

华友钴业（603799.SH）——半年报点评 经营业绩创历史同期新高，持续强化海外布局

优于大市

核心观点

公司发布半年报：上半年实现营收 371.97 亿元，同比+23.78%；实现归母净利润 27.11 亿元，同比+62.26%。公司于 25Q2 实现营收 193.55 亿元，同比+28.28%，环比+8.48%；实现归母净利润 14.59 亿元，同比+27.04%，环比+16.51%。公司一体化优势持续释放，经营业绩创历史同期新高。

核心产品产销方面：今年上半年，公司充分发挥产业一体化优势，抓机遇、拓市场、增订单，运营质量稳步提升：①上游资源端，公司钴产品出货量约 2.08 万吨，同比-9.89%，同比下降或是因为钴原料供应紧张，公司钴产品惜售；公司镍产品出货量约 13.94 万吨，同比+83.91%，Q2 出货量环比大幅增加，这是 Q2 业绩环比增长的核心驱动。②下游材料端，公司三元前驱体出货量约 4.21 万吨，同比有所下滑，因公司主动减少部分低盈利产品出货，优化产品结构；公司三元正极材料出货量 3.96 万吨，同比+17.68%，超高镍 9 系产品占比提升至六成以上。

强化海外布局，放大一体化优势

①上游资源端：在印尼，公司与淡水河谷印尼、福特汽车合作的年产 12 万吨镍金属量 Pomalaa 湿法项目已启动建设；与淡水河谷印尼合作的年产 6 万吨镍金属量 Sorowako 湿法项目准备工作有序推进。在非洲，公司津巴布韦 Arcadia 锂矿项目，通过补充勘探，锂矿保有资源量从 150 万吨碳酸锂当量增加至 245 万吨，品位提升至 1.34%，5 万吨硫酸锂项目于今年一月份开工建设，目前已进入设备安装阶段，预计年底建设完成，项目建成后将实现锂精矿到锂盐的矿冶一体化，将大幅降低锂盐生产成本。

②下游材料端：在印尼，华能 5 万吨三元前驱体一期项目于 2024 年 11 月基本建成，今年一季度已实现批量供货；在韩国，与 LG 合作的龟尾 6.6 万吨正极材料项目部分达产，实现万吨级出货；在欧洲，匈牙利正极材料一期 2.5 万吨项目顺利推进，预计将于年内建成。

风险提示：项目建设进度不达预期，核心产品销售价格不达预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收为 744/812/891（原预测 702/758/825）亿元，同比增速 22.1%/9.0%/9.8%；归母净利润为 60.67/70.06/82.94（原预测 51.66/60.97/73.82）亿元，同比增速 46.0%/15.5%/18.4%；摊薄 EPS 为 3.57/4.12/4.87 元，当前股价对应 PE 为 12.4/10.7/9.1X。公司是国内新能源锂电材料行业的头部企业，一体化产业链能有效抵御行业下行风险，同时也有望充分享受未来行业景气度回暖带来的业绩弹性，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	66,304	60,946	74,439	81,159	89,137
(+/-%)	5.2%	-8.1%	22.1%	9.0%	9.8%
净利润(百万元)	3,351	4,155	6,067	7,006	8,294
(+/-%)	-14.3%	24.0%	46.0%	15.5%	18.4%
每股收益(元)	1.96	2.45	3.57	4.12	4.87
EBIT Margin	8.0%	11.0%	12.0%	12.9%	14.1%
净资产收益率(ROE)	9.8%	11.2%	14.7%	15.2%	16.0%
市盈率(PE)	22.6	18.1	12.4	10.7	9.1
EV/EBITDA	18.3	14.5	10.7	9.4	8.3
市净率(PB)	2.21	2.03	1.83	1.63	1.45

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·能源金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	44.25 元
总市值/流通市值	75294/74621 百万元
52 周最高价/最低价	47.58/21.27 元
近 3 个月日均成交额	1619.89 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华友钴业（603799.SH）财报点评：一体化布局优势显现，创造历史上最好年度业绩》——2025-04-22

◆ Q2 业绩环比明显提升，镍产品出货量增加是核心驱动

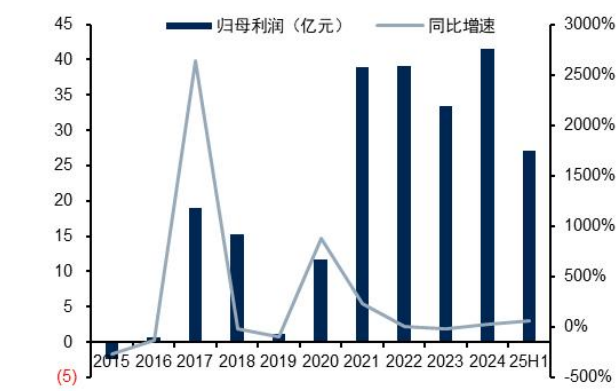
公司发布 2025 年半年报：上半年实现营收 371.97 亿元，同比+23.78%；实现归母净利润 27.11 亿元，同比+62.26%；实现扣非归母净利润 25.87 亿元，同比+47.68%；实现经营活动产生的现金流量净额 16.18 亿元，同比-41.45%。公司于 25Q2 实现营收 193.55 亿元，同比+28.28%，环比+8.48%；实现归母净利润 14.59 亿元，同比+27.04%，环比+16.51%；实现扣非归母净利润 13.60 亿元，同比+14.89%，环比+10.89%。公司一体化优势持续释放，经营业绩创历史同期新高。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

