

驰宏锌锗 (600497.SH)

资产摊销及销售费用增加，25年净利同比下滑19.9%

优于大市

核心观点

公司2025全年实现归母净利润10.4亿元，同比下滑19.9%，其中四季度净利为-2.9亿元，原因系年底对相关资产进行全面清查，对部分固定资产进行报废处置等。2025全年实现营收241亿元（+28.0%），归母净利润10.4亿元（-19.9%），扣非归母净利10.6亿元（-24.0%），经营活动产生的现金流量净额37.6亿元（+59.1%）。2025Q4单季度归母净利-2.9亿元，主要是因为2025Q4锌加工费降低，压缩盈利空间；年底公司对相关资产进行了全面清查，对部分固定资产进行报废处置等。公司管理费用上升较为显著，2025年管理费用为14.8亿元，较2024年同期11.6亿元上涨28.1%。主要系组织机构改革引发费用归集口径变动所致。

产销情况：产量方面，2025全年公司铅锌精矿产量29.49万金属吨，同比增加0.51万金属吨，增幅1.8%，实现平稳生产；公司冶炼铅锭16.99万吨，同比增加0.37万吨，增幅2.23%；锌产品52.48万吨，同比增加3.96万吨，增幅8.16%；公司锗产品含锗实现产量54.7吨，同比-2.5%（驰宏锗业自2025年11月起不再纳入公司合并报表范围，锗产品含锗产销量及同比数据为2025年1-10月）。销量方面，2025全年公司销售铅锌产品67.4万吨，增幅3.4%；销售银锭175.3吨，增幅36.3%，销售硫酸77.0万吨，小幅下降1.9%；锗产品含锗实现销量61.6吨，同比-4.1%。

同比2025年，增利因素：①2025年锗价1501万元/吨，同比增150万元/吨，年销量锗产品含锗61.6吨，增利约0.9亿元；②2025年银价均价9.8元/克，同比增2.5元/克，同时银销量增加46.7吨达到175.3吨，增利超4.4亿元。**减利因素：**①2025全年铅冶炼加工费下降73元/吨达到567元/吨，铅产品实现销量16.5万吨，减利约1200万元；②无形资产摊销6.3亿元，比2024年同期3.2亿元增长3.1亿元；③管理费用增加3.3亿元，实现14.8亿元，同比增28.1%，主要系组织机构改革引发费用归集口径变动所致，其中增长较为明显的为职工薪酬，增加2.4亿元来到7.4亿元。④由于递延所得税费用变动较大，所得税费用实现3.8亿元，增长3.3亿元。

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2026-2028年锌锭年均价23000元/吨，锌精矿加工费均为3000元/吨，铅锭年均价17000元/吨，铅精矿加工费为500元/吨，锗价15000元/千克。预计公司2026-2028年归母净利润分别为20.4/25.9/31.5亿元（前值19.2/20.0/-亿元），同比增长97%/27%/22%，摊薄EPS分别为0.40/0.51/0.62元，当前股价对应PE为19.6/15.5/12.7X。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。

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：谷瑜

021-61761033

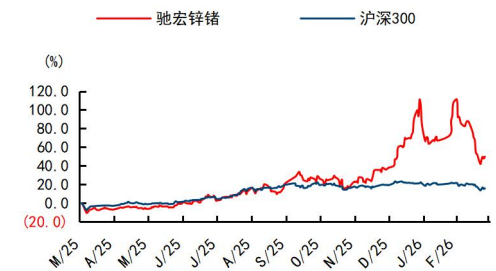
guyu@guosen.com.cn

S0980524110001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	7.95元
总市值/流通市值	40071/40071百万元
52周最高价/最低价	11.93/4.72元
近3个月日均成交额	1776.06百万元

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)-公司稳中有升, 25H1归母同比微增3.3%》——2025-09-03
- 《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

