

兴业银锡（000426.SZ）

优质资源多点开花，银锡龙头拾级而上

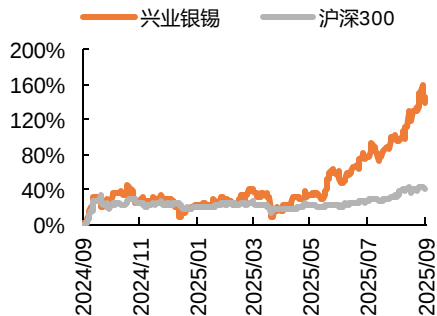
推荐（首次）

9 月 22 日：26.58 元

主要数据

行业	有色金属
公司网址	www.xyyxky.com
大股东/持股	内蒙古兴业黄金冶炼集团有限责任公司/ 20.46%
实际控制人	吉兴业
总股本(百万股)	1776
流通 A 股(百万股)	1775
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿元)	472
流通 A 股市值(亿元)	472
每股净资产(元)	4.83
资产负债率(%)	40.88

行情走势图



证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号
S1060523110001
chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 投资咨询资格编号
S1060524070002
mashulei362@pingan.com.cn

平安观点：

- **持续进阶的银锡龙头。**公司拥有国内以银、锡为主储量较大的有色多金属矿山，公司成立后获取了银漫矿业、乾金达矿业、融冠矿业等优质矿山资源。近年来持续推进资源扩充，陆续收购宇邦矿业、大西洋锡业等优质项目。近年来公司主营金属产品量价齐升，核心矿山项目复产及扩产放量，白银及锡等金属价格中枢走高，公司业绩稳步增长。2024 年公司归母净利润达 15.3 亿元，同比增加 57.82%。2022-2024 年公司归母净利润 CAGR 达 197%。
- **优质资源多点开花，夯实公司竞争力。**近年来公司持续推进银、锡主营金属的资源布局。当前积极推进银漫矿业扩建工程，投产后采选产能将由 165 万吨/年提升至 297 万吨/年。2025 年公司成功收购单体银矿排名位列亚洲第一、全球第五的宇邦矿业，规划对宇邦矿业进行改扩建，扩建至 825 万吨/年，预计建设周期 4 年。2024 年底，公司托管兴业集团的优质矿山布敦银根，在矿山投产且形成稳定利润一年后，集团有望启动注入工作。2025 年拟收购大西洋锡业，8 月 14 日全资子公司兴业黄金已实际控制 ATL，预计核心锡矿 Achmmach 将于 2026 年开始生产。未来随着各项目逐步建成放量，公司银锡产量增长弹性有望持续释放。
- **银：供需格局向好，金银比或逐步修复。**近年来全球白银供给规模中枢现小幅下降，2016-2024 年供应总量 CAGR 达-0.5%。伴生产量占比高决定了白银供给对银价的正相关性较弱，银价中枢的走高难以直接刺激出白银产量的增量释放。白银近年来工业需求持续增长，预计新能源汽车、电力电网及 AI 应用等终端持续提振白银工业需求，2025 年全球白银或仍呈短缺格局。此外在宽松环境及工业需求提振背景下，金银比有望实现趋势性收敛。白银价格或将实现补涨。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3706	4270	5503	6560	7654
YOY(%)	77.7	15.2	28.9	19.2	16.7
归母净利润(百万元)	969	1530	2028	2488	2974
YOY(%)	457.4	57.8	32.5	22.7	19.5
毛利率(%)	52.9	63.0	65.7	67.0	68.1
净利率(%)	26.2	35.8	36.8	37.9	38.9
ROE(%)	15.0	19.4	21.0	21.0	20.6
EPS(摊薄/元)	0.55	0.86	1.14	1.40	1.67
P/E(倍)	48.7	30.9	23.3	19.0	15.9
P/B(倍)	7.3	6.0	4.9	4.0	3.3

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **锡：资源稀缺性与需求弹性齐驱，锡价中枢有望上移。**近年来全球锡矿产量弹性逐渐减小，2024 年达 30 万吨，同比减少 1.6%。长期来看随着全球锡资源稀缺性加剧，锡供应弹性难寻。此外海外地缘政治、当地产业政策等扰动因素对锡矿产量稳定性影响程度加大，我们认为全球锡供应或仍维持较强刚性。随着 AI 产业发展推进，对芯片和电子元件的需求加速提升，需求弹性有望随 AI 产业发展快速提升。随着半导体景气周期开启，锡焊料需求有望快速回暖。
- **盈利预测与投资建议：**公司近年来资源布局持续推进，未来随着银漫二期、宇邦及大西洋锡业等项目逐步放量，公司银锡产量增长弹性有望持续释放。银价方面，白银全年供需预计仍维持缺口，基本面有望逐步形成上涨催化，同时宽松周期内金银比预计将逐步向下收敛，白银有望进入补涨阶段。精锡近年来资源稀缺性加剧，供应或长期维持刚性，需求弹性有望随 AI 产业发展快速提升，锡价中枢有望上移。量价齐升下公司业绩弹性有望加速释放。预计公司 2025-2027 年营业收入为 55.03、65.60、76.54 亿元，归母净利润为 20.28、24.88、29.74 亿元，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**
 - 1、**金属价格波动的影响。**公司主营银、锡、铅、锌等多种金属。各种金属价格若发生较大波动，一定程度会带来公司业绩出现较大程度的波动。
 - 2、**公司扩产项目大幅不及预期。**如果公司扩产项目受到设备及外部环境等方面的影响，施工进度大幅不及预期，则可能对公司业绩产生影响。
 - 3、**海外地缘政治出现较大幅度超预期变化。**如果海外宏观政治局势出现超预期变化，则或一定程度影响白银等贵金属价格，公司矿产银业务或受到一定影响。

正文目录

一、 持续进阶的银锡龙头.....6

1.1 资源扩充稳扎稳打，银锡龙头稳步成长 6

1.2 主营金属量价齐升，公司业绩稳步增长 7

二、 优质资源多点开花，夯实公司竞争力 10

2.1 拓展银矿布局，打开白银业务增长空间 10

2.2 收购大西洋锡业，海外锡矿布局推进 13

2.3 多金属矿项目齐驱，提升公司发展潜力 13

三、 银：供需格局向好，金银比或逐步修复 14

3.1 供给：伴生占比较高，供应刚性凸显 14

3.2 需求：工业需求增长持续，短缺格局或仍延续 15

3.3 银价：工业属性助推白银补涨，金银比或逐步收敛 17

四、 锡：资源稀缺性与需求弹性齐驱，锡价中枢有望上移 17

4.1 供给：资源稀缺性加剧，供应或长期维持刚性 17

4.2 需求：AI 打开锡长期需求增长空间 19

五、 盈利预测与投资建议.....20

5.1 基本假设 20

5.2 投资建议 21

六、 风险提示22

图表目录

图表 1 公司发展历程..... 6

图表 2 公司股权结构（截至 2025.6.30）..... 7

图表 3 公司子公司情况..... 7

图表 4 公司营收及同比增速..... 8

图表 5 公司归母净利润及同比增速..... 8

图表 6 公司销售毛利率及净利率..... 8

图表 7 公司主要产品毛利率情况..... 8

图表 8 公司 2024 年营业收入结构..... 9

图表 9 公司 2024 年毛利结构..... 9

图表 10 近年来公司矿产锡产量逐年增长..... 9

图表 11 近年来公司矿产银产量逐年增长..... 9

图表 12 铅精粉产销..... 9

图表 13 锌精粉产销..... 9

图表 14 公司自有矿山情况..... 10

图表 15 银漫矿业资源储量情况..... 10

图表 16 银漫矿业营业收入..... 11

图表 17 银漫矿业净利润..... 11

图表 18 宇邦矿业资源储量情况（截至 2025 年 3 月 31 日）..... 11

图表 19 宇邦矿业近年来开采情况..... 12

图表 20 宇邦矿业近年来营收情况..... 12

图表 21 宇邦矿业近年来利润情况..... 12

图表 22 布敦银根矿产资源情况..... 13

图表 23 大西洋锡业有限公司股权结构（截至 2025.5.7）..... 13

图表 24 Achmmach 矿区资源情况..... 13

图表 25 公司其他多金属矿山项目资源情况..... 14

图表 26 全球白银供给情况..... 15

图表 27 2024 年全球白银供给结构..... 15

图表 28 矿产银供给结构..... 15

图表 29 2024 年矿产银供给结构..... 15

图表 30 全球白银需求..... 15

图表 31 2024 年全球白银需求结构..... 15

图表 32 全球白银工业需求增速..... 16

图表 33 光伏需求及占比..... 16

图表 34 全球白银供需平衡表..... 16

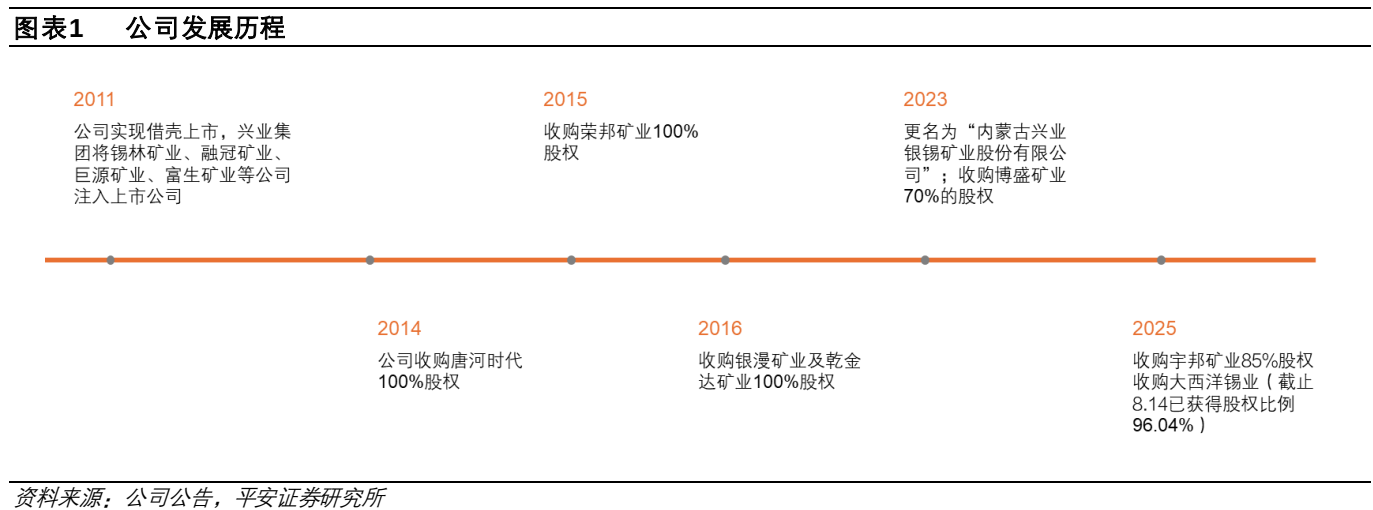
图表 35	金银比	17
图表 36	全球锡矿产量	18
图表 37	全球锡矿产量分布结构	18
图表 38	国内锡矿产量	18
图表 39	锡精矿加工费	18
图表 40	中国锡矿进口	19
图表 41	中国精锡进口	19
图表 42	2024 年中国精锡消费结构	19
图表 43	2024 年海外精锡消费结构	19
图表 44	中国集成电路产量及累计同比	20
图表 45	全球半导体销量及同比	20
图表 46	费城半导体&锡价	20
图表 47	公司各板块业务预测	21
图表 48	可比公司估值表	22

