

平台定位日益清晰，金价上涨提升盈利

——株冶集团三季报点评

核心观点

- 黄金价格大幅上涨，盈利水平持续提升。**根据钢联数据，25Q3 黄金均价为 792.8 元/克，同比 24Q3 上涨 39.54%，环比 25Q2 上涨 2.84%。受益于黄金价格大幅上涨，公司 25Q3 盈利能力加速改善。利润方面，公司 25Q3 单季实现扣非归母净利润 3.29 亿元，同比增长 72.44%，增速较 25Q2 的 70.9%加快 1.54PCT；利润率方面，公司 25Q3 单季销售毛利率 12.62%，较 25Q2 的 12.31%增长 0.31PCT；公司 25Q3 单季扣非后销售净利率 6.24%，较 25Q2 的 5.55%增长 0.69PCT。公司持续实施铅锌和贵金属两大业务双轮驱动的发展战略，随着未来贵金属价格进一步上涨，盈利能力有望稳步提升。
- 平台定位日益清晰，集团资产有望注入。**公司是中国五矿集团有限公司旗下整合矿产及冶炼资源的主要上市公司平台，当前与金信铝业、黄沙坪矿业等存在同业情况。根据 2025 年 9 月 16 日公司披露的《无偿划转协议》，水口山集团与湖南有限持有的 3.35 亿股公司股份（占上市公司总股本的 31.26%）无偿划转至湖南有色，公司控股股东同步变为湖南有色。随着股权关系结构理顺，未来相关资产注入进程或提上日程，公司内生增长的动能有望进一步增强。
- 金价左侧或已企稳，看好金价中期上行。**本轮金价自 10 月 16 日调整以来，国内外隐含波动率指标持续下降。截止 2025 年 11 月 7 日，Cboe 黄金 ETF 波动率已下降至 20.13%，基本持平 9 月波动率区间 16%-20%的区间上限，并且上期所黄金期权平值隐波同步下降至 18.2%以下。由于隐含波动率已下降至金价波动的正常区间范围，我们认为金价左侧或已企稳。向后看，黄金在法币信用下行与通胀预期上行多重利多因素下有望维持中期上行，公司业绩有望受益贵金属价格上涨而持续提升。

盈利预测与投资建议

- 我们根据当前贵金属价格，调整公司 2025-27 年每股收益分别为 1.02、1.43、1.56 元（原预测为 1.03、1.21、1.33 元），根据可比公司 2025 年市盈率估值水平，给予公司 2025 年 20XPE 估值，对应目标价 20.4 元，维持买入评级。

风险提示

全年产量目标完成进展不及预期，矿产金、银成本大幅上升，资产注入计划变化

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19,406	19,759	22,287	24,927	27,101
同比增长(%)	-4.9%	1.8%	12.8%	11.8%	8.7%
营业利润(百万元)	755	973	1,346	1,868	2,043
同比增长(%)	14.7%	28.9%	38.4%	38.7%	9.4%
归属母公司净利润(百万元)	611	787	1,094	1,532	1,673
同比增长(%)	24.0%	28.7%	39.1%	40.0%	9.2%
每股收益（元）	0.57	0.73	1.02	1.43	1.56
毛利率(%)	8.5%	8.8%	10.7%	11.9%	11.9%
净利率(%)	3.1%	4.0%	4.9%	6.1%	6.2%
净资产收益率(%)	22.1%	19.7%	22.3%	24.7%	21.4%
市盈率	26.3	20.4	14.7	10.5	9.6
市净率	4.4	3.7	2.9	2.3	1.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2025 年 11 月 10 日）	15.09 元
目标价格	20.4 元
52 周最高价/最低价	18.32/7.66 元
总股本/流通 A 股（万股）	107,287/75,181
A 股市值（百万元）	16,190
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2025 年 11 月 11 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.67	-8.27	24.92	68.23
相对表现%	-0.22	-9.96	10.55	53.83
沪深 300%	0.89	1.69	14.37	14.4



证券分析师

刘洋	执业证书编号：S0860520010002
	香港证监会牌照：BTB487
	liuyang3@orientsec.com.cn
	021-63326320

联系人

李一涛	执业证书编号：S0860124120001
	liyitao@orientsec.com.cn
	021-63326320

相关报告

贵金属板块有望量价齐升，助力业绩持续增长：——株冶集团 2025 年半年报点评	2025-08-17
看好双轮驱动下冶炼龙头分红潜力：——株冶集团 2025 半年度业绩预告点评	2025-07-20
贵金属增益显著，老牌铅锌央企焕发新生：——株冶集团 2024 年报及 2025 年一季度点评	2025-04-22

表 1：可比公司估值（PE）

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)			PE		
		2025/11/10	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
中金岭南	000060	5.44	0.28	0.31	0.32	19.51	17.61	17.08
山金国际	000975	21.50	1.24	1.49	1.96	17.35	14.42	10.99
湖南黄金	002155	22.15	1.06	1.25	1.51	20.92	17.72	14.66
驰宏锌锗	600497	6.70	0.36	0.39	0.43	18.68	17.15	15.47
山东黄金	600547	36.41	1.44	1.78	2.09	25.34	20.50	17.40
调整后平均						20.00	17.00	16.00