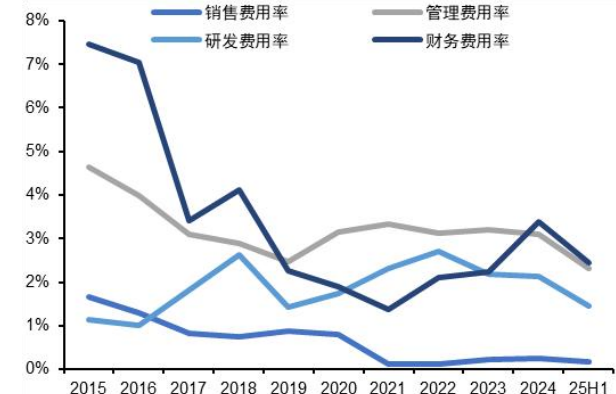
核心产品产销方面：今年上半年，公司充分发挥产业一体化优势，抓机遇、拓市场、增订单，运营质量稳步提升：①上游资源端，公司钴产品出货量约 2.08 万吨，同比-9.89%，同比下降或是因为钴原料供应紧张，公司钴产品惜售；公司镍产品出货量约 13.94 万吨，同比+83.91%，Q2 出货量环比大幅增加，这是 Q2 业绩环比增长的核心驱动。②下游材料端，公司三元前驱体出货量约 4.21 万吨，同比有所下滑，因公司主动减少部分低盈利产品出货，优化产品结构；公司三元正极材料出货量 3.96 万吨，同比+17.68%，超高镍 9 系产品占比提升至六成以上。综上在面对锂电行业景气度相对低迷的背景之下，公司上游资源端稳步拓展，下游材料端实现结构上优化，为公司业绩增长提供了重要支撑。

图3：公司资产负债率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

财务数据方面：①截止至 2025 年半年度，公司资产负债率为 64.69%；在手货币资金 185.68 亿元，同比-2.29%；在手存货 201.49 亿元，同比+41.76%；公司现金

流相对宽裕；②期间费用方面，2025 年上半年公司销售费用约 6675 万元，同比-9.61%，管理费用约 8.56 亿元，同比-2.62%，研发费用约 5.36 亿元，同比-24.23%，财务费用约 9.12 亿元，同比-14.80%，公司通过加速资金周转效率、优化长短期融资结构、精准把握利率窗口期拓展多元化融资渠道等多项举措，带动上半年平均融资成本较上年降低 30 个基点。

◆ 强化海外布局，放大一体化优势

公司作为新能源锂电材料行业的头部企业，通过多年布局，一体化产业链实现了上下游的资源要素有机整合和产业的高效协同，有强大的竞争力。上半年，公司仍积极推进全球化布局：

①上游资源端：在印尼，公司先后建成华越 6 万吨湿法项目、华科 4.5 万吨高冰镍项目、华飞 12 万吨湿法项目，收购擎天火法项目，总计具备约 24.5 万吨金属量镍中间品生产能力；此外，公司与淡水河谷印尼、福特汽车合作的年产 12 万吨镍金属量 Pomalaa 湿法项目已启动建设；与淡水河谷印尼合作的年产 6 万吨镍金属量 Sorowako 湿法项目准备工作有序推进；同时，公司以参股和长期供应协议的方式布局矿山资源，截至目前已参股 WBN、SCM、AJB、WKM、TMS 五座矿山，且与淡水河谷达成 Pomalaa 项目、Sorowako 项目独家供矿合作，为公司镍钴冶炼项目奠定了坚实的原料保障。在非洲，公司已在刚果(金)主要矿产区建立了采矿、选矿、钴铜冶炼于一体的钴铜资源开发体系，并在津巴布韦投资布局了 Arcadia 锂矿项目，通过补充勘探，Arcadia 锂矿保有资源量从 150 万吨碳酸锂当量增加至 245 万吨，品位提升至 1.34%，5 万吨硫酸锂项目于今年一月份开工建设，目前已进入设备安装阶段，预计年底建设完成，项目建成后将实现锂精矿到锂盐的矿冶一体化，将大幅降低锂盐生产成本。

