

索通发展（603612.SH）——半年报点评

二季度业绩表现亮眼，预焙阳极盈利能力环比持续提升

优于大市

核心观点

公司发布半年报：上半年实现营收 83.06 亿元，同比+28.28%；实现归母净利润 5.23 亿元，同比+1568.52%。公司于 25Q2 实现营收 45.64 亿元，环比+21.97%；实现归母净利润 2.79 亿元，环比+14.00%。公司二季度业绩落在此前业绩预告偏上限的位置，业绩表现亮眼，尤其是在二季度石油焦和预焙阳极价格有所调整的背景下，单吨预焙阳极利润环比还有所提升。

预焙阳极产能及产销量数据方面：公司目前预焙阳极总产能 346 万吨。今年上半年，公司实现预焙阳极产量 176.05 万吨，同比+12.23%，实现预焙阳极销量 169.01 万吨，同比+9.82%，其中出口销售 44.56 万吨，同比+13.18%，国内销售 124.45 万吨，同比+8.66%。预计公司预焙阳极将会保持满产满销的状态。

锂电负极产能及产销量数据方面：今年上半年，公司实现锂电负极产品产量 4.29 万吨，同比+84.91%，实现锂电负极产品销量 4.40 万吨，同比+120.00%。上半年公司锂电负极业务总体预计仍呈现亏损的状态，但亏损幅度在逐步收窄，未来将有望实现扭亏为盈。

新项目建设稳步推进中：公司与吉利百矿合资的广西年产 60 万吨预焙阳极项目目前工厂土建主体建设工作已基本完成，力争 2025 年底焙烧工序建成投产、全部工序于 2026 年上半年建成投产；与华峰集团控股子公司峰瓯贸易合作在江苏启东设立合资子公司，投资建设年产 32 万吨铝用预焙阳极项目，公司将积极推进项目筹建进度，力争 2025 年底前具备开工条件。海外市场，公司与 EGA 签署《联合开发协议》；公司与美国铝业旗下三家子公司签订销售框架协议，拟于 2025 年向其供应预焙阳极预计共约 24 万吨。

风险提示：项目建设进度不达预期，项目产品产销量不达预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

基本维持此前的盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收分别为 185.47/202.80/234.84 亿元，同比增速 34.9%/9.3%/15.8%；归母净利润分别为 10.51/12.20/14.51 亿元，同比增速 285.8%/16.1%/18.9%；摊薄 EPS 分别为 2.11/2.45/2.91 元，当前股价对应 PE 为 11.5/9.9/8.3X。我们认为公司在预焙阳极领域已取得非常明显的竞争优势，产能有望持续快速扩张，同时海外市场布局逐步启动，未来也有较大的成长空间，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)	15,311	13,750	18,547	20,280	23,484
(+/-%)	-21.1%	-10.2%	34.9%	9.3%	15.8%
净利润(百万元)	-723	272	1,051	1,220	1,451
(+/-%)	-179.8%	137.7%	285.8%	16.1%	18.9%
每股收益(元)	-1.34	0.55	2.11	2.45	2.91
EBIT Margin	-2.2%	5.1%	11.2%	11.5%	11.9%
净资产收益率(ROE)	-12.8%	5.3%	17.8%	18.0%	18.7%
市盈率(PE)	-18.2	44.4	11.5	9.9	8.3
EV/EBITDA	118.0	16.7	7.6	6.7	5.7
市净率(PB)	2.33	2.34	2.05	1.79	1.55

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·金属新材料

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

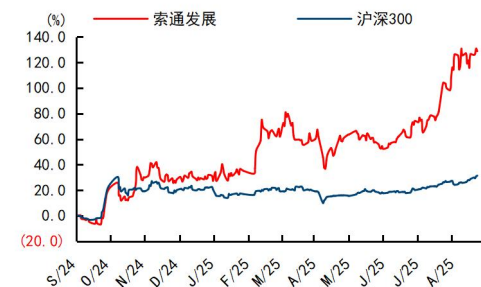
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	24.27 元
总市值/流通市值	12089/12089 百万元
52 周最高价/最低价	25.98/9.78 元
近 3 个月日均成交额	439.42 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

- 《索通发展（603612.SH）财报点评：阳极利润快速修复，新项目建设稳步推进》——2025-04-24
- 《索通发展（603612.SH）三季报点评：阳极利润回归正常水平，新产能有望持续稳步扩张》——2024-10-24
- 《索通发展（603612.SH）半年报点评：阳极利润逐步回归正常水平，静待行业景气度回暖》——2024-08-21
- 《索通发展（603612.SH）三季报点评：三季度利润环比扭亏为盈，阳极业务有望迎来反转》——2023-10-30
- 《索通发展（603612.SH）半年报点评：阳极产品底部信号明确，负极产品开始贡献业绩》——2023-09-04

