

驰宏锌锗 (600497.SH)

公司稳中有升，25H1 归母同比微增 3.3%

优于大市

核心观点

公司 2025H1 归母净利润同比微增 3.3%，实现平稳经营。2025H1 实现营收 106 亿元（+7.7%），归母净利润 9.3 亿元（+3.3%），扣非归母净利润 9.2 亿元（+12.1%），经营活动产生的现金流量净额 21.6 亿元（+34.7%）。2025Q2 归母净利润 4.4 亿元，同比略增 5.5%，环比-11.4%。上半年公司集中开展会泽冶炼、呼伦贝尔驰宏、驰宏综合利用和永昌铅锌冶炼系统年度检修；下半年将在主金属有边际贡献的前提下，优化生产组织，确保冶炼系统稳产优产。

产销情况：2025H1 公司铅锌精矿产量 15.16 万金属吨，同比增加 0.34 万金属吨，增幅 2.29%，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，2 个项目的实施将对公司 2025 年矿山产能的释放产生阶段性影响。公司冶炼铅锌产品产量 32.92 万吨，同比减少 2.47 万吨，降幅 6.98%，主要系上半年集中开展冶炼系统年检。

同比 2024H1 年，增利因素：①2025H1 锌价 23312 元/吨，同比增 1092 元/吨，涨价增利约 2.7 亿元；②2025H1 锗价 1573 万元/吨同比增 597 万元/吨，半年度产锗产品含锗 32.58 吨，增利约 1.9 亿元。**减利因素：**①2025H1 冶炼铅锌产量 32.92 万吨，同比减 2.47 万吨，减利约 1 亿元；②2025H1 锌冶炼加工费 3115 元/吨，同比下降 352 元/吨，铅冶炼加工费 642 元/吨，同比下降 150 元/吨，合计减利约 1 亿元。

2024 年 6 月份以来锗价暴涨，锗锭价格先涨至 18850 元/千克后回落至 2025 年 6 月末的 14500 元/千克。驰宏锌锗是全球最大锗生产商，会泽矿、彝良矿伴生锗，年产能 60 吨，占全球 1/4，占国内 1/3，如果锗价能维持在高位，公司将明显受益。

风险提示：铅锌价格下跌风险，精矿加工费下跌风险，老旧资产减值超预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。参照今年年初至今各个商品的均价，假设 2025/2026/2027 年锗锭现货年均价 23000 元/吨，锌精矿加工费均为 3500 元/吨，铅锭现货价格年均价 17000 元/吨，铅精矿加工费为 700 元/吨，锗价 15000 元/千克。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 17.5/19.2/20.0 亿元（前值 15.45/17.02/17.77 亿元），同比增长 35.7%/9.5%/4.2%，摊薄 EPS 分别为 0.34/0.38/0.39 元，当前股价对应 PE 为 17.4/15.9/15.3X。公司是国内铅锌龙头企业，拥有全球顶级高品位铅锌矿山，配套冶炼产能布局合理，未来 2-3 年依托股东加速扩张且路径明确，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,954	18,803	18,877	19,373	19,602
(+/-%)	0.2%	-14.4%	0.4%	2.6%	1.2%
归母净利润(百万元)	1433	1293	1754	1921	2003
(+/-%)	114.0%	-9.8%	35.7%	9.5%	4.2%
每股收益(元)	0.28	0.25	0.34	0.38	0.39
EBIT Margin	9.3%	8.6%	11.6%	11.9%	12.0%
净资产收益率(ROE)	9.1%	7.9%	10.2%	10.6%	10.5%
市盈率(PE)	21.4	23.7	17.4	15.9	15.3
EV/EBITDA	11.8	13.0	10.6	10.1	9.9
市净率(PB)	1.94	1.88	1.78	1.69	1.60

