



振华股份 (603067.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

铬盐全球龙头：卡位 SOFC 上游核心资源环节，景气大周期开启

投资逻辑

景气上行大周期开启，公司作为全球铬盐全产业链一体化龙头，在全球铬盐供给刚性约束与 SOFC、燃气轮机等需求非线性爆发的双重作用下，正从传统化工品供应商跃升为 AI 发电设备上游稀缺资源品标的。

铬盐迎来新时代，SOFC+两机+军工需求爆发，大幅拉动金属铬需求。SOFC 连接体中铬重量占比高达 85%~95%，1GW SOFC 对应金属铬需求约 0.8 万吨；27 年 BE 产能向 5GW 扩张，仅 BE 将带来约 4 万吨金属铬增量（占全球年产量的 40%）。燃气轮机、航空航天高温合金等领域对金属铬需求同步高增，铬盐景气度沿金属铬—氧化铬绿—重铬酸钠产业链传导。

供给端受环保约束，行业扩产弹性偏弱。六价铬生产受到严格监管，公司依托无钙焙烧、含铬废水全流程回收等清洁生产技术，具备提升产量的能力。据公司 25 年报，公司产品折合重铬酸钠产量为 29 万吨，随着公司新基地建设和收并购的完成，预计 26-28 年公司折合重铬酸钠产量为 34/37/40 万吨，其中金属铬的产量为 3/3/5 万吨。据华经产业网，全球铬盐产能为 110 万吨，据此测算公司全球份额高达 25%。

供需偏紧支撑铬盐及金属铬价格中枢上行。25 年 5 月两次上调金属铬价格，当月累计涨幅达 1.4 万元/吨；26 年 5 月 7 日，公司发布涨价函，金属铬、重铬酸钠单吨分别上调 4000 元、500 元。随着下游 SOFC、燃气轮机、军工等领域发展带来金属铬的需求增长，铬盐及金属铬供需将持续偏紧，推动价格稳步上行。

可转债融资方面，公司 2024 年发行“振华转债”4.06 亿元，初始转股价 11.64 元/股，并于 2026 年 4 月提前赎回摘牌；2026 年 8 月新发行“振 26 转债”8.78 亿元，初始转股价 40.33 元/股。

盈利预测、估值和评级

我们预测 26-28 年公司实现归母净利润 7.93/10.22/14.24 亿元，同比+20.30%/+28.92%/+39.31%，对应 EPS 为 1.05/1.35/1.89 元。参考可比公司估值，给予公司 2027 年 30XPE，目标价 40.56 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

SOFC 扩产进度和下游需求不及预期、新项目投产慢、高管解禁、可转债转股、原料价格波动、环保政策趋严、行业竞争格局变化。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：唐雪琪 (执业 S1130525020003)

tangxueqi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：34.78 元

目标价 (人民币)：40.56 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,067	4,536	5,438	6,272	7,906
营业收入增长率	9.95%	11.53%	19.89%	15.34%	26.06%
归母净利润(百万元)	473	659	793	1,022	1,424
归母净利润增长率	27.53%	39.37%	20.30%	28.92%	39.31%
摊薄每股收益(元)	0.929	0.927	1.049	1.353	1.885
每股经营性现金流净额	0.66	0.46	0.31	0.52	0.85
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.97%	17.68%	17.83%	18.95%	21.12%
P/E	13.60	31.07	33.14	25.71	18.46
P/B	2.04	5.49	5.91	4.87	3.90

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、铬盐全球龙头，卡位 SOFC 上游核心资源环节	4
1.1 全球铬盐全产业链一体化龙头，实现从基础铬盐到高端金属铬全覆盖	4
1.2 传统领域托底，高温合金与 SOFC 打开成长天花板	5
二、需求端：SOFC 引领结构性重构，铬盐需求弹性远超行业经验	6
2.1 AI“等不起的电”带来 SOFC 需求，SOFC 扩产直接拉动金属铬需求激增	8
2.2 铬是 SOFC 连接体的核心骨架，BE 高铬方案用量最大且难以替代	12
2.3 燃气轮机：AI 用电激增点燃燃机订单，金属铬需求持续受益	13
2.4 航空航天与军工：商发“新机+维修”共振上行，军备与商业航天共驱需求韧性	14
三、供给端：六价铬环保构筑刚性壁垒，全球铬盐扩产几无弹性	16
3.1 环保“紧箍咒”：六价铬排放指标逐步收紧，扩产门槛极高	16
3.2 “一超多强”高度集中，振华引领行业整合	16
四、供需偏紧推升价格中枢，铬盐涨价周期启动	18
4.1 铬盐结构性供需紧缺，开启量价齐升大周期	18
4.2 下游 BOM 占比低，涨价传导机制通畅	21
五、盈利预测与投资建议	23
5.1 盈利预测	23
5.2 投资建议及估值	25
六、风险提示	25

图表目录

图表 1：公司产品从基础铬盐到高端金属铬全覆盖	4
图表 2：公司主要基地铬盐产能情况（万吨/年）	5
图表 3：公司拥有数字化无钙焙烧清洁生产技术的生产流程	5
图表 4：全球重铬酸钠（铬盐）下游应用领域	6
图表 5：中国未列名铬的氧化物及氢氧化物年度出口量	6
图表 6：全球金属铬下游应用领域	6
图表 7：国内铬的氧化物及氢氧化物出口量（吨）	6
图表 8：铬盐需求增长驱动力由传统领域切换至以 SOFC 为代表的高增长赛道	7
图表 9：铬盐分下游领域需求	7
图表 10：金属铬分下游领域需求	8
图表 11：数据中心推动能源需求增长，2025-2030 年美国电力需求预测（以 GW 计）	8



图表 12: 政策催化下数据中心电力获取路径对比——电网和独立电源	8
图表 13: AI 数据中心可用电源方案交付时间对比	9
图表 14: SOFC 相较燃气轮机发电大型数据中心架构的节省配电设备示意图	10
图表 15: SOFC 与其他电源技术核心效率指标对比	10
图表 16: SOFC vs 燃气轮机——环保指标对比	10
图表 17: Bloom Energy 2024 年以来核心订单里程碑	11
图表 18: SOFC 产业链绕不开“铬”	12
图表 19: 连接体分隔空气和燃料	13
图表 20: 连接体合金的热膨胀系数随铬含量增加而降低	13
图表 21: SOFC 不同技术路线	13
图表 22: 西门子能源的燃气轮机产能正加速扩张, 到 2028 年产能已基本售罄 (GW)	14
图表 23: GEV 在手订单及产能锁定协议规模 (GW)	14
图表 24: 燃机龙头订单与产能——供给刚性一览	14
图表 25: IATA 航空业长期 RPK 预测 (万亿客公里)	15
图表 26: 全球商用飞机机队平均机龄 (年)	15
图表 27: 中美日现役战斗机数量及代际结构对比	15
图表 28: 国内铬盐相关政策	16
图表 29: 海外铬盐相关政策	16
图表 30: 国内外企业铬盐产能	17
图表 31: 国内外企业金属铬产能	17
图表 32: 铬盐供需平衡表	19
图表 33: 金属铬供需平衡表	20
图表 34: SOFC 拉动金属铬需求边际增量最高	21
图表 35: 公司重铬酸盐价格 (元/吨)	22
图表 36: 上海地区金属铬现货价格 (元/吨)	22
图表 37: 公司 2026 年 5 月全线上调铬盐及金属铬销售价格	23
图表 38: 公司铬盐总产量情况 (折合为重铬酸钠统计)	23
图表 39: 公司营业收入拆分及预测	24
图表 40: 可比公司估值比较	25



一、铬盐全球龙头，卡位 SOFC 上游核心资源环节

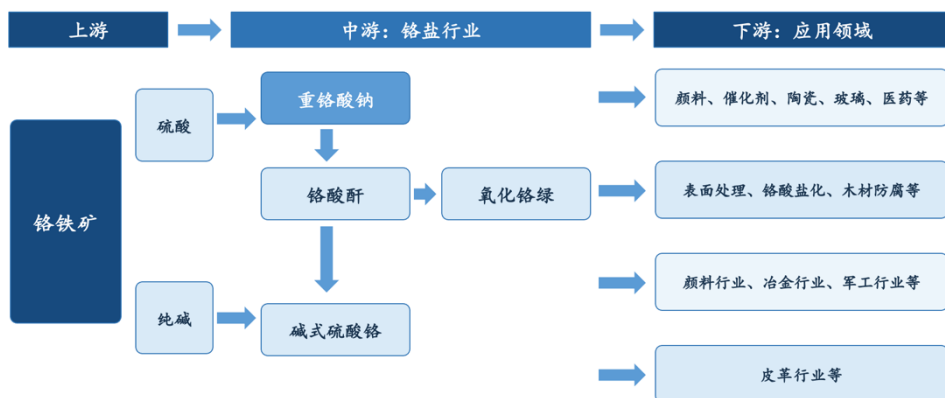
1.1 全球铬盐全产业链一体化龙头，实现从基础铬盐到高端金属铬全覆盖

公司是全球最大的铬盐生产商，通过内生技改与外延并购构建全产业链布局。公司拥有湖北黄石、重庆及新疆生产基地，产品覆盖重铬酸钠、铬酸酐、氧化铬绿和金属铬等。

根据公司 2025 年年报，公司现有 15 万吨/年铬盐系列产品（折合重铬酸钠）核定产能，实际产量达到 29 万吨（折合重铬酸钠）。产能与产量差异主要源于两个方面：一是 15 万吨为单一重铬酸钠装置的核定能力，而 29 万吨为全系列铬盐产品（含铬酸酐、氧化铬绿、金属铬等）折算为重铬酸钠当量的合计产量；二是公司通过持续的技改和工艺优化，使实际产出能力远超初始设计上限，且已获得环评批复及验收。

据华经情报网数据，全球铬盐产能约 110 万吨（按重铬酸钠当量计），公司 29 万吨产量对应全球市占率达 26%。根据中证鹏元相关债项跟踪评级报告，公司黄石及重庆基地约占全国铬盐产能 60%。后文产能相关测算均采用 29 万吨这一产量口径。

图表1：公司产品从基础铬盐到高端金属铬全覆盖



来源：公司公告、国金证券研究所

为进一步巩固优势，公司正从产能扩张与资源整合两线发力。一方面，金属铬产能获批扩至 3 万吨/年，同时通过重庆“铬钛新材料绿色智能制造环保搬迁项目”新建铬盐及氧化铬绿装置，该项目在现有 10 万吨/年装置基础上搬迁扩建，净新增核定产能约 10 万吨/年，预计将于 2027 年年底之前搬迁完毕。另一方面，2025 年 12 月完成对新疆沈宏的收购，其拥有 5 万吨/年重铬酸钠产能。上述项目及整合完成后，公司铬盐产品折合重铬酸钠年产量有望提升至 40 万吨以上。

公司持续运用可转债工具进行融资。2024 年发行“振华转债”4.06 亿元，初始转股价 11.64 元/股，后因权益分派调整至 8.20 元/股，于 2026 年 4 月提前赎回摘牌。2026 年 8 月，公司再度发行“振 26 转债”8.78 亿元，初始转股价 40.33 元/股，资金将用于推进重庆基地建设及金属铬扩产等项目，支撑公司铬盐及金属铬产能目标落地。


图表2：公司主要基地铬盐产能情况（万吨/年）

产品名称	湖北本部		民丰化工		产能合计	
	现有产能	新增产能	现有产能	新增产能	现有产能合计	扩产后产能合计
合计（折为重铬酸钠）	5		10	10	15	25
铬酸酐	2.2		3.2		5.4	—
氧化铬绿	2.4		1.15		3.55	—
碱式硫酸铬	2		1.45		3.45	—
高纯元明粉	5				5	5
超细氢氧化铝	5	10		5	5	20
铬酸钾	0.6				0.6	0.6
维生素 K3	0.12		0.15	0.35	0.27	0.62
金属铬	1.2				1.2	1.2
重铬酸钾			0.2		0.2	0.2
五氧化二钒			0.1	0.05	0.1	0.15
硫酸			30	20	30	50
特种钛白粉				2	0	2

来源：公司公告、重庆市生态环境局、国金证券研究所

通过“全流程循环经济”体系构筑起成本与环保的双重壁垒。公司掌握全球领先的数字化无钙焙烧清洁生产技术，并形成了铬盐行业内独有的资源综合利用体系，能够将铬渣、含铬副产物进行无害化处理和资源化再利用，在环保标准日益严苛的背景下，构成了竞争对手极难复制的技术护城河。依托领先的清洁生产工艺，公司实现了“增产不增污”——湖北基地通过持续的工艺优化大幅提升实际产量，同时六价铬、氮氧化物等主要污染物排放总量得到有效控制，进一步强化了环保与技改壁垒。

图表3：公司拥有数字化无钙焙烧清洁生产技术

工艺名称	产渣量（吨/吨）	技术特点
有钙焙烧	2.5 - 3.0	铬利用率低，产渣量大
少钙焙烧	1.2 - 1.5	产渣量较少，污染可控
无钙焙烧	<0.8	铬利用率高，清洁生产