一、持续进阶的银锡龙头

1.1 资源扩充稳扎稳打，银锡龙头稳步成长

2001 年 5 月，公司大股东内蒙古兴业矿业股份有限公司成立（后更名为“内蒙古兴业集团股份有限公司”，简称“兴业集团”）。2011 年兴业集团对富龙热电实施重大资产重组，置出富龙热电拥有的全部经营性资产，置入兴业集团拥有的有色金属采选及冶炼资产，公司实现借壳上市，同时兴业集团将锡林矿业、融冠矿业、巨源矿业、富生矿业等公司注入上市公司。

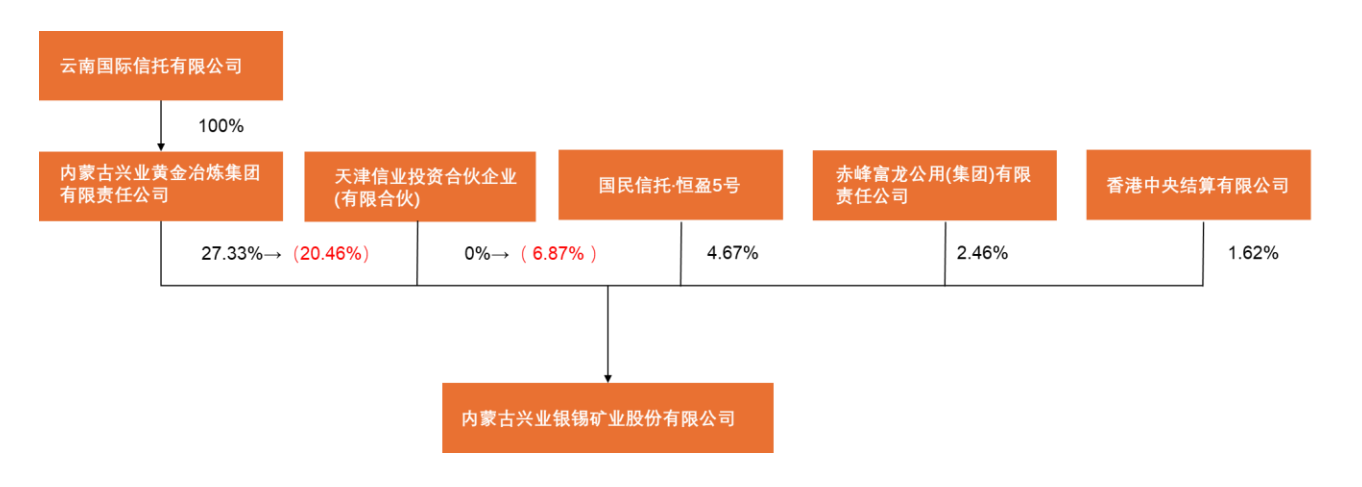
公司上市后，资源扩充加速推进。2014 年，公司收购唐河时代 100% 股权；2015 年收购荣邦矿业 100% 股权；2016 年收购银漫矿业及乾金达矿业 100% 股权，2017 年公司成功实现产业结构转型升级，银漫矿业顺利达产成为公司主力矿山。随着银、锡逐步成为公司主产品种，2023 年公司更名为“内蒙古兴业银锡矿业股份有限公司”，同年收购博盛矿业 70% 的股权，进一步拓展公司储备资源种类。2025 年公司收购宇邦矿业 85% 股权，进一步扩充公司白银资源储备。公司已成长为矿产资源品种多样，储备丰富，集地质、采选、冶炼于一体的大型矿业公司。



公司控股股东为兴业集团，实际控制人为吉兴业。2019 年，因无法偿还债务，兴业集团被债权人申请重整。由兴业集团原股东吉兴业家族设立持股平台公司“恒硕矿业”、“晋维矿业”承接兴业集团 100% 股权，并将兴业集团的公司组织形式改制为有限责任公司，持股平台公司作为信托计划委托人将其持有的兴业集团 100% 股权作为信托财产，委托云南国际信托有限公司设立自益型信托计划，取得信托受益权，持股平台公司将信托受益权按照对债权人分配相应的受益权份额。云南国际信托有限公司将兴业集团的 100% 股权相关表决权委托吉兴业行使，吉兴业先生为兴业银锡的实际控制人。

2025 年 5 月，兴业集团与天津信业签署《股份转让协议》，以每股 12.08 元（含税）的价格受让部分股份。2025 年 7 月 9 日，兴业集团与天津信业已办理完成股份协议转让手续，转让完成后，天津信业持有公司总股本占比 6.87%，兴业集团持股比例降至 20.46%。

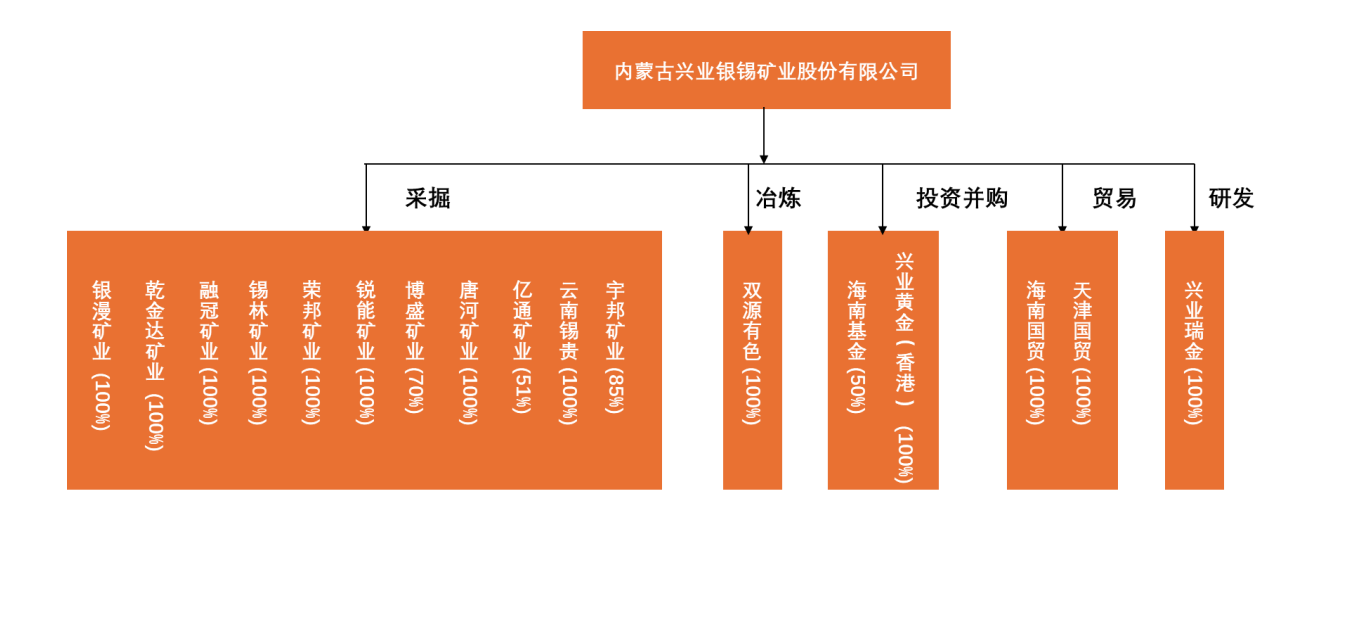
图表2 公司股权结构 (截至 2025.6.30)



资料来源：公司公告，平安证券研究所
注：括号内为 7 月 9 日股份协议转让完成后股权占比情况

公司主营有色金属及贵金属采选与冶炼。上市公司自身为控股型公司，不从事采矿生产业务。公司下属子公司主要分为五大板块，分别为采掘、冶炼、投资、贸易、研发。其中子公司银漫矿业、乾金达矿业、宇邦矿业、融冠矿业、锡林矿业、荣邦矿业、锐能矿业等 11 家公司为矿业公司，从事有色金属及贵金属的勘探、采选和销售等业务；子公司双源有色主营业务为铅冶炼、贵金属回收和销售（双源有色目前处于关停状态）。

图表3 公司子公司情况



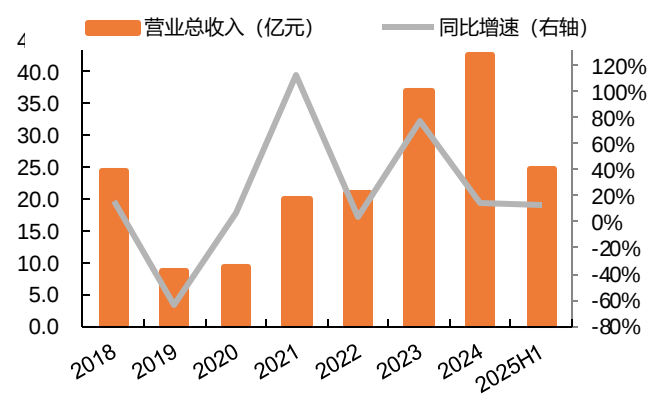
资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 主营金属量价齐升，公司业绩稳步增长

