

## 公司研究

## 民爆业绩提供稳定支撑，氢氧化锂龙头受益于锂价上行周期

## ——雅化集团（002497.SZ）动态跟踪报告

## 要点

**Q3 业绩亮眼：**2025 年 Q3 公司实现营业收入 60.47 亿元，同比增长 2.07%；实现归母净利润 3.34 亿元，同比提升 116.02%。业绩向好主要系公司优质头部客户订单稳定，部分客户终端产品市场反馈良好带动公司锂盐产品第三季度销量大幅增长，公司加强生产运营各环节管控，加强矿、产、销平衡，提高效率，降低成本，使公司经营业绩回升向好，较去年同期有所增长。

**储能需求提振预期，2026 年供需格局有望向好。**受益于成本端下滑、136 号文出台后峰谷价差扩大、国内部分省份推出容量电价/容量补偿政策等变化，国内储能收益率有望提升从而带动需求。根据鑫椏咨询统计，2025 年全球储能锂电池出货量 620Gwh，同比增长 77%，预计 2026 年达到 960GWh，同比增长 54.8%。从资本开支角度看，全球主要锂矿企业 2024 年起资本开支出现拐点下滑，对应 2026 及 2027 年新项目或者扩建项目供应增速有望放缓。储能接棒电动车有望成为锂需求第二成长曲线，2026 年供需格局有望向好。

**非洲自主锂矿 II 期已建成投产，自有矿山和包销对原料双重保障。**公司目前已形成自控矿+外购矿的多元化渠道布局，构建了稳定的锂资源保障体系。自控矿方面，公司在津巴布韦的 Kamativi 锂矿第一和第二阶段项目已于 2024 年全线建成，目前可以达到年 230 万吨原矿处理能力，产品已陆续运回国内用于生产；另外，通过参股四川李家沟锂矿获得优先供应权；外购矿方面，公司通过签订长协等方式获得锂矿包销权，如澳洲 Pilbara、非洲 DMCC、巴西 Atlas 等资源。

**固态电池前瞻性布局，预计 2026 年开展硫化锂中试线建设。**公司实验室制备的硫化锂产品关键指标达到行业领先水平：主含量不低于 99.99%，杂相控制在 PPM 级且粒径分布 D50 控制在 3 微米以下。

**民爆业务顺应趋势参与并购整合，矿服业务有望开拓新增点。**顺应民爆行业重组整合的产业政策要求，公司将积极参与行业并购整合、不断扩大产能规模及业务辐射区域。在海外，公司将依托扎根于津巴和澳洲的区位优势，加大非洲和澳洲区域海外民爆业务拓展力度，为公司民爆业务贡献新增增长点。

**盈利预测与评级：**鉴于 2025 年上半年锂价一度超跌，我们下调 2025 年盈利预测，预计 2025 年归母净利润分别为 6.1 亿，2026 年由于锂价中枢有望抬升，我们上调 2026 年预测归母净利润为 13.1 亿元，2025 年和 2026 年分别变化 -36.3%/+5.6%。新增 2027 年预测归母净利润 15.9 亿元，2025-2027 年 PE 为 44 倍、21 倍、17 倍。鉴于公司未来产能扩张我们维持“增持”评级。

**风险提示：**下游电动车产量不及预期；原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11,895	7,716	8,693	11,757	14,745
营业收入增长率	-17.72%	-35.14%	12.66%	35.24%	25.42%
净利润（百万元）	40	257	610	1,307	1,591
净利润增长率	-99.11%	539.36%	137.44%	114.05%	21.74%
EPS（元）	0.03	0.22	0.53	1.13	1.38
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.39%	2.47%	5.56%	10.66%	11.54%
P/E	673	105	44	21	17
P/B	2.6	2.6	2.5	2.2	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-01-19

## 增持（维持）

当前价：23.48 元

## 作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsec.com

分析师：马俊

执业证书编号：S0930523070008

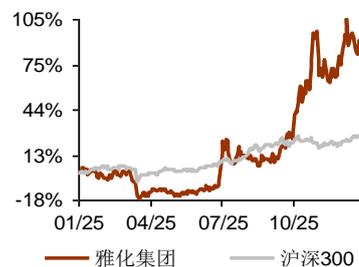
021-52523809

majun@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	11.53
总市值(亿元)	270.62
一年最低/最高(元)	9.96/26.79
近 3 月换手率	404.13%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.31	42.05	60.72
绝对	1.01	46.03	83.94

