

## 铜冶炼拖累业绩，期待铜矿镓锗项目投产

2025 年 08 月 24 日

➤ **事件：公司发布 2025 年半年报。**2025H1 公司实现营收 32.7 亿元，同比 +34.9%，归母净利润 0.9 亿元，同比-81.2%，扣非归母净利润 0.1 亿元，同比-98.3%。**单季度看**，25Q2 营收 17.3 亿元，同比+33.6%，环比+12.6%，归母净利润-0.5 亿元，同环比由盈转亏，扣非归母净利润-0.4 亿元，同环比由盈转亏。

➤ **锂：锂价下跌，盈利能力下滑。**1) **量**：25H1 锂盐销量 1.8 万吨，同比增加 6.4%，对外直接销售锂辉石精矿 3.5 万吨，其中 Q2 锂盐销量 0.9 万吨，环比基本持平；2) **价**：25H1 国内碳酸锂均价 7.0 万元，同比-32.0%，其中 25Q2 均价 6.5 万元，环比-13.6%；3) **本&利**：公司通过调整锂辉石原料占比等方式持续降本，但由于锂价下跌，25H1 锂业务毛利率 10.9%，同比下降 24.7pct。

➤ **铷：资源优势突出，业绩持续增长。**25H1 实现营收 7.1 亿元，同比增加 50.4%，毛利 5.1 亿元，同比增加 50.2%。分产品来看，25H1 铷精细化工营收 4.1 亿元，同比增加 24.9%，毛利 3.1 亿元，同比增加 26.6%，甲酸铷营收 3.0 亿元，同比增加 107.6%，毛利 2.0 亿元，同比增加 110.6%；单季度来看，25Q2 铷业务营收 3.6 亿元，环比增加 5.2%，毛利 2.8 亿元，环比增加 21.2%。公司铷业务资源优势突出，业绩有望保持快速增长。

➤ **铜冶炼拖累业绩，预计下半年亏损将明显减少。**25H1 全球铜精矿紧缺导致铜冶炼加工费显著下降，公司纳米比亚铜冶炼亏损约 2.0 亿元，分季度来看，25Q2 亏损约 1.0 亿元，环比基本持平，拖累业绩。公司已计划关停铜冶炼产线，预计下半年对业绩拖累将明显减小。

➤ **铜、镓锗项目按计划推进，25 年开始逐步贡献利润。**1) **铜**：2024 年完成对赞比亚 Kitumba 铜矿 65%股权的收购，规划 6 万吨一体化铜产能，采矿、选矿工程分别 25 年 3 月、7 月开工建设，目前 330KV 输变电路已完成 EPC 招标，项目按计划如期推进，公司规划 26 年投产并达产；2) **镓锗**：2024 年 8 月完成对纳米比亚 Tsumeb 项目 98%股权收购，尾渣中镓锗资源丰富，规划 33 吨镓、11 吨锗、1.09 万吨锌产能，目前火法冶炼工艺的第一条回转窑安装建设工作顺利进行，公司规划 25 年完成火法段建设并产出合格产品实现销售。

➤ **投资建议**：锂盐降本持续推进，铷优势稳固，布局铜矿、镓锗打造新的盈利增长点，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 5.2、15.7 和 30.1 亿元，对应 8 月 22 日收盘价的 PE 为 56、19 和 10 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**：锂价超预期下跌，扩产项目进度不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,364	6,392	6,918	10,626
增长率 (%)	-10.8	19.2	8.2	53.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	757	523	1,574	3,006
增长率 (%)	-65.7	-30.9	200.6	91.0
每股收益 (元)	1.05	0.73	2.18	4.17
PE	39	56	19	10
PB	2.4	2.4	2.1	1.8

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价）

### 推荐

维持评级

当前价格：

40.56 元



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**分析师 南雪源**

执业证书：S0100525080002

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

### 相关研究

- 中矿资源 (002738.SZ) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：铜冶炼拖累 Q1 业绩，铜矿镓锗项目加速推进-2025/04/26
- 中矿资源 (002738.SZ) 动态报告：铜锗项目可研落地，多金属平台加速形成-2025/01/05
- 中矿资源 (002738.SZ) 2024 年三季报点评：业绩短期承压，铜、镓锗项目加速推进-2024/10/30
- 中矿资源 (002738.SZ) 深度报告：地勘赋能，多金属矿业新星展宏图-2024/08/23
- 中矿资源 (002738.SZ) 2024 年半年报点评：锂盐成本持续优化，多矿种布局助力穿越周期-2024/08/16

