

业绩持续快速增长，周期成长属性凸显

2025 年 08 月 26 日

► **事件：公司发布 2025 年半年报，业绩继续快速增长。**2025H1，公司实现营收约 372 亿元，同比增长 23.78%，归母净利润 27.11 亿元，同比增加 62.26%；扣非归母净利润 25.87 亿元，同比增加 47.68%。2025Q2，公司实现营收约 194 亿元，同比增长 28.28%，环比增长 8.48%，实现归母净利润 14.59 亿元，同比增长 27.04%，环比增长 16.51%；扣非归母净利润 13.60 亿元，同比增长 14.89%，环比增长 10.89%。

► **量：镍项目持续稳产超产。**1) **镍：**华飞和华越项目持续超产（超产幅度约 30%），25H1 预计 MHP 产量达 12 万吨，同比增长超 40%，25H1 镍产品出货量 13.94 万吨，同比增长 83.91%；2) **铜：**25H1 铜产品同比小幅下降，主要系自产铜量逐步下滑；3) **钴：**25H1 钴产品出货量 2.08 万吨，同比下降 9.89%，主要系公司看好钴价后续涨势调整销售策略；4) **锂：**25H1 碳酸锂产量保持平稳；5) **正极材料：**25H1 三元正极材料出货量 3.96 万吨，同比增长 17.68%，超越市场平均增速，其中超高镍 9 系产品占比提升至六成以上，公司三元正极材料出口量占中国三元正极总出口量的 57%；6) **前驱体：**三元前驱体出货量 4.21 万吨，因主动减少部分低盈利产品出货，优化产品结构，较去年同期有所下滑。

► **价：刚果金政策扰动推动钴价环比显著修复，镍价环比小幅下行但底部明确。**2025Q2，公司主要产品价格铜（上期所）/MB 钴/LME 镍/前驱体（6 系）/正极材料（三元 6 系）/碳酸锂（电池级）分别为 7.77 万元/吨、15.80 美元/磅、15348 美元/吨、8.07 万元/吨、13.04 万元/吨、6.52 万元/吨，环比分别变动+0.03 万元/吨、+3.98 美元/磅、-454 美元/吨、+0.96 万元/吨、+0.60 万元/吨、-1.06 万元/吨。印尼政策频出拖底镍价，镍价走势预计易涨难跌，刚果（金）暂停钴原料出口刺激钴价中枢上行，伴随行业库存持续下滑，供给紧张局面有望驱动钴价中枢持续上行，公司深度受益。

► **项目建设稳步推进，打造高质量业务布局。上游资源端：**1) **镍：**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；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，波马拉拉区展开建设。2) **锂：**在津巴布韦，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%；项目生产运营指标不断优化，生产成本持续下降；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，项目建成后将充分发挥矿冶一体化优势，进一步降低锂盐生产成本。**下游锂电材料端：**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，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：**公司上游资源布局完善构建坚实护城河，下游锂电材料与国际资源和汽车巨头深度绑定，目前“四重底”确定，周期成长属性凸显。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 60.48、70.96、83.36 亿元，以 2025 年 8 月 25 日收盘价为基准，PE 分别为 14X、12X、10X，维持公司“推荐”评级。

► **风险提示：**产品价格大幅下跌、项目进展不及预期、需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	60,946	73,357	81,039	89,436
增长率（%）	-8.1	20.4	10.5	10.4
归属母公司股东净利润（百万元）	4,155	6,048	7,096	8,336
增长率（%）	24.0	45.6	17.3	17.5
每股收益（元）	2.44	3.55	4.17	4.90
PE	20	14	12	10
PB	2.2	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

48.14 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qizuxue@mszq.com

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：liting@mszq.com

相关研究

1. 华友钴业 (603799.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：业绩创新高，“四重底”成长可期-2025/04/21
2. 华友钴业 (603799.SH) 动态报告：珍惜“四重底”-2025/03/08
3. 华友钴业 (603799.SH) 2024 年三季报点评：Q3 业绩超预期，一体化优势显现-2024/10/20
4. 华友钴业 (603799.SH) 2024 年半年报点评：华飞镍产品放量，助推业绩环比显著增长-2024/08/24
5. 华友钴业 (603799.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：价格下行拖累业绩，一体化优势待显-2024/04/26

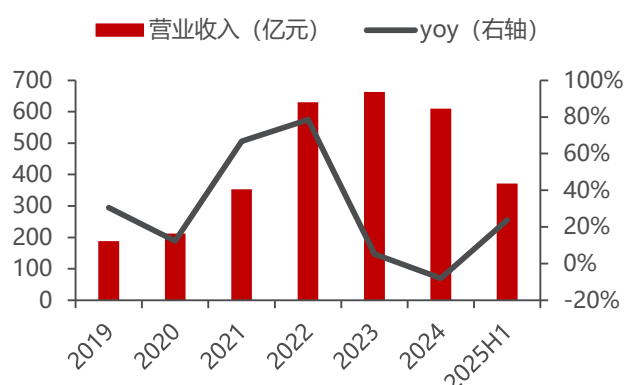
目录

1 公司发布 2025 年半年报	3
2 湿法镍项目超产贡献镍产品增量，经营业绩持续增长	4
2.1 同比来看，湿法镍项目稳产超产，镍产品盈利同比显著增长	4
2.2 环比来看，钴价环比增长带动盈利环比增长	8
2.3 子公司角度，印尼板块持续贡献增量	10
3 锂电材料一体化布局构筑坚实护城河，周期成长属性凸显	11
4 盈利预测与投资建议	18
5 风险提示	19
插图目录	21
表格目录	21

1 公司发布 2025 年半年报

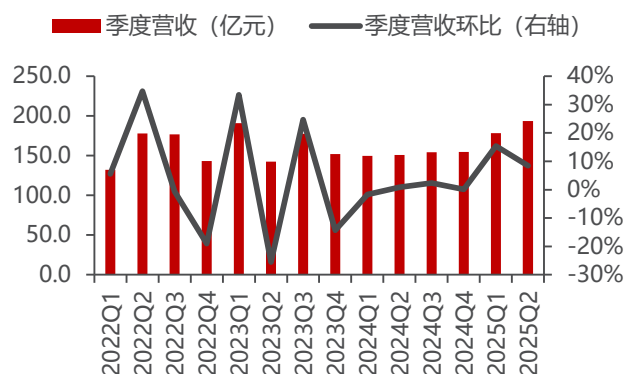
公司发布 2025 年半年报：2025H1，公司实现营收 371.97 亿元，同比增长 23.78%，归母净利润 27.11 亿元，同比增加 62.26%；扣非归母净利润 25.87 亿元，同比增加 47.68%。2025Q2，公司实现营收 193.55 亿元，同比增长 28.28%，环比增长 8.48%，实现归母净利润 14.59 亿元，同比增长 27.04%，环比增长 16.51%；扣非归母净利 13.60 亿元，同比增长 14.89%，环比增长 10.89%。

图1：2025H1，公司实现营收 371.97 亿元



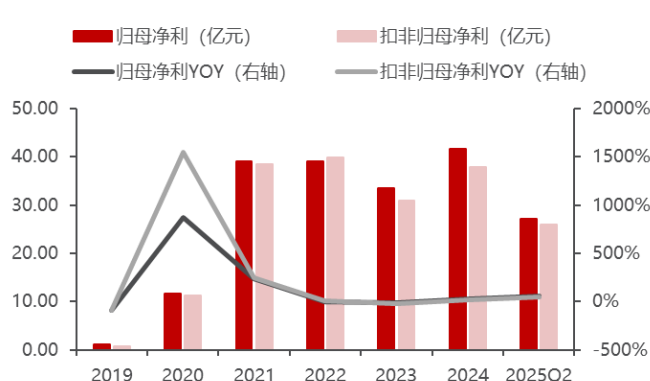
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2025Q2，公司实现营收 193.55 亿元



