

## 华友钴业（603799）

# 2026 年中报点评：镍产品成本承压，碳酸锂利润修复

买入（维持）

2026 年 08 月 19 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009

yuesy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2024A  | 2025A  | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业总收入（百万元）    | 60,946 | 81,019 | 112,658 | 115,674 | 135,279 |
| 同比（%）         | (8.08) | 32.94  | 39.05   | 2.68    | 16.95   |
| 归母净利润（百万元）    | 4,155  | 6,110  | 5,404   | 8,008   | 10,402  |
| 同比（%）         | 23.99  | 47.07  | (11.57) | 48.19   | 29.89   |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 2.19   | 3.23   | 2.85    | 4.23    | 5.49    |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 19.08  | 12.97  | 14.67   | 9.90    | 7.62    |

### 投资要点

- **26Q2 业绩略低于市场预期。**公司 26H1 营收 555.7 亿元，同比+49.4%，归母净利 35.1 亿元，同比+29.4%，扣非净利 33.1 亿元，同比+28%，毛利率 19.6%，同比+3.7pct；其中 26Q2 营收 297.6 亿元，同环比+53.8%/+15.3%，归母净利 10.1 亿元，同环比-30.8%/-59.6%，扣非净利 12.4 亿元，同环比-8.8%/-40.1%，毛利率 18.6%，同环比+1.9/-2pct，公司 Q2 受减值及公允价值变动损益影响近 8 亿元，且镍业务利润受硫磺涨价影响，利润略低于市场预期。
- **镍价受硫磺涨价影响利润、钴价维持高位。**公司 26H1 镍产品出货 13.28 万吨，同比持平，其中 Q2 湿法项目华飞 5 月停产，我们预计公司 Q2 实现 MHP 出货 4 万吨，镍铁出货 2 万吨+，对应权益出货我们预计 2 万吨湿法+1.5 万吨火法，26 全年镍权益出货我们预计达 15 万吨。盈利端，镍价 Q2 维持 1.7-1.8 万美金/吨，但考虑硫磺成本上涨，考虑钴利润后，对应公司镍单吨毛利达 0.5-0.6 万美金左右，合计贡献 12-15 亿元毛利，环比下滑 10 亿元左右，Q3 起镍价回落至 1.6-1.7 万美金/吨，且硫磺成本维持高位，我们预计下半年镍产品单位利润进一步承压，公司石膏制酸项目开工建设，硫铁矿制酸项目加速推进，27 年自供比例提升，我们预计显著降低成本，预计自产成本下降至 200 美金左右。26H1 钴产品销售 1.58 万吨，同比-24%，其中 Q2 我们预计钴产品销量 0.6 万金吨左右，Q2 均价维持 40 万元/吨，贡献 10 亿元+毛利，26 年公司金属钴权益规模我们预计为 1.3 万吨。
- **碳酸锂 Q2 津巴出口恢复利润弹性释放。**公司 26H1 碳酸锂出货 3.05 万吨，同增 17%，其中 Q2 我们预计出货 1.7-1.8 万吨，成本预计 8 万元/吨+，贡献毛利 10 亿元左右。展望 26 年，碳酸锂价格中枢 15 万元/吨，公司津巴 5 万吨硫酸镍项目已建成，津巴出口逐步恢复，碳酸锂全年出货目标 7 万吨+，全成本我们预计 8 万元+，26 年可贡献 30 亿元+毛利，27 年出货我们预计 10-12 万吨，同增 50%+。
- **正极高增，铜冶炼、三元前驱体相对稳健。**铜产品 26Q2 销量稳定，预计贡献 5 亿元+毛利，26 年出货我们预计 6-8 万吨，预计贡献 7-8 亿元利润。26H1 公司正极出货 7.63 万吨，同增 93%，其中 Q2 出货接近 4 万吨，环比基本持平，单吨毛利 1.5-2 万元，前驱体 26H1 出货 8.08 万吨，同增 94%，其中 Q2 出货 4.7 万吨，环增 35%+，单吨毛利 0.5 万元+，全年看正极出货我们预计 13-15 万吨，前驱体出货 15 万吨+，我们预计贡献 3-5 亿元利润。
- **存货增加应对涨价趋势、资本开支大增。**公司 26H1 期间费用 40.8 亿元，同比+72.2%，费用率 7.3%，同比+1pct，其中 Q2 期间费用 20.7 亿元，同环比+64.7%/+3%，费用率 7%，同环比+0.5/-0.8pct；26H1 经营性净现金流 21.5 亿元，同比+32.8%，其中 Q2 经营性现金流 9.7 亿元，同环比+62%/-17%；26H1 资本开支 99.2 亿元，同比+121.6%，其中 Q2 资本开支 52.7 亿元，同环比+165.2%/+111.9%；26Q2 末存货 322.2 亿元，较年初+25.7%。Q2 公允价值变动-2.56 亿元，主要系衍生金融工具波动影响。
- **盈利预测与投资评级：**由于硫磺价格上涨，我们下调公司 26-28 年归母净利润预期至 54/80/104 亿元（原预期 104/125/146 亿元），同比-12%/+48%/+30%，对应 PE 为 15x/10x/8x，考虑到 27 年公司硫磺自供比例提升，湿法镍成本回落，当前估值低位，维持“买入”评级。
- **风险提示：**需求不及预期风险，产品价格波动风险，原材料涨价导致成本上涨风险。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 41.87       |
| 一年最低/最高价      | 35.58/82.17 |
| 市净率(倍)        | 1.56        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 79,034.11   |
| 总市值(百万元)      | 79,282.00   |