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,364	6,392	6,918	10,626
营业成本	3,607	4,722	3,721	4,684
营业税金及附加	183	217	235	361
销售费用	39	45	48	74
管理费用	361	441	484	765
研发费用	113	141	152	234
EBIT	1,110	897	2,352	4,624
财务费用	216	214	215	204
资产减值损失	-31	-51	0	0
投资收益	44	42	45	70
<b>营业利润</b>	<b>941</b>	<b>676</b>	<b>2,186</b>	<b>4,494</b>
营业外收支	19	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>960</b>	<b>676</b>	<b>2,186</b>	<b>4,494</b>
所得税	206	155	503	1,124
净利润	754	520	1,683	3,371
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>757</b>	<b>523</b>	<b>1,574</b>	<b>3,006</b>
EBITDA	1,531	1,335	2,841	5,168

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,084	3,460	4,350	5,307
应收账款及票据	776	656	710	1,091
预付款项	116	212	167	210
存货	2,142	2,517	2,024	2,547
其他流动资产	1,018	919	735	897
<b>流动资产合计</b>	<b>8,137</b>	<b>7,765</b>	<b>7,985</b>	<b>10,053</b>
长期股权投资	25	25	25	25
固定资产	3,133	3,617	4,123	4,676
无形资产	2,431	2,427	2,420	2,413
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,056</b>	<b>9,812</b>	<b>10,712</b>	<b>11,757</b>
<b>资产合计</b>	<b>17,193</b>	<b>17,577</b>	<b>18,697</b>	<b>21,810</b>
短期借款	1,486	1,486	1,486	1,486
应付账款及票据	554	566	446	561
其他流动负债	1,278	1,515	1,322	1,700
<b>流动负债合计</b>	<b>3,318</b>	<b>3,566</b>	<b>3,254</b>	<b>3,747</b>
长期借款	342	32	32	32
其他长期负债	1,045	1,325	1,324	1,324
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,387</b>	<b>1,356</b>	<b>1,356</b>	<b>1,356</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,705</b>	<b>4,923</b>	<b>4,610</b>	<b>5,103</b>
股本	721	721	721	721
少数股东权益	307	304	413	778
<b>股东权益合计</b>	<b>12,488</b>	<b>12,654</b>	<b>14,087</b>	<b>16,707</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>17,193</b>	<b>17,577</b>	<b>18,697</b>	<b>21,810</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-10.80	19.17	8.22	53.61
EBIT 增长率	-57.00	-19.25	162.38	96.59
净利润增长率	-65.72	-30.85	200.65	91.03
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	32.75	26.13	46.21	55.92
净利率	14.11	8.19	22.75	28.29
总资产收益率 ROA	4.40	2.98	8.42	13.78
净资产收益率 ROE	6.21	4.24	11.51	18.87
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.45	2.18	2.45	2.68
速动比率	1.56	1.28	1.70	1.88
现金比率	1.23	0.97	1.34	1.42
资产负债率 (%)	27.36	28.01	24.65	23.40
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	52.83	37.49	37.49	37.49
存货周转天数	216.77	198.50	198.50	198.50
总资产周转率	0.32	0.37	0.38	0.52
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.05	0.73	2.18	4.17
每股净资产	16.88	17.12	18.95	22.08
每股经营现金流	0.69	1.25	3.23	4.55
每股股利	0.50	0.35	1.04	1.99
<b>估值分析</b>				
PE	39	56	19	10
PB	2.4	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	18.23	20.91	9.82	5.40
股息收益率 (%)	1.23	0.85	2.57	4.90

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	754	520	1,683	3,371
折旧和摊销	421	438	489	544
营运资金变动	-776	-114	148	-617
<b>经营活动现金流</b>	<b>500</b>	<b>902</b>	<b>2,328</b>	<b>3,280</b>
资本开支	-1,007	-1,208	-1,377	-1,576
投资	109	-59	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-881</b>	<b>-1,075</b>	<b>-1,124</b>	<b>-1,506</b>
股权募资	54	0	0	0
债务募资	429	-39	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-357</b>	<b>-451</b>	<b>-315</b>	<b>-816</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-727</b>	<b>-624</b>	<b>889</b>	<b>957</b>

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048