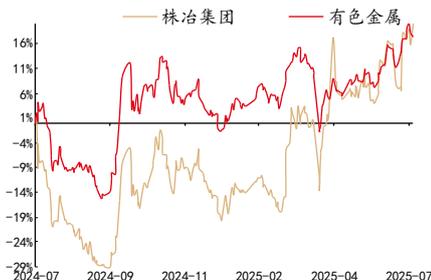


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	11.49
总股本/流通股本(亿股)	10.73 / 7.52
总市值/流通市值(亿元)	123 / 86
52周内最高/最低价	11.49 / 6.79
资产负债率(%)	50.8%
市盈率	17.41
第一大股东	湖南水口山有色金属集团有限公司

研究所

分析师: 李帅华  
SAC 登记编号: S1340522060001  
Email: lishuaihua@cnpsec.com  
研究助理: 杨丰源  
SAC 登记编号: S1340124050015  
Email: yangfengyuan@cnpsec.com

株冶集团(600961)

25年中报预增：冶炼端与矿山端向上共振

● 25Q2 归母净利润中枢为 3.28 亿元

公司发布 2025 年中报预增：经初步测算，公司预计 2025 年半年度实现归属于母公司所有者的净利润 5.6 亿元到 6.5 亿元，与上年同期相比，将增加 1.89 亿元到 2.79 亿元，同比增加 50.97% 到 75.23%。考虑到 2025 年 Q1 公司归母净利润为 2.77 亿元，Q2 归母净利润预计在 2.83-3.73 亿元之间，中枢为 3.28 亿元。

2025 年上半年，贵金属价格同比增长和锌冶炼加工费回暖，公司积极把握市场节奏，同时通过实施精细化管理，不断提升运营效能与成本控制水平，业绩同比实现较大增长。

● 冶炼：产量保持稳健，铅锌冶炼费用触底回升

2024 年，公司锌和锌合金产量为 64.25 万吨，硫酸 64.24 万吨，铅和铅合金为 10.28 万吨，黄金 3.71 吨，白银 293.56 吨，同比 2023 年基本保持了稳定。

2025 年，锌冶炼加工费不断提升。在 2024 年 10 月跌至历史低位的 1200 元/吨，锌冶炼行业出现了一定程度的行业性亏损。从 2024 年 10 月开始，加工费触底回升，截至 2025 年 7 月，已经回升到 3800 元/吨，冶炼加工费的提升预计对公司在 2025 年的业绩有较为明显的帮助。（根据我们之前的深度报告《重申株冶集团的投资价值》，市场冶炼加工费每提升 1000 元，在锌价价格保持不变的情况下，将会带来 3 亿左右的毛利提升，给予公司非常充分的业绩弹性。）

● 矿山端：利润持续提升，成为公司主要盈利来源

2023 年，公司通过重大资产重组，购入水口山有限公司 100% 股权，获得了宝贵的矿山资源。

2024 年，水口山有色实现营业收入 71.57 亿元，实现净利润 6.73 亿元，同比 2023 年的 4.11 亿元提升了 64%，占公司总归母净利润的比重超过了 85%。公司已经从铅锌冶炼为主业的公司转向了以矿山盈利为主的资源型公司。

根据水口山铅锌矿采矿权储量年报数据显示，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，金 3.24g/t，银 106.59g/t，较高的金银品位给予了公司充分的业绩保障。

2024 年，公司康家湾矿技术升级改造工程项目成功转固，预计 2025 年公司矿山产量会存在一定增量，叠加金银价格在 2025 年走高，公司利润预计因此而增厚。

### ● 盈利预测

我们预计 2025-2027 年，随着金银价格中枢稳健上移，公司矿山产销量稳中有升，预计归母净利润为 12.89/13.52/14.59 亿元，YOY 为 63.83%/4.93%/7.92%，对应 PE 为 9.57/9.12/8.45，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

