

株冶集团 (600961.SH)

受益于金价上涨，2025年归母净利润同比上升43.1%

优于大市

核心观点

公司2025年归母净利润同比上升43.1%，2026Q1单季度实现净利11.4亿元。2025年实现营收223亿元(+12.6%)，归母净利润11.3亿元(+43.1%)，扣非归母净利润14.6亿元(+99.7%)，非经常性损益主要来自持有的金融工具投资损益，2025年实现-3.7亿元，而相应的现货利润在产品销售毛利中，公司经营活动产生的现金流量净额18.4亿元(+66.3%)。2026Q1单季度归母净利润11.4亿元，同比+313.0%，环比+328.1%；扣非归母净利润12.0亿元，同比+323.4%。2025全年以及2026Q1净利大幅增长主要是稀贵金属和硫酸价格上涨，创效增加。

产能情况：公司目前涵盖锌、铅等系列产品的采选冶、深加工、销售与贸易。拥有86万吨铅锌铜采选、68万吨锌产品、10万吨铅产品生产能力，同时综合回收铜、金、银、铋、铟、镉、碲等多种稀贵金属，并且依托铜铅锌产业基地，产业协同优势显著。矿产品有铅锌矿、铜精矿等。据测算，公司年矿产铅锌金属超4万吨，金1.8-2吨，银约60吨。

同比2024，增利因素：2025上海金交所黄金均价798元/克，同比增241元/克，增厚毛利4.3亿元，白银均价9742元/千克，同比增2520元/千克，增厚毛利1.5亿元，硫酸均价688元/吨，同比增310元/吨，增厚约1.9亿元，**合计增厚毛利7.7亿元。****减利因素：**锌冶炼加工费同比下降649元/吨，铅冶炼加工费同比下降172元/吨，**减少毛利约2亿元。**2025年公司实现毛利25.9亿元，同比2024的17.4亿元增加8.5亿元。费用方面，财务费用跟随融资成本下降，其他费用保持稳定，2025年期间费用合计7.1亿元，略低于2024年的7.2亿元，经营效益稳步提升。

风险提示：铅锌供给超预期释放，需求不及预期，金属价格下跌风险；矿山品位下滑，产量偏低的风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。参照今年年初至今各个商品均价，假设2026-2028年锌锭现货年均价24000元/吨，锌精矿加工费均为1500元/吨，铅锭现货价格年均价17000元/吨，铅精矿加工费为300元/吨，金价1000元/克，银价2000元/千克。预计公司2026-2028年归母净利润分别为23.5/24.3/25.0亿元（前值11.9/13.8/-亿元），同比增长109%/3%/3%，摊薄EPS分别为2.19/2.27/2.33元，当前股价对应PE为10.1/9.7/9.5X。公司已重组收购水口山有色下的铅锌矿等核心铅锌资产，另锡矿山、五矿铜业、黄沙坪（已托管）、铍业均为集团内优质资产，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	19,759	22,246	26,977	27,261	27,453
(+/-%)	1.8%	12.6%	21.3%	1.1%	0.7%
归母净利润(百万元)	787	1125	2351	2431	2499
(+/-%)	28.7%	43.1%	108.9%	3.4%	2.8%
每股收益(元)	0.73	1.05	2.19	2.27	2.33
EBIT Margin	4.7%	8.0%	10.4%	10.4%	10.4%
净资产收益率(ROE)	18.1%	23.9%	35.0%	27.7%	22.9%
市盈率(PE)	30.1	21.1	10.1	9.7	9.5
EV/EBITDA	23.1	13.6	8.7	8.7	8.7
市净率(PB)	5.44	5.03	3.53	2.70	2.17

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

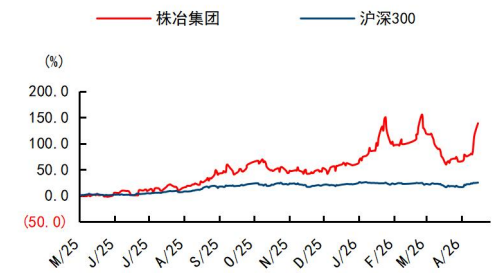
有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦 **证券分析师：谷瑜**
 010-88005312 021-61761033
 liumengluan@guosen.com.cn guyu@guosen.com.cn
 S0980520040001 S0980524110001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	24.30元
总市值/流通市值	26071/18269百万元
52周最高价/最低价	27.48/9.83元
近3个月日均成交额	575.75百万元

