

锡价慢牛趋势明确，公司深度受益锡价上行

2025 年 10 月 28 日

➤ **事件：公司发布 2025 年三季报。**2025 年前三季度，公司实现营收 344.17 亿元，同比增长 17.81%，归母净利润 17.45 亿元，同比增加 35.99%；扣非归母净利润 19.70 亿元，同比增加 35.87%。2025Q3，公司实现营收 133.24 亿元，同比增长 27.65%，环比增长 17.24%，实现归母净利润 6.83 亿元，同比增长 41.34%，环比增长 21.52%；扣非归母净利 6.67 亿元，同比增长 47.63%，环比减少 17.67%。

➤ **量：2025Q3 公司自产金属量保持稳定，稳步推进锡、钨等资源开发布局。**2025Q1-3，有色金属总产量 27.10 万吨，其中：产品锡 6.77 万吨、产品铜 9.68 万吨、产品锌 10.53 万吨、产品钨 101.62 吨，其中自产锡、锌、铜等金属量基本保持稳定。钨方面，公司已获得云南省自然资源厅 2025 年度第一批钨矿（三氧化钨 65%）开采总量配额指标 688 吨。展望十五五，公司也将继续加大资源“内增外拓”的力度，进一步加强对卡房矿区的资源勘查，提升公司未来钨、锡相关资源的增储和开发利用水平，加大对尾矿资源的综合利用水平，不断提升公司的资源保障能力和可持续发展水平。

➤ **价：2025Q3，锡价、铜价、硫酸价格环比继续增长，增厚公司业绩。**2025Q3，锡期货收盘价均价为 26.91 万元/吨，环比+0.59 万元/吨，锌期货收盘价均价为 2.23 万元/吨，环比持平，铜期货收盘价均价为 7.95 万元/吨，环比+0.18 万元/吨，钨均价约 2588 元/千克，环比-16 元/千克。2025Q3，锡精矿加工费（云南 40%）均价为 12000 元/吨，环比-237 元/吨；国产锌精矿加工费均价为 3825 元/吨，环比+290 元/吨；铜精矿 TC 指数均价为-41.23 美元/吨，环比-1.63 美元/吨；硫酸价格均价为 698 元/吨，环比+48 元/吨。

➤ **降本增效成果显著，资产结构持续优化。**2025Q1-3，公司期间费用占营收比重 3.29%，同比-1.21pct，其中销售/管理/研发/财务费用占营收比重分别为 0.12%/1.50%/0.85%/0.38%，同比分别变化 0/-0.24/-0.09/-0.25pct，公司主动把控经营节奏，多措并举降本增效。2025Q3，公司资产负债率仅 37.03%，对比 2024 年底继续下降 3.16pct。

➤ **核心看点：缅甸复产节奏缓慢加剧矿端紧缺局势，印尼 RKAB 政策变化或加剧供应扰动，AI 有望助力电子需求持续向好，锡价慢牛趋势明确。**1) 缅甸复产讯息明确复产信号，但是复产节奏缓慢。2) 印尼 RKAB 政策变化叠加打击走私锡矿或加剧供给扰动。3) AI 有望助力电子需求持续走强。锡价慢牛趋势明确，锡业股份作为锡行业龙头，深度受益锡价上行。

➤ **投资建议：公司为锡、铜全球龙头，资源禀赋优异，公司深度受益锡价上行。**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 23.28/26.64/27.72 亿元，对应 2025 年 10 月 27 日的收盘价，PE 分别为 17X/15X/14X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**锡、锌、铜价格大幅波动，安全环保风险，下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	41,973	47,674	48,349	49,035
增长率 (%)	-0.9	13.6	1.4	1.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,444	2,328	2,664	2,772
增长率 (%)	2.5	61.2	14.4	4.1
每股收益 (元)	0.88	1.41	1.62	1.68
PE	28	17	15	14
PB	1.9	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

