

株冶集团 (600961.SH)

优于大市

受益于贵金属及硫酸价格上行，26H1 归母净利同比增长 232.7%

核心观点

公司 2026H1 归母净利同比上升 232.7%。2026H1 实现营收 141.5 亿元 (+35.9%)，归母净利 19.5 亿元 (+232.7%)，扣非归母净利润 19.5 亿元 (+228.6%)，经营活动产生的现金流量净额 22.7 亿元 (+108.7%)。单季度 2026Q2 归母净利 8.0 亿元，同比+160.7%，环比-29.7%。2026 上半年净利大幅增长系：①金、银、硫酸等价格同比显著上行，矿端成本/加工成本较为固定的情况下，利润增长极具弹性。

产能情况：业务涵盖锌、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，产业协同优势显著。矿产品有铅锌矿、铜精矿等。据测算，公司年产铅锌金属超 4 万吨，金 1.8-2 吨，银约 60 吨，硫酸超 60 万吨。

同比 2025H1，增利因素：2026H1 上海金交所黄金均价 1038 元/克，同比增 316 元/克 (+43.7%)，增厚毛利 3.2 亿元；白银均价 19556 元/千克，同比增 11385 元/千克 (+139.3%)，增厚毛利 3.4 亿元；硫酸均价 1548 元/吨，同比增 959 元/吨 (+162.7%)，增厚毛利 2.9 亿元；**经测算，矿山端受益于涨价因素，增厚毛利约 9.5 亿元。**冶炼端，公司年产冶炼银超 300 吨，在上半年尤其是 Q1 白银价格快速上行时，或存在毛利增厚。2026H1 公司实现毛利 28.4 亿元，同比 2025H1 的 12.7 亿元增加 123.8%。费用方面，公司 2026H1 研发费用下降明显，实现 0.9 亿元 (2025H1 为 1.6 亿元)，系研发过程中产出的对外销售并已确认收入的产品对应的成本冲减研发费用所致；2026H1 期间费用合计 4.2 亿元。

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 16500 元/吨，铅精矿加工费为 300 元/吨，金价 1000 元/克，银价 15000 元/千克。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 28.6/30.4/33.7 亿元 (前值 23.5/24.3/25.0 亿元)，同比增长 154%/6%/11%，摊薄 EPS 分别为 2.66/2.83/3.14 元，当前股价对应 PE 为 10.3/9.7/8.7X。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	26,341	27,175	27,225
(+/-%)	1.8%	12.6%	18.4%	3.2%	0.2%
归母净利润 (百万元)	787	1125	2858	3040	3373
(+/-%)	28.7%	43.1%	154.0%	6.4%	11.0%
每股收益 (元)	0.73	1.05	2.66	2.83	3.14
EBIT Margin	4.7%	8.0%	13.0%	13.1%	14.2%
净资产收益率 (ROE)	18.1%	23.9%	40.0%	31.3%	26.8%
市盈率 (PE)	37.4	26.2	10.3	9.7	8.7
EV/EBITDA	27.8	16.3	8.8	8.6	7.9
市净率 (PB)	6.76	6.24	4.12	3.03	2.34

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

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

27.09 元

总市值/流通市值

29064/20367 百万元

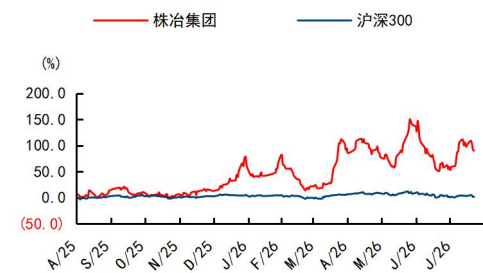
52 周最高价/最低价

36.98/12.20 元

近 3 个月日均成交额

1601.56 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，2025 年归母净利同比上升 43.1%》——2026-04-20

