

一体化优势持续释放，业绩增长亮眼

--2025 年半年报点评

2025 年 08 月 19 日

核心观点

- **事件：**公司发布 2025 年中报，25H1 公司实现营收 372.0 亿元，同比+23.8%；归母净利润 27.1 亿元，同比+62.3%；扣非归母净利润 25.9 亿元，同比+47.7%。单季度看，25Q2 公司实现营收 193.6 亿元，同比+28.3%，环比+8.5%；归母净利润 14.6 亿元，同比+27.0%，环比+16.5%；扣非归母净利润 13.6 亿元，同比+14.9%，环比+10.9%。
- **镍：湿法项目持续领跑，未来利润增量可期。**25H1 公司 MHP 出货量约 12 万吨，同比增长超 40%；镍产品出货量 13.94 万吨，同比+83.91%，红土镍矿湿法冶炼产能全面释放，持续稳产超产。25H1 印尼子公司华越、华飞分别实现净利润 7.98、4.58 亿元。此外，公司加码镍资源布局，在印尼，公司新增参股 2 个红土镍矿，镍钴资源储备进一步增厚；同时有序推进湿法镍产能布局，年产 12 万吨镍金属量的 Pomalaa 湿法项目开工建设，年产 6 万吨镍金属量的 Sorowako 湿法项目前期准备工作有序推进。
- **钴：刚果（金）政策调控下，钴价上涨有望带动业绩弹性释放。**2025 年 2 月刚果（金）为期 4 个月的钴出口禁令落地，供给收缩下 25Q2 钴均价上涨至 23.9 万元/吨。25H1 公司钴产品出货量 2.08 万吨，同比-9.89%。6 月刚果（金）再次延长出口禁令至 9 月 22 日，考虑政策调控下行业库存逐步去化，公司有望受益于钴价上涨带来的业绩弹性释放。
- **锂：资源储备进一步增厚，硫酸锂降本项目顺利推进。**通过补充勘探，公司在津巴布韦的 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%。年产 5 万吨硫酸锂项目进入设备安装阶段，预计年底建设完成，将充分发挥矿冶一体化优势，进一步降低锂盐生产成本。
- **锂电材料：持续优化产品结构，印尼前驱体项目已实现批量供货。**25H1 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；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。印尼华能 5 万吨三元前驱体一期项目实现批量供货，为进入北美市场奠定基础；匈牙利正极材料一期 2.5 万吨项目顺利推进，预计年内建成，抢占欧洲乃至全球锂电产业链市场先机。
- **投资建议：**公司产业一体化优势显著，持续推进降本增效，运营质量稳步提升。考虑到刚果（金）钴出口禁令再次延长，打开钴价上升空间，公司业绩弹性有望释放。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 59.1、68.3、80.1 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 为 3.47、4.02、4.71 元，对应 2025-2027 年 PE 为 13x、11x、10x，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 钴、镍、锂价格大幅下跌的风险；2) 项目建设进度不达预期的风险；3) 正极材料下游需求不达预期的风险。

华友钴业（股票代码：603799）

推荐 维持评级

分析师

华立

☎：021-20252629

✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

孙雪琪

☎：021-20252048

✉：sunxueqi_yj@chinastock.com.cn

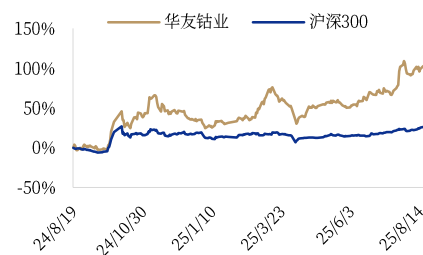
分析师登记编码：S0130525040002

市场数据

2025-08-19

股票代码	603799
A 股收盘价(元)	45.06
上证指数	3,728.03
总股本(万股)	170,155
实际流通 A 股(万股)	168,635
流通 A 股市值(亿元)	760

相对沪深 300 表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	60945.56	69193.93	74706.18	85733.67
收入增长率%	-8.08	13.53	7.97	14.76
归母净利润（百万元）	4154.83	5910.54	6833.77	8013.93
利润增速%	23.99	42.26	15.62	17.27
毛利率%	17.23	17.70	18.21	17.81
摊薄 EPS(元)	2.44	3.47	4.02	4.71
PE	18.45	12.97	11.22	9.57
PB	2.08	1.83	1.62	1.42
PS	1.26	1.11	1.03	0.89