公司发布 2025 年半年报：上半年实现营收 83.06 亿元，同比+28.28%；实现归母净利润 5.23 亿元，同比+1568.52%；实现扣非净利润 5.22 亿元，同比+364.53%；实现经营活动产生的现金流量净额-3.57 亿元，同比-227.16%。其中，公司于 25Q2 实现营收 45.64 亿元，环比+21.97%；实现归母净利润 2.79 亿元，环比+14.00%；实现扣非净利润 2.83 亿元，环比+18.59%。公司二季度业绩落在此前业绩预告偏上限的位置，业绩表现亮眼，尤其是在二季度石油焦和预焙阳极价格有所调整的背景下，单吨预焙阳极利润环比还有所提升。

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



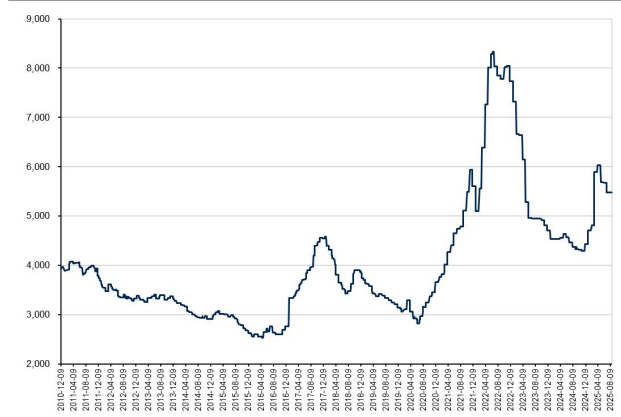
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：国内中硫石油焦价格（元/吨）



资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

图4：国内预焙阳极价格（元/吨）



资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

预焙阳极产能及产销量数据方面：2024 年，山东创新二期 34 万吨预焙阳极项目和陇西索通 30 万吨预焙阳极项目达产，公司新增预焙阳极产能 64 万吨，目前总产能已达到 346 万吨。今年上半年，公司实现预焙阳极产量 176.05 万吨，同比+12.23%，实现预焙阳极销量 169.01 万吨，同比+9.82%，其中出口销售 44.56 万吨，同比+13.18%，国内销售 124.45 万吨，同比+8.66%。预计公司预焙阳极将会保持满产满销的状态。

锂电负极产能及产销量数据方面：今年上半年，公司实现锂电负极产品产量 4.29 万吨，同比+84.91%，实现锂电负极产品销量 4.40 万吨，同比+120.00%。上半年公司锂电负极业务总体预计仍呈现亏损的状态，但亏损幅度在逐步收窄，未来将有望实现扭亏为盈。

图5：公司预焙阳极产能快速提升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司预焙阳极产量快速提升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

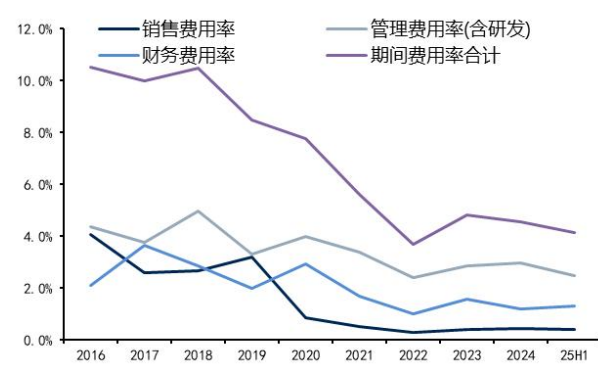
财务数据方面：截止至今年半年度，公司资产负债率为 62.08%；货币资金约 15.91 亿元，同比-54.84%；存货约 39.20 亿元，同比+41.13%。期间费用方面，公司上半年销售费用约 3259 万元，同比+16.12%；管理费用约 1.27 亿元，同比+24.65%；研发费用约 7681 万元，同比+3.92%；财务费用约 1.07 亿元，同比-3.31%。另外公司于上半年计提资产减值准备共计 7659.49 万元，其中存货跌价准备 6883.16 万元主要系锂电负极产品成本高于预计可变现净值所致。

图7：公司资产负债率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司新项目建设也在稳步推进当中：公司与吉利百矿合资的广西年产 60 万吨预焙阳极项目目前工厂土建主体建设工作已基本完成，力争 2025 年底焙烧工序建成投产、全部工序于 2026 年上半年建成投产；与华峰集团控股子公司峰瓯贸易合作在江苏启东设立合资子公司，投资建设年产 32 万吨铝用预焙阳极项目，公司将积极推进项目筹建进度，力争 2025 年底前具备开工条件。海外市场，公司与 EGA 签署《联合开发协议》；公司与美国铝业旗下三家子公司签订销售框架协议，拟于 2025 年向其供应预焙阳极预计共约 24 万吨。

