

2025 年 07 月 02 日

投资评级： 增持（首次）

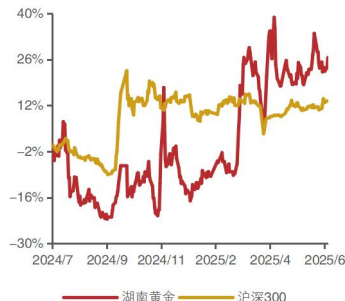
证券分析师

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

联系人

方皓
fanghao@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 07 月 01 日

收盘价（元）	18.28
一年内最高/最低（元）	26.76/14.39
总市值（百万元）	28,565.27
流通市值（百万元）	28,562.70
总股本（百万股）	1,562.65
资产负债率（%）	14.42
每股净资产（元/股）	5.96

资料来源：聚源数据

湖南黄金(002155.SZ)

——国资控股金锑资源龙头，内生外延助力量价齐升

投资要点：

- **聚焦金锑双主业，经营计划增速高。**公司是全国十大产金企业之一、全球锑矿开发龙头，具备 100 吨/年黄金+4 万吨/年锑品生产能力、2.5 万吨/年精锑冶炼能力，拥有完整的产业链和产供销体系及锑钨制品出口供货资格。2025 年公司计划生产黄金 72.48 吨、锑品 3.95 万吨、实现销售收入 435 亿元，分别较 2024 年实际完成值大幅提升 56%/35%/56%，彰显公司强劲发展动能。
- **历史经营业绩稳步增长，2024 年开始受益于金锑价格上行实现高速增长。**2021-2023 年公司营业收入和归母净利润复合增速分别为 8.36%/16.03%，2024 年实现营业收入 278.39 亿元，同比+19.46%，实现归母净利润 8.47 亿元，同比+73.08% 实现高速增长，主要系年内金锑价格上行所致；2025Q1 实现营业收入 131.21 亿元，同比+67.83%；实现归母净利润 3.32 亿元，同比+104.63%，维持高速增长态势。
- **内生+外延成长双轮驱动，黄金自产量有望持续提升。**
内生方面，甘肃加鑫以地南矿区启动建设，公司产量中短期增长路线明晰。2023 年 11 月公司子公司甘肃加鑫获得以地南铜金矿和下看木仓金矿采矿许可证，2024 年 5 月甘肃加鑫开始建设以地南矿区矿产资源利用项目，年采选设计规模为 50 万吨，产品为金精矿，项目基本建设期 2 年。我们判断，公司黄金自产量将伴随甘肃加鑫以地南矿区建成投产实现稳步提升，产量中短期增长路线明晰。
外延方面，平江县黄金资源或将注入，公司中远期成长空间广阔。根据公司与控股股东湖南黄金集团的协议，湖南黄金集团代公司培养平江县黄金矿产资源合作开发项目，培育标的成熟后公司具备优先购买权。目前该项目完成了一体化开发预可研报告审查、万古矿区西部三个采矿权合并和其它矿业权的延续，我们认为平江县黄金资源项目有望注入，注入后或将助推公司中远期产量持续增长。
- **“降息交易”+“特朗普 2.0”双主线持续催化，金银价格具备充足上行动能。**中期视角上，“特朗普 2.0”或在暂停关税的 90 天内成为黄金市场交易的首要主线，其包含的关税加征、减税延续、以及“滞胀”等预期为黄金价格上涨提供较强动能；长期视角上，“降息交易”+“特朗普 2.0”双主线将在 2025 年持续催化，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，金价上行动能充足。
- **矿山供给受限+需求持续提升共同作用下未来锑供需偏紧格局难改，锑价中枢有望上移。**受中国及俄罗斯锑矿产量大幅下降影响，2020 年开始全球锑矿供给快速收缩，且近年来玻利维亚奥鲁罗金锑矿、澳大利亚蓝规金锑矿等多个在产矿山因资源枯竭出现不同程度减产/停产，我们预计锑供给将难有显著提升，而锑下游阻燃剂、铅酸蓄电池和光伏领域市场规模提升或将驱动锑需求量持续增加，我们认为锑供需缺口有望持续扩大，锑价中枢有望在供需持续收紧过程中逐渐上移。

- **盈利预测与评级：**我们预测公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 21.01/24.03/27.81 亿元，按 2025 年 7 月 1 日收盘价计算的 PE 为 13.59/11.89/10.27 倍。选择同样从事黄金/锑矿开采业务的赤峰黄金、山金国际、华锡有色作为可比公司，三家可比公司按 Wind 一致预期计算的 2025 年平均 PE 为 15.69x。考虑到公司甘肃加鑫建设+平江县黄金矿产资源未来有望注入共同驱动下自产量或快速提升，有望充分受益于金锑价格上行，首次覆盖给予湖南黄金“增持”评级。
- **风险提示：**对外投资风险、市场价格风险、政策变动风险等。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	23,303	27,839	41,855	43,366	45,116
同比增长率（%）	10.75%	19.46%	50.35%	3.61%	4.04%
归母净利润（百万元）	489	847	2,101	2,403	2,781
同比增长率（%）	11.83%	73.08%	148.21%	14.38%	15.74%
每股收益（元/股）	0.31	0.54	1.34	1.54	1.78
ROE（%）	7.87%	12.26%	25.40%	24.44%	23.89%
市盈率（P/E）	58.40	33.74	13.59	11.89	10.27

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

预测公司 2025–2027 年分别实现营业收入 418.55/433.66/451.16 亿元，归母净利润 21.01/24.03/27.81 亿元，EPS 为 1.34/1.54/1.78 元/股，按 2025 年 7 月 1 日收盘价计算的 PE 为 13.59/11.89/10.27 倍。

选择同样从事黄金/锑矿开采业务的赤峰黄金、山金国际、华锡有色作为可比公司，三家可比公司按 Wind 一致预期计算的 2025 年平均 PE 为 15.69x。考虑到公司甘肃加鑫建设+平江县黄金矿产资源未来有望注入共同驱动下自产量或快速提升，有望充分受益于金锑价格上行，首次覆盖给予湖南黄金“增持”评级。

关键假设

假设公司 2025–2027 年外购非标金营收增速分别为 52.30%/2.83%/2.78%，毛利率均为 0.05%；自产金营收增速分别为 41.23%/5.37%/11.90%，毛利率分别为 64.99%/65.22%/65.45%；锑品营收增速分别为 42.55%/9.07%/8.66%，毛利率分别为 58.14%/60.07%/60.59%。

投资逻辑要点

内生方面，甘肃加鑫以地南矿区启动建设，公司产量中短期增长路线明晰。2023 年 11 月公司子公司甘肃加鑫获得以地南铜金矿和下看木仓金矿采矿许可证，2024 年 5 月甘肃加鑫开始建设以地南矿区矿产资源利用项目，年采选设计规模为 50 万吨，产品为金精矿，项目基本建设期 2 年。我们判断，公司黄金自产量将伴随甘肃加鑫以地南矿区建成投产实现稳步提升，产量中短期增长路线明晰有望驱动公司业绩增长。

外延方面，平江县黄金资源或将注入，公司中远期成长空间广阔。根据公司与控股股东湖南黄金集团的协议，湖南黄金集团代公司培养平江县黄金矿产资源合作开发项目，培育标的成熟后公司具备优先购买权。目前该项目完成了一体化开发预可研报告审查、万古矿区西部三个采矿权合并和其它矿业权的延续，正在推进整体勘查项目实施，我们认为平江县黄金资源项目有望注入，注入后或将有效提升公司黄金自产量，助力公司中远期持续增长。

我们认为，公司作为金锑双轮驱动的资源型龙头，甘肃加鑫建设+平江县黄金矿产资源注入预期共同驱动下自产量有望快速提升，或将充分受益于金锑价格上行实现量价齐升。

核心风险提示

对外投资风险、市场价格风险、政策变动风险。

内容目录

1. 国资控股的金锑资源龙头，内生+外延成长驱动下矿产量有望持续提升	7
2. 经营业绩稳步增长，有望维系量价齐升	11
3. “降息交易”+“特朗普 2.0”双主线持续催化，金银价格具备充足上行动能	13
4. 高需求增速下平衡缺口或持续扩大，公司有望充分受益于锑价中枢上移	16
5. 盈利预测与评级	21
6. 风险提示	22

