

公司研究

2026Q1 扣非归母净利润环比回升，国内外产能扩张逐步落地

——索通发展（603612.SH）2025 年年报与 2026 年一季报点评

要点

事件:索通发展于2026年4月22日晚发布2025年年报及2026年一季报。2025年实现营收176.9亿元，同比增长28.7%；实现归母净利润7.5亿元，同比增长174%。2026年一季度实现营收47.2亿元，同比增长26.2%；归母净利润2.1亿元，同比下降16%。

点评:

产能释放、预焙阳极价格回升助力2025年盈利能力回升。1) 预焙阳极: 2025年国内预焙阳极含税均价分别为5620元/吨，同比增长25.8%；2025年预焙阳极毛利率为14.2%，同比+4.4pct；2025年预焙阳极产量347.7万吨，同比+6.5%；销量351.5万吨，同比+6.0%，主要系索通创新二期34万吨、陇西索通30万吨预焙阳极项目投产。2) 负极: 2025年锂电负极产品产量7.40万吨，同比+36.8%、销量7.6万吨，同比+73.5%；2025年负极毛利率-5.1%，同比提升17.9pct。

2026Q1 单季度盈利环比回升、同比回落。2026Q1 预焙阳极国内含税均价为5975元/吨，同比+15.4%、环比+0.1%；公司2026Q1单季度综合毛利率为12.4%（同比-4.6pct），净利率5.8%（同比-3.5pct），主要系原料中硫焦价格涨幅较大，而原料价格上涨传导至预焙阳极上涨仍有1-2个月时间差。石油焦（3#A）克拉玛依2026Q1均价3768元/吨，同比+55%、环比+7%；兰州炼厂（3#B）2026Q1均价3868元/吨，同比+11%、环比+8%。

预焙阳极产能持续扩张。公司与吉利百矿合作开展的广西60万吨预焙阳极项目焙烧炉顺利点火，产能正逐步释放；已与华阳新材料签署合资协议，在山西合资建设20万吨预焙阳极项目；与EGA签署合资协议，在阿联酋合资建设30万吨预焙阳极项目，成为公司产能出海战略落地的重要里程碑。此外，江苏索通32万吨预焙阳极项目各项筹备工作正有序推进。

2026年预焙阳极目标销量380万吨，负极材料销量7.5万吨。公司2026年预焙阳极产量争取达到365万吨，预焙阳极销售量争取实现380万吨；全年负极材料产量争取达到7.5万吨，销量争取实现7.5万吨。

盈利预测、估值与评级:考虑原料石油焦价格和产品预焙阳极价格上涨仍有时间差，预计2026/2027年归母净利润为10.3/12.1亿元（较前次预测下调19.8%、14.2%），新增2028年归母净利润预测13.3亿元，同比增长37.7%/17.7%/9.8%，对应当前股价的PE估值分别为13/11/10X。预焙阳极业务逐步恢复正常运营，考虑产能的逐步释放，公司利润有望稳步增长，维持对公司的“增持”评级。

风险提示:产能投建不及预期；产品价格大幅波动风险；惰性阳极替代风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,750	17,693	21,462	24,354	26,242
营业收入增长率	-10.19%	28.68%	21.30%	13.48%	7.75%
净利润(百万元)	272	747	1,028	1,210	1,328
净利润增长率	-137.69%	174.09%	37.65%	17.72%	9.75%
EPS(元)	0.55	1.50	2.06	2.43	2.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.27%	13.09%	15.40%	15.59%	14.84%
P/E	50	18	13	11	10
P/B	2.6	2.4	2.0	1.8	1.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2026-04-22

增持（维持）

当前价: 27.28元

作者

分析师: 王招华

执业证书编号: S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师: 方驭涛

执业证书编号: S0930521070003

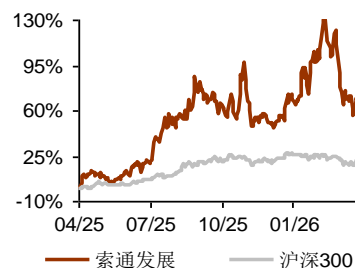
021-52523823

fangyutao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.98
总市值(亿元):	135.88
一年最低/最高(元):	15.35/36.35
近3月换手率:	268.19%

股价相对走势

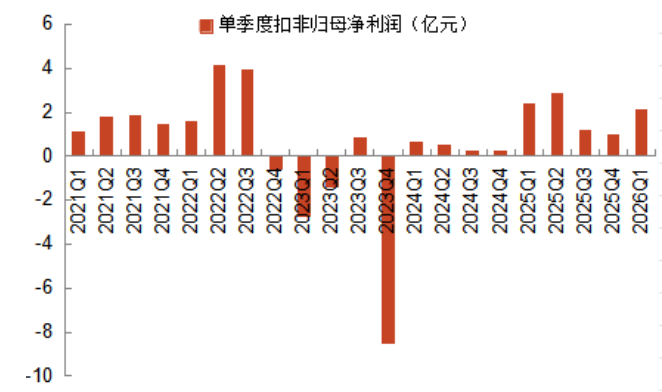


收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.07	-8.48	36.76
绝对	7.57	-6.42	63.50