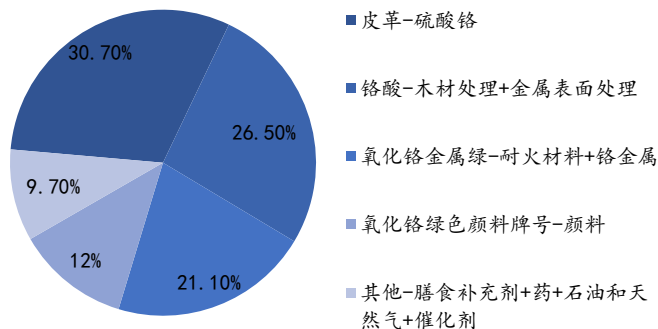
来源：公司公告、国金证券研究所

1.2 传统领域托底，高温合金与 SOFC 打开成长天花板

铬盐下游覆盖皮革鞣制、电镀、颜料等多元领域，传统应用构成稳定的需求基本盘。铬盐下游覆盖皮革鞣制（30.7%）、表面处理/电镀（26.5%）、耐火材料及金属铬制备（21.1%）、颜料（12.0%）等多元领域，传统应用保持稳健增长，为公司的铬盐基本盘提供了稳定的需求支撑。

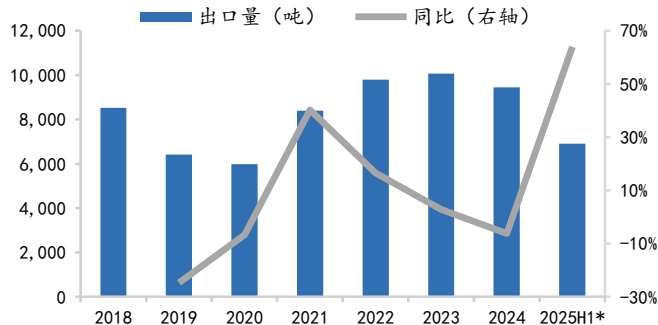


图表4：全球重铬酸钠（铬盐）下游应用领域



来源：华经财经报、国金证券研究所

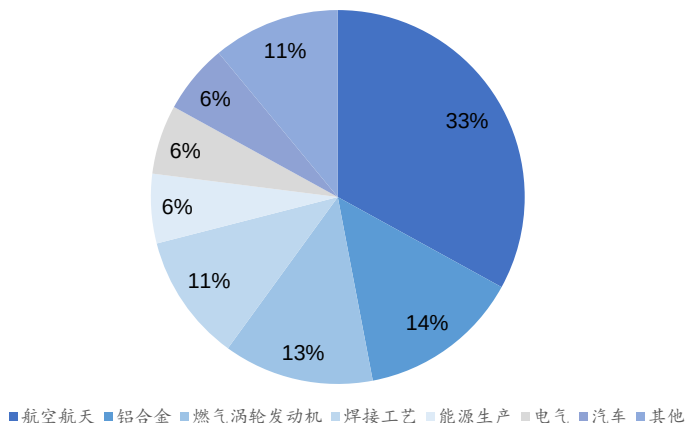
图表5：中国未列名铬的氧化物及氢氧化物年度出口量



来源：WITS、国金证券研究所

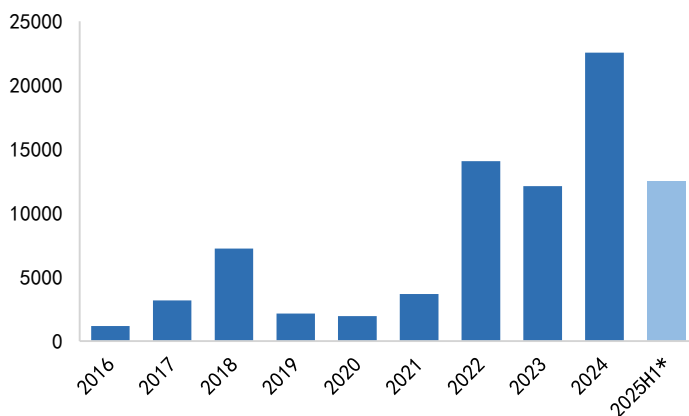
金属铬是 SOFC 连接体与高温合金的重要材料。Bloom Energy 高铬连接体方案中铬重量占比较高；燃气轮机与航空发动机高温合金亦需要铬提升抗氧化、抗腐蚀和抗蠕变性能。公司作为铬盐龙头及 SOFC 相关金属铬供应商，将受益于高端应用扩张。

图表6：全球金属铬下游应用领域



来源：ICDA、Emkay、国金证券研究所

图表7：国内铬的氧化物及氢氧化物出口量（吨）



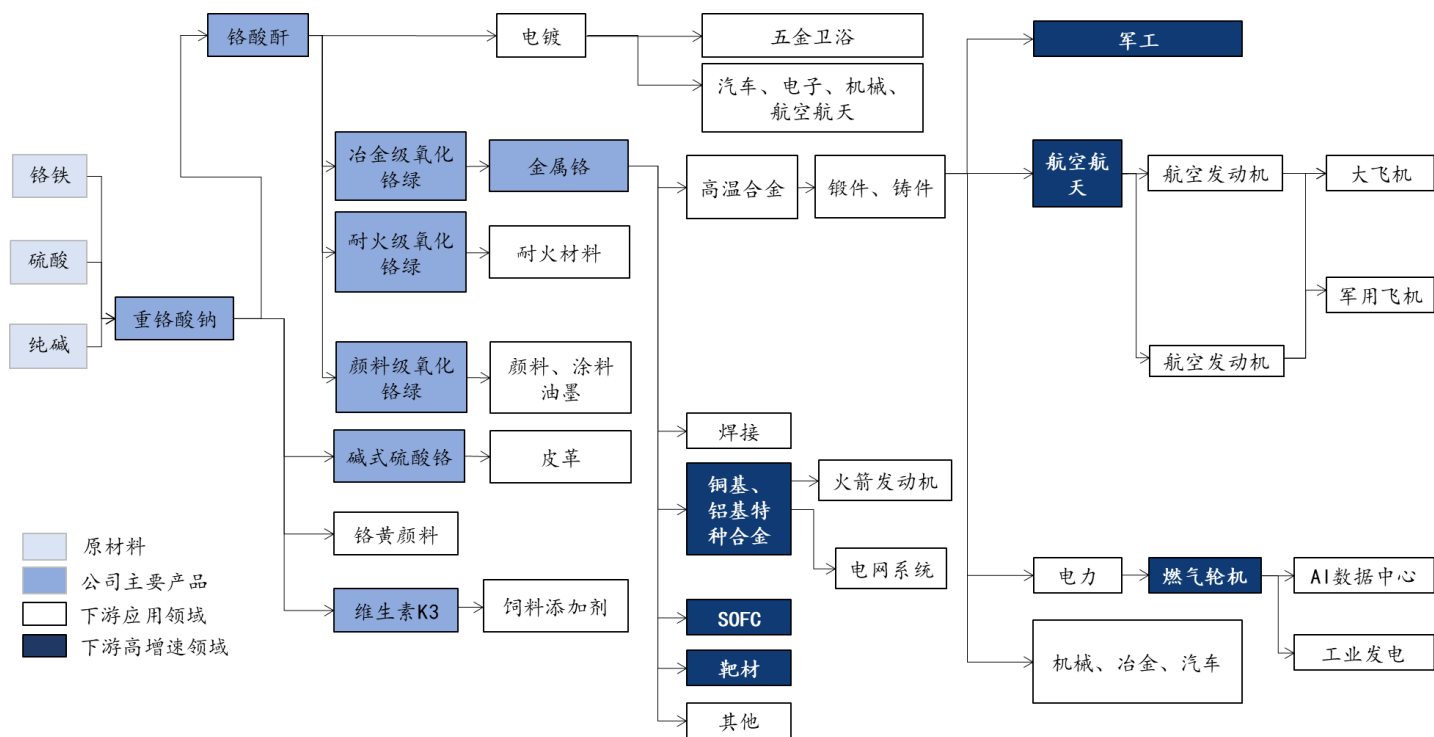
来源：WITS、国金证券研究所

二、需求端：SOFC 引领结构性重构，铬盐需求弹性远超行业经验

铬盐需求结构正发生系统性切换，增量主要来自冶金-金属铬赛道。金属铬的增长动力，源于其下游应用由传统冶金添加剂拓展至 SOFC、燃气轮机、军工、航空航天、靶材等高增长新兴领域。



图表8：铬盐需求增长驱动力由传统领域切换至以 SOFC 为代表的高增长赛道



来源：公司公告、国金证券研究所。注：深蓝色表示 SOFC、靶材、燃气轮机、军工及航空航天等高端或战略应用环节

根据我们的测算，SOFC 对金属铬需求的拉动最为显著，在金属铬总需求中的占比从 2025 年的约 8% 跃升至 2028 年的 31%；同时，AI 数据中心用电缺口拉动的商用燃气轮机订单爆发，亦为金属铬需求提供了强劲增量。综合来看，金属铬下游需求结构正经历系统性升级：传统钢铁、冶金等领域占比下降，而军工、两机、SOFC 等新兴领域占比从 2024 年的 65% 提升至 2028 年的约 76%。铬盐已深度嵌入 AI 算力、国防军工、航空航天等高端制造产业链的上游资源环节。其中 SOFC 条线，Bloom Energy 高铬连接体方案中铬粉占连接体总重量的 85%-95%，本文统一采用 1GW SOFC 对应约 0.8 万吨金属铬的假设进行测算（各领域需求详细测算过程见 4.1）。

图表9：铬盐分下游领域需求

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
需求量(重铬酸钠, 万吨)	93.0	103.6	118.1	134.3	145.1
冶金-金属铬	28.0	37.0	49.7	64.1	73.1
皮革-碱式硫酸铬	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
电镀-铬酸酐	24.6	25.4	26.1	26.9	27.7
耐火材料-耐火级铬绿	11.2	11.5	11.8	12.2	12.6
颜料-颜料级铬绿	11.2	11.5	11.8	12.2	12.6
铬黄+VK3（商品重铬酸钠）	9.0	9.3	9.6	9.9	10.2
需求量增速		11%	14%	14%	8%

来源：华经情报网、公司公告、《2026 年中国铬盐行业发展现状、竞争格局及趋势预测》、国金证券研究所。注：SOFC 需求按 1GW 对应约 0.8 万吨金属铬测算。



图表10：金属铬分下游领域需求

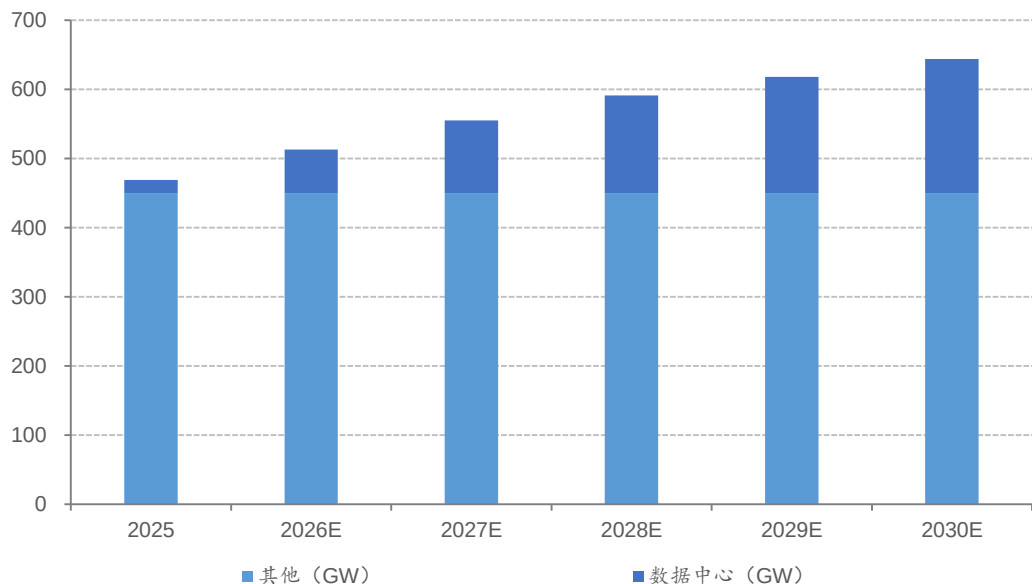
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
金属铬-需求量(万吨)	8.0	10.6	14.2	18.3	20.9
固体氧化物燃料电池(SOFC)	0.3	0.8	1.6	4.0	6.4
商用燃气轮机	2.0	2.1	2.5	3.3	4.2
军工	1.3	1.5	1.9	2.3	2.9
航空航天	1.6	1.8	1.9	2.1	2.3
特种合金、靶材、其他等	2.8	3.0	3.3	3.6	4.0
需求量增速		32%	34%	29%	14%