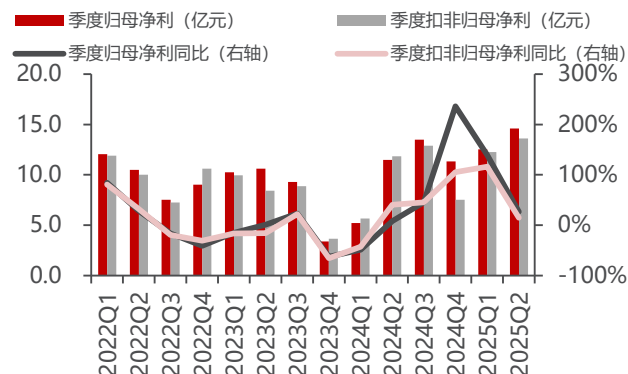
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2025H1，公司实现归母净利润 27.11 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2025Q2，公司实现归母净利润 14.59 亿元



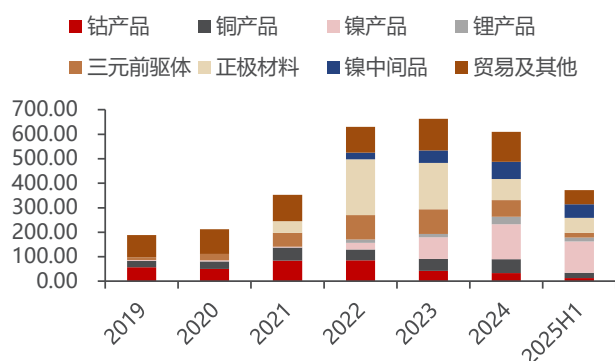
资料来源：ifind，民生证券研究院

2 湿法镍项目超产贡献镍产品增量，经营业绩持续增长

2.1 同比来看，湿法镍项目稳产超产，镍产品盈利同比显著增长

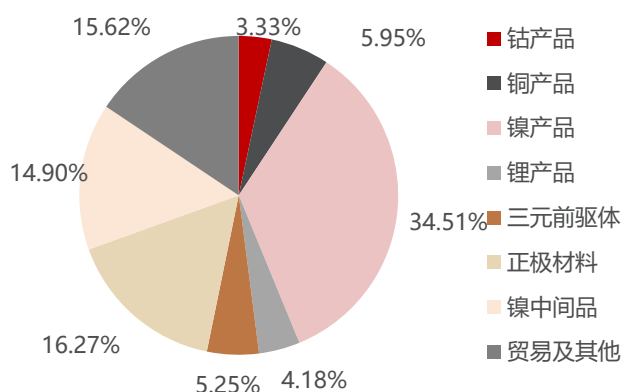
镍产品项目产能达产超产，营收占比持续提升。2025H1，**镍产品**共实现营收 128.37 亿元，同比增长 138%，营收贡献提升约 16.53pct 至 34.51%，**镍中间品**实现营收 55.43 亿元，同比增长 68%，营收贡献提升 3.94pct 到 10.96%，主要系华越和华飞项目持续稳产超产，25H1 湿法镍项目 MHP 出货量约 12 万吨，同比增长超 40%，镍产品出货量 13.94 万吨，同比增长 83.91%；**铜产品**实现营收 22.13 亿元，同比降低 25%，营收贡献下降 3.9pct 至 5.95%；**钴产品**实现营收 12.37 亿元，同比减少 44%，营收贡献下降 4.06pct 至 3.33%，25H1 钴产品出货量 2.08 万吨，同比下降 9.89%；**锂产品**实现营收 15.53 亿元，同比减少 6%，营收贡献同比下降 1.32pct 到 4.18%；**三元前驱体**实现营收 19.53 亿元，同比下降 41%，营收贡献下降 5.8pct 至 5.25%，25H1 三元前驱体出货量 4.21 万吨，主要系公司主动减少部分低盈利产品出货，优化产品结构；**正极材料**实现营收 60.53 亿元，同比增加 10%，营收贡献减少 1.96pct 至 16.27%，25H1 三元正极材料出货量 3.96 万吨，同比增长 17.68%，超高镍 9 系产品占比提升至六成以上，三元正极材料出口量占中国三元正极总出口量的 57%。

图5：公司分产品营收情况（单位：亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：2025H1 分产品营收占比结构

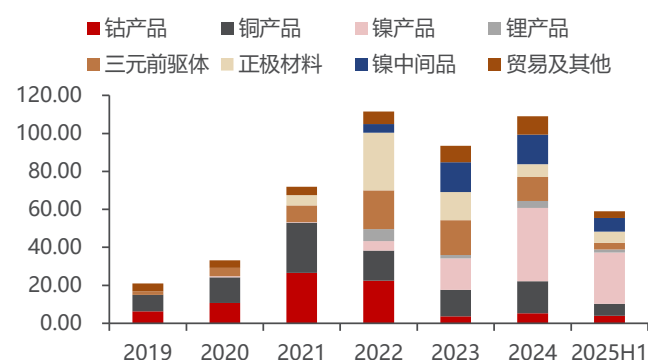


资料来源：ifind，民生证券研究院

镍价底部明确，钴价受益刚果金出口政策扰动有望迎来反弹机遇。2025H1，公司镍产品毛利占比 45.87%，同比提升 23.21pct，镍中间品毛利占比 12.03%，同比下降 7.65pct，铜产品毛利占比 10.57%，同比下降 10.51pct，钴产品毛利

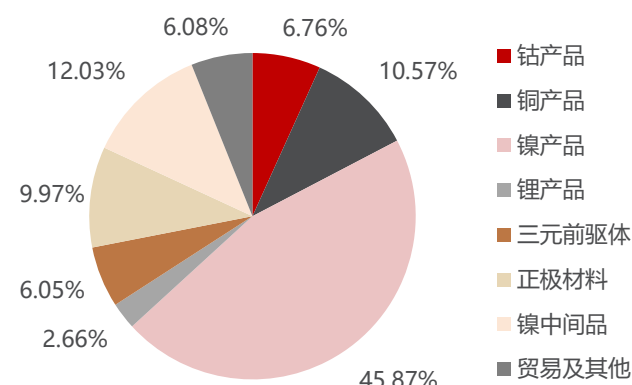
占比 6.76%，同比下降 0.9pct，锂产品毛利占比 2.66%，同比提升 1.13pct，三元前驱体毛利占比 6.05%，同比下降 4.35pct，正极材料毛利占比 9.97%，同比上升 0.39pct。2025H1，公司综合毛利率为 15.86%，同比减少 0.71pct。分产品看，2025H1，镍产品毛利率为 21.08%，同比提升 0.21pct，镍中间品毛利率为 12.80%，同比下降 16.94pct，铜产品毛利率为 28.19%，同比下降 7.28pct，锂产品毛利率为 10.13%，同比提升 5.5pct，钴产品毛利率为 32.25%，同比提升 15.07pct，正极材料毛利率为 9.72%，同比提升 1.01pct，三元前驱体毛利率为 18.29%，同比提升 2.69pct。跟踪主要价格指标可以看到，2025Q2，公司主要产品价格铜（上期所）/MB 钴/LME 镍/前驱体（6 系）/正极材料（三元 6 系）/碳酸锂（电池级）分别为 7.77 万元/吨、15.80 美元/磅、15348 美元/吨、8.07 万元/吨、13.04 万元/吨、6.52 万元/吨，环比分别变动+0.03 万元/吨、+3.98 美元/磅、-454 美元/吨、+0.96 万元/吨、+0.60 万元/吨、-1.06 万元/吨。