《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

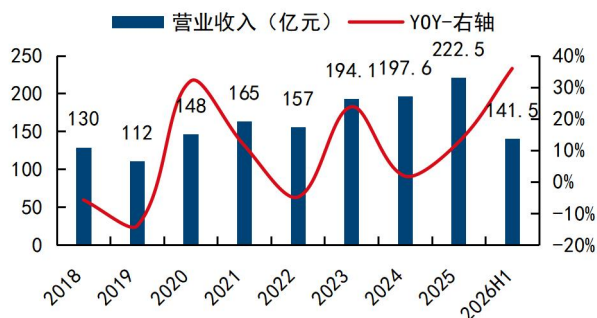
《株冶集团 (600961.SH) - 依托五矿，具有黄金属性的铅锌冶炼龙头》——2025-05-08

公司 2026H1 归母净利同比上升 232.7%。2026H1 实现营收 141.5 亿元（+35.9%），归母净利 19.5 亿元（+232.7%），扣非归母净利润 19.5 亿元（+228.6%），经营活动产生的现金流量净额 22.7 亿元（+108.7%）。单季度 2026Q2 归母净利 8.0 亿元，同比+160.7%，环比-29.7%。2026 上半年净利大幅增长系：①金、银、硫酸等价格同比显著上行，矿端成本/加工成本较为固定的情况下，利润增长极具弹性。

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，公司年产铅锌金属超 4 万吨，金 1.8-2 吨，银约 60 吨，硫酸超 60 万吨。

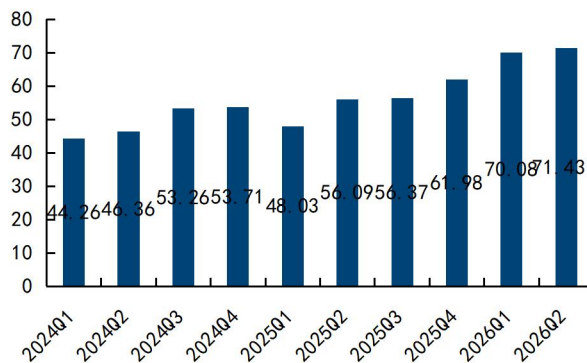
同比 2025H1，**增利因素：**2026H1 上海金交所黄金均价 1038 元/克，同比增 316 元/克（+43.7%），增厚毛利 3.2 亿元；白银均价 19556 元/千克，同比增 11385 元/千克（+139.3%），增厚毛利 3.4 亿元；硫酸均价 1548 元/吨，同比增 959 元/吨（+162.7%），增厚毛利 2.9 亿元；**经测算，矿山端受益于涨价因素，增厚毛利约 9.5 亿元。**冶炼端，公司年产冶炼银超 300 吨，在上半年尤其是一季度白银价格快速上行时，或存在毛利增厚。2026H1 公司实现毛利 28.4 亿元，同比 2025H1 的 12.7 亿元增加 123.8%。费用方面，我们观察到公司 2026H1 研发费用下降明显，实现 0.9 亿元（2025H1 为 1.6 亿元），系研发过程中产出的对外销售并已确认收入的产品对应的成本冲减研发费用所致；2026H1 期间费用合计 4.2 亿元。

图1: 株冶集团营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



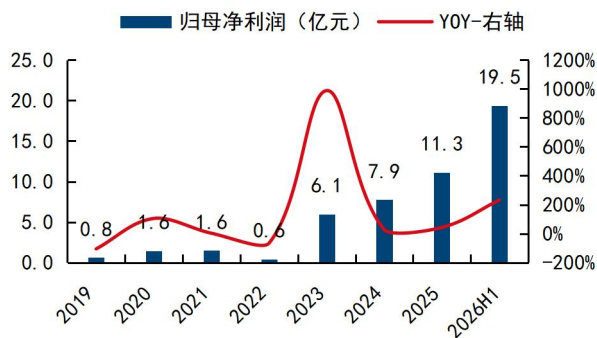
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 株冶集团单季营业收入 (单位: 亿元)



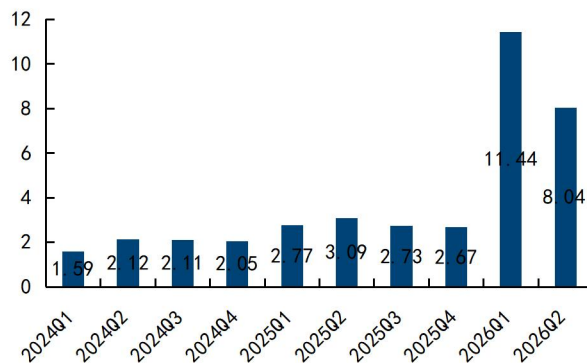
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 株冶集团归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