图表目录

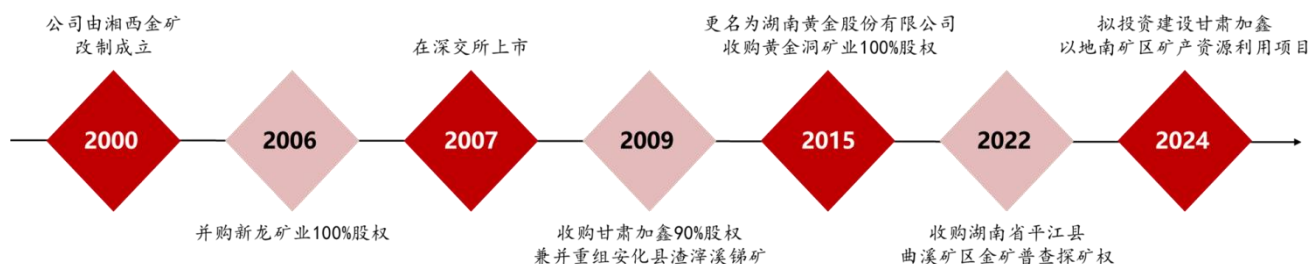
图表 1：公司发展历程示意	7
图表 2：公司股权结构及子公司布局示意（截至 2025 年一季度）	7
图表 3：2024 年公司各主要子公司经营情况（单位：亿元）	8
图表 4：公司主要产品及其用途情况	8
图表 5：2019–2024 年公司保有矿石量基本稳定	9
图表 6：2019–2024 年公司保有金锑钨金属量稳中有升	9
图表 7：2019–2024 年公司自产量存在波动	9
图表 8：公司 2025 年生产计划较 2024 年大幅提升	9
图表 9：甘肃加鑫以地南矿区资源及建设项目情况	10
图表 10：湘东北地区代表性的万古金矿床、黄金洞金矿床均位于平江县附近	10
图表 11：2021–2025Q1 公司营业收入情况	11
图表 12：2021–2025Q1 公司归母净利润情况	11
图表 13：2024 年公司营业收入构成情况	11
图表 14：2024 年公司毛利润构成情况	11
图表 15：2021–2025Q1 公司净利率波动上升	12
图表 16：公司自产金毛利率显著高于外购金	12
图表 17：2021–2025Q1 公司销售、管理、财务三项费用占营收比重持续下降	12
图表 18：2024 年开始公司在建工程快速增长	12
图表 19：2021–2025Q1 公司货币资金持续增长	13
图表 20：2021–2025Q1 公司资产负债率持续降低	13
图表 21：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 22：黄金价格往往与美国实际利率呈反向变动关系	14
图表 23：2025 年 7 月 FOMC 会议单月利率变动概率	15
图表 24：FOMC 点阵图情况	15
图表 25：2022–2024 年间全球央行和其他机构净购金数量均超 1000 吨（单位：吨）	15
图表 26：锑产业链结构示意图	16
图表 27：多个国家/地区将锑列为供应紧缺的战略性资源	17
图表 28：截至 2024 年底全球锑资源储量及分布情况（单位：万吨）	17
图表 29：2019 年开始全球锑产量显著下降（单位：万吨）	18

图表 30: 阻燃剂和铅酸蓄电池为全球锑消费的主要下游, 合计占比达 70%.....	18
图表 31: 2022-2030 年全球阻燃剂市场规模 CAGR 或约 5.4%.....	19
图表 32: 2020-2027 年全球阻燃剂需求复合增速或约 3%.....	19
图表 33: 2015-2022 年我国铅酸蓄电池市场规模 CAGR 约 3.3%.....	19
图表 34: 汽车启动+电动车动力电池合计占铅酸蓄电池应用比重超 70%.....	19
图表 35: 近年来全球光伏新增装机容量呈快速上涨态势	20
图表 36: 公司分产品营收及预测情况 (单位: 亿元)	21
图表 37: 可比公司估值表	22

1. 国资控股的金锑资源龙头，内生+外延成长驱动下矿产量有望持续提升

公司聚焦金锑双主业，背靠大股东湖南矿产集团（原湖南有色集团），下设辰州矿业、黄金洞矿业、新龙矿业三大子公司，拥有 10 座在产矿山，具备 100 吨/年黄金+4 万吨/年锑品生产能力、2.5 万吨/年精锑冶炼能力，已形成集探、采、选、冶、精炼、深加工在内的全产业链布局，是全国十大产金企业之一、全球锑矿开发龙头。

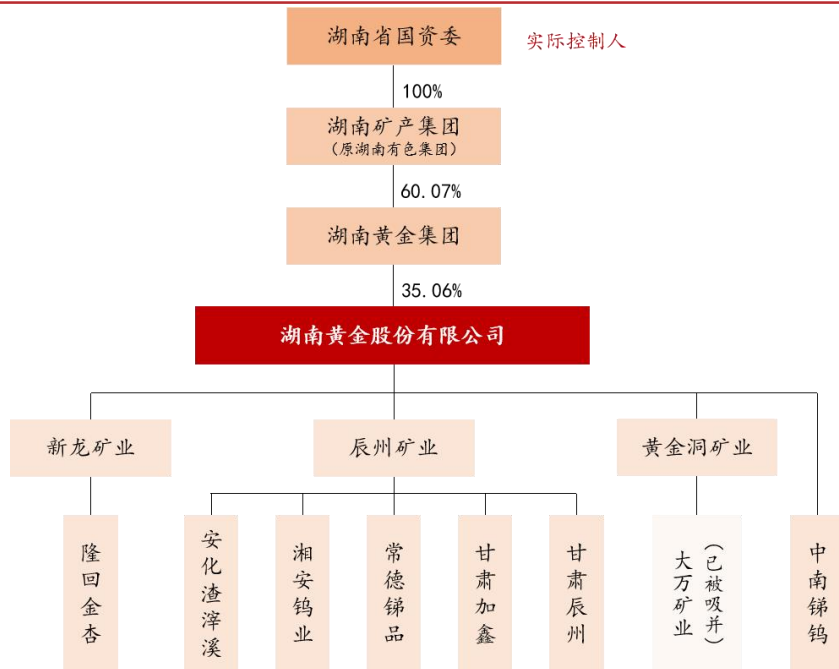
图表 1：公司发展历程示意



资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

国有资本集中持股，股东背景+资源有望助力公司持续发展。公司实际控制人为湖南省国资委，截至 2025 年一季度其通过湖南矿产集团（原湖南有色集团）控制的湖南黄金集团直接持有公司 35.06%股份。我们认为，湖南矿产集团作为承担全省战略性和优势矿产资源控制、储备的功能性任务的重要国资力量，其深厚的产业经验有望助力公司持续探矿增储，且其持有的优质矿产资源有望在成熟后注入公司，助力公司产量提升并最终驱动公司业绩释放。

图表 2：公司股权结构及子公司布局示意（截至 2025 年一季度）



资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：湖南省国资委、湖南矿产集团持股数据截止 2024 年年报，中南锑钨于 2025 年 1 月从辰州矿业划转至上市公司

图表 3：2024 年公司各主要子公司经营情况（单位：亿元）

子公司名称	营业收入	营业利润	净利润
辰州矿业（合并）	266.51	7.46	6.03
-安化渣滓溪	6.48	2.87	2.42
-中南锑钨	7.30	0.18	0.13
-湘安钨业	0.38	-0.83	-0.83
-常德锑品	11.80	0.22	0.16
-甘肃加鑫	0.00	-0.43	-0.70
-甘肃辰州	2.89	1.69	1.43
黄金洞矿业（合并）	6.27	0.77	0.72
新龙矿业（合并）	6.80	2.27	1.90
-新邵辰州	5.14	0.33	0.25

资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：中南锑钨于 2025 年 1 月从辰州矿业划转至上市公司

具备完整产业链和产供销体系，公司已形成独特金锑钨产品组合。公司长期专注于金、锑、钨的矿山开采和深加工，拥有完整的产业链和产供销体系及锑钨制品出口供货资格，主要业务可分为矿山开采、冶炼加工、深加工三大板块，主要产品为标准金锭、精锑、氧化锑、乙二醇锑、塑料阻燃母粒和仲钨酸铵等，还有部分金精矿、含量锑和钨精矿直接对外销售。

- **矿山开采业务：**开采资源主要以金锑（钨）伴生矿、金矿、锑矿、钨矿为主，产品包括合质金、锑（金）块矿、精矿产品（包括锑金精矿、金精矿、锑精矿及钨精矿）。
- **冶炼加工业务：**主要从事金锑冶炼、锑冶炼、钨冶炼和合质金精炼业务，确保公司能够为市场提供合格的黄金和锑、钨产品，增强公司业务的独立性和市场竞争能力，并获取必要的利润增值。
- **深加工业务：**黄金深加工主要是加工成金条、黄金饰品后直接面向终端客户进行销售，主要采取代加工模式；精锑除直接销售外还可以加工成氧化锑作为阻燃产品使用；乙二醇锑和塑料阻燃母粒是以氧化锑为主要原料进行生产。

