全球资源巨头，铜钴引领业绩新高

——洛阳钼业（603993）首次覆盖报告

增持|首次评级

报告要点：

- **量价共振驱动增长，盈利能力持续提升**

2025 年，公司归母净利润 203.39 亿元，同比增长 50.30%。2026 年三季度，营业收入 2072.90 亿元、归母净利润 240.20 亿元，同比分别增长 42.48%、68.21%，利润创同期新高；公司主要产品铜产销量分别为 59.67 万吨和 56.72 万吨，分别同比增长 9.81%和 9.02%；铜、钴、钼、金和钨板块毛利率分别达 60.45%、73.95%、45.83%、37.92%和 80.39%，主营铜产品量价同比双升、钼钨产品价格走高，叠加巴西金矿业务并表，共同带动业绩提升。

- **钴供给受政策扰动，钼需求增长支撑景气**

2025 年，刚果（金）占全球钴产量 74%，出口禁令及配额管理推动金属钴、硫酸钴均价同比分别上涨 30.38%、86.11%。需求端，全球钴需求达 27.6 万吨，同比增长 13%，电动汽车及便携式电子产品构成主要增长来源。2026 年钴价自高位回落，印尼供应恢复或进一步缓解供给压力，需关注出口政策及下游采购变化。钼行业新增产能释放有限，2026 年 1-7 月国内钼精矿产量同比下降 3.32%，国内需求仍需进口资源补充。不锈钢、能源及高端合金应用持续拓展，供应弹性不足与需求增长有望支撑钼价高位运行。

- **铜矿扩产叠加黄金布局，资源优势加快兑现**

截至 2025 年末，公司铜、钴资源量分别达 3,358.1 万吨、523.8 万吨；全年铜产量 74.11 万吨，同比增长 13.99%。KFM 二期计划 2027 年投产，达产后年均新增铜产量 10 万吨。公司布局五座金矿，巴西资产 2026 年上半年贡献营收约 30 亿元，全年预计产金 6-8 吨；随着奥丁金矿开发推进，预计 2029 年黄金产能达 20 吨以上，“铜+黄金”布局有望拓展增长空间。

- **投资建议与盈利预测**

短期来看，铜产销增长、钼钨盈利改善及巴西金矿贡献支撑业绩，关注钴销售恢复；中期，KFM 二期扩产及黄金项目开发打开增量空间，预计 2029 年黄金产能达 20 吨以上；长期，优质资源与“矿山+贸易”协同支撑持续成长。我们预计，公司 2026-2028 年归母净利润分别为 310.55 亿元、325.53 亿元和 373.68 亿元，当前股价对应 PE 分别为 9.16、8.73 和 7.61 倍，给予“增持”评级。

- **风险提示**

宏观经济风险、有色金属政策变动风险、市场供需变化及竞争加剧风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	213028.66	206683.65	277758.02	293056.13	316166.73
收入同比（%）	14.37	-2.98	34.39	5.51	7.89
归母净利润(百万元)	13532.04	20338.75	31054.64	32552.98	37367.89
归母净利润同比(%)	64.03	50.30	52.69	4.82	14.79
ROE（%）	19.05	24.67	29.10	25.28	24.05
每股收益（元）	0.63	0.95	1.45	1.52	1.75
市盈率(P/E)	21.01	13.98	9.16	8.73	7.61

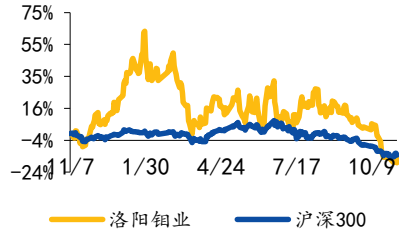
资料来源：IFind,国元证券研究所（本报告数据更新至 2026 年 11 月 6 日）

当前价： 13.29 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	28.24 / 13.00
A 股流通股（百万股）：	17460.84
A 股总股本（百万股）：	21394.31
流通市值（百万元）：	232054.59
总市值（百万元）：	272680.61

过去一年股价走势



资料来源：IFind

相关研究报告

《国元证券公司研究-洛阳钼业（603993）2024 年中报点评报告：世界级铜钴项目达产放量，上半年业绩高速增长》2024.09.02

《国元证券公司研究-洛阳钼业（603993）首次覆盖报告：“矿山+贸易”结合，打造全球一流矿业公司》2024.04.17

报告作者

分析师 马捷
执业证书编号 S0020522080002
电话 021-51097188
邮箱 majie@gyzq.com.cn

分析师 许元琨
执业证书编号 S0020523020002
电话 021-51097188
邮箱 xuyuankun@gyzq.com.cn

目 录

1.全球矿业资源巨头，双轮驱动业绩跃新高 5
1.1 资源优势不断扩大，整合资源全产业链布局 5
1.2 聚焦铜钴业务，利润再创新高 7
2.钴行业：刚果（金）控局，政策干预促使价格走高 12
2.1 产量：刚果（金）霸权与印尼崛起 12
2.2 需求：电池主导与高端应用扩张 13
3.钼行业：稀缺性与产业升级多重共振 14
3.1 储量：资源垄断，中国具备资源储量优势但品位较低 14
3.2 产量：国内供应缺口扩大 16
3.3 钼需求：钢铁需求强韧与新兴领域扩张 18
3.4 价格分析 23
4.“矿山+贸易”双轮驱动 24
4.1 世界级矿产资源与“矿山+贸易”的现代化矿业模式 24
4.2 铜钴板块 26
4.3 钼钨板块 27
4.4 铌磷板块 28
4.5 黄金板块 29
4.6IXM 贸易 30
4.7 逆周期并购，低成本开发 30
5.盈利预测与估值 31
6.风险提示 36

图表目录

图 1：公司发展历程 5
图 2：公司股权结构 6
图 3：公司近 5 年营业收入复合增速为 4.42% 8
图 4：公司近 5 年归母净利润复合增速为 41.27% 8
图 5：近年来公司营收构成（按产品，亿元） 9
图 6：近年来公司主营业务收入占比（按产品，%） 9
图 7：近年来公司毛利构成（按产品，亿元） 9
图 8：近年来公司主营业务毛利占比（按产品，%） 9
图 9：近年来公司期间费用率 10
图 10：近年来公司研发费用 10
图 11：近年来公司分产品毛利率（%） 11
图 12：近年来公司毛利率及净利率 11
图 13：近年来公司现金流情况（亿元） 11
图 14：近年来公司营运能力表现（天） 11
图 15：近年来公司流动资产占比、资产负债率 12

图 16：近年来公司流动比率和速动比率 12
图 17：2025 年世界钴产量分布（单位：吨） 12
图 18：2025 年刚果（金）为钴最主要的产地 12
图 19：2025 年钴需求结构（按终端应用领域） 13
图 20：2025 年各终端应用领域对钴需求增量的贡献占比 13
图 21：钴市场供需余额（千吨） 13
图 22：国内近三年金属钴价格（元/吨） 14
图 23：国内近三年硫酸钴价格（元/吨） 14
图 24：世界钼矿储量（万吨） 15
图 25：2025 年世界钼矿储量格局 15
图 26：全球钼矿产量（万吨） 17
图 27：2025 年全球钼矿产量区域分布 17
图 28：国内钼精矿产量（吨） 17
图 29：国内钼铁产量（吨） 17
图 30：国内钼酸铵产量（吨） 18
图 31：国内钼粉产量（吨） 18
图 32：钼进出口情况（吨） 18
图 33：钼金属制品工艺 19
图 34：各初级应用领域钼消费占比 20
图 35：2025 年各终端领域钼消费占比 20
图 36：全球及中国钼消费量（万吨、%） 21
图 37：2020-2025 年中国/美国粗钢产量（亿吨） 21
图 38：国内主流钢厂钼铁钢招量（吨） 21
图 39：全国天然气城市管道长度（万千米） 22
图 40：布伦特原油期货结算价（美元/桶） 22
图 41：全球新能源汽车销量（万辆）及占比（%） 22
图 42：中国新能源汽车产销量（万辆）及同比增速（%） 22
图 43：工业氧化钼/钼精矿均价（元/吨度） 23
图 44：钼酸铵均价（万元/吨） 23
图 45：钼铁均价（万元/吨） 24
图 46：公司“矿山+贸易”全球布局 26
图 47：铜板块近三年产量、销量及营业收入 27
图 48：钴板块近三年产量、销量及营业收入 27
图 49：钼板块近三年产量、销量及营业收入 28
图 50：钨板块近三年产量、销量及营业收入 28
图 51：铌板块近三年产量、销量及营业收入 29
图 52：磷肥板块近三年产量、销量及营业收入 29
图 53：公司黄金板块矿山分布 29
图 54：公司收购节点情况 31
图 55：洛阳钼业与可比公司营业收入对比（亿元） 34
图 56：洛阳钼业与可比公司归母净利润对比（亿元） 34
图 57：洛阳钼业与可比公司毛利率对比 34

图 58：洛阳钼业与可比公司净利率对比 34
图 59：洛阳钼业与可比公司 ROE 对比 35
图 60：洛阳钼业与可比公司期间费用率对比 35

表 1：重要子公司经营情况 6
表 2：近年来 IXM 贸易量情况（万吨） 7
表 3：全球十大钼矿 15
表 4：国内主要钼矿生产企业（按产量排名） 16
表 5：商用钼基材料应用 19
表 6：截至 2025 年末公司矿山资源情况 25
表 7：重大非股权投资情况 27
表 8：公司实物贸易量 30
表 9：公司历史重大收购情况 30
表 10：洛阳钼业与可比公司营收、主营产品一览 33
表 11：可比公司 EPS 和 PE 对比 35
表 12：盈利预测 35

1.全球矿业资源巨头，双轮驱动业绩跃新高

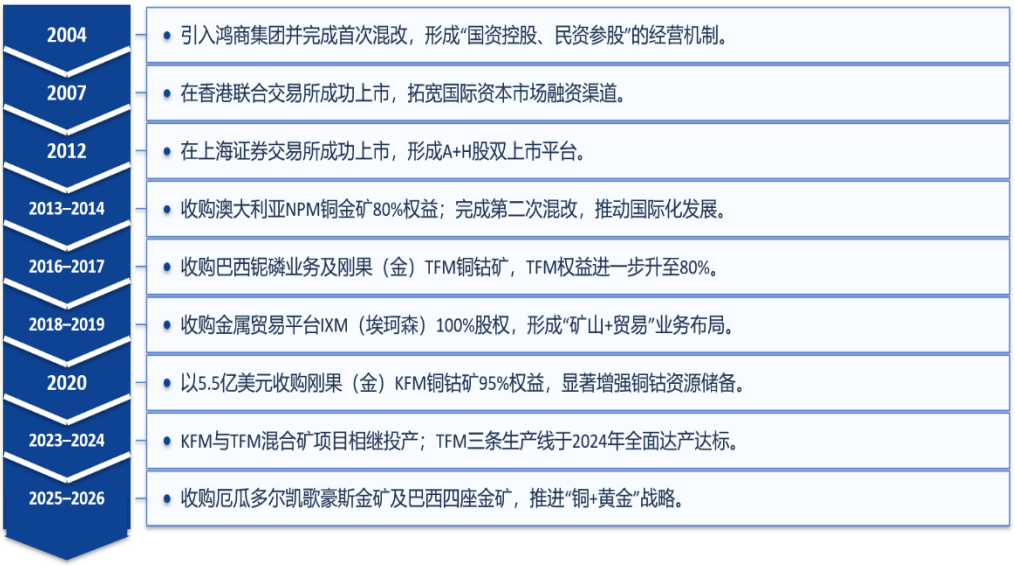
1.1 资源优势不断扩大，整合资源全产业链布局

洛阳栾川钼业集团股份有限公司的前身创立于 1969 年，2004 年和 2014 年进行两次混合所有制改革，目前是民营控股的股份制公司。2007 年于香港联合交易所上市，2012 年于上海证券交易所上市。

公司属于有色金属矿采选业，主要从事有色金属的采、选、冶等矿山采掘及加工业务和金属贸易业务。公司主要业务分布于亚洲、非洲、南美洲和欧洲，是全球领先的铜、钴、钼、钨、铌生产商，巴西领先的磷肥生产商，同时金属贸易业务位居全球前列。公司积极布局黄金资源，2025 年完成厄瓜多尔 Lumina Gold 收购，并签约收购巴西金矿资产，于 2026 年 1 月交割，完善多元化产品矩阵。

公司位居 2026《财富》中国 500 强第 135 位，《福布斯》2026 全球上市公司 2000 强第 410 位。公司“矿山+贸易”双轮驱动发展，战略协同。**矿山端，**公司覆盖勘探-采矿-选矿-冶炼 4 个环节，生产铜、钴、钼、钨、铌和磷肥，2026 年开始生产黄金。公司拥有优秀的资源并购、前期科学规划和后期精细化运营能力，以及与之配套的组织、管理、人才、技术和供应链服务体系；**贸易端，**IXM 业务覆盖亚洲、欧洲、南美洲及北美洲 80 多个国家，构建全球金属贸易网络，覆盖采购-仓储-运输-销售-信息 5 个环节。

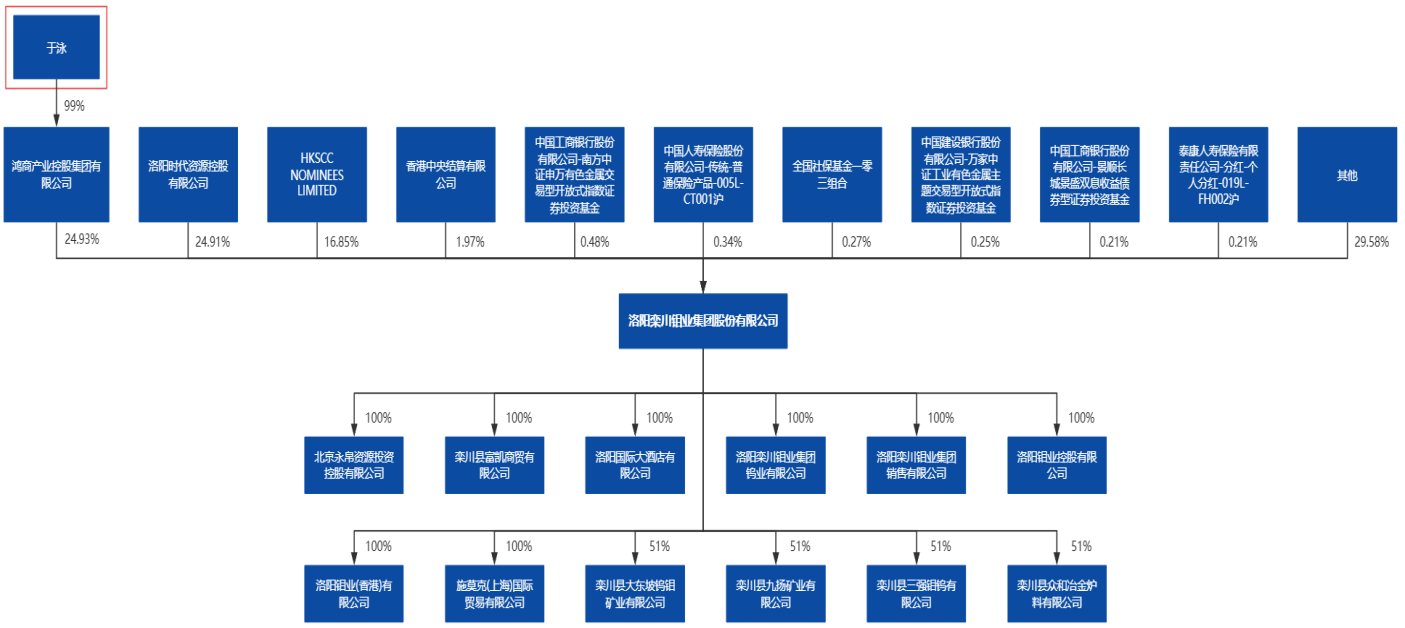
图 1：公司发展历程



资料来源：洛阳钼业官网，IFinD，国元证券研究所

截至 2026 年 9 月底，公司第一大股东为鸿商产业控股集团有限公司，直接持股 24.93%，第二大股东为洛阳时代资源控股有限公司，直接持股 24.91%。该公司实际控制人为于泳。公司控股的重要子公司：TF Holdings Limited 和 KFM Holding Limited 从事铜钴矿山资产和业务，CMOC Brasil 从事铌磷矿山资产和业务，IXM 从事精炼金属和矿物金属贸易业务，Brazil Glodmine 从事金矿山资产和业务。