营收持续增长，归母净利润大幅提升。2024 年公司营收达 42.7 亿元，同比增长 15.23%，2020-2024 年公司营收 CAGR 达 46%。2025 年上半年公司营收 24.73 亿元，同比增长 12.5%。归母净利润自 2023 起实现大幅增长，2024 年达 15.3 亿元，同比增加 57.82%。2022-2024 年公司归母净利润 CAGR 达 197%。2025 年上半年公司归母净利润达 7.96 亿，同比减少 9.93%。公司上半年归母净利润同比下降主要受银漫矿业阶段性停产以及宇邦矿业上半年产能未充分释放等原因影响。

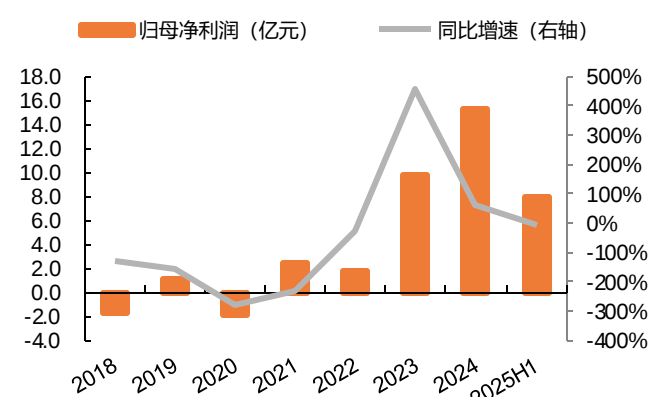
公司近年来业绩提升得益于主要金属产品的量价齐升。在核心矿山项目复产及扩产放量带动下，公司银、锡及铅锌等金属产销规模均现较大幅度增长。同时白银及锡等金属价格中枢走高背景下，公司相关产品毛利率现显著抬升，带动公司总体销售毛利率抬升。2024 年综合销售毛利率达 63%，同比提升 10.1 个百分点。

图表4 公司营收及同比增速



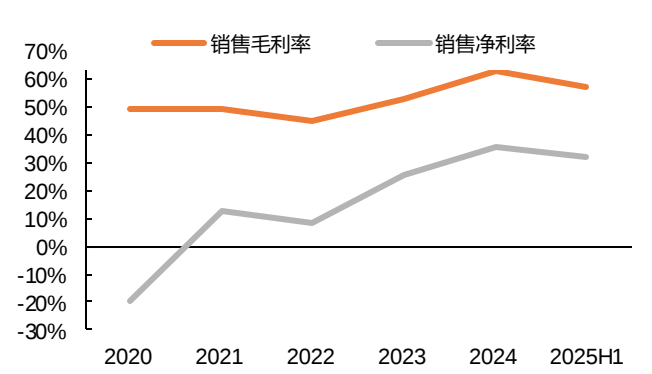
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司归母净利润及同比增速



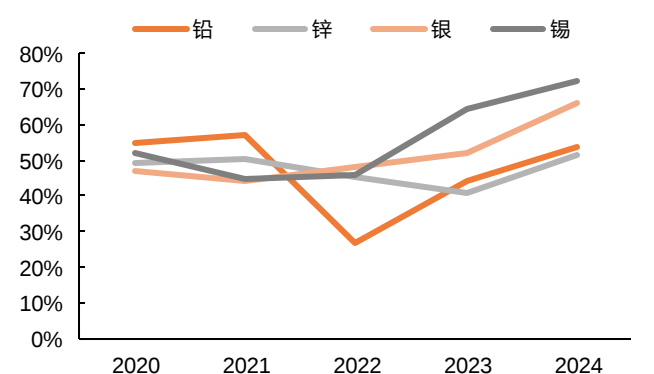
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司销售毛利率及净利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

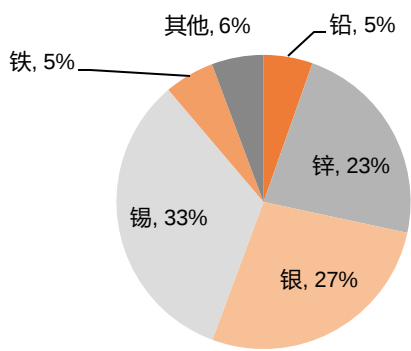
图表7 公司主要产品毛利率情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

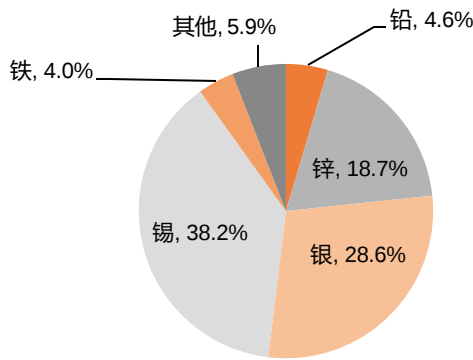
公司产品结构丰富，锡、银及锌金属产品贡献公司主要利润。2024 年公司锡、银及锌产品毛利贡献分别为 38.2%、28.6% 及 18.7%，合计占比超 85%，为公司主要利润品种。其中锡及白银近年来价格中枢持续提升，锡及白银产品毛利率改善显著。作为公司核心金属产品，有效推动公司盈利能力持续提升。此外，公司生产铅、锑、铜铁等其他金属，进一步丰富公司产品多样性，提升公司经营抗风险能力及穿越周期能力。

图表8 公司 2024 年营业收入结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

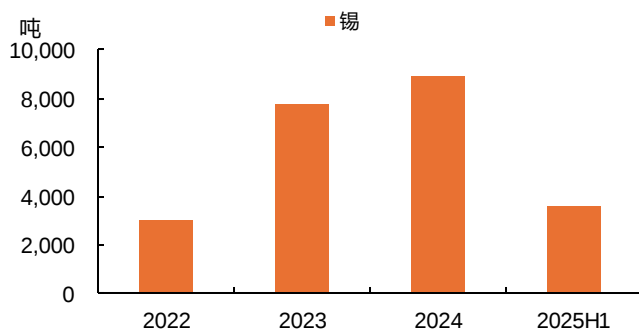
图表9 公司 2024 年毛利结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

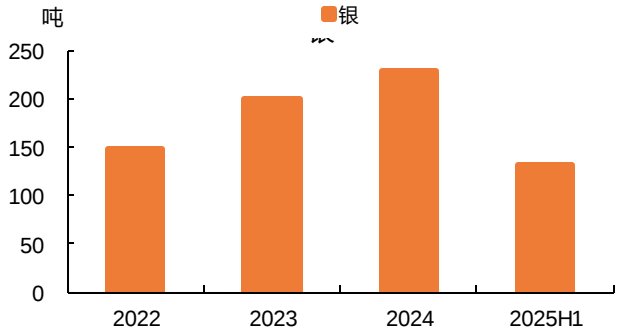
近年来，公司主要金属产品产量均实现显著提升。2024 年公司矿产锡 8901.85 吨，较上年同比增长 14.58%，2022-2024 复合增速达 71.1%；矿产银 228.93 吨，较上年同比增长 14.68%，2022-2024 复合增速达 24.4%；矿产锌 59,740.98 吨，较上年同比增长 8.67%，2022-2024 复合增速达 20.1%；公司主营产品（铋、铁、金除外）产量均实现逐年递增。2025 年上半年，受银漫矿业停产影响，公司锡产量及铅产量同比下降，但银及锌产量保持正增，其中矿产银 131.32 吨，较上年同比增长 4.57%；矿产锌 29,986.14 吨，较上年同比增长 6.42%。

图表10 近年来公司矿产锡产量逐年增长



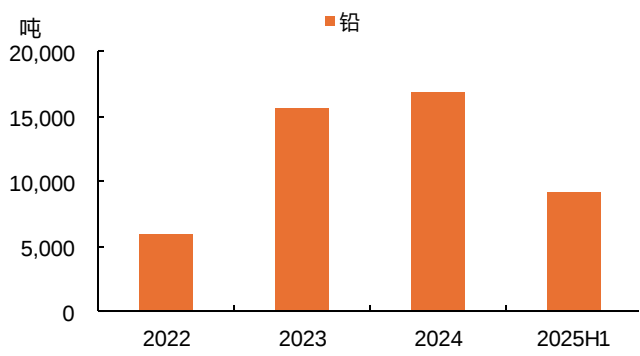
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表11 近年来公司矿产银产量逐年增长



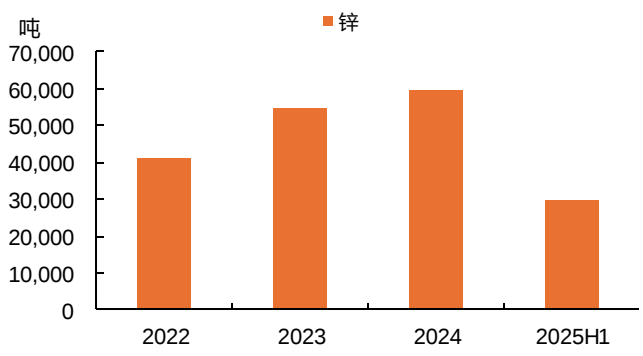
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表12 铅精粉产销



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表13 锌精粉产销



资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、优质资源多点开花，夯实公司竞争力

公司所在的内蒙古自治区资源丰富，成矿条件优越，矿产资源储量居全国之首。公司有色金属矿产资源丰富，包含银、锡、锌、铅、铁、铜、锑、金等有色金属及贵金属。经过多年来的矿产资源整合开发，公司生产能力及采选技术科技含量在同规模矿山企业中均处领先地位。截至 2024 年底公司银保有储量 2.72 万吨，锡保有储量 18.57 万吨，锌储量 389.26 万吨。

图表14 公司自有矿山情况

金属	锌（万吨）	铅（万吨）	铁（万吨）	银（万吨）	锡（万吨）	铜（万吨）	锑（万吨）	镍（万吨）
保有储量	389.26	132.92	804.35	2.72	18.57	16.81	18.27	32.84