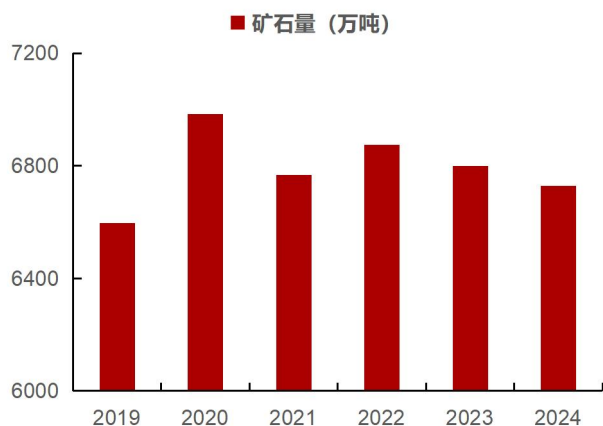
图表 4：公司主要产品及其用途情况

主要产品	用途
黄金	国家货币的储备金、个人资产投资和保值的工具、工业、医疗领域的原材料等
精锑	作为合金的硬化剂，主要用于冶金、蓄电池及军工等工业，也是生产氧化锑的原料
氧化锑	作为阻燃剂，主要用于塑料、橡胶、油漆、纺织、化纤等工业，还用于玻璃、电子、陶瓷、荧光粉等行业
乙二醇锑	应用于聚酯缩聚反应最为新颖的一种催化剂
塑料阻燃母粒	塑料及橡胶等树脂中表现最优良的阻燃产品之一，逐步成为阻燃剂粉料的有效替代品
仲钨酸铵	钨工业的中间产品，是生产硬质合金的主要原料

资料来源：公司公告，华源证券研究所

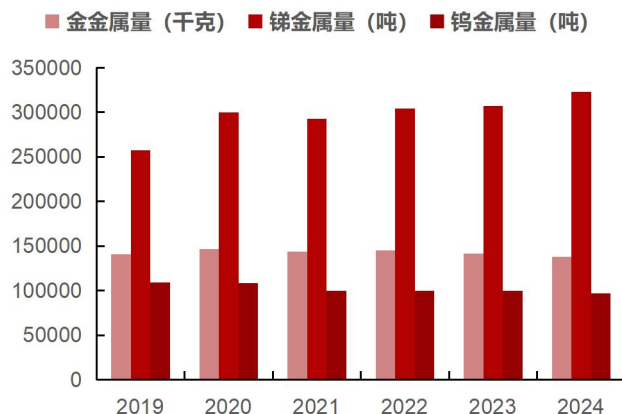
积极开展探矿增储保障资源储量稳定，公司矿山具备较强持续采掘基础。公司坚持“探矿先行”理念，滚动推进三年找矿行动，全面深挖在产矿山探矿潜力，确保现有矿山资源有序接续。截至 2024 年底，公司拥有和控制 18 个探矿权、12 个采矿权，保有资源储量矿石量 6729 万吨，金金属量 137.86 吨，锑金属量 32.31 万吨，钨金属量 9.70 万吨，资源基础总体稳定，为公司持续开采提供有力支撑。

图表 5：2019-2024 年公司保有矿石量基本稳定



资料来源：公司公告，华源证券研究所

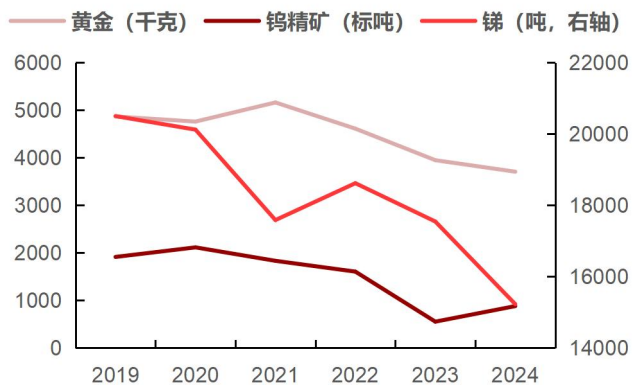
图表 6：2019-2024 年公司保有金锑钨金属量稳中有升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

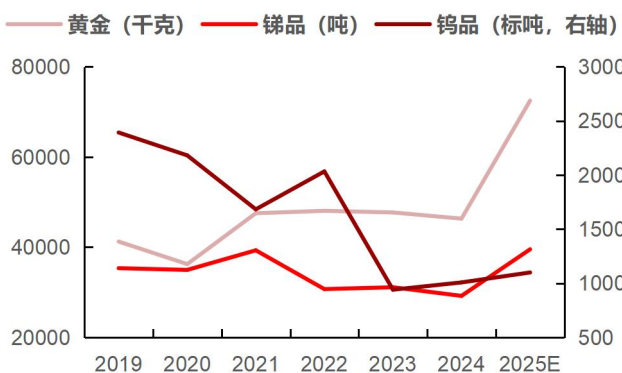
2025 年经营计划较 24 年完成值大幅提升，彰显公司强发展信心。2024 年公司生产黄金 46328 千克（其中自产 3705 千克），锑品 29209 吨（其中自产 15227 吨），较 2023 年均有所减少，主要系年内新龙矿业本部因事故临时停产所致。据公司 2024 年年度报告，2025 年公司计划生产黄金 72475 千克、锑品 39537 吨、实现销售收入 435 亿元，分别较 2024 年实际完成值大幅提升 56%/35%/56%，我们认为反映公司已完成对内部安全生产意识和机制的整顿，全年矿山开采有望恢复常态化，彰显公司强劲发展动能。

图表 7：2019-2024 年公司自产量存在波动



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 8：公司 2025 年生产计划较 2024 年大幅提升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

内生+外延成长双轮驱动，黄金自产量有望持续提升。

- 内生方面，甘肃加鑫以地南矿区启动建设，公司产量中短期增长路线明晰。2023年11月公司子公司甘肃加鑫获得以地南铜金矿和下看木仓金矿采矿许可证，2024年5月甘肃加鑫开始建设以地南矿区矿产资源利用项目，年采选设计规模为50万吨，产品为金精矿，项目基本建设期2年。我们判断，公司黄金自产量将伴随甘肃加鑫以地南矿区建成投产实现稳步提升，产量中短期增长路线明晰有望驱动公司业绩增长。

图表9：甘肃加鑫以地南矿区资源及建设项目情况

截至2017年4月30日的资源情况

保有资源量（探明+控制+推断）：矿石量860.91万吨，金金属量28.57吨；
共生铜保有资源量（控制+推断）：矿石量1.95万吨，铜金属量42吨。

项目计划建设总投资

5.88亿元，其中建设投资5.54亿元。

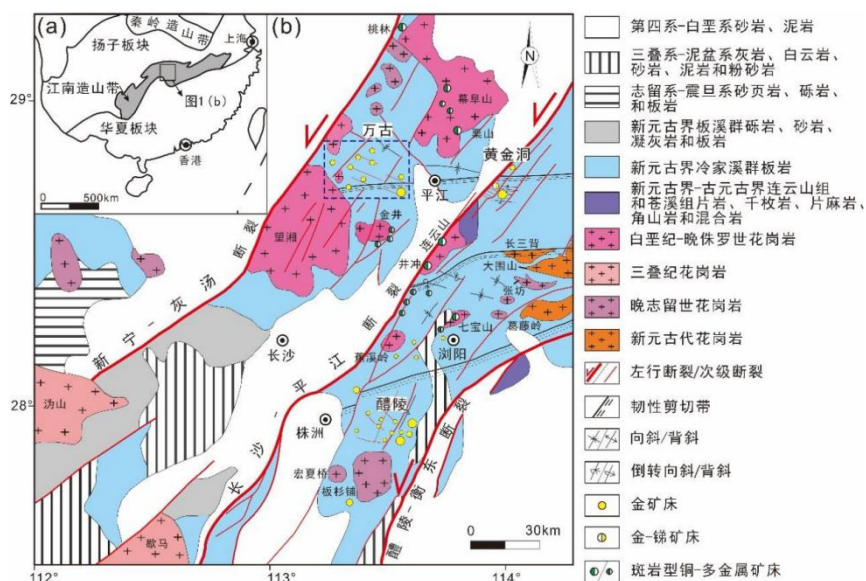
项目经济效益

项目达产后，预计可实现年平均销售收入3.19亿元，年平均利润总额0.92亿元，年平均税后净利润0.56亿元。
预估所得税后投资财务内部收益率为10.57%，所得税后投资回收期（含建设期）为9.08年。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

- 外延方面，平江县黄金资源或将注入，公司中远期成长空间广阔。根据公司与控股股东湖南黄金集团的协议，湖南黄金集团代公司培养平江县黄金矿产资源合作开发项目，培育标的成熟后公司具备优先购买权。目前该项目已完成一体化开发预可研报告审查、万古矿区西部三个采矿权合并和其它矿业权的延续，正在推进整体勘查项目实施，我们认为平江县黄金资源项目有望注入，或将有效提升黄金自产量，助力公司中远期持续增长。