图 2：公司股权结构



资料来源：洛阳钼业 2026 年三季报，国元证券研究所（注：红色框内为实控人，股权比例截至 2026 年 9 月底）

表 1：重要子公司经营情况

公司名称	间接持股比例(%)	主要业务	2025 年总资产（亿元）	2025 年净资产（亿元）	2025 年营业收入（亿元）
TF Holdings Limited	100	铜钴矿山资产/业务	710.90	391.97	389.93
KFM Holding Limited	75	铜钴矿山资产/业务	246.97	183.26	198.15
CMOC Brasil	100	铌磷矿山资产/业务	131.37	60.16	71.49
IXM	100	贸易业务	526.55	99.93	1,802.54

资料来源：洛阳钼业 2025 年报，国元证券研究所（注：持股比例截至 2026 年 6 月底）

公司主要业务可分为钼钨（中国区）、铌磷（CMOC Brasil）、铜钴（TFM、KFM）及矿产贸易（IXM）业务，涵盖基本金属和稀有金属的采选冶加工及矿产贸易业务，形成以“矿业+贸易”为核心的业务模式，产业链完整。公司的主要业务中，矿业板块是公司的利润核心，其中除钼钨业务运营位于中国境内以外，铌磷业务运营位于巴西、铜钴业务运营位于刚果（金）。矿产贸易业务是公司的收入主力，其运营位于瑞士。

在钼钨业务方面，公司是全球领先的钼、钨生产商，于中国境内主要运营三道庄钼钨矿区和合营企业所属的上房沟钼铁矿区，从事钼、钨金属的采选、冶炼、深加工、科研等，拥有采矿、选矿、冶炼、化工等上下游一体化业务，主要产品包括钼铁、仲钨酸铵、钨精矿及其他钼钨相关产品，同时回收副产品铁、铜、萤石、铼等矿物。2025

年，中国钼钨板块产钼 13,906 吨，产钨 7,114 吨，实现营业收入 88 亿元。

在铜钴业务方面，公司是全球领先的铜、钴生产商。在刚果（金），公司持有 TFM 铜钴矿 80%的权益和 KFM 铜钴矿 71.25%的权益。作为两个世界级项目，TFM 和 KFM 矿区面积分别为约 1,600 平方公里和 33 平方公里，业务范围覆盖铜、钴矿石的勘探、开采、提炼、加工和销售，拥有从开采到加工的全套工艺和流程，主要产品为阴极铜和氢氧化钴。截至 2025 年，TFM 拥有 5 条生产线，具备 45 万吨铜以上的年生产能力；KFM 拥有 1 条生产线，具备 20 万吨铜以上的生产能力。2025 年，刚果（金）板块整体产铜 74.11 万吨，产钴 11.75 万吨，实现营业收入 613 亿元，同比增长 21.15%。

在铌磷业务方面，公司于巴西境内运营的 CMOC Brasil 是全球第二大铌生产商及巴西境内第二大磷肥生产商。公司磷板块业务范围覆盖磷全产业链，磷矿开采方式为露天开采作业，主要产品包括：高浓度磷肥（MAP、NPS）、低浓度磷肥（SSG、SSP 粉末等）、动物饲料补充剂（DCP）、中间产品磷酸和硫酸（硫酸主要自用）以及相关副产品（石膏、铌、氟硅酸）等。公司铌板块业务范围覆盖铌矿石的勘探、开采、提炼、加工和销售，主要产品为铌铁。2025 年，巴西铌磷板块铌和磷肥产量均创下历史新高，分别为 10,348 吨和 121.35 万吨，实现营业收入 76.93 亿元，同比增长 17.61%。

在金矿业务方面，2025 年 6 月 24 日，公司完成对 Lumina Gold 上市公司的收购交易，从而获得厄瓜多尔凯歌豪斯金矿（Cangrejos Project）100%的股权，公司资源版图新增黄金资源；2026 年 1 月 23 日，公司完成 10.15 亿美元收购加拿大 Equinox Gold 公司在巴西的 Aurizona 金矿、RDM 金矿及 Bahia 综合体三项金矿资产（4 座矿山）的 100%权益。该资产可立即贡献产量与利润，是公司在黄金领域的又一重要布局，将有力推动公司“铜+黄金”战略落地。

在矿产贸易业务方面，IXM 主要从事大宗商品（铜、铅、锌精矿和精炼金属等）贸易业务，业务范围覆盖 80+国家，多年来深耕金属贸易行业，积累了丰富经验，是全球领先的金属贸易商。2025 年，IXM 提质控量，实现实物贸易量 471 万吨，国际会计准则下的毛利率为 2.11%，创近年来新高。

表 2：近年来 IXM 贸易量情况（万吨）

项目	2023		2024		2025	
	采购量	销售量	采购量	销售量	采购量	销售量
矿物金属贸易	274.45	272.99	323.22	339.85	357.76	352.28
精炼金属贸易	312.41	318.23	184.03	214.61	117.67	118.57

资料来源：公司公告，国元证券研究所

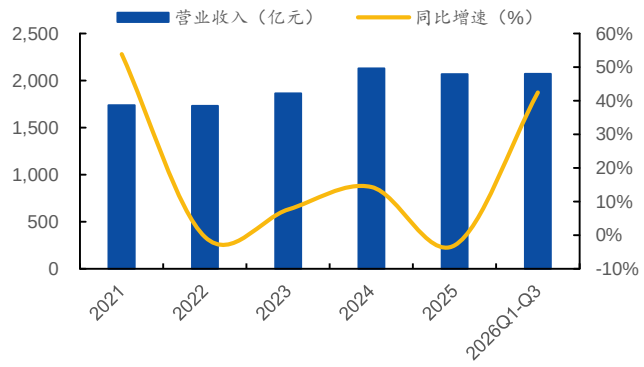
1.2 聚焦铜钴业务，利润再创新高

2026 年三季度业绩稳步增长，归母净利润创同期历史新高。报告期内，公司实现营业收入 2,072.90 亿元，同比增长 42.48%；实现归母净利润 240.20 亿元，同比增长 68.21%，盈利增速显著高于营收增速，财务结构保持稳健。公司业绩增长主要受主营铜产品量价同比双升、钼钨产品价格走高，叠加巴西金矿业务并表的共同带动。

回顾 2025 年，公司实现营业收入 2,066.84 亿元，同比下降 2.98%，近五年年均复

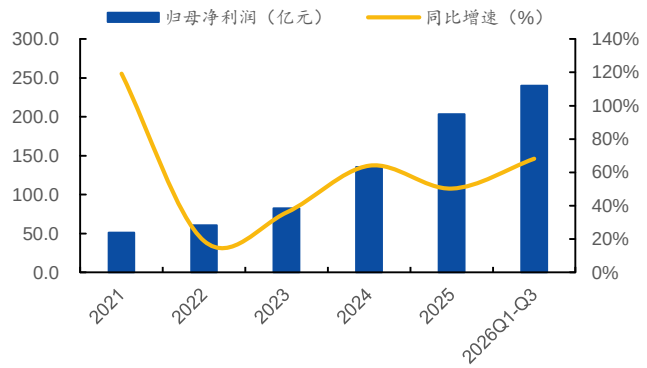
合增长率为 4.42%；实现归母净利润 203.39 亿元，同比增长 50.30%，近五年年均复合增长率达 41.27%。盈利增长主要得益于铜板块量价齐升、钴价大幅上涨，以及贸易业务现货盈利显著增加。

图 3：公司近 5 年营业收入复合增速为 4.42%



资料来源：IFinD，国元证券研究所

图 4：公司近 5 年归母净利润复合增速为 41.27%



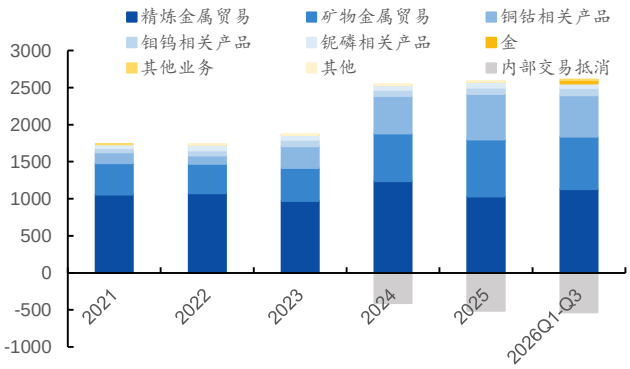
资料来源：IFinD，国元证券研究所

从产品的收入结构看，2021-2025 年公司精炼金属贸易、矿物金属贸易、铜钴相关产品、钼钨相关产品、铌磷相关产品（铜金相关产品在 2024 年已被处置）年均复合增长率分别为-0.54%、15.97%、42.35%、13.09%、10.89%，矿物金属贸易、铜钴相关产品以及钼钨相关产品增速较快。2025 年，公司主要业务收入占比分别为精炼金属（49.95%）、矿物金属贸易（37.18%）、铜钴相关产品（29.64%）、钼钨相关产品（4.23%）、铌磷相关产品（3.72%）、其他业务（0.12%）和内部抵消（-24.84%）。

2025 年，公司铜业务收入为 550.96 亿元，同比增加 31.63%，仍为公司最核心利润来源。铜产量方面，公司 2025 年实现铜产量 74.11 万吨，同比增长 13.99%，销量 73.02 万吨，同比增长 5.90%，产销量持续爬升。铜价格方面，2025 年 LME 铜现货均价约 9,945.92 美元/吨，同比上涨约 8.70%，铜价上行与销量增长共同推动铜板块毛利率抬升。

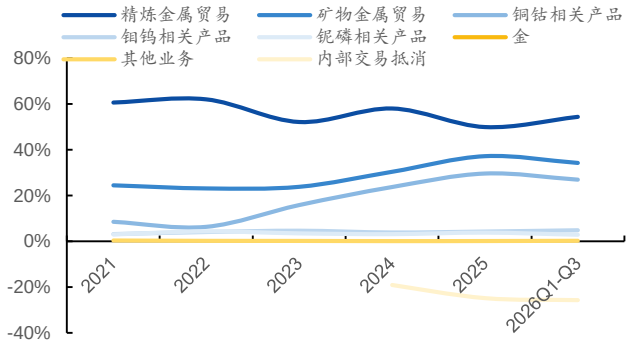
2026 年前三季度，公司铜、钼和钨业务营收增长最为显著，分别为 524.17 亿元（同比+35.73%）、61.10 亿元（同比+31.17%）和 39.09 亿元（同比+146.23%）。同期，产量方面公司铜、钼和钨产量分别为 59.67 万吨（同比+9.81%）、0.97 万吨（同比-8.66%）和 0.50 万吨（同比-16.10%）；销量方面铜、钼和钨销量分别为 56.72 万吨（同比+9.02%）、0.97 万吨（同比-9.62%）和 0.38 万吨（同比-32.12%）。
价格方面，2026 前三季度 LME 铜现货均价约 13,407.63 美元/吨，同比上涨 40.39%，铜价上行与销量增长共同推动铜板块毛利率抬升。2026 前三季度，钼铁均价同比上涨 25.63%，仲钨酸铵（APT）均价同比上涨 240.35%，价格涨幅显著对冲销量压力。同时，2026 年前三季度公司黄金业务开始放量实现创收 47.07 亿元。

图 5：近年来公司营收构成（按产品，亿元）



资料来源：IFinD，国元证券研究所

图 6：近年来公司主营业务收入占比（按产品，%）



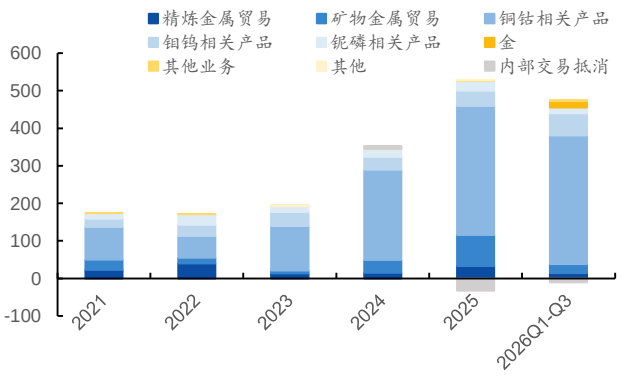
资料来源：IFinD，国元证券研究所

毛利方面，2025 年公司精炼金属贸易、矿物金属贸易、铜、钴、磷、钼、铌和钨的毛利分别为 32.83 亿元（同比+116.30%）、83.12 亿元（同比+142.83%）、303.92 亿元（同比+44.47%）、39.26 亿元（同比+30.88%）、10.28 亿元（同比+12.12%）、25.10 亿元（同比+13.65%）、16.10 亿元（同比+45.48%）和 16.09 亿元（同比+35.54%）。

公司产品毛利占比分别为精炼金属（6.64%）、矿物金属贸易（16.81%）、铜业务（61.45%）、钴业务（7.94%）、磷业务（2.08%）、钼业务（5.07%）、铌业务（3.26%）和钨业务（3.25%）、其他业务（0.17%）以及内部抵消（-6.67%），其中铜业务贡献毛利最多。

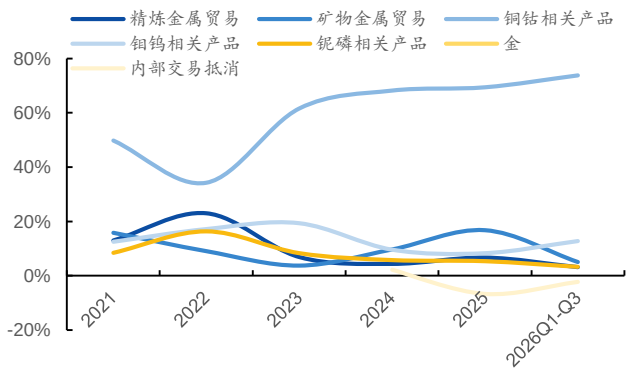
2026 年三季度，公司铜、钼、金、钨、钴、磷以及铌的毛利分别为 316.88 亿元（同比+51.76%）、28.00 亿元（同比+43.83%）、17.85 亿元、31.43 亿元（同比+211.48%）、25.72 亿元（同比-34.35%）、4.75 亿元（同比-49.92%）和 10.37 亿元（同比-18.99%）。

图 7：近年来公司毛利构成（按产品，亿元）



资料来源：IFinD，国元证券研究所

图 8：近年来公司主营业务毛利占比（按产品，%）



资料来源：IFinD，国元证券研究所

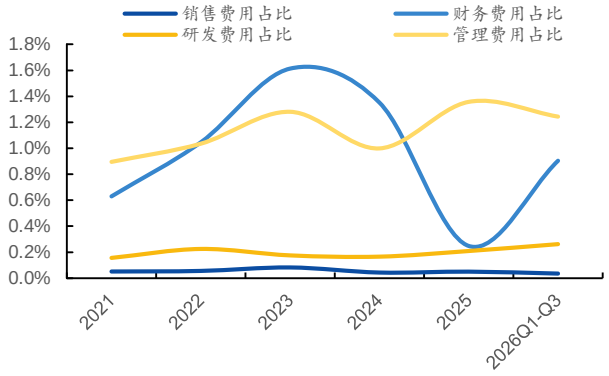
费用端，公司近年来期间费用率整体偏低，财务费用与管理费用占比较大。2025 年，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 0.05%（同比+0.01pct）、1.36%（同比+0.36pct）、0.21%（同比+0.04pct）、0.25%（同比-1.10pct）。

财务费用受利息支出及汇兑损失减少带动出现明显下降，推动期间费用率同比回落。

2026 三季度，公司期间费用率升至 2.44%，销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 0.04%（同比-0.02pct）、1.24%（同比-0.01pct）、0.26%（同比+0.03pct）和 0.90%（同比+0.20pct），其中财务费用增长主要受汇兑损失同比增加，以及借款规模上升，导致利息支出同比增加。

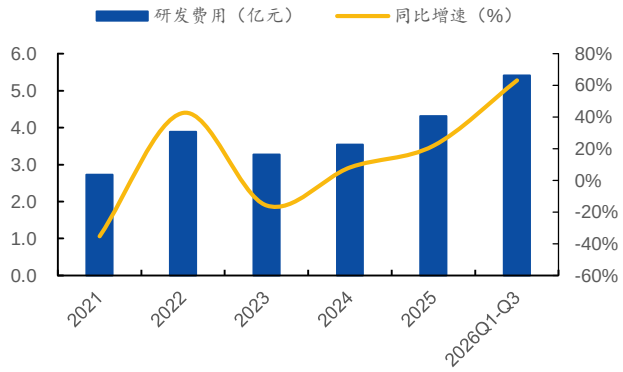
研发方面，2025 年及 2026 三季度研发费用分别为 4.32 亿元和 5.41 亿元，同比增长 21.95%和 63.22%，占营业收入的比重分别为 0.21%和 0.26%。公司持续加大研发投入，聚焦低品位矿开发、工艺升级及伴生资源回收，提升资源利用效率，助力长期降本增效。

