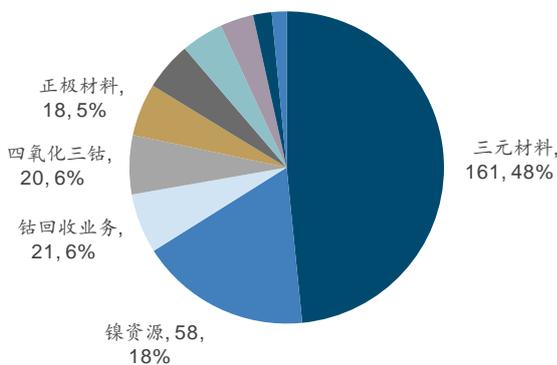
来源: iFind, 国金证券研究所

图表37: 华友钴业营收结构



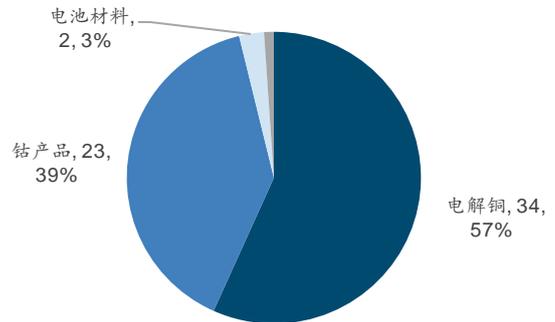
来源: iFind, 国金证券研究所

图表38: 格林美营收结构



来源: iFind, 国金证券研究所

图表39: 寒锐钴业营收结构

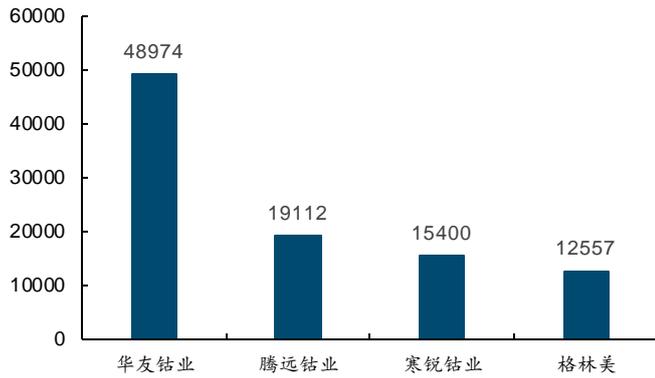


来源: iFind, 国金证券研究所

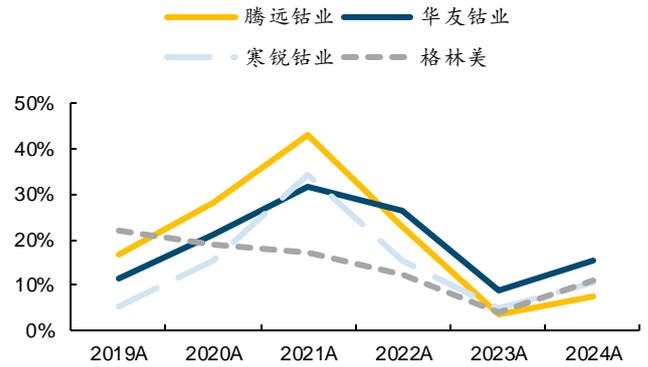
公司钴产品销量行业领先, 毛利率表现也较好。公司 2024 年钴产品销量 1.9 万金属吨, 为可比公司中第二大企业。商品价格上涨通道中, 公司的毛利率表现也处于行业领先, 盈利弹性较可比公司更高。



图表40: 2024年可比公司钴产品产量(金属吨)



图表41: 可比公司钴产品毛利率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

投资建议及估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 10.5/14.0/16.3 亿元, 预计实现 EPS 为 3.5/4.8/5.5 元, 对应 2025 年 8 月 13 日收盘价, PE 分别为 16/12/10x。

