仅供内部参考，请勿外传！

财通证券 CAITONG SECURITIES

SOFC 助力金属铬增长量价齐升

振华股份（603067）

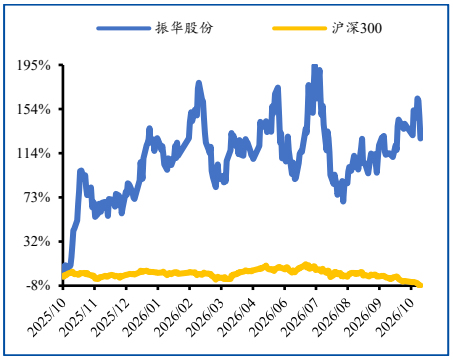
证券研究报告

化学原料 / 公司深度研究报告 / 2026.10.19

投资评级:买入（首次）

基本数据	2026-10-16
收盘价（元）	38.00
流通股本（亿股）	7.56
每股净资产（元）	5.73
总股本（亿股）	7.56

最近 12 月市场表现



分析师 谢哲栋
SAC 证书编号：S0160525120005
xiezd@ctsec.com

分析师 陈屹
SAC 证书编号：S0160526070004
chenyi05@ctsec.com

分析师 唐亚辉
SAC 证书编号：S0160525120007
tangyh01@ctsec.com

相关报告

核心观点

- **铬化学品龙头，高端金属铬贡献增量：**公司依托湖北、重庆和新疆三基地完善产能布局，向金属铬等高附加值产品延伸。2025 年铬基合金材料收入 6.71 亿元、毛利率 26.88%，金属铬销量同比增长约 54%。扩产与产品升级有望增强订单承接能力。
- **数据中心供电约束推动 SOFC 商业化：**电网接入和大型燃机交付周期较长，模块化现场供电的时间价值凸显。报告所列 Bloom 2026Q2 收入 10.65 亿美元，同比增长 165.5%，毛利率 33.4%，订单交付带动经营改善。SOFC 放量有望扩大连接体及铬基材料需求，公司受益程度取决于客户认证与供应份额。
- **金属铬出口需求有望贡献重要需求量：**2025 年，美国金属铬进口总量约 1.11 万吨，英国和中国分别占 50.94%和 34.86%，前两大来源合计占比 85.80%。从更长周期看，2016—2025 年中国金属铬出口累计约 8.17 万吨，其中美国、日本、荷兰和韩国为主要目的地，合计占比 83.10%，其中美国占比最高。
- **投资建议：**我们预计 2026—2028 年营业收入 49.96、62.37、72.20 亿元，归母净利润 7.51、13.64、14.80 亿元。按 2026 年 10 月 16 日市值，对应 PE 为 38.3、21.0、19.4 倍，我们看好高端金属铬放量带动盈利增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**SOFC 产业化不及预期，金属铬需求及公司份额不及预期，新增产能投放不及预期，原料及产品价格波动。

盈利预测

币种（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4,067	4,536	4,996	6,237	7,220
收入增长率（%）	9.9	11.5	10.2	24.8	15.8
归母净利润（百万元）	473	659	751	1,364	1,480
净利润增长率（%）	27.5	39.4	13.9	81.7	8.5
EPS（元）	0.67	0.93	0.99	1.81	1.96
PE	18.9	31.0	38.3	21.0	19.4
ROE（%）	15.0	17.7	16.0	23.4	21.1
PB	2.0	5.5	6.1	4.9	4.1

数据来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 10 月 16 日收盘价计算）

内容目录

1 公司简介：A 股稀缺的铬化学品主业平台 4
1.1 主营拆解：铬氧化物为当前收入主体，铬金属贡献未来利润弹性 4
1.2 铬基合金量价齐升，有望贡献利润弹性 4
1.3 三基地布局：湖北为稳态底盘，新疆和重庆构成中期增量 5
2 SOFC 行业景气度高企 6
2.1 离网供电趋势打开 SOFC 数据中心市场 6
2.2 Bloom Energy 财务与订单验证商业化拐点 7
3 SOFC 放量对公司利润弹性测算 9
4 金属铬出口有望贡献重要需求量 10
5 盈利预测和估值 11
6 风险提示 13

图表目录

图 1：公司以重铬酸钠为母体，向高附加值铬化学品和铬金属材料延伸 4
图 2：SOFC 电池工作原理图 7
图 3：SOFC 电池无需燃烧即可将燃料转化成电力 9

表 1：2025 年公司主营业务产品情况 5
表 2：公司三大产能基地生产情况 5
表 3：公司三基地产能扩张路径 5
表 4：数据中心建设周期与电网建设周期错配 6
表 5：离网供电与数据中心大型化趋势 6
表 6：SOFC 燃料电池与各种不同供电方式的对比 7
表 7：Bloom Energy 经营数据情况 8
表 8：电网可靠性与水资源消耗是社区最关心的问题，但在公众沟通中关注较少 8
表 9：SOFC 装机、金属铬销量与收入敏感性分析 9
表 10：金属铬涨价对公司利润弹性敏感性分析（利润/利润弹性） 10
表 11：2025 年美国金属铬进口数量分来源国统计（吨） 10
表 12：2016-2025 年中国金属铬出口数量分国别统计（吨） 11
表 13：2016-2025 年中国金属铬出口数量至美国年度统计（吨） 11
表 14：营业收入拆分（单位：亿元） 12
表 15：期间费用率和所得税率情况 13

