

# 镍钴行业变局，火法锋芒乍显

## 中伟新材首次覆盖报告

### 核心观点

- **中伟新材是全球正极材料前驱体龙头，多材料协同驱动增长。**公司深耕新材料领域，主要产品包括镍系、钴系、磷系、钠系以及新能源金属产品，2025年三元前驱体市占率24%，连续6年第一。此外，公司在印尼锁定六亿湿吨红土镍矿供应，并率先布局富氧侧吹工艺路径，当前在印尼已拥有近20万金属吨镍冶炼产能，其中6万金属吨产能采用富氧侧吹工艺。此外，公司在固态电池领域布局超高镍三元、硫化物前驱体等项目，核心项目均已进入量产试验阶段。
- **新 HPM 公式抬高镍、钴计价系数，双重冲击湿法成本，但对公司火法成本影响有限。**2026年4月，印尼拟计划实施新 HPM 计价公式，将1.6%品位镍矿计价系数由17%提至30%，并首次将钴元素纳入计价；我们测算，若镍计价系数提升与“钴税”同时落地，湿法钴收益将进一步被削弱——完全扣钴成本较旧规或增加超3,000美元/吨。而火法用矿实际成交价已远高于公式基准，新政或仅压缩升水空间；公司富氧侧吹工艺路线基本不依赖钴收益，相对优势凸显。
- **全球硫磺供需中长期趋紧，湿法成本持续承压，富氧侧吹路径受益。**供给端，硫磺主要来自油气，中东地缘冲突直接冲击了约40%的硫磺外运；即便冲突缓和，全球原料端石油、天然气低硫化趋势也使硫磺供给弹性持续减弱。需求端，化肥与新能源领域（磷酸铁、MHP等）共同拉动硫磺消费增长，湿法单吨MHP需耗硫磺9-10吨，湿法炼镍成本中枢将持续上行。中伟新材富氧侧吹工艺以燃料替代电力，基本不依赖硫磺制酸，价差确定性突出，有望在长期展现出超额收益。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司2026-2028年每股收益分别为2.92、3.46、4.22元，参考可比公司2026年调整后平均PE为23倍，给予公司2026年23倍PE，目标价67.16元，首次给予“买入”评级。

### 风险提示

镍价、硫磺价格大幅波动，印尼资源政策进一步收紧，下游需求增速放缓，冶炼与研发项目进展不及预期，假设条件变化影响测算结果。

### 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	40,223	48,140	61,000	66,581	73,412
同比增长(%)	17.4%	19.7%	26.7%	9.1%	10.3%
营业利润(百万元)	2,034	1,959	3,911	4,636	5,715
同比增长(%)	-14.5%	-3.7%	99.7%	18.5%	23.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,467	1,567	3,046	3,602	4,402
同比增长(%)	-24.6%	6.8%	94.4%	18.2%	22.2%
每股收益(元)	1.41	1.50	2.92	3.46	4.22
毛利率(%)	12.1%	12.3%	13.3%	13.6%	14.2%
净利率(%)	3.6%	3.3%	5.0%	5.4%	6.0%
净资产收益率(%)	7.3%	7.1%	11.8%	12.5%	13.9%
市盈率	40.4	37.8	19.5	16.5	13.5
市净率	2.9	2.5	2.2	2.0	1.8

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（首次）
股价（2026年05月20日）	56.87元
目标价格	67.16元
52周最高价/最低价	66.15/30.56元
总股本/流通A股（万股）	104,225/101,672
A股市值（百万元）	59,273
国家/地区	中国
行业	电力设备及新能源
报告发布日期	2026年05月22日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-6.77	0.41	3.76	77.95
相对表现%	-3.82	-1.55	-0.32	53.51
沪深300%	-2.95	1.96	4.08	24.44



### 证券分析师

于嘉懿	执业证书编号：S0860525110005 yujiayi1@orientsec.com.cn 021-63326320
宁紫薇	执业证书编号：S0860525120005 ningziwei@orientsec.com.cn 021-63326320
王浩然	执业证书编号：S0860526010003 wanghaoran@orientsec.com.cn 021-63326320

## 重大投资要素

### 我们区别于市场的观点

当前市场对公司及行业的核心分歧主要集中在两点：一是战争等地缘冲突对成本的影响是短期的，一旦冲突结束，硫磺价格回落，湿法 HPAL 凭借钴收益仍将维持最低成本；二是印尼 RKAB 配额收紧与新 HPM 定价公式将系统性抬升公司原料成本，压缩利润空间。我们认为上述两方面预期均存在偏差：第一，即便地缘冲突结束，全球硫磺供给中长期仍将趋紧；供给端炼能收缩与天然气低硫化趋势导致硫磺产量刚性下降，需求端化肥刚需与新能源领域持续增长，硫磺价格中枢难以回到冲突前水平，湿法成本无法维持原低位。第二，拟执行的新 HPM 公式对湿法成本抬升更为显著——新 HPM 公式将钴纳入计价直接削弱湿法钴收益，湿法完全成本较旧规增加或超 3000 美元/吨；而火法用矿实际成交价已远高于公式基准，新政仅压缩升水空间，影响有限；公司参股锁定超 6 亿湿吨红土镍矿并已获得 RKAB 配额，原料保障稳固，富氧侧吹工艺基本不依赖硫磺和钴收益，盈利确定性反而增强。

### 关键假设

1) 2026 年印尼新 HPM 公式逐步落地执行，湿法完全成本较旧规增加超 3000 美元/吨，进而推动镍价中枢上行；2) 全球硫磺供需维持偏紧格局，价格中枢呈中长期上涨趋势；3) 富氧侧吹工艺的电力与氧气价格变动趋势与印尼煤炭价格保持一致。

### 股价上涨的催化因素

镍价大幅上涨，公司富氧侧吹工艺成本优势相较其他工艺路线持续扩大，下游客户需求旺盛，公司固态电池材料产品率先实现产品导入与放量。

### 估值和目标价格

根据公司所属行业特征及业务布局，为了更好地反映公司盈利成长的特性，我们采用 PE 估值法，参考行业调整后平均 PE 水平，给予公司 2026 年 23X PE 的估值，对应每股合理估值为 67.16 元。首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

镍价、硫磺价格大幅波动，印尼资源政策进一步收紧，下游需求增速放缓，冶炼与研发项目进展不及预期，假设条件变化影响测算结果。

# 目录

一、公司简介：正极材料起家，重磅布局印尼镍产业 .....	6
1.1. 公司深耕正极材料产业链，近年大力发展上游镍产业基地 .....	6
1.2. 营收规模持续扩张，毛利结构优化升级 .....	8
二、镍冶炼：硫价推升湿法成本，侧吹火法再闪耀 .....	9
2.1. 镍行业简介：印尼主导全球镍业格局，火法湿法构筑冶炼体系 .....	9
2.2. 湿法镍：受制硫磺价格上涨与“钴税”征收，价差或收缩 .....	11
2.2.1. 全球炼能扩张放缓，硫磺价格长期中枢上移趋势不改 .....	13
2.2.2. 湿法钴纳入定价新规，进一步抬升湿法成本线 .....	19
2.3. 火法镍：新 HPM 公式影响有限，整体利差空间稳定 .....	21
2.4. 公司镍业务：参股矿山保供，侧吹工艺具备相对优势 .....	23
三、其他业务：电池材料增速稳健，布局上游锂磷资源 .....	25
3.1. 正极材料行业：高增放量，固态电池开启新技术周期 .....	25
3.2. 公司电池材料业务：多材料体系布局，卡位固态电池前沿 .....	26
3.3. 公司资源储备：向上游布局锂磷资源，远期成长空间可期 .....	28
四、盈利预测与投资建议 .....	29
五、风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1: 立足新材料, 布局全球化: 中伟新材发展历程.....	6
图 2: 中伟新材股权结构清晰 (截至 2025 年报) .....	7
图 3: 多基地协同布局, 打造全球化核心竞争力.....	7
图 4: 中伟新材营收规模持续扩张 .....	8
图 5: 产品矩阵扩容, 毛利来源日趋多元 .....	8
图 6: 三元前驱体引领, 多品类产量增长 .....	8
图 7: 公司各产品毛利率稳中有进 .....	8
图 8: 2025 年全球镍储量分布, 印尼占比超 44% .....	9
图 9: 印尼镍产量占比不断攀升.....	9
图 10: 镍冶炼基于资源禀赋与应用需求, 主要分为火法与湿法两种路径 .....	10
图 11: 2025 年印尼四大镍冶炼工艺园区分布.....	10
图 12: 2025 年印尼火法产能占比超八成 .....	10
图 13: 印尼月度 MHP 产量自 2021 年来显著增长 .....	12
图 14: 镍矿、硫磺在 MHP 完全成本中占据主导.....	12
图 15: LME 镍钴价格与 MHP 镍钴价格近期均现阶段性上扬.....	12
图 16: 镍、钴折价系数中枢整体抬升至 90%以上.....	12
图 17: 硫磺大部分产自油气脱硫, 90%以上被用于制酸 .....	13
图 18: 近年国内、国际硫磺价格持续上涨 .....	13
图 19: 矿产产酸在硫酸生产中占约一半的比例 .....	14
图 20: 矿产、冶炼产酸地区大多远离印尼, 海运经济性低 .....	14
图 21: ESG 对能源转型需求下, 全球油气炼化资本开支下降 .....	14
图 22: 全球炼油能力缺口或逐步显现.....	14
图 23: 全球高硫燃油产出主要集中于中东地区 .....	15
图 24: 全球高硫燃油产量份额逐年受压缩 .....	15
图 25: 全球十大高硫气田多数集中于中东、中亚.....	16
图 26: 全球 LNG 供给结构中低硫气占比同样在提升 .....	16
图 27: 国内硫磺终端需求中新能源占比提升 .....	17
图 28: 肥料消费刚需令硫磺传统需求领域持稳 .....	17
图 29: 全球磷酸铁产能有望维持强劲增长 .....	17
图 30: 印尼湿法镍或同样保持高增长.....	17
图 31: 中东地区在印尼进口硫磺来源中占比提升.....	18
图 32: 莫罗瓦利、奥比岛对中东硫磺敞口更大 .....	18
图 33: 霍尔木兹海峡封锁显著影响全球硫磺与高硫燃料油运输 .....	18
图 34: 我们测算新公式下印尼湿法电镍完全扣钴成本或升至约 19,500 美元/吨 (不考虑升水) 21	

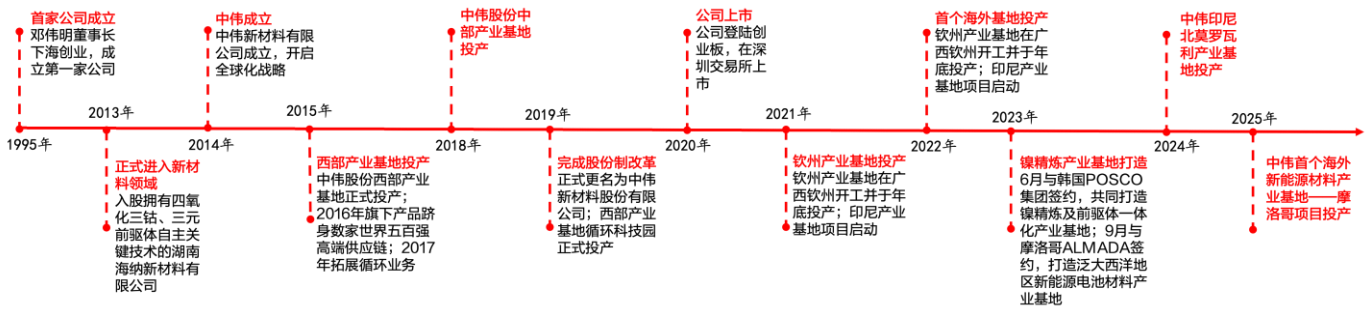
图 35: 传统火法成本大体保持稳定, 新 HPM 公式影响或较小 .....	22
图 36: 富氧侧吹工艺流程涉及焙烧、熔炼等环节 .....	24
图 37: 富氧侧吹与 RKEF 的核心成本差距来源为电力成本 .....	24
图 38: 成本波动下, 富氧侧吹工艺优势凸显 .....	24
图 39: 中国正极材料出货增速回升 .....	25
图 40: 中国磷酸铁锂产量份额持续扩大 .....	25
图 41: 三元动力月度装车量在 2025 年高增后趋于稳定 .....	26
图 42: 储能用磷酸铁锂月度中标量增速上扬 .....	26
图 43: 中伟新材下游客户多为头部电池材料企业 .....	27
图 44: 中伟新材三元前驱体全球市占率约达到 1/4 .....	27
表 1: 2025 年印尼 MHP 总产能 44.5 万镍金属吨, 2026 年或继续大幅增长 .....	11
表 2: Kpler 测算 2025 年约 89 万桶/日的常减压蒸馏 (CDU) 产能退出 .....	14
表 3: IMO 2020 明确要求船用燃料低硫化, 全球油品环保标准持续趋严 .....	15
表 4: 全球硫磺在未来两年内或呈现短缺格局, 且受中东海运阻滞放大缺口 .....	19
表 5: 收取资源税已经成为各个国家在资源保护主义兴盛下的一种趋势 .....	19
表 6: 印尼新镍矿石定价公式并将钴等元素纳入计量 .....	20
表 7: 2026 年印尼新增火法镍产能或相对较少 .....	21
表 8: 中伟新材印尼镍冶炼项目年产能合计约 19.5 万金属吨 .....	23
表 9: 主流固态电池厂商基本均采用高镍三元作为正极材料路径 .....	26
表 10: 公司形成锂、钴、镍系锂电材料产能, 并布局钠系材料 (截至 2025 年报) .....	27
表 11: 公司有较多投向固态电池相关材料的项目, 目前均处于量试阶段 .....	28
表 12: 公司向上游布局磷锂等资源 .....	28
表 13: 可比公司估值表 .....	30

## 一、公司简介：正极材料起家，重磅布局印尼镍产业

### 1.1. 公司深耕正极材料产业链，近年大力发展上游镍产业基地

**前驱体龙头地位不改，镍产业布局力度增强。**中伟新材聚焦新材料领域，主要产品包括镍系、钴系、磷系、钠系以及新能源金属产品，广泛应用于新能源汽车、储能、消费电子、低空飞行器、机器人等领域，是国内第一家前驱体材料的上市公司。2013年，公司通过入股湖南海纳正式进入正极材料前驱体领域，持续聚焦三元材料前驱体和钴酸锂前驱体业务开拓。近年来公司大力发展镍产业链并于业内首创超高镍前驱体，率先实现了从资源到材料的生态闭环，2025年公司三元前驱体市占率24%，连续6年保持行业第一，钴系前驱体材料连续6年全球销量第一，龙头地位稳固。磷系材料方面，公司自2022年进军磷系材料领域，销售实现跨越式增长，2025年出货量扣除行业自供产量外，外销市场销量第一，成为公司后续重要的利润增长极。