金属价格超预期下跌，冶炼费用持续下跌等。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	19759	19764	19967	20031
增长率 (%)	1.82	0.03	1.02	0.32
EBITDA (百万元)	1367.78	1987.09	2067.62	2152.33
归属母公司净利润 (百万元)	786.54	1288.61	1352.12	1459.28
增长率 (%)	28.70	63.83	4.93	7.92
EPS (元/股)	0.73	1.20	1.26	1.36
市盈率 (P/E)	15.67	9.57	9.12	8.45
市净率 (P/B)	2.83	2.19	1.76	1.46
EV/EBITDA	7.32	6.28	5.46	4.64

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	19759	19764	19967	20031	营业收入	1.8%	0.0%	1.0%	0.3%
营业成本	18017	17415	17552	17711	营业利润	28.9%	62.4%	4.9%	4.8%
税金及附加	166	168	170	170	归属于母公司净利润	28.7%	63.8%	4.9%	7.9%
销售费用	26	26	26	26	<b>获利能力</b>				
管理费用	472	494	499	501	毛利率	8.8%	11.9%	12.1%	11.6%
研发费用	142	158	160	0	净利率	4.0%	6.5%	6.8%	7.3%
财务费用	76	33	12	-5	ROE	18.1%	22.8%	19.3%	17.3%
资产减值损失	-51	-11	-11	-11	ROIC	13.7%	17.4%	15.2%	13.4%
<b>营业利润</b>	<b>973</b>	<b>1580</b>	<b>1657</b>	<b>1737</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	15	10	10	0	资产负债率	50.8%	44.7%	40.1%	36.8%
营业外支出	26	8	8	0	流动比率	0.97	1.22	1.46	1.73
<b>利润总额</b>	<b>961</b>	<b>1582</b>	<b>1659</b>	<b>1737</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	159	253	266	278	应收账款周转率	75.83	71.93	90.46	90.14
<b>净利润</b>	<b>802</b>	<b>1328</b>	<b>1394</b>	<b>1459</b>	存货周转率	8.31	8.10	8.03	8.04
归母净利润	787	1289	1352	1459	总资产周转率	2.17	2.01	1.77	1.56
每股收益(元)	0.73	1.20	1.26	1.36	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.73	1.20	1.26	1.36
货币资金	375	1842	3099	4540	每股净资产	4.06	5.26	6.52	7.88
交易性金融资产	12	14	16	21	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	623	549	555	556	PE	15.67	9.57	9.12	8.45
预付款项	385	174	176	177	PB	2.83	2.19	1.76	1.46
存货	2125	2177	2194	2214	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>4049</b>	<b>5192</b>	<b>6497</b>	<b>7991</b>	净利润	802	1328	1394	1459
固定资产	4172	4354	4512	4645	折旧和摊销	315	372	396	420
在建工程	130	202	275	350	营运资本变动	-109	321	20	17
无形资产	653	640	627	614	其他	99	27	28	32
<b>非流动资产合计</b>	<b>5087</b>	<b>5325</b>	<b>5539</b>	<b>5729</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1107</b>	<b>2049</b>	<b>1838</b>	<b>1928</b>
<b>资产总计</b>	<b>9137</b>	<b>10517</b>	<b>12036</b>	<b>13721</b>	资本开支	-213	-619	-619	-621
短期借款	1913	2013	2113	2213	其他	-91	18	18	15
应付票据及应付账款	1127	919	926	935	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-304</b>	<b>-601</b>	<b>-601</b>	<b>-606</b>
其他流动负债	1131	1337	1400	1462	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>4170</b>	<b>4269</b>	<b>4439</b>	<b>4610</b>	债务融资	-768	59	59	160
其他	476	431	386	441	其他	-244	-39	-40	-42
<b>非流动负债合计</b>	<b>476</b>	<b>431</b>	<b>386</b>	<b>441</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1012</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>118</b>
<b>负债合计</b>	<b>4646</b>	<b>4700</b>	<b>4825</b>	<b>5050</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-211</b>	<b>1466</b>	<b>1257</b>	<b>1441</b>
股本	1073	1073	1073	1073					
资本公积金	3072	3072	3072	3072					
未分配利润	-1416	-323	827	2067					
少数股东权益	136	176	218	218					
其他	1625	1818	2021	2240					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4491</b>	<b>5817</b>	<b>7211</b>	<b>8670</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>9137</b>	<b>10517</b>	<b>12036</b>	<b>13721</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048