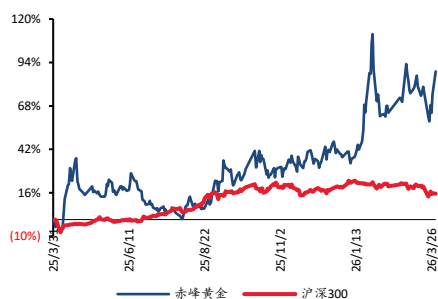


金价上涨带动利润高增，筹划实控人变更

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	19/16.64
总市值/流通(亿元)	816.04/714.48
12个月内最高/最低价(元)	51.5/20.1

相关研究报告

<<【太平洋有色】赤峰黄金 2025 年一季报点评：业绩显著增长，国内矿山成本控制较好>>--2025-04-27

证券分析师：梁必果

电话：

E-MAIL: liangbg@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524010001

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

事件：2026年3月21日，公司发布2025年年报，报告期内公司实现收入126.4亿元，同比+40.0%；归母净利润30.8亿元，同比+74.7%；扣非净利润30.6亿元，同比+79.9%。其中，2025年Q4公司实现收入39.9亿元，同比+42.5%，环比+18.5%；归母净利润10.2亿元，同比+55.4%，环比+7.7%；扣非净利润10.3亿元，同比+55.9%，环比+12.9%。2025年公司ROE为23.0%，同比+0.7pct；毛利率为52.5%，同比+8.6pct；净利率为27.3%，同比+5.3pct；至报告期末资产负债率为33.9%，同比-13.3pct。

产量小幅下滑，瓦萨金矿单位成本上升较大。(1)**量：**2025年公司矿产金产量14.5吨，同比-4.3%，同比减少0.6吨，产量小幅下滑；其中，2025Q4矿产金产量3.8吨，同比-13.7%，环比-3.7%。产量下滑主要系矿石入选品位下降，以及雨季提前到来影响加纳瓦萨金矿生产节奏所致。公司2026年产销量目标为：黄金14.7吨、电解铜1.1万吨。(2)**价：**2025年公司矿产金销售均价为784.8元/克，同比上升49.7%。(3)**成本：**2025年公司矿产金单位销售成本为326.3元/克，同比+17.3%，全维持成本为372.6元/克，同比+32.5%；其中国内金矿单位销售成本为180.5元/克，同比+14.9%，全维持成本为277.8元/克，同比+23.7%；老挝塞班金铜矿单位销售成本为1472.3美元/盎司，同比-1.7%，全维持成本为1596.2美元/盎司，同比+20.6%；加纳瓦萨金矿单位销售成本为1860.2美元/盎司，同比+42.7%，全维持成本为1973.0美元/盎司，同比+51.3%。加纳瓦萨金矿单位成本上升较大，主要由于：可持续发展税率自2025年4月起从1%增至3%、增加采矿作业单元推高运营成本、矿石入选品位降低、雨季提前到来影响产量等因素。

项目有序推进，SND项目新增资源量显著。卡农铜矿区剥离于2025年年中启动，已开始氧化矿开采，计划2027Q2开始开采原生矿，设计产能130万吨/年；加纳瓦萨布朗神父项目前期工作持续推进。报告期内，老挝塞班团队完成SND项目第一阶段大规模斑岩型金铜矿体发现，首次披露资源量数据，该项目拥有金资源量70.7吨、铜资源量33.2万吨。

实控人拟变更为紫金矿业。2026年3月29日，公司发布公告，控股股东李金阳及其一致行动人浙江瀚丰与紫金矿业全资子公司紫金黄金签订《股份转让协议》，拟以41.36元/股向紫金黄金转让其合计持有的2.42亿股公司A股股票，同时以30.19港元/股向紫金黄金定向增发3.11亿股公司H股股票。交易完成后，紫金黄金合计持有公司增发后总股本的25.85%，成为公司控股股东，期待紫金矿业管理赋能，加速矿山开发、提升运营效率。

