

资源优势兑现，新兴产业拉动需求增长

——锡业股份(000960)公司点评报告

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，同比增长 35.99%

● 公司锡、铟资源储量丰富，锡、铟双龙头产业地位稳固

公司形成了锡、铜、锌、铟等金属矿的勘探、开采、选矿、冶炼及锡材、锡化工有色金属深加工的产业格局，产品广泛应用于航天航空、5G 通信、光伏电池、半导体芯片等领域。公司拥有锡行业内丰富的资源、最完整的产业链以及齐全的门类，为我国最大的锡生产加工基地。自 2005 年以来公司锡产销量位居全球第一，占有全球锡市场最大市场份额。2025 年前三季度实现营收 344.17 亿元，同比增长 17.81%，归母净利润 17.45 亿元，同比增长 35.99%。2025 年 Q1-Q3，商品锡、铜平均价格分别上涨 19.47%、11.97%，叠加企业降本增效成果显著，合力改善企业业绩。

● 矿产储量领先，锡和铟资源储量均位居全球第一

资源储量方面，公司下属矿山单位 2024 年共投入勘探费 1.01 亿元，全年新增有色金属资源储量 5.24 万吨，其中锡 1.76 万吨、铜 3.48 万吨。截止 2024 年末，公司矿石总量 2.58 亿吨，锡金属量 62.62 万吨、铜金属量 114.99 万吨、锌金属量 366.10 万吨、铟 4821 吨、三氧化钨 7.78 万吨、铅金属量 9.63 万吨、银 2460 吨。锡业股份的矿产资源主要集中在红河个旧和文山都龙两大矿区，公司的锡和铟资源储量均位居全球第一，是全国最大的原生铟生产基地。

● 资源优势兑现，产能产量维持高位

产能方面，公司拥有锡冶炼产能 8 万吨/年、阴极铜产能 12.5 万吨/年、锌冶炼产能 10 万吨/年，压铸锌合金 5 万吨/年，铟冶炼产能 60 吨/年，参股的新材料公司拥有锡材产能 4.3 万吨/年、锡化工产能 2.71 万吨/年。

分产品看，2025 年上半年，锡产品产量合计 4.81 万吨（同比+6.42%），收入 97.77 亿元，占总营收 46.35%；铜产品产量 6.25 万吨（同比-11.10%），实现收入 38.05 亿元，占总营收 18.04%；锌产品产量 6.98 万吨（同比+1.45%），实现收入 14.93 亿元，占总营收 7.08%；其他产品实现收入 16.67 亿元，占总营收 7.90%；供应链业务实现收入 42.83 亿元，占总营收 20.31%。

2025 年前三季度有色金属总产量 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。生产稀贵金属：产品铟 101.62 吨。

● 全球锡矿供给不稳，新兴产业驱动结构性增长

价格端，2025 年上半年锡金属价格整体高位运行，沪锡主力合约运行区间为 23.62-30.07 万元/吨，均价 26.55 万元/吨，同比上涨 5.70%。**供给端**，报告期内，全球锡矿供应较为不稳定，传统锡矿主产国和新兴锡矿产国供应稳定性均不乐观，导致全球范围内冶炼厂生产组织面临较大挑战，2025 年 2-8 月，全球精锡产量 19.83 万吨，同比减少 8.83%。

需求端，最大的扰动来自于海外经贸政策变动影响，包括消费电子产品、家电和马口铁等领域，锡金属需求分化，部分细分领域增速放缓，2025 年 2-8 月，全球精锡需求量 21.2 万吨，同比增加 10.94%。根据公司产销量和行业数据测算，2024 年国内市场占有率为 47.98%，较 2023 年上升 0.06 个百分点，全球市场占有率为 25.03%，同比上升 2.11 个百分点。