表 16：可比公司相对估值（截至 20261016）.....13

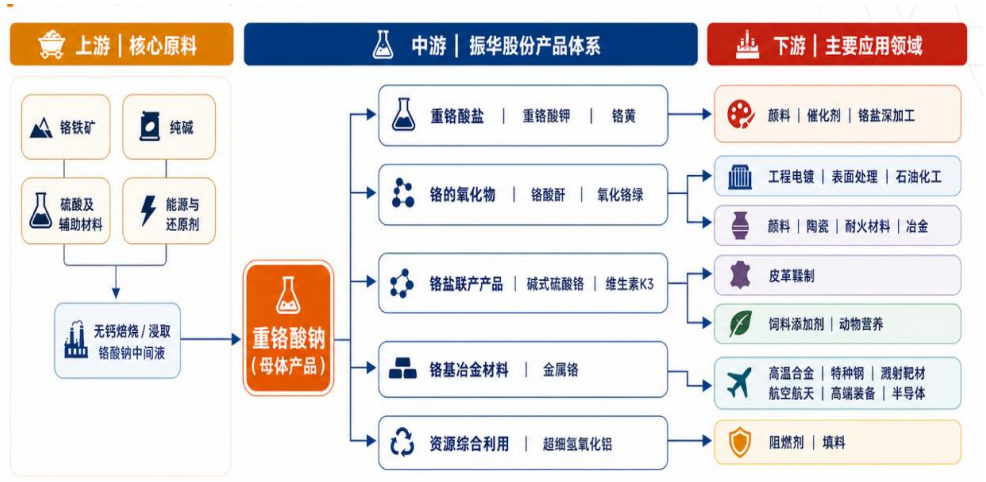
1 公司简介：A 股稀缺的铬化学品主业平台

1.1 主营拆解：铬氧化物为当前收入主体，铬金属贡献未来利润弹性

公司主营铬化学品、维生素 K3 等铬盐联产产品、超细氢氧化铝等副产品，核心产品包括重铬酸钠、铬酸酐、氧化铬绿、碱式硫酸铬、金属铬、超细氢氧化铝等。公司是 A 股市场唯一以铬化学品为主业的上市公司，产品质量和市场占有率持续处于全球龙头地位。重铬酸钠为铬盐基础产品，可深加工为铬酸酐、氧化铬绿、铬鞣剂、金属铬等，广泛应用于表面处理、颜料、鞣革、医药、新材料、陶瓷、军工等领域，凭借高硬度、耐高温、抗氧化等特性，在航空航天、高端装备制造等新材料领域应用空间持续扩大；全球已形成单一区域一家主导企业的格局（如南非、土耳其、美国、印度代表性企业），未来中国铬盐行业将沿整合提效、纵向一体化方向发展。

我们判断随着金属铬下游 SOFC、高温合金的高景气度+公司产能布局到位，有望在 2027 年开始为公司贡献较大利润弹性。公司于 2024 年投建金属铬生产线并于 2025 年实现满产满销，进一步扩充高端铬产品市场份额，巩固全球铬化学品龙头地位。公司铬化学品销售收入占比最高的前五大行业分别为：工程电镀（含电镀添加剂）、金属铬冶炼、耐火材料、颜料、皮革制品。

图1: 公司以重铬酸钠为母体，向高附加值铬化学品和铬金属材料延伸



数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2 铬基合金量价齐升，有望贡献利润弹性

2025 年公司铬基合金材料量价齐升，占比公司营收 15%。从结构上看，铬的氧化物仍是收入绝对主体，2025 年收入约 23.59 亿元；但更值得关注的是铬基冶金材料，收入已达 6.71 亿元，毛利率 26.88%，成为公司未来利润弹性的关键来源之一。2025 年四类主营销量同比增长分别为：重铬酸盐+4.42%、铬的氧化物+11.01%、铬盐联产产品+12.87%、铬基冶金材料+33.29%；其中金属铬销量同比提升约 54%，达到国内领先水平。

表1: 2025 年公司主营业务产品情况

主营产品	营业收入（亿元）	收入同比	占总收入	毛利率	生产量（万吨）	销量（万吨）	销量同比
重铬酸盐	3.27	-4.13%	7.25%	29.10%	3.42	3.38	4.42%
铬的氧化物	23.59	9.21%	52.36%	29.65%	11.51	11.41	11.01%
铬盐联产产品	3.96	3.06%	8.79%	28.36%	3.5	3.63	12.87%
超细氢氧化铝	1.69	9.73%	3.74%	32.08%	5.3	4.6	12.77%
铬基合金材料	6.71	59.25%	14.89%	26.88%	2.67	2.36	33.29%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.3 三基地布局：湖北为稳态底盘，新疆和重庆构成中期增量

公司已经形成湖北黄石、重庆潼南和新疆吐鲁番三大生产基地，其中湖北基地承担稳定供给和技术中枢职能，新疆基地依托区域资源与能源成本优势贡献中期增量，重庆基地则是未来扩产的核心载体。按折重铬酸钠口径，公司预计 2026 年总产能约 33 万吨；伴随重庆 20 万吨/年重铬酸钠及新疆基地改扩建推进，预计 2027 年底将具备接近 40 万吨的折重铬酸钠生产能力，较 2026 年增加约 7 万吨、增幅约 21%，并计划于 2028 年上半年实现重庆新产能试生产。

分基地看，湖北黄石原有折重铬酸钠产能 15 万吨/年，2025 年产量达到 14.60 万吨、产能利用率约 97%，是公司当前最成熟、运行最稳定的生产基地；新疆吐鲁番基地核定产能 2 万吨/年，2025 年产量 2.42 万吨，公司远期扩产条件较为充足；重庆潼南基地现有核定产能 10 万吨/年，2025 年产量达到 15 万吨，现有装置运行效率较高。重庆基地拟建设 20 万吨/年铬盐化合物项目，并配套 5 万吨/年铬酸酐、5,000 吨/年维生素 K3 及 7.4 万吨/年铬绿产能，将进一步完善公司从基础铬盐到高附加值铬产品的产业链布局。