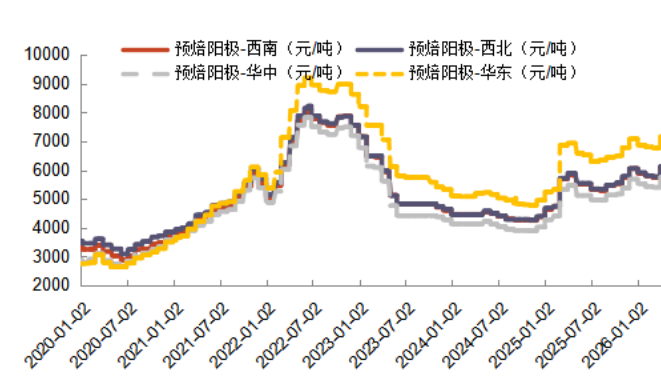
资料来源: Wind

图 1: 2026Q1 单季度扣非归母净利润同比下降、环比回升



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (2021Q1-2026Q1)

图 2: 国内预焙阳极价格走势



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (2020/1/2-2026/4/22)

表 1: 公司单季度主要财务指标

单位: 亿元	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
主营业务收入	31.06	33.70	34.44	38.31	37.42	45.64	44.56	49.31	47.23
同比增长率	39%	26%	-9%	13%	20%	35%	29%	29%	26%
毛利	3.09	3.05	3.08	3.42	6.37	7.30	4.38	6.69	5.87
毛利率	9.94%	9.06%	8.95%	8.94%	17.03%	16.00%	9.82%	13.57%	12.42%
销售费用	0.15	0.13	0.12	0.19	0.15	0.17	0.14	0.28	0.10
财务费用	0.60	0.51	0.68	-0.17	0.52	0.55	0.69	0.72	0.84
管理费用	0.50	0.52	0.57	0.89	0.64	0.64	0.69	1.27	0.69
研发费用	0.29	0.45	0.39	0.43	0.33	0.44	0.45	0.58	0.38
期间费用率	5.00%	4.74%	5.12%	3.51%	4.38%	3.94%	4.42%	5.76%	4.27%
资产减值损失	0.00	-0.11	-0.25	-0.60	-0.11	-0.59	-0.25	-1.01	-0.05
投资净收益	-0.01	-0.02	-0.03	-0.02	-0.09	-0.06	-0.07	-0.05	-0.07
营业外收入	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00	0.01
营业外支出	0.02	0.03	0.04	0.10	0.02	0.11	0.03	0.05	0.05
税前利润	0.24	1.43	2.43	1.27	4.35	4.44	2.13	2.29	3.40
归属母公司净利润	-0.42	0.74	1.85	0.56	2.44	2.79	1.31	0.93	2.06
净利率	-1.37%	2.19%	5.38%	1.46%	6.53%	6.11%	2.93%	1.88%	4.37%
同比增长率	-123%	-60%	141%	-114%	-	278%	-29%	66%	-16%
扣非净利润	0.63	0.49	0.23	0.23	2.39	2.83	1.20	0.95	2.08
期末净资产	75	76	72	69	68	72	72	74	77
ROE (摊薄)	-0.76%	1.32%	3.39%	1.07%	4.67%	5.12%	2.34%	1.64%	3.55%
存货/销售收入	21.25%	20.61%	21.09%	17.89%	25.73%	21.47%	21.19%	21.13%	26.52%
带息负债	79.1	85.6	83.5	81.6	95.6	92.5	87.8	86.3	101.1
货币资金	26.8	35.2	27.4	21.8	19.0	15.9	13.1	15.8	17.2
资产负债率	57.94%	59.79%	59.85%	60.82%	64.15%	62.08%	60.63%	60.62%	62.07%
存货金额	26.4	27.8	29.1	27.4	38.5	39.2	37.8	41.7	50.1
自由现金流	(3.5)	2.5	(4.3)	2.6	(9.8)	2.4	4.5	3.6	(11.7)
最新总股本(亿股)	4.98	4.98	4.98	4.98	4.98	4.98	4.98	4.98	4.98
摊薄 EPS (元/股)	-0.085	0.148	0.372	0.112	0.491	0.559	0.262	0.187	0.414