图表10：湘东北地区代表性的万古金矿床、黄金洞金矿床均位于平江县附近



资料来源：《江南造山带万古金矿床成矿流体演化》宇天伟，华源证券研究所

2. 经营业绩稳步增长，有望维系量价齐升

公司历史经营业绩稳步增长，2024 年开始受益于金铈价格上行实现高速增长。2021-2023 年公司营业收入和归母净利润复合增速分别为 8.36%/16.03%；2024 年实现营业收入 278.39 亿元，同比+19.46%；实现归母净利润 8.47 亿元，同比+73.08%实现高速增长，主要系年内金铈价格上行所致；2025Q1 实现营业收入 131.21 亿元，同比+67.83%；实现归母净利润 3.32 亿元，同比+104.63%，维持高速增长态势。

图表 11：2021-2025Q1 公司营业收入情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

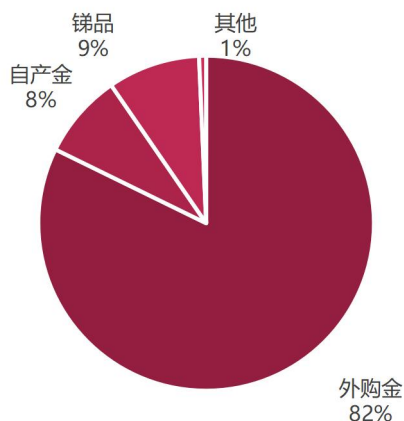
图表 12：2021-2025Q1 公司归母净利润情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

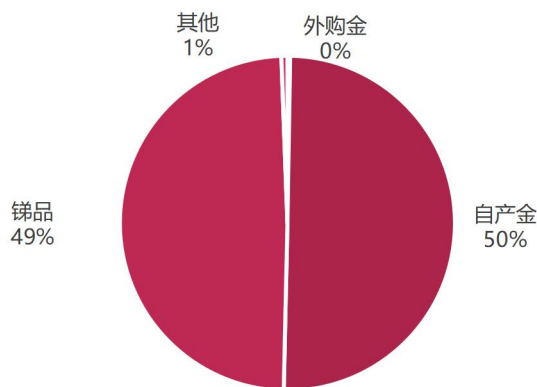
分产品看，外购非标金业务为主要营收来源，自产金及铈品贡献主要利润。公司生产所需原材料由自产和外购共同组成，外购原材料有助于公司发挥冶炼/加工端规模化生产优势，降低生产成本并提升利润率。具体业务看，2024 年公司外购金业务实现营收 228.99 亿元，占比 82.26%，为公司主要营收来源；自产金/铈品（三氧化二铈+精铈+含量铈+乙二醇铈）分别实现毛利润 10.96/10.74 亿元，分别占比 50.09%/49.07%，为公司主要利润来源。

图表 13：2024 年公司营业收入构成情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 14：2024 年公司毛利润构成情况

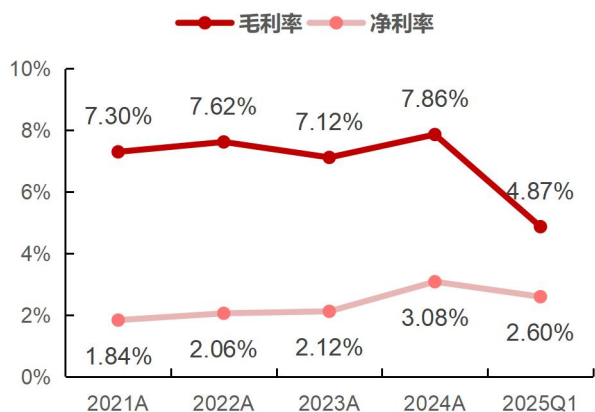


资料来源：Wind，华源证券研究所

自产毛利率水平显著高于外购业务，公司业绩有望伴随自产产量提升实现超预期释放。

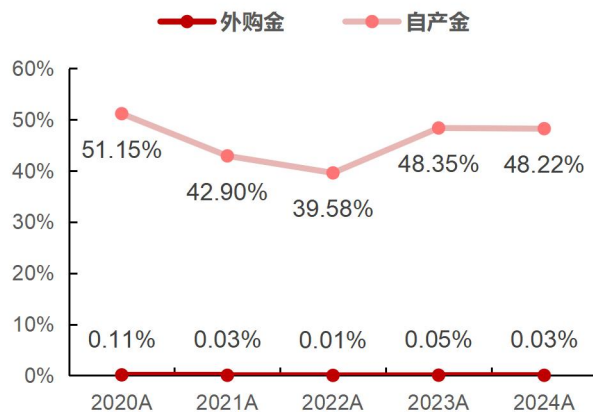
据测算和公司深圳证券交易所 2021 年年报问询函的回复公告披露，公司自产金/自产含量锑及氧化锑的毛利率约 30%-50%，而外购金/外购加工含量锑及氧化锑的毛利率仅为 1% 左右，显著低于自产水平，即公司业绩主要由自产产品贡献。我们判断，未来内生+外延共同驱动下公司自产产量有望持续提升，叠加销售价格上涨形成量价共振，业绩有望实现超预期释放。

图表 15：2021-2025Q1 公司净利率波动上升



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 16：公司自产金毛利率显著高于外购金

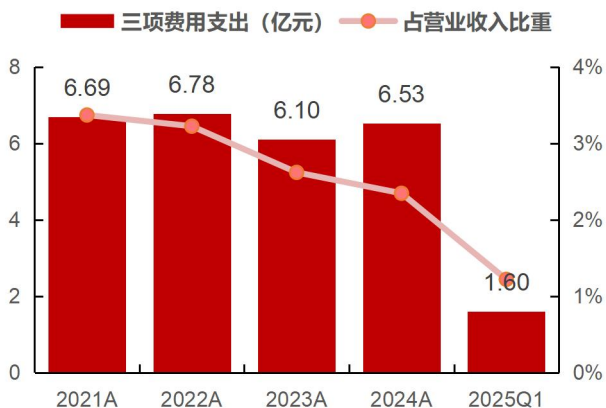


资料来源：Wind，华源证券研究所

三项费用占比持续下降，提质增效成果显著助力公司利润释放。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，2025Q1 指标为 1.22%，较去年同期下降 0.71 个百分点，我们认为反映公司管理效率持续提升，提质增效成果显著，有助于进一步释放利润。

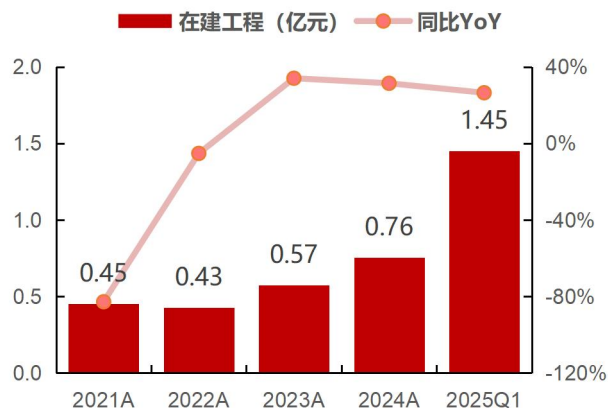
在建工程快速增长，公司业绩有望随甘肃加鑫以地南矿区建成投产实现加速释放。2024 年开始公司在建工程快速增长，截至 2025 年一季度末达 1.45 亿元，我们认为反映公司以地南矿区矿产资源利用项目投入顺利，建成投产后有望助力公司业绩加速释放。

图表 17：2021-2025Q1 公司销售、管理、财务三项费用占营收比重持续下降



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 18：2024 年开始公司在建工程快速增长



资料来源：Wind，华源证券研究所

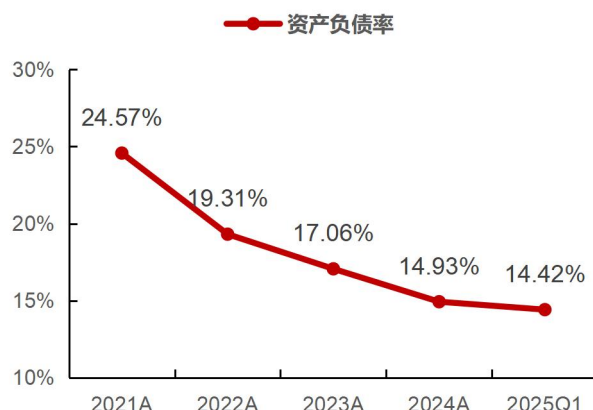
在手现金充裕+资产负债率持续下降，公司后续资源并购及项目开发具备强支撑。过去 4 年公司货币资金持续增加、资产负债率持续降低，截至 2025 年一季度末指标分别为 13.08 亿元、14.42%，我们认为充裕的货币资金+低资产负债率使得公司具备灵活的资源收并购选择，利好公司持续发展。