投资建议：维持“优于大市”评级。基本维持此前的盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收分别为 185.47/202.80/234.84 亿元，同比增速 34.9%/9.3%/15.8%；归母净利润分别为 10.51/12.20/14.51 亿元，同比增速 285.8%/16.1%/18.9%；摊薄 EPS 分别为 2.11/2.45/2.91 元，当前股价对应 PE 为 11.5/9.9/8.3X。我们认为公司在预焙阳极领域已取得非常明显的竞争优势，产能有望持续快速扩张，同时海外市场布局逐步启动，未来也有较大的成长空间，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2569	2180	1000	1000	1000	营业收入	15311	13750	18547	20280	23484
应收款项	2131	2540	3049	3334	3732	营业成本	15059	12485	15797	17210	19843
存货净额	2515	2742	2497	2717	3038	营业税金及附加	88	95	128	140	162
其他流动资产	1517	1579	2130	2329	2697	销售费用	62	59	74	81	94
流动资产合计	9176	9041	8676	9380	10467	管理费用	232	249	298	324	372
固定资产	6978	7531	7695	7813	7867	研发费用	205	156	185	203	235
无形资产及其他	502	492	472	453	433	财务费用	237	162	213	233	270
投资性房地产	523	551	551	551	551	投资收益	(8)	(8)	0	0	0
长期股权投资	1	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1285	198	(90)	(60)	(60)
资产总计	17180	17615	17394	18197	19318	其他收入	(1800)	(337)	(166)	(183)	(215)
短期借款及交易性金融负债	4399	4978	4014	3128	2059	营业利润	(891)	554	1781	2049	2467
应付款项	1399	1590	1457	1585	1833	营业外净收支	(16)	(16)	0	0	0
其他流动负债	291	431	311	724	1284	利润总额	(907)	537	1781	2049	2467
流动负债合计	6089	6999	5781	5437	5176	所得税费用	(113)	88	356	410	493
长期借款及应付债券	2895	3144	3144	3144	3144	少数股东损益	(72)	177	374	419	523
其他长期负债	658	571	571	571	571	归属于母公司净利润	(723)	272	1051	1220	1451
长期负债合计	3553	3715	3715	3715	3715	现金流量表（百万元）					
负债合计	9642	10714	9496	9152	8891	净利润	(723)	272	1051	1220	1451
少数股东权益	1903	1730	1992	2285	2651	资产减值准备	827	96	11	1	1
股东权益	5635	5171	5906	6761	7776	折旧摊销	530	662	755	840	905
负债和股东权益总计	17180	17615	17394	18197	19318	公允价值变动损失	(458)	(102)	90	60	60
关键财务与估值指标						财务费用	305	254	213	233	270
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	3304	(1214)	(1058)	(162)	(278)
每股收益	(1.34)	0.55	2.11	2.45	2.91	其它	(1829)	712	251	292	366
每股红利	1.75	0.73	0.63	0.73	0.87	经营活动现金流	1651	426	1100	2252	2504
每股净资产	10.42	10.38	11.86	13.57	15.61	资本开支	(1299)	(694)	(1000)	(1000)	(1000)
ROIC	-3%	3%	10%	11%	13%	其它投资现金流	(128)	(5)	0	0	0
ROE	-13%	5%	18%	18%	19%	投资活动现金流	(1427)	(699)	(1000)	(1000)	(1000)
毛利率	2%	9%	15%	15%	16%	权益性融资	(14)	69	0	0	0
EBIT Margin	-2%	5%	11%	12%	12%	负债净变化	1172	249	0	0	0
EBITDA Margin	1%	10%	15%	16%	16%	支付股利、利息	(946)	(362)	(315)	(366)	(435)
收入增长	-21%	-10%	35%	9%	16%	其它融资现金流	444	(181)	(964)	(886)	(1069)
净利润增长率	-180%	138%	286%	16%	19%	融资活动现金流	657	(225)	(1280)	(1252)	(1504)
资产负债率	67%	71%	66%	63%	60%	现金净变动	867	(473)	(1180)	0	0
股息率	7.8%	3.0%	2.6%	3.0%	3.6%	货币资金的期初余额	1392	2258	2180	1000	1000
P/E	(18.2)	44.4	11.5	9.9	8.3	货币资金的期末余额	2258	1785	1000	1000	1000
P/B	2.3	2.3	2.0	1.8	1.6	企业自由现金流	946	192	364	1552	1865
EV/EBITDA	118.0	16.7	7.6	6.7	5.7	权益自由现金流	90	934	(863)	425	590

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