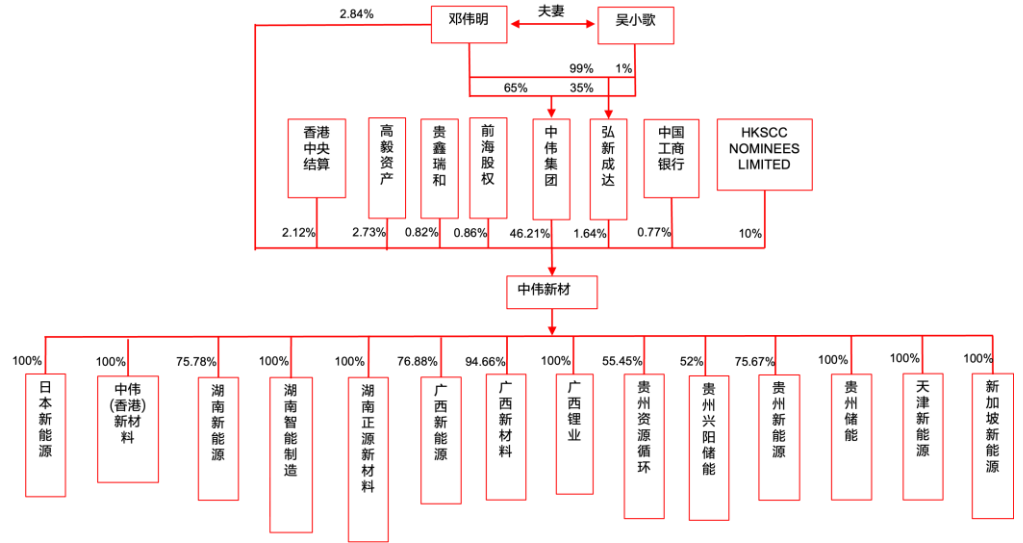
图 1：立足新材料，布局全球化：中伟新材发展历程



数据来源：中伟新材官网，东方证券研究所

**公司股权结构集中。**截至2025年末，邓伟明、吴小歌夫妇为公司实际控制人。邓伟明作为公司董事长兼总经理，直接持有公司2.84%股份，并与吴小歌通过中伟集团及弘新成达间接持有公司47.85%股份，两人合计持有公司50.69%股份。2025年11月17日，经香港联交所批准，公司申请公开发行境外上市外资股（H股）104,225,400股在香港联交所主板挂牌并上市交易，持有公司10%的股份。公司旗下主要子公司分布在贵州、湖南、广西、天津、香港、印尼等多地，业务覆盖新能源材料研发、生产与销售，矿产资源开采，进出口贸易，资源回收等多个版块。

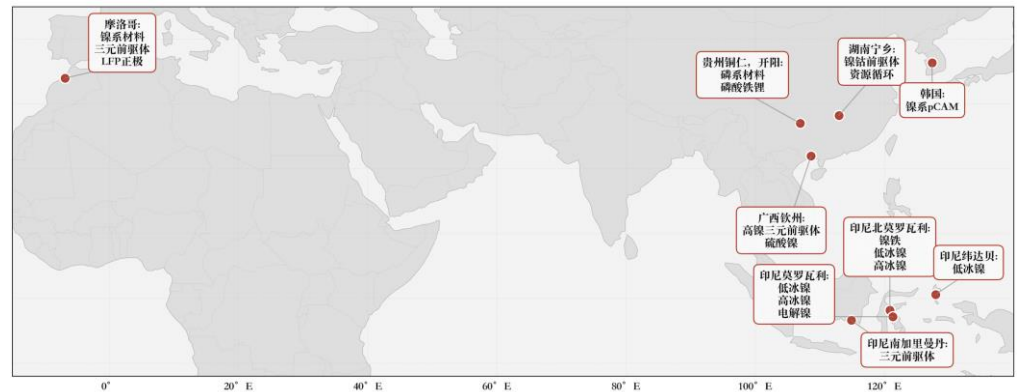
图 2：中伟新材股权结构清晰（截至 2025 年报）



数据来源：iFind，中伟新材公告，东方证券研究所

**全球化布局稳扎稳打，多核心竞争力逐步深化。**国内布局方面，公司立足贵州、湖南、广西等地，打造了铜仁、宁乡、钦州、开阳等核心基地，形成了三元前驱体、四氧化三钴、磷酸铁锂等多元材料产能，同时配套磷矿资源与回收体系，筑牢本土产业根基。海外布局则聚焦资源枢纽与市场前沿，在印尼依托莫罗瓦利、北莫罗瓦利、纬达贝等基地，深耕红土镍矿全产业链，通过 OESBF+RKEF 双技术路线实现镍原料自供与多产品输出，利于在不同价格与需求环境下优化产品结构和盈利表现；在摩洛哥建成首个海外材料一体化基地，布局三元前驱体与 LFP 正极材料，并搭建电池回收体系，成为辐射欧美市场的战略枢纽；在韩国布局镍系 pCAM 生产基地，深度服务本地核心客户；德国法兰克福则设立欧洲总部，提供技术支持与市场服务。此外，公司还前瞻性布局阿根廷盐湖锂矿，锁定超 1000 万吨碳酸锂当量资源，形成从上游镍、锂、磷资源保障，到中游材料制造，再到下游全球循环的完整生态，实现全球资源、产能与市场的深度协同。

图 3：多基地协同布局，打造全球化核心竞争力

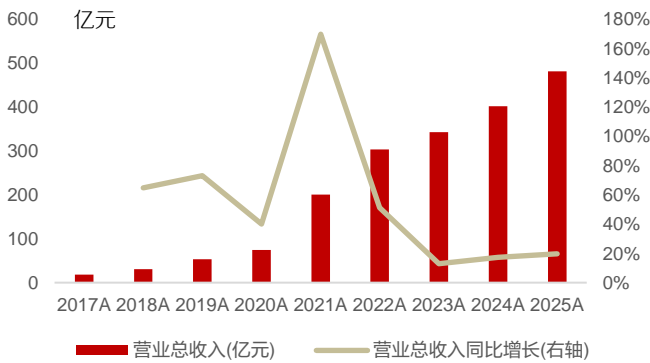


数据来源：中伟新材官网，中伟新材年报，中伟新材公众号，爱企查，SMM 资讯，宁乡市人民政府官网，钦州产业园区管理委员会，化工在线公众号，东方证券研究所

## 1.2. 营收规模持续扩张，毛利结构优化升级

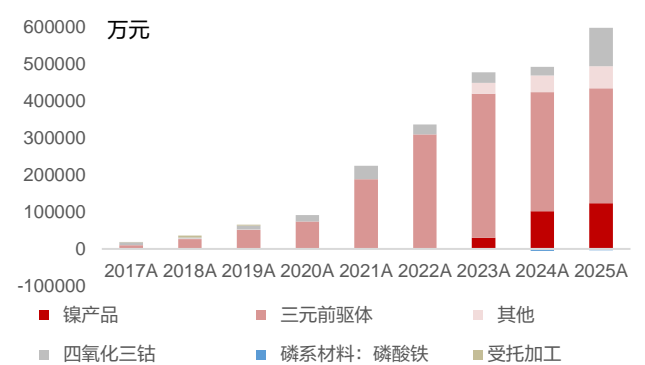
**镍系产品保持主导，四系材料协同发展。**从财务表现来看，2017年以来公司营收规模持续扩张，2021年迎来160%以上的高速增长，后续增速虽有所回落，但收入体量稳步抬升。2025年公司实现营业收入481.4亿元，同比增长19.68%；归母净利润15.67亿元，同比增长6.84%。毛利结构上，三元前驱体作为公司传统核心产品，长期占据毛利贡献的主导地位，是公司业绩的基本盘，从2023年起镍产品毛利占比也持续提升。与此同时，随着公司多品类战略的推进，产品结构不断丰富，各条业务线进入协同发展的阶段。2025年，受刚果（金）供应收缩影响叠加消费电子市场温和复苏，公司钴系四氧化三钴业务量价齐升，收入同比增长95.87%至43.96亿元，成为重要的利润弹性来源；磷系材料磷酸铁收入同比增长130.30%至15.65亿元，正处于高速放量的成长阶段，正逐步形成新的利润贡献点。

图 4：中伟新材营收规模持续扩张



数据来源：中伟新材公告，东方证券研究所

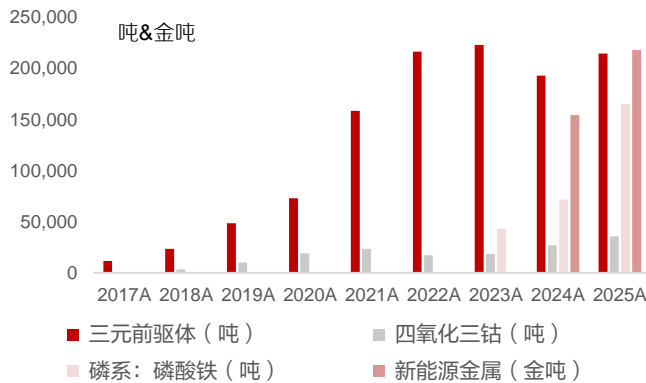
图 5：产品矩阵扩容，毛利来源日趋多元



数据来源：中伟新材公告，东方证券研究所

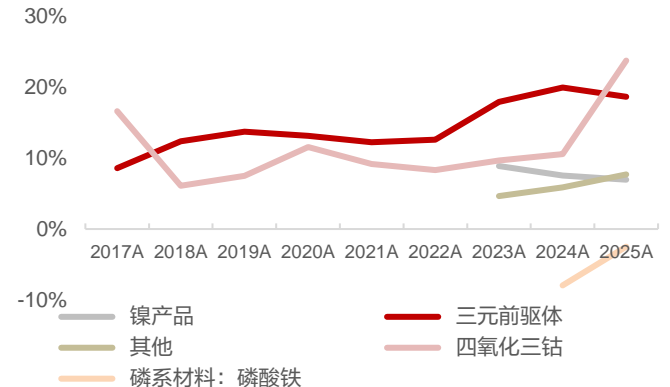
**产品结构优化，各板块盈利持续改善。**受益于以销定产的生产模式，公司主要产品产量扩张直接反映了销量的增长趋势：2017年至2025年，三元前驱体产量从不足2万吨快速扩张至21.4万吨，高镍产品占比持续提升，规模效应与产品结构优化共同推动该板块毛利率从不足10%稳步提升至18.7%；四氧化三钴产量同步放量，毛利率同比大幅提升13.2个百分点至23.77%；磷酸铁业务处于产能爬坡阶段，2025年出货量16.7万吨，同比增加130.47%，但规模效应尚未充分释放。各产品毛利表现受产能扩张节奏、产品结构、原料价格及下游周期共同影响。

图 6：三元前驱体引领，多品类产量增长



数据来源：中伟新材公告，东方证券研究所

图 7：公司各产品毛利率稳中有进



数据来源：中伟新材公告，东方证券研究所

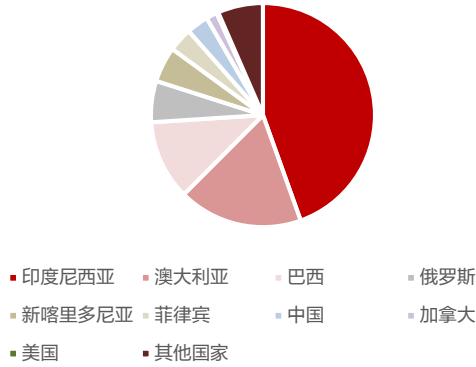
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 二、镍冶炼：硫价推升湿法成本，侧吹火法再闪耀

### 2.1. 镍行业简介：印尼主导全球镍业格局，火法湿法构筑冶炼体系

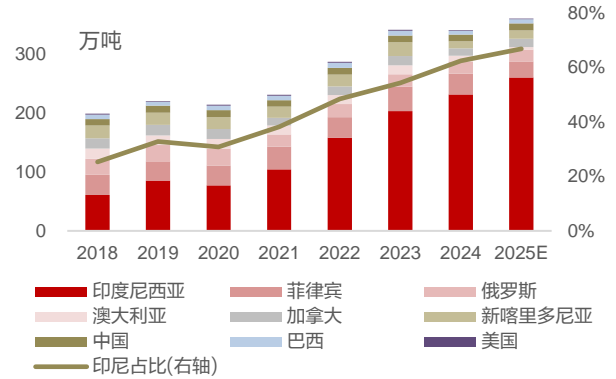
**全球镍业格局：印尼资源禀赋与产能主导地位。**据 USGS 发布的 2025 年数据，全球镍资源储量超过 1.7 亿金属吨，其中印尼镍资源储量最为丰富，约为 0.62 亿金属吨，占全球总储量的 44.3% 左右，稳居世界第一。在生产端，印尼的领先优势更为突出：2024 年印尼镍产量为 231 万吨，全球占比约为 62%；随着产能进一步释放，2025 年预计其产量全球占比将攀升至约 67%。从 2018 年到 2025 年，印尼镍产量实现从 60.6 万吨到 260 万吨逾三倍的跨越式扩张。这使得印尼不仅主导了全球镍的供应格局，也在全球镍市场的定价方面具备较高话语权。

图 8：2025 年全球镍储量分布，印尼占比超 44%



数据来源：USGS，东方证券研究所

图 9：印尼镍产量占比不断攀升



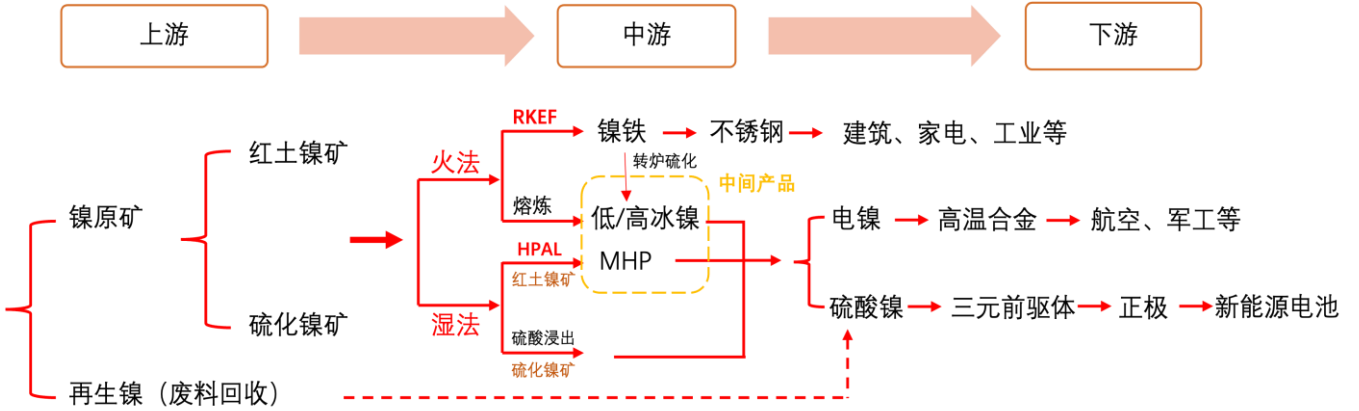
数据来源：USGS，东方证券研究所

**镍产业链上下游结构清晰，上游资源类型决定中游冶炼工艺，从而进一步决定下游产品应用场景。**镍产业链上游涵盖红土镍矿、硫化镍矿及再生镍三类供给，其中红土镍矿占全球陆地镍资源量约 70%，且随着优质硫化镍矿日趋匮乏，红土镍矿已成为当前主流供给来源。

