

# 华友钴业（603799.SH）——年报点评 业绩表现亮眼，资源端和材料端持续取得突破

优于大市

## 核心观点

**公司发布 2025 年年报：**实现营收 810.19 亿元，同比+32.94%；实现归母净利润 61.10 亿元，同比+47.07%。公司于 25Q4 实现营收 220.78 亿元，同比+42.83%，环比+1.53%；实现归母净利润 18.94 亿元，同比+66.97%，环比+25.84%。公司一体化优势持续释放，经营业绩再创历史同期新高。

**核心产品产销方面：**2025 年主要产品产销量稳步增长：①上游资源端，公司钴产品出货量约 4.65 万吨，保持稳定；镍产品出货量约 29.25 万吨，同比+58.72%，其中印尼镍湿法冶炼项目 MHP 出货量约 23.65 万吨，同比增长 30%；碳酸锂出货量约 5.44 万吨，同比+38.58%。②下游材料端，公司三元前驱体出货量约 10.84 万吨，同比+5.15%；正极材料出货量约 11.64 万吨，同比+77.29%，其中三元正极材料出货量突破 10 万吨，同比增长 108%。

**上游资源端：**①在印尼，公司强化矿山资源开拓，截至目前通过投资、参股和包销等多种方式锁定镍资源累计超过 14 亿湿吨。公司先后建成华越 6 万吨湿法项目、华科 4.5 万吨高冰镍项目、华飞 12 万吨湿法项目，收购擎天火法项目，总计具备约 24.5 万吨金属量镍中间品生产能力。此外，公司与淡水河谷印尼、福特汽车合作的年产 12 万吨镍金属量 Pomalaa 湿法项目按计划稳步推进，预计将于今年年底前建成；公司与淡水河谷印尼合作的年产 6 万吨镍金属量 Sorowako 湿法项目前期工作有序开展；公司年产 4 万吨镍金属量华星火法项目开工建设。②在非洲，Arcadia 锂矿通过补充勘探，保有资源量从 150 万吨碳酸锂当量增加至 245 万吨，品位提升至 1.34%，年产 5 万吨硫酸锂项目于今年一季度建成投产。

**下游材料端：**公司大力开拓国内、国际两个市场，推动大型号新品的规模化量产，提前锁定 21.58 万吨正极材料、15.56 万吨前驱体供应长单。在印尼，公司与 ANTAM 和 IBC 达成战略合作，围绕新能源汽车电池全产业链开展合作。在欧洲，匈牙利正极材料一期 2.5 万吨项目完成建设并进入产线调试阶段，与 LGES、EVE 签订长单合同，锁定项目销量。

**风险提示：**项目建设进度不达预期，核心产品销售价格不达预期。

**投资建议：**维持“优于大市”评级。

上调盈利预测，预计公司 2026-2028 年营收为 1072/1225/1403（原预测 812/891/-）亿元，同比增速 32.3%/14.3%/14.5%；归母净利润为 102.73/121.69/144.34（原预测 70.06/82.94/-）亿元，同比增速 68.1%/18.5%/18.6%；摊薄 EPS 为 5.42/6.42/7.61 元，当前股价对应 PE 为 11.3/9.5/8.0X。公司是国内新能源锂电材料行业的头部企业，一体化产业链能有效抵御行业下行风险，同时也有望充分分享锂电行业景气度回暖带来的业绩弹性，维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	60,946	81,019	107,169	122,506	140,288
(+/-%)	-8.1%	32.9%	32.3%	14.3%	14.5%
净利润(百万元)	4,155	6,110	10,273	12,169	14,434
(+/-%)	24.0%	47.1%	68.1%	18.5%	18.6%
每股收益(元)	2.45	3.22	5.42	6.42	7.61
EBIT Margin	11.0%	12.1%	15.1%	15.6%	16.1%
净资产收益率 (ROE)	11.2%	12.7%	18.5%	19.0%	19.5%
市盈率 (PE)	25.0	19.0	11.3	9.5	8.0
EV/EBITDA	17.0	14.5	9.0	7.9	7.1
市净率 (PB)	2.81	2.40	2.09	1.81	1.56

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 有色金属·能源金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	61.09 元
总市值/流通市值	115871/115098 百万元
52 周最高价/最低价	82.17/27.37 元
近 3 个月日均成交额	3938.27 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

