



华锡有色 (600301.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，重视锡锡共振

事件

8月14日公司发布2025年半年报：2025H1年实现收入27.87亿元，同比+23.66%；归母净利润3.82亿元，同比+9.49%。2025收入为15.43亿元，环比+23.95%，同比+19.55%；归母净利润为2.28亿元，环比+48.87%，同比+2.22%。

点评

业绩基本符合预期。2025公司主营产品锡、锡、铅和锌价格环比分别+42.98%、+3.75%、-1.36%、-5.90%，同比分别+86.08%、+1.58%、-5.89%、-2.96%。铅锡精矿、锡锭和锌锭销量环比分别+3.98%、+13.01%、-10.40%。2025公司铅锡精矿、锡锭、锌锭单位毛利分别环比+47.08%、+21.75%、-6.02%。综合来看，由于主力品种锡、锡价格同/环比均呈现上涨趋势，2025公司毛利和毛利率分别环比+32.57%、+6.97pct，分别同比+11.58%、-6.71%；我们测算毛利率水平同比下降原因或为自产锡、锡产品销量有所下滑，从而影响毛利率水平。

费用管控优秀，资本结构良好。2025公司期间费用为1.02亿元，环比+3.03%、同比持平，主要体现为研发费用增加，环比+4.76%。2025公司期间费率为6.61%，环比/同比分别-1.34pct、-1.30pct；其中，管理、研发费率环比分别-1.02pct、-0.99pct，同比分别-0.26pct、-0.43pct。截止2025末公司资产负债率为35.84%，环比、同比分别-1.52pct、-3.69pct，资本结构持续优化。

地方国有有色核心上市平台，增产上量积极推进。公司作为广西国资委旗下有色核心上市平台，积极落实《三年行动方案》，高峰公司投资建设100+105号深部开采工程项目，达产后高峰公司矿石产能由33万吨/年提升至45万吨/年；公司加快推进广西南丹县铜坑矿区锡锌矿矿产资源开发项目，顺利完成深部探矿权转为采矿权，证载生产规模扩大到350万吨/年。

锡、锡涨价有望共振。锡：目前出口修复有望较快兑现，需求拐点临近，海外重启战略备库叠加海外夏休结束，锡价有望重回上涨。锡：厄邦复产力度或不及预期，库存支撑强，全球锡矿增量项目稀疏且不确定仍大，价格继续看涨。

盈利预测、估值与评级

预计公司2025-2027年收入分别为57/68/75亿元，归母净利润分别为9.8/15.8/18.6亿元，EPS分别为1.54/2.50/2.95元，对应PE分别为17/10/9倍。维持“买入”评级。

风险提示

锡锡价格波动；项目进度不及预期；元素替代风险。

金属材料组

分析师：王钦扬 (执业 S1130523120001)

wangqinyang@gjzq.com.cn

分析师：金云涛 (执业 S1130525030002)

jinyuntao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：25.76 元

相关报告：

- 《华锡有色公司点评：自产锡、锡销量下滑，2025业绩值得期待》，2025.4.30
- 《华锡有色公司点评：采矿权变更减少当期利润，继续看好锡锡涨价》，2024.10.31
- 《华锡有色公司深度研究：锡锡涨价齐驱，成长弹性兼具》，2024.10.24



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,924	4,631	5,744	6,802	7,512
营业收入增长率	396.33%	58.40%	24.04%	18.41%	10.43%
归母净利润(百万元)	314	658	976	1,583	1,864
归母净利润增长率	1629.78%	109.79%	48.44%	62.13%	17.78%
摊薄每股收益(元)	0.496	1.040	1.543	2.502	2.947
每股经营性现金流净额	1.42	1.96	3.68	4.19	4.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.95%	16.45%	21.40%	28.89%	28.42%
P/E	51.97	24.77	16.69	10.29	8.74
P/B	4.65	4.08	3.57	2.97	2.48