买入|维持

当前价： 22.95 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）： 25.27 / 13.38

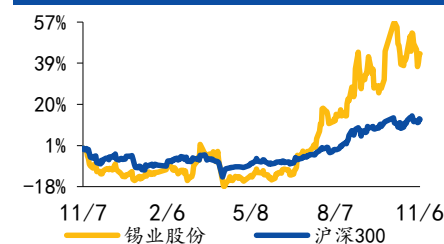
A 股流通股（百万股）： 1645.80

A 股总股本（百万股）： 1645.80

流通市值（百万元）： 37771.15

总市值（百万元）： 37771.15

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-锡业股份(000960) 事件点评：锡冶炼核心技术新突破，公司利润端有望持续增厚》
2025.06.23

《国元证券公司研究-锡业股份(000960) 2024 年中报点评报告：锡产品毛利率改善，扣非净利润大幅增长》
2024.09.02

报告作者

分析师 马捷
执业证书编号 S0020522080002
电话 021-51097188
邮箱 majie@gyzq.com.cn

分析师 石昆仑
执业证书编号 S0020525100001
电话 021-51097188
邮箱 shikunlun@gyzq.com.cn

锡作为稀有金属，地壳含量较低，在战略矿产资源日益重要的背景下，价值还将进一步凸显，且半导体、AI、5G 等新兴领域需求爆发式增长，对锡需求整体利好。

● 独具锡全产业链，关键技术优势支持

公司是全球锡行业唯一集探、采、选、冶、深加工及供应链为一体的全产业链公司，从资源到下游各个环节能够形成较好协同，互为支撑，拥有一批采选冶及深加工行业领军人才，运用国际先进的高效采矿设备，研发了一大批具有自主知识产权的选矿设备和核心技术及工艺，锡选矿回收率世界领先；形成了以富氧熔炼、富氧烟化、烟气余热发电、低浓度二氧化硫利用为核心，高效、节能、清洁的云锡熔炼技术；创建了以机械连续结晶机、真空炉及双金属电解为核心的整套精炼技术。锡冶炼树立了“产能规模最大、技术装备最强、节能环保最优、数字化程度最高、综合效益最好”的“五个世界之最”行业新标杆。

● 铜锡价大幅上升叠加降本增效显著，企业业绩改善明显

铜锡价大幅提升，企业利润空间增大。2025 年 9 月，商品锡、铜当月平均价格分别为 34483.91、9983.79 美元/吨，前三季度上涨 19.47%、11.97%。**企业降本增效成果显著，期间费用持续降低，**2024 年公司销售费用率为 0.14%（同比-0.05pct），财务费用率为 0.70%（同比-0.34pct），管理费用率为 1.93%（同比-0.51pct）。

反映到盈利能力上，2024 年公司毛利率为 9.59%（同比+0.44pct）；净利率为 3.74%（同比+0.14pct）。2025 年三季度，公司毛利率为 11.39%（同比-0.24pct）；净利率为 5.36%（同比+0.75pct）。

● 研发投入规模不断提升，专利技术成果稳步增加

近三年，锡业股份研发投入不断提升，为企业业绩增长保驾护航。2022-2024 年研发费用分别为 2.19 亿元、2.45 亿元、3.97 亿元，研发费用率分别为 0.42%、0.58%、0.95%。2025 年上半年，公司获省部级科技进步奖 5 项，其中一等奖 3 项；获专利授权 36 件，其中发明专利 8 件，公司共拥有有效专利 415 件，其中发明专利 120 件。

● 投资建议与盈利预测

随着全球新能源汽车、光伏发电以及人工智能行业的快速发展，焊料需求有望持续复苏，锡金属作为电子焊料的核心材料，其重要性将持续凸显，有望创造出新的增长亮点。我们预计 2025-2027 年，公司归母净利润分别为：24.43、29.78 和 35.46 亿元，按照最新股本测算，对应基本每股收益分别为：1.48、1.81 和 2.15 元/股，按照最新股价测算，对应 PE 估值分别为 15.43、12.66 和 10.63 倍，给予公司“买入”的投资评级。

