

产量保持稳定，业绩稳健增长

2025 年 08 月 28 日

➤ **事件：公司发布 2025 年半年报。**2025 年上半年公司营业收入 105.81 亿元，同比+7.67%；归母净利润 9.32 亿元，同比+3.27%；扣非净利润 9.19 亿元，同比+12.11%；其中 2025Q2，公司单季度营业收入 54.37 亿元，同比+5.47%，环比+5.69%；单季度归母净利润 4.38 亿元，同比+5.45%，环比-11.42%；单季度扣非净利润 4.34 亿元，同比+20.71%，环比-10.41%。**公司宣布中期分红，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.3 元（含税），合计派发 1.5 亿，支付比例达到 16.1%。**

➤ **矿山端：精矿产量同比略有恢复，铅锌价格同比稳定。**公司 25H1 铅锌精矿金属产量 15.16 万吨，同比增加 0.34 万吨，其中，铅/锌产量同比变化+13.8%/-1.3%。会泽矿业深部安全系统优化工程建设和荣达矿业怡盛元矿区整改工作正在有序推进中，对公司 2025 年矿山产能的释放产生阶段性影响。价格方面，24H1 国内铅价 16827 元/吨，同比-0.38%；24H1 锌价 23328 元/吨，同比增长 5.18%，铅锌价格整体保持稳定。国内锗锭及二氧化锗价格大幅上涨，分别同比上涨 61.92%和 57.68%。

➤ **冶炼端：锌加工费趋势性回升明显，产量受检修影响同比略有下滑。**25H1 铅锌精炼产品产量 32.92 万吨，同比-6.98%，其中锌合金产品产量 10.95 万吨，同比+17.23%；锗产品含锗产量 32.58 吨，同比-4.99%；银产品产量 87.32 吨，同比+16.44%；黄金产量 116.26 千克，同比-25.13%。根据 SMM，25H1 国内锌精矿加工费趋势性回升明显，主要是海外矿山陆续复产提产，全球锌精矿供应显著增加，国内原料供应逐步转向宽松，冶炼厂利润得到修复。铅精矿加工费维持在低位。

➤ **费用有所提升，资产结构进一步优化。**25H1 公司销售/管理/研发费用分别 0.32/5.54/0.63 亿元，同比变化+44.10%/+23.91%/+41.06%，主要系薪酬计提同比增加。截至 2025 年上半年公司资产负债率 26.44%，较 2024 年末下降 2.33pct，经营性现金流量净额 21.58 亿元，同比增长 34.73%

➤ **未来看点：**①铅锌行业龙头，资源禀赋优异。铅锌资源量超过 3200 万吨，矿山铅锌精矿完全成本稳定保持在行业前 1/4 分位；②资产注入进行时，青海鸿鑫 100%股权已注入公司、正式托管云铜锌业 81.12%股权、金鼎锌业 100%股权，期待未来注入，资源禀赋和金属产量有望进一步提升

➤ **投资建议：**公司铅锌资源丰富，业绩有望保持增长，我们预计 2025-2027 年分别实现归母净利润 18.62/20.17/23.63 亿元，EPS 分别为 0.37/0.40/0.47 元/股。以 2025 年 8 月 27 日收盘价计算，公司 2024-2026 的 PE 为 16/15/12 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**铅锌价格下跌风险，项目增产不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	18,803	23,585	24,770	25,683
增长率（%）	-14.8	25.4	5.0	3.7
归属母公司股东净利润（百万元）	1,293	1,862	2,017	2,363
增长率（%）	-14.2	44.0	8.3	17.1
每股收益（元）	0.26	0.37	0.40	0.47
PE	23	16	15	12
PB	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.85 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 袁浩