金属	金（吨）	镉（吨）	铟（吨）
保有储量	20.6	9104	1130.7

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.1 拓展银矿布局，打开白银业务增长空间

■ 银漫矿业：二期项目打开成长空间

公司子公司银漫矿业以铅锌银矿和铜锡银锌矿蕴藏为主，为公司贡献全部锡及多数银产量，2024 年银漫矿业银产量占公司总产量比重近 70%。银漫矿业含银量较高、矿产品位较高，剩余服务年限较长，为国内最大的白银生产矿山之一。根据中国有色金属工业协会锡业分会数据，银漫矿业 2023 年锡精矿产量国内排名第二，国内市场占有率 8.7%，市场占有率较 2022 年上升了 6.1%。银漫矿业选矿厂分为两个系统，分别是铜锡系统和铅锌系统。截至 2024 年底，银漫矿业采矿许可证范围内保有资源量矿石量达 5640.1 万吨，其中银金属量 8058 吨，锡 18.57 万吨，锌 67.31 万吨。

图表15 银漫矿业资源储量情况

矿石量（万吨）		锌（万吨）		铅（万吨）		银（吨）	
铅锌银	1518.8	金属量	品位	金属量	品位	金属量	品位
		46.68	3.55%	13.50	1.67%	2242.2	183.83 克/吨

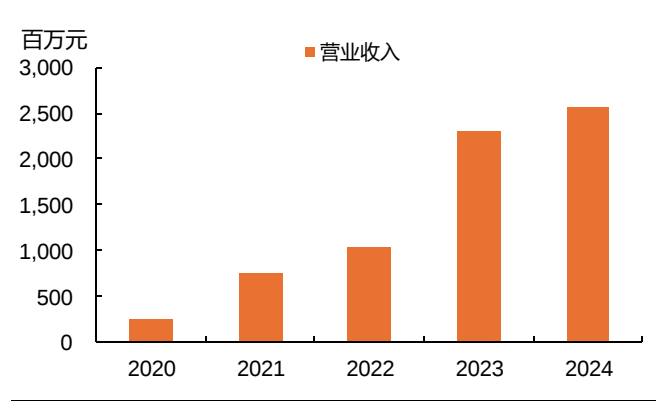
矿石量（万吨）		锌（万吨）		银（吨）		铜（万吨）		锡（万吨）	
铜锡银	4121.3	金属量	品位	金属量	品位	金属量	品位	金属量	品位
		20.64	2.92%	5816.2	184.99 克/吨	2.29	0.57%	18.57	0.73%

铟（吨）		镉（吨）		锑（万吨）		铅（万吨）	
伴生	957.5	金属量	品位	金属量	品位	金属量	品位
		16.84 克/吨	0.016%	18.27	0.321%	12.69	0.319%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

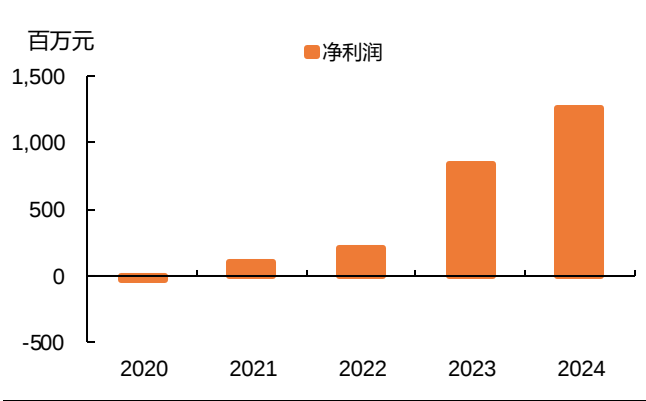
复产后技改推进，近年来银漫矿业净利润持续增长。银漫矿业因运输安全事故自2019年2月至2020年7月处于停产状态，2021年逐步实现复产，公司银、锡锌等主力金属产品销量提升，推动净利润扭亏为盈。2023年银漫矿业进行选厂停产技改，选矿工艺在原有的基础上增加锡石浮选，7月完成并投入使用，实现了原矿品位增加的同时锡石回收率同步提升，其中锡矿品位由2022年的0.76%提高到2023年的1.2%，回收率由原来的44%提高至60%，铅锌及银产量实现同步增长。

图表16 银漫矿业营业收入



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表17 银漫矿业净利润



资料来源：各公司公告，平安证券研究所

银漫矿业目前采选产能 165 万吨/年，主要产品为银金属、锡金属、锌金属、铜金属、铅金属。当前公司积极推进银漫矿业扩建工程项目建设，项目建成投产后，银漫矿业采选产能将由 165 万吨/年提升至 297 万吨/年，将进一步增强公司的盈利能力和市场竞争力。根据公司投资者交流纪要，自 2023 年三季度，银漫二期地下工程井巷开拓已经开工，到 2024 年底井巷开拓工作已经完成了总工程量的 50%左右，预计工期为 1-2 年左右。银漫二期的井巷开拓对银漫一期的采矿产生一定影响，随着未来二期竣工，银漫矿业矿产品产量增长空间有望加速释放。

■ 宇邦矿业：优质银矿再下一城

2025 年初公司成功收购宇邦矿业，宇邦矿业主要产品为银铅精矿，根据世界白银协会统计的截至 2023 年底的数据，宇邦矿业单体银矿排名位列亚洲第一位，全球第五位。根据 2025 年 3 月底资源储量核实报告，银、铅、锌金属资源储量较 2017 年勘探结果均实现较大幅度增长，宇邦矿业探矿增储工作取得较大进展，有利于延长矿山服务年限，夯实公司资源保障。

图表18 宇邦矿业资源储量情况（截至 2025 年 3 月 31 日）

	矿石量（万吨）	银		铅		锌	
		金属量（吨）	品位	金属量（万吨）	品位	金属量（万吨）	品位
探明	2990.5	2228	74.42g/t	4.88	0.41%	18.86	0.74%
控制	12076.2	8195	67.84g/t	27.98	0.44%	94.09	0.78%
推断	14423	11198	77.61g/t	46.10	0.52%	123.59	0.92%
合计	29489.7	21621	73.29g/t	78.96	0.48%	236.53	0.85%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

受 2021-2023 年事故影响，宇邦矿业期间矿山开采工作经常停止，固定支出较大，因此亏损较为严重。2024 年以来，矿山逐步恢复正常生产，经营情况好转，2024 年 1-10 月实现净利润 2837.23 万元，入选矿石量达 95 万吨，随着生产量扩大，矿山规模效应有望逐步显现。

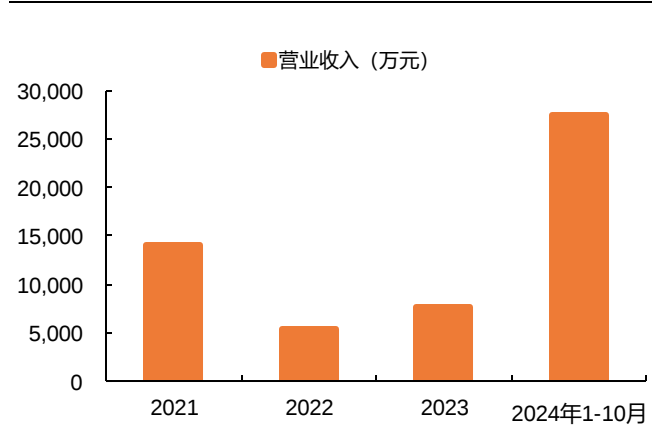
目前，宇邦矿业经批复核定的采矿规模为 2000 吨/天，选矿备案规模为 5000 吨/天，规划对宇邦矿业进行改扩建，扩建至 825 万吨/年，预计建设周期 4 年。随着未来宇邦矿业扩建项目落地，矿山资源潜力加速释放，银铅锌产品产销规模有望进一步提升，带动公司业绩打开增长空间。

图表19 宇邦矿业近年来开采情况

年份	原矿				精矿产量		
	入选矿石量(万吨)	银(克/吨)	锌(%)	铅(%)	银精矿(吨)	锌精矿(吨)	铅精矿(吨)
2021	44.93	79.01	0.67	0.27	14829.38	1527.73	
2022	64.78	31.52	0.32	0.11	12550.11		
2023	34.66	59.95	0.65	0.19	12519.47	986.43	
2024年1-10月	95.45	68.31	0.57	0.24	38592.94	621.54	

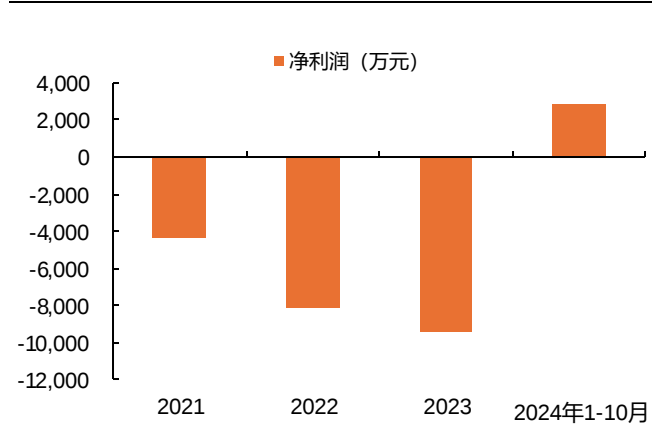
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表20 宇邦矿业近年来营收情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表21 宇邦矿业近年来利润情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 布敦银根：注入预期提升公司潜力

布敦银根矿业位于内蒙古锡林郭勒，兴业集团持有布敦银根矿业 54.31% 股权，系布敦银根矿业控股股东。布敦银根的控股权由兴业集团享有，经营理由兴业集团负责。2024 年 12 月 31 日，兴业集团拟将布敦银根矿业委托公司进行经营、管理，托管期限为自协议生效之日起 3 年，托管费为 10 万元/年（后续如布敦银根矿业开始生产建设，则托管费各方再另行签署补充协议确定）。

布敦银根金属资源丰富，银为主矿产资源，此外伴生铅锌镓等其他有色金属。截至 2024 年 12 月 22 日，布敦银根累计查明银矿资源量矿石量 7546.9 万吨，金属量 11179 吨。2024 年 9 月 24 日，布敦银根矿业取得《采矿许可证》，生产规模为 67.5 万吨/年。

兴业集团承诺，在其及下属子公司（除公司外）从事探矿业务完成探矿权转为采矿权后，在相关采矿权或相关采矿业务子公司投产且形成利润后一年内，兴业集团将启动将相关采矿权或采矿业务子公司转让给公司的工作；在兴业集团及下属子公司（除公司外）相关探矿权转为采矿权的当年，兴业集团将相关采矿权或采矿业务子公司交由公司托管经营。