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	589	2,924	4,631	5,744	6,802	7,512
增长率		396.3%	58.4%	24.0%	18.4%	10.4%
主营业务成本	-535	-1,810	-2,759	-3,315	-3,471	-3,762
%销售收入	90.8%	61.9%	59.6%	57.7%	51.0%	50.1%
毛利	54	1,113	1,872	2,430	3,331	3,750
%销售收入	9.2%	38.1%	40.4%	42.3%	49.0%	49.9%
营业税金及附加	-2	-107	-158	-201	-218	-240
%销售收入	0.3%	3.7%	3.4%	3.5%	3.2%	3.2%
销售费用	-1	-8	-11	-11	-14	-15
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-32	-206	-276	-287	-313	-323
%销售收入	5.5%	7.1%	6.0%	5.0%	4.6%	4.3%
研发费用	-1	-52	-106	-75	-88	-98
%销售收入	0.2%	1.8%	2.3%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	18	740	1,320	1,855	2,698	3,074
%销售收入	3.1%	25.3%	28.5%	32.3%	39.7%	40.9%
财务费用	1	-72	-31	-7	36	83
%销售收入	-0.1%	2.5%	0.7%	0.1%	-0.5%	-1.1%
资产减值损失	0	-11	-49	-10	-11	-12
公允价值变动收益	0	0	0	-2	-2	-2
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	20	664	1,253	1,838	2,723	3,144
营业利润率	3.4%	22.7%	27.1%	32.0%	40.0%	41.9%
营业外收支	1	0	-6	0	0	0
税前利润	21	664	1,247	1,838	2,723	3,144
利润率	3.5%	22.7%	26.9%	32.0%	40.0%	41.9%
所得税	-2	-102	-184	-276	-406	-472
所得税率	12.1%	15.3%	14.8%	15.0%	14.9%	15.0%
净利润	18	562	1,063	1,563	2,317	2,672
少数股东损益	0	248	405	586	735	808
归属于母公司的净利润	18	314	658	976	1,583	1,864
净利率	3.1%	10.7%	14.2%	17.0%	23.3%	24.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	18	562	1,063	1,563	2,317	2,672
少数股东损益	0	248	405	586	735	808
非现金支出	13	235	330	220	250	285
非经营收益	-1	71	39	87	72	83
营运资金变动	-9	33	-195	458	12	55
经营活动现金净流	21	901	1,237	2,327	2,652	3,095
资本开支	-3	-94	-114	-487	-555	-625
投资	0	0	-523	-2	-2	-2
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-3	-94	-637	-489	-557	-627
股权募资	0	593	3	0	0	0
债权募资	0	-80	-30	-204	100	200
其他	-3	-1,327	-354	-481	-735	-864
筹资活动现金净流	-3	-814	-381	-685	-635	-664
现金净流量	15	-6	218	1,153	1,459	1,804

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	153	918	1,175	2,326	3,784	5,587
应收款项	49	84	110	132	156	172
存货	0	370	718	590	647	721
其他流动资产	239	135	137	228	257	278
流动资产	440	1,507	2,139	3,276	4,843	6,759
%总资产	94.5%	22.8%	27.6%	35.9%	44.0%	51.0%
长期投资	0	0	70	70	70	70
固定资产	11	2,364	2,752	3,048	3,385	3,758
%总资产	2.4%	35.7%	35.6%	33.4%	30.8%	28.3%
无形资产	6	2,655	2,686	2,653	2,622	2,590
非流动资产	26	5,115	5,601	5,858	6,163	6,503
%总资产	5.5%	77.2%	72.4%	64.1%	56.0%	49.0%
资产总计	466	6,622	7,740	9,134	11,006	13,262
短期借款	1	1,284	711	40	40	40
应付款项	61	551	843	1,255	1,271	1,375
其他流动负债	58	207	250	334	428	484
流动负债	120	2,042	1,804	1,629	1,739	1,899
长期贷款	0	0	562	962	1,062	1,262
其他长期负债	9	272	390	409	418	424
负债	128	2,314	2,756	3,000	3,220	3,586
普通股股东权益	338	3,502	3,998	4,561	5,479	6,561
其中：股本	235	633	633	633	633	633
未分配利润	-958	1,250	2,045	2,611	3,529	4,611
少数股东权益	0	806	986	1,573	2,307	3,115
负债股东权益合计	466	6,622	7,740	9,134	11,006	13,262

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.077	0.496	1.040	1.543	2.502	2.947
每股净资产	1.436	5.537	6.321	7.211	8.662	10.371
每股经营现金净流	0.089	1.425	1.955	3.679	4.192	4.892
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.37%	8.95%	16.45%	21.40%	28.89%	28.42%
总资产收益率	3.89%	4.73%	8.50%	10.69%	14.38%	14.06%
投入资本收益率	4.67%	10.79%	17.39%	21.43%	25.21%	23.33%
增长率						
主营业务收入增长率	52.24%	396.33%	58.40%	24.04%	18.41%	10.43%
EBIT 增长率	-59.11%	4001.48%	78.51%	40.51%	45.45%	13.91%
净利润增长率	-66.59%	1629.78%	109.79%	48.44%	62.13%	17.78%
总资产增长率	3.83%	1320.51%	16.89%	18.01%	20.49%	20.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.8	3.7	3.1	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	0.0	0.0	72.0	65.0	68.0	70.0
应付账款周转天数	18.7	50.5	77.7	55.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	6.9	179.3	131.8	114.9	105.4	103.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.75%	8.50%	1.99%	-21.57%	-34.44%	-44.28%
EBIT 利息保障倍数	-30.2	10.3	43.0	277.3	-73.9	-36.9
资产负债率	27.54%	34.94%	35.60%	32.85%	29.25%	27.04%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	5
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究