表2: 公司三大产能基地生产情况

基地	当前产能及生产情况	中期规划与定位
湖北黄石	折重铬酸钠生产能力 15 万吨/年；2025 年产量 14.60 万吨，产能利用率 97.33%	成熟生产与技术中枢；后续以工艺提效、产品升级和产业链延伸为主
新疆吐鲁番	核定产能 2 万吨/年；2025 年产量 2.42 万吨；2025 年末完成并表	远期扩产规模尚未披露
重庆潼南	现有核定产能 10 万吨/年；2025 年产量 15.00 万吨	建设 20 万吨/年重铬酸钠，并配套 50 万吨/年硫酸联产 5 万吨/年铬粉、5000 吨/年维生素 K3 联产 7.4 万吨/年铬绿

数据来源：公司公告，财通证券研究所

产能扩张为 SOFC 金属铬需求放量提供了上游保障。假设 2027 年公司 SOFC 相关金属铬出货达到 1.2 万吨，对应约 2.4GW 的 SOFC 装机需求，该销量相当于公司 2025 年铬基冶金材料销量 2.36 万吨的约 50.8%，有望成为金属铬业务的重要增量。

表3: 公司三基地产能扩张路径

	指标	湖北黄石	新疆吐鲁番	重庆潼南	公司合计
2025 年实际产量	折重铬酸钠产量	14.60 万吨	2.42 万吨	15.00 万吨	32.02 万吨
基地原有核定产能	折重铬酸钠产能	15 万吨/年	2 万吨/年	10 万吨/年	27 万吨/年
2026 年产能指引	折重铬酸钠总产能	—	—	—	约 33 万吨/年
2027 年底产能目标	折重铬酸钠总产能	—	—	—	接近 40 万吨/年

数据来源：公司公告，财通证券研究所

2 SOFC 行业景气度高企

2.1 离网供电趋势打开 SOFC 数据中心市场

AI 算力基础设施的核心约束正在由芯片逐步向电力延伸，数据中心供电模式也由“接入电网”转向“自带电源（Bring Your Own Power）”。其背后并非单纯的电价选择，而是数据中心建设周期与电网扩容周期严重错配：IEA 数据显示，新建数据中心通常需要 1—3 年，而输配电基础设施从规划、许可到建设完成可能需要 5—15 年。

表4: 数据中心建设周期与电网建设周期错配

项目	最短周期（年）	最长周期（年）
新建数据中心	1	3
新建或扩建电网基础设施	5	15

数据来源：IEA，财通证券研究所

在此背景下，离网或表后供电正由备用方案转变为数据中心的主电源方案。Bloom Energy 委托开展的双盲调查显示，超大规模数据中心及托管数据中心开发商预计，到 2030 年约三分之一的数据中心将采用 100%现场供电；与此同时，超过 50%的新建数据中心园区预计将在 2035 年前达到 500MW 以上，接近三分之一将超过 1GW。尽管该调查带有供应商研究属性，但其反映的方向与 IEA 观察一致：受制于缓慢的电网接入，数据中心开发商正在美国等市场集中推进天然气现场发电项目。

表5: 离网供电与数据中心大型化趋势

指标	比例	时间口径
预计采用 100%现场供电的数据中心	约 33%	2030 年
预计超过 500MW 的新建园区	超过 50%	2035 年前

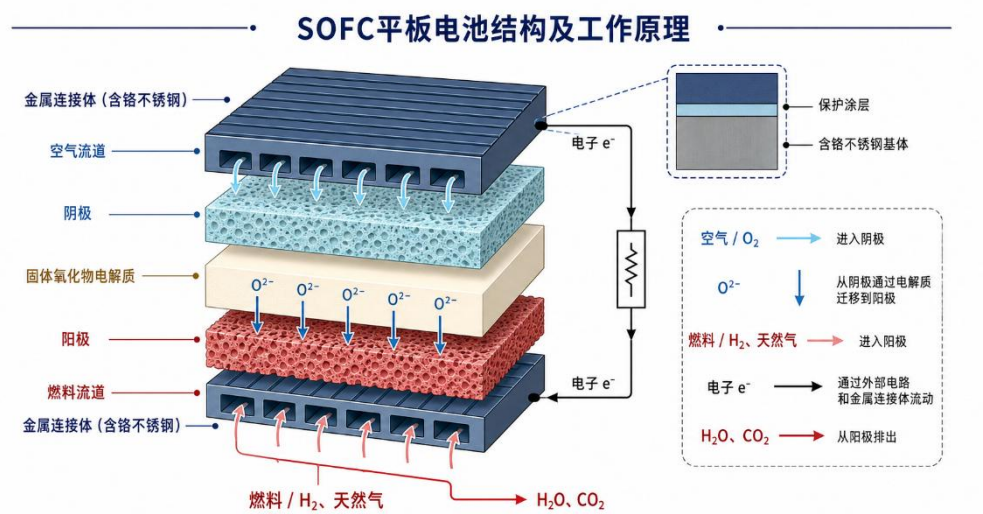
数据来源：Bloom Energy 官网，财通证券研究所

SOFC 是现阶段较契合数据中心离网基荷需求的技术之一。第一，SOFC 通过电化学反应而非燃烧做功，设备没有燃气轮机的大型高速旋转部件，振动和机械噪声相对较低，更容易在靠近数据中心负荷的位置分布式部署。第二，SOFC 天然气发电过程中几乎不产生 SOx 和颗粒物，NOx 排放显著低于燃烧式机组，并且基本不消耗水，在城市或环保约束较强区域具有选址优势；但需要强调，使用天然气时仍会产生 CO_2，因而更准确的表述应当是“低污染物、较低碳排放”，而非零排放。第三，也是当前最关键的优势，SOFC 采用模块化制造及现场拼装，可绕开大型燃机和电网扩容的长交付周期。Bloom Energy 在 2025 年与 Oracle 约定于 90 天内向 AI 数据中心交付完整现场电源，最终首个系统仅用 55 天即实现投运；截至 2026 年 4 月，双方已签订首批 1.2GW 合同，主协议潜在部署规模达到 2.8GW。该案例表明，成熟 SOFC 产品已经能够将数据中心“获得电力”的周期从年级压缩至月级。