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

《株冶集团(600961.SH)-受益于金价上涨&锌冶炼加工费回升，25H1归母净利润同比上行57.8%》——2025-08-13
 《株冶集团(600961.SH)-依托五矿，具有黄金属性的铅锌冶炼龙头》——2025-05-08

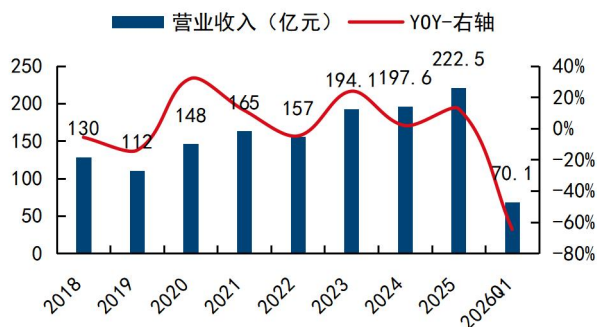
公司 2025 年归母净利同比上升 43.1%，2026Q1 单季度实现净利 11.4 亿元。2025 年实现营收 223 亿元（+12.6%），归母净利 11.3 亿元（+43.1%），扣非归母净利 14.6 亿元（+99.7%），非经常性损益主要来自持有的金融工具投资损益，2025 年实现-3.7 亿元，而相应的现货利润在产品销售毛利中，公司经营活动产生的现金流量净额 18.4 亿元（+66.3%）。2026Q1 单季度归母净利 11.4 亿元，同比+313.0%，环比+328.1%；扣非归母净利 12.0 亿元，同比+323.4%。2025 全年以及 2026Q1 净利大幅增长主要是稀贵金属和硫酸价格上涨，创效增加。

产能情况：公司目前涵盖锌、铅等系列产品的采选冶、深加工、销售与贸易。拥有 86 万吨铅锌铜采选、68 万吨锌产品、10 万吨铅产品生产能力，同时综合回收铜、金、银、铋、铟、镉、碲等多种稀贵金属，并且依托铜铅锌产业基地，产业协同优势显著。矿产品有铅锌矿、铜精矿等。据测算，公司年矿产铅锌金属超 4 万吨，金 1.8-2 吨，银约 60 吨。

同比 2024，**增利因素：**2025 上海金交所黄金均价 798 元/克，同比增 241 元/克，增厚毛利 4.3 亿元，白银均价 9742 元/千克，同比增 2520 元/千克，增厚毛利 1.5 亿元，硫酸均价 688 元/吨，同比增 310 元/吨，增厚约 1.9 亿元，**合计增厚毛利 7.7 亿元。****减利因素：**锌冶炼加工费同比下降 649 元/吨，铅冶炼加工费同比下降 172 元/吨，**减少毛利约 2 亿元。**

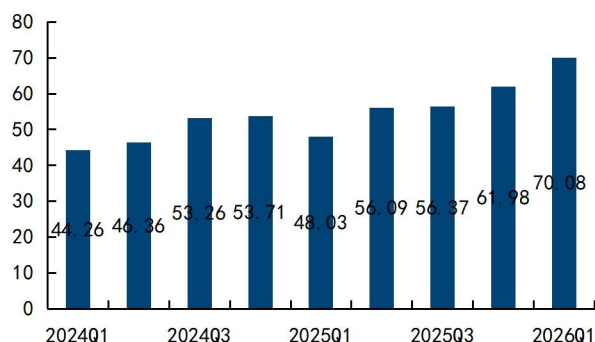
2025 年公司实现毛利 25.9 亿元，同比 2024 的 17.4 亿元增加 8.5 亿元。费用方面，财务费用由于融资成本下降有较大降幅，其他费用基本保持稳定，2025 年期间费用合计 7.1 亿元，略低于 2024 年的 7.2 亿元，经营效益稳步提升。

图1: 株冶集团营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



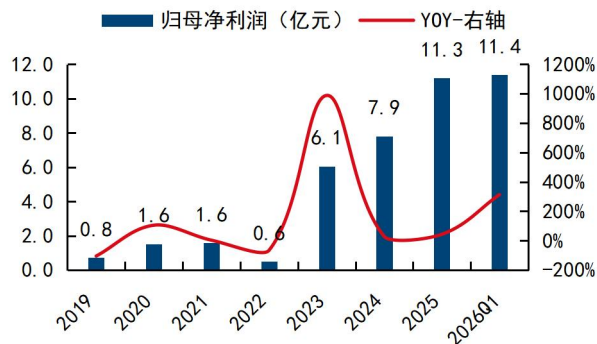
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 株冶集团单季营业收入 (单位: 亿元)