图 9：近年来公司期间费用率



资料来源：IFinD，国元证券研究所

图 10：近年来公司研发费用



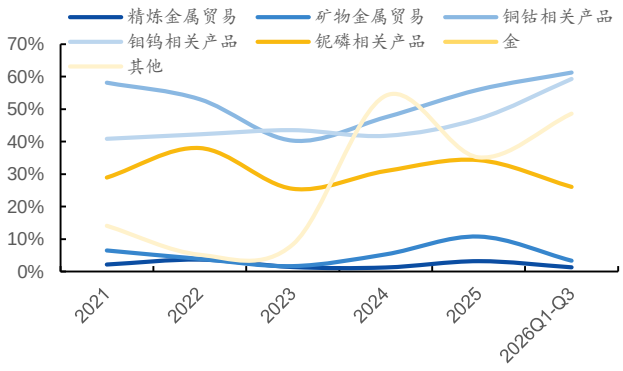
资料来源：IFinD，国元证券研究所

盈利端，公司销售毛利率与净利率整体呈上行趋势，盈利能力持续增强。2025 年，公司毛利率为 23.93%（同比+ 7.38pct）；净利率为 11.63%（同比+ 4.37pct）。2026 三季度，公司盈利能力同比继续改善，毛利率和净利率分别为 22.40%和 13.36%，同比分别提升 0.44pct 和 2.03pct，均创同期新高。

按照产品划分，2025 年公司精炼金属贸易、矿物金属贸易、铜、钴、磷、钼、铌和钨的毛利率分别为 3.18%（同比+1.95pct）、10.82%（同比+5.52pct）、55.16%（同比+4.90pct）、63.62%（同比+29.31pct）、25.26%（同比-0.30pct）、39.65%（同比+4.58pct）、44.43%（同比+6.97pct）和 66.40%（同比+1.26pct）。

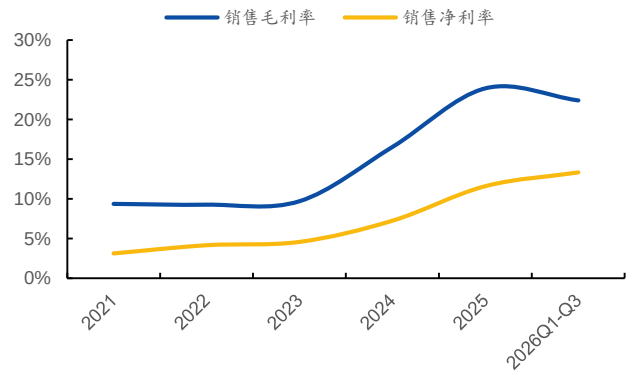
2026 三季度，公司铜、钼、金、钨、钴、磷以及铌的毛利率分别为 60.45%（同比+6.38pct）、45.83%（同比+4.03pct）、37.92%、80.39%（同比+16.84pct）、73.95%（同比+10.49pct）、14.04%（同比-16.84%）和 42.69%（同比-8.93%）。其中，铜钴及钼钨板块盈利能力明显提升。公司积极把握有利市场机遇，受益于主要产品销售价格同比上涨，相关板块毛利率进一步改善。

图 11：近年来公司分产品毛利率（%）



资料来源：IFinD，国元证券研究所

图 12：近年来公司毛利率及净利率

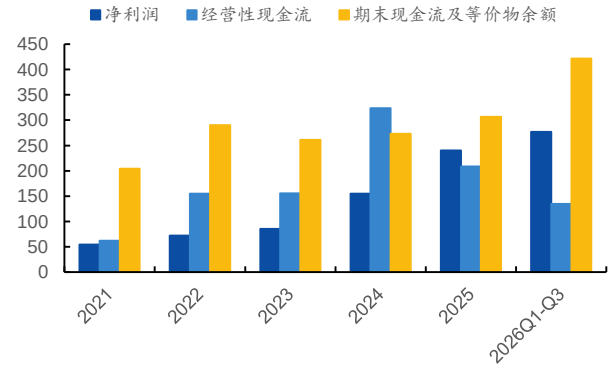


资料来源：IFinD，国元证券研究所

2021 年至 2024 年公司现金流保持高位，2025 年由于基本金属贸易业务经营活动净流入同比减少，实现经营性现金流 208.43 亿元，同比下降 35.64%，2026 年 H1，公司实现经营性现金流 163.34 亿元，同比增长 36.02%，得益于公司主要产品价格上升，经营活动净流入同比增加。

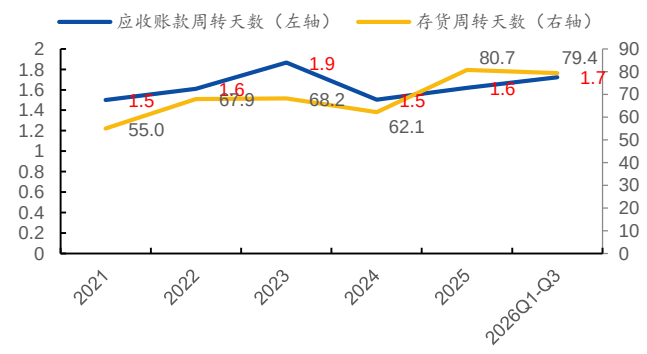
营运能力方面，公司应收账款周转效率保持稳定，2021 年以来周转天数均低于 2 天，2025 年和 2026 年三季度分别为 1.6 天和 1.7 天，整体回款速度较快，应收账款资金占用较少。存货方面，2025 年公司存货周转天数增至 80.7 天，较 2024 年增加 18.6 天，表明存货周转明显放缓，资金占用周期有所延长；2026 年三季度降至 79.4 天，较 2025 年同期增加 4.0 天，周转效率进一步下降，存货资金占用压力有所加大。

图 13：近年来公司现金流情况（亿元）



资料来源：IFinD，国元证券研究所

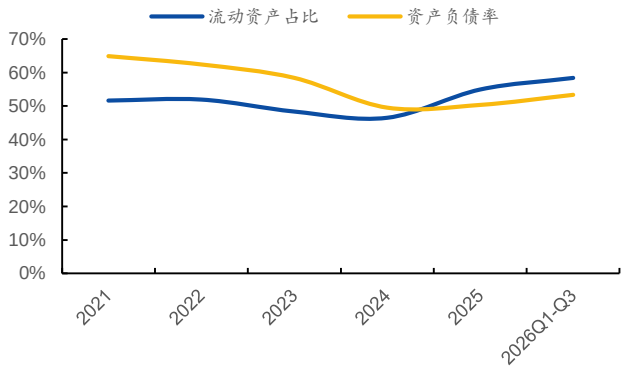
图 14：近年来公司营运能力表现（天）



资料来源：IFinD，国元证券研究所

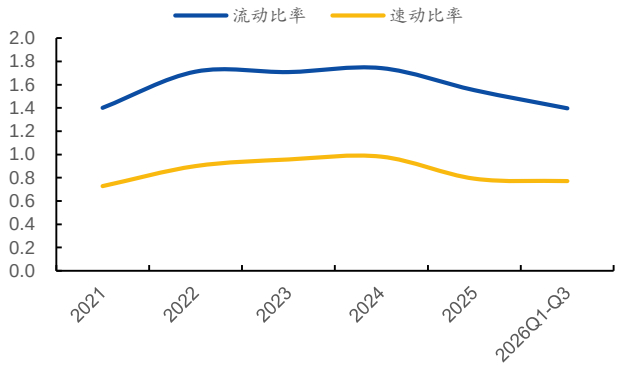
负债端，公司近 5 年平均资产负债率约为 57.11%，流动资产占比约为 50.67%；平均流动比率和速动比率分别为 1.62 和 0.87。2025 年和 2026 三季度公司流动比率分别为 1.55、1.40，速动比率分别为 0.79、0.77。

图 15：近年来公司流动资产占比、资产负债率



资料来源：IFinD，国元证券研究所

图 16：近年来公司流动比率和速动比率



资料来源：IFinD，国元证券研究所

2.钴行业：刚果（金）控局，政策干预促使价格走高

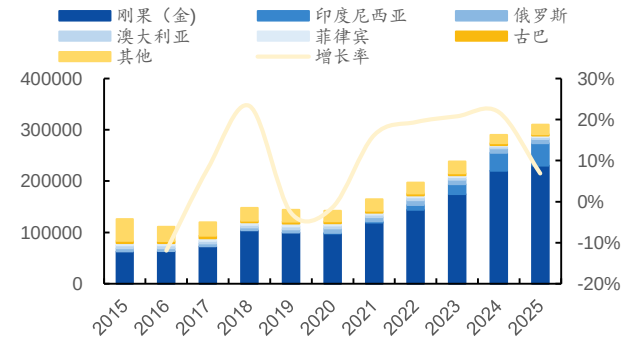
2.1 产量：刚果（金）霸权与印尼崛起

钴主要作为铜和镍开采的副产品被开采，也有少量作为原生钴或铂族金属（PGM）生产过程中的副产品被开采。

2021-2025 年，世界钴产量由 16.5 万吨增长到 31.0 万吨，5 年平均复合增长率为 17.08%。国家分布来看，刚果（金）为钴最主要的产地，2025 年钴产量 23 万吨，占全球钴产量的 74%；其产量较 2024 年增加了 0.8 万吨，同比增长 1.77%。2025 年 10 月，刚果（金）推出钴出口配额制度，2026 年和 2027 年的出口配额上限设为 96,600 吨，其中包括用于国家战略储备的 9,600 吨。

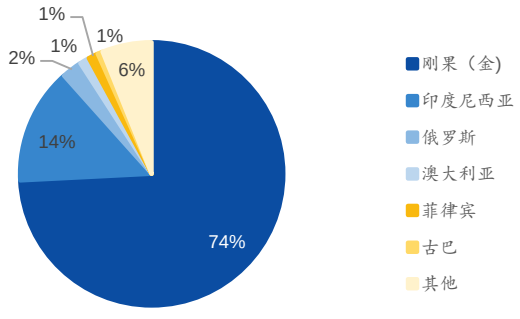
印度尼西亚钴产量持续上升，在 2022 年超越俄罗斯成为第二大钴生产国，2025 钴矿产量达 4.4 万吨，同比增长 25.71%，随着 2024 年投产的多个高压酸浸（HPAL）项目逐步增产，印度尼西亚的市场份额在 2025 年增至 14%（较 2024 年的 11%有所上升）。

图 17：2025 年世界钴产量分布（单位：吨）



资料来源：IFinD，国元证券研究所

图 18：2025 年刚果（金）为钴最主要的产地

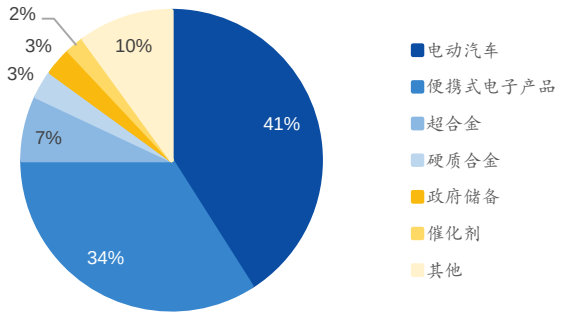


资料来源：IFinD，国元证券研究所

2.2 需求：电池主导与高端应用扩张

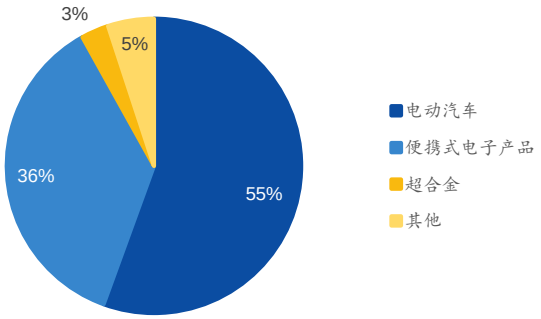
2025 年钴总需求量达到 27.6 万吨，较 2024 年增长 13%，延续上年两位数增势。电动汽车（EV）是最大的单一需求领域，为该应用生产电池的超级工厂消耗了 11.3 万吨钴，同比增长 25%。在总需求占比方面，EV 进一步扩大了市场份额至 39%，这主要得益于中高镍正极化学体系的持续增长。便携式电子产品是钴需求第二大细分领域，2025 年需求增量为 1.5 万吨，使该细分市场的绝对需求量达到 9.3 万吨。便携式电子产品领域迎来了需求反弹，这主要得益于设备换新需求以及 AI 驱动的电池包容量增长。

图 19：2025 年钴需求结构（按终端应用领域）



资料来源：Cobalt Institute，国元证券研究所

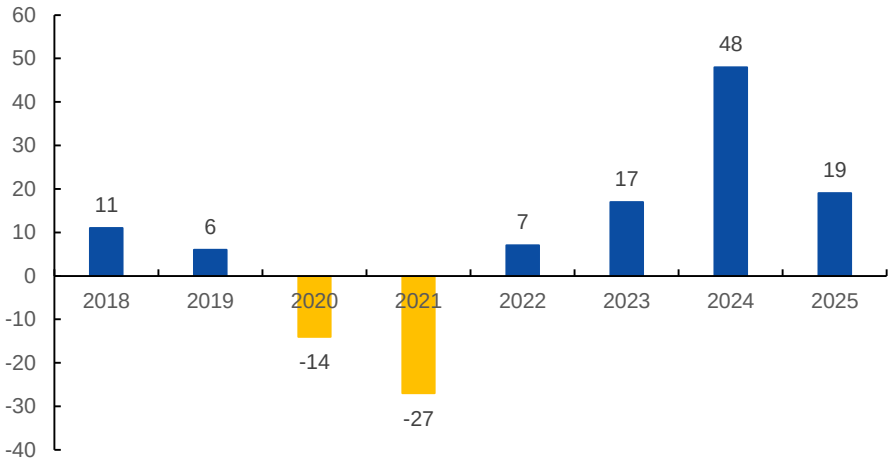
图 20：2025 年各终端应用领域对钴需求增量的贡献占比



资料来源：Cobalt Institute，国元证券研究所

2025 年，基于矿山供应，钴市场仍处于结构性供过于求状态，市场供需盈余 1.9 万吨，相当于需求的 7%。相比之下，2024 年的盈余为 4.8 万吨，相当于当年需求的 19%。

图 21：钴市场供需余额（千吨）

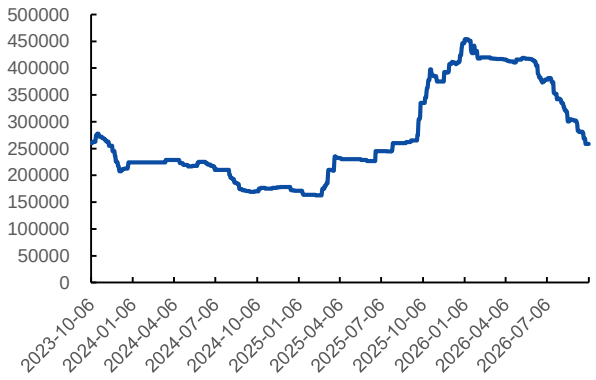


资料来源：Cobalt Institute，国元证券研究所

2025 年，国内金属钴和硫酸钴均价分别为 26.47 万元/吨和 5.55 万元/吨，同比分别上涨 30.38%和 86.11%，主要系刚果（金）暂停钴出口并随后实施出口配额管理，

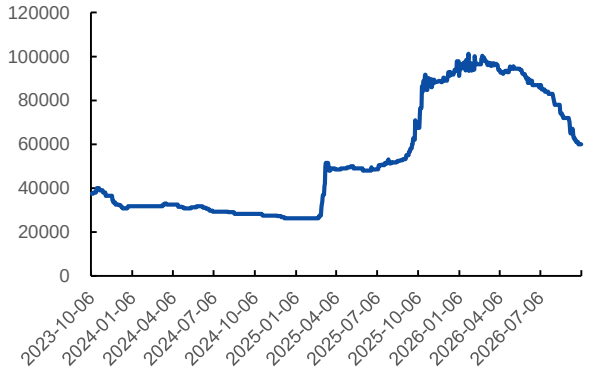
原料供应收紧叠加短缺预期升温，推动钴价上涨。2026 年，钴价自高位回落。供给端，2 月中东地缘冲突导致硫磺供应受阻，印尼部分 MHP 湿法项目投产延后、在产项目产量下降，上半年中国 MHP 进口量仅约 1.5 万金属吨。随着硫磺运输逐步恢复，印尼湿法项目生产约束有望缓解，带动 MHP 产量及中国进口量回升。下半年印尼钴供应逐步恢复，钴市场供需趋于宽松，价格或继续承压。