因此，SOFC 景气度的核心驱动力并不是对传统电网电源的全面替代，而是其“时间价值”：在 AI 数据中心单位投资强度高、延迟投产机会成本巨大的条件下，客户愿意为快速、可靠、低噪声及低污染物的现场供电支付溢价。SOFC 有望率先在电网拥堵区域和高价值 AI 负荷中形成规模化应用，并由过往的工商业分布式能源设备升级为百兆瓦至吉瓦级数据中心基础设施。对 SOFC 材料产业链而言，装机规模由兆瓦级示范向吉瓦级项目跃迁，将同步放大对电堆陶瓷材料、金属连接

体及耐高温防护材料的需求；我们判断随着 SOFC 放量+中国供应链进入，含铬连接体、防护涂层等环节需求带动公司进入订单兑现期。

图2: SOFC 电池工作原理图



数据来源：Bloom energy 官网，财通证券研究所

对比 SOFC 与电网、光伏、柴油发电机、往复式发动机的供电性能。SOFC 燃料适配范围广，可兼容天然气、沼气、氢气等多类气源；可靠性维度优势突出，达成 100MW、3 个 9 可用率仅需 %超额装机，远低于往复式发动机 33%的冗余建设要求，同时 50MW 项目可数月内投产，建设周期显著更短。

在环保与运维层面，光伏存在间歇性、占地大的短板，柴油及往复机组噪音高、污染物排放显著；SOFC 清洁安静、耗水极少，且发电效率更高，长期运维成本更低，综合性能突出，是高性能分布式基荷电源。

表6: SOFC 燃料电池与各种不同供电方式的对比

	电网电力	太阳能光伏（PV）	柴油发电机	往复式发动机	燃料电池 SOFC
燃料来源	混合燃料来源	阳光	柴油机	天然气	天然气、沼气、生物甲烷、混合氢气或100%氢气
可靠性	每年约 2 小时的停机时间，相当于约99.97% 的可用性	间歇性资源，需要稳定的基础负荷系统。	可变，取决于定期维护	要达到 100 兆瓦 3 个九的可用率，需要33%的超额建设。	要达到 100 兆瓦 3 个九的可用性，仅需 9%的超额建设。
投产周期	几年后，如果需要新的输电线路	年	年	年	50 兆瓦，几个月内到账
可持续性	取决于效用	干净、安静，但需要大片开放空间	噪音大，排放颗粒物和其他有害污染物	噪音大，排放有害污染物	清洁、安静、紧凑、用水量极少
成本可预测性	在某些地区，这种趋势愈演愈烈，而且非常难以预测。	低运营维护成本	效率降低导致运营维护成本增加。	效率降低导致运营维护成本增加。	效率更高，运营维护成本更低。

数据来源：Bloom Energy 官网，财通证券研究所

2.2 Bloom Energy 财务与订单验证商业化拐点

Bloom Energy 在 2026Q2 实现收入 10.65 亿美元，同比增长 165.5%，单季度收入首次突破 10 亿美。规模效应带动 GAAP 毛利率同比提升 6.7 个百分点至 33.4%，营业利润由上年同期亏损 350 万美元转为盈利 1.82 亿美元，营业利润率达到 17.1%。Q2 收入、毛利率、营业利润和现金流同时改善，说明 SOFC 数据中心订单已不再停留于框架协议，而是进入加速交付、收入确认和利润释放阶段，进一步强化了 Bloom 电解质支撑路线当前商业化进度领先的判断。

表7: Bloom Energy 经营数据情况

期间	收入（亿美元）	同比增速	GAAP 毛利率	GAAP 营业利润（亿美元）	GAAP 营业利润率
2025Q1	3.26	38.6%	27.2%	-0.19	-5.8%
2025Q2	4.01	19.5%	26.7%	-0.03	-0.9%
2026Q1	7.51	130.4%	30.0%	0.72	9.6%
2026Q2	10.65	165.5%	33.4%	1.82	17.1%

数据来源：Bloom energy 公司公告，财通证券研究所

订单端已经从传统工商业客户向大型 AI 数据中心跃迁。除 Oracle 已签首批 1.2GW、主协议上限 2.8GW 外，Brookfield 计划投入最高 50 亿美元，在全球 AI 基础设施项目中部署 Bloom 现场电源；Bloom 与 Equinix 合作容量也已超过 100MW，其中约 75MW 投入运营、30MW 在建。订单储备、吉瓦级框架协议和 55 天实际交付案例共同构成了电解质支撑 SOFC 路线商业化成熟度的验证。

我们据此判断，Bloom 采用的电解质支撑路线是有望最先实现数据中心吉瓦级商业化和规模化制造验证的 SOFC 路径。这里的“最快”主要指已有产能、累计运行经验、可融资订单和项目交付速度，而不代表其在所有电化学指标上绝对优于阳极支撑或金属支撑路线。Bloom 的相关专利显示，其技术以致密陶瓷电解质承担主要机械支撑，并围绕寿命、功率与电解质结构持续优化。

