

业绩持续增长，深度受益钴价上行

2025 年 10 月 20 日

➤ **事件：公司发布 2025 年三季报，业绩持续增长。**2025 年前三季度，公司实现营收约 589 亿元，同比增长 29.57%，归母净利润 42.16 亿元，同比增加 39.59%；扣非归母净利润 40.12 亿元，同比增加 31.92%。2025Q3，公司实现营收约 217 亿元，同比增长 40.85%，环比增长 12.35%，实现归母净利润 15.05 亿元，同比增长 11.53%，环比增长 3.18%；扣非归母净利 14.25 亿元，同比增长 10.52%，环比增长 4.76%。

➤ **量：镍项目持续稳产超产，钴产品出货环比提升。**1) **镍：**华飞和华越项目持续稳产超产，25Q3 预计镍产品产量环比持平；2) **钴：**钴价环比持续上涨公司释放部分库存，25Q3 预计钴产品出货量环比增加；3) **铜：**伴随刚果金进入丰水期电力供应改善，25Q3 预计铜产品产量环比增加；4) **锂：**公司产能已达产，25Q3 碳酸锂产量预计环比保持平稳；5) **正极材料：**25Q3 预计三元正极材料出货量环比继续增加，主要得益于公司在客户端份额提升。

➤ **价：刚果金配额政策落地钴价加速上涨，镍价环比小幅下行但底部明确。**2025Q3，公司主要产品价格铜（上期所）/钴/LME 镍/前驱体（6 系）/三元正极材料（6 系）/碳酸锂分别为 7.95 万元/吨、26.68 万元/吨、15226 美元/吨、8.01 万元/吨、12.66 万元/吨、7.30 万元/吨，环比分别变动+0.18 万元/吨、+2.73 万元/吨、-122 美元/吨、-0.06 万元/吨、-0.38 万元/吨、+0.78 万元/吨。刚果（金）钴原料出口配额政策落地，25 年剩余时间内可出口配额约 1.80 万金属吨，2026 和 2027 年出口配额约 9.66 万吨，仅占 2024 年刚果金钴产量（22 万吨）的 44%，钴原料短缺局势难改，钴价中枢上行趋势明确，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，波马拉拉园区展开建设。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 10 月份转型窑烘炉顺利点火，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 59.74、79.07、97.72 亿元，以 2025 年 10 月 17 日收盘价为基准，PE 分别为 20X、15X、12X，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	82,243	91,461	100,338
增长率（%）	-8.1	34.9	11.2	9.7
归属母公司股东净利润（百万元）	4,155	5,974	7,907	9,772
增长率（%）	24.0	43.8	32.3	23.6
每股收益（元）	2.19	3.15	4.16	5.15
PE	28	20	15	12
PB	3.2	2.8	2.4	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 17 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

61.46 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：lting@glms.com.cn

相关研究

- 1.华友钴业 (603799.SH) 2025 年半年报点评：业绩持续快速增长，周期成长属性凸显-2025/08/26
- 2.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
- 3.华友钴业 (603799.SH) 动态报告：珍惜“四重底”-2025/03/08
- 4.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
- 5.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

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	82,243	91,461	100,338
营业成本	50,446	69,009	75,174	81,083
营业税金及附加	443	493	549	602
销售费用	159	132	146	161
管理费用	1,895	1,809	2,012	2,207
研发费用	1,300	1,398	1,555	1,706
EBIT	6,629	9,731	12,390	14,981
财务费用	2,070	2,337	2,458	2,579
资产减值损失	-509	-2	0	0
投资收益	1,362	822	915	1,003
营业利润	5,659	8,190	10,847	13,405
营业外收支	-74	-25	0	0
利润总额	5,585	8,165	10,847	13,405
所得税	426	817	1,085	1,341
净利润	5,158	7,349	9,762	12,065
归属于母公司净利润	4,155	5,974	7,907	9,772
EBITDA	11,208	14,446	17,638	20,730

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,452	21,491	27,783	36,551
应收账款及票据	6,802	9,464	10,524	11,546
预付款项	2,950	4,141	4,135	4,460
存货	17,297	19,852	20,596	22,215
其他流动资产	7,598	10,044	10,385	10,712
流动资产合计	54,099	64,991	73,422	85,483
长期股权投资	12,358	13,180	14,095	15,098
固定资产	51,098	57,282	62,086	65,925
无形资产	4,918	4,901	4,867	4,832
非流动资产合计	82,492	89,204	92,585	95,087
资产合计	136,591	154,195	166,007	180,570
短期借款	20,754	23,754	26,754	29,754
应付账款及票据	16,251	21,742	21,008	21,104
其他流动负债	15,337	18,654	18,634	18,817
流动负债合计	52,343	64,150	66,395	69,674
长期借款	19,502	18,267	19,267	20,067
其他长期负债	16,086	16,197	16,197	16,197
非流动负债合计	35,588	34,464	35,464	36,264
负债合计	87,931	98,614	101,860	105,939
股本	1,692	1,899	1,899	1,899
少数股东权益	11,715	13,235	15,090	17,383
股东权益合计	48,661	55,580	64,147	74,631
负债和股东权益合计	136,591	154,195	166,007	180,570

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	34.95	11.21	9.71
EBIT 增长率	27.72	46.81	27.33	20.91
净利润增长率	23.99	43.80	32.35	23.59
盈利能力 (%)				
毛利率	17.23	16.09	17.81	19.19
净利率	6.82	7.26	8.65	9.74
总资产收益率 ROA	3.04	3.87	4.76	5.41
净资产收益率 ROE	11.25	14.11	16.12	17.07
偿债能力				
流动比率	1.03	1.01	1.11	1.23
速动比率	0.56	0.55	0.65	0.76
现金比率	0.37	0.34	0.42	0.52
资产负债率 (%)	64.38	63.95	61.36	58.67
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	0.57	0.57	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	2.19	3.15	4.16	5.15
每股净资产	19.45	22.30	25.83	30.14
每股经营现金流	6.55	7.08	7.36	8.84
每股股利	0.50	0.63	0.83	1.03
估值分析				
PE	28	20	15	12
PB	3.2	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	13.42	10.41	8.53	7.26
股息收益率 (%)	0.81	1.02	1.35	1.67

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	5,158	7,349	9,762	12,065
折旧和摊销	4,579	4,714	5,248	5,749
营运资金变动	874	-273	-2,894	-3,014
经营活动现金流	12,431	13,455	13,982	16,792
资本开支	-6,688	-8,627	-7,714	-7,248
投资	-2,603	5	0	0
投资活动现金流	-7,668	-10,396	-7,714	-7,248
股权募资	310	353	0	0
债务募资	8,196	2,051	4,000	3,800
筹资活动现金流	25	-1,019	24	-777
现金净流量	4,990	2,040	6,292	8,767

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。本报告清晰准确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