图 22：国内近三年金属钴价格（元/吨）



资料来源：IFinD，国元证券研究所（注：数据截至 2026 年 10 月 5 日）

图 23：国内近三年硫酸钴价格（元/吨）



资料来源：IFinD，国元证券研究所（注：数据截至 2026 年 10 月 5 日）

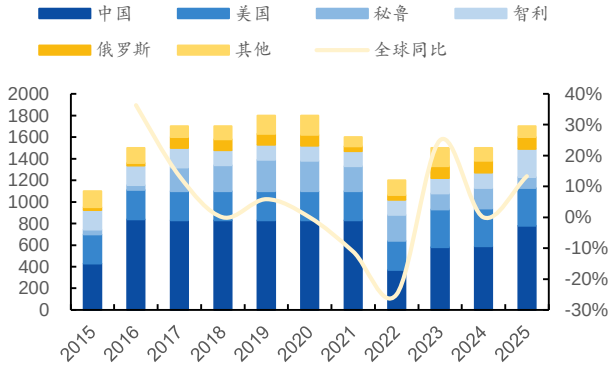
3.钼行业：稀缺性与产业升级多重共振

3.1 储量：资源垄断，中国具备资源储量优势但品位较低

根据 USGS（美国地质调查局）最新数据，2025 年全球钼资源探明储量约为 1700 万吨金属量。在自然界中具有工业价值的含钼矿物主要是辉钼矿（MoS_2）。辉钼矿赋存的主要矿床类型有斑岩型、矽卡岩型和石英脉型 3 种，全球 80%的钼矿资源产于斑岩型钼矿或斑岩型铜钼矿中。全球钼矿床主要集中在环太平洋（中新生代）成矿带，特提斯（中-新生代）成矿带以及中亚-蒙古成矿带上。全球特大型著名钼矿床包括中国栾川钼矿和安徽金寨沙坪沟钼矿、美国 Climax 和 Henderson 钼矿、智利 Chuquicamata 和 Pelambres 钼矿等。

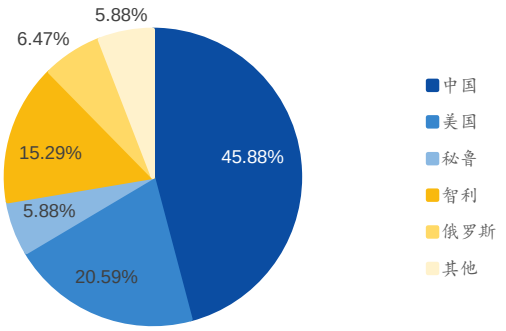
截至 2025 年末，钼矿资源储量位列全球前五的国家分别为中国（780 万吨，占比 45.88%）、美国（350 万吨，占比 20.59%）、秘鲁（100 万吨，占比 5.88%）、智利（260 万吨，占比 15.29%）、俄罗斯（110 万吨，占比 6.47%）。2025 年全球钼资源储量排名前五位国家的钼储量合计约为 1600 万吨，占比 94.12%。我国钼资源储量占全球总储量近二分之一，具有绝对的资源储量优势。

图 24：世界钼矿储量（万吨）



资料来源：USGS，IFind，国元证券研究所

图 25：2025 年世界钼矿储量格局



资料来源：USGS，IFind，国元证券研究所

全球钼储量呈现“三足鼎立”局面。全球前十大钼矿中，智利 Spence 铜钼矿位居第一，钼金属量为 276 万吨。我国安徽金寨钼矿、河南栾川三道庄钼矿和大黑山钼矿分别排名第二、四和九，钼矿资源储量达 227/206/109 万吨。相较于美国和其他国家，我国拥有较多大型矿床，但钼矿资源禀赋差异大，品位小于 0.1%的储量占总储量的 75%以上。

表 3：全球十大钼矿

排名	名称	国家	矿石资源量	金属量	品位
1	Spence 铜钼矿	智利	266,140 万吨	钼 276 万吨 铜 1,272 万吨	钼 0.104% 铜 0.478%
2	安徽金寨钼矿	中国	150,000 万吨	钼 227 万吨	钼 0.140%
3	CUMO 铜钼矿	美国	598,000 万吨	钼 215.3 万吨 铜 418.6 万吨 银 41,528.4 万盎司 钨 6 万吨	钼 0.036% 铜 0.07% 银 2.16g/t 钨 0.001%
4	河南栾川三道庄钼矿	中国	210,000 万吨	钼：205.8 万吨 钨：67.2 万吨	钼：0.098% 钨：0.032%
5	Pebble 铜钼金矿	美国	797,830 万吨	钼 199.5 万吨 铜 3,239.2 万吨 金 8,977.8 万盎司	钼 0.025% 铜 0.406% 金 0.35g/t
6	Collahuasi 铜钼矿	智利	680,000 万吨	钼 136 万吨 铜 5,434.2 万吨	钼 0.02% 铜 0.799%
7	Quartz Hill 钼矿	美国	140,000 万吨	钼 131.6 万吨	钼 0.094%

8	LaCaridad 铜钼矿	墨西哥	555,071.2 万吨	钼 127.7 万吨 铜 1,237.8 万吨	钼 0.023% 铜 0.223%
9	大黑山钼矿	中国	165,000 万吨	钼 109 万吨 铜 49 万吨	钼 0.066% 铜 0.03%
10	Sierrita 铜钼矿	美国	437,900 万吨	钼 104.7 万吨 铜 927.1 万吨 银 17,970.8 万盎司	钼 0.024% 铜 0.212% 银：1.276g/t

资料来源：矿产勘察，各公司官网，国元证券研究所

进一步聚焦我国情况，我国钼矿床主要分布在东秦岭-大别、兴-蒙、长江中下游、华南、青藏和天山-北山六大钼成矿带。根据 USGS，截止 2025 年末，全国钼资源储量为 780 万吨，较 2024 年同比增长 32.20%。另据《中国自然资源统计年鉴》，近年来随着矿产资源开发利用的规模化和集约化，中国钼矿探矿权和采矿权数量呈下降趋势，探矿权从 2013 年的 568 个下降到 2022 年的 111 个，下降了 80.5%。采矿权从 2013 年的 175 个下降到 2022 年的 79 个，下降了 54.9%。探矿权与采矿权的比例从 2013 年的 3.2 下降到 2022 年的 1.4，对我国未来资源供应保障能力提出了更高要求。

表 4：国内主要钼矿生产企业（按产量排名）

	企业	主要矿山	资源量（金属量）（万吨）	品位	矿种	矿山钼产量（吨）	总钼产量（吨）
1	金钼股份	金堆城钼矿	47.54	0.11%	钼	15010	25598
		汝阳东沟钼矿	55.70	0.12%	钼	10588	
2	洛阳钼业	三道庄钼钨矿	23.86	0.09%	钼、钨	11760	15396
		上房沟钼矿	60.17	0.14%	钼、铁	4590	
3	中国中铁	鹿鸣钼矿（83%）	59.58	0.09%	钼、铜	14945	14945
4	盛龙股份	南泥湖钼矿	55.93	0.07%	钼、钨	/	10600
		安沟钼多金属矿	3.26	0.07%	钼、铅	/	
		大清沟钼多金属矿区	0.99	0.08%	钼、铜、铅、硫、银、锌	/	
		石榴子石矿	4.49	0.14%	钼	/	
		老定沟钼矿	6.39	0.12%	钼	/	
5	大黑山钼业股份	大黑山钼矿	109.00	0.07%	钼	8000	8000
6	国城实业	大苏计钼矿	42.42	0.12%	钼	6100	6100

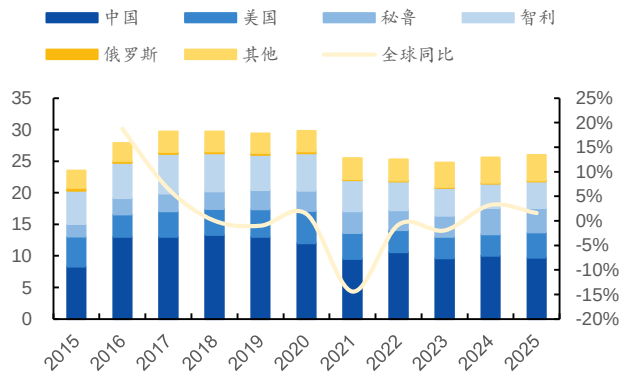
资料来源：各公司公告，各公司官网，盛龙股份招股意见书，国元证券研究所

3.2 产量：国内供应缺口扩大

近年钼市场供应端整体较为稳定，2024-2025 年国内无大规模产能释放，部分矿山扩产增量被大型矿山老化减产抵消。

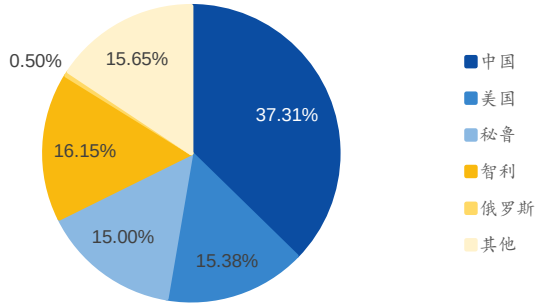
2025 年全球钼矿产量为 26.0 万吨，同比增长 1.56%。中国以 9.70 万吨的产量位居全球第一，占全球总产量的 37.31%。智利（4.2 万吨）和美国（4.0 万吨）分列二、三位，秘鲁以 3.9 万吨排名第四，其他地区合计产量为 4.2 万吨。当前全球钼矿生产呈现高度集中态势，南、北美洲国家与中国共同构成全球供应主体，但行业整体产量较 2020 年以前有所收缩。近年来全球多个大型斑岩铜矿（钼的主要伴生来源）矿石品位持续下降，预计在 2030 年代中期达到使用寿命，而新矿山开发周期长、投资大，导致供应弹性不足。

图 26：全球钼矿产量（万吨）



资料来源：IFind，国元证券研究所

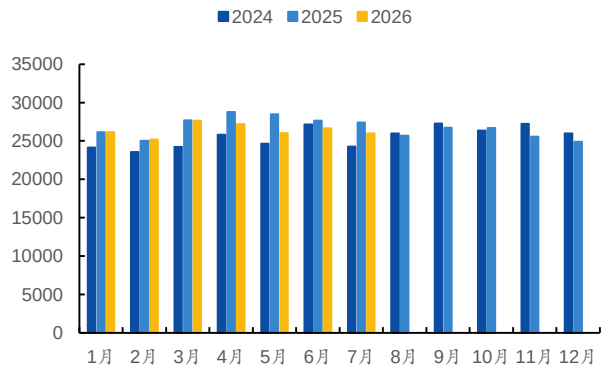
图 27：2025 年全球钼矿产量区域分布



资料来源：IFind，国元证券研究所

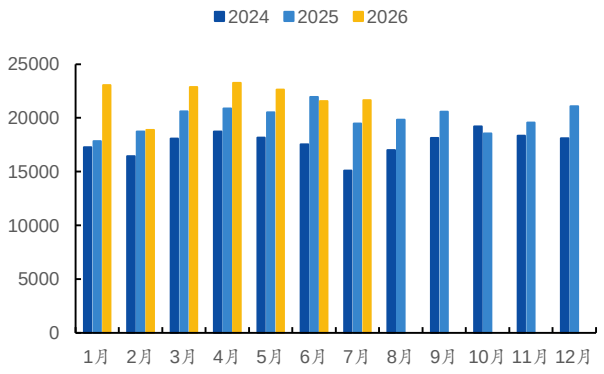
2025 年我国钼精矿产量为 31.79 万吨，同比增长 0.6%；2026 年 1-7 月全国钼精矿累计产量 18.48 万吨，同比下降 3.32%。2025 年我国钼铁产量为 23.96 万吨，同比增长 12.94%；2026 年 1-7 月全国钼铁累计产量 15.39 万吨，同比增长 9.95%。2025 年我国钼酸铵产量为 6.66 万吨，同比增长 3.94%；2026 年 1-7 月全国钼酸铵累计产量 4.10 万吨，同比增长 2.68%。2025 年我国钼粉产量为 2.18 万吨，同比增长 12.51%；2026 年 1-7 月全国钼粉累计产量 1.36 万吨，同比增长 0.93%。2025 年钼铁和钼粉产量增速较快，钼酸铵增长相对平稳；进入 2026 年后，钼铁延续较快增长态势，而钼粉增速明显放缓。

图 28：国内钼精矿产量（吨）



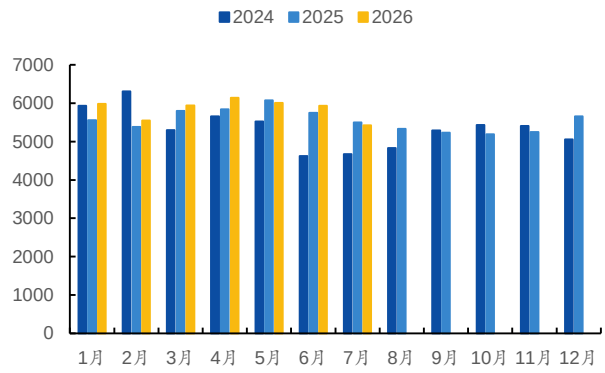
资料来源：中国有色金属工业协会，国元证券研究所

图 29：国内钼铁产量（吨）



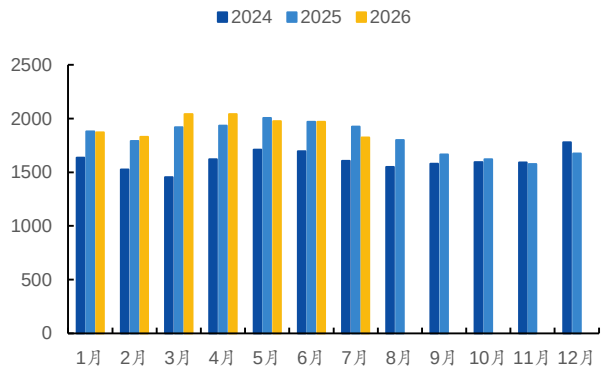
资料来源：中国有色金属工业协会，国元证券研究所

图 30：国内钼酸铵产量（吨）



资料来源：中国有色金属工业协会，国元证券研究所

图 31：国内钼粉产量（吨）

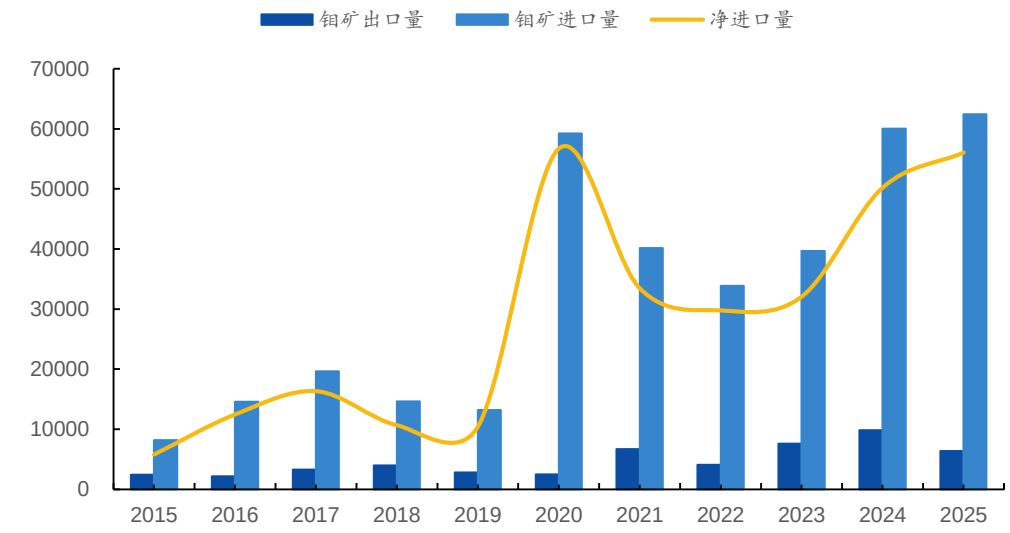


资料来源：中国有色金属工业协会，国元证券研究所

结合全球钼产量变化及我国钼进出口数据来看，我国钼进口量持续高于出口量，且 2022 年以来净进口量总体呈扩大趋势，表明国内钼产量增长难以充分满足钼需求增长，进口资源在弥补国内供给不足方面发挥着日益重要的作用。

