

华友钴业（603799）

2025 年三季报点评：Q3 镍利润稳定，看好后续钴涨价利润弹性

买入（维持）

2025 年 10 月 20 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009

yuesy@dwzq.com.cn

证券分析师 胡锦芸

执业证书：S0600525090004

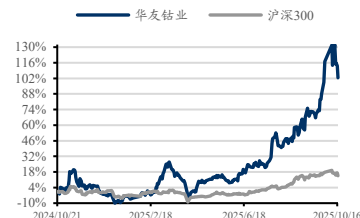
hujinyun@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	66,304	60,946	81,860	90,166	105,564
同比（%）	5.19	(8.08)	34.32	10.15	17.08
归母净利润（百万元）	3,351	4,155	6,032	9,029	10,873
同比（%）	(14.25)	23.99	45.17	49.69	20.43
EPS-最新摊薄（元/股）	1.76	2.19	3.18	4.75	5.72
P/E（现价&最新摊薄）	34.84	28.09	19.35	12.93	10.74

投资要点

- **业绩符合预期。**公司 25 年 Q1-3 营收 589.4 亿元，同+29.6%，归母净利 42.2 亿元，同+39.6%，毛利率 16.2%，同-1.4pct；其中 25Q3 营收 217.4 亿元，同环比+40.9%/+12.3%，归母净利润 15.1 亿元，同环比+11.5%/+3.2%，扣非净利 14.3 亿，同环比+10.5%/+5%，毛利率 16.7%，同环比-2.7/-0.1pct，Q3 公司受 2.5 亿汇兑损失影响，业绩符合预期。
- **镍贡献主要利润，辅材涨价影响单位盈利。**湿法项目华越 6 万吨和华飞 12 万吨持续超产，我们预计 25Q1-3MHP 出货量约 18 万吨，其中 Q3 出货 5.8 万吨，环比基本持平，火法项目公司转做部分镍铁，我们预计高冰镍出货 0.3 万吨，镍铁出货 1 万吨左右；全年镍产品出货有望达 24 万吨（权益量近 13 万吨）。盈利端，公司上半年 MHP 镍成本 1.2 万美金/吨，Q3 受硫磺、液碱辅料涨价影响成本上升，预计单吨利润 0.3 万美金左右，火法基本盈亏平衡，我们预计公司 25 年镍利润贡献 30-35 亿。
- **钴价上行目标 40 万元/吨+，26 年利润弹性明显。**我们预计 25Q1-3 钴产品出货约 3.5 万吨，其中 Q3 出货 1.4 万吨，环增约 40%。25 年公司刚果金钴自有矿 3000 吨左右，25 年出口配额 225 吨，26 年 1080 吨，印尼湿法镍冶炼项目有 2 万吨钴副产品，对应权益 1.2 万吨+。25Q3 钴均价上涨至 27 万元/吨，我们预计 Q3 贡献 2 亿左右利润增量。10 月 16 日起刚果金正式解除持续 8 个月的钴出口禁令，转为实施配额制度，26-27 年每年配额上限为 9.66 万吨，我们预计 26 年行业供给降至 22 万吨，需求预计 27 万吨，缺口明显，当前钴价已达 39 万元/吨，若钴价上涨至 40-50 万元/吨，26 年刚果钴和印尼钴合计贡献 30-40 亿利润弹性。
- **铜贡献稳定利润，锂盈亏平衡。**我们预计 25Q3 铜产品出货 2 万吨，环比微增，全年铜出货量预计 9 万吨（2 万吨自有矿+7 万吨加工），贡献 7-8 亿利润。我们预计碳酸锂 Q3 出货 1.4 万吨，公司通过套保实现盈亏平衡，25 全年出货维持 3 万吨以上的预期；5 万吨硫酸锂项目计划 25 年底建成，全成本将降至 6 万元/吨（含税）。
- **三元正极出货同环比高增长，前驱体出货恢复。**我们预计 25Q1-3 三元正极出货 7 万吨，其中 Q3 三元出货 3 万吨，环增 30%+，25 全年三元出货目标 10 万吨+，同比翻倍，正极材料出货目标 12 万吨+，同增 80%+。我们预计 25Q1-3 三元前驱体出货 8 万吨+，其中 Q3 出货 3 万吨，环增 40%+，25 全年有望出货 11 万吨，实现同比增长。
- **25Q3 受汇兑损益影响，经营性现金流亮眼。**公司 25 年 Q1-3 期间费用率 6.8%，同-2.9pct，其中 Q3 费用率 7.5%，同环比-3.1/+1pct；25 年 Q1-3 经营性净现金流 41.8 亿元，同+8.8%，其中 Q3 经营性现金流 25.6 亿元，同环比+138%/+326%；25 年 Q1-3 资本开支 78.8 亿元，同+53.3%，其中 Q3 资本开支 34.1 亿元，同环比+161.8%/+37%。
- **盈利预测与投资评级：**由于钴价上行，我们上调 26-27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 60/90/109 亿元（原预期 60/67.5/82.4 亿元），同增 45%/50%/20%，对应 PE 为 19x/13x/11x，考虑镍仍处于底部，给予 26 年 20x PE，目标价 95 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**上游原材料价格大幅波动，电动车销量不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	61.46
一年最低/最高价	27.37/73.00
市净率(倍)	2.45
流通 A 股市值(百万元)	115,795.49
总市值(百万元)	116,729.27