执业证书：S0100123090011

邮箱：yuanhao@mszq.com

相关研究

1.驰宏锌锗 (600497.SH) 2024 年三季报点评：矿山产量恢复叠加冶炼减量，Q3 业绩改善明显-2024/10/25

2.驰宏锌锗 (600497.SH) 2024 年半年报点评：矿山产量下滑叠加冶炼拖累，期待资产注入-2024/08/30

3.驰宏锌锗 (600497.SH) 2023 年三季报点评：铅锌产量大幅增长助推业绩，期待资产整合-2023/10/29

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	18,803	23,585	24,770	25,683
营业成本	15,473	19,717	20,667	21,167
营业税金及附加	371	430	452	469
销售费用	49	55	57	59
管理费用	1,156	1,307	1,373	1,423
研发费用	130	71	74	77
EBIT	1,649	2,140	2,288	2,635
财务费用	105	137	117	86
资产减值损失	-176	0	0	0
投资收益	46	6	7	7
营业利润	1,565	2,042	2,213	2,592
营业外收支	-231	0	0	0
利润总额	1,333	2,042	2,213	2,592
所得税	57	199	216	253
净利润	1,277	1,843	1,997	2,339
归属于母公司净利润	1,293	1,862	2,017	2,363
EBITDA	3,237	3,895	4,050	4,478

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	961	2,984	5,797	8,782
应收账款及票据	129	137	144	150
预付款项	41	40	42	43
存货	2,031	2,139	2,242	2,296
其他流动资产	339	297	381	366
流动资产合计	3,502	5,597	8,606	11,637
长期股权投资	249	249	249	249
固定资产	8,259	8,028	7,525	6,773
无形资产	11,339	11,343	11,347	11,350
非流动资产合计	22,867	21,930	21,090	19,905
资产合计	26,368	27,527	29,695	31,541
短期借款	612	512	412	412
应付账款及票据	1,475	1,742	1,826	1,870
其他流动负债	2,722	2,913	2,952	2,578
流动负债合计	4,809	5,167	5,190	4,860
长期借款	1,211	1,411	1,711	1,711
其他长期负债	1,565	1,455	1,455	1,455
非流动负债合计	2,777	2,867	3,167	3,167
负债合计	7,585	8,034	8,356	8,027
股本	5,091	5,040	5,040	5,040
少数股东权益	2,481	2,462	2,442	2,419
股东权益合计	18,783	19,493	21,339	23,514
负债和股东权益合计	26,368	27,527	29,695	31,541

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-14.80	25.43	5.03	3.69
EBIT 增长率	-21.63	29.78	6.92	15.14
净利润增长率	-14.24	44.03	8.34	17.13
盈利能力 (%)				
毛利率	17.71	16.40	16.56	17.58
净利率	6.87	7.89	8.14	9.20
总资产收益率 ROA	4.90	6.76	6.79	7.49
净资产收益率 ROE	7.93	10.93	10.67	11.20
偿债能力				
流动比率	0.73	1.08	1.66	2.39
速动比率	0.23	0.61	1.15	1.84
现金比率	0.20	0.58	1.12	1.81
资产负债率 (%)	28.77	29.19	28.14	25.45
经营效率				
应收账款周转天数	2.72	2.03	2.05	2.06
存货周转天数	42.53	38.07	38.16	38.60
总资产周转率	0.69	0.88	0.87	0.84
每股指标 (元)				
每股收益	0.26	0.37	0.40	0.47
每股净资产	3.23	3.38	3.75	4.19
每股经营现金流	0.47	0.83	0.75	0.78
每股股利	0.13	0.03	0.03	0.04
估值分析				
PE	23	16	15	12
PB	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	9.82	8.16	7.84	7.09
股息收益率 (%)	2.22	0.51	0.56	0.65

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,277	1,843	1,997	2,339
折旧和摊销	1,588	1,755	1,762	1,844
营运资金变动	-760	386	-73	-375
经营活动现金流	2,366	4,183	3,797	3,920
资本开支	-1,067	-838	-863	-599
投资	-1,052	0	0	0
投资活动现金流	-1,703	-844	-857	-592
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-365	-34	200	0
筹资活动现金流	-1,191	-1,317	-127	-343
现金净流量	-528	2,022	2,813	2,985

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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