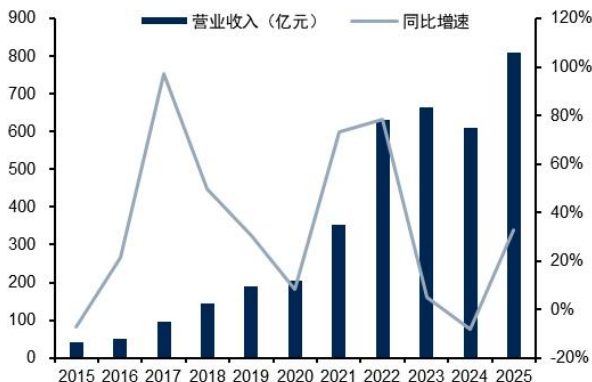
《华友钴业（603799.SH）半年报点评：经营业绩创历史同期新高，持续强化海外布局》——2025-08-18

《华友钴业（603799.SH）财报点评：一体化布局优势显现，创造历史上最好年度业绩》——2025-04-22

◆ 经营业绩再创历史同期新高

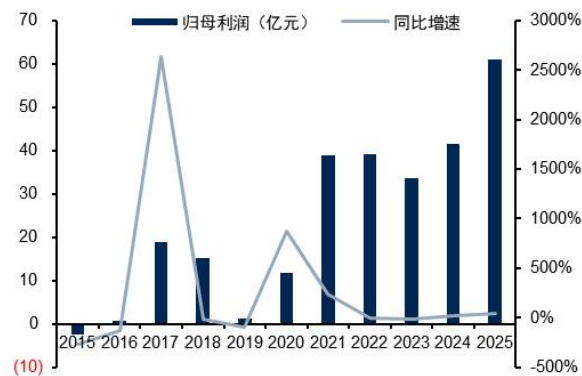
公司发布 2025 年年报：全年实现营收 810.19 亿元，同比+32.94%；实现归母净利润 61.10 亿元，同比+47.07%；实现扣非净利润 57.93 亿元，同比+52.64%；实现经营活动净现金流 40.12 亿元，同比-67.73%。其中公司于 25Q4 实现营收 220.78 亿元，同比+42.83%，环比+1.53%；实现归母净利润 18.94 亿元，同比+66.97%，环比+25.84%；实现扣非净利润 17.81 亿元，同比+136.26%，环比+24.95%。公司一体化优势持续释放，经营业绩再创历史同期新高。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

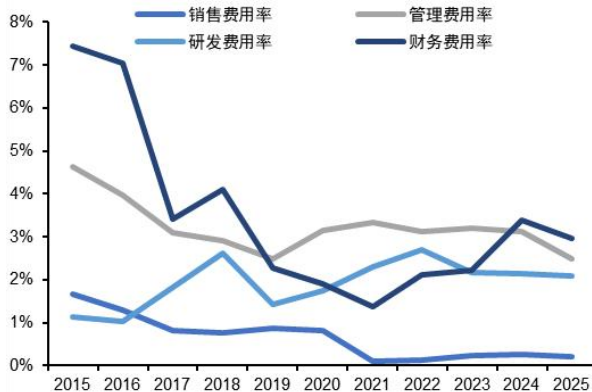
**核心产品产销方面：**2025 年，公司坚持以客户为中心，拓市场抢增量，增订单扩销量，实现主要产品产销量稳步增长：①上游资源端，公司钴产品出货量约 4.65 万吨，同比-0.62%，在钴原料供应紧张的背景下，同比基本保持稳定；公司镍产品出货量约 29.25 万吨，同比+58.72%，其中印尼红土镍矿湿法冶炼项目稳产高产，MHP 出货量 23.65 万吨，同比增长 30%；公司碳酸锂出货量约 5.44 万吨，同比+38.58%。②下游材料端，公司三元前驱体出货量约 10.84 万吨，同比+5.15%，产品结构持续升级，客户结构不断优化；公司正极材料出货量约 11.64 万吨，同比+77.29%，其中三元正极材料出货量突破 10 万吨，同比增长 108%，9 系超高镍产品市占率超 33%，高端动力圆柱三元材料市占率超 60%。公司“上控资源、下拓市场、中提能力”，为业绩增长提供了重要支撑。

