

中矿资源 (002738.SZ)

铜冶炼厂拖累公司业绩，铯铷业务构筑业绩支撑

事件: 公司披露 2025 年中报。上半年公司实现营收 32.7 亿元,同比+35%,毛利率 18%;归母净利 0.9 亿元,同比-81%,净利率 2.7%,实际业绩位于业绩预报偏上限。分季度看,2025Q1/Q2 公司实现营收 15.4/17.3 亿元,Q2 同环比+34%/+13%,毛利率 22%/14%;归母净利 1.4/-0.5 亿元,Q2 同环比转亏,净利率 8.8%/-2.6%。

毛利结构: 2025H1 实现毛利 5.9 亿元,同比-35%,其中锂盐 1.4 亿元(同比-75%),铯铷 5.1 亿元(同比+50%),铜冶炼毛亏损 1 亿元。**我们判断,2025H1 业绩下滑主因锂价下跌及铜冶炼厂亏损。**

铯铷: 2025H1 铯铷业务盈利大幅增长。毛利实现 5.1 亿元,同比+50%,2025Q2 约 2.8 亿元,环比+22%。其中铯铷盐精细化工毛利 3.11 亿元,同比+27%;甲酸铯业务毛利 2.01 亿元,同比+111%。铯铷业务高增,对冲其他板块业绩压力。

锂盐: 上半年锂盐业务量增价减。(1) 价: 2025Q2 电碳均价为 6.55 万元/吨,环比下跌 13%。(2) 量: 2025H1 公司销售锂盐 1.8 万吨,同比增长 6.4%,2025Q2 环比基本持平。此外,由于公司 2.5 万吨产线停产技改及成本压力,公司对外销售约 3.5 万吨锂精矿,折合约 0.4 万吨 LCE,2025H1 合计出货 2.2 万吨 LCE。(3) 利: 公司通过提高锂辉石/透锂长石精矿配比等多举措降本,但由于 Q2 以来锂价跌速过快,公司单吨盈利空间受到冲击,2025H1 毛利 1.4 亿元,同比-75%,毛利率同比降 25pct 至 11%。此外,因锂价下跌,公司于 2025Q2 计提约 0.4 亿元资产减值损失。

铜冶炼: Tsumeb 铜冶炼业务受全球铜精矿供应紧张导致行业加工费显著下降影响,我们预计 2025H1 铜冶炼业务净亏损约 2 亿元。

2025H2 锂盐业务盈利有望改善,稀有+铜业务构筑业绩支撑。(1) 锂: 公司通过自产+外销矿的形式兑现产品产销指引;2025Q3 以来,锂价震荡冲高至 8 万元/吨以上,公司锂盐盈利面有望大幅好转;随着国内锂盐厂技改项目完成,公司有望实现进一步降本。(2) 铯铷: 铯铷业务贡献公司盈利基本盘,支撑公司平稳度过业务调整期有望凭借市场地位实现量价齐升。(3) 锗镓: 规划 20 万吨多金属综合循环回收项目,对应金属产能 33 吨锗,11 吨镓,1.1 万吨锌,公司预计 2025 年完成火法冶炼工艺建设。(4) 铜: 我们预计 Tsumeb 铜冶炼业务影响接近尾声;Kitumba 铜矿 6 万吨/年一体化力争 2026 年完成建设并达产达标;五年内将铜产能扩至 10 万吨/年以上。

投资建议: 下半年公司锂盐盈利有望改善,非锂业务陆续落地贡献业绩增长极。因铜冶炼厂亏损超预期,我们下调今年业绩预测。预计公司 2025-2027 年归母净利 6.4/14.6/22.7 亿元,PE45/20/13x,维持“增持”评级。

风险提示: 项目建设不及预期;金属价格波动;地缘政治风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,013	5,364	6,278	7,038	10,807
增长率 yoy (%)	-25.2	-10.8	17.0	12.1	53.6
归母净利润(百万元)	2,208	757	644	1,455	2,270
增长率 yoy (%)	-33.0	-65.7	-14.9	125.9	56.0
EPS 最新摊薄(元/股)	3.06	1.05	0.89	2.02	3.15
净资产收益率(%)	18.1	6.2	5.1	10.7	14.9
P/E(倍)	13.3	38.7	45.4	20.1	12.9
P/B(倍)	2.4	2.4	2.3	2.1	1.9

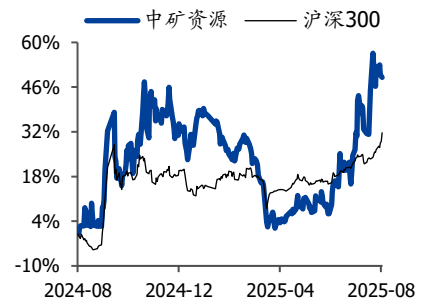
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 22 日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	小金属
前次评级	增持
08 月 22 日收盘价(元)	40.56
总市值(百万元)	29,263.71
总股本(百万股)	721.49
其中自由流通股(%)	98.55
30 日日均成交量(百万股)	31.33

