

华友钴业 (603799)

2025 年报点评: 全系产品价格向上, 业绩弹性可期

买入 (维持)

2026 年 04 月 08 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

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	60,946	81,019	103,591	115,415	126,005
同比 (%)	(8.08)	32.94	27.86	11.41	9.18
归母净利润 (百万元)	4,155	6,110	10,358	12,467	14,626
同比 (%)	23.99	47.07	69.52	20.36	17.32
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.19	3.22	5.46	6.57	7.71
P/E (现价&最新摊薄)	26.42	17.97	10.60	8.81	7.51

投资要点

- **Q4 业绩亮眼、符合我们预期。**公司 25 年营收 810 亿元, 同比 33%, 归母净利 61 亿元, 同比 47%, 扣非净利 58 亿元, 同比 53%, 毛利率 17.5%, 同比 0.2pct。其中 Q4 营收 221 亿元, 同环比 43%/2%, 归母净利 18.9 亿元, 同环比 67%/26%, 扣非净利 17.8 亿元, 同环比 136%/25%, 毛利率 20.9%, 同环比 4.6/4.2pct。业绩位于此前预告中值, 符合我们预期。
- **镍价上涨对冲硫磺涨价、成本可控。**镍产品 25 年收入 250 亿元, 同比 82%, 毛利率 19.7%, 同比-7.4pct, 镍中间品收入 118 亿元, 同比 67%, 毛利率 19%, 同比-2.9pct, 主要受 25 年镍价下跌和硫磺涨价影响; 25 年产量 28.7 万金属吨, 同比 49%, 销量 29.2 万金属吨, 同比 59%, 其中湿法项目华越、华飞超产, 实现 MHP 出货 23.7 万吨, 同比 30%。展望 26 年, 镍价我们预计维持 1.7-1.8 万/美金, 较 25 年上涨 0.2 万美金, 若印尼政府进一步收紧配额, 价格或进一步上行; 盈利端, 硫磺价格较 25 年底上涨 200 美金/吨, 对应镍成本上涨 0.2 万美金/吨, 但公司积极布局硫磺回收装置, 我们预计年底投产, 有望对冲成本上涨; 总体而言, 维持公司 26 年金属镍权益 13 万吨, 单吨利润 0.3~0.4 万美金, 合计贡献 30 亿元+利润。
- **金属钴价格维持 40 万/吨+价格、贡献利润弹性。**25 年公司钴产品收入 50 亿, 同比 49%, 毛利率 36.8%, 同比+21pct, 销量 4.7 万金属吨, 同比-1%, 库存 1.5 万金属吨, 同比+151%。26 年公司金属钴权益规模我们预计 1.3 万吨, 按照 42 万元/吨价格测算, 对应有望贡献 30 亿元+利润。
- **碳酸锂价格持续向上、26 年量价齐升。**25 年公司锂产品收入 34 亿元, 同比 12%, 毛利率 20.7%, 同比 9pct, 销量 5.4 万吨, 同比 39%, 其中津巴贡献 4 万吨+, 均价 7.1 万元/吨。展望 26 年, 碳酸锂价格中枢 15 万元/吨, 公司津巴 5 万吨硫酸镍项目已建成, 近期出口有望恢复, 碳酸锂全年出货目标 8 万吨, 全成本我们预计 8 万元+/吨, 26 年可贡献 30 亿元+利润。
- **正极高增, 铜冶炼、三元前驱体相对稳健。**25 年公司铜产品收入 45 亿, 同比-20%, 毛利率 26%, 同比-4pct, 销量 6.5 万吨, 同比-28%, 26 年销量保持稳定, 均价上涨, 我们预计贡献 7-8 亿利润。25 年三元正极收入 150 亿, 同比+74%, 毛利率 9%, 同比+1.5pct, 销量 11.6 万吨, 同比 77%, 我们预计 26 年平稳增长。前驱体 25 年收入 45 亿元, 同比-33%, 毛利率 16.8%, 同比-1.8pct, 出货量 10.8 万吨, 同比 5%, 我们预计 26 年保持稳定。
- **存货增加应对涨价趋势、合同负债大增。**公司 25 年期间费用 62.6 亿元, 同 15%, 费用率 7.7%, 同比-1.2pct, 其中 Q4 期间费用 23 亿元, 同环

股价走势



市场数据

收盘价(元)	57.88
一年最低/最高价	27.37/82.17
市净率(倍)	2.30
流通 A 股市值(百万元)	109,050.49
总市值(百万元)	109,782.59

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)	1,896.73
流通 A 股(百万股)	1,884.08

相关研究

- 《华友钴业(603799): 25 年业绩预告点评: Q4 价格全面向上, 业绩超预期》
2026-01-06
- 《华友钴业(603799): 2025 年三季度报点评: Q3 镍利润稳定, 看好后续钴涨价利润弹性》
2025-10-20

