



国城矿业 (000688.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，重视锂、钼双重弹性释放

事件

3月23日公司发布2025年报，实现收入48.06亿元，同比+150.60%；归母净利润10.76亿元，同比大幅扭亏；扣非归母净利润为-2.57亿元，同比亏幅加大。4Q25单季度收入为30.88亿元，环比+387.77%、同比+473.18%；归母净利为6.26亿元，环比+990.13%、同比+480.35%。

点评

并表钼矿显著改善报表，钛白粉仍有拖累。报表上看，公司4Q25收入和业绩同环比均显著增长，主要在于公司于当期完成国城实业60%股权收购。4Q25公司主营产品碳酸锂、钼精矿、铅、锌、钛白粉价格环比分别+21.47%/-8.08%/+1.72%/+1.97%/-4.10%，除碳酸锂外价格波动均不大；因此扣非业绩承压原因主要在于钛白粉业务拖累。4Q25公司毛利、毛利率环比分别+132.26%/+6.97pct。期间费率有所下降。4Q25公司期间费用、期间费率分别同比+62.26%、-11.18pct至1.72亿元、5.57%，期间费率下降系销售、财务费率下降，公司销售、财务费率分别同比-7.01pct、-5.53pct至2.95%、1.26%。4Q25公司资产负债率为69.55%，环比/同比分别+10.73pct/+6.56pct。

关注钼矿量利双增。公司目体外仍有国城实业40%股权，意味着钼矿权益产量仍有较大增长空间。且公司拟将采矿证从500万吨扩大到800万吨/年，目前正在办理扩大矿区范围的采矿权变更手续；对比业内在产矿山规模和品位，大苏计钼矿可谓主流钼矿。钼矿交割将显著夯实公司基本面，为公司提供利润稳定器。而对于钼价，目前仍然呈现低库存、钢招景气的局面，在逆全球化背景下，钼战略备库持续，且钼有望受益钨价高企带来的需求挤出效应，钼价弹性亦值得期待。

关注锂矿放量和降本：公司正在办理500万吨/年的采矿许可证批复等相关手续。且大股东手中仍有部分剩余股权。公司将通过扩大采矿、匹配选厂规模等方式来降低成本。公司测算，未来金鑫矿业锂精矿折合碳酸锂单吨生产成本预计在5万元以内。

盈利预测、估值与评级

预计公司26-28年营收分别为58.73/64.10/183.48亿元，归母净利润分别为19.70/34.45/53.03亿元，EPS分别为1.66/2.91/4.48元，对应PE分别为19.61/11.22/7.29倍。维持“买入”评级。

风险提示

产品价格波动风险，项目建设不及预期，安全环保管理风险。

金属材料组

分析师：吴晋恺 (执业 S1130526010001)

wujinkai@gjzq.com.cn

分析师：王钦扬 (执业 S1130523120001)

wangqinyang@gjzq.com.cn

分析师：金云涛 (执业 S1130525030002)

jinyuntao@gjzq.com.cn

联系人：黄泽浩

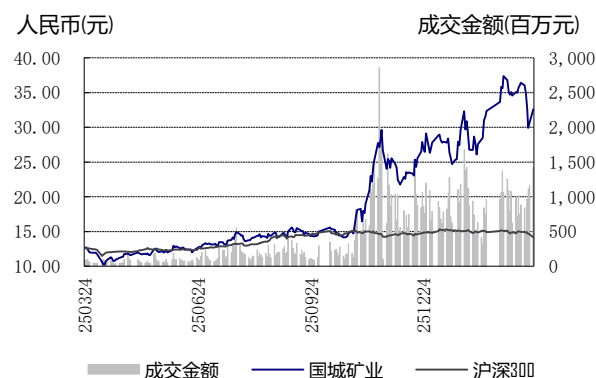
huangzehao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：32.60 元

相关报告：

1. 《国城矿业公司点评：业绩符合预期，钛白粉业务有所减亏》，2025.4.27

2. 《国城矿业公司点评：钛白粉拖累整体业绩，关注钼矿交割和锂矿放量》，2025.3.24



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,918	4,806	5,873	6,410	18,348
营业收入增长率	60.37%	150.60%	22.19%	9.16%	186.21%
归母净利润(百万元)	-113	1,076	1,970	3,445	5,303
归母净利润增长率	-	-	82.98%	74.88%	53.94%
	279.51	1056.20%			
	%				
摊薄每股收益(元)	-0.100	0.908	1.662	2.907	4.475
每股经营性现金流净额	0.20	0.92	2.46	2.28	9.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	-3.76%	41.38%	43.62%	43.27%	39.98%
P/E	-325.89	35.89	19.61	11.22	7.29
P/B	12.27	14.85	8.55	4.85	2.91

