



华锡有色 (600301.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩基本符合预期，关注广西矿权整合进展

事件

4月21日公司发布2025年报及2026年一季报。2025年实现营收58.03亿元，同比+25.31%；归母净利润8.01亿元，同比+21.75%。4Q25实现营收16.65亿元，环比+23.22%、同比+36.95%；归母净利润3.07亿元，环比+172.85%、同比+161.22%。1Q26实现营收11.57亿元，环比-30.47%、同比-7.01%；归母净利润1.82亿元，环比-40.66%、同比+18.54%。

点评

生产排期或有所变化，业绩基本符合预期。4Q25公司主营产品锡、锡、铅和锌价格环比分别-10.73%、+12.04%、+1.77%、+1.61%，同比分别+13.23%、+20.53%、+1.55%、-11.40%。4Q25铅锡精矿、锡锭和锌锭销量环比分别+2.82%、+8.02%、+89.21%，单位毛利环比+6.58%、+139.30%、+624.39%。4Q25公司毛利和毛利率分别环比+71.12%、+11.77pct，同比+50.63%、+3.82pct。1Q26锡、锡、铅和锌价格环比分别+0.59%、+28.01%、-2.30%、+7.2%。1Q26铅锡精矿、锡锭和锌锭销量环比分别-69.94%、-36.26%、-55.12%，我们认为销量下滑或更多系公司生产排期调整所致；单位毛利环比+58.11%、+0.25%、+48.11%。1Q26公司毛利和毛利率分别同比-31.35%、-0.53pct。

降本成果显著，资本结构良好。4Q25公司期间费率为6.81%，环比/同比分别-1.61pct、-5.56pct，降本增效项目推进成果显著。

1Q26期间费用率为8.63%，环比/同比分别+1.82%/+0.66%，主要由于一季度收入基数较低。截止1Q26末公司资产负债率为30.85%，环比、同比分别-4.07pct、-6.51pct，资本结构持续优化。

重点关注广西矿权整合进展。近日广西自然资源厅正式完成全区14个设区市、南丹关键金属高质量发展综合试验区共15个矿业权整合方案批复工作；该项工作聚焦锡、锡等重点矿种。我们认为公司作为广西重点有色国资上市企业或有望受益。

增储成果丰富。2025年公司完成佛子冲矿区增储、大厂矿田锌多金属矿探转采等工作，铜坑矿、高峰锡矿、佛子冲铅锌矿保有矿石资源量、资源金属量同比+36.18%、31.69%。

盈利预测、估值与评级

预计公司26-28年营收分别为73/80/90亿元，实现归母净利润分别为14.85/15.29/16.81亿元，EPS分别为3.46/4.34/4.90元，对应PE分别为23/23/21倍。维持“买入”评级。

风险提示

锡锡价格波动；项目进度不及预期；元素替代风险。

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

市价 (人民币)：54.98 元

相关报告：

- 《华锡有色公司点评：业绩符合预期，重视锡锡共振》，2025.8.15
- 《华锡有色公司点评：自产锡、锡销量下滑，2Q25业绩值得期待》，2025.4.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,631	5,803	7,307	7,991	8,975
营业收入增长率	58.40%	25.31%	25.92%	9.37%	12.30%
归母净利润(百万元)	658	801	1,485	1,529	1,681
归母净利润增长率	109.79%	21.75%	85.39%	2.97%	9.96%
摊薄每股收益(元)	1.040	1.266	2.347	2.417	2.657
每股经营性现金流净额	1.96	2.31	3.46	4.34	4.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.45%	16.67%	23.63%	19.57%	17.71%
P/E	52.88	43.43	23.43	22.75	20.69
P/B	8.70	7.24	5.54	4.45	3.66