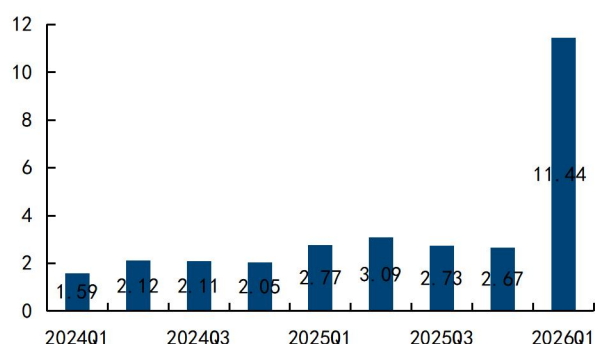
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 株冶集团归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



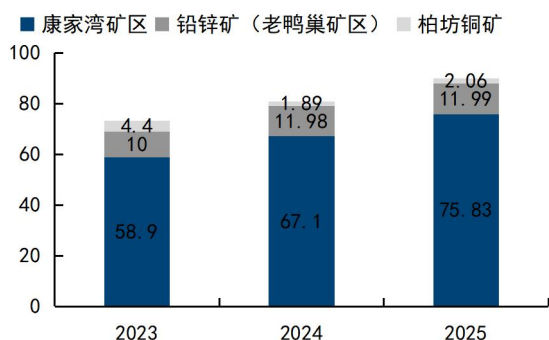
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 株冶集团单季归母净利润 (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: 株冶集团矿山原矿产量 (万吨)



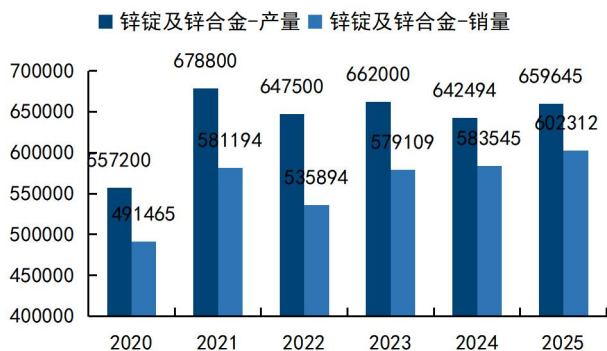
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 株冶集团黄金和白银产量 (吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理, 包含水口山数据

图7: 株冶集团锌锭及锌合金产销量 (万吨)



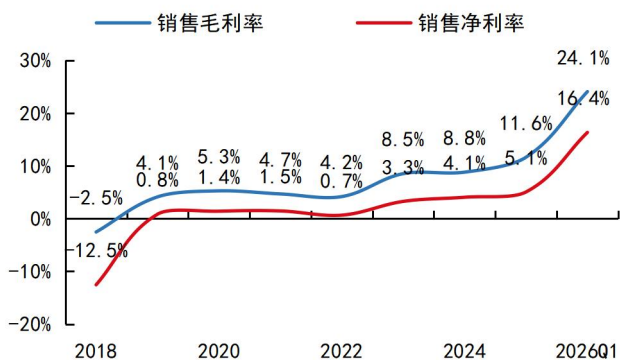
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理, 包含水口山数据

图8: 株冶集团铅锭及铅合金产销量 (万吨)



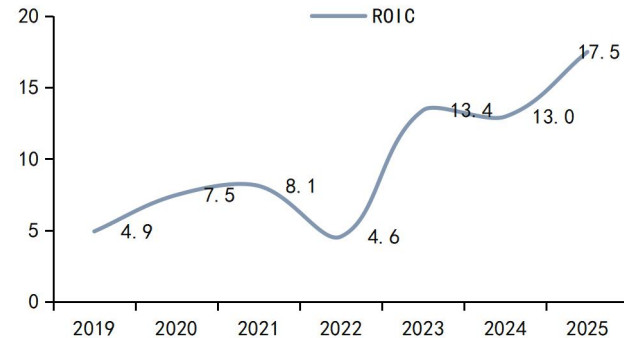
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理, 包含水口山数据

图9: 株冶集团毛利率与净利率 (%)



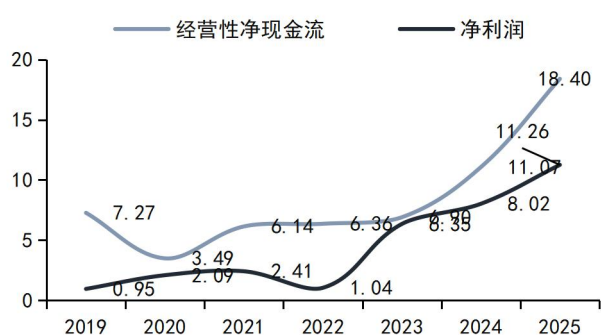
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 株冶集团 ROIC (%)