②下游材料端：在印尼，华翔 5 万吨硫酸镍建成试产，华能 5 万吨三元前驱体一期项目于 2024 年 11 月基本建成，今年一季度已实现批量供货，为进入北美市场奠定基础；在韩国，与 LG 合作的龟尾 6.6 万吨正极材料项目部分达产，实现万吨级出货；在欧洲，匈牙利正极材料一期 2.5 万吨项目顺利推进，预计将于年内建成，助力公司深度嵌入欧洲电动汽车产业链，抢占欧洲乃至全球锂电产业链市场先机。

投资建议：维持“优于大市”评级。上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收为 744/812/891(原预测 702/758/825)亿元，同比增速 22.1%/9.0%/9.8%；归母净利润为 60.67/70.06/82.94(原预测 51.66/60.97/73.82)亿元，同比增速 46.0%/15.5%/18.4%；摊薄 EPS 为 3.57/4.12/4.87 元，当前股价对应 PE 为 12.4/10.7/9.1X。公司是国内新能源锂电材料行业的头部企业，一体化产业链能有效抵御行业下行风险，同时也有望充分享受未来行业景气度回暖带来的业绩弹性，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	15260	19452	18767	23804	30365	营业收入	66304	60946	74439	81159	89137
应收款项	8370	7074	8641	9421	10347	营业成本	56949	50446	62136	67047	72542
存货净额	15763	17297	15605	16775	18179	营业税金及附加	368	443	447	487	535
其他流动资产	9365	9895	9677	10551	11588	销售费用	150	159	134	146	160
流动资产合计	49132	54099	53071	60932	70860	管理费用	2117	1895	1909	2063	2247
固定资产	57159	61000	61097	60593	59675	研发费用	1441	1300	1042	1136	1248
无形资产及其他	3914	4918	4722	4525	4328	财务费用	1478	2070	1824	1988	2184
投资性房地产	5603	4216	4216	4216	4216	投资收益	857	1362	800	800	800
长期股权投资	9713	12358	13358	14358	15358	资产减值及公允价值变动	589	447	(200)	(200)	(200)
资产总计	125520	136591	136463	144623	154436	其他收入	(1874)	(2084)	(445)	(539)	(651)
短期借款及交易性金融负债	23204	29754	20000	20000	20000	营业利润	4815	5659	8144	9488	11418
应付款项	20022	16251	21067	22647	24541	营业外净收支	(41)	(74)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	5641	6337	5880	6324	6856	利润总额	4774	5585	8134	9478	11408
流动负债合计	48867	52343	46947	48971	51397	所得税费用	269	426	610	711	856
长期借款及应付债券	25532	26442	26442	26442	26442	少数股东损益	1154	1004	1457	1760	2258
其他长期负债	6388	9146	9146	9146	9146	归属于母公司净利润	3351	4155	6067	7006	8294
长期负债合计	31920	35588	35588	35588	35588	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	80787	87931	82535	84559	86985	净利润	3351	4155	6067	7006	8294
少数股东权益	10456	11715	12735	13967	15548	资产减值准备	371	509	80	(0)	(8)
股东权益	34278	36946	41192	46097	51903	折旧摊销	3254	4566	5821	6501	6922
负债和股东权益总计	125520	136591	136463	144623	154436	公允价值变动损失	(72)	112	200	200	200
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	1697	2345	1824	1988	2184
每股收益	1.96	2.45	3.57	4.12	4.87	营运资本变动	(7639)	442	4782	(800)	(948)
每股红利	1.75	2.52	1.07	1.24	1.46	其它	4222	2648	940	1232	1588
每股净资产	20.04	21.77	24.21	27.09	30.50	经营活动现金流	3486	12431	17889	14139	16049
ROIC	6%	5%	8%	10%	12%	资本开支	(16849)	(6722)	(6000)	(6000)	(6000)
ROE	10%	11%	15%	15%	16%	其它投资现金流	298	(947)	0	0	0
毛利率	14%	17%	17%	17%	19%	投资活动现金流	(16551)	(7668)	(7000)	(7000)	(7000)
EBIT Margin	8%	11%	12%	13%	14%	权益性融资	(91)	310	0	0	0
EBITDA Margin	13%	18%	20%	21%	22%	负债净变化	6973	602	0	0	0
收入增长	5%	-8%	22%	9%	10%	支付股利、利息	(2996)	(4276)	(1820)	(2102)	(2488)
净利润增长率	-14%	24%	46%	15%	18%	其它融资现金流	11217	3389	(9754)	0	0
资产负债率	73%	73%	70%	68%	66%	融资活动现金流	15103	25	(11574)	(2102)	(2488)
股息率	4.0%	5.7%	2.4%	2.8%	3.3%	现金净变动	1947	4990	(685)	5037	6561
P/E	22.6	18.1	12.4	10.7	9.1	货币资金的期初余额	8580	10527	19452	18767	23804
P/B	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5	货币资金的期末余额	10527	15517	18767	23804	30365
EV/EBITDA	18.3	14.5	10.7	9.4	8.3	企业自由现金流	(17030)	(402)	12898	9391	11631
						权益自由现金流	(5082)	7794	1369	7870	10244

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032