

2025 年 08 月 21 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

中矿资源 (002738)

2025H1 点评：锂盐盈利性拐点已现，铜矿及小金属迸发高成长

业绩概要：公司 2025H1 实现营业收入 32.67 亿元 (+34.89%)，实现归母净利润 8913 万元 (-81.16%)，扣非后归母净利润为 750.34 万元 (-98.31%)，对应基本 EPS 为 0.12 元。单季度来看，公司 Q2 实现营收 17.30 亿元 (同比+33.61%，环比+12.62%)，归母净利润-4565 万元 (同比-121.05%，环比-133.87%)，单季度基本 EPS 为-0.06 元。

铜冶炼业务带动营收增长：2025H1 公司整体营收同比上升主要系铯铷盐业务收入增长以及新增了铜冶炼销售业务。分业务来看，公司的锂电新能源原料开发与利用业务、稀有轻金属（铯、铷）资源的开发与利用业务分别实现营收 13.07/ 7.08 亿元 (同比-17.84%/+50.43%)。**锂电原料业务**营收同比下降主要系受到锂价下行拖累，2025H1 碳酸锂现货均价约为 70,385 元/吨 (-32.15%)，主要由行业供给端投放较多所致。在反内卷政策的支持下，碳酸锂价格自 7 月开启大幅反弹，碳酸锂现货价格截至 8 月 21 日已涨至 85,180 元/吨，锂价触底反弹有望改善公司营收并增厚利润。**锂盐销量**方面，公司自供原料实现锂盐销量 17,869 吨 (同比+6.37%)，公司充分发挥自有矿产能优势直接销售自产锂辉石精矿，上半年共对外直接销售自产锂辉石精矿 34,834 吨。此外，公司充分发挥资源优势，调整原料供给结构，持续提高锂辉石/透锂长石精矿配比。**稀有轻金属（铯铷盐）**板块营收实现同比大幅增长，进一步夯实行业龙头地位，其中铯铷盐精细化工业务实现营收 4.07 亿元 (+24.93%)，甲酸铯租售业务实现营收 3.01 亿元 (+107.63%)，推测甲酸铯业务规模快速增长主要得益于石油完井液需求旺盛。公司通过多年“资源+技术+市场”三位一体布局，已成为具有绝对资源优势的铯铷一体化龙头企业，未来将继续发挥产业链“链长”作用，引领行业技术革新与价值链升级。

盈利性拐点已现：2025H1 公司毛利率/净利率分别为 17.96%/ 2.57% (同比-23.66pcts/ -16.97pcts)，推测毛利率下滑较多主要受锂价下行拖累以及铜冶炼业务初期资本开支较高影响，净利率降幅相对较小主要由于财务费用率同比减少 5.72pcts，原因为 2024H1 津巴布韦津元汇率变动引致汇兑损失增加使得财务费用率基数较高。分行业来看，锂电新能源原料开发与利用业务毛利率同比大幅下降 24.66pcts 至 10.89%，主要受锂价大幅下行影响；稀有轻金属（铯、铷）资源开发与利用业务毛利率同比微降 0.13pcts 至 72.24%。单季度来看，Q2 公司毛利率/净利率分别为 14.12%/-2.91% (环比-8.16%/-11.64%)，毛利率环比下降主要受 Q2 锂价环比大幅下行影响，净利率环比下降较多主要系计提存货跌价准备带来的资产

投资评级

买入

上调评级

2025 年 08 月 21 日

收盘价(元):

40.67

公司基本数据

总股本(百万股)	721.49
总市值(百万)	29,343.07
流通股本(百万股)	711.23
流通市值(百万)	28,925.64
12 月最高/最低价(元)	43.28/26.57
资产负债率(%)	29.45
每股净资产(元)	16.51
市盈率(TTM)	78.64
市净率(PB)	2.46
净资产收益率(%)	0.75