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟劼

010-88005312

liumengjie@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：谷瑜

021-61761033

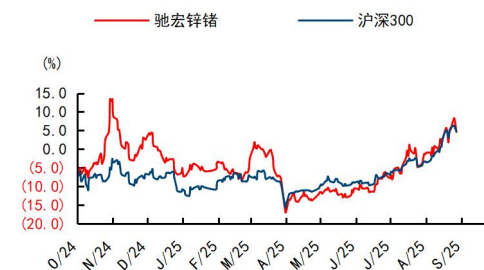
guyu@guosen.com.cn

S0980524110001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	6.01 元
总市值/流通市值	30293/30293 百万元
52 周最高价/最低价	6.92/4.50 元
近 3 个月日均成交额	465.23 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《驰宏锌锗 (600497.SH) - 核心矿山智能化建设影响产量，清查报废资产轻装上阵，24 归母同比-14%》——2025-03-31
- 《驰宏锌锗 (600497.SH) - 中铝旗下铅锌龙头，优质资源静待注入》——2025-01-17
- 《驰宏锌锗 (600497.SH) - 主力矿山恢复正常生产，三季度业绩环比改善》——2024-10-30
- 《驰宏锌锗 (600497.SH) - 加工费下滑影响冶炼利润，加强综合回收增产增效》——2024-08-30
- 《驰宏锌锗 (600497.SH) - 受益于铅锌价格上涨，矿山版块利润有望提升》——2024-05-13

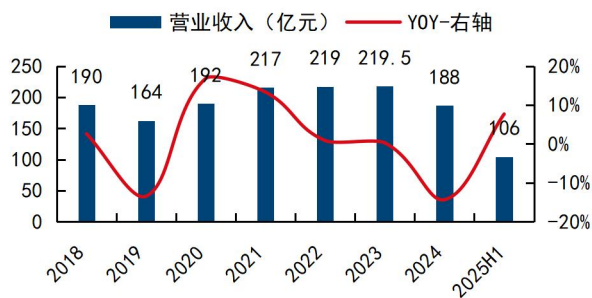
公司 2025H1 归母净利润同比微增 3.3%，实现平稳经营。2025H1 实现营收 106 亿元（+7.7%），归母净利润 9.3 亿元（+3.3%），扣非归母净利润 9.2 亿元（+12.1%），经营活动产生的现金流量净额 21.6 亿元（+34.7%）。2025Q2 归母净利润 4.4 亿元，同比略增 5.5%，环比-11.4%。上半年公司集中开展会泽冶炼、呼伦贝尔驰宏、驰宏综合利用和永昌铅锌冶炼系统年度检修；下半年将在主金属有边际贡献的前提下，优化生产组织，确保冶炼系统稳产优产

产销情况：2025H1 公司铅锌精矿产量 15.16 万金属吨，同比增加 0.34 万金属吨，增幅 2.29%，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，2 个项目的实施将对公司 2025 年矿山产能的释放产生阶段性影响。公司冶炼铅锌产品产量 32.92 万吨，同比减少 2.47 万吨，降幅 6.98%，主要系上半年集中开展冶炼系统年检。

同比 2024H1 年，**增利因素：**①2025H1 锌价 23312 元/吨，同比增 1092 元/吨，涨价增利约 2.7 亿元；②2025H1 锗价 1573 万元/吨同比增 597 万元/吨，半年度产锗产品含锗 32.58 吨，增利约 1.9 亿元。**减利因素：**①2025H1 冶炼铅锌产量 32.92 万吨，同比减 2.47 万吨，减利约 1 亿元；②2025H1 锌冶炼加工费 3115 元/吨，同比下降 352 元/吨，铅冶炼加工费 642 元/吨，同比下降 150 元/吨，合计减利约 1 亿元。

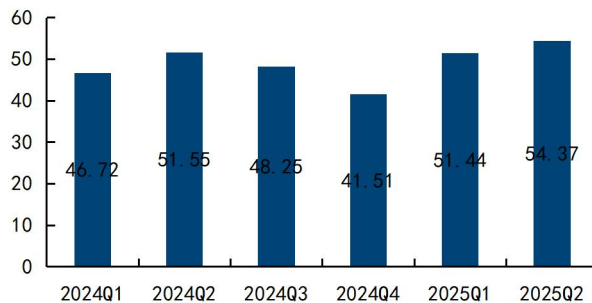
2024 年 6 月份以来锗价暴涨，锗锭价格先涨至 18850 元/千克后回落至 2025 年 6 月末的 14500 元/千克。驰宏锌锗是全球最大锗生产商，会泽矿、彝良矿伴生锗，年产能 60 吨，占全球 1/4，占国内 1/3，如果锗价能维持在高位，公司将明显受益。

