

原料涨价添弹性，新签项目助增量

——索通发展 2025 年报&2026 年一季报点评

核心观点

- 预焙阳极出货稳健提升，减值计提扫除利润压制因素。**2025 财年，公司实现预焙阳极销量 351.5 万吨，同比+6%；其中 25H2 销量 182.5 万吨，环比上半年增长 8%，主要系报告期内广西吉利百矿 60 万吨阳极项目产能爬坡释放。负极材料方面，2025 财年公司实现负极产品销量 7.6 万吨，同比+74%；毛利率-5%，同比上年收窄 18pct；负极业务放量提效，有望在未来逐步实现盈亏平衡。25Q4 归母净利润环比下滑，主要或因当期计提负极固定资产减值、负极存货跌价准备，阳极产线大修累积造成约 1 亿元资产减值损失；随着阳极产线恢复、减值因素阶段性出清，26Q1 起公司业绩已重回增长轨道。
- 新增产能项目稳步推进，出货目标再上台阶。**2026 年，公司将继续推进广西 60 万吨预焙阳极新增产能分工序投产与爬坡，并实施部分预焙阳极产能技改大修，全年预焙阳极产销量目标分别 365 万吨/380 万吨；全年负极材料产销量目标 7.5 万吨。新建产能项目方面，江苏索通 32 万吨预焙阳极项目、山西索通 20 万吨预焙阳极项目积极筹备中，力争 2026 年内开工建设；海外 EGA 合资 30 万吨预焙阳极项目稳妥推进，目前正在办理前置审批手续。此外，公司新增与贵州铝业签署年产 30 万吨预焙阳极项目投资协议（公司拟持股 65%），为远期增量奠定保障。
- 石油焦价格涨势延续，公司有望持续通过消化低价库存受益。**随着全球焦化产能释放减速，叠加中东地缘扰动未消，石油焦价格上行趋势持续：据 SMM，东北 1#石油焦价格已由 2026 年年初 4360 元/吨升至近 4900 元/吨，且我们认为长期价格中枢仍将继续向上。公司通过长协锁定前期低价战略库存，在石油焦价格上行期内有望实现原料成本与产品售价的利差扩大，享受库存升值带来的额外盈利，业绩弹性或更为显著。

盈利预测与投资建议

- 我们维持预测公司 2026-2027 年每股收益为 2.33、3.06 元，新增 2028 年每股收益为 3.96 元。根据可比公司 2026 年 15X 的 PE 估值，对应目标价 34.95 元，维持“买入”评级。

风险提示

石油焦价格大幅波动，下游电解铝产能建设不及预期，储能等电池下游需求不及预期风险。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,750	17,693	22,456	29,144	33,677
同比增长(%)	-10.2%	28.7%	26.9%	29.8%	15.6%
营业利润(百万元)	554	1,340	1,858	2,630	3,271
同比增长(%)	162.1%	142.1%	38.6%	41.5%	24.4%
归属母公司净利润(百万元)	272	747	1,161	1,525	1,972
同比增长(%)	137.7%	174.1%	55.6%	31.3%	29.4%
每股收益(元)	0.55	1.50	2.33	3.06	3.96
毛利率(%)	9.2%	14.0%	14.0%	14.4%	14.8%
净利率(%)	2.0%	4.2%	5.2%	5.2%	5.9%
净资产收益率(%)	5.0%	13.7%	18.4%	20.1%	21.6%
市盈率	46.4	16.9	10.9	8.3	6.4
市净率	2.4	2.2	1.8	1.5	1.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2026年04月24日）	25.35 元
目标价格	34.95 元
52 周最高价/最低价	36.35/15.35 元
总股本/流通 A 股（万股）	49,810/49,810
A 股市值（百万元）	12,627
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2026 年 04 月 25 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-7.82	-1.74	-13.04	52.2
相对表现%	-8.68	-8.32	-14.46	26.17
沪深 300%	0.86	6.58	1.42	26.03



证券分析师

于嘉懿 执业证书编号：S0860525110005
 yujiayi1@orientsec.com.cn
 021-63326320

相关报告

出海开新篇，拓展促成长：索通发展首次覆盖报告 2026-03-24

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)					市盈率			
		2026/4/24	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
云铝股份	000807	34.17	1.27	1.75	3.13	3.46	26.86	19.57	10.91	9.89	
天山铝业	002532	17.98	0.96	1.04	1.75	1.93	18.68	17.27	10.26	9.31	
神火股份	000933	32.84	1.92	1.78	3.70	3.96	17.15	18.44	8.87	8.29	
璞泰来	603659	36.71	0.56	1.10	1.54	1.97	65.87	33.25	23.90	18.62	
贝特瑞	920185	32.18	0.82	0.80	1.37	1.67	39.37	40.23	23.45	19.29	
调整后平均							28.30	23.75	14.87	12.61	

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

石油焦价格大幅波动风险。若石油焦等核心原材料价格大幅波动，尤其在大幅下跌的情境中，公司消耗高价原料与低价阳极产品销售形成的“剪刀差”或压制整体盈利水平。

下游电解铝产能建设不及预期风险。公司预焙阳极核心下游为电解铝行业，若国内外电解铝产能投放、新建及投产进度不及预期，将直接导致阳极需求下滑，影响公司主营产品销量与盈利空间。