我们选取 3 家同样深耕钴行业的可比公司华友钴业、格林美、寒锐钴业, 对公司进行估值, 得出 2025-2027 年可比公司 PE 均值为 21/19/15x; 公司估值低于可比公司均值。我们认为, 公司产能成长规划清晰, 一体化布局逐步完善, 全产业链协同并进, 具有很大的成长潜力。因此我们给予公司可比公司均值, 即 2025 年 PE 为 21x, 合理目标股价应为 74.0 元, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

图表42: 可比公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)					PE				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
603799	华友钴业	44.24	2.0	2.5	3.1	3.6	4.2	23	18	14	12	11
002340	格林美	6.68	0.2	0.2	0.3	0.5	0.7	37	34	21	14	10
300618	寒锐钴业	37.21	0.4	0.7	1.3	1.3	1.5	84	57	29	30	25
	平均数	/	/	/	/	/	/	48	36	21	19	15
301219	腾远钴业	57.35	1.3	2.3	3.5	4.8	5.5	45	25	16	12	10

来源: Wind, 国金证券研究所预测



五、风险提示

钴产品价格波动超预期风险。钴产品是公司主营产品，经营业绩与商品价格息息相关，若产品价格波动超预期，将显著影响公司业绩表现。

下游需求表现不及预期风险。钴产品下游主要为电动车、3C 电子等行业，若下游需求表现不及预期，将影响公司产品销量及营收表现。

铜产品价格波动超预期风险。铜产品是公司另一大主营产品，也是公司利润基本盘。若铜价波动超预期，将显著影响公司业绩表现。

国家政策变化风险。刚果（金）占全球钴原料供应超 70%，若刚果（金）政策发生突然变化，将影响全球钴原料供应格局。

钴原材料价格波动超预期风险。公司尚无自有矿山资源，原材料需要外采，若原材料价格波动过大，将显著影响公司业绩表现。

限售股解禁风险。公司将 1.18 亿股限售股于 2025 年 9 月 17 日解禁，或对股价产生影响。


附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
主营业务收入	4,801	5,543	6,542	8,455	10,276	12,466	货币资金	4,471	3,760	3,374	4,010	4,363	5,081	
增长率	15.5%	18.0%	18.0%	29.2%	21.5%	21.3%	应收款项	376	463	676	736	895	1,085	
主营业务成本	-3,676	-4,500	-5,097	-6,410	-7,682	-9,253	存货	2,375	1,968	2,641	2,581	3,094	3,727	
%销售收入	76.6%	81.2%	77.9%	75.8%	74.8%	74.2%	其他流动资产	110	198	330	333	359	390	
毛利	1,125	1,043	1,445	2,045	2,594	3,212	流动资产	7,332	6,389	7,021	7,661	8,710	10,283	
%销售收入	23.4%	18.8%	22.1%	24.2%	25.2%	25.8%	%总资产	77.3%	65.0%	65.6%	67.2%	69.0%	72.5%	
营业税金及附加	-90	-142	-169	-211	-257	-312	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	1.9%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	固定资产	1,958	3,298	3,451	3,662	3,836	3,825	
销售费用	-8	-9	-12	-17	-21	-25	%总资产	20.6%	33.5%	32.2%	32.1%	30.4%	27.0%	
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	54	55	82	79	77	75	
管理费用	-144	-233	-318	-338	-411	-499	非流动资产	2,157	3,443	3,684	3,741	3,914	3,900	
%销售收入	3.0%	4.2%	4.9%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	22.7%	35.0%	34.4%	32.8%	31.0%	27.5%	
研发费用	-127	-96	-108	-169	-206	-249	资产总计	9,490	9,831	10,705	11,402	12,624	14,183	
%销售收入	2.6%	1.7%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%	短期借款	195	100	237	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	756	563	838	1,309	1,700	2,128	应付款项	413	821	1,197	1,576	1,889	2,276	
%销售收入	15.8%	10.2%	12.8%	15.5%	16.5%	17.1%	其他流动负债	157	185	172	282	350	426	
财务费用	20	76	55	49	61	68	流动负债	765	1,106	1,606	1,858	2,239	2,702	
