

贵金属增益显著，老牌铅锌央企焕新生

——株冶集团 2024 年报及 2025 年一季报点评

核心观点

- 事件：**公司近期发布 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年全年实现营业收入 197.6 亿元，yoy+1.82%，实现归母净利润 7.9 亿元，yoy+28.7%；2025Q1 实现营业收入 48.03 亿元，yoy+8.50%，实现归母净利润 2.77 亿元，yoy+74.07%。
- 公司 2024Q4 业绩同比增长显著，2025Q1 经营持续向好。**公司 2024Q4 实现营业收入 53.7 亿元，同比明显增长 16.76%；实现扣非归母净利润 2.1 亿元，同比大幅增长 242.00%。公司 2025Q1 受益于贵金属板块的增益，归母净利润同比大幅增长 74.07%，在当前贵金属价格持续上行背景下，公司业绩有望保持向好态势。
- 资源与产业链优势并重，巩固公司市场竞争力。**公司拥有水口山铅锌矿采矿权和柏坊铜矿采矿权，形成 86 万吨/年原矿采选能力，水口山铅锌矿采矿权下康家湾矿区保有的资源量为 1180.70 万吨、储量为 495.30 万吨，整体价值位于全国前列。公司已经形成涵盖锌、铅等系列产品从采选、冶炼到贸易的完整产业链，同时综合回收铜、金、银、铋、铟、镉、碲等多种稀贵金属，形成较强市场竞争力。
- 锌冶炼业务与贵金属板块双轮驱动，充分体现公司业绩韧性。**2024 年公司在市场加工费持续低迷的行业背景下，冶炼端完成年度既定利润指标，充分体现业绩韧性。2024 年公司锌及锌合金板块实现营业收入 123.2 亿，同比增长 8.87%，在锌冶炼费逐步改善预期下或为公司提供更大盈利空间。此外，公司抓住贵金属价格强势上行的机遇，2024 年金锭及金精矿板块实现营业收入 24.9 亿元，同比大幅增长 61.66%，银锭板块实现营业收入 20.1 亿元，同比大幅增长 42.82%。随着康家湾技术升级改造项目稳步推进，预计公司产能将持续增长，贵金属板块或成为利润稳定增长点。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 2024 年报，我们做出上调公司产品销量、上调产品价格、下调费用率等调整，预测公司 2025-2027 年每股收益为 0.93、1.03、1.15 元（2025 年原预测值为 0.87 元）。根据可比公司 2025 年 17X 的 PE 估值，对应目标价 15.81 元，维持买入评级。

风险提示

宏观经济波动风险、原材料价格上涨风险、下游行业市场波动风险、贵金属价格下行风险、后续新矿产资源注入不及预期的风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19,406	19,759	22,440	23,666	25,123
同比增长(%)	-4.9%	1.8%	13.6%	5.5%	6.2%
营业利润(百万元)	755	973	1,232	1,350	1,520
同比增长(%)	14.7%	28.9%	26.7%	9.6%	12.6%
归属母公司净利润(百万元)	611	787	1,000	1,101	1,236
同比增长(%)	24.0%	28.7%	27.2%	10.0%	12.3%
每股收益(元)	0.57	0.73	0.93	1.03	1.15
毛利率(%)	8.5%	8.8%	9.4%	9.8%	10.0%
净利率(%)	3.1%	4.0%	4.5%	4.7%	4.9%
净资产收益率(%)	22.1%	19.7%	20.6%	18.6%	17.5%
市盈率	19.6	15.3	12.0	10.9	9.7
市净率	3.3	2.8	2.2	1.9	1.6

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（维持）

股价（2025年04月21日）	11.19元
目标价格	15.81元
52周最高价/最低价	12.15/6.61元
总股本/流通A股（万股）	107,287/75,181
A股市值（百万元）	12,005
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2025年04月22日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	17.17	15.36	35.97	4.68
相对表现%	16.49	18.68	37.22	-2.19
沪深300%	0.68	-3.32	-1.25	6.87



证券分析师

刘洋 021-63325888*6084
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002
香港证监会牌照：BTB487

相关报告

贵金属资源注入，老牌铅锌央企焕新出发 ——株冶集团首次覆盖 2024-03-26

投资建议

根据公司 2024 年报，我们做出上调公司产品销量、上调产品价格、下调费用等调整，预测公司 2025-2027 年每股收益为 0.93、1.03、1.15 元（2025 年原预测值为 0.87 元）。根据可比公司 2025 年 17X 的 PE 估值，对应目标价 15.81 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表（PE）

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）					市盈率			
		2025/4/21	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
中金岭南	000060	4.67	0.18	0.29	0.31	0.33	25.38	16.13	15.00	14.16	
山金国际	000975	22.55	0.51	0.78	1.10	1.32	43.97	28.81	20.56	17.13	
山东黄金	600547	33.80	0.52	0.66	1.24	1.52	64.95	51.23	27.36	22.23	
湖南黄金	002155	26.31	0.41	0.70	1.76	2.06	64.66	37.36	14.98	12.78	
驰宏锌锗	600497	5.14	0.30	0.25	0.42	0.45	17.36	20.24	12.26	11.54	
盛达资源	000603	15.06	0.21	0.53	0.85	1.09	70.21	28.57	17.68	13.81	
	调整后平均						49.74	28.75	17.06	14.47	