中游冶炼路径依据资源类型分化。红土镍矿的冶炼主要有三条路径：一是通过 RKEF 火法工艺直接生产镍铁，镍铁也可进一步经转炉硫化转化为低冰镍或高冰镍；二是经还原硫化熔炼（富氧侧吹工艺）产出低冰镍，再经转炉吹炼富集为高冰镍；三是通过高压酸浸（HPAL）湿法工艺制备氢氧化镍钴中间品（MHP）。硫化镍矿则可采用火法熔炼或硫酸浸出工艺，产出高冰镍或电解镍。高冰镍与 MHP 作为关键中间品，可进一步加工为电解镍或硫酸镍。

下游应用方面，电解镍广泛应用于航空军工、高温合金及不锈钢等领域，硫酸镍是三元前驱体及动力电池正极的核心原料，而镍铁主要流向不锈钢领域，用于建筑、家电等行业。

图 10：镍冶炼基于资源禀赋与应用需求，主要分为火法与湿法两种路径

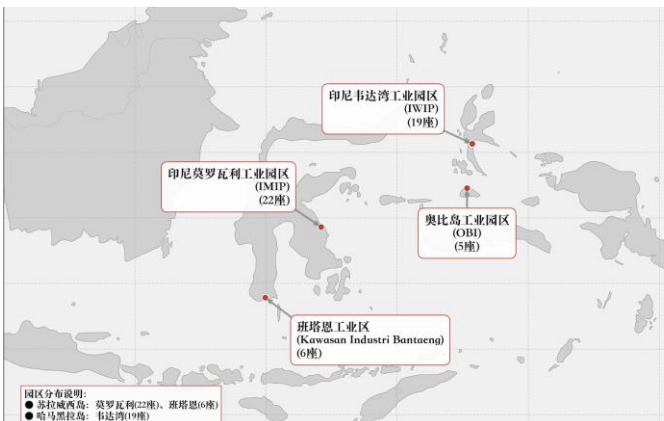


数据来源：《红土镍矿制备高镍钴技术进展》金鑫、雷军鹏，东方证券研究所

印尼的镍冶炼厂集中分布于四大工业园区之内。马里兰大学全球可持续发展中心（CGS）发布的2025年印尼产业政策简报显示，全国70座冶炼厂高度集中于几大核心园区：苏拉威西岛上的印尼莫罗瓦利工业园集中了22座冶炼厂，是该岛最大的镍产业集聚区，班塔恩工业园区有6座冶炼厂；在马鲁古群岛上，北马鲁古省拥有两个主要工业园区：印尼韦达湾工业园区（19座）和奥比岛工业园区（5座）。总体来看，苏拉威西岛以莫罗瓦利工业园为核心，马鲁古群岛以韦达湾和奥比岛两大工业园为支撑，形成了印尼镍冶炼的两大集群。从省份布局来看，印尼镍冶炼厂广泛分布于八个省份，其中中苏拉威西省与北马鲁古省为核心分布区，前者拥有35座冶炼厂，后者具备32座，东南苏拉威西省共有20座冶炼厂，但其中11座处于停滞状态。

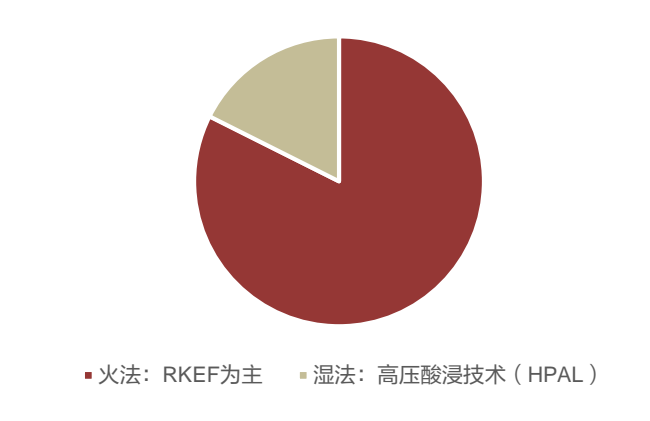
火法产能占比超八成，湿法工艺持续开发。据Petrominindo、Argus Media数据，2025年印尼镍冶炼总产能预计达到约250万吨/年，其中以RKEF为主的火法冶炼产能占比约82%，占据绝对主导地位。以HPAL（高压酸浸）技术为代表的湿法冶炼产能占比约18%，规模相对较小。印尼目前约有10个在运营的湿法MHP项目，合计设计产能约44万吨/年。

图 11：2025 年印尼四大镍冶炼工业园区分布



数据来源：CGS，东方证券研究所

图 12：2025 年印尼火法产能占比超八成



数据来源：Petrominindo，Argus Media，东方证券研究所

**印尼镍矿产业正面临政策收紧的多重压力。** 2026年RKAB镍矿配额已从2025年的3.79亿吨大幅收紧至2.6-2.7亿吨，降幅超30%；与此同时，印尼政府出台政策推高矿产权利金与出口关税，进一步强化资源控制，虽然2026年5月13日确认暂缓，但提升资源收益、强化产业链议价权与限制低附加值资源外流的大方向并未改变。受此多重因素叠加影响，镍矿供给明显收缩，行业成本刚性上行，企业面临供给与成本的双重挤压。

## 2.2. 湿法镍：受制硫磺价格上涨与“钴税”征收，价差或收缩

**印尼湿法冶炼（HPAL）项目集中释放，推动MHP供给进入快速扩张阶段。**据Mysteel，2025年印尼MHP总产能44.5万镍金属吨，且受益于华飞、华越等头部HPAL项目持续超产，2025年内总产量达46.89万镍金属吨。2026年，随着新增项目密集投产，预计印尼整体MHP产能将大幅扩至92.2万镍金属吨，产量预计达到55.35万镍金属吨；新增产能主要来自科拉卡（Pomalaa）项目、SLNC项目、广青项目等，亦将在后续贡献边际增量。整体来看，印尼MHP产能投放维持快速增长，2026年产能有望相较2025年达到翻倍以上。

表 1：2025 年印尼 MHP 总产能 44.5 万镍金属吨，2026 年或继续大幅增长

项目	园区	产品	工艺	(规划)产能 (万镍金吨/年)	2025 产量 (万镍金吨)	2026 预计产量 (万镍金吨)	投产状态
HPL	TBP	MHP	HPAL	5.5	6.41	6.52	在产
ONC	TBP	MHP	HPAL	6	6.54	6.43	在产
华越	IMIP	MHP	HPAL	6	8.38	8.52	在产
华飞	IWIP	MHP	HPAL	12	14.71	15.01	在产
格林美	IMIP	MHP	HPAL	6.5	5.68	6	在产
美明	IMIP	MHP	HPAL	2.5	1.91	1.98	在产
ESG	IMIP	MHP	HPAL	4	2.23	2.98	在产
格林爱科	IMIP	MHP	HPAL	2	1.05	1.95	在产
蓝焰	IWIP	MHP	HPAL	6.7		3.75	在产（2026年1月投产）
晨曦	IMIP	MHP	HPAL	6		1.2	预计2026年二季度投产
SLNC	IMIP	MHP	HPAL	9		0.5	预计2026年三季度投产
科拉卡	IPIP	MHP	HPAL	12		0.3	预计2026年三季度投产
广青	IWIP	MHP	HPAL	8		0.1	预计2026年四季度投产
GEM	IGIP	MHP	HPAL	6		0.1	预计2026年四季度投产
<b>合计</b>				<b>92.2</b>	<b>46.89</b>	<b>55.35</b>	

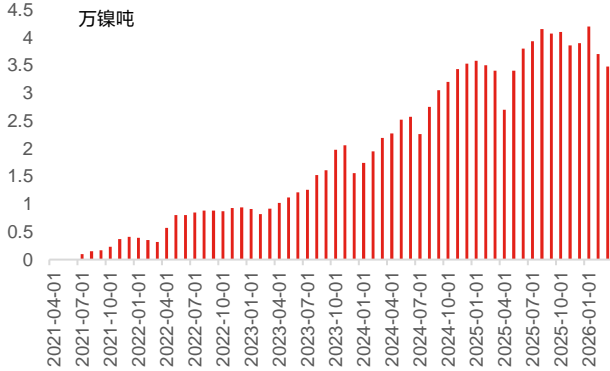
数据来源：Mysteel，东方证券研究所（注：表格统计时间截至2026年第一季度末）

**印尼MHP产量自2021年来显著增长，镍矿、硫磺为其主要成本组分。**据SMM，2021年以来印尼MHP月度产量由零快速爬升至2025年稳定在3.5-4.2万镍吨区间；2026年1-3月产量相对稳定；后续预计随着新投产项目逐步落地爬坡，2026年中后期月度产量仍有望重回上行通道。成本

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

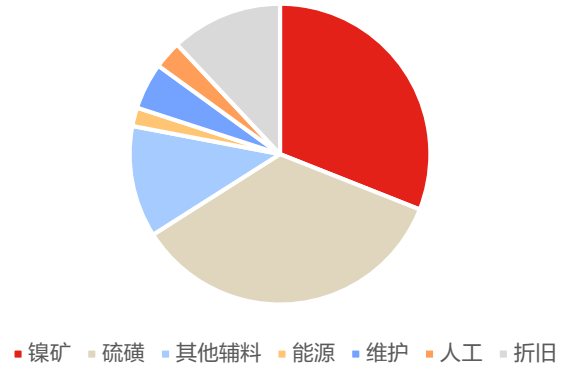
端来看，MHP 成本结构已发生显著变化，硫磺由辅助材料跃升为核心成本项；据 Mysteel，截至 2026 年 3 月中旬，印尼 MHP 完全成本中，硫磺成本占比达 35%，已超过镍矿 31% 的成本占比，成为第一大成本来源。此变化与 HPAL 工艺对硫磺的高消耗特性有密切联系 —— 生产 1 镍吨 MHP 通常需消耗约 9-10 吨硫磺，在国际硫磺价格大幅上涨背景下显著推升冶炼端成本中枢。相比之下，能源、人工成本占比相对较低（合计约 5%），折旧成本约占 12%。

图 13: 印尼月度 MHP 产量自 2021 年来显著增长



数据来源: SMM, 东方证券研究所

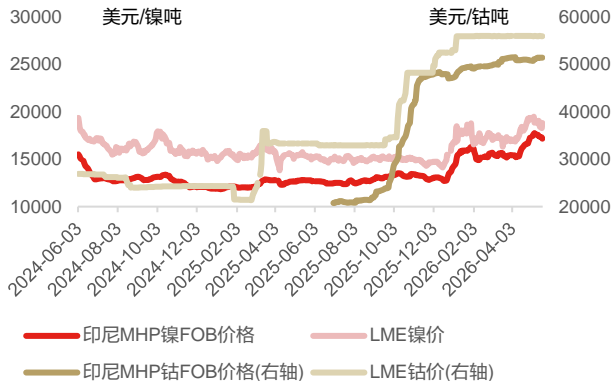
图 14: 镍矿、硫磺在 MHP 完全成本中占据主导



数据来源: Mysteel, 东方证券研究所

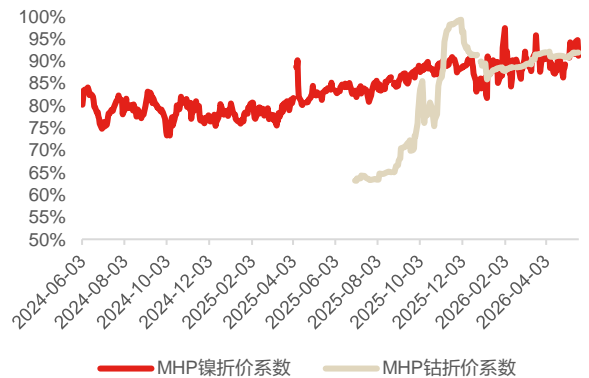
**MHP 镍钴折价系数抬升，HPAL 环节拿走大部分利润。**从定价机制来看，MHP 价格由镍、钴两部分金属价值构成，即镍收入=Ni 含量×LME 镍价×折价系数，钴收入=Co 含量×钴报价×折价系数，最终 MHP 价格为两者之和并扣除杂质及加工费用。由于 MHP 属于含水中间品且含有 Mg、Fe 等杂质，下游仍需进一步冶炼提纯，因此买方通常不会按 100% 金属价值支付，对应形成折价系数。从价格走势与折价系数看，2025 年下半年至今，受刚果（金）钴出口禁令、印尼 RKAB 配额缩减等因素影响，LME 钴、镍与 MHP 钴、镍价格分别出现上涨；与此同时，折价系数快速抬升，2025 年中期 MHP 镍折价系数仍在 80%-85% 区间，截至 2026 年 5 月已普遍达到 90%-92%，阶段性高点接近 95%；钴折价系数亦由此前约 65%-75% 大幅提升至 90% 以上；折价的快速收敛意味着 HPAL 环节在产业链中议价能力显著增强，获取更高比例的金属价值分成，而下游高冰镍/硫酸镍等再冶炼环节利润空间被明显压缩。