股价走势图



作者

邓轲

分析师

SAC 执业证书: S0640521070001

邮箱: dengke@avicsec.com

相关研究报告

2024 年报&2025Q1 点评：铯铷业务增长显著，多金属布局有望贡献利润弹性 —2025-05-05

2024Q3 点评：锂盐跌价影响基本计入，偶发因素拖累盈利 —2024-11-01

2024H1 点评：降本增效对冲锂周期，铜矿收购开启新曲线 —2024-08-20

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

减值损失较多。由于碳酸锂价格自 7 月起大幅回升，预计 Q3 公司业务毛利率将得到提振，毛利率拐点已现。

矿端资源整合持续推进：锂矿项目方面，报告期内江西中矿锂业对年产 2.5 万吨锂盐生产线进行综合技术升级改造，投资建设年产 3 万吨高纯锂盐技改项目，预计停产检修及技改时间为 6 个月。项目建成投产后，公司将合计拥有 418 万吨/年选矿产能和 7.1 万吨/年电池级锂盐产能；海外布局方面，公司计划于 2025 年完成加拿大 Tanco 100 万吨/年选厂建设完成并供应锂辉石精矿粉，计划于 2026 年完成非洲 3 万吨/年采、选、冶一体化布局。**铜矿项目方面**，公司于 2024 年 7 月收购赞比亚 Kitumba 铜矿项目 65% 股权，采选工程项目设计规模为原矿 350 万吨/年，已于 2025 年 3 月 1 日开工，冶炼项目设计产能为阴极铜 6 万吨/年。截至报告日，Kitumba 铜矿采选冶一体化项目已完成初步设计工作，采矿、选矿厂工程已于 2025 年 3 月、7 月开工建设。**稀有战略金属方面**，公司于 2024 年 8 月收购纳米比亚 Tsumeb 项目 98% 股权，启动了投资建设 20 万吨/年多金属综合循环回收项目，设计产能为锗锭 33 吨/年、工业镓 11 吨/年、锌锭 1.09 万吨/年。截至报告日，火法冶炼工艺的第一条回转窑安装建设工作顺利进行。

投资建议：公司作为头部的锂盐及铯铷盐生产商，通过收购和开采自有矿来提高资源自给率，实现产品单位降本，凭借一体化布局和降本控费能力穿越了锂行业下行周期，同时铜矿、稀有战略金属回收等布局有望在中期贡献新的利润增长点，带来更高的业绩弹性。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 65.5/ 83.8/ 112.5 亿元，同比增长 22.1%/ 28.0%/ 34.3%，实现归母净利润分别为 4.9/ 9.4/ 15.8 亿元，同比-35.8%/ +93.4%/ +68.4%，对应 PE 60X/ 31X/ 19X。给予“买入”评级。

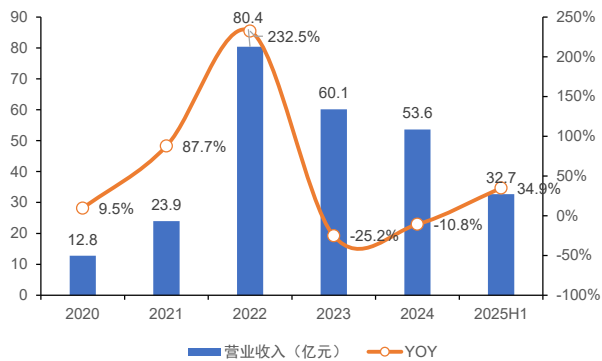
风险提示：产品价格大幅波动、项目进程不及预期、终端需求不及预期等。

盈利预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,013	5,364	6,547	8,381	11,254
增速（%）	-25.2%	-10.8%	22.1%	28.0%	34.3%
归母净利润（百万元）	2,208	757	486	940	1,583
增速（%）	-33.0%	-65.7%	-35.8%	93.4%	68.4%
每股收益（元）	4.57	3.06	1.05	0.67	1.30
市盈率（倍）	13.3	38.8	60.4	31.2	18.5