来源：Bloom Energy 官网、Topsoe 专利、公司公告、华经情报网、国金证券研究所。注：以 1GW SOFC 对应约 0.8 万吨金属铬测算。

2.1 AI"等不起的电"带来 SOFC 需求，SOFC 扩产直接拉动金属铬需求激增

美国 AI 数据中心电力需求激增，形成了巨大的刚性电力缺口；政策强制要求自建电源，大幅推高了以固体氧化物燃料电池(SOFC)为代表的高效分布式电源的长期渗透率天花板。据 BlackRock 测算，到 2030 年美国需新增约 148GW 发电容量才能满足数据中心需求，然而电网基础设施扩容节奏严重滞后——数据中心最快 8 个月可建成，而变电站、输电线路建设周期长达 5 至 13 年，PJM 地区项目平均需超 7 年才能并网运营。2026 年 2 月特朗普"电费缴纳者保护承诺"政策更要求科技巨头自建独立电源，分布式电源从商业选项升级为准入红线。

图表11：数据中心推动能源需求增长，2025-2030 年美国电力需求预测（以 GW 计）



来源：BlackRock、国金证券研究所。注：2026E-2030E 为预测年份。

图表12：政策催化下数据中心电力获取路径对比——电网和独立电源

维度	传统电网络径	独立电源路径（政策后）
电力来源	公共电网供电，依赖区域公用事业公司	企业自建/自购独立发电资源，自发自用
核心制约	电网接入排队、输电设施建设滞后	自建电源的技术选型与设备交付周期
并网等待周期	平均约 4 年，PJM 地区获批后仍需约 4 年通电	无需等待电网扩容，建设周期由发电设备交付决定



成本归属	基础设施升级成本可能通过电价传导至居民	企业承担全部发电及电网升级费用
政策约束	此前为商业选择，无强制规定	"电费缴纳者保护承诺"政策：自建独立电源上升为准入红线
电网互动关系	纯粹从电网取电	独立自供为主，紧急时可向电网反向供电以增强韧性
典型技术路径	市电+柴油发电机备用	燃气轮机、SOFC、内燃机、光储+储能等多种分布式方案
战略定位	基础设施配套环节	项目能否落地的决定性前置条件

来源：The White House、Datacenterknowledge、国金证券研究所

SOFC 凭借 90 天极速交付、高发电效率及 800V 原生直流架构节省配电成本等的组合优势，在电网扩容等不起、燃气轮机排产等不到的刚性约束下成为行业标配，正从远期替代方案跃升为主流供电方案。

(1) 缺电催生替代需求：SOFC 以 90 天交付破解“等不起”困局，具备建设周期短、调峰响应快、占地小且配置灵活优势。

在电网扩容需 5-13 年、燃气轮机建设需 2-3 年的背景下，Bloom Energy 的 SOFC 模块化系统可在 90 天内完成部署，解决了 AI 数据中心“等不起”的核心痛点，其 Energy Server 产品采用模块化设计，不依赖传统电网并网流程，可为数据中心提供快速电力接入。实战案例进一步验证了这一能力——Bloom Energy 为 Oracle AI 工厂交付的兆瓦级系统仅用时 55 天，大幅超前于 90 天的承诺。

图表13：AI 数据中心可用电源方案交付时间对比

电源方案	典型交付/建设周期	备注
公共电网扩容	5-13 年	PJM 地区项目平均超 7 年
重型燃气轮机	3-5 年	西门子、GE Vernova 主力机型已排至 2029-2030 年
小型模块化核反应堆 (SMR)	5-10 年	尚处早期商业化阶段
SOFC (以 Bloom Energy 为例)	90-120 天 (50-100MW 级)	不依赖电网并网，模块化部署，实战最快 55 天

来源：西门子能源公告、IEA、至顶网、国际能源网等，国金证券研究所

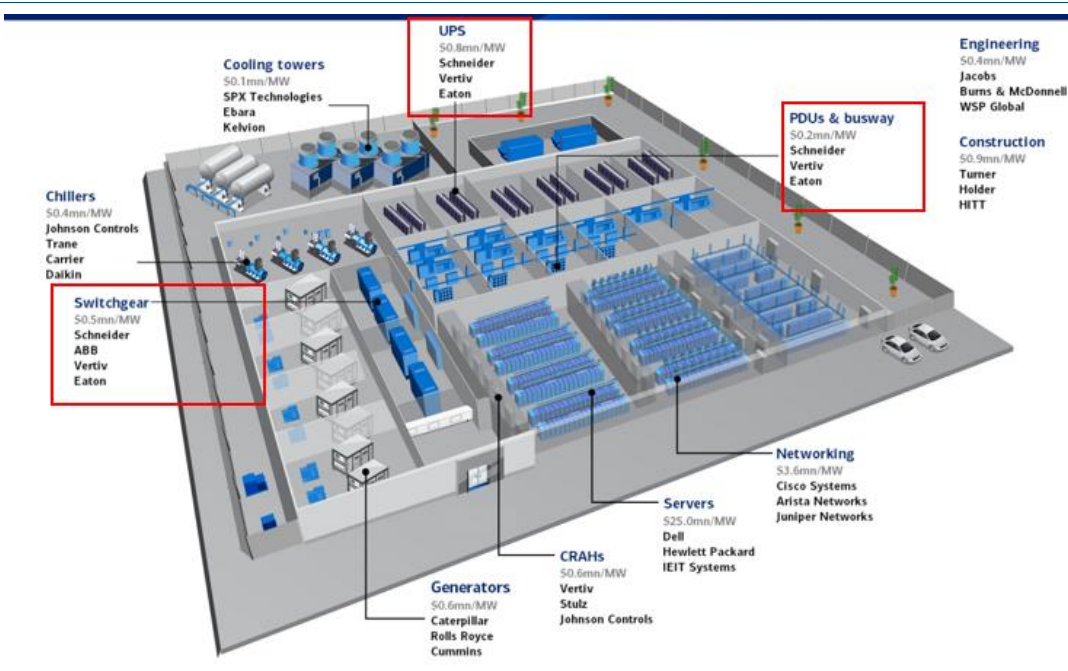
(2) SOFC 原生直流架构节省 BOS 成本：低冗余配置与 800V 直流架构

在传统燃气轮机供电方案下，燃气轮机需经历发电机→升压变压器(并网用)→中压开关柜+[市电(高压)→主变电站→降压变压器→中压开关柜]→降压变压器(480V)→低压开关柜/ATS→UPS(AC→DC→AC 双变换)→PDU→远程配电柜/机架 PDU→机架(服务器 PSU:AC→DC)等多层级交直流变换环节。

相比之下，Bloom Energy 的 SOFC 系统通过电化学反应直接产出 800V 直流电，从物理层面消除了“发电-配电”全链路的交流环节，以极简的直流架构重构了数据中心供电体系。这一架构变革带来的 BOS (Balance of System) 节省是系统性的，而不仅限于单一设备。



图表14: SOFC 相较燃气轮机发电大型数据中心架构的节省配电设备示意图



来源: BofA、国金证券研究所, 注: 红色框线为 SOFC 相较传统燃气轮机等发电方式节省的配电环节。

(3) 技术优势鲜明: 发电效率与燃料灵活性领先

效率层面, SOFC 纯发电效率高达 55%-65%, 远超传统燃气轮机 (约 44%), 若进一步回收高温余热实现热电联产, 综合能源利用效率可达 85%-95%。高工作温度 (600-1000℃) 使其天然兼容天然气、氢气、生物质气等多种燃料, 未来可无缝切换绿氢, 契合碳中和目标。

图表15: SOFC 与其他电源技术核心效率指标对比

技术类型	纯发电效率 (LHV)	热电联产综合效率	燃料适应性
SOFC	50%-60%	85%-95%	天然气、氢气、生物质气、合成气等多燃料
SOFC-GT 混合系统	~70%	~90%	天然气、氢气
重型燃气轮机 (简单循环)	~40%	—	天然气为主
燃气-蒸汽联合循环	~60%	—	天然气为主
PEMFC	40%-55%	~80%	高纯氢气 (对杂质敏感)
柴油发电机	~40%	—	柴油

来源: 清华大学材料学院学术报告、Bloom Energy 官网、MDPI 等、国金证券研究所

(4) 环保性能突出: 零水耗、近零排放适配社区化部署

SOFC 采用非燃烧式电化学反应发电路径, 运行期间无需消耗水资源。据 Bloom Energy 官方披露, 其燃料电池在正常运行工况下用水量为零, 且不产生颗粒物排放。

- 排放层面, 由于系统不存在传统高温燃烧过程, NOx 排放接近于零; 天然气在进入系统前已完成脱硫处理, SOx 排放亦基本可忽略; 使用 100% 氢气运行时, 水和热量为唯一副产物。甲骨文采用 Bloom SOFC 的 Project Jupiter 数据中心项目, 整体排放削减 92%, 并消除了用水需求。
- 噪音控制方面, Bloom Energy 系统在 10 英尺距离处噪音水平仅约 65 分贝, 运行安静程度相当于空调, 适合数据中心近端及靠近居民区的部署。

图表16: SOFC vs 燃气轮机——环保指标对比

环保维度	SOFC (Bloom Energy)	重型燃气轮机
正常运行耗水量	零	2.5GW 供电每日耗水量相当于一个州居民淋浴用水总量



NO _x 排放	近乎为零（非燃烧过程）	需配置脱硝设备，仍有排放
SO _x 排放	近乎为零（天然气预先脱硫）	需配置脱硫设备
颗粒物排放	无	有
噪音（10 英尺）	~65 分贝（相当于空调）	显著高于 SOFC
CO ₂ 排放削减（天然气运行）	较传统发电减少约 60%	—

来源：Bloom Energy 官网、华尔街见闻、国金证券研究所

头部客户持续复购与行业趋势共振，SOFC 迈入规模化渗透的“从 1 到 10”放量周期。Bloom Energy 作为全球 SOFC 商业化程度最高的企业，已与甲骨文签署 2.8GW 框架协议（初始 1.2GW 已签约部署）。2026Q2 BE 财报表现亮眼，单季营收同比+166%、全年指引上修至 39-42 亿美元、在手订单达到 200 亿美元，侧面印证 SOFC 商业化进入加速放量阶段。

图表17: Bloom Energy 2024 年以来核心订单里程碑

时间	合作方	订单规模	关键意义
2026 年 8 月	神达电脑 (Mitac)	-	为加州弗里蒙特 AI 服务器制造基地建设燃料电池微电网。
2026 年 6 月	Brookfield	250 亿美元	与 Brookfield 的 AI 电力项目融资框架，由 50 亿美元大幅跃升至 250 亿美元。
2026 年 5 月	Nebius	0.33GW（首期，26 亿美元）	AI 云服务商新客户，用电租赁新模式
2026 年 4 月	甲骨文 (Jupiter)	2.45GW（扩至 2.8GW）	100%采用 SOFC，替代燃机+柴油机，从试点到标准方案
2026 年 1 月	Quanta	-	5.02 亿美元购买三套微电网系统用于其加利福尼亚州工厂
2026 年 1 月	AEP	0.9GW（26.5 亿美元）	公用事业级最大单笔 SOFC 订单，附 20 年期 PPA
2025 年 12 月	Hedgehog USA	1.5GW	提交德州 TCEQ 许可证申请，计划建设 1.5GW 离网数据中心项目，部署 4615 台服务器
2025 年 10 月	BFC Power	0.9GW	向怀俄明州环境部申请建造使用 BE 燃料电池的发电厂
2025 年 10 月	Brookfield	50 亿美元框架	AI 基础设施+电力基建联合部署
2025 年 7 月	甲骨文（首次）	要求 90 天交付	SOFC 首次进入 AI 数据中心核心场景，55 天投产
2025 年 2 月	Equinix	0.1GW（全球 19 个数据中心）	由传统供能转为长期持续扩容模式
2024 年 12 月	HPS/IDF	-	签署 1.25 亿美元订单，购买 19MW 服务器及现场微电网方案
2024 年 11 月	Quanta	-	对现有协议扩展，将广达加州现有装置的电力容量增加 150%以上。
2024 年 11 月	FPM Dev.	0.02GW	在洛杉矶两个战略地点提供服务器，总容量为 20MW。
2024 年 11 月	AEP	1GW（初期 100MW）	首笔 GW 级框架协议，撬动公用事业级客户
2024 年 9 月	SK Ecoplant	0.5GW	500MW 长期协议，深耕韩国市场
2024 年 7 月	CoreWeave	-	首次进入 AI 算力云服务场景
2024 年 5 月	英特尔	-	加州现有高性能计算数据中心扩建，追加数兆瓦 (MW) 级别的能源服务器安装
合计	-	8.7GW	-