图 15: LME 镍钴价格与 MHP 镍钴价格近期均现阶段性上扬



数据来源: SMM, 东方证券研究所

图 16: 镍、钴折价系数中枢整体抬升至 90% 以上



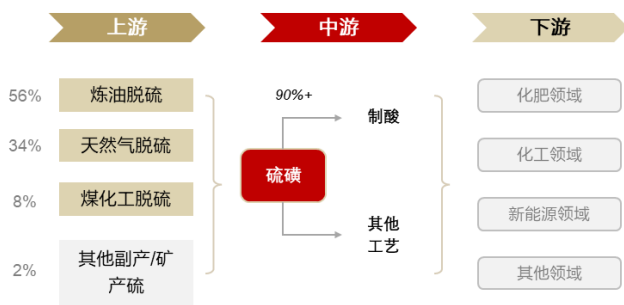
数据来源: SMM, 东方证券研究所

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。

### 2.2.1. 全球炼能扩张放缓，硫磺价格长期中枢上移趋势不改

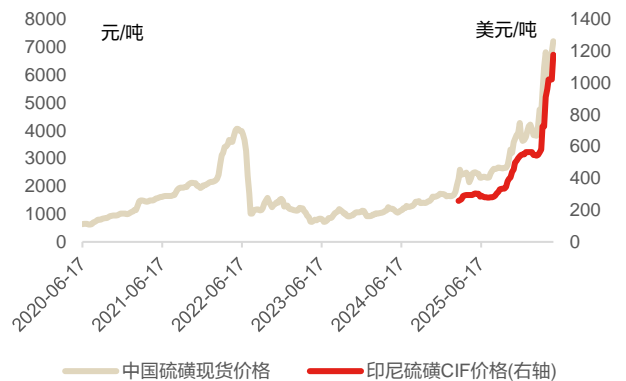
硫磺主要来自油气脱硫副产品，近年价格进入快速上行通道。从供给本质来看，硫磺并非典型的可主动扩产资源，其供给高度依附于油气行业运行节奏；当前炼油脱硫与天然气脱硫合计贡献约90%供给，使其缺乏典型周期品“价格-产量”正反馈机制，供给弹性偏弱。加工端则高度集中于硫酸（占比90%+），下游覆盖化肥、化工及新能源相关领域。近年来，受供给约束与地缘扰动等因素叠加影响，硫磺价格已进入快速上行通道：2024年以来国内硫磺价格由约1000元/吨上涨至2026年5月6000元/吨以上；印尼CIF价格亦由2025年上半年的200-300美元/吨提升至2026年5月的1000美元/吨以上。

图 17：硫磺大部分产自油气脱硫，90%以上被用于制酸



数据来源：Fortune Business Insights, SFA, SMM, 石化智汇网, 东方证券研究所

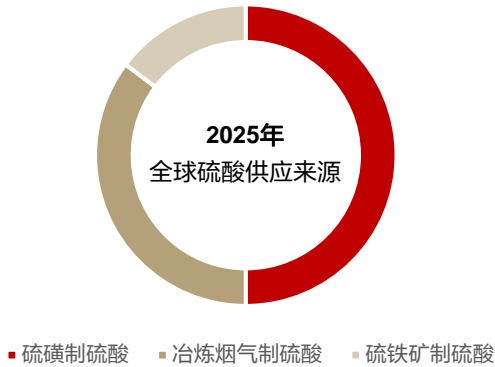
图 18：近年国内、国际硫磺价格持续上涨



数据来源：iFind, SMM, 东方证券研究所

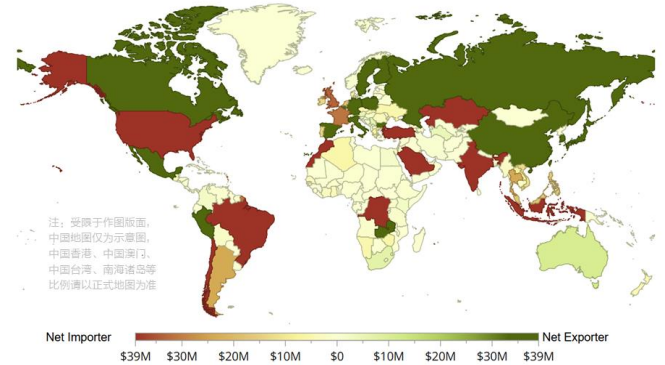
铜锌等有色金属冶炼虽可副产硫酸，但相较硫磺缺乏长途海运经济性。从供给结构看，全球硫酸除了50%来自硫磺燃烧以外，还有约35%来自冶炼烟气、15%来自硫铁矿；但需要注意，其中冶炼副产硫酸存在一定的区域封闭特性，不似硫磺可作跨区域远洋流通的商品——对于印尼HPAL项目而言，尽管工艺直接消耗的是硫酸，但受制于硫酸运输半径短、强腐蚀性导致海运成本高昂，其外购硫酸经济性显著劣于进口硫磺自制。据我们测算，2025年中国至印尼硫酸海运费约30-40美元/吨，2026年5月中旬已升至约103.5美元/吨（折合硫元素约为317美元/吨），而同期普通硫磺散货运费仅约10-20美元/吨，硫酸运输劣势显著放大；叠加印尼周边缺乏大规模硫酸出口国，使得HPAL项目普遍依赖进口硫磺制酸。此外，据MiningComm矿业平台报道，中国拟自5月起暂停硫酸出口，替代源进一步收紧，令印尼HPAL项目对硫磺的敞口进一步放大。

图 19: 矿产产酸在硫酸生产中占约一半的比例



数据来源: SMM, 东方证券研究所

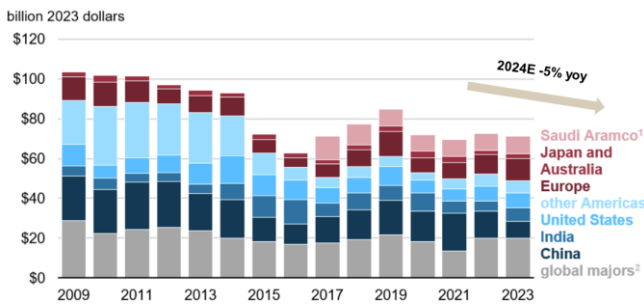
图 20: 矿产、冶炼产酸地区大多远离印尼, 海运经济性低



数据来源: OEC, 东方证券研究所

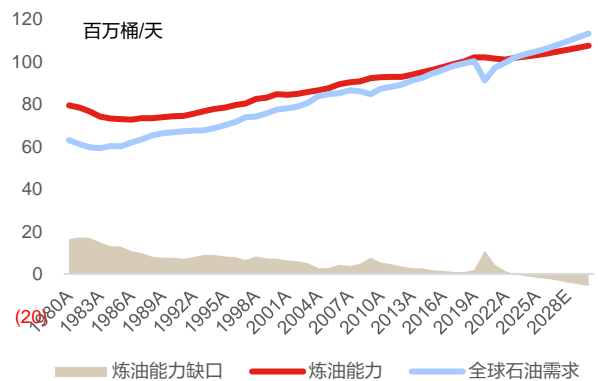
在能源转型与 ESG 约束背景下, 全球炼油产能扩张明显放缓, 对硫磺供给形成中长期约束。据 EIA 等机构统计, 自 2009 年以来, 全球炼油资本开支持续呈下行态势, 全球年资本开支已由 2009 年的超过 1000 亿美元下降至 2023 年的约 700 亿美元, 且 2024 年同比继续下滑约 5%。另一方面, 欧美等国老旧炼厂加速关停, 据 Kpler 统计 2025 年约有 89 万桶/日常减压蒸馏产能退出; 新增产能虽主要集中在中东, 但整体增速有限。据伍德麦肯兹统计, 到 2035 年全球约有 101 家炼厂面临关停或重组风险, 对应产能约 1840 万桶/日, 占全球总产能约 21%, 且 78%集中于欧洲和中国; 受到市场、政策、装置老旧等各种影响, 欧洲大约 60%的炼油厂处于高度关停风险中。供需格局上, 据 OPEC 统计, 全球炼油能力已由过去长期过剩逐步转向紧平衡甚至缺口, 且预计到 2030 年缺口或达约 570 万桶/日。炼油体系收缩意味着脱硫副产能力相应受到约束, 硫磺供给增长在中长期或受限。

图 21: ESG 对能源转型需求下, 全球油气炼化资本开支下降



数据来源: EIA, S&P Global, 东方证券研究所

图 22: 全球炼油能力缺口或逐步显现



数据来源: OPEC, 东方证券研究所

表 2: Kpler 测算 2025 年约 89 万桶/日的常减压蒸馏 (CDU) 产能退出

国家	名称	所有者	关停时间线	产能
荷兰	Rotterdam	Gunvor	2024 年 12 月	8.4 万桶/天
美国	Houston	Lyondell Basell	2025 年 3 月	26.8 万桶/天

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声明。

英国	Grangemouth	Petroineos	2025年4月	15万桶/天
德国	Wesseling	Shell	2025年4月	14万桶/天
中国	Dalian	PetroChina	2025年7月	20万桶/天
美国	Los Angeles	Philips 66	2025年12月	13.3万桶/天
美国	Benicia	Valero	计划2026年4月	15.7万桶/天

数据来源: Kpler, BloombergNEF, 东方证券研究所

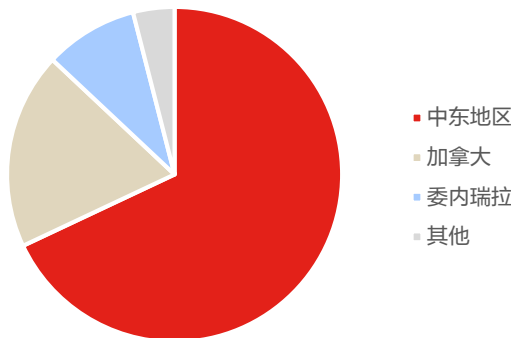
从中长期视角看，全球油品结构“低硫化”趋势正在重塑硫供给的底层逻辑。近十年来，全球油品环保标准持续趋严，尤其在IMO 2020等环保政策推动下（船用燃料硫含量由3.5%降至0.5%，ECA区域降至0.1%），炼厂加氢脱硫与尾气治理强度显著提升，客观上提高了硫回收效率，短期带来阶段性硫副产增加。但从中长期看，低硫化趋势反而正在通过资源开发的结构性变化重塑硫供给：全球高硫原油资源高度集中于中东（占比约68%）、加拿大油砂（19%）及委内瑞拉（9%）等少数地区，在ESG约束下，下游燃料需求方更倾向于直接使用低硫原油，这部分高硫资源开发增量受限；而美国页岩油、西非及部分中东轻质原油等低硫资源占比持续提升，使单位原料硫含量系统性下降。我们分别统计样本高硫、低硫原油产出国产量发现，2011-2024年期间样本高硫原油主产国产量整体稳中见降，低硫原油产出占比持续上升，结构性替代特征明显。我们认为，高硫资源开发强度的边际收缩或令全球“原油低硫化”趋势延续，从而对硫磺供给形成长期限制。

表 3: IMO 2020 明确要求船用燃料低硫化，全球油品环保标准持续趋严

时间	政策名称	政策内容
2017	中国国六燃油标准	汽柴油硫含量全面降至10ppm(0.001%)，接近全球主流车用燃料标准的零硫水平
2020	IMO 2020 全球硫含量上限 (MARPOL Annex VI)	全球船用燃料硫含量上限由3.5%降至0.5%；ECA区域（部分划定限制海域）维持0.1%标准；不合规燃料禁止使用（或需安装脱硫塔）
2024	IMO 北极重油禁令 (Arctic HFO Ban)	自2024年起逐步禁止在北极使用高硫重油 (HFO)

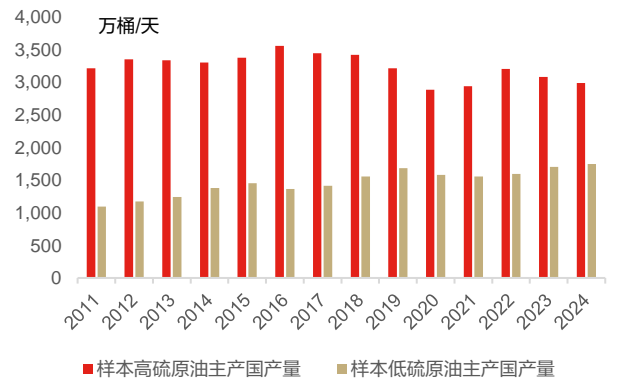
数据来源: IMO, National Law Review, 中国石化, 东方证券研究所

图 23: 全球高硫燃油产出主要集中于中东地区



数据来源: 物产中大, 东方证券研究所

图 24: 全球高硫燃油产量份额逐年受压缩

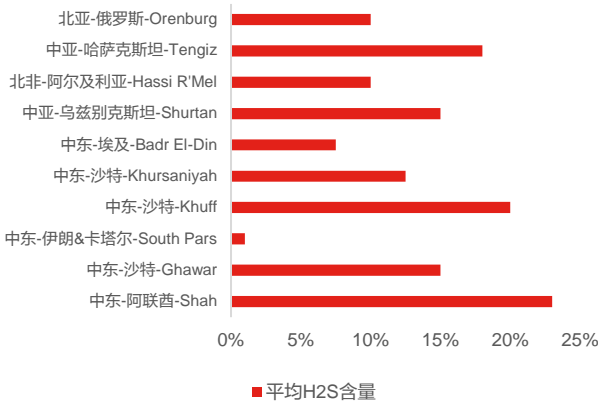


数据来源: iFind, 东方证券研究所

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声明。

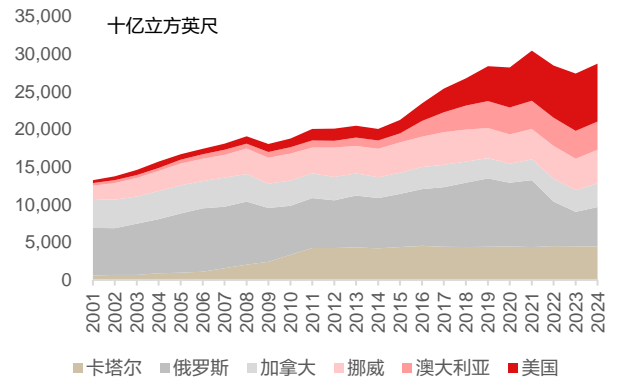
全球天然气供应结构同样正从“高硫酸性气”向“低硫甜气”持续切换，进一步压缩硫回收的潜在来源。全球传统高硫气田主要集中于中东与中亚地区，例如阿联酋 Shah 气田 H<sub>2</sub>S 含量约 23%、沙特 Khuff 约 20%，以及哈萨克斯坦 Tengiz、乌兹别克斯坦 Shurtan 等项目，普遍具有较高硫含量特征；而美国页岩气（H<sub>2</sub>S 通常<0.1%）、澳大利亚 LNG 及挪威北海气田则以低硫“甜气”为主，单位天然气对应的硫副产显著更低。与此同时，全球天然气贸易结构中，低硫气源占比持续提升——美国、澳大利亚等低硫 LNG 出口快速增长，而卡塔尔作为高硫气产出大国 LNG 出口量连续十年以上未见显著增长，俄罗斯部分气田同样拥有高硫气源，然出口占比却因制裁等原因明显回落。我们认为，全球天然气体系整体“硫含量”下降，单位气量带来的硫回收潜力或持续减弱，与炼油体系共同强化硫供给的中长期约束逻辑。

图 25：全球十大高硫气田多数集中于中东、中亚



数据来源：Oil & Gas Middle East, Journal of Natural Gas Science and Engineering, 东方证券研究所

