

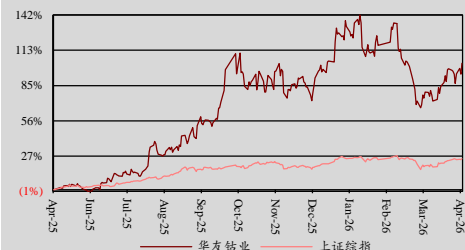
603799.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 67.66

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.5)	13.0	(13.9)	102.1
相对上证综指	(2.6)	8.0	(12.7)	77.1

发行股数 (百万)	1,896.73
流通股 (百万)	1,887.61
总市值 (人民币 百万)	128,332.58
3个月日均交易额 (人民币 百万)	4,053.60
主要股东	
华友控股集团有限公司	16.27%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2026年4月29日收市价为标准

相关研究报告

《华友钴业》20251110

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

有色金属: 能源金属

证券分析师: 武佳雄

jiexiong.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523070001

证券分析师: 李扬

yang.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523080002

华友钴业

26Q1 业绩同比高增, 一体化优势持续释放

公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报, 归母净利润同比实现较高增长; 公司一体化布局不断深化, 项目建设稳步推进, 未来业绩有望保持增长, 维持**增持**评级。

支撑评级的要点

- **2025 年归母净利润同比增长 47.07%**: 公司发布 2025 年年报, 全年实现营收 810.19 亿元, 同比增长 32.94%; 实现归母净利润 61.10 亿元, 同比增长 47.07%; 实现扣非归母净利润 57.93 亿元, 同比增长 52.64%。根据年报数据计算, 2025Q4 公司实现归母净利润 18.94 亿元, 同比增长 66.97%, 环比增长 25.84%。
- **2026Q1 归母净利润同比增长 99.45%**: 公司发布 2026 年一季报, 一季度实现营收 258.04 亿元, 同比增长 44.62%; 归母净利润 24.97 亿元, 同比增长 99.45%, 环比增长 31.84%; 扣非归母净利润 20.70 亿元, 同比增长 68.76%, 环比增长 16.27%。
- **主要产品销量稳步增长, 一体化优势持续释放**: 2025 年公司三元正极材料出货量突破 10 万吨, 同比增长超过一倍; 三元前驱体出货量同比小幅增长, 产品结构持续升级、客户结构不断优化; 镍产品出货量约 29.25 万金属吨, 同比增长 58.72%; 钴产品出货量约 4.65 万吨, 同比保持稳定; 碳酸锂出货量 5.44 万吨, 同比增长 38.58%。公司一体化优势持续释放, 镍、锂资源项目为下游产品提供具有竞争力的原料保障, 锂电材料端持续开拓新客户和推动新产品量产, 行业竞争力不断增强。
- **深化全球布局, 项目建设有序推进**: 公司 Sorowako 项目前期工作有序开展, 华星火法项目开工建设, Pomalaa 项目预计于年底前建成, 津巴布韦年产 5 万吨硫酸锂项目于今年一季度建成试产, 欧洲匈牙利正极材料一期项目进入产线调试阶段, 重大项目的稳步推进有望为公司发展持续注入动能。