来源：Bloom Energy 官网、Oracle 官网、Brookfield 官网、Reuters 等，国金证券研究所

BE 产能从当前 1GW 向 5GW 的明确扩张路径（2026 年底目标扩至 2GW），正在对上游金属

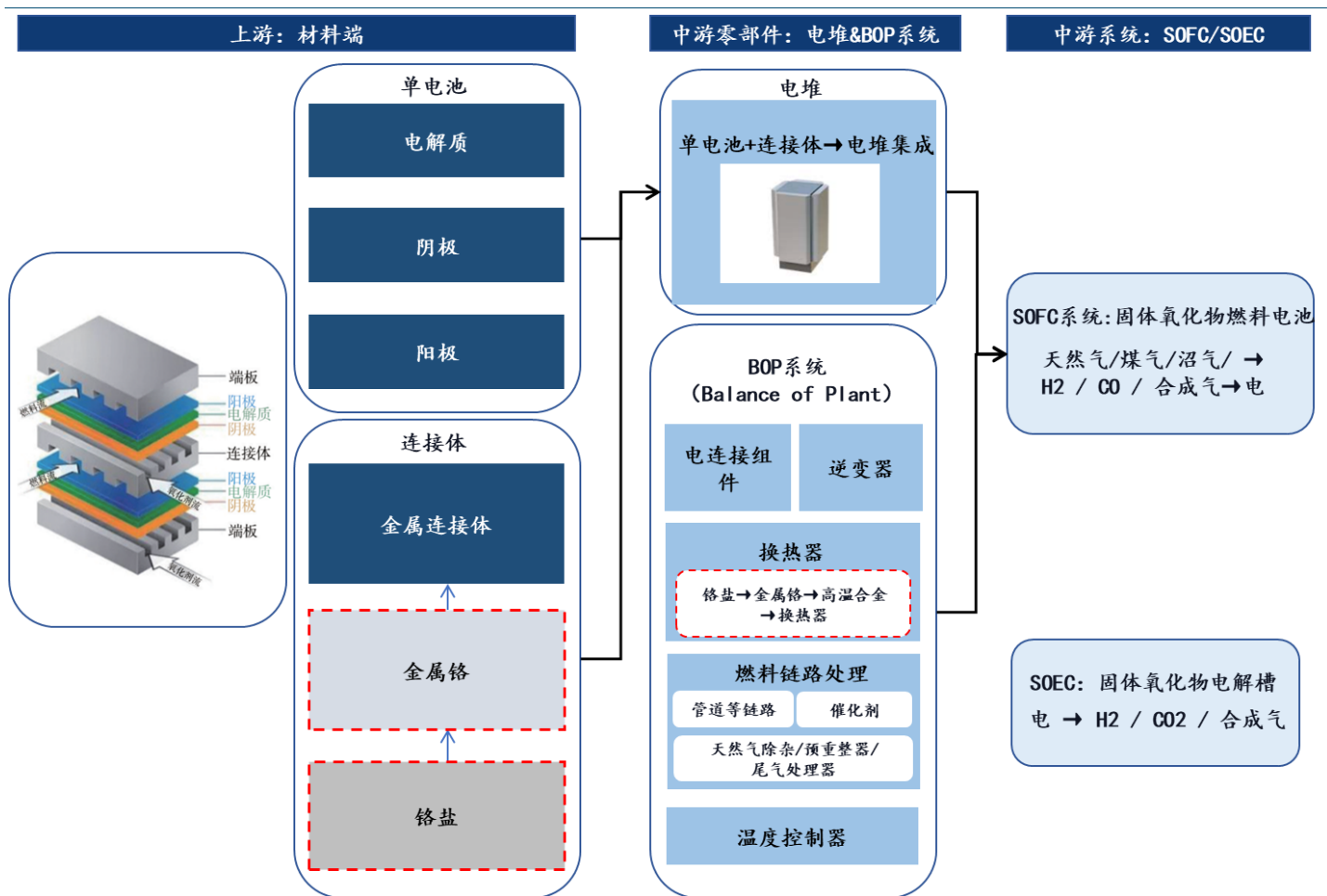


铬需求形成非线性拉动——1GW SOFC 对应约 0.8 万吨金属铬需求（折合重铬酸钠 2.5-3 万吨），意味着 BE 一家便将带来约 4 万吨金属铬年需求增量，而 2025 年全球金属铬总产量仅约 10 万吨，仅此单一客户就将消耗全球 40%以上的现有供给。全球铬盐行业过往数年需求增速仅为低个位数，这种来自 AI 算力上游的“脉冲式需求冲击”将直接击穿铬盐/金属铬的供给弹性。叠加燃气轮机、航空航天等传统高温合金需求的持续增长，铬盐/金属铬的供需格局将进一步偏紧。

2.2 铬是 SOFC 连接体的核心骨架，BE 高铬方案用量最大且难以替代

作为连接体唯一商业化材料方案，含铬铁素体不锈钢使 SOFC 产业链绕不开“铬”。其中，BE 采用的高温电解质支撑方案对高铬连接体依赖最重——铬在单连接件中重量占比高达 85%-95%，在所有 SOFC 技术路线中对铬的需求量最大，这使得 BE 的产能扩张将直接转化为对上游铬资源的刚性需求。

图表 18：SOFC 产业链绕不开“铬”

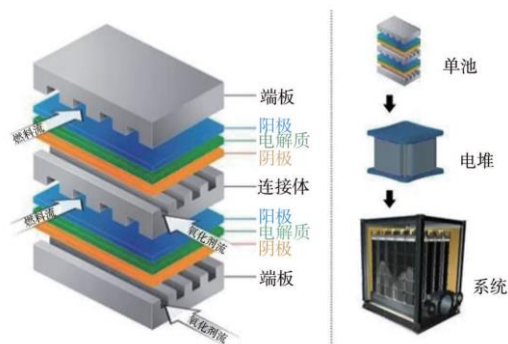


来源：《基于固体氧化物燃料电池的高效清洁发电系统》、国金证券研究所

SOFC 连接体对铬的高度依赖源于材料科学的刚性约束。在 600-1000℃氧化/还原双气氛下长期运行，要求材料同时满足耐高温氧化、与陶瓷层热膨胀匹配、高电子导电率等苛刻性能，含铬铁素体不锈钢是目前唯一经过数十年验证的商用方案。铬通过在合金表面原位生成致密的 (Cr, Mn) 304 尖晶石层实现“自发保护”，这种独特的自修复机制使高铬方案在短期内无实质性替代可能。



图表19：连接体分隔空气和燃料



图表20：连接体合金的热膨胀系数随铬含量增加而降低

合金名称	含铬量（质量分数）	热膨胀系数（ppm/K）	测量温区
AISI 430（430 不锈钢）	16% - 18%	12.94	25°C - 727°C
Grofer 22 APU	20% - 24%	11.90	20°C - 800°C
Plansee ITM	26%	11.60	室温 - 800°C
CFY	95%	10.50	室温 - 800°C

来源：《基于固体氧化物燃料电池的高效清洁发电系统》、国金证券研究所

来源：Topsoe 公司专利、国金证券研究所

BE 是目前全球唯一拿到北美 AI 数据中心大规模订单并实现商业化放量的 SOFC 企业，其所采用的电解质支撑方案工作温度高达 800-1000°C，对连接体高温抗氧化性和热膨胀匹配性要求最为苛刻，因此对高铬连接体的依赖度在各类技术路线中最高——这意味着 BE 每 GW 扩产都将直接转化为金属铬需求增量，振华股份作为核心铬盐供应商是这一传导链条中最直接的受益方。这一格局在短期内难以改变：金属支撑等低温路线虽理论上可降低铬用量，但至今未实现商业化放量且面临“铬中毒”等关键技术瓶颈；而 BE 在 AI 数据中心订单井喷、交付速度是核心竞争力的当下，修改已成熟量产的技术方案将面临漫长的重新验证周期和客户接受度风险，动力较弱。

图表21：SOFC 不同技术路线

SOFC 类型	优势	劣势	代表企业
电解质支撑 SOFC	结构支撑强，对阳极再氧化（Ni/YSZ 阳极）和阴极还原（LSM 阴极）导致的失效敏感性较低	电解质电导率低导致内阻较高；需更高工作温度以最小化电解质欧姆损耗	Bloom Energy
阳极支撑 SOFC	阳极导电性高；通过使用薄电解质实现较低工作温度	存在阳极再氧化风险；厚阳极导致传质限制。	Topsoe、三环集团
金属支撑 SOFC	薄电池组件可降低工作温度；金属连接体提供更强结构；工作温度在 450-630°C 之间，可采用低成本材料；具备良好的抗热循环和紧急停机性能	连接体氧化；因电池支撑需求导致流场设计受限	Ceres Power，潍柴动力、台达、韩国斗山（Ceres 技术授权）

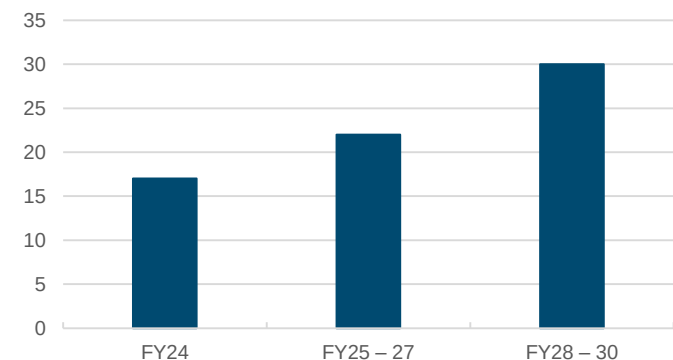
来源：Bloom Energy、Topsoe、三环集团、Ceres Power、潍柴动力、台达、韩国斗山、《A comprehensive review on the progress and evaluation of metal supported solid oxide fuel cells (MS-SOFC)》、《Fuel Cell Industry Review 2016》、谷歌专利、国金证券研究所

2.3 燃气轮机：AI 用电激增点燃燃机订单，金属铬需求持续受益

数据中心电力需求，叠加新能源调峰与老旧电网更新需求，正驱动全球燃气轮机市场进入史无前例的上行周期——三大燃机龙头（GE Vernova、西门子能源、三菱重工）在手订单均排至 2029-2030 年，新签订单同比增速普遍在 50%-100% 以上，且大部分增量与数据中心供电直接相关。

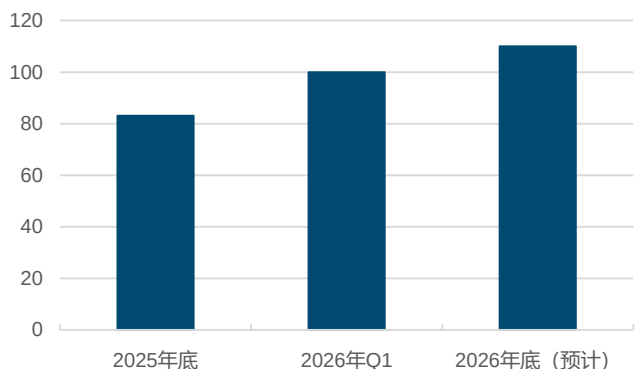


图表22：西门子能源的燃气轮机产能正加速扩张，到2028年产能已基本售罄（GW）



来源：西门子能源公告、国金证券研究所，注：西门子能源在订单已排至2028年的强劲需求下，通过“四条黄金法则”支撑的动态扩产计划，将产能从2024年的17GW，分阶段提升至2030年的>30GW，交付台数从约110台提升至210-230台。

图表23：GEV在手订单及产能锁定协议规模（GW）



来源：GEV公告、国金证券研究所，注：26年底数据为公司燃气轮机预计在在手订单及锁定协议规模。

在手订单持续积压正倒逼主机厂全力扩产：GEV计划2026年下半年实现20GW年化产能、西门子能源计划扩产30%、三菱重工计划两年内产能翻倍，全球燃机供应链同步进入扩能周期。海外高温合金企业资本支出创十年新高，国内“两机”零部件企业订单同样高增，产业链已形成“在手订单→产能扩张→交付放量”的正向循环，上游金属铬需求将随交付放量而加速释放。重型燃机高温合金中铬添加比例约20%。在手订单增长与主机厂扩产有望带动新增交付，同时存量燃机的定期维修和热端部件更换形成持续需求。

图表24：燃机龙头订单与产能——供给刚性一览

指标	GE Vernova (2026Q1)	西门子能源 (2026财年Q2)	行业层面
燃气发电积压订单	100GW (预计年末≥110GW)	1,540亿欧元 (book-to-bill 1.72)	—
当前年化产能	15~18GW (目标2026年中20GW)	满负荷运转	全球年产能60~70GW
交付周期	2029年产能基本售罄	已排至2029~2030年，2028年供应极少	部分地区长达8年
新订单定价趋势	较Q4积压订单溢价10%~20%，Q2预计更强	利润率持续改善	Wood Mackenzie预计价格至2027年累计上涨195%
产能扩张投入	2025-2028年投入100亿美元，目标2028年24GW	宣布10亿美元美国制造扩张计划	扩产周期3~5年，热端部件为关键瓶颈