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	18,803	24,059	25,608	29,559	32,357
(+/-%)	-14.4%	28.0%	6.4%	15.4%	9.5%
归母净利润(百万元)	1293	1035	2040	2587	3149
(+/-%)	-9.8%	-19.9%	97.0%	26.9%	21.7%
每股收益(元)	0.25	0.21	0.40	0.51	0.62
EBIT Margin	8.6%	7.0%	10.4%	11.2%	12.2%
净资产收益率(ROE)	7.9%	6.4%	12.1%	14.7%	16.9%
市盈率(PE)	31.3	38.7	19.6	15.5	12.7
EV/EBITDA	16.4	14.5	12.1	10.4	9.1
市净率(PB)	2.48	2.46	2.37	2.27	2.15

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 2025 全年实现归母净利 10.4 亿元，同比下滑 19.9%，其中四季度净利为-2.9 亿元，原因系年底对相关资产进行全面清查，对部分固定资产进行报废处置等。2025 全年实现营收 241 亿元（+28.0%），归母净利润 10.4 亿元（-19.9%），扣非归母净利 10.6 亿元（-24.0%），经营活动产生的现金流量净额 37.6 亿元（+59.1%）。2025Q4 单季度归母净利-2.9 亿元，主要是因为 2025Q4 锌加工费降低，压缩盈利空间；年底公司对相关资产进行了全面清查，对部分固定资产进行报废处置等。公司管理费用上升较为显著，2025 年管理费用为 14.8 亿元，较 2024 年同期 11.6 亿元上涨 28.1%。主要系组织机构改革引发费用归集口径变动所致。

产销情况：产量方面，2025 全年公司铅锌精矿产量 29.49 万金属吨，同比增加 0.51 万金属吨，增幅 1.8%，实现平稳生产；公司冶炼铅锭 16.99 万吨，同比增加 0.37 万吨，增幅 2.23%；锌产品 52.48 万吨，同比增加 3.96 万吨，增幅 8.16%；公司锗产品含锗实现产量 54.7 吨，同比-2.5%（驰宏锗业自 2025 年 11 月起不再纳入公司合并报表范围，锗产品含锗产销量及同比数据为 2025 年 1-10 月）。**销量方面**，2025 全年公司销售铅锌产品 67.4 万吨，增幅 3.4%；销售银锭 175.3 吨，增幅 36.3%，销售硫酸 77.0 万吨，小幅下降 1.9%；锗产品含锗实现销量 61.6 吨，同比-4.1%。

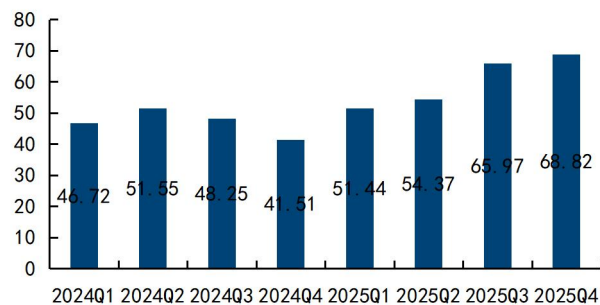
同比 2025 年，增利因素：①2025 年锗价 1501 万元/吨，同比增 150 万元/吨，年销量锗产品含锗 61.6 吨，增利约 0.9 亿元；②2025 年银价均价 9.8 元/克，同比增 2.5 元/克，同时银销量增加 46.7 吨达到 175.3 吨，增利超 4.4 亿元。**减利因素：**①2025 全年铅冶炼加工费下降 73 元/吨达到 567 元/吨，铅产品实现销量 16.5 万吨，减利约 1200 万元；②无形资产摊销 6.3 亿元，比 2024 年同期 3.2 亿元增长 3.1 亿元；③管理费用增加 3.3 亿元，实现 14.8 亿元，同比增 28.1%，主要系组织机构改革引发费用归集口径变动所致，其中增长较为明显的为职工薪酬，增加 2.4 亿元来到 7.4 亿元。④由于递延所得税费用变动较大，所得税费用实现 3.8 亿元，增长 3.3 亿元。

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)



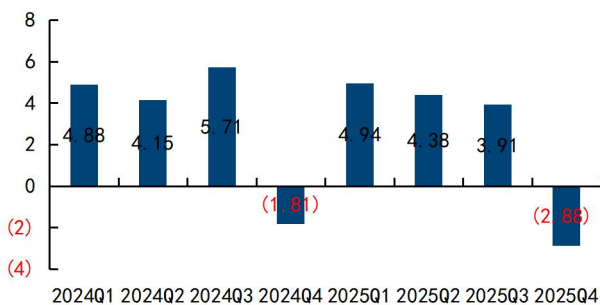
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 驰宏锌锗归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



