

2025 年 10 月 23 日

投资评级：买入（上调）

证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com

联系人

陈轩
chenxuan01@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据	2025 年 10 月 22 日
收盘价（元）	61.70
一年内最高/最低（元）	73.00/27.37
总市值（百万元）	117,185.10
流通市值（百万元）	116,247.67
总股本（百万股）	1,899.27
资产负债率（%）	59.44
每股净资产（元/股）	25.16

资料来源：聚源数据

华友钴业 (603799. SH)

——业绩稳步增长，深度受益钴价上行

投资要点：

- 事件：公司发布 2025 年三季报。**2025 年 Q1-Q3 公司实现营业收入 589.41 亿元，同比增长 29.57%；实现归母净利润 42.16 亿元，同比增长 39.59%；单 Q3 看，实现营业收入 217.44 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%，基本符合预期。
- 刚果金钴配额落地，深度受益钴价上涨。**自 2025 年 2 月 21 日刚果金禁止钴出口以来，库存开始加速去化，钴价触底回升；9 月 21 日刚果金公布年具体配额，25 年 10 月 16 日-12 月 31 日合计配额 1.8125 万吨；26-27 年年均配额 9.66 万吨，仅为 24 年刚果金产量的 48%，配额的量及时间均超市场预期。受此影响钴价大幅上行，由年初的 17 万元/吨上涨至当前的 41 万元/吨，涨幅达 140%，特别是四季度，在不到一个月时间内上涨 7.65 万元/吨（23%），展望后市，随着库存消耗殆尽，供需平衡由过剩转为短缺，钴价有望持续上行。公司作为钴行业龙头，拥有充沛的印尼钴原料来源，深度受益钴价上涨。
- 逆周期扩张镍业务，镍价一旦反弹，业绩有望大增。**公司在印尼拥有火法华科（4.5 万吨）、湿法华飞（12 万吨）、华越（6 万吨）三个项目，在当前镍价低位下保持较好的盈利。同时与淡水河谷印尼、福特汽车合作的年产 12 万吨镍金属量 Pomalaa 湿法项目有序推进，于今年一季度启动建设；与淡水河谷印尼合作的年产 6 万吨镍金属量的 Sorowako 湿法项目前期工作稳步推进，项目达产后，公司湿法产能将达 36 万吨。10 月 3 日，印尼能矿部将镍矿配额审批从 3 年改为 1 年，印尼供给不确定性增加，有刚果配额带来钴价大幅上涨珠玉在前，印尼供给或存大幅收缩的可能。公司远期在印尼拥有 40.5 万吨镍产能（火法+湿法），一旦镍价反转，业绩有望大增。
- 一体化深度布局，签订大单，支撑长期增长。**公司依托上游资源优势，大力发展下游，9 月 30 日，公司及子公司与海外头部企业 LGES 及子公司签订供应协议，约定 2026-2030 年供应前驱体、正极合计 7.6 万吨和 8.8 万吨。大单的签订，预计将进一步增强公司在锂电产业链中的核心竞争力，有效提升公司长期盈利能力。
- 盈利预测与评级：**因钴价超预期上涨，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润分别为 60.4、75.2 和 92.1 亿元，对应 PE 分别为 19.4X、15.6X 和 12.7X。当前钴价持续上行，镍&锂处于历史价格低位，一旦价格上涨，公司业绩有望实现大增，上调至“买入”评级。
- 风险提示：**1）金属价格超预期下跌的风险；2）地缘政治风险；3）安全生产风险；4）海外矿业政策波动的风险

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	66,304	60,946	70,439	80,986	89,427
同比增长率（%）	5.19%	-8.08%	15.58%	14.97%	10.42%
归母净利润（百万元）	3,351	4,155	6,038	7,521	9,212
同比增长率（%）	-14.25%	23.99%	45.33%	24.56%	22.49%
每股收益（元/股）	1.76	2.19	3.18	3.96	4.85
ROE（%）	9.78%	11.25%	14.53%	15.96%	17.09%
市盈率（P/E）	34.97	28.20	19.41	15.58	12.72