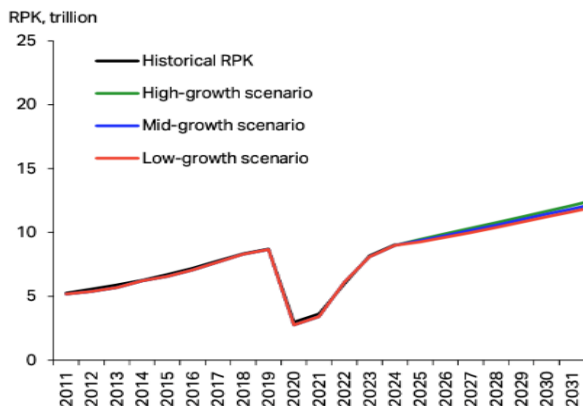
来源：GE Vernova公司公告、中国能源网、IEEFA等，国金证券研究所

2.4 航空航天与军工：商发“新机+维修”共振上行，军备与商业航天共驱需求韧性

全球商用航空市场正经历新机交付恢复与存量维修需求爆发的双重叠加。一方面，近年来供应链紊乱导致新机交付持续延迟，2024年全球商用机队平均机龄创历史新高，积压的订单正在加速释放；另一方面，现役机队老龄化催生了大规模的发动机大修需求，GE Aerospace商发设备在手订单持续攀升。“新机装机+存量换发/维修”的共振上行正在拉动上游高温合金及金属铬需求的加速释放。

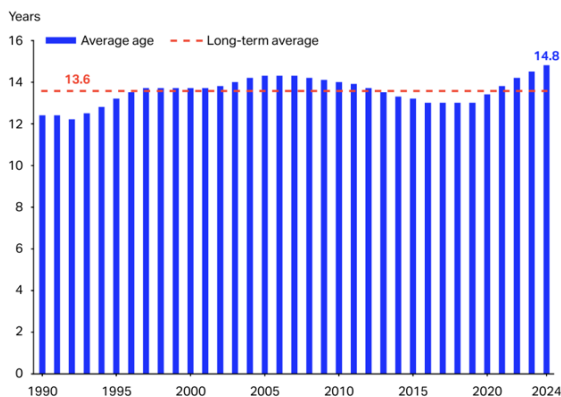


图表25: IATA 航空业长期 RPK 预测 (万亿客公里)



来源: IATA、国金证券研究所

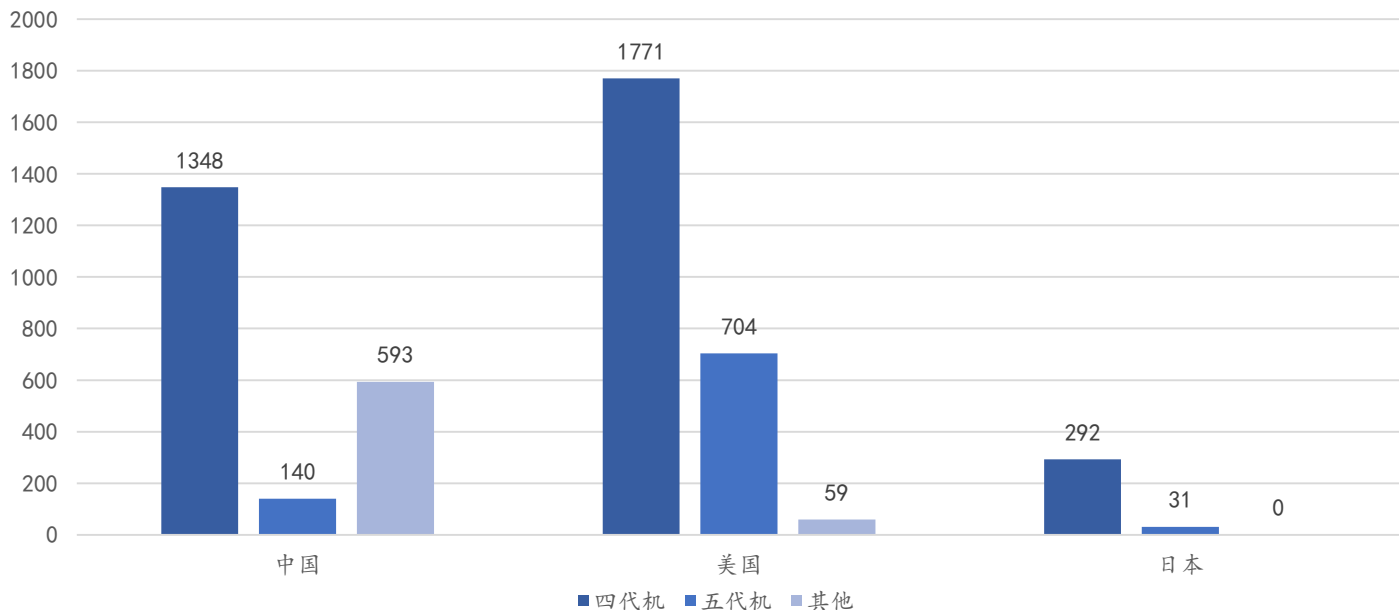
图表26: 全球商用飞机机队平均机龄 (年)



来源: IATA、国金证券研究所

全球地缘政治格局变化正推动主要国家军费开支进入上升通道, 欧洲军备扩张尤为显著, 北约军费目标占比从 2% 提升至 5%。军用航空领域正形成“新机列装+存量维修”的双重拉动: 一方面, 各国加速列装新型军用飞机及导弹系统; 另一方面, 全球约 5.2 万架军用飞机保有量中, 存量发动机在 5-10 年内将陆续进入换发和维修高峰期, 进一步拉长了对金属铬的需求周期。

图表27: 中美日现役战斗机数量及代际结构对比



来源: 日本防卫大学、国金证券研究所

商业航天方面, 全球航天发射持续创历史新高 (2024 年全球 263 次, 同比+18%), 中美两国是发射主力, 可重复使用火箭的常态化飞行正推动发射频次持续攀升。火箭发动机燃烧室、涡轮泵等关键热端部件对含铬高温合金和高强高导铜合金 (铬含量约 0.5%-1.5%) 的消耗量持续增长, 为金属铬需求贡献额外增量。

综合来看, 燃气轮机、商用航空、军工及商业航天三大领域对金属铬的需求已形成“存量刚性+增量弹性”的多轮驱动格局, 且与传统铬盐需求 (皮革、电镀、颜料) 完全独立, 这意味着铬盐需求结构正在经历从“低增长、周期波动”向“高增长、结构性紧缺”的系统性切换。这一轮需求增长具有以下特征: 一是增速差异显著, 区别于皮革鞣制、电镀等传统领域 (全球增速约 3%-5%), 两机与军工领域对金属铬的需求增速普遍在双位数以上; 二是终端驱动力与宏观经济周期的关联度较低, AI 算力、国防开支、商业航天等核心驱动因素具有更强的结构性而非周期性特征。



三、供给端：六价铬环保构筑刚性壁垒，全球铬盐扩产几无弹性

3.1 环保“紧箍咒”：六价铬排放指标逐步收紧，扩产门槛极高

铬盐的供给瓶颈核心不在矿端，而在重铬酸钠环节——全球铬矿储量约 75 亿吨、南非占 72%，上游资源供应充足，但六价铬化合物极严的环保监管锁定了重铬酸钠环节的产能扩张，形成了刚性供给壁垒，使供给弹性在产业中游被限制。这一结构性约束意味着，即便下游需求爆发，中游产能也无法快速响应，供需缺口一旦形成便难以在短期内弥合。

图表28：国内铬盐相关政策

发布时间	政策文件	主要内容
2005 年	《铬渣污染综合整治方案》	2010 年底前，所有堆存铬渣实现无害化处置
2011 年	《关于印发铬盐等 5 个行业清洁生产技术推广方案的通知》	2013 年底前，全面淘汰有钙焙烧落后生产工艺
2013 年	《铬盐行业环境准入条件（试行）》	控制铬盐生产厂点总数，全国范围内原则上不再新增生产企业
2015 年	《铬盐工业污染防治相关技术政策》	通过强强联合、优势互补、并购重组，形成铬盐大规模的集约化生产
2020 年	《关于加强铬化合物生产建设项目事中事后监管的通知》	省级工信部门不再实施铬化合物生产建设项目审批
2023 年	《产业结构调整指导目录（2024 年本）》	鼓励铬盐清洁生产新工艺的开发和应用；将少钙焙烧工艺重铬酸钠列入限制类

来源：中华人民共和国生态环境部、中华人民共和国商务部、中华人民共和国国家发展和改革委员会、武汉市生态环境局、国金证券研究所

六价铬是 I 类剧毒致癌物，2013 年起全国原则上不再新增六价铬生产企业，执行“增产不增污”的绝对红线。新增产能必须通过技改降低单位排放强度来置换增量空间。海外已基本形成“一个大洲或地区一个厂”的格局，环保压力大、扩产意愿普遍极弱——2025 年欧盟已拟扩大六价铬限制范围，传统厂商（如朗盛南非工厂）甚至正评估处置相关资产。

图表29：海外铬盐相关政策

地区	政策法规	限制内容
欧盟	REACH (2022) & ECHA (2025)	限制包括铬酸钡在内的六价铬 (Cr(VI)) 物质在工业和消费品中的使用
美国	EPA NESHAP (2023)	要求设施升级，限制 Cr(VI) 排放；年产 1 吨以上铬盐企业需提交化学数据报告 (CDR)
印度	《化学品（管理和安全）法规》	生产、进口或销售年量超过 1 吨的化学物质，包括铬盐及其衍生物，需提交 SDS，并符合 UN GHS Rev. 8 标准
日本	JIS 标准 & GHS 法规	SDS 标注致癌性，供应链追溯禁用物质
韩国	K-REACH	年吨位超过 1t/a 的重点管理物质需完成注册后才可进入市场

来源：中华人民共和国商务部、EPA、印度化学品法规咨询台、日本经济产业省、韩国国家法令信息中心、国金证券研究所

3.2 “一超多强”高度集中，振华引领行业整合

全球铬盐产能约 110 万吨，公司以 26 万吨遥遥领先，稳居全球第一。土耳其 Sisecam(10.5 万吨)、哈萨克斯坦阿克纠宾斯克(11.6 万吨)、美国 Elementis(11 万吨) 分列其后，国内第二名银河化学(约 12 万吨) 与公司的差距仍在持续拉大。全球铬盐行业已形成“一超多强”的格局，公司在产能规模上确立了绝对的领先优势。


图表30：国内外企业铬盐产能

地区	企业	主营产品	铬盐产能（折重铬酸钠，万吨）	产能占全球比例	在建产能（万吨）
中国	振华股份	铬盐全产业链	26	24%	10
中国	四川银河	铬盐全产业链	12	11%	
中国	中信锦州	金属铬	4	4%	
中国	新疆沈宏	重铬酸钠、氧化铬绿、金属铬等	5	5%	
中国	甘肃白银昌元	重铬酸钠、高锰酸钾等	2	2%	
中国	甘肃锦世化工	重铬酸钠、氧化铬绿、铬酸酐、铬铁合金、氢氧化铝、硫化碱	1.25	1%	
中国	云南陆良和平科技	维生素 K3、重铬酸钠、重铬酸钾、芒硝硫化碱、盐酸性硫酸铬	2	2%	
中国	我国产能小计		52.25	47%	
哈萨克斯坦	Aktyubinsk	重铬酸钠、硫酸铬、铬酸酐、氧化铬绿等	11.6	12%	
土耳其	金山集团（Sisecam Group）	碱式硫酸铬	10.5	6%	
美国	海明斯（铬业务属于 Yildirim 集团）	重铬酸钠、铬酸、氧化铬、硫酸铬	11	10%	
印度	Vishnu Chemicals	重铬酸钠、碱性硫酸铬、铬酸、氧化铬绿、硫酸钠、重铬酸钾	8	7%	
俄罗斯	第一乌拉尔铬盐厂（CHROMPIK）；新特罗伊茨克铬盐厂	各类铬化合物产品、金属铬等	10	9%	
南非	兄弟科技 CISA	铬酸酐、铬鞣剂	7	6%	
海外	海外产能小计		58.1	53%	
全球	合计		110.35	100%	

来源：《中国铬盐行业发展趋势分析与投资前景预测报告》、哈萨克斯坦政府网站、Yildirim、Vishnu Chemicals、俄罗斯官方 BAT 文件、兄弟科技、国金证券研究所

根据公司已公告的投资者交流纪要，全球具备 SOFC 等高端应用认证及批量供货能力的金属铬供应商数量有限，供给格局高度集中。海外市场主要由英国 AMG 和法国 Delachaux（登莱秀）构成；国内市场则以振华股份和中信锦州为主。整体来看，全球金属铬供给呈现“海外双寡头+国内双龙头”的集中格局。

图表31：国内外企业金属铬产能

地区	企业	产能（万吨）	产能占全球比例	在建产能（万吨）
中国	振华股份	1.20	12%	
中国	四川银河	1.00	10%	
中国	中信锦州	1.00	10%	
中国	沈宏集团	0.80	8%	
中国	锦州集信	0.50	5%	
中国	锦州特冶	0.70	7%	0.70
中国	辽宁华泰	0.40	4%	
中国	锦州宏大	0.40	4%	