● 风险提示

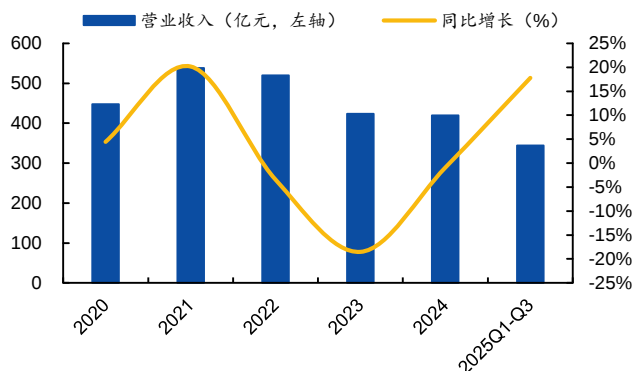
产业政策变化风险、市场价格波动风险、供应链风险、安全环保风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42359.26	41972.67	46352.11	49585.52	52363.00
收入同比(%)	-18.54	-0.91	10.43	6.98	5.60
归母净利润(百万元)	1408.36	1444.23	2443.00	2978.15	3546.37
归母净利润同比(%)	4.61	2.55	69.16	21.91	19.08
ROE(%)	7.92	6.93	11.13	12.16	12.93
每股收益(元)	0.86	0.88	1.48	1.81	2.15
市盈率(P/E)	26.77	26.11	15.43	12.66	10.63

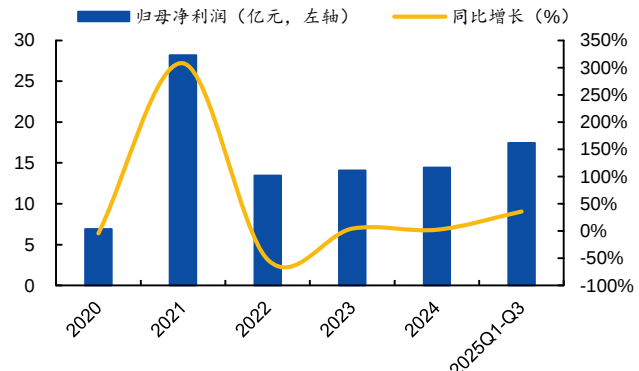
资料来源：Wind，国元证券研究所（本报告数据更新至 2025 年 11 月 6 日）

图 1：公司前三季度营业收入同比上升 17.8%



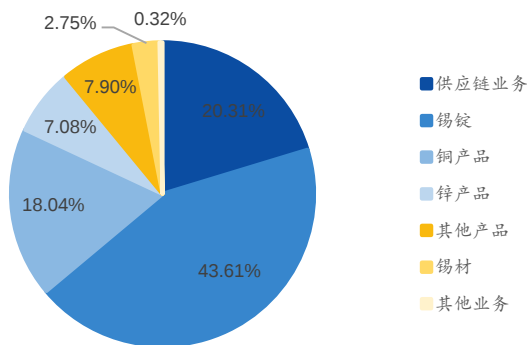
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：公司前三季度归母净利润同比上升 35.99%



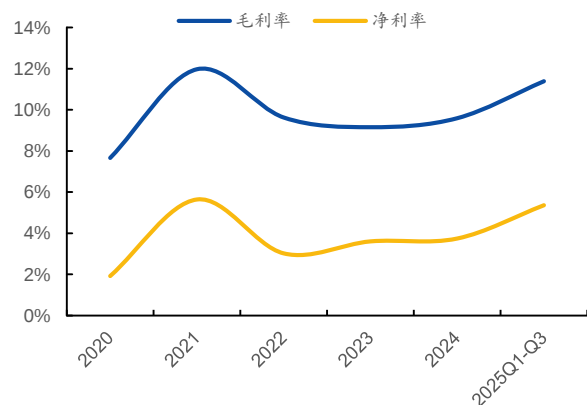
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：2025 年半年度公司营收结构