图3：公司资产负债率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**财务数据方面：**①截止至 2025 年年末，公司资产负债率为 61.85%，相比于 2024 年年末下降 2.53 个百分点；在手货币资金 176.26 亿元，同比-9.39%；在手存货 256.24 亿元，同比+48.14%；公司现金流相对宽裕。②期间费用方面，公司 2025 年销售费用约 1.70 亿元，同比+6.94%；管理费用约 20.09 亿元，同比+6.06%；研发费用约 16.82 亿元，同比+29.38%；财务费用约 23.99 亿元，同比+15.91%。③现金分红方面，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.5 元(含税)，总计约 9.48 亿元(含税)，约占公司 2025 年归母净利润的 15.52%。

#### ◆ 资源端和材料端持续取得突破

公司作为新能源锂电材料行业的头部企业，通过多年布局，一体化产业链实现了上下游的资源要素有机整合和产业的高效协同，有强大的竞争力。

**上游资源端：**①在印尼，公司强化矿山资源开拓，截至目前通过投资、参股和包销等多种方式锁定镍资源累计超过 14 亿湿吨。公司先后建成华越 6 万吨湿法项目、华科 4.5 万吨高冰镍项目、华飞 12 万吨湿法项目，收购擎天火法项目，总计具备约 24.5 万吨金属量镍中间品生产能力，2025 年华越、华飞两大湿法项目持续稳产超产，实现 MHP 年出货量 23.65 万吨，同比增长 30%。此外，公司与淡水河谷印尼、福特汽车合作的年产 12 万吨镍金属量 Pomalaa 湿法项目按计划稳步推进，预计将于今年年底前建成；公司与淡水河谷印尼合作的年产 6 万吨镍金属量 Sorowako 湿法项目前期工作有序开展；公司年产 4 万吨镍金属量华星火法项目开工建设。②在非洲，公司已在刚果(金)主要矿产区建立了采矿、选矿、钴铜冶炼于一体的钴铜资源开发体系，并在津巴布韦投资布局了 Arcadia 锂矿项目，通过补充勘探，Arcadia 锂矿保有资源量从 150 万吨碳酸锂当量增加至 245 万吨，品位提升至 1.34%，年产 5 万吨硫酸锂项目于今年一季度建成投产，实现矿冶一体化资源高效利用模式落地，将大幅降低锂盐生产成本。

**下游材料端：**公司大力开拓国内、国际两个市场，推动大型号新品的规模化量产，提前锁定 21.58 万吨正极材料、15.56 万吨前驱体供应长单。此外，公司与北京卫蓝、浙江金羽签署战略合作协议，推进固态及半固态电池领域合作；在低空经济领域，进入浙江金羽、中创新航、小鹏汇天、道通等企业的供应链；动力锂电材料已进入包括美国领先电动车企业、大众、宝马、戴姆勒、雷诺、日产、捷豹路虎等国际知名车企供应链并提供量产产品；公司批量向苹果、华为、OPPO、VIVO、Samsung、HP、戴尔等多个国际领先企业产业链供应消费锂电材料。在印尼，公司与 ANTAM 和 IBC 达成战略合作，围绕新能源汽车电池全产业链开展合作。在欧洲，匈牙利正极材料一期 2.5 万吨项目完成建设并进入产线调试阶段，与 LGES、EVE 签订长单合同，锁定项目销量，助力公司深度嵌入欧洲电动汽车产业链，抢占欧洲乃至全球锂电产业链市场先机。