估值

- 结合公司年报和一季报, 考虑到公司一体化优势持续释放, 项目建设有序推进, 未来主要产品出货量有望保持增长, 我们将公司 2026-2028 年的预测每股盈利调整至 4.72/6.07/7.30 元 (原 2026-2028 年预测摊薄每股收益为 4.03/4.78/-元), 对应市盈率 14.3/11.1/9.3 倍; 考虑当前估值已部分反应量价与产能释放预期, 金属和原料价格波动仍在, 维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 新能源汽车与电池需求不达预期; 全球钴矿与镍矿开采、投放进度超预期; 价格竞争超预期; 海外经营与汇率风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	60,946	81,019	101,330	117,819	138,762
增长率(%)	(8.1)	32.9	25.1	16.3	17.8
EBITDA(人民币 百万)	10,787	10,390	19,489	23,629	27,417
归母净利润(人民币 百万)	4,155	6,110	8,961	11,515	13,846
增长率(%)	24.0	47.1	46.7	28.5	20.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.19	3.22	4.72	6.07	7.30
原先预测摊薄每股收益(人民币)			4.03	4.78	-
调整幅度 (%)			17.0	26.9	-
市盈率(倍)	13.4	21.2	14.3	11.1	9.3
市净率(倍)	1.5	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA(倍)	10.5	17.8	9.6	7.8	6.1
每股股息 (人民币)	0.5	0.5	0.7	1.2	1.5
股息率(%)	1.7	0.7	1.1	1.8	2.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2025 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2024 年	2025 年	同比(%)
营业收入	60,945.56	81,018.67	32.94
营业成本	50,445.68	66,865.11	32.55
毛利润	10,499.89	14,153.57	34.80
营业税金及附加	442.79	466.69	5.40
管理费用	1,894.65	2,009.45	6.06
销售费用	159.23	170.29	6.94
营业利润	5,658.55	8,383.60	48.16
资产减值	508.57	44.62	(91.23)
财务费用	2,069.82	2,399.18	15.91
投资收益	1,361.82	934.11	(31.41)
营业外收入	15.34	19.98	30.25
营业外支出	89.25	73.80	(17.32)
利润总额	5,584.63	8,329.78	49.16
所得税	426.17	809.52	89.95
少数股东损益	1,003.64	1,409.88	40.48
归属于母公司的净利润	4,154.83	6,110.38	47.07
基本每股收益(元)	2.50	3.34	33.60
毛利率(%)	17.23	17.47	0.24 个百分点
净利率(%)	8.46	9.28	0.82 个百分点

资料来源: iFinD, 中银证券

图表 2. 2026 年一季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2025Q1	2026Q1	同比(%)
营业收入	17,841.99	25,803.75	44.62
营业成本	15,186.86	20,466.04	34.76
毛利润	2,655.13	5,337.71	101.03
营业税金及附加	94.71	199.39	110.52
管理费用	429.02	516.06	20.29
销售费用	29.16	30.75	5.43
营业利润	1,839.79	3,689.15	100.52
资产减值	(122.70)	1.78	/
财务费用	427.33	888.09	107.82
投资收益	156.55	543.31	247.05
营业外收入	4.84	18.70	286.51
营业外支出	3.12	15.82	406.37
利润总额	1,841.50	3,692.03	100.49
所得税	105.34	539.84	412.48
少数股东损益	484.05	654.91	35.30
归属于母公司的净利润	1,252.11	2,497.28	99.45
基本每股收益(元)	0.74	1.33	79.73
毛利率(%)	14.88	20.69	5.80 个百分点
净利率(%)	9.73	12.22	2.49 个百分点

资料来源: iFinD, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	60,946	81,019	101,330	117,819	138,762
营业收入	60,946	81,019	101,330	117,819	138,762
营业成本	50,446	66,865	81,883	94,178	110,130
营业税金及附加	443	467	608	707	833
销售费用	159	170	253	236	278
管理费用	1,895	2,009	2,533	2,945	4,163
研发费用	1,300	1,682	2,533	2,945	3,469
财务费用	2,070	2,399	2,210	2,435	2,367
其他收益	225	273	200	200	200
资产减值损失	(509)	(45)	(80)	(15)	(15)
信用减值损失	14	(199)	(150)	(40)	(40)
资产处置收益	(5)	(18)	10	0	0
公允价值变动收益	(62)	12	(40)	150	150
投资收益	1,362	934	900	900	900
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,659	8,384	12,150	15,567	18,718
营业外收入	15	20	10	3	3
营业外支出	89	74	50	10	10
利润总额	5,585	8,330	12,110	15,560	18,711
所得税	426	810	908	1,167	1,403
净利润	5,158	7,520	11,202	14,393	17,308
少数股东损益	1,004	1,410	2,240	2,879	3,462
归母净利润	4,155	6,110	8,961	11,515	13,846
EBITDA	10,787	10,390	19,489	23,629	27,417
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.19	3.22	4.72	6.07	7.30