投资建议：我们上调2026-2027年盈利预测，并新增2028年预测，预计2026-2028年公司归母净利润分别为52.2/64.6/79.4亿元（2026-2027年前值31.9/34.6亿元），维持“买入”评级。

风险提示：价格大幅波动风险，成本端超预期上升，产量不及预期

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	12,639	16,950	20,212	24,149
营业收入增长率(%)	40.03%	34.11%	19.24%	19.48%
归母净利润（百万元）	3,082	5,218	6,463	7,945
净利润增长率(%)	74.70%	69.30%	23.86%	22.93%
摊薄每股收益（元）	1.62	2.75	3.40	4.18
市盈率（PE）	26.47	15.64	12.63	10.27

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,747	6,821	11,164	17,860	26,071
应收和预付款项	864	593	1,199	1,367	1,466
存货	2,540	2,685	3,445	3,905	4,440
其他流动资产	253	152	249	257	275
流动资产合计	6,404	10,251	16,056	23,388	32,252
长期股权投资	4	9	9	9	9
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	6,400	7,075	6,281	5,486	4,691
在建工程	678	777	777	777	777
无形资产开发支出	6,319	6,294	6,294	6,294	6,294
长期待摊费用	0	37	37	37	37
其他非流动资产	6,928	10,788	16,594	23,926	32,790
资产总计	20,329	24,981	29,992	36,529	44,598
短期借款	1,108	708	708	708	708
应付和预收款项	685	854	933	1,113	1,291
长期借款	600	70	70	70	70
其他负债	7,213	6,839	7,046	7,505	8,113
负债合计	9,605	8,470	8,756	9,396	10,181
股本	1,664	1,900	1,900	1,900	1,900
资本公积	627	3,263	3,263	3,263	3,263
留存收益	5,843	8,471	12,629	17,817	24,195
归母公司股东权益	7,917	13,415	17,572	22,761	29,138
少数股东权益	2,806	3,095	3,664	4,373	5,279
股东权益合计	10,723	16,511	21,236	27,133	34,417
负债和股东权益	20,329	24,981	29,992	36,529	44,598

现金流量表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	3,268	5,556	5,454	8,031	9,851
投资性现金流	-958	-2,310	-50	-60	-72
融资性现金流	-1,097	972	-1,030	-1,275	-1,568
现金增加额	1,242	4,186	4,343	6,696	8,212

利润表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	9,026	12,639	16,950	20,212	24,149
营业成本	5,069	6,008	7,164	8,198	9,486
营业税金及附加	473	727	686	878	1,084
销售费用	0	0	39	71	34
管理费用	492	584	587	653	754
财务费用	155	48	0	0	0
资产减值损失	-5	-225	0	0	0
投资收益	79	-80	-34	-40	-48
公允价值变动	-26	112	0	0	0
营业利润	2,824	4,963	8,308	10,250	12,572
其他非经营损益	-5	-37	-15	-19	-24
利润总额	2,819	4,926	8,294	10,231	12,549
所得税	833	1,478	2,507	3,058	3,698
净利润	1,986	3,447	5,786	7,173	8,851
少数股东损益	222	365	568	709	906
归母股东净利润	1,764	3,082	5,218	6,463	7,945

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	43.84%	52.46%	57.73%	59.44%	60.72%
销售净利率	19.55%	24.39%	30.79%	31.98%	32.90%
销售收入增长率	24.99%	40.03%	34.11%	19.24%	19.48%
EBIT 增长率	100.38%	72.81%	63.96%	23.35%	22.66%
净利润增长率	119.46%	74.70%	69.30%	23.86%	22.93%
ROE	22.29%	22.98%	29.70%	28.40%	27.27%
ROA	10.17%	15.22%	21.05%	21.57%	21.82%
ROIC	15.85%	20.09%	25.89%	25.39%	24.91%
EPS (X)	0.93	1.62	2.75	3.40	4.18
PE (X)	46.25	26.47	15.64	12.63	10.27
PB (X)	10.31	6.08	4.64	3.59	2.80
PS (X)	9.04	6.46	4.81	4.04	3.38
EV/EBITDA (X)	6.07	8.53	7.87	5.88	4.25

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。