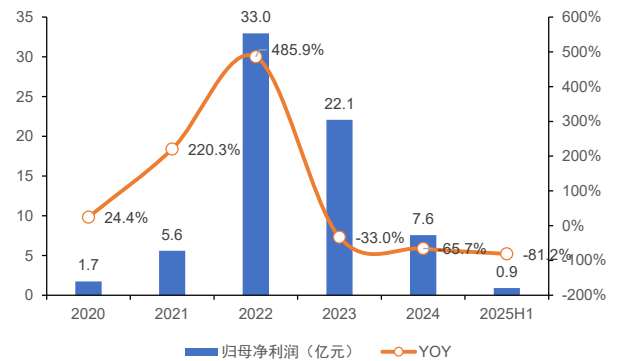
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入及增速



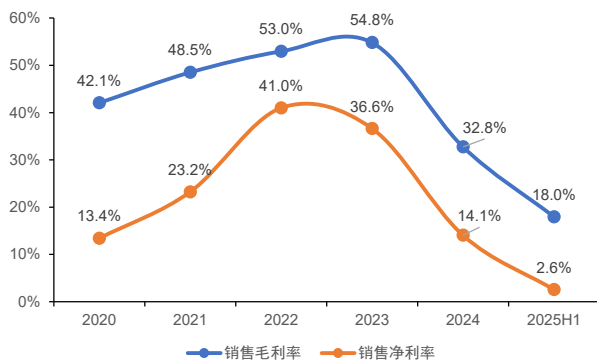
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 归母净利润及增速



资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 销售毛利率及净利率



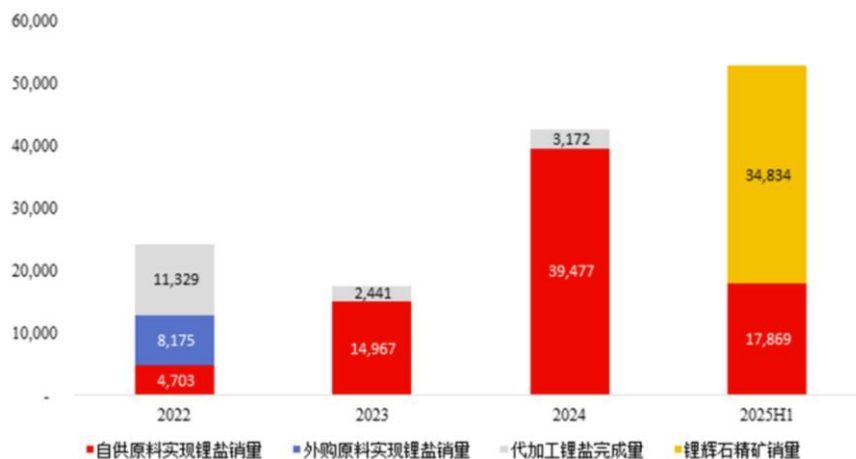
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 碳酸锂价格走势



资料来源：Wind，中航证券研究所

图5 近年来公司锂电新能源板块销售情况（吨）



资料来源：公司 2025 年中报，中航证券研究所

图6 单季度财务数据

	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3
营业收入(百万元)	1730.3	1536.4	1794.5	1147.6	1295.1	1126.6	1007.8	1403.7
营业成本(百万元)	1486.0	1194.1	1303.5	889.8	716.1	697.8	797.7	564.5
销售费用率	0.4%	0.6%	0.7%	1.1%	0.5%	0.7%	0.5%	1.3%
管理费用率	6.0%	6.2%	4.4%	10.0%	7.6%	6.1%	9.4%	5.0%
财务费用率	0.6%	1.3%	-1.8%	7.7%	1.9%	12.1%	2.1%	3.6%
研发费用率	1.1%	1.6%	0.7%	4.3%	2.9%	1.2%	2.1%	3.6%
资产减值损失(百万元)	-44.6	5.8	-30.5	0.0	-0.2	0.0	-0.5	0.0
利润总额(百万元)	36.1	200.2	321.9	75.2	341.0	222.1	53.3	626.5
所得税费用(百万元)	86.5	66.0	111.6	4.7	119.4	-29.3	-78.8	59.5
净利润(百万元)	-50.3	134.2	210.3	70.5	221.6	251.4	132.1	567.0
EPS(元)	-0.06	0.19	0.29	0.10	0.30	0.35	0.19	0.80
毛利率	14.1%	22.3%	27.4%	22.5%	44.7%	38.1%	20.8%	59.8%
期间费用率	8.1%	9.6%	4.0%	23.1%	12.9%	20.0%	14.1%	13.6%
所得税率	239.3%	33.0%	34.7%	6.3%	35.0%	-13.2%	-148.0%	9.5%
净利润率	-2.9%	8.7%	11.7%	6.1%	17.1%	22.3%	13.1%	40.4%

