

华友钴业（603799）

2026 年三季报点评：镍钴锂价格低位，盈利韧性静待反转

买入（维持）

2026 年 10 月 24 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	109,091	108,131	127,258
同比（%）	(8.08)	32.94	34.65	(0.88)	17.69
归母净利润（百万元）	4,155	6,110	5,080	6,401	7,732
同比（%）	23.99	47.07	(16.86)	26.00	20.78
EPS-最新摊薄（元/股）	2.19	3.23	2.68	3.38	4.08
P/E（现价&最新摊薄）	14.65	9.96	11.98	9.51	7.87

投资要点

■ **26Q3 业绩符合市场预期。**公司 26Q1-3 营收 807.8 亿元，同比+37%，归母净利 43.1 亿元，同比+2%，扣非净利 40.5 亿元，同比 0%，毛利率 18.7%，同比+3pct；其中 26Q3 营收 252.1 亿元，同环比+16%/-15%，归母净利 8 亿元，同环比-47%/-21%，扣非净利 7.4 亿元，同环比-48%/-40%，毛利率 16.8%，同环比 0/-2pct，公司 Q3 计提资产减值损失 10 亿元，主要系钴跌价影响，业绩符合市场预期。

■ **镍钴业务受硫磺高位+钴跌价影响，单位利润承压。**公司 26Q1-3 镍产品出货 19 万吨左右，其中 Q3 实现 MHP 出货 4 万吨，镍铁出货 1.3-1.4 万吨，高冰镍因为硫磺高位+矿配紧张影响出货下滑，对应权益出货我们预计 2 万吨湿法+0.8 万吨火法，26 全年镍权益出货我们预计达 13-14 万吨。盈利端，镍价 Q3 高位回落至 1.6-1.7 万美金/吨左右，但考虑硫磺成本上涨+钴跌价后，含钴湿法成本我们预计提升至 1.5 万美金/吨，对应公司镍单吨净利下滑至 0.1-0.2 万美金，镍铁成本提升至 1.4 万美金/吨，我们预计盈亏平衡；当前镍价回落至 1.6 万美金/吨以内，且硫磺成本维持高位，公司石膏制酸，硫铁矿制酸项目加速推进，27 年自供比例提升至 30%，自产成本下降至 200 美金/吨左右，我们预计显著降低 27 年成本，叠加 27 年 Pomalaa 项目投产，我们预计镍钴业务利润有望筑底反弹。26Q1-3 钴产品销售 2.3 万吨，其中 Q3 我们预计钴产品销量 0.7-0.8 万金吨左右，受钴价下跌影响计提存货减值损失影响利润，26 年公司金属钴权益规模我们预计 0.7-0.8 万吨。

■ **碳酸锂 Q3 硫酸锂产能爬坡，预计 Q4 达产。**公司 26Q1-3 碳酸锂出货 4.5 万吨，同增 25%，其中 Q3 我们预计出货 1.5 万吨，津巴 5 万吨硫酸锂产能爬坡中，我们预计贡献毛利 5 亿元左右，碳酸锂 26 全年出货目标 6-7 万吨，27 年津巴政策或影响精矿出货，我们初步预计出货 10 万吨+，按碳酸锂 9-10 万元/吨计算，全成本我们预计 7-8 万元/吨，贡献 15 亿元左右利润。

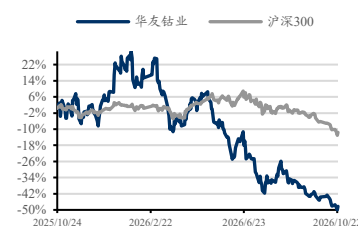
■ **正极及前驱体高增，铜冶炼相对稳健。**铜产品 26Q3 销量 2.8 万吨+，主要系 Q2 部分延后确认，我们预计贡献 5 亿元+毛利，26 年出货我们预计 7 万吨+，预计贡献 7-8 亿元利润。26Q1-3 公司正极出货 12 万吨，同增 55%，其中 Q3 出货 4.3 万吨，环增 10%+，前驱体 26Q1-3 出货 13 万吨+，同增 80%，其中 Q3 出货 5.3 万吨，环增 10%+，26 全年看正极出货我们预计 16 万吨+，前驱体出货 18 万吨+，预计贡献 5 亿左右利润。