图7：公司毛利分产品占比情况（亿元）



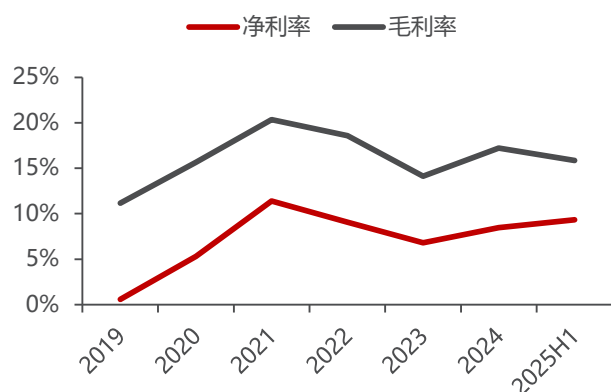
资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：2025H1 公司毛利分产品占比情况



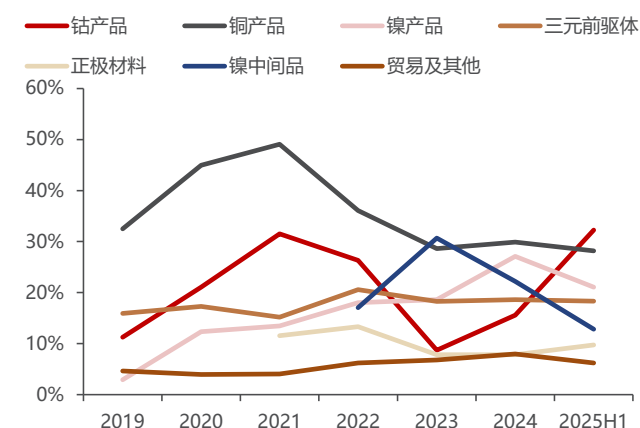
资料来源：ifind，民生证券研究院

图9：公司净利率与毛利率情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

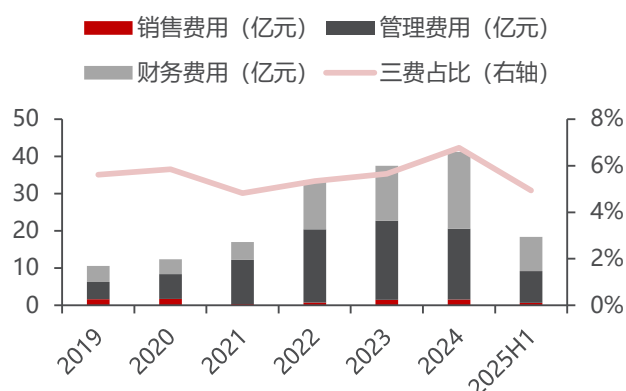
图10：公司分产品毛利率变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

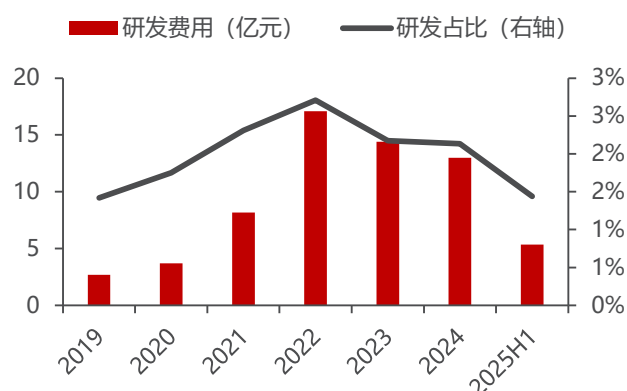
2025H1 年公司期间费用同比下降，降本成效显著。2025H1，公司期间费用约 23.70 亿元，同比下降 14.48%，占营收比重约 6.37%，同比下降 2.85pct，其中公司销售、管理、财务和研发费用占营收比重分别为 0.18%、2.30%、2.45% 和 1.44%，同比分别变动-0.04pct、-0.86pct、-1.11pct 和-0.85pct。

图11：2025H1 公司三费情况（销售、管理、财务）



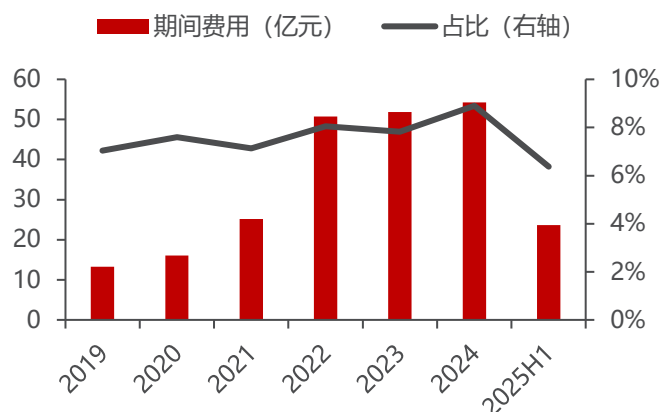
资料来源：ifind，民生证券研究院

图12：2025H1 公司研发费用情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

图13：2025H1 公司期间费用整体情况



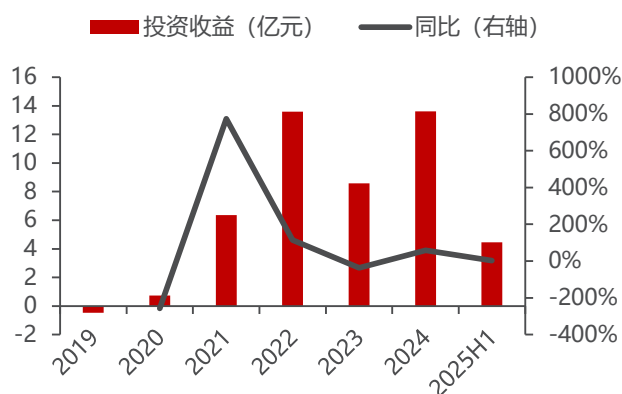
资料来源：wind，民生证券研究院

减值方面，2025H1，公司资产减值损失为-0.68 亿元，信用减值损失为-0.56 亿元。**投资收益方面**，2025H1，公司投资收益约 4.45 亿元，同比上升 2.29%。

资金管理方面，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，25H1 平均融资成本较上年降低 30 个基点。2025H1，公司资产结构保持平稳，公司资产负债率为 64.69%；公

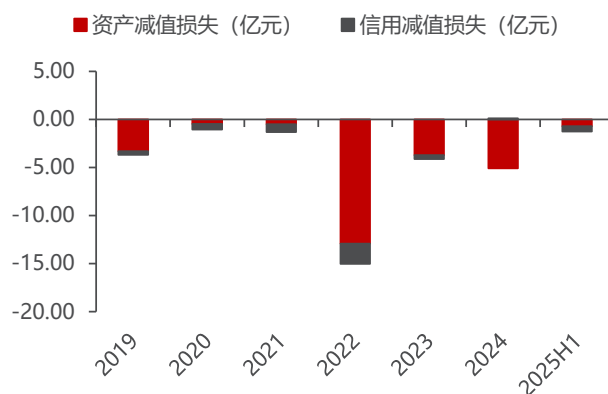
司实现经营性现金流净额 16.18 亿元，占营收比重 4.35%，主要系公司根据市场情况锁定原料价格，预付原料款所致。