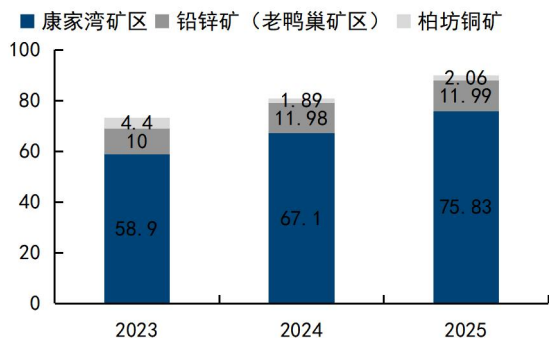
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 株冶集团单季归母净利润 (单位: 亿元)



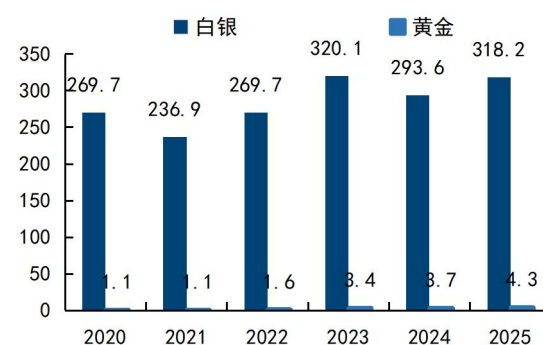
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 株冶集团矿山原矿产量 (万吨)



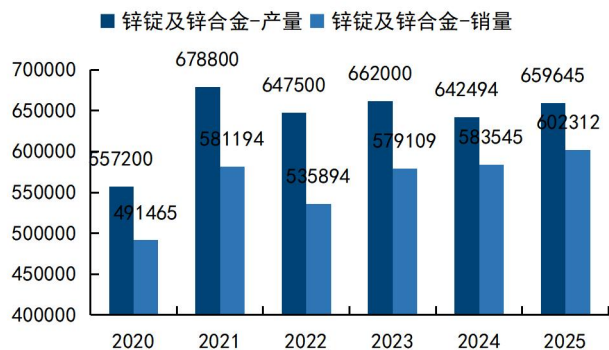
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

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)



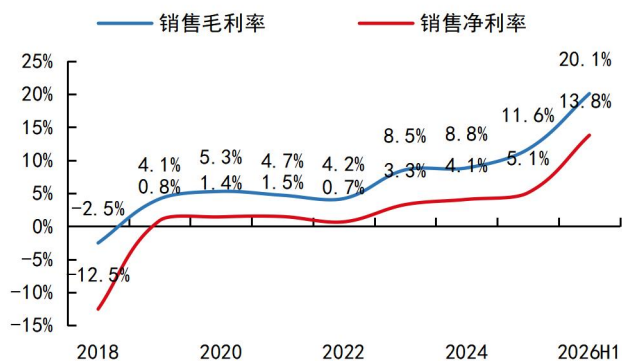
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理, 包含水口山数据

图8: 株冶集团铅锭及铅合金产销量 (万吨)



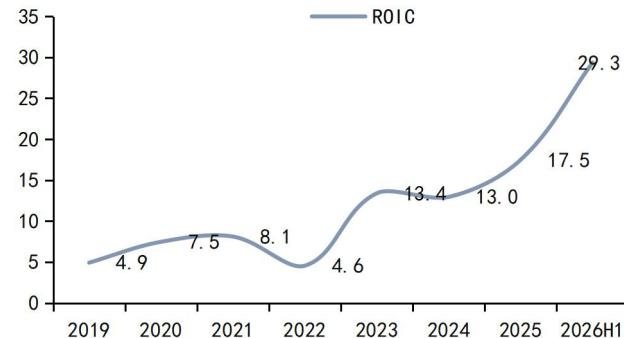
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理, 包含水口山数据