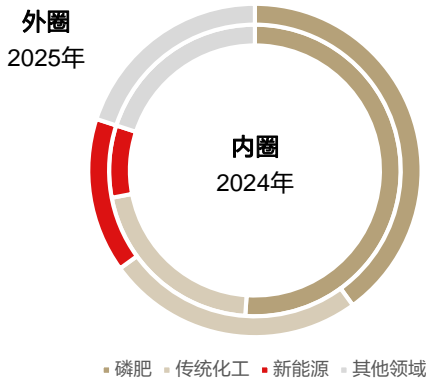
图 26：全球 LNG 供给结构中低硫气占比同样在提升



数据来源：EIA, 东方证券研究所（注：金色系国家多产出高硫气、红色系国家多产出低硫气、灰色系国家高低硫气均有产出）

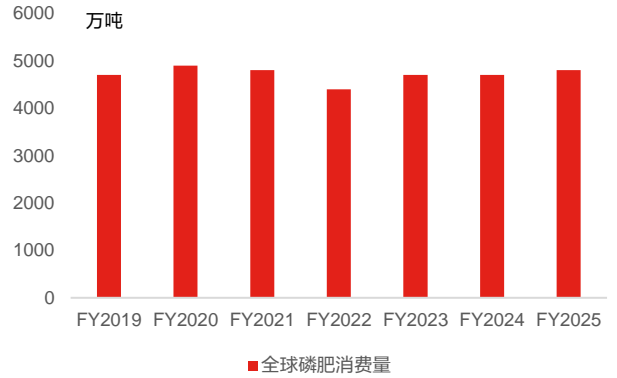
硫磺消费结构正由传统农业主导向新能源驱动切换，化肥消费刚需提供支撑。硫磺下游加工主要用于制酸，而硫酸最重要的应用是制备化肥，且在钛白粉、己内酰胺、磷酸铁、湿法冶金等领域中同样有重要应用；2025 年我国硫磺消费结构中，磷肥、传统化工分别约占 40%、25%，新能源领域需求快速提升，占比由 2024 年的 8% 上升至 2025 年的 15%，主要来自 HPAL 湿法冶炼、磷酸铁锂及相关化工链条扩张。从传统肥料消费领域来看，全球磷肥消费量整体保持稳定，2022-2025 年间维持约 4400-4900 万吨区间波动，对硫磺形成稳定“底盘需求”支撑。

图 27：国内硫磺终端需求中新能源占比提升



数据来源：中硫资讯，中研普华，东方证券研究所

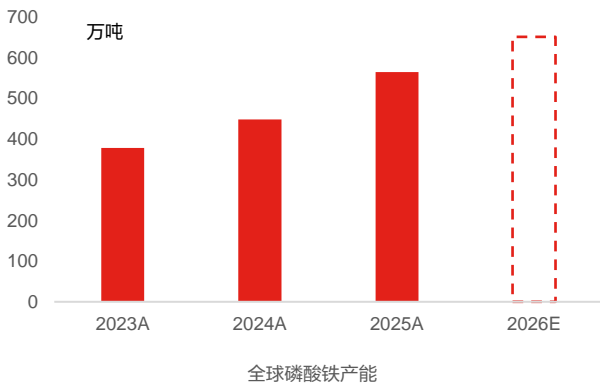
图 28：肥料消费刚需令硫磺传统需求领域持稳



数据来源：IFA，东方证券研究所

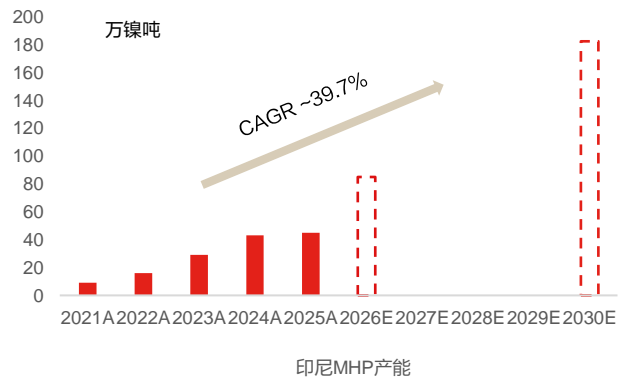
**新能源链条进入高景气扩张阶段，成为推动硫磺中长期需求增长的核心驱动。**新能源需求中，据 SMM，磷酸铁作为磷酸铁锂产业链关键中间品，产能由 2023 年的 378 万吨快速提升至 2025 年的 565 万吨，并预计在 2026 年进一步增长至 651 万吨，维持高增长趋势。此外，印尼湿法镍（MHP）同样呈加速放量态势，据 SMM，印尼 MHP 产能由 2021 年的 9 万镍吨快速增长至 2025 年的 45 万镍吨，预计 2026 年进一步跃升至 85 万镍吨，并在 2030 年有望达到 182 万镍吨，对应 2021-2030 年 CAGR 约 39.7%。我们认为，在磷酸铁与 MHP 两大核心新能源用酸场景同步高增的背景下，硫磺需求的结构性扩张趋势明确，在供给受限格局下持续强化硫磺价格中枢上行逻辑。

图 29：全球磷酸铁产能有望维持强劲增长



数据来源：SMM，东方证券研究所

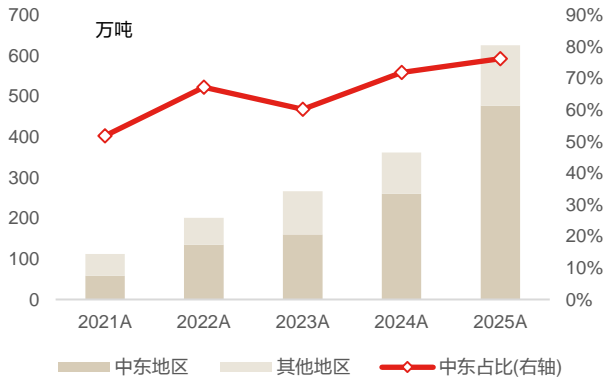
图 30：印尼湿法镍或同样保持高增长



数据来源：SMM，东方证券研究所

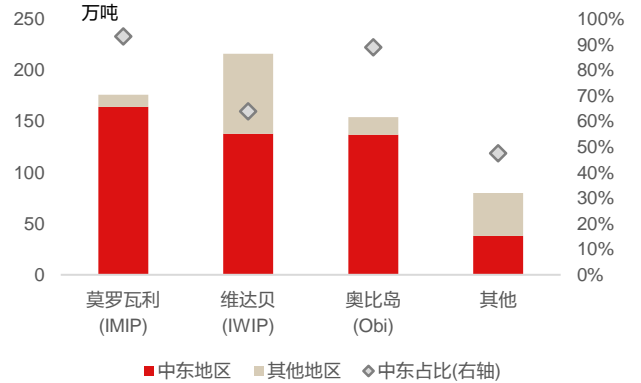
**印尼硫磺高度依赖中东进口，且依赖程度持续加深。**据 Mysteel，2025 年印尼硫磺进口量达 535 万吨，其中来自沙特、卡塔尔等中东地区占比提升至 76.2%，较 2021 年的 52% 显著上升，且无论进口总量还是中东来源占比均呈逐年攀升趋势。进一步拆分至主要镍冶炼园区：2025 年莫罗瓦利（IMIP）中东硫磺占比高达 93%，奥比岛（Obi）为 89%，维达贝（IWIP）亦达 64%。印尼核心 HPAL 项目对中东硫磺供应链依赖极高，令其物流路径高度依赖霍尔木兹海峡等关键通道。

图 31：中东地区在印尼进口硫磺来源中占比提升



数据来源：Mysteel，东方证券研究所

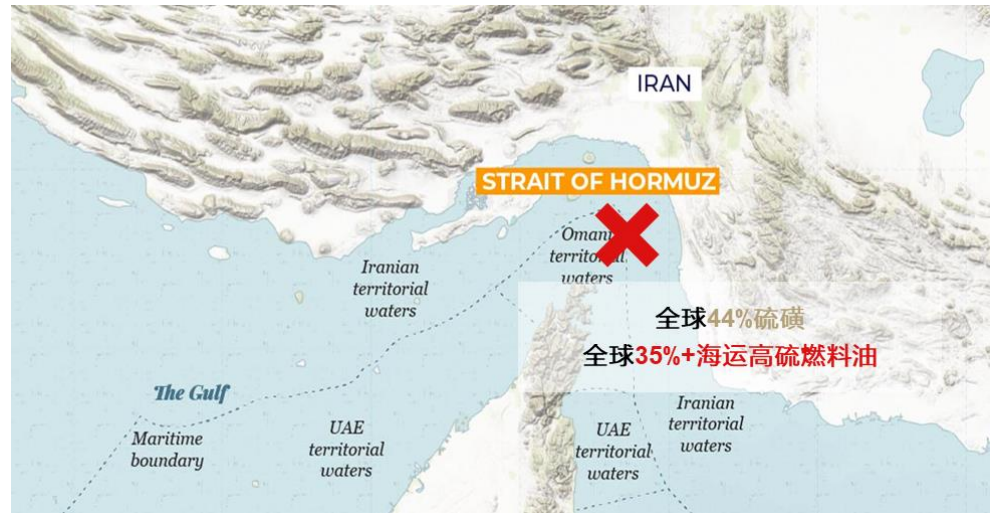
图 32：莫罗瓦利、奥比岛对中东硫磺敞口更大



数据来源：Mysteel，东方证券研究所

中东地区为全球硫磺供给的“心脏”，本轮美伊冲突显著放大了该枢纽的供应风险。2026 年 2 月底伊朗战争爆发后，伊朗随即对霍尔木兹海峡实施封锁，令该区域航运持续处于高度不确定状态。霍尔木兹海峡承担全球约 44% 的硫磺运输及 35% 以上高硫燃料油海运，是连接中东硫资源与亚洲需求的核心通道。在此背景下，封锁持续直接冲击中东硫磺外运，尤其对高度依赖中东进口的印尼等地区形成“卡脖子”约束，进一步冲击全球硫磺供需格局，抬升价格中枢。

图 33：霍尔木兹海峡封锁显著影响全球硫磺与高硫燃料油运输



数据来源：中硫资讯，船货易，OBSERVER RESEARCH FOUNDATION，东方证券研究所

硫磺中长期紧缺已具确定性，极端阻滞情境下缺口或显著放大。据我们测算，基准情形（中东运输无阻）下，全球硫磺供给由 2024 年的 7890 万吨小幅增长至 2027 年的 8753 万吨，供需格局由 2024 年的小幅过剩（+93 万吨）转为短缺，2025-2027 年缺口分别扩大至 -178/-578/-630 万吨，呈逐年加深趋势。而若考虑中东运输受阻的极端情境，我们测算 2026-2027 年供给将骤降至 5225/4723 万吨，对应供需缺口高达 -3603/-4660 万吨，系统性短缺特征显著。我们认为，在供给端受制于炼油与天然气结构性收缩、需求端由农业刚性与新能源高增共同驱动的背景下，硫磺市

场由“紧平衡”迈向“持续短缺”趋势明确，硫磺价格中枢有望中长期上行，且在地缘扰动或运输受限情境下，价格弹性或被显著放大。

**表 4：全球硫磺在未来两年内或呈现短缺格局，且受中东海运阻滞放大缺口**

单位：万吨	2024A	2025A	2026E	2027E
全球硫磺供给 – 中东无阻滞情境	7890	8070	<b>8250</b>	<b>8753</b>
全球硫磺供给 – 中东全阻滞情境			5225	4723
全球硫磺需求	7797	8248	<b>8828</b>	<b>9383</b>
全球硫磺供需平衡 – 中东无阻滞情境	93	-178	<b>-578</b>	<b>-630</b>
全球硫磺供需平衡 – 中东全阻滞情境			-3603	-4660

数据来源：SMM，中硫资讯，中亚有色金属贸易公众号，东方证券研究所

### 2.2.2. 湿法钴纳入定价新规，进一步抬升湿法成本线

全球资源保护主义呈现明显升温，资源税与特许权使用费上调已成为各国强化资源控制、提升本国收益的重要政策工具。随着全球资源安全与产业链博弈加剧，资源国通过财政手段主动提升议价权与收益分配比例的案例愈发频繁：2018 年刚果（金）将钴资源税由 2%-3.5% 大幅提升至 10%，2019 年赞比亚上调铜矿特许权使用费并引入价格联动机制，2024 年智利改革采矿税体系、马里上调黄金税率，均体现资源国对矿业收益分配的再平衡。进入 2025-2026 年，政策工具开始延伸至新能源关键矿种，例如津巴布韦对锂化合物征收 10% 出口税。整体来看，资源税上调已从个别国家的阶段性行为，演变为覆盖非洲、拉美等资源富集地区的普遍趋势。

**表 5：收取资源税已经成为各个国家在资源保护主义兴盛下的一种趋势**

时间	国家	矿种	矿税事件
2018	刚果金	钴	将钴的资源使用税从 2%-3.5% 提升至 10%
2019	赞比亚	铜	将矿区特许使用税全面提高 1.5%（此前税率为 4%-6% 不等）；此外当铜价超过 7,500 美元/吨，另加征 10% 的税
2024	智利	所有	采矿特许权使用费将从 5%-14% 提高到营业收入的 8%-6%，也可以根据矿企的销售额征收 1% 的从价税
2024	马里	黄金	将金矿的资源使用税从 6% 提升至 10.5%
2025	加纳	黄金	将金矿的“增长和可持续性税”从 1% 提升至 3%（但在 2026 年又进行回调）
2026	津巴布韦	锂	对锂化合物征收 10% 出口税

数据来源：Reuters，The Impact of Resource Nationalism on Africa's Critical-Minerals Policy (Weixin Zhe, Ni Sun, 2025)，GhanaWeb，Deloitte，SMM，JD Supra，东方证券研究所

镍矿定价公式“升级”，印尼出手“回收”资源价值。2026年4月，印尼能源与矿产资源部（ESDM）正式修订镍矿基准价格（HPM）机制，自4月15日起实施。具体来看：旧机制下HPM仅由镍含量决定，其中1.9%品位镍矿对应CF（计价系数）为20%，且品位每变动0.1%，CF相应调整1个百分点；而新机制显著上调了镍的修正系数基准，将1.6%品位镍矿的CF提升至30%——据此可以推算：1.9%品位镍矿计价系数将由20%上升至33%，1.2%品位镍矿计价系数将由13%上升至26%，明显抬升矿端定价中枢。更为关键的是，新公式首次将钴、铁、铬纳入计价体系，即HPM由“镍价决定”升级为“镍+伴生金属价值加总”，其中钴（CF 30%，适用于 $Co \geq 0.05\%$ ）、铁（CF 10%， $Fe \leq 35\%$ ）、铬（CF 10%）按各自HMA价格折算计入；印尼政府通过将高价的钴等副产元素“回收”入原矿定价，进一步拉高镍矿综合计价水平。