2025 年国内钼精矿进口量为 6.24 万吨，同比增长 4.00%；钼精矿出口量 0.64 万吨，同比下降 35.04%，国内对钼需求仍存在较大缺口。

图 32：钼进出口情况（吨）



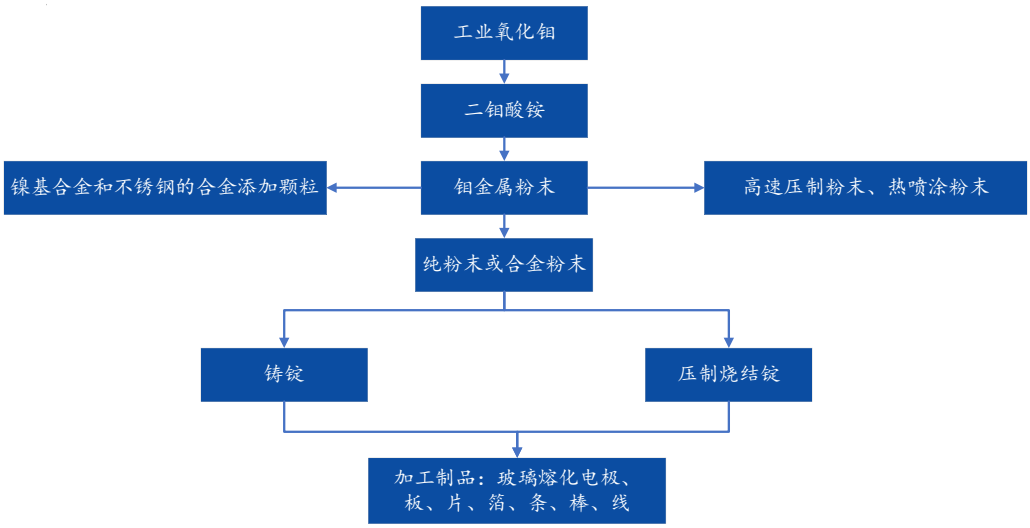
资料来源：IFInd，海关总署，国元证券研究所

3.3 钼需求：钢铁需求强韧与新兴领域扩张

从钼矿石中提取钼金属需要经过一系列工艺，首先矿石将在一系列研磨和分离步骤中进行处理，以将矿石中的 MoS_2（二硫化钼）与其他成分分离。这种分离出的材料含有高达约 90%的 MoS_2，在空气中焙烧生成 MoO_3（三氧化钼）和 SO_2（二氧化

硫）。焙烧后的产物——工业氧化钼，含有约 57%的钼和低于 0.1%的硫。若要用于生产纯钼金属，工业氧化钼还需经过进一步的化学纯化处理。

图 33：钼金属制品工艺



资料来源：IMOA，国元证券研究所

钼金属由于其特性使成为许多应用的首选材料，其特性包括：导热率高、导电率高、热膨胀系数低、耐熔融金属腐蚀、与大多数玻璃成分相容、抗热冲击、刚度高，且与灯具和电子设备所用的玻璃结合牢固。所以钼金属及其合金常用于：照明灯具、电气和电子设备、医疗设备、材料加工设备、高温炉和相关设备、热喷涂涂层，以及航空航天和国防工业用部件。

表 5：商用钼基材料应用

材料分类		材料名称	应用举例
纯钼		Mo	占钼金属产品的大部分：熔炉和玻璃熔炼组件、功率半导体散热片、制造平板显示器和薄膜太阳能电池薄膜用的溅射靶、喷雾干燥的粉末，或与有机黏结剂用于高速压制，或与二钼酸铵(ADM)用于热喷涂
合金	替代式合金	Mo-W	处理熔融锌的设备，玻璃搅拌器
		Mo-Re	热电偶（低 Re）和需要低温延展性（高 Re）的应用
		Mo-Ta	触摸屏显示器的薄膜
		Mo-Nb	触摸屏显示器的薄膜
	碳化物稳定化合金	TZM	等温锻造模具、注塑模具、金属加工工具、X 射线靶材
		MHC	挤压模具、金属加工工具
	弥散强化合金	Mo-La_2O_3	炉子加热元件、烧结船、灯具部件
		Mo-ZrO_2	玻璃熔炼炉部件
		Mo-Y_2O_3-Ce_2O_3	卤素灯组件，蒸发舟
		掺入 K/Si 的 Mo	灯具部件、加热元件
复合材料	层压材料	Cu-Mo-Cu	半导体和集成电路的散热片
		Mo-Ni	功率半导体散热器
	粉末复合材料	MoCu	功率集成电路用散热器：混合动力汽车、手机蜂窝发射器

		Mo-Ti	制造平板显示器和薄膜光伏设备薄膜的溅射靶材
		Mo-Na	制造薄膜光伏设备电极的溅射靶材
热喷涂粉末		纯钼	活塞环、同步环、连铸和铸锭模具
		Mo-C	活塞环、同步环、泵叶轮轴
		17.8Ni-4.3Cr-1.0Si-1.0Fe-0.8B	活塞环、同步环

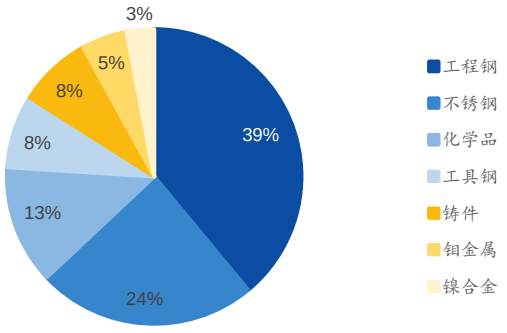
资料来源：IMOA，国元证券研究所

全球钼消费需求稳步增长，未来十年增长空间有望进一步释放。 近年来，全球钼消费需求整体呈增长态势。根据 SMR 数据，2024 年全球钼终端消费量（含再生钼）达到 39.8 万吨，同比增长 2.9%。随着前期累积库存逐步消化，全球钼行业库存水平已基本恢复至常态化水平。展望未来，SMR 预计，到 2034 年，全球钼在各主要初级应用领域的消费需求均有望实现较快增长，其中不锈钢、镍基合金及钼金属领域的需求增长尤为突出，有望成为拉动全球钼消费增长的重要动力。

钼的初级应用集中在钢铁制造领域，其中，工程钢、不锈钢和工具钢占比分别为 39%、24%和 8%；化学品和铸件分别为 13%和 8%。

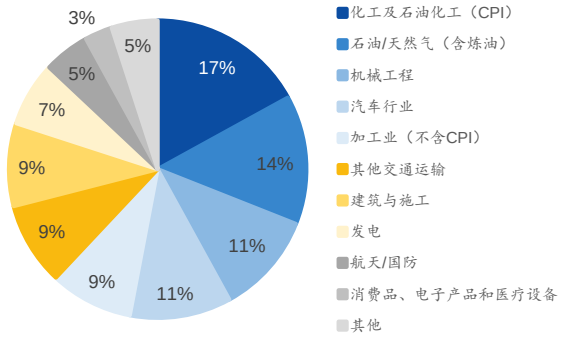
钼的终端应用覆盖传统能源与工业制造领域，化工及石油化工需求占比进一步提升。 从终端应用结构来看，全球钼消费主要集中于石油及天然气（含炼油）、化工及石油化工（CPI）、机械工程和汽车制造四大领域，合计占比达 53%，构成全球钼终端消费的主要需求来源。其中，化工及石油化工（CPI）位居主要终端应用领域前列。2025 年，化工及石油化工（CPI）领域的钼消费占比由 2024 年的 15%提升至 17%，反映该领域对钼的需求重要性进一步增强。整体来看，全球钼终端消费仍以传统能源及工业制造领域为主，同时，随着高端装备制造、新能源等新兴应用领域持续发展，钼的应用场景有望进一步拓展，为中长期需求增长提供支撑。

图 34：各初级应用领域钼消费占比



资料来源：IMOA，国元证券研究所

图 35：2025 年各终端领域钼消费占比

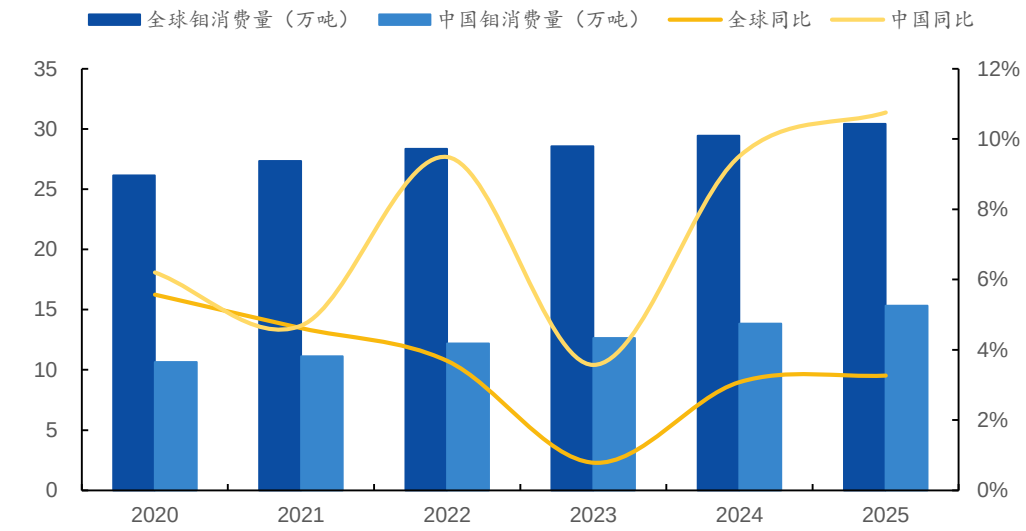


资料来源：IMOA，国元证券研究所

国内钼消费总量创下历史新高。2025 年，全球钼消费量达到 30.42 万吨，同比增长 3.26%；中国钼消费量为 15.32 万吨，同比增长 10.75%，增速显著高于全球消费水平。中国钼消费量占全球总量的 50.37%，显示出中国在全球钼市场中的重要地位。与 2024 年相比，2025 年全球及中国的钼需求均呈现明显上涨态势，尤其是中国市

场的强劲增长成为推动全球消费量上升的关键因素。

图 36：全球及中国钼消费量（万吨、%）



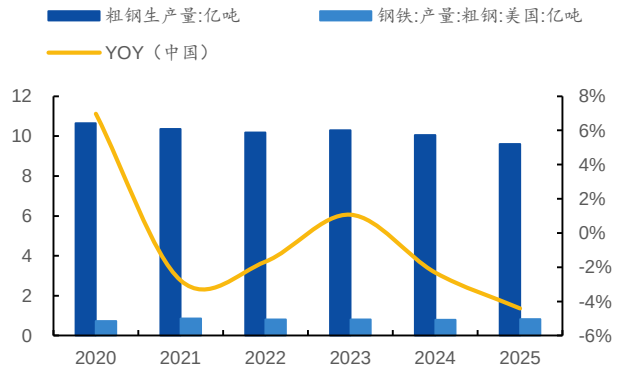
资料来源：IFind，国元证券研究所

初级应用：不锈钢产销同增，带动钼需求增长

钢材行业是钼的核心需求行业。不同钢材含钼量差别较大，316 不锈钢、双相不锈钢和高速钢是具有代表性的含钼系列钢材。其中，钼系高速钢含钼量较高，在 4.5%-10%之间，主要用于刀具领域。近年来随着技术的提升，硬质合金刀具对普通机床使用的高速钢刀具形成明显替代，高速钢用量下降。

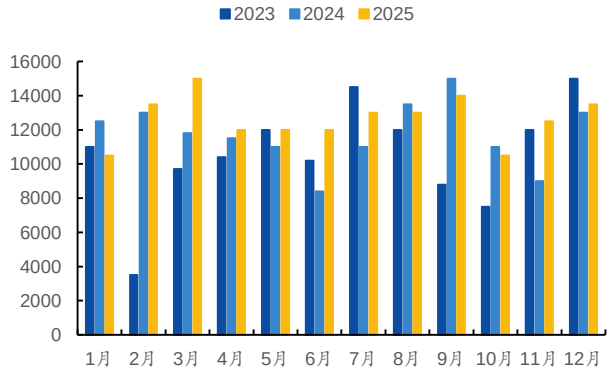
受行业结构优化影响，2025 年我国粗钢产量 9.61 亿吨，同比下降 4.41%，在效益承压的背景下，钢厂选择生产附加值较高的含钼钢种来提高市场竞争力。2025 年 1-12 月国内下游钢厂钼铁钢总量为 15.15 万吨，同比增长 7.68%，月均钢招量 1.26 万吨，印证钼需求向好。

图 37：2020-2025 年中国/美国粗钢产量（亿吨）



资料来源：IFind，国元证券研究所

图 38：国内主流钢厂钼铁钢招量（吨）

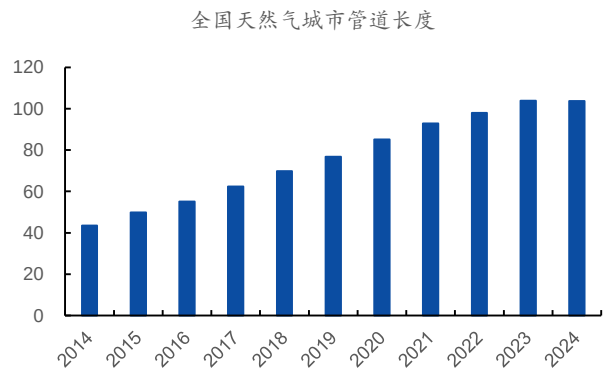


资料来源：中钨在线，国元证券研究所

油气管道建设需求持续增长拉动钼合金钢需求增长。全球石油及天然气消费持续回

暖，带动油气基础设施建设需求上升。含钼高强度钢是油气管道建设中关键使用的钢种。根据《中国天然气发展报告(2025)》,2024 年全球在役天然气管道总里程达 136.8 万千米，在建管道 6.9 万千米；国内长输天然气管道总里程为 12.8 万千米，年内新建里程超过 4000 千米。随着居民生活及采暖用气的自然增长、公福商业消费加速，以及传统制造业升级与战略性新兴产业扩张的共同推动，预计未来城市天然气管道规模仍将持续扩张。

图 39：全国天然气城市管道长度（万千米）



资料来源：IFind，自然资源部，国元证券研究所

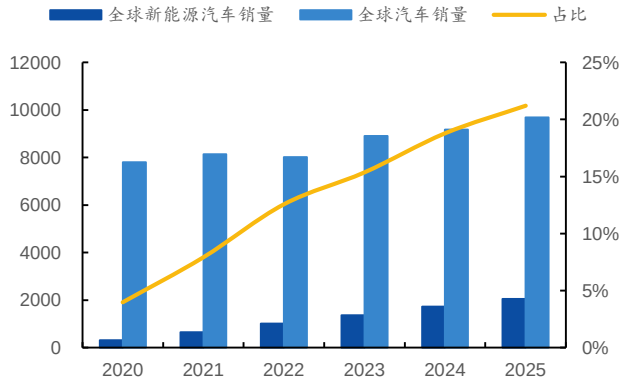
图 40：布伦特原油期货结算价（美元/桶）



资料来源：IFind，国元证券研究所（数据截至 2026 年 10 月 2 日）

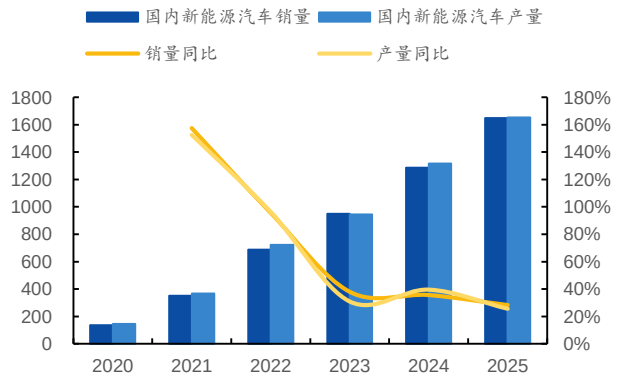
新能源汽车：产销激增，拉动含钼高强钢需求。全球新能源汽车产销量大幅增加，将显著拉动含钼高强度钢的需求的增长。2025 年，全球新能源汽车销量为 2054.25 万辆，占全球汽车销量 21.20%，且这一比例将持续上升。2025 年，国内新能源汽车销量 1649.00 万辆，同比增长 28.17%；国内新能源汽车产量 1652.40 万辆，同比增长 25.49%，国内产销量同频增长。新能源汽车需求大幅增长，将带动新能源汽车车身用钢、无取向硅钢等钢材需求的增长。且新能源汽车对高强汽车用钢的要求更高，将带动含钼高强度钢需求的增长。