数据来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	600	375	575	839	1,502
应收票据、账款及款项融资	514	681	653	714	808
预付账款	173	385	302	348	425
存货	2,210	2,125	2,285	2,616	2,801
其他	338	483	440	470	519
流动资产合计	3,835	4,049	4,255	4,987	6,055
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,931	4,172	4,643	5,180	5,815
在建工程	590	130	662	956	1,141
无形资产	676	653	642	632	621
其他	82	133	117	115	115
非流动资产合计	5,279	5,087	6,064	6,883	7,691
资产总计	9,114	9,137	10,320	11,870	13,746
短期借款	1,699	1,913	2,002	1,794	1,826
应付票据及应付账款	896	1,127	1,155	1,252	1,414
其他	1,276	1,131	1,071	1,178	1,164
流动负债合计	3,871	4,170	4,228	4,224	4,404
长期借款	980	3	3	3	3
应付债券	0	0	0	0	0
其他	506	473	482	482	482
非流动负债合计	1,486	476	486	486	486
负债合计	5,357	4,646	4,714	4,710	4,890
少数股东权益	125	136	157	180	203
实收资本（或股本）	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073
资本公积	3,072	3,072	3,072	3,072	3,072
留存收益	(2,027)	(1,321)	(227)	1,305	2,978
其他	1,514	1,530	1,530	1,530	1,530
股东权益合计	3,757	4,491	5,606	7,160	8,857
负债和股东权益总计	9,114	9,137	10,320	11,870	13,746

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	635	802	1,115	1,554	1,697
折旧摊销	1,195	222	50	39	41
财务费用	105	76	72	68	61
投资损失	8	(15)	0	0	0
营运资金变动	(147)	(195)	(38)	(307)	(228)
其它	(1,105)	217	(65)	1	1
经营活动现金流	690	1,107	1,134	1,356	1,571
资本支出	(2,406)	33	(939)	(859)	(850)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	1,625	(337)	0	0	0
投资活动现金流	(782)	(304)	(939)	(859)	(850)
债权融资	(480)	(1,093)	(13)	43	(29)
股权融资	1,200	0	0	0	0
其他	(551)	81	18	(276)	(29)
筹资活动现金流	168	(1,012)	4	(233)	(58)
汇率变动影响	4	(2)	-0	-0	-0
现金净增加额	81	(211)	200	264	663

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,406	19,759	22,287	24,927	27,101
营业成本	17,750	18,017	19,902	21,970	23,884
销售费用	27	26	32	34	37
管理费用	531	472	538	627	661
研发费用	158	142	299	239	273
财务费用	105	76	72	68	61
资产、信用减值损失	3	54	0	1	1
公允价值变动收益	(9)	25	0	0	0
投资净收益	(8)	15	0	0	0
其他	(59)	(40)	(98)	(120)	(141)
营业利润	755	973	1,346	1,868	2,043
营业外收入	4	15	12	12	12
营业外支出	2	26	21	17	21
利润总额	757	961	1,337	1,863	2,033
所得税	122	159	221	309	337
净利润	635	802	1,115	1,554	1,697
少数股东损益	23	15	21	22	23
归属于母公司净利润	611	787	1,094	1,532	1,673
每股收益（元）	0.57	0.73	1.02	1.43	1.56

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-4.9%	1.8%	12.8%	11.8%	8.7%
营业利润	14.7%	28.9%	38.4%	38.7%	9.4%
归属于母公司净利润	24.0%	28.7%	39.1%	40.0%	9.2%
获利能力					
毛利率	8.5%	8.8%	10.7%	11.9%	11.9%
净利率	3.1%	4.0%	4.9%	6.1%	6.2%
ROE	22.1%	19.7%	22.3%	24.7%	21.4%
ROIC	11.2%	13.4%	16.8%	19.4%	17.8%
偿债能力					
资产负债率	58.8%	50.8%	45.7%	39.7%	35.6%
净负债率	59.5%	34.9%	26.0%	14.3%	4.1%
流动比率	0.99	0.97	1.01	1.18	1.37
速动比率	0.42	0.46	0.47	0.56	0.74
营运能力					
应收账款周转率	91.5	75.8	72.8	82.0	76.5
存货周转率	8.6	8.3	9.0	9.0	8.8
总资产周转率	2.1	2.2	2.3	2.2	2.1
每股指标（元）					
每股收益	0.57	0.73	1.02	1.43	1.56
每股经营现金流	0.64	1.03	1.06	1.26	1.46
每股净资产	3.39	4.06	5.08	6.51	8.07
估值比率					
市盈率	26.3	20.4	14.7	10.5	9.6
市净率	4.4	3.7	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	7.9	12.8	11.1	8.2	7.6
EV/EBIT	18.9	15.5	11.5	8.4	7.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。