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	1,196	1,918	4,806	5,873	6,410	18,348
增长率		60.4%	150.6%	22.2%	9.2%	186.2%
主营业务成本	-760	-1,382	-2,872	-3,201	-2,894	-7,155
%销售收入	63.6%	72.1%	59.8%	54.5%	45.1%	39.0%
毛利	435	535	1,934	2,672	3,517	11,192
%销售收入	36.4%	27.9%	40.2%	45.5%	54.9%	61.0%
营业税金及附加	-87	-109	-292	-399	-385	-1,009
%销售收入	7.2%	5.7%	6.1%	6.8%	6.0%	5.5%
销售费用	-5	-8	-12	-29	-32	-92
%销售收入	0.4%	0.4%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-260	-248	-264	-294	-321	-917
%销售收入	21.7%	13.0%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	0	0	-42	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	84	170	1,324	1,949	2,780	9,174
%销售收入	7.0%	8.8%	27.6%	33.2%	43.4%	50.0%
财务费用	-40	-123	-154	-116	-131	-35
%销售收入	3.4%	6.4%	3.2%	2.0%	2.0%	0.2%
资产减值损失	-12	-82	-46	-9	1	-12
公允价值变动收益	-20	-15	-9	-34	-80	-60
投资收益	56	34	794	616	1,661	0
%税前利润	90.7%	-60.9%	42.6%	25.6%	39.5%	0.0%
营业利润	75	-19	1,914	2,407	4,231	9,068
营业利润率	6.3%	n.a	39.8%	41.0%	66.0%	49.4%
营业外收支	-14	-36	-52	-5	-30	-45
税前利润	61	-55	1,863	2,402	4,201	9,023
利润率	5.1%	n.a	38.8%	40.9%	65.5%	49.2%
所得税	-32	-62	-328	-432	-756	-1,624
所得税率	51.7%	n.a	17.6%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	30	-117	1,534	1,970	3,445	7,399
少数股东损益	-33	-4	458	0	0	2,096
归属于母公司的净利润	63	-113	1,076	1,970	3,445	5,303
净利率	5.2%	n.a	22.4%	33.5%	53.7%	28.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	30	-117	1,534	1,970	3,445	7,399
少数股东损益	-33	-4	458	0	0	2,096
非现金支出	210	401	567	635	674	730
非经营收益	-21	146	-633	-399	-1,372	290
营运资金变动	362	-204	-375	706	-46	3,426
经营活动现金净流	581	226	1,093	2,912	2,702	11,845
资本开支	-571	-579	-887	-2,036	-1,010	-925
投资	0	0	1,245	-34	-80	-60
其他	-46	347	722	616	1,661	0
投资活动现金净流	-617	-232	1,080	-1,454	571	-985
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	319	16	1,820	-1,048	1,367	-1,118
其他	-214	-73	-3,375	-185	-179	-185
筹资活动现金净流	106	-57	-1,555	-1,234	1,188	-1,303
现金净流量	69	-63	618	224	4,460	9,557

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	215	174	907	1,120	5,573	15,125
应收款项	117	34	594	268	292	837
存货	93	286	475	430	388	961
其他流动资产	34	24	179	178	166	336
流动资产	459	519	2,155	1,996	6,420	17,258
%总资产	5.2%	5.6%	19.4%	16.2%	37.7%	61.6%
长期投资	858	1,338	1,336	1,336	1,336	1,336
固定资产	4,245	4,448	5,983	6,018	6,016	5,979
%总资产	48.5%	48.0%	53.7%	48.9%	35.3%	21.3%
无形资产	2,913	2,646	1,302	2,874	3,184	3,387
非流动资产	8,293	8,753	8,976	10,300	10,604	10,766
%总资产	94.8%	94.4%	80.6%	83.8%	62.3%	38.4%
资产总计	8,752	9,272	11,131	12,295	17,024	28,025
短期借款	441	670	1,621	1,439	2,806	1,689
应付款项	2,066	2,493	1,887	2,654	2,414	6,005
其他流动负债	621	396	828	594	758	1,893
流动负债	3,128	3,559	4,336	4,687	5,979	9,586
长期贷款	959	894	2,280	2,280	2,280	2,280
其他长期负债	1,384	1,388	1,125	24	16	11
负债	5,471	5,841	7,742	6,991	8,275	11,878
普通股股东权益	2,941	2,991	2,602	4,516	7,960	13,263
其中：股本	1,118	1,125	1,185	1,185	1,185	1,185
未分配利润	1,132	1,000	1,160	3,130	6,574	11,877
少数股东权益	340	441	788	788	788	2,884
负债股东权益合计	8,752	9,272	11,131	12,295	17,024	28,025

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.056	-0.100	0.908	1.662	2.907	4.475
每股净资产	2.631	2.657	2.195	3.811	6.717	11.192
每股经营现金净流	0.520	0.201	0.922	2.457	2.280	9.995
每股股利	0.018	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.13%	-3.76%	41.38%	43.62%	43.27%	39.98%
总资产收益率	0.72%	-1.21%	9.67%	16.02%	20.23%	18.92%
投入资本收益率	0.69%	6.26%	14.90%	17.71%	16.48%	37.40%
增长率						
主营业务收入增长率	-22.70%	60.37%	150.60%	22.19%	9.16%	186.21%
EBIT 增长率	-56.17%	101.66%	681.02%	47.18%	42.60%	230.04%
净利润增长率	-66.17%	-279.51%	-1056.20%	82.98%	74.88%	53.94%
总资产增长率	12.82%	5.94%	20.06%	10.46%	38.46%	64.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.6	4.8	3.5	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	34.1	50.1	48.4	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	423.6	300.1	160.0	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	558.1	704.0	346.5	267.0	227.5	72.8
偿债能力						
净负债/股东权益	60.48%	61.81%	88.33%	49.00%	-5.56%	-69.09%
EBIT 利息保障倍数	2.1	1.4	8.6	16.9	21.3	263.9
资产负债率	62.52%	62.99%	69.55%	56.86%	48.61%	42.38%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究