

锡冶炼核心技术新突破，公司利润端有望持续增厚

——锡业股份（000960.SZ）事件点评

事件：近日锡业分公司申报的一种含锡物料熔炼系统发明专利获得美国知识产权局专利授权，实现了锡业分公司在国际专利授权上的零突破，标志着公司在锡冶炼领域核心技术实现重大突破，在国际知识产权前沿阵地竞争中占据主动。

● 含锡物料熔炼系统获美专利授权，开启锡冶炼技术国际化新篇章

该项专利技术 2024 年 3 月提交国际 pct 专利申报，2025 年 5 月获得美国专利授权公告，这是锡冶炼“技术革命”的标志性工程，是“从零到一”的突破。技术实施后带来显著成效，实现自产烟尘密闭循环返炉熔炼、顶吹炉工艺优化取得突破，稳定实现 25t/h 连续喷吹、烟尘率降低 2.5%，顶吹炉粗产量创历史新高、含锡物料煤耗下降 3.5%，年节煤近 2000 吨，电耗降低 4.09%，年创经济效益超过 3000 万元。锡业分公司近年来已累计申报国内外专利 100 余项，获得国家授权专利 80 余项，锡业分公司将在此次国际专利授权成果的基础上，进一步加大对锡冶炼关键技术的研发投入，持续聚焦产业“空白区”及核心技术短板，增强自主创新能力与国际竞争力。

● 营收与净利润大幅增长，费用控制优化改善

2025 年一季度报告显示，公司经营业绩同比显著增长，一季度实现营业收入 97.29 亿元，同比增长 15.82%，实现归属母公司净利润 4.99 亿元，同比增长 53.08%，主要得益于锡、铜、锌等金属市场价格的上涨，2025 年一季度锡、铜、锌三种金属的成交均价分别为 26.67、7.80、2.40 万元/吨，均较 2024 年有一定上行。费用端，2025 年一季度，公司期间费用率为 4.01%，其中管理费用率为 2.59%，财务费用率为 0.52%，财务费用较上年同期下降 50.18%，主要是公司银行借款规模下降以及资金综合成本降低所致。虽然管理费用率环比上升 1.95 个百分点，但财务费用率控制较好，同比和环比均有改善。

表 1：金属价格对比

金属	2025 年一季度均价（万元/吨）	2024 年全年均价（万元/吨）	本年一季度较去年涨跌幅（%）
锡	26.6719	25.3748	5.11%
铜	7.8047	7.6301	2.29%
锌	2.3951	2.3687	1.12%

资料来源：Wind，国元证券研究所

● 供需格局支撑锡价上行，下游需求持续向好

锡作为新能源和电子通信领域的关键材料，其需求在新能源汽车、动力电池组、光伏产品等领域持续增长。一季度锡价震荡走高的主要原因在于全球锡矿供应紧张。2024 年以来，东南亚传统锡矿主产国（如缅甸、刚果（金））政策收紧，导致锡矿供应紧张，作为全球锡矿的重要产区，其供应情况对锡价具有重要影响，锡金属产量的提升主要得益于公司资源储备丰富和生产运营效率的优化。铜产量的大幅增长则受益于市场需求旺盛，公司加大了相关产品的生产和销售力度。

买入|维持

当前价：14.06 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：16.93 / 12.8

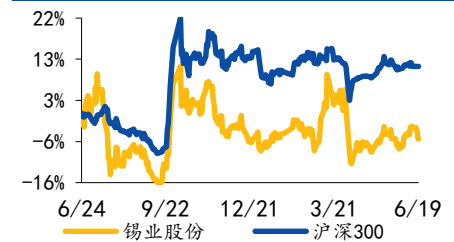
A 股流通股（百万股）：1645.80

A 股总股本（百万股）：1645.80

流通市值（百万元）：23139.98

总市值（百万元）：23139.98

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-锡业股份（000960）2024 年中报点评报告：锡产品毛利率改善，扣非净利润大幅增长》
2024.09.02