图14：2025H1 公司投资收益情况



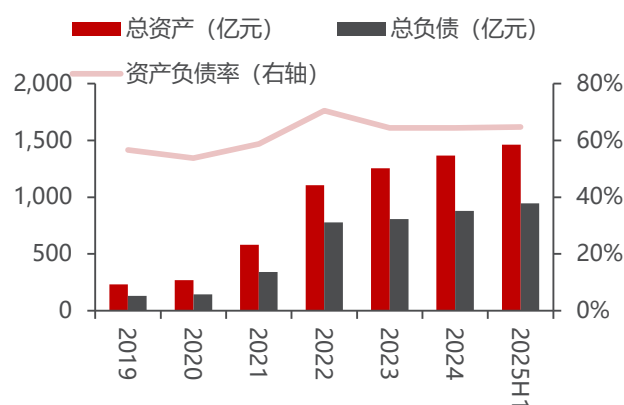
资料来源：ifind，民生证券研究院

图15：2025H1 公司减值损失情况（亿元）



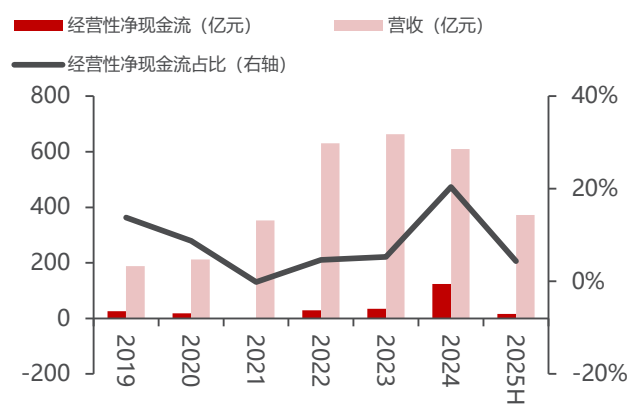
资料来源：ifind，民生证券研究院

图16：2025H1 年公司资产负债率保持平稳



资料来源：ifind，民生证券研究院

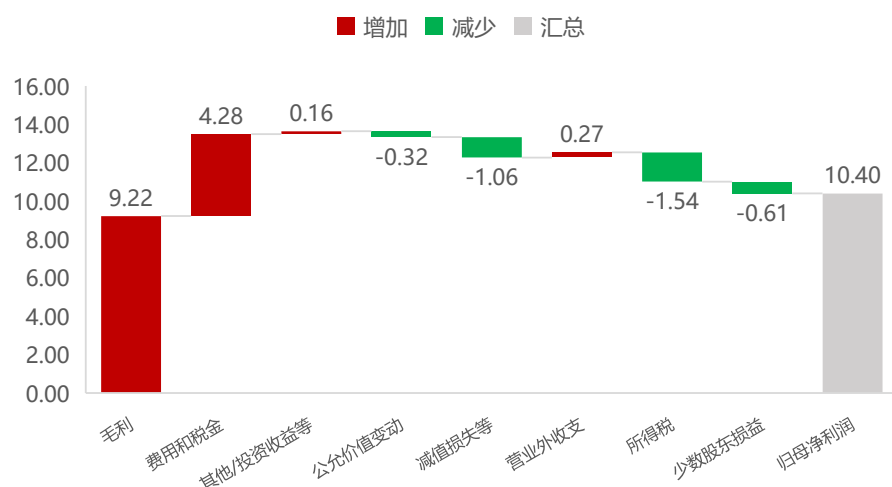
图17：2025H1 年公司经营活动现金流占比快速提升



资料来源：ifind，民生证券研究院

综合来看，2025H1 业绩同比增长主要系毛利显著增加。增利项主要来自毛利（+9.22 亿元）、费用及税金（+4.28 亿元）、其他/投资收益等（+0.16 亿元）、营业外收支（+0.27 亿元）；减利项主要来自公允价值变动（-0.32 亿元）、减值损失等（-1.06 亿元）、所得税（-1.54 亿元）、少数股东损益（-0.61 亿元）。

图18：2025H1 公司业绩同比变化拆分（单位：亿元）



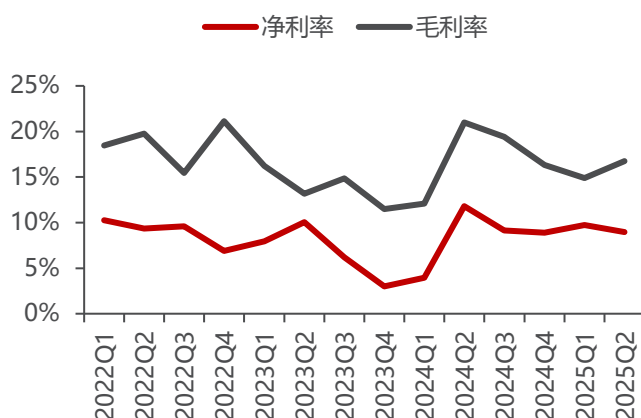
资料来源：ifind，民生证券研究院

2.2 环比来看，钴价环比增长带动盈利环比增长

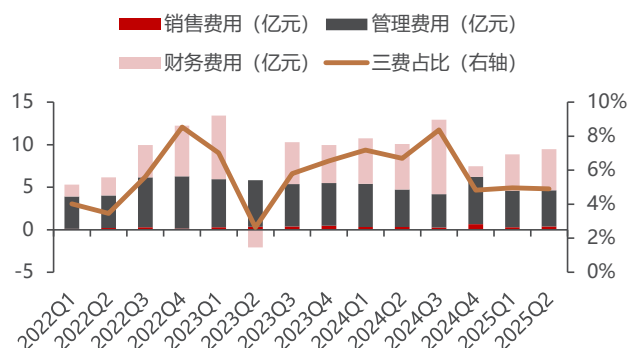
2025Q2，公司毛利率环比上升 1.89pct 到 16.77%，净利率环比下降 0.77pct 到 8.96%。

2025Q2，公司期间费用环比保持平稳。2025Q2 公司期间费用合计 12.57 亿元，环比增加 1.44 亿元，占营收比重约 6.50%，环比+0.26pct，主要系财务费用、研发费用环比小幅增长，销售费用、管理费用、财务费用和研发费用占营收比重分别为 0.19%、2.21%、2.50%、1.59%，环比分别变化+0.03pct、-0.20pct、+0.11pct、+0.32pct。

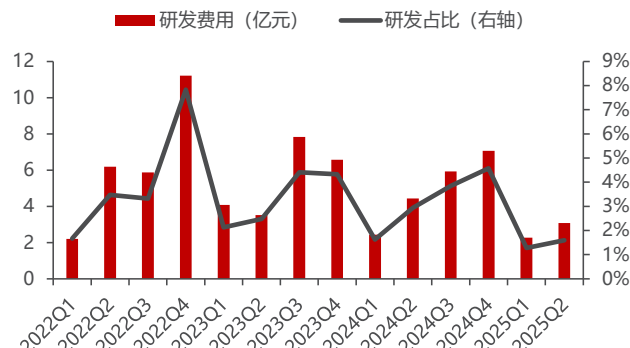
图19：公司分季度毛利率与净利率情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