图表 19：2021-2025Q1 公司货币资金持续增长



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 20：2021-2025Q1 公司资产负债率持续降低

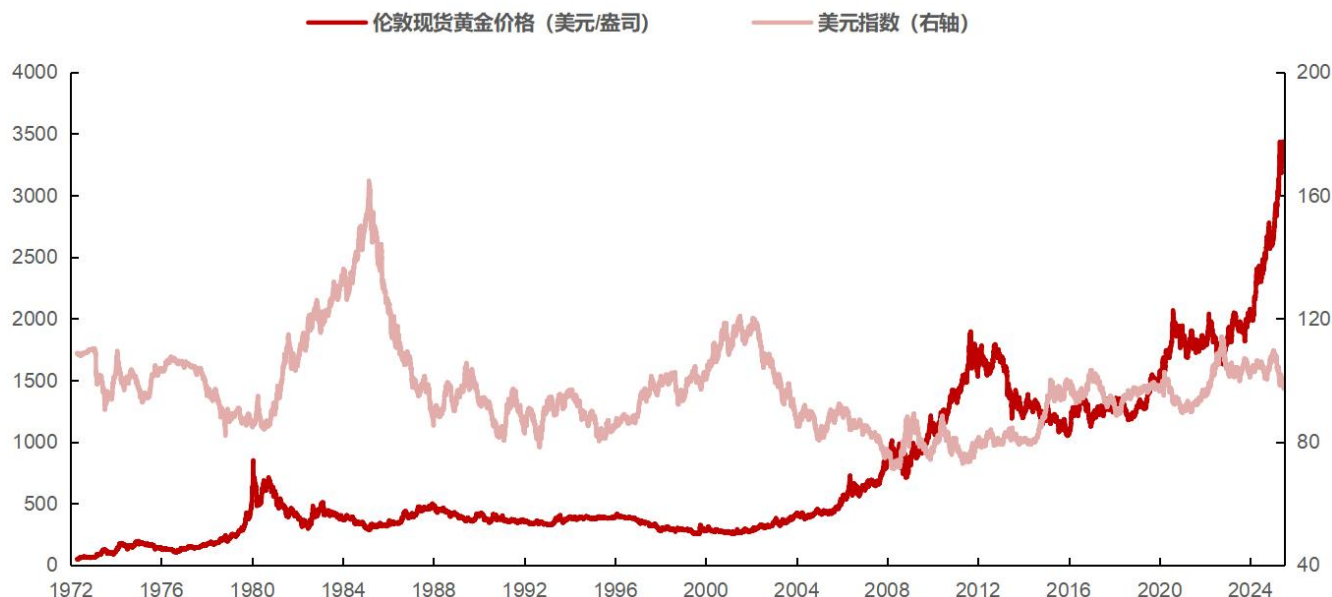


资料来源：Wind，华源证券研究所

3. “降息交易”+“特朗普 2.0”双主线持续催化，金银价格具备充足上行动能

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。

图表 21：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

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 22：黄金价格往往与美国实际利率呈反向变动关系

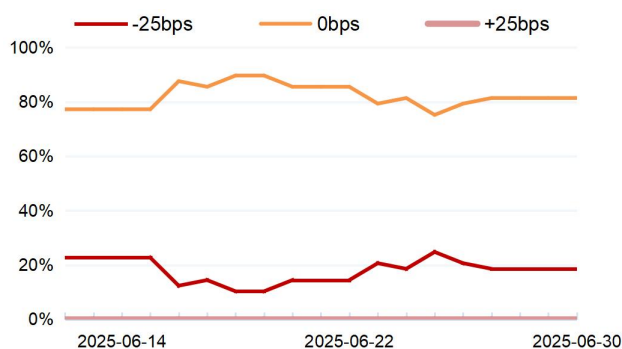


资料来源：Wind，华源证券研究所

中期视角上，“特朗普 2.0”或在暂停关税的 90 天内成为黄金市场交易的首要主线，其包含的关税加征、减税延续、以及“滞胀”等预期为黄金价格上涨提供较强动能；长期视角上，“降息交易”+“特朗普 2.0”双主线将在 2025 年持续催化，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，金价上行动能充足。

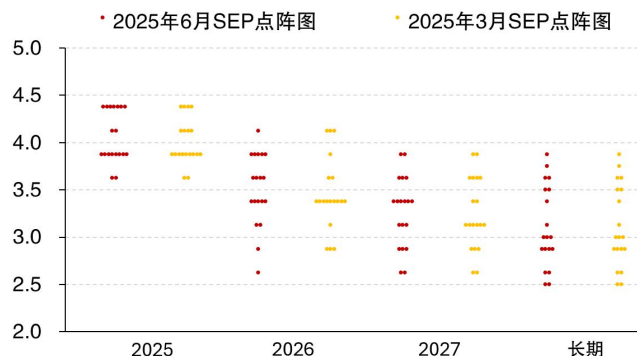
- **“降息交易”**：美国就业市场与经济运行仍存在较强韧性，美联储本轮降息周期的时间或被就业韧性和通胀扰动拉长，但仍具备较大政策空间，增加了黄金的做多窗口期。
- **“特朗普 2.0”**：随着特朗普宣誓就任进入逐步兑现阶段，行政令的签署以及未来对关税和地缘政治的干预或进一步导致美元信用降低和通胀上行。若竞选承诺全部兑现，或将金价持续推向新高。
- **央行增储**：根据世界黄金协会发布的年度黄金需求趋势报告，2024 年全球黄金需求达到 4974 吨，较 2023 年的 4899 吨增长 1.5%创历史新高，主要由各国央行的强劲购买和投资需求的增加所推动。2022–2024 年间全球央行和其他机构净购金数量均超 1000 吨，预计 2025 年央行将继续引领黄金需求，或为金价提供重要支柱。

图表 23：2025 年 7 月 FOMC 会议单月利率变动概率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 24：FOMC 点阵图情况



资料来源：FOMC，华源证券研究所

图表 25：2022-2024 年间全球央行和其他机构净购金数量均超 1000 吨（单位：吨）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
黄金供应量								
金矿产量	3,580.6	3,658.4	3,606.1	3,482.7	3,573.1	3,638.2	3,647.1	3,673.0
生产商净套保量	-25.5	-11.6	6.2	-36.6	-5.4	-6.5	69.4	-54.6
回收金	1,112.4	1,131.7	1,275.7	1,293.1	1,135.8	1,136.3	1,234.4	1,369.3
总供应量	4,667.4	4,778.5	4,887.9	4,739.2	4,703.5	4,768.0	4,950.9	4,987.8
黄金需求量								
金饰制造	2,257.3	2,289.7	2,151.8	1,323.7	2,247.4	2,228.3	2,206.0	2,012.2
金饰消费	2,240.5	2,249.9	2,127.4	1,398.3	2,148.5	2,088.0	2,111.1	1,878.4
金饰库存	16.8	39.8	24.3	-74.5	98.9	140.3	94.9	133.8
科技用金	339.4	341.7	332.7	309.0	337.2	314.8	305.2	326.3
电子用金	272.1	274.9	268.6	255.3	278.7	257.7	248.7	270.8
其他工业用金	51.0	51.5	50.1	41.9	47.1	46.8	47.1	46.5
牙科用金	16.3	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3	9.4	8.9
投资需求	1,315.0	1,160.9	1,274.6	1,794.9	991.5	1,112.6	945.6	1,181.7
金条与金币总需求	1,044.3	1,090.7	871.0	902.3	1,180.3	1,222.1	1,189.9	1,188.4
金条	780.1	775.8	583.6	542.7	810.9	802.2	781.8	861.8
官方金币	188.1	241.9	220.7	290.4	284.4	320.9	293.5	201.1
奖章/仿制金币	76.1	73.0	66.8	69.1	84.9	98.9	114.6	125.6
黄金 ETF	270.7	70.2	403.6	892.5	-188.8	-109.5	-244.2	-6.8
央行和其他机构	378.6	656.2	605.4	254.9	450.1	1,080.0	1,050.8	1,086.0
黄金需求	4,290.2	4,448.6	4,364.5	3,682.5	4,026.2	4,735.6	4,507.6	4,606.1
场外交易和其他需求	377.2	329.9	523.4	1,056.6	677.3	32.3	443.3	381.7
总需求	4,667.4	4,778.5	4,887.9	4,739.2	4,703.5	4,768.0	4,950.9	4,987.8