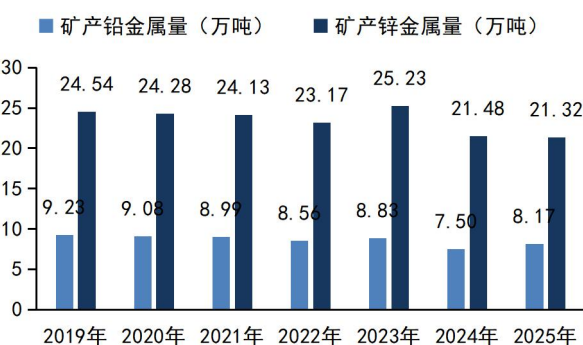
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 驰宏锌锗单季归母净利润 (单位: 亿元)



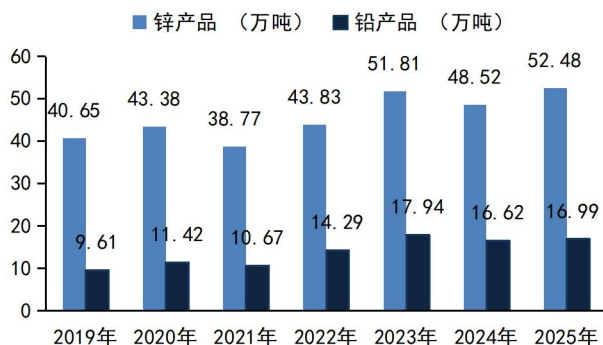
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 驰宏锌锗矿山金属产量 (万吨)



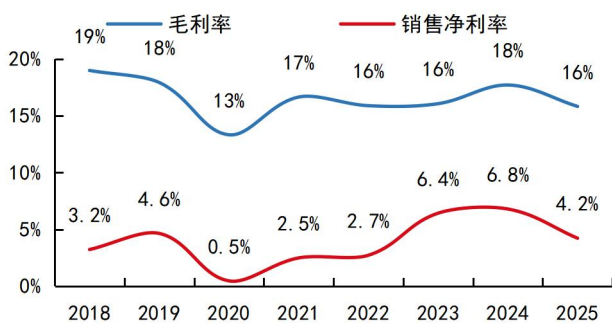
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 驰宏锌锗冶炼产量 (万吨)



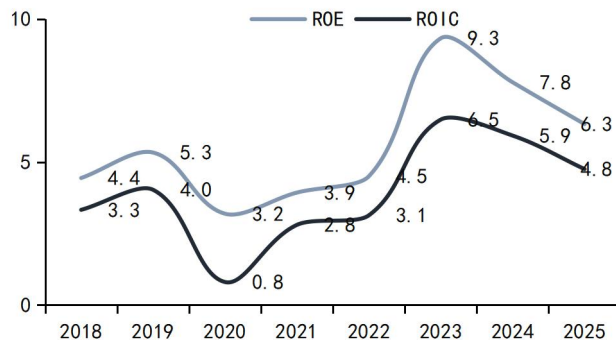
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 驰宏锌锗毛利率与净利率 (%)



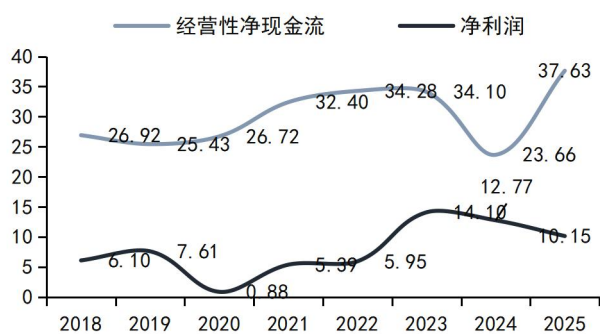
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 驰宏锌锗 ROE 和 ROIC (%)