图1：驰宏锌锗业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：驰宏锌锗单季营业收入（单位：亿元）



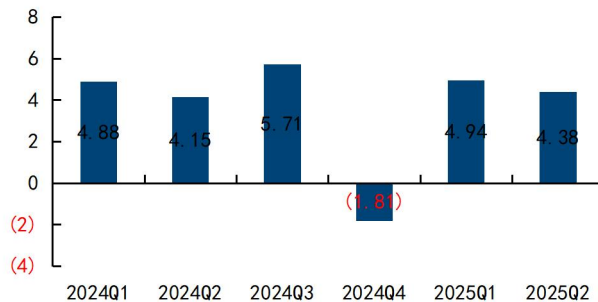
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：驰宏锌锗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



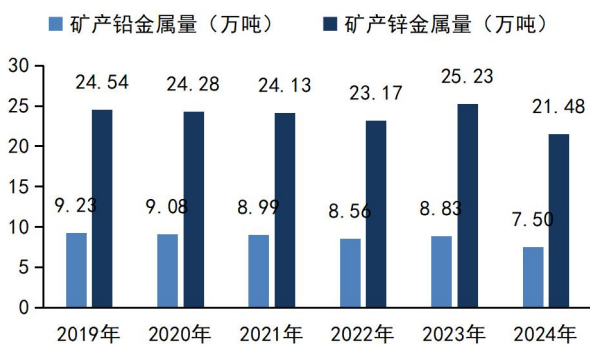
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：驰宏锌锗单季归母净利润（单位：亿元）



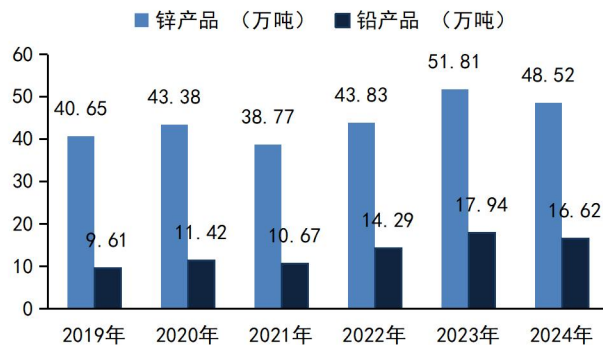
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：驰宏锌锗矿山金属产量（万吨）



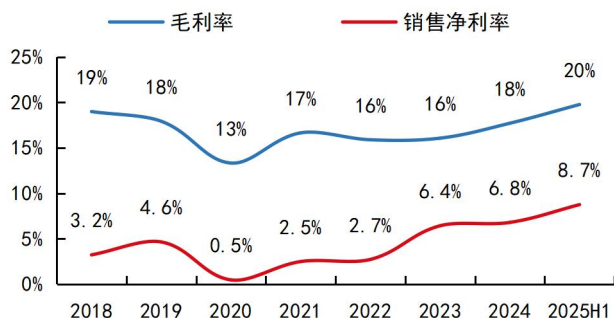
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：驰宏锌锗冶炼产量（万吨）



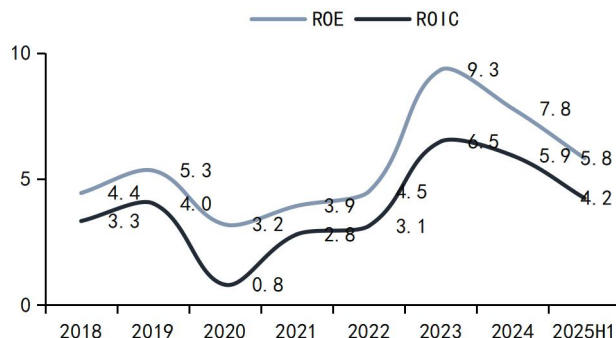
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 驰宏锌锗毛利率与净利率 (%)



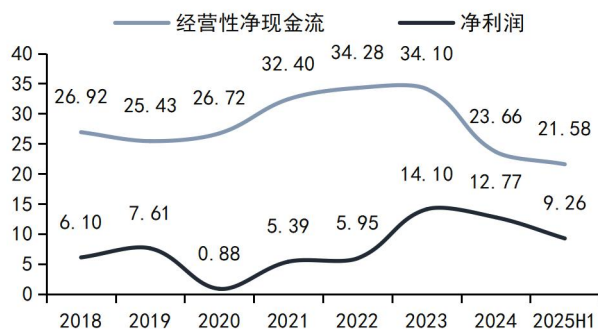
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 驰宏锌锗 ROE 和 ROIC (%)