《国元证券公司研究-锡业股份（000960）首次覆盖报告：锡锭产量创新高，新兴产业拉动需求增长》
2024.06.24

报告作者

分析师 马捷

执业证书编号 S0020522080002

电话 021-51097188

邮箱 majie@gyzq.com.cn

联系人 石昆仑

电话 021-51097188

邮箱 shikunlun@gyzq.com.cn

2025 年一季度，公司主要金属产品的产量总体保持稳定，2025 年一季度有色金属总产量完成 8.22 万吨，其中，产品锡 2.42 万吨、产品铜 2.44 万吨、产品锌 3.33 万吨，生产稀贵金属铟锭 30 吨。

● 投资建议与盈利预测

2025 年一季度，锡业股份业绩增长主要受益于金属价格同比上涨、有色金属产量稳步增长、成本控制与费用优化、供需格局向好以及公司运营效率的提升。公司作为全球锡行业龙头，具备较强的资源储备和市场占有率，未来有望继续受益于锡价上涨和新能源、电子通信等下游行业的增长。预计 2025-2027 年，公司归母净利润为 22.74 亿元、24.84 亿元、26.80 亿元，EPS 分别为 1.38 元、1.51 元、1.63 元，对应 PE 为 9.92 倍、9.08 倍、8.42 倍，给予“买入”评级。

● 风险提示

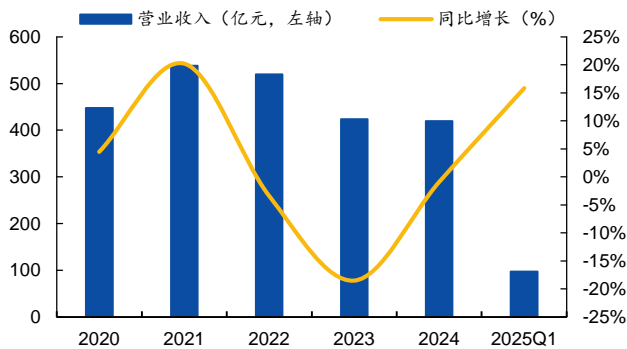
金属价格波动，下游需求增长不及预期，供应链与生产运营风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42359.26	41972.67	43806.89	44689.81	45950.79
收入同比(%)	-18.54	-0.91	4.37	2.02	2.82
归母净利润(百万元)	1408.36	1444.23	2273.58	2484.09	2679.82
归母净利润同比(%)	4.61	2.55	57.42	9.26	7.88
ROE(%)	7.92	6.93	10.44	10.40	10.29
每股收益(元)	0.86	0.88	1.38	1.51	1.63
市盈率(P/E)	16.02	15.62	9.92	9.08	8.42

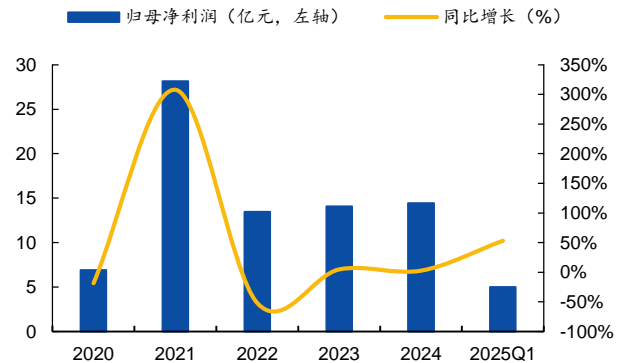
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：最近 5 年营业收入



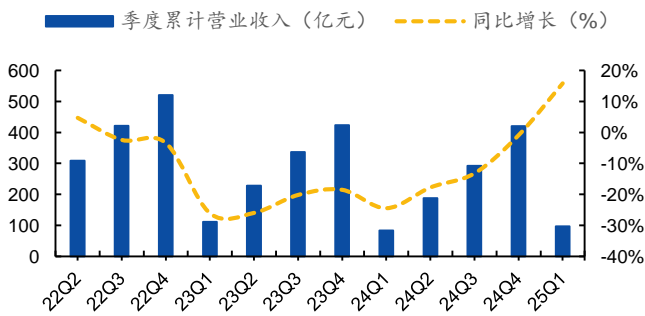
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：最近 5 年净利润