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

宏观经济波动风险。若宏观经济恢复不及预期，则存在公司锌铅冶炼产品产销量或盈利能力不及预期的风险。

原材料价格上涨风险。若上游焦煤焦炭等原材料价格上涨，则会对公司的净利润产生不及预期的影响。

下游行业市场波动风险。若下游行业需求出现变化或不及预期，则会对公司铅锌、硫酸等产品需求产生影响，存在公司的盈利不及预期的风险。

贵金属价格下行风险。若美国就业数据、通胀数据持续强劲，造成降息预期不断降温，或对贵金属价格产生负面影响，贵金属价格下行则存在公司的盈利不及预期的风险。

后续新矿产资源注入不及预期的风险。若公司整体战略出现变化，后续资产注入或不及预期。

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	600	375	617	860	1,431	营业收入	19,406	19,759	22,440	23,666	25,123
应收票据、账款及款项融资	514	681	699	727	807	营业成本	17,750	18,017	20,332	21,358	22,608
预付账款	173	385	304	331	394	销售费用	27	26	32	33	34
存货	2,210	2,125	2,335	2,543	2,652	管理费用	531	472	542	595	613
其他	338	483	419	449	487	研发费用	158	142	162	178	183
流动资产合计	3,835	4,049	4,375	4,910	5,770	财务费用	105	76	70	67	63
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	3	54	20	20	20
固定资产	3,931	4,172	4,489	4,853	5,280	公允价值变动收益	(9)	25	10	10	10
在建工程	590	130	616	859	1,000	投资净收益	(8)	15	15	15	15
无形资产	676	653	642	632	621	其他	(59)	(40)	(76)	(90)	(106)
其他	82	133	117	115	115	营业利润	755	973	1,232	1,350	1,520
非流动资产合计	5,279	5,087	5,864	6,459	7,016	营业外收入	4	15	12	12	12
资产总计	9,114	9,137	10,239	11,369	12,786	营业外支出	2	26	21	17	21
短期借款	1,699	1,913	1,912	1,841	1,889	利润总额	757	961	1,222	1,345	1,510
应付票据及应付账款	896	1,127	1,180	1,218	1,338	所得税	122	159	203	223	250
其他	1,276	1,131	1,150	1,192	1,180	净利润	635	802	1,020	1,122	1,260
流动负债合计	3,871	4,170	4,242	4,250	4,407	少数股东损益	23	15	20	22	24
长期借款	980	3	3	3	3	归属于母公司净利润	611	787	1,000	1,101	1,236
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.57	0.73	0.93	1.03	1.15
其他	506	473	482	482	482						
非流动负债合计	1,486	476	486	486	486	主要财务比率					
负债合计	5,357	4,646	4,728	4,736	4,892		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	125	136	156	177	202	成长能力					
实收资本(或股本)	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073	营业收入	-4.9%	1.8%	13.6%	5.5%	6.2%
资本公积	3,072	3,072	3,072	3,072	3,072	营业利润	14.7%	28.9%	26.7%	9.6%	12.6%
留存收益	(2,027)	(1,321)	(320)	780	2,016	归属于母公司净利润	24.0%	28.7%	27.2%	10.0%	12.3%
其他	1,514	1,530	1,530	1,530	1,530	获利能力					
股东权益合计	3,757	4,491	5,511	6,633	7,893	毛利率	8.5%	8.8%	9.4%	9.8%	10.0%
负债和股东权益总计	9,114	9,137	10,239	11,369	12,786	净利率	3.1%	4.0%	4.5%	4.7%	4.9%
						ROE	22.1%	19.7%	20.6%	18.6%	17.5%
现金流量表						ROIC	11.2%	13.4%	15.7%	14.8%	14.4%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	635	802	1,020	1,122	1,260	资产负债率	58.8%	50.8%	46.2%	41.7%	38.3%
折旧摊销	1,195	222	254	263	294	净负债率	59.5%	34.9%	24.0%	15.9%	6.4%
财务费用	105	76	70	67	63	流动比率	0.99	0.97	1.03	1.16	1.31
投资损失	8	(15)	(15)	(15)	(15)	速动比率	0.42	0.46	0.48	0.56	0.71
营运资金变动	(147)	(195)	(13)	(258)	(151)	营运能力					
其它	(1,105)	217	(76)	(10)	(10)	应收账款周转率	91.5	75.8	73.1	79.8	75.6
经营活动现金流	690	1,107	1,240	1,170	1,440	存货周转率	8.6	8.3	9.1	8.7	8.7
资本支出	(2,406)	33	(939)	(859)	(850)	总资产周转率	2.1	2.2	2.3	2.2	2.1
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
其他	1,625	(337)	25	25	25	每股收益	0.57	0.73	0.93	1.03	1.15
投资活动现金流	(782)	(304)	(913)	(833)	(825)	每股经营现金流	0.64	1.03	1.16	1.09	1.34
债权融资	(480)	(1,093)	(13)	43	(29)	每股净资产	3.39	4.06	4.99	6.02	7.17
股权融资	1,200	0	0	0	0	估值比率					
其他	(551)	81	(71)	(138)	(16)	市盈率	19.6	15.3	12.0	10.9	9.7
筹资活动现金流	168	(1,012)	(84)	(95)	(44)	市净率	3.3	2.8	2.2	1.9	1.6
汇率变动影响	4	(2)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	6.3	10.2	8.3	7.7	6.9
现金净增加额	81	(211)	242	242	571	EV/EBIT	15.0	12.3	9.9	9.1	8.2

资料来源：东方证券研究所

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

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。