24.24 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：lting@glms.com.cn

相关研究

1.锡业股份 (000960.SZ) 2025 年半年报点评：扣非业绩大超预期，稳步推进资源布局新篇章-2025/08/27

2.锡业股份 (000960.SZ) 2024 年年报点评：缴纳矿权出让收益+减值等拖累业绩，矿端紧张看好锡价上行-2025/04/07

3.锡业股份 (000960.SZ) 2024 年三季报点评：检修+冶炼加工费下行拖累利润，矿端供应持续紧张-2024/10/27

4.锡业股份 (000960.SZ) 2024 年半年报点评：扣非净利超预期，矿端紧张驱动锡价上行-2024/08/26

5.锡业股份 (000960.SZ) 2023 年年报点评：业绩符合预期，矿端紧张驱动价格上行-2024/04/18

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	41,973	47,674	48,349	49,035
营业成本	37,947	42,251	42,772	43,312
营业税金及附加	452	524	532	539
销售费用	61	69	70	71
管理费用	811	921	934	947
研发费用	397	405	411	417
EBIT	2,225	3,594	3,722	3,842
财务费用	292	291	306	287
资产减值损失	-167	-224	-226	-229
投资收益	192	215	218	221
营业利润	2,098	3,294	3,407	3,546
营业外收支	-263	-315	0	0
利润总额	1,835	2,979	3,407	3,546
所得税	265	447	511	532
净利润	1,570	2,532	2,896	3,014
归属于母公司净利润	1,444	2,328	2,664	2,772
EBITDA	4,005	5,454	5,457	5,744

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,544	4,090	6,196	8,196
应收账款及票据	704	672	682	691
预付款项	18	147	149	151
存货	7,546	7,234	7,323	7,416
其他流动资产	1,466	1,335	1,229	1,243
流动资产合计	12,279	13,479	15,579	17,697
长期股权投资	881	1,096	1,313	1,534
固定资产	16,450	16,392	16,280	16,159
无形资产	3,168	3,160	3,140	3,118
非流动资产合计	24,364	24,271	24,614	24,666
资产合计	36,643	37,750	40,193	42,363
短期借款	1,200	7,200	7,200	7,200
应付账款及票据	1,400	1,585	1,605	1,625
其他流动负债	4,912	1,463	1,478	1,494
流动负债合计	7,513	10,248	10,283	10,319
长期借款	5,812	1,909	1,909	1,909
其他长期负债	1,401	1,471	1,753	1,753
非流动负债合计	7,213	3,381	3,663	3,663
负债合计	14,726	13,629	13,945	13,981
股本	1,646	1,646	1,646	1,646
少数股东权益	1,069	1,273	1,505	1,747
股东权益合计	21,917	24,121	26,248	28,382
负债和股东权益合计	36,643	37,750	40,193	42,363

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	-0.91	13.58	1.42	1.42
EBIT 增长率	2.89	61.56	3.57	3.20
净利润增长率	2.55	61.22	14.40	4.07
盈利能力 (%)				
毛利率	9.59	11.37	11.53	11.67
净利率	3.44	4.88	5.51	5.65
总资产收益率 ROA	3.94	6.17	6.63	6.54
净资产收益率 ROE	6.93	10.19	10.77	10.41
偿债能力				
流动比率	1.63	1.32	1.52	1.72
速动比率	0.56	0.57	0.77	0.97
现金比率	0.34	0.40	0.60	0.79
资产负债率 (%)	40.19	36.10	34.70	33.00
经营效率				
应收账款周转天数	5.64	4.99	4.99	4.99
存货周转天数	72.58	64.43	64.43	64.43
总资产周转率	1.14	1.28	1.24	1.19
每股指标 (元)				
每股收益	0.88	1.41	1.62	1.68
每股净资产	12.67	13.88	15.03	16.18
每股经营现金流	2.07	3.22	2.85	3.02
每股股利	0.12	0.47	0.53	0.56
估值分析				
PE	28	17	15	14
PB	1.9	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	11.48	8.43	8.43	8.00
股息收益率 (%)	0.50	1.93	2.21	2.30

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,570	2,532	2,896	3,014
折旧和摊销	1,781	1,860	1,734	1,903
营运资金变动	-506	202	-359	-365
经营活动现金流	3,405	5,300	4,689	4,976
资本开支	-907	-1,821	-1,578	-1,734
投资	605	252	0	0
投资活动现金流	-300	-1,386	-1,458	-1,734
股权募资	1,993	0	0	0
债务募资	-3,226	-1,440	0	0
筹资活动现金流	-2,774	-2,368	-1,125	-1,242
现金净流量	338	1,546	2,106	2,000

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