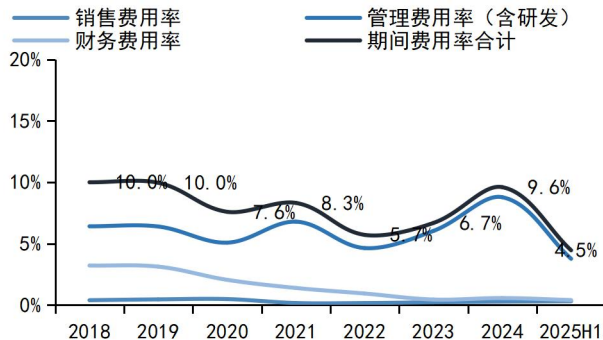
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 驰宏锌锗经营性净现金流强劲 (亿元)



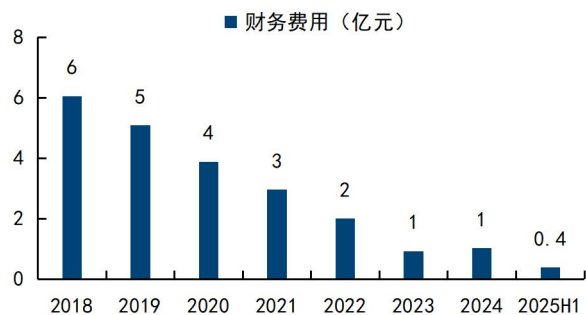
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 驰宏锌锗期间费用率



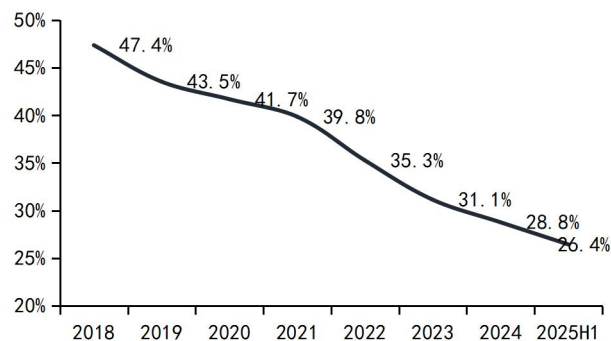
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图11: 公司财务费用 (亿元)



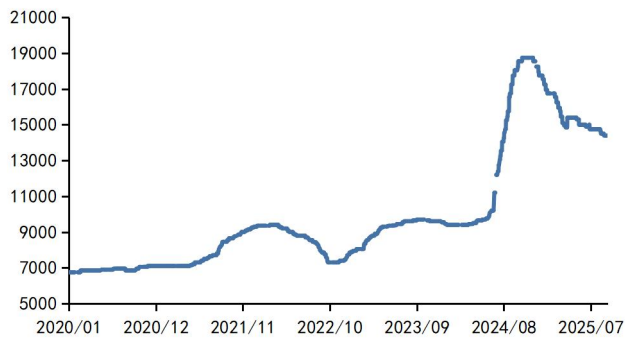
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 公司资产负债率



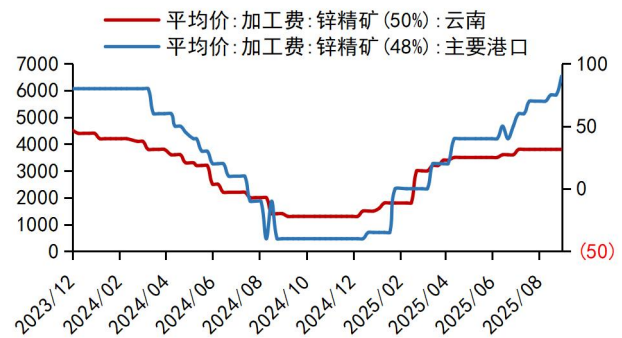
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图13: 锗价暴涨（元/千克）



资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

图14: 锌精矿加工费回升（元/吨、美元/吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测的敏感性分析:根据我们的盈利测算模型,公司 2025 年归母净利润对铅、锌价格的敏感性分析如下:

表1: 公司 2025 年归母净利润对铅锌价格的敏感性分析（亿元）

		锌价（元/吨）				
		21000	22000	23000	24000	25000
铅价 （元/吨）	15000	12.61	14.33	16.04	17.76	19.47
	16000	13.36	15.08	16.79	18.51	20.22
	17000	14.11	15.83	17.54	19.26	20.97
	18000	14.86	16.58	18.29	20.00	21.72
	19000	15.61	17.32	19.04	20.75	22.47