图 41：全球新能源汽车销量（万辆）及占比（%）



资料来源：IFind，国元证券研究所

图 42：中国新能源汽车产销量（万辆）及同比增速（%）



资料来源：IFind 国元证券研究所

3.4 价格分析

工业氧化钼是钼精矿的直接下游产品，二者存在刚性生产链条，加之国内交易普遍采用“钼精矿价格+加工费”的定价体系，二者价格走势高度趋同，价差稳定在 100 元/吨度左右，加工费用相对稳定。2025 年国内 45%-50%钼精矿均价为 3809.21 元/吨度，同比上涨 6.93%。2026 年年初保持上涨态势，未来或将受供应持续收紧（国内产量下降、海外政策扰动）、需求结构性增长驱动价格保持高位运行。

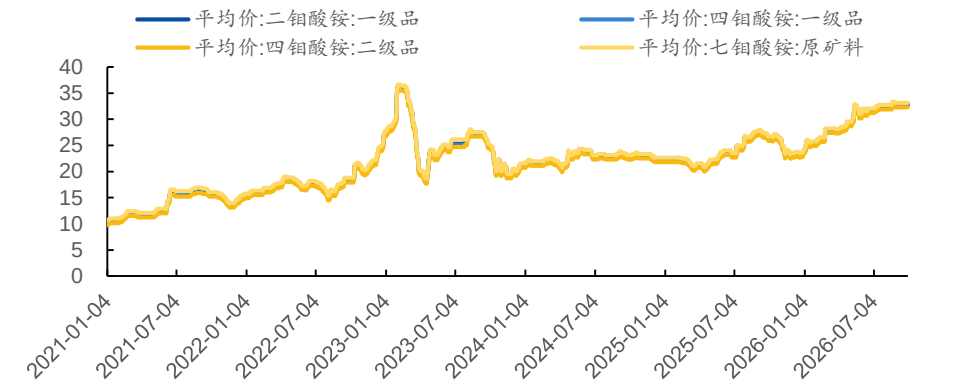
图 43：工业氧化钼/钼精矿均价（元/吨度）



资料来源：安泰科、国元证券研究所（数据截至 2026 年 10 月 5 日）

2024 年钼酸铵月度价格波动较为明显。2024 年初延续 2023 年末市场惯性，钢厂及电子企业常规支撑基础需求。4 月开始受上游原材料价格上涨影响，叠加电子化学品需求复苏，钼酸铵价格上涨明显。2025 年年初价格小幅下调，5 月开始，受供给收窄、原材料价格上涨和需求大幅增加等多种因素影响，钼酸铵价格起势。预计未来钼酸铵价格持续走高。

图 44：钼酸铵均价（万元/吨）



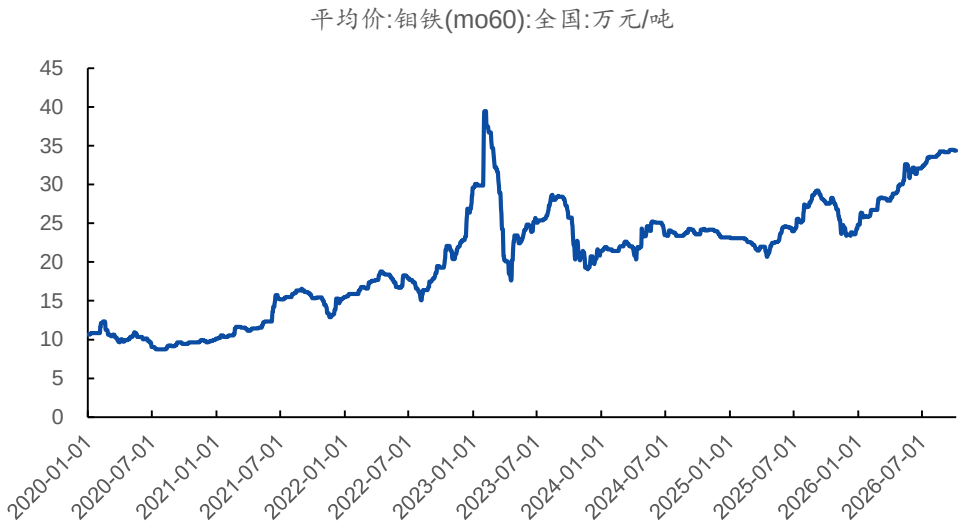
资料来源：IFind、国元证券研究所（数据截至 2026 年 9 月 30 日）

2025 年钼铁（60% Mo）均价 24.59 万元/吨，较 2024 年增加 5.59%。

分季度看，一季度价格从年初高位回落，在 4 月中旬触及全年低点，随后钼铁价格开始强势激增，突破 28.8 万元关口，这种脱离基本面的过高价格也导致 7 月 30 日太钢集团、中信泰富特钢和青拓集团发布《关于维护钼产业链健康发展的联合声明》，宣布暂停钼铁采购，第三季度钼铁的高价失去支撑，直至四季度价格单边下跌，年末在 24.4 万元/吨左右企稳。

2026 年年初，在钢招价格走弱和利好支撑力度有限的情况下，众多供货商再次提价动力稍显不足，其中钼铁厂商报价约降 1,000 元/吨，钼铁价格出现短暂下跌；同时，受生产成本支撑，钼矿山企业惜售挺价情绪普遍较强，加之在钼下游产业发展态势良好的背景下，下游用户基本维持刚需采购，钼酸铵价格实现强势跳涨。

图 45：钼铁均价（万元/吨）



资料来源：IFind，国元证券研究所（数据截至 2026 年 10 月 5 日）

4.“矿山+贸易”双轮驱动

4.1 世界级矿产资源与“矿山+贸易”的现代化矿业模式

公司拥有的矿山均为世界级资源，具备资源量大、品位高的特点，稀有金属、基本金属多元组合可以更好抵御周期性风险。公司通过一系列精准并购，已建立起覆盖亚洲、非洲、南美洲和欧洲的全球化资源版图。截止 2025 年末，公司保有的铜资源量为 3,358.1 万吨，钴资源量为 523.8 万吨，铌资源量为 201.9 万吨，磷资源量为 9,058.5 万吨，钼资源量为 83.2 万吨。其中刚果（金）TFM 铜钴矿是全球范围内储量最大、品位最高的铜钴矿之一；与之相邻的 KFM 铜钴矿是世界级矿山，铜钴平均品位亦较高，具备很大的增产潜力，资源优势亦使得公司具备很高的成本优势。2025 年，公司资源布局进一步拓展至黄金板块，通过收购 EQX 所持有的 LatAm 和 LGC 的 100%股权，取得 Aurizona 金矿、RDM 金矿及 Bahia 综合矿区（包括 Fazenda 金矿与 Santa Luz 金矿）的 100%权益。上述资产合计拥有黄金资源量 501.3 万盎司，平均

品位为 1.88 克/吨；黄金储量 387.3 万盎司，平均品位为 1.45 克/吨，进一步夯实公司资源基础。相关矿山基础设施完善、生产工艺成熟，预计 2026 年黄金产量为 6 至 8 吨，有望较快形成产量及利润贡献。

表 6：截至 2025 年末公司矿山资源情况

矿山名称	主要品种	资源量			储量			年矿石处理量（百万吨）	剩余可开采年限（年）	许可证/采矿权有效期
		矿石量（百万吨）	品位（%）	金属量（万吨）	矿石量（百万吨）	品位（%）	金属量（万吨）			
刚果（金）TFM 铜钴矿	铜	1,316.0	2.25	2,957.3	220.4	2.88	635.0	24.3	9.1	0.5/9 年
	钴	1,316.0	0.25	329.0	220.4	0.29	64.6			
刚果（金）KFM 铜钴矿	铜	223.9	1.79	400.8	180.1	1.88	339.1	6.9	17.0	21 年
	钴	223.9	0.87	194.8	180.1	0.92	166.1			
巴西矿区一	铌	145.5	1.03	149.2	37.4	0.95	35.7	3.3	11.3	长期有效
巴西矿区二	铌	157.2	0.34	52.7	31.4	0.42	13.3	5.5	33.3	长期有效
	磷	880.6	10.29	9,058.5	182.9	12.42	2,272.1			
三道庄钼钨矿	钼	265.6	0.088	23.4	75.3	0.084	6.3	7.5	10.0	9.5 年
	钨	59.5	0.172	10.3	13.0	0.089	1.2			
上房沟钼矿	钼	428.4	0.139	59.8	13.7	0.252	3.5	2.6	5.3	8 年
	铁	15.8	20.34	321.2	1.1	30.74	35.0			

资料来源：洛阳钼业 2025 年年报，国元证券研究所（注：截至 2025 年末）

注：2025 年 KFM 二期扩产项目完成可行性研究后更新矿石储量为 1.92 亿吨（扣除 2025 年消耗及二次圈矿新增量后为 1.8 亿吨）。奥丁矿业金矿项目尚在筹建过程中，巴西金矿资产仅于 2026 年 1 月完成交割，故均未在上表列示。

公司构建“矿山+贸易”双轮驱动，战略协同。矿山板块聚焦高价值、稀缺性金属资源的开发，贸易板块通过 IXM 平台实现规模扩张和风险对冲，二者形成协同效应，驱动公司业绩增长。矿山端，公司覆盖勘探-采矿-选矿-冶炼 4 个环节，生产铜、钴、钼、钨、铌和磷肥，2026 年开始生产黄金。公司拥有优秀的资源并购、前期科学规划和后期精细化运营能力，以及与之配套的组织、管理、人才、技术和供应链服务体系；贸易端，IXM 业务覆盖亚洲、欧洲、南美洲及北美洲 80 多个国家，构建全球金属贸易网络，覆盖采购-仓储-运输-销售-信息 5 个环节，以实现贸易与矿业板块的战略协同。

图 46：公司“矿山+贸易”全球布局



资料来源：公司公告，国元证券研究所

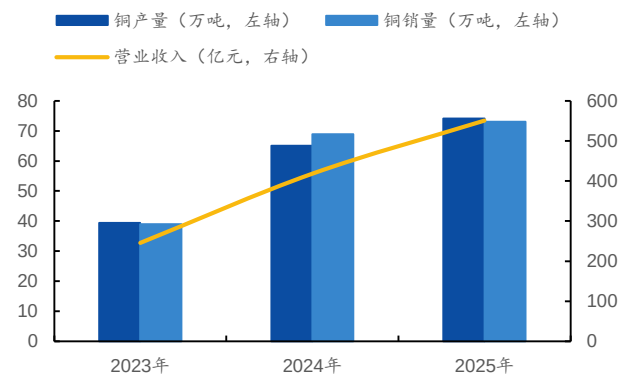
4.2 铜钴板块

公司铜钴业务范围覆盖铜、钴矿石的勘探、开采、提炼、加工和销售，拥有从开采到加工的全套工艺和流程，主要产品为阴极铜和氢氧化钴。公司铜钴资源优势突出，铜业务量利齐升，扩产项目有望持续打开成长空间。公司在刚果（金）拥有 TFM 和 KFM 两座世界级矿山，铜、钴资源量分别达 3,358 万吨和 523.8 万吨，现有 6 条生产线，年产铜能力超过 70 万吨。

2025 年，公司铜产量达 74.11 万吨，同比增长约 14.0%，完成年度产量指引中值的 118%，销量达 73.02 万吨，同比增长 5.90%;铜业务实现营业收入 550.96 亿元，同比增长 31.63%，毛利率同比提升 4.90 个百分点至 55.16%，产量增长与盈利能力提升共同支撑业绩释放。钴业务方面，全年产量达 11.75 万吨，完成年度产量指引中值的 107%，销量达 5.11 万吨，同比下降 53.06%;营业收入同比下降 29.42%至 61.71 亿元，但毛利率同比提升 29.31 个百分点至 63.62%，盈利能力明显改善。KFM 二期预计于 2027 年投产，新增年产铜能力 10 万吨，有望进一步提升公司铜业务规模，为中长期业绩增长提供支撑。

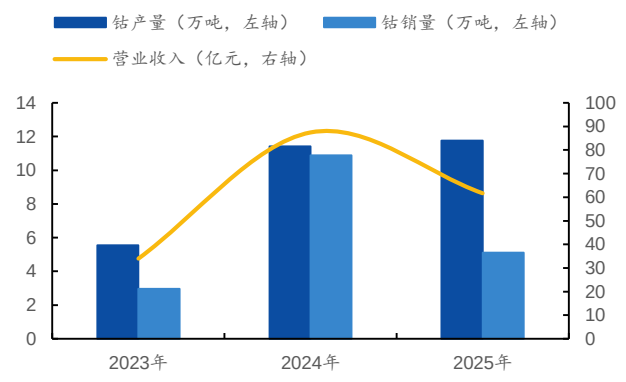
2026 年上半年，公司铜产品产量和销量分别为 38.80 万吨和 37.62 万吨，同比分别增长 9.73%和 16.60%；钴产品产量为 6.53 万吨，同比增长 6.93%，销量为 0.57 万吨，同比下降 87.60%。铜产品产销稳步增长，有望为公司业绩增长提供支撑；钴产品则呈现增产缩销的特征，产销分化明显，后续需关注销售恢复及库存消化进度。

图 47：铜板块近三年产量、销量及营业收入



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 48：钴板块近三年产量、销量及营业收入



资料来源：公司公告，国元证券研究所

KFM 矿是全球储量规模较大、矿石品位较高的在产铜钴项目之一。结合矿石赋存特点，项目整体规划分两期建设，其中一期工程已于 2023 年达产。为进一步开发 KFM 丰富的矿产资源，并发挥与现有项目的协同效应，公司投资推进刚果（金）KFM 二期工程。该项目建设投资为 10.84 亿美元，建设期为 2 年，计划于 2027 年建成投产，预计新增原矿处理能力 726 万吨/年，达产后年均新增铜金属产量 10 万吨。随着二期项目建成达产，公司铜产量有望进一步提升；若铜价维持高位运行，产能释放与价格支撑有望共同推动铜业务盈利增长。

表 7：重大非股权投资情况

项目名称	项目金额（亿美元）	项目进度	报告期投入金额（亿美元）	累计实际投入金额（亿美元）	项目收益情况
刚果（金）KFM 二期工程	10.84	土建工作基本完成，主体设备安装正在进行，高压氧釜制造接近 50%。	4.36	6.86	预计新增年平均 10 万吨铜金属

资料来源：洛阳钼业 2026 年半年报，国元证券研究所（注：截至公司 2026 年半年报期内）

4.3 钼钨板块

公司是全球领先的钼、钨生产商，于中国境内主要运营三道庄钼钨矿区和合营企业所属的上房沟钼铁矿区，从事钼、钨金属的采选、冶炼、深加工、科研等，拥有采矿、选矿、冶炼、化工等上下游一体化业务，主要产品包括钼铁、仲钨酸铵、钨精矿及其他钼钨相关产品，同时回收副产品铁、铜、萤石、铼等矿物。

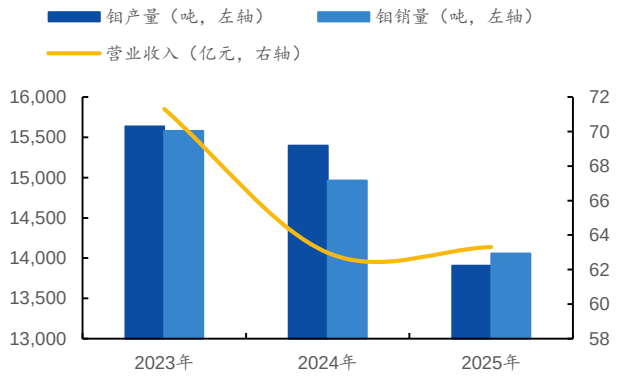
公司钼钨资源基础扎实，盈利能力持续改善。公司在国内布局三道庄钼钨矿和上房沟钼矿，拥有钼资源量 83.2 万吨、钨资源量 10.3 万吨。2025 年，公司钼和钨产量分别为 13,906 吨和 7,114 吨，同比分别下降 9.68%和 14.17%，但仍分别完成年度产量指引中值的 103%和 102%；公司钼和钨销量分别为 14,058 吨和 7,112 吨，同比分别下降 6.05%和 12.54%。

尽管产销量有所回落，钼钨业务收入及毛利率均实现提升：钼业务实现营业收入 63.30 亿元，同比增长 0.52%，毛利率同比提升 4.58 个百分点至 39.65%;钨业务实现营业收入 24.23 亿元，同比增长 32.98%，毛利率同比提升 1.26 个百分点至 66.40%，