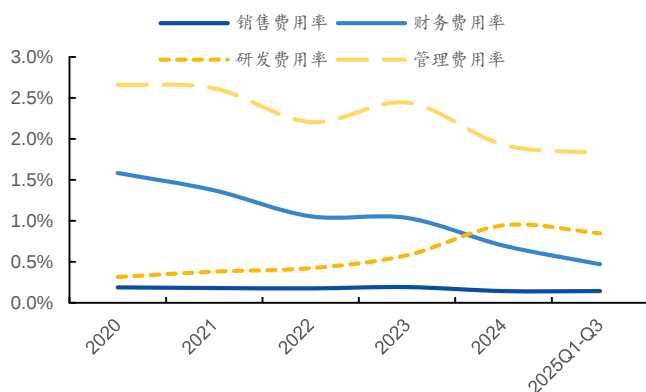
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：公司毛利率与净利率双升



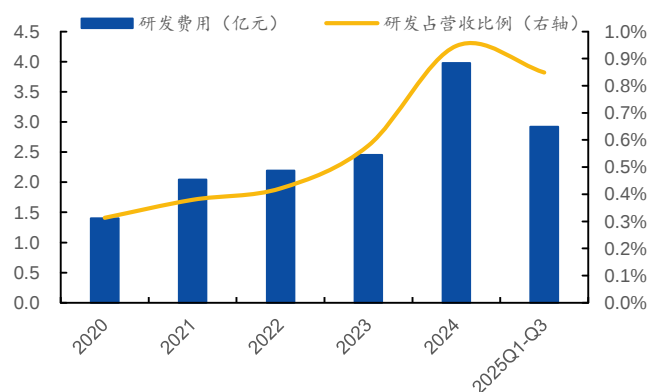
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：企业降本增效成果显著



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：公司前三季度研发费用同比增长 6.64%



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	10849.66	12278.91	13091.04	14841.65	17025.15
现金	2084.08	2544.33	3438.23	4372.87	6061.30
应收账款	502.06	648.87	635.16	692.96	740.04
其他应收款	624.07	703.71	717.76	782.97	830.07
预付账款	245.96	17.55	142.84	129.22	124.18
存货	6468.36	7546.16	7239.18	7970.05	8373.08
其他流动资产	925.14	818.29	917.87	893.58	896.47
非流动资产	26210.83	24364.05	24271.36	23830.21	23359.56
长期投资	1166.86	881.27	976.47	944.73	955.31
固定资产	17092.37	16450.15	16187.08	15826.36	15495.57
无形资产	3370.96	3168.24	3018.36	2858.87	2695.37
其他非流动资产	4580.65	3864.39	4089.46	4200.25	4213.31
资产总计	37060.49	36642.96	37362.40	38671.86	40384.70
流动负债	7816.33	7512.90	8290.77	8108.97	8211.67
短期借款	2106.51	1200.00	1716.69	1609.43	1576.95
应付账款	1580.71	1400.44	1537.49	1653.71	1717.17
其他流动负债	4129.11	4912.46	5036.58	4845.84	4917.55
非流动负债	10434.09	7213.20	5923.34	4657.32	3098.46
长期借款	8752.16	5812.48	4746.00	3367.33	1832.55
其他非流动负债	1681.93	1400.72	1177.34	1289.99	1265.90
负债合计	18250.42	14726.10	14214.11	12766.29	11310.12
少数股东权益	1019.78	1069.22	1201.40	1409.50	1648.46
股本	1645.80	1645.80	1645.80	1645.80	1645.80
资本公积	8327.72	8343.10	8343.10	8343.10	8343.10
留存收益	7821.57	8796.93	10927.23	13305.32	16149.08
归属母公司股东权益	17790.29	20847.64	21946.89	24496.07	27426.12
负债和股东权益	37060.49	36642.96	37362.40	38671.86	40384.70