随着社区层面的压力持续上升，能够降低项目本地环境影响的解决方案，对项目落地成功愈发关键。其中一条路径是大型用电主体采用自备电源。现场发电可减轻对当地输配电基础设施的压力，在不依赖公用电网的情况下满足大功率负荷用电需求。同时，根据技术路线不同，自备电源还可回应社区关切，涵盖电网可靠性与韧性、水资源消耗、空气质量、碳排放以及噪音等问题。例如燃料电池，能够实现持续供电，同时兼具低排放、低耗水、低噪音的特点。

表8: 电网可靠性与水资源消耗是社区最关心的问题，但在公众沟通中关注较少

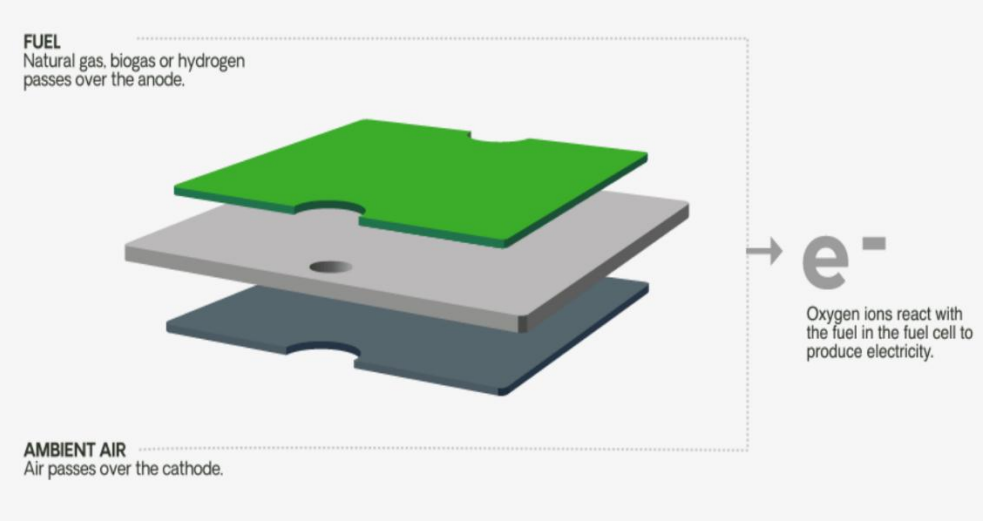
调研项目	占比
创造地方经济效益	54%
在公共论坛中保持沟通对话	53%
投资社区项目	48%
尽早获得地方监管机构支持	42%
减少空气污染与碳排放	37%
降低噪音及对当地的干扰	37%
投资电网支撑与韧性建设	33%
减少水资源消耗	29%
优化数据中心外观设计	26%
缩小土地占用规模	22%

数据来源：Bloom Energy 官网，财通证券研究所

3 SOFC 放量对公司利润弹性测算

SOFC 电堆主要在 600—900℃的高温环境下长期运行，连接体不仅需要承担单电池之间的电流传导和气体隔离功能，还需要具备较高的抗氧化、耐腐蚀和热膨胀匹配能力。随着 SOFC 应用由百千瓦级示范项目迈向百兆瓦乃至吉瓦级数据中心现场电源，连接体及其铬基冶金材料需求有望由小批量、高附加值市场进入规模化放量阶段。

图3: SOFC 电池无需燃烧即可将燃料转化成电力



数据来源：Bloom Energy 官网，财通证券研究所

按照每 1GW SOFC 对应 5,000 吨金属铬需求测算，公司 SOFC 相关金属铬出货达到 1.2 万吨、1.5 万吨和 2.0 万吨时，分别对应约 2.4GW、3.0GW 和 4.0GW 终端装机需求，相当于公司 2025 年铬基冶金材料销量的 50.8%、63.6%和 84.7%。在 12 万—15 万元/吨的价格区间内，SOFC 相关业务收入预计为 14.4 亿—30.0 亿元，表明即使 SOFC 装机仅实现数吉瓦规模，也可能成为公司金属铬业务的重要增量来源。

表9: SOFC 装机、金属铬销量与收入敏感性分析

金属铬出货量	对应 SOFC 装机	相当于 2025 年铬基冶金材料销量	12 万元/吨收入	14 万元/吨收入	15 万元/吨收入
1.2 万吨	2.4GW	50.8%	14.4 亿元	16.8 亿元	18.0 亿元
1.5 万吨	3.0GW	63.6%	18.0 亿元	21.0 亿元	22.5 亿元
2.0 万吨	4.0GW	84.7%	24.0 亿元	28.0 亿元	30.0 亿元

数据来源：IFinD，财通证券研究所

利润端，按照 20%的归母净利率计算，SOFC 金属铬业务可贡献 2.88 亿—6.00 亿元归母净利润，相当于公司 2025 年归母净利润的 44%—91%。假设 2027 年出货 1.2 万吨、价格 12 万元/吨，对应约 2.4GW 的 SOFC 需求，实现收入 14.4 亿元、增量归母净利润 2.88 亿元，相对 2025 年利润基数的弹性约 44%。若数据中心 SOFC 交付进一步放量至 4GW，并带动振华相关出货达到 2.0 万吨，则在 15 万元/吨价格下预计贡献约 6.00 亿元归母净利润，利润弹性提高至约 91%。

表10: 金属铬涨价对公司利润弹性敏感性分析（利润/利润弹性）

金属铬出货量	12 万元/吨	14 万元/吨	15 万元/吨
1.2 万吨	2.88 亿元 / 43.7%	3.36 亿元 / 51.0%	3.60 亿元 / 54.6%
1.5 万吨	3.60 亿元 / 54.6%	4.20 亿元 / 63.7%	4.50 亿元 / 68.3%
2.0 万吨	4.80 亿元 / 72.8%	5.60 亿元 / 85.0%	6.00 亿元 / 91.0%

