

2026年01月25日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 正极材料不断突破，镍钴自供能力强化

## —格林美（002340.SZ）公司动态研究报告

买入(首次)

分析师：黎江涛 S1050521120002

lijt@cfsc.com.cn

### 基本数据

2026-01-23

|            |           |
|------------|-----------|
| 当前股价（元）    | 9.66      |
| 总市值（亿元）    | 493       |
| 总股本（百万股）   | 5103      |
| 流通股本（百万股）  | 5073      |
| 52周价格范围（元） | 5.85-9.66 |
| 日均成交额（百万元） | 1094.59   |

### 市场表现



### 相关研究

#### 三元材料受益于需求结构化升级，技术持续突破

伴随eVOLT、人形机器人、穿戴式AI设备的兴起与固态电池的产业化实践，全球高镍及超高镍三元前驱体出货量占比提升，公司三元材料业务有望受益。2025年前三季度，公司镍钴前驱体出货12万余吨，正极材料实现出货1.7万余吨。公司在高端前驱体方面持续突破，超致密高镍及超高镍前驱体已通过量产认证并实现数十吨级出货，固态电池用富锂锰基前驱体进入吨级验证阶段。2025年7月，公司全球首款超高镍9系四元核壳前驱体量产发货，巩固技术领先优势。

#### 无惧供应收紧，镍钴自供比例提升彰显韧性

2025年2月刚果（金）实施钴出口禁令，全球钴库存快速下降、价格大幅上涨，原料保障能力的重要性显著提升。前三季度，公司印尼镍项目累计出货镍金属79,916吨，同比增长151%，产量持续创新高；同期自产钴金属6,534吨、回收钴超过6,000吨，有效对冲禁运冲击，显著强化钴资源自主可控能力。2025年9月，公司印尼年产3万吨电积镍产线投产，海外产业布局进一步完善。随着镍钴自供比例提升，公司原料成本波动风险降低，在价格上行周期中的盈利弹性增强，对业绩形成持续支撑。

#### 动力电池回收增量提质，前景广阔

动力电池有望在2026年进入规模化报废阶段，2030年进入爆发性报废阶段，锂镍钴关键矿产或将依靠循环大量补充，动力电池回收前景市场广阔。2025年前三季度，公司回收拆解的动力电池达到36,643吨，同比增长59%。8月，公司与岚图汽车、中创新航、武汉大学等12家产业链核心单位共建武汉动力电池低碳循环产业创新联合实验室，重点攻关动力电池回收利用难题。

#### 盈利预测

预测公司2025-2027年收入分别为392.7、481.8、595.1亿元，EPS分别为0.32、0.45、0.69元，当前股价对应PE分别为30、21、14倍，考虑到三元材料需求结构化升级，公司镍钴自供能力增强，给予“买入”投资评级。