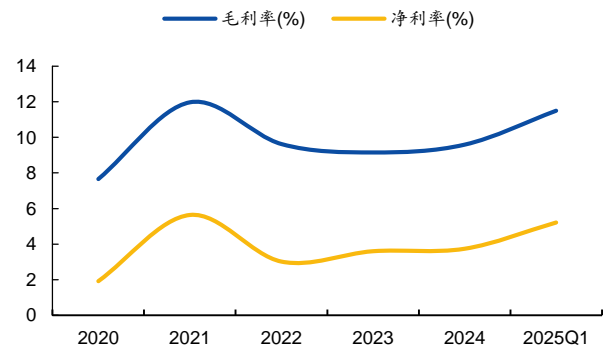
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：近 12 个季度营业收入（季度累计）情况



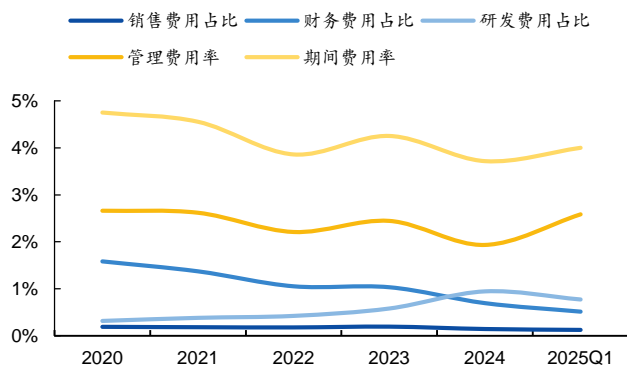
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：毛利率和净利率情况



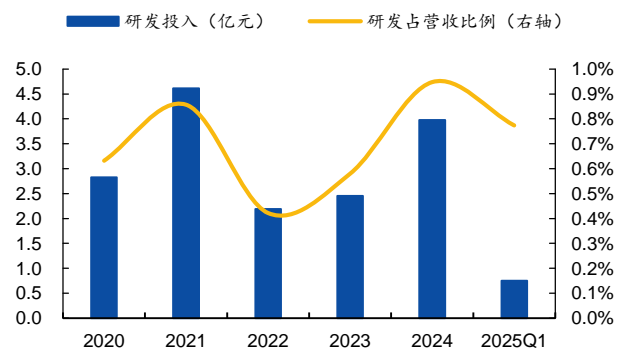
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：期间费用情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：近 5 年研发投入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10849.66	12278.91	12934.93	14755.11	16248.22
现金	2084.08	2544.33	2856.49	4517.03	5765.92
应收账款	502.06	648.87	600.29	624.54	649.42
其他应收款	624.07	703.71	678.35	705.66	728.42
预付账款	245.96	17.55	134.92	117.02	110.29
存货	6468.36	7546.16	7750.85	7904.41	8107.01
其他流动资产	925.14	818.29	914.02	886.44	887.15
非流动资产	26210.83	24364.05	24271.36	23830.21	23359.56
长期投资	1166.86	881.27	976.47	944.73	955.31
固定资产	17092.37	16450.15	16187.08	15826.36	15495.57
无形资产	3370.96	3168.24	3018.36	2858.87	2695.37
其他非流动资产	4580.65	3864.39	4089.46	4200.25	4213.31
资产总计	37060.49	36642.96	37206.29	38585.32	39607.77
流动负债	7816.33	7512.90	7688.86	7543.26	7642.53
短期借款	2106.51	1200.00	1200.00	1200.00	1200.00
应付账款	1580.71	1400.44	1452.31	1497.48	1525.05
其他流动负债	4129.11	4912.46	5036.55	4845.78	4917.48
非流动负债	10434.09	7213.20	6547.73	5802.04	4364.59
长期借款	8752.16	5812.48	5370.39	4512.05	3098.68
其他非流动负债	1681.93	1400.72	1177.34	1289.99	1265.90
负债合计	18250.42	14726.10	14236.59	13345.30	12007.12
少数股东权益	1019.78	1069.22	1192.23	1365.81	1546.38
股本	1645.80	1645.80	1645.80	1645.80	1645.80
资本公积	8327.72	8343.10	8343.10	8343.10	8343.10
留存收益	7821.57	8796.93	10757.81	12683.46	14777.23
归属母公司股东权益	17790.29	20847.64	21777.47	23874.21	26054.28
负债和股东权益	37060.49	36642.96	37206.29	38585.32	39607.77