资料来源：Wind，中航证券研究所

图7 财务报表预测及比率分析（百万元）

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2911.69	4915.30	4084.37	2508.24	2962.98	3385.10	营业收入	8041.22	6013.32	5363.85	6547.36	8381.09	11254.16
应收票据及账款	1159.38	477.31	834.00	896.90	1148.09	1541.67	营业成本	3782.69	2717.50	3607.15	5049.84	6255.77	7962.87
预付账款	185.50	168.38	116.02	143.50	206.66	308.33	税金及附加	57.98	137.67	182.68	229.16	293.34	393.90
其他应收款	75.43	156.28	87.51	125.57	160.73	215.83	销售费用	49.32	73.01	39.49	52.38	67.05	90.03
存货	1580.83	1444.86	2142.24	3043.74	3770.60	4799.54	管理费用	267.99	384.05	361.30	432.13	553.15	742.77
其他流动资产	319.57	900.75	872.78	1044.58	1281.13	1651.74	研发费用	237.01	172.11	113.35	98.21	167.62	225.08
流动资产总计	6232.39	8062.88	8136.92	7762.53	9530.20	11902.21	财务费用	-28.78	166.12	215.95	35.68	-0.10	-7.24
长期股权投资	11.51	39.23	24.55	14.55	6.55	1.55	资产减值损失	-2.92	-0.47	-30.74	-196.42	-41.91	-56.27
固定资产	960.73	2207.82	3157.88	3142.30	3439.02	3463.70	信用减值损失	14.34	-41.29	19.88	24.26	31.06	41.71
在建工程	387.39	796.61	588.64	1090.53	892.43	794.32	其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	1835.60	1852.63	2430.57	1994.43	1558.29	1122.16	投资收益	78.11	15.88	43.55	50.00	55.00	62.00
长期待摊费用	109.70	639.19	618.19	309.09	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.94	3.62	3.50	3.50	3.50
其他非流动资产	1945.13	2286.47	2236.10	2233.97	2227.67	2221.37	资产处置收益	35.12	-6.10	-0.08	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	5250.06	7821.96	9055.92	8784.87	8123.96	7603.10	其他收益	10.42	94.96	61.29	65.00	75.00	85.00
资产总计	11482.45	15884.83	17192.84	16547.40	17654.15	19505.31	营业利润	3810.08	2426.77	941.45	596.30	1166.92	1982.68
短期借款	495.32	913.67	1485.88	0.00	0.00	0.00	营业外收入	4.94	1.39	33.40	35.00	40.00	40.00
应付票据及账款	271.91	252.93	553.97	788.61	976.93	1243.52	营业外支出	2.50	7.96	14.60	15.00	15.00	15.00
其他流动负债	1545.17	1126.06	1277.69	1723.22	2146.13	2752.11	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2312.40	2292.67	3317.54	2511.82	3123.06	3995.62	利润总额	3812.52	2420.20	960.25	616.30	1191.92	2007.68
长期借款	896.20	572.06	355.04	259.47	131.19	28.53	所得税	517.94	217.91	206.44	132.50	256.25	431.62
其他非流动负债	739.42	796.64	1032.20	950.00	920.00	900.00	净利润	3294.58	2202.29	753.81	483.80	935.67	1576.06
非流动负债合计	1635.62	1368.69	1387.24	1209.47	1051.19	928.53	少数股东损益	-0.26	-5.87	-3.16	-2.03	-3.93	-6.62
负债合计	3948.02	3661.36	4704.79	3721.29	4174.25	4924.15	归属于母公司股东净	3294.83	2208.16	756.97	485.84	939.60	1582.68
股本	461.62	728.45	721.49	721.49	721.49	721.49	EBITDA	3926.64	2767.06	1596.83	2117.20	2844.73	3516.30