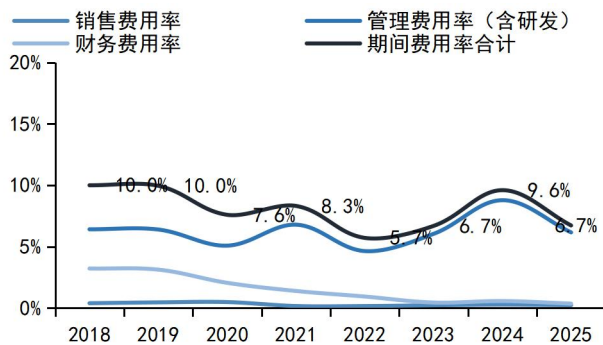
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 驰宏锌锗经营性净现金流强劲 (亿元)



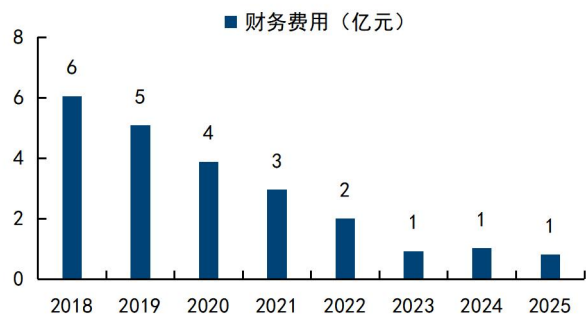
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 驰宏锌锗期间费用率



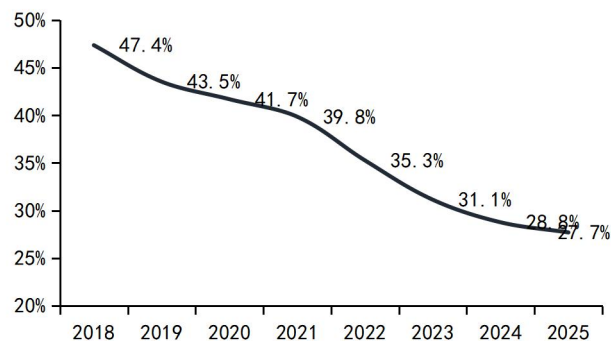
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图11: 公司财务费用 (亿元)



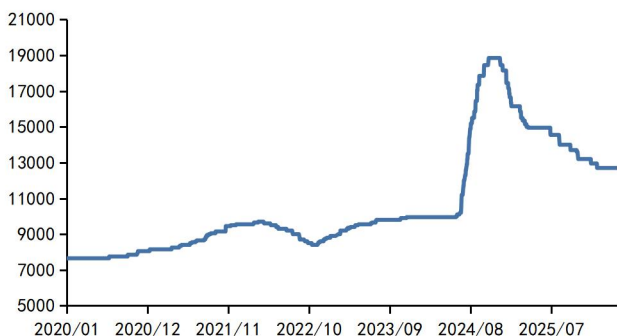
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 公司资产负债率



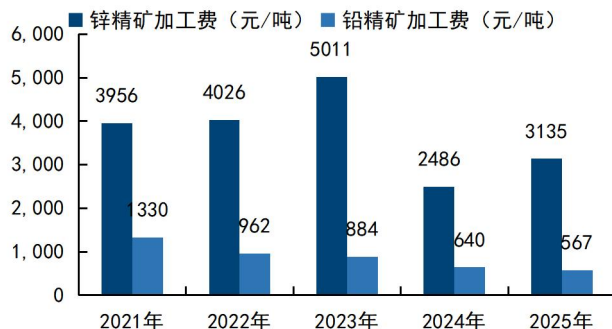
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

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 (元/吨)



资料来源: Wind、SMM、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 2026 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	16.61	17.89	19.17	20.45	21.73
	16000	17.22	18.50	19.78	21.06	22.34
	17000	17.84	19.12	20.40	21.67	22.95
	18000	18.45	19.73	21.01	22.29	23.57
	19000	19.06	20.34	21.62	22.90	24.18

