

2025年08月23日

金石资源 (603505)

——萤石价格同环比略有下滑，选化一体项目利润逐步兑现，蒙古项目顺利推进

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **公司发布 2025 年半年报，业绩略低于预期。** 25H1 公司实现营业收入 17.26 亿元 (YoY+54%)，归母净利润 1.26 亿元 (YoY-25%)，扣非后归母净利润 1.28 亿元 (YoY-24%)，毛利率 19.52% (YoY-7.01 pct)，净利率 9.7% (YoY-6.02 pct)，业绩略低于预期。其中 25Q2 公司实现营业收入为 8.67 亿元 (YoY+29%，QoQ+1%)，归母净利润为 0.59 亿元 (YoY-45%，QoQ-11%)，扣非后归母净利润为 0.59 亿元 (YoY-45%，QoQ-14%)，毛利率 20.53% (YoY-9.95 pct，QoQ+2.04 pct)，净利率 8.61% (YoY-8.32 pct，QoQ-2.19 pct)。我们预计 25Q2 公司归母净利润同环比下滑的主要原因系，萤石价格同环比下滑，蒙古项目管理费用及财务费用增加。此外，受锂产业周期影响，25H1 金石新材料和江西金岭归母净利润亏损 2754 万元。
- **25Q2 单一矿量增价跌，子公司技改影响部分利润，下半年盈利有望修复。** 25H1 公司单一矿产销量 18.59/15.44 万吨，同比+0.28/-0.49 万吨，其中 25Q2 产销量 10.79/8.84 万吨，同比-1.92/-1.69 万吨，环比+2.99/+2.24 万吨。据百川盈孚数据，25Q2 国内的 97 萤石湿粉均价 3546 元/吨 (YoY-3%，QoQ-4%)，需求萎靡下萤石价格有所承压。此外，翔振矿业因实施竖井提升改造以及选矿厂技改扩产项目，自给原矿减少、外购原矿增加，导致 25H1 利润同比减少近 2000 万元，相关项目预计 25 年底前完成，预计将显著提升该子公司盈利。随着 9-10 月下游旺季到来，叠加北方冬季开工下滑，萤石价格有望抬升，下半年公司单一矿存量价齐升预期。此外，随着专项整治工作推进，部分不达标公司将关停退出，中长期行业供给收缩确定性较高，我们看好萤石价格中枢逐步抬升。
- **选化一体项目放量显著，氢氟酸盈利明显改善。** 根据公司公告，25H1 包钢金石实现净利润 1.26 亿元 (YoY-10%)，归属公司投资收益 5503 万元，金鄂博实现净利润 1.18 亿元 (YoY+491%)。25H1 包钢金石生产萤石精粉 39 万吨，同比增加 13.72 万吨，金鄂博无水氟化氢产销量 10.30/9.58 万吨，同比增加 5.04/4.68 万吨，营业收入 9.07 亿元 (YoY+115%)，且毛利率达到 11.57% (YoY+11.18 pct)。据百川盈孚数据，25Q2 国内的无水氟化氢均价 11206 元/吨 (YoY+4%，QoQ+0.5%)，带动金鄂博量价齐升。2 月金鄂博氟化工配套萤石精粉提质项目环评公示，该项目可年加工 18 万吨品位≥80%萤石次精粉，产出 15.19 万吨品位约为 92%的萤石精粉，有利于提升伴生矿项目萤石粉的品质及稳定性，成本优化提速，看好“选化一体”项目利润逐步兑现。
- **蒙古国项目顺利推进，费用端短期有所拖累，Q4 精粉或逐步放量贡献利润。** 7 月公司已通过转让取得外蒙古萤石采矿证，并先后成立蒙古华蒙金石有限公司 (CM Kings FILLC)、蒙古西湖有限公司 (Lacwest FILLC)，分别作为萤石矿山及预处理、独立浮选厂的运营主体。25H1 蒙古国项目预处理原矿约 20 万吨、生产 40%-45%品位的萤石块矿近 4 万吨，但受到汇兑损失、银行贷款利息等导致财务费用增加，以及管理费用主要是人工成本支出较大等因素的影响，蒙古项目归母净利润亏损 1704 万元 (其中汇兑损失 644 万元)。根据公司半年报，蒙古预处理项目完成整体建设并开始试生产；配套选矿厂完成建设安装进度的 85%左右，计划 10 月底前启动单机试车并出产萤石精粉；电力、供水、尾矿库土地等的审批流程与建设工作均按计划全力推进。
- **投资分析意见：** 受国内安全生产要求日益趋严，萤石价格有望继续上行，公司通过技术转化进入伴生萤石资源领域和锂云母细泥提锂领域，投资开发蒙古国萤石资源，进一步推进“资源+技术”两翼驱动战略，同时向下游拓展布局氟化工领域，打开新的上下游成长空间。考虑到萤石价格有所下跌，锂产业仍处周期底部，我们下调公司 2025-27 年归母净利润预测为 3.38、5.68、7.63 亿元 (前值为 5.23、7.15、9.08 亿元)，对应的 EPS 分别为 0.40、0.68、0.91 元，对应当前股价对应的 PE 为 42X、25X、19X，可比公司 26 年平均 PE 为 28 倍 (赣锋锂业、川发龙麟、盐湖股份)，我们仍然看好萤石价格中枢抬升，公司新项目逐步放量兑现利润，维持增持评级。
- **风险提示：** 1.萤石价格持续下跌；2.环保执行力度不到位，各地复产超预期；3.下游空调、汽车等产销量持续下滑；4.新项目进展低于预期。