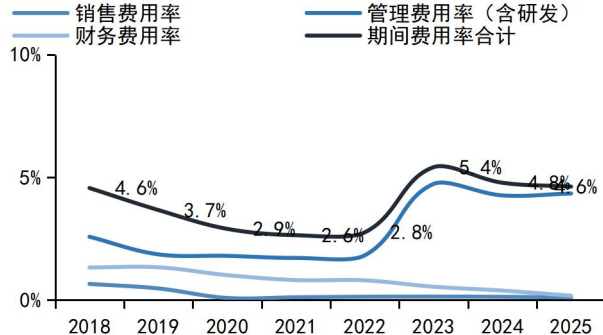
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图11: 株冶集团经营性净现金流强劲 (亿元)



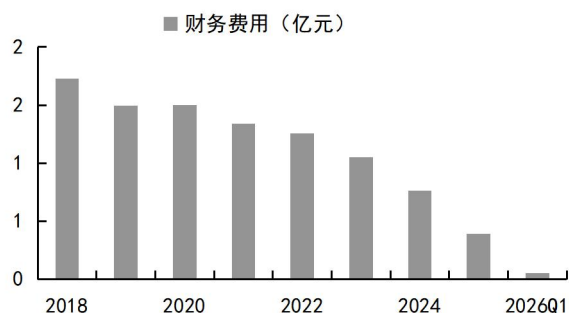
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 株冶集团期间费用率



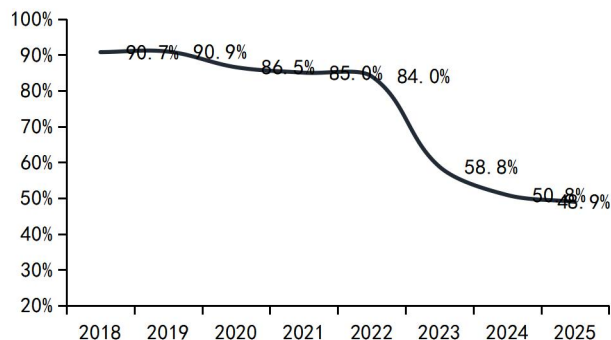
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图13: 株冶集团财务费用（亿元）



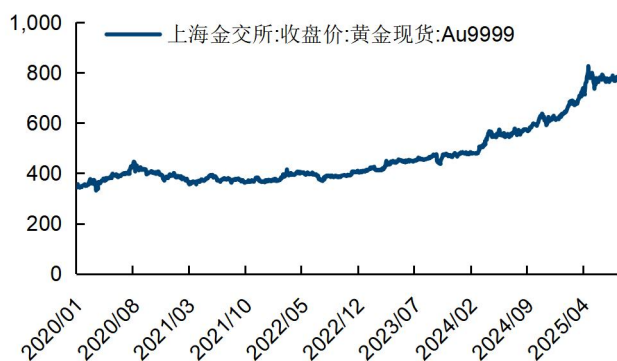
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 株冶集团资产负债率



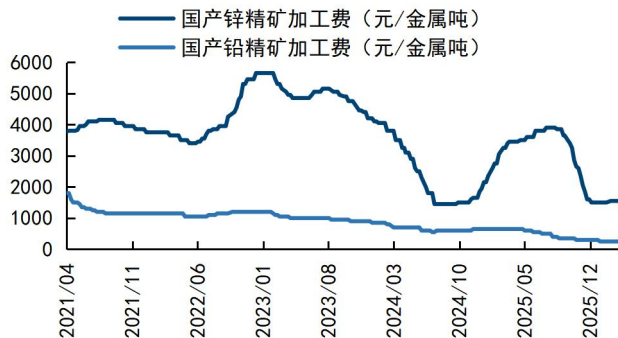
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图15: 金价涨势（元/克）



资料来源：Wind、上海黄金交易所、国信证券经济研究所整理

图16: 锌精矿加工费触底回升



资料来源：Wind、百川盈孚、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 年归母净利润对金价、锌冶炼加工费价格的敏感性分析如下：

表1: 公司 2025 年归母净利润对金、锌冶炼价格的敏感性分析（亿元）

金价 (元/克)	锌冶炼加工费（元/金属吨）				
	500	1000	1500	2000	2500
900	19.4	20.7	21.9	23.2	24.4
950	20.2	21.5	22.7	24.0	25.2
1000	21.0	22.3	23.5	24.8	26.0
1050	21.8	23.0	24.3	25.5	26.8
1100	22.6	23.8	25.1	26.3	27.6