图表22 布敦银根矿产资源情况

金属品种	主矿产		伴生矿产	
	银	锌	铅	镓
资源量（万吨）	7546.9	5796.3	4747.7	7541.7
金属量（吨）	11179	181233	113369	3839
平均品位	148.13g/t	0.31%	0.24%	0.0051%

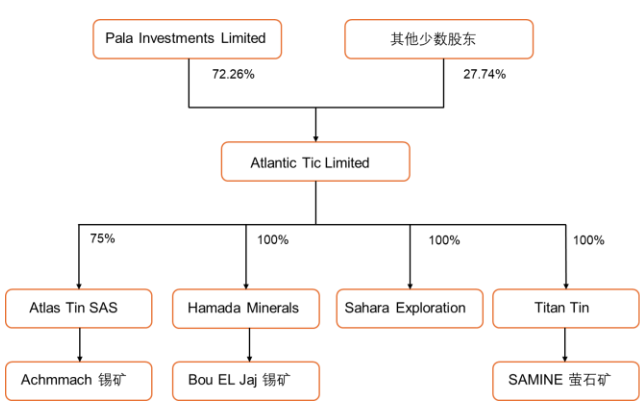
资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 收购大西洋锡业，海外锡矿布局推进

公司与 Atlantic Tin Limited（大西洋锡业有限公司）于 2025 年 4 月 30 日签署《要约实施协议》，拟指定全资子公司兴业黄金（香港）矿业有限公司收购大西洋锡业全部已发行股份。8 月 14 日，公司发布公告，子公司兴业黄金（香港）已完成接受要约的 390,650,424 股股份登记变更，占 ATL 总股本比例为 96.04%，已实际控制 ATL。后续兴业黄金（香港）将对 ATL 剩余股权发起强制收购，最终达到 100%持股。大西洋锡业拥有四宗矿业项目，分别是控股子公司 Atlas Tin SAS 下属的 Achmmach 锡矿和 Tamlalt 黄金矿、全资子公司 Titan Tin SARLAU 下属的 SAMINE 萤石矿、全资子公司 Hamada Minerals SARLAU 下属的 BOU EI JAJ 锡矿。其中，控股子公司 Atlas Tin SAS 下属的 Achmmach 锡矿为核心矿业项目，该项目已完成了主要的勘探工作。

根据《矿产资源储量规模划分标准》，锡矿大型矿山的划分标准为金属储量≥4 万吨。Achmmach 锡矿目前已相当于 5 个大型矿床。根据报告，采用 0.26%锡的边界品位对 Achmmach 矿区范围内的资源量进行估算，提交的资源量矿石量合计 3910 万吨，Sn 平均品位 0.55%，Sn 金属量 Sn213300 吨。预计 Achmmach 锡矿项目 2026 年开始商业化锡生产。本次收购将推动公司锡矿业务的国际化布局，大幅提升公司锡资源储备，随着远期项目建成投产，公司业绩弹性有望逐步释放。

图表23 大西洋锡业有限股权结构（截至 2025.5.7）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表24 Achmmach 矿区资源情况

资源类别	Achmmch（边界品位 0.26%）		
	矿石量（百万吨）	品位 Sn%	金属量（千吨）
探明资源量	2.1	0.85	18.1
控制资源量	25.8	0.61	157.7
推断资源量	11.2	0.33	37.5
合计	39.1	0.55	213.3

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 多金属矿项目齐驱，提升公司发展潜力

除银漫、宇邦等主力大型银矿山外，公司亦有其他多个多金属矿布局，包括铅锌银矿乾金达矿业及荣邦矿业；锌铁矿融冠矿业、锡林矿业；铅锌矿锐能矿业；铜镍矿唐河时代以及金矿博盛矿业，矿产资源种类丰富，进一步提升公司抗风险能力及发展潜力。

乾金达矿业主产银、铜、铅、锌，主矿产铅锌总矿石量 201.6 万吨，铅金属量 104351.4 吨，平均品位 5.18%；锌金属量 111232.8 吨，平均品位 5.52%。具备年采、选矿石量 30 万吨的生产能力，可年生产白银 120 吨、锌金属 1.2 万吨、铜金属 1,000 吨、铅金属 1.3 万吨。荣邦矿业主要产品包括锌、铅、铜、银，拥有一项采矿权，其油房西矿区银铜铅锌矿保有矿产资源储量矿石量 1210.43 万吨。融冠矿业拥有一项采矿权和一项探矿权，生产规模 135 万吨/年，主要产品为锌精矿、铁精矿。锡林矿业拥有一项采矿权，生产规模 72 万吨/年，主要产品为锌、铁、铋、钨。

图表25 公司其他多金属矿山项目资源情况

矿山项目	乾金达矿业		荣邦矿业		锡林矿业		锐能矿业		融冠矿业		唐河时代	博盛矿业
	主矿产	伴生	主矿产	伴生			主矿产	伴生	主矿产	伴生		
矿石量（万吨）	201.60	116.20	1011.36		906.12		574.32		1892.60	854.00	9754.90	312.23
铅金属量（万吨）	10.44		3.34	0.79			8.09	0.30				
平均品位	5.18%		1.18%	0.34%			1.89%	0.28%				
锌金属量（万吨）	11.12		13.14	0.53	20.29		14.80	0.51	75.37			
平均品位	5.52%		1.60%	0.68%	2.24%		3.36%	0.47%	3.98%			
银金属量（吨）		378.10	122.60	361.40			90.66	145.27		209.90		
平均品位（克/吨）		325.39	114.47	42.58			77.14	33.50		13.76		
铁金属量（万吨）					270.75				533.60			
平均品位					29.88%				30.19%			
铜金属量（万吨）		0.39	0.84	0.14			1.21	0.20			11.75	
平均品位		0.64%	0.65%	0.25%			0.70%	0.25%			0.12%	
金金属量（吨）				85.90								20.51
平均品位（克/吨）				0.12								6.57
镍金属量（万吨）											32.84	
平均品位											0.34%	

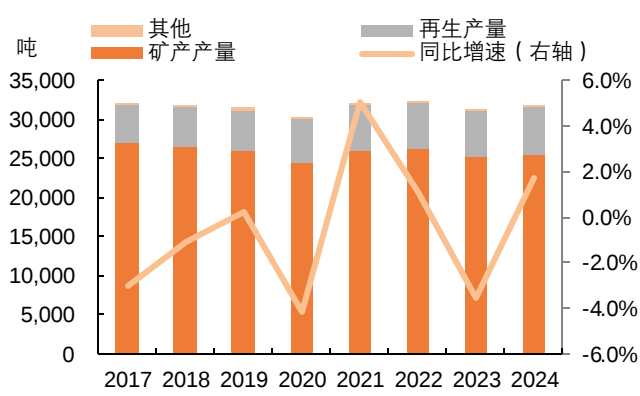
资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、银：供需格局向好，金银比或逐步修复

3.1 供给：伴生占比较高，供应刚性凸显

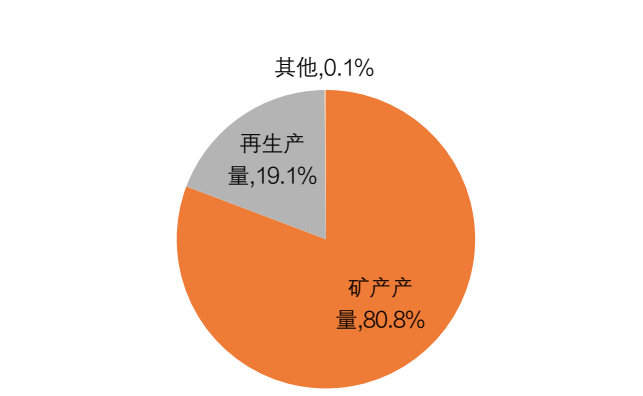
全球白银供给总量相对平稳。2024 年全球白银供给总量约 3.16 万吨，同比增加 1.7%。历史表现来看，全球白银供给规模近年来总体平稳，规模中枢现小幅下降，2016-2024 年供应总量 CAGR 达-0.5%。矿产银占比仍处于较高水平。2024 年全球白银供给矿产银占比达 80.8%，再生产量占比约 19.1%。近年来白银原、再生占比稳定，矿产银产量占比维持在 80%以上，主导白银总体供给变化。

图表26 全球白银供给情况



资料来源：世界白银协会，平安证券研究所

图表27 2024 年全球白银供给结构

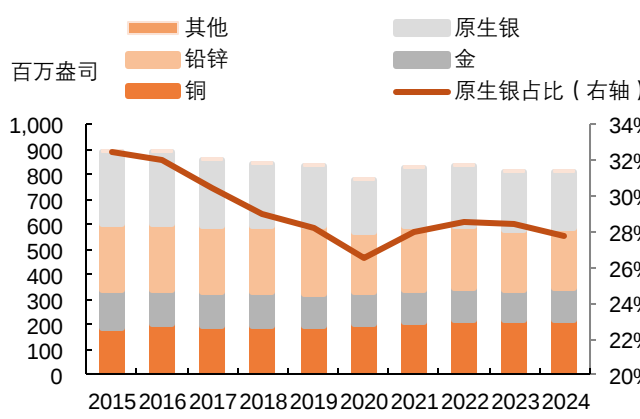


资料来源：世界白银协会，平安证券研究所

伴生产量占比高，铅锌矿为主要伴生矿种。矿产白银多为其他有色金属的伴生产品，2024 年全球矿产银总供给中伴生矿产量占比约 72.2%。具体来看，铅锌、铜及黄金为白银主要伴生的金属品类，其中铅锌占比最高，2024 年铅锌矿伴生的白银产量约达 7505 吨，占总体矿山银产量 29.4%。

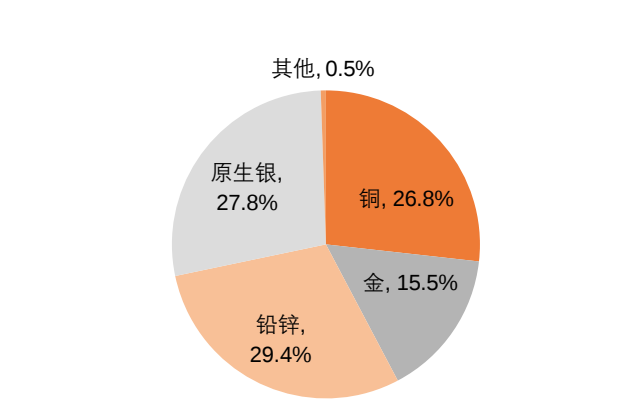
供给结构决定了白银供给对银价的正相关性较弱。通常来说，成本变化较小的情况下，金属价格中枢的抬升带来矿山采冶利润的改善，利润驱动下矿企倾向于加大项目资本开支，进一步带来金属产量的弹性释放。但白银伴生产量占比相对较高，通常作为其他工业金属的副产品，矿企资本开支意愿的强弱更多与矿山主要金属产品相关，银价中枢的走高难以直接刺激出白银产量的增量释放。

