

华锡有色（600301.SH）——半年报点评

二季度利润环比明显提升，聚焦资源增储扩产

优于大市

核心观点

2025年半年报：上半年实现营收 27.87 亿元，同比+23.66%；实现归母净利润 3.82 亿元，同比+9.49%。其中公司 25Q2 实现营收 15.43 亿元，同比+26.64%，环比+23.95%；实现归母净利润 2.28 亿元，同比+7.83%，环比+48.87%；公司 25Q2 业绩环比有明显提升，主要得益于自产矿销量环比有明显提升。

核心产品产销方面：上半年公司锡精矿产量 3273.80 吨，同比-6.18%，锡锭产量 6147.02 吨，同比+19.30%，锡锭销量 5781.59 吨，同比+7.39%；公司锌精矿产量 2.71 万吨，同比-1.17%，锌精矿销量 1.10 万吨，同比-4.67%，锌锭产量 1.65 万吨，同比+8.47%，锌锭销量 1.65 万吨，同比+8.06%；公司铅锑精矿产量 7845.67 吨，同比+4.82%，铅锑精矿销量 6824.97 吨，同比-8.71%，锑锭产量 408 吨，锑锭销量 170.60 吨。

业务利润结构方面：上半年公司锡锭业务实现毛利 3.21 亿元，占毛利总额 31.68%，锑锭和铅锑精矿业务实现毛利 4.13 亿元，占毛利总额 40.73%；锌锭和锌精矿业务实现毛利 1.65 亿元，占毛利总额 16.27%。公司在产矿山以多金属矿山为主，其中锡矿和锑矿利润占比相对较高。

聚焦资源增储，抓实重大项目：公司二一五地质队围绕地质找矿主责主业，积极推进矿山生产探矿和矿区深边部地质找矿勘查工作；其中，佛子矿于 2025 年 4 月实现增储，保有铅锌资源矿石储量达 1093.3 万吨，较 2024 年末披露的储量增幅达 93.59%。公司积极推进项目扩产扩能：①铜坑矿区锡锌矿矿产资源开发项目加快推进，于 2025 年 4 月实现探转采，采矿证证载规模由原 237.6 万吨/年提升至 350 万吨/年；②高峰矿 100+105 号矿体深部开采工程项目加快推进；③佛子矿 2024 年成功注入到上市公司，华锡集团承诺佛子公司采矿权 2024-2026 年累计实现的净利润数不低于 1.18 亿元，佛子公司于 2024 年实现净利润为 6617.68 万元，于 2025 年上半年实现净利润为 3830.07 万元，总计完成总业绩承诺的 88.54%。

风险提示：项目建设进度不达预期，核心产品销售价格不达预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

略微下调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收为 53.49/56.77/63.65（原预测 54.69/59.75/64.99）亿元，同比增速 15.5%/6.1%/11.9%；归母净利润为 10.01/10.65/12.82（原预测 11.74/12.85/14.00）亿元，同比增速 52.2%/6.4%/20.3%；摊薄 EPS 为 1.58/1.68/2.03 元，当前股价对应 PE 为 16/15/13 倍。考虑到公司是国内为数不多的以锡矿和锑矿作为主要矿种的企业，未来核心矿种产销量规模有望持续提升，有望充分享受锡价和锑价上涨带来的利润弹性，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,924	4,631	5,349	5,677	6,353
(+/-%)	396.3%	58.4%	15.5%	6.1%	11.9%
净利润(百万元)	314	658	1,001	1,065	1,282
(+/-%)	1629.8%	109.8%	52.2%	6.4%	20.3%
每股收益(元)	0.50	1.04	1.58	1.68	2.03
EBIT Margin	25.3%	28.5%	32.6%	31.8%	33.6%
净资产收益率 (ROE)	9.0%	16.5%	21.3%	19.6%	20.2%
市盈率 (PE)	52.0	24.8	16.3	15.3	12.7
EV/EBITDA	19.6	12.0	9.3	8.8	7.6
市净率 (PB)	4.65	4.08	3.47	2.99	2.57

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·小金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyaohong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	25.76 元
总市值/流通市值	16295/7093 百万元
52 周最高价/最低价	26.75/13.92 元
近 3 个月日均成交额	196.61 百万元