中国	科络新材	0.45	4%	
中国	辽宁一森			0.50
中国	青海博鸿			1.00
中国	其他	0.40	4%	
中国	我国产能小计	6.85	68%	
英国	AMG 公司	1.40	14%	
法国	登莱秀集团	1.00	10%	
俄罗斯	第一乌拉尔铬盐厂 (CHROMPIK)；新特 罗伊茨克铬盐厂	0.80	8%	
海外	海外产能小计	3.20	32%	
全球	合计	10.05	100%	

来源：公司公告、观研天下、国金证券研究所

振华重庆基地预计 2027 年底试生产年 2028 完全达产，在此之前仅能依靠现有产线技改小幅爬坡，短期行业无大规模新增产能。与此同时，2025 年南非对铬矿加征 25% 出口关税，叠加国家收储，从原料端和现货端双重抽紧供给弹性，进一步强化了供需偏紧的底层逻辑。

四、供需偏紧推升价格中枢，铬盐涨价周期启动

4.1 铬盐结构性供需紧缺，开启量价齐升大周期

量价齐升大周期已然开启，公司作为全球铬盐全产业链一体化龙头，在全球铬盐供给刚性约束与 SOFC、燃气轮机等需求非线性爆发的双重作用下，正从传统化工品供应商跃升为 AI 发电设备上游稀缺资源品标的。

供需格局方面，我们测算 2025-2028 年全球铬盐需求将从 103.6 万吨增长至 145.1 万吨（+42 万吨），而全球产能仅从 110 万吨扩张至 117 万吨（+7 万吨），铬盐供需偏紧，其中边际增量最大的为 SOFC。Bloom Energy 高铬连接体方案中铬粉占连接件总重量的 85%-95%，1GW SOFC 对应拉动约 0.8 万吨金属铬需求（折合重铬酸钠约 2.8 万吨）。2026-2028 年 SOFC 快速扩产将带来 1.6/4.0/6.4 万吨金属铬的增量需求（折合重铬酸钠 5.76/14.4/23.04 万吨），叠加燃气轮机、军工、商用航空等领域对铬需求的持续拉动，金属铬和铬盐的供需将持续偏紧。原有供需格局相对宽松，但增量需求的集中释放将扭转这一平衡。



图表32：铬盐供需平衡表

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
产能(折合重铬酸钠, 万吨)	107.0	110.3	110.3	113.3	116.3
其中：振华	26	29	34	37	40
银河	12	12	12	12	12
中信	4	4.3	4.3	4.3	4.3
其他	65	65	60	60	60
需求(折合重铬酸钠, 万吨)	93.0	103.6	118.1	134.3	145.1
其中：铬金属	28.0	37.0	49.7	64.1	73.1
皮革-硫酸铬	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
电镀-铬酸	24.6	25.4	26.1	26.9	27.7
耐火材料-耐火级铬绿	11.2	11.5	11.8	12.2	12.6
颜料-颜料级铬绿	11.2	11.5	11.8	12.2	12.6
铬黄+维生素 K3 等商品重铬酸钠	9.0	9.3	9.6	9.9	10.2
需求量增速	-	11%	14%	14%	8%
供需缺口 (万吨)	14.0	6.7	-7.8	-21.0	-28.8

来源：《2025 年中国铬盐行业发展现状及趋势》、公司公告、国金证券研究所、哈萨克斯坦政府公告、土耳其 Sisecam group 公司公告、美国 Yildirim 公司公告、印度 Vishnu Chemicals 公司公告、俄罗斯官方 BAT 文件、Chemeurope。注：因新疆沈宏被公司收购，所以“其他”部分的公司产能减少。

铬盐供给端：全球铬盐产能2024年的110万吨缓慢扩张至2028年的116.3万吨，增量几乎全部来自振华股份的产能扩张。

- 中国作为全球第一大铬盐供应来源（贡献全球约45%的产量），未来产能增量的核心在于公司的扩产：一是重庆基地迁建扩产，公司通过“铬钛新材料绿色智能制造环保搬迁项目”，将重庆现有10万吨产能迁建并扩产至20万吨/年，预计2027年底试生产、2028年完全达产；二是新疆沈宏整合，2025年8月公司以2亿元完成对新疆沈宏集团100%股权的收购，其拥有5万吨/年重铬酸钠产能。综合来看，公司铬盐产能将从2024年的26万吨增至2028年的40万吨；而其他海外及国内中小产能因环保压力稳中有降，行业供给增量高度集中于公司。

铬盐需求端：全球铬盐需求预计从2024年的93万吨增长至2028年的145.1万吨，增量达52.1万吨。根据华经情报网数据，以2024年全球铬盐总需求93万吨为基准，按各下游应用占比（皮革30.7%、电镀26.5%、耐火材料及金属铬21.1%、颜料12.0%、铬黄+VK3等9.7%）计算初始值，2025年起各分项按各自独立的增速假设进行测算，其中金属铬（含耐火材料）受益于SOFC、燃气轮机、军工等下游拉动，增速最为突出；而皮革、电镀等传统领域维持3%-5%的低个位数增长。具体看：

- 铬金属（冶金级）需求是最大增量来源，从2024年的28.0万吨增至2028年的73.1万吨，CAGR约27%，背后是SOFC、燃气轮机、航空航天三大高增长赛道的需求共振，具体金属铬需求假设详见后文金属铬供需平衡表。
- 皮革-硫酸铬需求保持低速稳健增长，从2024年的9.0万吨维持至2028年的9.0万吨。基于全球皮革行业增速已进入平台期的判断（全球皮革市场规模CAGR约3.9%，中国皮革鞋类市场至2030年年增长率约8%），铬鞣剂作为成熟稳定的基础化工品，2025-2028年需求维持9.0万吨不变。
- 电镀-铬酸需求预计保持年均约3%的稳定增长，从2024年的24.6万吨增至2028年的27.7万吨。2024年需求为24.6万吨，假设2025-2028年增速3%，核心驱动力来自两方面：全球电镀市场规模2025-2034年CAGR预计约5%，镀铬为增速最快的细分



市场之一；同时，新能源汽车驱动电机无取向硅钢涂层对铬酸盐的需求也在增长。但硬铬电镀面临部分环保替代压力，增速略低于行业均值，综合取 3%。

- 耐火材料-耐火级铬绿需求保持稳健增长，从 2024 年的 11.2 万吨增至 2028 年的 12.6 万吨。2024 年需求为 11.2 万吨，假设 2025-2028 年增速 3%，核心驱动为含铬耐火材料在水泥回转窑、炉外精炼炉、水煤浆气化炉等苛刻工况中性能优势突出、可替代性极低；全球耐火材料市场预计 2031 年将达 3.49 亿美元（CAGR 4.4%）。
- 颜料-颜料级铬绿需求保持平稳增长，从 2024 年的 11.2 万吨增至 2028 年的 12.6 万吨。2024 年需求为 11.2 万吨，假设 2025-2028 年增速约 3%，主要逻辑为铬系颜料在特种装备重防腐领域替代性极低，但六价铬毒性问题对部分应用场景形成压制，增速较低。
- 铬黄+维生素 K3 等商品重铬酸钠需求保持温和增长，从 2024 年的 9.0 万吨增至 2028 年的 10.2 万吨（CAGR 约 3%）。2024 年需求为 9.0 万吨，假设 2025-2028 年增速 3%，该领域为铬盐的精细化工应用，整体与宏观经济同步。

图表33：金属铬供需平衡表

金属铬供需平衡表	2024	2025	2026E	2027E	2028E
金属铬产能(万吨)	8.0	10.1	11.2	13.4	15.4
金属铬需求(万吨)	8.0	10.6	14.2	18.3	20.9
其中：固体氧化物燃料电池(SOFC)	0.3	0.8	1.6	4.0	6.4
航空航天	1.6	1.8	1.9	2.1	2.3
燃气轮机	2.0	2.1	2.5	3.3	4.2
军工	1.3	1.5	1.9	2.3	2.9
特种合金、靶材、其他等	2.8	3	3.3	3.6	4.0
需求量增速	-	32%	35%	29%	14%
供需缺口(万吨)	-	-0.5	-3.0	-5.0	-5.5

来源：《2025 年中国铬盐行业发展现状及趋势》、Cognitive、APLF、Precedence、Refractories Market、公司公告、国金证券研究所

金属铬供给端：根据公司公告的交流会内容，全球金属铬竞争格局相对稳定，2024 年全球金属铬产能为 8 万吨，根据各家扩产计划，预计全球金属铬产能从 2024 年的 8 万吨扩张至 2028 年的 15.4 万吨。

- 产能端主要构成为：2024 年全球金属铬产能 8 万吨，其中振华 0.7 万吨（2024 年实际产量口径）、中信锦州 1 万吨、1 万吨、中国其他小产能合计约 3.7 万吨、AMG 1.4 万吨（英国）、登莱秀 1 万吨（法国）、俄罗斯约 0.8 万吨。未来产能增量主要来自振华——公司金属铬产能从 2024 年的 0.7 万吨跃升至 2025 年的 1 万吨、预计 2026 年扩至 3 万吨（扩产获批落地）。
- 金属铬需求端：全球金属铬需求从 2024 年的 8 万吨增长至 2028 年的 20.9 万吨，CAGR 约 27%，SOFC 是增速最快的单一领域，燃气轮机、航空航天、军工等领域均保持双位数增长。
- SOFC 领域是金属铬需求增长斜率最陡峭的驱动力。核心假设包括：①全球 SOFC 出货量从 2024 年的约 0.3GW 增长至 2028 年的 6.4GW（依据 BE 2026Q2 财报指引及产能扩张计划——2025 年 1GW、2026 年 2GW、2027 年 5GW、2028 年 8GW，并假设其他 SOFC 企业同步放量）；②单 GW SOFC 对应金属铬需求约 0.8 万吨。据此计算 2024-2028 年 SOFC 金属铬需求分别为 0.3、0.8、1.6、4.0、6.4 万吨，2025-2028 年同比增速分别为 167%、100%、150%、60%。


图表34：SOFC 拉动金属铬需求边际增量最高

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
SOFC 出货量 (GW)	0.4	1.0	2.0	5.0	8.0
单 GW 铬金属用量 (万吨)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
SOFC 出货量对应铬金属量 (万吨)	0.3	0.8	1.6	4.0	6.4
在金属铬总需求中占比 (%)	4%	8%	11%	22%	31%

来源：Bloom Energy 业绩电话会和官网、国金证券研究所

- 燃气轮机领域金属铬需求增长斜率仅次于 SOFC，从 2024 年的 2.0 万吨增至 2028 年的 4.2 万吨，CAGR 约 20%。2024 年需求 2.0 万吨，预计 2027-2028 年增速达到 30%（基于 GEV 计划 2026 年下半年实现 20GW 年化产能、西门子能源扩产 30% 的规划），2024-2028 年需求分别为 2.0、2.1、2.5、3.3、4.2 万吨。
- 商用航空航天领域金属铬需求保持年均 10% 的稳健增长，从 2024 年的 1.6 万吨增至 2028 年的 2.3 万吨。2024 年需求 1.6 万吨，假设 2025-2028 年每年增速 10%，核心逻辑包括全球商用机队未来 20 年将从 2.6 万架翻倍至 4.6 万架、2024 年全球商用飞机平均机龄达 14.8 年创历史新高催生发动机大修需求，“新机交付+存量维修”双轮驱动。
- 军工领域金属铬需求受益于全球军备扩张，预计从 2024 年的 1.3 万吨增至 2028 年的 2.9 万吨（CAGR 约 22%）。
- 特种合金、靶材及其他领域保持稳健增长，涵盖铝基/铜基特种合金（火箭发动机推力室内壁、可控核聚变组件等）、半导体靶材、中高压电接触材料等多元场景，预计需求从 2024 年的 2.8 万吨增至 2028 年的 4.0 万吨（CAGR 约 10%）。