### 基础数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 26.87    |
| 资产负债率(% ,LF) | 64.28    |
| 总股本(百万股)     | 1,893.53 |
| 流通 A 股(百万股)  | 1,887.61 |

### 相关研究

《华友钴业(603799)：2026 年一季报点评：全系产品价格向上，业绩超市市场预期》

2026-04-17

《华友钴业(603799)：2025 年报点评：全系产品价格向上，业绩弹性可期》

2026-04-08

华友钴业三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       |                |                |                |                | 利润表(百万元)        |               |                |                |                |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 2025A            | 2026E          | 2027E          | 2028E          |                | 2025A           | 2026E         | 2027E          | 2028E          |                |
| <b>流动资产</b>      | <b>68,054</b>  | <b>89,999</b>  | <b>97,918</b>  | <b>110,706</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>81,019</b> | <b>112,658</b> | <b>115,674</b> | <b>135,279</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 17,706         | 22,612         | 29,429         | 32,864         | 营业成本(含金融类)      | 66,865        | 95,075         | 96,466         | 110,523        |
| 经营性应收款项          | 16,896         | 25,438         | 26,027         | 30,255         | 税金及附加           | 467           | 676            | 636            | 744            |
| 存货               | 25,624         | 33,862         | 34,358         | 39,364         | 销售费用            | 170           | 270            | 266            | 311            |
| 合同资产             | 0              | 0              | 0              | 0              | 管理费用            | 2,009         | 2,366          | 2,429          | 2,841          |
| 其他流动资产           | 7,828          | 8,087          | 8,105          | 8,223          | 研发费用            | 1,682         | 2,253          | 2,198          | 2,435          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>91,384</b>  | <b>97,377</b>  | <b>102,173</b> | <b>105,467</b> | 财务费用            | 2,399         | 2,651          | 2,491          | 2,577          |
| 长期股权投资           | 11,925         | 12,225         | 12,525         | 12,825         | 加:其他收益          | 273           | 394            | 405            | 473            |
| 固定资产及使用权资产       | 53,461         | 57,453         | 60,248         | 62,244         | 投资净收益           | 934           | 1,127          | 1,157          | 1,353          |
| 在建工程             | 12,999         | 13,999         | 14,999         | 15,999         | 公允价值变动          | 12            | 0              | 10             | 10             |
| 无形资产             | 4,573          | 5,273          | 5,973          | 5,973          | 减值损失            | (243)         | (752)          | (202)          | (207)          |
| 商誉               | 596            | 596            | 596            | 596            | 资产处置收益          | (18)          | 0              | 1              | 1              |
| 长期待摊费用           | 48             | 50             | 50             | 49             | <b>营业利润</b>     | <b>8,384</b>  | <b>10,135</b>  | <b>12,558</b>  | <b>17,479</b>  |
| 其他非流动资产          | 7,782          | 7,782          | 7,782          | 7,782          | 营业外净收支          | (54)          | 3              | 3              | 3              |
| <b>资产总计</b>      | <b>159,438</b> | <b>187,376</b> | <b>200,091</b> | <b>216,174</b> | <b>利润总额</b>     | <b>8,330</b>  | <b>10,138</b>  | <b>12,561</b>  | <b>17,482</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>71,359</b>  | <b>92,166</b>  | <b>94,923</b>  | <b>97,080</b>  | 减:所得税           | 810           | 1,825          | 1,884          | 2,622          |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 36,572         | 44,269         | 46,352         | 41,967         | <b>净利润</b>      | <b>7,520</b>  | <b>8,313</b>   | <b>10,677</b>  | <b>14,859</b>  |