市场走势



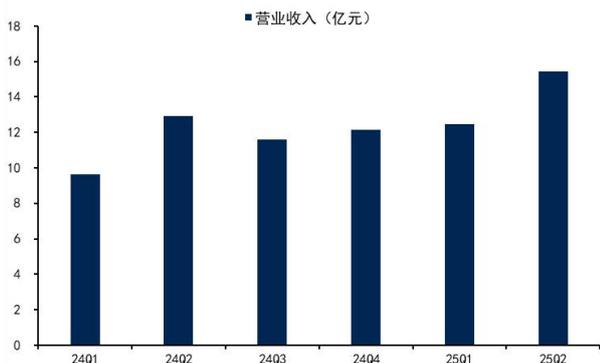
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华锡有色（600301.SH）财报点评：矿山产量有望持续提升，受益于锡、锑价格上涨》——2025-05-12

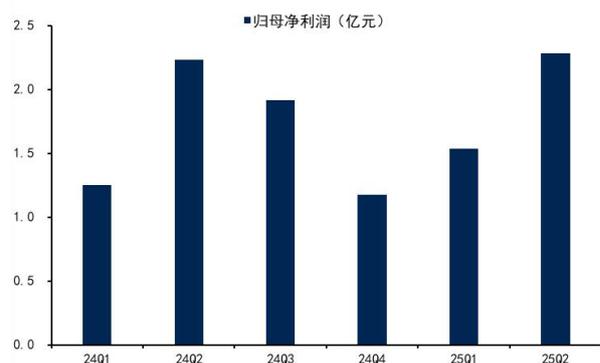
公司发布 2025 年半年报：上半年实现营收 27.87 亿元，同比+23.66%；实现归母净利润 3.82 亿元，同比+9.49%；实现扣非净利润 3.74 亿元，同比+12.65%；实现经营活动产生的现金流量净额 5.34 亿元，同比-15.85%。其中公司 25Q2 实现营收 15.43 亿元，同比+26.64%，环比+23.95%；实现归母净利润 2.28 亿元，同比+7.83%，环比+48.87%；实现扣非净利润 2.25 亿元，同比+8.84%，环比+50.63%；公司 25Q2 业绩环比有明显提升，主要得益于自产矿销量环比有明显提升。

图1：公司单季度营业收入



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度归母净利润

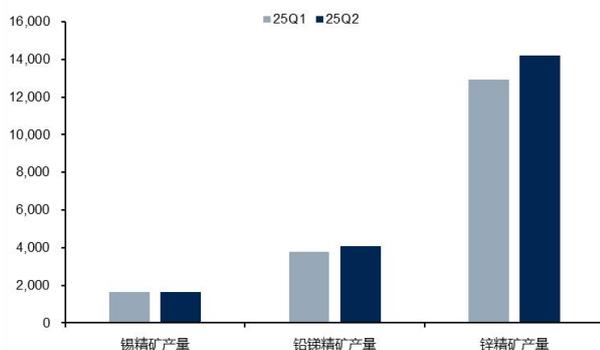


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

核心产品产销方面：2025 年上半年，公司锡精矿产量 3273.80 吨，同比-6.18%，锡锭产量 6147.02 吨，同比+19.30%，锡锭销量 5781.59 吨，同比+7.39%；公司锌精矿产量 2.71 万吨，同比-1.17%，锌精矿销量 1.10 万吨，同比-4.67%，锌锭产量 1.65 万吨，同比+8.47%，锌锭销量 1.65 万吨，同比+8.06%；公司铅锑精矿产量 7845.67 吨，同比+4.82%，铅锑精矿销量 6824.97 吨，同比-8.71%，锑锭产量 408 吨，锑锭销量 170.60 吨。展望未来，公司多项扩产工作正同步进行，且集团资产有进一步注入预期，公司核心产品产销规模有望持续提升。

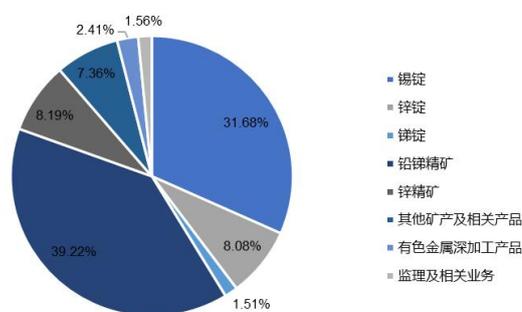
业务利润结构方面：2025 年上半年，公司锡锭业务实现毛利 3.21 亿元，占毛利总额 31.68%，锑锭和铅锑精矿业务实现毛利 4.13 亿元，占毛利总额 40.73%；锌锭和锌精矿业务实现毛利 1.65 亿元，占毛利总额 16.27%。公司在产矿山以多金属矿山为主，其中锡矿和锑矿利润占比相对较高，有望充分享受锡价和锑价上涨带来的利润弹性。