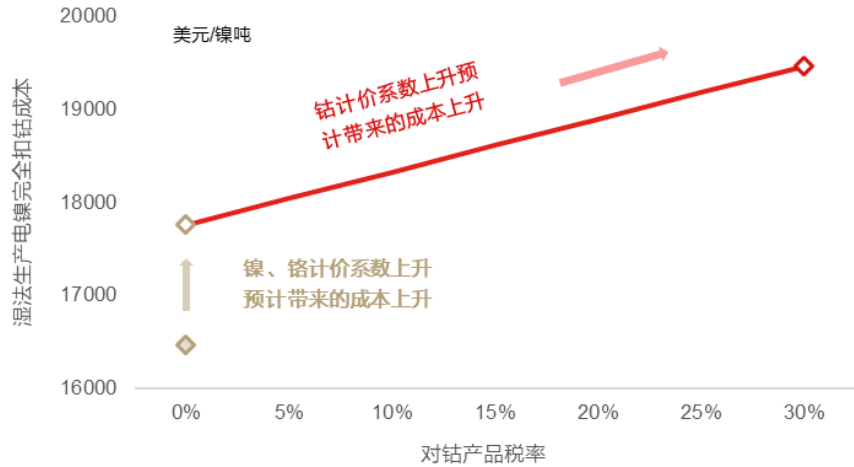
表 6：印尼新镍矿石定价公式并将钴等元素纳入计量

矿产种类	基准价格制定公式	备注
2026年4月 14日前	HPM 镍矿 = %Ni * CF_Ni * HMA_Ni	1. HPM 镍矿单位为美元/干吨 2. CF_Ni: 镍含量为 1.9%时, CF 为 20%; 镍含量每增加或减少 0.1%, CF 相应增加或减少 1%
2026年4月 15日后	$\text{HPM 镍矿} = [(\%Ni \times CF\_Ni \times HMA\_Ni) + (\%Fe \times CF\_Fe \times HMA\_铁矿石 \times 100) + (\%Co \times CF\_Co \times HMA\_Co) + (\%Cr \times CF\_Cr \times HMA\_铬矿石 \times 100)] \times (1 - \text{Moisture}\%)$	1. HPM 镍矿单位为美元/湿吨 2. CF_Ni: 镍含量为 1.6%时, CF 为 30%; 镍含量每增加或减少 0.1%, CF 相应增加或减少 1% 3. %Fe: 仅当 $Fe \leq 35\%$ 时计入; %Co: 仅当 $Co \geq 0.05\%$ 时计入; %Cr: 无条件计入 4. CF_Co: 固定 30%; CF_Fe: 固定 30%; CF_Cr: 固定 10%

数据来源：Mysteel，今日有色公众号，东方证券研究所

新 HPM 定价机制对湿法镍成本抬升显著，完全扣钴成本或达到约 19,500 美元/吨。基于当前原料价格与工艺参数，我们以 4 月 10 日为基准测算，旧 HPM 公式对应的湿法电镍完全扣钴成本约为 16,461 美元/吨；若镍矿价格完全贴合新 HPM 公式（不考虑升水），则预计湿法电镍完全扣钴成本将抬升至约 19,465 美元/吨，单吨成本增幅超 3,000 美元。其中，镍、钴、铬计价系数变化带来的单位成本抬升分别约为 1264 美元、1709 美元、30 美元；而湿法矿因铁含量通常超 35%，考虑铁元素不计入基价计算。我们认为，印尼新 HPM 定价机制通过“提高镍计价系数+纳入伴生金属价值+潜在税负外延”三重路径，或大幅抬升印尼 HPAL 成本、压缩湿法项目利润空间，在此基础上有望强化全球镍价成本支撑，部分高成本边际产能或见降负、暂停甚至出清。

图 34：我们测算新公式下印尼湿法电镍完全扣钴成本或升至约 19,500 美元/吨（不考虑升水）



数据来源：Argus, Mysteel, SMM, 东方证券研究所

### 2.3. 火法镍：新 HPM 公式影响有限，整体利差空间稳定

印尼火法冰镍产能具备一定弹性，但新增供给项目相对有限。据 Mysteel，2025 年印尼冰镍产量为 34.4 万镍金属吨，其中高冰镍 26.75 万吨、低冰镍 7.65 万吨；预计 2026 年将增至约 44.02 万镍金属吨。当前印尼冰镍产线中，大部分高冰镍采用与镍铁相同的 RKEF 工艺，其产线具备在镍铁与冰镍之间切换的能力（通过加装加硫环节即可实现），实际产出取决于冰镍与镍铁之间的利润差。当前印尼共有 58 条冰镍产线，其中 9 条为富氧侧吹产线，2025 年实际利用率仅约 50%，仍具备较大潜在释放空间；若未来 HPAL 产量不及预期，不排除部分 RKEF 产线转产冰镍，从而阶段性对冲湿法供给缺口。从新增供给来看，2026 年火法项目整体增量相对温和，多数项目处于已投产或爬坡阶段，少量新增如寒锐、华星等 OESBF 项目仍在点火初期或规划投产中，行业整体扩产节奏较为可控。

表 7：2026 年印尼新增火法镍产能或相对较少

项目	园区	产品	工艺	规划产能 (万镍金属吨/年)	2025 产量 (万镍金属吨)	2026 预计产量 (万镍金属吨)	投产状态
PTVI	VALE	高冰镍	RKEF-转炉	8	7.37	7.35	在产
SMI&HNI-HNMI	IMIP	高冰镍	RKEF-转炉	6.25	2	4.4	在产
ITSS	IMIP	高冰镍	AOD	12			在产
友山-华科	IWIP	高冰镍	RKEF-转炉	4.5	3.91	3.59	在产
OSS	VDNIP	高冰镍	AOD	2.25	0	0	未产冰镍
翡翠湾	IWIP	高冰镍	RKEF-转炉	2.75	1.29	2.19	在产
德邦	IWIP	低冰镍	RKEF	2.75	1.62	2.18	在产
中青	IMIP	高冰镍	OESBF-转炉	6	3.28	6.63	在产
恒生	Huadi	低冰镍	OESBF	1	1.04	0.95	在产
纬创	IWIP	高冰镍	RKEF-转炉	5.5	2.72	2.55	在产

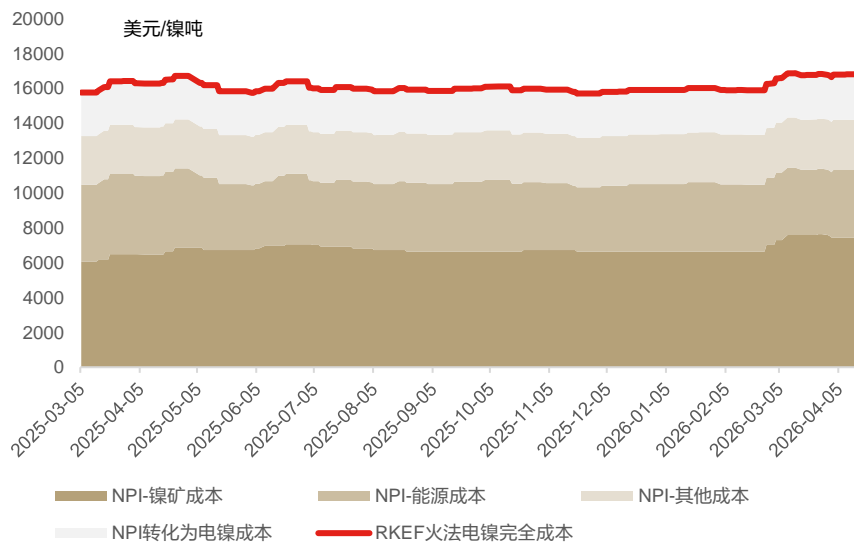
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

旭日-华旭	IWIP	高冰镍	RKEF-转炉	5.5	1.85	1.76	在产
NNI	SEI	高冰镍	RKEF-转炉	4	2.34	2.79	在产
寰宇	IWIP	高冰镍	RKEF-转炉	4	2.7	3.7	在产
嘉曼	IWIP	低冰镍	OESBF	2	1.87	2.13	在产
妮可	IWIP	高冰镍	RKEF-转炉	5.2	0	0	未产冰镍
科赞&澜凯	IWIP	高冰镍	RKEF-转炉	4	1.92	2.45	在产
MMP	Balikpapan	高冰镍	RKEF-转炉	2.7	0.47	1.25	在产
寒锐	IHIP	低冰镍	OESBF	2		0.2	已于 2026 年 4 月点火
华星	IPIP	低冰镍	OESBF	4		0.05	预计 2026 年 四季度投产
<b>合计</b>				<b>84.4</b>	<b>34.39</b>	<b>44.17</b>	

数据来源：Mysteel，寒锐镍业公众号，东方证券研究所（注：表格统计时间截至 2026 年第一季度末）

**传统火法（RKEF）路径下电镍成本整体稳定，对新 HPM 机制的敏感性明显低于湿法体系。**据我们测算，当前印尼火法 NPI 成本主要由镍矿成本、能源成本等构成（其中镍矿成本占 NPI 成本一半以上），在此基础上最终转化至电镍的完全成本约为 16,800 美元/吨，近期波动幅度较小。若考虑新 HPM 公式带来的影响，1.6%红土镍矿在计价系数上调后基准价格大约将达到 53 美元/吨，而当前市场实际成交到厂价已普遍在 70 美元/吨以上——因此新政对火法体系的实际影响或主要体现在压缩升水空间，而非抬升绝对成本。相比较之下，湿法 HPAL 对 HPM 调整更为敏感，叠加硫磺价格上涨，成本中枢上移更为明显。我们认为，新定价机制落地后，火法路径成本稳定性优势有望进一步凸显，在竞争中相对受益。

图 35：传统火法成本大体保持稳定，新 HPM 公式影响或较小



数据来源：Mining.com，S&P Global，Wind，SMM，The process analysis of converting ferronickel into high nickel matte (Qifan Zhou, etc., 2025)，富宝不锈钢网，东方证券研究所

## 2.4. 公司镍业务：参股矿山保供，侧吹工艺具备相对优势

**中伟新材是印尼富氧侧吹路线的首创者。**中伟新材自 2021 年开始自主开发富氧侧吹技术，在全球范围内率先实现富氧侧吹工艺在红土镍矿冶炼中的工业化应用。据 Argus Media 报道，2022 年中伟首次在印尼应用该技术后，嘉曼项目（Weiming）才成为该路线的第二个使用者。公司已将富氧侧吹与 RKEF 并列作为双技术路线，形成冶炼工艺的组合优势，可根据市场需求在电解镍、高冰镍、镍铁等产品间灵活切换排产。

**中伟的富氧侧吹产能集中于印尼莫罗瓦利产业基地的中青新能源项目。**项目分两期建设：一期 2 条产线、二期 4 条产线，合计 6 条产线。二期项目于 2026 年 1 月 6 日全面贯通，宣告中青新能源年产 6 万金吨镍金属产能全面投产，同时具备年产 6 万金吨高冰镍的生产能力，打通了从红土镍矿到高冰镍的一体化产线。

表 8：中伟新材印尼镍冶炼项目年产能合计约 19.5 万金属吨

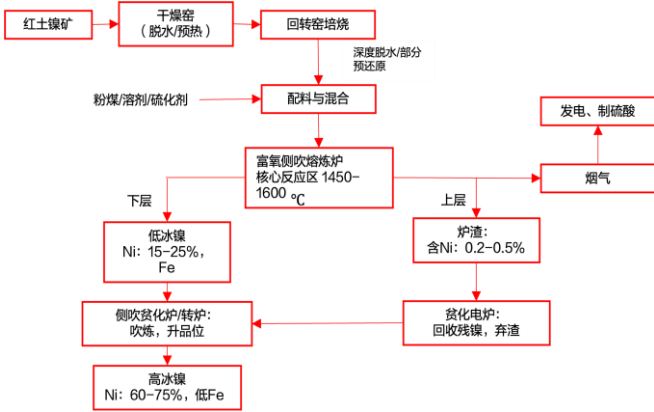
项目名称	工业园区	产能规模	时间节点	技术/备注	权益比例
中青新能源一期	莫罗瓦利	2 万金属吨镍 / 年	2022 年 10 月投产	全球首次工业化应用富氧侧吹工艺	85%
中青新能源二期	莫罗瓦利	4 万金属吨镍 / 年	2026 年 1 月全面贯通	富氧侧吹工艺配套低冰镍转高冰镍工序	85%
德邦项目	纬达贝	2.75 万金属吨镍/年	2024 年全面建成投产且满产	RKEF 冶炼低冰镍	50.1%
翡翠湾项目	纬达贝	2.75 万金属吨镍/年	2024 年全面建成投产且满产	RKEF 冶炼低冰镍	50.1%
NNI 项目	北莫罗瓦利	8 万金属吨镍/年	2024 年全面达产	RKEF 冶炼镍铁与冰镍	67%
<b>合计</b>		<b>19.5 万金属吨镍/年</b>			

数据来源：中伟新材官网，Mysteel，东方证券研究所

**电力降本显著，原料适配性强，富氧侧吹成本优势突出。**富氧侧吹的具体工艺流程如下：首先将红土镍矿依次送入以粉煤为燃料的干燥窑和回转焙烧窑进行深度干燥脱水与焙烧，随后将干燥焙烧后的红土镍矿与还原煤（或粉煤）、硫化剂（如硫磺、黄铁矿或石膏）及熔剂等配料混合，经计量送入富氧侧吹炉内。在熔炼阶段，富氧空气和粉煤通过炉体两侧的浸没燃烧喷枪鼓入熔池，浸没式燃烧火焰直接接触熔体，同时喷吹的富氧空气与煤粉剧烈搅动熔池，强化传热并加速反应，使红土镍矿物料在约 1450 ~ 1600℃ 的高温环境下快速熔化。在此过程中，通过精确控制氧料比、氧煤比来调控炉内的温度和还原性气氛，实现还原硫化反应，将氧化镍还原并硫化生成低冰镍（即低镍硫），同时产出炉渣和烟气。低冰镍与炉渣在炉内利用密度差实现分离后，低冰镍进入下一道工序，被送入富氧多枪顶吹吹炼炉或转炉进行吹炼，通过进一步控制燃料率和造渣率，将低冰镍中的铁和多余硫化物去除，从而得到高冰镍。**我们以 2025 年为基准，测算富氧侧吹（OESBF）与传统 RKEF 火法炼镍的完全成本：**据我们的测算结果，两种工艺的镍矿成本、烧结还原成本基本相当，核心成本差距在于：传统 RKEF 工艺以矿热炉电加热为核心还原热源，电耗高且完全依赖外购电，电力成本占比高；而 OESBF 工艺以燃料燃烧加富氧强化为主要冶炼热源，从根源上降低了电力需求，同时可配套余热发电大幅抵消外购电，因此电力成本显著低于