图20：公司分季度三费情况


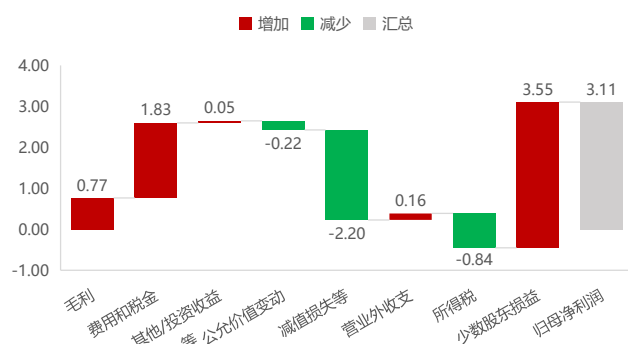
资料来源：ifind，民生证券研究院

图21：公司分季度研发费用率情况


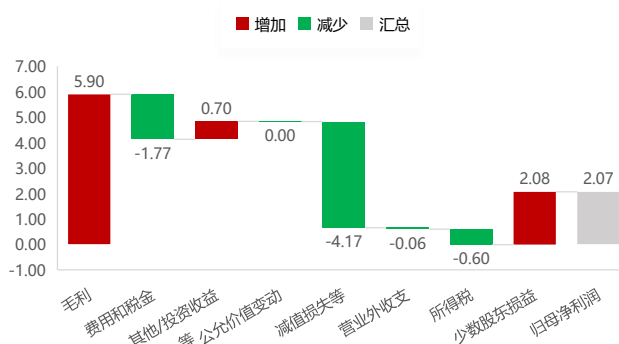
资料来源：ifind，民生证券研究院

同比来看，2025Q2 v.s. 2024Q2：2025Q2，公司归母净利润同比增加3.11 亿元。增利项主要来自于毛利（+0.77 亿元）、费用和税金（+1.83 亿元）、其他投资收益（+0.05 亿元）、营业外收支（+0.16 亿元）、少数股东损益（+3.55 亿元）；而减利项主要来自于减值损失（-2.20 亿元）、所得税（-0.84 亿元）、公允价值变动（-0.22 亿元）。

环比来看，2025Q2 v.s. 2025Q1：2025Q2，公司归母净利润环比增加2.07 亿元。增利项主要在于毛利（+5.90 亿元）、其他/投资收益等（+0.70 亿元）、少数股东损益（+2.08 亿元）；减利主要来自于费用和税金（-1.77 亿元）、减值损失等（-4.17 亿元）、营业外收支（-0.06 亿元）、所得税（-0.60 亿元）。

图22：2025Q2 业绩同比变化拆分（单位：亿元）


资料来源：ifind，民生证券研究院

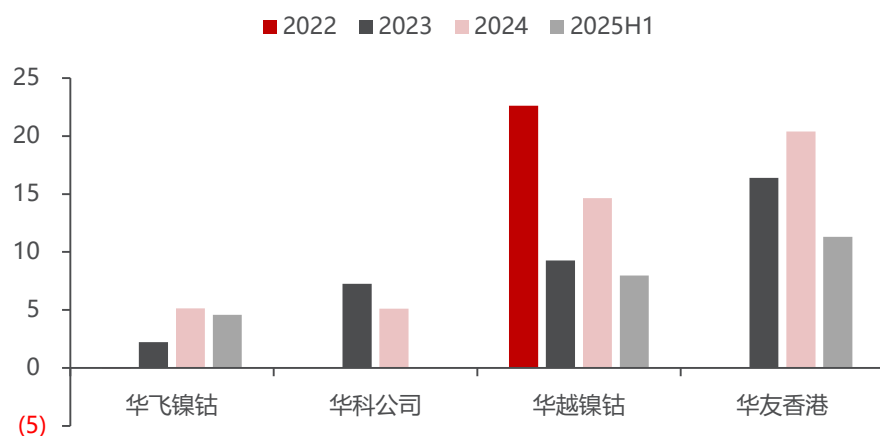
图23：2025Q2 业绩环比变化拆分（单位：亿元）


资料来源：ifind，民生证券研究院

2.3 子公司角度，印尼板块持续贡献增量

子公司华越镍钴、华科公司、华飞镍钴为公司上游镍金属主要生产单位，华越、华飞项目持续稳产超产。2018 年，公司启动了印尼红土镍矿资源开发，并逐步推进印尼镍资源项目布局。首先是 2018 年公司启动首个项目印尼华越年产 6 万吨镍金属量氢氧化镍钴湿法冶炼项目，华越项目自 2022 年上半年提前实现达产后持续稳产超产，目前公司持股比例 57%；其次是 2020 年 5 月公司启动华科年产 4.5 万吨镍金属量高冰镍项目，华科项目全流程于 2022 年四季度投料试产，并于 23 年一季度末基本实现达产，目前公司持股比例 70%；然后是 2021 年 5 月公司启动华飞公司年产 12 万吨镍金属量氢氧化镍钴湿法冶炼项目，华飞项目于 24 年一季度末达产，目前公司持股比例 51%。2025 年，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，波马拉园区展开建设。伴随 Pomalaa 湿法项目和 Sorowako 湿法项目建设投产，公司湿法镍产能实现翻倍。25H1 湿法镍项目 MHP 出货量约 12 万吨，同比增长超 40%，镍产品出货量 13.94 万吨，同比增长 83.91%。

图24：公司主要子公司净利润（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 锂电材料一体化布局构筑坚实护城河，周期成长属性凸显

公司拥有锂电正极材料产业最完整的一体化产业链闭环布局，从矿山原料到冶炼端，再由前驱体到正极材料，加上资源循环回收板块，上中下游高效协同是公司的核心优势。锂电材料行业呈现出“资源开发在境外、研发制造在中国、市场客户在全球”的典型特征，技术创新和成本优势是行业关键竞争要素，因此公司在近年来不断由钴业龙头向一体化产业链延伸布局，公司完成了总部在桐乡、资源保障在境外、制造基地在中国、市场在全球的空间布局，形成了从资源开发、有色精炼、新能源材料研发制造上、中、下游一体化的产业链条，布局了从钴镍资源开发、绿色冶炼加工、三元前驱体和正极材料制造到资源循环回收利用的新能源锂电产业生态。**公司有望完成从周期到成长的蜕变，削弱盈利周期性波动，与同类企业相比拥有明显优势。**

上游资源布局一：深耕刚果金，保障铜钴资源稳定供应。从资源端来看，公司铜钴资源集中于非洲资源板块，以自有矿山为核心，外部采购为补充。自有资源方面，公司通过子公司 CDM 公司、MIKAS 公司拥有 PE527 矿、KAMBOVE 尾矿及 SHONKOLE 矿的 4 项矿业权。截至 2024 年年报，公司 PE527 鲁苏西矿拥有铜矿石资源量 75.77 万吨，储量包含氧化矿 45.24 万吨；PE527 铜钴矿鲁库尼矿资源量 224.33 万吨，储量 130.53 万吨（包含新增可采硫化矿）。外购部分矿料由刚果金当地贸易系统收购，主要来自当地矿山与矿业公司。自有与外购结合使公司控制了丰富的钴铜矿资源，共同构建了公司原料供应的坚实后盾。

从冶炼端来看，公司铜钴冶炼产能分布于刚果金和中国。刚果金子公司 CDM 公司、MIKAS 公司主要将开采、选矿后的钴铜精矿通过湿法冶炼等方式生产粗制氢氧化钴和电积铜产品。国内制造基地冶炼产能主要来自于部分铜冶炼以及钴新材料的冶炼。目前公司在刚果金拥有 2.14 万吨的粗制氢氧化钴产能，CDM 公司 6.6 万吨和 MIKAS 公司 3 万吨粗铜/电积铜产能，再加上国内铜钴冶炼产能，公司已经形成了约 11 万吨铜+3.9 万吨钴的年产能，铜钴业务为公司产能扩建提供了护城河。