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	54099.19	74930.88	91299.32	112546.61
现金	19451.50	37231.83	51226.31	66994.19
应收账款	6802.22	8106.80	8653.69	9908.54
其它应收款	274.71	398.84	401.33	459.42
预付账款	2950.45	2571.29	2894.65	3416.49
存货	17296.77	17682.57	18401.35	21059.67
其他	7323.53	8939.55	9721.99	10708.30
非流动资产	82492.21	80210.65	76924.57	73562.29
长期投资	12357.86	12357.86	12357.86	12357.86
固定资产	51098.21	48813.86	46345.81	43712.46
无形资产	4918.25	4918.25	4918.25	4918.25
其他	14117.88	14120.68	13302.64	12573.73
资产总计	136591.39	155141.53	168223.89	186108.90
流动负债	52342.68	63471.12	68456.68	77072.45
短期借款	20753.86	24977.21	29200.57	33423.93
应付账款	12041.54	13499.85	14251.18	16588.68
其他	19547.28	24994.06	25004.93	27059.83
非流动负债	35588.09	36581.52	37489.41	38397.31
长期借款	19502.22	20104.12	20706.02	21307.92
其他	16085.87	16477.40	16783.39	17089.39
负债合计	87930.77	100052.64	105946.09	115469.75
少数股东权益	11715.02	13101.44	14837.25	16803.77
归属母公司股东权益	36945.61	41987.44	47440.55	53835.38
负债和股东权益	136591.39	155141.53	168223.89	186108.90

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12431.11	15009.01	11440.13	13382.67
净利润	5158.46	7296.96	8569.57	9980.45
折旧摊销	4579.28	3294.45	3379.12	3455.31
财务费用	2344.78	2209.93	2404.61	2599.29
投资损失	-1157.73	-1383.88	-1464.49	-1731.18
营运资金变动	873.53	3034.45	-2108.77	-1584.00
其它	632.78	557.09	660.10	662.79
投资活动现金流	-7668.45	128.14	1208.36	1472.35
资本支出	-6687.60	-50.38	-53.10	-55.79
长期投资	-2602.70	-430.51	-196.71	-196.71
其他	1621.84	609.02	1458.16	1724.85
筹资活动现金流	25.18	2541.41	1345.98	912.86
短期借款	5705.23	4223.36	4223.36	4223.36
长期借款	601.90	601.90	601.90	601.90
其他	-6281.95	-2283.85	-3479.28	-3912.39
现金净增加额	4990.17	17780.33	13994.47	15767.88

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	60945.56	69193.93	74706.18	85733.67
营业成本	50445.68	56946.73	61104.88	70465.22
营业税金及附加	442.79	466.30	501.71	584.29
营业费用	159.23	156.49	177.68	203.91
管理费用	1894.65	1868.24	1867.65	2057.61
财务费用	2069.82	1770.90	1659.97	1574.76
资产减值损失	-508.57	-607.00	-607.00	-607.00
公允价值变动收益	-61.51	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1361.82	1383.88	1464.49	1731.18
营业利润	5658.55	7870.22	9253.37	10777.50
营业外收入	15.34	16.11	16.65	16.25
营业外支出	89.25	74.07	77.13	78.13
利润总额	5584.63	7812.26	9192.89	10715.63
所得税	426.17	515.30	623.32	735.17
净利润	5158.46	7296.96	8569.57	9980.45
少数股东损益	1003.64	1386.42	1735.81	1966.52
归属母公司净利润	4154.83	5910.54	6833.77	8013.93
EBITDA	11207.88	12877.61	14231.98	15745.70
EPS (元)	2.44	3.47	4.02	4.71

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-8.08%	13.53%	7.97%	14.76%
营业利润	17.51%	39.09%	17.57%	16.47%
归属母公司净利润	23.99%	42.26%	15.62%	17.27%
毛利率	17.23%	17.70%	18.21%	17.81%
净利率	6.82%	8.54%	9.15%	9.35%
ROE	11.25%	14.08%	14.40%	14.89%
ROIC	5.84%	7.65%	7.82%	8.02%
资产负债率	64.38%	64.49%	62.98%	62.04%
净负债比率	75.56%	44.80%	25.39%	7.33%
流动比率	1.03	1.18	1.33	1.46
速动比率	0.56	0.78	0.94	1.06
总资产周转率	0.47	0.47	0.46	0.48
应收账款周转率	8.25	9.28	8.91	9.24
应付账款周转率	4.20	4.46	4.40	4.57
每股收益	2.44	3.47	4.02	4.71
每股经营现金	7.31	8.82	6.72	7.86
每股净资产	21.71	24.68	27.88	31.64
P/E	18.45	12.97	11.22	9.57
P/B	2.08	1.83	1.62	1.42
EV/EBITDA	7.71	7.87	6.50	5.20
P/S	1.26	1.11	1.03	0.89

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色金属行业分析师。

孙雪琪，有色金属行业分析师助理。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn