

2025年06月23日

## 招金矿业 (01818.HK)

——海域近产量价升，全球掘金弹性高

投资评级：买入（首次）

## 投资要点：

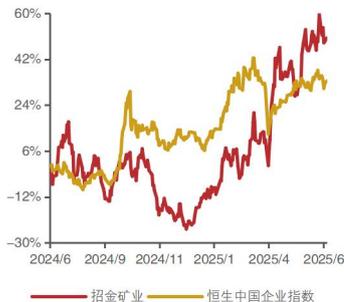
## 证券分析师

田源  
SAC: S1350524030001  
tianyuan@huayuanstock.com  
张明磊  
SAC: S1350525010001  
zhangminglei@huayuanstock.com  
田庆争  
SAC: S1350524050001  
tianqingzheng@huayuanstock.com  
陈婉妤  
SAC: S1350524110006  
chenwanyu@huayuanstock.com

## 联系人

方皓  
fanghao@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2025年06月23日

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价 (港元)      | 20.45       |
| 一年内最高/最低 (港元) | 22.20/10.08 |
| 总市值 (百万港元)    | 72,441.94   |
| 流通市值 (百万港元)   | 58,927.81   |
| 资产负债率 (%)     | 54.03       |

资料来源：聚源数据

- **招金矿业股份有限公司为我国少数国资控股+国际化等多重属性的黄金矿业上市公司。**公司实际控制人为招远市人民政府，专注于黄金探矿、采矿、选矿、冶炼及销售全产业链运营。公司国内以山东招远为核心，拥有大尹格庄、金翅岭、夏甸等6座主力金矿，并在海域金矿等项目中与紫金矿业形成战略合作；国际化方面，通过并购非洲科特迪瓦阿布贾金矿及塞拉利昂科马洪金矿等项目，构建全球资源网络。2024年公司金资源量、储量、产量分别达到1,446.16吨、517.54吨和26.4吨（矿产金产量18.34吨，同比+4.34%，冶炼金产量8.1吨，同比+14.1%），位居国内黄金企业前列。
- **专注于黄金生产，盈利能力稳步提升。**2021–2024年间，公司营业收入与归母净利润复合年均增长率分别达18.97%和250.49%。2024年实现营业收入115.51亿元，同比增长35.72%；归母净利润14.51亿元，同比大幅增长111.35%。2025Q1公司实现总营业收入29.38亿元，同比增长52.27%；实现归母净利润6.59亿元，同比增长197.76%。公司降本增效同步推进，2024年管理、财务、销售费用支出合计为20.67亿元，占营业收入比重为17.89%，较2023年下降5.15个百分点。
- **“降息交易”+“特朗普2.0”双主线持续催化，金价上行动能充足。**美国就业市场与经济运行从趋势上看持续放缓，但细分部门仍存在较强韧性。美联储本轮降息周期的时间或被就业韧性和通胀扰动拉长，但仍具备较大政策空间，增加了黄金的做多窗口期。特朗普2.0的竞选承诺或进一步导致美元信用降低和通胀上行，若竞选承诺全部兑现，或将金价推向新高。同时，保护主义+大国博弈背景下，央行增储将对金价形成强有力底部支撑。
- **产量稳步增长，三大潜力增量项目可期。**公司内生聚焦海域金矿投产，外延并购非洲阿布贾、科马洪金矿，“国内一半，国外一半”的战略布局正逐步深化，内生与外延协同，资源潜力有望加速释放。具体来看，海域金矿建设工作正按计划顺利进行，基建、设备等多个关键节点形成突破；阿布贾金矿已经稳定达产，新破碎系统项目建设有效提高矿石处理能力，APG第二矿山可研有望贡献远期增量；科马洪金矿收购完成后，公司加大其它区块探矿找矿力度，具有较好勘探前景。
- **矿产金毛利占比高+业绩弹性倍数大，充分受益金价上涨。**横向对比黄金主要上市公司来看，公司的矿产金毛利占比（99.7%）显著高于其他公司，按2024年沪金均价557.19元/克测算，以2024年公司矿产金产量和归母净利润为基准，金价上涨1%将对应公司归母净利润增量0.66亿元，业绩弹性达到4.58倍，金价上涨有望对公司毛利润形成较大贡献。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2025–2027年归母净利润分别为30.25/35.33/39.14亿元，同比增速分别为108.50%/16.80%/10.80%，当前股价对应PE分别为22.03X/18.86X/17.03X。我们选取同行业A股和H股相关公司为可比公司，平均PE分别为25.61X/21.37X/16.42X。公司产量稳步增长，“双H”战略增量可期，

充分享受金价上涨弹性。首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示。金属价格超预期下跌的风险；安全生产风险；地缘政治风险；环保风险。**

| 盈利预测与估值（人民币） |       |        |        |        |        |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
|              | 2023  | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 营业收入（百万元）    | 8,424 | 11,551 | 17,104 | 20,652 | 24,201 |
| 同比增长率（%）     | 6.8%  | 37.1%  | 48.1%  | 20.7%  | 17.2%  |
| 归母净利润（百万元）   | 686   | 1,451  | 3,025  | 3,533  | 3,914  |
| 同比增长率（%）     | 70.8% | 111.4% | 108.5% | 16.8%  | 10.8%  |
| 每股收益（元/股）    | 0.14  | 0.35   | 0.85   | 1.00   | 1.10   |
| ROE（%）       | 3.64% | 6.85%  | 12.52% | 12.77% | 12.41% |
| 市盈率（P/E）     | 63.81 | 28.81  | 22.03  | 18.86  | 17.03  |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 30.25/35.33/39.14 亿元,同比增速分别为 108.50%/16.80%/10.80%。当前股价对应 PE 分别为 22.03X/18.86X/17.03X。我们选取同行业 A 股和 H 股相关公司为可比公司,平均 PE 分别为 25.61X/21.37X/16.42X。公司产量稳步增长,“双 H”战略增量可期,充分享受金价上涨弹性。首次覆盖,给予“买入”评级。

### 关键假设

结合公司各项业务及在建情况,我们对 2025–2027 年作出如下核心假设:中性假设下 2025–2027 年预计公司黄金销售单价分别为 710、710 和 710 元/克;销量分别为 22.34、27.34 和 32.34 吨。

### 投资逻辑要点

公司国内以山东招远为核心,拥有大尹格庄、金翅岭、夏甸等 6 座主力金矿,并在海域金矿等项目中与紫金矿业形成战略合作;国际化方面,通过并购非洲科特迪瓦阿布贾金矿及塞拉利昂科马洪金矿等项目,构建全球资源网络。

产量稳步增长,三大潜力增量项目可期。公司内生聚焦海域金矿投产,外延并购非洲阿布贾、科马洪金矿,“国内一半,国外一半”的战略布局正逐步深化,内生与外延协同,资源潜力有望加速释放。具体来看,海域金矿建设工作正按计划顺利进行,基建、设备等多个关键节点形成突破;阿布贾金矿已经稳定达产,新破碎系统项目建设有效提高矿石处理能力,APG 第二矿山可研有望贡献远期增量;科马洪金矿收购完成后,公司加大其它区块探矿找矿力度,具有较好勘探前景。

矿产金毛利占比高+业绩弹性倍数大,充分受益金价上涨。横向对比黄金主要上市公司来看,公司的矿产金毛利占比(99.7%)显著高于其他公司,按 2024 年沪金均价 557.19 元/克测算,以 2024 年公司矿产金产量和归母净利润为基准,金价上涨 1%将对应公司归母净利润增量 0.66 亿元,业绩弹性达到 4.58 倍,金价上涨有望对公司毛利润形成较大贡献。

### 核心风险提示

金属价格超预期下跌的风险;安全生产风险;地缘政治风险;环保风险。

## 内容目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 国际化黄金龙头矿企，资源潜力持续扩张 .....               | 7  |
| 2. 专注于黄金生产，盈利能力稳步提升 .....                 | 11 |
| 3. “降息交易”+“特朗普 2.0”双主线持续催化，金价上行动能充足 ..... | 13 |
| 4. 海域近产量价升，全球掘金弹性高 .....                  | 16 |
| 4.1. 产量稳步增长，三大潜力项目增量可期 .....              | 16 |
| 4.1.1. 海域金矿已实现多个关键节点的突破，2025 年有望投产 .....  | 16 |
| 4.1.2. 阿布贾金矿达产后稳定运营，增产增储空间大 .....         | 17 |
| 4.1.3. 科马洪金矿具有较好勘探前景 .....                | 18 |
| 5. 盈利预测与评级 .....                          | 21 |
| 5.1. 盈利预测 .....                           | 21 |
| 5.2. 估值与评级 .....                          | 22 |
| 6. 风险提示 .....                             | 22 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1: 公司资源量、矿产金产量位列国内黄金企业第三、第四 .....           | 7  |
| 图表 2: 2004-2012 年公司进入资源整合快速扩张期 .....           | 8  |
| 图表 3: 2013 至今公司深耕国内资源的同时积极走出去 .....            | 8  |
| 图表 4: 公司股权和重要子公司结构图 .....                      | 9  |
| 图表 5: 公司矿山资源及品位梳理 .....                        | 10 |
| 图表 6: 2021-2024 年公司营业收入稳步增长 .....              | 11 |
| 图表 7: 2024 年公司归母净利润显著提升 .....                  | 11 |
| 图表 8: 黄金为公司营收主要来源 .....                        | 11 |
| 图表 9: 黄金为公司毛利润主要来源 .....                       | 11 |
| 图表 10: 公司毛利率和净利率水平稳步提升 .....                   | 12 |
| 图表 11: 公司黄金业务毛利率处于较高水平 .....                   | 12 |
| 图表 12: 2022 年以来三项（销售、财务、管理）费用占营业收入比例持续下降 ..... | 12 |
| 图表 13: 2021 年以来管理和财务费用率显著下降 .....              | 12 |
| 图表 14: 黄金价格与美元信用之间呈现出一种相互制约的“跷跷板效应” .....      | 13 |
| 图表 15: 黄金价格往往与美国实际利率呈反向变动关系 .....              | 13 |
| 图表 16: 2025 年 5 月美国失业率为 4.2% .....             | 14 |
| 图表 17: 2025 年新增非农就业人数有所下降 .....                | 14 |
| 图表 18: 美国 PMI 数据在 2025 年以来有所回落 .....           | 14 |
| 图表 19: 2025 年以来美国通胀数据有所回落 .....                | 14 |
| 图表 20: FOMC 点阵图情况 .....                        | 15 |
| 图表 21: 2025 年 7 月 FOMC 会议单月利率变动概率 .....        | 15 |
| 图表 22: 若竞选承诺全部兑现, 美国公共债务水平占 GDP 的比重快速提升 .....  | 15 |
| 图表 23: 全面加征关税显著提高美国进口商品价格指数 .....              | 15 |
| 图表 24: 黄金供需平衡表显示全球央行连续 3 年增加黄金储备超 1000 吨 ..... | 16 |
| 图表 25: 海域金矿剖面图 .....                           | 17 |
| 图表 26: 阿布贾金矿主要成矿带 .....                        | 18 |
| 图表 27: 科马洪金矿地质图 .....                          | 19 |
| 图表 28: 公司矿产金毛利占比 (99.7%) 显著高于其他公司 .....        | 20 |
| 图表 29: A 股部分黄金标的业绩弹性倍数测算 .....                 | 20 |

---

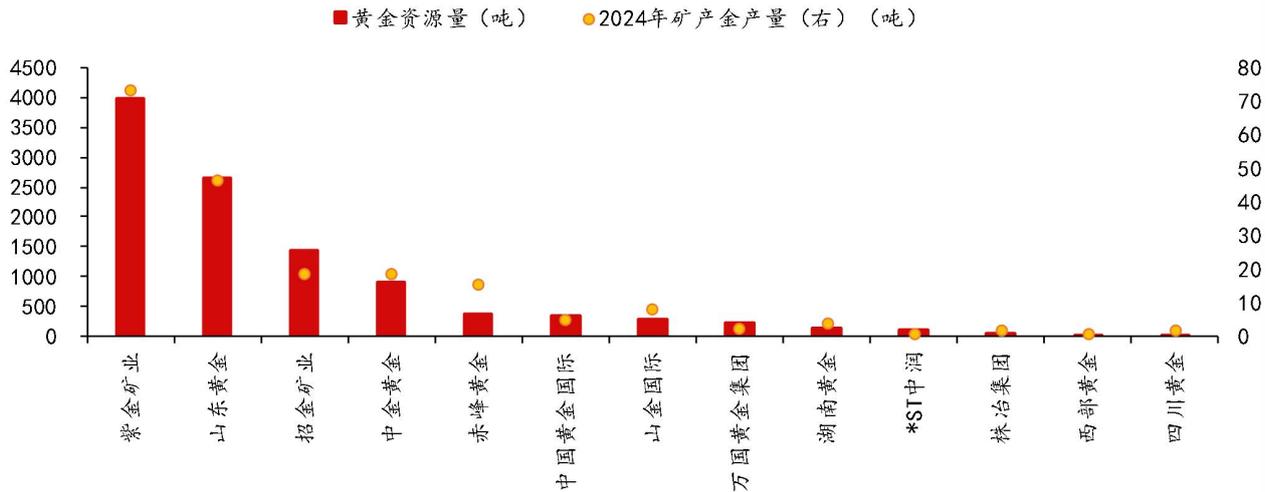
|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 30: 公司分产品营收预测情况 (单位: 亿元) ..... | 21 |
| 图表 31: 可比公司估值表 .....              | 22 |

## 1. 国际化黄金龙头矿企，资源潜力持续扩张

招金矿业股份有限公司作为我国少数国资控股+国际化等多重属性的黄金矿业上市公司，成立于2004年4月，并于2006年12月在香港联合交易所主板上市。公司专注于黄金探矿、采矿、选矿、冶炼及销售全产业链运营，核心产品为标准金锭，并延伸至银、铜等贵金属及有色金属业务，同时涵盖矿山工程设计、海外资源投资等多元化领域。

公司通过旗下子公司及参股企业开展业务，覆盖中国主要产金区域及海外市场。国内以山东招远为核心，拥有大尹格庄、金翅岭、夏甸等6座主力金矿，并在海域金矿等项目中与紫金矿业形成战略合作；国际化方面，通过并购非洲科特迪瓦阿布贾金矿及塞拉利昂科马洪金矿等项目，构建全球资源网络。2024年公司金资源量、储量、产量分别达到1,446.16吨、517.54吨和26.4吨(矿产金产量18.34吨,同比+4.34%,冶炼金产量8.1吨,同比+14.1%)，位居国内黄金企业前列。

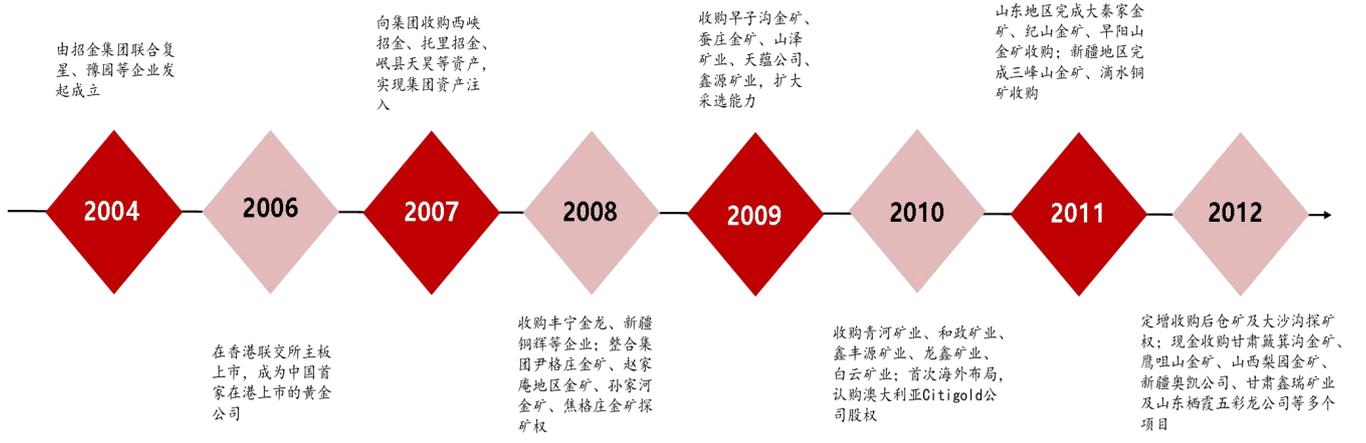
图表1：公司资源量、矿产金产量位列国内黄金企业第三、第四



资料来源：各公司公告及官网、华源证券研究所

“资源整合-技术深耕-全球扩张”，公司从地方国企成长为国际化黄金公司分为三个关键阶段：

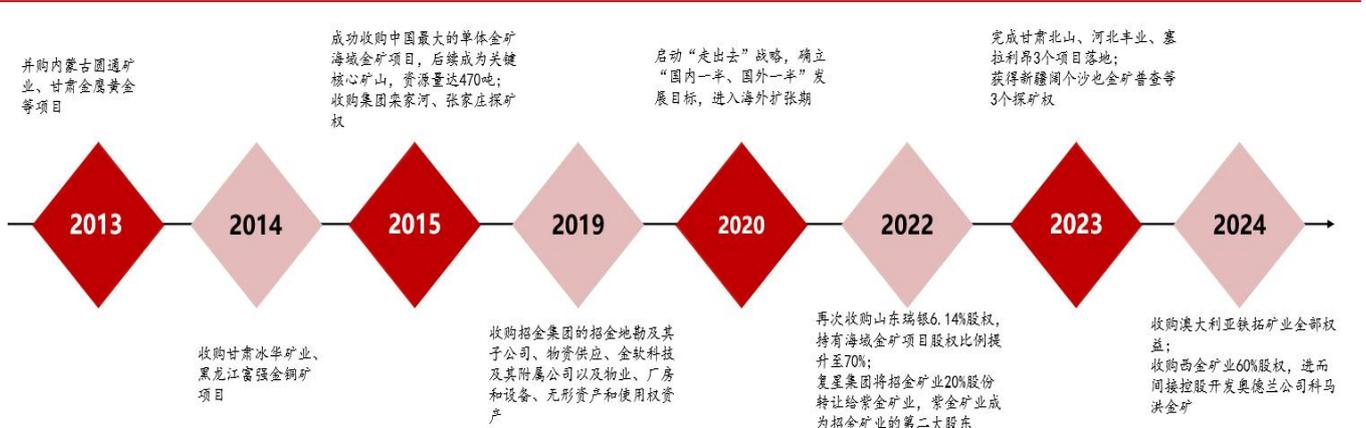
**阶段一：资源整合后进入快速扩张期（2004-2012年）。**2004年由招金集团联合复星、豫园等企业发起设立招金矿业，2006年在香港联交所主板上市，成为国内首家港股上市的黄金企业。公司通过集团资产注入（如夏甸、大尹格庄等核心矿山）和外延并购（如新疆、甘肃等地项目），矿产金产量从2007年的8.4吨增至2012年的18.1吨。

**图表 2：2004-2012 年公司进入资源整合快速扩张期**


资料来源：公司官网、公司公告、华源证券研究所

**阶段二：深耕国内资源，建成三大产金基地（2013-2019年）。**受金价下行及山东省矿山安全整治影响，公司转向稳产增效，收购海域金矿（2015年）成为关键布局，为公司实现新增金资源量470吨。期间公司建成了山东、甘肃、新疆三大产金基地，在全国范围内遍布34家矿山，实现了“埠内一半、埠外一半”的阶段性目标。

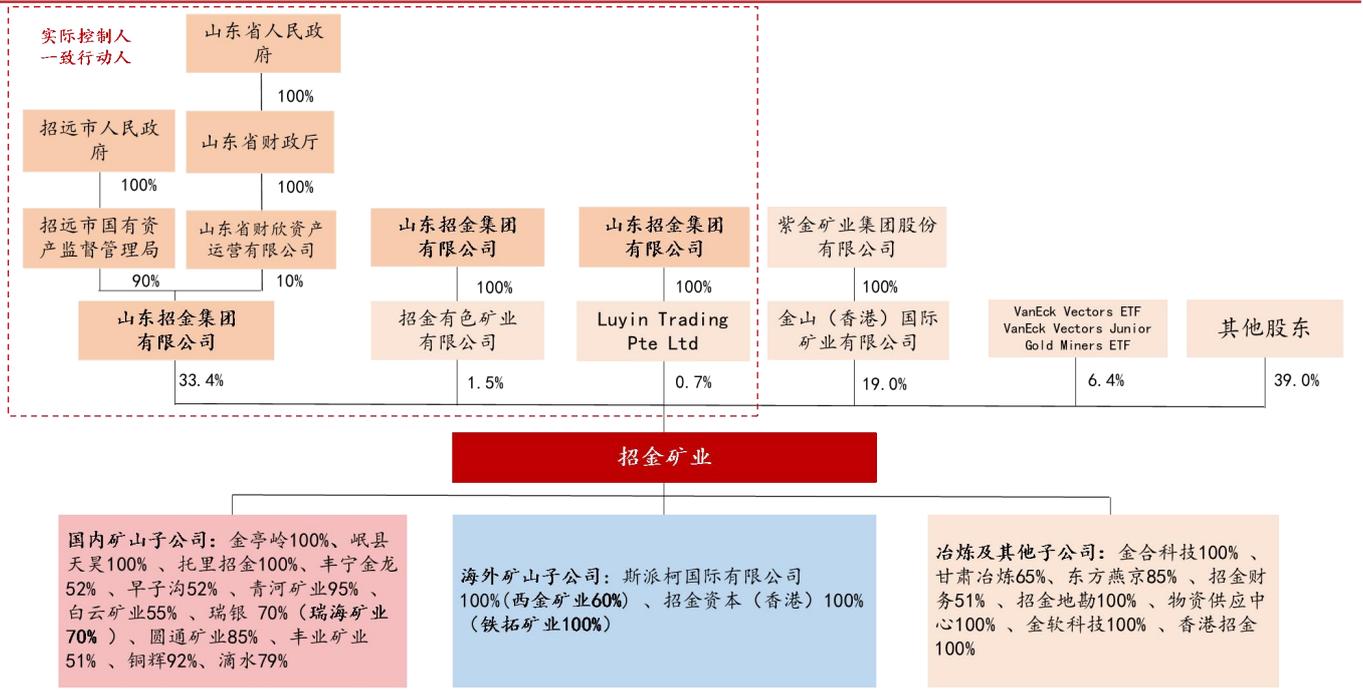
**阶段三：积极“走出去”，公司推进“国内一半、国外一半”战略目标，开启海外扩张（2020年至今）。**国内方面，2024年新增资源量261.16吨，可采储量达517.54吨，综合品位达到2.9克/吨。全球化资源布局方面，2023-2024年公司成功收购了澳洲上市公司铁拓矿业100%的股权，进而获得其位于科特迪瓦的阿布贾金矿88%的权益，成为近十年来中资企业对澳洲上市矿业公司最大的并购交易；同期公司全资附属公司星河创建完成西金矿业60%股权收购，间接控股开发其位于塞拉利昂的奥德兰公司科马洪金矿，加快出海步伐。

**图表 3：2013 至今公司深耕国内资源的同时积极走出去**


资料来源：公司公告、公司官网、华源证券研究所

**国资控股+龙头产业公司入股促进公司资源、战略与业务协同。**据公司 2024 年年报，公司控股股东招金集团持股比例达 35.6%，其实际控制人为招远市人民政府。公司第二大股东为紫金矿业，其通过金山香港持有公司 19.0%的股份。2022 年 11 月紫金矿业以约 40 亿元收购豫园股份持有的招金矿业 6.54 亿股 H 股，交易完成后直接成为公司的战略投资者。**我们认为，国企持股比例集中保障了公司资源整合能力。紫金矿业入股有利于双方在海域金矿项目上深度合作，形成资源与技术互补。作为全球矿业巨头，紫金矿业的国际化经验（如海外矿山并购、成本控制）也将持续为招金矿业“双 H 战略”的海外扩张提供支持。**

图表 4：公司股权和重要子公司结构图



资料来源：2025 年度第一期科技创新债券募集说明书、2024 年年报、华源证券研究所

**公司矿产资源呈现“规模大+品位高+资源集中+国际化”四重优势。**公司主要拥有 24 座国内矿山和 2 座海外矿山，矿产资源丰富。截至 2024 年底，公司黄金资源量达 1,446.16 吨（权益口径 1,000 吨以上），可采储量为 517.54 吨，综合平均品位 2.9 克/吨。公司资源高度集中于四大核心矿山，合计占比接近 70%，主要为海域金矿、大尹格庄金矿、阿布贾金矿和夏甸金矿。位于西非的阿布贾金矿（德拉罗泊矿业）和塞拉利昂科马洪金矿（奥德兰矿业）为公司贡献了接近 10%的资源增量，两个优质项目的并购初步为公司构建起了国际化资源网络。

**图表 5：公司矿山资源及品位梳理**

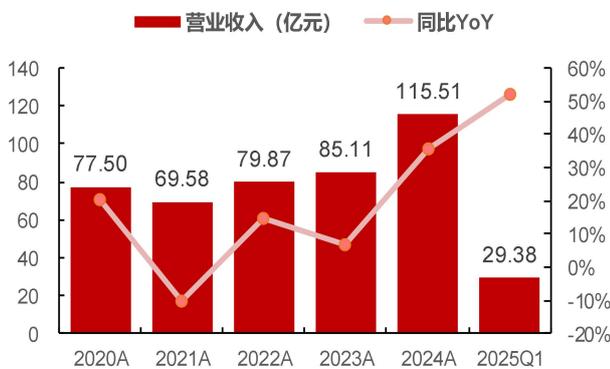
| 矿山名称     | 矿种 | 资源量（探明+控制+推断） |                |         | 可采储量合计  |         |        |
|----------|----|---------------|----------------|---------|---------|---------|--------|
|          |    | 矿石量(Mt)       | 品位（g/t）（探明+控制） | 金属量(t)  | 矿石量(Mt) | 品位（g/t） | 金属量(t) |
| 夏甸金矿     | 金  | 34.67         | 2.84           | 104.3   | 23.94   | 2.67    | 63.95  |
| 蚕庄金矿     |    | 13.51         | 3.09           | 51.94   | 4.32    | 2.92    | 12.62  |
| 大尹格庄金矿   |    | 85.36         | 2.51           | 221.09  | 40.64   | 2.32    | 94.1   |
| 金翅岭金矿    |    | 0.94          | 5.76           | 7.64    | 0.39    | 5.06    | 1.95   |
| 金亭岭矿业    |    | 2.7           | 3.21           | 19.2    | 1.23    | 3.05    | 3.75   |
| 大秦家矿业    |    | 0.43          | 3.93           | 1.64    | 0.24    | 3.57    | 0.87   |
| 瑞海矿业     |    | 134.01        | 4.86           | 562.37  | 48.03   | 4.42    | 212.21 |
| 招金北疆     |    | 2.42          | 3.67           | 9.22    | 0.61    | 3.2     | 1.95   |
| 岷县天昊     |    | 3.24          | 2.51           | 8.59    | 2.96    | 2.32    | 6.86   |
| 招金昆仑     |    | 0.27          | 4.9            | 1.35    | 0.14    | 4.47    | 0.62   |
| 丰宁金龙     |    | 2.66          | 2.98           | 8.12    | 1.75    | 2.86    | 5      |
| 早子沟金矿    |    | 12.8          | 4.46           | 50.01   | 4.6     | 4.07    | 18.7   |
| 两当招金     |    | 9.24          | 2.65           | 19.15   | 1.06    | 2.55    | 2.71   |
| 招金白云     |    | 9.32          | 3.46           | 25.94   | 2.65    | 3.05    | 8.08   |
| 青河矿业     |    | 4.41          | 6.59           | 27.15   | 3.9     | 4.71    | 18.36  |
| 龙鑫矿业     |    | 3.35          | 5.28           | 12.29   | 1.21    | 4.8     | 5.79   |
| 甘肃鑫瑞     |    | 8.28          | 2.62           | 20.81   | 2.91    | 2.28    | 6.62   |
| 肃北金鹰     |    | 1.62          | 5.9            | 8.98    | 0.23    | 4.44    | 1.03   |
| 圆通矿业     |    | 0.74          | 7.24           | 4.41    | 0.32    | 7.09    | 2.24   |
| 丰业矿业     |    | 0.87          | 6.54           | 5.66    | 0.23    | 5.38    | 1.26   |
| 金王矿业     |    | 280.27        | 0.52           | 141.28  | 2.11    | 1.11    | 2.33   |
| 丰宁招金     |    | 0.2           | 4.29           | 0.77    | 0.05    | 3.9     | 0.19   |
| 奥德兰矿业    |    | 4.81          | 5.19           | 24.31   | 2.52    | 5.65    | 14.23  |
| 德拉罗泊矿业   |    | 106.11        | 1.1            | 109.96  | 24.62   | 1.3     | 32.13  |
| 铜辉矿业     | 铜  | 3.57          | 1.59           | 51.69   | 2.23    | 1.52    | 33.92  |
| 滴水铜矿     |    | 25.04         | 1.05           | 256.44  | 8.14    | 0.96    | 78.31  |
| 全矿总计     | 金  | 722.22        | 2.44           | 1446.16 | 170.65  | 3.03    | 517.54 |
|          | 铜  | 28.61         | 1.16           | 308.13  | 10.37   | 1.08    | 112.23 |
| 属于招金矿业总计 | 金  | 589.32        | 2.36           | 1162.39 | 145.43  | 2.91    | 422.6  |
|          | 铜  | 23.07         | 1.18           | 250.14  | 8.49    | 1.1     | 93.07  |

资料来源：公司 2024 年年报、华源证券研究所

## 2. 专注于黄金生产，盈利能力稳步提升

自矿山全面复产后，公司经营业绩稳步增长，经营效率显著提升。2021年受矿山阶段性停产影响，公司经营业绩短期承压，此后随着产能逐步恢复，主要经营指标呈现快速回升态势。2021-2024年间，公司营业收入与归母净利润复合年均增长率分别达18.97%和250.49%。2024年实现营业收入115.51亿元，同比增长35.72%；归母净利润14.51亿元，同比大幅增长111.35%。2025Q1公司实现总营业收入29.38亿元，同比增长52.27%；实现归母净利润6.59亿元，同比增长197.76%。我们认为，公司近三年业绩的持续高增长，主要源于两大核心驱动力，分别是主营产品黄金的量价齐升，以及公司严格降本控费的成效显著。

图表 6：2021-2024 年公司营业收入稳步增长



资料来源：Wind、华源证券研究所

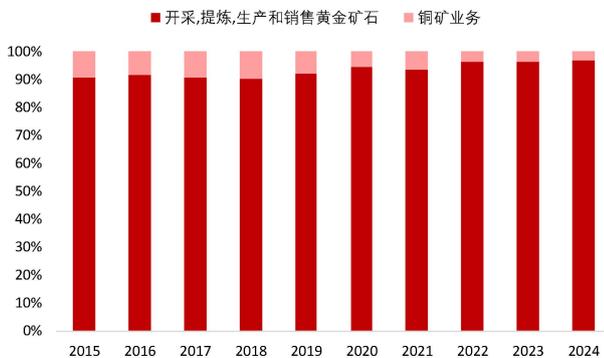
图表 7：2024 年公司归母净利润显著提升



资料来源：Wind、华源证券研究所

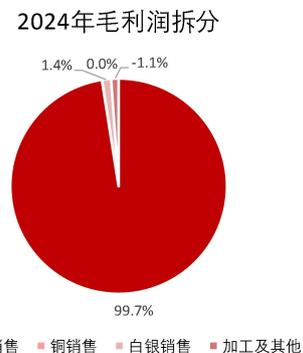
专注于黄金生产，公司形成了完整的黄金矿业产业体系，主业聚焦特征突出。2015年-2024年，公司始终聚焦黄金生产和销售业务，黄金板块营收始终保持在90%以上，并在2021年后稳步提升，黄金销售业务也为公司核心盈利板块。2024年公司黄金销售实现营收108.48亿元，占比89.78%；实现毛利润49.21亿元，占比99.74%。

图表 8：黄金为公司营收主要来源



资料来源：Wind、华源证券研究所

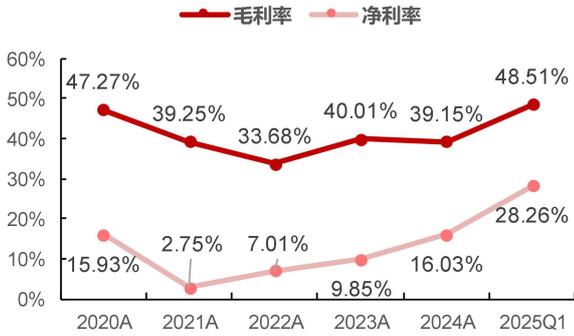
图表 9：黄金为公司毛利润主要来源



资料来源：公司债券年度报告、华源证券研究所

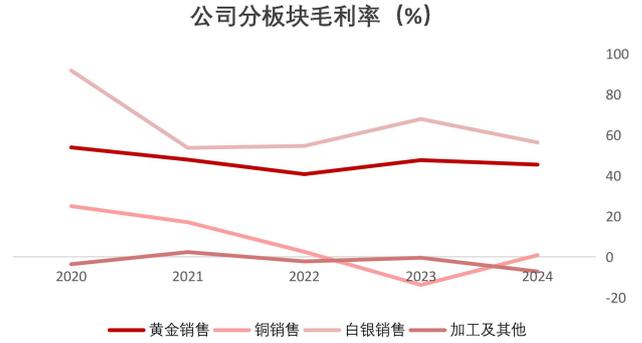
受益于金价上行，公司净利率水平自 2021 年阶段性停产后稳步提升。2024 年公司毛利率为 39.15%，销售净利率上行至 16.03%，指标相较 2023 年同期分别-0.86/+6.18 个百分点，并在 2025Q1 持续提升。公司黄金销售毛利率较为稳定，与其冶炼金业务增长有关。受益于金价上行，公司净利率显著提升，盈利能力得到持续的修复。

图表 10：公司毛利率和净利率水平稳步提升



资料来源：Wind、华源证券研究所

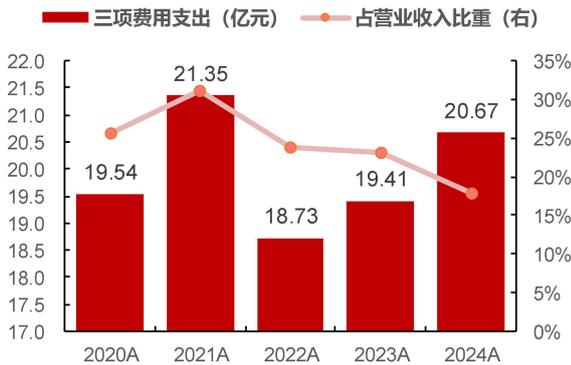
图表 11：公司黄金业务毛利率处于较高水平



资料来源：Wind、华源证券研究所

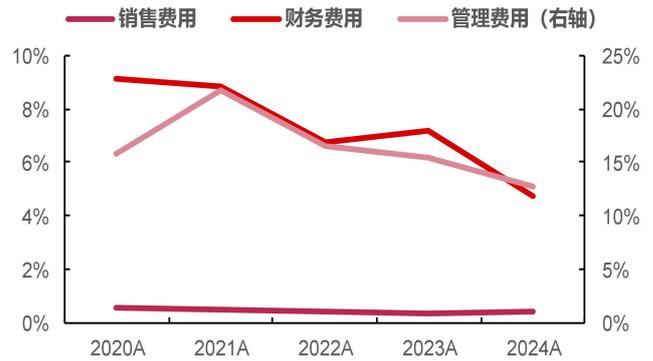
期间费用率自 2021 年以来稳步下降，公司提质增效成果显著。公司自 2021 年起销售、管理、财务三项费用占营收比重持续下降，2024 年三项费用支出合计为 20.67 亿元，占营业收入比重为 17.89%，较 2023 年下降 5.15 个百分点，反映公司营运效率持续提升。具体来看，面对全行业生产成本不断上升的趋势，2024 年公司销售费用率基本持平。同时，公司得益于加权平均融资利率的降低，财务费用率也出现明显下降。我们认为，近年来公司保持海外扩张的同时，通过深化管理机制优化及资源高效利用等综合措施，降本增效成果显著。

图表 12：2022 年以来三项（销售、财务、管理）费用占营业收入比例持续下降



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 13：2021 年以来管理和财务费用率显著下降



资料来源：Wind、华源证券研究所

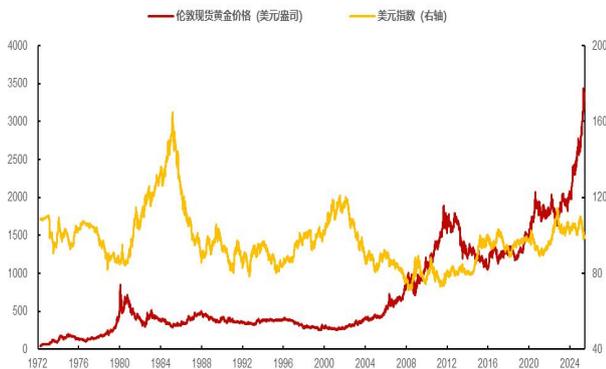
### 3. “降息交易” + “特朗普 2.0” 双主线持续催化，金价上行动能充足

#### 3.1. 定价角度：多维度的黄金投资需求来自于天然的货币、金融和避险属性

黄金天然的货币属性导致黄金价格与美元信用之间呈现出一种相互制约的“跷跷板效应”。自 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系解体，金本位制度被信用本位制度所取代，黄金转变为全球经济体的终极“信用货币”。尽管如此，全球货币信用体系依然以美国的信用体系为核心。在这一体系下，黄金价格与美元指数呈现了明显的反向变动关系。

美国实际利率被视为衡量以美元计价的黄金价值的一个重要指标。黄金不仅是一个关键的风险规避手段，也是一种多功能的投资工具，适用于对冲、投机和增值，具有显著的金融和避险特性。在短期内，实际利率是决定黄金价格的关键因素。当实际利率下降时（对应着衰退或者高粘性通胀两种情形，当两种情形同时发生时，金价弹性最大，例如 1970s），意味着投资者无法在非黄金资产，特别是股票和债券等可以提供分红和利息等现金流的资产上，获得更高的预期回报，这降低了持有黄金的机会成本，进而大概率导致黄金价格上涨。

图表 14：黄金价格与美元信用之间呈现出一种相互制约的“跷跷板效应”



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 15：黄金价格往往与美国实际利率呈反向变动关系



资料来源：Wind、华源证券研究所

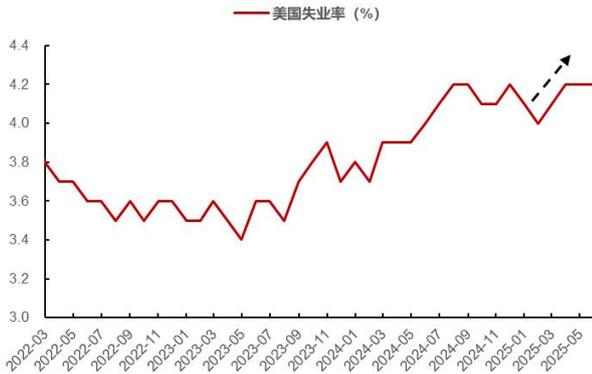
#### 3.2. 宏观角度：通胀逻辑持续兑现，金价上行动能充足

美国经济运行不确定性持续增加，2025 上半年就业韧性或为美联储推迟降息提供政策空间，通胀数据有所降温，关税政策或增加不确定性，具体来看：

就业方面，美国 5 月非农就业人数新增 13.9 万人，高于市场预期的 13 万人，其中医疗保健、休闲和酒店业、社会援助等领域的就业持续上升，而联邦政府则继续流失岗位。失业率维持在 4.2% 不变，符合市场预期。3 月非农就业总人数从 18.5 万下调至 12 万，下调 6.5 万；4 月非农就业总人数从 17.7 万下调至 14.7 万，下调 3 万。经过这些修正，3 月和 4 月的就业人数加起来比之前的报告减少了 9.5 万人。另外，失业率自 2024 年 5 月以来一直保持在 4.0% 至 4.2% 的窄幅区间，这或许将为美联储推迟降息提供政策空间。

通胀方面，美国4月季调后CPI月率录得0.2%，低于预期的0.30%，较前值-0.10%有所回升；美国4月末季调CPI年率录得2.3%，为2021年2月以来新低，市场原本预期其维持在2.4%不变。美国4月季调后核心CPI月率录得0.2%，低于预期的0.30%和前值的0.10%；美国4月末季调核心CPI年率录得2.8%，与预期和前值持平，保持在2021年3月以来最低水平。关税对通胀的传导或尚未在4月数据体现出来，未来不确定性仍存。

图表 16：2025 年 5 月美国失业率为 4.2%



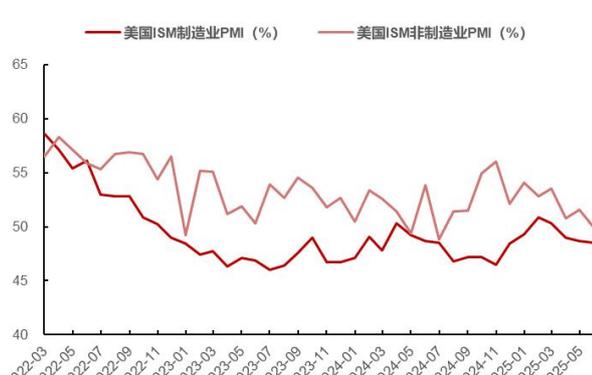
资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 17：2025 年新增非农就业人数有所下降



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 18：美国 PMI 数据在 2025 年以来有所回落



资料来源：Wind、华源证券研究所；单位：%

图表 19：2025 年以来美国通胀数据有所回落

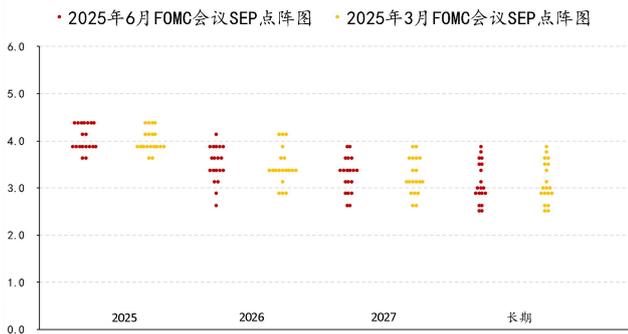


资料来源：Wind、华源证券研究所；单位：%

货币政策层面，通胀与就业的难以平衡，是美联储悬在头上的“达摩克利斯之剑”，特朗普关税政策的扰动为降息增加不确定性。美联储在2025年6月的会议上决定将联邦基金利率目标维持在4.25%至4.5%的区间。尽管经济前景的不确定性已有所缓解，但仍处于高位。委员会高度关注其“双重使命”两方面所面临的风险。

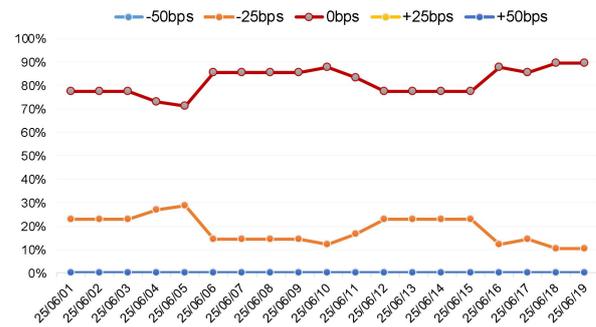
美联储当前仍具备较大政策空间，本轮降息周期的时间或也被通胀频繁的扰动拉长，增加了黄金的做多窗口期。截至2025年6月19日，CME Fed Watch显示7月有89.67%的概率保持利率不变。我们认为，无论是宽松预期还是通胀上行，都有利于支撑黄金价格的上涨。

图表 20: FOMC 点阵图情况



资料来源: Fed、华源证券研究所

图表 21: 2025 年 7 月 FOMC 会议单月利率变动概率



资料来源: CME、Wind、华源证券研究所

财政政策层面，特朗普 2.0 的竞选承诺或进一步导致美元信用降低和通胀上行，具体看：

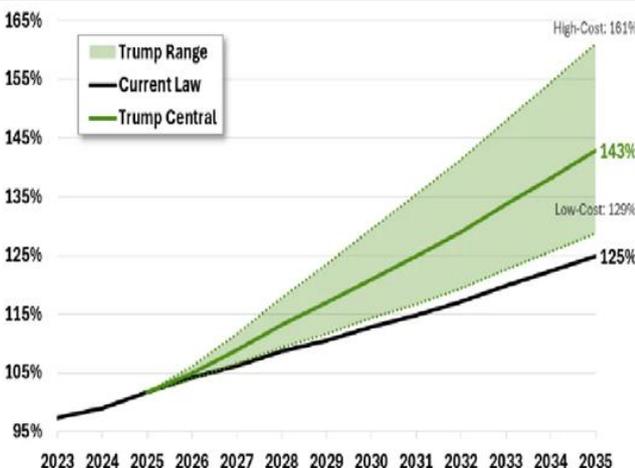
1) **减税**：根据 US BUDGET WATCH 2024 的测算，若竞选承诺全部兑现，中性情形下将使 2026 年至 2035 年美国的债务总额增加 7.75 万亿美元，美国公共债务水平占 GDP 的比重将升至 2035 年底的 143%。**每一轮长期信贷扩张和货币超发都会是一轮对美元信用体系的消耗，黄金货币属性的价值凸显。**

2) **全面加征关税**：美国上一轮关税的加征几乎全部转嫁到了美国进口商支付的总价格上，推高美国通胀风险。

3) **驱逐非法移民**：根据彼得森的测算数据，极端情形下，如果特朗普政府驱逐所有无证移民工人，将推高 2026 年通胀率 3.5 个百分点。**黄金的抗通胀属性（金融+避险属性）具备较强吸引力。**

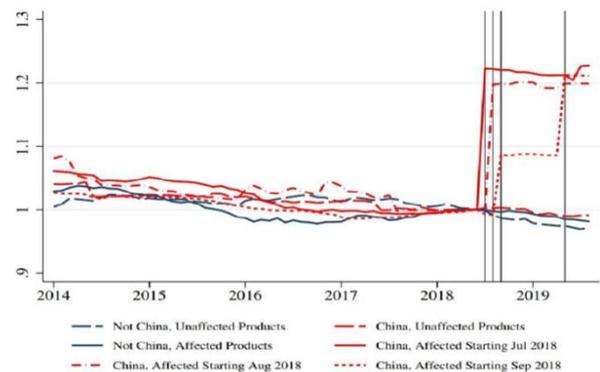
我们认为，若特朗普竞选承诺全部兑现，或将黄金价格推向新高。

图表 22: 若竞选承诺全部兑现，美国公共债务水平占 GDP 的比重快速提升



资料来源: CRFB (US BUDGET WATCH 2024)、华源证券研究所

图表 23: 全面加征关税显著提高美国进口商品价格指数



资料来源: 《Tariff Pass-Through at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy》Alberto Cavallo, etc. 华源证券研究所

### 3.3. 供需角度：央行增储对金价形成强有力底部支撑

保护主义+大国博弈背景下，央行增储对金价形成强有力底部支撑。世界黄金协会数据显示，2024 年全球央行净黄金购买总额为 1045 吨，连续 3 年增加黄金储备超 1000 吨。国家外汇管理局 5 月 7 日公布的数据显示，截至 2025 年 4 月末我国黄金储备 7377 万盎司，环比增加 7 万盎司，连续 6 个月增持。我们认为，保护主义+大国博弈背景下各国央行存在优化外汇结构以提升金融自主权的需求，金价回调过程中增储节奏有望加快，有望形成对金价的强底部支撑。

图表 24：黄金供需平衡表显示全球央行连续 3 年增加黄金储备超 1000 吨

| 单位：吨              | 2018            | 2019            | 2020            | 2021            | 2022            | 2023            | 2024            |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>供应量</b>        |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| 金矿产量              | 3655.9          | 3596.4          | 3482.0          | 3576.5          | 3624.8          | 3644.4          | 3661.2          |
| 生产商净套保            | -11.6           | 6.2             | -39.1           | -5.4            | -13.1           | 17.0            | -56.8           |
| 回收金               | 1131.7          | 1275.7          | 1293.1          | 1136.2          | 1140.1          | 1237.3          | 1370.0          |
| <b>总供应量</b>       | <b>4775.9</b>   | <b>4878.2</b>   | <b>4736.0</b>   | <b>4707.3</b>   | <b>4751.9</b>   | <b>4898.8</b>   | <b>4974.5</b>   |
| <b>需求量</b>        |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| 金饰制造              | 2290.0          | 2152.1          | 1324.0          | 2230.3          | 2195.4          | 2168.0          | 2003.5          |
| 工业                | 334.8           | 326.0           | 302.8           | 330.2           | 308.7           | 297.8           | 326.1           |
| 投资                | 1160.9          | 1274.7          | 1794.9          | 991.5           | 1113.0          | 945.1           | 1179.5          |
| 央行净买入             | 656.2           | 605.4           | 254.9           | 450.1           | 1081.9          | 1037.4          | 1044.6          |
| <b>黄金需求（制造基础）</b> | <b>4442.0</b>   | <b>4358.1</b>   | <b>3676.5</b>   | <b>4002.2</b>   | <b>4699.0</b>   | <b>4448.4</b>   | <b>4553.7</b>   |
| 场外投资及其他           | 334.0           | 520.1           | 1059.5          | 705.1           | 52.8            | 450.4           | 420.7           |
| <b>总需求量</b>       | <b>4778.5</b>   | <b>4886.9</b>   | <b>4740.5</b>   | <b>4704.0</b>   | <b>4760.8</b>   | <b>4950.0</b>   | <b>4974.5</b>   |
| <b>总社会库存</b>      | <b>194692.7</b> | <b>198295.2</b> | <b>201738.2</b> | <b>205309.3</b> | <b>208921.0</b> | <b>212582.5</b> | <b>216344.4</b> |

资料来源：世界黄金协会、华源证券研究所

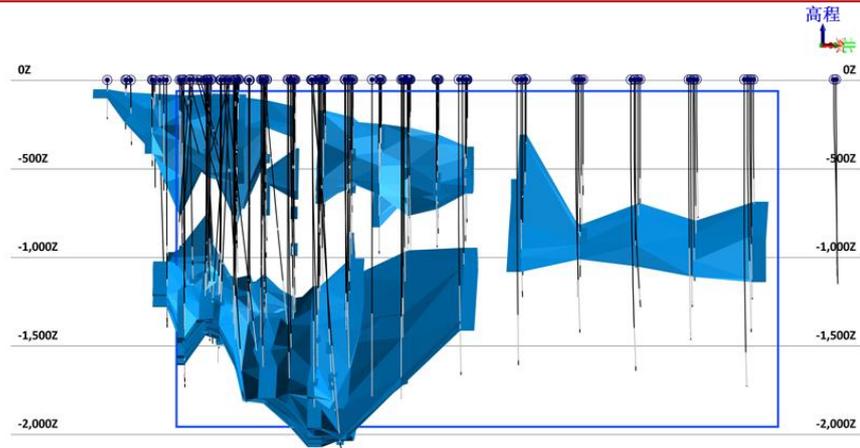
## 4. 海域近产量价升，全球掘金弹性高

### 4.1. 产量稳步增长，三大潜力项目增量可期

公司内生聚焦海域金矿投产，外延并购非洲阿布贾、科马洪金矿，“国内一半，国外一半”的战略布局正逐步深化，内生与外延协同，资源潜力有望加速释放。

#### 4.1.1. 海域金矿已实现多个关键节点的突破，2025 年有望投产

海域金矿资源禀赋丰厚，品位优势突出，量增潜力显著。海域金矿为中国最大单体金矿、首个海上发现金矿，位于全球知名的黄金矿山富集区和国内最重要的黄金产业基地——渤海湾胶东地区一级成矿带三山岛-仓上断裂成矿带，矿体厚大，矿体勘探范围内深部仍未封闭，探矿增储潜力显著。根据 JORC 国际标准，海域金矿保有黄金资源量 562.37 吨，平均品位 4.20 克/吨，其中储量 212.21 吨，平均品位 4.42 克/吨。海域金矿设计地下开采方式，采选规模为 12,000 吨/日，矿石禀赋好，开采成本低，选矿回收率可达 97%。12,000 吨/日采选工程建成达产后，该矿年矿产金约 15-20 吨，有望晋升为中国最大黄金矿山之一。

**图表 25：海域金矿剖面图**


资料来源：紫金矿业官网、华源证券研究所

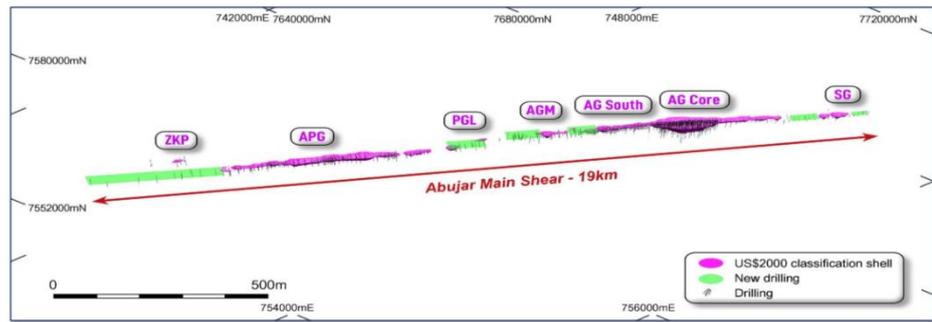
**紫金矿业战略赋能，开展深入合作，推动技术突破。**在项目权益配置中，招金矿业作为运营主体持有 70% 控股地位，紫金矿业则通过直接参股及关联平台间接持有多层次股权（紫金矿业于 2022 年 10 月收购海域金矿 30% 股权，于 2022 年 11 月收购招金矿业 20% 股权），目前合计持有海域金矿 42.92% 权益。两大矿业巨头依托各自优势，围绕五个方面（体制机制、投资开发、技术创新、人才共建和产业发展）的协同，开展深度对接合作，特别是在属地化管理、深海勘探、智能采矿等领域形成优势互补、资源共享。

**海域金矿建设工作正按计划顺利进行，基建、设备等多个关键节点形成突破。**根据公司 2024 年报告，基建方面，五条竖井已经全部贯通，标志着该项目在基础设施方面取得了关键性突破；掘进方面，TBM 设备（隧道掘进机），已完成组装和调试，并成功开始运行。具体来看，海岳一号、二号两台 TBM 的研发、引进和同步发车，是全球黄金矿山千米深井首创应用。该装备和工艺不仅破解了海域金矿面临的深海深井工程施工面对的高温、高湿、高卤等行业性难题，并且填补了国内深埋金属矿山 TBM 采掘工程技术空白，将助推黄金矿山采掘加速迈向自动化、无人化、智能化时代。TBM 装备工艺的成功应用，使海域金矿项目迎来重要历史节点，标志着项目建设全面提速。

#### 4.1.2. 阿布贾金矿达产后稳定运营，增产增储空间大

**阿布贾金矿成矿优势显著，处于行业成本曲线低位，增储空间较大。**其矿区位于西非克拉通绿岩带韧性剪切带成矿带，具有矿体连续性强、延深大的特征，并有望成为全球重要产金区域西非的二十大金矿之一。根据 JORC 标准，矿区保有黄金资源量达 383 万盎司（约 119 吨），平均品位 1.15 克/吨；可采储量为 136 万盎司（约 42 吨）。阿布贾金矿由三大矿区组成，矿权总面积 1114 平方公里，目前已勘探面积不足 10%，未来增储空间较大。

图表 26: 阿布贾金矿主要成矿带



资料来源：铁拓矿业官网、华源证券研究所

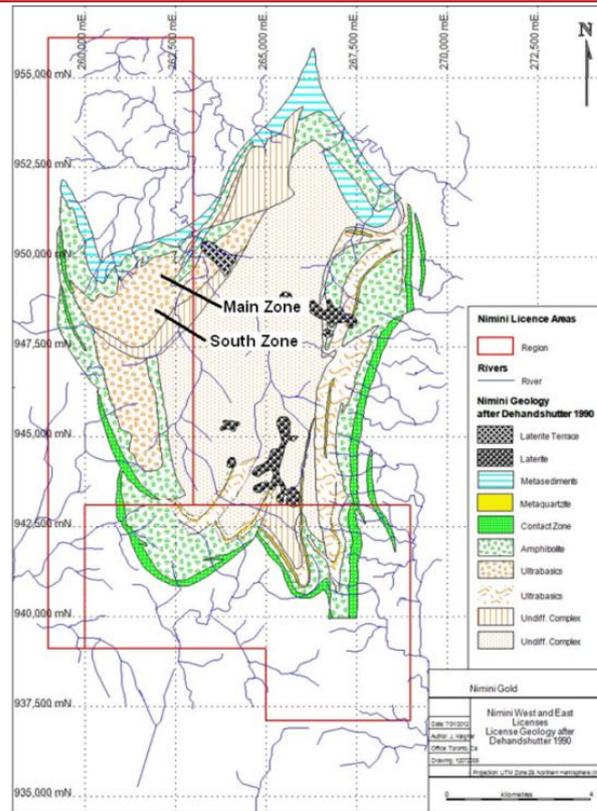
阿布贾金矿为公司“双H战略”的首个布局。公司于2023年10月启动对澳大利亚铁拓矿业的收购，斥资5亿美元，历时7个多月完成控股，成为中资企业近十年来对澳洲上市矿企的最大并购交易。阿布贾金矿由铁拓矿业的全资子公司德拉罗泊矿业运营。根据铁拓矿业介绍，公司权益分配形成三方共治格局——公司持有88%权益主导运营、科特迪瓦政府持有10%权益、当地合伙人持有2%权益。

当前阿布贾金矿已经稳定达产，新破碎系统项目建设有效提高矿石处理能力，APG第二矿山可研有望贡献远期增量。阿布贾金矿于2023年1月首次产金，仅半年后即实现商业化达产，全年黄金产量达9.4万盎司（2.92吨）；2024年起进入稳定生产期，规划2023年起未来9年（至2032年）年均产量提升至17万盎司（5.3吨）。2025年初，德拉罗泊矿业开工建设新破碎系统安装工程，该系统采用先进的破碎工艺与智能化控制技术，建成后预计将极大提升资源利用水平和矿山机械化、自动化和数字化水平，改善安全生产条件的同时实现节能降耗、降本增效，矿山加工处理能力有望提升15%以上。同时，为进一步扩大产能优势，公司已启动APG矿床第二矿山可行性研究，该矿床距现有矿区仅7公里，预计通过堆浸技术可新增年均产量2.64吨，叠加现有产能后远期目标年产黄金规模有望突破8吨。

### 4.1.3. 科马洪金矿具有较好勘探前景

科马洪金矿位于非洲塞拉利昂中部地区，属于该国重要的黄金成矿带，具有较好勘探前景。该国为中国友好国家，国内局势稳定，黄金矿业开发刚刚起步，前景和空间突出。科马洪金矿各种重要证照齐全有效，基础设施完善，采选设施配套，属于近产大型矿山。根据公司制定的开发规划，下一阶段该项目在具备良好的盈利基础上，采选规模将扩建至1500t/d，年产量达到5.7万盎司（约合1.8吨）。科马洪金矿矿区面积100km<sup>2</sup>，包括8个金成矿异常区块，保有资源量矿石量为494.03万吨，金金属量22461.85kg，平均品位4.55g/t。公司收购前的勘探工作主要位于其中1个区块，其余7个区块工作量较少。收购完成后，公司将加大其它区块探矿找矿力度。

图表 27：科马洪金矿地质图

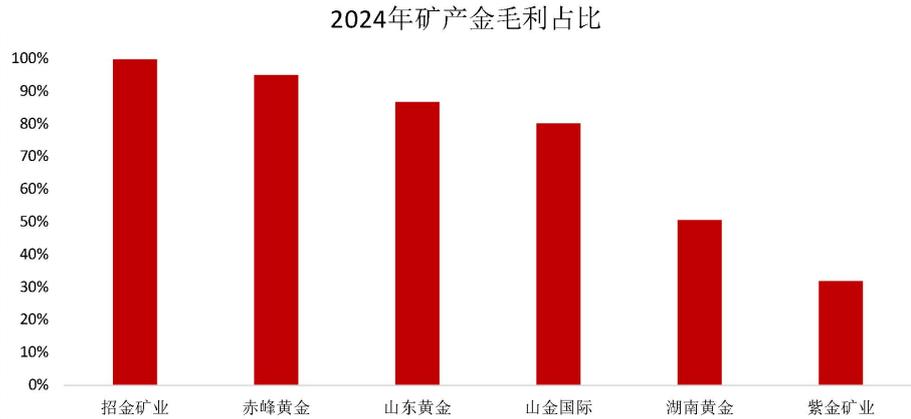


资料来源：Polo Resources 官网、华源证券研究所

海外并购再下一城，公司完成西非科马洪金矿战略并购，“双H”战略布局加速。2024年6月，公司宣布全资附属公司星河创建以1.8亿元的总交易价款，完成西金矿业60%股权的收购，进而间接控股开发奥德兰公司科马洪金矿。该笔收购是公司继收购非洲阿布贾金矿后，扩大其在非洲矿业市场布局的又一战略举措，有利于形成规模效应、协同效应，未来对于公司助力中非共建“一带一路”、打造产业竞争优势以及实现各方合作共赢意义重大。

#### 4.2. 矿产金毛利占比高+业绩弹性倍数大，充分受益金价上涨

公司黄金业务毛利占比较高。横向对比黄金主要上市公司来看，公司的矿产金毛利占比（99.7%）显著高于其他公司，金价上涨有望对公司毛利润形成较大贡献。

**图表 28：公司矿产金毛利占比（99.7%）显著高于其他公司**


资料来源：各公司公告、Wind、华源证券研究所

**公司黄金业绩弹性居于国内第一梯队。**横向对比 A 股主要黄金标的，公司矿产金毛利率处于较低范围，意味着金价上涨所带来的业绩弹性更大。按 24 年沪金均价 557.19 元/克测算，以 2024 年公司矿产金产量和归母净利润为基准，金价上涨 1% 将对应公司归母净利润增量 0.66 亿元，业绩弹性达到 4.58 倍。

**图表 29：A 股部分黄金标的业绩弹性倍数测算**

| 股票代码      | 股票简称 | 24 年矿产金销(产)量(吨) | 24 年矿产金毛利占比 | 24 年矿产金毛利率 | 24 年少数股东损益占比 | 24 年所得税率 | 24 年归母净利润(亿元) | 金价上涨 1% 对应归母增量(亿元) | 业绩弹性倍数 |
|-----------|------|-----------------|-------------|------------|--------------|----------|---------------|--------------------|--------|
| 600547.SH | 山东黄金 | 46.17           | 86.5%       | 47%        | 34%          | 22%      | 29.52         | 1.34               | 4.53   |
| 1818.HK   | 招金矿业 | 18.34           | 99.7%       | 45%        | 22%          | 17%      | 14.51         | 0.66               | 4.58   |
| 600988.SH | 赤峰黄金 | 15.16           | 94.7%       | 47%        | 11%          | 30%      | 17.64         | 0.53               | 3.00   |
| 002155.SZ | 湖南黄金 | 3.71            | 50.4%       | 4%         | 1%           | 15%      | 8.47          | 0.17               | 2.05   |
| 000975.SZ | 山金国际 | 8.05            | 80.0%       | 74%        | 11%          | 23%      | 21.73         | 0.31               | 1.41   |
| 601899.SH | 紫金矿业 | 72.94           | 31.8%       | 56%        | 19%          | 18%      | 320.51        | 2.71               | 0.85   |

资料来源：Wind、各公司公告、华源证券研究所

注：招金矿业为产量数据；按 2024 年沪金均价 557.19 元/克金价测算，以 24 年年报为基准

## 5. 盈利预测与评级

### 5.1. 盈利预测

结合公司各项业务及在建情况，我们对 2025–2027 年作出如下核心假设：

中性假设下 2025–2027 年预计公司黄金销售单价分别为 710、710 和 710 元/克；销量分别为 22.34、27.34 和 32.34 吨。

图表 30：公司分产品营收预测情况（单位：亿元）

|                | 2023A         | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 黄金销售           | 77.46         | 108.48        | 158.52        | 194.01        | 229.49        |
| yoy            | 7.72%         | 40.05%        | 46.13%        | 22.38%        | 18.29%        |
| 毛利润            | 36.85         | 49.21         | 82.71         | 96.59         | 108.50        |
| 毛利率            | 47.57%        | 45.36%        | 52.18%        | 49.79%        | 47.28%        |
| 加工及其他          | 7.44          | 7.30          | 7.63          | 7.63          | 7.63          |
| yoy            | -9.47%        | -1.91%        | 4.46%         | 0.00%         | 0.00%         |
| 毛利润            | -0.04         | -0.56         | -0.38         | -0.38         | -0.38         |
| 毛利率            | -0.47%        | -7.67%        | -5.00%        | -5.00%        | -5.00%        |
| 铜销售            | 2.66          | 3.30          | 3.50          | 3.50          | 3.50          |
| yoy            | 7.45%         | 24.00%        | 6.06%         | 0.00%         | 0.00%         |
| 毛利润            | -0.37         | 0.02          | 0.06          | 0.06          | 0.06          |
| 毛利率            | -13.86%       | 0.61%         | 1.62%         | 1.62%         | 1.62%         |
| 白银销售           | 0.97          | 1.20          | 1.39          | 1.39          | 1.39          |
| yoy            | 85.02%        | 24.25%        | 15.83%        | 0.00%         | 0.00%         |
| 毛利润            | 0.66          | 0.67          | 0.81          | 0.81          | 0.81          |
| 毛利率            | 67.90%        | 55.83%        | 58.05%        | 58.05%        | 58.05%        |
| <b>营业收入（总）</b> | <b>88.53</b>  | <b>120.28</b> | <b>171.04</b> | <b>206.52</b> | <b>242.01</b> |
| <b>yoy</b>     | <b>6.50%</b>  | <b>35.87%</b> | <b>42.20%</b> | <b>20.75%</b> | <b>17.18%</b> |
| <b>毛利润</b>     | <b>37.10</b>  | <b>49.34</b>  | <b>83.20</b>  | <b>97.07</b>  | <b>108.98</b> |
| <b>毛利率</b>     | <b>41.91%</b> | <b>41.02%</b> | <b>48.64%</b> | <b>47.00%</b> | <b>45.03%</b> |

资料来源：公司公告、华源证券研究所；根据公司 2025 年度第一期科技创新债券募集说明书口径拆分

## 5.2. 估值与评级

根据以上假设，我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 30.25/35.33/39.14 亿元，同比增速分别为 108.50%/16.80%/10.80%。当前股价对应 PE 分别为 22.03X/18.86X/ 17.03X。我们选取同行业 A 股和 H 股相关公司为可比公司，平均 PE 分别为 25.61X/ 21.37X/16.42X。公司产量稳步增长，“双 H”战略增量可期，充分享受金价上涨弹性。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 31：可比公司估值表

| 证券代码      | 证券简称   | 收盘价（元）    | EPS（元/股） |      |      | PE（倍） |       |       |
|-----------|--------|-----------|----------|------|------|-------|-------|-------|
|           |        | 2025/6/23 | 25E      | 26E  | 27E  | 25E   | 26E   | 27E   |
| 600547.SH | 山东黄金   | 31.98     | 1.30     | 1.61 | 1.85 | 24.67 | 19.91 | 17.31 |
| 001337.SZ | 四川黄金   | 24.58     | 0.90     | 1.03 | —    | 27.27 | 23.79 | —     |
| 3939.HK   | 万国黄金集团 | 28.06     | 1.12     | 1.37 | 1.79 | 24.87 | 20.40 | 15.53 |
| 可比公司平均 PE |        |           |          |      |      | 25.61 | 21.37 | 16.42 |
| 1818.HK   | 招金矿业   | 18.81     | 0.85     | 1.00 | 1.10 | 22.03 | 18.86 | 17.03 |

资料来源：wind、华源证券研究所；以 1HKD=0.92CNY 换算港股收盘价；可比公司 EPS 预测来自 Wind 一致预期，招金矿业盈利预测来自华源证券研究

## 6. 风险提示

- 1) 金属价格超预期下跌的风险。对金属价格预测做了谨慎的预期，若出现大幅下跌，可能对公司业绩形成拖累；
- 2) 安全生产风险。公司矿山开采存在一定安全事故的风险，若出现安全事故公司盈利或出现较大影响；
- 3) 地缘政治风险。公司部分资产在海外，若出现地缘政治风险，或对公司业绩产生一定影响；
- 4) 环保风险。公司在矿产资源开采、选冶过程中伴有可能影响环境的废弃物，进而影响到生态环境的平衡，或对公司的业务前景和财务状况造成不利影响。



## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。