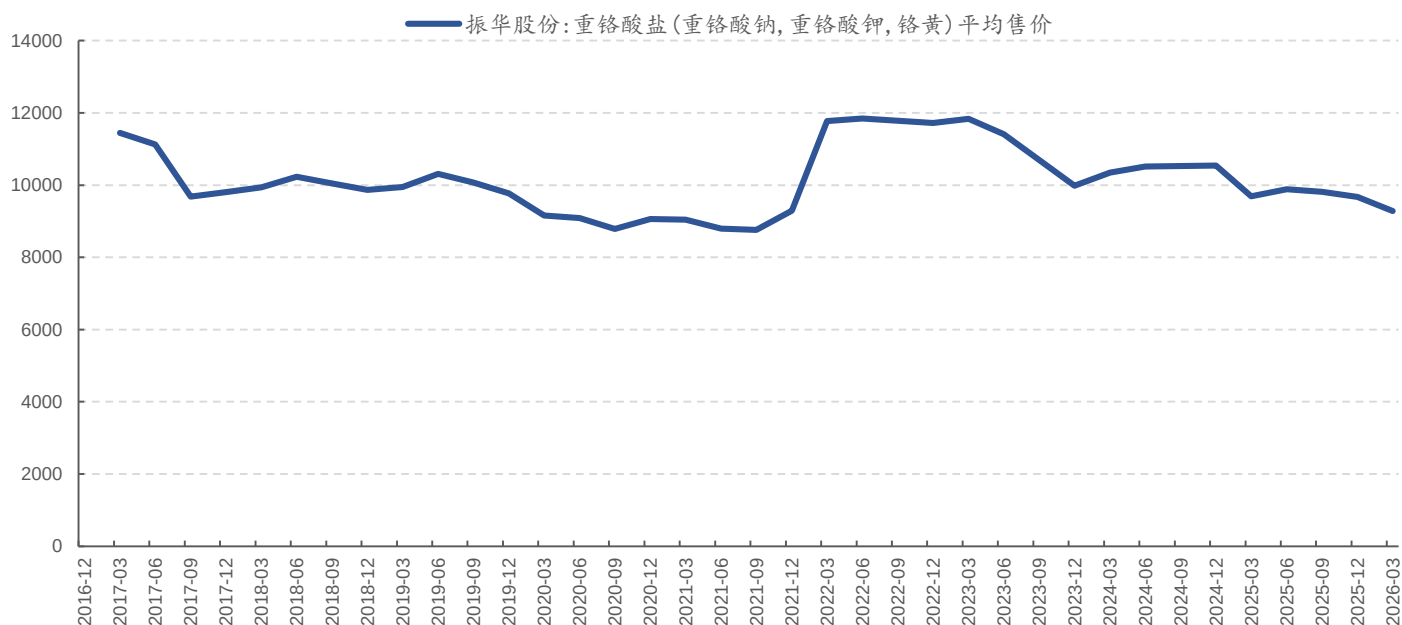
4.2 下游 BOM 占比低，涨价传导机制通畅

结合供需两端测算，2026 年至 2028 年全球铬盐及金属铬供需将维持偏紧格局，价格中枢上移趋势明确。公司作为全球铬盐增量产能的核心来源与行业定价风向标，将直接受益于量价齐升。事实上，这一逻辑已在 2025 年四季度得到初步验证：受上游矿端资源收紧、环保限产及下游需求快速增长等多重因素叠加，金属铬市场逐渐紧俏，公司于 2025 年 10 月两次上调产品价格，当月累计涨幅达 14000 元/吨。

从成本传导维度看，铬盐在下游绝大多数行业终端 BOM 成本中占比较低，以 SOFC 系统为例仅约 5%，终端客户对铬盐价格变动敏感度极低，为公司持续调价提供了充足的缓冲空间。

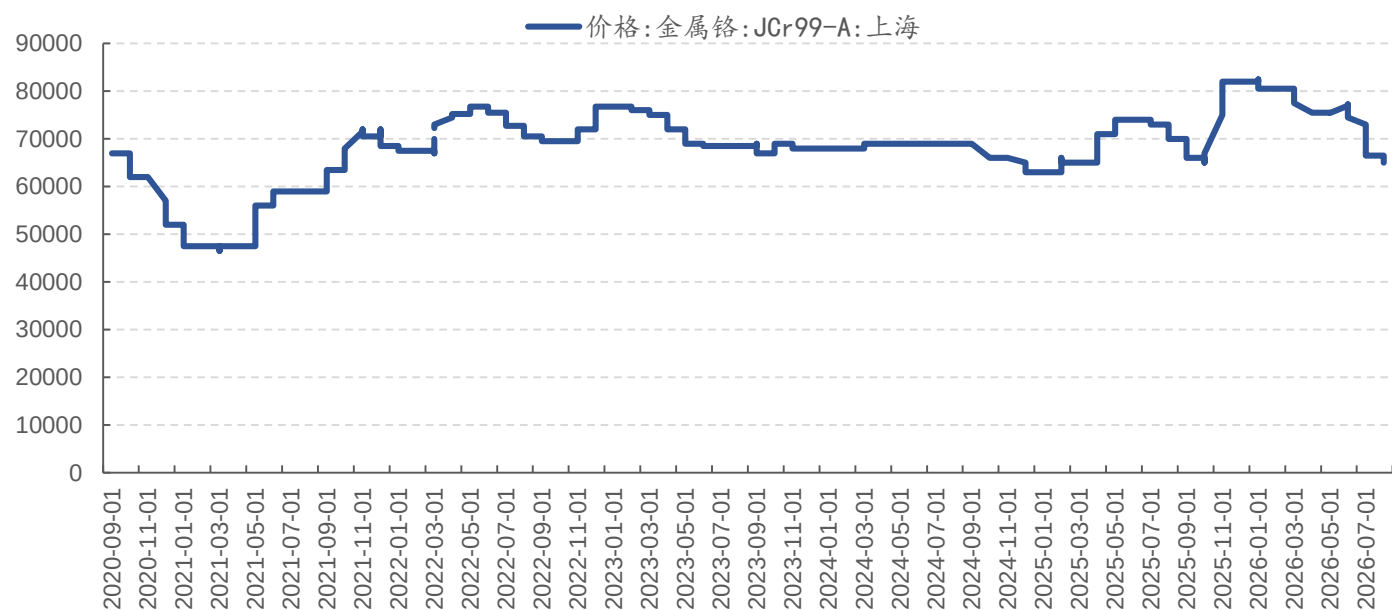


图表35：公司重铬酸盐价格（元/吨）



来源：iFind、国金证券研究所

图表36：上海地区金属铬现货价格（元/吨）



来源：iFind、国金证券研究所

2026年5月7日，公司发布提价函，重铬酸钠、金属铬、铬酸酐分别上调500元/吨、4000元/吨、1000元/吨，氧化铬绿根据不同基地分别上调1000元/吨和2000元/吨。此次提价主要源于上半年硫磺等原材料价格大幅上涨，据iFind数据，山东地区硫磺价格从2026年初约3910元/吨攀升至5月6日的6800元/吨，累计上涨约2890元/吨，涨幅约74%。上述价格调整预计将于下半年逐步反映至公司业绩。



图表37：公司 2026 年 5 月全线上调铬盐及金属铬销售价格

 调价函 ZHXX/TZ-XSB-2026050701 尊敬的客户： 非常感谢您长期以来支持与厚爱，对我司产品的认可与信赖，在此我司表示诚挚的谢意。 因战略性投入调整、为确保公司长期健康发展，我司本着互惠互利的原则，即日起对以下产品销售价格进行调整： 铬酸酐原价格基础上上调：1000 元/吨 重铬酸钠原价格基础上上调：500 元/吨 氧化铬绿原价格基础上上调：2000 元/吨 金属铬原价格基础上上调：4000 元/吨 顺祝商祺！  湖北振华化学股份有限公司 2026 年 5 月 7 日 销售部	 重庆民丰化工有限责任公司 CHONGQING MINFENG CHEMICAL CO.,LTD 地址：重庆市南岸区林森路 1 号 电话传真：023-63106993 www.minfeng-chem.cn 调价函 尊敬的客户： 非常感谢您对我公司产品的信任与支持！ 近期因硫酸等原材料价格上涨，导致铬盐系列化工产品成本增加，为协同双方的生产发展和保持良好的合作关系，我司本着诚信经营、互惠互利的原则，经公司研究决定，即日起，对我司以下产品销售价格进行调整： 重铬酸钠原价格基础上上调 500 元/吨 铬酸酐原价格基础上上调 1000 元/吨 氧化铬绿原价格基础上上调 1000 元/吨 金属铬原价格基础上上调 4000 元/吨 感谢贵司支持，顺祝商祺！  重庆民丰化工有限责任公司 2026 年 5 月 7 日 销售部
---	--

来源：公司官网、国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们预测 2026-2028 年公司实现营业收入 54.38/62.72/79.06 亿元，同比 +19.89%/15.34%/26.06%；2026-2028 年实现归母净利润 7.93/10.22/14.24 亿元，同比 +20.30%/+28.92%/+39.31%，对应 EPS 为 1.05/1.35/1.89 元。业绩增长的核心驱动力来自 SOFC、燃气轮机及军工等高端领域需求放量带来的铬盐景气度上行。

基于前文供需测算，今年起全球铬盐供需偏紧格局将延续，铬盐及金属铬中长期价格中枢上移趋势明确，公司作为全球最大铬盐生产商，有望率先受益于行业景气度上行。产能端增量是公司兑现这一逻辑的关键，其中新疆沈宏基地的产能恢复与提升是重要支撑之一。根据公司《2026 年度向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，新疆沈宏 2024 年铬盐序列产品折重铬酸钠产量约 2.42 万吨，受此前破产重整及下游需求偏弱等因素影响，其产能未能充分释放。据新疆沈宏 2018 年环评公示，该基地设计产能包括重铬酸钠 5 万吨/年、氧化铬绿 1.5 万吨/年及金属铬 2500 吨/年，公司完成收购后，预计将通过恢复生产、技术改造及经营整合逐步提升产能利用率，以 5 万吨/年规划设计产能作为产量上限，预计新疆基地 2026—2027 年年产量分别约为 3 万吨，2028 年进一步提升至约 5 万吨。

图表38：公司铬盐总产量情况（折合为重铬酸钠统计）

指标	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总产量（万吨）	24.5	26.0	29.0	33.0	36.0	40.0
重庆基地（万吨）	—	10.0	14.0	15.0	18.0	20.0
湖北基地（万吨）	—	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
新疆基地（万吨）	—	—	—	3.0	3.0	5.0

来源：公司公告、国金证券研究所测算

1、铬的氧化物



营业收入:铬的氧化物为公司第一大业务板块,我们预计 2026-2028 年营收分别为 27.38、30.75、34.85 亿元,同比+16.06/12.32/13.33%,核心驱动力为 SOFC 及两机领域对冶金级氧化铬绿需求放量、重庆基地新产能贡献增量。

毛利率:我们预计 2026-2028 年分别为 31%、32%、33%,主要受益于高壁垒的 SOFC 专用氧化铬绿享受差异化溢价及供需缺口扩大下公司定价权增强。

2、铬基冶金材料

营业收入:铬基冶金材料为公司近年增长最快的板块,受益于金属铬的扩产及高温合金需求拉动。我们预计 2026-2028 年营收分别为 10.23、13.30、23.72 亿元,同比+52.54%、30.00%、78.33%,核心增量来自 SOFC 专用金属铬进入批量交付及海外金属铬厂商扩产带来的原料采购需求。

毛利率:我们预计 2026-2028 年毛利率分别为 31.00%、33.00%、35.00%,毛利率提升来自两方面:①成本端,重庆基地 7.4 万吨氧化铬绿新产能预计 2027 年年底试生产后,公司将实现冶金级氧化铬绿自给,降低金属铬冶炼原材料外购成本,毛利率提升;②价格端,行业供需持续趋紧,金属铬价格中枢上移,叠加 SOFC 专用金属铬加工壁垒高、享受差异化溢价,拉动毛利率上行。

3、铬酸盐

营业收入:铬酸盐产品主要包括碱式硫酸铬等,下游主要应用于皮革鞣制领域,是铬盐的传统优势品种,2023-2025 年营收保持稳健增长;预计 2026-2028 年分别为 4.08、4.19、4.31 亿元,同比增速 2.97%、2.88%、2.80%,下游需求与宏观经济同步,行业增速偏低。

毛利率:2024 年因产品结构优化及部分品种提价同比提升近 7pct,2025 年受硫磺等原辅料成本上涨影响有所回落;预计 2026-2028 年毛利率分别为 28.50%、29.00%、30.00%,整体维持稳定,受益于规模效应及铬盐涨价向下游深加工产品传导的正向拉动,毛利率中枢有望小幅上移。

4、重铬酸盐

营业收入:预计 2026-2028 年营收分别为 4.37、5.72、7.06 亿元,同比+33.80/30.91/23.46%,核心驱动力为行业供需缺口扩大推动基础原料价格中枢上移及海外金属铬厂商采购力度加大。

毛利率:我们预计 2026-2028 年分别为 40.50%、45.81%、46.90%,大幅提升主要因重铬酸钠作为最紧缺的基础原料(行业供给增量高度集中于公司),在供需偏紧背景下溢价能力持续强化。

5、其他业务

营业收入:2023-2025 年波动较大主要系维生素 K3 价格周期影响。我们预计 2026-2028 年分别为 8.33、8.76、9.13 亿元,温和增长。

毛利率:我们预计 2026-2028 年毛利率稳中有升,分别为 17.98%、18.94%、19.46%。

图表39: 公司营业收入拆分及预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	36.99	40.67	45.36	54.38	62.72	79.06
yoy	4.67%	9.95%	11.53%	19.89%	15.34%	26.06%
毛利率(%)	24.58%	25.19%	26.92%	29.58%	31.45%	33.11%
铬的氧化物(亿元)	22.35	21.60	23.59	27.38	30.75	34.85
yoy	13.83%	-3.37%	9.21%	16.06%	12.32%	13.33%
毛利率(%)	26.52%	25.85%	29.65%	31.00%	32.00%	33.00%
铬基冶金材料(亿元)	-	-	6.71	10.23	13.30	23.72
yoy	-	-	-	52.54%	30.00%	78.33%
毛利率(%)	-	-	26.88%	31.00%	33.00%	35.00%
铬酸盐(亿元)	3.66	3.84	3.96	4.08	4.19	4.31
yoy	-15.60%	4.98%	3.06%	7.49%	6.69%	5.45%
毛利率(%)	24.17%	31.13%	28.36%	28.50%	29.00%	30.00%