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,452	22,129	22,341	24,055
应收票据及账款	8,231	10,756	12,367	13,656
预付账款	2,950	2,387	2,744	3,030
其他应收款	275	461	530	586
存货	17,297	18,198	20,666	22,413
其他流动资产	5,895	5,521	6,140	6,636
流动资产总计	54,099	59,452	64,789	70,376
长期股权投资	12,358	13,487	14,616	15,745
固定资产	51,156	50,018	51,143	55,346
在建工程	9,902	16,570	21,028	22,211
无形资产	4,918	4,727	4,548	4,368
长期待摊费用	58	55	52	49
其他非流动资产	4,099	4,138	4,139	4,139
非流动资产合计	82,492	88,996	95,526	101,859
资产总计	136,591	148,448	160,314	172,235
短期借款	20,754	23,079	25,721	28,694
应付票据及账款	16,251	22,050	25,040	27,157
其他流动负债	15,337	16,251	18,486	20,100
流动负债合计	52,343	61,380	69,246	75,951
长期借款	26,468	22,605	18,471	13,725
其他非流动负债	9,120	9,120	9,120	9,120
非流动负债合计	35,588	31,725	27,591	22,846
负债合计	87,931	93,105	96,838	98,796
股本	1,692	1,899	1,899	1,899
资本公积	15,395	15,340	15,340	15,340
留存收益	19,859	24,319	29,875	36,680
归属母公司权益	36,946	41,558	47,114	53,919
少数股东权益	11,715	13,784	16,362	19,520
股东权益合计	48,661	55,343	63,476	73,439
负债和股东权益合计	136,591	148,448	160,314	172,235

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	5,158	6,861	8,855	11,129
折旧与摊销	4,579	5,073	5,541	6,284
财务费用	2,070	1,142	1,081	1,017
投资损失	-1,362	-1,193	-1,193	-1,193
营运资金变动	284	4,036	101	-143
其他经营现金流	1,702	1,358	1,386	1,386
经营性现金净流量	12,431	17,278	15,770	18,480
投资性现金净流量	-7,668	-10,495	-11,019	-11,570
筹资性现金净流量	25	-4,105	-4,538	-5,196
现金流量净额	4,990	2,677	212	1,714

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	60,946	70,439	80,986	89,427
营业成本	50,446	56,606	64,282	69,718
税金及附加	443	478	550	607
销售费用	159	143	164	181
管理费用	1,895	2,210	2,541	2,806
研发费用	1,300	1,647	1,894	2,092
财务费用	2,070	1,142	1,081	1,017
资产减值损失	-509	-809	-930	-1,026
信用减值损失	14	-88	-101	-111
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1,362	1,193	1,193	1,193
公允价值变动损益	-62	-65	-68	-71
资产处置收益	-5	9	9	9
其他收益	225	246	246	246
营业利润	5,659	8,699	10,823	13,244
营业外收入	15	15	15	15
营业外支出	89	68	68	68
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	5,585	8,646	10,770	13,191
所得税	426	538	671	821
净利润	5,158	8,108	10,099	12,370
少数股东损益	1,004	2,069	2,578	3,157
归属母公司股东净利润	4,155	6,038	7,521	9,212
EPS(元)	2.19	3.18	3.96	4.85

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-8.08%	15.58%	14.97%	10.42%
营业利润增长率	17.51%	53.73%	24.41%	22.38%
归母净利润增长率	23.99%	45.33%	24.56%	22.49%
经营现金流增长率	256.61%	38.99%	-8.73%	17.18%
盈利能力				
毛利率	17.23%	19.64%	20.63%	22.04%
净利率	8.46%	11.51%	12.47%	13.83%
ROE	11.25%	14.53%	15.96%	17.09%
ROA	3.04%	4.07%	4.69%	5.35%
ROIC	9.44%	11.47%	13.30%	14.63%
估值倍数				
P/E	28.20	19.41	15.58	12.72
P/S	1.92	1.66	1.45	1.31
P/B	3.31	2.92	2.57	2.24
股息率	0.72%	1.35%	1.68%	2.05%
EV/EBITDA	8	11	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。