图3：公司 2025 年上半年自产矿产量变化（金属吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

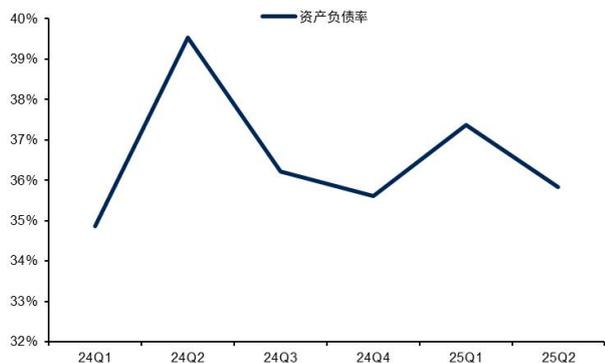
图4：公司 2025 年上半年毛利构成



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

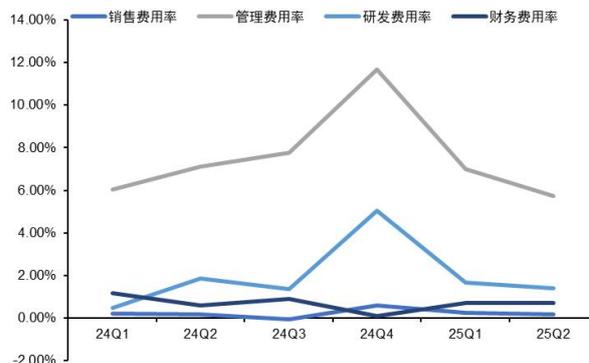
财务数据方面：①截止至 2025 年半年报，公司资产负债率为 35.84%；在手货币资金 13.55 亿元，同比+18.75%；在手存货 7.95 亿元，同比+51.00%；公司现金流相对宽裕，且存货增加明显；②期间费用方面，公司 2025 年上半年销售费用约 549 万元，同比+20.99%，管理费用约 1.33 亿元，同比+9.45%，研发费用约 4275 万元，同比+49.37%，财务费用约 2001 万元，同比+5.43%。

图5：公司资产负债率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

聚焦资源增储，抓实重大项目：公司二一五地质队围绕地质找矿主责主业，积极推进矿山生产探矿和矿区深边部地质找矿勘查工作，截至 2025 年半年度，铜坑矿、高峰矿、佛子矿保有矿石资源量约 8959 万吨，保有锡、锑、铟、锌、铅、银、铜等资源金属量约 449.25 万吨。其中，佛子矿于 2025 年 4 月实现增储，保有铅锌资源矿石储量达 1093.3 万吨，较 2024 年末披露的储量增幅达 93.59%。公司同时积极推进项目扩产扩能：①铜坑矿区锡锌矿矿产资源开发项目加快推进，于 2025 年 4 月实现探转采，采矿证证载规模由原 237.6 万吨/年提升至 350 万吨/年；②高峰矿 100+105 号矿体深部开采工程项目加快推进；③佛子矿于 2024 年成功注入到上市公司，进一步提高公司资产规模和核心竞争力，华锡集团承诺佛子公司采矿权在 2024-2026 年累计实现的净利润数不低于 1.18 亿元，佛子公司于 2024 年实现净利润为 6617.68 万元，完成总业绩承诺的 56.06%，于 2025 年上半年实现净利润为 3830.07 万元，总计完成总业绩承诺的 88.54%。