%销售收入	-0.4%	-1.4%	-0.8%	-0.6%	-0.6%	-0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-457	-185	-85	-53	-10	-13	其他长期负债	252	206	299	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	7	0	0	0	负债	1,018	1,312	1,905	1,858	2,239	2,702	
投资收益	-13	-6	-8	0	0	0	普通股股东权益	8,472	8,519	8,800	9,545	10,385	11,361	
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	227	295	295	295	295	295	
营业利润	349	466	851	1,306	1,750	2,183	未分配利润	2,026	2,075	2,299	2,926	3,767	4,743	
营业利润率	7.3%	8.4%	13.0%	15.4%	17.0%	17.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	120	
营业外收支	-2	-4	2	0	0	0	负债股东权益合计	9,490	9,831	10,705	11,402	12,624	14,183	
税前利润	347	462	853	1,306	1,750	2,183	比率分析		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润率	7.2%	8.3%	13.0%	15.4%	17.0%	17.5%	每股指标							
所得税	-72	-84	-167	-261	-350	-437	每股收益	1.211	1.283	2.325	3.545	4.751	5.520	
所得税率	20.8%	18.1%	19.6%	20.0%	20.0%	20.0%	每股净资产	37.371	28.906	29.860	32.387	35.237	38.549	
净利润	274	378	685	1,045	1,400	1,747	每股经营现金净流	0.536	2.676	0.671	6.065	5.133	6.172	
少数股东损益	0	0	0	0	0	120	每股股利	1.200	1.500	0.500	1.418	1.901	2.208	
归属于母公司的净利润	274	378	685	1,045	1,400	1,627	回报率							
净利率	5.7%	6.8%	10.5%	12.4%	13.6%	13.0%	净资产收益率	3.24%	4.44%	7.79%	10.95%	13.48%	14.32%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.89%	3.85%	6.40%	9.16%	11.09%	11.47%	
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	6.80%	5.29%	7.31%	10.97%	13.10%	14.83%	
净利润	274	378	685	1,045	1,400	1,747	增长率							
少数股东损益	0	0	0	0	0	120	主营业务收入增长率	15.39%	15.47%	18.02%	29.23%	21.55%	21.30%	
非现金支出	566	361	377	444	438	477	EBIT 增长率	-46.76%	-25.61%	48.93%	56.24%	29.85%	25.16%	
非经营收益	18	-20	54	-83	0	0	净利润增长率	-76.14%	37.74%	81.24%	N/A	34.02%	16.17%	
营运资金变动	-737	70	-918	381	-326	-404	总资产增长率	108.79%	3.60%	8.89%	6.51%	10.71%	12.35%	
经营活动现金净流	121	789	198	1,788	1,513	1,819	资产管理能力							
资本开支	-596	-956	-303	-526	-600	-450	应收账款周转天数	15.7	13.1	17.1	15.0	15.0	15.0	
投资	0	0	-18	0	0	0	存货周转天数	195.5	176.1	165.0	150.0	150.0	150.0	
其他	-2	-7	4	0	0	0	应付账款周转天数	29.8	40.2	49.9	70.0	70.0	70.0	
投资活动现金净流	-598	-963	-318	-526	-600	-450	固定资产周转天数	110.9	145.4	172.6	129.7	102.3	79.6	
股权募资	5,204	0	66	118	0	0	偿债能力							
债权募资	-299	-95	137	-321	0	0	净负债/股东权益	-50.47%	-42.97%	-35.70%	-42.06%	-42.05%	-44.30%	
其他	-519	-404	-496	-422	-560	-651	EBIT 利息保障倍数	-37.8	-7.4	-15.1	-26.5	-28.0	-31.1	
筹资活动现金净流	4,385	-498	-293	-625	-560	-651	资产负债率	10.72%	13.35%	17.80%	16.29%	17.74%	19.05%	
现金净流量	3,925	-678	-404	636	353	718								

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	2	5
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究