收入增长较快且保持较高盈利水平。此外，公司钼钨回收率指标均创历史新高，资源利用效率进一步提升。随着回收工艺持续优化及相关技改项目效益释放，钼钨板块有望进一步挖掘存量资源价值，为公司盈利提供稳定支撑。

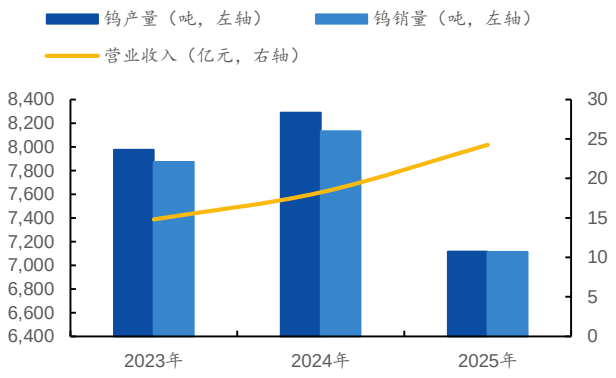
2026 年上半年，公司钼钨矿山端营收 71 亿元，创同期历史新高。公司钼产品产量和销量分别为 6,779 吨和 6,772 吨，分别同比下降 3.00%和 6.45%；钨产品产量和销量分别为 3,496 吨和 2,575 吨，分别同比下降 11.45%和 39.79%。

图 49：钼板块近三年产量、销量及营业收入



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 50：钨板块近三年产量、销量及营业收入



资料来源：公司公告，国元证券研究所

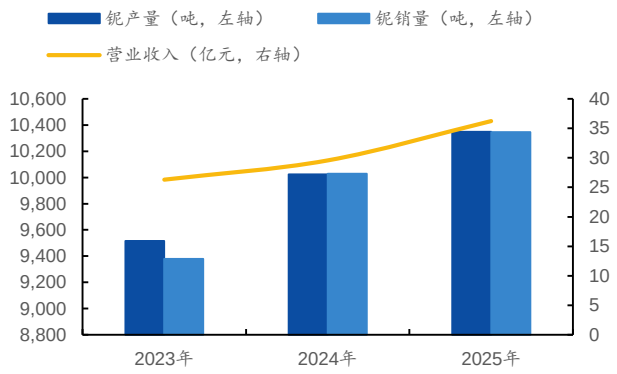
4.4 铌磷板块

公司磷业务覆盖磷矿开采、加工及下游产品生产等全产业链环节，采用露天开采方式，主要产品包括高浓度磷肥（MAP、NPS）、低浓度磷肥（SSG、SSP 粉末等）、动物饲料补充剂（DCP）、中间产品磷酸和硫酸，以及石膏、铌、氟硅酸等副产品，其中硫酸主要用于内部生产。铌业务涵盖铌矿石勘探、开采、提炼、加工及销售，主要产品为铌铁。

公司铌磷资源基础扎实，铌业务量利齐升，磷肥业务稳步增长。公司在巴西布局铌、磷矿山，拥有铌资源量 201.9 万吨、磷资源量 9,058.5 万吨，分别位居全球第二大铌生产商和巴西第二大磷肥生产商。2025 年，公司铌产量达 10,348 吨，同比增长 3.23%，完成年度产量指引中值的 103%，销量达 10,347 吨，同比增长 3.18%；铌业务实现营业收入 36.25 亿元，同比增长约 22.65%，毛利率同比提升 6.98 个百分点至 44.43%，收入规模与盈利能力同步提升。磷肥业务方面，全年产量达 121.35 万吨，同比增长 2.80%，完成年度产量指引中值的 106%，销量达 126.35 万吨，同比增长 15.41%；磷肥业务实现营业收入 40.68 亿元，同比增长 13.47%，毛利率为 25.26%，同比小幅下降 0.31 个百分点，盈利水平总体保持稳定。公司铌产销量、化肥产量及选矿厂回收率均创历史最佳水平，生产运营效率持续改善，有望进一步释放铌磷资源价值，为公司业绩增长提供支撑。

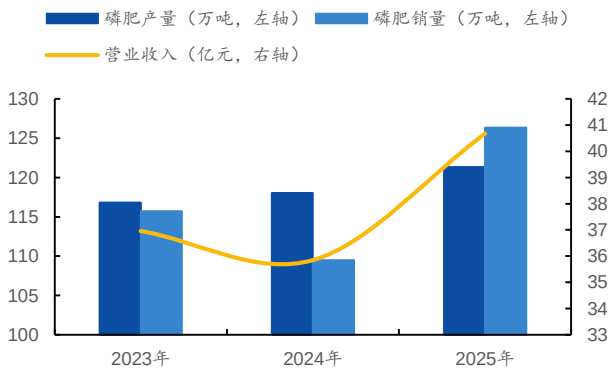
2026 年上半年，公司铌金属产量创同期历史新高。公司铌产品产量和销量分别为 5,351 吨和 5,583 吨，分别同比增长 2.29%和 2.22%；磷肥产品产量为 58.72 万吨，同比增长 0.79%，销量为 57.93 万吨，同比下降 1.62%。

图 51：铌板块近三年产量、销量及营业收入



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 52：磷肥板块近三年产量、销量及营业收入



资料来源：公司公告，国元证券研究所

4.5 黄金板块

公司外延并购加快黄金业务布局，在产资产与在建项目共同支撑中长期成长。2025 年 6 月，公司完成对 Lumina Gold 的收购，取得厄瓜多尔 Cangrejos 金矿 100%权益，正式切入黄金板块；2026 年 1 月，公司进一步以 10.15 亿美元完成对 Equinox Gold 旗下巴西 Aurizona 金矿、RDM 金矿及 Bahia 综合体三项资产的收购，取得四座在产金矿 100%权益，形成涵盖五座金矿的资源布局。巴西在产资产已贡献经营业绩，2026 年上半年实现黄金产量 10.04 万盎司、销量 9.75 万盎司，矿山端营业收入约 30 亿元，毛利率达 41.12%，成为公司新的利润增长点。

根据公司规划，2026 年巴西金矿预计产金 6-8 吨；厄瓜多尔奥丁金矿已签署采矿协议，并提前落实 232 兆瓦电力供应保障，为后续开发建设奠定基础。随着巴西金矿持续运营及奥丁金矿建设推进，公司预计 2029 年黄金产能将达到 20 吨以上，黄金板块有望逐步扩大业绩贡献，推动“铜+黄金”战略落地，并进一步优化盈利结构。

图 53：公司黄金板块矿山分布



资料来源：公司公告，国元证券研究所

4.6IXM 贸易

IXM 主要从事大宗商品（铜、铅、锌精矿和精炼金属等）贸易业务，多年来深耕金属贸易行业。IXM 总部位于瑞士日内瓦，是排名全球前列的基本金属贸易商，IXM 构建辐射 80 多个国家的全球金属贸易网络，覆盖采购一仓储一运输一销售一信息 5 个环节。IXM 既发挥出色的研究实力和市场情报捕捉能力，除了自身现货和自营贸易业务，协助洛阳钼业制定有效的产品营销策略和配套运行机制；又通过全球销售网络和合作伙伴基础，优化产品销售节奏。

2025 年，IXM 坚持提质控量，实现实物贸易量 471 万吨，同比下降 14.98%；营业收入为 1,802.54 亿元，同比下降约 5.10%，但国际会计准则下毛利率同比提升 0.03 个百分点至 2.11%，创近年来新高，体现出贸易规模调整下的盈利韧性。2026 年上半年，IXM 强化实货贸易，实现营业收入 1,204.55 亿元，同比增长 46.60%，创同期历史新高；毛利率为 2.06%，同比下降 0.29 个百分点，收入扩张与毛利率回落并存。依托全球业务网络及期现结合的经营模式，IXM 能够通过现货与期货业务损益互补，降低金属价格波动对公司经营业绩的影响。

表 8：公司实物贸易量

主要产品	单位	2024 年产量/实物贸易量	2025 年产量/实物贸易量	2025 年同比变动	2026 年全年指引（下限）	2026 年全年指引（上限）	2026 年上半年产量/实物贸易量
铜金属	吨	650, 161	741, 149	13. 99%	760, 000	820, 000	**387, 961**
钴金属	吨	114, 165	117, 549	2. 96%	100, 000	120, 000	**65, 305**
黄金	盎司	/	/	/	192, 904	257, 206	**100, 432**
钼金属	吨	15, 396	13, 906	-9. 68%	11, 500	14, 500	**6, 779**
钨金属	吨	8, 288	7, 114	-14. 17%	6, 500	7, 500	**3, 496**
铌金属	吨	10, 024	10, 348	3. 23%	10, 000	11, 000	**5, 351**
磷肥	万吨	118	121	2. 80%	105	125	**58. 72**
实物贸易量	万吨	554	471	-14. 98%	400	450	**246. 11**

资料来源：洛阳钼业 2025 年报，洛阳钼业 2026 年半年报，国元证券研究所

4.7 逆周期并购，低成本开发

公司矿山投资具有前瞻性，逆周期收购能力较强。矿山是周期性行业，准确把握周期是矿业扩张的关键，公司基于对行业的深刻理解和丰富经验，形成了“逆周期并购，低成本开发”的能力。在行业底部并购世界级矿山实现公司外延发展，由于下属各矿山均基本具备露天开采、储量大、品位高的特点，开采成本具有很强的竞争力。

表 9：公司历史重大收购情况

时间	项目	交易金额	权益比例
2013. 12	澳大利亚北帕克斯铜金矿 NPM	8. 2 亿美元	80%
2016. 1	巴西铌磷业务	15 亿美元	100%
2016. 11	刚果（金）铜钴业务 TFM	26. 5 亿美元	56%

2017.4	刚果（金）铜钴业务 TFM	11 亿美元	24%（对 TFM 权益提升至 80%）
2018.1	埃克森 IXM	5.18 亿美元	100%
2019.11	参股华越镍钴项目 30%股权	-	-
2020.12	刚果（金）铜钴业务 KFM	5.5 亿美元	95%
2025.6	厄瓜多尔 Cangrejos 金矿	5.81 亿加元	100%
2026.1	巴西金矿	10.15 亿美元	100%

资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 54：公司收购节点情况



资料来源：IFinD，国元证券研究所

5.盈利预测与估值

公司业务涵盖铜钴、钼钨、铌磷等多种矿产的采、选、冶等矿山采掘及加工业务和矿产贸易业务，我们选取和公司业务相近的紫金矿业、铜陵有色、江西铜业和西部矿业作为可比公司。

紫金矿业产品布局多元，业务覆盖矿产金、矿产铜、矿产锌（铅）、矿产银、碳酸锂及矿产钼等，同时生产铁精矿、矿产钨及副产硫酸等产品。在矿山开发业务基础上，公司配套布局铜冶炼与精炼，以及黄金精炼、加工和贸易业务，形成由矿产资源开发向冶炼加工延伸的产业体系。

资源储备是矿业公司持续发展的基础。紫金矿业通过大型、超大型矿产项目的逆周期并购与自主地质勘探增储，不断夯实资源基础，为中长期发展提供支撑。按控股企业 100%、联营及合营企业权益口径计算，截至 2025 年末，公司保有金资源量 4,610 吨、铜资源量约 1.1 亿吨、锌（铅）资源量 1,256 万吨、当量碳酸锂资源量 1,883 万

吨、银资源量 3.19 万吨及钼资源量 499 万吨。

资源优势持续向产量转化，中长期增产规划明确。2025 年，公司矿产金、矿产铜、矿产锌（铅）及矿产银产量分别约为 90 吨、109 万吨、40 万吨和 439 吨，当量碳酸锂及矿产钼产量分别为 2.55 万吨和 1.15 万吨。根据公司规划，2028 年矿产金、矿产铜、矿产锌（铅）及矿产银产量目标分别为 130—140 吨、150—160 万吨、40—45 万吨和 600—700 吨，当量碳酸锂及矿产钼产量目标分别为 27—32 万吨和 2.5—3.5 万吨。随着相关项目建设及产能释放稳步推进，公司主要产品产量有望进一步提升，为业绩增长提供支撑。

铜陵有色以铜业务为核心，产品涵盖阴极铜、铜箔、铜板带及黄金、白银、硫酸等，形成集铜矿采选、冶炼、加工和贸易于一体的完整产业链。公司通过自产矿开发与外购原料冶炼相结合，发挥上下游协同优势，并向高端铜基材料延伸。

勘查增储夯实资源基础，采冶加工形成规模支撑。公司持续推进境内外矿山勘查增储及优质矿权获取。2025 年，公司投入找矿勘查资金 1.09 亿元，新增铜资源量约 38 万吨；公司矿山保有铜金属量约 736 万吨，为矿山业务持续发展提供资源支撑。生产经营方面，2025 年公司自产铜精矿含铜 19.77 万吨、阴极铜 195.48 万吨、铜加工材 40.07 万吨，并生产黄金 20.51 吨、白银 579.55 吨、铁精矿 37.62 万吨、硫精矿 38.21 万吨及硫酸 621.85 万吨。

主要产品增产目标明确，项目投产有望释放增长动能。公司计划 2026 年生产自产铜精矿含铜 22.76 万吨、阴极铜 210.8 万吨、铜加工材 45.5 万吨、黄金 22 吨、白银 650 吨、铁精矿（60%）34.4 万吨、硫精矿（35%）30.8 万吨及硫酸 707 万吨，并加快推进米拉多铜矿二期投产达产。随着矿山增产及高端铜材布局持续推进，公司有望进一步增强资源保障能力、优化产品结构，为中长期经营增长提供支撑。

江西铜业主要从事铜和黄金的采选、冶炼与加工，同时布局稀散金属提取、硫化工及贸易业务，形成覆盖勘探、采矿、选矿、冶炼和加工的完整产业链。公司依托德兴铜矿、贵溪冶炼厂等核心资产，推动上游资源开发、中游冶炼及下游铜材加工协同发展。

资源储备支撑持续经营，主要产品保持规模优势。截至 2025 年末，公司 100%所有权的保有资源量包括铜 855.89 万吨、金 227.34 吨、银 8,216.27 吨及钼 16.10 万吨，另通过参股及控股企业拓展资源布局。2025 年，公司生产自产铜精矿含铜 26.99 万吨、阴极铜 238.04 万吨、铜加工产品 191.31 万吨，以及黄金 118.93 吨、白银 1,383.18 吨和硫酸 703.43 万吨。

稳产提质与产业升级并进，高端加工培育增长空间。公司计划 2026 年生产铜精矿含铜 20 万吨、阴极铜 239 万吨、铜加工材 207 万吨、黄金 119 吨、白银 1,413 吨及硫酸 651 万吨。公司将围绕资源高效开发、工艺优化及精深加工持续投入，推动传统产业提质升级。随着相关项目产能释放及产品结构优化，公司有望进一步提升资源利用效率与产业链附加值。

西部矿业主营铜、铅、锌、钼、镍、铁等金属的采选、冶炼与贸易，同时开展金银等产品的综合回收，并布局盐湖化工业务。公司以玉龙铜矿、锡铁山铅锌矿等矿山为基础，形成矿山采选、有色冶炼及贸易等业务协同发展的产业体系，多元化资源布局为持续经营提供支撑。

勘查增储与资源并购并举，矿山生产形成业绩支撑。截至 2025 年末，公司拥有保有资源储量铜 843.46 万吨、铅 136.82 万吨、锌 236.99 万吨、钼 41.39 万吨，以及金 259.68 吨、银 3,280.91 吨。2025 年，公司通过玉龙铜矿勘查增储及收购茶亭铜多金属矿探矿权，进一步夯实资源基础；全年生产矿产铜 16.75 万吨、矿产铅 6.30 万吨、矿产锌 12.88 万吨及矿产钼 4,051 吨，其中玉龙铜矿贡献矿产铜 15.21 万吨，是公司核心生产基地。

玉龙三期扩建打开增量空间，资源优势有望加快兑现。公司计划 2026 年生产矿产铜 17.20 万吨、矿产铅 6.34 万吨、矿产锌 12.76 万吨、矿产钼 4,438 吨及铁精粉 221.60 万吨。根据年报规划，玉龙铜矿三期工程预计于 2026 年底完成基建，建成后矿石处理能力将由 2,280 万吨/年提升至 3,000 万吨/年。随着扩建项目推进及资源开发能力提升，公司有望进一步释放核心矿山价值，为中长期增长提供支撑。