表1：公司产品价格和产量假设

	单位	2024	2025E	2026E	2027E
商品价格					
锡锭	万元/吨	24.79	25.00	26.00	27.00
锑锭	万元/吨	13.01	18.00	18.00	18.00
铅锭	万元/吨	1.71	1.75	1.75	1.75
锌锭	万元/吨	2.33	2.20	2.20	2.20
核心产品产量					
锡精矿	吨	6,964.68	7,584.97	7,584.97	8,816.61
铅锑精矿	吨	15,417.70	15,746.09	15,746.09	18,074.28
锌精矿	吨	54,110.95	56,052.62	56,052.62	65,958.13
营业收入	百万元	4,630.94	5,349.30	5,676.74	6,352.65
营业成本	百万元	2,759.06	3,013.43	3,242.89	3,515.49
综合毛利率		40.42%	43.67%	42.87%	44.66%
归属于母公司股东的净利润	百万元	657.74	1,001.31	1,065.33	1,281.70
YOY		87.72%	52.23%	6.39%	20.31%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：维持“优于大市”评级。略微下调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收为 53.49/56.77/63.65 (原预测 54.69/59.75/64.99) 亿元，同比增速 15.5%/6.1%/11.9%；归母净利润为 10.01/10.65/12.82 (原预测 11.74/12.85/14.00) 亿元，同比增速 52.2%/6.4%/20.3%；摊薄 EPS 为 1.58/1.68/2.03 元，当前股价对应 PE 为 16/15/13 倍。考虑到公司是国内为数不多的以锡矿和锑矿作为主要矿种的企业，未来核心矿种产销量规模有望持续提升，有望充分享受锡价和锑价上涨带来的利润弹性，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	918	1175	2107	3126	4448	营业收入	2924	4631	5349	5677	6353
应收款项	80	106	123	130	146	营业成本	1810	2759	3013	3243	3515
存货净额	370	718	775	825	897	营业税金及附加	107	158	182	193	216
其他流动资产	139	140	162	172	192	销售费用	8	11	11	11	13
流动资产合计	1507	2139	3166	4254	5683	管理费用	206	276	376	394	432
固定资产	2364	2752	2657	2542	2411	研发费用	52	106	107	114	127
无形资产及其他	2057	2057	1975	1892	1810	财务费用	72	31	40	43	48
投资性房地产	693	792	792	792	792	投资收益	0	(0)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	9	53	(60)	(60)	(60)
资产总计	6622	7740	8590	9479	10696	其他收入	(65)	(195)	(25)	(31)	(45)
短期借款及交易性金融负债	1284	711	500	300	200	营业利润	664	1253	1642	1701	2024
应付款项	468	706	761	810	881	营业外净收支	(0)	(6)	0	0	0
其他流动负债	289	387	433	461	502	利润总额	664	1247	1642	1701	2024
流动负债合计	2042	1804	1694	1571	1583	所得税费用	102	184	271	255	304
长期借款及应付债券	0	562	562	562	562	少数股东损益	248	405	370	381	439
其他长期负债	272	390	390	390	390	归属于母公司净利润	314	658	1001	1065	1282
长期负债合计	272	952	952	952	952	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2314	2756	2646	2523	2535	净利润	314	658	1001	1065	1282
少数股东权益	806	986	1245	1512	1819	资产减值准备	9	53	26	(0)	(3)
股东权益	3502	3998	4699	5445	6342	折旧摊销	210	263	291	338	356
负债和股东权益总计	6622	7740	8590	9479	10696	公允价值变动损失	0	0	60	60	60
关键财务与估值指标						财务费用	86	40	40	43	48
每股收益	0.50	1.04	1.58	1.68	2.03	营运资本变动	(70)	22	32	9	1
每股红利	0.42	0.55	0.47	0.51	0.61	其它	438	240	233	267	310
每股净资产	5.54	6.32	7.43	8.61	10.03	经营活动现金流	901	1237	1644	1739	2006
ROIC	22%	20%	23%	26%	32%	资本开支	(94)	(114)	(200)	(200)	(200)
ROE	9%	16%	21%	20%	20%	其它投资现金流	0	(523)	0	0	0
毛利率	38%	40%	44%	43%	45%	投资活动现金流	(94)	(637)	(200)	(200)	(200)
EBIT Margin	25%	29%	33%	32%	34%	权益性融资	0	3	0	0	0
EBITDA Margin	32%	34%	38%	38%	39%	负债净变化	0	562	0	0	0
收入增长	396%	58%	16%	6%	12%	支付股利、利息	(265)	(351)	(300)	(320)	(385)
净利润增长率	1630%	110%	52%	6%	20%	其它融资现金流	(549)	(596)	(211)	(200)	(100)
资产负债率	47%	48%	45%	43%	41%	融资活动现金流	(814)	(381)	(512)	(520)	(485)
股息率	1.6%	2.2%	1.8%	2.0%	2.4%	现金净变动	(6)	218	932	1020	1322
P/E	52.0	24.8	16.3	15.3	12.7	货币资金的期初余额	899	897	1175	2107	3126
P/B	4.7	4.1	3.5	3.0	2.6	货币资金的期末余额	893	1115	2107	3126	4448
EV/EBITDA	19.6	12.0	9.3	8.8	7.6	企业自由现金流	1100	1261	1578	1681	1970
						权益自由现金流	1020	1231	1354	1496	1915

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032