图表28 矿产银供给结构



资料来源：世界白银协会，平安证券研究所

图表29 2024 年矿产银供给结构



资料来源：世界白银协会，平安证券研究所

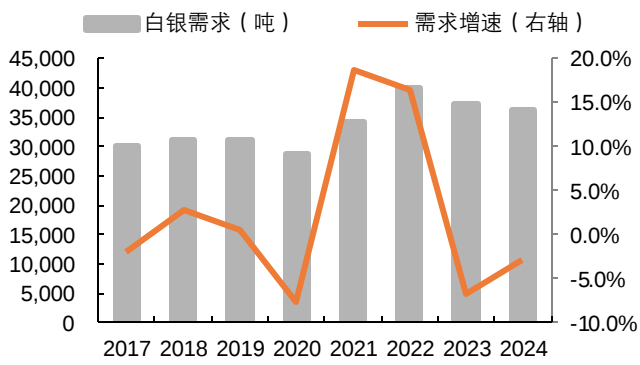
3.2 需求：工业需求增长持续，短缺格局或仍延续

全球白银需求 2020 年后呈现中枢性抬升，2021 年以来整体需求规模维持在 3.4 万吨以上，趋势上来看，近年来白银需求规模呈现边际下降，2024 年全球白银总需求下降 2.9%至 3.62 万吨，主要受白银实物投资需求规模下降拖累。

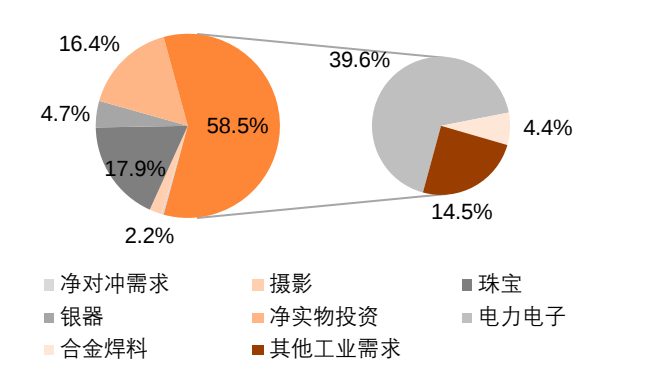
结构上来看，工业需求仍为白银主要下游需求领域，2024 年全球白银工业需求占比约 58.5%，其中电力电子为工业需求的主要应用方向，对总需求占比约 40%。珠宝占比 18%，为总体第二大需求领域。此外白银实物投资需求占比约 16%。

图表30 全球白银需求

图表31 2024 年全球白银需求结构



资料来源：世界白银协会，平安证券研究所

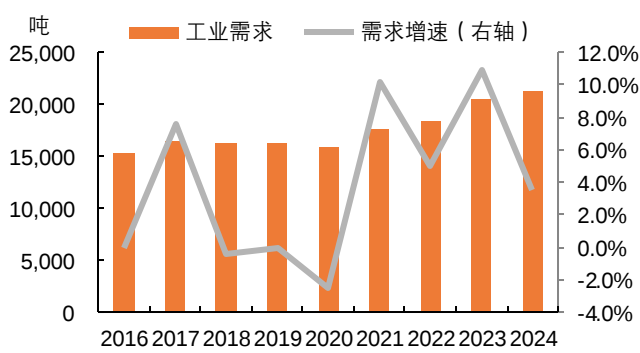


资料来源：世界白银协会，平安证券研究所

结构上来看，白银近年来需求规模走低主要由于实物投资疲软以及银器和摄影需求下降，工业需求仍维持持续增长。2024 年白银工业需求同比增长 3.6%，光伏需求为近年来工业需求第一大增长极，2023 年光伏用银规模大幅提升 63.2%至 5993 吨，2024 年在高基数水平上同比增长 2.6%至 6147 吨，2024 年光伏领域白银需求对总体白银工业需求占比达 29%。

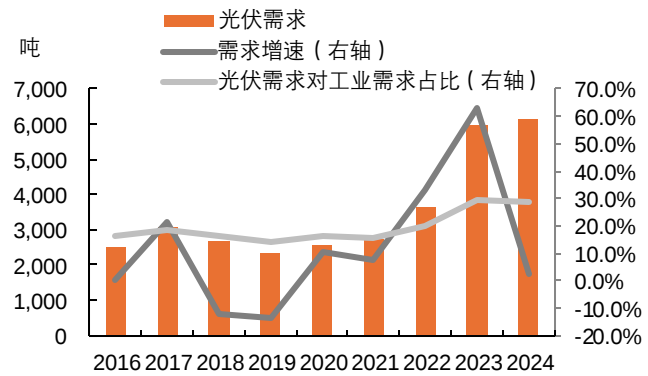
此外，新能源汽车、电力电网及 AI 应用等终端需求也同步提振白银工业需求，合金焊料及其他工业领域白银产品 2024 年同比增速达 3.4%。

图32 全球白银工业需求增速



资料来源：世界白银协会，平安证券研究所

图33 光伏需求及占比



资料来源：世界白银协会，平安证券研究所

平衡方面来看，根据世界白银协会预测，预计 2025 年全球白银仍呈短缺格局，短缺幅度较 2024 年呈现一定收敛，约达 3660 吨，缺口占预计需求比重达 10.2%。供给端预计全年增幅达 1.5%，矿产银预计增长 1.9%，再生白银产量降低 0.4%。需求方面，工业需求或呈小幅下滑，预计全年增速为-0.4%，此外以银器、摄影为代表的非工业需求一定程度上拖累总体需求增速，预计全年全球总体需求增速达-1.4%。在供增需减假设下，全球白银仍呈供需缺口，基本面或为银价提供较强支撑。

图34 全球白银供需平衡表

单位：吨	2021	2022	2023	2024	2025F
矿产银	25,842	26,107	25,278	25,497	25,972
再生银	5,932	6,020	5,708	6,032	6,009
其他	47	54	51	45	75

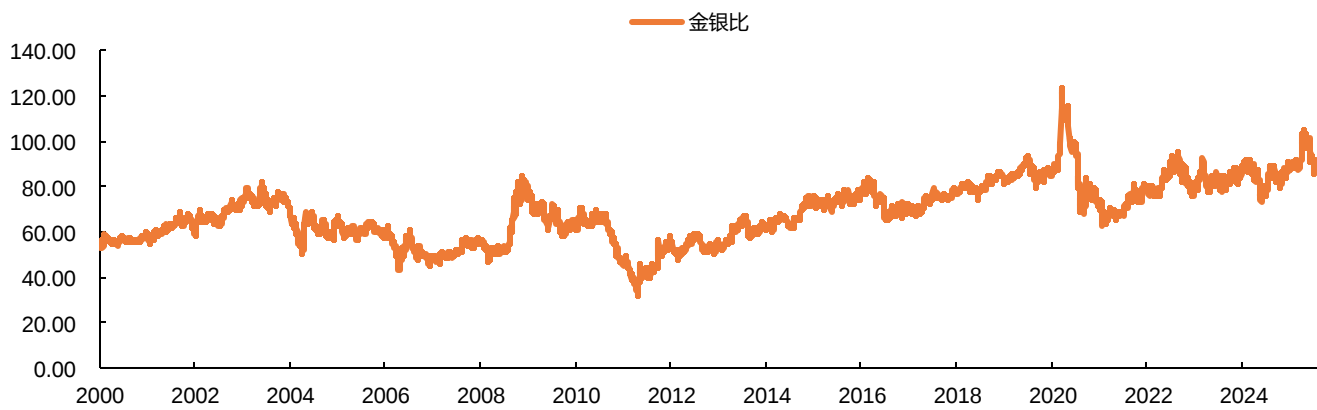
供给总计	31,821	32,181	31,037	31,574	32,056
工业需求	17,546	18,422	20,439	21,165	21,070
摄影	862	860	851	792	751
珠宝	5,661	7,295	6,316	6,491	6,104
银器	1,267	2,286	1,715	1,684	1,432
实物投资	8,844	10,522	7,599	5,939	6,359
其他	109	558	356	136	0
需求合计	34,289	39,943	37,276	36,207	35,716
供需平衡	-2,468	-7,762	-6,239	-4,633	-3,660

资料来源：世界白银协会，平安证券研究所

3.3 银价：工业属性助推白银补涨，金银比或逐步收敛

历史走势来看，金银比收敛通常始于经济走弱或悲观预期引发的黄金货币属性的极致定价之后，收敛过程通常伴随宽松的货币及财政政策环境，经济周期景气回升以及风险偏好的逐步修复。收敛终点多对应宽松周期结束或经济增长的边际走弱。我们认为当前处于相对高位的金银比，后续有望在宽松环境及工业需求提振背景下，实现趋势性收敛。海外方面，通胀虽干扰美联储降息节奏，但就业数据压力下，美联储或难言降息终点；此外欧央行处于降息通道内，宽松背景有望驱动金银比收敛。

