

自产金量价齐升增厚利润，期待美盛达产

2025 年 10 月 31 日

► **事件：公司发布 2025 年三季报。**2025 年前三季度公司实现营收 104.04 亿元，同比增长 106.2%，归母净利 2.96 亿元，同比增长 168.04%，扣非归母净利 4.05 亿元，同比增长 134.59%；单季度看，Q3 单季度公司实现营收 53.74 亿元，同比增长 159.71%，环比增长 74.07%，归母净利润 1.43 亿元，同比增长 222%，环比增长 19.86%；扣非归母净利 2.21 亿元，同比增长 159.87%，环比增长 58.58%，业绩符合预期。

► **点评：黄金板块量价齐升，降本增效抬升盈利空间。**量：前三季度公司实现自产金产/销量 0.92/1.15 吨，同比增长 24.23%/27.20%，Q3 单季度产/销量 0.39/0.50 吨，同比增长 70.4%/83.8%。**锰板块**，前三季度公司电解锰/锰矿石/硅锰合金产量 5.9/43.1/4.7 万吨，同比变动-3.0%/+25.8%/-37.9%，Q3 单季度电解锰/锰矿石/硅锰合金产量 1.9/27.2/1.1 万吨，同比变动-7.4%/+32.5%/-59.1%；**生产目标**：根据年报，公司计划全年实现矿产/冶炼金产量 1.79/8.00 吨，锰矿石/电解锰产量 45/8 万吨。**价：金**：前三季度黄金均价 3203 美元/盎司，同比增长 39.6%；Q3 金均价为 3459 美元/盎司，同比增长 39.9%、环比增长 5.4%；**锰**：前三季度电解锰均价 1.48 万元人民币/吨，同比增长 5.0%，Q3 锰均价 1.5 万元人民币/吨，同比增长 6.7%，环比增长 1.5%；**成本**：前三季度矿产金销售成本约 262 元/克，同比下降 5.17%，Q3 单季度成本约为 236 元/克，对比上半年成本（282 元/克）持续优化；**利**：前三季度公司自产金实现毛利率 62.93%，同比增长 17.38pct，Q3 单季度实现毛利率 68.96%，同比增长 15.31pct，对比上半年毛利率增长 11.33pct。Q1-3 电解锰/锰矿石/硅锰毛利率 17.85%/33.85%/12.84%，同比增长 1.80/3.83/1.48pct。公司前三季度整体毛利率/净利率 8.12%/2.76%，同比变动-1.93%/+0.21pct，Q3 单季度毛利率/净利率 7.65%/2.65%，同比下降 2.35/0.37pct，环比下降 2.21/1.18pct。综上，公司在金价上行实现量价齐升降本增效，利润空间大幅提升。

► **集团优质资产注入，助力产量增长：**今年 6 月公司以 16.55 亿人民币对价收购集团新疆美盛 100%股权，其核心资产卡特巴阿苏金铜矿拥有金金属资源量 78.73 吨，平均品位 3.13 克/吨，铜金属资源量 4.9 万吨，项目满产后年产黄金 3.3 吨。矿山已于 5 月 30 日正式投产，目前处于产能爬坡阶段，公司即将步入高速增长期。

► **投资建议：**伴随公司卡特巴阿苏金铜矿注入完成且正式投产，公司 2024 年利润扭亏为盈后 2025 年即将开启高速增长期。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.04/20.21/29.43 亿元，按照 10 月 31 日收盘价，对应 PE 为 50/12/9 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**产品价格波动风险，安全生产风险，项目进展不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	7,001	14,354	19,434	21,428
增长率 (%)	56.7	105.0	35.4	10.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	290	504	2,021	2,943
增长率 (%)	205.7	74.0	301.1	45.6
每股收益 (元)	0.32	0.55	2.22	3.23
PE	87	50	12	9
PB	5.4	4.8	3.5	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

27.50 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

研究助理 王作桢

执业证书：S0100124060015

邮箱：wangzuoshen@glms.com.cn

相关研究

1.西部黄金 (601069.SH) 深度报告：天山金翼淬锰铍，乘风美盛展云霓-2025/09/04

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,001	14,354	19,434	21,428
营业成本	6,201	13,150	16,146	16,901
营业税金及附加	80	144	194	214
销售费用	3	7	10	11
管理费用	248	244	311	321
研发费用	29	29	39	43
EBIT	453	794	2,751	3,957
财务费用	33	114	170	112
资产减值损失	-35	-43	-13	-13
投资收益	-6	-7	-10	-11
营业利润	368	630	2,558	3,822
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	366	630	2,558	3,822
所得税	76	126	537	879
净利润	290	504	2,021	2,943
归属于母公司净利润	290	504	2,021	2,943
EBITDA	850	1,344	3,478	4,710

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,176	1,487	2,197	3,548
应收账款及票据	899	1,833	2,481	2,736
预付款项	175	657	65	68
存货	829	2,519	2,678	2,569
其他流动资产	97	208	270	294
流动资产合计	3,175	6,704	7,691	9,215
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,043	2,213	2,246	2,176
无形资产	1,528	4,028	4,028	4,028
非流动资产合计	4,451	8,436	8,147	7,850
资产合计	7,626	15,140	15,838	17,065
短期借款	422	2,722	1,722	722
应付账款及票据	290	804	987	1,033
其他流动负债	778	866	940	997
流动负债合计	1,490	4,391	3,648	2,752
长期借款	768	3,877	3,377	2,877
其他长期负债	731	1,699	1,699	1,699
非流动负债合计	1,498	5,577	5,077	4,577
负债合计	2,988	9,968	8,725	7,329
股本	918	911	911	911
少数股东权益	1	1	2	2
股东权益合计	4,638	5,172	7,113	9,736
负债和股东权益合计	7,626	15,140	15,838	17,065

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	56.68	105.03	35.39	10.26
EBIT 增长率	487.23	75.15	246.47	43.85
净利润增长率	205.69	74.01	301.07	45.62
盈利能力 (%)				
毛利率	11.42	8.39	16.92	21.13
净利率	4.14	3.51	10.40	13.73
总资产收益率 ROA	3.80	3.33	12.76	17.24
净资产收益率 ROE	6.24	9.74	28.41	30.23
偿债能力				
流动比率	2.13	1.53	2.11	3.35
速动比率	1.43	0.78	1.33	2.35
现金比率	0.79	0.34	0.60	1.29
资产负债率 (%)	39.18	65.84	55.09	42.95
经营效率				
应收账款周转天数	32.24	26.68	30.40	33.34
存货周转天数	41.88	45.82	57.93	55.88
总资产周转率	0.97	1.26	1.25	1.30
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.55	2.22	3.23
每股净资产	5.09	5.68	7.81	10.69
每股经营现金流	0.40	-1.13	3.21	4.14
每股股利	0.05	0.09	0.35	0.51
估值分析				
PE	87	50	12	9
PB	5.4	4.8	3.5	2.6
EV/EBITDA	36.80	23.28	8.99	6.64
股息收益率 (%)	0.18	0.32	1.28	1.86

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	290	504	2,021	2,943
折旧和摊销	397	549	727	752
营运资金变动	-395	-2,536	-35	-85
经营活动现金流	364	-1,032	2,925	3,774
资本开支	-158	-4,487	-437	-453
投资	-51	0	0	0
投资活动现金流	-208	-4,521	-446	-464
股权募资	0	0	0	0
债务募资	436	5,937	-1,500	-1,500
筹资活动现金流	300	5,864	-1,769	-1,959
现金净流量	456	311	710	1,351

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048