资料来源：Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,895	7,716	8,693	11,757	14,745
营业成本	10,294	6,427	6,961	8,895	11,003
折旧和摊销	237	309	298	314	330
税金及附加	58	53	70	82	103
销售费用	67	63	72	97	121
管理费用	553	590	665	900	1,128
研发费用	154	73	82	111	140
财务费用	-49	22	55	111	113
投资收益	86	-6	0	0	0
营业利润	22	299	868	1,640	2,151
利润总额	22	289	859	1,631	2,142
所得税	-23	106	129	245	321
净利润	45	183	730	1,387	1,821
少数股东损益	5	-74	120	80	230
归属母公司净利润	40	257	610	1,307	1,591
EPS(元)	0.03	0.22	0.53	1.13	1.38

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	831	944	-1,487	1,305	1,112
净利润	40	257	610	1,307	1,591
折旧摊销	237	309	298	314	330
净营运资金增加	-1,773	-2,138	2,922	1,173	1,796
其他	2,327	2,516	-5,318	-1,489	-2,605
投资活动产生现金流	-815	-1,431	-328	-325	-300
净资本支出	-552	-499	-250	-250	-250
长期投资变化	994	885	0	0	0
其他资产变化	-1,257	-1,817	-78	-75	-50
融资活动现金流	584	-1,027	2,059	-215	-65
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,034	-746	2,160	-67	117
无息负债变化	-540	194	-15	728	761
净现金流	570	-1,543	244	766	747

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	13.5%	16.7%	19.9%	24.3%	25.4%
EBITDA 率	20.8%	17.5%	12.3%	17.4%	18.0%
EBIT 率	18.8%	11.3%	8.9%	14.8%	15.8%
税前净利润率	0.2%	3.8%	9.9%	13.9%	14.5%
归母净利润率	0.3%	3.3%	7.0%	11.1%	10.8%
ROA	0.3%	1.3%	4.3%	7.3%	8.5%
ROE (摊薄)	0.4%	2.5%	5.6%	10.7%	11.5%
经营性 ROIC	43.9%	6.1%	5.5%	11.2%	13.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	26%	23%	32%	32%	32%
流动比率	2.92	2.89	2.16	2.24	2.33
速动比率	2.18	2.26	1.39	1.54	1.58
归母权益/有息债务	5.79	10.04	3.44	3.92	4.24
有形资产/有息债务	7.11	11.56	4.68	5.38	5.96

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	14,609	14,058	16,887	18,897	21,527
货币资金	3,385	1,929	2,173	2,939	3,686
交易性金融资产	593	1,706	1,700	1,700	1,700
应收账款	963	939	1,478	2,116	2,654
应收票据	387	316	348	470	590
其他应收款 (合计)	191	81	175	237	296
存货	2,231	1,645	3,729	3,903	4,851
其他流动资产	736	516	536	597	657
流动资产合计	8,834	7,592	10,477	12,378	14,935
其他权益工具	258	114	114	114	114
长期股权投资	994	885	885	885	885
固定资产	1,989	2,584	2,634	2,549	2,446
在建工程	357	536	507	485	469
无形资产	982	1,002	1,033	1,057	1,085
商誉	476	477	472	472	472
其他非流动资产	170	195	195	195	195
非流动资产合计	5,775	6,466	6,410	6,520	6,592
总负债	3,812	3,260	5,405	6,066	6,944
短期借款	1,183	192	2,772	2,704	2,822
应付账款	816	983	1,044	1,334	1,650
应付票据	73	197	70	89	110
预收账款	0	0	87	118	147
其他流动负债	272	191	250	556	855
流动负债合计	3,027	2,630	4,860	5,521	6,399
长期借款	477	327	327	327	327
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	177	187	187	187	187
非流动负债合计	785	631	545	545	545
股东权益	10,797	10,797	11,482	12,832	14,583
股本	1,153	1,153	1,153	1,153	1,153
公积金	3,001	2,989	3,050	3,181	3,328
未分配利润	6,317	6,542	7,045	8,185	9,559
归属母公司权益	10,339	10,424	10,989	12,259	13,780
少数股东权益	458	373	493	573	803

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.56%	0.82%	0.82%	0.82%	0.82%
管理费用率	4.65%	7.65%	7.65%	7.65%	7.65%
财务费用率	-0.41%	0.29%	0.63%	0.94%	0.76%
研发费用率	1.29%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%
所得税率	-100%	37%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.04	0.04	0.03	0.06	0.08
每股经营现金流	0.72	0.82	-1.29	1.13	0.96
每股净资产	8.97	9.04	9.53	10.64	11.96
每股销售收入	10.32	6.69	7.54	10.20	12.79

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	673	105	44	21	17
PB	2.6	2.6	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	11.2	22.2	26.8	14.0	11.0
股息率	0.1%	0.2%	0.1%	0.3%	0.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司

香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