股价走势



作者

分析师 张航

执业证书编号: S0680524090002

邮箱: zhanghang@gszq.com

研究助理 何承洋

执业证书编号: S0680124070005

邮箱: hechengyang@gszq.com

相关研究

- 1、《中矿资源(002738.SZ): 锂价下跌拖累公司业绩, 铯铷业务提供盈利安全垫》 2025-04-27
- 2、《中矿资源(002738.SZ): 业绩预告点评: 锂铯销售环比回暖, 多金属并行开发进展顺利》 2025-01-22
- 3、《中矿资源(002738.SZ): 投资建设铜矿及综合循环回收项目, 多金属布局稳步推进》 2024-12-28

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8063	8137	9736	10831	13779
现金	4915	4084	5090	6455	7595
应收票据及应收账款	374	776	916	1006	1531
其他应收款	156	88	102	115	176
预付账款	168	116	145	125	186
存货	1445	2142	2634	2273	3392
其他流动资产	1004	930	849	857	898
非流动资产	7822	9056	8838	8692	8537
长期投资	39	25	25	25	25
固定资产	2178	3133	2840	2564	2300
无形资产	1853	2431	2300	2169	2038
其他非流动资产	3752	3467	3674	3935	4174
资产总计	15885	17193	18574	19523	22315
流动负债	2293	3318	3976	3837	4652
短期借款	914	1486	1986	1986	1986
应付票据及应付账款	253	554	514	445	660
其他流动负债	1126	1278	1476	1406	2006
非流动负债	1369	1387	1665	1665	1665
长期借款	553	342	342	342	342
其他非流动负债	816	1045	1323	1323	1323
负债合计	3661	4705	5641	5502	6317
少数股东权益	46	307	300	370	758
股本	728	721	721	721	721
资本公积	5636	5324	5324	5324	5324
留存收益	6318	6354	6798	7817	9406
归属母公司股东权益	12178	12181	12633	13651	15240
负债和股东权益	15885	17193	18574	19523	22315

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3002	500	689	2207	2226
净利润	2202	754	637	1525	2658
折旧摊销	181	421	533	546	555
财务费用	100	99	45	50	50
投资损失	-13	-50	-45	-45	-45
营运资金变动	459	-776	-527	111	-1013
其他经营现金流	74	53	46	20	20
投资活动现金流	-2661	-881	-231	-355	-355
资本支出	-2171	-1007	-426	-400	-400
长期投资	-556	109	0	0	0
其他投资现金流	67	17	196	45	45
筹资活动现金流	1813	-357	553	-486	-731
短期借款	418	572	500	0	0
长期借款	-238	-211	0	0	0
普通股增加	267	-7	0	0	0
资本公积增加	2956	-312	0	0	0
其他筹资现金流	-1590	-399	53	-486	-731
现金净增加额	2146	-727	1005	1365	1140

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6013	5364	6278	7038	10807
营业成本	2718	3607	4501	3892	5778
营业税金及附加	138	183	173	252	328
营业费用	73	39	38	49	76
管理费用	384	361	379	422	432
研发费用	172	113	104	141	184
财务费用	166	216	60	70	108
资产减值损失	0	-31	-39	0	0
其他收益	95	61	52	40	40
公允价值变动收益	1	4	0	0	0
投资净收益	16	44	45	45	45
资产处置收益	-6	0	-22	0	0
营业利润	2427	941	1066	2276	3968
营业外收入	1		1	0	0
营业外支出	8		5	0	0
利润总额	2420	960	1062	2276	3968
所得税	218	206	425	751	1309
净利润	2202	754	637	1525	2658
少数股东损益	-6	-3	-7	70	389
归属母公司净利润	2208	757	644	1455	2270
EBITDA	2763	1531	1655	2892	4631
EPS (元/股)	3.06	1.05	0.89	2.02	3.15

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-25.2	-10.8	17.0	12.1	53.6
营业利润(%)	-36.3	-61.2	13.3	113.5	74.3
归属母公司净利润(%)	-33.0	-65.7	-14.9	125.9	56.0
获利能力					
毛利率(%)	54.8	32.8	28.3	44.7	46.5
净利率(%)	36.7	14.1	10.3	20.7	21.0
ROE(%)	18.1	6.2	5.1	10.7	14.9
ROIC(%)	16.9	6.0	4.3	9.5	14.7
偿债能力					
资产负债率(%)	23.0	27.4	30.4	28.2	28.3
净负债比率(%)	-26.7	-16.1	-19.7	-27.9	-31.6
流动比率	3.5	2.5	2.4	2.8	3.0
速动比率	2.6	1.6	1.6	2.0	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	14.4	9.3	7.4	7.3	8.5
应付账款周转率	12.8	11.4	11.0	11.1	14.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.06	1.05	0.89	2.02	3.15
每股经营现金流(最新摊薄)	4.16	0.69	0.95	3.06	3.08
每股净资产(最新摊薄)	16.88	16.88	17.51	18.92	21.12
估值比率					
P/E	13.3	38.7	45.4	20.1	12.9
P/B	2.4	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	8.7	15.4	16.1	8.8	5.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 22 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com