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2193.05	3404.72	4560.95	4149.60	5065.42
净利润	1526.43	1570.37	2575.17	3186.25	3785.32
折旧摊销	1525.73	1518.70	1404.25	1456.18	1501.35
财务费用	438.39	292.42	286.53	234.01	172.84
投资损失	-121.83	-192.06	-4.32	-38.28	-41.95
营运资金变动	-1596.40	-497.81	117.88	-673.15	-370.28
其他经营现金流	420.73	713.10	181.44	-15.42	18.15
投资活动现金流	-613.03	-299.50	-1374.63	-1030.86	-1056.91
资本支出	1024.90	909.31	991.73	824.49	890.86
长期投资	0.00	-604.51	158.76	-43.85	6.04
其他投资现金流	411.87	5.30	-224.14	-250.21	-160.01
筹资活动现金流	-1933.67	-2774.31	-2292.42	-2184.10	-2320.09
短期借款	-380.63	-906.51	516.69	-107.26	-32.48
长期借款	806.78	-2939.68	-1066.48	-1378.67	-1534.78
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	6.74	15.38	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-2366.57	1056.50	-1742.64	-698.17	-752.83
现金净增加额	-347.29	338.44	893.89	934.65	1688.42

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	42359.26	41972.67	46352.11	49585.52	52363.00
营业成本	38482.08	37947.12	40982.95	43627.05	45658.66
营业税金及附加	373.22	452.38	533.05	595.03	608.96
营业费用	82.04	60.79	77.21	81.24	84.61
管理费用	1036.12	810.59	996.10	1054.14	1100.23
研发费用	245.48	397.48	347.64	390.36	419.67
财务费用	438.39	292.42	286.53	234.01	172.84
资产减值损失	16.81	-166.84	-6.83	-14.76	-10.86
公允价值变动收益	6.30	-3.60	1.97	0.84	0.47
投资净收益	121.83	192.06	4.32	38.28	41.95
营业利润	1852.42	2097.91	3238.48	3720.07	4443.15
营业外收入	16.95	26.41	14.06	18.66	18.42
营业外支出	124.17	289.24	268.95	44.86	68.30
利润总额	1745.20	1835.08	2983.59	3693.86	4393.27
所得税	218.77	264.71	408.41	507.61	607.94
净利润	1526.43	1570.37	2575.17	3186.25	3785.32
少数股东损益	118.07	126.14	132.17	208.10	238.96
归属母公司净利润	1408.36	1444.23	2443.00	2978.15	3546.37
EBITDA	3816.54	3909.03	4929.26	5410.26	6117.33
EPS (元)	0.86	0.88	1.48	1.81	2.15

主要财务比率

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-18.54	-0.91	10.43	6.98	5.60
营业利润(%)	0.21	13.25	54.37	14.87	19.44
归属母公司净利润(%)	4.61	2.55	69.16	21.91	19.08
获利能力					
毛利率(%)	9.15	9.59	11.58	12.02	12.80
净利率(%)	3.32	3.44	5.27	6.01	6.77
ROE(%)	7.92	6.93	11.13	12.16	12.93
ROIC(%)	6.52	6.80	10.24	11.40	13.35
偿债能力					
资产负债率(%)	49.24	40.19	38.04	33.01	28.01
净负债比率(%)	76.59	71.76	70.62	66.34	61.36
流动比率	1.39	1.63	1.58	1.83	2.07
速动比率	0.56	0.63	0.71	0.85	1.05
营运能力					
总资产周转率	1.15	1.14	1.25	1.30	1.32
应收账款周转率	54.01	50.24	50.33	52.05	50.84
应付账款周转率	24.87	25.46	27.90	27.34	27.09
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.88	1.48	1.81	2.15
每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	2.07	2.77	2.52	3.08
每股净资产(最新摊薄)	10.81	12.67	13.34	14.88	16.66
估值比率					
P/E	26.77	26.11	15.43	12.66	10.63
P/B	2.12	1.81	1.72	1.54	1.37
EV/EBITDA	11.90	11.61	9.21	8.39	7.42

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：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 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100027