资料来源：世界黄金协会，华源证券研究所

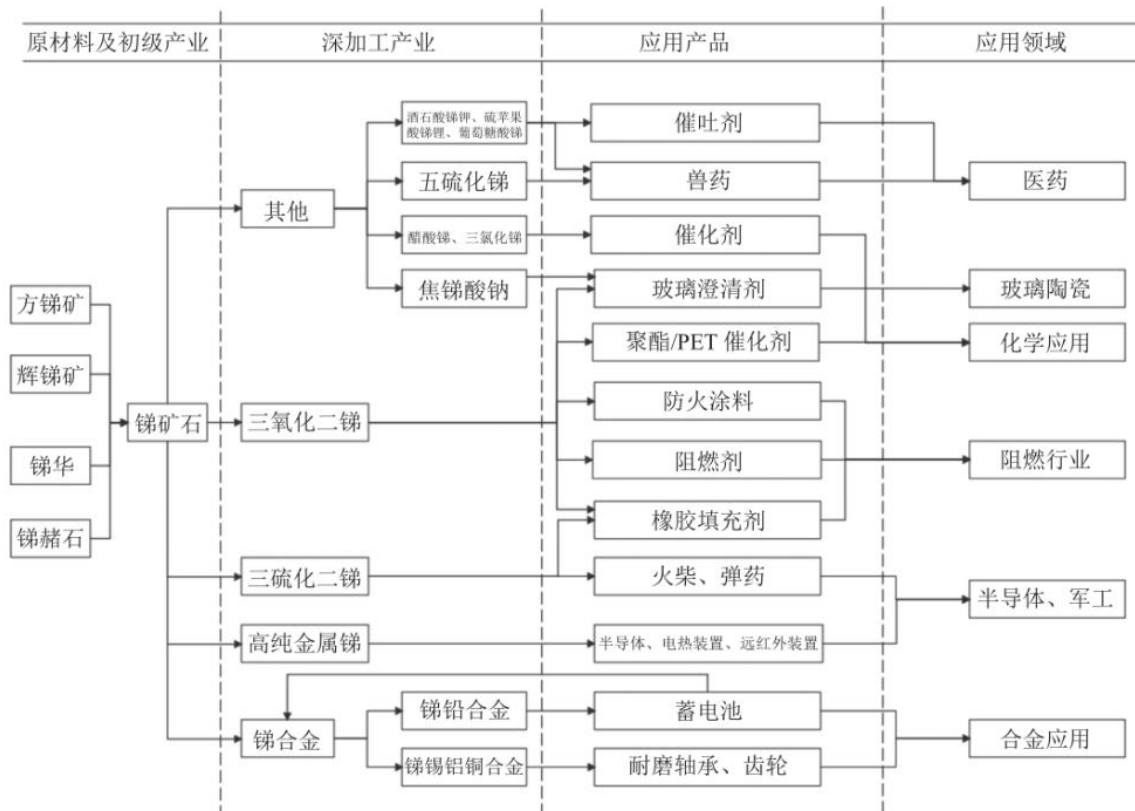
自产金业务有望伴随降息节点落地实现量价齐升，助力公司业绩加速释放。公司产金矿山主要为辰州矿业本部、甘肃辰州、新龙矿业本部、隆回金杏、黄金洞矿业本部及大万公司，甘肃加鑫以地南矿区建成达产及平江万古矿区有望注入，注入后产量或持续增长，预计公司自产金业务有望伴随降息节点落地实现量价齐升，业绩有望实现加速释放。

4. 高需求增速下平衡缺口或持续扩大，公司有望充分受益于锑价中枢上移

锑是现代工业中不可缺少的基础原料，在工业生产中用途广泛且不易被代替。锑被广泛应用于阻燃剂、蓄电池及铅合金、玻璃陶瓷、化学制品、催化剂等工业及军事领域，在军工、航天航空、印刷、阻燃等重要应用领域几乎不能被替代，具有“工业的味精”美誉。

- 锑是一种重要的合金添加剂，如在铅合金中加入锑能够提升对硫酸的耐蚀性，在锡合金中添加锑能够提高合金的强度，在锡基和铅基巴氏合金中加入锑能够提升硬度与强度。
- 锑以合金形式应用于军事武器，此外硫化锑在弹药底漆、雷管、烟幕发生器、可视测距炮弹、示踪子弹上也有稳定的应用需求；
- 锑的耐腐蚀和高强度特性使其作为转轴生产的关键材料应用于机械齿轮；
- 锑的低燃点特性使其成为优质的阻燃材料，西方发达国家强制要求在如建材产品、电子电器产品、塑料制品等易燃材料中添加卤化锑作为阻燃材料。
- 含锑铅酸蓄电池是目前市场上应用最广泛的充电电池，具有大电流放电性能好、稳定性和安全性高的比较优势，因此被军工、核工及电控等行业用作后备电源。

图表 26：锑产业链结构示意图



资料来源：《全球锑资源分布供需及产业链发展现状》武秋杰等，华源证券研究所

铋制品使用后几乎不可回收，供给主要来自于矿山开采。金属铋和铜、铝等有色金属在可回收性上有明显不同，铋制品使用后几乎不可回收或者难以回收，目前仅蓄电池中的部分铅锡合金栅板可以实现回收，但回收再生量十分有限。因此，铋金属的供给主要来自于矿山开采，铋的战略性矿产资源属性凸显。

多领域必要性需求+难以回收特性显著，多国家将铋列为战略性资源。国内方面，铋与稀土、钨、锡被并称为我国的四大战略资源；国际方面，欧盟将金属铋列入了 14 种供应紧缺的矿产原料名单中，美国、日本等对铋严重依赖进口的发达国家也将铋列为战略性矿产资源，进一步加剧了铋金属的稀缺性。

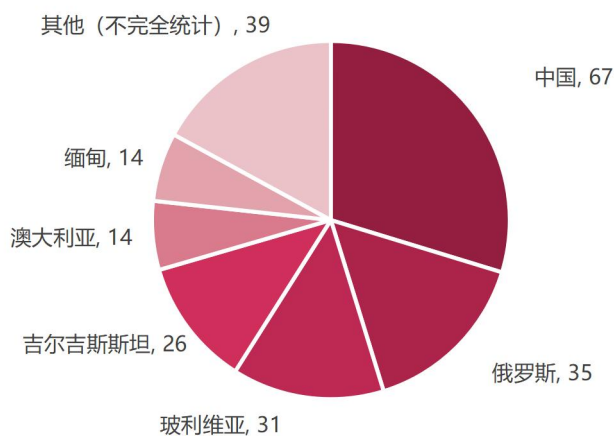
图表 27：多个国家/地区将铋列为供应紧缺的战略性资源

国家/地区	相关政策
中国	2016 年 11 月发布的《全国矿产资源规划（2016–2020）》将铋作为战略性矿产，且曾被原国土资源部实行开采总量和资源出口总量控制，并暂停受理铋矿探矿权、采矿权的申请
美国	2018 年发布的《关键矿产目录清单》将铋列为只被允许勘探而不进行开采的关键矿产
欧盟	2020 年发布的《关键矿产资源清单》将铋列为供应紧缺战略金属的首位
英国	2011 年将铋列为全球第一紧缺矿种
日本	《稀有金属保障战略》报告中把铋作为战略性矿产资源

资料来源：《全球铋资源分布供需及产业链发展现状》武秋杰等，华源证券研究所

全球铋资源分布极不平衡，中国为最大储量保有国。据美国内政部及美国地质调查局不完全统计数据，截至 2024 年底全球铋资源储量超 200 万吨，中国储量约 67 万吨排名世界第一，储量次之的国家为俄罗斯、玻利维亚、吉尔吉斯斯坦、澳大利亚和缅甸，上述 6 个国家保有全球超 80% 的铋资源储量，全球铋资源分布极不平衡。

图表 28：截至 2024 年底全球铋资源储量及分布情况（单位：万吨）

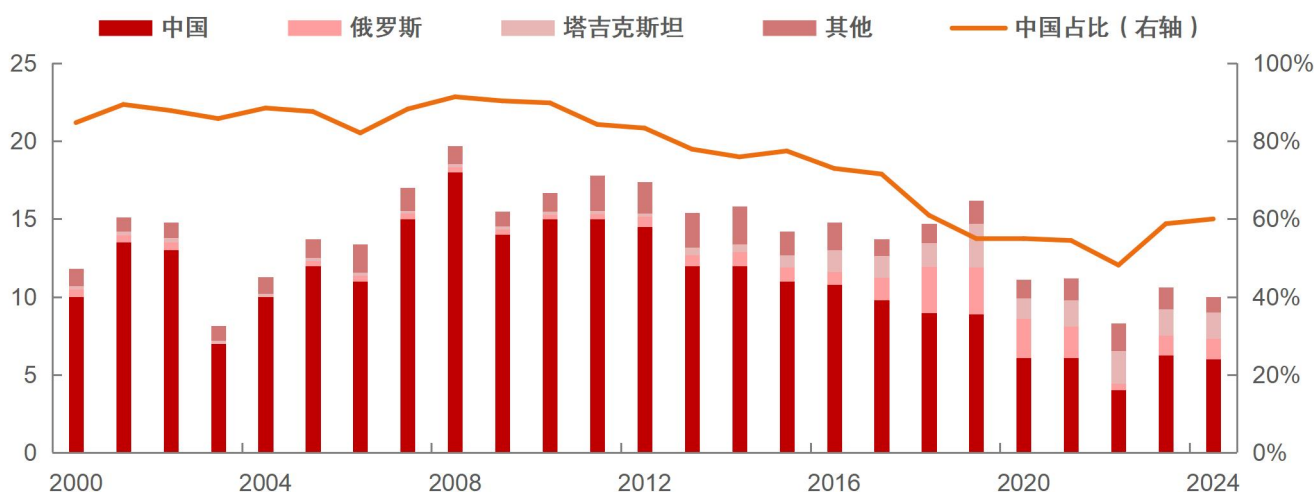


资料来源：《MINERAL COMMODITY SUMMARIES 2025》，华源证券研究所

受中国及俄罗斯锑矿产量大幅下降影响，2020 年开始全球锑矿供给快速收缩。2007–2019 年间全球锑矿年供应量在 13 万至 20 万吨之间波动，整体保持稳定；2019–2024 年间，出于对锑资源的保护目的我国逐渐限制锑矿开采，锑产量从 8.9 万吨下降至 6.0 万吨，叠加俄乌冲突发生后俄罗斯锑矿产量出现下滑，共同导致全球锑矿年供给量由 2019 年的 16.2 万吨快速收缩至 2024 年的 10.0 万吨。

此外，考虑到近年来玻利维亚奥鲁罗金锑矿、澳大利亚蓝规金锑矿因资源枯竭出现不同程度减产，加拿大水獭溪锑矿因运营成本高昂等影响于 2022 年末宣称或将无限期停产等因素，我们认为未来全球锑矿供给或呈持续下降态势。

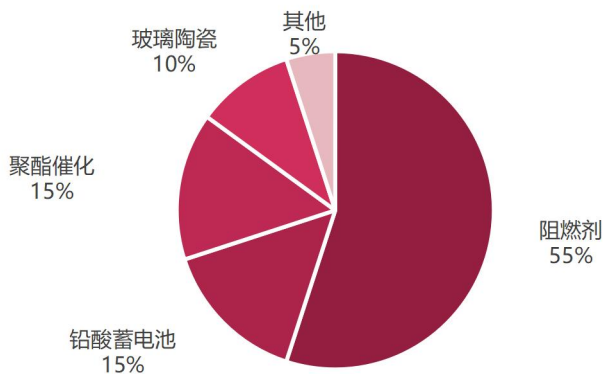
图表 29：2019 年开始全球锑产量显著下降（单位：万吨）



资料来源：Wind，美国地质调查局，华源证券研究所

需求结构方面，阻燃剂和铅酸蓄电池领域为锑需求的基本盘，光伏玻璃有望成为未来锑需求增长的新驱动力。随着全球科技进步和经济发展，锑的应用领域转向阻燃、能源合金及光伏领域。据华经产业研究院数据，锑的主要下游需求包括阻燃剂（55%）、铅酸蓄电池（15%）、聚酯催化剂（15%）、玻璃陶瓷（10%）等。

图表 30：阻燃剂和铅酸蓄电池为全球锑消费的主要下游，合计占比达 70%

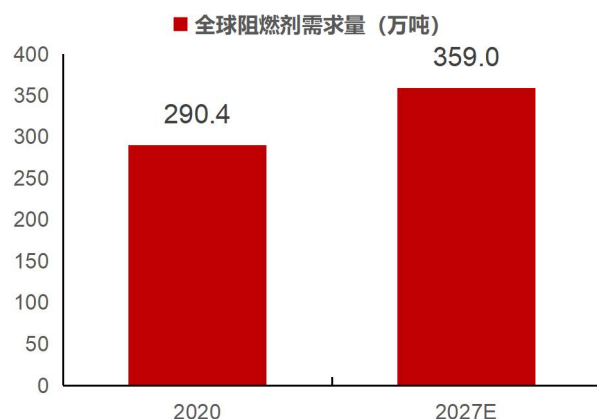
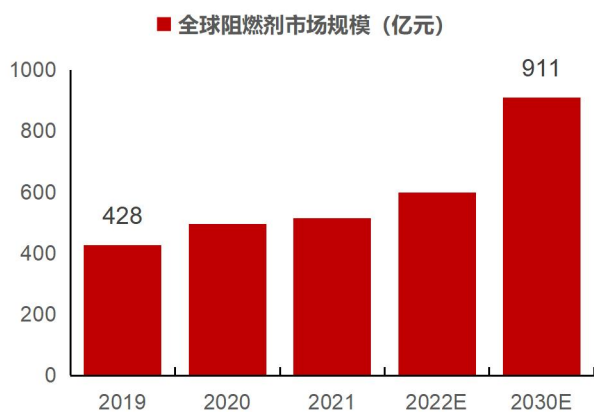


资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

锑卤系阻燃剂地位不可替代，阻燃剂市场需求总量稳步上升驱动锑需求持续增加。锑卤系阻燃剂具备生产工艺成熟、性价比优良、达到最佳阻燃效果的用量需求少等优良特性，长期占据阻燃剂领域的主导地位，在火灾易发的塑料制品和电子电气产品中应用不可或缺。据华经产业研究院测算，2022年至2030年间全球阻燃剂市场规模CAGR或将达5.37%，我们认为阻燃剂市场空间的持续扩大将驱动锑需求稳定增长。

图表 31：2022-2030 年全球阻燃剂市场规模 CAGR 或约 5.4%

图表 32：2020-2027 年全球阻燃剂需求复合增速或约 3%



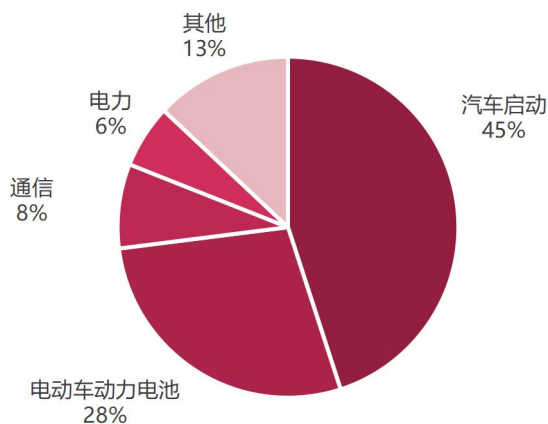
资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

汽车保有量持续上升驱动铅酸蓄电池市场规模扩大，或驱动锑需求稳步增长。铅锑合金具有耐腐蚀、长寿命的优点，是铅酸蓄电池正极板的理想材料。据华经产业研究院测算，2022年我国铅酸蓄电池行业市场规模为1742亿元，2015-2022年间复合增速约3.3%。铅酸蓄电池的主要下游为汽车启动和轻型电动车动力电池领域，二者合计占比超70%，我们认为汽车保有量上升带来的增量需求+存量更换需求将驱动铅酸蓄电池市场规模持续扩大，对锑的需求也有望随之稳步增长。

图表 33：2015-2022 年我国铅酸蓄电池市场规模 CAGR 约 3.3%

图表 34：汽车启动+电动车动力电池合计占铅酸蓄电池应用比重超 70%



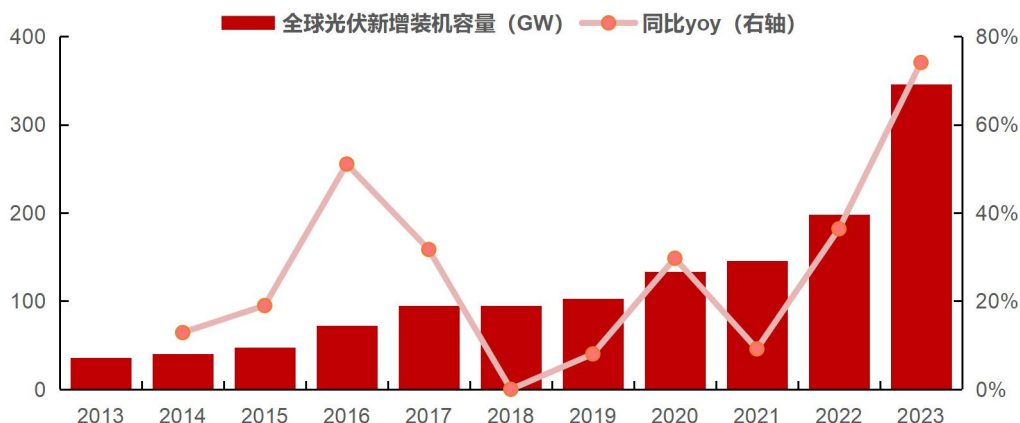
资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

资料来源：观研报告网，华源证券研究所

焦锑酸钠澄清剂具有多种优良特性，被广泛应用于光伏玻璃生产中。据产研社，光伏玻璃是光伏组件封装的关键材料，生产过程中通过添加澄清剂可排除玻璃中的气泡并减少有色杂质，以起到提升光透过率进而提高光电转化效率的效果，实际生产中常用的两种澄清剂配方（三氧化二锑+硝酸钠、焦锑酸钠）都需要使用到锑元素。