表1：公司在刚果金的自有矿山情况（2024 年年报）

矿山名称	主要品种	资源量	储量	品位	年产量	资源剩余可 开采年限	许可证/采矿权 有效期
刚果（金）PE527 矿权鲁苏西 铜钴矿	铜、钴	75.77 万 吨	硫化矿：0 万吨 氧化矿：45.24 万 吨	铜：2.00% 钴：0.88%	110 万吨	0.41 年	矿权续期手续正 在办理中
刚果（金）PE527 矿权鲁库 尼铜矿	铜	224.33 万吨	混合矿、硫化矿： 130.53 万吨	铜：1.10%	110 万吨	1.18 年	矿权续期手续正 在办理中
PE527 鲁苏西地表堆存矿	铜、钴	356.14 万吨	硫化矿：52.63 万 吨；氧化矿： 303.51 万吨	铜：1.51% 钴：0.43%	/	/	自采堆存矿
PE527 鲁库尼地表堆存矿	铜	78.24 万 吨	氧化矿：78.24 万 吨	铜：0.91%	/	/	低品位原地表堆 存矿
MIKAS lower 尾矿	铜、钴	108.74 万吨	尾矿：108.74 万 吨	铜：0.82% 钴：0.20%	/	/	/

资料来源：公司公告，民生证券研究院

上游资源布局二：印尼布局低成本湿法镍，未来公司成长的核心 alpha。公司在印尼的镍钴布局主要包括镍矿-园区服务-能源保障布局，以及配套的湿法及火法冶炼产能布局，帮助公司形成了深厚的护城河。

- **公司已参股 WBN、SCM、AJB、WKM、TMS 等七座矿山，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。**在目前公司在印尼参股的镍矿项目包括：**1) 维达湾镍业项目：**该项目镍金属资源量约 930 万金属吨，公司参股新越科技，穿透股权比例为 15.39%，公司对应权益资源量为 143 万吨；**2) HLN 项目：**22 年 5 月，公司认购相当于 HLN 公司 10% 股权的可转债，HLN 控股的 JPI 持有 SCM 镍矿 51% 股权。SCM 镍矿靠近公司华越项目，镍资源丰富，合计拥有镍资源量 1445 万吨，钴资源量 100 万吨。同时公司**延伸布局园区服务：**在保障印尼镍业务顺利推进的同时，实现稳定投资收益。HLN 控股的 JPI 持有 CSI 冶炼厂 49% 股权，BSI 冶炼厂 29.4% 股权。HLN 全资子公司 JIM 持有 CEI 水电厂 98.3% 股权以及 IKIP 工业园 32% 股权，公司园区布局不断完善。**3) 24 年 3 月，**公司成功完成 AJB 和 WKM 两个印尼矿山项目的少数股权交割，进一步增强了公司镍矿资源储备。**4) 2025H1，**公司在印尼新增参股 2 个红土镍矿，镍钴资源储备进一步增厚。

表2：公司镍矿-园区服务-能源保障布局

项目	环节	项目地点	产品形式	现有产能/资源量	穿透权益
维达湾镍业	镍钴资源	印尼小 K 岛	镍钴矿+镍铁	镍金属资源量约 930 万金属吨	15.39%
HLN	镍钴资源	印尼大 K 岛	镍钴矿	镍金属资源量 1445 万吨+钴资源量 100 万吨	4.86%
WKM	镍资源	印尼	镍矿	/	24 年 3 月完成少数股权
AJB	镍资源	印尼	镍矿	/	交割
纬达贝工业园	园区	印尼小 K 岛	园区服务		24%
维斯通	能源	印尼小 K 岛	能源供应		24%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

- 公司目前在印尼共布局多个镍冶炼项目，冶炼工艺以湿法为主，产品形式为 MHP 和高冰镍，已先后建成华越 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，伴随 Pomalaa 湿法项目和 Sorowako 湿法项目建成投产，公司湿法产能可实现翻倍达 36 万吨。

1) 华越 6 万吨湿法项目：22 年 4 月已提前达产，2023 年华越 6 万吨镍金属量湿法冶炼项目稳产超产，SCM 矿浆管道全线贯通；2) 华科 4.5 万吨火法项目：22 年 4 月电炉提前点火生产，22H2 已投产，生产的第一批高冰镍已于 22 年 12 月运回国内，2023 年华科 4.5 万吨镍金属量高冰镍项目实现达产；3) 华飞 12 万吨湿法项目：2023 年 6 月开始部分产线投料，于 2024 年一季度末基本实现达产，同时目前华飞项目部分镍矿原料依赖岛外采购，伴随参股镍矿贡献产量支撑，成本优化空间值得期待；4) 其他项目：公司收购擎天火法项目增加约 2 万吨（金属量）镍中间品产能，年产 12 万吨镍金属量的 Pomalaa 湿法项目已经开工建设，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，波马拉园区展开建设。

表3：公司印尼镍冶炼项目梳理

项目名称	穿透权益比例	产品形式	产能规划	项目进展
华越项目	57%	MHP	6 万吨镍+7800 吨钴	2022 年上半年提前实现达产后持续稳产超产
华科项目	70%	高冰镍	4.5 万吨镍	23 年一季度末实现达产
华飞项目	51%	MHP	12 万吨镍+1.5 万吨钴	24 年一季度未达产
Pomalaa 湿法项目	/	MHP	12 万吨镍	与淡水河谷、福特汽车合作的 Pomalaa 湿法项目建设前期准备工作有序开展
Sorowako 湿法项目	/	MHP	6 万吨镍	与淡水河谷合作的 Sorowako 湿法项目有序推进

资料来源：公司公告，民生证券研究院

上游资源布局三：布局锂矿补齐能源金属资源最后的拼图。公司旗下锂资源布局为一参股一控股，其中参股的锂资源项目为非洲刚果金 Manono 锂矿项目，控股的锂矿项目为非洲津巴布韦 Arcadia 锂矿项目，两个项目均为优质锂矿，锂价高位下有望成为公司未来业绩超预期的核心。

- **公司旗下布局的第一个锂项目是 AVZ 旗下的 Manono 锂矿，目前还处于前期开发阶段。**2017 年公司率先认购澳大利亚 AVZ 的股份，截至 2022 年 6 月 30 日，华友持有 AVZ 公司 6.14% 股权，是 AVZ 的第二大股东，AVZ 持有 Manono 氧化锂项目的 75% 的股权，据此计算公司穿透持有 Manono 项目 4.72% 的权益。据 AVZ 公司披露，Manono 锂矿为全球已发现最大可露天开发的富锂 LCT（锂、铯、钽）伟晶岩矿床之一，其总资源量达到 4.01 亿吨，氧化锂平均品位为 1.63%，储量达到 1.32 亿吨，氧化锂平均品位为 1.63%。AVZ 计划初期建设产能为 70 万吨锂精矿/年，同时建设 4.6 万吨/年硫酸锂产能，开采年限为 29.5 年。
- **公司旗下首次控股锂矿项目为 Arcadia 锂矿，并同步规划 5 万吨锂盐冶炼产能。**截至 2021 年 10 月，前景公司公布的 Arcadia 项目 JORC（2012）标准资源量为 7,270 万吨，氧化锂品位 1.06%，五氧化二钽品位 121ppm，氧化锂金属量 77 万吨（碳酸锂当量 190 万吨），五氧化二钽金属量 8,800 吨。根据公司 2022 年 6 月公告，Arcadia 锂矿项目总投资 2.7 亿美元，项目建成后处理原矿 1.5 万吨/天，年产 23 万吨透锂长石精矿和 29.7 万吨锂辉石精矿，同时在国内配套锂冶炼产能，以广西华友锂业为主体建设年产 5 万吨锂盐冶炼项目，建设期 2 年，年处理锂辉石规模 38.9 万吨，总投资 21.1 亿元。**截止 2025H1，在津巴布韦通过补充勘探，Arcadia 锂矿保有资源量按碳酸锂当量已经从 150 万吨增加至 245 万吨，品位提升至 1.34%。**