资本公积	2679.62	5635.80	5323.98	5323.98	5323.98	5323.98	NOPLAT	3205.49	2282.43	802.13	493.37	913.22	1548.00
留存收益	4368.28	5813.69	6135.80	6475.89	7133.61	8241.48	EPS(元)	4.57	3.06	1.05	0.67	1.30	2.19
归属母公司权益	7509.52	12177.94	12181.27	12521.36	13179.08	14286.95	主要财务比率						
少数股东权益	24.91	45.54	306.78	304.75	300.82	294.20	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	7534.43	12223.47	12488.06	12826.11	13479.90	14581.16	成长能力						
负债和股东权益合计	11482.45	15884.83	17192.84	16547.40	17654.15	19505.31	营收增长率	235.88%	-25.22%	-10.80%	22.06%	28.01%	34.28%
现金流量表							营业利润增长率	448.41%	-36.31%	-61.21%	-36.66%	95.69%	69.91%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	429.77%	-31.65%	-54.52%	-44.57%	82.80%	67.85%
税后经营利润	3294.58	2202.29	753.81	375.08	811.25	1438.29	EBITDA增长率	402.52%	-29.53%	-42.29%	32.59%	34.36%	23.61%
折旧与摊销	142.89	180.75	420.62	1465.21	1652.92	1515.86	归母净利润增长率	490.24%	-32.98%	-65.72%	-35.82%	93.40%	68.44%
财务费用	-28.78	166.12	215.95	35.68	-0.10	-7.24	经营现金流增长率	213.38%	46.45%	-83.34%	185.94%	28.16%	6.94%
投资损失	-78.11	-15.88	-43.55	-50.00	-55.00	-62.00	盈利能力						
营运资金变动	-1264.63	398.95	-759.53	-502.44	-701.68	-1077.33	毛利率	52.96%	54.81%	32.75%	22.87%	25.36%	29.25%
其他经营现金流	-16.01	69.87	-87.29	106.22	125.00	152.00	净利率	40.97%	36.62%	14.05%	7.39%	11.16%	14.00%
经营性现金流量	2049.95	3002.10	500.02	1429.75	1832.38	1959.58	营业利润率	47.38%	40.36%	17.55%	9.11%	13.92%	17.62%
资本支出	-137.58	2120.67	775.71	1282.20	1030.00	1020.00	ROE	43.88%	18.13%	6.21%	3.88%	7.13%	11.08%
长期投资	-1399.50	-556.16	2.94	0.00	0.00	0.00	ROA	28.69%	13.90%	4.40%	2.94%	5.32%	8.11%
其他投资现金流	-374.12	16.10	-108.26	39.20	62.42	52.77	ROIC	88.55%	34.55%	9.36%	4.72%	8.38%	13.89%
投资性现金流量	-1636.04	-2660.74	-881.03	-1243.00	-967.58	-967.23	估值倍数						
短期借款	88.87	418.35	572.22	-1485.88	0.00	0.00	P/E	8.88	13.25	38.66	60.23	31.14	18.49
长期借款	164.84	-324.15	-217.02	-95.57	-128.28	-102.66	P/S	3.64	4.87	5.46	4.47	3.49	2.60
普通股增加	136.44	266.83	-6.96	0.00	0.00	0.00	P/B	3.91	2.40	2.40	2.34	2.22	2.05
资本公积增加	-8.03	2956.18	-311.82	0.00	0.00	0.00	股息率	1.74%	2.47%	1.23%	0.50%	0.96%	1.62%
其他筹资现金流	282.65	-1504.21	-393.37	-181.43	-281.78	-467.57	EV/EBIT	7.89	9.11	20.31	42.39	22.85	13.49
筹资性现金流量	664.77	1813.00	-356.94	-1762.89	-410.06	-570.23	EV/EBITDA	7.61	8.52	14.96	13.05	9.57	7.67
现金流量净额	1092.65	2145.54	-726.69	-1576.14	454.75	422.12	EV/NOPLAT	9.32	10.33	29.79	56.01	29.82	17.43

资料来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637