市场数据： 2025年08月22日

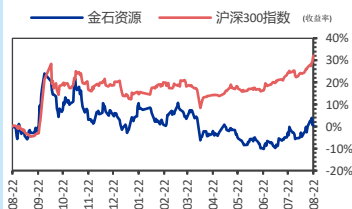
收盘价 (元) 16.80
 一年内最高/最低 (元) 32.22/15.43
 市净率 8.4
 股息率% (分红/股价) 0.89
 流通 A 股市值 (百万元) 14,140
 上证指数/深证成指 3,825.76/12,166.06

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年06月30日

每股净资产 (元) 2.81
 资产负债率% 67.30
 总股本/流通 A 股 (百万) 842/842
 流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
 maxy@swsresearch.com
 宋涛 A0230516070001
 songtao@swsresearch.com

研究支持

李绍程 A0230525070002
 lisc@swsresearch.com

联系人

马昕晔
 (8621)23297818x
 maxy@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2,752	1,726	3,746	4,591	5,003
同比增长率 (%)	45.2	54.2	36.1	22.5	9.0
归母净利润 (百万元)	257	126	338	568	763
同比增长率 (%)	-26.3	-24.7	31.5	68.1	34.2
每股收益 (元/股)	0.43	0.15	0.40	0.68	0.91
毛利率 (%)	21.1	19.5	21.2	26.0	29.2
ROE (%)	16.1	7.5	17.5	22.7	23.4
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,896	2,752	3,746	4,591	5,003
其中：营业收入	1,896	2,752	3,746	4,591	5,003
减：营业成本	1,240	2,173	2,951	3,399	3,540
减：税金及附加	47	54	112	138	145
主营业务利润	609	525	683	1,054	1,318
减：销售费用	8	10	22	28	30
减：管理费用	116	145	210	262	275
减：研发费用	49	63	97	119	125
减：财务费用	35	72	40	27	18
经营性利润	401	235	314	618	870
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-6	-6	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-9	-24	0	0	0
加：投资收益及其他	70	93	97	169	199
营业利润	456	300	410	786	1,069
加：营业外净收入	-5	-7	-8	-8	-7
利润总额	450	293	402	778	1,062
减：所得税	74	38	63	141	167
净利润	376	255	339	638	895
少数股东损益	27	-2	1	70	132
归属于母公司所有者的净利润	349	257	338	568	763

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。