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	54,099	68,054	92,680	105,415	131,391
货币资金	19,452	17,626	30,399	35,346	41,629
应收账款	6,802	9,342	14,865	15,899	22,646
应收票据	0	0	0	0	0
存货	17,297	25,624	31,239	36,779	44,595
预付账款	2,950	5,906	5,921	7,118	11,237
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	7,598	9,556	10,256	10,273	11,285
非流动资产	82,492	91,384	93,951	96,191	97,550
长期投资	12,541	12,325	12,325	12,325	12,325
固定资产	51,098	53,416	54,336	54,923	55,098
无形资产	4,918	4,573	4,166	3,759	3,353
其他长期资产	13,935	21,069	23,123	25,183	26,775
资产合计	136,591	159,438	186,631	201,606	228,941
流动负债	52,343	71,359	84,591	89,071	108,950
短期借款	20,754	25,050	31,363	36,100	41,237
应付账款	12,042	18,209	19,827	23,350	27,474
其他流动负债	19,547	28,100	33,401	29,620	40,239
非流动负债	35,588	27,258	32,127	30,533	23,450
长期借款	19,502	18,055	22,702	21,218	14,080
其他长期负债	16,086	9,204	9,425	9,314	9,370
负债合计	87,931	98,617	116,718	119,603	132,400
股本	1,692	1,897	1,897	1,897	1,897
少数股东权益	11,715	12,525	14,766	17,644	21,106
归属母公司股东权益	36,946	48,295	55,147	64,358	75,435
负债和股东权益合计	136,591	159,438	186,631	201,606	228,941

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	5,158	7,520	11,202	14,393	17,308
折旧摊销	4,579	809	6,199	6,877	7,582
营运资金变动	(4,235)	(3,483)	(4,933)	(8,046)	(4,950)
其他	6,928	(834)	1,798	1,156	1,431
经营活动现金流	12,431	4,012	14,266	14,380	21,371
资本支出	(6,722)	(10,758)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
投资变动	(2,455)	128	(40)	150	150
其他	1,508	711	909	901	900
投资活动现金流	(7,668)	(9,919)	(8,131)	(7,949)	(7,950)
银行借款	6,307	2,848	10,961	3,253	(2,002)
股权融资	(5,320)	5,414	(2,110)	(2,303)	(2,769)
其他	(962)	(6,313)	(2,212)	(2,434)	(2,367)
筹资活动现金流	25	1,950	6,639	(1,484)	(7,138)
净现金流	4,788	(3,957)	12,773	4,947	6,283

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(8.1)	32.9	25.1	16.3	17.8
营业利润增长率(%)	17.5	48.2	44.9	28.1	20.2
归属于母公司净利润增长率(%)	24.0	47.1	46.7	28.5	20.3
息税前利润增长率(%)	27.5	54.3	38.7	26.1	18.4
息税折旧前利润增长率(%)	31.5	(3.7)	87.6	21.2	16.0
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	24.0	47.1	46.7	28.5	20.3
获利能力					
息税前利润率(%)	10.2	11.8	13.1	14.2	14.3
营业利润率(%)	9.3	10.3	12.0	13.2	13.5
毛利率(%)	17.2	17.5	19.2	20.1	20.6
归母净利润率(%)	6.8	7.5	8.8	9.8	10.0
ROE(%)	11.2	12.7	16.2	17.9	18.4
ROIC(%)	5.1	7.4	9.6	11.3	13.4
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	0.8	0.6	0.5	0.4	0.3
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	8.2	10.0	8.4	7.7	7.2
应付账款周转率	5.1	5.4	5.3	5.5	5.5
费用率					
销售费用率(%)	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
管理费用率(%)	3.1	2.5	2.5	2.5	3.0
研发费用率(%)	2.1	2.1	2.5	2.5	2.5
财务费用率(%)	3.4	3.0	2.2	2.1	1.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.2	3.2	4.7	6.1	7.3
每股经营现金流(最新摊薄)	6.6	2.1	7.5	7.6	11.3
每股净资产(最新摊薄)	19.5	25.5	29.1	33.9	39.8
每股股息	0.5	0.5	0.7	1.2	1.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	13.4	21.2	14.3	11.1	9.3
P/B(最新摊薄)	1.5	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	10.5	17.8	9.6	7.8	6.1
价格/现金流(倍)	4.5	32.3	9.0	8.9	6.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371