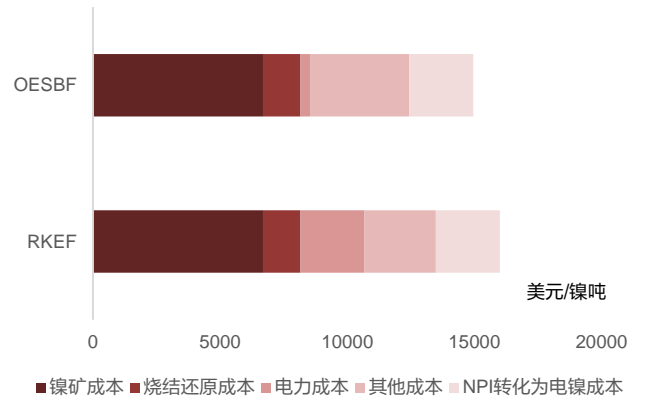
RKEF 工艺；尽管 OESBF 在其他成本中新增了现场制氧投入，但电力成本的降幅远大于氧气成本增量，叠加工艺采用低价褐煤替换了高成本的无烟煤，进一步优化能源成本。

图 36：富氧侧吹工艺流程涉及焙烧、熔炼等环节



数据来源：中国有色金属学报，东方证券研究所

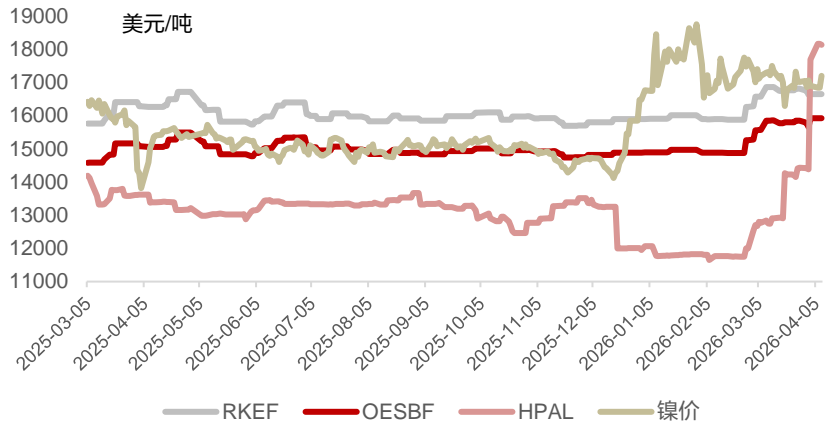
图 37：富氧侧吹与 RKEF 的核心成本差距来源为电力成本



数据来源：SMM, wind, MINNUO, 侧吹浸没燃烧熔炼技术(SSC)在红土镍矿领域的应用及展望（陈学刚等，2018），北大先锋，富宝不锈钢网，山海图，东方证券研究所

从三条镍冶炼路线理论成本的时间序列来看：高压酸浸工艺长期维持最低的理论成本水平，其低成本优势主要来源于副产品钴的收益抵扣。但自 2026 年 3 月以来其成本优势在显著降低，一方面地缘政治冲突推动硫磺成本大幅上行，直接推高 HPAL 的酸耗成本，另一方面钴额外计价或将大幅削弱钴的抵扣收益，双重压力下 HPAL 工艺成本持续攀升，甚至阶段性逼近并超过镍价，盈利空间被严重压缩。而富氧侧吹工艺成本结构不依赖钴副产品抵扣，受硫磺等化工品价格波动的影响有限，成本曲线尽管受扰动上升，但幅度较小，相较传统的 RKEF 与高波动的 HPAL 湿法工艺，展现出更强的综合成本竞争力与盈利确定性。

图 38：成本波动下，富氧侧吹工艺优势凸显



数据来源：SMM, wind, MINNUO, 侧吹浸没燃烧熔炼技术(SSC)在红土镍矿领域的应用及展望（陈学刚等，2018），北大先锋，富宝不锈钢网，山海图，东方证券研究所

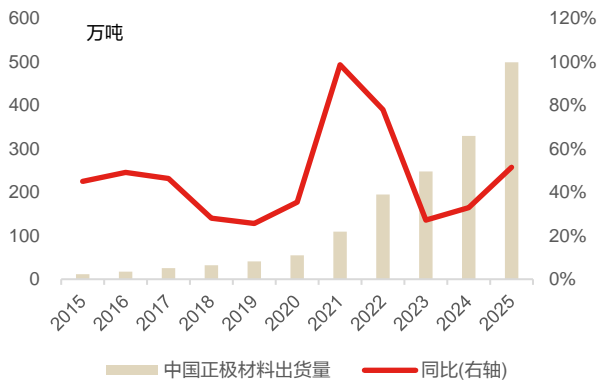
公司投资上游印尼镍矿，锁定超六亿湿吨红土镍矿供应。截至 2025 年年末，中伟新材通过参股、长协等多种形式牢固锁定超过 6 亿湿吨红土镍矿资源供应，形成约 20 万金吨红土镍矿冶炼产能，生产的镍产品除用于公司镍系材料自供外，还可根据市场情况以中间品或进一步加工成高纯镍板对外销售，率先实现生态闭环。截至 2026 年 4 月，公司参股镍矿项目正陆续获取印尼 RKAB 采矿配额，持续将资源储备转化为实际供应能力，为其印尼镍冶炼产能提供稳定的原料保障。

### 三、其他业务：电池材料增速稳健，布局上游锂磷资源

#### 3.1. 正极材料行业：高增放量，固态电池开启新技术周期

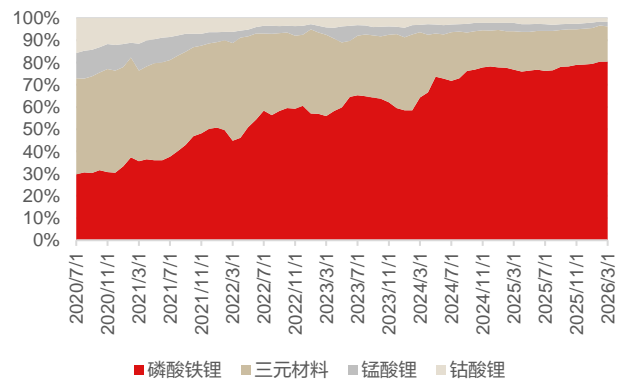
中国正极材料出货全球领先，当前正处于“量增+结构分化”的双重驱动阶段。中国在全球正极材料生产中占据主导地位，出货量占比超过 90%，同时保持高速增长态势。据 iFind，2020-2025 年中国正极材料出货量由 55 万吨提升至近 500 万吨，五年复合增速达到 55%；2025 年行业维持高景气，出货量同比增速保持在 51% 的高位。另一方面，材料体系结构持续向低成本、高安全性的磷酸铁锂倾斜，中国磷酸铁锂产量占比由 2020 年的约 30% 快速提升至 2026 年初的 80% 左右；三元材料份额则由同期约 45% 下降至 16%，这主要系下游储能及中低端电动车需求占比提升，推动磷酸铁锂对三元材料的系统性替代，令行业逐渐形成“多技术路线并行但以磷酸铁锂为核心”的格局。

图 39：中国正极材料出货增速回升



数据来源：iFind，东方证券研究所

图 40：中国磷酸铁锂产量份额持续扩大

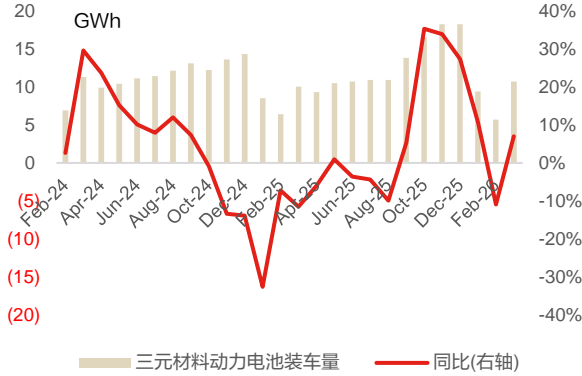


数据来源：SMM，东方证券研究所

三元材料增长趋稳，磷酸铁锂受储能装机强劲拉动。从下游需求看，三元材料需求主要依赖动力电池装车，受新能源车渗透率及高端车型占比变化影响较大，整体呈现“2025 年高增、随后趋稳”的特征；2025 年下半年装车量同比普遍维持在 20%-35% 的较高水平，但进入 2026 年后受新能源车补贴退坡等因素影响，增速回落并趋于平稳。相比之下，磷酸铁锂呈“储能+动力”双驱动格局，其中动力端保持较高韧性增长，2025 年以来同比多维持在 50%-70% 区间；储能端呈爆发式增长，中标量增速显著高于动力端，2026 年初同比增速维持在 100%-200% 高位。

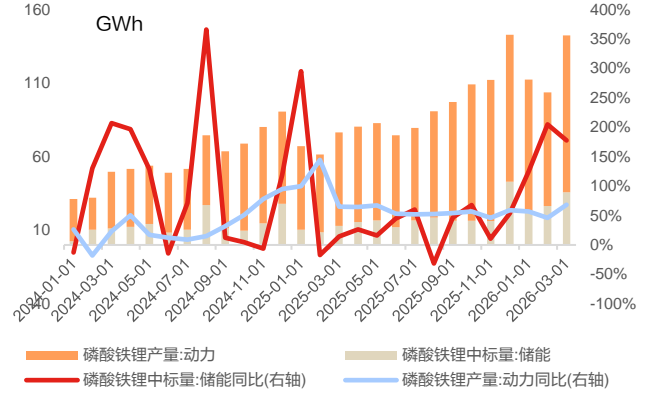
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 41：三元动力月度装车量在 2025 年高增后趋于稳定



数据来源：Choice，东方证券研究所

图 42：储能用磷酸铁锂月度中标量增速上扬



数据来源：SMM，东方证券研究所

固态电池商业化落地在即，正极材料以高镍三元为主、高电压锰基等补充路线为辅。固态电池正处于由技术验证向商业化落地过渡的关键阶段，参与布局的厂商数量众多，涵盖宁德时代、比亚迪、国轩高科、亿纬锂能等主流电池企业，产业化稳步推进，半固态产品已逐步进入装车验证阶段，整体商业化落地预期持续强化。技术路径上，受固态电池对高能量密度的需求，高镍三元已成为行业高度一致的正极材料选择，主流厂商几乎均围绕该体系进行开发与迭代。

表 9：主流固态电池厂商基本均采用高镍三元作为正极材料路径

厂商名称	正极材料	负极材料	电解质
LG 新能源	高镍三元	硅碳/锂金属	聚合物（半固态）、硫化物（全固态）
SK On	高镍三元	硅碳/锂金属	硫化物/聚合物及氧化物复合材料
宁德时代	高镍三元	硅碳/锂金属	硫化物/卤化物
卫蓝新能源	高镍三元	硅碳	半固态-氧化物+聚合物，全固态-硫化物
清陶能源	高镍三元/高电压锰基正极	硅碳/锂金属	氧化物+聚合物；氧化物+聚合物+卤化物（半固态及全固态）
孚能科技	高镍三元	硅碳/锂金属	氧化物+聚合物（半固态）；硫化物（全固态）
比亚迪（弗迪科技）	高镍三元（单晶）	石墨负极/硅碳	硫化物/卤化物
国轩高科	高镍三元	硅碳	氧化物+聚合物、硫化物
亿纬锂能	高镍三元	硅碳	卤化物+硫化物（全固态）、氧化物
蜂巢能源	高镍三元	硅碳/锂金属	氧化物+聚合物（半固态）、硫化物（全固态）
赣锋锂业	高镍三元	硅碳/锂金属	氧化物+聚合物（半固态）、硫化物（全固态）

数据来源：深企投产业研究院，东方证券研究所

### 3.2. 公司电池材料业务：多材料体系布局，卡位固态电池前沿

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声明。

公司已形成以镍系为核心、钴系与磷系为重要支撑，并前瞻布局钠系材料的多元化电池材料体系。截至 2025 年末，公司三元前驱体产能达 29.9 万吨，在建产能 2 万吨，产量 21.4 万吨、产能利用率约 72%，稳居全球龙头地位；钴系材料方面，三氧化二钴产能 3.79 万吨，产量 3.6 万吨、产能利用率接近 94%；磷系材料方面，磷酸铁产能已达 20 万吨，产量 16.5 万吨、产能利用率约 82%，成为公司新的增长极。与此同时，公司在钠系材料领域首创用于钠离子电池的低成本聚阴离子（NFPP）前驱体，实现千吨级出货，在钠离子电池大规模商业化应用之前，已从客户与技术储备、生产供应能力等方面构筑了先发壁垒。整体来看，公司通过布局多维电池材料体系，产能结构兼具规模优势与前瞻布局，为其在动力电池、储能及新兴应用领域的持续拓展奠定基础。

表 10：公司形成锂、钴、镍系锂电材料产能，并布局钠系材料（截至 2025 年报）

产品类别	产能（25 财年末）	在建产能	产能利用率	产量（25 财年）
镍系材料：三元前驱体	29.9 万吨	2 万吨	71.62%	21.4 万吨
钴系材料：三氧化二钴	3.79 万吨	-	93.80%	3.6 万吨
磷系材料：磷酸铁	20 万吨	-	82.45%	16.5 万吨
钠系材料		-		出货量达千吨级

数据来源：中伟新材公告，东方证券研究所

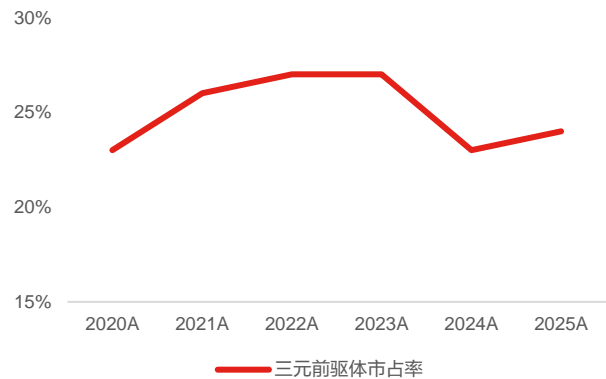
优质客户结构夯实龙头地位，市占率稳居全球第一。公司已构建覆盖“整车—电池—正极材料”的全球化优质客户体系，下游客户多为产业链头部企业，包括特斯拉、宁德时代、比亚迪、LG 化学、三星 SDI、松下等全球一线厂商，同时覆盖容百科技、当升科技等主流正极材料企业，客户粘性与结构质量均处于行业领先水平。在此基础上，公司三元前驱体市占率长期维持高位，2020-2025 年稳定在 23%-27% 区间，对应全球约四分之一份额，连续多年保持行业第一，体现出其在产品性能、规模化供给及客户绑定方面的综合竞争优势。