图表35 金银比



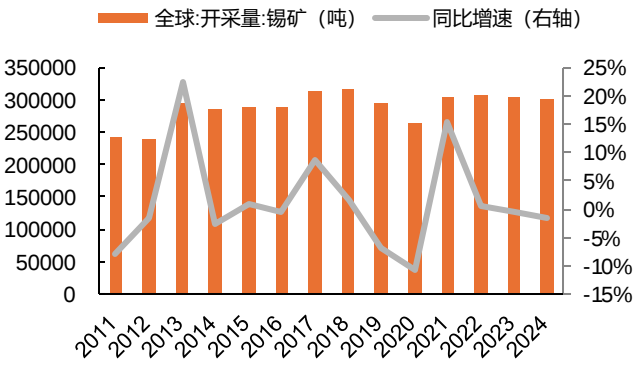
资料来源：Wind，平安证券研究所

四、锡：资源稀缺性与需求弹性齐驱，锡价中枢有望上移

4.1 供给：资源稀缺性加剧，供应或长期维持刚性

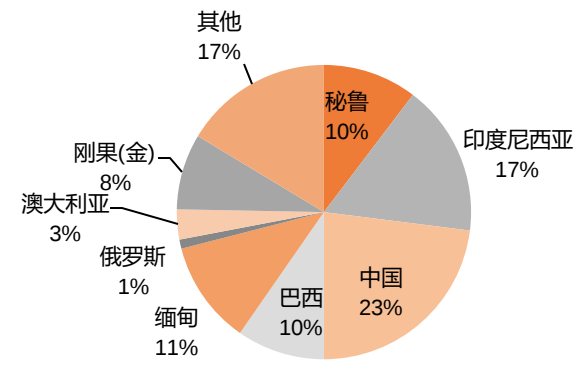
近年来全球锡矿产量弹性逐渐减小，2021 年以来全球锡矿产量规模总体维持 30 万吨左右，2024 年达 30 万吨，同比减少 1.6%。区域分布来看，2024 年锡矿产量主要由中国、印尼、缅甸以及秘鲁等国家贡献，四国产量占比合计近 61%，其中中国锡矿产量全球第一，产量占比达 23 %。

图表36 全球锡矿产量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

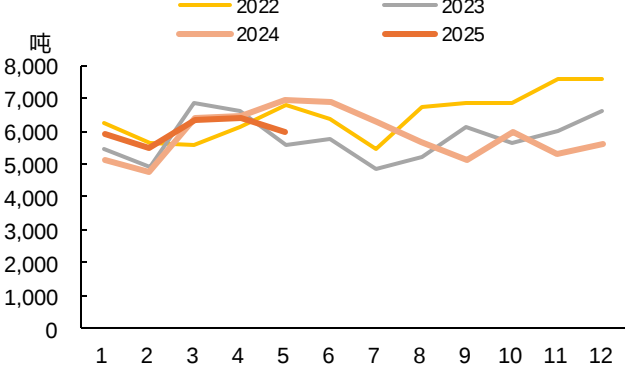
图表37 全球锡矿产量分布结构



资料来源: Wind, 平安证券研究所

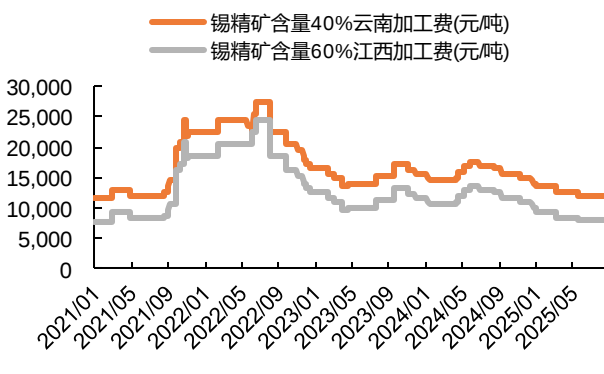
国内方面来看，2025 年上半年，国内锡矿供需格局相对偏紧。2025 年 1-5 月，国内锡矿产量 3.01 万吨，同比增长 1.6%。加工费方面来看，云南及江西两地锡矿加工费年初以来持续走低，逐步接近近年来历史低位，矿端紧缺格局持续。进口方面来看，2025 年 1-6 月份，我国锡精矿累计进口量达 6.21 万吨，同比下降 32.4%。主要原因是自缅甸进口量持续维持低位，此外刚果（金）Bisie 矿上半年阶段性停产，国内进口受到较大影响。

图表38 国内锡矿产量



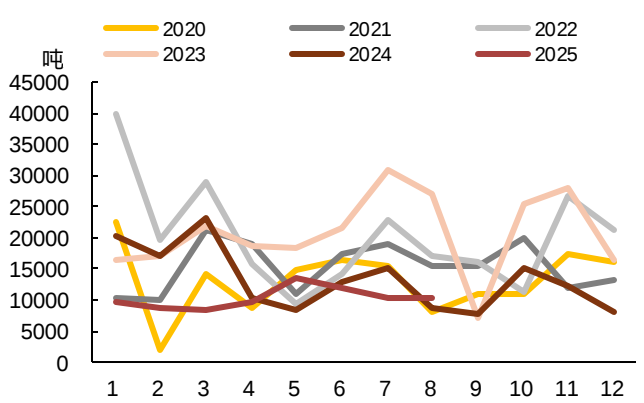
资料来源: SMM, 平安证券研究所

图表39 锡精矿加工费



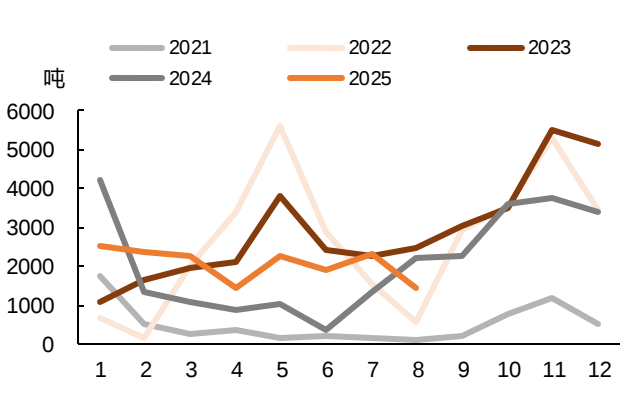
资料来源: 百川盈孚, 平安证券研究所

图表40 中国锡矿进口



资料来源：SMM，平安证券研究所

图表41 中国精锡进口



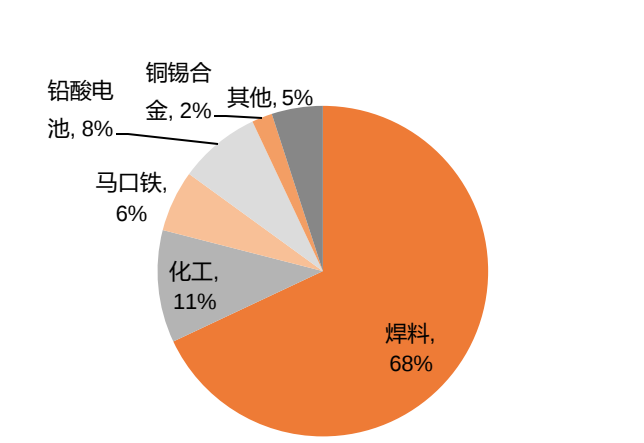
资料来源：Wind，平安证券研究所

短期来看，虽缅甸佤邦矿区有复产预期，海外供应或边际提升。但长期来看，随着全球锡资源稀缺性加剧，静态开采年限走低，锡供应弹性难寻。此外，近年来海外供应扰动频发。海外地缘政治、当地产业政策等扰动因素对锡矿产量稳定性影响程度加大，长期来看，锡供应增量难言乐观，我们认为全球锡供应或仍维持较强刚性。

4.2 需求：AI 打开锡长期需求增长空间

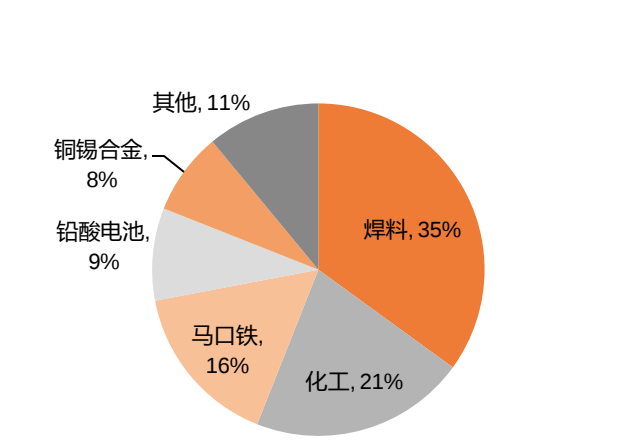
锡焊料为精锡主要消费领域。锡具有熔点低、导电性强、不易氧化等特点，能够与多种金属和非金属材料形成牢固的接合，因此被广泛用作焊接材料，主要用来连接电子元器件的线路，终端消费与半导体、光伏等密切相关。分区域来看，我国精锡消费更为集中，锡焊料消费占比达 68%；海外锡消费结构相对分散，锡焊料、锡化工以及镀锡合计占比超 70%。

图表42 2024 年中国精锡消费结构



资料来源：ITA，平安证券研究所

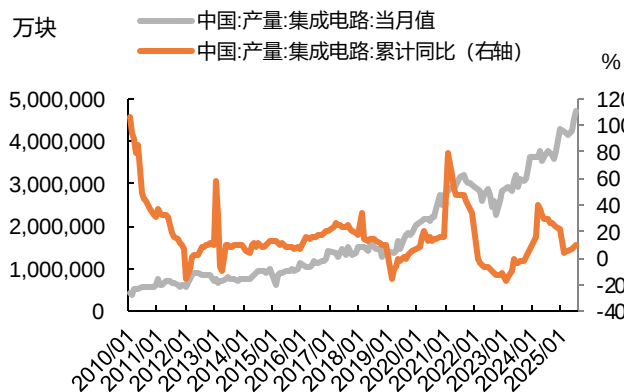
图表43 2024 年海外精锡消费结构



资料来源：ITA，平安证券研究所

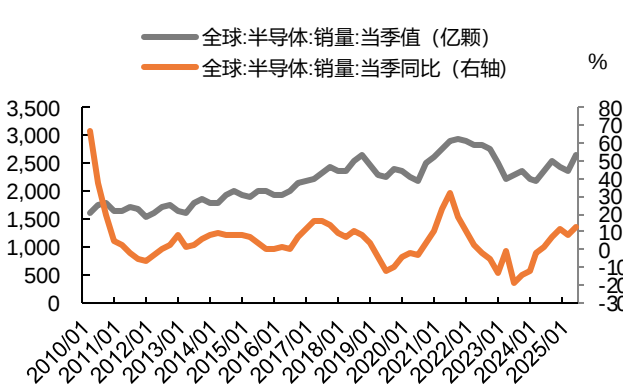
半导体作为锡焊料消费的基本盘，景气上行有望带动锡焊料需求快速回暖。随着 AI 产业发展推进，对芯片和电子元件的需求加速提升。锡基焊料作为连接芯片与电路板的必备材料，需求弹性有望随 AI 产业发展快速提升。此外，从历史表现来看，LME 锡价与费城半导体指数一定程度上呈正相关性。2025 年以来费城半导体指数整体处于上行通道，随着半导体景气周期开启，锡焊料需求有望快速回暖。