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2193.05	3404.72	3726.39	4097.98	4258.43
净利润	1526.43	1570.37	2396.58	2657.67	2860.39
折旧摊销	1525.73	1518.70	1404.25	1456.18	1501.35
财务费用	438.39	292.42	291.62	249.03	198.20
投资损失	-121.83	-192.06	-154.54	-161.60	-164.32
营运资金变动	-1596.40	-497.81	-382.76	-64.37	-142.15
其他经营现金流	420.73	713.10	171.24	-38.94	4.97
投资活动现金流	-613.03	-299.50	-1224.41	-907.54	-934.54
资本支出	1024.90	909.31	991.73	824.49	890.86
长期投资	0.00	-604.51	158.76	-43.85	6.04
其他投资现金流	411.87	5.30	-73.92	-126.90	-37.64
筹资活动现金流	-1933.67	-2774.31	-2189.82	-1529.91	-2075.00
短期借款	-380.63	-906.51	0.00	0.00	0.00
长期借款	806.78	-2939.68	-442.09	-858.33	-1413.37
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	6.74	15.38	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-2366.57	1056.50	-1747.73	-671.57	-661.63
现金净增加额	-347.29	338.44	312.16	1660.54	1248.89

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	42359.26	41972.67	43806.89	44689.81	45950.79
营业成本	38482.08	37947.12	38712.24	39505.49	40550.40
营业税金及附加	373.22	452.38	503.78	536.28	534.39
营业费用	82.04	60.79	72.97	73.22	74.25
管理费用	1036.12	810.59	1039.93	1034.99	1036.21
研发费用	245.48	397.48	414.85	423.21	435.15
财务费用	438.39	292.42	291.62	249.03	198.20
资产减值损失	16.81	-166.84	-6.83	-14.76	-10.86
公允价值变动收益	6.30	-3.60	1.97	0.84	0.47
投资净收益	121.83	192.06	154.54	161.60	164.32
营业利润	1852.42	2097.91	3031.56	3107.28	3369.67
营业外收入	16.95	26.41	14.06	18.66	18.42
营业外支出	124.17	289.24	268.95	44.86	68.30
利润总额	1745.20	1835.08	2776.67	3081.07	3319.79
所得税	218.77	264.71	380.09	423.40	459.39
净利润	1526.43	1570.37	2396.58	2657.67	2860.39
少数股东损益	118.07	126.14	123.01	173.58	180.57
归属母公司净利润	1408.36	1444.23	2273.58	2484.09	2679.82
EBITDA	3816.54	3909.03	4727.44	4812.49	5069.22
EPS (元)	0.86	0.88	1.38	1.51	1.63

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-18.54	-0.91	4.37	2.02	2.82
营业利润(%)	0.21	13.25	44.50	2.50	8.44
归属母公司净利润(%)	4.61	2.55	57.42	9.26	7.88
获利能力					
毛利率(%)	9.15	9.59	11.63	11.60	11.75
净利率(%)	3.32	3.44	5.19	5.56	5.83
ROE(%)	7.92	6.93	10.44	10.40	10.29
ROIC(%)	6.52	6.80	9.49	9.70	10.42
偿债能力					
资产负债率(%)	49.24	40.19	38.26	34.59	30.32
净负债比率(%)	76.59	71.76	71.26	68.97	65.20
流动比率	1.39	1.63	1.68	1.96	2.13
速动比率	0.56	0.63	0.67	0.91	1.07
营运能力					
总资产周转率	1.15	1.14	1.19	1.18	1.18
应收账款周转率	54.01	50.24	48.89	50.87	50.18
应付账款周转率	24.87	25.46	27.14	26.79	26.83
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.88	1.38	1.51	1.63
每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	2.07	2.26	2.49	2.59
每股净资产(最新摊薄)	10.81	12.67	13.23	14.51	15.83
估值比率					
P/E	16.02	15.62	9.92	9.08	8.42
P/B	1.27	1.08	1.04	0.95	0.87
EV/EBITDA	7.93	7.74	6.40	6.29	5.97

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 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 指数或纳斯达克指数，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。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、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。本公司建议客户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。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100027