全球光伏装机量持续增长，光伏玻璃需求增长有望驱动锑金属需求量迎来快速提升期。随着全球气候变暖及化石能源的日益枯竭，全球对以光伏为首的可再生能源需求日益增长。国际可再生能源机构数据显示 2023 年全球光伏新增装机容量为 345.53GW，同比增长 74%，且预计未来还会继续维持增长趋势。我们认为全球光伏装机量增长将驱动光伏玻璃产销量持续提升，有望成为锑需求增长的新驱动力。

图表 35：近年来全球光伏新增装机容量呈快速上涨态势



资料来源：国际可再生能源机构，前瞻产业研究院，华源证券研究所

矿山供给受限+需求持续提升共同作用下未来锑供需偏紧格局难改，锑价中枢有望上移。综上所述，受在产矿山陆续减产枯竭影响，锑供给预计将难有显著提升，而需求端阻燃剂、铅酸蓄电池和光伏领域市场规模提升或将驱动锑需求量持续增加，我们认为锑供需缺口有望持续扩大，锑价中枢有望在供需持续收紧过程中逐渐上移。

公司锑品生产基本稳定，业绩有望伴随锑价中枢上移实现加速释放。除受新龙矿业停产导致产量下降的 2024 年外，公司连续多年自产锑品年产量稳定在 1.8 万吨左右，矿山锑储量稳中有升具备持续开采动能，我们认为公司锑品生产基本稳定，盈利能力有望伴随锑价上行实现持续提升，最终驱动公司业绩加速释放。

5. 盈利预测与评级

综上所述我们认为，公司作为金锑双轮驱动的资源型龙头，甘肃加鑫建设+平江县黄金矿产资源注入预期共同驱动下自产量有望快速提升，或将充分受益于金锑价格上行实现量价齐升。

预测公司 2025–2027 年分别实现营业收入 418.55/433.66/451.16 亿元，归母净利润 21.01/24.03/27.81 亿元，EPS 为 1.34/1.54/1.78 元/股，按 2025 年 7 月 1 日收盘价计算的 PE 为 13.59/11.89/10.27 倍。

图表 36：公司分产品营收及预测情况（单位：亿元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
外购非标金	193.22	228.99	348.75	358.62	368.60
YoY	15.20%	18.51%	52.30%	2.83%	2.78%
毛利润	0.09	0.06	0.17	0.18	0.18
毛利率	0.05%	0.03%	0.05%	0.05%	0.05%
自产金	18.02	22.73	32.10	33.82	37.85
YoY	-4.18%	26.15%	41.23%	5.37%	11.90%
毛利润	8.71	10.96	20.86	22.06	24.77
毛利率	48.35%	48.22%	64.99%	65.22%	65.45%
锑品	19.79	24.79	35.34	38.54	41.88
YoY	-1.59%	25.24%	42.55%	9.07%	8.66%
毛利润	7.61	10.74	20.55	23.15	25.38
毛利率	38.46%	43.31%	58.14%	60.07%	60.59%
钨品及其他	2.00	1.88	2.36	2.67	2.83
YoY	-47.02%	-5.98%	25.93%	12.74%	6.27%
毛利润	0.17	0.13	0.19	0.20	0.21
毛利率	8.40%	6.74%	7.84%	7.51%	7.46%
营业收入（总）	233.03	278.39	418.55	433.66	451.16
YoY	10.75%	19.46%	50.35%	3.61%	4.04%
毛利润	16.58	21.88	41.77	45.59	50.54
毛利率	7.12%	7.86%	9.98%	10.51%	11.20%

资料来源：Wind，华源证券研究所

选择同样从事黄金/锑矿开采业务的赤峰黄金、山金国际、华锡有色作为可比公司，三家可比公司按 Wind 一致预期计算的 2025 年平均 PE 为 15.69x。考虑到公司甘肃加鑫建设+平江县黄金矿产资源注入预期共同驱动下自产量有望快速提升，有望充分受益于金锑价格上行，首次覆盖给予湖南黄金“增持”评级。

图表 37：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS (元/股)			PE			PB
		2025/7/1	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
600988.SH	赤峰黄金	25.31	1.47	1.69	1.90	17.18	15.02	13.32	4.54
000975.SZ	山金国际	19.54	1.15	1.39	1.75	16.97	14.02	11.19	4.28
600301.SH	华锡有色	20.76	1.61	1.82	2.08	12.91	11.42	9.99	3.16
平均 PE						15.69	13.49	11.50	
002155.SZ	湖南黄金	18.28	1.34	1.54	1.78	13.59	11.89	10.27	4.14

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币元，赤峰黄金、山金国际、华锡有色盈利预测来自 Wind 一致预期，湖南黄金盈利预测来自华源证券研究所，PB 来自 Wind

6. 风险提示

对外投资风险：矿山投资周期长，资源储量不确定性大，风险较高，对公司当期及长远的盈利能力可能造成影响。

市场价格风险：公司产品销售价格受市场价格影响较大，此外外购原材料比重较大，若产品、主要原材料及能源市场价格出现大幅波动可能对公司盈利能力造成不利影响。

政策变动风险：公司的业务按照国家对行业的相关法律、法规及政策的规定和要求开展，如果相关产业政策调整，将给公司生产经营带来政策风险。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,140	2,093	2,678	2,957	营业收入	27,839	41,855	43,366	45,116
应收票据及账款	393	595	616	663	营业成本	25,650	37,679	38,807	40,062
预付账款	90	158	163	163	税金及附加	137	198	204	214
其他应收款	84	100	104	102	销售费用	14	21	22	23
存货	576	721	742	752	管理费用	638	921	911	925
其他流动资产	130	174	181	182	研发费用	324	481	499	519
流动资产总计	2,415	3,840	4,484	4,819	财务费用	1	-3	-6	-10
长期股权投资	6	6	5	5	资产减值损失	-42	-46	-48	-53
固定资产	3,625	3,444	3,448	3,622	信用减值损失	-4	-4	-4	-5
在建工程	76	272	559	624	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	782	953	1,342	2,180	投资收益	-8	-10	-10	-10
长期待摊费用	1,167	1,156	1,142	1,127	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他非流动资产	129	601	860	1,394	资产处置收益	0	1	1	1
非流动资产合计	5,784	6,432	7,357	8,952	其他收益	21	17	17	18
资产总计	8,199	10,272	11,841	13,771	营业利润	1,041	2,517	2,887	3,335
短期借款	30	81	0	0	营业外收入	1	1	1	1
应付票据及账款	202	337	347	350	营业外支出	37	24	24	22
其他流动负债	772	1,262	1,301	1,372	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	1,003	1,679	1,648	1,722	利润总额	1,005	2,494	2,864	3,314
长期借款	3	3	2	2	所得税	147	361	422	484
其他非流动负债	217	217	217	217	净利润	858	2,133	2,442	2,830
非流动负债合计	221	220	219	219	少数股东损益	11	32	39	48
负债合计	1,224	1,899	1,867	1,941	归属母公司股东净利润	847	2,101	2,403	2,781
股本	1,202	1,563	1,563	1,563	EPS(元)	0.54	1.34	1.54	1.78
资本公积	1,289	929	929	929	主要财务比率				
留存收益	4,414	5,780	7,342	9,150	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	6,905	8,271	9,833	11,641	成长能力				
少数股东权益	70	102	141	189	营收增长率	19.46%	50.35%	3.61%	4.04%
股东权益合计	6,975	8,373	9,974	11,830	营业利润增长率	74.45%	141.73%	14.71%	15.52%
负债和股东权益合计	8,199	10,272	11,841	13,771	归母净利润增长率	73.08%	148.21%	14.38%	15.74%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-10.82%	205.67%	6.64%	16.39%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	858	2,146	2,455	2,840	毛利率	7.86%	9.98%	10.51%	11.20%
折旧与摊销	423	428	464	527	净利率	3.08%	5.10%	5.63%	6.27%
财务费用	1	-3	-6	-10	ROE	12.26%	25.40%	24.44%	23.89%
投资损失	8	10	10	10	ROA	10.33%	20.46%	20.30%	20.20%
营运资金变动	-477	152	-9	19	估值倍数				
其他经营现金流	74	-16	-16	-13	P/E	33.74	13.59	11.89	10.27
经营性现金净流量	889	2,717	2,897	3,372	P/S	1.03	0.68	0.66	0.63
投资性现金净流量	-340	-1,082	-1,396	-2,129	P/B	4.14	3.45	2.90	2.45
筹资性现金净流量	-236	-682	-916	-964	股息率	0.97%	2.57%	2.94%	3.41%
现金流量净额	313	953	585	279	EV/EBITDA	13	10	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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）。