图表44 中国集成电路产量及累计同比



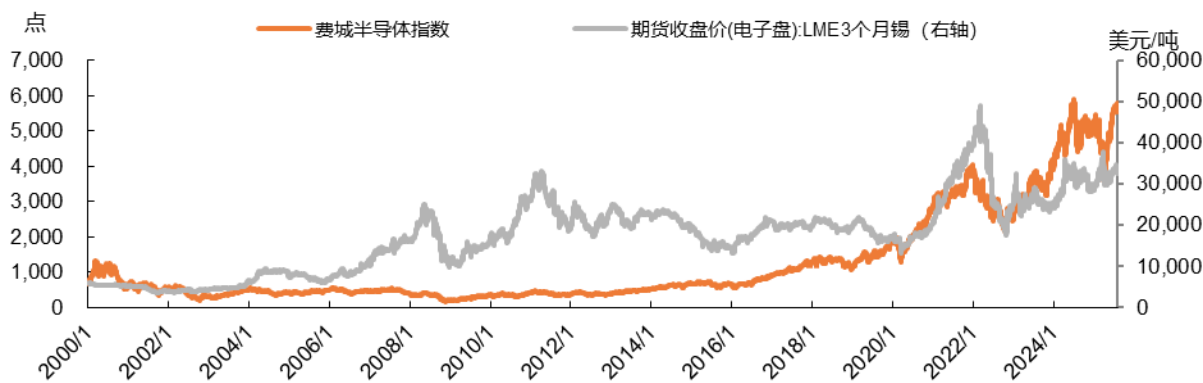
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表45 全球半导体销量及同比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表46 费城半导体&锡价



资料来源: Wind, 平安证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 基本假设

矿产银

随着公司银漫矿山二期建成落地, 宇邦矿业投产, 预计公司 2025-2027 年矿产银销量为 300、330、330 吨。银价方面, 我们认为白银供给长期刚性, 工业需求驱动白银需求空间打开, 同时宽松环境有望驱动金银比收敛, 银价中枢有望持续抬升。假设 2025-2027 年白银价格为 8500、8600、8800 元/千克 (含税), 毛利率为 69%、70%、70%。

矿产锡

远期公司银漫二期投产带来矿产锡产销增长, 预计公司 2025-2027 年矿产锡销量为 9000、13000、18000 吨。锡价方面, 资源稀缺性与需求弹性齐驱, 锡价中枢有望上移。假设 2025-2027 年锡价格为 26.5、26.8、27 万元/吨 (含税), 毛利率为 73%、74%、74%。

矿产铅

预计公司 2025-2027 年矿产铅销量为 1.7 万吨，假设 2025-2027 年铅价格为 16800 元/吨（含税），毛利率为 51%。

矿产锌

预计公司 2025-2027 年矿产锌销量为 6 万吨，假设 2025-2027 年铅价格为 23000 元/吨（含税），毛利率为 51%。

图表47 公司各板块业务预测		2024A	2025E	2026E	2027E
矿产银	营业收入（亿元）	11.7	19.7	21.9	22.4
	毛利（亿元）	7.7	13.7	15.3	15.7
	毛利率	66%	69%	70%	70%
矿产锡	营业收入（亿元）	14.2	17.9	26.1	36.4
	毛利（亿元）	10.3	13.1	19.2	26.9
	毛利率	72%	73%	74%	74%
矿产铅	营业收入（亿元）	2.3	2.3	2.3	2.3
	毛利（亿元）	1.2	1.2	1.2	1.2
	毛利率	54%	51%	51%	51%
矿产锌	营业收入（亿元）	9.8	9.9	9.9	9.9
	毛利（亿元）	5.0	5.1	5.1	5.1
	毛利率	51%	51%	51%	51%
其他	营业收入（亿元）	4.8	5.2	5.3	5.4
	毛利（亿元）	2.7	3.1	3.2	3.3
	毛利率	56%	59%	60%	61%
合计	营业收入（亿元）	42.7	55.0	65.6	76.5
	毛利（亿元）	26.9	36.1	44.0	52.1
	毛利率	63%	66%	67%	68%

资料来源：公司公告，平安证券研究所
注：假设价格为各金属均价，由于公司销售产品为矿产品，假设价格与实际售价存在一定差异

5.2 投资建议

公司近年来资源布局持续推进，未来随着银漫二期、宇邦及大西洋锡业等项目逐步放量，公司银锡产量增长弹性有望持续释放。银价方面，白银全年供需预计仍维持缺口，基本面有望逐步形成上涨催化，同时宽松周期内金银比预计将逐步向下收敛，白银有望进入补涨阶段。精锡近年来资源稀缺性加剧，供应或长期维持刚性，需求弹性有望随 AI 产业发展快速提升，锡价中枢有望上移。量价齐升下公司业绩弹性有望加速释放。预计公司 2025-2027 年营业收入为 55.03、65.60、76.54 亿

元，归母净利润为 20.28、24.88、29.74 亿元，首次覆盖给予“推荐”评级。

公司银、锡业务占比较高，我们选取主营业务较为一致的华锡有色、锡业股份及盛达资源作为可比公司，按 2025 年 9 月 22 日 Wind 一致预期计算的可比公司 2024 年市盈率均值为 21.0 倍，量增逻辑下，公司成长性较高，行业景气度提升有望进一步驱动公司业绩实现持续增长，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表48 可比公司估值表

证券代码	证券名称	股价（元）		EPS（元/股）				P/E（倍）		
		2025/09/22	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
600301.SH	华锡有色	31.09	1.47	1.81	2.18	21.1	17.2	14.3		
000960.SZ	锡业股份	20.58	1.42	1.62	1.77	14.5	12.7	11.6		
000603.SZ	盛达资源	22.30	0.82	1.21	1.55	27.3	18.4	14.4		
可比公司平均 PE						21.0	16.1	13.4		
000426.SZ	兴业银锡	26.58	1.14	1.40	1.67	23.3	19.0	15.9		

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：可比公司盈利预测为 2025 年 9 月 22 日 Wind 一致预期

六、风险提示

- 1、**金属价格波动的影响。**公司主营银、锡、铅、锌等多种金属。各种金属价格若发生较大波动，一定程度来带来公司业绩出现较大程度的波动。
- 2、**公司扩产项目大幅不及预期。**如果公司扩产项目受到设备及外部环境等方面的影响，施工进度大幅不及预期，则可能对公司业绩产生影响。
- 3、**海外地缘政治出现较大幅度超预期变化。**如果海外宏观政治局势出现超预期变化，则或一定程度影响白银等贵金属价格，公司矿产银业务或受到一定影响。

资产负债表单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1705	5683	9745	14326
现金	1139	4914	8853	13308
应收票据及应收账款	4	130	155	180
预付账款	5	11	13	15
其他应收款	47	74	88	102
存货	506	526	602	680
其他流动资产	4	28	34	39
非流动资产	10460	10185	9843	9441
长期投资	219	202	185	168
固定资产	4353	4426	4715	5213
无形资产	4124	3274	2524	1724
其他非流动资产	1764	2283	2419	2336
资产总计	12165	15868	19588	23767
流动负债	3033	4354	5283	6246
短期借款	304	604	964	1344
应付票据及应付账款	948	1313	1504	1698
其他流动负债	1781	2437	2815	3204
非流动负债	1150	1739	2334	2935
长期借款	755	1344	1939	2539
其他非流动负债	395	395	395	395
负债合计	4183	6093	7617	9181
少数股东权益	82	106	131	154
股本	1776	1776	1776	1776
资本公积	2309	2309	2309	2309
留存收益	3816	5585	7754	10348
归属母公司股东权益	7901	9669	11839	14432
负债和股东权益	12165	15868	19588	23767

现金流量表单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1815	4194	4380	4964
税后经营利润	1502	2052	2514	2997
折旧摊销	555	1258	1325	1385
财务费用	119	60	90	120
投资损失	10	12	12	12
营运资金变动	-402	819	446	457
其他经营现金流	31	-7	-7	-7
投资活动现金流	-1004	-988	-988	-988
资本支出	663	1000	1000	1000
长期投资	-46	0	0	0
其他投资现金流	-295	12	12	12
筹资活动现金流	-23	569	547	480
短期借款	-80	300	360	380
长期借款	-395	589	595	600
其他筹资现金流	451	-320	-408	-501
现金净增加额	788	3776	3939	4455

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

利润表单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4270	5503	6560	7654
营业成本	1582	1890	2164	2444
税金及附加	256	330	394	459
销售费用	4	6	7	8
管理费用	376	546	650	759
研发费用	94	149	177	207
财务费用	119	60	90	120
资产减值损失	-48	-114	-136	-159
信用减值损失	1	0	0	0
其他收益	2	2	2	2
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	-10	-12	-12	-12
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	1787	2399	2933	3488
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	22	41	41	41
利润总额	1765	2359	2893	3448
所得税	263	306	379	452
净利润	1502	2052	2514	2997
少数股东损益	-28	25	25	22
归属母公司净利润	1530	2028	2488	2974
EBITDA	2438.6	3677.0	4307.5	4953.4
EPS (元)	0.86	1.14	1.40	1.67

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	15.2	28.9	19.2	16.7
营业利润(%)	57.0	34.3	22.2	19.0
归属于母公司净利润(%)	57.8	32.5	22.7	19.5
获利能力				
毛利率(%)	63.0	65.7	67.0	68.1
净利率(%)	35.8	36.8	37.9	38.9
ROE(%)	19.4	21.0	21.0	20.6
ROIC(%)	20.3	26.9	37.6	49.8
偿债能力				
资产负债率(%)	34.4	38.4	38.9	38.6
净负债比率(%)	-1.0	-30.4	-49.7	-64.6
流动比率	0.6	1.3	1.8	2.3
速动比率	0.4	1.2	1.7	2.2
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	958.3	570.3	570.3	570.3
应付账款周转率	1.70	1.48	1.48	1.48
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.14	1.40	1.67
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	2.36	2.47	2.80
每股净资产(最新摊薄)	4.45	5.45	6.67	8.13
估值比率				
P/E	30.9	23.3	19.0	15.9
P/B	6.0	4.9	4.0	3.3
EV/EBITDA	8.12	12.11	9.67	7.74

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 ± 10%之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 ± 5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层