资料来源：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均价，假设 2026-2028 年锌锭现货年均价 24000 元/吨，锌精矿加工费均为 1500 元/吨，铅锭现货价格年均价 17000 元/吨，铅精矿加工费为 300 元/吨，金价 1000 元/克，银价 2000 元/千克。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 23.5/24.3/25.0 亿元（前值 11.9/13.8/-亿元），同比增长 109%/3%/3%，摊薄 EPS 分别为 2.19/2.27/2.33 元，当前股价对应 PE 为 10.1/9.7/9.5X。公司已重组收购水口山有色下的铅锌矿等核心铅锌资产，另锡矿

山、五矿铜业、黄沙坪（已托管）、铍业均为集团内优质资产，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	375	830	3470	6011	8493	营业收入	19759	22246	26977	27261	27453
应收款项	873	904	887	896	903	营业成本	18017	19656	23123	23372	23551
存货净额	2125	2248	1884	1968	2047	营业税金及附加	166	145	202	204	205
其他流动资产	664	588	540	545	549	销售费用	26	24	29	29	29
流动资产合计	4049	4570	6781	9421	11991	管理费用	472	488	619	625	629
固定资产	4301	4101	3782	3421	3067	研发费用	142	155	188	190	191
无形资产及其他	653	631	605	580	555	财务费用	76	39	13	(48)	(112)
投资性房地产	133	191	191	191	191	投资收益	15	(154)	(6)	(6)	(6)
长期股权投资	0	0	0	1	2	资产减值及公允价值变动	(26)	(238)	(20)	(10)	0
资产总计	9137	9493	11360	13615	15806	其他收入	(19)	(113)	(188)	(190)	(191)
短期借款及交易性金融负债	1938	1562	1800	1800	1800	营业利润	973	1390	2779	2874	2954
应付款项	1127	1113	1256	1333	1343	营业外净收支	(12)	(59)	2	2	2
其他流动负债	1105	1504	942	952	959	利润总额	961	1331	2781	2876	2956
流动负债合计	4170	4179	3998	4085	4103	所得税费用	159	206	429	444	456
长期借款及应付债券	3	3	3	3	3	少数股东损益	15	0	1	1	1
其他长期负债	473	463	513	613	663	归属于母公司净利润	787	1125	2351	2431	2499
长期负债合计	476	467	517	617	667	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4646	4645	4515	4702	4769	净利润	787	1125	2351	2431	2499
少数股东权益	136	133	133	134	134	资产减值准备	47	(33)	(2)	(2)	(2)
股东权益	4354	4714	6712	8779	10903	折旧摊销	289	306	427	430	433
负债和股东权益总计	9137	9493	11360	13615	15806	公允价值变动损失	26	238	20	10	0
关键财务与估值指标						财务费用	76	39	13	(48)	(112)
每股收益	0.73	1.05	2.19	2.27	2.33	营运资本变动	(250)	206	59	87	(23)
每股红利	0.12	0.08	0.33	0.34	0.35	其它	(34)	34	2	2	2
每股净资产	4.06	4.39	6.26	8.18	10.16	经营活动现金流	865	1876	2857	2958	2909
ROIC	11.51%	23.46%	40%	46%	51%	资本开支	(54)	204	(102)	(52)	(52)
ROE	18.06%	23.87%	35%	28%	23%	其它投资现金流	(12)	12	0	0	0
毛利率	9%	12%	14%	14%	14%	投资活动现金流	(66)	216	(103)	(53)	(53)
EBIT Margin	5%	8%	10%	10%	10%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	9%	12%	12%	12%	负债净变化	(977)	0	0	0	0
收入增长	2%	13%	21%	1%	1%	支付股利、利息	(133)	(90)	(353)	(365)	(375)
净利润增长率	29%	43%	109%	3%	3%	其它融资现金流	1199	(1458)	238	0	0
资产负债率	52%	50%	41%	36%	31%	融资活动现金流	(1024)	(1638)	(115)	(365)	(375)
股息率	0.6%	0.4%	1.5%	1.5%	1.6%	现金净变动	(225)	454	2640	2541	2481
P/E	30.1	21.1	10.1	9.7	9.5	货币资金的期初余额	600	375	830	3470	6011
P/B	5.4	5.0	3.5	2.7	2.2	货币资金的期末余额	375	830	3470	6011	8493
EV/EBITDA	23.1	13.6	8.7	8.7	8.7	企业自由现金流	767	2220	2766	2868	2766
						权益自由现金流	946	747	2994	2908	2860

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±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±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