图 43：中伟新材下游客户多为头部电池材料企业



数据来源：中伟新材公告，东方证券研究所

图 44：中伟新材三元前驱体全球市占率约达到 1/4



数据来源：中伟新材公告，东方证券研究所

公司在固态电池材料领域已形成较为系统的在研项目储备，具备向产业化过渡的基础。公司围绕固态电池核心正极路线，重点推进超高镍三元及高镍三元前驱体技术开发，同时布局硫化物体系对应的三元前驱体，以匹配未来主流固态电解质方向；此外，公司亦前瞻性切入镍锰酸锂等高电压正极材料路线，探索下一代高能量密度体系的技术可能性；多数项目已进入量试阶段。我们认为，公司固态电池相关项目覆盖主流技术路径，进展较快，在行业即将进入商业化初期阶段的背景下，有望率先实现产品导入与放量，进一步打开中长期成长空间。

表 11：公司有较多投向固态电池相关材料的项目，目前均处于量试阶段

研发项目名称	项目进展	项目说明
超高镍三元前驱体技术开发	量试阶段	高镍三元材料是固态电池最重要的技术路线
硫化物固态正极材料三元前驱体技术开发	量试阶段	为公司在硫化物固态电池未来技术突破和商业化应用奠定基础
高镍三元前驱体技术开发	量试阶段	高镍三元材料是固态电池最重要的技术路线
一种镍锰酸锂方向前驱体研发与应用	量试阶段	镍锰酸锂正极材料具有高电压、高能量密度特性，可与固态电解质的高安全特性结合，被视为下一代电池技术的关键方向

数据来源：中伟新材公告，东方证券研究所

### 3.3. 公司资源储备：向上游布局锂磷资源，远期成长空间可期

公司加速向上游延伸，构建“资源—材料”一体化保障体系。磷资源方面，公司通过控股贵州开阳磷矿（持股 79.38%），对应资源量约 9,844 万吨，并规划 280 万吨/年采矿产能，有助于强化磷系材料成本与供应稳定性；锂资源方面，公司前瞻性布局阿根廷盐湖项目，通过收购及控股 Jama 与 Solaroz 项目，合计锁定超过 1,000 万吨碳酸锂当量资源，其中 Solaroz 项目在 2 万吨年产能假设下 OPEX 约 5,000 美元/吨，具备较强成本优势。尽管相关项目当前仍处于开发初期、尚未形成实际产出，但公司通过逆周期获取优质资源，已在上游建立稀缺资源储备，为未来锂盐供给安全、成本控制及盈利弹性提升奠定基础，远期成长空间可期。

表 12：公司向上游布局磷锂等资源

矿种	项目名称	权益比例	资源量	备注
磷	贵州开阳磷矿	79.38%	9844 万吨	规划 280 万吨/年采矿产能
锂	阿根廷 Jama	100%	约 700 万吨 LCE	-
锂	阿根廷 Solaroz	100%	约 300 万吨 LCE	OPEX 约 5000 美元/吨 LCE（2 万吨年产能运行条件）

数据来源：中伟新材公告，中伟新材公众号，LEL 公告，贵州省化学工业协会，东方证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

我们认为公司仍具备较强的成长性，未来增速可观，原因在于：1）全球硫磺供需中长期趋紧，湿法成本持续承压，镍价有望在成本驱动下长周期上扬；富氧侧吹路径因对硫磺耗用敏感性较低，相对受益；2）新 HPM 公式或显著冲击湿法镍矿成本，但对公司火法镍矿成本影响或有限；3）公司在固态电池领域布局超高镍三元、硫化物前驱体等项目，核心项目均已进入量产试验阶段，随着固态电池逐步商业化落地，公司的行业领先布局有望赋予其锂电材料前驱体业务的盈利能力保持长期韧性。

### 关键假设：

根据公司投资项目进展与行业变化趋势，我们预计：a) 2027 年起公司上游镍冶炼项目产能继续按序投放，对应产销量逐年攀升；b) 锂电正极前驱体材料产销率稳步增长；c) 2026 年起镍价随着行业湿法成本显著抬升而出现较大幅度的上涨，与此同时公司火法工艺成本保持相对稳定，对应板块毛利率出现较大幅度跃升；

(1) 根据以上假设与预测，我们预计 2026-2028 年公司新能源金属、锂电正极前驱体材料产销量分别为 23.5/24.8/26.8 万吨、47/50/51 万吨。

(2) 我们预计公司在 2026-2028 年将受益于镍价较大幅度上涨，而公司成本控制能力稳健，带来毛利率回升；锂电正极前驱体材料售价受钴、镍价格上涨带动同步上行，单吨毛利保持相对稳定。综合考虑下，我们预计 2026-2028 年公司新能源金属、锂电正极前驱体材料材料毛利率将分别为 11.2%/11.5%/12.7%、16.1%/16.4%/16.7%。

结合关键假设，我们预计 2026-2028 年公司营业收入合计达到 610/666/734 亿元，业务综合毛利率分别为 13.3%/13.6%/14.2%。

### 盈利预测核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>新能源金属</b>					
销售收入（百万元）	13,483.1	17,807.8	21,567.2	23,863.6	27,367.3
增长率	298.0%	32.1%	21.1%	10.6%	14.7%
毛利率	7.5%	7.0%	11.2%	11.5%	12.7%
<b>锂电正极前驱体材料</b>					
销售收入（百万元）	19,097.4	22,671.2	31,542.0	34,669.1	37,834.8
增长率	-23.7%	18.7%	39.1%	9.9%	9.1%
毛利率	17.8%	18.1%	16.1%	16.4%	16.7%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	7,642.4	7,661.0	7,890.8	8,048.7	8,209.6
增长率	30.3%	0.2%	3.0%	2.0%	2.0%
毛利率	5.9%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
<b>合计</b>					
销售收入	40,222.9	48,140.0	61,000.0	66,581.3	73,411.8
增长率	17.4%	19.7%	26.7%	9.1%	10.3%
综合毛利率	12.1%	12.3%	13.3%	13.6%	14.2%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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。

根据公司所属行业特征及业务布局，我们选取业务模块与中伟新材部分相近的企业作为可比公司，采用 PE 估值法：

参考 2026 年行业调整后平均估值为 23X PE，给予中伟新材 2026 年 23X PE 的估值，对应每股合理估值为 67.16 元。首次覆盖给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)					市盈率			
			2026/5/20	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
华友钴业	603799	58.09	3.22	4.97	6.36	7.40	18.03	11.70	9.13	7.85	
格林美	002340	8.39	0.31	0.43	0.58	0.81	27.09	19.56	14.44	10.42	
当升科技	300073	60.14	1.16	1.93	2.52	3.23	51.77	31.22	23.84	18.60	
容百科技	688005	35.31	-0.26	0.66	1.28	2.21	-134.62	53.13	27.50	15.96	
湖南裕能	301358	94.79	1.51	5.14	6.33	7.97	62.59	18.45	14.98	11.90	
调整后平均							32.30	23.07	17.75	12.76	

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 五、风险提示

**镍价、硫磺价格大幅波动风险。**公司镍产品定价与 LME 镍价挂钩，镍价受印尼政策、全球供需及宏观因素影响存在较大不确定性；此外，硫磺价格受油气炼化装置运行规模、地缘冲突等因素影响，同样存在不确定性。若镍价大幅下跌，公司可能面临毛利空间收窄、存货跌价计提等潜在风险，业绩或受到相应负面影响；若硫磺价格大幅下跌，公司可能面临成本优势面临再度被湿法产线超越的潜在风险。

**印尼资源政策进一步收紧风险。**印尼可能继续上调矿权费、扩大出口税征收范围或进一步压缩 RKAB 配额，抬升公司原料成本或影响产品外销利润。

**下游需求增速放缓风险。**若新能源汽车销量增速放缓或储能项目装机不及预期，可能导致公司三元前驱体及磷酸铁等产品需求下行，影响收入增长。

**项目进展不及预期风险。**公司印尼镍冶炼项目及高镍三元前驱体等研发项目若因资金、劳工等问题延期或爬坡缓慢，可能影响收入及利润释放节奏。

**假设条件变化影响测算结果风险。**本报告中对湿法成本增幅、火法成本对比等数据的测算依赖于硫磺价格、煤炭价格、新 HPM 执行力度等假设，若实际情况与假设不符，盈利预测与目标价可能存在偏差。

**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	11,189	10,336	15,250	16,645	18,353	营业收入	40,223	48,140	61,000	66,581	73,412
应收票据、账款及款项融资	5,106	7,527	8,810	9,492	10,849	营业成本	35,347	42,200	52,890	57,506	63,013
预付账款	1,800	1,827	2,822	2,863	3,113	销售费用	111	114	145	158	174
存货	9,826	14,664	15,767	17,704	20,026	管理费用	1,017	1,147	1,454	1,587	1,750
其他	5,797	5,569	5,321	5,924	6,061	研发费用	1,109	1,170	1,483	1,619	1,785
<b>流动资产合计</b>	<b>33,718</b>	<b>39,923</b>	<b>47,969</b>	<b>52,628</b>	<b>58,402</b>	财务费用	875	1,269	1,158	1,192	1,134
长期股权投资	4,062	3,866	3,368	3,765	3,666	资产、信用减值损失	80	284	55	25	21
固定资产	23,750	28,569	31,575	31,673	30,152	公允价值变动收益	24	(47)	(12)	(1)	0
在建工程	4,405	1,940	0	0	0	投资净收益	13	(54)	(15)	15	44
无形资产	2,251	3,750	3,682	3,614	3,546	其他	314	105	123	127	135
其他	4,837	3,560	3,999	3,866	3,799	<b>营业利润</b>	<b>2,034</b>	<b>1,959</b>	<b>3,911</b>	<b>4,636</b>	<b>5,715</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>39,305</b>	<b>41,684</b>	<b>42,625</b>	<b>42,918</b>	<b>41,162</b>	营业外收入	7	25	17	16	20
<b>资产总计</b>	<b>73,023</b>	<b>81,608</b>	<b>90,593</b>	<b>95,546</b>	<b>99,564</b>	营业外支出	18	60	33	37	43
短期借款	3,609	5,827	10,649	9,486	7,838	<b>利润总额</b>	<b>2,022</b>	<b>1,924</b>	<b>3,896</b>	<b>4,615</b>	<b>5,691</b>
应付票据及应付账款	10,249	15,669	16,795	18,762	21,322	所得税	235	312	584	692	854
其他	10,181	8,380	8,322	9,465	8,980	<b>净利润</b>	<b>1,787</b>	<b>1,611</b>	<b>3,312</b>	<b>3,923</b>	<b>4,838</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>24,039</b>	<b>29,876</b>	<b>35,766</b>	<b>37,713</b>	<b>38,139</b>	少数股东损益	321	44	266	321	435
长期借款	15,788	15,063	15,063	15,063	15,063	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,467</b>	<b>1,567</b>	<b>3,046</b>	<b>3,602</b>	<b>4,402</b>
应付债券	824	717	0	0	0	每股收益(元)	1.41	1.50	2.92	3.46	4.22
其他	2,883	2,329	2,475	2,557	2,454						
<b>非流动负债合计</b>	<b>19,495</b>	<b>18,109</b>	<b>17,538</b>	<b>17,620</b>	<b>17,517</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>43,534</b>	<b>47,986</b>	<b>53,305</b>	<b>55,333</b>	<b>55,656</b>		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	9,348	9,487	9,753	10,074	10,509	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	937	1,042	1,042	1,042	1,042	营业收入	17.4%	19.7%	26.7%	9.1%	10.3%
资本公积	14,043	16,658	16,658	16,658	16,658	营业利润	-14.5%	-3.7%	99.7%	18.5%	23.3%
留存收益	5,085	6,112	9,158	11,846	15,168	归属于母公司净利润	-24.6%	6.8%	94.4%	18.2%	22.2%
其他	75	322	677	593	531	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>29,489</b>	<b>33,622</b>	<b>37,289</b>	<b>40,213</b>	<b>43,908</b>	毛利率	12.1%	12.3%	13.3%	13.6%	14.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>73,023</b>	<b>81,608</b>	<b>90,593</b>	<b>95,546</b>	<b>99,564</b>	净利率	3.6%	3.3%	5.0%	5.4%	6.0%
						ROE	7.3%	7.1%	11.8%	12.5%	13.9%
						ROIC	4.8%	4.5%	6.6%	7.0%	8.0%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	59.6%	58.8%	58.8%	57.9%	55.9%
净利润	1,787	1,611	3,312	3,923	4,838	净负债率	59.2%	52.5%	44.0%	36.9%	25.0%
折旧摊销	1,420	2,001	2,038	2,234	2,327	流动比率	1.40	1.34	1.34	1.40	1.53
财务费用	875	1,269	1,158	1,192	1,134	速动比率	0.99	0.85	0.90	0.92	1.00
投资损失	(13)	54	15	(15)	(44)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	194	(2,281)	(1,758)	(805)	(1,716)	应收账款周转率	9.9	8.8	8.8	8.7	8.5
其它	(321)	(1,280)	94	171	(85)	存货周转率	4.0	3.4	3.5	3.4	3.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,943</b>	<b>1,374</b>	<b>4,859</b>	<b>6,700</b>	<b>6,454</b>	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
资本支出	(6,865)	(5,033)	(3,007)	(2,264)	(737)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(1,886)	196	498	(397)	99	每股收益	1.41	1.50	2.92	3.46	4.22
其他	(1,222)	(560)	60	(349)	256	每股经营现金流	4.21	1.32	4.66	6.43	6.19
<b>投资活动现金流</b>	<b>(9,972)</b>	<b>(5,397)</b>	<b>(2,449)</b>	<b>(3,010)</b>	<b>(382)</b>	每股净资产	19.32	23.16	26.42	28.92	32.05
债权融资	6,469	(2,871)	(1,161)	976	(503)	<b>估值比率</b>					
股权融资	27	2,720	0	0	0	市盈率	40.4	37.8	19.5	16.5	13.5
其他	(940)	2,927	3,664	(3,270)	(3,862)	市净率	2.9	2.5	2.2	2.0	1.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>5,556</b>	<b>2,775</b>	<b>2,504</b>	<b>(2,294)</b>	<b>(4,365)</b>	EV/EBITDA	17.5	14.5	10.7	9.4	8.3
汇率变动影响	160	(268)	-0	-0	-0	EV/EBIT	26.0	23.5	14.9	13.0	11.1
<b>现金净增加额</b>	<b>(314)</b>	<b>(1,516)</b>	<b>4,914</b>	<b>1,395</b>	<b>1,708</b>						

资料来源：东方证券研究所

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。

## 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](http://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。