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 2026-2028 年锌锭年均价 23000 元/吨,锌精矿加工费均为 3000 元/吨,铅锭年均价 17000 元/吨,铅精矿加工费为 500 元/吨,锗价 15000 元/千克。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 20.4/25.9/31.5 亿元(前值 19.2/20.0/-亿元),同比增长 97%/27%/22%,摊薄 EPS 分别为 0.40/0.51/0.62 元,当前股价对应 PE 为 19.6/15.5/12.7X。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)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	961	1125	2804	4117	5591	营业收入	18803	24059	25608	29559	32357
应收款项	145	104	210	243	266	营业成本	15473	20252	20613	23621	25568
存货净额	2031	1904	1669	1983	2220	营业税金及附加	371	423	512	591	647
其他流动资产	364	511	152	175	192	销售费用	49	53	51	59	65
流动资产合计	3502	3644	4835	6519	8268	管理费用	1156	1481	1591	1768	1894
固定资产	10364	9962	9953	9664	9345	研发费用	130	156	179	207	226
无形资产及其他	11339	10955	10516	10078	9640	财务费用	105	83	108	97	64
投资性房地产	915	786	786	786	786	投资收益	46	72	0	1	2
长期股权投资	249	552	702	853	1005	资产减值及公允价值变动	(176)	(203)	(50)	(40)	(30)
资产总计	26368	25899	26793	27900	29045	其他收入	47	(64)	(179)	(207)	(226)
短期借款及交易性金融负债	2733	1322	2000	2000	2000	营业利润	1565	1572	2504	3177	3864
应付款项	1475	1938	1498	1723	1868	营业外净收支	(231)	(174)	0	0	2
其他流动负债	601	798	860	990	1074	利润总额	1333	1398	2504	3177	3866
流动负债合计	4809	4058	4358	4713	4941	所得税费用	57	383	501	635	773
长期借款及应付债券	1211	1583	1583	1583	1583	少数股东损益	(16)	(20)	(36)	(46)	(56)
其他长期负债	1565	1534	1534	1534	1534	归属于母公司净利润	1293	1035	2040	2587	3149
长期负债合计	2777	3117	3117	3117	3117	现金流量表 (百万元)					
负债合计	7585	7175	7475	7829	8058	净利润	1293	1035	2040	2587	3149
少数股东权益	2481	2461	2442	2419	2391	资产减值准备	51	27	(7)	(7)	(8)
股东权益	16303	16264	16875	17652	18596	折旧摊销	1311	1556	1256	1296	1337
负债和股东权益总计	26368	25899	26793	27900	29045	公允价值变动损失	176	203	50	40	30
关键财务与估值指标						财务费用	105	83	108	97	64
每股收益	0.25	0.21	0.40	0.51	0.62	营运资本变动	(1093)	806	104	(24)	(55)
每股红利	0.16	0.17	0.28	0.36	0.44	其它	(57)	(30)	(12)	(16)	(20)
每股净资产	3.20	3.23	3.35	3.50	3.69	经营活动现金流	1681	3597	3431	3877	4432
ROIC	7.81%	7.46%	12%	15%	18%	资本开支	(309)	(353)	(852)	(602)	(602)
ROE	7.93%	6.37%	12%	15%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	18%	16%	20%	20%	21%	投资活动现金流	(457)	(656)	(1002)	(753)	(754)
EBIT Margin	9%	7%	10%	11%	12%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	14%	15%	16%	16%	负债净变化	(1158)	372	0	0	0
收入增长	-14%	28%	6%	15%	9%	支付股利、利息	(803)	(864)	(1428)	(1811)	(2204)
净利润增长率	-10%	-20%	97%	27%	22%	其它融资现金流	2193	(1793)	678	0	0
资产负债率	38%	37%	37%	37%	36%	融资活动现金流	(1728)	(2777)	(750)	(1811)	(2204)
股息率	2.0%	2.2%	3.6%	4.5%	5.5%	现金净变动	(503)	164	1679	1313	1474
P/E	31.3	38.7	19.6	15.5	12.7	货币资金的期初余额	1464	961	1125	2804	4117
P/B	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2	货币资金的期末余额	961	1125	2804	4117	5591
EV/EBITDA	16.4	14.5	12.1	10.4	9.1	企业自由现金流	1463	3240	2638	3321	3844
						权益自由现金流	2431	1779	3229	3243	3793

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提及的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