数据来源：IFinD，财通证券研究所

因此，公司在 SOFC 产业链中的投资价值不仅来自金属铬销量增长，还来自“量价利”三重弹性：数据中心现场电源推动 SOFC 装机增长，连接体放量带动金属铬需求；高纯度、高一致性要求支撑产品价格和加工溢价；产销量扩大后，一体化产能及固定成本摊薄进一步放大利润增量。不过，现阶段测算应作为 SOFC 需求充分兑现情况下的情景分析，而非公司业绩预测，后续需要重点跟踪客户认证、实际材料用量、公司供应份额和扩产进度。

4 金属铬出口有望贡献重要需求量

2025 年美国金属铬进口总量为 1.11 万吨，来源集中度较高。英国为最大来源国，进口量 5,682 吨，占比 50.94%；中国位列第二，进口量 3,888 吨，占比 34.86%。英中两国合计占比达 85.80%，德国以 8.43%位居第三，其余国家占比较低。

表11: 2025 年美国金属铬进口数量分来源国统计（吨）

国别	数量（吨）	比例
英国	5682.45	50.94%
中国	3888.07	34.86%
德国	940.19	8.43%
印度	315.05	2.82%
俄罗斯	180.03	1.61%
墨西哥	64.55	0.58%
法国	42.02	0.38%
西班牙	23.15	0.21%
南非	17.89	0.16%
其它	0.84	0.01%
合计	11154.23	100%

数据来源：亚洲金属网，财通证券研究所

2016—2025 年，中国金属铬出口总量为 8.17 万吨，出口市场集中度较高。美国、日本和荷兰分别占比 28.15%、23.89%和 19.52%，韩国占比 11.54%；前四大目的地合计占比达 83.10%。其余市场占比较低，显示中国金属铬出口主要流向少数国家和地区。

表12: 2016-2025 年中国金属铬出口数量分国别统计（吨）

国别	数量（吨）	比例
美国	22988.26	28.15%
日本	19507.97	23.89%
荷兰	15941.31	19.52%
韩国	9424.64	11.54%
印度	4524.86	5.54%
意大利	1416.7	1.74%
德国	1250.63	1.53%
巴西	1241.5	1.52%
其它	3431.94	6.57%
合计	81650.48	100%

数据来源：亚洲金属网，财通证券研究所

2016—2025 年，中国对美金属铬出口累计约 2.30 万吨，年度出口量波动较大。2022 年出口量升至 4,329 吨，同比增长 703.10%；2024 年进一步增至 9,465 吨，同比增长 144.08%，为表内高点。2025 年出口量回落至 1,754 吨，同比下降 81.47%，显示对美出口阶段性走弱。

表13: 2016-2025 年中国金属铬出口数量至美国年度统计（吨）

年份	数量（吨）	同比
2016	157	-91.28%
2017	508.7	224.01%
2018	1729.5	239.99%
2019	388.17	-77.56%
2020	240.2	-38.12%
2021	539	124.40%
2022	4328.71	703.10%
2023	3877.77	-10.42%
2024	9464.98	144.08%
2025	1754.23	-81.47%
合计	22988.26	-
平均	2298.83	114%

数据来源：亚洲金属网，财通证券研究所

5 盈利预测和估值

我们预计公司 2026—2028 年分别实现营业收入 49.96 亿元、62.37 亿元和 72.20 亿元，同比增长 10.2%、24.8% 和 15.8%。2026 年增速相对温和，主要系三大基地折重铬酸钠产销中枢约 33 万吨、现有产能挖潜已接近上限。分业务看，铬的氧化物仍为主要收入来源，预计 2026—2028 年分别实现收入 24.36 亿元、24.80 亿元和 26.39 亿元；传统铬基冶金材料收入分别为 8.40 亿元、7.80 亿元和 8.84 亿元。SOFC 金属铬增量业务预计分别贡献收入 2.00 亿元、14.40 亿元和 21.00 亿元，占总收入的比例分别为 4.0%、23.1% 和 29.1%，成为 2027—2028 年收入增长的重要驱动力。随着 SOFC 业务逐步放量，公司收入结构有望向高附加值金属铬产品倾斜。

盈利能力方面，预计公司 2026—2028 年综合毛利率分别为 27.44%、30.41% 和 32.14%，较上年分别提升 0.58、2.97 和 1.73 个百分点。2026 年毛利率提升幅度有限，主要系硫磺（硫酸）等输入性原材料价格大幅上涨，而公司对重点客户采用锁价模式、成本未能充分传导，部分主营产品价差出现收缩；此后毛利率的进一步抬升则主要来自产品结构改善——SOFC 金属铬增量业务毛利率预计分别为 35.00%、36.00% 和 37.00%，高于同期综合毛利率，其收入占比由 2026 年的 4.0% 提升至 2028 年的 29.1%，高附加值产品放量叠加规模效应摊薄固定成本、副产物资源综合利用增厚毛利，有望带动整体盈利能力改善；传统铬基冶金材料毛利率预计由 2026 年的 27.50% 逐步提升至 2028 年的 28.50%。我们预计 2026—2028 年公司归母净利润 7.51、13.64、14.80 亿元。按 2026 年 10 月 15 日市值，对应 PE 为 38.3、21.0、19.4 倍，我们看好高端金属铬放量带动盈利增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表14: 营业收入拆分（单位：亿元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入合计	40.67	45.36	49.96	62.37	72.20
yoy		11.5%	10.1%	24.8%	15.8%
毛利率	25.02%	26.86%	27.44%	30.41%	32.14%
重铬酸盐	3.41	3.27	3.37	3.43	3.65
yoy		-4.1%	3.2%	1.8%	6.4%
毛利率	28.30%	29.10%	29.20%	29.30%	29.40%
铬的氧化物	21.60	23.59	24.36	24.80	26.39
yoy		9.2%	3.3%	1.8%	6.4%
毛利率	25.85%	29.65%	29.80%	30.00%	30.20%
铬盐联产产品	3.84	3.96	4.09	4.16	4.43
yoy		3.1%	3.2%	1.8%	6.4%
毛利率	31.13%	28.36%	28.50%	28.60%	28.70%
超细氢氧化铝	1.54	1.69	1.74	1.77	1.89
yoy		9.7%	3.1%	1.8%	6.4%
毛利率	35.92%	32.08%	32.00%	31.80%	31.60%
传统铬基冶金材料	4.21	6.71	8.40	7.80	8.84
yoy		59.4%	25.2%	-7.1%	13.3%
毛利率	18.18%	26.88%	27.50%	28.00%	28.50%
SOFC 金属铬增量	0.00	0.00	2.00	14.40	21.00
yoy				620.0%	45.8%
毛利率	—	—	35.00%	36.00%	37.00%