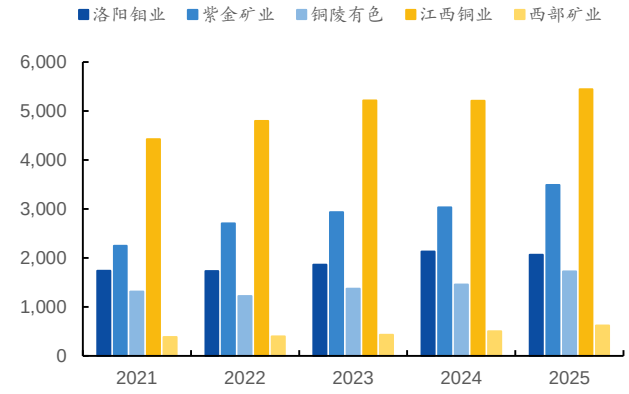
表 10：洛阳钼业与可比公司营收、主营产品一览

股票代码	公司简称	2025 营收（亿元）	业务介绍
603993.SH	洛阳钼业	2,066.84	公司属于有色金属矿采选业，主要从事基本金属，稀有金属的采、选、冶等矿山采掘及加工业务和金属贸易业务。公司主要业务分布于亚洲、非洲、南美洲和欧洲，是全球领先的铜、钴、钼、钨、铌生产商，巴西领先的磷肥生产商，同时金属贸易业务位居全球前列。
601899.SH	紫金矿业	3,490.79	公司产品布局多元，业务覆盖矿产金、矿产铜、矿产锌（铅）、矿产银、碳酸锂及矿产钼等，同时生产铁精矿、矿产钨及副产硫酸等产品。在矿山开发业务基础上，公司配套布局铜冶炼与精炼，以及黄金精炼、加工和贸易业务，形成由矿产资源开发向冶炼加工延伸的产业体系。
000630.SZ	铜陵有色	1,727.25	公司集铜采选、冶炼、加工、贸易为一体的大型全产业链铜生产企业，主要产品涵盖阴极铜、硫酸、黄金、白银、铜箔及铜板带等。公司在铜矿采选、铜冶炼及铜箔加工等领域有着深厚的技术积累、领先的行业地位和显著的竞争优势。
600362.SH	江西铜业	5,446.23	公司是中国重要的铜、金、银和硫化工生产基地。公司的主要业务涵盖了铜和黄金的采选、冶炼与加工；稀散金属的提取与加工；硫化工及贸易等领域，并且在铜以及相关有色金属领域建立了集勘探、采矿、选矿、冶炼、加工于一体的完整产业链，
601168.SH	西部矿业	616.87	公司位居国内特大型矿山企业前列。所属矿山单位按照年度生产经营计划高位运行，矿产铜、矿产钼、冶炼铜实现大幅增产。

资料来源：IFinD，国元证券研究所

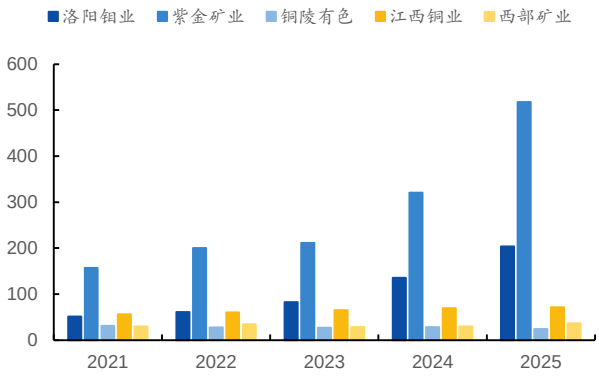
营收方面，洛阳钼业营收规模处于行业中游，归母净利润增速可观。2021-2025 年，洛阳钼业的营业收入从 1,738.63 亿元增长至 2,066.84 亿元，复合增速达 4%；归母净利润从 2021 年的 51.06 亿元增长至 2025 年的 203.39 亿元，复合增速达 41%，在可比公司中表现稳健；紫金矿业、铜陵有色、江西铜业和西部矿业的营收复合增速分别为 12%、7%、5%和 13%，归母净利润复合增速分别为 35%、-6%、6%和 6%。

图 55：洛阳钼业与可比公司营业收入对比（亿元）



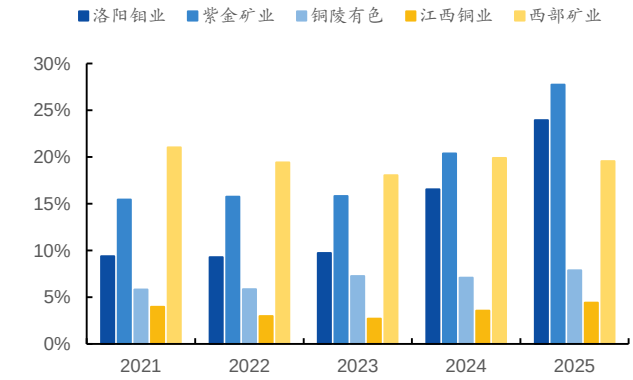
资料来源：IFinD，国元证券研究所

图 56：洛阳钼业与可比公司归母净利润对比（亿元）



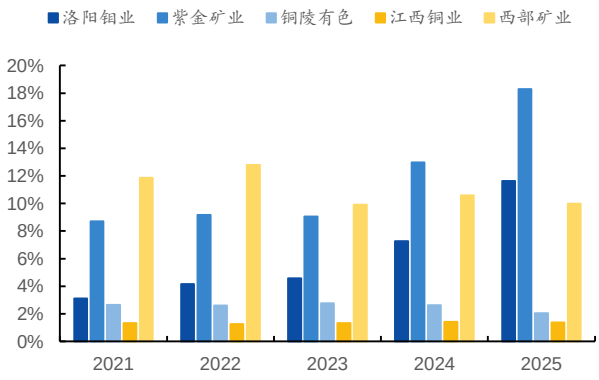
资料来源：IFinD，国元证券研究所

图 57：洛阳钼业与可比公司毛利率对比



资料来源：IFinD，国元证券研究所

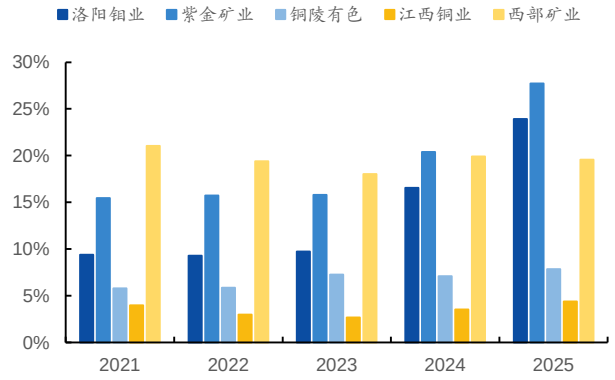
图 58：洛阳钼业与可比公司净利率对比



资料来源：IFinD，国元证券研究所

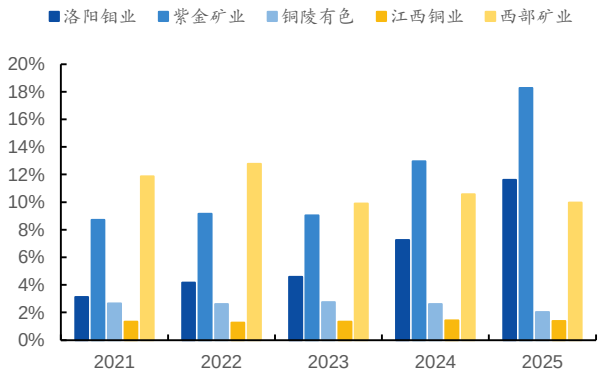
洛阳钼业毛利率和净利率均显著提升，盈利能力位居可比公司前列。2025 年，洛阳钼业毛利率达 23.93%，同比增长 7 pct，仅次于紫金矿业（27.73%），高于西部矿业（19.57%）、铜陵有色（7.86%）和江西铜业（4.40%）。同期，公司净利率达 11.63%，同比增长 4 pct，低于紫金矿业（18.28%），高于西部矿业（9.97%）、铜陵有色（2.04%）和江西铜业（1.37%）。

图 59：洛阳钼业与可比公司 ROE 对比



资料来源：IFinD，国元证券研究所

图 60：洛阳钼业与可比公司期间费用率对比



资料来源：IFinD，国元证券研究所

表 11：可比公司 EPS 和 PE 对比

股票代码	股票名称	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603993. SH	洛阳钼业	13. 29	1. 45	1. 52	1. 75	9. 16	8. 73	7. 61
601899. SH	紫金矿业	28. 28	2. 98	3. 46	4. 05	9. 51	8. 16	6. 98
000630. SZ	铜陵有色	4. 89	0. 49	0. 63	0. 77	10. 05	7. 73	6. 39
600362. SH	江西铜业	32. 23	4. 84	5. 27	5. 53	6. 66	6. 12	5. 83
601168. SH	西部矿业	27. 56	3. 14	3. 51	4. 05	8. 77	7. 86	6. 80

资料来源：IFinD，国元证券研究所（注：可比公司采用 IFinD 一致预期，收盘价日期为 2026 年 11 月 6 日）

我们预计，公司 2026-2028 年归母净利润分别为 310.55 亿元、325.53 亿元和 373.68 亿元，当前股价对应 PE 分别为 9.16、8.73 和 7.61 倍，给予“增持”评级。

表 12：盈利预测

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	213028. 66	206683. 65	277758. 02	293056. 13	316166. 73
收入同比（%）	14. 37	-2. 98	34. 39	5. 51	7. 89
归母净利润（百万元）	13532. 04	20338. 75	31054. 64	32552. 98	37367. 89
归母净利润同比（%）	64. 03	50. 30	52. 69	4. 82	14. 79
ROE（%）	19. 05	24. 67	29. 10	25. 28	24. 05
每股收益（元）	0. 63	0. 95	1. 45	1. 52	1. 75
市盈率（P/E）	21. 01	13. 98	9. 16	8. 73	7. 61

资料来源：IFinD，国元证券研究所

6.风险提示

宏观经济风险、有色金属政策变动风险、市场供需变化及竞争加剧风险。

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	**79174.39**	**110348.03**	**123632.39**	**150771.15**	**182663.23**
现金	30427.26	33563.96	47632.68	68931.96	94811.13
应收账款	647.88	1210.03	1377.15	1450.59	1610.18
其他应收款	5524.86	5930.42	7449.93	7999.76	8653.99
预付账款	1114.40	1839.16	1905.23	2105.41	2304.93
存货	29878.33	40600.64	45225.65	49272.54	53556.04
其他流动资产	11581.67	27203.83	20041.75	21010.90	21726.96
非流动资产	**91062.04**	**90584.34**	**96396.07**	**99884.78**	**102704.88**
长期投资	3282.86	3898.01	3898.01	3898.01	3898.01
固定资产	44422.26	42039.67	48647.70	51878.28	53489.86
无形资产	21651.28	24044.08	25389.59	26641.76	28115.15
其他非流动资产	21705.63	20602.58	18460.76	17466.72	17201.86
资产总计	**170236.43**	**200932.36**	**220028.46**	**250655.93**	**285368.11**
流动负债	**45460.60**	**71096.53**	**60052.87**	**62384.27**	**63427.70**
短期借款	13960.24	27128.89	22041.23	22242.63	22331.22
应付账款	4807.07	5141.80	6042.13	6616.88	7104.26
其他流动负债	26693.29	38825.85	31969.51	33524.76	33992.21
非流动负债	**38833.60**	**30049.11**	**29979.53**	**30029.71**	**30023.88**
长期借款	9333.84	1166.20	1166.20	1166.20	1166.20
其他非流动负债	29499.76	28882.91	28813.33	28863.51	28857.68
负债合计	**84294.20**	**101145.64**	**90032.40**	**92413.98**	**93451.58**
少数股东权益	14919.24	17351.38	23279.89	29459.32	36511.17
股本	4319.85	4278.86	4278.71	4278.71	4278.71
资本公积	27708.93	26592.91	26733.51	26733.51	26733.51
留存收益	36253.33	51080.33	73983.74	96095.05	122901.52
归属母公司股东权益	71022.99	82435.34	106716.17	128782.63	155405.36
负债和股东权益	**170236.43**	**200932.36**	**220028.46**	**250655.93**	**285368.11**

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**32386.66**	**20843.06**	**42646.62**	**44557.21**	**48881.17**
净利润	15459.44	24027.41	36983.15	38732.41	44419.74
折旧摊销	6002.75	7158.35	6001.30	6987.30	7687.74
财务费用	2878.86	512.83	199.36	-859.29	-2124.32
投资损失	-958.81	-751.79	-1109.38	-965.09	-977.64
营运资金变动	4724.60	-18864.29	-2612.58	-4463.05	-5143.37
其他经营现金流	4279.80	8760.56	3184.78	5124.93	5019.01
投资活动现金流	**-1159.65**	**-8376.57**	**-15158.53**	**-14107.72**	**-14564.76**
资本支出	4901.32	7583.48	8248.57	7454.45	7086.90
长期投资	-1263.48	1769.10	-92.54	-6.50	18.67
其他投资现金流	2478.19	976.01	-7002.49	-6659.76	-7459.20
筹资活动现金流	**-30571.72**	**-8497.21**	**-13419.37**	**-9150.21**	**-8437.23**
短期借款	-10994.01	13168.65	-5087.66	201.40	88.59
长期借款	-9433.88	-8167.64	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	-40.99	-0.15	0.00	0.00
资本公积增加	14.11	-1116.03	140.61	0.00	0.00
其他筹资现金流	-10157.94	-12341.20	-8472.17	-9351.62	-8525.82
现金净增加额	**1161.95**	**3401.31**	**14068.72**	**21299.28**	**25879.17**

利润表					单位:百万元
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**213028.66**	**206683.65**	**277758.02**	**293056.13**	**316166.73**
营业成本	177773.99	157229.38	209147.65	221654.76	236759.17
营业税金及附加	4135.20	3365.78	4825.39	5084.47	5431.71
营业费用	92.83	104.85	149.42	149.66	164.16
管理费用	2127.54	2806.50	3403.58	3609.76	3954.15
研发费用	353.97	431.68	525.20	562.24	612.62
财务费用	2878.86	512.83	199.36	-859.29	-2124.32
资产减值损失	-195.06	-41.96	-37.66	-65.33	-52.21
公允价值变动收益	-1375.60	-7688.12	-4022.51	-4803.23	-5023.81
投资净收益	958.81	751.79	1109.38	965.09	977.64
营业利润	**25266.03**	**35327.69**	**56668.98**	**59062.02**	**67379.08**
营业外收入	36.68	16.01	24.43	23.66	22.64
营业外支出	178.68	182.31	181.10	181.50	181.37
利润总额	**25124.04**	**35161.39**	**56512.31**	**58904.18**	**67220.35**
所得税	9664.59	11133.98	19529.16	20171.77	22800.61
净利润	**15459.44**	**24027.41**	**36983.15**	**38732.41**	**44419.74**
少数股东损益	1927.41	3688.66	5928.51	6179.43	7051.85
归属母公司净利润	**13532.04**	**20338.75**	**31054.64**	**32552.98**	**37367.89**
EBITDA	34147.65	42998.86	62869.64	65190.03	72942.50
EPS（元）	0.63	0.95	1.45	1.52	1.75

主要财务比率					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	14.37	-2.98	34.39	5.51	7.89
营业利润(%)	90.14	39.82	60.41	4.22	14.08
归属母公司净利润(%)	64.03	50.30	52.69	4.82	14.79
获利能力					
毛利率(%)	16.55	23.93	24.70	24.36	25.12
净利率(%)	6.35	9.84	11.18	11.11	11.82
ROE(%)	19.05	24.67	29.10	25.28	24.05
ROIC(%)	19.94	23.14	32.72	31.40	33.23
偿债能力					
资产负债率(%)	49.52	50.34	40.92	36.87	32.75
净负债比率(%)	35.00	31.42	30.71	30.11	29.72
流动比率	1.74	1.55	2.06	2.42	2.88
速动比率	1.08	0.98	1.31	1.63	2.04
营运能力					
总资产周转率	1.24	1.11	1.32	1.25	1.18
应收账款周转率	224.98	213.61	207.97	199.81	199.49
应付账款周转率	42.51	31.61	37.40	35.02	34.51
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.95	1.45	1.52	1.75
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	0.97	1.99	2.08	2.28
每股净资产(最新摊薄)	3.32	3.85	4.99	6.02	7.26
估值比率					
P/E	21.01	13.98	9.16	8.73	7.61
P/B	4.00	3.45	2.66	2.21	1.83
EV/EBITDA	8.58	6.81	4.66	4.49	4.01

资料来源：IFinD，国元证券研究所

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100029