| 经营性应付款项          | 26,258         | 37,309         | 37,869         | 43,416         | 减:少数股东损益        | 1,410         | 2,910          | 2,669          | 4,458          |
| 合同负债             | 1,275          | 1,902          | 1,929          | 2,210          | <b>归属母公司净利润</b> | <b>6,110</b>  | <b>5,404</b>   | <b>8,008</b>   | <b>10,402</b>  |
| 其他流动负债           | 7,254          | 8,687          | 8,772          | 9,486          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 3.23          | 2.85           | 4.23           | 5.49           |
| <b>非流动负债</b>     | <b>27,258</b>  | <b>27,258</b>  | <b>27,258</b>  | <b>27,258</b>  | EBIT            | 9,868         | 12,018         | 13,678         | 18,425         |
| 长期借款             | 18,055         | 18,055         | 18,055         | 18,055         | EBITDA          | 14,881        | 18,336         | 21,193         | 26,741         |
| 应付债券             | 501            | 501            | 501            | 501            | 毛利率(%)          | 17.47         | 15.61          | 16.60          | 18.30          |
| 租赁负债             | 29             | 29             | 29             | 29             | 归母净利率(%)        | 7.54          | 4.80           | 6.92           | 7.69           |
| 其他非流动负债          | 8,674          | 8,674          | 8,674          | 8,674          | 收入增长率(%)        | 32.94         | 39.05          | 2.68           | 16.95          |
| <b>负债合计</b>      | <b>98,617</b>  | <b>119,425</b> | <b>122,181</b> | <b>124,338</b> | 归母净利润增长率(%)     | 47.07         | (11.57)        | 48.19          | 29.89          |
| 归属母公司股东权益        | 48,295         | 52,517         | 59,806         | 69,273         |                 |               |                |                |                |
| 少数股东权益           | 12,525         | 15,435         | 18,104         | 22,562         |                 |               |                |                |                |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>60,821</b>  | <b>67,952</b>  | <b>77,910</b>  | <b>91,835</b>  |                 |               |                |                |                |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>159,438</b> | <b>187,376</b> | <b>200,091</b> | <b>216,174</b> |                 |               |                |                |                |

  

| 现金流量表(百万元) |          |          |          |          | 重要财务与估值指标      |       |       |       |       |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 2025A      | 2026E    | 2027E    | 2028E    |          | 2025A          | 2026E | 2027E | 2028E |       |
| 经营活动现金流    | 4,012    | 11,728   | 19,063   | 21,435   | 每股净资产(元)       | 25.46 | 27.69 | 31.53 | 36.52 |
| 投资活动现金流    | (9,919)  | (11,182) | (11,149) | (10,253) | 最新发行在外股份(百万股)  | 1,894 | 1,894 | 1,894 | 1,894 |
| 筹资活动现金流    | 1,950    | 4,360    | (1,107)  | (7,756)  | ROIC(%)        | 8.07  | 7.99  | 8.50  | 10.61 |
| 现金净增加额     | (4,288)  | 4,906    | 6,807    | 3,425    | ROE-摊薄(%)      | 12.65 | 10.29 | 13.39 | 15.02 |
| 折旧和摊销      | 5,013    | 6,319    | 7,514    | 8,315    | 资产负债率(%)       | 61.85 | 63.74 | 61.06 | 57.52 |
| 资本开支       | (10,659) | (12,007) | (12,006) | (11,306) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 12.97 | 14.67 | 9.90  | 7.62  |
| 营运资本变动     | (10,138) | (4,678)  | (629)    | (3,015)  | P/B(现价)        | 1.64  | 1.51  | 1.33  | 1.15  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>