## 风险提示

- 1) 行业竞争加剧风险；2) 新产品导入不及预期；3) 下游需求不及预期；4) 产品价格波动风险等。

| 预测指标       | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元）  | 33,200 | 39,265 | 48,181 | 59,506 |
| 增长率（%）     | 8.7%   | 18.3%  | 22.7%  | 23.5%  |
| 归母净利润（百万元） | 1,020  | 1,657  | 2,314  | 3,530  |
| 增长率（%）     | 9.2%   | 62.4%  | 39.6%  | 52.5%  |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.20   | 0.32   | 0.45   | 0.69   |
| ROE（%）     | 4.3%   | 6.7%   | 8.8%   | 12.2%  |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## 公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表         | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 利润表      | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产:</b>  |        |        |        |        |          |        |        |        |        |
| 现金及现金等价物      | 4,738  | 6,068  | 5,410  | 5,464  | 营业收入     | 33,200 | 39,265 | 48,181 | 59,506 |
| 应收账款          | 8,404  | 9,144  | 11,616 | 14,673 | 营业成本     | 28,124 | 33,696 | 40,546 | 49,255 |
| 存货            | 8,773  | 10,561 | 12,708 | 15,439 | 营业税金及附加  | 99     | 117    | 143    | 177    |
| 其他流动资产        | 3,904  | 4,319  | 5,300  | 6,546  | 销售费用     | 114    | 98     | 145    | 179    |
| 流动资产合计        | 25,819 | 30,092 | 35,035 | 42,121 | 管理费用     | 950    | 1,139  | 1,397  | 1,726  |
| <b>非流动资产:</b> |        |        |        |        |          |        |        |        |        |
| 金融类资产         | 0      | 0      | 0      | 0      | 财务费用     | 652    | 840    | 919    | 998    |
| 固定资产          | 24,843 | 26,387 | 28,528 | 30,826 | 研发费用     | 1,101  | 1,335  | 1,686  | 2,083  |
| 在建工程          | 7,195  | 7,795  | 6,495  | 4,395  | 费用合计     | 2,817  | 3,412  | 4,147  | 4,985  |
| 无形资产          | 2,379  | 2,910  | 2,815  | 2,724  | 资产减值损失   | -119   | 16     | 0      | 0      |
| 长期股权投资        | 2,019  | 2,339  | 2,639  | 2,939  | 公允价值变动   | -678   | -50    | 0      | 0      |
| 其他非流动资产       | 4,542  | 4,542  | 4,542  | 4,542  | 投资收益     | -5     | 350    | 0      | 0      |
| 非流动资产合计       | 40,978 | 43,973 | 45,018 | 45,426 | 营业利润     | 1,713  | 2,386  | 3,365  | 5,110  |
| 资产总计          | 66,797 | 74,065 | 80,053 | 87,547 | 加: 营业外收入 | 15     | 15     | 15     | 15     |
| <b>流动负债:</b>  |        |        |        |        |          |        |        |        |        |
| 短期借款          | 7,398  | 7,278  | 7,278  | 7,278  | 减: 营业外支出 | 110    | 80     | 60     | 60     |
| 应付账款、票据       | 6,916  | 9,264  | 11,148 | 13,543 | 利润总额     | 1,618  | 2,321  | 3,320  | 5,065  |
| 其他流动负债        | 14,098 | 14,098 | 14,098 | 14,098 | 所得税费用    | 290    | 348    | 498    | 760    |
| 流动负债合计        | 30,353 | 32,577 | 34,900 | 37,854 | 净利润      | 1,328  | 1,973  | 2,822  | 4,305  |
| <b>非流动负债:</b> |        |        |        |        |          |        |        |        |        |
| 长期借款          | 12,003 | 15,903 | 17,903 | 19,903 | 少数股东损益   | 308    | 316    | 508    | 775    |
| 其他非流动负债       | 941    | 941    | 941    | 941    | 归母净利润    | 1,020  | 1,657  | 2,314  | 3,530  |
| 非流动负债合计       | 12,944 | 16,844 | 18,844 | 20,844 |          |        |        |        |        |
| 负债合计          | 43,297 | 49,421 | 53,744 | 58,698 |          |        |        |        |        |
| <b>所有者权益</b>  |        |        |        |        |          |        |        |        |        |
| 股本            | 5,126  | 5,103  | 5,103  | 5,103  |          |        |        |        |        |
| 股东权益          | 23,500 | 24,644 | 26,309 | 28,849 |          |        |        |        |        |
| 负债和所有者权益      | 66,797 | 74,065 | 80,053 | 87,547 |          |        |        |        |        |
| 现金流量表         | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |          |        |        |        |        |
| 净利润           | 1328   | 1973   | 2822   | 4305   |          |        |        |        |        |
| 少数股东权益        | 308    | 316    | 508    | 775    |          |        |        |        |        |
| 折旧摊销          | 1843   | 1775   | 1905   | 2043   |          |        |        |        |        |
| 公允价值变动        | -678   | -50    | 0      | 0      |          |        |        |        |        |
| 营运资金变动        | 253    | -600   | -3277  | -4079  |          |        |        |        |        |
| 经营活动现金净流量     | 3055   | 3414   | 1958   | 3043   |          |        |        |        |        |
| 投资活动现金净流量     | -11147 | -2464  | -1141  | -498   |          |        |        |        |        |
| 筹资活动现金净流量     | 9422   | 2951   | 843    | 235    |          |        |        |        |        |
| 现金流量净额        | 1,330  | 3,901  | 1,660  | 2,780  |          |        |        |        |        |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 新能源组介绍

黎江涛：新能源组长，上海财经大学数量经济学硕士，曾就职于知名 PE 公司，从事一级及一级半市场，参与过新能源行业多个知名项目的投融资。2017 年开始从事新能源行业二级市场研究，具备 5 年以上证券从业经验，2021 年加入华鑫证券，深度覆盖电动车、锂电、储能、氢能、锂电新技术、钠电等方向。

胡天仪：中南财经政法大学金融学士，拉夫堡大学金融与投资硕士，2025 年加入华鑫证券。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| 投资建议 |    | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|------|----|---------------------|
| 1    | 买入 | > 20%               |
| 2    | 增持 | 10% — 20%           |
| 3    | 中性 | -10% — 10%          |
| 4    | 卖出 | < -10%              |

行业投资评级说明：

| 投资建议 |    | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|------|----|---------------------|
| 1    | 推荐 | > 10%               |
| 2    | 中性 | -10% — 10%          |
| 3    | 回避 | < -10%              |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

请阅读最后一页重要免责声明

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。