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 (%)



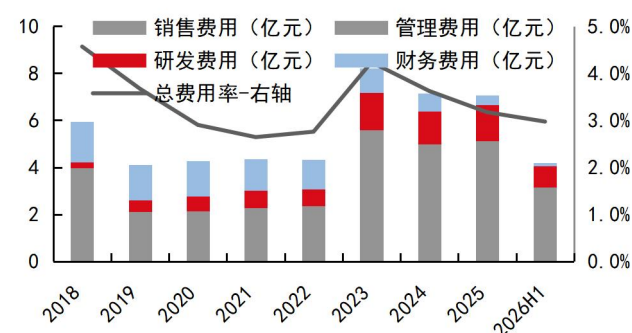
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图11: 株冶集团经营性净现金流强劲 (亿元)



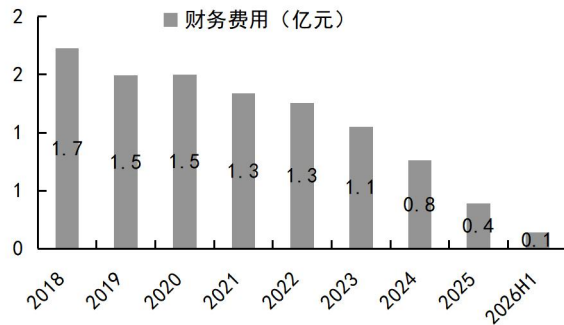
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 株冶集团期间费用率



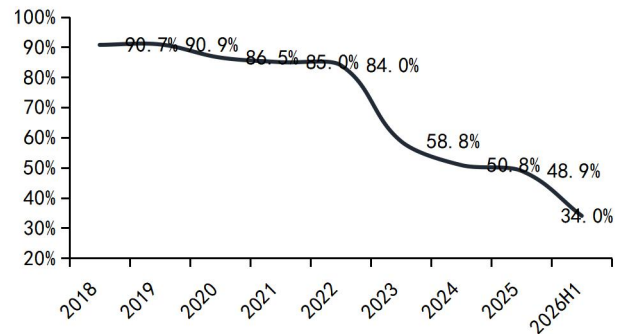
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图13: 株冶集团财务费用（亿元）



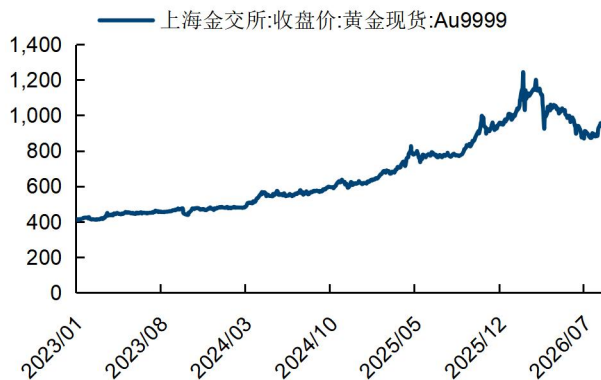
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 株冶集团资产负债率



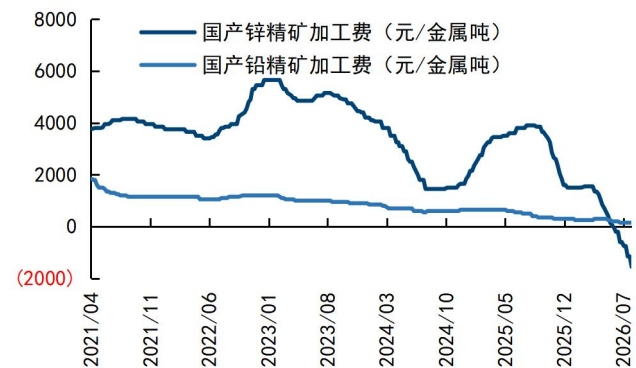
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

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: 锌精矿加工费持续下探



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 2026 年归母净利润对金、锌冶炼价格的敏感性分析（亿元）