表4：Arcadia 矿石储量估算（2021 年 10 月）

类别	矿石量 (百万吨)	Li ₂ O 品位 (%)	Ta ₂ O ₅ 品位 (ppm)	Li ₂ O 金属量 (万吨)	碳酸锂当量 (万吨)	Ta ₂ O ₅ 金属量 (吨)
证实储量	11.8	1.25	114	14.4	36	1,361
概略储量	30.5	1.17	123	35.7	88	3,765
总储量	42.3	1.19	121	50.4	124	5,126

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表5: Arcadia 矿产资源量估算 0.2%Li₂O 边界品位

类别	矿石量 (百万吨)	Li ₂ O 品位 (%)	Ta ₂ O ₅ 品位 (ppm)	Li ₂ O 金属量 (万吨)	碳酸锂当量 (万吨)	Ta ₂ O ₅ 金属量 (吨)
探明资源	15.8	1.12	113	17.7	44	1,769
控制资源	45.6	1.06	124	48.4	119	5,670
推断资源	11.2	0.99	119	11.1	27	1,315
合计	72.7	1.06	121	77	190	8,800

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

- **Arcadia 锂矿持续放量, 硫酸锂项目有望助力大幅降低锂盐生产成本, 贡献增量利润。**公司 2023 年 3 月 20 日公告, 公司前景锂业 Arcadia 锂矿项目全部产线已完成设备安装调试工作, 年处理 450 万吨矿石的产线全线贯通并投料试产成功, 成功产出第一批产品。前景锂业 Arcadia 锂矿项目是华友钴业在非洲最大的单体投资项目, 于 2022 年 2 月立项完毕, 自 5 月 16 日正式破土动工, 仅仅九个多月便完成了项目的建设 and 投料, 是非洲地区开发速度最快的锂项目之一。2023 年, 非洲区津巴布韦 Arcadia 锂矿项目建成投产, 广西区配套年产 5 万吨电池级锂盐项目碳酸锂产线于 2024 年一季度实现达产达标。2024 年, 津巴布韦 Arcadia 锂矿项目运营有序, 实现锂精矿出货量约 40 万吨, 同比增长 41%, 生产能力大幅提升; 同时公司规划 5 万吨硫酸锂项目于 25 年一月份开工建设, 项目建成后将实现锂精矿到锂盐的矿冶一体化, 大幅降低锂盐生产成本。**截至 2025H1, 公司锂板块项目生产运营指标不断优化, 生产成本持续下降; 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, 项目建成后将充分发挥矿冶一体化优势, 进一步降低锂盐生产成本。**

图25: Arcadia 锂矿产出第一批产品



资料来源: 奋斗的华友人, 民生证券研究院

图26: Arcadia 锂矿生产设施鸟瞰图



资料来源: 奋斗的华友人, 民生证券研究院

下游布局一: 三元前驱体十年磨剑, 持续扩产剑指全球一体化龙头。公司通过自建及合资两种途径, 稳步推进三元前驱体产能扩建。目前, 公司三元前驱体

项目建设主要落地华友衢州、广西玉林和浙江桐乡。2018 年公司与 LG 化学合资成立华金公司布局前驱体项目，通过控股企业华友新能源持股华金公司 51%股权，华友钴业实际权益占比 20.51%；与浦项公司合资成立华浦公司，通过华友新能源持股 60%，华友钴业实际权益占比 24.14%。公司三元前驱体产能的扩建将在近年得到释放，产能将有较大幅度的增长。

下游布局二：收购巴莫科技，正极材料加速放量。公司通过收购正极材料头部企业天津巴莫，快速切入三元正极材料市场，于广西进行一体化项目投资，进一步压降各环节成本，提升正极材料毛利率。公司通过可转债募资，由全资子公司广西巴莫建设“年产 5 万吨（金属量）高纯电池级硫酸镍生产线、年产 10 万吨高镍型动力电池用三元前驱体材料生产线和年产 5 万吨高镍型动力电池用三元正极材料生产线”，预计项目内部收益率为 20.18%，预计投资回收期（含 2 年建设期）为 6.49 年，达产后可新增 5 万吨高镍型动力电池三元正极材料产能。

表6：公司三元材料产能建设计划

项目名称	地点	华友钴业权益占比	项目情况	目前产能	规划产能
广西巴莫	广西	100%	预计 2025 年初建成	-	5 万吨
成都巴莫	成都	36.86%	稳定量产	10 万吨	10 万吨
乐友（华友新能源 49%）	无锡	19.71%	稳定量产	4 万吨	
浦华（华友钴业 40%）	浙江	40%	稳定量产	3 万吨	3 万吨
天津巴莫（巴莫科技 49%）	天津	17.97%		0.5 万吨	远期规划6.6万吨（韩国龟尾）

资料来源：公司公告，民生证券研究院

下游布局三：积极布局锂电池循环回收业务，形成锂电材料闭环。公司子公司华友衢州和资源再生分别进入工信部发布的符合《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》企业名单第一批次和第二批次。公司与多家知名整车企业合作梯次利用开发和承接退役电池再生处理，与多家知名电池企业合作以废料换材料的战略合作模式，已与多家国内外整车企业达成退役电池回收再生合作。22 年 5 月，公司与宝马集团开展动力电池材料闭环回收与梯次利用的创新合作；与 LG 化学在韩国成立合资公司，深化正极材料业务合作；22 年 7 月，公司与 LG 新能源就废旧动力蓄电池再生利用达成合作意向。随着业务开拓，公司正在形成从钴镍锂资源开发、绿色冶炼加工、前驱体和正极材料制造到资源循环回收利用的新能源锂电产业生态。目前公司回收业务模式为梯次利用和以废料换材料两种模式，具备年处理废旧电池料 6.5 万吨产能。公司通过回收网络体系建立、梯次利用开发、资源化利用、废料换材料和电池维修维护再制造等商业模式创新，与宝马、大众、丰田、LG 新能源、一汽、长安、广汽、上汽、蔚来、理想等国内外主流汽车生产企业及电池领军企业开展广泛合作，为客户提供全球化、无害化且可持续的废旧电池解决方案。

公司还积极进行国际化布局，在印尼，华翔 5 万吨硫酸镍项目建成试产，华能 5 万吨三元前驱体一期项目于 11 月基本建成，今年一季度已实现批量供货，标志着公司新能源锂电材料一体化布局在印尼落地生根；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。