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算

投资建议:参照今年年初至今各个商品的均价,假设 2025/2026/2027 年锌锭现货年均价 23000 元/吨,锌精矿加工费均为 3500 元/吨,铅锭现货价格年均价 17000 元/吨,铅精矿加工费为 700 元/吨,锗价 15000 元/千克。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 17.5/19.2/20.0 亿元（前值 15.45/17.02/17.77 亿元），同比增长 35.7%/9.5%/4.2%，摊薄 EPS 分别为 0.34/0.38/0.39 元，当前股价对应 PE 为 17.4/15.9/15.3X。公司是国内铅锌龙头企业，拥有全球顶级高品位铅锌矿山，配套冶炼产能布局合理，未来 2-3 年依托股东加速扩张且路径明确，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1464	961	2138	3684	5295	营业收入	21954	18803	18877	19373	19602
应收款项	170	145	155	159	161	营业成本	18427	15473	15265	15620	15796
存货净额	1601	2031	1209	1276	1330	营业税金及附加	375	371	302	310	314
其他流动资产	207	364	112	115	116	销售费用	46	49	38	39	39
流动资产合计	3442	3502	3613	5234	6902	管理费用	1011	1156	1020	1035	1042
固定资产	10924	10364	10310	9976	9613	研发费用	61	130	57	58	59
无形资产及其他	11470	11339	10885	10432	9978	财务费用	96	105	157	95	56
投资性房地产	631	915	915	915	915	投资收益	(121)	46	0	1	2
长期股权投资	100	249	399	550	702	资产减值及公允价值变动	(125)	(176)	(50)	(40)	(30)
资产总计	26567	26368	26122	27106	28110	其他收入	42	47	(57)	(58)	(59)
短期借款及交易性金融负债	1966	2733	2000	2000	2000	营业利润	1794	1565	1989	2178	2268
应付款项	1475	1475	1085	1109	1119	营业外净收支	(75)	(231)	0	0	2
其他流动负债	757	601	612	626	632	利润总额	1719	1333	1989	2178	2270
流动负债合计	4198	4809	3697	3734	3751	所得税费用	309	57	259	283	295
长期借款及应付债券	2369	1211	1211	1211	1211	少数股东损益	(23)	(16)	(24)	(26)	(27)
其他长期负债	1704	1565	1565	1565	1565	归属于母公司净利润	1433	1293	1754	1921	2003
长期负债合计	4073	2777	2777	2777	2777	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	8271	7585	6474	6511	6527	净利润	1433	1293	1754	1921	2003
少数股东权益	2497	2481	2469	2455	2442	资产减值准备	(1178)	51	(7)	(7)	(8)
股东权益	15799	16303	17180	18140	19142	折旧摊销	1270	1311	1317	1356	1396
负债和股东权益总计	26567	26368	26122	27106	28110	公允价值变动损失	125	176	50	40	30
						财务费用	96	105	157	95	56
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(738)	(1093)	680	(45)	(48)
每股收益	0.28	0.25	0.34	0.38	0.39	其它	1167	(57)	(5)	(6)	(6)
每股红利	0.14	0.16	0.17	0.19	0.20	经营活动现金流	2078	1681	3789	3260	3367
每股净资产	3.10	3.20	3.37	3.56	3.76	资本开支	1002	(310)	(852)	(602)	(602)
ROIC	8.14%	7.81%	10%	11%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	9.07%	7.93%	10%	11%	10%	投资活动现金流	1000	(458)	(1002)	(753)	(754)
毛利率	16%	18%	19%	19%	19%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	9%	12%	12%	12%	负债净变化	(1164)	(1158)	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	19%	19%	19%	支付股利、利息	(714)	(803)	(877)	(961)	(1001)
收入增长	0%	-14%	0%	3%	1%	其它融资现金流	1029	2195	(733)	0	0
净利润增长率	114%	-10%	36%	10%	4%	融资活动现金流	(2727)	(1726)	(1611)	(961)	(1001)
资产负债率	41%	38%	34%	33%	32%	现金净变动	351	(503)	1176	1546	1611
股息率	2.3%	2.6%	2.9%	3.1%	3.3%	货币资金的期初余额	1113	1464	961	2138	3684
P/E	21.4	23.7	17.4	15.9	15.3	货币资金的期末余额	1464	961	2138	3684	5295
P/B	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6	企业自由现金流	3201	1462	3056	2721	2793
EV/EBITDA	11.8	13.0	10.6	10.1	9.9	权益自由现金流	2987	2431	2185	2638	2744

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032