**投资建议：维持“优于大市”评级。**上调盈利预测，预计公司 2026-2028 年营收为 1072/1225/1403(原预测 812/891/-)亿元，同比增速 32.3%/14.3%/14.5%；归母净利润为 102.73/121.69/144.34(原预测 70.06/82.94/-)亿元，同比增速 68.1%/18.5%/18.6%；摊薄 EPS 为 5.42/6.42/7.61 元，当前股价对应 PE 为 11.3/9.5/8.0X。公司是国内新能源锂电材料行业的头部企业，一体化产业链能有效抵御行业下行风险，同时也有望充分享受锂电行业景气度回暖带来的业绩弹性，维持“优于大市”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	19452	17626	10000	16531	25043	<b>营业收入</b>	<b>60946</b>	<b>81019</b>	<b>107169</b>	<b>122506</b>	<b>140288</b>
应收款项	7074	9763	12914	14762	16905	营业成本	50446	66865	85730	97437	110926
存货净额	17297	25624	22027	25014	28585	营业税金及附加	443	467	622	711	814
其他流动资产	9895	14962	16075	18376	21043	销售费用	159	170	193	221	253
<b>流动资产合计</b>	<b>54099</b>	<b>68054</b>	<b>61096</b>	<b>74763</b>	<b>91656</b>	管理费用	1895	2009	2648	3001	3410
固定资产	61000	66415	68251	69203	69600	研发费用	1300	1682	1929	2205	2525
无形资产及其他	4918	4573	4390	4207	4024	财务费用	2070	2399	2894	3308	3788
投资性房地产	4216	8470	8470	8470	8470	投资收益	1362	934	800	800	800
长期股权投资	12358	11925	12925	13925	14925	资产减值及公允价值变动	447	57	(200)	(200)	(200)
<b>资产总计</b>	<b>136591</b>	<b>159438</b>	<b>155132</b>	<b>170568</b>	<b>188676</b>	其他收入	(2084)	(1716)	(1346)	(1622)	(1942)
短期借款及交易性金融负债	29754	36572	20054	20000	20000	营业利润	5659	8384	14338	16808	19757
应付款项	16251	25405	29736	33769	38590	营业外净收支	(74)	(54)	(40)	(40)	(40)
其他流动负债	6337	9381	8305	9434	10782	<b>利润总额</b>	<b>5585</b>	<b>8330</b>	<b>14298</b>	<b>16768</b>	<b>19717</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>52343</b>	<b>71359</b>	<b>58095</b>	<b>63203</b>	<b>69372</b>	所得税费用	426	810	1501	2012	2662
长期借款及应付债券	26442	18556	18556	18556	18556	少数股东损益	1004	1410	2523	2587	2621
其他长期负债	9146	8703	8703	8703	8703	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4155</b>	<b>6110</b>	<b>10273</b>	<b>12169</b>	<b>14434</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>35588</b>	<b>27258</b>	<b>27258</b>	<b>27258</b>	<b>27258</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>87931</b>	<b>98617</b>	<b>85354</b>	<b>90461</b>	<b>96630</b>	净利润	4155	6110	10273	12169	14434
少数股东权益	11715	12525	14292	16102	17937	资产减值准备	509	45	10	1	0
股东权益	36946	48295	55487	64005	74109	折旧摊销	4566	5001	6137	7029	7585
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>136591</b>	<b>159438</b>	<b>155132</b>	<b>170568</b>	<b>188676</b>	公允价值变动损失	112	33	200	200	200
						财务费用	2345	2599	2894	3308	3788
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	442	(9047)	2598	(1973)	(2212)
每股收益	2.45	3.22	5.42	6.42	7.61	其它	2648	1870	1756	1810	1834
每股红利	2.52	1.46	1.62	1.92	2.28	<b>经营活动现金流</b>	<b>12431</b>	<b>4012</b>	<b>20975</b>	<b>19236</b>	<b>21842</b>
每股净资产	21.77	25.46	29.25	33.74	39.07	资本开支	(6722)	(10758)	(8000)	(8000)	(8000)
ROIC	5%	7%	12%	14%	16%	其它投资现金流	(947)	839	0	0	0
ROE	11%	13%	19%	19%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(7668)</b>	<b>(9919)</b>	<b>(9000)</b>	<b>(9000)</b>	<b>(9000)</b>
毛利率	17%	17%	20%	20%	21%	权益性融资	202	166	0	0	0
EBIT Margin	11%	12%	15%	16%	16%	负债净变化	602	(1448)	0	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	21%	21%	21%	支付股利、利息	(4276)	(2776)	(3082)	(3651)	(4330)
收入增长	-8%	33%	32%	14%	15%	其它融资现金流	3497	6007	(16518)	(54)	0
净利润增长率	24%	47%	68%	18%	19%	<b>融资活动现金流</b>	<b>25</b>	<b>1950</b>	<b>(19600)</b>	<b>(3705)</b>	<b>(4330)</b>
资产负债率	73%	70%	64%	62%	61%	<b>现金净变动</b>	<b>4990</b>	<b>(4288)</b>	<b>(7626)</b>	<b>6531</b>	<b>8512</b>
股息率	3.7%	2.4%	2.7%	3.2%	3.7%	货币资金的期初余额	10527	15517	17626	10000	16531
P/E	25.0	19.0	11.3	9.5	8.0	货币资金的期末余额	15517	11229	10000	16531	25043
P/B	2.8	2.4	2.1	1.8	1.6	企业自由现金流	608	(2047)	15262	13878	16875
EV/EBITDA	17.0	14.5	9.0	7.9	7.1	权益自由现金流	8804	4332	(2960)	12465	15703

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032