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	2,924	4,631	5,803	7,307	7,991	8,975
增长率		58.4%	25.3%	25.9%	9.4%	12.3%
主营业务成本	-1,810	-2,759	-3,681	-3,927	-4,203	-4,686
%销售收入	61.9%	59.6%	63.4%	53.7%	52.6%	52.2%
毛利	1,113	1,872	2,122	3,379	3,789	4,289
%销售收入	38.1%	40.4%	36.6%	46.3%	47.4%	47.8%
营业税金及附加	-107	-158	-181	-219	-240	-269
%销售收入	3.7%	3.4%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
销售费用	-8	-11	-12	-15	-16	-18
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-206	-276	-296	-373	-408	-458
%销售收入	7.1%	6.0%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
研发费用	-52	-106	-83	-110	-120	-135
%销售收入	1.8%	2.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	740	1,320	1,550	2,663	3,006	3,409
%销售收入	25.3%	28.5%	26.7%	36.5%	37.6%	38.0%
财务费用	-72	-31	-36	-79	-194	-252
%销售收入	2.5%	0.7%	0.6%	1.1%	2.4%	2.8%
资产减值损失	-11	-49	-22	-17	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a.	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	664	1,253	1,516	2,567	2,810	3,155
营业利润率	22.7%	27.1%	26.1%	35.1%	35.2%	35.2%
营业外收支	0	-6	18	0	0	0
税前利润	664	1,247	1,534	2,567	2,810	3,155
利润率	22.7%	26.9%	26.4%	35.1%	35.2%	35.2%
所得税	-102	-184	-243	-385	-421	-473
所得税率	15.3%	14.8%	15.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	562	1,063	1,290	2,182	2,388	2,682
少数股东损益	248	405	490	698	860	1,001
归属于母公司的净利润	314	658	801	1,485	1,529	1,681
净利率	10.7%	14.2%	13.8%	20.3%	19.1%	18.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	562	1,063	1,290	2,182	2,388	2,682
少数股东损益	248	405	490	698	860	1,001
非现金支出	235	330	311	308	333	373
非经营收益	71	39	33	-106	28	28
营运资金变动	33	-195	-171	-197	-4	15
经营活动现金净流	901	1,237	1,463	2,188	2,746	3,098
资本开支	-94	-114	-157	-824	-780	-780
投资	0	-523	-1	0	0	0
其他	0	0	1	0	0	0
投资活动现金净流	-94	-637	-157	-824	-780	-780
股权募资	593	3	0	0	0	0
债权募资	-80	-30	140	-665	0	0
其他	-1,327	-354	-449	-42	-28	-28
筹资活动现金净流	-814	-381	-309	-707	-28	-28
现金净流量	-6	218	997	657	1,938	2,290

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	918	1,175	2,184	2,840	4,777	7,066
应收款项	84	110	185	200	219	246
存货	370	718	842	844	903	1,006
其他流动资产	135	137	172	188	215	236
流动资产	1,507	2,139	3,383	4,071	6,114	8,554
%总资产	22.8%	27.6%	37.3%	39.8%	48.1%	55.0%
长期投资	0	70	70	70	70	70
固定资产	2,364	2,752	2,758	3,153	3,519	3,855
%总资产	35.7%	35.6%	30.4%	30.8%	27.7%	24.8%
无形资产	2,655	2,686	2,772	2,913	2,996	3,071
非流动资产	5,115	5,601	5,681	6,151	6,600	7,009
%总资产	77.2%	72.4%	62.7%	60.2%	51.9%	45.0%
资产总计	6,622	7,740	9,064	10,223	12,713	15,563
短期借款	1,284	711	607	0	0	0
应付款项	551	843	989	886	948	1,058
其他流动负债	207	250	362	307	334	374
流动负债	2,042	1,804	1,958	1,193	1,282	1,431
长期贷款	0	562	805	805	805	805
其他长期负债	272	390	402	149	162	181
负债	2,314	2,756	3,165	2,147	2,249	2,418
普通股股东权益	3,502	3,998	4,804	6,283	7,811	9,492
其中：股本	633	633	633	633	633	633
未分配利润	1,250	2,045	3,885	5,370	6,898	8,579
少数股东权益	806	986	1,095	1,793	2,653	3,653
负债股东权益合计	6,622	7,740	9,064	10,223	12,713	15,563

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.496	1.040	1.266	2.347	2.417	2.657
每股净资产	5.537	6.321	7.594	9.932	12.348	15.006
每股经营现金净流	1.425	1.955	2.313	3.459	4.341	4.898
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.95%	16.45%	16.67%	23.63%	19.57%	17.71%
总资产收益率	4.73%	8.50%	8.83%	14.52%	12.02%	10.80%
投入资本收益率	10.79%	17.39%	17.35%	25.49%	22.67%	20.77%
增长率						
主营业务收入增长率	396.33%	58.40%	25.31%	25.92%	9.37%	12.30%
EBIT 增长率	#####	78.51%	17.38%	71.86%	12.85%	13.43%
净利润增长率	#####	109.79%	21.75%	85.39%	2.97%	9.96%
总资产增长率	#####	16.89%	17.10%	12.78%	24.36%	22.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.7	3.1	2.4	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	37.3	72.0	77.4	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	50.5	77.7	77.3	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	179.3	131.8	119.1	99.4	93.9	85.0
偿债能力						
净负债/股东权益	8.50%	1.99%	-13.19%	-25.27%	-38.01%	-47.67%
EBIT 利息保障倍数	10.3	43.0	42.6	33.9	15.5	13.5
资产负债率	34.94%	35.60%	34.92%	21.01%	17.69%	15.54%

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	1	1	1	3
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.50	1.00

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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证券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