华能项目为集团首个海外前驱体产能，具备从资源到材料无缝衔接、园区公辅全面配套的一体化产业链竞争优势。2024 年 10 月 18 日，华友钴业华能新材料（印尼）有限公司“年产 5 万吨高镍动力电池三元前驱体材料项目”一期主体竣工暨投料仪式，在印度尼西亚纬达贝工业园成功举行，是印尼首个华友投资的新能源锂电池三元材料项目工厂主体建成并投产，开启华友产品国际制造的步伐。华能项目占地面积约 6.5 万平方米，建筑面积约 7 万平方米，2024 年 4 月开工建设，仅 6 个月就实现竣工投产。2025 年 2 月 28 日，华能项目二期机械全面竣工仪式在纬达贝工业园成功举行，至此印尼首个华友投资的新能源锂电池三元材料全产业链项目一、二期已全面建成。该项目绑定北美优质客户，伴随产能逐步爬坡有望贡献增量盈利。

图27：华能项目航拍图



资料来源：华友钴业公众号，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

公司上游资源布局完善构建坚实护城河，下游锂电材料与国际资源和汽车巨头深度绑定，目前“四重底”确定，周期成长属凸显。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 60.48、70.96、83.36 亿元，以 2025 年 8 月 25 日收盘价为基准，PE 分别为 14X、12X、10X，维持公司“推荐”评级。

5 风险提示

1) 产品价格大幅下跌的风险。公司产品的盈利随金属价格的波动而变化，若金属价格出现下跌，公司业绩将会受到不利影响。

2) 公司募投项目进展不及预期。公司有较多在建项目，若部分项目的投产、达产进度受到内部或外部因素干扰延期，则会对公司利润产生不利影响。

3) 需求不及预期。公司在建项目较多，产能增长迅速，若下游市场开拓遇到困难，或是需求增长不及预期，导致公司产能利用率不足，单吨折旧摊销会增加，从而使得成本增加，叠加产量增长不及预期，对公司盈利产生打击。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	60,946	73,357	81,039	89,436
营业成本	50,446	60,422	66,004	72,007
营业税金及附加	443	440	486	537
销售费用	159	169	178	197
管理费用	1,895	2,054	2,269	2,504
研发费用	1,300	1,394	1,459	1,610
EBIT	6,629	9,230	11,032	13,011
财务费用	2,070	2,345	2,428	2,539
资产减值损失	-509	-1	0	0
投资收益	1,362	880	972	1,073
营业利润	5,659	7,764	9,576	11,545
营业外收支	-74	0	0	0
利润总额	5,585	7,764	9,576	11,545
所得税	426	388	479	577
净利润	5,158	7,376	9,098	10,968
归属于母公司净利润	4,155	6,048	7,096	8,336
EBITDA	11,208	13,919	16,204	18,657

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,452	24,579	31,499	39,507
应收账款及票据	6,802	8,441	9,325	10,291
预付款项	2,950	3,625	3,630	3,960
存货	17,297	17,382	18,083	19,728
其他流动资产	7,598	9,225	9,509	9,819
流动资产合计	54,099	63,252	72,046	83,306
长期股权投资	12,358	13,238	14,211	15,284
固定资产	51,098	56,307	60,162	64,028
无形资产	4,918	4,901	4,867	4,832
非流动资产合计	82,492	87,177	89,667	92,266
资产合计	136,591	150,429	161,713	175,571
短期借款	20,754	23,754	26,754	29,754
应付账款及票据	16,251	19,037	18,445	18,742
其他流动负债	15,337	17,502	17,489	17,703
流动负债合计	52,343	60,293	62,688	66,199
长期借款	19,502	18,520	19,520	20,320
其他长期负债	16,086	16,171	16,171	16,171
非流动负债合计	35,588	34,691	35,691	36,491
负债合计	87,931	94,984	98,380	102,690
股本	1,692	1,702	1,702	1,702
少数股东权益	11,715	13,189	15,190	17,823
股东权益合计	48,661	55,445	63,333	72,882
负债和股东权益合计	136,591	150,429	161,713	175,571

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-8.08	20.36	10.47	10.36
EBIT 增长率	27.72	39.25	19.52	17.94
净利润增长率	23.99	45.57	17.32	17.47
盈利能力 (%)				
毛利率	17.23	17.63	18.55	19.49
净利率	6.82	8.25	8.76	9.32
总资产收益率 ROA	3.04	4.02	4.39	4.75
净资产收益率 ROE	11.25	14.31	14.74	15.14
偿债能力				
流动比率	1.03	1.05	1.15	1.26
速动比率	0.56	0.62	0.72	0.82
现金比率	0.37	0.41	0.50	0.60
资产负债率 (%)	64.38	63.14	60.84	58.49
经营效率				
应收账款周转天数	40.74	42.00	42.00	42.00
存货周转天数	125.15	105.00	100.00	100.00
总资产周转率	0.47	0.51	0.52	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	2.44	3.55	4.17	4.90
每股净资产	21.71	24.83	28.29	32.36
每股经营现金流	7.31	8.28	8.00	9.29
每股股利	0.50	0.71	0.83	0.98
估值分析				
PE	20	14	12	10
PB	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	10.84	8.73	7.50	6.51
股息收益率 (%)	1.04	1.48	1.73	2.04

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	5,158	7,376	9,098	10,968
折旧和摊销	4,579	4,689	5,172	5,646
营运资金变动	874	368	-2,478	-2,741
经营活动现金流	12,431	14,091	13,615	15,811
资本开支	-6,688	-7,577	-6,689	-7,172
投资	-2,603	2	0	0
投资活动现金流	-7,668	-8,344	-6,689	-7,172
股权募资	310	156	0	0
债务募资	8,196	2,617	4,000	3,800
筹资活动现金流	25	-620	-6	-630
现金净流量	4,990	5,127	6,920	8,008

插图目录

图 1: 2025H1, 公司实现营收 371.97 亿元	3
图 2: 2025H1, 公司实现归母净利润 27.11 亿元	3
图 3: 2025Q2, 公司实现营收 193.55 亿元	3
图 4: 2025Q2, 公司实现归母净利润 14.59 亿元	3
图 5: 公司分产品营收情况 (单位: 亿元)	4
图 6: 2025H1 分产品营收占比结构	4
图 7: 公司毛利分产品占比情况 (亿元)	5
图 8: 2025H1 公司毛利分产品占比情况	5
图 9: 公司净利率与毛利率情况	5
图 10: 公司分产品毛利率变化	5
图 11: 2025H1 公司三费情况 (销售、管理、财务)	6
图 12: 2025H1 公司研发费用情况	6
图 13: 2025H1 公司期间费用整体情况	6
图 14: 2025H1 公司投资收益情况	7
图 15: 2025H1 公司减值损失情况 (亿元)	7
图 16: 2025H1 年公司资产负债率保持平稳	7
图 17: 2025H1 年公司经营活动现金流占比快速提升	7
图 18: 2025H1 公司业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	8
图 19: 公司分季度毛利率与净利率情况	8
图 20: 公司分季度三费情况	9
图 21: 公司分季度研发费用率情况	9
图 22: 2025Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	9
图 23: 2025Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)	9
图 24: 公司主要子公司净利润 (亿元)	10
图 25: Arcadia 锂矿产出第一批产品	15
图 26: Arcadia 锂矿生产设施鸟瞰图	15
图 27: 华能项目航拍图	17

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司在刚果金的自有矿山情况 (2024 年年报)	12
表 2: 公司镍矿-园区服务-能源保障布局	13
表 3: 公司印尼镍冶炼项目梳理	13
表 4: Arcadia 矿石储量估算 (2021 年 10 月)	14
表 5: Arcadia 矿产资源量估算 0.2%Li ₂ O 边界品位	15
表 6: 公司三元材料产能建设计划	16
公司财务报表数据预测汇总	20

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048