重铬酸盐（亿元）	2.56	3.41	3.27	4.37	5.72	7.06
yoy	-14.04%	33.04%	-4.13%	33.80%	30.91%	23.46%
毛利率（%）	22.64%	28.30%	29.10%	40.50%	45.81%	46.90%
其他（亿元）	8.42	11.82	7.84	8.33	8.76	9.13
yoy	0.32%	40.45%	-33.69%	6.21%	5.20%	4.22%
毛利率（%）	20.17%	21.17%	17.10%	17.98%	18.94%	19.46%

来源：iFind、国金证券研究所

费用率预测：费用率整体保持稳健。公司客户以大型工业客户为主，客户集中度高，销售费用与收入基本同步增长，费用率保持稳定，预计 2026-2028 年公司销售费用率维持在 0.94-0.95%；公司全产业链一体化运营，已形成成熟的管理体系，规模化运营摊薄管理成本增长，预计 2026-2028 年公司管理费用率维持在 7.3%；公司持续加大 SOFC 专用金属铬、高纯氧化铬绿等高端产品及清洁生产工艺的研发投入，为构筑长期技术壁垒奠定基础，研发投入与收入规模保持同步增长，预计 2026-2028 年公司研发费用率维持在 3.2%。

5.2 投资建议及估值

我们预测 2026-2028 年公司实现归母净利润 7.93/10.22/11.22 亿元，现价对应 PE 分别为 33.14/25.71/18.46 倍。公司作为全球铬盐全产业链一体化龙头，在 SOFC、燃气轮机及军工等高端领域需求放量驱动下，业绩进入加速释放通道。考虑到公司产品横跨铬盐（化工）、SOFC 上游资源品（AI 电力链）、高温合金原料（军工/两机）三重属性，不存在单一板块的完全可比公司，我们结合业务重合度与行业属性，选取可比公司。应流股份为“两机”热端部件核心供应商（燃气轮机叶片、航空发动机机匣等），云南能投为云南省属化工及新能源平台，三环集团是全球 SOFC 龙头 Bloom Energy 的陶瓷隔膜板核心供应商。参考可比公司估值，考虑到振华作为全球铬盐龙头在 AI 电力设备上游的稀缺卡位，给予公司 2027 年 30XPE，目标价 40.56 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表40：可比公司估值比较

代码	名称	收盘价 (元/股)	EPS（元）					PE（倍）				
			2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
603308	应流股份	43.95	0.42	0.51	0.91	1.48	2.38	33.43	81.31	48.09	29.80	18.51
002053	云南能投	9.33	0.73	0.26	0.76	0.90	0.99	15.55	44.89	12.28	10.37	9.42
300408	三环集团	108.69	1.14	1.37	1.86	2.35	2.90	33.69	33.49	58.48	46.32	37.53
	平均值		0.76	0.71	1.18	1.57	2.09	27.56	53.23	39.61	28.83	21.82
603067	振华股份	34.78	0.83	0.74	1.05	1.35	1.88	19.67	23.74	33.14	25.71	18.46

来源：iFind、国金证券研究所，截止日期为 2026/8/26，盈利预测应流股份采用国金估值，其余均采用 iFind 一致预期。

六、风险提示

SOFC 扩产进度不及预期：美国现行税收政策将燃料电池纳入《国内税收法典》第 48E 条投资税收抵免范围，2026—2032 年开工的合格燃料电池项目可获得 30% 的投资税收抵免。公司本轮业绩成长的核心驱动力来自 SOFC 领域对金属铬需求的非线性拉动，而 SOFC 仍处于产业早期阶段，本文对 SOFC 金属铬需求的测算主要基于 Bloom Energy 公开扩产规划。若下游企业产能扩张因技术迭代、客户验证、融资或补贴政策变化等因素推迟，或 AI 数据中心电力缺口通过其他技术路径部分填补，可能导致 SOFC 对金属铬的需求释放慢于预期，从而影响公司高端产品的销量与盈利弹性。

下游需求不及预期：公司铬盐产品下游覆盖皮革、电镀、颜料、高温合金等多个领域，其中两机（燃气轮机、航空发动机）及军工需求为本轮景气上行的增量来源。若全球宏观经济下行、AI 数据中心资本开支放缓、地缘政治缓和导致军费扩张不及预期，均可能导致下游需求增速低于测算假设，对公司收入及利润增长产生影响。

董事及高级管理人员减持风险：公司于 2026 年 5 月 12 日披露减持计划，董事及高级管理人员柯尊友、石大学、方红斌、杨帆和朱桂林拟于 2026 年 6 月 3 日至 9 月 2 日期间，通过集中竞价方式合计减持不超过 131.96 万股，约占公司总股本的 0.1747%。截至 2026 年 7 月 1 日，相关人员已累计减持约 67.75 万股，约占公司总股本的 0.09%；截至本文报告日，该计划仍处于减持窗口期。后续减持可能对短期市场情绪及股价表现造成一定压力。



可转债转股带来的股本摊薄及流通盘增加风险：截至 2026 年 4 月 23 日，原“振华转债”完成提前赎回，最后一阶段转股新增股份 4476.51 万股，约占转股前总股本的 6.30%，公司总股本增至 7.56 亿股。公司新发行 8.75 亿元的“振 26 转债”将于 2027 年 2 月 5 日进入转股期；按 40.33 元/股的初始转股价格测算，若全部转股，预计新增约 2177 万股，相当于当前总股本的约 2.88%。

新项目投产进度不及预期：公司重庆“铬钛新材料项目”20 万吨铬盐产能及 7.4 万吨氧化铬绿产能预计 2027 年底试生产、2028 年完全达产，新疆沈宏整合尚处重整计划执行阶段。若项目建设因审批、资金、施工等因素推迟，或新产线投产后产能爬坡慢于预期，将影响公司 2027-2028 年的产量增量和业绩兑现节奏。

原材料价格波动及供应链风险：公司铬矿原材料依赖南非进口，南非资源国的政治稳定性、出口关税政策、劳资关系等因素均可能影响铬矿采购价格和供应链安全。若铬矿价格持续大幅上涨而公司产品提价无法完全传导，将侵蚀公司利润空间。

环保政策趋严：公司所处的铬盐行业是国家环保政策重点监控的行业之一，六价铬排放标准持续收紧。虽然公司已采用先进清洁生产工艺且不存在超标排放情形，但若未来环保政策进一步加码、排放标准再度提高，将增加公司环保投入和运营成本。

行业竞争格局变化：国内铬盐行业呈现振华与银河化学双寡头格局，若银河化学或海外厂商扩产，可能对行业供需格局和产品价格产生冲击。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	3,699	4,067	4,536	5,438	6,272	7,906
增长率		9.9%	11.5%	19.9%	15.3%	26.1%
主营业务成本	-2,790	-3,042	-3,315	-3,829	-4,299	-5,288
%销售收入	75.4%	74.8%	73.1%	70.4%	68.6%	66.9%
毛利	909	1,025	1,221	1,609	1,972	2,618
%销售收入	24.6%	25.2%	26.9%	29.6%	31.4%	33.1%
营业税金及附加	-31	-28	-34	-41	-47	-59
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-38	-38	-43	-51	-60	-75
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%
管理费用	-267	-265	-324	-397	-458	-577
%销售收入	7.2%	6.5%	7.2%	7.3%	7.3%	7.3%
研发费用	-115	-128	-147	-174	-201	-253
%销售收入	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	458	565	673	946	1,207	1,654
%销售收入	12.4%	13.9%	14.8%	17.4%	19.2%	20.9%
财务费用	-33	-29	-40	-34	-39	-37
%销售收入	0.9%	0.7%	0.9%	0.6%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-7	-10	-58	-40	-40	-40
公允价值变动收益	-8	-10	-12	-10	-10	-10
投资收益	3	0	5	5	5	5
%税前利润	0.7%	0.1%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%
营业利润	430	548	600	896	1,153	1,601
营业利润率	11.6%	13.5%	13.2%	16.5%	18.4%	20.3%
营业外收支	-15	-7	143	-10	-10	-10
税前利润	415	541	743	886	1,143	1,591
利润率	11.2%	13.3%	16.4%	16.3%	18.2%	20.1%
所得税	-42	-69	-87	-93	-120	-167
所得税率	10.2%	12.8%	11.7%	10.5%	10.5%	10.5%
净利润	372	472	656	793	1,023	1,424
少数股东损益	2	-1	-3	1	1	1
归属于母公司的净利润	371	473	659	793	1,022	1,424
净利率	10.0%	11.6%	14.5%	14.6%	16.3%	18.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	372	472	656	793	1,023	1,424
少数股东损益	2	-1	-3	1	1	1
非现金支出	206	221	306	131	137	143
非经营收益	57	50	56	50	61	60
营运资金变动	-239	-409	-689	-740	-825	-984
经营活动现金净流	396	333	329	234	396	644
资本开支	-291	-277	-274	-251	-250	-250
投资	14	-53	-140	-20	-20	-20
其他	2	-34	5	5	5	5
投资活动现金净流	-274	-364	-409	-266	-266	-266
股权募资	24	1	0	1	2	0
债权募资	-21	386	52	307	117	-160
其他	-141	-189	-150	-114	-121	-120
筹资活动现金净流	-138	198	-98	194	-2	-281
现金净流量	-16	172	-176	162	128	97

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	268	484	269	431	560	657
应收款项	734	879	922	1,179	1,444	1,758
存货	643	826	1,080	1,469	1,944	2,535
其他流动资产	151	128	319	366	408	488
流动资产	1,795	2,317	2,591	3,446	4,355	5,439
%总资产	42.3%	45.8%	42.4%	48.6%	53.6%	58.4%
长期投资	136	130	98	108	118	128
固定资产	1,910	2,217	2,629	2,742	2,848	2,948
%总资产	44.9%	43.9%	43.0%	38.6%	35.1%	31.7%
无形资产	315	311	685	681	678	674
非流动资产	2,454	2,739	3,526	3,650	3,763	3,870
%总资产	57.7%	54.2%	57.6%	51.4%	46.4%	41.6%
资产总计	4,249	5,056	6,116	7,096	8,118	9,309
短期借款	266	293	624	535	649	486
应付款项	267	386	538	530	487	473
其他流动负债	110	104	202	170	170	186
流动负债	643	783	1,365	1,235	1,306	1,145
长期贷款	652	579	295	295	295	295
其他长期负债	86	486	717	1,107	1,109	1,112
负债	1,381	1,848	2,376	2,636	2,710	2,552
普通股股东权益	2,806	3,159	3,727	4,445	5,394	6,742
其中：股本	509	509	711	756	756	756
未分配利润	1,508	1,853	2,382	3,099	4,046	5,394
少数股东权益	62	48	13	14	14	15
负债股东权益合计	4,249	5,056	6,116	7,096	8,118	9,309

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.728	0.929	0.927	1.049	1.353	1.885
每股净资产	5.512	6.206	5.244	5.884	7.139	8.924
每股经营现金净流	0.779	0.655	0.464	0.310	0.524	0.852
每股股利	0.055	0.100	0.080	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	13.22%	14.97%	17.68%	17.83%	18.95%	21.12%
总资产收益率	8.73%	9.35%	10.77%	11.17%	12.59%	15.30%
投入资本收益率	10.67%	10.81%	11.39%	13.43%	14.67%	17.30%
增长率						
主营业务收入增长率	4.67%	9.95%	11.53%	19.89%	15.34%	26.06%
EBIT 增长率	-12.47%	23.20%	19.15%	40.60%	27.64%	36.98%
净利润增长率	-11.07%	27.53%	39.37%	20.30%	28.92%	39.31%
总资产增长率	6.73%	18.98%	20.98%	16.01%	14.41%	14.67%
资产管理能力						
应收账款周转天数	39.0	38.1	40.0	45.0	48.0	47.0
存货周转天数	82.3	88.1	-	140.0	165.0	175.0
应付账款周转天数	22.5	22.8	29.6	30.0	25.0	20.0
固定资产周转天数	171.4	159.8	200.3	175.3	158.8	131.0
偿债能力						
净负债/股东权益	22.58%	24.48%	28.27%	28.33%	23.10%	14.63%
EBIT 利息保障倍数	13.9	19.5	16.7	27.9	30.8	45.0
资产负债率	32.51%	36.56%	38.85%	37.15%	33.38%	27.41%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	3	10
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究