比 123%/38%，费用率 10.2%，同环比 3.7/2.7pct。25 年经营性净现金流 40.1 亿元，同比-68%，其中 Q4 经营性现金流-1.7 亿元，同环比-102%/-107%，主要由于年末存货 82 亿元，较 Q3 末增加 22 亿元；25 年资本开支 106.6 亿元，同 59.4%，其中 Q4 资本开支 27.8 亿元，同环比 79.4%/-18.5%。25 年末合同负债 14.9 亿元，较 25Q3 末大增 185%。

■ **盈利预测与投资评级：**基于年报业绩，我们预计 26-27 年公司归母净利润 104/125 亿元（原预期 107/124 亿元），新增 28 年归母净利润预测 146 亿元，同比+70%/20%/17%，对应 PE 为 11x/9x/8x，给予 26 年 16x PE，对应目标价 87 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**价格波动、需求不及预期。

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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	68,054	70,506	85,953	97,275	营业总收入	81,019	103,591	115,415	126,005
货币资金及交易性金融资产	17,706	10,041	19,587	25,875	营业成本(含金融类)	66,865	82,618	91,693	99,246
经营性应收款项	16,896	23,007	25,604	27,885	税金及附加	467	622	635	693
存货	25,624	29,426	32,658	35,348	销售费用	170	249	265	290
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,009	2,383	2,539	2,646
其他流动资产	7,828	8,032	8,103	8,167	研发费用	1,682	2,072	2,193	2,268
非流动资产	91,384	97,377	102,173	105,467	财务费用	2,399	2,084	2,128	2,046
长期股权投资	11,925	12,225	12,525	12,825	加:其他收益	273	363	404	441
固定资产及使用权资产	53,461	57,453	60,248	62,244	投资净收益	934	1,036	1,154	1,260
在建工程	12,999	13,999	14,999	15,999	公允价值变动	12	0	10	10
无形资产	4,573	5,273	5,973	5,973	减值损失	(243)	(207)	(212)	(218)
商誉	596	596	596	596	资产处置收益	(18)	0	1	1
长期待摊费用	48	50	50	49	营业利润	8,384	14,755	17,319	20,311
其他非流动资产	7,782	7,782	7,782	7,782	营业外净收支	(54)	(42)	(42)	(42)
资产总计	159,438	167,883	188,125	202,742	利润总额	8,330	14,713	17,277	20,269
流动负债	71,359	68,484	74,643	72,738	减:所得税	810	1,766	2,073	2,432
短期借款及一年内到期的非流动负债	36,572	26,183	28,139	22,717	净利润	7,520	12,948	15,203	17,837
经营性应付款项	26,258	32,480	36,053	39,034	减:少数股东损益	1,410	2,590	2,737	3,211
合同负债	1,275	1,652	1,834	1,985	归属母公司净利润	6,110	10,358	12,467	14,626
其他流动负债	7,254	8,168	8,618	9,002	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.22	5.46	6.57	7.71
非流动负债	27,258	27,258	27,258	27,258	EBIT	9,825	15,648	18,090	20,862
长期借款	18,055	18,055	18,055	18,055	EBITDA	14,838	21,967	25,604	29,177
应付债券	501	501	501	501	毛利率(%)	17.47	20.25	20.55	21.24
租赁负债	29	29	29	29	归母净利率(%)	7.54	10.00	10.80	11.61
其他非流动负债	8,674	8,674	8,674	8,674	收入增长率(%)	32.94	27.86	11.41	9.18
负债合计	98,617	95,742	101,902	99,996	归母净利润增长率(%)	47.07	69.52	20.36	17.32
归属母公司股东权益	48,295	57,025	68,372	81,684					
少数股东权益	12,525	15,115	17,851	21,062					
所有者权益合计	60,821	72,140	86,224	102,746					
负债和股东权益	159,438	167,883	188,125	202,742					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4,012	17,553	21,824	25,280	每股净资产(元)	25.46	30.07	36.05	43.07
投资活动现金流	(9,919)	(11,318)	(11,197)	(10,391)	最新发行在外股份(百万股)	1,897	1,897	1,897	1,897
筹资活动现金流	1,950	(13,900)	(1,092)	(8,612)	ROIC(%)	8.03	11.83	12.74	13.26
现金净增加额	(4,288)	(7,664)	9,536	6,278	ROE-摊薄(%)	12.65	18.16	18.23	17.91
折旧和摊销	5,013	6,319	7,514	8,315	资产负债率(%)	61.85	57.03	54.17	49.32
资本开支	(10,659)	(12,052)	(12,051)	(11,351)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.97	10.60	8.81	7.51
营运资本变动	(10,138)	(2,806)	(1,908)	(1,734)	P/B(现价)	2.27	1.93	1.61	1.34

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>