基础数据

每股净资产(元,LF)	25.11
资产负债率(% ,LF)	59.44
总股本(百万股)	1,899.27
流通 A 股(百万股)	1,884.08

相关研究

- 《华友钴业(603799)：2025 半年报点评：Q2 镍利润稳定，钴弹性逐步释放》
2025-08-18
- 《华友钴业(603799)：2025 年中报业绩预告点评：Q2 镍利润稳定，钴业绩弹性释放》
2025-07-09

华友钴业三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	54,099	55,118	65,455	75,414	营业总收入	60,946	81,860	90,166	105,564
货币资金及交易性金融资产	19,833	14,753	22,502	28,395	营业成本(含金融类)	50,446	68,818	72,754	85,199
经营性应收款项	11,181	15,504	16,964	19,862	税金及附加	443	491	541	633
存货	17,297	18,854	19,933	21,008	销售费用	159	131	144	169
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,895	1,801	1,984	2,322
其他流动资产	5,788	6,007	6,057	6,150	研发费用	1,300	1,392	1,533	1,795
非流动资产	82,492	87,020	90,349	92,178	财务费用	2,070	1,871	1,913	1,832
长期股权投资	12,358	12,658	12,958	13,258	加:其他收益	225	287	316	369
固定资产及使用权资产	51,156	55,682	59,011	61,541	投资净收益	1,362	982	902	1,056
在建工程	9,902	8,902	7,902	6,902	公允价值变动	(62)	0	10	10
无形资产	4,918	5,618	6,318	6,318	减值损失	(495)	(122)	(122)	(122)
商誉	598	598	598	598	资产处置收益	(5)	(33)	1	1
长期待摊费用	58	60	60	59	营业利润	5,659	8,471	12,403	14,928
其他非流动资产	3,502	3,502	3,502	3,502	营业外净收支	(74)	(47)	(42)	(42)
资产总计	136,591	142,137	155,805	167,592	利润总额	5,585	8,424	12,361	14,886
流动负债	52,343	52,330	55,930	55,594	减:所得税	426	885	1,483	1,786
短期借款及一年内到期的非流动负债	29,754	21,887	23,843	18,421	净利润	5,158	7,540	10,878	13,100
经营性应付款项	16,251	22,170	23,438	27,447	减:少数股东损益	1,004	1,508	1,849	2,227
合同负债	868	688	728	852	归属母公司净利润	4,155	6,032	9,029	10,873
其他流动负债	5,470	7,585	7,921	8,874	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.19	3.18	4.75	5.72
非流动负债	35,588	35,588	35,588	35,588	EBIT	6,629	9,228	13,210	15,446
长期借款	19,502	19,502	19,502	19,502	EBITDA	11,208	15,012	20,190	23,227
应付债券	6,940	6,940	6,940	6,940	毛利率(%)	17.23	15.93	19.31	19.29
租赁负债	26	26	26	26	归母净利率(%)	6.82	7.37	10.01	10.30
其他非流动负债	9,120	9,120	9,120	9,120	收入增长率(%)	(8.08)	34.32	10.15	17.08
负债合计	87,931	87,918	91,518	91,182	归母净利润增长率(%)	23.99	45.17	49.69	20.43
归属母公司股东权益	36,946	40,996	49,214	59,110					
少数股东权益	11,715	13,223	15,072	17,299					
所有者权益合计	48,661	54,219	64,286	76,410					
负债和股东权益	136,591	142,137	155,805	167,592					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	12,431	16,139	18,050	22,832	每股净资产(元)	20.89	23.28	28.12	33.95
投资活动现金流	(7,668)	(9,409)	(9,449)	(8,595)	最新发行在外股份(百万股)	1,899	1,899	1,899	1,899
筹资活动现金流	25	(11,810)	(862)	(8,354)	ROIC(%)	6.17	7.96	10.71	11.52
现金净增加额	4,990	(5,080)	7,739	5,883	ROE-摊薄(%)	11.25	14.71	18.35	18.39
折旧和摊销	4,579	5,785	6,980	7,781	资产负债率(%)	64.38	61.85	58.74	54.41
资本开支	(6,688)	(10,090)	(10,051)	(9,351)	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.09	19.35	12.93	10.74
营运资本变动	874	1,635	(1,065)	901	P/B(现价)	2.94	2.64	2.19	1.81

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>