数据来源：IFinD，财通证券研究所

费用端，公司期间费用率整体保持平稳、管控良好。销售费用率常年低于 1%，预计 2026—2028 年稳定在 0.95%—0.97% 区间；管理费用率 2025 年因管理人员薪酬、股权激励等因素回升至 7.15%，预计随收入规模扩大摊薄至 6.96%、6.88% 和

7.00%；研发费用率维持在 3.1%—3.25% 的稳定投入水平，期间费用端的稳定为利润弹性释放提供支撑。

所得税率方面，公司 2023—2025 年实际所得税率分别为 10.17%、12.81%和 11.68%，显著低于 25%的法定税率，主要受益于高新技术企业 15% 优惠税率、研发费用加计扣除及资源综合利用等税收优惠。考虑到上述税收优惠具备延续性，预计 2026—2028 年所得税率维持 11.68%，税率保持稳定，对净利润预测影响总体中性。

表15: 期间费用率和所得税率情况

项目	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
销售费用率	1.03%	0.94%	0.94%	0.97%	0.95%	0.95%
管理费用率	7.21%	6.53%	7.15%	6.96%	6.88%	7.00%
研发费用率	3.10%	3.16%	3.25%	3.17%	3.19%	3.20%
期间费用率（三项合计）	11.34%	10.63%	11.34%	11.10%	11.02%	11.15%
所得税率	10.17%	12.81%	11.68%	11.68%	11.68%	11.68%

数据来源：iFinD，财通证券研究所

可比公司估值方面，由于公司的主要推荐逻辑来自于 SOFC 电池需求的放量，所以我们选取同为 AI 缺电行业的重要标的三环集团和应流股份作为可比公司，同时增加材料化学行业的安集科技作为参照。截至 2026 年 10 月 16 日，三家公司 2026—2028 年平均 PE 分别为 42.26 倍、29.95 倍和 22.66 倍。公司在上述预测期内估值均低于可比公司平均水平。首次覆盖，给予“买入”评级。

表16: 可比公司相对估值（截至 20261016）

	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）					PE				
		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
三环集团	1,940.41	21.90	26.18	43.02	60.57	74.93	88.59	74.11	45.10	32.04	25.90
应流股份	236.89	2.86	3.49	5.71	8.82	13.09	82.72	67.95	41.49	26.86	18.10
安集科技	429.31	5.34	7.84	10.68	13.87	17.90	80.45	54.78	40.20	30.96	23.99
平均 PE							83.92	65.61	42.26	29.95	22.66
振华股份	287.10	4.73	6.59	7.51	13.64	14.80	60.71	43.56	38.25	21.05	19.40

数据来源：iFinD，财通证券研究所（除了振华股份采用财通盈利预测外，其余盈利预测来自 iFinD 一致预期），财通证券研究所

6 风险提示

SOFC 产业化不及预期。若 SOFC 成本、寿命及可靠性改善较慢，数据中心订单和连接体需求可能低于预期。

金属铬需求及公司份额不及预期。单 GW 用量、含铬比例和公司供应份额存在不确定性，实际出货可能低于测算。

新增产能投放不及预期。重庆、新疆项目若建设或爬坡延期，将影响订单承接；需求不足也可能造成产能利用率下降。

原料及产品价格波动。铬矿和能源价格上涨或金属铬价格下跌，可能压缩公司毛利率和利润弹性。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**4066.72**	**4535.58**	**4996.22**	**6237.25**	**7219.91**
减:营业成本	3042.16	3314.61	3625.05	4340.70	4899.55
营业税费	28.17	33.85	38.04	45.75	53.94
销售费用	38.05	42.62	48.37	59.12	68.73
管理费用	265.43	324.49	347.98	429.24	505.42
研发费用	128.35	147.34	158.27	199.01	231.20
财务费用	28.91	40.29	21.63	22.14	16.67
资产减值损失	-3.88	-40.27	20.00	300.00	100.00
加:公允价值变动收益	**-9.92**	**-12.42**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
投资和汇兑收益	0.45	4.80	5.29	6.60	7.64
营业利润	**548.23**	**600.49**	**809.14**	**1485.93**	**1594.84**
加:营业外净收支	-7.21	142.81	40.14	58.58	80.51
利润总额	**541.02**	**743.30**	**849.28**	**1544.51**	**1675.35**
减:所得税	69.28	86.85	99.23	180.47	195.76
净利润	**472.88**	**659.04**	**750.59**	**1364.04**	**1479.59**