资料来源: Wind, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	13,750	17,693	21,462	24,354	26,242
营业成本	12,485	15,218	18,337	20,950	22,272
折旧和摊销	662	797	684	744	799
税金及附加	95	117	150	170	184
销售费用	59	74	97	110	118
管理费用	249	323	397	451	485
研发费用	156	179	215	244	262
财务费用	162	248	299	295	292
投资收益	-8	-27	-20	-20	-20
营业利润	554	1,340	1,936	2,204	2,709
利润总额	537	1,321	1,918	2,186	2,691
所得税	88	271	393	448	552
净利润	449	1,050	1,525	1,738	2,139
少数股东损益	177	303	497	528	811
归属母公司净利润	272	747	1,028	1,210	1,328
EPS(元)	0.55	1.50	2.06	2.43	2.67

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	426	712	2,754	2,114	2,789
净利润	272	747	1,028	1,210	1,328
折旧摊销	662	797	684	744	799
净营运资金增加	87	1,568	414	1,103	1,701
其他	-594	-2,400	627	-942	-1,039
投资活动产生现金流	-699	-662	-898	-995	-970
净资本支出	-691	-647	-840	-900	-900
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-8	-16	-58	-95	-70
融资活动现金流	-225	-498	429	-599	-479
股本变化	-43	0	0	0	0
债务净变化	828	476	788	-182	-48
无息负债变化	244	174	-390	295	133
净现金流	-473	-441	2,285	521	1,340

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	9.2%	14.0%	14.6%	14.0%	15.1%
EBITDA 率	10.9%	15.8%	14.0%	13.3%	14.4%
EBIT 率	6.1%	11.3%	10.8%	10.2%	11.4%
税前净利润率	3.9%	7.5%	8.9%	9.0%	10.3%
归母净利润率	2.0%	4.2%	4.8%	5.0%	5.1%
ROA	2.6%	5.6%	7.4%	7.8%	8.8%
ROE (摊薄)	5.3%	13.1%	15.4%	15.6%	14.8%
经营性 ROIC	4.6%	9.1%	10.1%	10.1%	11.1%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	61%	61%	57%	53%	49%
流动比率	1.29	1.40	1.72	2.17	2.83
速动比率	0.90	0.80	1.26	1.58	2.12
归母权益/有息债务	0.64	0.66	0.71	0.84	0.98
有形资产/有息债务	2.08	2.09	2.11	2.33	2.56

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	17,615	18,746	20,608	22,337	24,422
货币资金	2,180	1,578	3,863	4,384	5,724
交易性金融资产	0	0	10	110	210
应收账款	2,342	2,408	2,794	3,171	3,417
应收票据	168	116	129	146	157
其他应收款 (合计)	30	41	21	24	26
存货	2,742	4,168	3,097	3,521	3,726
其他流动资产	1,377	1,209	1,228	1,242	1,252
流动资产合计	9,041	9,787	11,496	12,994	14,928
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	6,729	6,817	7,090	7,197	7,197
在建工程	791	1,095	867	754	697
无形资产	492	531	570	658	744
商誉	16	16	16	16	16
其他非流动资产	162	108	146	146	146
非流动资产合计	8,574	8,959	9,112	9,343	9,494
总负债	10,714	11,364	11,762	11,875	11,960
短期借款	3,132	3,119	3,107	2,125	1,277
应付账款	1,533	1,974	1,650	1,885	2,004
应付票据	57	79	92	105	111
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	55	70	70	70	70
流动负债合计	6,999	7,015	6,681	5,994	5,279
长期借款	3,144	4,093	4,893	5,693	6,493
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	405	185	185	185	185
非流动负债合计	3,715	4,349	5,081	5,881	6,681
股东权益	6,901	7,382	8,847	10,462	12,462
股本	498	498	498	498	498
公积金	3,325	3,214	3,214	3,214	3,214
未分配利润	1,383	2,026	2,994	4,082	5,271
归属母公司权益	5,171	5,705	6,673	7,761	8,949
少数股东权益	1,730	1,677	2,174	2,702	3,513

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.43%	0.42%	0.45%	0.45%	0.45%
管理费用率	1.81%	1.83%	1.85%	1.85%	1.85%
财务费用率	1.18%	1.40%	1.39%	1.21%	1.11%
研发费用率	1.13%	1.01%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税率	16%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.00	0.12	0.24	0.28	0.34
每股经营现金流	0.86	1.43	5.53	4.24	5.60
每股净资产	10.38	11.45	13.40	15.58	17.97
每股销售收入	27.60	35.52	43.09	48.89	52.68

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	50	18	13	11	10
PB	2.6	2.4	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	17.0	9.7	9.1	8.7	7.8
股息率	0.0%	0.4%	0.9%	1.0%	1.3%

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。
基准指数说明：		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的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所载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