■ **存货环比小幅下降，现金流 Q3 好转。**公司 26Q1-3 期间费用 62 亿元，同比+55%，费用率 8%，同比+1pct，其中 Q3 期间费用 21 亿元，同环比+31%/+4%，费用率 9%，同环比+1/+2pct；26Q1-3 经营性净现金流 39.5 亿元，同比-6%，其中 Q3 经营性净现金流 18 亿元，同环比-30%/+85%；26Q1-3 资本开支 134.8 亿元，同比+71%，其中 Q3 资本开支 35.6 亿元，同环比+4%/-32%；26Q3 末存货 291.9 亿元，较年初+14%。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑镍钴价格下行，我们下调公司 26-28 年归母净利润预期至 50.8/64.0/77.3 亿元（原预期 54/80/104 亿元），同比-17%/+26%/+21%，对应 PE 为 12x/10x/8x，考虑 27 年公司硫磺自供比例提升，给予 27 年 15x PE，对应目标价 50.7 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**需求不及预期风险、价格波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.14
一年最低/最高价	30.24/82.17
市净率(倍)	1.21
流通 A 股市值(百万元)	60,667.70
总市值(百万元)	60,857.97

基础数据

每股净资产(元,LF)	26.67
资产负债率(% LF)	65.84
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 年中报点评：镍产品成本承压，碳酸锂利润修复》

2026-08-19

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

2026-04-17

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
流动资产	68,054	86,667	91,650	105,333	营业总收入	81,019	109,091	108,131	127,258
货币资金及交易性金融资产	17,706	21,898	27,123	31,040	营业成本(含金融类)	66,865	90,415	90,222	105,408
经营性应收款项	16,896	24,501	24,334	28,576	税金及附加	467	655	595	700
存货	25,624	32,203	32,134	37,543	销售费用	170	98	97	115
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,009	2,727	2,703	3,181
其他流动资产	7,828	8,065	8,060	8,175	研发费用	1,682	2,400	2,703	3,181
非流动资产	91,384	97,377	102,173	105,467	财务费用	2,399	3,150	2,489	2,637
长期股权投资	11,925	12,225	12,525	12,825	加:其他收益	273	327	324	382
固定资产及使用权资产	53,461	57,453	60,248	62,244	投资净收益	934	764	1,081	1,273
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)	(2,100)	(700)	(710)
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	营业利润	8,384	8,637	10,038	12,991
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
资产总计	159,438	184,044	193,822	210,800	利润总额	8,330	8,640	10,041	12,994
流动负债	71,359	89,862	91,682	98,311	减:所得税	810	1,382	1,506	1,949
短期借款及一年内到期的非流动负债	36,572	44,063	45,989	45,600	净利润	7,520	7,258	8,535	11,045
经营性应付款项	26,258	35,501	35,417	41,389	减:少数股东损益	1,410	2,177	2,134	3,314
合同负债	1,275	1,808	1,804	2,108	归属母公司净利润	6,110	5,080	6,401	7,732
其他流动负债	7,254	8,490	8,471	9,214	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.23	2.68	3.38	4.08
非流动负债	27,258	27,258	27,258	27,258	EBIT	9,868	12,796	11,810	14,673
长期借款	18,055	18,055	18,055	18,055	EBITDA	14,881	19,115	19,324	22,988
应付债券	501	501	501	501	毛利率(%)	17.47	17.12	16.56	17.17
租赁负债	29	29	29	29	归母净利率(%)	7.54	4.66	5.92	6.08
其他非流动负债	8,674	8,674	8,674	8,674	收入增长率(%)	32.94	34.65	(0.88)	17.69
负债合计	98,617	117,121	118,940	125,569	归母净利润增长率(%)	47.07	(16.86)	26.00	20.78
归属母公司股东权益	48,295	52,221	58,046	65,081					
少数股东权益	12,525	14,703	16,836	20,150					
所有者权益合计	60,821	66,923	74,882	85,231					
负债和股东权益	159,438	184,044	193,822	210,800					

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	11,551	17,550	17,809	每股净资产(元)	25.46	27.53	30.60	34.31
投资活动现金流	(9,919)	(11,545)	(11,225)	(10,333)	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	4,187	(1,111)	(3,569)	ROIC(%)	8.07	8.75	7.46	8.63
现金净增加额	(4,288)	4,193	5,215	3,907	ROE-摊薄(%)	12.65	9.73	11.03	11.88
折旧和摊销	5,013	6,319	7,514	8,315	资产负债率(%)	61.85	63.64	61.37	59.57
资本开支	(10,659)	(12,007)	(12,006)	(11,306)	P/E (现价&最新股本摊薄)	9.96	11.98	9.51	7.87
营运资本变动	(10,138)	(5,507)	(565)	(3,458)	P/B (现价)	1.26	1.17	1.05	0.94

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>