资产负债表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	483.77	269.23	476.08	866.17	1492.89
交易性金融资产	2.15	0.03	2.03	4.03	6.03
应收账款	474.76	519.75	576.89	714.18	820.32
应收票据	2.03	1.03	1.39	1.73	2.01
预付账款	69.10	261.48	0.00	0.00	0.00
存货	826.44	1079.88	1127.65	1622.21	1849.04
其他流动资产	56.43	57.49	57.49	57.49	57.49
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期股权投资	4.15	4.32	4.32	4.32	4.32
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1780.52	2489.32	2565.44	2513.06	2613.18
在建工程	436.89	139.94	189.94	239.94	289.94
无形资产	227.60	608.10	636.60	663.60	689.10
其他非流动资产	63.75	89.33	142.05	142.05	142.05
资产总额	**5055.81**	**6116.47**	**6439.32**	**7600.63**	**8827.13**
短期债务	134.40	264.21	234.21	194.21	144.21
应付账款	216.82	321.37	352.44	422.01	476.35
应付票据	98.20	80.00	90.63	108.52	122.49
其他流动负债	2.20	6.57	6.57	6.57	6.57
长期借款	579.36	294.80	485.15	485.15	485.15
其他非流动负债	0.01	83.31	230.13	230.13	230.13
负债总额	**1848.38**	**2376.09**	**1720.95**	**1768.41**	**1786.72**
少数股东权益	**48.44**	**13.43**	**12.88**	**12.88**	**12.88**
股本	509.02	710.76	755.53	755.53	755.53
留存收益	2043.16	2606.37	3215.92	4329.76	5537.96
股东权益	**3207.43**	**3740.39**	**4718.37**	**5832.21**	**7040.41**

现金流量表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	472.88	659.04	750.59	1364.04	1479.59
加:折旧和摊销	210.75	248.15	325.62	355.86	405.10
资产减值准备	10.01	57.96	-14.00	-292.50	-91.50
公允价值变动损失	9.92	12.42	0.00	0.00	0.00
财务费用	28.09	36.56	24.32	26.90	25.33
投资收益	-0.45	-4.80	-5.29	-6.60	-7.64
少数股东损益	-1.14	-2.59	-0.55	0.00	0.00
营运资金的变动	-408.98	-688.71	-168.51	-363.91	-261.88
经营活动产生现金流量	**333.43**	**329.50**	**850.67**	**1025.21**	**1468.49**
投资活动产生现金流量	**-363.94**	**-408.71**	**-490.50**	**-318.02**	**-495.05**
融资活动产生现金流量	**176.78**	**-228.30**	**-119.95**	**-277.10**	**-296.72**

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入增长率	9.9%	11.5%	10.2%	24.8%	15.8%
营业利润增长率	27.6%	9.5%	34.7%	83.6%	7.3%
净利润增长率	27.5%	39.4%	13.9%	81.7%	8.5%
EBITDA 增长率	19.2%	12.9%	32.9%	60.7%	9.1%
EBIT 增长率	25.0%	11.1%	33.6%	79.9%	8.0%
NOPLAT 增长率	21.3%	12.6%	33.6%	79.9%	8.0%
投资资本增长率	18.3%	13.1%	9.5%	19.4%	17.5%
净资产增长率	11.8%	16.6%	26.1%	23.6%	20.7%
利润率					
毛利率	25.2%	26.9%	27.4%	30.4%	32.1%
营业利润率	13.5%	13.2%	16.2%	23.8%	22.1%
净利润率	11.6%	14.5%	15.0%	21.9%	20.5%
EBITDA/营业收入	19.6%	19.8%	23.9%	30.8%	29.0%
EBIT/营业收入	14.4%	14.4%	17.4%	25.1%	23.4%
运营效率					
固定资产周转天数	156	169	182	147	128
流动营业资本周转天数	**97**	**95**	**104**	**115**	**124**
流动资产周转天数	182	195	190	188	217
应收账款周转天数	38	39	40	37	38
存货周转天数	87	104	110	114	128
总资产周转天数	412	443	452	405	410
投资资本周转天数	366	379	382	351	359
投资回报率					
ROE	15.0%	17.7%	16.0%	23.4%	21.1%
ROA	10.1%	11.8%	11.9%	19.4%	18.0%
ROIC	11.4%	11.4%	13.9%	20.9%	19.2%
费用率					
销售费用率	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	1.0%
管理费用率	6.5%	7.2%	7.0%	6.9%	7.0%
财务费用率	0.7%	0.9%	0.4%	0.4%	0.2%
三费/营业收入	8.2%	9.0%	8.4%	8.2%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	36.6%	38.8%	26.7%	23.3%	20.2%
负债权益比	57.6%	63.5%	36.5%	30.3%	25.4%
流动比率	2.96	1.90	3.40	4.56	5.68
速动比率	1.74	0.87	1.90	2.56	3.46
利息保障倍数	15.89	15.28	35.81	58.23	66.80
分红指标					
DPS(元)	0.19	0.16	0.18	0.33	0.36
分红比率	0.20	0.18	0.18	0.18	0.18
股息收益率	1.5%	0.6%	0.5%	0.9%	0.9%

业绩和估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS(元)	0.67	0.93	0.99	1.81	1.96
BVPS(元)	6.21	5.24	6.23	7.70	9.30
PE(X)	18.9	31.0	38.3	21.0	19.4
PB(X)	2.0	5.5	6.1	4.9	4.1
P/FCF					
P/S	1.6	4.5	5.7	4.6	4.0
EV/EBITDA	9.1	23.9	24.3	14.9	13.3
CAGR(%)					
PEG	0.7	0.8	2.8	0.3	2.3
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 10 月 16 日收盘价计算）

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；
无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；
中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。