储能等电池下游需求不及预期风险。公司负极材料业务依托动力电池、储能电池需求增长，若储能及动力锂电池下游需求放量不及预期，将制约负极出货与产能利用率提升，延缓负极业务盈利改善节奏。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,180	1,578	4,174	5,131	8,005	营业收入	13,750	17,693	22,456	29,144	33,677
应收票据、账款及款项融资	3,675	3,452	3,469	4,660	5,131	营业成本	12,485	15,218	19,308	24,957	28,709
预付账款	202	267	336	434	504	销售费用	59	74	94	123	142
存货	2,742	4,168	4,251	5,937	7,004	管理费用	249	323	386	520	598
其他	242	323	250	296	312	研发费用	156	179	261	321	368
流动资产合计	9,041	9,787	12,481	16,458	20,956	财务费用	162	248	340	326	307
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	117	202	83	92	80
固定资产	6,729	6,817	6,560	5,431	3,722	公允价值变动收益	102	12	0	0	0
在建工程	791	1,095	634	840	938	投资净收益	(8)	(27)	(8)	(8)	(8)
无形资产	492	531	521	510	499	其他	(62)	(92)	(119)	(166)	(195)
其他	562	516	474	448	429	营业利润	554	1,340	1,858	2,630	3,271
非流动资产合计	8,574	8,959	8,189	7,229	5,590	营业外收入	2	2	2	2	2
资产总计	17,615	18,746	20,670	23,688	26,545	营业外支出	18	21	20	20	20
短期借款	3,132	3,119	3,082	3,111	3,104	利润总额	537	1,321	1,841	2,612	3,253
应付票据及应付账款	1,590	2,053	2,286	3,166	3,638	所得税	88	271	276	392	488
其他	2,277	1,843	1,950	2,038	1,955	净利润	449	1,050	1,565	2,220	2,765
流动负债合计	6,999	7,015	7,318	8,315	8,697	少数股东损益	177	303	403	696	792
长期借款	3,144	4,093	4,093	4,093	4,093	归属于母公司净利润	272	747	1,161	1,525	1,972
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.55	1.50	2.33	3.06	3.96
其他	571	256	279	235	220						
非流动负债合计	3,715	4,349	4,372	4,328	4,313	主要财务比率					
负债合计	10,714	11,364	11,690	12,643	13,010		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	1,730	1,677	2,080	2,776	3,569	成长能力					
实收资本(或股本)	498	498	498	498	498	营业收入	-10.2%	28.7%	26.9%	29.8%	15.6%
资本公积	3,041	2,931	2,963	2,963	2,963	营业利润	162.1%	142.1%	38.6%	41.5%	24.4%
留存收益	1,634	2,277	3,438	4,807	6,505	归属于母公司净利润	137.7%	174.1%	55.6%	31.3%	29.4%
其他	(3)	(1)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	6,901	7,382	8,980	11,044	13,536	毛利率	9.2%	14.0%	14.0%	14.4%	14.8%
负债和股东权益总计	17,615	18,746	20,670	23,688	26,545	净利率	2.0%	4.2%	5.2%	5.2%	5.9%
						ROE	5.0%	13.7%	18.4%	20.1%	21.6%
						ROIC	4.0%	8.1%	11.1%	13.4%	14.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	60.8%	60.6%	56.6%	53.4%	49.0%
净利润	449	1,050	1,565	2,220	2,765	净负债率	86.1%	95.1%	50.6%	33.2%	5.2%
折旧摊销	616	680	2,724	3,567	4,456	流动比率	1.29	1.40	1.71	1.98	2.41
财务费用	162	248	340	326	307	速动比率	0.90	0.80	1.12	1.27	1.60
投资损失	8	27	8	8	8	营运能力					
营运资金变动	(281)	(847)	70	(2,095)	(1,150)	应收账款周转率	6.3	7.4	7.9	7.6	7.3
其它	(528)	(447)	53	100	92	存货周转率	4.7	4.4	4.6	4.9	4.4
经营活动现金流	426	712	4,760	4,128	6,478	总资产周转率	0.8	1.0	1.1	1.3	1.3
资本支出	(1,155)	(1,148)	(2,077)	(2,725)	(2,913)	每股指标(元)					
长期投资	1	0	(0)	0	(0)	每股收益	0.55	1.50	2.33	3.06	3.96
其他	456	485	2	(8)	(8)	每股经营现金流	0.86	1.43	9.56	8.29	13.01
投资活动现金流	(699)	(662)	(2,075)	(2,733)	(2,922)	每股净资产	10.38	11.45	13.85	16.60	20.01
债权融资	601	391	255	16	(96)	估值比率					
股权融资	(738)	(110)	33	0	0	市盈率	46.4	16.9	10.9	8.3	6.4
其他	(87)	(778)	(376)	(454)	(588)	市净率	2.4	2.2	1.8	1.5	1.3
筹资活动现金流	(225)	(498)	(88)	(438)	(684)	EV/EBITDA	15.7	9.2	4.2	3.2	2.6
汇率变动影响	24	7	-0	-0	-0	EV/EBIT	29.2	13.1	9.5	7.1	5.8
现金净增加额	(473)	(441)	2,596	957	2,873						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。