		锌冶炼加工费（元/金属吨）				
		500	1000	1500	2000	2500
金价 (元/克)	900	24.5	25.8	27.0	28.3	29.5
	950	25.3	26.5	27.8	29.0	30.3
	1000	26.1	27.3	28.6	29.8	31.1
	1050	26.9	28.1	29.4	30.6	31.9
	1100	27.7	28.9	30.2	31.4	32.7

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 16500 元/吨，铅精矿加工费为 300 元/吨，金价 1000 元/克，银价 15000 元/千克。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 28.6/30.4/33.7 亿元（前值 23.5/24.3/25.0 亿元，主要系提高金银价格假设），同比增长 154%/6%/11%，摊薄 EPS 分别为

2.66/2.83/3.14 元，当前股价对应 PE 为 10.3/9.7/8.7X。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。

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。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	375	830	3918	6953	10184	营业收入	19759	22246	26341	27175	27225
应收款项	873	904	866	893	895	营业成本	18017	19656	21959	22608	22320
存货净额	2125	2248	1788	1903	1939	营业税金及附加	166	145	197	203	203
其他流动资产	664	588	527	544	544	销售费用	26	24	28	29	29
流动资产合计	4049	4570	7098	10293	13563	管理费用	472	488	557	596	624
固定资产	4301	4101	3782	3421	3067	研发费用	142	155	183	189	189
无形资产及其他	653	631	605	580	555	财务费用	76	39	13	(59)	(135)
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	11678	14487	17378	其他收入	(19)	(113)	(183)	(189)	(189)
短期借款及交易性金融负债	1938	1562	1800	1800	1800	营业利润	973	1390	3378	3594	3988
应付款项	1127	1113	1192	1289	1272	营业外净收支	(12)	(59)	2	2	2
其他流动负债	1105	1504	893	920	910	利润总额	961	1331	3380	3596	3990
流动负债合计	4170	4179	3885	4009	3982	所得税费用	159	206	522	555	616
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	2858	3040	3373
长期负债合计	476	467	517	617	667	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	4646	4645	4401	4626	4649	净利润	787	1125	2858	3040	3373
少数股东权益	136	133	134	134	135	资产减值准备	47	(33)	(2)	(2)	(2)
股东权益	4354	4714	7143	9727	12594	折旧摊销	289	306	427	430	433
负债和股东权益总计	9137	9493	11678	14487	17378	公允价值变动损失	26	238	20	10	0
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	76	39	13	(59)	(135)
每股收益	0.73	1.05	2.66	2.83	3.14	营运资本变动	(250)	206	76	64	(17)
每股红利	0.12	0.08	0.40	0.42	0.47	其它	(34)	34	2	2	2
每股净资产	4.06	4.39	6.66	9.07	11.74	经营活动现金流	865	1876	3381	3544	3790
ROIC	11.51%	23.46%	48%	58%	69%	资本开支	(54)	204	(102)	(52)	(52)
ROE	18.06%	23.87%	40%	31%	27%	其它投资现金流	(12)	12	0	0	0
毛利率	9%	12%	17%	17%	18%	投资活动现金流	(66)	216	(103)	(53)	(53)
EBIT Margin	5%	8%	13%	13%	14%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	9%	15%	15%	16%	负债净变化	(977)	0	0	0	0
收入增长	2%	13%	18%	3%	0%	支付股利、利息	(133)	(90)	(429)	(456)	(506)
净利润增长率	29%	43%	154%	6%	11%	其它融资现金流	1199	(1458)	238	0	0
资产负债率	52%	50%	39%	33%	28%	融资活动现金流	(1024)	(1638)	(191)	(456)	(506)
股息率	0.5%	0.3%	1.5%	1.5%	1.7%	现金净变动	(225)	454	3088	3036	3231
P/E	37.4	26.2	10.3	9.7	8.7	货币资金的期初余额	600	375	830	3918	6953
P/B	6.8	6.2	4.1	3.0	2.3	货币资金的期末余额	375	830	3918	6953	10184
EV/EBITDA	27.8	16.3	8.8	8.6	7.9	企业自由现金流	767	2220	3290	3444	3627
						权益自由现金流	946	747	3517	3494	3741

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